

8 股市基金 Stock-funds

国务院:两年内实行注册制 业界称明年下半年望落地

■ 李维 报道

关于 A 股发行注册制加速的传闻终于得到了印证。

12 月 9 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，通过提请全国人大常委会授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用《证券法》有关规定的决定草案(下称草案)。

该草案明确，在决定施行之日起两年内，授权对拟在上交所、深交所上市交易的股票公开发行实行注册制制度。这意味着，推进注册制改革的决定将通过特别法规调整的方式来实现。

提请决议宣布当晚，证监会也同时公告称，将积极稳妥推进股票发行注册制改革，并表示现行的新股发行工作并不会就此停止或受到影响。

在业内人士看来，经过“特别修法”后的注册制改革进程，将较此前大幅提前。

不过在完成特别修法后，还涉及证监会、交易所等多个层面的意见征求、新股发行管理规定等文件等公开征求意见与重修，按此估算，其真正的落地时间，或到明年下半年才会有结果。

改革紧迫性促特别修法

提请特别修法后，注册制改革在法律环节的障碍正在被加速突破。

12 月 9 日，国务院常务会议正式决议向全国人大就注册制改革等提请调整适用《证券法》等有关规定。值得注意的是，这也是国内在资本市场制度改革领域，通过提请特别修法来加速推动的首例事件。

而之所以提请特别修法，或在于当下 A 股注册制推行具有紧迫性、必要性的背景下，等待《证券法》修法仍需要较为漫长而繁复的流程。

“本来证券法二读是 8 月份，后面还有三读，但股市巨震之后打乱了之前的部署，也就是整个节奏要往后拖半年，这个时间和现实改革需求相比，是比较久的。”一位接近交易所人士评论称，“目前通过这种方法进行注册制改革提速，是一种比较有效的途径。”

而在部分学者看来，证券法的修订工程量较为庞大，而国务院此次提请特别修法，将成为注册制推出和证券法修订间的一个好的过渡。

“《证券法》是一个系统工程，相对于注册制它的工程量要庞大得多，所以证券法的修订需要足够的时间，但注册制推行又很紧迫，不能够一直被动等待”，武汉科技大学金融证券研究所所长董登新进一步表示，“所以目前推行注册制与旧的证券法相悖的地方，完全可以通过国务院的行政授权或人大常委会的法律授权，将注册制推出与证券法的修订分开处理，这也是最好的过渡方式。”

国务院宣布修法提请的同时，负责制定和完善有关注册制配套内容的证监会的有关任



务似乎更加急迫。当晚，证监会官网发布公告称将积极稳妥推进股票发行注册制改革。

“证监会将根据国务院确定的制度安排，制定《股票公开发行注册管理办法》等相关部门规章和规范性文件，”证监会宣布，“对注册条件、注册机关、注册程序、审核要求、信息披露、中介机构职责以及相应的事中事后监督管理等作出全面具体的规定，向社会公开征求意见后公布实施。”

而证监会也同时强调，在新的变化尚未落地前，现行的新股发行机制及活动并不会因此受到影响。

“当前，证监会除了做好注册制的各项准备工作外，将继续按照现行规定，做好新股发行审核工作，新股发行受理工作不会停止。”证监会表示，“注册制实施后，现有在审企业排队顺序不作改变，确保审核工作平稳有序过渡。”

不过有业内人士指出，注册制改革提速后，由于沪深两交易所配套推出的新兴战略板等新层次市场也有可能为排队中的拟上市企业提供转道排队的空间，因此不排除部分排队企业对未来新的新股发行制度口径产生兴趣的可能性。

“虽然新股发行仍将继续，但可能很多拟上市公司会关注新制度。”西南地区一家中型券商投行人士认为，“现在 A 股的排队现象还是很严重，而实体经济的压力也比较大，企业融资难，所以还是有企业希望尽快上市，如果注册制配合转道排队也是有可能的，具体还要看存量的排队企业如何消化。”

注册制“五目标”明晰

值得一提的是，在宣布积极推进注册制改革同时，证监会也在前述公告中对注册制改革所坚持的理念与目标进行了明确。在其看来，注册制改革总体目标包括“市场主导、责任到位、披露为本、预期明确、监管有力”。

“注册制实施后，要坚决落实以信息披露为中心的监管理念，将注册审核重点转移到督促企业向投资者披露充分且必要的投资决策信息上来，不再对企业业绩与投资价值、未来发展前景等做实质判断和‘背书’。”证监会表示，“实行注册制改革，必须突出强调事中事后监管。证监会将切实维护公开、公平、公正的市

场秩序，严厉打击和惩处违法违规行为，提高违法违规成本，保护投资者的合法权益。”证监会同时强调，要全面加强了对欺诈发行、虚假记载等违法违规现象的打击力度，同时进一步完善投资者补偿机制，并对保荐、会计师事务所等执业机构进行更加有效的监管与规范；同时其表示将严格实施上市公司退市制度，对欺诈发行和重大违法的上市公司“实

相关链接

注册制改革:开启 A 股真牛市的金钥匙

■ 潘凌飞

9 日晚，国务院召开常务会议通过文件，明确提出在决定施行之日起两年内，授权对拟在上海证券交易所、深圳证券交易所上市交易的股票公开发行实行注册制度。

这意味着，在《证券法》修订完成前，股票发行注册制将先行推出，进程的提速凸显决策层加快证券市场改革的决心。

中泰证券罗文波团队评论称，本次注册制改革时间表第一次在政府层面落地。此前市场预期是在 11 月 20 日证监会主席提出的全力以赴明年三月注册制要有结果。但该来的总会来，时间早晚而已。

记者综合多家券商报告，简要梳理了即将到来的注册制可能对中国经济和市场带来的影响：

1、注册制是开启 A 股真牛市的金钥匙
光大证券分析师赵杨指出，A 股长期以来的高估值、高波动、高换手等特征，均表明深度明显不足。如果说我们需要一个具有中长期配置价值的牛市，那么新股供应不足和退市机制不完善是需要解决的两个重要问题。毫无疑问，注册制是非常值得期待的。“在我们看来，注册制是开启 A 股真正牛市的钥匙。”

国泰君安黄钦铭和任泽平也认为，长期来看，注册制是资本市场长期健康发展的制度基石。注册制有利于通过降低企业上市门槛、上市成本并提高市场效率，取消股票发行的持续盈利条件，为那些现阶段无法盈利

施强制退市”。

而在注册制改革等过程中，证监会明确了“五个坚持”：一是坚持市场导向、放管结合的原则，建立以市场机制为主导的新股发行制度，强化事中事后监管；二是坚持法治导向，依法治市的原则，逐步形成市场参与各方依法履职尽责和维护自身合法权益的市场环境；三是坚持披露为本，归位尽责的原则，促进发行人、中介机构、投资者等各市场主体归位尽责；四是坚持循序渐进，稳步实施的原则，处理好改革的节奏、力度与市场可承受度的关系；五是坚持统筹协调，守住底线的原则，及时防范和化解市场风险。

而对市场关心的新股发行机制变化是否会影响新股发行节奏等疑问，证监会也表示不会造成新股大规模扩容。“注册制改革是一个循序渐进的过程，不会一步到位，对新股发行节奏和价格不会一下子放开，不会造成新股大规模扩容。”证监会强调。

特别修法后，除新股供给是否会加大外，注册制真正落地的时间表也被市场所关心。在业内人士看来，考虑到配套制度修订和改革流程等因素，即便绕过常规修法，注册制真正的落

但拥有较高成长性的企业创造公平的融资环境

注册制实施将改变上市公司结构，提高代表经济转型创新方向的上市公司比重，奠定股市长期繁荣之基。

中万宏源金倩倩、王胜、钱康宁、龚芳等人也指出，注册制后，海外优质个股与互联网为代表的新兴产业有望登陆 A 股，为市场长期走牛打下基础。

2、过渡期可能会很久
民生证券管清友指出，注册制是一项复杂的系统工程，必须在信息披露、监管体系、退市制度等方面做好配套改革，推出后如果出现超预期的波动，政策可能出现反复(类似之前 IPO 政策的反复)，打击市场对改革的信心。以台湾为例，台湾在完全注册制之前实行了 23 年的核准制与注册制并行制度，2006 年才过渡到完全的注册制，当年台湾股指呈现出大起大落的 W 型走势。

3、短期影响负面，中长期正面
中万宏源称，注册制对市场趋势影响短期负面，长期中性偏正面。短期内供给压力增加是必然；而中长期来看市场化国家密集发行期往往对应股市上涨期，随着未来更多优质企业获得融资，市场有望与 IPO 形成良性互动。

齐鲁证券预计，短期内股票市场短期会出现小幅度的调整，尤其是创业板指数调整幅度相对主板较大。

4、优化社会融资结构
国泰君安称，注册制有利于提高企业直接融资规模，优化社会融资结构。直接融资

产品在美国纽约交易所挂牌上市等。

2015 年以来，债券国际化亦没有展现出任何疲态，仍旧大步向前：

1)2015 年 2 月，青岛城投通过境外平台公司——香港国际（青岛）有限公司成功发行 8 亿美元境外债券，这是中国城投类公司首次在境外发行美元债；

2)2015 年 7 月，国际债券市场上第一只由中国保险机构发行的巨灾债券 Panda Re 在境外获成功配售。该债券开通了借道可交易证券向资本市场转移中国巨灾风险的通道，提升了中国的巨灾风险的承保能力；

3)2015 年 11 月，中国建筑股份有限公司采用 Reg-S 规则成功定价发行 5 年期债券 5 亿美元，票息率 2.95%，到期收益率 3.178%，是中国建筑工程企业迄今为止发行的票息和收益率最低的一笔境外美元债券，为整个行业树立了良好的标杆等。

这些产品的成功上市，标志着人民币债券市场国际化程度进一步提高，为中国政府部门、银行、企业等进入国际资本市场提供了新途径，也意味着国际市场对中国债券市场的认可可进一步加深。同时，越来越多的境外机构参与中国债券市场。据格上理财统计，截止 2015 年 9 月，在中央结算公司开立托管账户的境外机构达 288 家，较上年末增加 106 家。境外机构在银行间市场持有债券共计 0.61 万亿元，较上年末增长 11.44%。

此外，2015 年 6 月，人民币境内外市场打通，离岸债券发行出现回暖迹象。境外人民币业务清算行和参加银行可开展中国银行间债券市场债券回购交易，此举在一定程度上打通了人民币的在岸和离岸市场。同时，蒙古国发行 3 年期人民币主权债券，日本发行首只人民币债券——富士山债。

债券创新

自 2014 年以来，债券创新品种呈现井喷式增长。商业银行同业存单、人民币定向债务

地，最早也要在 2016 年下半年才会“有结果”。

“即便是绕过了证券法常规修法，明年上半年就落地的可能性也不是很大，因为这个草案之后还有许多手续需要相关部门配合，走流程。”上海一家大型券商准保代表示，“按照这一节奏推算，注册制真正落地最早也要明年下半年才会‘有结果’，明年四季度能够实施就已经很快了。”

而在接近监管层人士看来，除新股发行制度的门槛、流程、信息披露等各类要求可能现变化外，所对应的监管规则和模式也将在一定程度上得到完善。

“伴随注册制的特别修法，相关过程中的监管事项也会被进一步重新定义。”一位接近证监稽查系统人士称，“因为 A 股发行机制变革背后，也是监管模式的升级，比如去发审化之后，很可能会弱化事前审核，而强调过程监管，同时强调对信息披露等。”

事实上，国务院常务会议也提到，注册制的改革完成仍需多道流程。“待全国人大常委会授权后，有关部门将制定相关规则，在公开征求意见后实施，并加强事中事后监管，切实保护投资者合法权益。”

比率的提高,将畅通 VC、PE 的退出通道,提高资源配置效率。

5、壳价值将会降低
国泰君安称，注册制有利于发挥市场自身调节供求的作用，避免暴涨暴跌，为市场提供优质标的可避免对垃圾公司的过度炒作。未来随着注册制提速、供给增加、退市趋严、监管加强，壳价值降低，减少寻租和投机行为。

川财证券也认为，理论上讲，注册制难免会导致 A 股壳价值的降低，预计小盘壳资源 2016 年上半年将上演最后的疯狂。

6、专业投资者将跑赢大妈
国泰君安称，注册制有利于发挥机构投资者的专业能力，改变当前以散户为主的投资者结构，减少追涨杀跌的羊群效应，推动价值投资理念传播。注册制的推行，意味着专业投资者跑赢大妈的时代终于来临。

7、打新神话将会终结
中万宏源称，注册制改革中市场定价机制更趋“市场化”，新股行情将分化。市场化定价有助于降低一二级市场之间的溢价水平，打新、次新股行情将分化，更有利于优质上市企业与优质券商体现价值。

8、深刻影响产业资本行为
中万宏源称，注册制改革企业融资发行的主动权增加，市场过热时可能出现“闪电配售”等增大供给行为；壳资源价值下降；加强事后监管倒逼公司治理改善；同时也促进了产业资本投资一级市场的积极性。

深度剖析我国债券市场现状

■ 格上理财研究中心 刘书峻

截止 2015 年 9 月，中国债券市场的债券托管余额达 45.30 万亿元，仅次于美国、日本，位列世界第三。其中场外市场交易量占到交易总额的 80%以上，是投资者交易的最主要场所。主要的交易参与者是各类金融机构，集中度较高，投资者结构不够多元化。当前，我国债券市场券种创新不断，国际化程度进一步加深，发展态势良好，但信用违约问题不容小觑。

我国债券的交易市场及主要参与者

我国债券的交易市场分为场外市场和场内市场。场外市场包括银行间市场和银行柜台市场，场内市场包括上海证券交易所和深圳证券交易所。银行间债券市场的主要参与者是我国的各类机构投资者，属于大宗交易市场(批发市场)。银行柜台交易市场(俗称 OTC 市场)的主要参与者是个人和部分机构投资者，一般由交易双方协商交易价格。交易所市场则为投资者提供线上交易在深交所和上交所上市的各类债券品种。其中，上交所交易的债券总额占到了场内交易市场总量的 90%以上，是国内最为主要的场内交易市场。

我国债券市场的登记、托管、结算制度介绍

为明晰债权债务关系、保障投资人的权益，我国先后成立了中央国债登记结算有限责任公司、中国证券登记结算有限责任公司、上海清算所，对不同的债券市场分别实施集中统一的证券登记、托管、结算制度。

中债登与上清所共同负责银行间债券市场债券品种的发行、托管与结算业务。此外，中债登也是商业银行柜台市场的债券业务的一级托管人和交易所托管的国债的总托管人。中证登则承接了原来隶属于上海和深圳证券交

易所的全部登记结算业务，施行“中央登记、二级托管”的制度。

我国债券市场的主要发行券种

据格上理财统计，截止 2015 年 9 月，债券市场共发行各类债券累计达 15.24 万亿元，已超过 2014 年全年发行量（12.09 万亿元）的 26.05%。其中，上清所发债量最大，达 7.55 万亿，中债登次之，为 6.89 万亿元。而由中证登负责的交易所发债量仅为 7919 亿，占总规模的 5.20%。从以上数据可以看出，目前我国的个人投资者可独立参与的债券交易范围狭小，未来可发展空间巨大。

此外，截止 2015 年 9 月，债券市场共发行债券只数为 9766 只，已远超 2014 年的全年发行只数(7356 只)，其中，上清所发行只数最多为 7230 只。可见，与中债登相比，上清所发行的债券品种具有单只债券规模较小的特点。

截止 2015 年 9 月末，全国债券市场总托管量达到 45.30 万亿元，与 2014 年末环比增长 22.76%。全市场的托管余额规模自 2012—2015 年 9 月分别年度环比增长 14.49%、20.66%、22.77%，增长态势良好。

我国目前债券市场发行结构分析(按债券种类)

综合中债登、上清所、中证登登记新发债券的券种结构来看，截止 2015 年 9 月，债券发行量占据前三的债券种类为政府债券(25.45%)、同业存单(21.45%)、政策性银行债(13.51%)，相较于 2014 年末占比最大的前三甲政策性银行债券（19.78%）、政府债券（17.43%）、超短期融资券(9.46%)而言，发行券种结构维持相对稳定。

2015 年以来，同业存单发行量规模巨增，较 2014 年末环比增幅 264.07%。造成这种现象的原因或可归因为利率下行，银行同业负债率升高和主动发行同业存单，以提升自身的吸

金能力、资产负债管理能力、利率定价水平及维护、拓展同业客户等。

我国目前银行间债券市场债券持有者结构

据格上理财统计，截止 2015 年 9 月，我国纳入统计的银行间债券市场中（主要券种），持有人身份明确的债券面额总计为 33.51 万亿元，主要参与者为商业银行、非银行金融机构(法人/非法人)〔非银行金融机构法人：含证券公司、保险公司、财务公司、信托投资公司、租赁公司、汽车金融公司等金融机构等。非银行金融机构非法人：证券投资基金、证券公司资产管理计划企业年金计划、保险产品、信托产品、社保基金等。〕、特殊结算成员〔特殊结算成员：含人民银行、财政部、政策性银行等机构。〕等。主要的券种为政策性银行债、国债、中期票据等。各投资者占比及持有券种占比如上图所示。

从持有债券的投资者结构来看，商业银行及非银行金融机构占比之和达到 88.18%。可见，我国债券市场的参与集中度较高，投资者结构不够多元化。

从被持有的券种结构来看，以安全性高的政策性银行债、国债、中期票据为主，三者累计占比之和为 70.75%。其他券种占比均低于 10%。目前来看，我国债券市场种类渐趋丰富，但投资者对于各种债券的持有比例却出现大幅度倾斜，表明众多新兴债券品种或尚在适应期，发行量有限，或尚未被广大投资者认可，市场参与度低，但未来发展空间可期。

我国债券市场的国际化进程

自进入 2014 年，我国债券市场加快了国际化的进程。如：2014 年 2 月，以中债-5 年期国债指数为标的的全球第一只 RQFII ETF 基金在香港交易所上市成功；2014 年 11 月，以中债-中国高等级债券指数为标的的 ETF

债券创新