

■ 聚焦新证券法

新证券法开启资本市场新征程

□武汉科技大学金融证券研究所所长 董登新

2019年12月28日，新证券法在十三届全国人大常委会第十五次会议闭幕会上表决通过。此次证券法修订是在2014年列入立法工作计划的；2015年4月，证券法修订草案在全国人大常委会进行了一审，注册制被载入其中；2017年4月，证券法修订草案被提请全国人大常委会二审，其中，部分创新内容被否，注册制具体内容暂不规定；2019年4月，证券法草案三审稿增加了科创板注册制专节；2019年12月，历时四年多、历经全国人大常委会四次审议后，证券法终于完成大修。新证券法直击资本市场焦点问题，在证券发行制度、投资者保护、法律责任等方面进行了重大修订。此次证券法修订是我国证券法实施20年来最重要的一次修订，它开启了中国资本市场改革与发展的新征程，具有划时代的里程碑意义。

赋予IPO注册制合法地位

众所周知，过去我国新股发行制度从审批制到核准制，其实质仍是行政审批与行政管制。一方面，它为新股定价“一刀切”地设置了发行市盈率上限管制；另一方面，由于IPO核准制企图通过实质性判断“审核”向投资者背书，结果导致IPO门槛（尤其是净利润和净资产）不断被人推高，最终将大量新经济概念企业拒之门外，无法适应新经济时代发展需要。

2019年7月22日，科创板首批公司上市。科创板不但受到投资者追捧，而且市场运行平稳，应该说，科创板+注册制的顺利推进，为证券法修订提供了模范示范和信心支撑。

新证券法首次赋予IPO注册制合法地位，取消发审委，注册制全面取代核准制。在总结上海证券交易所设立科创板并试点注册制的经验基础上，新证券法贯彻落实十八届三中全会关于注册制改革的有关要求和十九届四中全会完善资本市场基础制度要求，按照全面推行注册制的基本定位，对证券发行制度做了系统修改完善，充分体现了注册制改革

的决心与方向。同时，考虑到注册制改革是一个渐进过程，新证券法也授权国务院对证券发行注册制的具体范围、实施步骤进行规定，为有关板块和证券品种分步实施注册制留出了必要的法律空间。

大幅提高证券违法违规成本

众所周知，旧证券法设定的最高行政处罚标准只有60万元，因威慑力不足一直受到市场的诟病。一些不良上市公司面对这一行政处罚标准，毫无敬畏之心，甚至还出现肆意践踏法治的现象，这在一定程度上纵容了证券违法违规。

新证券法显著提高了证券违法违规成本。一是对于欺诈发行行为，从原来最高可处募集资金5%的罚款，提高至募集资金的1倍，仅这一条就足以让欺诈发行的上市公司自我毁灭；二是对于上市公司信息披露违法行为，从原来最高可处以60万元罚款，提高至1000万元；三是对于发行人的控股股东、实际控制人组织、指使从事虚假陈述行为，或者隐瞒相关事项导致虚假陈述的，规定最高可处以1000万元罚款等。

虽然行政处罚是封顶的，但证券民事诉讼却是不封顶的。新证券法对证券违法民事赔偿责任也做了完善。比如，它规定了发行人等不履行公开承诺的民事赔偿责任，明确了发行人的控股股东、实际控制人在欺诈发行、信息披露违法中的过错推定、连带赔偿责任等。

通过大幅提高证券违法犯罪成本，尤其是让经办人或签字人以自然人身份来对自己的行为独立承担法律责任，这是具有极大威慑力的法律手段。

全面完善投资者保护制度

事实上，A股市场是典型的“散户市”，90%左右的交易额都是由散户直接完成，由于缺乏证券集体诉讼制度，单个散户维权成本高，导致个体投资者维权难。因此，一直以来A股投资者自我维权意识比较淡薄，自我维权被动、消极，客观上纵容了证券违法犯罪

行为。

新证券法设专章规定投资者保护制度，作出了诸多创新制度安排。包括区分普通投资者和专业投资者，有针对性地做出投资者权益保护安排；建立上市公司股东权利代为行使征集制度；规定债券持有人会议和债券受托管理人制度；建立普通投资者与证券公司纠纷的强制调解制度；完善上市公司现金分红制度。值得关注的是，为适应IPO注册制改革的需要，新证券法探索了适应我国国情的证券民事诉讼制度，规定投资者保护机构可以作为诉讼代表人，按照“明示退出”“默示加入”的诉讼原则，依法为受害投资者提起民事损害赔偿诉讼。

代表人诉讼作为一种全新的证券民事诉讼方式，它简化了诉讼程序，便利了共同诉讼人，尤其是“明示退出”及“默示加入”的诉讼原则，为未来构建中国特色的证券集体诉讼制度奠定了重要的法制基础。代表人诉讼方式，不仅对证券违法犯罪将产生足够的威慑力，也会有效引导投资者主动维权、积极维权，将有利于投资者的成长与成熟。

信息披露监管是重中之重

注册制是以信息披露为核心的一种证券发行制度。因此，在注册制条件下，信息披露监管成为市场监管的重中之重。新证券法设专章规定信息披露制度，系统完善了信息披露制度。包括扩大信息披露义务人的范围；完善信息披露的内容；强调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；规范信息披露义务人的自愿披露行为；明确上市公司收购人应当披露增持股份的资金来源；确立发行人及其控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员公开承诺的信息披露制度等。

证券中介机构是市场的“看门人”，它应当承担发行人或上市公司信息披露违规的连带法律责任。新证券法明确了作为保荐人、承销商的证券公司及其直接责任人员未履行职责时对受害投资者所应承担的过错推定、连

带赔偿责任。与此同时，还提高了证券服务机构（包括会计师事务所、律师事务所、信用评级机构、资产评估机构、证券投资咨询公司、证券信息公司等）未履行勤勉尽责义务的违法处罚幅度，由原来最高可处以业务收入5倍的罚款，提高到10倍，情节严重的，并处暂停或者禁止从事证券服务业务等。

构建互联互通多层次股权市场

过去，我国资本市场虽然搭建了多层次的股权市场，但彼此相互独立、相互分割，没有形成互联互通、有机统一的大市场，市场集群效应及规模效应远未充分发挥出来。

新证券法将证券交易场所划分为证券交易所（沪深交易所）、国务院批准的其他全国性证券交易场所（新三板）、按照国务院规定设立的区域性股权市场（四板）等三个层次。这三个层次是一个“金字塔”结构，底座是各区域性四板市场，它为新三板提供挂牌资源，并接纳新三板摘牌企业；新三板则为沪深交易所所提供上市资源，并接纳沪深交易所的退市公司。这是一个进退有序、互联互通的多层次股权市场体系。

新证券法规定证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所可以依法设立不同的市场层次。2020年新三板精选层设立及转板机制的落地实施，必将打通新三板与上游沪深交易所之间的隔阂，同时也会打通它与下游四板之间的进出通道。

新三板在原有基础层及创新层架构下增设“精选层”，这既为新三板挂牌企业铺设了晋级向上的通道，同时也为转板机制的实施奠定了重要的市场基础，尤其是新三板适时适度降低了投资者准入门槛，这必将大幅提升新三板的人气和市场地位。这为新三板与沪深交易所及四板对接将提供强大的群众基础和物质基础。

2020年是新证券法实施元年。2020年，资本市场将迎来30周岁生日。三十而立，新证券法不仅拉开了新时代中国资本市场改革与发展的序幕，同时也开启了中国股市做大做强

体系更趋完善 金融科技区域监管创新可期

□交通银行金融研究中心研究专员 张哲宇

过去一年，金融科技发展可谓亮点纷呈、稳步前行，在顶层设计、技术应用、金融机构战略落地与数字化转型、数字货币等方面均取得新进展。2020年是全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，决战决胜态势明显，下一步金融科技发展如何做到“守正、安全、普惠、开放”，对政策目标实现和中国经济高质量发展具有重要意义。

从战略走向落地

国家层面完善金融科技发展的四梁八柱。2019年央行正式发布金融科技三年发展规划，明确要求金融机构在年报及其他正式渠道中真实准确完整披露关于创新性研究与应用、科技人员数量与占比两方面内容。同时鼓励金融机构在设立金融科技子公司、建立健全企业级大数据平台、利用开放银行工具拓宽金融服务渠道、轻型化金融服务模式、监管科技等领域有适度前瞻性布局。

大数据、生物识别技术应用最为成熟，5G、区块链等新兴技术应用提速。2019年，大数据技术的应用已从交叉分析向数据治理层面深入，从自有数据向外部数据拓展，以更完善的数据治理体系为客户画像、精准营销、信贷授信以及风险控制等业务场景提供更精准有效支撑。部分银行推出“融入科技元素，设场景、重体验”的5G网点，通过有机融合生物识别、大数据、人工智能等金融科技手段，从触客渠道、风控逻辑、产品形态、服务响应等方面构建“技术应用+服务功能+场景链接+生态融合”一体化的“面对面”服务体系。区块链正处于向区块链2.0（可编程金融）深入，目前在金融领域的应用集中供应链金融、支付结算、贸易融资、资产证券化、票据等业务场景。未来逐步迈向区块链3.0（可编程社会），即超越货币和金融领域，向政府、医疗、科学、文化以及艺术等领域渗透，带来彻底的社会变革。

金融科技已从战略走向落地。2019年，金融科技已从战略讨论逐步落地至业务发展、底层基础设施建设，并成为数字化转型的核心驱动力之一。科技运用持续加大，领域聚焦基础设施。银行系成立金融科技子公司势头不减，试图通过金融科技公司化解决吸引人才、敏捷创新与风险隔离三方面问题。金融科技助力普惠金融“特色化”且成效显著。据公开数据披露，建行、农行、交行等国有大行增长率都在28%以上。各行运用金融科技和大数据等手段，推出了一系列各具特色的普惠金融新模式、新产品，扩大了长尾客户的融资获得率，实现了服务普惠客户的“扩面、增量、降成本、控风险”的可持续发展目标。

2019年，银行组织架构变革升级。本轮银行架构调整逻辑，一是要精简机构；二是注重金融科技牵头部门和数据统筹管理部门的明确定位；三是从原先的“重渠道整合”的架构，转变为“重业务协同”的架构，进一步落实数字金融战略，推动全行数字化转型升级，构建以敏捷和科技为主题的共享生态圈。

投入将超预期

展望2020年，监管体系将更完善，区域监管创新可期。预计未来金融科技的监管将坚持持牌经营、合法合规、权益保护原则，进一步明确监管主体。加大科技运用力度，提升金融监管部门的跨市场、跨业态、跨区域金融风险识别、预警和处置能力。同时，监管将推动机构间、系统间的横向数据开放、创新成果共享等工作，在金融监管信息平台建设上将有新举措。作为国际金融中心和金融科技中心，上海或将在鼓励金融科技发展方面继续在加大技术研发、深化成果应用、提升监管效能以及加强人才培养等方面，持续推出支持金融科技建设的具体政策。

金融科技行业格局分化更为明显。新进入者大量减少，并购数量将快速上升，预计逐渐形成十多家头部公司占领大部分市场的新格局。

大型科技企业更深度参与金融市场竞争。通过为金融机构提供技术输出、数据共享、场景共建等方面的服务，有利于改善金融包容性。在大型科技企业参与与金融市场带来金融服务效率提升的同时，要关注两个问题：一是对监管的挑战。此举可能对金融稳定构成一定风险，例如杠杆、期限转换和流动性不匹配以及其他运营风险。二是参与方式变化。在发达经济体中，大型科技企业与金融机构是补充、合作关系，而在发展中国家中，它们更倾向于充当竞争对手。未来，中国的大型科技企业更多是以与现有成熟市场参与者（金融机构）合作的方式进军金融市场。

中台建设加速推进，IT架构转型进入关键期。金融机构现有的中台设立主要是完成业务流程中的中间环节，并没有从根本上实现共性服务的抽离和业务能力的共享。预计IT架构转型是下一步金融机构数字化转型的重点难点任务，主要是将前台业务中公共、通用的部分沉淀到中台，转化为前台可复用共享的核心能力，同时将后台与业务结合密切的部分提前到中台，从集团整体的角度更合理地利用技术资源。重点打造可灵活扩展的业务中台、可敏捷开发的技术中台以及可互联互通的数据中台，实现从“信息化”向“智慧化”升级。

金融科技投入将超预期。预计未来银行将持续加大科技投入占营收或利润的比重，投入领域聚焦基础设施。同时，对于高精尖技术人才、懂技术又懂业务的复合型人才的需求会明显增加，将通过设立子公司或事业部的形式进一步突破体制机制限制，广泛吸引金融科技专业人才。

生态建设从闭环走向双向开放。以往更多是“引进来”，银行引入一系列非金融场景服务。自建综合化闭环生态圈。未来银行业将采取双向开放策略，既可将多元的泛金融和生活服务场景引进来，也能主动“走出去”对接APP之外的生态，将金融服务嵌入外部场景，以高频生活场景带动低频金融场景。例如，在银行客户端嵌入微信界面，在微信向部分用户上线银行储蓄产品，就是双向开放的一个典型案例。

科技赋能普惠金融或有明显改善。零售长尾客户市场开发已接近饱和，下一步金融科技发展的重点在普惠金融，难点也在普惠金融。当前普惠金融发展已进入攻坚期和深水区，预计未来银行金融机构将依托供应链核心企业、借力大数据技术在小微企业、民营企业中寻找优质资产、发现潜力客户、做好风险管控。这是在经济下行压力下，银行竞争拉开差距、弯道超车的关键。

2020年社会消费品零售总额预计增长8%

□国家信息中心预测部

“2019年，我国经济延续总体平稳、稳中趋缓的发展态势，消费充分发挥了经济稳定器作用，并呈现出基本生活消费走势分化、服务消费蓬勃发展、线下零售再次减速、出行类消费低位运行等特征。展望2020年，我国经济总体保持平稳运行，在就业和收入形势总体稳定、互联网发展影响深化、促消费政策效应逐步显现、消费短板加速补齐等有利因素支撑下，消费需求具备保持平稳增长的条件，初步预计2020年社会消费品零售总额增长8.0%左右。”

消费是经济增长重要动力

2019年，我国经济延续总体平稳、稳中趋缓的发展态势。国内消费充分发挥了经济稳定器作用，前三季度最终消费支出对经济增长的贡献率为60.5%，拉动经济增长3.8个百分点，仍是经济增长的重要动力。

一是居民消费支出平稳增长，社会消费品零售总额明显回落。居民消费支出平稳增长。今年以来，我国居民消费波动性增强，但整体增长态势依然较好。二是吃穿用类消费走势分化，服务消费蓬勃发展。基本生活消费走势分化。吃类消费增势较好。穿着消费增势明显转弱。三是新兴消费增势略有放缓，线下零售再次减速。网购消费略有放缓。今年以来，网上消费特别是实物网上消费增速出现一定放缓。四是出行类消费低位运行，住房相关消费持续偏冷。

当前，就业承压影响预期和收入，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，服务消费低质同质化影响消费意愿释放等问题不利于全社会总消费平稳增长，需引起重视。

一是就业承压影响预期和收入。二是高负债对消费的挤出效应仍然存在。当前，房地产市场严格调控没有任何放松，坚持“房住不炒”不动摇，居民购房已经趋于理性，但是前两年透支购房对居民消费能力的影响依然存在，并未完全消除。三是消费供给短板尚不能满足新需求。当前，我国消费市场正面临三个层面的新老交替。消费商品种类

的新老交替。传统拉动消费增长的汽车等大件商品的发展势头正在趋缓，娱乐教育等发展型、享受型的新消费正在快速崛起。消费主力人群的新老交替。90后、00后等新一代消费者快速成长，正在深刻影响消费市场特征的变化。消费地域的新老交替。增长较快的地区正从一、二线城市逐步扩大至三、四线城市乃至农村乡镇。四是服务消费低质同质化影响意愿释放。

消费基础较为稳固

展望2020年，我国经济总体保持平稳运行。在就业和收入形势总体稳定、互联网发展影响深化、促消费政策效应逐步显现、消费短板加速补齐等有利因素支撑下，消费需求具备了保持平稳增长的条件，初步预计2020年社会消费品零售总额增长8.0%左右。

一是就业和收入形势总体稳定，消费基础较为稳固。虽然在外围不确定性因素影响下，部分制造业企业陷入生产困境，用工需求有所下降，但在相应政策的扶持下，整体就业仍将保持稳定。

二是互联网发展影响深化，新需求释放更有支撑。当前，我国信息技术快速发展，对消费市场的影响不断深化。电商与传统消费产业的融合不断深化，我国在消费新业态、消费新方式等方面已经达到世界一流水平，智能支付等全球领先的消费方式极大提高了消费便利化程度，促进了我国消费环境升级。随着新兴信息技术不断普及，三、四级以及农村消费需求将被更好激发，消费市场的

潜力将不断释放。

三是促消费政策效应逐步显现，稳消费抓手有力。随着之前颁布的促消费政策逐步落地，对市场的作用逐步显现，将给我国消费市场平稳运行提供有力保障。

四是消费基础设施建设加码，消费短板加速补齐。当前，我国农村流通体系建设取得明显进步，交通、通信等消费基础设施建设水平明显提高。同时，城乡消费双向流通渠道不断畅通。可以说，之前长期制约我国居民消费潜力释放的消费短板正在补齐。

促进消费市场平稳运行

针对当前消费领域存在的主要问题，应大力推进就业优先政策，加大企业减负的政策力度，加大对重点人群的托底保障力度，规范服务业发展，促进消费市场平稳运行。

大力推进就业优先政策。继续把稳就业作为首要工作目标，以实施就业优先政策为主线，突出重点、分类施策、强化落实，切实加大高校毕业生、农民工、退役军人等重点群体就业工作力度。一是针对高校毕业生，发布政策服务清单，分阶段提供高校毕业生就业服务行动。二是加大力度用好失业保险基金结余资金，支持困难企业开展职工在岗培训，开展失业人员培训，加强对退役军人的职业技能培训，加快推进职业技能提升行动。三是切实鼓励支持就业创业，加大创业担保贷款贴息及奖补政策支持力度，支持创业载体建设，扩大就业见习补贴范围。四是重新审视劳动力市场上的现存政策，减少制度掣肘，降低劳

动者在换工作、找工作时的交易成本。

加大企业减负的政策力度，稳定就业预期。一是实施更为有效引导社会预期的减税降费措施。建议加快增值税税率三档并二档，扩大增值税抵扣范围，研究出台更大力度普遍降低企业所得税税率措施。二是总结各地帮助企业应对外围不确定性因素影响的先进经验，加强运行监测分析，通过建立应对信息共享、企业动态直报、部门定期会商等制度，强化服务稳生产。三是进一步努力降低企业成本，着力降低企业融资成本。

加大对重点人群的托底保障力度。加快建立跨部门、多层次、信息共享的救助申请家庭经济状况核对机制，完善家庭经济状况核对平台，健全完善工作机构，有效整合扶贫脱贫工作中的碎片化信息，提高对低收入人群的帮扶效率；加强就业培训，适当增设公益性岗位托底，重点做好去产能工作中分流的大龄职工、中西部农民工等重点群体的就业辅助工作。

规范服务业发展，促进服务消费健康发展。一是规范服务质量分级管理，加强质量诚信制度建设，完善服务质量社会监督平台，特别是完善生活性服务业重点领域认证认可制度，完善涉及人身健康与财产安全的商品检验制度和产品质量监管制度。二是鼓励高等学校、中等职业学校增设家庭、养老、健康等生活性服务业相关专业。三是设立职业晋升通道，鼓励从业人员参加依法设立的职业技能鉴定或专项职业能力考核。（执笔：邹蕴涵）