



投行业务高增长能否持续



【财新网】（专栏作家 聂无逸）在证券公司内部，投行是传统的高大上部门，成本开支向来很高，但是效益产出不够稳定。资本市场进入新时代以来，投行部门的业务产能得到充分释放，股债融资规模和保荐承销收入均明显提升。政策面暖风频吹，是否意味着股债发行从此走出稳定的高增长曲线？投行部门能否既为公司赚到市场声誉和客户资源，又能持续赢得高成长的收益？我们看到伴随业绩回升的是部分券商按捺不住的勃勃雄心，近年来“千人投行”的扩张口号不绝于市。业界在欢欣振奋之余，不免还有些忧思惴惴于怀。

实践证明，我们对宏观环境和监管思路需要做系统准确的把握，不能搞投机主义的简单附会，不能把政策和市场直接划等号，否则容易造成市场参与方之间的彼此依赖甚至出现误判，影响后续决策。投行展业是由多方面因素综合决定，与宏观政策之间还有多个逻辑环节，还存在诸多不确定性。未来投行业务究竟能否持续 2019 年以来的高增长，显然要做客观冷静的分析。

一、近期 IPO 业务高增长：政策意图不能过度解读

投行部门承担着企业融资者和广大投资者之间的中介服务责任，是名副其实的资本市场看门人。无论是国内还是国外，保荐承销和财务顾问均为持牌业务，并接受比较严格的监管。相比其他业务条线来说，投行业务的增长受监管政策的影响更为直接和明显。

从投行的角度来看，2019 年实施注册制的目的在于优化发行工作的内

外环境，让供求关系来主导市场运行和发行规模，尽量减少监管对市场的非必要干预。笔者认为，试点和推广注册制的本意在于确保资本市场的高质量发展，而不是放开监管入口，简单片面地追求发行规模和数量。注册制的一系列政策确实有利于发挥市场主动性和体制潜能，有利于提升发行工作的质量和效率。相比过去略为粗放的发展模式，注册制背景下投行业务的增长与监管政策会保持更加适度和稳定的关系。

2019 年以来，国内企业 IPO 数量规模明显增长，一举改变发行市场的相对颓势。2018 年 A 股 IPO 数量和规模分别为 105 家和 1378 亿元，2019 年陡然增长到 203 家和 2532 亿元，2020 年更是达到 396 家和 4700 亿元。IPO 融资企业数量增速连续接近 100%，融资规模增速连续超过 80%，见图 1。如此明显的上涨趋势与注册制和科创板的实施在时间上高度吻合。那么，注册制是否引发 IPO 融资规模的大幅扩张？笔者认为近两年来的快速上涨首先是对政策调整的正常反弹，并不能据此说明注册制和科创板的设立必然导致 IPO 规模出现快速膨胀的势头。

30 年来中国资本市场从无到有，股债双双发展成为世界第二大市场，从规模扩张来看可谓成就巨大。尽管先后出现过 9 次 IPO 暂停和局部扰动，但是总体规模增速相当可观。数据显示，2019 年注册制试点对 IPO 规模的即期效应并没有超过 2007 和 2010 年。2007 年正值股权分置改革后的大牛市，一二级市场估值高企，年度 IPO 规模为 4768 亿元；2010 年则是创业板正式推出后的首年，长期积聚的上市需求集中爆发，年度 IPO 规模

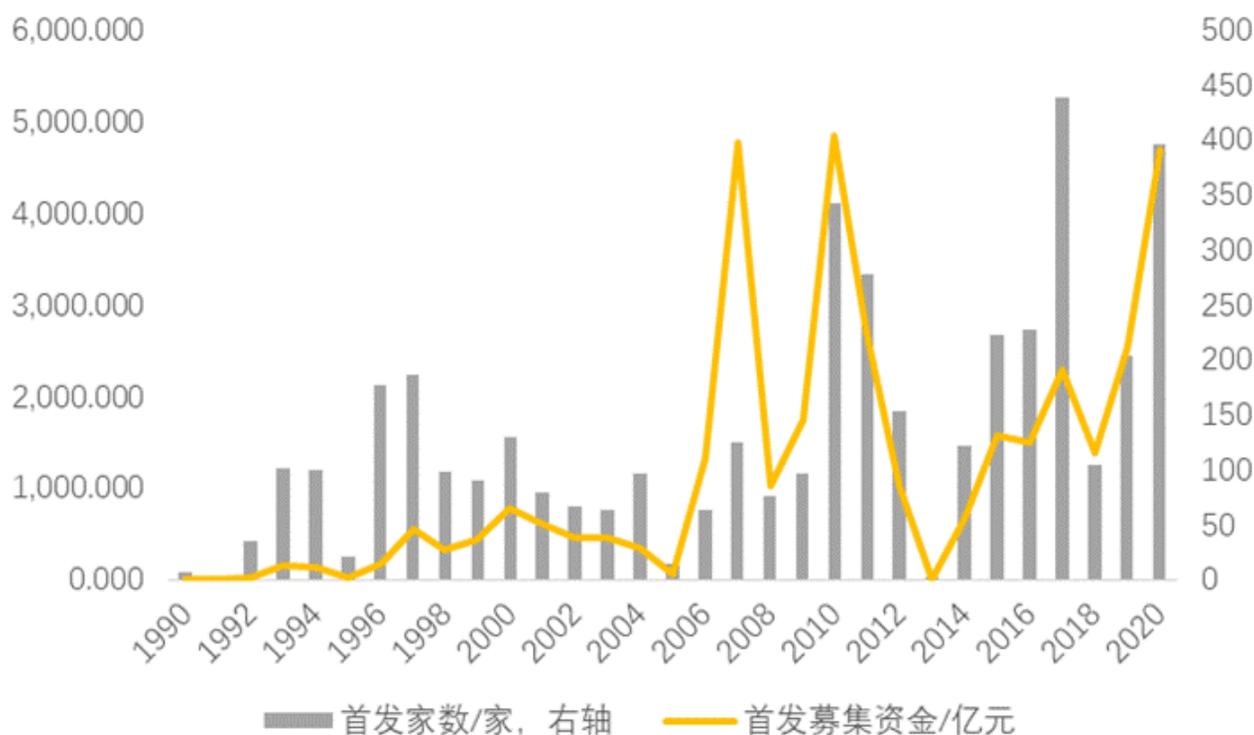
达到 4845 亿元。这两年的数据均超过 2020 年的 4700 亿元。因此，如果片面强调注册制和科创板对提高 IPO 规模增速的意义，显然是对资本市场 30 年发展历史和注册制改革方向的双重误读。

新时代的资本市场要坚持稳中求进的发展理念。回顾创业板的设立，由于具体发展阶段的不同，尽管是十年磨一剑，降低了上市门槛，拓宽了融资通道，遗憾的是未能持续推动市场扩容，相反由于运行失范等体制性痼疾导致 A 股市场大起大落。继 2010 年 A 股 IPO 规模冲到 4700 亿元之后，2011 年、2012 年、2013 年的 IPO 规模呈断崖式下降，分别为 2688 亿、1033 亿和 0，发行市场直接降至冰点。

注册制和科创板推出以后，为提高上市公司质量，强化服务机构的执业水平和操守，监管机构迅速抓住问题苗头，提出加强现场检查等一系列规范化管理要求。在强监管的严格约束之下，年初 80% 以上的抽查企业主动撤回上市申请。业界在震惊之余对监管的积极作为更是好评如潮。截至 9 月底，科创板和创业板申报企业已主动撤回 245 家。正如易会满主席所说，

“注册制绝不意味着放松审核要求，必须对信息披露的真实准确完整严格把关，从源头上提升上市公司质量；始终强调要督促中介机构提升履职尽责能力；始终强调要统筹一二级市场的适度平衡。”

截至 2021 年 11 月，今年首发企业数量 411 家，融资规模 4184 亿元，相比去年，IPO 融资数量规模保持相对平稳，为今后一级市场的高质量发展打下坚实基础。



二、股融和债融的变化趋势：近期投行业务的结构特点

IPO 是投行业务中的核心内容，也是最为瞩目的一块。与此同时，其他融资业务的地位也在不断上升，比如再融资、并购重组、债券发行、资产证券化等。假如我们从投行部门的整体数据来看，近两年的融资规模又大不一样。

从股票融资的口径来看，有关数据并不支持投行业务高增长的结论。如图 2 所示，2019 年股票融资的企业 638 家，融资规模 15414 亿元，2020 年分别为 1031 家和 16677 亿元，比 2018 年有明显提升，但均不如 2015、2016 和 2017 年的规模。问题出在再融资规模“过山车”式的急剧下降。2019 年及时修改再融资新规，对定向增发的要求有所松绑，市场明显出现回稳态势，与此同时恶意圈钱、疯狂减持、内幕交易的再融资乱局也没有

死灰复燃。在依法监管的政策环境下，谎言套利出场的机会和胆量都要小得多。

从债券融资的口径来看，数据显示券商承债的数量和比例均在稳步上升。首先是债券总体发行规模逐年上升，2017-2020 年数据为 41、44、45、57 万亿元；其次是券商承销债券规模逐年上升，2017-2020 年数据为 4.5、5.7、7.6、10.1 万亿元；第三是券商承债比例逐年上升，2017-2020 年的占比分别为 11%、13%、17%、18%，但是不如 2012、2014 和 2015 年。

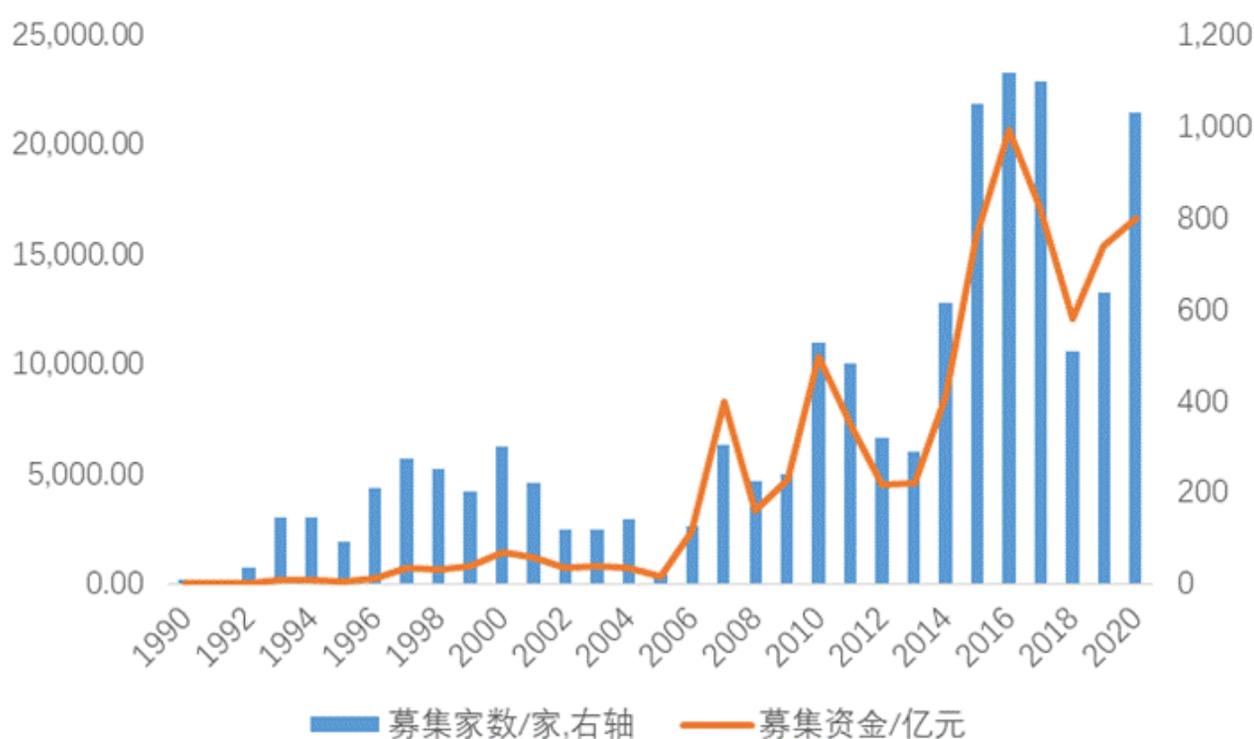
2020 年，中国债券市场共发行各类债券约 57 万亿元，其中银行间发行债券 49 万亿元。截至 2020 年末，债券市场托管余额为 117 万亿元，其中银行间托管余额 100.7 万亿元。债券融资显然是银行间市场占绝对优势，参与者主要是商业银行，2005 年以后少数头部券商逐步加入。交易所市场基本是由券商承销债券，近年来公司债规模上升较快。

从债承的综合实力来说，券商不是银行对手。首先，银行发行渠道占绝对优势；其次，银行是债市最大的资金来源，规模占比远不止 50%；第三，银行承销债券以自持为主，尤其是在利率债领域，成本优势极为明显，头部券商即使获得独立主承资格，竞标依然处于劣势。但是在信用债承销领域，部分头部券商与四大行可以做到平分秋色。

近年来券商的债承数据比较好看，除了互联互通的政策鼓励，主要与头部券商的两个策略密切相关。首先是纵向品牌策略，也就是“赔钱赚吆

喝”，券商放弃短期收入，着重提升市场占有率，布局业务长远发展；其次就是横向协同策略，也就是“堤内损失堤外补”，券商实施全业务线核算，先拿到更多资产和客户，再通过后续的机构业务赢得其他收入。近年来不断爆出债承“白菜价”的市场消息，部分反映券商经营的上述特点。考虑到维护有序竞争的市场秩序，近来债承价格战已经受到严格约束。

按照协会统计数据，2020年度，证券行业债券承销同比增加28%，IPO、再融资同比增加75%和42%。券商的债承规模上升潜力明显更大，特别是相对于银行的承债比例有望进一步提高。随着债市互联互通的不断发展，债券市场盘子越来越大，作为积极的市场进攻者，券商的债承业务增长空间更为可期。





三、股债承销增长空间：从宏观经济与融资结构的双视角

（一）以宏观经济的视角：融资规模/名义 GDP

服务实体经济是资本市场的核心使命，也是投行业务的努力方向。经济增长规模与速度直接影响投行展业的空间和弹性。提高直接融资比重是中央对金融业提出的重要目标，为进一步发展股债融资提供了政策依据。

笔者认为，讨论“融资规模/名义 GDP”的数据变化有两个重要意义：

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29528

