



▲在全面註冊制時代下，未來中國新興行業的市場融資佔比仍有較大的提升空間。

回望中國經濟轉型發展中的過去十年，資本市場各行業呈現怎樣的結構性變化？市場「新陳代謝」機制是否完全建立？境外資金流入渠道及投資風格又發生了哪些變化？本文擬通過對以上問題的總結歸納，為未來中國特色現代資本市場的建設提供一點可供參考的思考。

股市改革須突出中國特色



市場思辨 劉鋒

中國銀河證券
首席經濟學家

自改革開放以來，中國資本市場功能由最初解決國有企業融資問題逐步向支持經濟高質量發展轉型邁進。但在此過程中，由於境內企業發行上市的盈利要求及市場規模原因，大批科創型和成長型的初創企業被迫選擇境外上市，造成中國資本市場並沒有全面反映中國的經濟結構。面對百年未有之大變局，如何使中國資本市場很好滿足各類企業的融資需求應是目前「全面註冊制改革」的應有之意，也是構建中國特色資本市場機制的重要議題。

過去十年市場結構變化

1) 傳統行業佔比降低、「新經濟」領域逐步崛起

A股市場各行業間的顯著變化主要體現在地產、信息技術、金融和能源行業，信息技術和能源行業在市值、營收和利潤佔比方面呈現顯著的「一升一降」，地產和金融行業市值佔比大幅降低，但營收、淨利潤較為穩定，「價值屬性」凸顯。

其中房地產業因為融資限制的影響，近年來市值佔比持續下降，但營業收入和淨利潤佔比卻有所上升；信息技術行業在過去十年的發展中「獨樹一幟」，市值、營收和淨利潤佔比都持續擴張，在「高估值」的預期下逐步體現投資價值；金融業則在「穩健中走向估值的降低」，過去十年間在營收和淨利潤佔比保持基本穩定的前提下，市值佔比卻顯著減低。

2) 行業呈現多元化趨勢、「新經濟」公司嶄露頭角

從頭部公司的「新舊交替」來看，A股市場的冠軍企業由傳統能源、銀行及白酒行業，邁向新能源、高端醫療、信息技術行業多元發展。對比同期的美股市場，其進一步向信息技術、醫療健康和可選消費集中的趨勢明顯。

從A股上市公司中前30大市值的公司分布來看，有15家公司歷經十年仍然在股票市場中維持較大市值，其中主要分布在銀行、能源、白酒行業。能源和金融行業在過去的十年間雖然估值處於較低水平，但其在股票市場中所佔規模仍然維持較高水平。

在新晉前30大市值的上市公司中，我們也同樣看到諸如寧德時代、比亞迪、邁瑞醫療、隆基綠能、海康威視、萬華化學等一眾高端製造、新能源、高端醫療行業公司的湧現，這些公司普遍呈現出高行業壁壘以及高估值的特點。

從近十年來A股前30大市值公司的行業變化來看，A股市場的行業分布更加趨於多元化，2012年前30大公司的行業分布主要集中在金融、日常消費（主要是貴州茅台和五糧液）和

能源公司，其中以國有企業為主。而在當前市值前30大公司中，金融行業的佔比大幅下降，可選消費、電信服務、信息技術、醫療保健此類代表「新經濟」成分的上市公司在資本市場嶄露頭角，獨角獸企業開始顯現。

過去十年市場機制改革

1) 市場容量大幅提升，註冊制紅利逐步釋放

回顧A股市場過去十年的IPO企業數量，自2012年至2022年11月份，累計有2805家公司完成上市融資。在此期間新股發行市場分別經歷了IPO嚴審查及註冊制改革兩個重要階段。

2012年的一系列的上市公司財務問題暴露了當時在IPO審核環節存在的諸多漏洞。為此中國證監會開始了一輪IPO財務審查整治行動，旨在規範市場亂象，肅清財務造假行為。在此期間2013年暫停了大量企業上市進程，2013年僅兩家公司完成IPO。

在此之後，伴隨對企業上市的財務審查和信息披露準則的規範化管理，以及為了進一步健全中國多層次資本市場體系，2015年12月27日，由國務院開始主導實施股票發行註冊制改革。在此後的2017年新股發行數量一度高達438家，隨後伴隨2019年科創板正式開板，科創板上市企業逐漸成為資本市場「新寵」，發行佔比逐步提升。2021年五個板塊共有524家IPO，創歷史新高。

從近十年上市企業的行業佔比來看，近年來工業、信息、材料、可選消費、醫療五大行業逐漸成為資本市場新股發行的「主力軍」，2021年分別佔全年IPO總數的31.30%、19.85%、13.93%、13.55%、11.64%，合計佔比超過90%。能源、房地產行業的發行數量逐年降低，中國資本市場IPO審核的政策導向由過去傳統行業向高端製造及戰略新興行業聚集。

2) 退市公司數量有所提升，但主動退市佔比較低

2012年至2022年十年間，A股市場共計有120家企業退市，其中通過吸收合併、轉板上市和私有化等主動退市比例僅佔20%，80%的公司因不滿足上市條件被動退市（其中主要為退回三板）。

從退市數量的變化趨勢來看，自2016年股票市場註冊制開始實施之後，退市公司數量逐步提升。2017年之前主要退市原因是吸收合併，因觸發強制退市規則而退市的上市公司數量較少。而在2017年之後強制退市公司比例逐漸上升，尤其是在退市新規正式落地之後，2022年退市公司數量達到46家，佔十年間退市公司總數的38.33%。其中強制退市42家，轉板上市3家，吸收合併1家。註冊制改革和退市新規之後本市場強制退市功能顯著提升，但主動退市機制未改善。

3) 監督處罰力度有所加強，交易所監管職能逐步顯現

中國監管部門對於上市公司的監

管處罰力度自2016年之後顯著提升。註冊制改革開始之後，監管處罰次數自2015年142例快速攀升至2021年2442例，但處罰金額並未顯著提升。

從違規處罰的方式來看，當前主要以警示教育為主，即對於上市公司的違規行為主要採取「防微杜漸」的處理方式，因發生實質性違約導致立案調查及公開處罰案例較少。近十年來立案處罰及公開處罰案例合計佔比為6.27%。監管關注、出具警示函、公開批評及譴責案例合計佔比為84.01%。

A股市場在過去十年間市場機制不斷健全，主要體現在「入口」端通過註冊制改革及科創板、北交所的先後推出，市場容量不斷擴大，上市審核機制逐步市場化，支持實體經濟進一步加強；在市場運行的過程中對上市企業的法制化監管不斷提升，通過加強警示類處罰的力度，基本保障了投資者權益及市場的公平競爭秩序；在「出口」端雖然兩年來強制退市比例顯著提升，但整體來看上市公司退市比例仍處於低位，尤其是通過兼併重組和轉板上市方式主動退市的公司數量較少，這也間接反映中國資本市場的資源整合效率有較大提升空間。

大力支持新興行業融資

中國資本市場在過去十年發展間，「新經濟」行業無論行業佔比還是躋身頭部公司的數量均有顯著提升。但與美國資本市場相比，中國當前傳統行業的市場佔比仍然較大，伴隨當前中國經濟向高質量發展轉型，以及高技術領域創新突破的導向，在全面註冊制時代下未來中國新興行業的市場融資佔比應仍有較大的提升空間，使資本市場更好反映經濟轉型的「中國特色」。

從市場機制建設方面來看，近年來雖然中國資本市場容量不斷擴大，但對於部分經營業績較差、公司治理能力較弱的存量上市公司，仍然缺乏行之有效的退市機制，體現在當前退市企業的比例較低和退市方式的單一。對於成熟、高效的資本市場來說，既需要鞏固深化常態化退市機制完成市場出清，同時也要持續優化上市公司破產重整制度，支持通過兼併重組的方式，對存量企業資源進行整合優化。

從外資在國內資本市場的投資來看，當前境外投資者參與境內資本市場的廣度和深度都有顯著提升，但與美國資本市場的境外投資佔比來看，中國仍有較大的增長空間。同時，在外資投資比重不斷提升的同時，境外資本的流動也同時因為國際政經環境的變化加劇了國內股票市場的波動性，A股的估值越來越受到全球流動性的影響。未來如何通過協調資本市場的對外開放與匯率及資本項目的改革，引導更多穩定的中長期境外機構投資者在華投資，應是中國資本市場深化改革的重點問題。

內地信貸料下季重回擴張



天風觀察 宋雪濤

天風證券首席宏觀分析師

在去年同期基数明顯偏低的情况下，內地今年4月新增人民幣貸款同比僅多增734億元（人民幣，下同），其中新增居民貸款同比多減241億元，信貸增速也結束了連續四個月的回升勢頭。種種跡象表明，信用收縮只是開始，二季度可能將經歷一個短暫的信用收縮時期。收縮的原因既有主動，也有被動。

信用主動收縮體現為政策有意控制了信用擴張的節奏。人民銀行《一季度中國貨幣政策執行報告》增加了「總量適度、節奏平穩」的要求，針對信貸投放強調了「引導金融機構把握好信貸投放節奏和力度」，同時刪去了「保持信貸總量有效增長」，體現了主動控制信用擴張的意圖。

反映在結果上，基建融資開始走弱。基建相關的融資出現收縮，最直接的體現是5月城投債淨償還293億元，較去年多減361億元，明顯弱於往年同期，僅僅略高於2018年。4月基建投資出現了明顯下滑，從高頻數據看，螺紋鋼表觀需求量、石油瀝青開工率、水泥熟料開工率僅持平於去年同期，基建下滑的趨勢在5月仍然存在。

主動的信用收縮體現政策的收放，而被動的信用收縮往往與風險相伴。

地產融資還有下滑壓力

二季度信用被動收縮之一，是房地產部門，房地產融資還有繼續下滑的壓力。今年一季度，房地產貸款僅新增6718億元，雖然結束了去年四季度的負增長，但仍然同比下降13.8%，房地產貸款餘額增速持續回落的趨勢並未改變。截至一季度末，房地產貸款佔比人民幣貸款餘額24%，從2019年末峰值接近30%的水平明顯下滑；房地產貸款餘額增速僅有1.3%，環比回落0.6個百分點，已經非常接近於零增長。

除貸款外，房地產的債權和股權融資也沒有起色。去年底，監管部門推出支持房企融資的「第二支箭」和「第三支箭」，通過人行再貸款支持民營房企

發債融資，並且放鬆了涉房企業的股權融資。但是民營房企債券淨融資除了去年12月短暫轉正外，今年以來仍然延續着此前持續負增長的趨勢。今年1月至5月，民營房企發債淨融資為-554億元，不僅沒有改善，收縮幅度甚至較去年同期又擴大了164億元。股權融資同樣不樂觀，根據Wind統計，自從去年11月政策放鬆以來，還沒有民營房企能夠在A股市場實現股權融資。

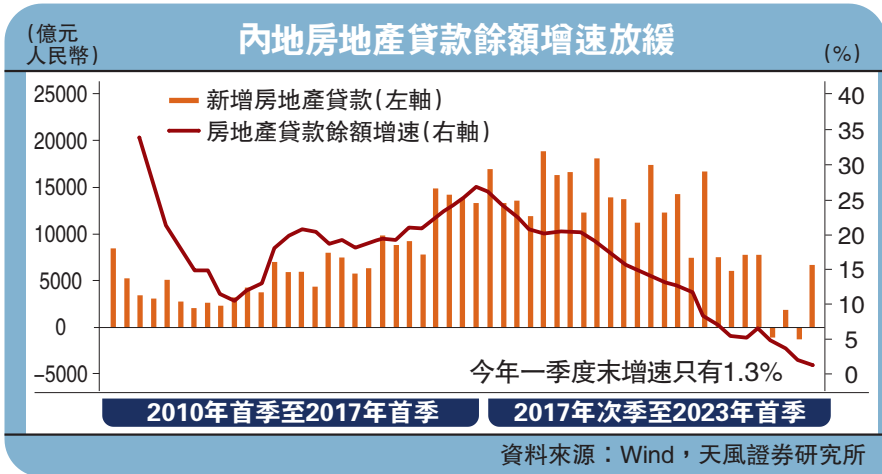
二季度房地產融資繼續收縮的趨勢仍然難以扭轉。從30大中城市新房銷售數據來看，隨着積壓需求在前期的集中釋放，地產銷售的修復斜率預計仍將繼續走弱，進而影響到房企回款的改善和金融機構對房地產融資的風險偏好修復。同時地產銷售和新開工還保持着明顯背離，房企的預期仍然不強，拿地意願偏弱，融資意願短期內也難以出現好轉。

二季度信用被動收縮之二，是地方政府融資平台，隱性債務化解的推進也可能加劇信用的邊際收縮。2023年《政府工作報告》中提出，「防範化解地方政府債務風險，優化債務期限結構，降低利息負擔，遏制增量，化解存量」，指明了今年隱債化解的核心思路。

化解地方政府債務風險的目的是收斂風險，而非引爆風險或者消滅債務。但面對諸多的融資平台和隱性債務，推動大規模展期降息的前提，是對存量債務進行甄別和審計。防範道德風險的過程中，難免會造成個體風險的暴露，從而對信用擴張形成抑制。

綜合考慮，二季度市場可能會面臨短暫的信用收縮，社融增速及信貸增速大概率會持續下滑，其中既有政策有意控制信貸和基建融資節奏的主觀因素，也有地產、化債等帶來的客觀因素。信用要從收縮重新轉向擴張，需要以上部分因素發生反轉，即主觀上政策開始重新引導信用擴張，客觀上地方融資平台的信用收縮基本結束。

主觀上，筆者預計財政貨幣工具重新發力的窗口期在7月下旬。客觀上，存量隱性債務的甄別審計也將伴隨二季度金融改革的推進，進而結束地方融資平台債務的被動收縮狀態。因此，三季度可能是信用結束收縮重回到擴張的開始。



聯儲放鷹 加息預期再升溫



樓市智庫 陳永傑

中原地產亞太區副主席
兼住宅部總裁

近期公布的美國消費市場及製造業經濟數據，普遍比預期為差，但通脹依然頑強，不願回落。多名聯儲局成員紛紛放鷹，表示需要加息遏抑通脹。股權投資者對6月、7月再加息應有心理準備。從利率期貨顯示，6月加息0.25厘的機會，上落非常波動，難以預測。

密歇根大學5月消費者情緒指數初值跌至57.7，低過市場預期，創出六個月以來最低。其中，現況指數初值跌至64.5，預期指數初值跌至53.4，兩者均低過市場預期。美國通脹反覆回落，速度緩慢，相距聯儲局2%目標仍然遙遠。部分支持加息的成員表現得鷹氣十足，堅持未來仍要加息。對於全球股市



▲美國通脹頑強，未來仍可能小幅加息。

及樓市投資者來說，並非好消息。

亞特蘭大聯儲銀行總裁博斯蒂克預料，聯儲局今年不會減息，通脹不像市場人士認為的那樣迅速下降，如果要採取什麼行動的話，可能不得不加息。儘管經已取得了一些進展，但要把通脹率降至聯儲局2%的目標還有很長的路要走。博斯蒂克透露：「如果要採取行動，對我來說，會傾向於進一步小幅加息，而不是減息。」

聯儲局理事鮑曼認為，如價格壓力沒降溫、就業市場亦無放緩跡象，聯儲局可能需要進一步加息，將高利率保持一段時間。

明尼亞波利斯聯儲銀行行長卡什卡利表示，聯儲局經已一段時間持續加息，勞動力市場仍然熾熱，通脹率仍然太高。儘管下降，要達到2%目標，仍有很長路要走，不應被幾個月的良好數據迷惑。

聯儲局主席鮑威爾表示，仍未清楚是否需要進一步加息。將以逐次會議逐次分析方式，作出利率決定。紐約聯儲銀行行長威廉斯表明，不會談論對聯儲局具體貨幣政策及經濟的看法，包括6月應否加息。

聯儲局在今年內仍有兩次加息0.25厘機會，意欲在樓市或股市作投資的全球投資者，不妨做好投資前期準備，隨時行動。因為美國通脹有4.9%，不算低，但經濟卻明顯放緩，距離減息之日應不太遙遠。