

未来两三年的证券市场、资本市场走向

■ 韩学渊



韩学渊 汉富控股董事长

影响资本市场的长期和短期因素

我想跟大家分享的是我对未来资本市场和实体经济的一些想法和观点。

资本市场是不是做得很好，或者说是是不是会变得很差，跟两个因素有关：一个是长期因素，一个是短期因素。我跟大家分享一下关于长期因素我的一些想法。

我整理了发达国家二战以后十四个发展相对比较快的经济体的数据，他们经历到第四个十年的时候，经济都是快速下滑的。第二个十年和第

四个十年时，下滑比较多的是巴西和日本。中国改革开放三十多年，现在正在经历着第四个十年。

我们都知道，年轻人多的城市、经济体或国家，它的发展动力以及后期的持续增长会比老年人相对较多的经济体要更强。我们经过讨论和总结认为，人口是决定长期增速的唯一变量。其实中国从2017年开始往后的二十年，都将经历劳动力逐年减少的过程，劳动力红利会变得越来越少。所以从宏观的角度来讲，我认为未来发展是一个变缓、变慢的过程。

而短期来讲，政策影响总是在经济之前。我总结了一下从2008年到2014年的“一行三会”——央行在什么节点发布了什么政策，导致经济在什么节点有一个反弹，在什么节点有一个衰退。很典型的一个例子：2008年10月，四万亿降准、降息还有房地产降契税；2009年3月，我们的经济出现了反弹。

每一年的中央经济工作会议还有季度的策略会，这些非常重要的会议是决定短期影响的重要因素。资本市场离不开长期因素的影响，即经济是不是能得到优质的、良好的发展；而短期来看，是否会有特别多的政策，会形成比较大的影响。

我的长期判断，经济发展是下缓的；而短期的判断，我们来看看2017年的全国金融工作会议。其实这个会议主要的关键字就是去杠杆，去资金池，脱虚向实。此前2015年股灾，证券市场达到5000多点，接下来一个月“千股跌停”的场面，我想各位都经历过。2015年之后，到2017年，我们在去杠杆、去资金池。2017年全国的工作会议上再一次提出了这两点。大家也都知道这样的全国性经济会议影响的是未来三年的风向标，非常重要。

我们在2014、2015年的时候要金融创新，大量证券、资管、信托、银行表外资金创新的产品和能力非常强，导致在2015年有一个非常好的股市表现。而在出现问题之后，2016、2017、2018年出台的政策是非常多的，都是跟我们的资金、资管和资本市场、金融体系相关的一些政策。

证券市场、资本市场的判断维度

刚才我做了一个分析，从宏观的长期发展看，中国在经历一个老龄化的过程，经济发展向缓；短期影响来说，中央经济工作会议和十九大都定了基调，未来至少三年要强监管、去资金池、去杠杆。那么未来两三年我们的证券市场、资本市场会变成什么样呢？这是我今天想跟大家分享的一个最主要的话题。

证券市场、资本市场的好与不好其实和两个因素有关：一个是它的流动性，是不是有大量资金可以进入这个市场进行交易？另外一个，从资产端看，所有的企业是不是盈利、有没有利润？就是2017年所有企业的利润增长和2016年比，再预测2018年和2019年的整个上市公司企业利润增长是不是能超过以前。从这两个维度来评判证券市场、资本市场是不是好。

我们都知道2015年股票市场特别好，5000多点。那时候杠杆1:5、1:6、1:7。是什么导致的呢？是因为流动性过剩。那时候资管产品是

最多的，配置杠杆比例也是最多的，这是导致2015年证券市场特别火爆的一个主要原因。

我们讲证券市场好、资本市场好，主要是因为上市公司、企业利润的增长速度非常快。我这有一个数据，2015年的国企利润是1万亿，私营企业的利润是23万亿，到了2017年，国企的利润变成了16万亿，私营企业的利润还是23万亿。说明我们在供给侧改革过程中并没有真正地让可持续增长的证券市场公司的利润得到增长，而只是在重组的过程中做了一些利润方面的改善，由一些管制所导致的利润提升。

资本市场的盈利来源，第二个就是内生机制的民营企业、国有企业都有利润成长。外延式的上市公司利润的成长，实际在2014年和2015年是最多的。因为那时候金融创新多，我们有很多可使用的金融工具，上市公司可以随便发一个并购基金，我们的银行表外资金也可以大量支持这些非标的产品，非常广泛。

走到今天，实际这种红利也消失了。大家都知道，4月27日正式颁布了关于资产管理的新规，银行表外资金进入这种非标产品受到了一些限制，信托公司、基金管理公司做这种所谓的固定收益类的备案工作也受到了限制。也就是说实际上在资本市场的红利，就是来源于外生的并购红利和来源于内生的企业增长红利都走到了一个节点，这是需要我们去思考的。

关于杠杆变化的一些观察

刚才我讲的是资产端这些所谓企业红利的增长，我们再看看杠杆的变化。这里有一个数字：2016年我们的股票质押是12万亿，2017年股票质押是162万亿，这是很庞大的一个数字。这些股票质押实际上都是在最近这几个月到期的。以前做股票质押的杠杆可以做到1:3、1:4，新规出台之后只能做到1:2。对于股票质押在场内质押和场外质押的限制性条件又非常多，股票质押

是上市公司大股东做收购兼并重组、做其他投资的一个最重要的资金来源，这162万亿当然有些是国有企业，有些是到期可以把这些资管计划解掉、把这些资金还上的。但是大量的企业到期之后，这些股票质押的杠杆资金是有短板的，这些问题怎么解决？3000家上市公司之中至少有1000家上市公司有这样的问题，股票质押之后162万亿质押的资金来源在哪里？

上市公司+PE的这种做法现在也走到了一个时间节点。

原来上市公司收购其他的资产很容易，由基金出来后，找信托、银行来配资。现在资管新规对于金融机构的各项限制条款出来之后，并购和资金层面的这些杠杆的资金来源也是一个问题。所以从资金层面讲，证券市场在未来的至少2~3年，如果没有一个特别大的政策变化，流动性将是一个很大的问题。哪些新鲜的资金可以进入股票市场和债券市场？资金不能进来的时候，散户的钱可以进来，因为我们现在银行储蓄量是很大的，但是我们上市公司的利润增长又遇到了一个瓶颈。所以未来的证券市场值得思考。现在实际上已经很明显了，看过去的两年，实际上在证券市场做投资的，赚钱的不太多。但是两极分化非常严重，好的股票特别好，大部分的股票都是45度角往下。所以我判断股票市场未来趋势一个是两极分化，一个是流动性变弱。内生的利润预期变得很低的时候，投资应该更谨慎，投资的方向应该经过更加严格的筛选。

不良资产或成投资良机

债券市场也属于资本市场中很庞大的一个



投资市场。中国的债券市场实际上跟国外不太一样，国外债券基本上和十年期的收益率是正向的关系，而2000年以来我们的增速达到13%，但国债的利率只有3.6%，这中间有很大的差距。现在的监管想法是回归到实体经济，债券的收益率会逐步和十年期的国债有一个匹配关系。

债券市场主要的投资人也是金融机构。我刚才给大家展示了2016、2017、2018年这么多的新规，对于资金的使用有很多限制，债券市场也是一样，流动性会偏弱，交易的对手也会偏弱。

当然在这样一个环境下，今年还是有一些比较好的投资机会。尤其明年，大量不良金融资产的处置、收购、重组会进入一个非常高的时间段。资本新规，还有政策限制，还有银行的一些监管政策，会导致在证券市场、房地产市场还有大量的借贷市场出现逾期和不良资产，这也是一个非常好的投资机会。

最后要说的是，新的监管规定对于资本市场、证券市场、实体经济都是非常有帮助的，还给资本市场一片蓝天，让每个资产回归价值的本源。■