

服務實體經濟發展

——從全國金融工作會議看投行發展(下)



中國正處在供給側結構性改革的關鍵推進期，需要構建一套自主創新機制，以此推動科技創新、產業升級和經濟轉型過程。

金融是現代經濟的核心，是國家重要的核心競爭力。如果說金融是實體經濟的血脈，那麼健全的資本市場就是金融服務實體經濟的重要保障，而作為資本市場關鍵角色的投資銀行則是金融服務實體經濟不可或缺的要害。面對全國金融工作會議提出的新要求，投資銀行應加快體制機制創新，發揮自身在推動直接融資、配置資本要素等方面的優勢，努力打造一流的國際化投資銀行，為實體經濟發展提供專業而高效的金融服務。

中銀國際首席執行官 李彤



江南曉望

三、打造具有國際競爭力的投資銀行，邁向中國經濟轉型升級新階段

21世紀的當下，中國經濟經過三十多年改革開放取得了長足發展，但人均GDP仍落後於發達國家，經濟運行效率和自主創新實力也存在一定差距。對內，中國正處在供給側結構性改革的關鍵推進期，需要構建一套自主創新機制，以此推動科技創新、產業升級和經濟轉型過程。對外，面對當前全球政治經濟中的諸多挑戰，中國通過「一帶一路」倡議，人民幣國際化等多邊合作機制和發展戰略來積極推動全球經濟治理框架和全球貨幣體系的改革與優化，主動探索自身和全球經濟的發展新空間。

建立高度發達的資本市場體系是中國崛起並趕超發達國家過程中的重要一環。資本市場發達程度，一定程度上決定了資源配置的效率，也就決定了全要素生產率，是一國核心競爭力的重要組成部分。而作為資本市場的交易中心，投資銀行的主要經營業務與金融要素資源分配息息相關，是資本市場建設與完善的直接參與者。

與國際大型投資銀行相比，中國的投資銀行起步較晚，規模較低，全球金融網絡布局能力較差，國際專業人才短缺，國際化能力不足。截至2016年底，中國129家證券公司總資產不到1萬億美元，而美

國證券交易所持有的金融資產總額就超過了3萬億美元。

在國家實體經濟發展急需金融要素支持的背景下，投資銀行不應成為中國資本市場的短板。鼓勵投資銀行業務的發展，培養一批具有競爭活力、創新能力和國際視野的民族投資銀行，對於構建多層次資本市場，發揮金融在國家發展中的核心競爭力，推動國家對外開放戰略的實施至關重要。

投資銀行作為直接融資的核心中介，有助於提高我國直接融資結構比例，建立多層次的資本市場，降低實體部門的槓桿率水平。

過去十幾年，中國直接融資不斷發展，直接融資在整個社會融資存量中的比重從本世紀初的不到5%上升到2016年的15%以上，在每年新增融資規模中的比重也從2003年的3%上升到2016年的24%。但中國直接融資以企業債券融資為主，股票融資仍有不足，整體的直接融資水平與發達經濟體相比仍有不小的差距。

在當前以間接融資為主的市場結構下，實體企業槓桿率偏高這一我國經濟發展難題的存在有一定的客觀必然性。根據國際清算銀行的統計，2016年我國非金融企業部門的槓桿率高達166%，位居世界前列，遠高於槓桿率為85%的發達國家和102%的新興市場。與此同時，中小型和創新型等信用記錄較低的企業難以通過傳統的融資渠道滿足自身需求，往往選擇借道影子銀行和通道業務獲得資金，不僅推

升了實體經濟的融資成本，而且掩蓋了金融體系的真實風險，增加了經濟金融體系的脆弱性。

投資銀行作為連接資本供求雙方的橋樑，直接融資業務是其核心業務之一。投資銀行發展直接融資業務能夠體現資本市場風險共擔、利益共享、定價市場化和服務多層次的特性，從而更多的滿足實體部門的長期融資需要，減輕實體經濟的債務負擔。

鼓勵投資銀行發展，有助於規範資本市場交易秩序，推動資本市場建立市場化機制。與發達國家相比，中國資本市場在市場交易工具、投資者結構、新股發行制度、上市公司行爲、媒體言論監督、投資者權益保護等方面仍有不足。投資銀行作為資本市場的主要參與者，能夠協助監管機構規範市場交易秩序，強化投資者教育和保護，通過市場機制推動資本市場進行改革，解決我國資本市場當前面臨的部分缺陷，提高金融資源的分配效率。

投資銀行的風險投資和併購重組業務能夠有效地促進我國經濟轉型。一方面，投資銀行直接融資和風險投資功能更有助於推動中小企業和創新型企業成長壯大。

中國經濟正處在向更高層級的優化演進中，大量的新技術、新產業、新業態、新模式不斷湧現，投資銀行發揮風險投資，價格發現的機制，有助於培育實體經濟的新活力，塑造經濟增長的內生動力。另一方面，當前中國企業依然需要併購重組來發揮協同效應。當前部分行業仍面臨較大的產能過剩壓力，通過投資銀行在併購重組中發揮產業整合作用來提高行業集中度，加快落後產業出清有助於供給側結構性改革的深入。

投資銀行特別是具有國際競爭力的投資銀行，能夠滿足中國經濟金融雙向開放

下半年發債需求上升

興業銀行首席經濟學家、華福證券首席經濟學家、興業研究副總裁 魯政委



政委世界觀

從今年上半年的統計數據看，社會融資比上年同期多增1.4萬億元（人民幣，下同）。其中，人民幣貸款同比多增7300億元，外幣貸款同比多增4300億元，企業債券淨融資額同比多減2.1萬億元，非金融企業境內股票融資同比減少1321億元。上述數據意味着，上半年社會融資的多增幾乎全部為貸款所貢獻，而直接融資則顯著萎縮。

而剛剛閉幕的全國金融工作會議要求：「要把發展直接融資放在重要位置」，「提高直接融資比重」。直接融資包括債權融資和股權融資。在年度間，股權融資往往波動較大，而債權融資則具有更強的剛性。如果對企業，其融資可在貸款和直接融資之間進行一定調劑的話，而對於政府、政策性銀行和開發性金融機構來說，這種騰挪的空間就幾乎不存在。在7月份中央政治局會議明確要求「有效規範地方政府舉債融資」的背景下，對地方政府就更是如此。

由於此前利率大幅上升，與去年同期相比，今年上半年各類債券發行情況明顯偏低。從發行量來看，上半年各類債券發行總量（剔除同業存單，下同）為8.5萬億元，為去年同期發行量的69%。其中利率債和信用債分別發行5.0萬億元和3.6萬億元，較去年同期發行量同比下降28.6%和33.5%。從淨融資額來看，上半年債券淨融資額為3.0萬億元，僅是去年同期淨融資額的40%。此外，上半年利率債和信用債淨融資額分別為2.7萬億元和0.4萬億元，同比下降46.4%和86.0%。

上述情形使得下半年發債壓力不小。如果不考慮下半年新發行債券的內到到期量，則根據靜態測算，下半年利率債供給大約為7.20萬億元。這意味着，除非下半年允許信貸比往年

投放更多（看起來似乎不大可能，更重要的是信貸無法解決政府和政策性銀行融資的騰挪問題），否則在「控總量」的政策要求下，下半年債券供給壓力將較往年偏大，而這很可能需要貨幣政策微調以提供必要空間。

貨幣政策保駕護航

首先，從歷史上看，央行護航債券發行並不鮮見。最近比較明顯的一次是在2015年，3月初在「或將有3萬億地方存量債務置換計劃」消息的衝擊下，市場情緒悲觀，收益率快速上行。隨後，央行在4月20日下調準備金率進行及時對沖。6月10日與8月25日分別宣布2015年第二批以及全年置換額度之後，債市收益率基本未受到太大影響。考慮到央行當年在9月與10月先後兩次降準，2015年全年地方債置換首年所帶來的利率債供給增加並未對市場產生太大影響。從傳出消息為起點算起，地方債收益率受衝擊而上行的幅度在40bp左右。

其次，自7月份以來，債券繳款已成為公開市場操作考慮因素。在貨幣政策「穩健中性、不緊不鬆」的指導下，當下立即通過央行直接降準來對沖供給壓力的可能性並不大，但央行仍然可能更多通過微調預調來進行應對，以減小可能會出現的供給衝擊。今年以來，在地方債供給相對集中之時，央行會主動通過加大逆回購淨投放量來平滑市場利率波動。同時，央行在其公開市場業務交易公告中已經八次提及「政府債券發行繳款對銀行體系流動性總量的影響」，可見央行對債券供給影響因素的高度重視，以及希望通過日常微調預調手段確保債券順利發行的意圖。

最後，降槓桿需要控制負債成本。融資成本的一定抬升，固然有助於抑制融資衝動，遏制套利行爲和槓桿率的上升。但如果利率水平過高，則又會形成更大的利息負擔，反過來不利於去槓桿。

資金氾濫水淹樓市

祥益地產總裁 汪敦敬



樓市新態

筆者一向認為「影響樓市的最大因素其實是貨幣」，本篇文章再一次用這個邏輯去推演目前樓市究竟是一個什麼局面。

美元之所以曾被稱為「美金」，是因為它會與黃金掛鉤，所以公眾透過持有美元可得到穩定的財富。那麼我們就要十分清楚以下那幾個階段發生的事實了。

1972年美國取消金本位，從此美元不需要和任何資產掛鉤，只要市場接受（或被接受）就可以無限印。

2009年美國變本加厲推出QE（量化貨幣寬鬆政策），美元在脫離金本位後，幾乎無限複製。大家要明白如果境內資金增加，其實是等於樓價有相若比例的上升壓力的話，要消解這個樓價上升的壓力，只有正比例增加供應，香港在這方面還有很大進步空間。

為了進一步理解我們探討的問題，我們了解一下M1、M2、M3，在2009年之後發生了什麼事：

M1（指市民持有的法定紙幣和硬幣加上持牌銀行的活期存款）在2009年到今年5月份增加了235%。M2（指貨幣供應量M1所包括的項目，加上持

牌銀行客戶的儲蓄及定期存款，再加上持牌銀行發行而非認可機構持有的可轉讓存款證（NCDs））在2009年到今年5月份總共增加了112%。M3（指貨幣供應量M2所包括的各項，再加上有限牌照銀行（RLBs）及接受存款公司（DTCs）客戶的存款，再加上以上兩類認可機構發行而非認可機構持有的可轉讓存款證（NCDs））在2009年到今年5月份是總共增加了112%。如果用M1去計算，我們會發覺香港樓價升幅仍跑慢M1。

另一個重要信息，就是2014年美元量化去了極限，各國在國家與國家直接兌換等「去美元政策」下，美元使用量的比率應該是大幅減少才對的，美元就在那年開始筆者認為實是下跌的。去到今年，美國經濟顯然「露底」，若經濟增長低於2%又怎會有能力加息呢？甚至美國有機會出現股債爆發，出現通縮，美元應進入長期貶值，與美元掛鉤的港元也難免長貶，如果香港的貨幣繼續增加，和被迫去追隨美元貶值，樓價應是面對龐大上升壓力才對。無論如何，我們面對的不是樓價高，而是貨幣不斷湧入。如果我們只是牽掛着樓價高企而忽略了貨幣繼續湧入，在百物騰貴的情形之下，樓價升好還是不好？那一樣我們損失較少？大家應該明白吧。

中國經濟增長表現



的審慎監督，從而更好地助力「一帶一路」倡議，人民幣國際化、中國企業「走出去」等國家對外發展藍圖的實施。

金融是一個國家的重要核心競爭力，資本市場是現代金融的關鍵領域，投資銀行作為資本市場的核心中介，需要更好的回歸本源來為實體經濟服務，這既是激發自身發展新潛力的重要機遇，又是肩負國家發展歷史使命的主動選擇。中國的投資銀行實無旁貸，必須加快創新步伐，優化激勵機制，吸引一流人才，樹立民族品牌，建立國際競爭力。