■上证论坛

资本市场改革跑出了加速度

□ 施东辉

最近一个多月的时间里，我国多层次资本市场可谓是喜事连连，惊喜不断。7月22日，科创板开市交易满一周年；7月27日，新三板精选层开板；8月24日，创业板注册制首批企业上市交易。自去年7月22日科创板开市以来，短短一年的时间里，一场关乎资本市场全局的系统性改革从试点走向复制推广，从理念转化为现实，蹄急步稳，跑出了中国资本市场改革加速度。

作为撬动资本市场全面改革的关键之举，科创板的设立，有效补齐了我国资本市场服务科技创新的短板，并在一片新天地下“试水”改革举措，快速积累经验，为资本市场改革开辟出一条新的路径；新三板精选层的开板，进一步发挥了我国多层次资本市场对于创新创业企业的孵化和培育功能，畅通了不同市场层次之间的流动渠道；而创业板注册制下首批企业的正式开市交易，以及存量市场交易机制的全面改革，更是承担了资本市场全面改革承上启下的关键作用，进一步扩大了对创新企业支持的覆盖面，加速回应了中国经济高质量发展、多元化实体经济“百花齐放”对层次更加丰富、功能更加完备的资本市场体系的呼唤。

这一系列改革举措充分践行了资本市场服务实体经济的初心和本源。追根溯源，资本市场发展的初心是服务实体经济，而多层次资本市场建设的初心是通过差异化的市场层次有效服务多元化的实体经济。十九大报告作出了“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段”的判断，这是党中央针对国际国内环境新变化，特别是发展条件新变化作出的重大判断。同时，十九大报告也对金融领域明确提出了要“深化金融体制改革，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”的总要求和总方针，这是做好新时期金融改革发展工作的根本遵循。金融市场必须以服务实体经济为第一要务，金融市场结构应适应实体经济结构。实体经济构成的多元化需要股票市场的多层次给予对应，从而使得不同行业、不同规模、不同发展阶段、不同需求的企业都可以通过市场进行股权融资，获得发展机会，推动实体经济的创新与发展。

新形势下，我国资本市场全面深化改革的呼声高涨。党的十九届四中全会强调“推进要素市场制度建设，实现要素价格市场决定、流动自主有序、配置高效公平”。2020年4月，《中共中央 国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》就资本资源的市场化配置提出了四个方面的要求，其中第一条就是“完善股票市场基础制度”，明确要求“完善主板、科创板、中小企业板、创业板和全国中小企业股份转让系统（新三板）市场建设”。要充分发挥资本市场“投融资交易、经济信息传导、风险定价管理、引导预期稳定”的枢纽作用，实现资本资源的市场化配置，就必须实现不同市场层次改革的协同推进，必须将多层次资本市场基础制度建设作为资本资源市场化配置的关键突破口。科创板、创业板和新三板改革一脉相承、同气连枝，既相互衔接又各有侧重，共同提升多层次资本市场服务中国经济高质量发展的能效。

市场是最好的“试金石”。设立科创板并试点注册制、新三板精选层的创新突破、创业板探索存量市场的全面改革等一系列改革举措，不仅让市场看到了资本市场全面深化改革的决心，更是提振了市场信心。自科创板开市至今，科创板股票累计涨幅平均为178%，同期上证综指累计上涨19.7%，深证成指累计上涨48.1%，中小板指累计上涨63.8%，创业板指累计上涨74.1%。最近，创业板全面推行放宽涨跌幅等一系列交易机制创新，极大地缓解了我国资本市场长期存在的交易限制，激发了投资者的潜在交易热情。这也从侧面反映了我国股票市场长期存在的供给不足痼疾，必须不断改革完善股票市场的供求机制，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用。

资本市场改革跑出“加速度”，市场各方对下一步改革再出发充满期待。但同时也要看到，历经30年风雨，我国资本市场的改革从来都不是一蹴而就、一帆风顺的。同中国经济其他方面的改革一样，我国多层次资本市场的发展也是一个不断探索前行的过程。每个新的市场层次的建立都是为了解决当时所面临的问题，带有“补课”的性质。我国经济多年改革发展的经验告诉我们，从不完美的此岸到理想的彼岸之间并不存在简单的“惊险一跃”，而是一个反复试错、曲折前行的过程。面对矛盾的交织、制度的不完善、历史的路径依赖，资本市场的发展过程无法超越现实约束条件。

推进资本市场的全面改革，需要大格局、大定力和大智慧。资本市场的下一步改革发展，必须保持改革的定力，坚定改革的信心，加大改革的力度，越是艰险越向前，埋头苦干、砥砺前行，遵循“建制度、不干预、零容忍”的理念，朝着市场化、法治化的改革方向，实现全局性改革措施的整体配套。扎实推进发行、上市、交易、监管等全链条环节的基础制度创新突破，尤其是加快股票市场供给侧结构性改革，构建市场化的股票供求机制。要保持对股价涨跌的战略定力，合理引导市场预期，积极创造条件，稳步渐进地完善资本市场基础制度，不断提高直接融资比重，全面打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。每一次改革都是一次成长、一次历练，只要目标清晰、方向明确，资本市场改革将永不停歇、永远在路上。

（作者系复旦泛海国际金融学院教授）

智能汽车发展有望超预期

最近一段时间，多地持续开放自动驾驶道路测试范围。目前，北京、上海、广州、长沙、武汉、沧州等6个城市已开放载人测试许可。其中，广州共发放了55张测试通知书，开放67条、135公里测试道路。伴随着基础技术快速更新，汽车智能化技术体系发展愈加完善，智能汽车的发展有望超预期。 漫画刘道伟

■大视野

银行不“香”了吗？

□ 李丹丹

今年以来，银行、保险、地产、基建股被一些市场人士戏称为“四大惨”。在医药、科技、消费股风生水起之时，银行股却颇为沉寂。有一种观点认为，在新冠肺炎疫情冲击的大背景下，银行既要落实减费让利，还要面临不良贷款增加、风险敞口放大，因此银行“不行了”。事实果真如此吗？实则从多维视角理性观察，银行业无论是现在还是未来一段时间内，都将会保持平稳健康运行态势。

首先，从宏观角度来看，我国经济潜力大、韧性足，在全球范围内率先复苏，为商业银行稳健运行奠定基石。

金融是现代经济的血脉，是资源配置的重要工具。银保监会主席郭树清引用《史记》所述“农工商交易之路通，而龟贝金钱刀布之币兴焉”，来形容金融与实体经济之间的共生共荣关系。我国目前间接融资为主的社会融资结构又决定了，在较长时间内，银行仍将是实体经济最重要的融资中介。

疫情发生以来，在逆周期政策调节之下，银行业以更大力度增加对实体经济的资金投放。数据显示，上半年人民币贷款累计新增12.09万亿元，同比多增2.42万亿元。这些资金重点投向制造业、基础设施、科技创新、小微、“三农”等重点领域和薄弱环节。同时，银行积极参与债券市场投资，上半年银行业企业债券投资同比增长28.5%。

从上述数据可以看出，上半年贷款、债券等生息资产增长较快，为实体经济“鼓劲”的同时，客观上也巩固了银行业利润的“基本盘”。

国务院常务会议要求，推动金融系统全年向各类企业合理让利1.5万亿元。有观点误认为这是“零和博弈”，向实体经济让利的同时，商业银行利润也会相应减少1.5万亿元。

但是结合银行实际运营情况可以发现，不能用简单的数字游戏来生搬硬套。一方面，银行贷款收入由利差和信贷规模共同决定。银行向实体经济降低贷款利率，固然会造成收入减少，但是贷款价格下降也会增加贷款需求，扩大信贷规模，实现“薄利多销”的效果。另一方面，今年以来，货币政策一直在引导市场资金利率下行，降低了银行资金成本。也就是说，虽然银行贷给企业的资金利率降低了，但是银行的资金成本也降低了，最终造成银行的利差虽然有所缩小，但并未缩小太多的结果。

展望下一阶段，我国经济潜力大、韧性足的特点并没有改变，市场主体经营状况总体改善，将为银行输入源源不断的活力和动力。据了解，7月末全国共有各类市场主体1.3亿家，较上年末增加约900万家。

其次，从中观角度来看，金融行业风险可控、固本根基，为商业银行稳健运行营造良好氛围。

金融支持实体经济，必须以自身的稳健运行为前提。过去两年多的时间，我国金融管理部门抓住有利时间窗口，妥善解决一些突出的金融领域风险，防范化解重大风险攻坚战取得明显成效。

目前，我国金融体系风险总体收敛，金融业运行平稳，主要指标处于合理区间。数据显示，截至6月末，我国商业银行流动性覆盖率142.4%，资金支付能力充足；拨备覆盖率182.4%，资本充足率14.21%，远高于监管要求，风险抵补能力较强。

疫情发生以来，国际金融市场经历剧烈波动，相较而言，我国股市、债市、汇市均展现出较强的韧性和抗风险能力。以汇市为例，从2020年1月至7月，人民币小幅贬值0.1%，衡量人民币对一篮子货币的CFETS人民币汇率指数与上年末基本持平。人民币在实现双向浮动的同时，保持了基本稳定。

再次，从微观角度来看，银行自身拨备充足、准备充分，为商业银行稳健运行铺足“安全垫”。

突如其来的疫情给我国经济和全球经济都带来了前所未有的冲击，势必会影响到银行的资产质量。数据显示，截至6月末，商业银行不良贷款率1.94%，较年初上升0.08个百分点。

并且，更为严峻的考验还在后面。众所周知，银行按权责发生制计算利息收入，已实施临时性延期付息的贷款利息计入当期收入，但这部分贷款的风险暴露不在利润中反映，也就是说，利息收入和风险暴露的时间存在时滞，一部分贷款的风险将会延后暴露，未来银行不良贷款上升压力可能较大。

面对这种情况，监管并没有要求“捂盖子”，而是前瞻性地要求银行做实资产质量分类，充分暴露风险，提前加大拨备提取。数据显示，截至6月末，商业银行贷款损失准备余额为5万亿元，较3月末增加2060亿元；贷款拨备率为3.54%，较3月末上升0.04个百分点。

而且，银行不良资产处置力度亦在加大。数据显示，今年上半年银行业不良贷款处置额同比增长18.9%，预计全年银行业将处置3.4万亿元不良贷款，而去年全年该数据为2.3万亿元。

虽然上述操作会导致银行当期利润下降，今年上半年商业银行累计实现净利润1万亿元，同比下降9.4%，但是这一系列“未雨绸缪”的举措为商业银行后续经营备足抵御风险的“弹药”，可谓以眼前利益换取长远利益。

当前，上市银行半年报正在陆续披露，从单家银行的财务数据，也可一窥面对疫情“大考”时，银行是否实现了稳健运行。日前，常熟银行发布了首份上市农商行半年报。截至6月末，净利差为3.17%，较上年末下降5个BP，其中生息资产收益率下降12个BP，计息负债成本率下降7个BP；利息净收入同比增长超过10%，净利润增幅1.38%，在支持实体、让利企业和稳健经营之间寻找到巧妙平衡。同时，上半年该行计提贷款减值损失同比增17.89%，拨备覆盖率较上年末上升6.45个百分点，风险抵补能力进一步增强。这些数据也分别印证了上文所说的宏观和微观角度。

金融活，经济活；金融稳，经济稳。有理由相信，银行业稳健运行的根基是扎实的，并将助力经济行稳致远。

（作者系本报资深记者）

迈入黄金赛段的便利店更需精耕细作

□ 张 锐

中国连锁经营协会联合毕马威中国日前发布的《2020年中国便利店发展报告》显示，去年国内便利店达到13.2万家，同比增长9%，与上年相比增速减少6个百分点，这是自2015年以来便利店行业首次出现门店增速放缓。另外，中国连锁经营协会发布的《2020中国便利店景气指数报告》也表明，2019年全国超八成的城市便利店数量都在减少。

便利店是城市的标配，或者说是大小城市中分布最广的零售业态。那么，国内便利店数量规模增速出现明显递减，是否说明市场已经饱和而没有伸展弹性呢？按照前瞻产业研究院的分析报告，去年美国、日本和韩国的便利店渗透率分别为2149人/店、2208人/店和1409人/店，同期中国为10407人/店，对比之下，显然便利店在国内还有很大的增长布局空间。

按照商务部的安排，未来三年要织密便利店网络，打造“15分钟便民生活圈”，到2022年，全国品牌化连锁化便利店总量达到30万家，全国中等以上城市每百万人口不少于200家门店。看得出，从现在开始，未来3年全国便利店门店规模至少还有超过16万家的增长空间，行业规模增速约为120%。

便利店的占地面积一般都不大，相比于商超而言在选址卡位上更具灵活性。零售行业门店布点上有“金角银边草肚皮”的说法，其中金角是指街道转角，这里四方人流汇聚；银边指街的两端，这里是人流入口；草肚皮则指街道中间，这里虽客流分散，但却是过客歇脚驻足的地方。目前来看，便利店一般都占据着“金角银边草肚皮”的有利位置，而且借助这一历史卡位先机，便利店还进入了社区与商业区，由此完全打通了销售“最后一公里”。

同时，作为城市的一个商业基础设施，便利店在白天时可能并不会引起太多人的注意，但一到晚上尤其是深夜，便利店一定会展现出自己独特的魅力，因为在城市尤其是一二线城市的所有服务场所，恐怕只有便利店能够24小时为顾客敞开着大门。

看得出，无论是天时（政策导向支持）、地利（打通了“最后一公里”），还是人和（民众喜爱的消费与陪伴场所），便利店都占有着显著优势。而更为重要的是，最近10年，全国城市中所有的线下零售业态销售额都增长放缓，唯有便利店增速保持了两位数，及至今年上半年，虽然遭遇新冠肺炎疫情的冲击，但便利店销售额依然同比增长1.69%。既如此，像以往持续受到追捧一样，未来便利店在商业资本与投资人眼中依然会彰显出不同凡响的磁吸力。

的确，尽管城市便利店的动态前景依然不错，但行业的痛点也在时刻羁绊着市场前行的步伐。一方面，便利店是一种“重资产”运作模式，不少门店成本压力大；另一方面，国内零售业态正在朝着小型化、便利化的方向变身，便利店由此受到的挑战自然不小。更为重要的是，根据《2020年中国便利店发展报告》，去年便利店实现销售额虽然同比增长了13%，但增速却出现同比下降，且为4年来最低。显然，依靠数量扩张所能赢得的利润空间已越来越小，便利店行业的更大红利只能来自管理运营的优化与门店效率的提升。

首先是加速品牌连锁化。日本前三大便利店品牌在其国内占据了89%的市场份额，加盟店比例超过了95%，而国内排名前十的便利店市场份额只有63%，加盟店占比不足50%，因此，通过特许加盟方式实现国内便利店品牌连锁化的空间非常巨大。

其次是推广全程数字化。目前扫码支付在所有便利店得到了普及，刷脸进门与支付也获得了部分门店的应用，但这只能是数字化的初级阶段，数字化+智能化应当是未来可期的愿景，包括提供线上智能购物车，快捷引导消费者发现与捕捉购买目标，同时通过智能购物车实现门店的自动动态补货，还应当普及自助收银机，方便消费者自买自结，也可以借助VR、AR以及全息技术丰富立体型（墙面）与平面型（桌面）消费场景等。

再次是品类供给的精细化。空间场景的限制决定了便利店的SKU不可追求大而全，而必须是少而精。在通过大数据分析准确掌握用户基本品类需求的情况下，便利店需要强化个性化的自我定制，用差异化产品形成对用户的黏性，提高自身品牌的上柜率与占有率；另一方面，可在食品搭配上化整为零，如小份打包热餐、零食、水果、酒水饮料，快餐盒饭中一份米饭可以配备量少类多的菜品等，这样消费者在多样化尝鲜的同时还可降低消费成本，从而增强消费黏性。

（作者系中国市场学会理事、经济学教授）

如何看待融券比例增加？

□ 桂浩明

融资融券业务到现在已经实施了整整10年。这10年来，两融业务取得了很大的发展，这不仅表现在两融余额的平稳放大上，也体现在融券比例的逐步增加上。在推出两融业务的初期，99%以上的两融余额是融资，融券几乎可以忽略不计。到了现在，融券规模大约占到两融总规模的4%以上，绝对值超过了640亿元。不管从什么角度来说，这个成绩都是不错的，反映出两融业务正开始走向成熟。

对于一个正常运行的市场而言，融资融券属于一种加杠杆的操作，其特点是通过信用交易的模式，为客户增加买入或者卖出相关证券的机会，从而达到扩大收益、控制风险的目的。因此，从理论上说，两融中融资与融券应该是平衡的，也就是说利用杠杆做多与做空的资金，大体是差不多的。但是在实践中，人们往往更加习惯于做多，因此即便是在海外成熟市场，融资规模通常是融券规模的4倍左右。

不过在国内证券市场，由于制度设计的原因，在两融业务开展的初期，融券业务几乎乏人问津。这一方面是因为所有卖空操作都要有相应的证券作为保证。另一方面是可用于融券的券源稀少，仅限于券商自营的库存券。转机的出现是在转融通推出以后。因为有了转融通，证券公司可以向专门成立的证券金融公司转借到资金与证券，用以开展两融业务。这里的一个亮点是证券金融公司可以从上市公司大股东那里借到其长期持有的证券，这就使得融券业务所需的券源有了相应的保证，从而为融券比例的提高创造了条件。特别是在去年科创板推出后，由于实施了公司上市首日即进入两融操作标的的安排，为融券业务的加速发展打下了基础，融券规模呈现了明显上升的趋势。今年以来的数据显示，到8月中旬，融券余额较年初已经增加了360%，就增速而言远远超过了融资。而随着创业板改革的实施，按注册制规则发行的创业板公司上市后也将像科创板公司那样，全部成为两融标的。这也就意味着，两融业务，特别是融券业务，今后有望获得更快的发展。

有人担心融券业务发展起来，卖空股票的力量增加了，对股市运行不利。这其实是种误解，因为融券操作本身具有两重性，它开始时是卖空，但到平仓时则是做多。如果股价虚高，高位融券做空后，在低位再买入平仓，实际上是起到了一个平抑股价的作用。而如果融券做空后股价继续上涨，表明存在判断失误，那么这以后的平仓止损，客观上能够促进股价来到一个更加合理的位置。同时，证券交易本身就是有买有卖的市场。融资业务的出现，为做多的客户提供了操作杠杆，但也容易使得在某个时段供求关系的失衡，这就需要有融券业务来予以平衡。因此，推进两融业务的理性发展，尤其在风险可控的前提下，更好地拓展融券业务的运行空间，让投资者在变化多端的股市中有更多的投资选择，这样既有利于市场的稳定，也能够带来更多的操作机会，当然是项有意义的工作。

（作者系申万宏源证券研究所首席市场专家）

将民间借贷引上依法规范发展的正路

□ 王 勇

前不久，最高人民法院发布了《最高人民法院关于修改〈关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定〉的决定》，明确以一年期贷款市场报价利率（LPR）的4倍为标准确定民间借贷利率的司法保护上限。笔者认为，此举对于引导、规范民间借贷行为具有重要意义。

长期以来，民间借贷作为多层次信贷市场的重要组成部分，满足了社会多元化融资需求，一定程度上也缓解了中小微企业融资难、融资贵的问题。为了贯彻落实党的十八届三中全会关于金融体制改革的相关要求，最高人民法院于2015年8月颁布了《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》（以下简称《规定》）。《规定》实施以来，既规范了民间借贷行为，又解决了大量民间借贷纠纷案件中的实体与程序问题。但同时也应看到，随着经济社会的发展变化，民间借贷也出现了一些新情况新问题。

为此，2018年5月，中国银保监会等部门联合印发了《关于规范民间借贷行为 维护经济金融秩序有关事项的通知》，对非法金融行为亮剑。最高人民法院对民间借贷问题也高度重视，自2017年开始先后赴浙江、江苏等地进行调研，并于2018年8月发布了《最高人民法院关于依法妥善审理民间借贷案件的通知》，就妥善审理民间借贷纠纷案件、防范化解各类风险完善了相关的司法政策。2020年以来，为统筹推进常态化疫情防控和经济社会良性健康发展，最高人民法院在认真调研和广泛听取建议的基础上，依照《中华人民共和国民法典》的精神，决定对《规定》进行修改。

修改后的《规定》一是尊重当事人意思自治，依法确认和保护民间借贷合同的效力；二是调整民间借贷利率的司法保护上限，推动民间借贷利率与经济社会发展水平相适应；三是认真贯彻落实民法典，促进民间借贷规范平稳健康发展。特别是，修改后的《规定》大幅度降低民间借贷利率的司法保护上限，以当前LPR利率的4倍计算，民间借贷利率的司法保护上限为15.4%，相较于过去有大幅度的下降。此外，《规定》继续执行更加严格的本息保护政策，当事人主张的逾期利率、违约金、其他费用之和也不得高于民间借贷利率的司法保护上限。

下一步，金融监管部门对民间借贷的依法合规监管仍需进一步加强，司法部门要从严规制职业放贷行为，建立涉众型民间借贷纠纷防范和解决机制。同时，依托大数据等技术手段，将借款人的基本特征、风险偏好等各种信息通过数据建模的方式形成指数化数据分析，科学有效地评估其信用风险，为民间借贷的风控开辟了新天地；运用区块链技术的公开透明、全程追溯和不可篡改的优势，构建新型社会信用体系，规范民间借贷行为。总之，通过多策并举，将民间借贷尽快引上依法规范发展的道路，为未来金融业健康发展创造条件。

（作者系中国人民银行郑州培训学院教授，银行业研究与诊断中心主任）