

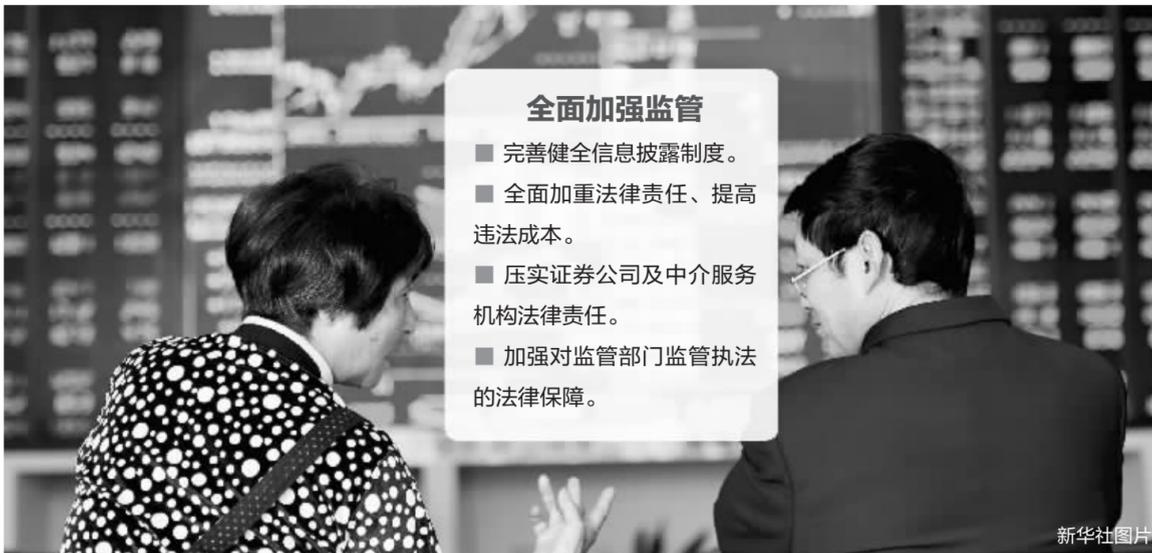
■ 聚焦新证券法

新证券法强化放管结合兼顾投融资平衡

□国浩律师(上海)事务所资深顾问、华东政法大学兼职教授 黄江东

证券法是资本市场的基础法和根本法,其修订关系到资本市场的改革发展大局,决定着资本市场未来很长时间的法治方向,更与每个市场参与者的利益息息相关。

新证券法按照顶层制度设计要求,进一步完善了证券市场基础制度,体现了市场化、法治化、国际化方向,为证券市场全面深化改革落实落地,有效防控市场风险,提高上市公司质量,切实维护投资者合法权益,促进证券市场服务实体经济功能发挥,打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场,提供了坚强的法治保障。本次修法的亮点有很多,归纳起来有两条主线:一是放松管制、加强监管,进一步凸显了市场化、法治化要求;二是兼顾投融资平衡,在更加畅通融资渠道的同时,突出强化了投资者保护。



全面加强监管

- 完善健全信息披露制度。
- 全面加重法律责任、提高违法成本。
- 压实证券公司及中介服务机构法律责任。
- 加强对监管部门监管执法的法律保障。

新华社图片

降低准入门槛 激发市场活力

一是放宽、扩大“证券”范围。新证券法增加了资产支持证券、资产管理产品发行、交易的管理办法。明确“资产支持证券、资产管理产品发行、交易的管理办法,由国务院依照本法的原则规定”。旧的证券法对“证券”范围的规定过窄,导致实践中对资产支持证券、资产管理产品等具有证券属性的金融产品,由不同部门监管,监管标准和规则不完全统一,产生了人为的市场割裂,影响了市场的统一性、公平性。新证券法明确了证券的上位法地位,有助于证券监管的统一性、权威性、透明性和稳定性。

二是全面推行注册制,降低证券发行门槛。新证券法明确“核准”改为“注册”,奠定全面推行证券发行注册制的法律基础。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”,删除了对发行企业的盈利要求。大幅简化了公司债券的发行条件。调整优化了证券发行程序,取消发行审核委员会制度。同时规定证券发行注册制的具体范围、实施步骤,由国务院规定,为注册制的分步实施留出空间。

三是进一步减少行政许可。主要包括,取消证券公司董

事、监事、高级管理人员任职资格核准,人员任职问题将完全由公司自主决定。调整会计师事务所等证券服务机构从事证券业务的监管方式,将资格审批改为备案。原则上讲,任何会计师事务所将有资格从事证券市场业务,而不同于目前的40多家,这将进一步激活从事证券业务的会计服务市场。将协议收购下的要约收购义务豁免由证监会免除,调整为按照证监会的规定免除发出要约,表面上看虽只是一个简单的程序调整,实际则可能意味着市场效率的大幅提升。

停或者禁止从事证券服务业务等。

四是加强对监管部门监管执法的法律保障。中国证监会与境外市场同行相比,其执法权限和保障显得不足,典型的如:调查过程中若被调查对象不配合的(故意躲避、恶意抗拒阻碍、作虚假陈述等),监管部门并没有很有效的法律手段及时处置,这在一定程度上影响了监管的效果和权威。新证券法赋予证监会对拒绝、阻碍监管执法的行为可直接处以最高一百万元罚款,这将极大震慑潜在的配合行为。此外,在监管手段上也更一步强化:冻结、查封的期限最长可达二年,不受行政强制法最长六十日的限制;限制证券交易的期限最长可达六个月,大大突破了原来三十个交易日的限制。

全面加强监管 提高违法成本

责任:行政处罚额度,按照违法所得计算罚款幅度的,处罚标准由原来的一至五倍提高到一至十倍;实行定额罚的,处罚金额幅度大幅上升,如由原来规定的三十万元至六十万元,分别提高到最高二百万元至二千万元(如欺诈发行行为),以及一百万元至一千万元(如虚假陈述、操纵市场行为)、五十万元至五百万元(如内幕交易行为)等。

三是压实证券公司及中介服务机构法律责任。规定证券公司不得允许他人以其名义参与证券的集中交易;明确保荐人、承销的证券公司及其直接责任人员未履行责任时,对受害投资者所应承担的过错推定、连带赔偿责任;提高证券服务机构未履行勤勉尽责义务的违法处罚幅度,由原来最高处以业务收入五倍的罚款,提高到十倍,情节严重的,并处暂

强化投资者保护 夯实制度基础

的背景下,具有特殊意义。

二是建立了征集股东权利制度。由于信息不对称等原因,证券市场维权成本高,本次修法允许特定主体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,这为公益性投资者保护机构持股行权拓展了制度空间。

三是完善了上市公司现金分红制度。长期以来,我国股市上有相当一批上市公司是“铁公鸡”,长期一毛不拔,不注重投资者回报。监管部门在实践中进行了有效的监管探索,本次修法将“实有资产”原则,规定了普通投资者与证券公司发生纠纷时实行举证责任倒置。这在我国当前以个人投资者为主

产收益权。

四是探索建立了符合中国国情的证券民事诉讼制度。总结实践经验,规定了先行赔付制度。建立了代表人诉讼制度,即在我国现行民事诉讼法的法律框架下,充分发挥投资者保护机构的作用,允许其接受50名以上投资者的委托作为代表人参加诉讼。建立了“默示加入”“明示退出”的诉讼机制和示范判决制度,为投资者维护自身合法权益提供方便的制度安排。

笔者认为,新证券法较好地回应了市场发展需求,总结吸收了证券监管与司法实践的优秀成果,体现了“放管服”的时代趋势。有理由相信,这将更好地奠定我国证券市场长期健康发展的制度基础。

年内降息 是大概率事件

□华东师范大学中国金融研究院研究员 胡月晓

自从2012年以来,我国货币和信贷增长维持了平稳的态势。但从趋势上看,受风险防控、资本金约束、准备金限制等多项因素的综合影响,金融机构的后续正常增长能力也受到限制,并集中表现在新增信贷和社融增长的偏缓慢(与往年相比)。展望2020年,笔者认为,降准降息仍是未来6-12月内政策选项,年内降息仍是大概率事件。

货币乘数难以持续扩张

2018年底我国超储率为2.4%,按存款性公司的存款总额175.4万亿元计算,有超额准备金4.21万亿元,同期准备货币总额为33.1万亿元,因此,2019年要实现广义货币(M2)8.0%的增长,通常情况下至少要有2.31万亿元的新增储备投放。然而实际情况是,截至2019年11月,货币当局当年减少了基础货币2.7万亿元。基础货币减少的同时,还能维持广义货币增长的平稳,说明货币乘数在提高,说明金融机构经营越来越依赖货币市场和资本市场。

2018年以来,我国储备货币不是增长不足,而是处于收缩阶段。经济底部徘徊和金融市场整顿时期,由于金融扩张放缓,货币乘数难以持续扩张。信贷增长持续超过货币增长且两者持续呈现高差距状态,说明货币乘数实质进入收缩阶段——经济活跃时期,同样的信用创造会带来更多的货币。

随着2019年宏观经济形势的变化,我国的货币环境再度发生变化,货币增速比2018年底略有抬升,基础货币利率也随货币小幅下降。我国的利率曲线形态变动亦再度发生变化,呈现出了区间窄幅震荡波动的态势,利率曲线高度基本稳定。

降准将通过对货币投放结构的影响,降低基础货币整体利率水平,进而对货币市场利率下行产生影响,并通过系列利率传导机制,带来整体市场利率体系的下降。其中,金融市场利率将很快产生影响,受时滞效应影响,借贷利率和债券中长期利率短期内或保持相对稳定。即使降准后货币市场利率和资本市场利率短期没有下移,但降准后带来了货币利率下行潜在趋势,这也将提升资产估值水准。

降准有望继续实施

展望未来,笔者认为,降准降息仍是未来6-12月内政策选项。

我国货币增长的这种格局,从根源上看,是我国基础货币增长难以有效地持续扩张所决定的。由于国际收支和国际经济、金融形势的变化,中国外汇储备已结束增长进入持续走平期。2018年10月份后,中国央行持续货币增长出现持续负增长状态:2018年10月-2019年11月期间,仅有2月为正增长。在这种情况下,要维持宏观流动性增长的平稳,即维持M2增长平稳,央行实际上面临很大压力。在新增基础货币现有工具难以扩大的情况下,降准是最有现实意义的选择,毕竟我国降准空间很大。

因此,在基础货币增速持续为负状态下,要保持广义货币增速相对平稳,就只有继续提高货币乘数;此外,降低储备货币获得成本,保持货币市场的稳定,也要求我国进一步下调RRR。为维持货币乘数高位,保持广义货币增速相对平稳,以及降低储备货币获得成本,保持货币市场的稳定,中国或进一步下调RRR。在我国新基础货币投放机制未形成前,即央行直购资产成为基础货币投放主渠道之前,降准是中国央行难以避免的选择,2020年内仍需要降准1%-2%。

对于降息而言,进一步降息的趋势仍存。“降成本”成为当前供给侧结构性改革的重心,融资成本偏高作为经济活动中的客观事实,自然会进入政策视野,降息也就成为未来必不可缺的政策选项,尽管暂时条件不具备,但年内出台仍是大概率事件。

转型升级和去杠杆是长期过程,加上我国经济中各产业普遍进入成熟期,微观层面的经营难度上升和竞争加剧是一个不可逆趋势,这实际上也是经济得以进步的必要条件。这使我国对降息以缓和经营压力的需求,一直处于刚性状态。在政策操作环境下,发达经济体平常化的负利率状态,造成了低利率的国际金融环境,亦使得中国基准利率下行的空间得以打开。

调控政策空间足 深化改革增加新动能

□国家信息中心经济预测部

2019年以来,在外部风险挑战明显增多和内部经济下行压力加大的背景下,我国深化供给侧结构性改革、强化逆周期调节,国内经济总体保持平稳运行,主要宏观经济指标处于合理区间。预计2019年四季度我国经济下行压力将有所缓解,全年GDP增长6.2%左右,可以实现预期调控目标。展望2020年,国际环境依然复杂严峻,特别是实体经济不振引发全球经济减速、金融风险上升。国内面临着外部不确定性因素影响深化,制造业经营困难等问题。但是,我国经济具有超大规模性,调控政策仍有一定空间,扩大金融等领域对外开放增强发展新活力,深化结构性改革增加发展新动能,创新驱动拓展发展新空间。预计2020年我国GDP增长6.0%左右,2020年是全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年,稳字当头,坚定不移贯彻新发展理念,坚决打好三大攻坚战,加强宏观调控政策协同配合,确保全面建成小康社会圆满收官。

经济下行压力有望缓解

2019年初,通过降准、减税、地方政府专项债券加速发行、中央预算内投资提前下拨等举措,市场预期和信心增强,一季度我国经济增长好于预期。二季度以来,我国经济下行压力加大,特别是制造业减速明显。我国经济增速呈逐季放缓态势,前三季度GDP分别增长6.4%、6.2%和6.0%。

一是服务业支撑能力增强,制造业生产减速明显。服务业保持平稳增长态势,对经济增长贡献率超过六成。工业生产呈放缓态势,特别是制造业下滑明显。二是消费需求仍是最重要引擎,货物贸易顺差大幅增加。消费需求的基础性作用较强。前三季度,最终消费支出对经济增长贡献率达到60.5%,仍然是经济增长最重要的引擎。净出口对经济增长的贡献加大。三是内价助推消费价格逐月回升,原材料下拉工业品价格。四是重点改革任务扎实推进,新动能持续显著成长。供给侧结构性改革不断深化。3D打印设备、服务机器人、智能手表、充电桩、平板电脑、新能源车等新产品产量分别增长157.6%、145.7%、84.5%、74.0%、33.0%、30.8%,呈现高速增长态势。五是减税降费取得良好成效,社会融

资规模有所改善。六是四季度经济下行压力将有所缓解,可以实现全年调控目标。

2019年四季度在政策效应、基数效应等因素影响下,我国宏观经济下行压力有望缓解。首先,宏观经济政策做出预调微调。财政政策重在落实落细减税降费,更加重视补短板和信息网络等新型基础设施建设,专项建设债券可用于基建项目资本金,提前下达2020年专项债部分新增额度。从货币政策来看,2019年9月份实施普降和定向降准,可投放流动性9000亿元,并深化金融供给侧结构性改革,大力优化融资结构。其次,上年同期各项经济指标基数相对较低。再次,外围不确定性因素对进出口的负面影响是在2018年11月、12月份体现出来的,因而2019年四季度进出口降幅有望收窄乃至回升。同时,中美贸易磋商取得第一阶段实质性成果。因此,预计全年GDP将增长6.2%左右,可以实现预期调控目标。

经济发展基础坚实

多领域开放举措加速落地,增强发展新活力。近期,我国在深化制造业开放、加快金融等现代服务业开放、完善对外开放法律法规体系和更大力度保护知识产权等方面迈出坚实步伐。营商环境持续改善,塑造发展新环境。世界银行《全球营商环境报告2020》中,中国营商环境全球排名上升至第31位,连续两年大幅提升,位列全球营商环境改善最显著的经济体第三名。

供给体系不断优化,壮大发展新动能。当前,面对全球科技变革加速推进的新形势,我国深化供给侧结构性改革,加快建设实体经济、科技创新、现代金融和人力资源协同发展的产业体系。消费市场潜力巨大,拓展发展新空间。目前,我国人均国民收入正在跨越1万美元的关口,庞大的中等收入群体正在形成。参照世界银行的标准,我国中等收入群体大约有4亿人,他们大多有住房、有汽车、有稳定的工作。我国已是全球最大的成长性市场,最终消费支出对经济增长贡献率保持在60%以上。

政策效果进一步显现

在外部环境复杂多变、国内问题多点交织的情况下,我国经济发展要坚定做好自己的事,充分发挥国内发展的韧性、潜力和创新活力,为全面实现小康社会目标“最后一步”做出坚实努力。

综合考虑国内外发展环境和我国潜在经济增长水平,初步预计,2020年我国经济将增长6.0%左右。

生产侧下行压力依然存在。工业生产波动下行。在总需求难有明显好转、企业效益不佳、经营成本较高等因素影响下,工业生产将延续波动下行态势。当然,高新技术和战略性新兴产业等新动能有望继续快速增长。预计2020年规模以上工业增加值增长5.3%左右。服务业将保持较快增长势头。一是《关于新时代服务业高质量发展的指导意见》出台,将在支持传统服务行业改造升级,大力培育服务业新业态、新业态、新模式等方面发挥重要作用。二是服务业对外开放步伐加快,外商直接投资呈现较快增长态势,特别是对金融业投资意愿较强,为服务业转型升级提供新动力。初步预计,2020年服务业生产增长6.9%左右。

需求疲弱态势有所缓解。投资增速将温和回落,政策效果进一步显现。一是在连续多年减税降费政策逐步显效、营商环境大幅改善、企业融资环境转向宽松等因素共同作用下,制造业投资增长状况有望回暖,但增长脆弱性仍然较强。二是房地产市场面临调整压力,开发商融资渠道收窄,房地产企业拿地和建设更趋谨慎,房地产投资增速将趋缓。三是地方政府专项建设债券有望继续加码并加快发行,考虑到所筹资金可以专项建设项目资本金,将会撬动更多资金进入基建领域,基建投资增速有望稳中回升。预计2020年固定资产投资将增长5.0%左右。

消费平稳增长,超预期下拉因素有所缓解。在促消费政策效应逐步显现、就业和收入形势总体稳定、消费短板加速补齐等有利因素支撑下,消费需求将保持总体平稳运行。购置税优惠政策退坡的影响逐步消除,各地衔接政策进一步明确将缓解国五国六标准转换带来的观望情绪,汽车消费将触底企稳,对消费的下拉作用趋弱。此外,商品零售价格涨幅将较2019年有所提高,支撑社会消费品零售总额名义增速。但是,就业承压、高负债对消费的挤出效应仍然存在,消费供给短板尚不能满足新需求、服务消费发展不规范等问题给消费平稳增长提出较大挑战。预计2020年社会消费品零售总额增长8.0%左右。国内经济仍将延续下行态势,外部需求不佳,我国出口面临较大压力。全球经济增长乏力,进口需求难以明显改善。预计2020年美元价外贸出口将下跌3.0%,进口将下跌5.0%左右。(执笔:张宇贤 王远鸿 牛犁 闫敏 邹蕴涵)