

证监会主席易会满：

# 实施注册制必须立足国情市情 从源头上遏制过度发债融资

■本报记者 吴晓璐

“注册制改革是完善要素市场化配置体制机制的重大改革，也是发展直接融资特别是股权融资的关键举措。”10月20日，在2021金融街论坛年会上，证监会主席易会满表示，总的来看，改革达到了预期目标：支持科技创新的示范效应初步显现；制度改革的“试验田”作用得到较好发挥；市场运行总体保持平稳。整个试点工作的方向和步伐是坚定的，小心求证、稳字当头的工作方法也是符合市场实际的；通过试点发现问题并解决问题正是试点的目的，试点中出现的新情况新问题也是正常的，是可控的。

## “四个必须”为全市场 推行注册制积极创造条件

易会满认为，有以下“四个必须”需要深入思考、重点把握，为全市场推行注册制积极创造条件。

一是必须全面坚持尊重注册制基本内涵、借鉴国际最佳实践、体现中国特色和发展阶段特征。

注册制改革的基本逻辑是处理好政府与市场的关系，要始终坚持市场化法治化方向，贯彻以信息披露为核心的理念，促进各方归位尽责、有效制衡。但同时，必须充分考虑我国以中小投资者为主的这个最大实际。因此，证监会始终强调注册制绝不意味着放松审核要求，必须对信息披露的真实准确完整严格把关，从源头上提升上市公司质量；始终强调要督促中介机构提升履职尽责能力；始终强调要统筹一二级市场的适度平衡。对这些问题，市场有些不同的声音，证监会也注意加强与各方的充分沟通，积极引导预期。我国资本市场建立才31年，还处于发展的初级阶段。实施注册制必须立足国情市情，不能简单搞“拿来主义”，这是建设中国特色现代资本市场必须坚持的根本出发点。

二是必须深刻认识资本的“双重性”，严把资本市场“入口关”。

资本是带动各类生产要素集聚协同的重要纽带，一方面，资本的正常有序流动对于科技进步和经济高质量发展具有重要推动作用；另一方面，逐利的本性也容易导致资本陷入无序扩张，甚至形成垄断和“赢家通吃”，最终侵害消费者和中小微企业的利益。资本和资本市场在概念、内涵、性质等方面有着本质区别，相对而言，资本市场比一般的资本活动更加规范透明有序，当然从客观上看，资本市场也可能成为资本扩张的放大器。因此，在注册制改革过程中，必须更加注重对资本的规范引导、趋利避害，加强对特定敏感领域融资并购活动的从严监管，减少风险外溢。同时，也希望相关方面同步建立防止资本无序扩张的责任机制和制度体系，统筹过程与结果，推进行业监管关口前移，实现行业规范和行业发展同步，“有序”发展、管控“无序”，共同促进各类资本规范健康发展。

“需要强调的是，坚守科创板‘硬科技’定位，规范创业板服务成长型创新创业企业定位，防止板块套利，是注册制改革始终要把握好的重点内容。科创板和创业板申报企业已主动撤回245家，不少是因为板块定位问题，这暴露出一些保荐机构在发展观、政策把握和内控上存在差距，片面追求数量和规模，质控跟不上。”易会满表示，希望保荐机构与监管部门、交易所同向发力，持续提高内部治理水平和政策执行效果。

三是必须充分发挥各方合力，创造资本市场良好生态。

全面贯彻“零容忍”方针，坚持依法从严监管，强化对欺诈发行、财务造假等严重违法行为的打击，是维护投资者合法权益、保障注册制改革顺利推进的必然要求。新证券法、刑法修正案(十一)、关于依法打击证券违法活动的意见等相继实施，资本市场法治环境得到根本好转。以注册制改革为龙头，发行、上市、交易、退市、持续监管等基础制度得到体系化改善，行政处罚、民事赔偿、刑事追责相互衔接的高标准立体惩戒已经有了良好开端，首例证券纠纷特别代表人诉讼民事赔偿即将落地，惩恶扬善、扶优限劣的鲜明导向不断强化，市场各方的敬畏之心逐步增强。

四是必须坚持刀刃向内，推动监管系统能力全面提升。

实施注册制后，如何加快发行监管转型、优化交易所职责定位和审核质量控制、完善廉政风险防范机制，是证监会在改革推进中必须直面的重大考验。要始终坚持“建制度、不干预、零容忍”，坚持敬畏市场、敬畏法治、敬畏专业、敬畏风险，发挥合力的监管理念，保持改革定力，强化对注册制相关制度规则的评估优化，增强政策的稳定性、连续性和可预期性；继续大力深化简政放权，按照实质重于形式的原则，抓好政策落地执行，加强舆论宣传引导，倾听市场声音，提升监管透明度；进一步完善全链条的发行监管机制和全流程的监督检查机制，扎实稳妥做好全市场注册制改革的各项准备工作，确保这项重大改革行稳致远。

## 发挥好北交所 “龙头”撬动和“反哺”作用

易会满表示，深化新三板改革，设立北京证券交易所，打造服务创新型中小企业主阵地，是习近平主席对资本市场服务构建新发展格局作出的新的重大战略部署，要深入学习贯彻。要坚持系统观念，扎实细致做好制度、企业 and 市场各项准备，把大事办稳、好事办好。

一是紧紧围绕服务中小企业这个主体。始终坚守服务中小企业的市场定位，进一步突出“更早、更小、更新”，更好体现北京证券交易所的错位发展、特色发展。

二是牢牢把握支持创新发展这个关键。围绕创新型中小企业发展需求，积极构建契合中小企业特点的基础制度体系，同步试点注册制，不断增强制度的包容性、普惠性，促进形成科技、创新和资本的聚集效应。

三是始终聚焦打造“主阵地”这个方向。北京证券交易所是“龙头”，新三板创新层、基础层是基础，要发挥好北京证券交易所的“龙头”撬动和“反哺”作用，不断做活做强创新层和基础层。同时，加强与沪深交易所、区域性股权市场互联互通，加快完善服务中小企业的全链条制度体系，形成层层递进的中小企业成长路径和良好的多层次市场发展生态。

## 从源头上遏制过度发债融资 稳妥处置债市违约风险

债券市场在直接融资中发挥着不可替代的作用。据易会满介绍，近五年，交易所债券市场合计发行约34万亿元，其中非金融公司债券13.3万亿元，占公司债券总量的72%；净融资8.8万亿元，占同期社会融资规模增量的5%。同时，交易所债券市场总体平稳，违约率保持在1%左右的较低水平。

易会满表示，债券市场高质量发展，需要推动形成各方归位尽责、市场约束有效的制度环境和良好生态。

一是要补齐服务短板、进一步突出

创新点。要继续坚持“两个毫不动摇”的方针，推动提升民营企业、中小企业发债融资的可得性和便利性。稳步扩大“双创”债、绿色债等发行规模。加快推进基础设施REITs试点，助力形成存量资产和新增投资的良性循环。

二是要加快完善与债券发行注册制相配套的法治制度环境。积极推动制定公司债券监管条例，健全分类趋同、规则统一的法律制度安排。规范公司信用类债券发行定价机制，提升信息披露监管有效性，深化债券市场基础设施互联互通。

三是要坚决从源头上遏制过度发债融资。一方面，建立完善跨市场信息共享制度，聚焦控制发行人综合负债水平，健全有效的债券融资约束机制，防止“高杠杆”过度融资。另一方面，进一

步压实中介机构责任，完善债券承销、评级等业务执业规范，督促端正发展理念，提升执业质量。

四是要加强债券市场统一执法。证监会将落实“零容忍”要求，不断完善统一执法机制安排，严厉打击欺诈发行、虚假信息披露、“逃废债”等违法违规行为，净化市场生态。

五是要稳妥处置债券市场违约风险。区分增量与存量，区分一般公司债与城投债，区分短期流动性困难与持续经营能力丧失，分类采取措施、精准拆弹，突出重点、抓早抓实，切实维护债券市场平稳运行。同时，通过提升违约债券转让效率，优化上市公司债转股实施渠道、完善债券违约司法救济渠道等方式，进一步健全市场化法治化违约处置机制。

## “四个必须” 为全市场推行注册制积极创造条件

一是必须全面坚持尊重注册制基本内涵、借鉴国际最佳实践、体现中国特色和发展阶段特征

二是必须深刻认识资本的“双重性”，严把资本市场“入口关”

三是必须充分发挥各方合力，创造资本市场良好生态

四是必须坚持刀刃向内，推动监管系统能力全面提升

# 注册制

王琳/制图

## 专家连线

### ●南开大学金融研究院院长田利辉：

易会满主席讲话提出了资本市场发展的初级阶段理论，更加明确了政府和市场的理论内涵，进一步提出了注册制市场化、法治化导向和中小投资者保护并举的中国方向，还明确了“严格信披”“源头提质”“中介履职”等具体举措。

### ●兴证资管首席经济学家王德伦：

注册制改革的步伐更加坚定，改革要点更加明确。易会满主席讲话肯定了科创板、创业板试点注册制取得的重要成果，指出要在立足于中国资本市场的发展阶段，继续落实注册制改革。下一步，注册制改革的要点主要包括严控资本无序扩张、坚守科创板“硬科技”定位、依法维护资本市场良好生态、全面提升监管能力等。易主席的讲话进一步提振了广大投资者和企业对资本市场改革的信心，制度改革将持续向A股释放红利。

积极贡献。但与此同时，市场垄断、无序扩张、野蛮生长的问题日益凸显，部分平台公司和互联网机构利用资本、技术和平台优势，以金融创新为旗号，规避监管，进行无序扩张。

对于这类企业，今后要申请IPO可能将不那么容易了。

今年年初召开的2021年证监会系统工作会议上在部署今年资本市场重点工作任务时就提出，“完善科创属性评价标准，加强对拟上市公司企业信息披露监管，切实加强监管和风险防范，坚决防止资本无序扩张”；8月20日召开的2021年系统年中监管工作会议再次强调，“加强监管协同，严把资本市场入口关，促进各类资本规范健康发展”。

当前，在资本市场全力推进注册制改革的过程中，要有效防止资本无序扩张，关键就是要把好“入口关”，进一步加强股东信息披露监管，通过穿透式核查确保拟上市公司不存在股权代持、违规持股、不当利益输送等情形，从源头上把好拟上市公司质量关，确保选出真公司。同时，对于上市公司再融资和并购重组的公司和项目，也要从审慎审核，防止资本无序扩张行为的发生。

更重要的是，不仅资本市场要把资本无序扩张的行为挡在“入口关”，各相关方面也要尽快建立起防止资本无序扩张的责任机制和制度体系，明确规则，划出底线，坚持监管规范和促进发展两手并重、两手都要硬。

## 央行行长易纲： 充分发挥金融功能 提升经济发展效率和韧性

■本报记者 刘琪

10月20日，中国人民银行行长易纲在2021年金融街论坛年会上发表了题为“充分发挥金融功能 提升经济发展效率和韧性”的讲话。易纲谈了两点体会，第一，社会主义市场经济体制机制是我国经济韧性的源泉和根本保障；第二，在社会主义市场经济体制下，金融的作为和功绩主要是更好配置金融资源，同时不断为市场主体提供管理风险等金融服务。

易纲表示，在社会主义市场经济中，我国有亿万产权清晰的市场主体，正是这些市场主体为我国经济不断发展提供了不竭的动力。

“在经济受到外部冲击时，这些市场主体也表现出很强韧性。他们根据价格、订单、用工、原材料等变化，灵活调整生产经营安排，很多时候要面对更严峻的市场竞争和生死存亡考验。我们坚持党的基本路线，坚持以经济建设为中心，坚持四项基本原则，坚持改革开放，不断完善社会主义市场经济体制，这就为持续增强市场主体活力和经济韧性提供了根本保障。”易纲说。

易纲表示，我国成功应对去年年初暴发并持续到现在的新冠肺炎疫情冲击，能够充分表明中国社会主义市场经济体制是全世界最有韧性的体制。从金融政策来说，去年人民银行先后推出了3000亿元、5000亿元、10000亿元支持市场主体的货币信贷政策，今年9月份又增加了3000亿元的再贷款资金，这些政策主要都是支持中小微企业发展的。这些货币信贷政策，也包括财政政策，在社会主义市场经济体制下，能够有效地直达亿万市场主体，激发他们的活力和韧性，在照顾好市场主体自身和企业员工的同时，努力为社会创造财富。

易纲指出，今年以来，我国经济稳定发展，前三季度GDP同比增长9.8%，CPI温和上涨，政府工作报告中提出的目标是可以实现的。我国拥有经济规模大、经济结构完整、技术

## 央行副行长、国家外汇管理局局长潘功胜： 预计我国外汇市场 受本轮美联储政策转向的影响可控

■本报记者 刘琪

10月20日，国家外汇管理局发布中国人民银行副行长、国家外汇管理局局长潘功胜在2021金融街论坛年会上发表了题为《量宽宽松政策：退出和外溢》的讲话。

潘功胜表示，新冠肺炎疫情导致全球经济“骤停”和流动性危机，主要发达经济体央行实施了超宽松货币政策。发达经济体本外币政策量宽宽松呈现响应更快、规模更大、直达实体、财政协同四个特征，反应速度和力度远超2008年国际金融危机期间。

潘功胜指出，在政策刺激和疫苗接种的推动下，全球经济实现了快速复苏。全球经济快速复苏的另一面，是发达经济体强劲的需求回暖持续快于供给恢复，推动其通胀压力走高。

“经济快速恢复、通胀持续高位徘徊促使发达经济体央行开始释放货币政策转向信号。”潘功胜指出，美联储缩减购债的行动可能很快就会开始，金融市场已经有了较为充分的预期，首次加息时点预期也已提前至2022年下半年。欧央行、英国央行等其他央行也普遍强化了紧缩立场。

上一轮美联储货币政策紧缩周期中美元显著升值，对新兴市场经济体形成较大冲击。“本轮美联储货币政策紧缩周期中，美国与非美经济体的经济成长差和货币政策差均小于上轮紧缩周期，预计将限制美元升值空间。”潘功胜表示，经济增长差方面，上一轮量化宽松政策退出期间，美国经济增长显著好于欧洲，而当前美欧增长更加同步。货币政策差方面，上一轮美联储购债恰逢欧央行开启宽松、但本轮美、欧央行货币政策总体同向。

潘功胜指出，当前新兴市场面临的资本外流风险也弱于上一轮美联储货币政策紧缩时期。当前新兴市场对外账户脆弱性下降，经常账户普遍较2013年至2015年期间显著改善，近几年流入资金量也较为有限。

潘功胜表示，预计我国外汇市场受本轮美联储政策转向的影响可控，

创新不断加快、改革红利不断释放等有利条件，特别是拥有社会主义市场经济体制机制的优势，经济韧性一定会不断加强。

易纲同时表示，金融配置资源主要是通过定价，让贷款、债券、股票发行、保险等金融资源，不断地流向有竞争力的企业，使得包括小微企业在内的各类市场主体能够得到融资，实现健康发展。在这个过程中，金融市场将进一步发现价格、调整价格。近年来，通过价格的不断调整，市场主体的融资成本有所降低，有利于持续解决融资难、融资贵这个永恒的难题，金融普惠性也得到提升。

“发现价格的过程中，经济也是非常具有弹性和韧性的，具有内在自我调节机制。”易纲举例说，比如，前不久发生了电力短缺，这个机制马上就作出反应，煤和电的价格不断地理顺。国家发改委加快推进电价市场化改革，通过价格来引导资源配置，使供求不断实现平衡。

同时，各种金融产品配置资源、发现价格的时候，也在不断地分散和管理风险。通过提供管理风险的金融产品，金融就能够更好地服务实体经济，这也是金融的重要功能。

易纲表示，金融的功能和市场机制结合在一起，能不断增强市场的韧性，同时提高市场配置资源的效率，使资源流向各个领域最有竞争力的企业。一旦发现有价格不匹配，就迅速调整价格，并分散风险，使得整个机体是动态的、有弹性的，并且能够自我调整、自我稳定。

“在总量上，我们因势利导，货币供应量和社会融资规模增速与名义GDP增长率是基本上匹配的，总量政策是合理的，流动性是充足的。在结构上，我们遵循市场规律，发挥货币和信贷政策工具的引导作用，坚持公平竞争、一视同仁，支持好中小微企业和绿色低碳发展。”易纲表示，目前，普惠小微贷款支持的市场主体已经超过4000万户。这么多的市场主体可以得到融资，是中国经济具有韧性和金融积极作为一个突出亮点。

跨境资本有望继续双向流动，人民币汇率将在合理均衡水平上保持基本稳定。

一是，当前中国经济处于更好的周期位置。上一轮紧缩时期，我国经济正处于增速换挡、结构调整和前期政策消化三期叠加的阶段，面临较大下行压力，工业生产者出厂价格指数(PPI)持续五十多个月为负。而当前国民经济保持恢复态势，主要宏观指标处于合理区间，就业基本稳定，国内稳固的经济基本面将是我国外汇市场应对外部冲击的基础保障。

“近期我国的房地产市场及相关的金融市场出现一点波动，这是市场主体在个别企业违约事件出现之后的应激反应。在金融管理部门的预期引导下，金融机构和金融市场风险偏好过度收缩的行为逐步得以矫正，融资行为和金融市场价格正逐步恢复正常。”潘功胜表示，下一步，金融部门将积极配合住房城乡建设部和地方政府坚定的维护房地产市场健康发展，维护住房消费者的合法权益。

二是，人民币汇率弹性也有所增强，可以更好地发挥自主调节作用。上一轮紧缩时期，人民币汇率前期单边升值，外汇市场累积了一定贬值压力。近年来，人民币汇率形成机制不断完善，汇率双向浮动弹性增强。同时，人民银行、外汇局不断完善逆周期宏观审慎管理工具，在风险应对外面积累了更多经验。

三是，我国资本流入结构优化，对外投资稳定性增强。上一轮紧缩时期之前，我国对外投资主要是传统融资性外债，对汇率变化较为敏感，2015年至2016年间经历了外债集中去杠杆。近年来，我国外债流入以境外长期投资者投资人民币债券为主，稳定性较高。此外，当前我国企业“走出去”更加理性，未来对外直接投资预计将比较稳定。

潘功胜强调，“未来，我们将坚持底线思维，密切关注国际市场动态变化，持续加强外汇市场监测预警，积极防范跨境资金流动风险。当前，我们更加有基础、有条件、有能力、有信心维护我国外汇市场平稳运行”。

## 马上就评

# 严防股市成为资本无序扩张“放大器”

■安宇

“必须深刻认识资本的‘双重性’，严把资本市场‘入口关’”。

10月20日，中国证监会主席易会满在2021金融街论坛年会上做主题演讲时表示，在注册制改革过程中，必须更加注重对资本的规范引导、趋利避害，加强对特定敏感领域融资并购活动的从严监管，减少风险外溢。同时，也希望相关方面同步建立防止资本无序扩张的责任机制和制度体系，统筹过程与结果，推进行业监管关口前移，实现行业规范和行业发展同步，“有序”发展、管控“无序”，共同促进各类资本规范健康发展。

上述表态也是易会满今年以来在

公开场合第三次提及防止资本无序扩张问题。笔者认为，“严把资本市场‘入口关’”“加强对特定敏感领域融资并购活动的从严监管”的表述透露出了一个重要的信号，通过监管关口的前置进一步防范风险，这也是监管向资本无序扩张挥出的一记重拳。

众所周知，资本具有两面性，一方面，正常有序的资本扩张对科技创新活动和经济高质量发展具有重要推动作用，有利于优化市场资源配置，提高经济效率；另一方面，资本逐利的本性也容易导致资本陷入无序扩张，资本市场也可能成为资本扩张的放大器。

近年来，随着金融科技快速发展，平台经济迅速发展，互联网平台企业快速壮大，在满足消费者需求等方面作出