

# 券商投行冰火后新机遇：降速提质或跃在渊

邵宇 时间：2018-06-04 来源：华夏时报

从发展速度来看，中国证券业自 1990 年代建立以来，发展非常快。截至目前，中国股票总市值全球排名第二，占比超过 10%；债券市场总市值排名全球第三，仅次于美国和日本。但另一方面，相对于 GDP 总量而言，规模仍然是不相称的。以股票市场为例，根据世界银行 2016 年的统计数据，美国的股市市值为 27.35 万亿美元，中国仅为 7.32 万亿，是美国的五分之一。但从 GDP 总量来看，中国是美国的 65%。可见，中国资本市场的发展是相对滞后的。

## 一、证券业将迎来新发展

从十九大和两会文件以及博鳌论坛关于金融领域的改革措施来看，建立多层次资本市场、扩大金融开放将是未来政策工作的重点。对内而言，扩大直接融资比重，优化融资结构，是推动利率市场化和金融去杠杆的必然要求。对外而言，扩大金融业对外开放，降低市场准入，推动国内金融市场国际化，既是顺应时代发展的必要，也是继续深化改革开放的主要内容。所以从政策环境来说，中国证券业发展，将迈向新的历史发展阶段，即从成长到成熟的阶段。

另一方面，经过过去两年的调整，从估值的角度看，目前沪深两地市场处于估值相对比较低水平，截至今年 4 月份，上交所 A 股市盈率为 17.3，处于 17 年以来的低位。深交所 A 股市盈率为 28，处于

近 3 年来的历史低位。从板块来说，分化比较严重。创业板估值已经低于历史平均水平。这与过去几年的金融强监管政策有密切关系，甚至出现了一定程度上的超调。

但短期来看，防范金融风险仍然是重中之重。在监管、信用评级、法律、上市以及退市等各项金融基础设施以及投资者结构仍需要进一步优化的当下，资本市场改革仍需要有序推进，这是投资银行业务发展的大背景。

随着 IPO 过审率和审核数量的降低，以及门槛的提高，券商的 IPO 受到的影响较大。过审率低与审核数量低是一个恶性循环，去年特别严重，很多券商将 IPO 项目都撤回了。这里面有一个时滞的原因，很多项目是在 2015 年股市波动之前就报上去的，那时候国内推“注册制”，资本市场又是大牛市，融资比较容易，而且一上市就几十个涨停板，所以那时候是 IPO 的“春天”。

定增遇到的困境与 IPO 一样。不仅如此，曾经非常抢手的北京的楼盘也经常流拍，多家企业的债券申购低于预期。总之，今年是融资的“冬天”，投资者风险偏好上升，现金为王。究其原因，一方面还是宏观政策的重点在于防风险，特别是金融风险，定增项目审核门槛增高；其次，去杠杆的背景下，违约风险上升，债券市场、地方政府融资平台接连爆发信用违约时间，传导到资本市场；第三，资管新规已经落地，原来经过影子银行流向资本市场的渠道被管住了。我们认为，这都是由于政策的周期性因素决定的，扩大直接融资仍然是未来

金融市场结构转型的一个方向。

## 二、券商投行的机遇何在

资本市场行情不好的时候，需求方和供给方都会缩量，这自然会影响券商的投行业务收入。以 2017 年上半年的数据来看，虽然 IPO 发行在加速，但从 21 家上市券商的中报数据来看，其中共有 16 家上市券商的投资银行收入呈现同比下滑，占比 76%。这是因为定向增幅下滑的速度大大超过了 IPO 增加的速度。今年以来，IPO 和定增双双减速，其影响可想而知了。

同时，在全球流动习惯收缩、国内加息压力和违约风险上升的背景下，对投行债券承销业务持谨慎悲观的态度。一方面，中美 10 年期国债收益率的利差已经从去年四季度的 150 基点，降到现在的 65 个基点。再加上美国今年加息可能会超预期，国内债市压力还是不小的。另一方面，上面也有提到，近期债市违约事件频繁发生，违约率不断在提高。这是强监管、破刚兑和去杠杆不得不面对的阵痛，关键问题是能否可控。我们曾经在《财经》上发表文章——《去杠杆的蓝图与风险》，认为在过去几年稳杠杆和移杠杆的基础上，现在已经进入到了切切实实地去杠杆阶段，需要防范的风险是谨慎悖论和资产负债表衰退，其实就是把握好去杠杆的速度，防止过犹不及，触发系统性风险。

但季节总是周期轮动的。但既然冬天已经来了，春天也总是会到来的。我国资本市场的发展还远谈不上成熟，扩容的趋势是不变的，

只是现在防风险是三大攻坚战之一，这个状况至少要持续到 2020 年，这也是两会给出的时间。

进一步看，券商投行业务的机遇来源于政策的转变。一个方面，证券化业务有广阔发展空间，与房地产市场相关的 REITs 产品可能是一个机会。另外，随着上市发行制度的转变，海外上市的独角兽企业在国内发行 CDR，也是一个机会。

从内部来看，则有三点尤其重要：第一，资本，是券商的第一竞争力。借助转型期，扩充资本是当务之急；资本的实力，决定了券商业的深度与广度。第二，借助互联网、区块链和 AI 等科技的力量，加快金融与科技的融合，对客户实施精细化管理和精准化营销。对企业内部，也可以提升管理效率；第三，注重产品和服务的创新能力和细分用户群体，定制金融产品，提高服务质量，提升品牌效应和客户黏性。