

# 加快推进资本市场回归本源

□申万宏源研究 蒋健蓉 龚芳 陆媛媛

中国资本市场应一方面要防范重大系统性金融风险,另一方面也要寻找改革发展的突破口。2018年,资本市场在防风险下寻求改革突围,核心是回归金融本源,包括推进法治建设、市场功能和金融机构的回归本源。这种回归表现为:依法治市,推进法治建设的回归本源;融资与交易并重,推进市场功能的回归本源;专注主业发展,推进金融机构的回归本源。

## 一、金融脱媒带来三大趋势变化

成熟市场的发展经验表明,伴随以利率市场化为核心的金融深化进程,境外金融体系无一例外都经历了金融脱媒的过程。国际经验告诉我们,这个过程将带来三大趋势变化:一是直接融资体系的大发展,二是资本化的进程加速,三是金融行业的混业经营。

### 1. 趋势一:金融脱媒带来直接融资体系的大发展

从美英市场的经验来看,自1980年美国推行利率市场化以来,美国融资结构呈现显著变化,用增量法测算的美国社会新增融资中,直接融资占比从10%不到的水平显著提升至2000年后约80%的水平,美国实现了从间接融资体系向直接融资转变的过程;英国1980年开始推进金融脱媒,随后英国资本市场快速发展,伦敦成为全球金融中心,英国直接融资比重(存量法)也显著提升至70%的水平。从日本市场的发展经验来看,尽管利率市场化后日本金融市场并没有迎来较好的发展,银行坏账率不降反升,资本市场表现也不尽如人意,这与日本的经济基础和金融深化不彻底有很大关系,但从融资结构来看,直接融资的比重还是有所提升,2007年金融危机前以存量法测算的日本直接融资占比约为50%,形成了特殊的“间接型的金融市场体系”。

### 2. 趋势二:金融脱媒加速资本化进程

从境外成熟市场金融脱媒的历程来看,英国金融脱媒发生在20世纪80年代至20世纪末期,金融脱媒带来的市场活力提升为后续英国国有资本改革及伦敦打造全球金融中心奠定了坚实基础,英国市场从货币化加速向资本化转变。美国的金融脱媒发生在1970—1990年,20世纪70年代美国以货币市场共同基金(MMMF)为代表的类存款工具的快速发展在很大程度上倒逼利率市场化改革,1980年美国国会通过《存款机构放松管制与货币控制法》(DIDMCA)明确6年内逐步实现利率完全市场化。在此之后,美国商业银行息差收入不断收窄,美国市场证券化率不断提升,资本化的快速发展为后期美国经济的十年繁荣奠定了良好的基础。我们从表征资本化的直接指标——证券化率来看,英国证券化率从1980年开始稳步增长,在2000年左右达到近180%的峰值水平,尽管2007年遭遇全球金融危机冲击,但近年来英国证券化率长期维持在100%以上;美国证券化率在1980年后呈现出波浪式上升趋势,在1975—1999年间美国证券化率提高了3.17倍,美国也成为全球资本市场最发达的国家;日本金融市场的改革尽管没有英美那么成功,但金融脱媒在一定程度上还是推进了日本资本化的进程,日本证券化率从1980年初30%左右的水平上升至2007年金融危机前近100%的水平,资本化的进程不可小觑。一个国家资本化的进程,提升的是一国资本形成和创造的能力。在这个过程中,一国实现从资本短缺向资本充足的转变,从资本引进向资本输出的转变,这是一国转向创新驱动型经济增长方式的前提条件,也是一国货币国际化的前提条件。

### 3. 趋势三:金融脱媒加速金融业混业经营

随着直接融资的快速发展,投行等机构快速发展起来,为了更好地促进金融市场平等竞争,金融脱媒后成熟市场都相继实现了金融混业化。从金融混业的模式来看,目前全球范围混业经营存在三种主要的模式:一是全能型银行式的混业模式,在业务上实现完全混业,如德国和法国;二是股权层面金融机构的交叉持股或金融控股集团模式,如日本;三是金融机构之间业务的交叉持牌,即各金融机构在部分业务上实现混业,如香港。在金融混业发展的初期,金融格局将呈现两大显著变化:一是证券类业务或证券类经营机构的资产规模在金融体系中有所上升。以美国为例,美国证券业总资产规模从1980年约1020亿美元直线增长至2000年约2.3万亿美元的水平,20年间增长近23倍;从相对占比来看,美国证券业总资产占银行业总资产的比重从1980年初约5.5%的水平增长至2000年约37.8%的水平,证券业在金融体系中的地位显著提升;二是银行机构中,无论是全能银行还是银行控股集团,其非息收入的占比都将显著提升,美国银行业1980年非息收入约14万亿美元,利息收入约为非息收入的3.9倍,2000年时这一比例下降至1.3左右,此种收入结构的变化反映的是金融业态的变化。

## 二、将防范金融风险放在前所未有的重要位置

资本市场的改革突围需要疏堵结合的思维。“堵”是要堵邪门、堵歪门,有效防范重大金融风险事件;“疏”是要为金融市场改革寻找突破口。当前我国正处在利率市场化过程中,大力发展直接融资成为金融市场改革发展的突围之路。

当前金融体系发展在国民经济中的地位和重要性显著提升。近年来我国对金融体系的功能定位逐步清晰化,金融体系从过去的纯虚拟、补充性定位逐步向金融服务实体经济的定位转变。金融体系在国民经济发展中重要性地位的提升主要表现在以下三方面:一是中央政治局会议对于“金融活,经济活;金融稳,经济稳”的阐述充分体现了金融在实体经济中的重要作用;二是党管金融,第五次全国金融工作会议明确了党管金融的新管理体系,并提出要不断提高党员干部的金融工作能力;三是防范金融风险是防范化解重大风险的重中之重,2017年中央经济工作会议提出防控金融风险是三大攻坚战的重中之重。

构建三循环的良性发展是防范化解重大金融风险的

关键措施。中央经济工作会议明确指出打好防范化解重大金融风险攻坚战,重点是防控金融风险。金融体系的发展要服务于供给侧结构性改革主线,促进形成金融与实体经济、金融与房地产以及金融体系内部的三大良性循环机制。“三循环”机制的提出是对当前我国经济金融体系深刻认识的总结,金融与实体经济的良性循环表现为充分发展市场在资源配置中的决定性作用,金融要把为实体经济服务作为出发点和落脚点,把更多金融资源配置到经济社会发展的重点领域和薄弱环节,实现金融与实体经济的良性互动。金融与房地产的良性循环主要表现为一方面金融体系需要配合房地产调控,服务于房地产长效机制的建立,利用资金和服务创新支持住房制度改革;另一方面要防范房地产泡沫引发金融体系的系统性金融风险。金融体系内部的良性循环表现为要引导资金脱虚向实,杜绝资金在金融体系内空转,借助资产管理业务统一监管来去通道、去杠杆,引导金融机构回归本源、专注本业。

资产管理业务统一监管旨在形成金融体系内部的良性循环。过去在我国泛资产管理行业快速发展的背后也催生了一系列的乱象,如影子银行体系庞大;刚性兑付的“灰犀牛”一直存在;监管套利资金空转提升实体经济融资成本以及产品嵌套加大风险传染等。2017年底央行发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》的征求意见稿,具体来看我们认为有以下四方面值得关注:一是强化功能监管的理念,资管产品更多按照业务实质进行监管,打破机构主导的分类监管模式,实现功能监管与机构监管的结合发展;二是政府对于打破刚性兑付的态度坚决,尽管打破刚性兑付将可能引发相应的市场风险,但破刚兑已经成为市场发展的必然方向;三是《指导意见》旨在去通道、消除产品层层嵌套,对于套利型的产品嵌套将严厉打击,对于FOF、MOM这类配置型产品可能将豁免相关规定;四是关于过渡期安排,过渡期内资产管理业务预计按新规定执行,具体的过渡期时间可能会有所延后,大概率可能借助分段设置过渡目标的形式来化解过渡期风险。

## 三、发展直接融资的突围之路

大力发展直接融资已经成为自上而下的一致认识。在三位一体的金融发展新思路下,如何深化金融改革来强化对实体经济的服务能力和有效防控金融风险已经成为问题的焦点所在。在金融体系发展中,大力发展直接融资已经摆在了首要重要的位置,第五次全国金融工作会议明确“把发展直接融资放在重要位置,形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者合法权益得到有效保护的多层次资本市场体系”。直接融资已经居于金融体系改革的第一重要位置,这充分体现了当前我国对大力发展直接融资的重视程度。从境外市场的发展经验来看,金融脱媒中直接融资体系的大发展能有效化解金融风险,提升资源配置的效率。当前无论是以存量法还是以增量法测算的我国直接融资比重都明显偏低,截至2016年底增量法测算的我国直接融资占比仅为29.6%,远低于境外成熟市场水平,发展直接融资成为当务之急。

资产证券化是发展直接融资的有效突破口。从直接融

资的方式来看,在资产管理业务统一监管的趋势下,由于配置债券市场的资金规模可能收缩,进而对债券一级市场形成一定冲击,2017年债券融资规模便呈现显著下滑,全年融资规模约2.92万亿元,同比下滑31%,估计2018年债券发行市场仍延续下滑趋势;在股权融资上,在IPO维持常态化、再融资审核趋严的背景下,股权融资规模整体上可能小幅增长;比较而言,资产证券化成为重要的直接融资方式。从金融市场现状出发,随着资产管理业务统一监管,大量非标资产面临过渡期后如何处置发展的问题,资产证券化作为债权类融资,是实现非标转标的的重要方式,大力发展资产证券化能够有效化解资管统一监管后的市场冲击。

然而当前我国资产证券化发展面临两大障碍:一是对基础资产质量的要求较高,使得很多非标资产无法借助证券化的形式来实现转标发展;二是资产证券化产品流动性相对不足,当前资产证券化产品主要在交易所市场及机构间私募报价系统上交易,整体交投并不活跃,2017年资产

证券化产品的年换手率仅10%。未来在一定程度上降低资产证券化基础资产的质量标准,以资产管理统一监管为契机,借助相应绿色通道机制来推动非标资产转变为标准资产证券化产品应成为化解金融风险,提升直接融资比重的有效突破口。除此之外,建议大力发展金融衍生品市场,丰富金融对冲工具来优化资产证券化产品做市商机制。从现状来看,当前我国金融衍生品种类较少,主要有国债期货、利率互换、利率远期、CDS,除了国债期货和利率互换的交易规模相对较高外,其他金融衍生品交投并不活跃,用于对冲信用风险的CDS更多是象征性和监管推动,在实际操作中难以对风险准确定价。从境外市场经验来看,美国在金融脱媒后随着直接融资体系的快速发展,金融衍生品市场快速发展,美国期货和期权交易量直线增长,其中期权交易量从1990年的2.7万亿美元增长至2013年的47万亿美元,期货交易量从1990年的2.7万亿美元增长至2013年的约31万亿美元。大力发展金融衍生品对冲工具,已经成为提升固定收益类产品流动性的关键所在。

## 四、加快推进资本市场回归本源

大数据、云计算等现代技术提升稽查执法效率,进一步加大对违法违规行为的处罚惩戒力度,双管齐下打击违规,提升市场法治水平。

### 2. 市场功能的回归本源:基于融资和交易的资源配置功能

资本市场发展向融资功能和交易功能并重转变。2018年在坚持严格审核标准的前提下,IPO审核节奏加快、审核周期缩短,将逐步实现常态化。在大力发展直接融资的政策导向下,IPO实现常态化是必然趋势。证监会在给相关提案的答复中明确提出,“2018年将适当加快新股发行节奏,不断健全新股发行常态化机制,着力化解存量,严格规范上市审核标准,为资本市场和实体经济发展不断注入源头活水。”从近期过会情况来看,随着新一届发审会的上任,新股发行审核明显趋严。期间共有93家企业上会,其中52家获通过,33家被否,6家暂缓表决,2家取消审核,过会率仅55.91%,较2017年上一届发审委81%的过会率低25个百分点。预计2018年新股发行审核将延续从严趋势,新股发行节奏将有所加快,融资规模可能小幅上升,全年IPO融资规模约2600亿元,实际募资规模还取决于大盘股的实际发行数量。

新三板市场建设将围绕完善三大制度展开,更加侧重交易制度。新三板市场作为我国多层次资本市场体系重要的组成部分,是大力发展直接融资、提升直接融资比重的重要突破口。2017年新三板市场在基础制度建设上不断完善,在分层制度基础上推出了集合竞价交易机制,新三板挂牌审核趋严,市场发展从数量扩张向注重质量转变。预计2018年新三板市场建设将围绕持续完善三大制度展开:

一是在分层制度上,新分层制度从2018年4月1日起正式实施,提高了标准二、标准三的规模要求,适当降低了标准一的盈利要求,淡化对创新层公司盈利能力的要求,强化了对公司稳定和可持续性的考核;二是在交易制度上,《全国中小企业股份转让系统股票转让细则》从2018年1月15日开始正式实施,随着盘中集合竞价和盘后协议转让机制的推出,新三板市场流动性难题有望得到改善,盘中集合竞价提升了定价公允性,盘后协议转让为大宗交易提供了平台;三是在信息披露制度上,2018年对创新层的信息披露要求将进一步趋严,增加定期报告、业绩快报等披露业务,有效减少信息不对称程度,提高市场效率。在市场功能向本源回归的趋势下,预计交易制度的建设将成为重中之重。

2018年资本市场将延续有序开放趋势,市场开放程度有望进一步提升。全国金融工作会议提出有序扩大金融开放,我们预计2018年资本市场将延续开放态势,市场开放可能重点集中在以下四方面:一是进一步放宽外资可投资

资产范围,目前外资在股票市场、银行间债券市场及交易所债券市场基本实现了可投资基础资产的全覆盖,2018年外资可投资范围有可能放宽至所有金融资产,享受与境内机构同等市场地位;二是外资控股参股金融机构相继获批,在CEPA协议十下外资控股的全牌照证券公司将相继获批,外资私募基金备案数量将显著增加,外资持有银行和保险公司的比例可能进一步提升;三是QFII、RQFII等投资额度有望进一步扩容,在A股纳入MSCI新兴市场指数的推动下,外资投资A股市场的比重将进一步提升,外资投资额度有望扩容;四是在“走出去”上,对于境内企业境外上市可能试点备案制,对于“一带一路”沿线国家的融资及并购交易行为可能会给予相应的特殊支持。

### 3. 金融机构的回归本源:专注主业发展

打造国际一流金融机构成为远景目标。十九大报告明确提出要加快现代服务业发展,瞄准国际标准提高水平;推动国有资本做强做优做大,培育具有全球竞争力的世界一流企业。金融行业作为现代服务业中的重要组成部分,提升核心竞争力,跻身国际一流行列既是行业自身发展的需求,也是推动供给侧改革和践行“一带一路”倡议的要求。当前我国已经成为世界第二大经济体,金融市场体量也位居全球前列,然而从金融机构发展来看,在全球系统重要性金融机构的评选中,国内仅有四大国有银行和平安集团入选,在系统重要性投资银行建设上更显落后。证监会主席刘士余在证券业协会第六次会员大会上指出:“金融服务与金融资源的竞争历来是国际竞争的核心要素之一,没有一流的投行,哪有一流的国际竞争力”。加快建设国际一流金融机构已经成为金融行业的共识。

基于宏观审慎的风险防范是当前金融机构监管的重点。随着我国金融创新与金融工具跨领域现象逐渐凸显,隐形的混业经营和影子银行不断突破监管界限,防范系统性金融风险成为当前发展面临的重要挑战。党的十九大报告首次将宏观审慎政策写入中央文件,当前金融机构发展要重视宏观审慎下的风险防范,以降杠杆、去通道为导向,杜绝以“金融创新”为名的监管套利,守住不发生系统性金融风险的底线。

推进金融机构回归主业、发展主业、做强主业是核心任务。第五次全国金融工作会议明确提出:做好金融工作要回归本源,金融要把实体经济服务作为出发点和落脚点。银行业将重点推进表外资产的清理,回归做强表内主业;证券业将重点推进摆脱通道业务模式,着力提升投行、交易和主动管理能力;保险行业回归保险姓“保”,突出保障的根本功能,明确投资的辅助功能。在回归主业的过程中,做大做强资本实力、提升风险管理能力,充分运用金融科技手段成为金融行业转型发展的共同诉求。