

# 中国证券业迎来战略机遇期

当前中国证券业改革与创新的步伐恰如燎原之火, 中国证券行业正迎来一个难得的发展春天。加快发展场外交易市场, 积极发展债券市场, 稳步推进资产证券化。这些政策方向恰恰是符合我国产业结构调整升级, 发展方式根本转变的客观需要。多层次资本市场的建设也将使券商更为受益。券商行业是当前唯一被鼓励增加经营杠杆的金融行业, 因此, 其盈利能力及业绩增长的前景值得期待。

胡宇

从新股发行体制改革作为突破口, 到理性投资与价值投资的理念倡导; 从全国场外市场的积极推进, 到创业板退市制度的酝酿推出; 从债券约定式回购、股权质押式发债, 到证券客户保证金管理的试点推广; 当前中国证券业改革与创新的步伐恰如燎原之火, 一扫4年熊市的阴霾与晦气。我们认为, 中国证券行业正迎来一个难得的发展春天。

## 结构调整需要资本市场发展

“十二五”规划纲要明确提到, 要加快多层次金融市场体系建设, 大力发展金融市场, 继续鼓励金融创新, 显著提高直接融资比重; 加快发展场外交易市场, 积极发展债券市场, 稳步推进资产证券化。这些政策方向恰恰是符合我国产业结构调整升级, 发展方式根本转变的客观需要。

当前中国正处于经济结构调整阶段, 过去以新增贷款来刺激经济增长的模式恐怕难以持续。由于中国存量资本已经较为丰厚, 不仅M2余额已经超过80万亿, 占国内生产总值(GDP)已高达200%, 且民间资本亦有充裕的投资能力, 如果控制不好, 对资产价格会有较大的冲击, 因此, 继续依靠银行体系来实现投资目标不一定符合经济结构转型的要求。这不仅要考虑通胀反复的严峻性, 亦要考虑民间资本旺盛的投资需求与中小企业融资难问题的矛盾。因此, 如何化解民间投融资的矛盾, 才是经济能否顺利

转型的关键之一。

由于信贷额度扩大受限及大中型银行经营模式的局限性, 中小企业很难从正规的银行渠道获得资金, 因此, 建立较为广泛的符合中小企业融资需求的多层次资本市场和扩大民间金融机构的参与度(包括温州金融试点)就显得迫在眉睫, 而场外市场、高收益债券的启动正好符合当下形势的要求。同时, 多层次的资本市场的健全完备与投资标的物的丰富与繁荣, 更有利于满足当前国内各类资本充沛的投资需求, 有利于保持资产价格与日常消费品价格的稳定, 从而系统性解决投资冲动与中小企业融资难题。场外市场建设将充分启动资源配置的效果, 无疑是中国金融体制改革的战略性举措。

## 投融资需求助推券商业务发展

随着全国性场外市场、私募债券市场的发展加快, 预计未来直接融资总量的规模仍将大幅上升, 而以银行为主导的间接融资规模由于占比较大, 预计会缓慢下降。当然, 多层次资本市场的建设也将使券商更为受益, 相关资源配置将更为偏向于大中型券商, 无论是佣金收入的增加, 还是承销业务的扩大, 都将对相关券商的盈利增长提供有利支持。

多层次资本市场体系的建设在丰富市场产品种类及完善市场结构的同时, 亦会改善证券公司业务模式和盈利模式。建立全国性的场外交易市场, 为众多中小企业提供股权融资服务, 亦为担任做市商的券商提供业务增长的来

源, 而中小型券商亦可利用各自的区域优势获得新的业务增长点。债券私募的发行, 将使中小券商投行亦能够参与债券的发行与销售, 满足更多中小企业的融资需求。经济结构的调整亦使更多企业需要通过资产重组、兼并、战略资本来获得进一步发展的动力, 而担任资本中介的券商更多扮演财务顾问、资本中介等角色。因此, 券商将不仅仅局限于做个交易通道的提供商, 而是要做企业综合金融解决方案的服务商。

与此同时, 民间资本与居民储蓄的规模已经逐步壮大, 民间投资与理财需求日益旺盛。对券商而言, 要满足各类投资者日益增强的理财需求, 要壮大市场份额和业务规模, 就必须尽快改革过去简单的粗放型业务发展模式, 即要从过去单纯地提供股票交易的通道模式向综合金融理财与销售的模式过渡。对此, 无论是监管机构, 还是交易所, 都在大力支持券商从不同角度, 考虑向综合财富管理金融产品销售方面发展。包括债券质押式报价回购、约定购回式证券交易、分级资产管理计划、期权模拟交易、大宗交易、转融通、基金销售与服务平台、股票质押式发债及现金理财账户等多个创新产品都在酝酿和筹划推出。毋庸置疑, 未来几年券商的服务模式和盈利模式都将有翻天覆地的改变。

## 加杠杆: 券商业务跑步进入景气期

从国内各大金融机构的资产规模来看, 相比银行、信托与基金而言, 券商无疑属于金融界的小兄弟。从2011年券商披露的业绩来看, 行业平均净资产收益率(ROE)在6%左右, 是金融行业的最低水平。从目前各大金融机构的杠杆率来看, 当前券商的杠杆也很低, 仅为1.3倍。2011年整个券商的总资产不过1.57万亿, 而银行行业的总资产已超过100万亿, 券商资产仅不到银行行业的2%。同时, 中国108家券商的净利润总额也不及一家交通银行的利润

规模, 更不用与四大行做比较。对比中外各大金融机构的资产及利润规模可知, 中国券商无论是资本规模、经营杠杆还是盈利规模都处于较低水平。

从国际比较来看, 中国108家券商的利润总额仅相当于摩根士丹利一家大型投行的盈利水平, 同时, 国际投行普遍拥有12倍以上的经营杠杆, 因此, 与国际大型投行全牌照混业经营的盈利模式相比, 中国券商的盈利模式仍显得单一, 在管理能力、资产规模、盈利能力等方面与国际投行均有相当大的差距。

用杜邦分析法可知, 对净资产收益率而言, 杠杆率过低, 意味着仅能通过提升净利率和资产周转率来提升净资产收益率。而净利率的提升往往依赖于毛利率的提升和各项成本费用的控制, 在目前佣金普遍下调及人力成本上升的背景下, 券商要节衣缩食地压缩成本, 空间并不大。由于券商属于轻资产经营模式, 资产周转率亦难成为提升ROE的关键因素。因此, 要提升ROE, 只有通过增加经营杠杆。各种信号表明, 券商行业是当前唯一被鼓励增加经营杠杆的金融行业, 因此, 其盈利能力及业绩增长的前景值得期待。一方面, 券商可以通过创新业务发展带来的盈利内生性增长来扩大资本规模; 另一方面, 目前中国券商的资金来源仅限于资本金, 在创新加速背景下, 未来亦需要通过发行短期融资券、转融通、保证金现金管理等模式来提升负债规模, 从而弥补资本金不足的缺陷。

正如郭树清主席所言, “资本市场发展迎来了一个最好的历史时期。” 证券业应把握这一历史机遇, 加紧业务创新, 培养核心竞争力, 建立差异化竞争优势, 伴随中国经济的转型升级, 焕发蓬勃生机。

(作者系华林证券财富管理中心研究发展部副总经理)

## 焦点评论

# 高铁是刺激内需的重要动力

任寿根

据媒体报道, 深圳高铁2012年4月1日直通湘鄂, 大大缩短了深圳到达长沙、武汉等地的时间, 从深圳乘坐高铁去武汉最快仅需4小时11分、到长沙最快2小时50分到达, 这对于促进沿线城市的旅游等消费性需求大有裨益。

从中国经济发展的战略高度看, 中国应大力发展高铁产业, 以此来拉动消费, 刺激内需, 促进经济进入新的发展阶段。

## 高铁是刺激以消费为主导的内需的重要动力

中国经济未来发展的方向是主要依靠以消费为主导的内需, 这是由世界经济形势以及中国国内经济形势所决定的。中国经济向依靠内需为主发展模式的转变, 需要加强城市间或地区间的联系, 而高铁在这方面的作用显而易见, 高铁的发展对于促进中国内需扩张具有相当重要的作用。

新供给主义认为, 在大国体制条件下, 在物理性技术以及管理性技术不断引进的基础上, 主要依靠市场要素的内部循环, 该国经济能够持续性增长, 其经济规模以及经济运行质量会呈稳态上升趋势, 而高铁的发展能够加速该国人物流、物流运行的速度, 从而进一步提高该国内部市场活力及其运行效率。

从外部环境看, 中国外贸发展环境不容乐观, 继续大量依靠出口拉动经济增长难以持续。从世界贸易组织公布的相关数据可以看到这点。从2002至2010年, 中国共遭受贸易摩擦814起, 其中反倾销调查542起, 反补贴调查43起, 保障措施145起, 特保措施84起。到2012年, 中国已经连续十几年来成为遭遇贸易摩擦最多的国家。从发展趋势看, 中国出口受到主要贸易国抑制的情况会长期存在, 中国出口需求要保持过去的高增长, 继续依靠大量出口拉动经济增长比较困难。

欧洲经济受主权债务危机以及新的经济增长点缺乏等因素影响, 在相当长的时期内难以出现强劲增长, 其进口需求会相应减少, 这相当于一种自然因素, 中国的出口会因此受到影响。再者, 中国出口还受到外部人为因素影响, 即欧美刺激经济发展的一个重要策略是扩大其出口、抑制进口, 这对中国出口需求形成人为抑制因素, 前面提到的中国遭遇诸多国际贸易摩擦便是佐证。

此外, 中国出口增长还受到劳动力成本以及其他成本增加的压力, 出口产品竞争优势也会因此受到较大影响。2012年1月、2月中国物价上涨势头有所扭转, 就在人们认为中国通胀形势好转的时候, 3月的数据又让人捏了一把汗。据国家统计局公布的数据, 2012年3月份全国居民消费价格总水平同比上涨3.6%, 其中, 食品价格上涨7.5%。实际上, 中国通胀水平并没有之前一些人预期的那么乐观, 中国未来的通胀形势依然相当严峻。居民消费物价的上涨, 自然会带动劳动力成本上升, 这对长期依靠低劳动力成本的出口而言是不利的。

而从内部发展环境看, 中国具有广大的市场, 内部市场

需求巨大而且具有大幅上升的空间。中国未来通过进一步扩大内需, 尤其是消费需求, 可以保证经济保持一定的增速。中国依靠内部市场的循环, 可以保证经济获得一定的增值, 可以促进经济要素的充分且有效利用。而高铁的发展可以充分调动国内需求, 可以加速国内各经济要素的循环流动、升级。

顾名思义, 高铁最大的优势在于其速度, 可以缩短人流、物流的时间。高铁使区域与区域、城市与城市、生产与消费联系更紧密, 加快消费流、物流的速率, 从而能大幅刺激消费需求。据媒体报道, 2012年4月1日深圳高铁直通湘鄂首日, 深圳北直通湘鄂的高铁车票销售相当火爆, 最早一班开往武汉的G1002次和最早开往长沙的G6002次列车, 包括商务座、特等座、一等座以及二等座在内的所有车票已经全部售完。这说明, 中国的高铁发展具有稳定的消费基础, 潜力巨大。

## 高铁具有劳动密集型以及技术密集型的两重特点

中国高铁产业通过模仿式创新, 已在世界高铁产业中占据一席之地, 在工程建设技术、高速列车技术、列车控制技术、客站建设技术、系统集成技术、运营维护技术等方面都具有国际竞争力。据媒体2012年4月5日刊登的消息, 中国企业获得孟加拉国的内燃动车组项目牵引及网络控制系统的配套合同。这两部分是动车组的核心关键技术。该项目共配套20列(60辆)车, 其中包含网络系统20套、牵引逆变器40台、辅助逆变器40台。

中国出口高铁产品或技术并不是新鲜事。2009年中国就与美国、俄罗斯就高铁建设达成了一些协议。2010年, 中国高铁产品出口阿根廷, 与阿根廷签署了金额高达100亿美元的多项轨道交通科技出口合同。

长期以来, 特别是2005年至2011年, 中国经济增长在相当大的程度上依靠房地产业的支撑, 在楼市调控强化的情况下, 人们担忧房地产业的低迷会导致中国经济“硬着陆”, 担忧无相应的产业替代房地产业的支柱地位。其实, 中国的高铁产业可以成为拉动经济增长的重要引擎, 也能成为替代房地产业成为经济的支柱产业。

其一, 高铁产业是一种劳动密集型产业。高铁产业的发展需要大量的劳动力。高铁建设涉及到基础建设施工、隧道开通等等多方面, 而这些需要投入大量的劳动力。所以高铁产业具有劳动力吸纳能力强的特点, 从这个角度看, 高铁产业是一个劳动力密集型产业。

其二, 高铁产业是一种技术含量高的产业。高铁产业对技术要求很高, 其中还包括运营过程中的管理技术。中国大力发展高铁技术不仅可以增加大量就业, 还可以带动高新技术产业的发展, 从而达到优化产业结构的目的。随着国际高铁产业发展竞争的加剧, 中国高铁各项技术需要持续创新, 这一方面可以促进高铁产业本身的发展, 还可以带动整体科技产业实力的增强。

其三, 高铁产业是一种发散性强的产业。与房地产一样, 建设高铁需要大量的钢铁、水泥等建材产品, 高铁产业的发展可以拉动钢铁、水泥等相关产业的发展。

(作者系经济学教授、西方经济学博士生导师)

## ■舆情时评 | First Response |

# 深圳金融改革剑指债市和投资

孙媛

继3月底国务院批准温州成立金融改革实验区之后, 深圳前海成为了国家金融创新第二站。据中国上市公司舆情中心了解, 昨日深圳市委常委会研究讨论的《改善金融服务支持实体经济发展》系列配套文件, 这一方面与我国近期出台的一系列大力发展债券市场、提高直接融资比重的政策措施呼应, 另一方面也顺应了我国逐步拓宽外汇资本流出渠道、有序推进人民币资本项目可兑换的要求。

深圳即将出台的系列重大金融创新内容包括将与香港试点开展双向跨境贷款、成立深圳前海股权交易所、扩大代办股权转让试点和创新债券市场发展等, 其中最大亮点为双向跨境贷款。该业务将为人民币资本项下的开放、人民币回流提供新的重要平台。如果说温州金融改革试点主要解决的是国内民间闲置资

金的去向阳光化问题, 深圳的金融创新政策则主要解决了深港两地资金流动的阳光化问题, 让地下钱庄从地下走到地上, 合理推进人民币国际化进程和两地资金流动速度。

目前香港人民币1年期贷款利率不到3%, 而内地同期人民币贷款利率在6.56%基准利率以上有不同程度上浮, 两地贷款利率曲线将随着香港法人银行对内地放贷的实现而趋于一致。同时, 通过内地企业从香港贷款人民币这一业务的开展, 当内地处于紧缩货币政策时, 该业务可有效降低内地的紧缩效应, 而当内地处于宽松货币政策时, 该业务又可导致内地利率下降。

在人民币国际化方面, 深港双向跨境人民币贷款业务试点”可以与之之前出台的“外商可直接用人民币投资内地企业”以及“中国企业可在香港发行人民币债券”等政策形成互补。在中国正面临人民币外部需求逐渐增大的情况

下, 加快人民币资本项下开放有助减少中国对美元的依赖, 并同时避免外币资本项目下开放过快对本国经济造成巨大冲击。

一直以来, 人民币靠贸易渠道在香港沉淀形成了离岸市场。根据德意志银行数据, 人民币贸易结算占中国对外贸易结算比例接近10%, 日本的高点是40%, 以日本为参照物, 人民币贸易结算还有很大的空间。仅靠贸易输出人民币, 人民币国际化会非常有限。按照美元国际化经验, 在资本项开放的情况下, 非居民持有本地资产可达到国内生产总值(GDP)的85%, 按照现在中国的GDP来计算, 可达30万亿。

深港双向跨境人民币贷款”方案在去年深圳金融博览会期间已传出, 前海为此专门引进了央行深圳市中心支行“跨境通”人民币跨境投融资综合服务平台。深圳前海深港现代服务业合作区管理局局长郑宏杰在多个

场合强调, 前海金融业发展规划有三个重点, 第一是跨境人民币业务, 目前已在政策支持方面向国务院提交了6方面13条建议; 第二是要通过前海来稳步推进深港的资本市场合作; 第三是打造国际再保险交易中心, 推进保险创新发展实验区。

改革开放30年来, 深圳在税收红利优势逐渐丧失的情况下不断探索新的前进道路, 前海系列重大金融创新政策被认为是深圳向“先行先试金融实验区”转轨的有效尝试, 同时也是带动实体经济转好的引擎。深圳统计局数据显示, 今年前两个月, 深圳规模以上工业增加值、规模以上工业销售产值、工业产品销售率、进出口总额、出口总额、人民币存款余额和港口集装箱吞吐量7大经济指标出现负增长, 显示出内外需疲软, 以及现有金融体制对中小企业支持不够的情况。深圳昨天同时出台了对小微企业不良贷款容忍度放宽的政策。

(作者系中国上市公司舆情中心观察员)

## 投资者教育 漫画专栏



## “高送转”是一种账面游戏

A股流行高送转, 各路炒家一起玩。股票增多莫得意, 价格摊薄空喜欢。账面游戏吹泡泡, 市场炒作放迷弹。价值投资慎把握, 概念包装要看穿。

任山戴/画 孙勇/诗

“高送转”的含义: 一般是指大比例送红股或大比例以资本公积金转增股本, 比如每10股送6股, 或每10股转增8股, 或每10股送5股转增5股。“高送转”能增加股票数量, 但对上市公司净资产收益率和盈利能力没有任何实质性影响。在“高送转”方案实施日, 股价将做除权处理, 投资者持股比例不变, 持有股票的总价值也不变。

## 联系我们

本版文章如无特别申明, 纯属作者个人观点, 不代表本报立场, 也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论, 请打电话给0755-83501640; 发电子邮箱至ppl18@126.com。