

中国社会科学院金融研究所资本市场研究室主任张跃文：

加大执行力度 建立常态化退市机制

推进资源配置市场化

中国证券报：日前提出的资本市场三大核心任务有何新的重要意义？

张跃文：全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制和提高直接融资比重，是《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》中提到的与资本市场直接相关的三项任务。

我国经济处在新的发展阶段，需要全面贯彻新发展理念，推动形成新发展格局，加速向质量效益型增长模式转变。实体经济发展理念的变化带来对资本市场服务需求的变化。传统的经济增长方式强调资本市场融资功能，有意无意地弱化资金使用效率和市场投资功能。进入新发展阶段，经济增长更加注重质量和效益，资源配置要向高效率产业部门倾斜，科技型、自主创新型企业应当得到更多资金支持，这就要求市场机制在资金分配过程中发挥决定性作用，资本市场的运行模式要真正体现资源配置的市场化。

股票发行制度和退市制度是资本市场最重要的两项基础制度，调整这两项制度，将对资本市场运行理念和运行模式产生深远影响。股票发行从核准制转向注册制，以及多元化发行上市标准的推出，意味着股票发行的行政管制进一步弱化，哪些企业能够最终获得资本市场支持，将主要由市场投资者集体决定，股票发行和上市的市场化程度极大提高。如果投资者足够理性，市场运行的规范性和透明度足够好，那么投资者选择的结果显然是优先支持高效率的产业部门和优势企业，使资本市场对于实体经济的支持能够更好符合新发展阶段要求，投资者也能够得到更丰厚的投资回报，促进形成资金与实体经济的高水平循环。

常态化退市机制是一项与发行注册制相配合的改革。股票市场中投资者数量、可投资资金以及监管资源都是有限的，“好钢要用在刀刃上”，面对新兴产业部门的巨额资金需求，必须将有限的市场资源投入到最有潜力的产业和企业中去。那些已经在市场中浪费了大量资源、失去了投资者支持的低质量上市公司，应当适时退出市场，将市场空间让位于更具竞争优势的企业。

提高直接融资比重是我国金融体制改革的一项长期任务。增加直接融资，改变融资压力和金融风险过多集中于银行系统的状况，事关金融体系稳定，必须久久为功、长期坚持。股票发行注册制和常态化退市对于增加直接融资有重要促进作用。这两项改革的成功推行，将明显提高资本市场运行效率，增强市场化配置资金的能力，资本市场融资功能与投资功能更加平衡，进而吸引更多国内外资金入市，为更多企业提供直接融资支持。

目前，这三项任务的推进已经进入关键时期。股票发行注册制即将全面推行，要取得预期效果，还需要通过加强事中事后监管等配套措施予以保障。退市制度改革方案日前明确，距实现常态化退市还有距离，未来仍有较大改革空间。提高直接融资比重方面，近期银行信贷增加较多，加之受部分企业违约的负面影响，信用债融资受到一定抑制，股票融资在科创板推动下虽有明显增加，但体量相对较小，因此直接融资总体增速不容乐观。在这种形势下，监管机构将三项任务列为资本市场建设的核心任务，体现了迎难而上的工作态度，也预示着未来会将更多资源向三项任务倾斜，对于推动三项任务取得新进展具有积极作用。

中国证券报：全面实行股票发行注册制，今年会如何稳步推进，有望取得哪些新的进展？

张跃文：股票发行注册制已经先后在科创板和创业板实施，监管机构和交易所初步建立了“一个核心、两个环节、三项市场化安排”的注册制架构。从实施情况来看，股票发行上市的审核周期明显缩短，多元化的发行上市条件为不同类型企业进入股票市场提供了便利，个股发行上市审核进程的透明度大幅提高。

今年，在科创板和创业板试点经验的基础上，按照新证券法要求，有望在主板和中小板市场全面推广股票发行注册制。下一步，还需要继续完善与注册制相关的各项配套制度，以注册制为龙头推进资本市场深化改革。

我认为主要有以下几项改革要抓紧研究方案并尽快实施：一是进一步加强发行注册制度和上市审核制度的分工与配合，真正实现两个环节各有侧重，主责单位各负其责，减少重复审核，将注册制做实；二是加强企业上市后的持续性监管，要拿出切实管用的措施推进完善上市公司治理，提高信息披露质量，完善动态监管网络；三是增强沪深证券交易所独立性和工作主动性，准予其根据自身市场需要适时调整各层次股票上市制度，拟定更加符合自身特点的上市审核流程，制订各层次股票市场差异化上市制度安排，让多层次股票市场建设真正迈起步子来；四是加强退市制度执行力度和监管，刚刚出台的新退市制度要尽快发挥作用，同时开展下一阶段市场化退市改革方案准备，加快退市改革进程，早日建立常态化退市机制。上述改革工作有的已经启动，正在推进之中，有的还需要各方面条件进一步成熟，相关工作在今年都应当有新进展，确保股票发行注册制落地。

A股将加速转向买方市场

中国证券报：全市场推行注册制后，将对A股产生哪些深远影响？

张跃文：注册制改革突出了股票市场的包容性，加快了新股发行上市进度，使A股市场加速转向买方市场。多元化的上市标准对不同类型的企业体现出更好包容性，一些近期财务指标不够理想的企业可凭借市值和研发投入等优势指标获准发行股票并上市。注册制改革对于A股上市公司的增加起到直接推动作用。监管机构应切实贯彻“建制度、不干预、零容忍”的监管原则，不干涉新股发行数量和节奏，可以预见，随着注册制在全市场推行，我国实体经济高质量发展衍生出的股权融资需求将得到更好满足，越来越多的企业会跻身上市公司行列。大量企业陆续上市，需要有更多的股市资金来承接。因此，A股市场必然会走向买方市场，注册制的施行无疑加速了这一进程。买方市场条件下，投资者将拥有更多发言权，投资者集体态度会明显影响股票市场改革进程。

注册制对股票市场监管理念也将产生深远影响。以往我们比较重视入口监管，注重股市准入门槛的设置和上市企业筛选。实行注册制以后，入口监管功能有所弱化，对事中事后监管特别是上市公司持续性监管的要求提升，监管机构的持续监管能力成为实行注册制的关键配套条件。监管机构将会重新配置监管资源，增加数字技术运用，完善监管协作机制，



中国社会科学院金融研究所资本市场研究室主任、博士生导师张跃文日前接受中国证券报记者采访时表示，今年有望在主板和中小板市场全面推广股票发行注册制。下一步，需要继续完善与注册制相关的各项配套制度，推进资本市场深化改革。应加大退市制度的执行力度和监管，刚刚出台的新退市制度要尽快发挥作用，同时开展下一阶段市场化退市改革方案的准备工作，加快退市改革进程，尽早建立常态化退市机制。

● 本报记者 焦源源



新华社图片 数据来源/Wind 制图/王春燕

以更好监督和指导数量庞大、类型众多的上市公司。

中国证券报：建立常态化退市机制，在拓宽多元化退出渠道方面，还可以做哪些尝试？

张跃文：常态化退市机制的建立，是股票市场基础性制度调整到位的自然结果。单兵突进的退市改革难以取得理想效果，退市制度的调整需要与其他基础性制度改革有机结合。

建立常态化退市机制要与完善多层次股票市场相结合。需要在充分考虑上市公司和市场投资者利益诉求的基础上才有可能建立和完善起来。目前我国上市与非上市企业的估值差距较大，上市公司公众股东数量众多，强制推行严格的退市制度阻力较大。我们主张采用市场化方式完善退市机制，即在进一步丰富股票市场层次的基础上，在各层次市场建立差异化、阶梯式的退市制度和转板制度，适当减小企业从特定层次市场退市的价值损失，增加对企业避免退市和争取升入高层级市场的激励，这样既可以建立起常态化的退市机制，也能够鼓励上市公司主动作为，切实提高自身质量，做

好市值管理，增加投资者回报。

建立常态化退市机制要与完善投资者适当性制度相结合。我国股票市场是以散户投资者为主的市场，股市基础制度改革必然涉及公众利益。目前看比较好的解决方案是完善投资者适当性制度，提高投资高风险股票的资质要求，帮助公众投资者远离退市风险较大的股票，在此基础上逐步建立和执行严格的退市制度，形成常态化退市机制。

建立常态化退市机制要与完善上市公司重组制度相结合。重大资产重组是上市公司退出市场重要渠道，它可以实现上市公司控股股东和管理层退出市场，但中小股东和上市公司有价值资产不必退出市场，是对上市公司进行“刮骨疗伤”的有效措施。根据我国股市的现实情况，应当积极鼓励上市公司开展有益于提升自身价值的重大资产重组。目前，需要提高监管机构关于上市公司重大资产重组的审核效率，简化审核程序，缩短审核周期，完善必要的上市公司股东分类表决机制。同时，各级地方政府和国资委也需要从提高办事效率的角度，加快对涉及国有资产的上市公司重组审批。另外，还要鼓励和监督金融机构及证券中介机构为上市公司重大重组提供优质融资服务、财务顾问服务、资产评估服务和会计审计服务等，沪深交易所应尽快建立和完善上市公司控制权交易市场的各项基础性制度。

强化资本市场投资功能

中国证券报：提高资本市场直接融资比重目前还存在哪些体制机制性障碍？如何加快破解？

张跃文：提高直接融资比重的关键是强化资本市场融资功能。为实现这一目标，以往采取的方式主要是通过行政干预控制证券发行数量、价格和节奏，而大规模引入公众投资者增加市场资金供给，在一定程度上弱化了市场机制作用，不利于提高实体经济的资金使用效率，增强市场融资功能的长期效果不理想。有利于投资者的准入制度、交易制度、信息披露制度、投资者保护制度不够完善，市场融资端与投资端出现失衡。

下一步，提高直接融资比重的重点应是强化资本市场的投资功能，增加投资者的投资回报，更好保护投资者合法权益，吸引中长期资金进入市场。为此，需要以投资者适当性制度为基础，降低债券市场准入门槛，允许各类投资者广泛参与证券发行市场，从投资者角度对现行信息披露制度进行深化改革，真正落实创新型、集合型投资产品备案制，增加风险对冲工具供给，借鉴发达市场经验持续完善投资者保护制度。

中国证券报：监管层对证券违法活动持续保持“零容忍”高压态势，如何更为有效地构建全方位、立体式追责机制，主要着力点在哪？

张跃文：对证券违法活动持续保持“零容忍”高压态势，加强事中事后监管，是与股票发行注册制相配套的重要措施。一是要建立完善的事中事后法规监管体系，依据新证券法进一步细化在公司治理、内部控制、信息披露和投资者保护等方面已有的原则性规定，提高监管法规的可操作性，缩小自由裁量空间。二是要按照中央要求建立包括央行、财政

一线城市楼市

料保持平稳发展态势

● 广东省住房政策研究中心首席研究员 李宇嘉

2020年最后一个月，一线城市楼市的“翘尾行情”明显，其原因主要与信贷投放节奏有关。同时，2020年开发商销售业绩压力大，年底要“抢收”，新房供应力度加大。但是，随着需求侧和供给侧改革双管齐下，一线城市房价将告别明显上涨态势。在控制住房价格上涨预期的同时，大力度补上公共住房供应规模和公共配套的短板后，一线城市的住房需求将被有效分流，预计2021年一线城市商品房市场继续保持回升态势，但价格涨幅将比2020年更趋稳定。

多因素导致楼市反弹

根据中原地产统计，2020年12月，北京新房和二手住房分别成交6681套和20944套，创2017年“317新政”以来月度新高。2020年12月，上海二手住房成交3.9万套，环比和同比分别增长20.3%和96.2%。超高认筹率是上海2020年新房市场的主题，月度平均认筹率达165.57%，12月更是达到261.57%。广州楼市方面，2020年12月，广州新房成交16434套，创单月成交套数历史新高纪录。二手房交易量再次探到1.5万套以上，达到15127套。深圳年底也出现“翘尾”，12月新房成交5219套，为年内第二高。

2020年下半年，随着调控政策收紧，银行房贷额度被控制，导致楼市交易节奏放缓，而12月交易的房屋恰好好在2021年1月份放贷，新一年额度空间释放，助推销量增长。同时，2020年开发商销售业绩压力大，年底要“抢收”，新房供应力度加大。12月份，北京、上海、广州新房批准预售环比分别增长85%、180%和30%，形成供需两旺的局面。

事实上，“翘尾行情”只是2020年一线城市楼市回升的一个缩影。2020年全年，不管是新房还是二手房交易，一线城市全部创上一轮调控以来的成交纪录。

上一轮楼市调控以来，一线城市商品房市场连续3年至4年呈现弱势或下行态势。2020年疫情后，鼓励扩大内需叠加货币环境宽松，促成了需求释放。2016年10月份启动新一轮调控以来，一线城市基本在2015年（深圳）或2016年（北上广）达到商品住房交易历史最高纪录。此后的3年至4年，楼市基本保持回落态势。

同时，2020年的货币环境整体有利于一线城市商品房市场。2020年12月，一线城市首套或二套房贷款利率同比基本都下降了15至20个基点。疫情后土地市场限制有所放松。

还有一个重要的因素，就是落户政策和人才政策密集发布，给市场传达了积极信号。

从需求主体来看，区别于二三线城市主要以换房需求为主，目前一线城市首次置业需求和换房需求均比较旺盛。北京和上海尽管近年来在纾解人口，但由于近20年一直呈现人口净流入，加上房价较高，积累了大量的刚性住房需求；广州和深圳近年来一直是人口净流入较多的城市，年度新增常住人口在40万至60万之间，刚性住房需求也比较旺盛。另外，一线城市2020年换房需求明显加大。

同时，新一轮城市更新也带动大量需求释放。旧改带动大量的拆迁购房需求，同时片区面貌改善、公共配套“补短板”等预期，都会吸引大量购房需求进入，出现了供需两旺的局面。

重点发展租赁市场

2020年，尽管一线城市楼市明显回暖，但除深圳以外，一线城市新房价格涨幅并不大。2020年70城房价指数显示，一线城市并未进入新房价格同比涨幅前十城市，北京还出现了下跌。

二手房价格方面，深圳和广州分别排在第1位和第9位，北京和上海分别第12位和第13位。这些城市二手住房交易占主导，二手房价出现明显上涨，未来应当继续落实中央“稳地价、稳房价、稳预期”要求。去年12月底的中央经济工作会议着重提出，解决好大城市住房突出问题，高度重视保障性租赁住房建设，加快完善长租房政策。

可见，明年住房工作重点就是加强住房保障和发展租赁市场，建设和供应的重点应该是在人口净流入的一线城市和少数二线城市。近年来，深圳和北京新建住房中公共住房已成为主体，上海持续增加住房租赁地块，广州已启动城中村住房品质提升，供给侧改革正在见效。同时，国家还特别提出了渐进实现“租购同权”。

同时，疫情期间的宽松政策或渐进退出，部分资金违规进入楼市的局面也将好转。需求侧和供给侧改革双管齐下，一线城市房价将会告别明显上涨的态势。在控制住房价格上涨预期的同时，大力度补上公共住房供应规模的短板、公共配套的短板后，一线城市的住房需求将被有效分流，预计上海、广州、深圳也将和北京一样，房价开始趋于稳定。总之，2021年一线城市商品房市场继续保持回升态势，但价格涨幅将比2020年更趋稳定。

央行主动收紧流动性概率小

（上接A01版）降准预期落空，MLF缩量续做，不等于央行不可呵护春节前流动性。只是说明，目前流动性充裕，资金面宽松，还没到需要加大流动性投放的时候。

在“两节”期间，央行主动收紧流动性概率低。未来随着税期、春节前现金投放等因素影响显现，市场资金面可能逐渐趋于收敛。据机构测算，春节前仍存在一定的流动性缺口，预计央行将适时提供必要支持。除降准之外，央行可开展的政策工具和手段很多，比如公开市场操作、额外开展MLF操作，以及专为临时投放大额流动性而创设的临时准备金动用安排（CRA）。

进一步看，今年是“十四五”开局之年，做好经济工作，确保“十四五”开好局、迈好步意义重大。这也要求持续完善宏观政策组合，努力保持经济运行在合理区间。近期多地疫情反复，给经济社会发展增加了不确定性，同样降低了央行主动收紧流动性的概率。

此外，2020年12月金融数据表明我国宏观杠杆率已由前期较快上升转为趋缓趋稳，货币政策调控有条件保持稳定。尤其是M2和社会融资规模增速趋于回落，降低了主动收紧流动性的必要性。

总的来看，当前央行没有主动收紧货币政策操作的必要，呵护春节前流动性的态度也不会发生变化。预计随着税期和春节因素对流动性影响加大，央行将根据流动性供求变化，适时适量采取行动。近期降准的声音或许过于乐观，但央行主动收紧流动性的观点未免过于悲观，“稳”是当前货币政策操作的主基调。