

# 出台产业政策建设国际一流投行

——专访中信证券首席战略专家吕哲权



中信证券首席战略专家吕哲权

证券时报记者 李东亮

证券行业即将召开创新大会的消息驱走了北京初春的最后一丝寒意。日前在位于北京亮马桥的中信证券大厦里,中信证券首席战略专家吕哲权向证券时报记者谈起思辨式的畅想,即证券行业的产业政策。

吕哲权认为,证券业产业政策的纲与目已经具备了基本轮廓。去年12月份证监会主席郭树清提出的“努力建设有中国特色的国际一流投资银行”的目标,犹如“冬天里的一把火”,点燃了证券业突破瓶颈的激情,可以成为证券业产业政策之纲;今年1月份证监会副主席庄心一提出的“定准底线、放大空间”,市场向前进、监管往后退”的新监管思路,则是“春来江水绿如蓝”,设定了监管与市场互动的机制,可以成为证券行业产业政策之目。

## 思辨一:证券业为何需要产业政策

产业政策的本质是政府对产业经济活动的主动干预。那么,我国证券业是否需要政府的主动干预。对此,吕哲权分析说,在上一轮市场周期中,政府曾经以“综合治理”的方式强力干预了证券业的活动,那是在证券业失去自律和自我生存能力情况下的救急行为,尽管具有产业政策的部分属性特征,但是现在要讨论的产业政策。

在市场经济体制下,政府对产业经济活动的主动干预,需要有特殊的理由和理论解释。对产业政策运用较多、研究较深的德国和日本两国学界,提出了三种解释,一是“赶超战略”说,产业政策是政府在市场机制基础上更有效地实施“赶超战略”的需要;二是“国际竞争”说,产业政策是当今世界各国更好地参与国际竞争的需要;三是“市场失灵”说,产业政策是弥补市场缺陷、完善资源配置机制的需要。

吕哲权认为,从上述三种解释中,都可以找到我国证券业需要实施产业政策的根据。我国的证券业严重滞后于其他金融业,难以担负起发展资本市场、显著提高直接融资比重的职能,需要实施“赶超战略”;我国经济逐步融入全球化,证券业的活动越来越多地卷入“国际竞争”;提高国际竞争力需要产业政策的支持和引导;我国证券业由于历史、文化、环境等原因,市场自身演进能力差,“市场失灵”现象非常显著。

吕哲权进一步分析,至少有以下三方面的原因导致证券业发展、升级、优化机制的“市场失灵”。

一是我国证券业“自上而下”的发展路径与西方“自下而上”的发展路径完全不同,具有显著的“政府主导”特性。我国证券行业完全是政府主导下建立的,首批证券公司大都源自央行,1992年中国证监会成立之后成立的三大证券公司也具有典型的政府主导特征,后续的发展也基本上由政府主导。因此,我国证券业天然缺少西方“自下而上”而形成的投资银行业的市场基因。

二是与盎格鲁·撒克逊文化的“信托责任”与“契约精神”等商业文化不同的是,我国证券行业所植根的文化是以“忠君”为核心的儒家文化。盎格鲁·撒克逊文化倾向于确保市场主体的行为有明确的边界,保护市场主体创新的活力;而儒家文化则

编者按:自去年底中国证监会主席郭树清提出建设国际一流投行的目标后,中信证券等国内券商随即开始积极探寻宏观和微观破题之道。中信证券董事总经理、首席战略专家吕哲权表示,我国建设国际一流投行亟须出台证券业产业政策。

吕哲权认为,我国证券业产业政策的着眼点,应是政策干预或引导促进“市场形成”,即培育一个完善的市场在先,市场机制发生作用在后,二者相互配合,缺一不可。其实现方式可概括为“进”与“退”二字。“进”则通过产业政策,引导资源配置,促进市场形成;“退”则放松管制,让市场主体充分发挥市场机制的作用。

倾向于通过“君君臣臣,父父子子”树立权威,在大目标的标榜下冲毁市场规则是无碍的,创新却往往会招来道德的棒喝。在中国培育投资银行文化,需要借助市场以外的力量。

三是路径依赖的后遗症。我国证券业经历的综合治理,监管层陆续通过客户保证金第三方存管、净资本管理、牌照与业务创新的严格审批等措施与手段,在“刮骨疗伤”的同时,也狠狠地修理了“野性”。证券公司由“自由狩猎者”蜕变成画地为牢的“通道服务提供商,偏安通道服务之利,坐等市场繁荣之机。要激活证券业创新的“狼性”,需要政策的鼓励和宽容。

总之,与西方证券行业相比,目前我国证券行业的现状是在政策支持与市场自由发展之间两头不靠,市场的政府属性、儒家文化的影响以及综合治理的去“狼性”已经严重扼杀了市场的创新能力,同时也没有实质的政策支持。“完全靠市场行为已经不能自发地形成发展的良性循环”,吕哲权表示,“必须依靠政策提供造血机制,引导市场步入健康发展的轨道”,否则,“建设国际一流投行”只能是一句口号。

## 思辨二:证券业需要怎样的产业政策

在产业政策实践方面,最具有借鉴价值的要数日本。《现代日本经济事典》中定义:产业政策是指“国家或政府为了实现某种经济和社会目的,以全产业为直接对象,通过对全产业的保护、扶植、调整和完善,积极或消极参与某个产业或企业的生产、经营、交易活动,以及直接或间接干预商品、服务、金融等的市场形成和市场机制的政策”的总称。

吕哲权认为,我国证券业产业政策的着眼点,是政策干预或引导促进“市场形成”(即培育一个完善的市场)在先,市场机制发生作用在后,二者相互配合,缺一不可。政策在市场失灵时引导资源配置,而市场机制后续发挥作用,解决政策的可持续问题。其实现方式,则可概括为“进”与“退”二字。“进”则通过产业政策,引导资源配置,促进市场形成;“退”则放松管制,让市场主体充分发挥市场机制的作用。

吕哲权表示,“定准底线、放大空间”的新监管思路中的“底线”,在于防范系统风险、切断风险传递。我国证券业经过综合治理,规范经营的意识与承担风险的能力已大大增强,证券业风险实现了有效隔离,能够控制在个案的范围内。“空间”则需要政策与证券业市场主体的互动及努力,好的政策则是以有形的手创造环境,以让无形的手充分发挥作用。

## 思辨三:证券业产业政策的主要内容

吕哲权认为,产业政策可以从不同角度列示许多内容,最直接的办法是把“定准底线、放大空间”的新监管思路落实为可以操作的政策。

“进”则以产业政策来支持市场的形成。吕哲权建议,证券业产业政策,可以通过放宽业务范围、鼓励行业并购整合,辅之以税收政策、信贷政策等政策手段培育市场,加大市场宽度和深度。

从产业结构政策角度,应扶植作为幼小产业的证券业,使其成为与银行业、保险业并列的主导产业。在

“定准底线”的前提下,可采取的措施,如参照分业经营、分业监管时期的美国、日本证券业的经营业务内容,鼓励先行行动后规范;放宽牌照间的相互制约条件,发挥不同业务间的协同效应。

从产业组织政策角度而言,可促进证券业内并购整合,提高行业集中度,形成更有效率、弹性、差异化的产业组织。其政策边界,在于“防止过度竞争”与“防止垄断”之间,目前的侧重点在前者。

从产业发展政策角度,提供有利于证券业发展的条件,如给予信贷政策支持,以提升行业杠杆率;参照银行存款利息税,免征债券利息税、股票分红税,以支持资本市场发展。

“退”则以放松管制来培育可持续发展的市场机制。吕哲权认为,“市场向前进,监管往后退”,通过放松管制可以还市场主体自主经营权,通过市场机制开拓更大的创新与发展空间。具体来说,可从以下四个方面进行操作。

一是转变监管方式,还原企业的自主经营权。将更多的事前批准的监管事项调整为报备、信息披露、坏事严惩。

二是放松净资本要求。吕哲权认为,在保证金托管制方面,因目前已经无挪用风险,建议调整现行的严苛的净资本管理方法,调整计算方法,降低

比例要求。我国现行的净资本扣减比例比“巴塞尔协议Ⅲ”的要求更高,可能是全球最严苛的。如将高盛资产负债表以同比例扣减,高盛的净资本将为负数。据悉监管部门正在讨论完善净资本管理办法,最好能够尽快实施。

三是鼓励业务创新、宽容试错。赋予经营主体更大的创新空间,对于创新的失误给予更多的宽容,采用先发展后监管的态度,实现创新与监管相协调。建议取消证券公司创新业务的审批制,代之以事后评价与惩罚为主的备案制。

四是允许员工持股,还原证券业的公民属性。目前证券公司只能采取对员工现金分配的方式,而无法建立长期的激励与约束机制。建议批准证券公司实行员工持股、股票期权制度,形成公司发展与员工利益的长期良性循环,同时通过机制设计,防范短期的过度贪婪。

## 思辨四:证券业产业政策的国外先例

吕哲权说,尚未找到其他国家出台证券业产业政策的例子。

从实际操作来看,西方国家的政府也经常干预证券业,如上世纪70年代监管放松、金融自由化浪潮,直接或间接成就了美国投资银行业向综合金融集团的演进;二战后日本证券法及证券监管政策,直接决定了日本证券业的公司制形态和长时期内四大证券领跑的产业组织结构。可以说,监管政策与产业政策有很多重叠、包容的内容。

吕哲权呼吁,由于我国现阶段发展资本市场的重要性和紧迫性,有必要出台推动证券业升级、转型、优化的产业政策;由于我国“新型加转轨”的发展阶段,出台国际上鲜有先例的证券业产业政策有国情依据;证券业产业政策以建设有中国特色的国际一流投资银行为目标,以“定准底线、放大空间”为主要内容;与我国已经出台和实施的其他行业产业政策相比,政策成本小、预期效果大、操作方便。



进 通过产业政策,引导资源配置,促进市场形成。

退 放松管制,让市场主体充分发挥市场机制的作用。

证券业产业政策

吴晔皎/制图

■ 记者观察 | Observation |

## 证券业分散实体经济风险大有可为

去年底召开的中央经济工作会议指出,2012年经济工作必须继续抓住加快转变经济发展方式这条主线,发挥好资本市场的积极作用,有效防范和及时化解潜在金融风险。记者认为,作为资本市场最为重要的中介之一,证券行业在分散实体经济系统性风险方面有先天优势,并且大有可为。

实际上,我国证券业经过“十二五”期间的综合治理和“十一五”期间的快速发展,已经具备了为转变经济增长方式和化解金融风险做出重要贡献的基础条件。

一是规模与经营能力大幅度提高。证券业在“十一五”期间扭转了“十二五”期间全行业亏损的局面,2011年末全行业净资产达6300亿元。

二是从营业收入与净利润的规模上看,目前中国证券业约达到美国证券业上世纪80年代中期水平。以中信证券为例,目前的净利润约达到高盛1995年的水平。

三是通过客户保证金第三方存管、净资本管理等方面的措施以及资本的大幅度充实,证券行业实现了风险的有效隔离,能将风险控制在个案的范围而不在行业内蔓延,自我承担风险能力已大大增强。

四是具有大幅提高资产运用规模的空间。目前证券业的负债/净资产比例仅为1.3倍,处于净资产经营状态,适度提高杠杆率可以为投资与融资发挥更大的作用。

更为重要的是,证券业在分散实体经济系统性风险方面具有先天优势。证券公司具有“多层次管理、多主体分散、多时点缓释”风险的特殊优势,主要体现在证券公司业务的本质是中介机构,分散风险是其本源属性,而证券公司正在向具有更强风险管理能力的资本中介转型,并且证券公司可

随着企业债、公司债等与实体经济紧密相关的债券市场的进一步发展,证券公司可以促进债券的真实销售,实现风险的真正转移,逐步释放金融系统的整体风险,协助解决银行“大而不能倒”问题。

以通过产品创新促进资本市场基础功能的发挥,具体包括以下三个方面。

首先,证券公司业务的本质是中介,在承销、经纪、自营和资产管理四个服务通道中,充当买卖中介,组织市场、撮合交易,多方向、多层次、多角度为客户提供服务,以赚取买卖佣金与差价为天职,不会把过多风险留在资产负债表内,市场层次越复杂、产品越丰富、投资者越多元化,风险分散的效果越明显。

其次,证券公司正在向具有更强风险管理能力的资本中介转型。全球投资银行业经过近几十年的发展,逐步由传统的通道中介转型为资本中介,通过产品设计与销售、服务方式等方面的创新,提供更大范围、更大规模和更多元化的风险管理服务,大大增强了管理风险的能力。

而随着我国证券市场规模的扩大,多层次资本市场建设的加速、监管理念的创新导向、证券业资本金相对雄厚等内外部条件日益完善与成熟,证券业正在从简单的通道服务提供者向资本中介服务商转型。即在通道中介的基础上,加以资本支持和资本运用,初步形成了更大范围、更大规模和更多元化的管理风险的格局。

第三,证券公司可以通过产品创新促进资本市场基础功能的发挥。由于证券公司紧贴市场与客户,可以通过产品、服务的不断创新,充分发挥资本市场的融资功能与风险分散功能。在融资功能方面,证券公司可以提供多样化融资产品,分流银行信贷的融资需求,改变实体过度依赖银行系统配置资源的局面,提升资源配置的整体效率;在风险转移方面,证券公司可以设计和销售投资理财产品,为不同风险偏好的投资者提供相应的投资产品,并提供相应的流动性,分流过度集中于银行储蓄的压力,分散过于集中的风险,协助将储蓄转化为投资。

不仅如此,证券业在促进产业升级与技术创新方面大有可为。

在促进产业升级方面,因其与实体经济联系紧密,证券公司在促进经济结构调整,跨地区、跨行业的兼并重组中大有可为。即可以通过为企业投融资、并购重组、管理升级、财务顾问及技术进步提供专业化的金融服务,促进产业集中度的提高,促进产业生产要素在不同地区之间、城乡之间有序转移和合理流动。

证券公司还可以推动创新机制的形成。通过中小板或未来的新三板上市融资、直投以及私募股权基金的方式参与高科技企业的资本运作,支持高科技企业孵化成长,推动技术创新,促进全社会创新机制的形成。

值得一提的是,证券公司可以为债券市场的大发展贡献力量。

目前我国债券承销与交易的主力军是商业银行,持有者与交易者基本是金融机构,即大部分债券只是在金融机构之间自我循环,并未实现“真实销售”,风险也就未能得到有效分散。随着企业债、公司债等与实体经济紧密相关的债券市场的进一步发展,证券公司可以促进债券的真实销售,实现风险的真正转移,逐步释放金融系统的整体风险,协助解决“大而不能倒”问题。

证券公司可以为债券市场提供更丰富的风险管理工具。与股票挂钩,则有可转债、可分离债、优先股类债券等,可以丰富多样化的融资与投资需求;与实体经济挂钩,有企业债、公司债、中期票据、资产支持证券等,满足不同实体的需求;与收购和兼并挂钩,可以设计杠杆收购债券、过桥贷款类债券。从组合角度,可以挂钩期限、风险偏好、利率、汇率、通胀、期权等众多要素,满足多元化需求。(李东亮)