◀在推行全面註冊制後，A股各大市場的定位也更加明確。

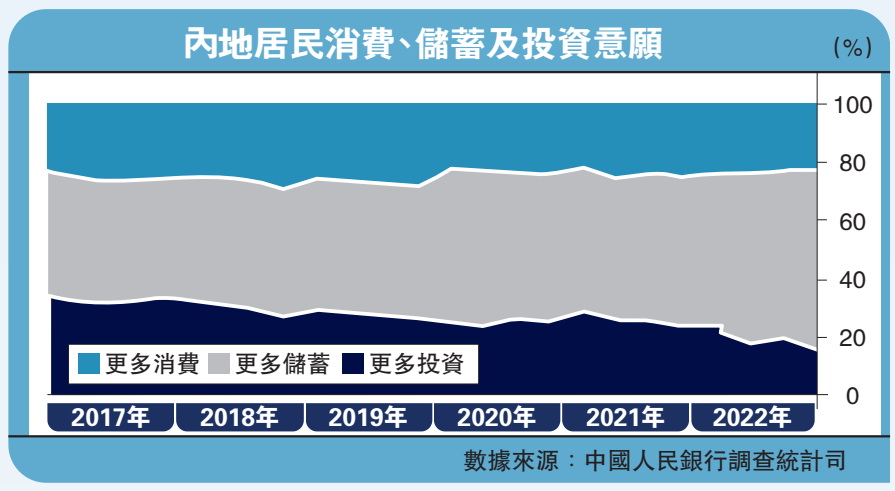
註冊制改革激發科創活力

中國證監會周三（2月1日）宣布，國務院已批准《全面實行股票發行註冊制總體實施方案》，證監會就主要制度規則草案向社會公開徵求意見。這也是繼2019年科創板、2020年創業板、2021年北交所之後，股票發行註冊制在全市場的推行。中國資本市場正是進入全面註冊制時代。

智本社

大學之道 清和

智本社社長



與美國金融市場相比，中國金融是以國有商業銀行為主導的市場，以股票、保險、債券、期貨、信託、風投為主的投資銀行市場羸弱。這種以信貸為主體的金融市場無法支撐中國經濟持續增長、科技企業技術創新，同時難以滿足居民資產配置多元化的需求。

從融資的角度來看，債權融資過高會推升債務風險，股權融資佔比太低不利於私人企業投資。國家統計局數據顯示，2022年末社會融資規模存量為344.21萬億元（人民幣，下同）。其中，對實體經濟發放的人民幣貸款餘額為212.43萬億元，同比增長10.9%，佔同期社會融資規模存量的61.7%，同比高0.7個百分點；政府債券餘額為60.19萬億元，同比增長13.4%，佔同期社會融資規模存量的17.5%，同比高0.6個百分點。2022年底，所有信貸與債券的債權融資比重超過90%；而非金融企業境內股票餘額只有10.64萬億元，僅佔同期社會融資規模存量的3.1%。

助力高新科技股權融資

長期以來，國有商業銀行主導的債權融資市場滋生出兩大挑戰：一是大規模的信貸擴張持續推高政府、企業與家庭的負債率；二是私人企業融資難、融資貴、償債負擔重，削弱了企業競爭力。當前，中國需要做大做強股票市場，增進企業股權融資，降低企業融資成本和債務風險。

從技術創新的角度來看，股權融資是高新技術投資的重要支撐。技術創新是一項高投入、長周期的風險事業，需要工程師、企業家、創投企業、股票市場投資者等不同風險偏好的主體共同參與、分工協作。股權融資為創業者提供了各盡其事、精耕細作的環境，工程師、企業家將投資風險轉移到風險偏好更高的創投企業、股票市場，以專營技術研發、市場開拓和企業管理。此外，充足穩定的風險資金也有助於增進迂迴生產、拓展分工、促進創新，從而支持底層技術革命。

硅谷企業的成長就得益於發達的股權融資市場，「硅谷+納斯達克」成為技術創新的重要模式。在中國，「華爾街資本+中國互聯網創業者」是中國新興產業技術創新的重要路徑。過去，網易、阿里巴巴等互聯網企業均借助海外創投崛起，進而赴美上市套現。近年來，由於中美金融監管政策衝突，一度引發中概股集體退市危機，中國創新企業奔赴納斯達克的道路不再通暢。這亦導致了風投規模急劇萎縮，科創型企業面臨資金鏈斷裂、研發中斷的風險。因此，中國亟需一個中國版的「納斯達克」，為創新企業持續融資，為風投提供資本退出通道。

此外，在美國技術封鎖的壓力之下，中國政府正在加速基於「安全與發展並舉」理念的科技自主化。中國試圖構建一個從技術創新、風險投資到股票市場的完整產業鏈，以應對日益嚴峻的科技戰帶來的挑戰。

從歐美國家家庭資產配置的演變歷史來看，隨着經濟的增長，普通家庭財富配置在金融資產上的比重持續增加，而存款和房地產的比重則相應減少。過去，中國家庭的買房偏好受多重因素影響，其中一個重要原因是中國金融市場不發達，股票市場不振，可選擇的投資標的有限。數據顯示，2021年美國家庭財富的70%配置在金融資產上，其中50%的金融資產主要是股票和共同基金；而中國家庭的70%配置在房地產上，股票的比重只有2%左右。

2022年，中國房地產市場全面下滑，樓市銷售同比減少5萬億億元左右。當房地產不再是理想的投資品後，中國居民陷入了投資標的荒。另一方面，A股市場全年低迷，滬綜指累計下跌15.1%；債券市場爆發局部性流動性危機，觸發銀行理財破淨潮，居民大量贖回轉存，搶購過去冷清的大額存單。中國人民銀行發布的數據顯示，2022年人民幣存款增加26.26萬億元，同比多增6.59萬億元。其中，住戶存款增加17.84萬億元，非金融企業存款增加5.09萬億元。

2023年為疫後經濟復甦的第一年，如何撬動萬億級的居民儲蓄轉化為投資，成為金融決策者的重要任務。如果居民繼續將儲蓄投入到房地產，那麼房地產泡沫風險、家庭債務風險將進一步增加。所以，中國亟需一個可靠的股票市場，一方面撬動萬億儲蓄，促進企業融資、技術創新和實體經濟發展；另一方面為居民提供更多資產配置標的，分享經濟發展的成果。

改革增強市場信心

不過，當前中國的股票市場不足以擔負解決企業融資、促進技術創新和支持居民資產配置的大任，呈現出大而不強、量多質少、長熊短牛的特徵。以2022年12月30日收盤價計算，A股總市值達87.75萬億元，成為全球第二大市場，但滬綜指自2015年以來再未突破3800點。總市值的增加更多來自公司上市數量的增加，而大部分上市公司的市值成長性不足。在市值前十的上市公司中，國有企業佔了九席。優質的科技企業不多，騰訊、小米、阿里巴巴等科技企業選擇赴美赴港上市。

中國股票市場的根本問題是市場化程度低、行政干預強、監管不嚴格，而註冊制改革的本質就是市場化改革，把選擇權交給市場，強化市場約束和法治約束。在全球金融市場中，註冊制是一種主流市場廣泛採納的股票制度。過去的核准制本質上是一種行政干預與計劃體制。金融監管部門決定上市、退市的數量和標準，對公司價值進行評判。而實際上，股市作為一個自由市場，股票作為一種金融產品，公司價值應該由無數投資者來判斷，並最終體現在股票價格上。註冊制就是這種「市場決定」的自由制度。

本次全面註冊制改革涉及內容比較多，重點是審核註冊機制。審核註冊機制的基本框架是交易所審核、證監會註冊。這相當於金融監管部門把上市審核的權力下放到交易所，不再對企業的投資價值作出判斷，僅保留了企業公開發行股票必要的資格條件、合規條件；同時，工作重心放在信息披露要求的監管上，促進發行上市全過程更加規範、透明、可預期。

在推行全面註冊制後，各大市場的定位也更加明確。主板主要服務於成熟期大型企業，科創板突出「硬科技」特色，創業板主要服務於成長型創新創業企業。本輪改革直接利好於券商、創投機構和科技企業。在註冊制的環境中，企業上市更自由、成本更低、預期更穩定，以承銷為主業的券商收入將增加，創投市場恢復將加快，科技企業可以獲得更多融資。

改革的本質是權力的讓渡和資源的贖買。改革將權力和資源讓渡給高效的市場、由市場創造更高的收益。監管部門是一個行政機構，交易所是一個市場主體。與壟斷性的行政機構相比，交易所的市場化程度更高。交易所在國內和國際上面臨市場競爭，其行為範式更加市場化。交易所對上市主體的審核與管理最終服務於市場目標，即營收、利潤與信用。

全面註冊制改革真正需要擔心的是交易所行政化。在國有制度和行政干預下，掌握承擔發行審核權力的交易所如何避免淪為多個「小證監會」。在全球金融市場中，股票交易所的市場集中度高，但並未形成真正意義上的「寡頭」。其原因是全球自由化競爭，諸如紐交所、港交所均為追求利潤的私人公司，並在全球範圍內面臨強大的自由競爭。審核註冊制將權力下放給交易所，無疑是市場化改革的進步，但需要進一步改革交易所以防止交易所行政化。畢竟，對於市場來說，資本不會帶來真正的壟斷，權力才會。

今年經濟復甦的重要前提是市場信心恢復，而市場信心恢復光靠政策是不夠的，貨幣和財政刺激的邊際效用明顯下降。實際上，改革才是經濟復甦的根本動力。中國政府實行全面註冊制改革試圖提振金融市場的投資信心，進而釋放改革紅利。

歐債危機增 終結美加息進程

視點超群 李超

浙商證券首席經濟學家

美聯儲公布今年首次議息會議聲明，加息幅度如期放緩至0.25厘，官方表態指向未來可能仍有一次以上的加息機會。筆者認為聯儲局主席鮑威爾態度相對中性，對加息的表述實際並未超出12月點陣圖範疇，同時未完全鎖死年內降息的可能性。雖然聯儲局當前態度中性，但市場應關注歐洲潛在的金融穩定壓力，一旦歐債風險開始發酵可能形成超預期衝擊並影響美國加息節奏，政策存在加速轉向的可能。

利率區間方面，美聯儲加息0.25厘將基準利率區間上調至4.5厘至4.75厘區間，符合市場預期。縮表方面，美聯儲將按每月950億美元的原定計劃繼續執行。美聯儲例行在1月進行了貨幣政策長期目標的審議，繼續以充分就業和物價穩定為目標，以金融系統穩定為基礎，相較此前框架並未出現變化。此外，在會後聲明中，美聯儲在提及未來的政策評估考慮因素時，剔除了「公共衛生」這一選項。保留勞動力市場，通脹和通脹預期及金融發展。鮑威爾在會後聲明中回應了這一調整，認為新冠對經濟的影響作用已不再重要。

對於美聯儲未來的政策路徑，大家需要關注的是：

一是未來的加息節奏，本次議息會議聲明（仍然使用「ongoing increases」的措辭），以及鮑威爾會後聲明中均在強調加息進程尚未結束，並且仍然可能有一次以上的加息。

二是年內是否降息，筆者認為相對彈性的表述並未徹底鎖死年內降息的可能性。鮑威爾指出「如果經濟表現符合預期，則降息是不合適的」，但如果「通脹下行速度快於預期，也會在評估政策時重新考慮」。

三是對於金融環境，10月底以來美股反彈、美債利率回落金融條件有所改善，也一定程度上反映了機構的遠期寬鬆預期，鮑威爾對此並未進行明確「反駁」。

本月議息會議前，市場對本次加息幅度已無分歧，市場核心關切的是聯儲對未來加息節奏的指引，尤其是政策利率觸及終點後的停留時長。本次議息會議前聯邦基金利率期貨和掉期市場對加息概率的定價均為：1月加息0.25厘接近100%，3月再次加息0.25厘接近80%，此後加息結束。

整體來看，筆者認為鮑威爾本月議息會議呈現的態度相對中性。一方面，通脹當前仍然遠高於政策利率，鮑威爾在表觀立場上維持鷹派明確繼續加息無可厚非，且本身一次以上的加息對應終點利率至少達到5厘至5.25厘也並未超出12月點陣圖的範疇。另一方面，基於過去幾個月通脹持續低於預期的表現來看，鮑威爾的表述並未完全鎖死年內降息的可能性，也給予了政策充分的彈性空間。

從市場表現來看，資產價格對本次議息會議給出了鴿派解讀，筆者認為過於樂觀在鮑威爾的中性態度下資產價格可能進行修正。道指和納指在會議期間大幅上行；10年期美債利率回落至3.4厘；美元指數也明顯回落，接近擊穿101；黃金價格大漲，倫敦金觸及1950美元。

雖然本月鮑威爾政策立場中性，但筆者提示未來應關注歐洲潛在的金融穩定壓力，一旦歐債風險開始發酵，可能成為當前聯儲決策框架外的超預期衝擊因素。筆者依然維持前期觀點：金融穩定風險可能是聯儲年內加息的剎車器，二季度就業加速惡化和通脹回落至政策利率以下可能是聯儲的轉向燈。

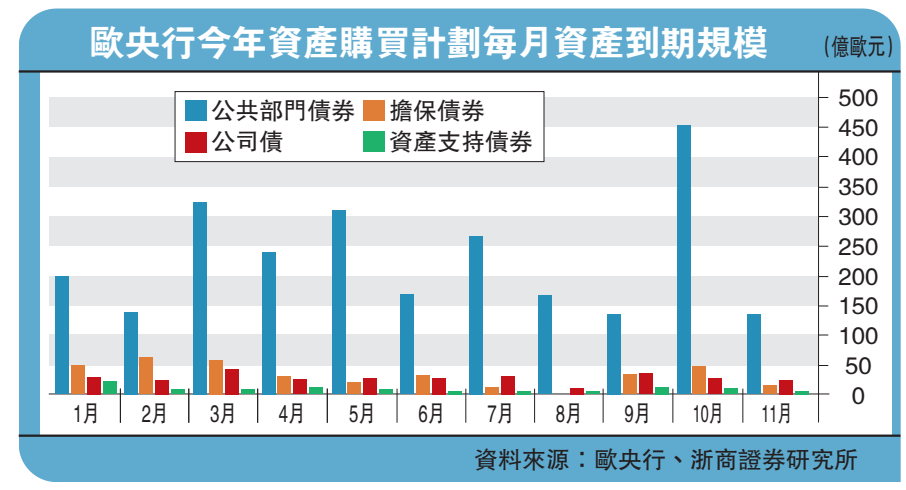
經濟增長方面，雖然美國四季度GDP強於預期，但從結構上看仍面臨衰退風險，消費和固定資產投資均不容樂觀，本季經濟最強的貢獻項庫存投資未來又面臨確定性下行壓力。

就業市場方面，美國就業數據可能從二季度起加速惡化，失業率可能突破4.5%，對貨幣政策的約束可能增強。此外，2月美國勞工統計局（BLS）將進行年度就業數據的基準調整，從費城聯儲公布的季度校準數據來看，屆時美國非農就業人數可能面臨進一步的下修壓力（從最近一期數據看，2022年非農新增就業的下修幅度預計位於3%至4%之間）。

歐央行3月將啟動縮表

金融穩定方面，筆者認為3月歐債風險也將擾動聯儲政策節奏。3月歐央行將啟動縮表，也是全年歐債到期壓力較大的月份，可能導致歐洲債務壓力逐步發酵，而美國機構持有歐債規模較大約8555億美元。此外，歐洲銀行體系自身資產質量的惡化形成的流動性擠兌也可能拖累作為其交易對手的美國金融機構。一旦歐債風險爆發，不排除3月暫停加息的可能。

通脹壓力方面，筆者預計美國CPI將在二季度回落至政策利率以下，通脹壓力的回落也將為聯儲轉向創造空間。



美息將見頂 港樓市待翻身

樓市智庫 陳永傑

中原地產亞太區副主席
兼住宅部總裁

聯儲局加息之路尚未結束，局內成員紛紛對未來加息表態，鷹鴿繼續爭鋒。筆者相信美國加息已是強弩之末，今年加不多，投資者不如多花精神放在投資股市樓市，如何捕捉機會更實際。

紐約聯儲銀行行長威廉斯表示，聯儲局將進一步加息。通脹仍然高企，有跡象供需持續失衡，顯然在貨幣政策方面仍有更多工作要做，將通脹率降至2%目標。威廉斯強調，降低通脹可能需要經濟增長在一段時期內低於趨勢水平，以及勞動力市場偏軟。恢復物價穩定對實現充分就業和物價較長期穩定至關重要，必須堅持到底直到工作完成。他預計美國今年經濟增長1%，失業率升至4.5%。

波士頓聯儲銀行行長科林斯預期，聯儲局將會繼續加息，聯邦基金指標利率或調升至略高於5厘水平，然後維持一段時間，以使通脹回落。聯儲局將在一段時期內維持具限制性的政策，以更加審慎的加息步伐，有助化解競爭性風險。科林斯指出，傾向支持聯儲局加息0.25厘，並仍然樂觀地預計美國經濟可以實現「軟着陸」。

聯儲局副主席布雷納德表示，鑒於近期數據反映美國通脹放緩，支持局方放緩加息步伐。她並稱，當局可能在成功控制物價的同時，不會導致失業率大幅上升。布雷納德表示，通脹仍然很高，聯儲局有必要持續加息，以控制物價。當局應維持高利率在具限制性水平一段時間，以確保通脹回落至2%的聯儲局目標。她指出，近期有跡象反映美國通脹開始回落，就業市道放緩，意味工資增長放緩，不必擔心二次通脹問題，反映經濟有望達至「軟着陸」。

去年聯儲局進取加息，不單止對美國股市及樓市等投資市場造成巨大震盪，更波及到世界各地，引發更顯著的衝擊，令各地投資市場翻天覆地，部分地方情況比美國更糟糕，市況更惡劣。

筆者預計聯儲局今年尚有兩三次加息0.25厘的機會，但加息經已進入尾聲。全球投資市場會有一翻新景象，不會像去年那麼嚴峻。美息會在高位持續橫行一段時間，但息口去向是跌多過升，對投資氣氛有利。