

# 注册制实施的宏观战略背景分析、近期监管文件回顾及资本市场政策展望

## 主要观点：

资本市场是为经济发展服务的，资本市场各项制度规则的制定与调整也是整体宏观战略的要求。对于国家宏观战略背景的了解将有助于我们更好地理解当下各项制度的制定及调整，把握未来各项政策的调整方向。本文对资本市场发行制度注册制改革的国家宏观战略背景进行分析，认为现阶段我国经济发展向创新驱动转变，而以银行信贷主导的间接融资方式无法满足新经济产业融资需求是资本市场各项改革的根本动因，未来资本市场各项改革将继续围绕如何更好地服务实体经济、实现高质量发展服务展开。

## ► 我国经济发展动力“从要素驱动、投资驱动转向创新驱动”

迈克尔波特在《国家竞争战略》一书中提出，国家经济发展可分为四个阶段，即生产要素导向阶段、投资导向阶段、创新导向阶段和富裕导向阶段。2014年11月9日，习近平总书记系统地阐述了中国经济的“新常态”，并概括指出中长期内我国经济的运行趋势。在速度上，“从高速增长转为中高速增长”；在结构上，“经济结构不断优化升级”；在动力上，“从要素驱动、投资驱动转向创新驱动”。

## ► “新经济”呼唤“新金融”

传统的工业企业拥有大量的固定资产，扩大生产规模所需资金可以通过向银行抵押资产获得。而新经济的核心资产是知识产权和人力资本，银行贷款所要求的抵押或担保是此类新经济企业所不具备的。因此，以银行信贷为主导的间接融资体系无法达到“创新驱动”经济发展的目的，而与新经济产业相匹配的融资方式是资本市场直接融资。政策层充分意识到资本市场与直接融资在促进“创新驱动”中的巨大意义，持续推动“多层次资本市场建设”和“提高直接融资比例”。

## 评级及分析师信息

行业评级：推荐

## 行业走势图



分析师：魏涛

邮箱：weitao@hx168.com.cn

SACNO：S1120519070003

分析师：吕秀华

邮箱：lvxh@hx168.com.cn

SACNO：S1120520040001

联系电话：18911534428

### ► 核准制下发行条件对于新经济的包容性不足

核准制下监管部门扮演着市场准入端上市公司“质检员”的角色。监管部门精力有限，难以做到全面考察企业本身的商业模式、发展潜力等难以把控的因素，而是主要关注企业在过去几年的财务状况与盈利能力。然而，新经济企业特别是一些高新技术企业，虽然成长前景良好，但是其商业模式决定在初始的相当长一段时间内难以盈利，从而难以达到 A 股 IPO 的要求。正是由于核准制下的上市制度和审核理念对于新经济企业的包容性不足，客观上阻碍了一大批优质的新经济企业在境内市场上市，导致国内资本市场上市企业行业结构落后、“新经济”标杆企业少的问题。

### ► 外围市场也在修改上市条件以更好地吸纳新经济

香港交易所于 2017 年 12 月 15 日宣布，在《主板规则》中新增两个章节，允许尚未盈利、无收入的生物科技发行人以及不同投票权架构的新兴及创新产业发行人，在作出额外披露及制定保障措施后在主板上市。从 2018 年上半年开始，内地企业去香港市场上市的节奏加快，其中，新经济公司占据很大比例。港股市场对于一些难以登陆 A 股市场的互联网企业、教育企业以及生物科技企业，都具有较为宽容的态度。

### ► 多层次资本市场改革将继续推进

资本市场改革“牵一发而动全身”，A 股市场的注册制改革经历了一个漫长、曲折的过程。目前注册已经在科创板推行，创业板改革并试点注册制顺利启动，未来有望在总结经验基础上在其他存量板块稳步推进；退市安排、加强信息披露与投资者保护，以及加大违法成本预计将配套跟进；新三板改革启动公开发行并挂牌精选层受理审核，再融资政策调整、基础设施领域公募 REITs 试点、红筹企业境内上市安排优化等一系列改革创新举措陆续出台。5 月 27 日金融委发布“金改 11 条”，其中创业板注册制、新三板专板在列，预计将加快落地。

在融资端市场改革已经获得超速推进的情况下，下一步投资端改革也有望获得突破，其中完善中长期资金入市方面的个人养老金投资公募基金政策，以及加大期货期权等产品供给方面的政策可以期待；

支持优质券商提质创新方面，近年来部分头部券商已经获得证监会及其下属机构批准的并表监管试点、基金投资顾问业务试点、外汇业务等试点，部分券商获得央行及银行间市场交易商协会批准业务资格。515 投资者保护日讲话中易主席明确未来将进一步完善中介机构分类管理，奖优惩劣，可以预期优质券商提质创

新方面会有更多举措落地。

### 投资建议与标的：

资本市场系列改革将利好券商与创投行业。注册制下对于中介责任更加压实，专业能力、风险管控能力强的券商更加受益。维持华泰证券、海通证券、国泰君安、国金证券增持评级。

### 风险提示：

资本市场改革不及预期，外围市场大幅波动，海外分部经营风险，北上资金大幅净流出，权益市场大幅下跌，券商股票质押业务风险，衍生品风控不足，创投子公司参与项目的连带责任，交易量大幅萎缩。

## 正文目录

引言 .....	5
1. 我国经济发展动力“从要素驱动、投资驱动转向创新驱动” .....	5
2. “新经济”呼唤“新金融” .....	6
3. 核准制下发行条件对于新经济的包容性不足 .....	7
4. 外围市场在修改上市条件以更好地吸纳新经济 .....	9
5. 新版《证券法》为新一轮资本市场改革提供法律保障 .....	10
6. 深改 12 条推动资本市场改革进入新周期 .....	17
总结 .....	22
投资建议与标的: .....	23
风险提示: .....	23

## 图表目录

图 1 2012 年以来我国经济增长由高速增长向中高速增长转换 .....	5
图 2 迈克尔波特提出的国家经济发展四个阶段 .....	6
图 3 直接融资适应多层次风险偏好更好地服务新经济 .....	7
图 4 19 年 A 股上市企业利润总额占比（不含科创板） .....	8
图 5 19 年 A 股上市企业利润总额占比（含科创板） .....	8
表 1 部分海外上市的优质“新经济”企业 .....	8
表 2 《证券法》修订前（2014 年修正版）与修订后（2019 年新修订版）重大变化 .....	10
表 3 深改 12 条要点梳理及相关进展 .....	17
表 4 深改 12 条以来各级监管文件、讲话涉资本市场的相关要点 .....	20
表 5 近年来头部券商创新业务资格获批情况 .....	22

## 引言

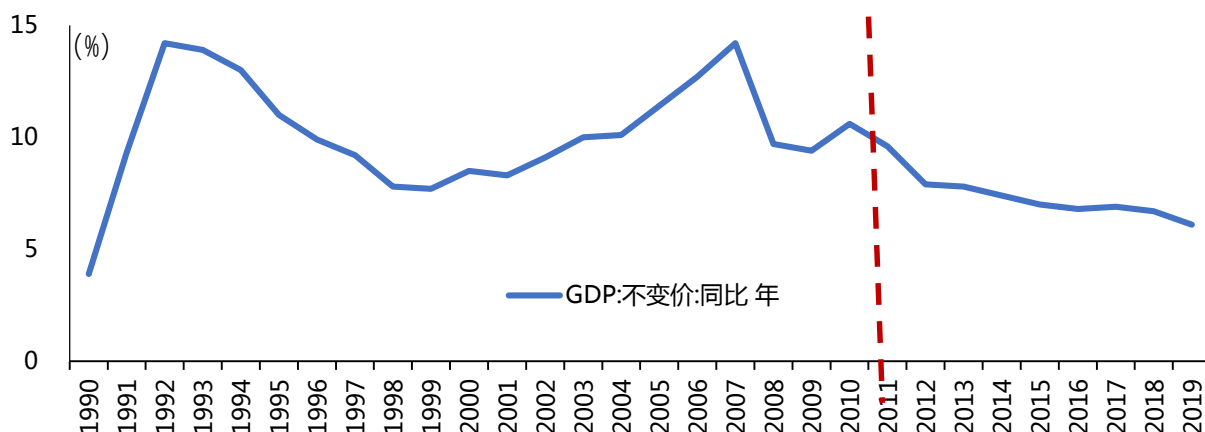
资本市场是为经济发展服务的，资本市场各项制度规则的制定与调整也是整体宏观战略的要求。对于国家宏观战略背景的了解将有助于我们更好地理解当下各项制度的制定及调整，把握未来各项政策的调整方向。

本文首先对于资本市场发行制度注册制改革的国家宏观战略背景进行分析，认为当下我国经济发展动力向创新驱动转变，而以银行信贷主导的间接融资方式无法满足新经济产业融资需求是资本市场各项改革的根本动因。证券发行的注册制改革是完善资本市场建设一系列改革组合拳的关键一环，将有利于增强对新经济产业的包容性，更好地推动创新驱动的经济发展。未来存量板块的注册制改革、退市制度的完善以及各层次资本市场建设将稳步推进，加强信息披露、投资者保护以及加大违法成本预计将配套跟进，下一步投资端、中介机构端改革也有望获得突破，包括推动完善中长期资金入市的安排，加大期货期权等产品供给，支持优质券商提质创新。资本市场有望伴随新经济板块的崛起而发展壮大。

## 1. 我国经济发展动力“从要素驱动、投资驱动转向创新驱动”

改革开放以来，经过三十多年的高速发展，中国经济步入新的运行轨道、进入新常态。从 1978 年到 2011 年，中国经济在三十多年的时间里保持了年均 9.8%、接近两位数的高速增长。而 2012 年以来，经济增速换挡，国内生产总值同比增速下降至 6%-8%。可以看出，经济由高速增长向中高速增长转换的新常态是一个客观事实。

图 1 2012 年以来我国经济增长由高速增长向中高速增长转换



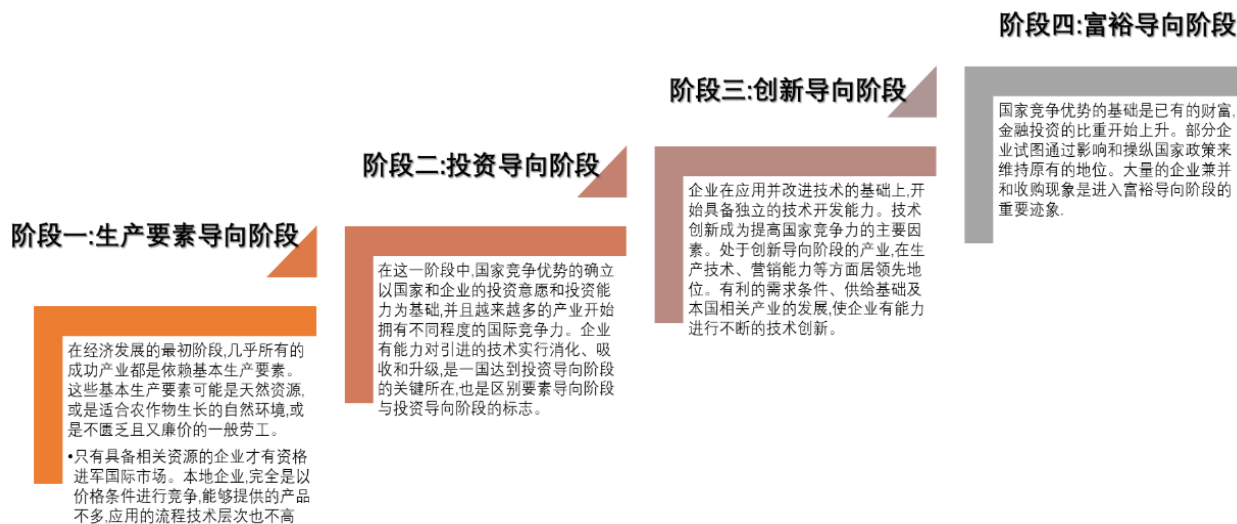
资料来源：Wind，华西证券研究所

迈克尔波特在《国家竞争战略》一书中提出，国家经济发展可分为四个阶段，即生产要素导向阶段、投资导向阶段、创新导向阶段和富裕导向



阶段。2014 年 11 月 9 日，在亚太经合组织（APEC）工商领导人峰会上，习近平总书记系统地阐述了中国经济的“新常态”，并概括指出中长期内我国经济的运行趋势。在速度上，“从高速增长转为中高速增长”；在结构上，“经济结构不断优化升级”；在动力上，“从要素驱动、投资驱动转向创新驱动”。

图 2 迈克尔波特提出的国家经济发展四个阶段



资料来源：《国家竞争战略》，华西证券研究所

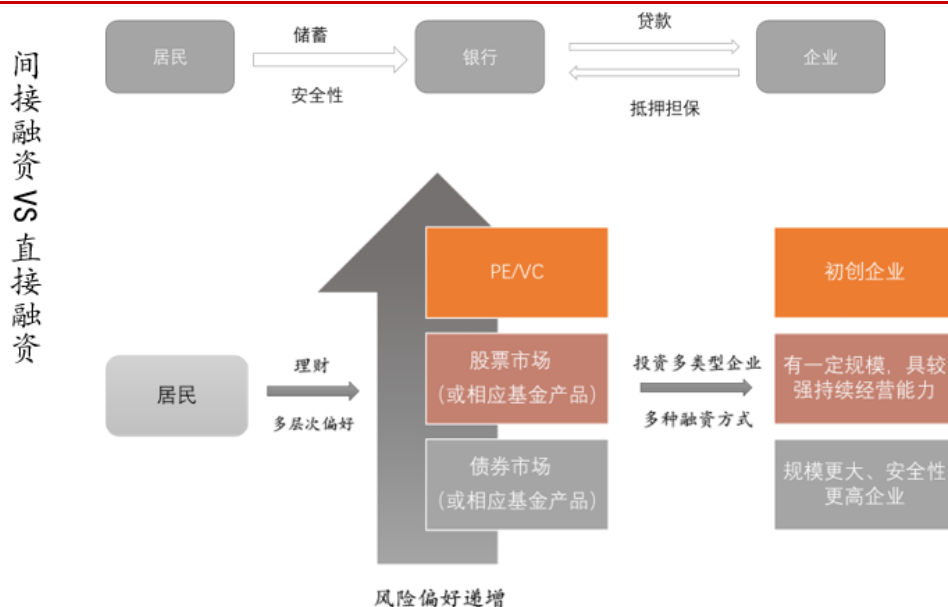
## 2. “新经济”呼唤“新金融”

中国内地的金融体系是以银行信贷投放为主导的间接融资体系，在要素驱动、投资驱动阶段，这种融资方式较好地满足了企业融资需求与国民经济发展需要。然而随着医疗健康、信息服务、大消费等新经济的发展，间接融资方式逐渐无法满足此类新经济产业的融资需求。

其主要原因在于，银行资金来自储户，安全性是第一要求，所以银行融资考量的重要因素是抵押或者担保。传统的工业企业拥有大量的固定资产，扩大生产规模所需资金可以通过向银行抵押资产获得。新经济的核心资产是知识产权和人力资本，银行贷款所要求的抵押或担保是此类新经济企业所不具备的，这导致了新经济企业融资难的现象。以银行信贷为主导的间接融资体系无法达到“创新驱动”经济发展的目的。

与新经济产业相匹配的融资方式是资本市场直接融资。资本市场在解决新经济产业资金来源、助推新旧动能转换方面具有独特优势，一方面借助资本市场开展并购重组，可以有效化解产能过剩、提高发展质量效益；另一方面资本市场多层次风险偏好投资可以吸引创新的、未来增长前景较好的要素，形成全面提高要素生产率的新格局。新经济与新金融相伴而生、相互促进。

图 3 直接融资适应多层次风险偏好更好地服务新经济



资料来源：华西证券研究所

政策层充分意识到资本市场与直接融资在推动“创新驱动”中的巨大意义，持续推动“多层次资本市场建设”和“提高直接融资比例”。其中“多层次资本市场建设”在 2013 年-2019 年的两会政府工作报告中均加以强调，“提高直接融资”在 2015 年-2019 年两会政府工作报告中均得到提及，特别是 2017 年政府工作报告在当年重点工作“用改革的办法深入推进‘三去一降一补’”中提出“加大股权融资力度”，2018、2019 年则均提出“提高直接融资特别是股权融资比重”。

### 3. 核准制下发行条件对于新经济的包容性不足

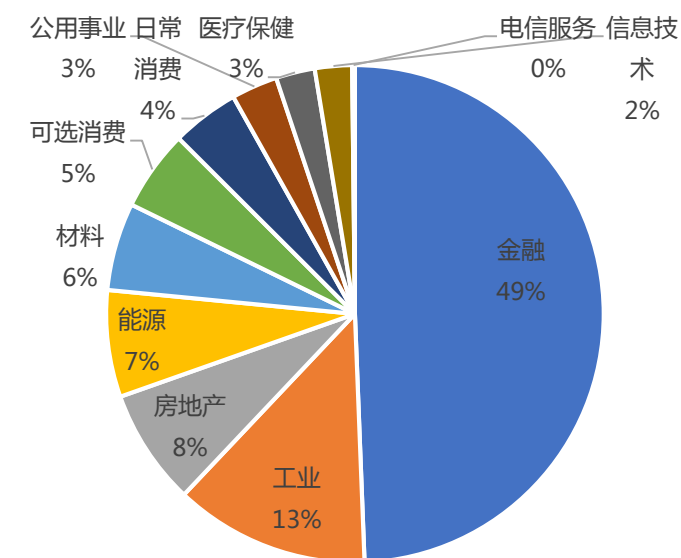
核准制下监管部门扮演着市场准入端上市公司“质检员”的角色。一年中排队等待上市的企业有数百家，并且这些企业来自不同的行业、不同的地区。监管部门精力有限，难以做到全面考察企业本身的商业模式、发展潜力等难以把控的因素，而是主要关注企业在过去几年的财务状况与盈利能力。例如主板 IPO 第一条要求便是“最近三年连续盈利且最近三年累计净利润不低于 3000 万元人民币，净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据”。

然而，新经济企业特别是一些高新技术企业，虽然成长前景良好，但是其商业模式决定在初始的相当长一段时间内难以盈利，从而难以达到 A 股 IPO 要求。正是由于核准制下的上市制度和审核理念对于新经济企业的包容性不足，客观上阻碍了一大批优质的新经济企业在境内市场上市，导致国内资本市场上市企业行业结构落后、“新经济”标杆企业少的问题。A 股

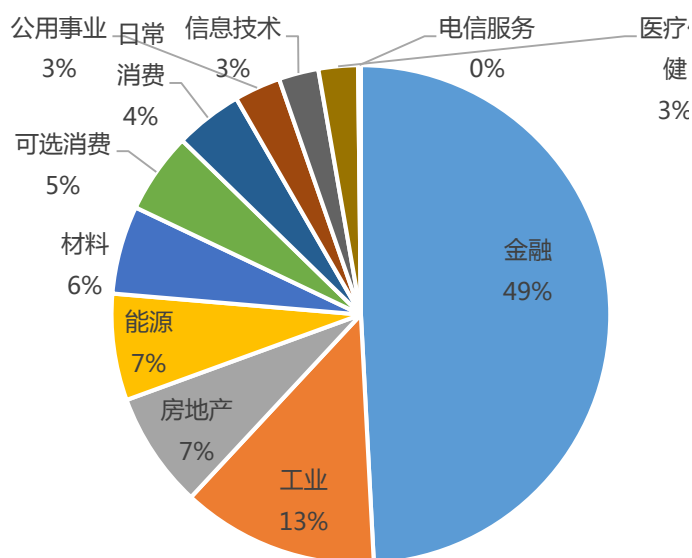
很大程度上代表了落后的“旧经济”，传统的金融业、工业、房地产、能源和材料权重较大，消费、医疗保健、信息技术等“新经济”板块占比不高。以 2019 年数据为例，2019 年 A 股企业利润总额（不含科创板）来看，金融、工业、房地产、能源、材料分别占比 49%、13%、8%、7%和 6%，合计达到 82%。而大消费、医疗保健、信息服务占比仅为 9%、3%、2%。由于科创板 19 年下半年才开板，考虑进去科创板的 A 股市场企业利润结构没有大的变化。A 股市场未能将资金配置到助推“创新驱动”的新经济产业中，未能将资金引导到经济社会发展的重点领域和薄弱环节，资源配置效率有待优化。

图 4 19 年 A 股上市企业利润总额占比（不含科创板）

图 5 19 年 A 股上市企业利润总额占比（含科创板）



资料来源：Wind，华西证券研究所



资料来源：Wind，华西证券研究所

正因为核准制对新经济的包容性不足，同时由于核准制下企业上市排队周期过长，许多“新经济”企业被迫寻求海外上市，优质上市资源不断流失。例如大家耳熟能详的 BAT 企业、京东、拼多多等优秀的新零售企业、科技公司均在海外上市，并给投资者带来可观的回报。

表 1 部分海外上市的优质“新经济”企业

证券代码	证券简称	所属行业
BABA. N	阿里巴巴	零售业
JD. O	京东	零售业
PDD. O	拼多多	零售业
TCOM. O	携程	零售业
BIDU. O	百度	软件与服务
NTES. O	网易	软件与服务



IQ. O  
 EDU. N  
 GSX. N

 爱奇艺  
 新东方  
 跟谁学

 软件与服务  
 消费者服务 II  
 消费者服务 II

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 4. 外围市场在修改上市条件以更好地吸纳新经济

香港交易所于 2017 年 12 月 15 日宣布，于《主板规则》中新增两个章节，允许尚未盈利、无收入的生物科技发行人以及不同投票权架构的新兴及创新产业发行人，在作出额外披露及制定保障措施后在主板上市。港交所也建议修订现行有关海外公司的《上市规则》条文，设立新的第二上市渠道，吸引在纽约证券交易所、纳斯达克或伦敦证券交易所上市的新兴及创新产业发行人来港进行第二上市。

自 2018 年上半年开始，内地企业去香港市场上市的节奏加快，其中，新经济公司占据很大比例。对于一些难以登陆 A 股市场的互联网企业、教育企业以及生物科技企业，港股市场都保持了较为宽松的态度。赴港上市的这些新经济企业，绝大部分是随着 4G 技术普及引导的互联网科技由 PC 端向移动端转型的契机发展起来的，成立七八年基本上已经发展成为有一定规模的、比较成熟的公司，确有上市融资需求。但 A 股市场严格的盈利指标和规则制定使其难以登陆 A 股市场，直接阻碍了其融资需求的满足。

资本市场的注册制改革“牵一发而动全身”，A 股市场的注册制改革经历了一个漫长、曲折的过程。2014 年，政府工作报告在当年重点工作（一）的“深化金融体制改革”部分中便提到“推行股票发行注册制改革”。2015 年在当年重点工作“围绕服务实体经济推进金融改革”部分再次提出“实施股票发行注册制改革”，2015 年股票市场发生剧烈波动，此后多年政府工作报告未提及此话题。2018 年 2 月，在全国人大常委会上证监主席汇报注册制改革的情况，并指出目前资本市场发展注册制仍存在不少挑战，需要进一步探索完善，注册制授权期限延长到 2020 年 2 月。2018 年 11 月进博会上，习总书记表示将在上交所设立科创板、试点注册制。科创板及注册制试点再次被明确为国家重大任务。2019 年政府工作报告提出“设立科创板并试点注册制”。此后注册制获超预期推进，第一批科创板企业于 2019 年 7 月上市。2020 年 4 月中央全面深化改革委员会第十三次会议审议通过《创业板改革并试点注册制总体实施方案》，此后证监会、深交所发布配套制度规则并在征求意见中，存量板块注册制改革启航。

接下来我们回顾资本市场深改十二条、新版证券法修订亮点，以及深改十二条以来监管文件、会议及讲话中涉及资本市场的改革内容。虽然深改 12 条推出时间早于证券法通过时间，但由于证券法是一系列改革举措的根本遵循，顺序上我们将新版证券法的修订亮点前置。

## 5. 新版《证券法》为新一轮资本市场改革提供法律保障

作为资本市场的“根本大法”，《证券法》是资本市场一系列改革举措的根本遵循，也决定了资本市场中长期的发展方向。2019年12月28日，新修订的《证券法》在十三届全国人大常委会第十五次会议审议通过，并于2020年3月1日正式实施。

新证券法共14章，含226条。新证券法从全面推行证券发行注册制度、进一步提高信息披露要求、完善投资者保护制度、显著提升违法违规成本等方面对证券市场各项基础性制度进行了修改完善。修订新法的主要亮点如下：

**上市发行制度。**新法明确全面推行注册制，取消发行审核委员会制度，并授权国务院对注册制改革的步骤与范围做出具体规定；**优化证券发行的条件**，将发行股票应当“具有持续盈利能力”的要求，改为“具有持续经营能力”，为扩大上市范围的包容性、接纳新经济企业留出空间；**强化证券发行中的信息披露要求**，强调对于证券发行申请文件，应当披露投资者作出价值判断、投资决策所必需的信息；**加重违法发行行为的法律责任**，新增上市时存在信息披露虚假的情况下，发行人、负有责任的控股股东、实际控制人回购证券的规定。明确证券公司不当承销给证券承销机构或者投资者造成损失的应承担赔偿责任。

**信息披露制度。**新增“信息披露”专章；增加简明清晰、通俗易懂的披露要求；新增董监高发表异议的规定，强化了董监高的责任；提出信息披露平等性原则。

**投资者保护制度。**新增“投资者保护”专章，体系化构建投资者保护机制；明确投资者适当性管理；将投资者分为普通投资者和专业投资者，加大对普通投资者保护，普通投资者与证券公司发生纠纷时，举证责任倒置，由证券公司证明其行为合法；新增上市公司股东权利代为行使征集制度；明确上市公司应在章程中规定分配现金股利的具体安排和决策程序，保障投资者资产收益权；新增代表人诉讼的规定。

**退市流程。**实施严格退市制度，在法律层面删除暂停股票上市的规定；删除了终止上市交易的具体标准，标准的决定权交给证券交易所，为未来退市制度改革留出空间。

此外，新法大幅提高一系列违法行为的行政处罚力度，包括披露虚假信息、内幕交易、操纵市场等；新法针对近年资本市场突发事件对相关内容进行完善，包括建立程序交易的有关制度、完善停复牌制度等；此外，新法还拓展内幕交易的行为人范围、拓展了操纵市场的行为范围。

表2《证券法》修订前（2014年修正版）与修订后（2019年新修订版）重大变化

修订前（2014年修正版）	修订后（2019年新修订版）	重大变化
上市发行制度：推行证券发行注册制度，优化证券发行条件，强化证券发行中的信息披露要求，加重违法发行行为的法律责任。		

第十条公开发行证券，必须符合法律、行政法规规定的条件，并依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门核准；未经依法核准，任何单位和个人不得公开发行证券。

有下列情形之一的，为公开发行：

- （一）向不特定对象发行证券的；
  - （二）向特定对象发行证券累计超过二百人的；
  - （三）法律、行政法规规定的其他发行行为。
- 非公开发行证券，不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式。
- 第十三条公司公开发行新股，应当符合下列条件：
- （一）具备健全且运行良好的组织机构；
  - （二）具有持续盈利能力，财务状况良好；
  - （三）最近三年财务会计文件无虚假记载，无其他重大违法行为；
  - （四）经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的其他条件。

上市公司非公开发行新股，应当符合经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的条件，并报国务院证券监督管理机构核准。

第二十条发行人向国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门报送的证券发行申请文件，必须真实、准确、完整。……

第九条公开发行证券，必须符合法律、行政法规规定的条件，并依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门注册。未经依法注册，任何单位和个人不得公开发行证券。证券发行注册制的具体范围、实施步骤，由国务院规定。

有下列情形之一的，为公开发行：

- （一）向不特定对象发行证券；
  - （二）向特定对象发行证券累计超过二百人，但依法实施员工持股计划的员工人数不计算在内；
  - （三）法律、行政法规规定的其他发行行为。
- 非公开发行证券，不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式
- 第十二条公司首次公开发行新股，应当符合下列条件：
- （一）具备健全且运行良好的组织机构；
  - （二）具有持续经营能力；
  - （三）最近三年财务会计报告被出具无保留意见审计报告；
  - （四）发行人及其控股股东、实际控制人最近三年不存在贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产或者破坏社会主义市场经济秩序的刑事犯罪；
  - （五）经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的其他条件。

上市公司发行新股，应当符合经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的条件，具体管理办法由国务院证券监督管理机构规定。

公开发行存托凭证的，应当符合首次公开发行股票的条件以及国务院证券监督管理机构规定的其他条件。

第十九条发行人报送的证券发行申请文件，应当充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息，内容应当真实、准确、完整。……

在公开发行证券方面，证监会的职责由原先的核准转变为注册。

明确国务院对证券发行注册制的具体范围、实施步骤进行规定。

优化首次公开发行条件；

将持续盈利能力修改为持续经营能力，取消财务状况良好的要求；

明确最近三年财务会计报告被出具无保留意见审计报告的要求，责任压实到中介机构；

明确发行人及其控股股东、实际控制人最近三年不存在有关刑事犯罪行为；

区分首次公开发行新股与上市公司发行新股，授权证监会规定上市公司发行新股的具体管理办法；明确存托凭证公开发行的适用条件。

强化证券发行的信息披露要求，强调对于证券发行申请文件，应当披露投资者作出价值判断、投资决策所必需的信息。

第二十三条国务院证券监督管理机构依照法定条件负责核准股票发行申请。核准程序应当公开，依法接受监督。

参与审核和核准股票发行申请的人员，不得与发行人有利害关系，不得直接或间接接受发行申请人的馈赠，不得持有所核准的发行申请的股票，不得私下与发行人进行接触。

国务院授权的部门对公司债券发行申请的核准，参照前两款的规定执行。

第二十六条国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门对已作出的核准证券发行的决定，发现不符合法定条件或者法定程序，尚未发行证券的，应当予以撤销，停止发行。已经发行尚未上市的，撤销发行核准决定，发行人应当按照发行价并加算银行同期存款利息返还证券持有人；保荐人应当与发行人承担连带责任，但是能够证明自己没有过错的除外；发行人的控股股东、实际控制人有过错的，应当与发行人承担连带责任。

第三十一条.....

第二十一条国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门依照法定条件负责证券发行申请的注册。证券公开发行注册的具体办法由国务院规定。

按照国务院的规定，证券交易所等可以审核公开发行证券申请，判断发行人是否符合发行条件、信息披露要求，督促发行人完善信息披露内容。

依照前两款规定参与证券发行申请注册的人员，不得与发行人有利害关系，不得直接或间接接受发行申请人的馈赠，不得持有所注册的发行申请的证券，不得私下与发行人进行接触。

第二十四条国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门对已作出的证券发行注册的决定，发现不符合法定条件或者法定程序，尚未发行证券的，应当予以撤销，停止发行。已经发行尚未上市的，撤销发行注册决定，发行人应当按照发行价并加算银行同期存款利息返还证券持有人；发行人的控股股东、实际控制人以及保荐人，应当与发行人承担连带责任，但是能够证明自己没有过错的除外。

股票的发行人在招股说明书等证券发行文件中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容，已经发行并上市的，国务院证券监督管理机构可以责令发行人回购证券，或者责令负有责任的控股股东、实际控制人买回证券。

第二十九条.....

证券公司承销证券，不得有下列行为：  
(一) 进行虚假的或者误导投资者的广告宣传或者其他宣传推介活动；  
(二) 以不正当竞争手段招揽承销业务；  
(三) 其他违反证券承销业务规定的行为。证券公司有前款所列行为，给其他证券承销机构或者投资者造成损失的，应当依法承担赔偿责任。

明确证券监管机构对证券发行申请由核准转变为注册。

明确由国务院另行规定证券公开发行注册的具体办法。

明确证券交易所对证券公开发行申请具有审核权。

强化发行人的控股股东、实际控制人在证券发行中的责任，由原先的过错责任转变为过错推定责任；

新增上市时存在信息披露虚假的情况下，发行人、负有责任的控股股东、实际控制人回购证券的规定。

明确证券公司不当承销给证券承销机构或者投资者造成损失的应承担赔偿责任。



**信息披露制度（新增上市披露专章）：扩大信息披露义务人范围，明确信息披露原则，增加应予以披露的信息范围，强化信息披露义务人的民事赔偿责任，加大信息披露违规行为的处罚力度。**

<p>第六十三条发行人、<b>上市公司依法披露</b>的信息，<b>必须</b>真实、准确、完整，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。</p>	<p>第七十八条发行人及法律、行政法规和国务院证券监督管理机构规定的其他信息披露义务人，应当及时依法履行信息披露义务。信息披露义务人披露的信息，<u>应当真实、准确、完整，简明清晰，通俗易懂</u>，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。<u>证券同时在境内境外公开发行、交易的，其信息披露义务人在境外披露的信息，应当在境内同时披露。</u></p>	<p>扩大信息披露义务人的范围；增加简明清晰、通俗易懂的披露要求；明确证券在境内外公开发行、交易的，信息披露义务人应在境内外同时披露信息。</p>
<p>第六十七条.....<b>下列情况为</b>前款所称重大事件：.....</p>	<p>第八十条.....前款所称重大事件<b>包括</b>：.....（二）公司的重大投资行为，<u>公司在一年内购买、出售重大资产超过公司资产总额百分之三十，或者公司营业用主要资产的抵押、质押、出售或者报废一次超过该资产的百分之三十</u>；</p>	<p>扩大、细化可能对上市公司、全国性证券交易场所交易的公司的股票交易价格有较大影响的重大事件的范围。</p>
<p>（二）公司的重大投资行为<b>和重大的购置财产的决定</b>；</p>	<p>（三）公司订立重要合同、<u>提供重大担保或者从事关联交易</u>，可能对公司的资产、负债、权益和经营成果产生重要影响；.....</p>	
<p>（三）公司订立重要合同，可能对公司的资产、负债、权益和经营成果产生重要影响；.....</p>	<p>（七）公司的董事、三分之一以上监事或者经理发生变动，<u>董事长或者经理无法履行职责</u>；（八）持有公司百分之五以上股份的股东或者实际控制人持有股份或者控制公司的情况发生较大变化，<u>公司的实际控制人及其控制的其他企业从事与公司相同或者相似业务的情况发生较大变化</u>；（九）<u>公司分配股利、增资的计划，公司股权结构的重要变化，公司减资、合并、分立、解散及申请破产的决定，或者依法进入破产程序、被责令关闭</u>；</p>	
<p>（七）公司的董事、三分之一以上监事或者经理发生变动；</p>	<p>（十）涉及公司的重大诉讼、<u>仲裁</u>，股东大会、董事会决议被依法撤销或者宣告无效</p>	
<p>（八）持有公司百分之五以上股份的股东或者实际控制人，其持有股份或者控制公司的情况发生较大变化；</p>	<p>（十一）公司涉嫌犯罪被<u>依法</u>立案调查，公司的<u>控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员涉嫌犯罪被依法</u>采取强制措施；</p>	



(九) 公司减资、合并、分立、解散及申请破产的决定；

(十) 涉及公司的重大诉讼，股东大会、董事会决议被依法撤销或者宣告无效；

(十一) 公司涉嫌犯罪被司法机关立案调查，公司董事、监事、高级管理人员涉嫌犯罪被司法机关采取强制措施；

(十二) 国务院证券监督管理机构规定的其他事项。

第六十八条 **上市公司**董事、高级管理人员应当对**公司**定期报告签署书面确认意见。

**上市公司**监事会应当对董事会编制的**公司**定期报告进行审核并提出书面审核意见。

**上市公司**董事、监事、高级管理人员应当保证上市公司所披露的信息真实、准确、完整。

第七十一条第二款**证券监督管理机构、证券交易所、保荐人、承销的证券公司及有关人员，对公司依照法律、行政法规规定必须作出的公告，在公告前不得泄露其内容。**

(十二) 国务院证券监督管理机构规定的其他事项。公司的控股股东或者实际控制人对重大事件的发生、进展产生较大影响的，应当及时将其知悉的有关情况书面告知公司，并配合公司履行信息披露义务。

第八十二条发行人的董事、高级管理人员应当对证券发行文件和定期报告签署书面确认意见。发行人的监事会应当对董事会编制的证券发行文件和定期报告进行审核并提出书面审核意见。监事应当签署书面确认意见。

发行人的董事、监事和高级管理人员应当保证发行人及时、公平地披露信息，所披露的信息真实、准确、完整。

董事、监事和高级管理人员无法保证证券发行文件和定期报告内容的真实性、准确性、完整性或者有异议的，应当在书面确认意见中发表意见并陈述理由，发行人应当披露。发行人不予披露的，董事、监事和高级管理人员可以直接申请披露。

第八十三条信息披露义务人披露的信息应当同时向所有投资者披露，不得提前向任何单位和个人泄露。但是，法律、行政法规另有规定的除外。

任何单位和个人不得非法要求信息披露义务人提供依法需要披露但尚未披露的信息。任何单位和个人提前获知的前述信息，在依法披露前应当保密。

第八十四条除依法需要披露的信息之外，信息披露义务人可以自愿披露与投资者作出价值判断和投资决策有关的信息，但不得与依法披露的信息相冲突，不得误导投资者。

新增公司控股股东、实际控制人对重大事件应书面告知公司、配合公司履行信息披露义务的规定。

新增及时、公平的信息披露要求。

新增董监高发表异议的规定。

新增信息披露应向所有投资者同时披露的要求以及获取尚未披露的信息应当保密的规定。

新增自愿披露的规定，但禁止误导投资者。

发行人及其控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员等作出公开承诺的，应当披露。不履行承诺给投资者造成损失的，应当依法承担赔偿责任。

明确发行人及其控股股东、实际控制人、董监高等作出公开承诺的情况应当披露，如不履行承诺给投资者造成损失，应当承担赔偿责任。

投资者保护制度（新增）：体系化构建投资者保护机制，重视保护投资者合法权益，大力发挥投资者保护机构的作用，新增违反投资者保护规定的罚则。

第八十八条证券公司向投资者销售证券、提供服务时，应当按照规定充分了解投资者的基本情况、财产状况、金融资产状况、投资知识和经验、专业能力等相关信息；如实说明证券、服务的重要内容，充分揭示投资风险；销售、提供与投资者上述状况相匹配的证券、服务。……

新增证券公司投资者适当性管理义务规定以及违反规定应承担赔偿责任。

证券公司违反第一款规定导致投资者损失的，应当承担相应的赔偿责任。

第八十九条根据财产状况、金融资产状况、投资知识和经验、专业能力等因素，投资者可以分为普通投资者和专业投资者。专业投资者的标准由国务院证券监督管理机构规定。普通投资者与证券公司发生纠纷的，证券公司应当证明其行为符合法律、行政法规以及国务院证券监督管理机构的规定，不存在误导、欺诈等情形。证券公司不能证明的，应当承担相应的赔偿责任。

将投资者分为普通投资者和专业投资者，有针对性的进行投资者保护。

普通投资者与证券公司发生纠纷时，举证责任倒置，由证券公司证明其行为合法。

第九十条上市公司董事会、独立董事、持有百分之一以上有表决权股份的股东或者依照法律、行政法规或者国务院证券监督管理机构的规定设立的投资者保护机构（以下简称投资者保护机构），可以作为征集人，自行或者委托证券公司、证券服务机构，公开请求上市公司股东委托其代为出席股东大会，并代为行使提案权、表决权等股东权利。依照前款规定征集股东权利的，征集人应当披露征集文件，上市公司应当予以配合。禁止以有偿或者变相有偿的方式公开征集股东权利……

新增上市公司股东权利代为行使征集制度。

第九十一条上市公司应当在章程中明确分配现金股利的具体安排和决策程序，依法保障股东的资产收益权。上市公司当年税后利润，在弥补亏损及提取法定公积金后有盈余的，应当按照公司章程的规定分配现金股利。

明确上市公司应在章程中规定分配现金股利的具体安排和决策程序，保障投资者资产收益权。

第九十三条发行人因欺诈发行、虚假陈述或者其他重大违法行为给投资者造成损失的，发行人的控股股东、实际控制人、相关的证券公司可以委托投资者保护机构，就赔偿事宜与受到损失的投资者达成协议，予以先行赔付。先行赔付后，可以依法向发行人以及其他连带责任人追偿。

新增发行人的控股股东、实际控制人、相关的证券公司可对投资者损失进行先行赔付的规定。

第九十四条投资者与发行人、证券公司等发生纠纷的，双方可以向投资者保护机构申请调解。普通投资者与证券公司发生证券业务纠纷，普通投资者提出调解请求的，证券公司不得拒绝。投资者保护机构对损害投资者利益的行为，可以依法支持投资者向人民法院提起诉讼。……

新增证券纠纷调解机制，并规定针对普通投资者提出的调解请求，证券公司不得拒绝。

明确投资者保护机构可支持投资者起诉。

第九十五条投资者提起虚假陈述等证券民事赔偿诉讼时，诉讼标的是同一种类，且当事人一方人数众多的，可以依法推选代表人进行诉讼。……

新增代表人诉讼的规定。

#### 退市流程：删除暂停股票上市规定

**第五十五条上市公司有下列情形之一**  
**的，由证券交易所决定暂停其股票上市**  
**交易……**

**第五十六条上市公司有下列情形之一**  
**的，由证券交易所决定终止其股票上市**  
**交易……**

第四十八条上市交易的证券，有证券交易所规定的终止上市情形的，由证券交易所按照业务规则终止其上市交易。证券交易所决定终止证券上市交易的，应当及时公告，并报国务院证券监督管理机构备案。

实施严格退市制度，**在法律层面删除暂停股票上市的规定；**

明确由证券交易所根据终止上市的业务规则决定是否终止上市，如决定终止上市后需公告和备案。

资料来源：新华网、中国证监会官网、华西证券研究所

注：文中红色文字表示旧法中删除内容，蓝色加下划线文字表示新法增加内容。

## 6. 深改 12 条推动资本市场改革进入新周期

2019 年 9 月 10 日，证监会会议提出当前及今后一个时期全面深化资本市场改革的 12 个方面重点任务，市场称之为“深改 12 条”。十二条中改革内容中我们认为如下七条内容<sup>1</sup>应该需要资本市场重点关注：

一是注册制：总结推广科创板行之有效的制度安排，稳步实施注册制；

二是退市：畅通多元化退市渠道，促进上市公司优胜劣汰。优化重组上市、再融资等制度，支持分拆上市试点；

三是多层次资本市场体系建设：推进创业板改革，加快新三板改革，选择若干区域性股权市场开展制度和业务创新试点。允许优质券商拓展柜台业务。大力发展私募股权投资。推进交易所市场债券和资产支持证券品种创新。丰富期货期权产品；

四是中介机构端：支持优质券商创新提质，鼓励中小券商特色化精品化发展。推动公募机构大力发展权益类基金。压实中介机构责任；

五是投资端：强化证券基金经营机构长期业绩导向，推进公募基金管理人分类监管。推动放宽各类中长期资金入市比例和范围。推动公募基金纳入个人税收递延型商业养老金投资范围；

六是提高违法成本：加快推动《证券法》《刑法》修改，大幅提高欺诈发行、上市公司虚假信息披露和中介机构提供虚假证明文件等违法行为的违法成本。

七是加强投资者保护：推动建立具有中国特色的证券集体诉讼制度。探索建立行政罚没款优先用于投资者救济的制度机制。推动修改或制定虚假陈述和内幕交易、操纵市场相关民事赔偿司法解释。

深改 12 条与新证券法内容上遥相呼应，新法的出台为深改的落实提供了法律保障，助力资本市场改革更进一步。

表 3 深改 12 条要点梳理及相关进展

要点	原文	进展
1、注册制：总结推广科创板行之有效的制度安排，稳步实施注册制；	一是充分发挥科创板的试验田作用。坚守科创板定位，优化审核与注册衔接机制，保持改革定力。总结推广科创板行之有效的制度安排，稳步实施注册制，完善市场基础制度。	2020 年 4 月，中央深化委审议通过《创业板改革并试点注册制总体实施方案》，证监会、深交所发布相应制度、业务规则公开征求意见。

<sup>1</sup> 其余五条包括，加快资本市场高水平对外开放（绝大部分政策已经落地，下一步紧抓落实）；化解股票质押、债券违约、私募基金等重点领域风险（属于防风险范畴，515 易主席讲话中表示化解这三方面风险成效明显，总体收敛）；提升稽查执法效能、提升科技监管能力两项提高监管能力、执法效能内容；“大力推进简政放权”（表述较泛）。

2、退市：畅通多元化退市渠道，促进上市公司优胜劣汰。优化重组上市、再融资等制度，支持分拆上市试点；

3、多层次资本市场体系建设：推进创业板改革，加快新三板改革，选择若干区域性股权市场开展制度和业务创新试点。允许优质券商拓展柜台业务。大力发展私募股权投资。推进交易所市场债券和资产支持证券品种创新。丰富期货期权产品；

4、中介机构：支持优质券商创新提质，鼓励中小券商特色化精品化发展。推动公募机构大力发展权益类基金。压实中介机构责任；

5、投资端：强化证券基金经营机构长期业绩导向，推进公募基金管理人分类监管。推动放宽各类中长期资金入市比例和范围。推动公募基金纳入个人税收递延型商业养老金投资范围；

6、提高违法成本：加快推动《证券法》《刑法》修改，大幅提高欺诈发行、上市公司虚假信息披露和中介机构提供虚假证明文件等违法行为的违法成本。

二是大力推动上市公司提高质量。制定实施推动提高上市公司质量行动计划，切实把好入口和出口两道关，努力优化增量、调整存量。严把 IPO 审核质量关，充分发挥资本市场并购重组主渠道作用，畅通多元化退市渠道，促进上市公司优胜劣汰。优化重组上市、再融资等制度，支持分拆上市试点。加强上市公司持续监管、分类监管、精准监管。

三是补齐多层次资本市场体系的短板。推进创业板改革，加快新三板改革，选择若干区域性股权市场开展制度和业务创新试点。允许优质券商拓展柜台业务。大力发展私募股权投资。推进交易所市场债券和资产支持证券品种创新。丰富期货期权产品。

四是狠抓中介机构能力建设。加快建设高质量投资银行，完善差异化监管举措，支持优质券商创新提质，鼓励中小券商特色化精品化发展。推动公募机构大力发展权益类基金。压实中介机构责任，推进行业文化建设。

五是加快推进资本市场高水平开放。抓紧落实已公布的对外开放举措，维护开放环境下的金融安全。

六是推动更多中长期资金入市。强化证券基金经营机构长期业绩导向，推进公募基金管理人分类监管。推动放宽各类中长期资金入市比例和范围。推动公募基金纳入个人税收递延型商业养老金投资范围。

七是切实化解股票质押、债券违约、私募基金等重点领域风险。 八是进一步加大法治供给。加快推动《证券法》《刑法》修改，大幅提高欺诈发行、上市公司虚假信息披露和中介机构提供虚假证明文件等违法行为的违法成本。用好用足现有法律制度，坚持严格执法，提升监管威慑力。

新版《证券法》删除暂停股票上市的规定，删除终止上市交易的具体标准，标准的决定权交给证券交易所，为未来退市制度改革留出空间。

2020 年 4 月创业板注册制改革相关制度规则征求意见；  
2019 年 12 月发布正式稿的《全国中小企业股份转让系统分层管理办法》；  
2020/4/17 证监会正式发布《公开募集证券投资基金投资全国中小企业股份转让系统挂牌股票指引》

新版《证券法》对未履行勤勉尽责义务的处罚力度明显提高，压实了中介机构责任。

2020 年 4 月 1 日，中国金融业彻底对外开放，金融机构外资持股不受限制；20 年 5 月 7 日，央行外管局发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》：取消 QFII/RQFII 额度限制、本外币一体化管理、简化 QFII/RQFII 投资汇出机制等规定，进一步便利境外投资者参与国内金融市场。

待推进

20 年 5 月 15 日投资者保护日活动中易主席表示化解这三方面风险成效明显，总体收敛；  
新版《证券法》已通过并于 3 月 1 日生效



7、加强投资者保护：推动建立具有中国特色的证券集体诉讼制度。探索建立行政处罚没款优先用于投资者救济的制度机制。推动修改或制定虚假陈述和内幕交易、操纵市场相关民事赔偿司法解释。

九是加强投资者保护。推动建立具有中国特色的证券集体诉讼制度。探索建立行政处罚没款优先用于投资者救济的制度机制。推动修改或制定虚假陈述和内幕交易、操纵市场相关民事赔偿司法解释。

《证券法》对投资者保护设了专章，稳步推进

十是提升稽查执法效能。强化案件分层分类分级管理，集中力量查办欺诈骗假等大要案，提升案件查办效率。

十一是大力推进简政放权。大幅精简审批备案事项，优化审批备案流程，提高监管透明度。加强事中事后监管。

十二是加快提升科技监管能力。推进科技与业务深度融合，提升监管的科技化智能化水平。

资料来源：新华网、中国证监会官网、华西证券研究所

深改 12 条提出以来，部分改革举措已经取得显著成果。其中科创板注册制运行良好，《证券法》修订已经落地。其后，各级监管文件、讲话就 12 条中涉及的部分内容进一步强调。

其中，2019 年 12 月 13 日证监会易主席主持召开党委（扩大）会议，传达学习中央经济工作会议精神，并就证监会系统贯彻落实工作进行部署时强调，1）多层次资本市场建设：加快推进创业板改革并试点注册制，深化新三板改革，大力发展私募股权投资；2）退市：畅通多元化退市渠道；3）投资端改革：大力发展权益类基金。推动完善中长期资金入市的制度安排；4）投资者保护：优化投资者合法权益保护的制度体系。

2020 年 5 月 8 日，国务院发布《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》，其中关于资本市场内容包括，1）推动以信息披露为核心的股票发行注册制改革；2）完善强制退市和主动退市制度；3）强化投资者保护。

2020 年 5 月 15 日年证监会易主席在“5·15 全国投资者保护宣传日”活动讲话中在以下方面进行说明，1）注册制：下一步将在总结评估的基础上，稳步在全市场分阶段实现注册制改革目标。2）投资端改革：进一步发展壮大公募基金管理队伍；推动放宽各类中长期资金入市的比例和范围，尽快推动实现个人养老金投资公募基金政策落地。推动提高商业银行理财产品权益投资活跃度；推进完善机构投资者税收、业绩评价、会计等配套政策安排，强化价值投资、长期投资理念。3）再融资：继续贯彻注册治理理念，将再融资审核重点聚焦到关键发行条件上来；推进再融资分类审核，对优质上市公司定向增发进一步优化流程。4）退市：完善退市标准，简化退市流程，对触及强制退市标准的坚决予以退市。

总结以上文件及监管领导讲话内容可以发现，1）注册制是必提的内容，“注册制是这一轮资本市场改革的总纲”。新版《证券法》规定全面实行注册制，并授权国务院对注册制改革的步骤与范围做出具体规定，目前

存量板块创业板试点的制度规则已在征求意见，预计创业板注册制试点将获得超速推进，但其他存量板块的改革可能需要在总结试点经验的基础上再稳步推进；2) 退市制度也是必提内容，预期将获得超速推进；3) 515 易主席讲话表示，“关于注册制……构建起发行承销、交易、持续监管、退市和投资者保护等一整套基础制度安排”，基于注册制的超速推进，投资者保护相关举措预计将配套跟上；4) 多层次资本市场建设将持续推进，新三板改革启动公开发行并挂牌精选层受理审核，未来区域股权市场可能也会试点改革，以充分发挥多层次资本市场逆周期调节作用，更好地支持实体经济。

在融资端市场改革已经获得超预期推进的情况下，下一步投资端改革也有望获得突破，其中完善中长期资金入市方面的个人养老金投资公募基金政策，以及加大期货期权等产品供给方面的政策可以期待；

支持优质券商提质创新方面，近年来部分头部券商已经获得证监会及其下属机构批准的并表监管试点、基金投资顾问业务试点、外汇业务、跨境业务、黄金业务、中金所国债期货做市业务等试点，部分券商获得央行公开市场以及交易商资格，获得银行间市场交易商协会批准的银行间市场做市商、非金融企业债承销（A 类主承销商）等资格。515 投资者保护日讲话中易主席明确未来将进一步完善中介机构分类管理，奖优惩劣，可以预期优质券商提质创新方面会有更多举措落地。

表 4 深改 12 条以来各级监管文件、讲话涉资本市场的相关要点

文件或讲话	与资本市场相关要点	原文
2019 年 12 月 13 日证监会易主席主持召开党委（扩大）会议，传达学习中央经济工作会议精神，并就证监会系统贯彻落实工作进行部署。	1、多层次资本市场建设：加快推进创业板改革并试点注册制，深化新三板改革，大力发展私募股权投资；	一是抓紧研究资本市场基础制度的内涵、外延以及改革的思路举措，努力构建更加成熟更加定型的资本市场基础制度体系，不断提升资本市场治理能力。
	2、退市：畅通多元化退市渠道；	二是坚守科创板定位，加快推进创业板改革并试点注册制，深化新三板改革，促进健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系。加快债券市场产品工具创新，加大期货期权产品供给。大力发展私募股权投资，完善创新资本形成机制。加大资本市场对符合国家战略和产业政策方向相关领域的支持力度，提升支持实体经济的能力。
	3、投资端改革：大力发展权益类基金。推动完善中长期资金入市的制度安排；	三是综合施策提高上市公司质量，完善推动上市公司做优做强的制度安排，畅通多元化退市渠道，更好发挥资本市场“晴雨表”功能。
	4、投资者保护：优化投资者合法权益保护的制度体系。	四是在融资端加强改革的同时，在投资端采取更多措施。大力发展权益类基金。推动完善中长期资金入市的制度安排。优化投资者合法权益保护的制度体系。
		五是落实中央“六稳”方针，按照“稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹”的原则，强化对股票质押、债券违约、私

募基金等重点领域风险的防范化解，努力维护资本市场平稳运行，坚决打好防范化解重大金融风险攻坚战。

六是积极有效应对国内外各类风险挑战，办好资本市场自己的事，坚定推进资本市场对内对外双向开放，加强开放条件下的监管能力建设，确保“放得开、看得清、管得住”。

2020年5月8日，国务院发布《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》

1、推动以信息披露为核心的股票发行注册制改革；  
2、完善强制退市和主动退市制度；  
3、强化投资者保护。

1、注册制：下一步将在总结评估的基础上，稳步在全市场分阶段实现注册制改革目标。

2、投资端改革：进一步发展壮大公募基金管理人队伍；推动放宽各类中长期资金入市的比例和范围，尽快推动实现个人养老金投资公募基金政策落地。推动提高商业银行理财产品权益投资活跃度；推进完善机构投资者税收、业绩评价、会计等配套政策安排，强化价值投资、长期投资理念。

3、再融资：继续贯彻注册制理念，将再融资审核重点聚焦到

加快建立规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，加强资本市场基础制度建设，推动以信息披露为核心的股票发行注册制改革，完善强制退市和主动退市制度，提高上市公司质量，强化投资者保护。

1、提升投资者活跃度。.....积极创造条件畅通各类资金尤其是中长期资金入市渠道。一是进一步发展壮大公募基金管理人队伍。.....将继续加大政策支持和引导力度，继续推进商业银行发起设立基金管理公司。支持权益类基金产品创新，进一步拓展基金投资顾问服务，更好满足大众投资者理财需求。二是继续加大与有关方面的沟通协调力度，推动放宽各类中长期资金入市的比例和范围，尽快推动实现个人养老金投资公募基金政策落地。推动提高商业银行理财产品权益投资活跃度。三是推进完善机构投资者税收、业绩评价、会计等配套政策安排，强化价值投资、长期投资理念。

2、推行注册制改革。.....下一步将在总结评估的基础上，稳步在全市场分阶段实现注册制改革目标。

3、关于再融资、减持、退市等基础制度改革。再融资政策方面，.....将继续贯彻注册制理念，将再融资审核重点聚焦到关键发行条件上来，适时发布再融资审核指引，增强市场可预期性；推进再融资分类审核，对优质上市公司定向增发进一步优化流程，提高效率。

减持制度方面，.....一方面，继续从严规范控股股东、实控人、董监高减持；另一方面，对于创投基金、民企纾困等适当开口子、给政策。

退市制度方面，.....将进一步健全市场化法治化的多元退市机制，完善退市标准，简化退市流程，对触及强制退市标准的坚决予以退市。

2020年5月15日，证监会主席在“5·15全国投资者保护宣传日”活动讲话

关键发行条件上来；推进再融资分类审核，对优质上市公司定向增发进一步优化流程。

4、强化中介机构责任和能力建设。将进一步完善中介机构分类监管，.....奖优罚劣。适应注册制改革要求，会同相关部委正在制定中介机构从事证券服务业务备案管理规定.....更加突出事中事后监管.....。 ”

4、退市：完善退市标准，简化退市流程，对触及强制退市标准的坚决予以退市。

资料来源：新华网、中国证监会官网、华西证券研究所

表 5 近年来头部券商创新业务资格获批情况

	银行间市场交易商协会		央行	国家外管局	证监会及下属机构						合计
	非金融企业债承销（A类主承销商）	银行间债券市场做市商			基金投资顾问业务	并表监管试点	跨境业务	黄金等贵金属现货合约代理	黄金现货合约自营业务	中金所国债期货做市商	
中信证券	1	1	1	1		1	1	1	1	1	9
国泰君安	1	1		1	1	1	1	1	1		8
海通证券	1						1	1	1		4
华泰证券	1			1	1	1	1	1	1	1	8
广发证券	1	1					1	1	1		5
招商证券	1			1		1	1		1	1	6
申万宏源					1				1	1	3
中国银河	1				1		1		1	1	5
国信证券	1										1
中信建投	1				1	1	1	1	1		6
东方证券	1								1	1	3
光大证券	1							1	1		3
国金证券										1	1
天风证券										1	1
第一创业		1									1
国联证券					1						1
中金公司	1	1	1	1	1	1	1				7
合计	12	5	2	5	7	6	9	7	11	8	72

资料来源：银行间市场交易商协会官网、中国人民银行官网、中国证监会官网、上市公司公告、华西证券研究所  
注：资格获批标注 1

## 总结



当下我国经济发展向创新驱动转变，而以银行信贷主导的间接融资方式无法满足新经济产业融资需求是资本市场各项改革的根本动因。证券发行的注册制改革是完善资本市场建设一系列改革组合拳的关键一环，将有利于增强对新经济产业的包容性，更好地推动创新驱动的经济发展。

目前注册制已经在科创板推行，在存量板块创业板试点相关制度规则已经在征求意见，未来有望在总结经验基础上在其他存量板块稳步推进；退市安排、加强信息披露与投资者保护，以及加大违法成本预计将配套跟进；多层次资本市场建设将持续推进，5月27日金融委发布“金改11条”，其中创业板注册制、新三板专板内容在列，预计将加快落地。

在融资端市场改革已经获得超预期推进的情况下，下一步投资端改革也有望获得突破，其中完善中长期资金入市方面的个人养老金投资公募基金政策，以及加大期货期权等产品供给方面的政策可以期待；

支持优质券商提质创新方面，近年来部分头部券商已经先行获得多项创新业务资格，包括证监会及其下属机构批准的并表监管试点、基金投资顾问业务试点、外汇业务等试点，部分券商获得央行及银行间市场交易商协会批准业务资格。515投资者保护日讲话中易主席明确未来将进一步完善中介机构分类管理，奖优惩劣，可以预期优质券商提质创新方面会有更多举措落地。

### 投资建议与标的：

资本市场系列改革将利好券商与创投行业。注册制下对于中介责任更加压实，专业能力、风险管控能力强的券商更加受益。

维持华泰证券、海通证券、国泰君安、国金证券增持评级。

### 风险提示：

资本市场改革不及预期，外围市场大幅波动，海外分部经营风险，北上资金大幅净流出，权益市场大幅下跌，券商股票质押业务风险，衍生品风控不足，创投子公司参与项目的连带责任，交易量大幅萎缩。



## 分析师与研究助理简介

魏涛：华西证券总裁助理兼研究所所长，北京大学博士，CPA，多年证券研究经验，曾任太平洋证券研究院院长、中银国际证券研究所所长。2015年包揽水晶球和新财富最佳分析师非银组第一名。

吕秀华：北京大学金融学博士，6年证券研究经验。曾任职中银国际证券战略规划部、方正证券研究所。研究基础扎实，熟悉券商财务数据背后业务、管理、科技及风险方面的布局思路，熟悉海外投行与经纪业商业模式。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。