

科创板的历史性意义在哪里

证券研究报告
2019年03月02日

科创板是改革的“牛鼻子”，创新的“实验田”

作者

高层为何如此重视资本市场改革？要改变中国经济发展过程中的高债务、高杠杆问题，改变金融体系脆弱性，实现“货币不增或少增，但创造足够的信用增长支持经济”，需要解决金融体系的期限错配和资本结构错配，最重要的是需要改变以间接融资为主的融资结构，建立强大的资本市场，通过直接融资提高要素的配置效率。

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

为何改革目标清晰地指向科技创新？中国的高科技产业可能会发生两个质变，融资自主化和创新自主化。从美国资本市场的历史来看，科技产业的崛起是和资本市场的强大戚戚相关的。

相关报告

为什么要建立科创板作为“实验田”？科创板是改革的“牛鼻子”，创新的“实验田”。“实验田”的思路，是先探索出一条成功路径，取得经验以后，再向全市场推广，改造存量市场，从而切实解决资本市场长期存在的老大难问题。

为什么具备一流投行的券商将成为改革的受益者？资本市场制度改革需要有抓手，这个抓手就是能够承担资本市场定价的核心功能，对上市公司股票内在价值真正负责的市场化主体，这个市场化主体就是投行。投行的强大，对于资本市场改革具有极为重要的意义。

风险提示：A 股业绩下行超预期、美股下跌、贸易战生变



1. 高层为何如此重视资本市场改革？

长期以来，我国金融体系的融资结构以银行主导的间接融资为主。截止 2018 年 9 月，社会融资规模中的间接融资（贷款）占比 68%，直接融资（股票+债券）占比 17%，其中股权融资占比一直在 4%左右徘徊。这种高度依赖于银行和“影子银行”体系进行信用创造的金融体系具有如下弊端：第一，以间接融资为主的融资结构带来的直接结果是资金使用者筹集到的大部分资金是以债务形式计入，因此全社会的债务水平不断提高，杠杆率不断抬升。

根据国际清算银行（BIS）的统计，目前中国宏观杠杆率（不含金融部门）已达到 253.1%（2018Q2），处在历史高位。M2/GDP 达到 207%（2018Q4），在主要经济体中高居榜首，债务融资已到瓶颈期，经济各部门不可能再通过大幅举债来发展经济，信用创造机制逐渐受阻，融资形势日益紧张，“宽货币”政策难以缓解实体企业融资压力。第二，由于新增信用在越来越高的比例上被用于支持既有债务体系的循环，所以间接融资对经济增长的边际效应越来越差。第三，银行融资无法适应经济转型要求，不能形成共担风险、共享收益的市场化融资机制。第四，金融体系盘根错节相互牵连的系统性风险、地方政府的隐性债务风险等，皆与中国金融体系资本结构错配的缺陷有关。

表 1：世界各国杠杆率水平对比（单位：% ，数据截至 2018Q2）

国家	非金融企业杠杆率	政府部门杠杆率 (nominal)	家庭部门杠杆率	总杠杆
中国香港	230.6	66.5	71.4	368.5
日本	100.1	201.1	57.4	358.6
法国	143.4	99.0	59.1	301.5
新加坡	113.1	115.3	57.9	286.3
英国	84.1	86.4	86.3	256.8
中国	155.1	47.6	50.3	253.1
美国	74.4	97.6	76.6	248.6
澳大利亚	74.3	37.0	121.3	232.6
德国	55.5	61.4	52.5	169.4
巴西	39.9	86.8	26.7	153.4
印度	45.1	68.8	11.2	125.1
俄罗斯	47.2	15.1	16.5	78.8
发达国家	89.6	97.7	72.4	259.7
新兴市场	97.3	46.6	38.7	182.6
所有样本	92.6	77.9	59.3	229.8

资料来源：BIS，天风证券研究所

因此，要改变中国经济发展过程中的高债务、高杠杆问题，改变金融体系脆弱性，实现“货币不增或少增，但创造足够的信用增长支持经济”，需要解决金融体系的期限错配和资本结构错配，最重要的是需要改变以间接融资为主的融资结构，建立强大的资本市场，通过直接融资提高要素的配置效率。总书记在 2017 年 7 月的中央金融工作会议上提到：“要把发展直接融资放在重要位置，形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者合法权益得到有效保护的多层次资本市场体系”。十九大报告中也指出：“要增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展”。2018 年 12 月的中央经济工作会议上指出：“资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用”。2019 年 2 月的政治局会议上再次提到：“深化金融供给侧结构性改革，增强金融服务实体经济能力”——可以说，资本市场的地位上升到了近几年来前所未有的高度上。

2. 为何改革目标清晰地指向科技创新？

先关注两个趋势性的宏观背景。

第一个宏观背景是即将达成的中美贸易协议。

自 G20 会晤之后，中美贸易战进入缓和的窗口期，但从更长期的视角来看，中美双方的核心诉求不在贸易，而在科技领域的角力和竞赛。美方在贸易谈判中提出的“结构性改革”指向三个关键问题：一是工业补贴、二是强制性技术转让、三是市场导向问题。如果中美双方未来进一步达成协议，那么这三个问题，尤其是工业补贴和强制性技术转让，大概率是中国进行较多让步的领域。

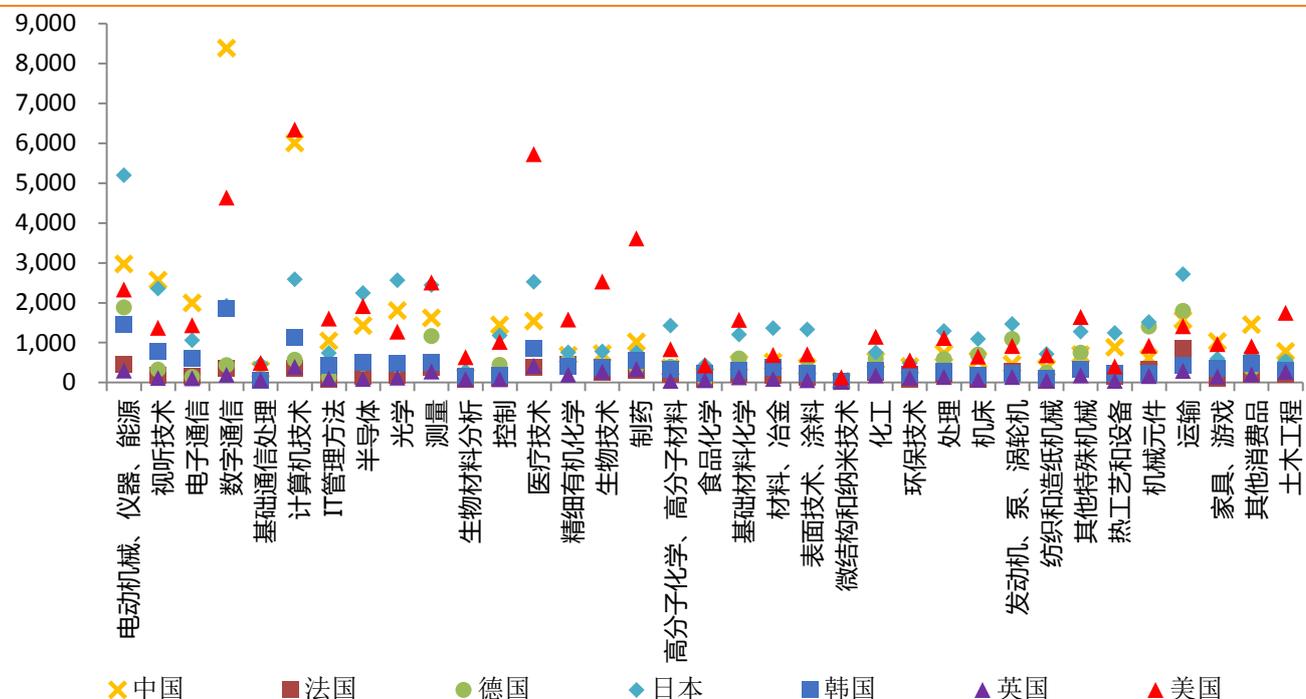
如此，中国的高科技产业可能会发生两个质变，都指向自主化：一是融资自主化，这些产业的发展将由依靠补贴等政策，转向更多依靠市场化的直接融资；二是创新自主化，技术的获取不再像此前那么容易，中国科技企业将面临全球供应链的不稳定性，幸存并能繁荣的科技企业应该是真正掌握了核心技术能力并能够迭代创新。

第二个宏观背景是渐行渐近的技术周期。

当前技术时代类似于 20 世纪的 30 年代和 70 年代，都是旧技术的周期末尾、新技术周期导入的前夕。一方面，科技企业的商业模式创新正在放缓，龙头的马太效应增强，简单模仿复制已知的商业模式变得越来越难；另一方面，新技术的基础创新、技术创新、硬件创新在加快，各大科技企业已经在硬科技和重资产上展开竞赛，在尖端未知领域的探索上，离不开自主研发能力和迭代创新能力。¹

在技术方面反映技术应用活跃程度的 PCT 国际专利申请量，基本是美中日领跑。2018 年，中国在视听技术、电子通信、数字通信、控制、其他消费品领域的专利申请数量位列第一，在电气工程、计算机技术、光学、制药等领域位列第二。在半导体、测量、医疗技术、精细有机化学、生物技术、材料冶金、涂料、环保技术等领域位列第三。但是，在机床、高分子化学、高分子材料、发动机、涡轮机、机械元件等上游高端设备和材料领域的专利申请量在前三之外。这些是中国高科技产业进一步实现自主化突破的方向。

图 1：2018 年各国 PCT 专利申请数量



资料来源：Wind，天风证券研究所

从美国资本市场的历史来看，科技产业的崛起是和资本市场的强大戚戚相关的。二十世纪初，美国投资银行在证券市场为美国钢铁业筹资后开始建立了强大的钢铁工业，而后美国

¹ 详见《站在未来的风口上 3：我们处在什么样的技术时代？》

的国防军工、汽车、造船业的崛起等基本是借助资本市场完成的。上世纪七十年代，美国资本市场及风险投资基金等投融资体系开始进入飞速发展期，成功对接了生物医药、通讯、电子信息、新材料等科技创新，正是这段时期的有效对接，使得美国成为了迄今无法撼动的唯一的超级大国。

1970 年代，美国的工业化、城市化进入尾声，石油危机引起经济环境恶化，股市阶段性低迷，市场缺乏吸引力，企业上市意愿低，公司数目持续减少，投资也不活跃，经济的发展需要新的产业支撑。在美国经济不同发展阶段，纳斯达克交易所紧跟产业政策调整，主动适应企业融资需求，适时调整上市制度和市场板块，有效满足了不同类型企业多元化融资需求，助力新兴产业发展。

1971 年成立伊始，纳斯达克只拥有单一层次；1975 年纳斯达克建立了新的上市标准，开始为中小企业特别是高增长性的科技型中小企业提供资本运作服务。纳斯达克市场上市公司数 1975 年就达到 2467 家，1997 年底达到 5556 家，交易量 1981 年就达到纽交所的 63%，推动了美国中小企业的成长和风险资本的发展。1982 年成立纳斯达克全国市场，提高了上市标准，其它不满足全国市场上市标准的股票则纳入纳斯达克常规市场，此后更名为纳斯达克小型市场。2006 年至今，全球交易所竞争加剧，包括港交所一跃成为 IPO 上市最活跃的市场之一，纳斯达克通过增设全球精选市场丰富市场层次，引入更高的上市标准，更好的提升服务新经济公司的能力。

3. 为什么要建立科创板作为“实验田”？

目前中国沪深两市总市值 45.6 万亿元，约占中国国内生产总值（GDP）的 56%。而美国上市公司总市值 36 万亿美元，约占美国国内生产总值的 180%。对比中美 GDP 体量和上市公司市值体量，中国的资本市场规模至少存在翻倍的空间。但长期以来，受股票供求结构、上市公司行业结构和投资者结构、券商连带责任等问题的影响，我国股票市场往往具有“牛短熊长”的特征。要彻底改变这一情况，需要从增量改革的思路出发，以投行为主导，以机构投资者为支撑，对资本市场进行彻底的体制机制变革。

中国资本市场存量规模已很大，如直接在原有板块上进行监管制度和运行机制重大改革，很容易对现有市场产生较大影响，不利于市场稳定运行。因此，决策层从“增量改革”思路出发，建立新的市场板块作为改革实验田，试点注册制并建立有效的隔离机制。除试点注册制外，在新市场中还可探索发行、上市、交易、中介责任、监管等环节的配套制度改革创新，是和现行市场相隔离的，相当于独立运行。

改革开放 40 年最成功的经验之一就是“增量改革”，由“增量改革”再到“存量改革”，这次也是同样的思路。科创板不是类似创业板、中小板、新三板的融资板块，是一块新开辟的“实验田”。“实验田”的思路，是先探索出一条成功路径，取得经验以后，再向全市场推广，改造存量市场，从而切实解决资本市场长期存在的老大难问题。

以科创板作为改革“实验田”，不仅是上市交易制度的变革，也有望打造一批长期的证券市场投资者，长期机构投资者的壮大是资本市场发展的另一支柱。大力发展长期机构投资者，既是壮大资本市场的必然要求，也是金融体系优化结构的内在需要，更是资本市场改革稳定进行的有力支撑。

上述以科创板为改革“试验田”，从“增量改革”到“存量改革”的系列改革，可一举扭转中国资本市场长期以来积累的一些根本性矛盾，建立长期健康的向好预期，使中国经济逐步以资本市场为中枢而得到新的发展动能。构建创新型资本形成的金融资源配置体系，随着市场体系和制度环境改善，支持足够多的能够承担风险的资本投入到创新中去，国家创新优势和创新发展路径就能形成。最终，企业受益于融资便利提升和创新资本积累，监管部门受益于市场价值长期稳定，居民受益于财富保值升值，国家受益于经济转型结构调整。

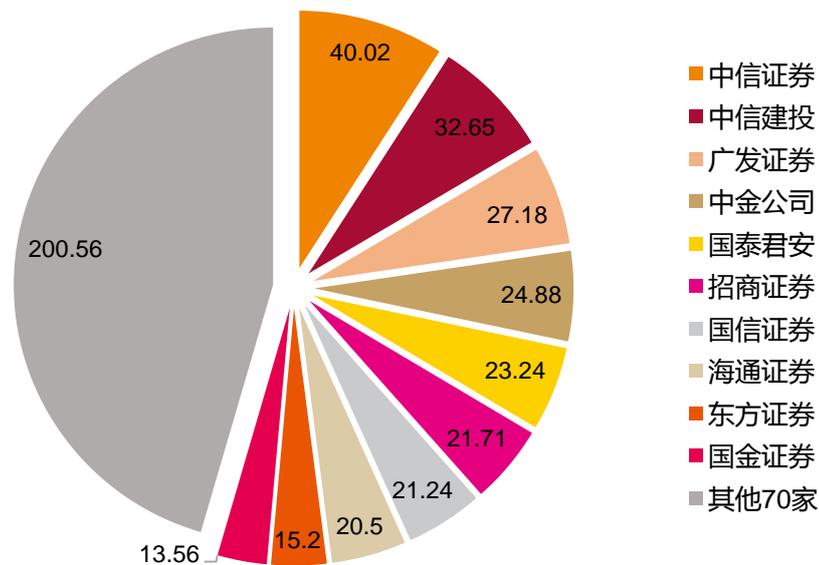
4. 为什么具备一流投行的券商将成为改革的受益者？

资本市场制度改革需要有抓手，这个抓手就是能够承担资本市场定价的核心功能，对上市公司股票内在价值真正负责的市场化主体，这个市场化主体就是投行。投行的强大，对于资本市场改革具有极为重要的意义。首先，投行可以发挥资本市场的定价机制作用，使资本市场的长期估值趋于合理化。其次，投行的交易撮合能力能够为资本市场创造流动性，长期稳定资本市场的价值中枢，成为资本市场的压舱石。最后，投行通过参与上市公司长期投资，对上市公司形成约束和管理，引导长期资金入市，使得大量资金转化为经济发展的长期资本，为中小企业、创新型企业提供权益型资本，提升全社会创新资本的形成能力。

今天美国的投行有市场定价权，集信托责任、商誉、专业精神和技术于一身，是美国资本市场经过两百多年的累积，自下而上、自然演进、逐步形成的结果。对比美国，中国的投行在过去三十年的时间里，由于资本市场法律体系不健全、奖惩激励机制不完善、投资者机构不合理等客观存在的问题，一直没能成为承担资本市场定价的核心功能，并对上市公司股票内在价值真正负责的市场化主体。

目前，国内 100 多家券商资本金总额仅约 1.5 万亿元，而且还有很多券商拿资本金干的都是两融等银行类信贷业务，而没有去发挥其相应的定价能力，因此中国券商在资本市场定价、做市业务、长期风险投资方面所获得的相应业务收入，也低于美国投行。目前中国前 10 大券商的投行业务收入占比还很有限，通过直接融资带来的业务收入提升空间也很大，因此具备一流投行的券商将成为未来资本市场改革的受益者。

图 2：前 10 大券商投行业务收入及占比（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

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_13938

