



# 深市改革提速 创业板现有制度完善可期

□中山证券首席经济学家 李湛

## 深市改革侧重两个维度

在外部不确定性较强的条件下，今年下半年以来，不仅是监管层多次公开表态要加快推进资本市场改革以及扩大对外开放，政府还在不断推动相关方案和政策的落地，比如，贷款利率并轨、增加人民币汇率弹性、资本市场“深改12条”、金融业开放“新11条”、取消QFII/RQFII投资限额、促进中国股市和债券被纳入国际权威指数（MSCI、富时罗素、标普道琼斯等）等。

9月9日至10日，证监会召开深化资本市场改革座谈会提出“深改12条”后，近日证监会主席易会满来深调研，市场普遍认为这是创业板改革和注册制经验推广将加速的信号。

深市的改革可能侧重于两个维度：一方面，完善创业板现有制度的改革。创业板的定位是为具有高成长性的中小企业和高新技术企业提供融资和股权交易的平台。从创业板2009年10月上市交易以来的历史发展进程看，虽然创业板的发展规模不断增加，但也暴露出前期顶层设计方面存在结构性问题。此次提到的“加快完善创业板发行上市、再融资和并购重组制度”，有望改善目前创业板存在的问题。

另一方面，推进注册制在创业板的推广。科创板注册制的实行既是增量改革的试验田，也是促进增量改革向存量改革推广的突破口。目前在上交所实行的注册制，从发行、交易、信息披露到监管等流程、制度和法律法规基本已经搭建完成，并且当前科创板运行较为稳定，具有复制推广的基础。将注册制在

**近日，证监会主席易会满到深圳调研。笔者认为，在外部不确定性因素较强以及中国加速推动改革开放的背景下，易会满此次来深，释放了创业板改革和注册制推广的重要信号。**

创业板上推广至少在技术和制度层面不存在明显障碍，未来注册制也可能继续在沪深主板上面推广。

## 加速与国际资本市场对标接轨

目前，中国股票市场规模全球第二，但从国际化水平来看，与欧美发达国家以及部分新兴经济体之间还存在较大差距。这不利于提升中国金融企业的国际竞争力，在大国博弈中也易处于被动地位。深化深圳资本市场的改革，加速粤港澳金融市场的互联互通，促进深市与国际资本市场的对标，有利于提升中国资本市场的国际影响力，也有利于中国金融市场的对外开放，不断做大做强中国资

本市场。

2019年以来中国股票市场的投资回报率在国际市场上表现较好，整体估值依然处于历史地位，具有相当的吸引力。但是，从中国股票市场的持股结构来看，截至今年二季度，外资持股占A股流通市值比例不足4%，占比较低。中国股票市场在市场准入、发行、交易、监管、风险对冲机制等方面国际化程度偏低，也是限制外资流入的重要原因之一。

深圳资本市场与中国香港资本市场不仅在物理空间上较近，可以利用区位优势吸引相关优秀人才、引进先进管理经验和技术；而且在推动社会主义先行示范区以及粤港澳大湾区建设的背景下，深圳也可以利用政策优势，通过与港澳金融市场的互联互通，促进深圳资本市场在发行、交易、并购重组、再融资等一系列制度上与国际接轨，提升深圳资本市场的国际化水平，为国内外投资者提供更加多元化的投融资渠道。

## 为中小企业提供多元化融资渠道

自去年以来，国际形势错综复杂，中国经济面临百年未见之大变局，政府将提升金融业竞争力上升至国家战略高度，并提出金融供给侧结构性改革。在中国经济结构由劳动密集型、资本密集型向知识密集型转型的过程中，金融结构也需与中国的实体经济相匹配。相关媒体的报道中也提到，整体谋划、突出重点、分步实施、抓住节点，全力推进深圳资本市场改革发展，尽快取得阶段性成效，切实提升资本市场服务实体经济的质量和效率。

中国的金融结构一直是以间接融资为主，在国企主导的劳动密集型和资本密集型经济发展过程中曾经取得过较为亮眼的成绩。但是，银行出于风险偏好的原因，天然偏好具有良好政商关系和优质抵押品的国企和行业龙头企业。中小企业和高新技术企业这类缺乏信用记录和优质抵押品的企业，风险定价能力较差，银行为其提供的金融服务也就不太到位。

深化深圳资本市场改革，构建多层次资本市场，提高直接融资比例，为中小企业和高新技术企业提供多元化的融资渠道，有利于提升金融服务实体经济的效率，使得金融结构与实体经济发展需要相匹配，也有利于促进中国经济结构向高质量转型。对于中小企业和科技企业而言，由于其尚处于发展早期，距离成熟企业还有一定距离，各项财务指标还有较大提升空间，就决定了其达不到在主板上市的要求，需要另辟交易场所。虽然深交所已经成立了中小板和创业板，但是由于准入门槛较高，很多科技企业在早期被排斥在外，需要推动其在制度上有更多的改革和创新。

另外，从国际市场已有经验来看，许多发达国家和新兴经济体均成立有专门为中小企业和科技企业融资服务的相应交易场所，比如美国的NASDAQ、英国的AIM、韩国的KOSDAQ、KONEX、巴西的Novo Mercado、印度的CNX Nifty Junior、CNX Smallcap等。这些国家在为中小企业和科技企业融资方面，已经取得了较多成功经验，也值得中国学习和借鉴。

宏观基本面风险不容忽视。从行业风险角度看，核心企业在供应链融资中担当了整合供应链信息流、资金流、物流的关键角色，代表了供应链的核心价值。适合作为供应链金融ABS核心企业的特征为主体信用评级高、行业展望稳定、龙头企业为主。从政策风险看，就目前发展较快的地产类供应链金融ABS而言，存在一定的监管风险，后续的政策动向存不确定。

供应链金融ABS是以核心企业供应链条上下游真实交易为基础，以未来交易的现金流收益为保证，对核心企业上游供应商存量应收账款债权开展常态化、可持续发行的资产证券化。供应链金融ABS需重点关注以下三大风险。

宏观基本面风险不容忽视。从行业风险角度看，核心企业在供应链融资中担当了整合供应链信息流、资金流、物流的关键角色，代表了供应链的核心价值。适合作为供应链金融ABS核心企业的特征为主体信用评级高、行业展望稳定、龙头企业为主。从政策风险看，就目前发展较快的地产类供应链金融ABS而言，存在一定的监管风险，后续的政策动向存不确定。

供应链金融ABS信用风险需警惕，供应链金融ABS信用风险主要包括核心企业的信用风险及其合作机构的信用风险。核心企业的信用风险体现在其对底层资产的确权和贸易真实性两个方面。从确权上看，货物贸易确权相对简单，但服务贸易由于大量应收账款的边界比较模糊，确权相对比较困难。从贸易真实性上看，其核查一般通过销售合同、发货清单等文件来进行，当基础资产种类较多，抽样调查的情况下贸易真实性存在较大不确定性。

合作机构的信用风险主要体现为保理公司资质问题。保理类供应链金融ABS的资金是直接付给保理公司而非底层的付款方，银行受让的是保理公司的应收账款或收益权。而在后续回款过程中，资金要通过保理公司转付，从而涉及保理公司运作的规范性问题。

产品设计风险需关注。产品设计风险主要包括循环购买风险和资产集中度风险。供应链金融ABS基础资产账期通常相对较短，但融资人希望资金的期限更长，所以一般会采用循环购买的结构设计解决资产端与产品端期限不匹配的问题。循环购买期间将面临资产质量下降甚至新增合格资产不足的风险。集中度风险主要体现在实际操作中，核心企业在挑选基础资产时会偏向规模相对较大的资产，但投资人既希望资产有一定的分散性，又不能过于集中。

## 不同的收益特征

不同的情况下，供应链金融ABS有不同的收益特征。

一是核心企业和非核心企业信用品种的投资价值逻辑。核心企业信用品种投资价值与信用债具有一定的替代性。目前发行量较多的供应链金融ABS产品，其基础资产本质上是核心企业的应付账款，且核心企业母公司对应付账款进行了确认，投资收益更看重其核心企业的信用以及信用保障措施，投资价值可视为核心企业信用债的短久期、高收益、有一定流动性的替代品，并就收益、流动性、监管指标等进行权衡。

非核心企业的信用品种投资价值需综合考虑平台稳定等因素。此类产品的最终付款人往往是核心企业的核心用户，核心企业利用其信息优势为其提供了授信，并将这种授信输出到市场。此类产品的投资价值取决于核心企业的平台是否稳定，其掌握的信息是否能够创造基于供应链的、新的信用判断价值，以及资产筛选标准是否严谨，资产历史数据表现是否稳健。

二是应收账款与保理债权类不同底层资产投资价值逻辑。应收账款ABS是产业链上下游公司产生的贸易应收账款，基本不存在利息，因此为覆盖ABS本息，则需要进行超额覆盖。由于不存在利息，延期付款的代价不高，逾期情况较为普遍，所以，会设立加速清偿条款，并以一定累计逾期违约率为触发条件。

保理融资债券类区分有追索权和无追索权。有追索权下，保理商仅提供包括融资在内的其他金融服务，保理商有权向债权人追索已付融资款项并拒付尚未收回的差额款项。无追索权下，保理商根据债权人提供的债务人核准信用额度，在信用额度内承购债权人对债务人的应收账款并提供坏账担保责任。

## 商业银行应拓宽行业布局

近年来，供应链金融ABS市场存在较大发展空间，具有期限短、收益高、风险可控的特征。商业银行应采取适当策略，拓宽供应链金融ABS产品的行业布局，把握市场新机遇。

一是把握供应链金融发展新动向，合理拓展供应链金融ABS行业布局。商业银行首先要关注关乎民生的基础性行业，既是居民刚性需求，也符合消费升级的方向；其次，要有政策的重点扶持，符合金融“脱虚入实”、促进实体经济发展的政策导向；第三，行业拥有庞大的上下游体系，契合供应链金融业务发展的特点。

二是把握供应链金融ABS市场发展机遇，储备非标处置新选项。强监管背景下，ABS成了表外非标存量处置的重要方式，通过ABS非标转标后，商业银行表内外认购余额部分可在市场上直接出售。目前商业银行投资的主要品种是信贷资产ABS，与之相比，供应链金融ABS投资中，商业银行可以向金融产业链上游延伸，有效提高银行的风控和议价能力，从而提高理财资金投资收益。

三是应充分发挥商业银行总分行联动优势，最大化供应链金融ABS的收益风险比。一方面，商业银行可以充分利用分支行优势，深入了解供应链各企业间贸易真实性、上下游客户的稳定性以及主体企业的行业竞争情况。另一方面，商业银行在投资和承销分行推荐的供应链金融ABS的同时，也实现了分行存款的留存，提高了分行的存款水平。此外，还应摸索建立总分行绩效与责任分配机制，既要做到激励标准具有市场竞争力、能够调动核心人员主观能动性，也要做到激励与风险承担之间相匹配，尽量避免只分利润、不承担责任或是只担责任、不分利润状况出现。

# 房地产行业数据背离 企业要调整战略战术

□荣盛发展首席经济学家 尹中立

荣盛发展研究院研究员 齐心

年初以来，土地购置面积与新开工面积指标走势出现严重背离。究其原因，主要有以下几点：一是年初以来，土地合作开发和并购大幅增加，但由于二级市场土地交易信息并未完全纳入统计体系，收并购土地不计入土地购置却会产生新开工。二是新版《城市房地产管理法》将闲置土地处理上升至法律层面，各地加速闲置用地处理；土地增值税法已公开征求意见，未来，通过囤地坐享增值收益将大打折扣，部分陈年囤地加速入市。三是市场预期发生转变，开发企业追求高周转；在地方政府配合下，“拿地即开工”已成为现实。

## 数据走势出现背离

从房地产行业的正常逻辑看，土地购置面积增速与新开工面积增速之间存在高度正相关关系，当开发商对市场持乐观预期时，土地购置面积增速增加，新开工面积增速同样加快，反之亦然。因此，在正常情况下，二者之间是保持一致的，两个指标的数字也会基本相同。

然而，自2019年初以来，土地购置面积增速与新开工面积增速的走势之间发生了显著背离。今年前8个月，土地购置面积同比增速平均值为-30%，而房屋新开工面积同比增速平均值为10%（见图），两个数据相差40个百分点，出现了严重的背离现象。笔者认为，这在一定程度上反映出宏观经济政策、行业运营、企业经营模式的变化，值得深入研究。

## 土地收购会形成新开工

2018年股市大幅度下跌，导致很多民营控股类公司债务危机加剧，而债务危机的传导必然影响到土地市场，很多公司为了偿还债务，被迫处置土地资产。因此，2018年下半年以来，土地市场收购兼并项目显著增多。进入今年5月份之后，房地产金融政策明显收紧，部分房地产企业迫于资金困难，加速转让项目股权。截至今年三季度，泰禾集团已经处置了12个项目，回笼资金约84.45亿元；新城控股共转让了21个项目；阳光100通过股权转让协议，回笼资金约60亿元。百强房企尚且如此，部分中小房企更是频繁通过甩卖项目求生。

另外，在土地价格持续攀升的背景下，通



## 囤地行为将消失

土地闲置管理已上升至法律层面。早在1999年，原国土部就出台了《闲置土地处置办法》，并于2012年进行修编，明确提出：土地闲置长达两年的，地方政府可以无偿收回使用权。由于该政策只是处置办法，并未上升到法律层面，虽然有地方政府尝试实施，但并未大面积推广。

2018年新版《城市房地产管理法》征求意见稿，第二十六条明确提出，超过出让合同约定的动工日期满一年未动工开发的，可以征收相当于土地使用权出让金20%以下的土地闲置费；满二年未动工开发的，可以无偿收回土地使用权。同年，地方政府纷纷出台政策，加强闲置土地管理。2018年8月，安徽省政府办公厅印发《清理处置批而未供和闲置土地专项行动方案》。同年9月，陕西、四川等地先后启动批而未供土地和闲置土地清理处置攻坚行动。受此影响，部分开发企业陈年囤地被迫破土动工。

土地增值税立法，囤地收益将大打折扣。

开发企业将仔细掂量囤地扣除税收后的收益比率，囤地、炒地意愿将减弱，部分陈年囤地有望加速入市。

## “拿地即开工”成为现实

本轮房地产上升周期已经持续了近4年，自2018年下半年之后，市场预期已经发生了变化，表现为新房去化周期变长。尽管有2019年初信贷宽松的刺激，房地产市场有过短暂的“小阳春”，但随后的7月底高层明确提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，加上房地产金融政策明显收紧，市场预期再次回落。

一方面，在市场预期发生根本性转变的背景下，加之整体信用环境偏紧，房企纷纷抢开工，推行“高周转”模式。因为只有开工后才可申请开发贷，同时加快施工直至取得预售证，通过预售获取销售回款来应对资金压力。另一方面，随着预期发生改变，土地价格增值的空间已明显缩小；随着土地溢价率回落和流拍的增加，部分三四线城市甚至可能会出现土地价格下降，囤地已没有意义。

为进一步提高行政审批效能，进一步优化营商环境，部分地方政府也在简化流程，助力开发企业实现高周转。9月4日，南京市规划和自然资源局发布《关于进一步优化新取得建设用地使用权范围内临时建筑审批工作的通知》。开发企业建设临时售楼处等配套项目，取得临时施工许可的过程，从几个月到一年甚至更长压缩至一天。按照《通知》，最快办理当日就可开工，“拿地即开工”成为现实。

## 房企要转变思维模式

土地购置面积与新开工两个指标数据走势出现背离，体现出房地产法治建设加速推进，对行业的规范治理显著加强；反应出地产宏观调控思路的转变，对行业发展预期产生的重大影响。

中央已经明确，将坚持“房住不炒”的定位不动摇，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。

对企业而言，一方面，应密切关注房地产领域法律法规以及制度建设，并及时评估相关政策法规对行业发展、企业运营带来的影响，以积极应对；另一方面，要顺应大势，转变思维模式；调整战略战术，以应对新的趋势和新的环境。