

业界专家十人谈——

全面注册制时代 资本市场如何守正创新？

编者按：4月22日，全面注册制下资本市场建设研讨会在证券日报社召开，来自金融机构、科研院所、律师事务所等方面的专家学者对资本市场优化生态、完善监管、提升效率，进一步增加制度供给等畅所欲言，积极建言献策。现择要刊发，以飨读者。

英大证券首席经济学家李大霄：中国证监会主席易会满提出探索建立具有中国特色的估值体系，这对加强资本市场机制建设和构建投资者友好生态十分重要。

从国际市场环境来看，美国通胀水平在回落，美联储本轮加息有望结束。而美元指数趋弱，使得中国等新兴经济体的资金供给相对稳定。中国经济对全球经济增长的贡献率将超过三分之一，人民币汇率总体走强，这决定了外资流入中国成为趋势。总体看，实体经济融资成本处于历史较低水平。以上证50指数样本股为代表的、以央企国企为代表的蓝筹股隐含收益率接近历史新高，股息率与国债收益率的差值也创出历史新高。

经过三年改革行动，国企资产质量得到提高，今年相关部门又提出央企向全球一流企业对标，国企将进一步增强竞争力。

中国人民大学重阳金融研究院执行院长王文：从全球竞争角度看，我国资本市场与国外发达市场还有较大差距，市场规模和国际融资能力都需要提高。

我国资本市场需要广泛挖掘发展中国家的市场潜力，通过资本项目开放，吸引更多发展中国家的资金和企业前来参与。要通过增加制度供给，畅通资本市场循环，实现内外资源共同发展。要让国际资本在助力中国产业发展的同时，分享中国资本市场发展的红利。同时，中国投资者在国际市场配置资产时，应警惕和防范境外法律风险，须知“致富无国界，财富有祖国”。既要重视国际市场机会，也要防范相关风险。

华夏新供给经济学研究院首席经济学家黄剑辉：近年来，我国资本市场深化体制改革，特别是推进股票发行注册制改革、推进制度型开放、完善法治和监管，市场生态实现优化。以全面注册制为牵引的系统化市场改革还在持续推进中，红利会逐步涌现。

从供给端来看，注册制下的资本市场更有利于实体企业高质量发展。一方面，促进所有上市公司提高治理和经营水平，提升公司在价值、优胜劣汰；另一方面，鼓励更多优质民企上市，利用好股权融资、并购等工具实现脱胎换骨的发展。

从需求端来看，要回归投资的本质，提高居民投资活动的可预期性，即通过投资活动切实分享到经济高质量发展的成果。

建议以科技创新和平台战略为引领，用好区块链等数字技术，打造市场新形态，让更多优质企业

更加便利地上市融资，让更多投资者安全地分享经济发展成果。

巨丰投资首席投资顾问张翠霞：当今，股市的价值中枢、运行秩序是否稳定，股市是否具有吸引力，已不单单是一个市场问题，而是一国经济社会长期稳定发展的重要支撑点。

综合多种因素看，今年A股会有非常好的表现。各指数的同频共振是形成牛市的先决条件，尤其要发挥好权重股的作用，使其在稳定指数上发挥“压舱石”作用。须防止对权重股的炒作，防止指数波动过大，扰乱正常的市场秩序。

科技创新成长赛道将成为领涨板块，有望成为10倍牛股的摇篮。今年以来，从中央到地方都把科技创新放在优先发展的战略地位，加大对科技创新的支持力度，这对资本市场估值形成有效支撑。

破解我国科技创新面临的“卡脖子”难题，尤其需要发挥资本市场的枢纽作用。单靠一家科技创新企业的自有资金难以完成研发投入、技术革新、项目落地等全过程，因此必须发挥好资本市场的资本聚集功能。资本市场具有风险分担、利益共享的独特机制，更加适应科技创新企业的特性和内在需要，特别是满足企业差异化的融资需求。所以要完善市场化机制，丰富工具箱，创新方式方法，加快科技和资本融合。

大和证券(中国)有限责任公司总经理耿欣：一方面，中国资本市场是全球金融市场的重要组成部分。中国股市的产生和发展，充分吸收借鉴了全球资本市场的诸多先进经验，已经发展成全球第二大资本市场。另一方面，中国资本市场是中国特色现代化建设的重要组成部分，因为中国资本市场的发展进程，是与改革开放的进程相呼应的，是与国家战略以及不同时期的发展目标紧密结合的。未来，中国资本市场在中国特色现代化建设中还会发挥更大的作用。

我们对中国资本市场的未来充满信心。面对风险挑战，要把握好三个方面的平衡：一是激发市场活力和加强有效监管的平衡；二是积极开展国际合作与中国国情相结合的平衡；三是发展和安全的平衡。

国家能源集团新能源公司副总经理孙柳萌：当前，我国央企纷纷抢滩布局光伏、风电、储能等新能源领域，助力新能源产业高质量发展，为建设能源强国、实现“双碳”目标发挥引领作用。中央各部委和地方政府不断出台产业支持



4月22日，全面注册制下资本市场建设研讨会在证券日报社召开

郑凯鹏/摄

政策、金融政策，资本市场也加大了对绿色低碳领域的倾斜力度。推动新能源产业做强做优做大，是这两年产业升级的一个重大课题。

面对复杂多变的国内外形势，越来越多的央企交出了令人满意的答卷，成为股市盈利增长的“稳定器”“主心骨”。央企优异的经营绩效率先传递了经济复苏的信号，增强了国际社会对我国经济发展的信心。这些转暖效应还将在产业链上传导下去，大家要有一点耐心。我相信，民营经济发展也会更加充满活力。

中国股市具有自身结构性特点，迫切需要推动“中字头”板块找到合理的估值，所以，探索建立具有中国特色的估值体系很迫切。从底层逻辑而言，中国股市也需要构建自己的理论和学术体系，增强学术自信和底气，更好促进市场长期稳健发展。

海南银行首席经济学家吴庆：当前金融市场流动性比较充裕，但这些流动性对经济增长的支撑作用还不够显著，成为一个较为突出的问题。目前，商业银行靠规模扩张实现利润增长的模式还没有改变。因为银行的资产构成较为单一，即一边吸收存款，一边发放贷款，利润增长主要依赖于贷款规模扩张。所以，银行为了扩张规模，就要不断地补充资本金，这也是监管部门对银行的一个“硬约束”。

由于严格的资本充足率约束，银行就需要不断进行融资。银

行在融资方面的困难已反映在股市上市。若银行资本金扩张受到约束，则会制约银行通过贷款渠道支持经济增长的能力。建议加强资本市场机制创新，为商业银行快速补充资本金提供更好的方式和途径，从而促进银行更好地为实体经济服务。

中航基金副总经理兼首席投资官邓海清：建设好资本市场，要把更多注意力放在未来。未来理想的资本市场具有两大特点，一是“科技进”；二是“投资者进，投机者退”。

中国资本市场是推动科技创新和民营经济高质量发展的重要力量，唯有资本市场兴，民营经济才能好；唯有资本市场兴，科技创新才能强。要创新融资模式和信用扩张模式，促进民营经济高质量发展。

中国资本市场是一个大系统，除了广受关注的股市之外，还有一个很重要的、新兴的、巨大的投资板块，即公募REITs市场。公募REITs市场作为重要的权益市场，拓展了资本市场服务实体经济的途径，也丰富了居民投资渠道。未来公募REITs在中国式现代化建设中担当的使命，以及在中国资本市场中扮演的角色，都非常重要。

北京威诺律师事务所主任杨兆全：新证券法颁布以来，中小投资者维权呈现三大鲜明特点：第一，随着代表人诉讼机制落地，参与索赔的人数和索赔金额越来越大。第二，投资者维权领域从股市

扩展至债券等领域。同时，海外上市公司也被纳入投资者维权范围。第三，全面注册制下中介机构责任进一步压实，投资者维权案件的被告拓展至中介机构。

但还有一些侵权领域存在治理短板。非法证券咨询对中小投资者存在较大伤害，甚至一些有资质的咨询机构也存在欺骗行为。例如，有人通过社交短视频卖证券投资课程，制造噱头，误导中小投资者，一旦产生损失，维权较为困难。希望能够针对上述领域，探索建立有效的保护中小投资者的办法。

国泰君安资管多资产策略投资部副总经理胡宇辰：从一线投资交易的角度来看，未来资本市场两个地方可能仍有需求缺口：一是国内股市的场外衍生品市场和场内衍生品市场存在不足。很大一部分原因是境内市场的股票没有成熟的远期定价系统。二是夹层融资市场还比较落后。银行作为金融信用的主体，因为有复杂的资本结构，有很多的“缓冲垫”。而非金融企业的资本结构较为单一，仅是股和债。这种单一的资本结构导致企业一旦出现信用风险，市场出清会较为剧烈。

如果国内非金融企业的资本结构也能像成熟市场一样更丰富一些，如使用夹层资本工具、混合资本工具等，无论对投资者还是上市公司来说，都是有利的。

(本报记者 邢萌 杨洁 见习记者 方凌晨 毛艺融整理)

招商基金研究部首席经济学家李湛：
推进国企改革
将促进在港上市国企估值重构

随着人民币国际化不断深入，国企持续优化ESG体系建设、保持业绩稳定性和分红持续性，外资对优质国企的认可度也会不断提升，从而提高国企在港股市场的估值

本报记者 谢若琳
见习记者 毛艺融

自中国证监会主席易会满首次提出“探索建立具有中国特色的估值体系”后，市场各方积极参与讨论。今年以来，随着建立中国特色估值体系热度持续上升，A股“中字头”相关股票持续活跃，在此背景下，在港上市国企的估值重构亦备受关注。

那么，在港上市国企估值重构的趋势如何？主要受到哪些因素影响？为此，4月24日，《证券日报》记者采访了招商基金研究部首席经济学家李湛。

他表示，当前在港上市国企估值仍处于历史低位，且远低于市场均值，具体行业间的差异比较大，银行业PE、PB和PS估值均处于市场低位，电信服务业在三大运营商等大型国企的带动下整体估值有明显提升。

从基本面看，李湛认为，在港上市的国企主要营业收入来自内地，加上在港上市国企的外资持股比例持续下降，南下资金持股比例稳步上升，且在港上市国企多为能源、石化、建筑等板块的龙头企业，因此在中国经济周期性回升的过程中，其估值随之抬升的概率较大。

从市场数据看，“近年来在香港上市的超半数国企一直在加大分红比率，截至2023年2月份，在港上市国企的股息率(近12个月)为7.7%，高于港股整体的4.2%，这同样也说明国企存在估值上升的空间。”李湛表示。

在李湛看来，政策、市场等因素可能会推动国企估值的修复。政策因素方面，李湛认为，“中国特色估值体系”要求上市公司尤其是国有上市公司要提升核心竞争力，加强投资者关系管理。国企改革目前已取得突破性进展，央企的考核体系正向“一利五率”转变，这将进一步提高国企的创收能力和质量。

市场因素方面，“当前港股具有较强的相对估值优势，南向资金对港股的追捧仍在持续，今年港股市场会有不错的表现。国内基本面复苏预期较为强劲，且结构性政策有望持续加码，另外美联储货币政策转向时间有望提前，国内外多重利好因素的叠加有利于港股市场情绪的持续回暖。”李湛表示。

从制约因素来看，李湛认为，在港上市国企估值可能受到以下因素的制约。一方面，国企ROE的长期下行导致低估值。以在港上市央企集中板块(能源、石化、建筑、公用事业、交运、钢铁、银行)龙头企业来看，多数阶段AH溢价与ROE呈现负相关。

另一方面，市场更偏好投资高成长性的公司。国企作为传统产业中的龙头企业，成长性相对较弱，其估值容易被低估。

“短期来看，在港上市国企表现会相对沉稳。第一，港股市场在内地经济持续复苏的节奏下，反弹势头仍在。例如3月份PMI持续位于扩张区间，经济发展企稳回升。第二，南向资金3月份整体流入势头持续强劲。”李湛表示。

长期来看，推进国企改革将促进在港上市国企估值重构。李湛补充道，港股市场参与者多为外资。随着人民币国际化不断深入，国企持续优化ESG体系建设、保持业绩稳定性和分红持续性，外资对优质国企的认可度也会不断提升，从而提高国企在港股市场的估值。

本版主编陈伟 责编张博 制作董春云
E-mail: zmxz@zqrb.net 电话 010-83251785

证券日报
SECURITIES DAILY

经济日报社主管主办
证券市场信息披露媒体

中国价值新坐标

THE VALUE OF THE NEW COORDINATE OF CHINA