



▲全面註冊制改革啟動或帶動更多成長型企業上市，「優勝劣汰」之下更利好業績穩定、公司治理完善的大盤藍籌。

全面註冊制改革作為中國特色現代資本市場建設的重要工作之一，制度本身也充滿「中國特色」。其一，註冊制不是簡單的上市擴容，而是把好市場入口和出口兩道關口，促進資本市場健康發展。其二，註冊制對上市公司所屬行業具有明確導向，無論是從產業發展潛力還是當前發展所需看，高新技術產業和戰略新興產業都將是資金重點扶持領域，預計相關領域產業在資本市場會有更多發展機會和資源傾斜。

A股註冊制全面革新市場



察股觀經 李迅雷

中泰證券
首席經濟學家

自2013年十八屆三中全會提出推進股票發行註冊制改革後，中國註冊制改革拉開序幕。2019年6月13日，科創板正式開板，標誌着註冊制在中國資本市場正式落地。近4年以來，中國堅持試點先行、先增量後存量的改革思路，繼在科創板試點註冊制後，陸續在創業板和北京證券交易所試點註冊制，全面深化資本市場改革的「牛鼻子」工程取得重大突破。

各板塊定位更加清晰

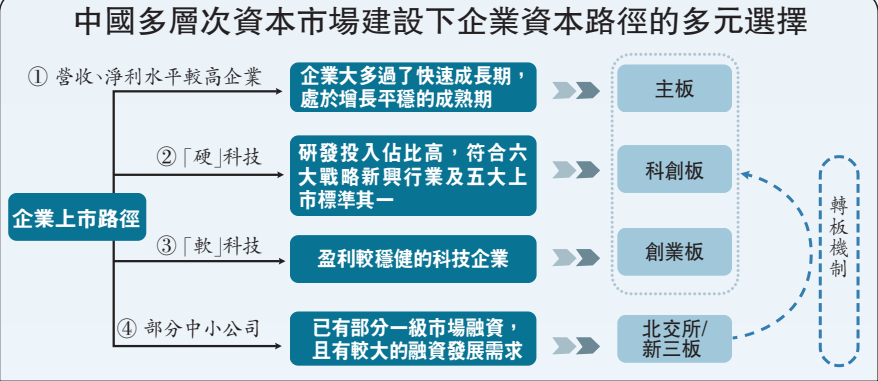
全面註冊制不只是主板的註冊制，也是對A股上市制度的全面優化：

首先，全面實行股票發行註冊制改革把握了「一個統一」，即：統一註冊制安排並在全國性證券交易場所各市場板塊全面實行。主板市場明確了「大盤藍籌」定位，重點支持業務模式成熟、經營業績穩定、規模較大、具有行業代表性的優質企業。同時，針對不同板塊的企業特點，本次改革也規定企業應當按照擬上市板塊要求進行專門披露。

其次，針對不同上市板塊設定「差異性」的多元上市條件。具體來看，在上市方面，核准制下的主板上市需要滿足營收、淨利潤、現金流量等財務指標，對於上市公司要求較為嚴苛，主板註冊制則取消了最近一期末不存在未彌補虧損、無形資產佔淨資產的比例限制等要求，綜合考慮預計市值、淨利潤、收入、現金流等因素，設置了「持續盈利」「預計市值+收入+現金流」「預計市值+收入」等上市指標，進一步提升市場包容性。

至此，中國多層次資本市場體系更加清晰：主板主要服務於成熟期大型企業，科創板突出「硬科技」特色，創業板主要服務於成長型創新創業企業，北交所與全國股轉系統共同打造服務创新型中小企業主陣地，為不同類型的上市企業提供符合自身特點的上市渠道。考慮到板塊特徵和投資者群體的差異，主板在複製推廣科創板、創業板成熟制度的同時優化了自身的基礎制度。也就是說，全面註冊制不只是主板註冊制，而是綜合過去三年註冊制試點經驗對A股上市制度的全面優化。

最後，在發行定價及交易制度方面，進一步完善新股詢價定價機制。主板註冊制改革後採用市場化的詢價定價方式，發行定價突破原本23倍的市盈率限制。在今後打新的過程中，要更多關注公司的基本情況以及標的的性價比。過去新股上市後往往會出現「連續漲停」現象，給「打新」帶來了較高的超額收益率，一旦股票回歸實際價值，投資者往往面臨較大的投資風險。在科創板、創業板承銷制度修訂落地後，整體定價更為市場化，經過約半年運行，市場詢價機制也逐漸成熟，為主板採用詢價定價方



式奠定了基礎。

退市制度更加完善

全面註冊制改革作為中國特色現代資本市場建設的重要工作之一，制度本身也充滿「中國特色」，其中一個最鮮明的表現在於，其目的不是簡單的上市擴容，而是把好市場入口和出口兩道關口，促進資本市場健康發展。這表明，既要保持對公司上市的質量要求，又要淘汰落後的上市公司，只有做到有進有出、吐故納新，才能實現資本市場的穩定發展。

中國已經形成了多層次資本市場，隨着註冊制改革的推進，企業上市門檻有所降低，但這種放鬆仍然是「靈活式的放寬」。2022年，近300家企業被終止IPO，主動撤退材料而終止IPO的公司超90%。總體來看，中國對於企業上市的「入口關」把控依然設有底線，這可能與中國當前投資者構成以個人投資者為主，以及投資者保護機制尚不完善等有關。

對標港股和美股，美股市場化程度最高，進出雙向通道更為通暢，這是因為美股以信息披露為核心，發行和上市審核監管分離，並配合嚴格的退市制度；港股以形式審核為主，實質判斷為輔，但退市相對不暢，仙股難以出清。在A股註冊制改革的推進過程中，更多採取暢通上市企業雙向通道的做法，並在2020年末出台了退市新規，A股市場「只進不出」的局面被打破，退市上市公司數量保持高速增長。

從總量看，2022年全年A股退市公司數量達50家，兩年來退市公司數量已佔過去三十年來退市公司數量的40%；從結構看，2022年50家退市公司中被強制退市的達42家，且多為經營惡化所致，表明兩年來中國精準打擊「空殼殭屍」和「害群之馬」已取得階段性成效。全面註冊制下，預計有更多嚴格的退市制度完善落地，A股退市「常態化」成大勢所趨。

實行這種雙向暢通的上市退市制度，資本市場在發揮價值發現功能的同時，提高了對投資者價值識別和甄選能力的要求。個人投資者面臨的挑戰更大，未來中國機構投資者的優勢及力量將逐漸突出。隨着市場對於投資者研究能力的要求逐漸提高，優質公司可能有更多估值溢價，全市場的投資理念或逐漸趨向於價值投資，將有利於形成理性投資環境。

全面註冊制下，資本市場必將更好發揮直接融資功能。參考2007年股權分置改革、2012年創業板改革、2019年科創板試點註冊制等經驗，歷

史上大牛市必然伴隨大融資，因此今明兩年市場或存在繁榮的基礎。中長期來看，券商、科技股、央企國企改革等主線仍將受益於資本市場改革深化下的估值修復。

公司質量更加優質

當前有觀點認為，A股上市公司擴容或導致明顯的「吸血效應」，不利於指數的長期表現。要分析這一問題，須明白指數的表現主要與上市公司業績、流動性和市場風險偏好有關。長期來看，由於優質資產的供給增加及退市機制的不斷完善，資本市場的優勝劣汰功能逐漸凸顯，A股上市公司質量有望提升，並且當上市公司數量增多後，投資者對於各板塊公司的關注趨於分散，促使上市公司不斷發展提高自身業績和競爭力來獲得資本市場的青睞，從而最終實現上市公司質量的提升。

全面註冊制改革啟動或帶動更多成長型企業上市，「優勝劣汰」之下更利好業績穩定、公司治理完善的大盤藍籌。對於中小市值股而言，隨着投資者的投資選擇更加豐富，市場價值發現功能進一步暢通，殼公司及垃圾股會被進一步邊緣化。

從具體行業看，對於券商板塊而言，上市企業數量擴容及股票上市退市工作的市場化將延長券商的服務鏈條，加大其對於相關企業審核工作的難度及工作量。因此，擁有充分市場信息、高質量團隊及均衡發展態勢的優質龍頭會更加適應全面註冊制下的高強度市場化發展態勢，也將迎來更好的發展前景。

優質企業價值得以修復

二十大報告明確提出，推動戰略性新興產業融合集群發展，構建新一代信息技術、人工智能、生物技術、新能源、新材料、高端裝備、綠色環保等一批新的增長引擎。這些符合國家發展戰略的高成長行業有望受到資本市場更多支持與青睞。雖然當前很多科技股估值偏貴，但隨着科技上市公司隊伍逐漸擴容，估值會有所折價。因此，既符合國家戰略發展方向，又處於行業細分龍頭的高成長科技公司將表現更佳。

對於國企央企而言，當前央企上市公司估值處於低位，優質國有企業被持續低估，難以匹配服務國企改革的要求，央企在資本市場的「價值低估」與國家鼓勵「做大做強」目標的矛盾逐漸凸顯。全面註冊制下，國有企業在資本市場大幅「折價」趨勢將得以扭轉。

A股尚未完全反映經濟復甦



中金點睛 王漢峰

中金公司
首席策略分析師

春節前A股上漲明顯，10年期利率持續上行至2.9%，春季行情有所提前。節後股市高位震盪，市場開始擔憂春季行情提前透支。筆者認為，近期資產價格波動更多反映倉位與技術性調整，三重積極因素支持下，春節到兩會期間的春季行情仍然可期：

首先是反轉效應，內地股票與債券市場的周期性明顯。以股票為例，若前一年市場收跌，來年初市場往往對政策與市場期望更高，春節後漲幅更為明顯。2022年A股全年大幅收跌22%，反轉效應提示股票仍有上漲空間。2022年債市變動有限，相應節後反轉並不明顯。

其次是估值效應，雖然去年11月起A股開啟了一輪估值修復，但當前滬深300非金融估值並不高，較低估值水平支撐了春季行情的繼續兌現，而估值效應對債券市場表現影響相對較小。從股價相對估值看，經歷節前的上漲行情之後，當前內地股市風險溢價仍處於歷史五年均值以上水平，預示未來一年股市或相對債市取得正向超額收益，其中成長板塊相對估值吸引力更高。由於過去一年內地股市大幅收跌，當前股市估值處於歷史偏低水平。

再次是增長效應，春節後經濟增長斜率越高，對應股市和利率上漲空間越大，特別是中小盤股票對經濟修復預期變動彈性更大。1月製造業PMI（採購經理人指數）為50.1（前值47.0），為本輪疫情後首次升至榮枯線以上。根據PMI斜率推算，今年春節到兩會期間長端利率平均可能走高13個基點，滬深300有望平均上漲7%，小盤股上漲空間或超過15%。

事實上，中國增長修復斜率不但影響春季行情，也是2023年全球大類資產走勢的核心變量。當前正值經濟數據「真空期」，高頻經濟數據可以為我們預判大類資產輪動節奏提供重要參考。追蹤春節前後各部門經濟高頻指標，假期後半段出行、交通、消費修復好於去年同期，而基建投資和地

產成交相對清淡。

中金公司運用24項經濟高頻數據，剔除季節性擾動，構造出一個高頻經濟活動指數，發現該指數對內地股市、債市均有較好的領先預測效果。春節後高頻經濟活動指數在出行、消費相關指標驅動下企穩上行，預計或支撐股市表現。

此外，當前正處於春節到兩會的時間窗口，根據歷史規律，這一階段股市往往代替債券成為佔優資產，小盤、成長板塊上漲機會更明顯。從反轉效應、估值效應、增長修復三方面積極因素疊加作用下，2月份股市「春季行情」的兌現概率進一步增加。

信貸數據有望開門紅

結構上看，短期建議配置向小盤和成長板塊適度傾斜，緊跟政策邊際變化節奏，三至六個月維度關注如下主線：

（1）同時受益於內地增長預期改善和海外通脹回落的板塊。如消費零售、食品飲料、交通運輸、鋼鐵、基礎化工等。

（2）受政策邊際變化影響較大的板塊，如地產鏈相關標的，以及前期受疫情壓制較大的消費板塊（出行鏈、餐飲等）。中期關注高質量發展主線下的配置機遇，如國產替代相關的科技軟硬件，以及「能源安全」和「碳中和」戰略相關的細分領域。

宏觀方面，筆者判斷財政脈衝指標於2022年開始進入大幅上行通道，而財政脈衝配合信貸脈衝也將為中國經濟增長和資產價格提供支撐，筆者預測1月信貸投放達到4.8萬億元人民幣，創出歷史新高。

金融危機以來，內地經濟和流動性周期基本保持以三年窗口為一周期循環往復運行。2020年初新冠疫情爆發，恰逢內地經濟周期到達一輪周期的低點。若按照歷史規律，當前我們正處於新一輪周期的起點，筆者預計經濟周期有望從底部企穩回暖。從中金公司構建的高頻經濟指標看，春節假期後半段內地高頻經濟活動指數在出行消費復甦的驅動下築底回升，春節假期後的第一周指數在商品房成交回暖、出行快速修復的驅動下大幅上行，經濟周期企穩回暖或從基本面角度為股市提供支撐。



美加息周期料年中收尾



樓市智庫 陳永傑

中原地產亞太區副主席
兼住宅部總裁

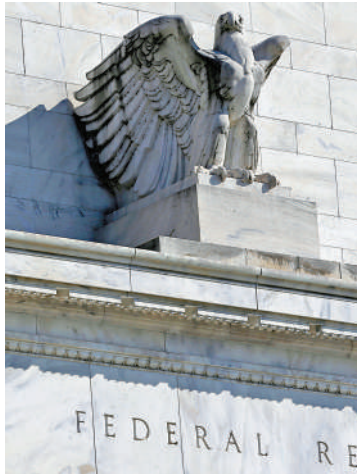
美國聯儲局加息0.25厘，聯邦基金利率目標範圍升到4.5厘至4.75厘，連續兩次縮減加息幅度。聯儲局主席鮑威爾在議息後記者會多次提到，通脹回落速度快過預期。筆者依據美元利率期貨走勢預期，再加多一至兩次息0.25厘，今個加息周期就將完結。

聯儲局指出，持續加息做法合適，在決定未來加息幅度時，將考慮累積緊縮程度、政策滯後效應、經濟及金融發展等因素。聯儲局重申政策框架，包括2%的通脹目標，並將按計劃持續縮減資產負債表。聯儲局還表示，通脹經已有一定程度放緩，仍然偏高。俄烏局勢加劇全球不確定性，並高度關注通脹風險。聯儲局提到近期指標反映開支及生產溫和增長、就業增長強勁、失業率維持低企。

鮑威爾指出，美國通脹仍然偏高，故此需要繼續加息，惟減慢加息步伐可讓當局檢視加息過程。聯儲局無意過度收緊政策，但利率仍未達到足夠限制性水平，委員認為未到暫停加息時候，正在討論暫停加息前仍有多少次加息。

鮑威爾又謂，3月會議將更新對加息路徑的評估，仍未就最終利率作出決定，關注現時至3月公布的經濟數據，同時又預料今年經濟增長放緩，如果經濟大致符合預期，通脹更快下降，今年不太可能減息。鮑威爾相信即使激進加

續加息，而幅度則可以調整。



息，經濟仍能軟著陸，認為有方法可以讓通脹重返2%的目標，同時不會令經濟大幅下滑和失業率急升。

聯儲局公布加息之後，美國國債孳息率急跌，10年期債息曾跌穿3.4厘，低見3.387厘，下跌14.2個基點，紐約尾市徘徊3.4厘附近。兩年期債息下試4厘水平，低見4.084厘，下跌12.3個基點。30年期債息低見3.532厘，回落12.9個基點。

美元利率期貨顯示，3月份有超過85%機會加息到4.75厘至5厘，即是再加息0.25厘。進一步加息數據並不明顯，意味今個加息周期將會結束，除非又有新事故引發另一輪加息。

未知到了今年年底會否出現減息，但是今年息口會在4.75厘至5厘徘徊，視乎政治經濟因素作出定奪。

筆者預計，全球樓市及股市等投資市場的表現，會比去年為佳，因為加息壓力逐漸消散。