# 胡继之:站在第三个十年看资本市场

编者按:种种迹象表明,中国资本市场正进入一个新的发展时期,作为资本市场重要力量的证券公司,正迎来历史性发展机遇。

证券时报记者近日专访了国信证券总裁胡继之。令我们稍感意外的是,他并没有过多谈及证券公司创新发展的微观层面,而是对市场、行业发展的一些根本性问题进行了思考。其见解独特、开阔,引人深思,证券时报特以访谈形式刊出,以真实呈现思考原貌。

证券时报记者 游芸芸

## 站在第三个十年看发展

**证券时报记者**:近期行业对改革的呼声很高,但面对中国资本市场新老问题相互纠结,又普遍觉得改革的难度很大。您作为一个从业20年的证券老兵,如何看待这个局面,您认为市场和行业怎样才能走出困境?

**胡继之**:现在,我们资本市场的发展确实面临很多急切需要解决的课题,而且很多事情看起来很复杂。问题的复杂性与解决的急迫性相交织,这可能意味着,我们需要改变看问题的视角。

如果我们还是站在既有的角度,就事论事,这些问题确实会很复杂,千丝万缕,解决起来很难。但如果我们把这些问题上升到中国资本市场“第三个十年”的层面来看,我们的视野会开阔很多,那些原本复杂的事情可能会变得很简单。

中国资本市场的前两个十年,各自解决了资本市场的一些根本性问题。“第一个十年”,解决了资本市场存在的合理性问题,小平同志说要坚决大胆地试,不行就关,所以“第一个十年”实际上带有试验性质。“第二个十年”,资本市场的发展开始纳入国家战略,同时解决了市场发展的一些基础性问题,如股权分置改革、证券公司综合治理等。

> 第三个十年的改革,能否打通资本市场与实体经济的通道,是我们面临的最大命题。

现在进入了“第三个十年”,“第三个十年”才是中国资本市场真正全方位发展的起点。我们可以从以下几个层面来看:

首先,我感受最深的是,尽管从纵向比较来看,前两个十年我们资本市场、证券行业发展很快,但横向比较相对于金融行业其他子行业来说我们实际上是落后的。金融机构资产规模,银行业占92%,保险业占6%,证券业才占2%;这些年,我们证券业的创新、活力、影响力在整个金融业处于弱势地位,以至于前段时间,行业内都在讨论证券行业是否被边缘化的问题。赛斯·高汀在《部落:一呼百应的力量》一书中提出,现代社会的组织形态正走向部落化,远古时代的部落精神正在重生。如果把中国证券行业看做一个部落,我们会真切地感受到这个部落的边界、领地和空间正相对收窄。这是目前整个行业之所以有强烈危机感和要求发展变革的强烈欲望的内在原因。

第二,在这个阶段,正是世界金融体系、金融方式发生剧烈变化的阶段。美国金融危机、欧洲债务危机的爆发,给我们的深刻警示是,资本市场必须与实体经济相结合,背离资本市场的本质,“脱实入虚、以钱炒钱”,后患无穷。因此,现在全世界金融业都在反思,对资本市场作用经济的方式、虚拟资本的规模,乃至经典投行制度都在进行检讨和变革。世界金融体系、金融方式和制度的变革,将对中国资本市场“第三个十年”的大变革产生共振效应。

第三,中国的经济增长方式和社会财富的结构也在发生极大变化。今年1月~2月,国有企业实现利润1791亿元,同比下降19.7%,而私营企业实现利润2002亿元,同比增长24.4%。私营企业正成为中国经济增长的核心引擎。新兴行业的民营中小企业不断出现,我们有很多中小企业已经可以参与国际竞争,甚至在细分市场赢得世界第一。

从社会财富的结构看,去年底我国居民储蓄存款已达35.2万亿元;胡润研究院与兴业银行联合发布的《2012中国高净值人群消费需求白皮书》显示,在过去两年里,中国亿万富豪和百万富翁的人数已达新高,个人资产600万元以上的高净值人群达到270万人,其中1亿元以上的高净值人群达6.35万人。中国社会经济这两个层面的巨变,导致中国出现了“民间资金多、投资难”而“中小企业多、融资难”的突出矛盾。“第三个十年”的改革,能否打通资本市场与实体经济的通道,是我们面临的最大命题,这绝不仅仅是政府的号召,而是我们面临的切实课题。

## 证券业基本属性是什么

**证券时报记者**:您刚才谈到了证券行业被边缘化的问题,郭树清主席也提到现阶段证券行业存在创新少、杠杆率低、规模偏小、专业程度低以及高端人才匮乏的现象。您认为造成这一局面的原因是什么?

**胡继之**:这涉及到我们如何看证券行业基本属性的问题。中国证券行业发展了二十年,已经进入“第三个十年”,我们对它的属性究竟怎么看,这是一个根本性问题。证券行业究竟属于政府特许经营性行业,还是属于市场化竞争性行业?如果这个命题破了,我们的思维方式、行为方式可能就完全不同。

一般而言,政府特许经营性行业主要涉及公用事业领域,因为它们具有自然垄断性质,而且行业存在的目的主要是为社会提供基础性公共服务。而证券行业的产生更多的是市场自发生长出来的。证券行业主要由三个类型的机构组成,一是证券经营机构,如证券公司;二是资产管理机构,如基金公司;三是专业性中介机构,如律师事务所、会计师事务所、评估机构、咨询机构。我认为,这是一种完全通过市场方式结合专业资源,自然形成的一个运作整体的局面。严格意义上说,它属于市场自动生成的,而不是政府有意识地安排布局完成的。从这个意义上说,我认为证券行业的基本属性应属于市场化竞争性行业。

> 放开经营与强化监管不是相互排斥的,而是可以同时存在的基本命题。

郭树清主席提出了“市场优先”和“社会自治”的原则,我觉得也体现了对证券行业基本属性认识的新视角。

证券行业自治的起点和内核应当是合伙人制度。我们可以看到,前面谈到的几类机构,大多实行合伙人制度。这是由资本市场变化迅速、专业性强、财富和风险集中的特性决定的。在合伙人制度下,合伙人以自身财产和声誉作为担保抵押,全身心投入所从事的事业。合伙人在经营中一旦有违法、违规或者不尽责行为,很可能会倾家荡产。可以说以合伙人制度为中心的市场自治机制与监管问责的重拳打击相结合,是西方资本市场能够运作有序的核心。

**证券时报记者**:监管层现在确立了“定准底线、放大空间”的改革思路,并开始陆续推出系列改革措施。但一些措施还是引起了热议,表明行业对自身的基本属性在观念上还有较大分歧。您怎么看待这些不同的声音?

**胡继之**:有分歧是正常的,观念的逐步厘清、认识的逐步统一需要一个过程。对于行业的基本属性问题,我觉得有下面一些观念值得我们讨论:

一种认识是说证券行业可能给经济、社会造成很大破坏性,所以它应该属于特殊行业。我认为不能以行业特殊的破坏性或是行业发生问题造成的特殊后果来判断它的基本属性。比如说餐饮行业,如果有人下毒,会死很多人,后果会很严重;再比如理发行业,理发师手上的刀也是可以杀人的,但我们不能据此判断它们是特殊行业。

还有一种,是认为我国的证券行业还很弱小,在这个特殊阶段需要采取特殊的政策来保护。应当看到,在“第二个十年”中,国家对证券行业的发展政策是得体的,通过“综合治理”、“保护性发展”等一系列政策措施,整个行业的面貌焕然一新,逐步形成了良好的发展基础和生存发展的基本能力。但是在“第三个十年”,我们面对的环境和已具备的基础与“第二个十年”完全不同。我个人更倾向于“野蛮生长”的方式,只有通过激烈的竞争洗礼,才可能出现真正有能力的公司。

还有一种普遍的理念是,如果把证券行业当做一般性的行业、市场化的竞争性行业,逐步弱化行政审批制,就等于放任不管了。实际上,放开经营与强化监管不是相互排斥的,而是可以同时存在的基本命题。越是放开经营的领域,监管的力度越大、措施越严、密度更紧、处罚更重;越是通过政府来审批的领域,门槛越高,监管可能反而越松。而且政府审批带着政府背书的象征意义,会带来很多意想不到的负面衍生效果。实际上不审批不等于所有事情都放任不管,只是管的方式不同罢了,美国的注册制可能比我们管得更细、手段更狠。

我国银行业的发展路径也体现了一个逐步市场化的过程。从上世纪80年代规定地方政府不得办银行,到上世纪90年代地方银行的出现,到后来村镇银行的出现,再到现在的温州金融综合改革。证券业同银行业的情况不尽一样,但也有一定的相似性。经过前两个十年的发展,它为国家解决过渡阶段问题的目的已基本达到,现在需要回归行业的基本属性,思考如何以市场化的方式、以民间的力量来促进行业发展。

## 证券公司的本质是什么

**证券时报记者**:现在业内普遍反映证券公司的活动空间太小,但对于它应该在哪个空间区域内活动、在哪个领域内发挥作用又莫衷一是,您认为证券公司的活动领域、边界究竟在哪里?

**胡继之**:要解答这个问题,关键是要弄清楚证券公司的本质究竟是什么。金融业的发展出现了三类大的经营机构,分别是商业银行、私人银行、投资银行,这三类经营机构在本源上究竟有什么区别,我们有必要从本质上作出归纳和解读。

我认为,商业银行最初是为工商企业解决短期流动性需要而出现的,后来才逐步发展成为为社会各个层面解决短期流动性需要。私人银行主要是为富人服务的,为富人的财富提供全方位的金融管理。而投资银行是解决经济发展、社会发展中的资本性需求,为企业发展解决资本性问题。因此投资银行才做保荐承销,为企业筹集长期资本,再进一步发展,推进企业重组并购。所以,只要是解决资本性需要,都应该是证券公司的活动范围。我们只有打通了连接实体经济的通道,行业的发展才有希望。

高盛此前投资3亿美元去“养猪”,其本质就是解决养猪业的资本性需求问题。因为它发现养猪行业缺少资本性服务,资本性需求很大,认为这个行业未来有很大的利润空间,于是来扶植这个行业,解决其资本性问题。这就是证券公司该干的事,不在于具体干的是什么形式的事情,而在于其商业本质是否符合证券公司的本质。

我们现在的活动范围、活动空间仍然很窄,基本就被限定在上市企业的范围,上市企业又被限定在可流通的部分,可流通的部分还是通道性的。实体经济的发展有着广阔的资本性需求,但我们无法去满足。比如说,现在有那么多小微企业需要筹集资本,但它们受到上市门槛、审批制等限制,被挡在资本市场门外;再比如说,我们现在的资产管理只能炒股票,收益直接受到股市涨跌的影响,规模始终做不大,如果我们能打通资产管理与实体经济的通道,开发支持实体经济的理财产品,那空间会有多大。

> 凡是解决资本性需要的业务,都应该是证券公司的活动范围。只有打通了连接实体经济的通道,行业的发展才有希望。

如果我们在证券公司的本质属性这个层面的思想观念理顺了,行业对社会经济发展的战略作用将得到充分彰显,行业自身也将展示广阔的发展空间。比如说,如果证券公司能解决实体经济发展的资本性需求,能直接为中小企业、创业企业服务,就有希望出现柜台交易。企业上柜由证券公司来主导,不需要国家审批,那是一种完全不同的方式,也是一个巨大的市场。

## 证券公司能否适应行业大变

**证券时报记者**:如果按照您所说的回归行业和证券公司本质属性,那对整个行业来说,可能是一个巨变。证券公司将面临前所未有的经营环境,能够适应这个巨大变化吗?

**胡继之**:这是必然的,在新的理念下,一旦行业真正放开,我们将面临极大的考验。在我看来,考验来自以下两个方面:

一是观念上的考验。我觉得,我们的基本思维模式可能是这么一种状况,一方面反对特权经济,另一方面又依赖特权经济,希望享受特殊待遇,一旦市场低迷,人们总是发自本能地呼吁政府救市。以往,行业的发展基本延续了这种循环,但现在管理层的观念在转变。如果我们真的把证券行业当做一个市场化的竞争性行业,那么行业的优胜劣汰是很正常的事,“江山代有才人出”,如果原有的公司不适应,自然会出现新公司来替代。另外一个观念上的考验,是我们自己对业务边界的理解。我觉得我们证券公司在思维的拓展上还受到很多原有框框的局限。很多人都还没醒过来,思维仍然相对简单。比如说,对于事情能不能干,都要看“规定”,“规定”说不能干就想都不敢想。规定是死的,实际上判断事情能不能干,不应该只看“规定”,而要看事情的本源是什么,本来应该是怎么样。

二是现实层面的考验。现在的局面,我感到是冬天里有春的气息,但还是乍暖还寒。在目前这个阶段,我们一方面要过冬,因为原有的机会在丧失,原有的方式要转变。我们原来的很多获利机会在大幅缩减,责任在加大、成本在提高。比如新股发行制度改革,再比如一部分没有承受能力的人退出股市,都会导致券商的收入在短期内减少。而新的机会正在培育、还未完全出现,形成新的收入来源还需要较长的时间,同时为了实现转型升级和开发这些新业务机会,我们必须做很多储备,投入很多成本。因此,可以说这个阶段对证券公司经营层面的现实考验也是十分严峻的。

**证券时报记者**:经过这些严峻考验后,您认为未来行业可能呈现怎样的格局?

**胡继之**:可以预计,“第三个十年”将是行业分水岭真正形成的时期,证券公司的发展方式,可能极其多样复杂。这轮变局后,可能会有一批证券公司被淘汰,但也会有新的证券公司成长起来,同时那些基础好、思维超前、转型快的证券公司会壮大。未来的证券行业,不一定都是综合类证券公司。今后证券领域的细分市场会越来越多,一般公司只能在某个领域、某个层次提供服务。只有在一个细分市场先站住脚,有了生存能力,才能逐渐拓展业务范围。因此未来的行业格局,可能是少数大而强的综合类证券公司与众多小而精的专业类证券公司共存的局面。

## 国信证券如何布局

**证券时报记者**:面对行业巨变的挑战,国信也同样面临考验,您觉得国信既有优势能保证在“第三个十年”继续领先吗?

**胡继之**:应当说,国信的基础是好的。在机制上,我们虽然是国有企业,但机制市场化程度较高,我们在内部实行多星点联邦制、准企业家制、准合伙人制,是行业内市场化程度较高、机制较为灵活的证券公司。在业务上,我们的投资银行业务发行家数、承销金额,保荐代表人数量连续多年名列前茅;经纪业务交易总量、手续费市场份额也连续多年居于行业前列,都具有较强的市场竞争力;在创新方面,国信也具有较强的能力,手机证券、报价回购、投资顾问、全面客户关系管理等多个领域在行业领先。

但我们也注意到,未来的变局很大,可能会超乎想象,相对于未来的变化,目前证券公司既有的优势都很渺小。未来大家基本都是在同一起跑线上,如果不对未来有超前的布局,现在的优势可能反而成为未来的弱势。吉姆·柯林斯在出版《从优秀到卓越》一书之后,又出版了《再造卓越》,就是通过大量案例研究公司如何从卓越走向衰亡的。他的研究值得我们每个管理者深思。看看摩托罗拉的例子,今后不排除证券公司就要面临这种变化。摩托罗拉在上世纪40年代以军工技术引领全球通讯技术,上世纪80年代独霸全球市场,现在却沦落到被人收购。因此,国信的危机感是很强烈的。

**证券时报记者**:面对行业“第三个十年”,国信有哪些布局?

**胡继之**:面对“第三个十年”的大变局,国信要尽早做好战略布局,而且要有更高的层面,更大的视野,构筑起适应未来变化的新优势。我们战略布局围绕的核心,就是回归证券公司的本质属性,打通资本市场与实体经济的通道。比如说,我们正在根据中小企业、小微企业的资本需求,布局由券商主导的柜台交易、场外交易市场;积极参与中小企业私募债的试点。针对债券市场的巨大需求和未来的大发展,我们正在大力强化这个领域的核心竞争优势。在资产管理领域,我们将着力研发与实体经济直接联系的金融产品,探索特定客户综合性专业服务模式。

> 目前证券公司既有的优势都很渺小。未来大家基本都是在同一起跑线上,如果不对未来有超前的布局,现在的优势可能反而成为未来的弱势。

在公司内在层面,我们要建立并强化适应“回归本质”、为实体经济服务的专业能力和经营能力。在专业能力方面,比如我们针对未来投行业务的大变局,提早布局销售网络的建立,掌控销售资源,强力提升销售能力;在经纪业务领域推动转型升级,大力推进“十大支点”等新型专业化服务业务。在经营能力方面,国信要根据资本市场新的变局要求在内部进行流程再造,围绕如何为实体经济提供资本需求这个核心对业务流程进行重构;在管理机制上,国信将以多星点联邦制、准企业家制、准合伙人制、阿米巴经营等方式,在内部实行“准合伙制”,最大限度地还原投资银行经营模式的本质属性,以适应未来资本市场和行业的变局。

翟超/制图