

# 上交所：以科创板为突破口服务国家战略

□本报记者 周松林 孙翔峰

2018年12月18日，庆祝改革开放40周年大会在人民大会堂隆重举行，习近平总书记出席会议并发表重要讲话。上交所党委和全体员工一致认为，总书记在重要讲话中提出的九个“必须坚持”，是对改革开放40年来宝贵经验的系统总结，对新时代坚持和发展中国特色社会主义有着极为重要的指导意义，必须倍加珍惜、长期坚持，在实践中不断丰富和发展。

上交所要全面贯彻落实习近平总书记重要讲话精神，积极响应改革开放再出发的伟大号召，在中国证监会的指导下，以时不我待、奋勇搏击的精神面貌，扎实推进设立科创板并试点注册制改革，更好服务实体经济高质量发展，更好服务高水平对外开放，在改革开放的新征程上明确新目标，做出新贡献。

## 践行创新驱动发展战略

十九大以来，上交所积极践行国家创新驱动发展战略，努力建设多层次、包容性的新蓝筹市场，集中力量推动制度建设、完善规则体系，深化“新经济+蓝筹”的“新蓝筹”行动，加大对实体经济特别是新经济的服务力度，为“四新经济”企业提供配套支持。截至三季度末，新上市公司平均贡献市值达18.32亿元，相较去年同期高出16.1%。2017年至今年三季度末，沪市共有219家高新技术企业通过IPO登陆主板市场，占沪市新上市企业家数的82.6%；相关企业融资金额达1543.8亿元，占

新上市公司总融资额的72.0%。同时，上交所注重抓住时机深化资本市场基础性体制机制改革，为担负新时期资本市场改革重任创造条件，积累本领。

一是强化注册制及配套机制改革研究，推动注册制讨论走向深化，凝聚社会共识，承担改革试点工作。二是顶住压力，严格掌握退市标准，不断完善退市相关制度，为注册制试点从市场退出角度积累了大量实践。三是强化“刨根问底”式信披监管，扎实推动信披一线监管转型，为注册制试点以信息披露为核心的监管打下坚实基础。四是积极支持投资者保护和救济工作，在欺诈发行先行赔付、信披违法民事诉讼方面，协同司法实践，推动多起标杆案例得到执行和固化。五是强化交易监管，依法全面从严监管资本市场，为注册制试点发挥市场约束作用，创造了相应条件。

在下一步设立科创板并试点注册制的重大改革中，必须深入思考如何破解共性难题，坚持问题意识和问题导向。希望通过科创板及注册制试点，能够提高资本市场对科创企业的包容度和服务水平；令投融资双方形成比较明确的上市标准和时间预期；强化市场机制从发行到退市环节的约束力，落实中介机构责任；加大基于信息披露的执法和监管力度，显著提高违法成本，健全投资者保护救济机制；引导境内长线资金入市，使资本市场真实反映国民经济的正向发展；为全面推进注册制改革积累经验、创造条件。

为保障改革稳妥落实，上交所考虑在制度

设计过程中，通过发行、交易、退市、投资者适当性、证券公司资本约束及引入中长期资金等配套措施，增量试点、循序渐进，新增资金与试点进展同步匹配，力争在科创板实现投融资平衡、一二级市场平衡、公司的新老股东利益平衡，并促进现有市场形成良好预期。

## 提高市场效率 服务实体经济

近年来，上交所紧紧围绕服务实体经济与国家战略，实施公司债券新规，简政放权，公司债券发行规模大幅增长，发行成本下降，发行结构不断优化，企业融资效率提升。近年来，上交所累计发行公司债券4829期，融资总额达6.5万亿元，公司债券已成为企业直接融资的重要品种。已有31个省市在上交所发行政府债券，发行次数122次，发行规模2.7万亿元。同时，上交所大力发展资产支持证券市场。

另外，上交所还推出了绿色债券、创新创业债、“一带一路”债券、社会责任债券、住房租赁行业融资等创新品种。

围绕“期现联动发展，服务民富国强”的工作使命，上交所在确保衍生品市场平稳运行的基础上，扎实推进市场创新发展，不断提高市场效率。

截至12月24日，上证50ETF期权连续第二年成为全球第二大ETF期权品种。今年以来，上证50ETF期权日均成交和持仓数同比实现了72%的增长；期权经济功能长足进步，保险和增强收益的交易占比分别达到了14.0%和45.3%，日均受保市值为96.6亿元。

下一步，上交所将紧紧围绕中央关于资本市场改革发展的要求，在确保市场安全运行、进一步加强监管的基础上，稳步推进衍生品市场创新发展。积极推动新增沪深300和中证500等宽基指数ETF期权，继续推动新增行业ETF、跨境ETF期权合约标的。进一步加强期权投资者教育工作，推动期权学院2.0版正式上线。

## 持续加快国际化步伐

上交所要保持更高站位和更宽视野，统筹好国内国际两个大局，坚持对外开放的基本国策，实行积极主动的开放政策，形成全方位、多层次、宽领域的全面开放新格局，为我国创造良好国际环境、开拓广阔发展空间。

近年来，上交所国际化步伐持续加快。4年前沪港通正式启动，标志着中国资本市场的国际化进程进入新纪元。如今，沪港两地互联互通机制不断优化，沪伦通上线工作也正加紧推进中，国际化业务不断突破。制定发布《上海证券交易所服务“一带一路”建设愿景和行动计划（2018—2020）》，与全球50多家交易所签订了合作备忘录，设立了中欧国际交易所、参股巴基斯坦交易所、哈萨克斯坦阿斯塔纳交易所等，积极推进与“一带一路”沿线国家和地区的深度合作。此外，进一步推动MSCI提高A股纳入比例和拓展纳入标的，推动A股纳入富时罗素国际指数，不断加快中国资本市场迈向国际化的步伐，交易所国际影响力不断提升。

## 全国12家新闻单位联合评出 2018年国内国际 十大经济新闻

12月27日，由经济参考报主办，全国12家新闻单位及特邀经济学家联合评选出2018年国内十大经济新闻和国际十大经济新闻。这一由经济参考报主办的评选活动至今已连续举办二十四届。

此次评选出的国内十大经济新闻是（按新闻发生时间顺序排列）：1、海南探路自由贸易港建设；2、A股正式纳入MSCI新兴市场指数；3、《乡村振兴战略规划（2018—2022年）》出台；4、国地税合并启幕 税制改革提速；5、全国国有企业改革座谈会召开，突出抓好混合所有制改革；6、长生生物违法违规生产疫苗遭强制退市；7、民营企业家座谈会为民营经济健康发展提振信心；8、首届中国国际进口博览会在上海成功举办；9、中国多措并举积极应对中美贸易摩擦；10、庆祝改革开放40周年大会召开，作出深化改革开放新部署。

评选出的国际十大经济新闻是（按新闻发生时间顺序排列）：1、德法等60余个国家和地区将人民币纳入外汇储备；2、美国大打贸易战拖累全球经济奉行单边主义频繁“退群”；3、上合组织打造区域融合发展新格局；4、土耳其等新兴经济体货币大幅贬值；5、中非合作论坛构建更加紧密的中非命运共同体；6、日产等跨国公司频曝丑闻；7、G20领导人第十三次峰会呼吁维护多边贸易体制；8、卡塔尔退出欧佩克 石油输出国组织现分裂；9、英国“脱欧”一波三折 欧洲经济压力加大；10、美联储四次加息 多国央行跟进。

为筛选出2018年具有代表性的经济新闻事件，参加评选的评委在仔细比较、反复推敲备选新闻后，提出修改建议，并投下选票。通过对选票和修改建议的汇总，最终评选出2018年国内十大经济新闻和国际十大经济新闻。

参加此次评选的评委（排名不分先后）为人民日报、中央人民广播电台、中国日报、中国青年报、中国证券报、上海证券报、参考消息、财经国家周刊、中华工商时报、新华网、澎湃新闻和经济参考报等12家新闻单位的相关负责人。

特邀经济学家为国务院发展研究中心原副主任侯云春和中国（海南）改革发展研究院院长迟福林。（赵东东 周武英 李奕蕾）

# 招商港口整体上市 深交所助力国资国企改革

□本报记者 黄灵灵

12月26日，招商局港口集团股份有限公司（简称招商港口）资产重组更名暨上市仪式在深交所举行。招商局集团董事长李建红、总经理付刚峰，深圳市市委常委、前海蛇口自贸片区管委会主任田夫，深交所所长吴利军、总经理王建军等出席上市仪式。

李建红表示，招商局集团将全球港口业务优质资产注入招商港口，是积极践行国家供给侧结构性改革的重大举措之一。通过本次资产重组，招商港口成为招商局集团港口业务板块管理和资本运营的平台，有利于实现资源集聚、提高配

置效率、提升上市公司盈利能力，对于招商港口未来的发展、区域港口的整合与协同乃至中国港口行业的做强做优做大具有十分重要的意义。

田夫表示，根植于深圳蛇口的招商港口，以“世界一流的港口综合服务商”为目标定位，大力推进“大港口+大物流综合服务体系”的综合港口生态圈建设，积极在全球布局港口网络，成为“一带一路”的重要参与者和推动者。本次资产重组顺利完成，为招商港口开启了发展的新篇章，招商港口要为深圳朝着建设中国特色社会主义先行示范区的方向前行、努力创建社会主义现代化强国的城市范例作出新的贡献。

王建军表示，招商港口本次重组是招商局

集团继招商蛇口、招商公路之后又一次重大产业战略布局，是落实国企改革总体部署、集中资源做强做优主业、提升资产证券化水平的重大成果，也是资本市场推动国企深化供给侧结构性改革的重要体现。深交所将认真贯彻落实习近平总书记在庆祝改革开放40周年大会和中央经济工作会议重要讲话精神，提高服务经济高质量发展的能力和水平，发挥深市多层次资本市场特色和创新资本形成优势，加大对产业整合并购重组支持力度，切实服务国资国企改革、粤港澳大湾区建设等国家战略。

招商港口整体上市实现了招商局集团港口业务资产的优化整合，是继2015年完成招商蛇

口整体上市、2017年完成招商公路整体上市之后，招商局集团与深交所战略合作落地的又一重要成果，是双方推进国资国企改革，支持上市公司聚焦主业，推动国有资本做优做强的合作典范。本次资产重组具有并购主体体量庞大、重组方案创新的特点，重组交易金额达246.5亿元，是深市上市公司2018年完成的金额最大的并购重组交易。近年来，深市国有上市公司全面推进国企改革，借助资本市场平台通过债转股试点、资产证券化、专业化重组等多种方式整合资源，实现产业布局调整和转型升级，持续深化供给侧结构性改革，为经济高质量发展注入新动力。

## 证券基金业首席经济学家例会： 经济新动力新动能不断加强

中国证券业协会近日组织召开第一次证券基金行业首席经济学家季度例会，学习贯彻习近平总书记在纪念改革开放四十周年大会上的讲话精神和中央经济工作会议的精神，研究分析2019年宏观经济形势，展望2019年资本市场发展，提出资本市场制度建设的意见建议。

与会专家认为，当前中国经济处于新旧动能转换中，新动能主要来自于科技进步及信息技术的发展，新动力、新动能正在不断加强；在人口红利逐渐释放的背景下，工程师红利正在开启；宏观政策弱刺激，货币政策边际放松正在对经济起到积极作用，明年人民币汇率贬值压力有望相对缓解。面对复杂的外部环境和中国经济下行压力，专家认为应当加速经济转型，更加注重人才、信息、技术、科技等新的经济增长核心要素对经济发展的推动作用，采取多元的创新方式，加快发展普惠金融，并充分发挥资本市场在优化企业财务结构中的作用，促进民营企业发展。

中国证监会副主席李超出席本次会议，并与首席经济学家进行了交流，回应了各位专家反映的市场关切。证监会有关部门负责人，中国证券业协会、中国证券投资基金业协会、中证金融研究院等单位负责人参加了本次例会。（徐昭）

# 政策工具护航 资金面跨年无忧

□本报记者 王姣

临近岁末，央行对资金面的呵护之情溢于言表，但市场仍有一定顾虑，近期跨年资金价格明显抬升就体现了这种担忧。综合机构观点来看，跨年叠加春节时点，货币政策需兼顾内外平衡，市场利率可能出现波动。不过，预计届时央行将灵活运用逆回购、降准、MLF续作、春节期间临时流动性支持等工具予以应对，资金面跨年大概率平稳。

本周7天、14天期逆回购利率分别上探4.8%、6%，双双创下近半年新高，表明市场对跨年流动性预期仍偏谨慎。投资者的担忧主要集中在两方面：一是除常规跨年扰动因素外，2019

年一季度地方政府债发行节奏可能提速，货币政策除了对冲和管控春节因素外，还需重点应对地方政府债发行缴款因素，对流动性的考验更大；二是当前货币政策的重点在于宽信用，同时政策还需稳汇率及预防金融市场加杠杆抬头。恰逢跨年叠加春节时点，兼顾内外平衡的同时不排除资金面出现结构性紧张。

但要看到，市场流动性同时具备三大支撑，决定了未来流动性合理充裕的状态不会改变。

首先，2019年货币政策相比今年可能更偏宽松，明年1月不排除央行进一步降准以对冲资金缺口的可能性。中央经济工作会议定调明年经济下行压力较大，强调稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕”，不同于过去

两年货币政策保持“稳健中性”的提法，去掉“中性”或意味着明年货币政策相比今年更宽松。同时，为改善货币政策传导机制，解决中小企业和民营企业融资难、融资贵问题，降准与结构性降息仍是可选工具。

值得注意的是，近年来，在春节因素的管理方面，央行倾向使用创新的流动性管理工具替代单纯采用逆回购操作。机构认为，央行此次也可能采用2017年年底时的“临时准备金动用安排”等工具对冲春节因素。

其次，与往年相比，此次跨年资金面面临的不同因素主要是配合地方债发行，预计央行流动性操作会予以支持。

最后，货币政策虽需兼顾内外平衡，但重

心仍在于内部平衡，并且海外环境和汇率对货币政策的掣肘正在弱化，外汇占款继续下降的风险不大。2018年以来，内外平衡以内为主的政治取向非常明晰，尤其在美联储12月议息会议决议出台之前，中国央行通过“重启逆回购+创设定向中期借贷便利（TMLF）+增加再贷款再贴现额度”三管齐下“补水”，且随后保持公开市场操作利率不变，充分体现了国内货币政策的独立性。进一步看，近期市场对美联储未来加息路径的预期出现分歧，随着美联储加息步伐趋缓，对中国汇率政策及货币政策的掣肘也将继续弱化，中国央行降准甚至降息的空间将进一步打开，预计“宽货币+宽信用”的政策组合将继续推进。

## 港股市场机遇与风险并存

今年以来，国家出台了《试点创新企业境内发行股票或存托凭证并上市监管工作实施细则》，以吸引更多的高科技企业在境内融资上市，并且即将推出科创板。在这样的大背景下，未来港股市场会走向何处？

“对于国内还未上市的新经济公司来说，海外上市还是较好选择，特别是港股开始实行同股不同权之后，市场吸引力大大增加。”赵一洋指出，未来港股景气度依然有支撑基础。

此外，在专家看来，港股规则较为清晰，科创板规则尚未制定完善，从目前监管层释放的消息来看，科创板门槛将会较高。而港股凭借多样化的市场以及机制，依然是企业重要的上市渠道。

12月，建银国际发表研报称，明年上半年港股仍将面临较多不利因素。从内部环境来看，中国经济减速和人民币贬值、本地利率跟随着美息上升将对港股产生升值和盈利的双重挤压；从外部环境来看，美股面临不断加大的回调压力，进而对港股形成拖累。

不过，在业内人士看来，港股市场依然是投资机构重要的退出渠道。“港股破发较多是估值虚高的中概股，因此并不影响港股本身在国际金融市场的地位。大量具有外资股东背景的科创企业，可能还是会选择退出机制更完善的海外市场。”沈萌表示。

# 2018港股破发潮折射高估值泡沫 未来恒指走势仍不确定

文/王谦

即将结束的2018年最后一个月份，亚太资本市场延续着今年以来的低迷态势。

香港股市方面，自今年1月底恒生指数创出33484.08点的历史性高点之后，恒生指数即处于震荡下行的态势。截至12月25日收盘，恒生指数收于25651.38点，下跌0.40%，较年中高位已经下挫逾7800点，调整幅度达到23.40%。

市场不景气之下，年内密集登陆港股的新股也受到影响，甚至出现“一二级市场倒挂”情形。同花顺数据显示，截至12月25日，今年在港上市的内地企业中，有七成现价低于首发价。笔者采访发现，企业已经选择放缓登陆港股的步伐。

## 登陆港股内地企业中近七成破发

根据同花顺问财数据，截至12月24日，年内208家在港上市的公司中，有111家公司收盘价跌破首发价，破发率高达53.37%。其中，注册地在内地的86家企业中，58家最新收盘价低于发行价，破发率达到67.44%。

可以观察到，一些企业破发幅度较大。截至12月24日，较发行价跌幅超过40%的港股内地上市公司有11家，跌幅超过20%的企业有33家。股价几乎腰斩的不乏汇付天下（01806.hk）、歌礼制药-B（01672.hk）、51信用卡（02051.hk）、映客（03700.hk）等明星公司。

在专家看来，破发潮背后是整体经济的不景气。10月19日，国家统计局公布第三季度国民经济数据，显示第三季度中国GDP同比增长6.5%，低于前三季度整体GDP6.7%的增速。

“今年以来，世界经济和中国经济都在承受下行压力，全球股市都出现下跌情况，导致包括港股在内的整个二级市场都在经历估值回调。因此，上市破发属于正常的市场反应。”苏宁金融研究院高级宏观研究员赵一洋表示。

“新股的密集上市，对港股市场资金面形成压力，特别是在市场表现不佳的背景下更是如此。而且，挂牌新股越多，也会给投资者一种麻木感，一种目不暇接之感。”今年9月，财经专栏作家曹中铭在一篇博文中称，“港股市场的IPO潮体现出其承载能力，破发潮则折射出港股市场对于个股估值的自我纠偏能力。与之相比，A股还存在一定的差距。”

## 破发或折射高估值泡沫

尽管市场不景气，但同样有专家指出，部分企业估值过高，也成为调整的重要触点。

例如，平安好医生发行价高达54.8港元，市盈率超过48倍。公司上市第一个交易日收盘涨幅为零，第二个交易日即破发，目前股价仅为28港元左右。歌礼制药发行

价格为14港元，如今股价不到6港元，但市盈率仍超过150倍。

“原来国内资本市场，对一些传统行业上市公司的估值给到30至40倍PE，未来二级市场估值与国外成熟市场接轨后，预计这类企业的合理估值水平应在15倍PE左右。反观目前一级股权投资市场，标的企业的估值仍较高”，海通证券总裁助理、海通开元投资有限公司董事长张向阳曾表示。

“这一轮在港股上市的公司都为国内新经济的头部公司，这些公司在港股上市前，在国内股权一级市场一般都做过多轮融资，并且正值前两年的一级市场爆发式增长的时间段，因此发行价普遍偏高。”赵一洋表示。

“大部分新经济公司在香港发行新股的估值倍数明显高出了同类公司在美国上市时的估值倍数，这可能说明在港上市的新经济公司定价时更加强势，自然在后市交易中会承受更大的破发压力。”李小加写道。

“无论是由何种原因造成的，市场总有自动调节的功能。近来随着市场进入调整，一些发行人已经开始理性地调整发行价格区间或发行规模。这是非常良性的互动，说明市场这只看不见的手正在发挥作用。”李小加表示。

## 破发或影响投资者信心

面对破发潮，一些企业放缓了IPO的步伐。

“今年行情不好，我们准备放缓公司赴港上市的节奏，”一家拟登陆港股的国内互联网公司内部人士表示。

在投资界人士看来，破发对企业的具体经营影响有限，更多体现为对后续融资和投资者信心的冲击。

“破发其实对企业经营短期影响不大，因为IPO对企业短期最大的作用是从公开市场募资，但破发时这个动作已经完成。但长期看如果股价持续低迷，会影响后续从公开市场融资，以及影响投资者对公司信心。”香颂资本执行董事沈萌表示。

另一方面，破发可能导致参与企业初创期风投机构的亏损。“上市对于风投机构来说意味着一个比较好的退出机制，所以上市破发对于风投机构而言，会有一定的负面影响，在此影响下，风投机构对于是否那么急着让企业上市，可能会有一定的迟疑。”苏宁金融研究院特约研究员、经济学者江翰说。

“在一二级市场倒挂形势下，投资机构会更加保守，对于项目的投资标准会提高，初创公司的估值会被压低，二级市场的估值下行压力最终还是会向一级市场传导。”赵一洋表示。