

# 资本市场风云激荡三十载 证券业中流击水奋楫进

## 新《证券法》落地实施、注册制改革渐次铺开、金融市场对外开放力度一轮强过一轮,国内证券公司正迎来历史性的发展机会

### 从1990年呱呱坠地到2020年三十而立,中国资本市场几经风雨涤荡,如今已成长为世界上最大的资本市场之一,多层次体系初步成型,对外开放也迈出了更大的步伐。

证券时报记者 孙翔峰

筲路蓝缕,春华秋实。中国证券行业伴随着中国资本市场一路成长,一路壮大——从早期大多只有简单的经纪业务,到如今经纪、投行、财富管理百花齐放;从不知股票为何物,到如今现代投资银行功能基本健全;从全行业大面积亏损,到如今行业全年净利润超千亿。

登高望远,新《证券法》落地实施、注册制改革渐次铺开、金融市场对外开放力度一轮强过一轮,中国的证券公司正在迎来历史性的发展机会。三十载沉淀,三十载绸缪,站在历史的节点上,依托中国越来越强大的资本市场,中国证券业行业必将越做越强。

### 行业实力不断壮大

如果从1987年9月国内首家券商——深圳经济特区证券正式成立算起,中国的证券行业起步已经超过30年,但是沪深交易所成立之后,中国的证券公司才开始正式踏入建设现代投资银行的征程,并一步步成长壮大。

从经营数据上看,中国的证券行业早已今非昔比。近日,中国证券业协会对证券公司2020年前三季度经营数据进行了统计,证券公司未经审计财务报表显示,135家证券公司2020年前三季度实现营业收入3423.81亿元,截至2020年9月30日,135家证券公司总资产为8.57万亿元,净资产为2.24万亿元,净资本为1.79万亿元,客户交易结算资金余额(含信用交易资金)1.56万亿元,受托管理资金本金总额11.23万亿元。

券商内部管理在摆脱杂乱无章的过程中,逐步规范发展,服务意识和水平也日渐提升。截至2019年末,证券行业净资本1.62万亿元,是2009年的4.23倍。行业整体风险覆盖率为254.61%,资本杠杆率为23.06%,流动性风险覆盖率为277.39%,净稳定资金率为145.22%,132家机构的全部指标优于监管标准,行业流动性指标整体稳定。

证券公司依托资本市场,为实体经济做大做强提供了持续的帮助。根据Wind资讯数据统计,截至11月22日,年内有342家上市公司登陆A股,合计首发募资4238.72亿元,毫无疑问将成为全球第一。而包括IPO、配股、可转债、增发等在内的全市场融资规模则高达1.19万亿元。立足实体经济,反哺实体经济,中国的证券公司通过连接实体经济和资本市场,为实体经济提供了源源不断的新鲜血液。

### 市场功能不断完善

早期的券商发展受制于自身人才、资本匮乏,外部则受制于资本市场广度、深度不足以及制度建设不完善,经纪业务成了主要收入来源,基本都是“靠天吃饭”。但是随着资本市场不断扩容,制度不断完善,券商业务发展的空间越来越大,对于经纪业务的依赖也逐步降低。

以投行业务为例,早期我国新股发行制度多次变迁,曾历经“额度制”、“指标制”、“通道制”等,最后到2004年才最终确定为“保荐制”并逐步完善沿用至今。

作为1996年就工作在投行一线的投资从业者,联储证券投行部负责人尹中余对此感慨颇深。

早期“额度制”下,一个省份募资总额有限,为了实现更多企业上市,就把大公司拆成小公司,每个公司只占用一点点募资额度,恨不得把企业财

务部都单独拆分上市。为了纠正这一乱象,监管又引入了“指标制”,一个省份指标有限,为了最大化利用指标,又把大量企业合并成一家大企业上市。”尹中余说。

无论是哪一种方式,包括后来的“通道制”等,企业上市取决于经营质量,更取决于“指挥棒”。在此背景下,投行丧失了项目的主动性,只能靠交际来获取项目,投行执业水平发展受限。而在项目总量有限的背景下,投行业务规模也难以扩张。

2004年5月,“保荐人制度”全面实施,对证券公司投行业务的格局产生了深远影响,将券商从简单“包装上市”的定位,转变到了真正关注企业的内在质量上,注册制的铺开更进一步强化了这一过程。同时,基本制度的变革也加速了券商投行业务的优胜劣汰进程,致使部分券商不得不改变策略,开始转守为攻,采取了主动调整投资银行业务的策略,从单一承销股票向收购兼并、风险投资及财务顾问等多种渠道发展。

根据中国证券业协会的统计,证券公司未经审计财务报表显示,135家证券公司2020年前三季度实现营业收入3423.81亿元,其中证券承销与保荐业务净收入431.58亿元,财务顾问业务净收入50.62亿元。而在2011年,全行业证券承销与保荐、财务顾问两项业务净收入仅241.38亿元。

证券行业业务丰富的另一个显著体现,是在财富管理业务方面。在海外市场,财富管理业务一直是投行业务重点,但是国内市场多年以来发展缓慢。基金代销等业务的土壤是公募基金和阳光私募的发展,而二者发展的基础又是国内上市公司数量和质量的提升。近些年,基金行业赚钱效应越来越明显,为行业的财富管理业务发展打下了基础。”一位券商行业从业者接受证券时报记者采访时表示。

当然,财富管理业务也得到了更多的关注和支持。在10月22日举行的2020金融街论坛年会上,中国证券业协会执行副会长安青松表示,要加强财富管理业务服务高质量发展的普惠性。包括支持证券公司参与基金投顾服务试点,增强资本市场资金供给的专业性、稳定性。建议加快出台《证券经纪业务管理办法》《证券公司柜台业务管理办法(试行)》,健全服务投资端的业务规则;逐步扩大证券公司参与基金投顾服务试点范围,并在基金投顾业务试点基础上,探索符合证券公司业务特点的、以客户利益一致性为基础的客户账户管理模式。

此外,还要支持证券公司提升综合资产配置能力,满足人民群众日益增长的财富管理需求。建议在现行三方存管体系的基础上,支持证券公司建立综合理财账户,鼓励开展财富管理业务;在加强投资者适当性管理的基础上,推动全产品、全业务、全周期的一站式财富管理服务;建议探索优化三方存管运行模式,提高银证合作运行效率,降低行业运行成本,提高资金清算效率,实现理财账户的投资、交易、支付等基础功能,逐步建立一站式综合金融服务账户体系。

从数据上看,截至2020年9月30日,证券行业年内累计实现的3423.81亿元营业收入中,代理买卖证券业务净收入(含交易单元席位租赁)900.08亿元,占比仅有26%,证券投资收益(含公允价值变动)则高达1013.63亿元,超过了经纪业务收入。与之相对,2011年全行业109家证券公司全年实现营业收入1359.50亿元,其中代理买卖证券业务净收入688.87亿元,占比超过50%。

### 对外开放不断加强

30年很长,但在资本市场发展的历史角度来看,30年也很短。中国资本市场刚刚起步,证券行业也前途似海。

站在历史的角度来看,我国证券业已经进入了高质量发展新阶段。安青松日前就指出,资本市场在促进国际国内双循环新发展格局中具有枢纽作用,证券业正以高质量的创新发展和更高层次的改革开放,健全与资本市场枢纽作用相适应的能力和体系。

制度供给的红利接连不断。从提出设立科创板并试点注册制开始,中国的注册制改革正在渐次有序铺开,目前科创板已发行公司达到了200家,中微公司、澜起科技等一批高科技企业冉冉升起。创业板在注册制的推动下,上市公司数量也在迅速增加。

安青松指出,注册制改革推动投资银行真正落实价值发现责任、估值和定价责任、风险管理责任、组织交易责任,将工作重心从关注审核转向更加关注市场,从政府与企业的中间人回归市场中介本源,围绕定价、保荐、承销三大能力的形成和提升,投资银行业务能力将从通道化、被动管理向

专业化、主动管理转型,价值发现能力、估值定价能力、尽职调查能力、客户服务能力、研究分析能力等将成为投资银行的核心竞争力。

另一方面,新《证券法》已经落地实施,投资者保护力度不断加强,退市制度不断优化,为证券行业开展业务奠定了坚实的基础。

对外开放方面,正以更高水平开放构建行业发展良好生态。自2020年4月1日起,证券公司外资股比限制已经取消,瑞银证券、摩根大通证券(中国)和野村东方国际证券等外资控股券商正在逐步深入中国市场,国内证券公司在迎来更激烈竞争的同时,也有机会充分借鉴欧美市场丰富的创新经验,引入更多的增量资金和国际优秀人才,提升我国资本市场的宽度、广度和深度,以此带动我国资本市场实现更有效的循环。

不可否认,当前我国证券公司发展还存在过度依赖牌照、投行业务大而不强等缺点。但是随着资本市场的发展,在强烈的市场需求推动下,证券行业必将不断革故鼎新,在经营效益、社会效益等方面取得更大成就,最终能真正承担起资本市场枢纽的功能,成为中国资本市场发展的中流砥柱。

### 发展奇迹背后有一种力量叫券商

证券时报记者 王蕊

从“老八股”到4000家上市公司,由不足24亿至73.6万亿市值,中国资本市场30年实现了令人啧啧称奇的指数式增长。在此之中,有着资本市场“超级联系人”之称的券商,无疑扮演了一个不可忽视的角色。

没有金融机构能像券商一样,与资本市场结合得如此丝丝入扣。相比于银行、信托、保险等机构,券商的“中介”基因显然更加强大,其客户贯穿于一、二级市场,业务范围涵盖资金、资产、渠道、投资等各个方向,身影几乎出没于资本市场的各个环节,为资本市场这座大厦不断添砖加瓦。

毫无疑问,全牌照优势是券商在资本市场如鱼得水的重要护身符。借助产业链优势,券商可以高效率、全方位对接资金端和资产端,为客户提供包括零售经纪、投资银行、信用交易、场外业务、国际业务、资产管理等在内的全生命周期服务。

其中,投行业务是券商区别于其他金融机构的核心业务,也是为万亿级资本市场筛选、输送、养护优质资产的重要支撑。数据显示,截至2020年10月底,沪深两市共有4082家上市公司,33512只上市证券,总市值达到了73.6万亿元……而这些资产几乎都经过了券商投行的辅导、保荐、承销。

随着中国资本市场的日益繁荣,上市公司数量增长速度也越来越快。尤其在注册制的全面推行下,券商投行今年已成功为市场输送300余只新股。在可预见的未来,更多企业会得到资本活水的灌溉。

在年初的疫情冲击下,券商投行仍奔忙在抗疫一线。据中证协不完全统计,截至3月末,券商累计承销疫情防控公司债券104只,协助发行人实现专项融资1057.25亿元。

与此同时,为了更好地挖掘优质资产,引导长期资金入市,券商研究部门则在投行之后,接过了优质资产价值发现的大

旗。据东方财富Choice统计,2019年全年,国内有88家券商共4144位分析师,发布了167594份研报,共覆盖2309家A股上市公司,其中最高产的券商研究所日均产出近28份报告。这些研究成果一方面为公募、银行、险资、私募等机构投资者提供了投研参考,另一方面也为券商自身的投资顾问、资管业务、自营投资等业务提供了内部支持。

作为资本市场的桥梁,券商投行业务牵引着持续丰富的资产,经纪业务则连接着源源不断的资金。Wind数据显示,得益于今年火热的交投氛围,今年前11个月A股月均成交量高达1.38万亿股,月均成交额约1694亿元。即便是将时间周期拉长到最近10年,这组数字也分别为7539亿股、9.15万亿元,显示出券商经纪业务30年来在资本市场资金流动、资源配置等方面发挥的重要作用。

从资管新规的渐次落地,到银行理财子公司、外资资管等竞争者的入局,中国资管行业正在经历大变局时代。中基协数据显示,截至2020年6月底,证券公司及其子公司私募资产管理业务规模已达到10.26万亿元。有资深券商资管人士曾预言,当前资管行业正在从高速增长阶段转向高质量发展阶段,券商资管有望乘着“公募化”好风直冲云霄。

而在投资方面,近几年随着资本市场财富效应愈发突出,各类机构都在争相获取资本市场标准化的资产。而券商最具有差异化的竞争优势,就在于持续获取资本市场优质的标准化资产,在于整合投行、研究和财富管理业务,以连接实体经济融资需求和投资需求为抓手,将企业客户、机构客户和个人客户服务融合起来。

事实上,伴随着业内如火如荼的财富管理转型浪潮,更多券商开始将目光转向业务整合。这也意味着,在理想状态下,券商各个业务条线将形成一个完美闭环,既能通过投行、资管等业务,将有融资需求的资产设计为标准化金融产品,又能对接与之匹配的资金,同时还能提供交易、托管等一系列主动经纪类服务,为资本市场的投融资活动全方位保驾护航。

回望中国资本市场30年摸索前行的艰辛历程,券商是穿针引线的针,是灌溉良田的渠,是忙碌于花丛中的蜜蜂。希望在未来的30年甚至更久的时间里,这针越发明亮,这渠越发通畅,这蜜蜂能催开更多鲜花。

