

**【云海風聲】**

在全面註冊制環境下，投資者入市的財務門檻並沒有本質變化，但對投資者的綜合能力門檻明顯提高了。

全面註冊制下的投資者“分類教育”

李風

投資者教育是實現投資者保護最有效的途徑。根據中國證券業協會最新數據，2022年，證券公司投資者教育經費投入總計約7.4億元，比上年增加1.33億元，同比上升17.97%。今年3月以來，證監會組織開展全面註冊制投教專項活動，幫助投資者及時、準確理解制度要點，客觀了解投資機會和投資風險，進一步樹立理性投資、價值投資、長期投資的理念。

我國證券市場的一個顯著特征就是個人投資者數量龐大。在以個人投資者為主体的投資者結構下，全面註冊制的實施不僅對普通投資者提出了更高要求，也對投資者教育與保護工作提出了新要求。

首先，市場估值體系的重塑要求投資者具備更高的企業價值判斷能力。一方面，上市標準更趨多元包

容，輕資產、高估值、非盈利的新經濟企業上市將成為常態。以科创板為例，發行人申請上市市值及財務指標滿足五項標準之一即可，其中有四項標準均與盈利無關，傳統估值方法已不能適用，這對投資者甄選優質公司、科學評估企業價值的能力提出了新要求。另一方面，新股發行定價市場化也要求投資者具備更強的定價能力。以主板為例，在核准制時代，由於新股發行價格有23倍市盈率的隱性標準約束，個人投資者網下報價的入圍率超過99%，在註冊制時代，新股發行的定價“錨”不復存在，更加考驗投資者的研究能力和定價能力。在今年主板註冊制新股中，與機構投資者相比，由於個人投資者的報價偏差度大，導致入圍率大幅下滑。

其次，市場優勝劣汰機制要求投資者具備更強的風險識別和風險管理能力。破發現象的頻發和發行失敗風險的出現，對投資者的風險意

識、投資能力形成較大挑戰，“炒新、炒小、炒差”等投資習慣將受到衝擊。以北京交易所為例，2023年上半年，共有42家北交所公司掛牌，其中有11只新股上市首日破發，破發率約26.2%。此外，退市也更加常態化，優質藍籌股、高成長科技股估值優勢將進一步得到體現，而中小市值上市公司的“亮價值”將大幅壓縮。近兩年來，A股退市制度改革正加速落地。截至目前，A股退市公司數共計228家，今年已有35家公司退市。在註冊制下，理性投資、價值投資、長期投資將是投資者的必修課，了解風險、識別風險、管理風險、自願風險是投資者應有的基本能力和基本素養。

最後，“以信息披露為核心”的註冊制在規範企業的同時也對投資者提出了新要求。註冊制改革的本質是把選擇權交給市場，強化市場約束和法治約束，將價值判斷儘可能轉化為信息披露要求。從投資者的角度

看，這對快速獲取有效信息、準確理解消化信息、基於信息做出投資決策的能力要求提高了。在信息披露監管更強、權責更清晰的法制環境下，也要求投資者具備知悉權利、規範行權、依法維權的基本素質。2022年證監會做出的323件證券行政處罰案件中，信息披露違法案件排第一，高達210例。今年以來，A股市場已有73家公司及相關方遭到證監會立案調查，其中七成公司因為信息披露違法違規被立案調查。更強的信息披露制度與監管制度是對中小投資者權益的保護升級，同時投資者對合法權益的自我認知、自我主張、自我維護能力也亟待提升。

可見，在全面註冊制環境下，投資者入市的財務門檻並沒有本質變化，但對投資者的綜合能力門檻明顯提高了。投資者教育的目標不是將投資者小白培養為炒股高手，而是為了提高投資者自我保護能力，

幫助投資者樹立理性投資理念、提高風險防範能力和增強依法維權意識。筆者認為，我們在重視註冊制規則解讀與理念宣傳的同時，對入市前的投資者教育同樣重要，這更屬於“金融教育”的範疇。投資者參與資本市場的方式可以是直接買賣股票和債券，也可以通過理財產品、公募基金等方式間接持有股票和債券。入市前的投資者教育，應該幫助投資者根據自身的財務狀況和能力評估找到適合的方式參與資本市場，引導投資者進行“自我分流”。對於沒有時間精力沒有專業背景的投資者，通過投顧或持有基金進行投資，也不失為一種“自我保護”的方式。只有全方位的分類式投資者教育，才能培養新一代高素質的投資者，優化投資者結構，保障資本市場健康平穩發展。

（作者系金融學博士、西南財經大學金融學院副教授）

**【銳眼視市】**

英國議會預算責任辦公室預測，今年與明年英國財政部要向英國央行支付300億英鎊的損失補償，至2028年3月底該支付規模將擴大至1500億英鎊，抹平了先前央行提供給財政部的收益不說，財政部還要向央行進行追加資金補償。公共財政在承受陣痛的同时也必然削弱其支撐經濟的增量能力。

張銳

今年以來英國經濟一直圍繞着0軸上下波動。一季度GDP環比增長0.1%，4月份環比增長0.2%，而5月份又下降0.1%，估計上半年可以勉強維持正增長。以此為基礎，英國央行認為2023年GDP增長幅度大約在0.25%左右。看來，英國經濟今年只能在零增長附近徘徊，而且作為主要發達經濟體中最薄弱板塊，英國經濟增長前景還免不了更多風險變量的扰动。

風險變量之一是通脹高強度的粘性。根據英國國家統計局公布的最新數據顯示，6月份英國CPI上漲7.9%，一年以來首次跌破8%。但階段性回落並不等於通脹警報的完全解除。一方面，目前總體通脹水平仍處高位，且距離英國央行的政策目標相距甚遠，同時英國依舊是G7集團通脹率最高的國家。另一方面，剔除食品和能源的核心CPI仍滯留於頂部區域，並且接下來英國通脹板有可能受到外部環境與內部因素的聯袂推動而再度走高。

從性質上看，本輪英國的通脹以輸入性通脹為主，而國際原油市場供需雙方的激烈博弈始終存在，俄烏戰爭等地緣政治因素仍未消除，英國物價受全球能源價格的影響可能重新拐頭向上。另一方面，導致英國通脹回落的最主要因素就是能源價格，但与此同时服務業通脹却顯著抬頭，服務業CPI環比通脹率比疫情前平均水平高出0.7個百分點的現實依舊沒有改變，而且包括運輸保險等產品價格創出世紀80年代末以來的最大漲幅都在以全新的力量固化服務業通脹的高位中樞，同時也強化着整體通脹的粘性。

勞動力市場成為了加強通脹粘

性另一個敏感因子。受到提前退休、長期患病與移民減少等一系列因素的影響，英國就業市場目前呈現出較為鮮明的供不應求狀態，全國職位空缺超過105萬，空缺職位與失業人數比率達到1.40。勞動力供求失衡會生成工資上漲內驅機制，何況還有眾多行業為加薪爆發的罷工所策應。據英國國家統計局公布的最新數據顯示，今年3月至5月國內固定工資（不含獎金）同比增長7.3%，創出歷史新高，工資-價格上升螺旋正在成為英國通脹的進一步威脅。

風險變量之二是民眾支出能力的萎縮。基於打壓40年來最嚴厲的通脹膨脹，英國央行在過去一年半的時間將基準利率推升至5%這一15年來的最高水平。提高利率價格的確對抑制通脹起到了一定的作用，但也對家庭部門的財富構成了不小損害。數據顯示，截至2021年英國家庭總財富達到17.5萬億英鎊，且過去40年來英國家庭財富增長主要依賴於資產價格的上漲，但加息却構成了對資產價格的打擊，對此，英國智庫決計基金會發布的最新研究報告指出，過去一年因利率飆升致英國家庭財富減少了2.1萬億英鎊，家庭資產占GDP之比從前一年的840%降至650%，為二戰以來的最大降幅。家庭資產是居民生活與生存的“安全墊”，其存量的萎縮必然導致民眾消費增量配置的削減。

侵蝕家庭財富的同時，過高的利率也抬高了居民消費成本，尤其是住房消費成本的升高令不少英國家庭加倍承压。據英國政府的住房調查，近三分之一的家庭負債抵押貸款，而英國央行發布的《金融穩定評估報告》顯示，目前英國兩年期固定貸款平均利率6.66%，五年期固定貸款的平均利率為6.17%，皆遠10年來高

位，受到影響，一個典型的家庭在2023年下半年抵押貸款成本每月將增加220英鎊，相當於每年增加2640英鎊；同時，貸款利率壓力也傳遞到了住房租賃市場，至5月的過去一年英國房屋租金上漲5%，為7年來最高漲幅。

高昂的住房抵押貸款成本必然抑制需求，從而打擊房價，最新6月份英國住房價格同比跌速創出了過往12年的最快速度。房價的下跌令家庭部門財富進一步縮水，英國房價收入比將從去年峰值的8.9降至今年的5.6這一本世紀的最低水平，結果也必然威脅居民的消費安全；另外，英國央行發出警告稱，房貸利率上升已倒逼一些家庭用儲蓄償還貸款，同時房東所承受的更高房貸月供成本都會轉嫁到租客身上，進而對消費形成不小的“擠出效應”。

風險變量之三是企業生存擴張的艱難。一方面是上游能源與原材料上漲產生的採購成本增升之壓，另一方面是利率飆升形成的融資成本疊加之痛，同時還須承擔工資價格上升帶來的勞動力成本抬高之苦，而且民生消費能力的式微構成了對供給側的反向抑制，英國企業面臨着更具挑戰性的生存經營環境逆風。安永戰略諮詢部門出具的報告顯示，今年第二季度，在英國證交所上市的公司共發布了66份盈利預警，盈利預警數量連續第七個季度上升，為金融危機以來最長的連續增長。

相對於盈利所發出的頻頻預警，企業破產數量的加劇上升則是英國經濟面臨的更大麻煩信號。英國破產服務局的数据显示，今年上半年英國企業的破產總數達到1.3萬起，相比去年同期增長17%，同時清盤申請也比去年同期增加了一倍。值得注意的是，在破產企業隊伍中，97%為營業

額低於100萬英鎊的小公司，而且幾乎所有行業都受到破產的覆蓋；另外，不僅債權人自願清算和強制清盤的企業數量增加，接管程序和公司自願重組的數量也顯著增加，後者通常是中型和大型公司採取的手段，這意味着大中型企業破產率也在上升。

製造業PMI指數（採購經理指數）更能及時而全面地跟蹤到英國企業的生存經營狀況。據英國國家統計局發布的最新數據，7月份英國製造業PMI從前期的46.5下滑至45，觸及38個月以來的最低點，顯示英國製造業萎縮的加劇。必須強調的是，在全球各國製造業下降中，英國製造業本就技不如人。數據顯示，英國萬名產業工人擁有的機器數量僅為100個，企業技術自動化程度與同等經濟水平國家根本不可同日而語；同時，英國製造業的全要素生產率僅有可憐的1.6%，遠低於其他發達國家，而且近三分之一英國製造業面臨技術短缺，不到四成的工人具備符合崗位需求的技术素質。系列的技术硬傷很難讓英國製造業實現弯道超車，其始終落人之後的劣勢構成了對英國經濟的巨大拖累。

風險變量之四是公共財力支撐的羸弱。不同於金融危機前英國的公共債務占比只是35%略高一點，從危機期間對銀行的救贖，到為脫歐列出的巨大開支，再到為抗击新冠疫情以及俄烏衝突增加的不菲投入，加之近兩年動輒數萬億英鎊的年度公共服務支出，目前英國政府的債務總額已飆升至2.6萬億英鎊，占比提升至104%，而且公共債務還在以幾何速度快速增加，遠的不說，截至2023年6月的財政年度借款總額為614億英鎊，比去年同期增加190多億英鎊，但借款遲早是要還的，在經濟增長疲弱所引致的稅收收入難以接濟的情況

下，最終只能寄希望於公債規模的進一步擴張。

問題的关键在於，基準利率的提升必然帶動國債收益率的走高，政府的償債成本日益加重，進而也必然導致公共投資的邊際遞減。按照英國預算責任辦公室的最新計算，僅今年3月來的債券利率上漲已經導致五年內年度公共債務利息增加了137億英鎊，最新6月份政府支付的債務利息更是多達125億英鎊，為有償債記錄以來的月度第三高。同時，德意志銀行出具的最新分析報告預測，未來五年，英國政府每年向債務投資者支付的利息金額將保持在超過1000億英鎊的水平。

對於公共財政來說，持續了長達15年的量化寬鬆(QE)措施既是一顆蜜糖，也是一劑毒藥。自2009年實施QE以來，英國央行在二級市場上總共採用了8950億英鎊的國債和公司債。按照量化寬鬆的法律安排，英國央行將所有的收益劃轉給政府，但一切損失也須獲得補償。數據顯示，QE期間英國央行獲得了1230億英鎊的利潤並悉數轉移給了財政部，但是，利潤一年多來利率的不斷走高，債券價格遭受反復打壓，此時英國央行也在按照計劃展開量化緊縮，也就是在二級市場以低於原來的採購價格出售債券，由此必然發生財務虧損。對此，英國議會預算責任辦公室預測，今年與明年英國財政部要向英國央行支付300億英鎊的損失補償，至2028年3月底該支付規模將擴大至1500億英鎊，抹平了先前央行提供給財政部的收益不說，財政部還要向央行進行追加資金補償。公共財政在承受陣痛的同时也必然削弱其支撐經濟的增量能力。

（作者系中國市場學會理事、經濟學教授）

發揮期市支農作用 濃墨重彩描繪鄉村振興新畫卷

—2023期貨助力鄉村振興大會暨中國(寧陵)“保險+期貨”创新发展论坛即将召开

作為普惠金融的創新實踐，“保險+期貨”連續8年被寫入中央一號文件，也成為鄉村振興的重要金融抓手。在今年的中央一號文件中，“發揮多层次資本市場支農作用，優化‘保險+期貨’的明確提出對金融市場、期貨工具助力鄉村振興提出更高要求”。

為積極響應一號文件精神，由寧陵縣人民政府、商丘市金融工作局和期貨日報社主辦的“2023期貨助力鄉村振興大會暨中國(寧陵)‘保險+期貨’创新发展论坛”將於8月17日在河南寧陵舉行。本屆論壇將以“創新求變 护航實體”為主題，以“會+展”的形式，探討研究“保險+期貨”模式的優化路徑及創新方法，展覽分享“保險+期貨”優秀創新案例，為期貨助力鄉村振興、服務實體經濟帶來更多思考和啟迪、為逐步構建農業生產風險保障體系，形成可复制、可推广、可持續的运行模式。

星星之火漸成燎原之勢，自2015年“保險+期貨”試點開展以來，隨著保障品種不斷豐富，規模、覆蓋地域的日益擴大，“保險+期貨”已從試點轉變為我國金融產業支持三農發展和貫徹落實農業供給側結構性改革的“利器”。經過八年實踐和發展，“保險+期貨”在服務“三農”、巩固脫貧攻堅成果、助力鄉村振興等方面取得了顯著成

效，各級政府、農業經營主體、期貨與保險經營機構參與程度不斷提高，模式創新穩步推進，已經成為金融服務實體的重要力量，得到了社會各界的逐步認可。

數據顯示，截至2022年12月30日，已有127家期貨經營機構與523個帮扶地區(縣、鄉、村)簽署1510份结对帮扶協議。行業累計投入帮扶資金16.36億元，為鄉村振興貢獻了“期貨力量”“期貨智慧”和“期貨方案”。

期貨日報記者了解到，在多方努力與扶持下，“保險+期貨”實現由“零星分散”到“區域覆蓋”、由“單一支持”到“多方共担”、由“種植業”到“種養兩業”、從普通農戶到新型農業經營主體、再到涉農企業、覆蓋涉農主體越來越廣泛；從最早的“保價格”到“保收入”，再到引入訂單、銀行信貸、科技賦能等形成的“保險+期貨+N”模式，“保險+期貨”項目模式內涵不斷豐富，正在陷入量變到質變的高质量發展之路。

“‘保險+期貨’模式铺开之后，期貨公司积极探索创新型模式，从项目结构创新与完善着眼，积极探索创新‘保险+期货+N’服务链条，进一步强化试点服务深度。在原有模式基础上实现延伸和拓展，将服务农业方式上多样化，通过合作套保、订单收购、参与交割等多种举措，带动产业链上下游各方主体参与其中，提升产业帮扶质

效。”浙商期貨產業研究所所長藍曼稱，“保險+期貨”促進了農村經濟的健康發展，探索了期貨行業服務國家鄉村振興戰略的新路徑。

不僅如此，當前，各交易所和地方政府也在創新求變上下足功夫。其中，大商所推出“銀期保”業務，即“龍頭企業+銀行+保險+期貨”的模式，引入了龍頭企業和銀行，使得該服務工具具有了更強的延展性。鄭商所在“保險+期貨”工作上圍繞業務模式、組織模式持續優化創新，基本形成了價格保險與收入保險協同開展，自主建設與省級政府部門聯合建設并重的試點格局。上期所則是將“保險+期貨”與“精準扶貧”相結合，巩固脫貧攻堅成果，助力鄉村振興。

“當前，在全國‘保險+期貨’試點工作全面深化轉變的過程中，行業亟需認真總結和分折，厘清遇到的問題和困難，尋找解決方案，推广成熟模式，引进、整合更多机构和产业链上下游企业的力量，优化‘保险+期货’业务对乡村振兴的服务效果。”方頓物產(重慶)有限公司總經理鄧超稱，隨著涉農主體參保積極性不斷增強，“保險+期貨”還需進一步創新，拓展服務農業產業鏈的廣度和深度，持續為鄉村振興提供金融助力。

記者從本屆論壇組委會了解到，本屆論壇共分為1

個主論壇、4個分論壇。其中，主論壇邀請監管部門和國內頂流專家學者，深析金融助力實現農業強國的頂層設計圖，找准“保險+期貨”的准星和方向。

分論壇之“書記縣長面對面”則邀請國內區域農業領域負責人，共謀“保險+期貨”良策，助力區域經濟高質量發展。在分論壇之鄉村振興的期貨主力軍中，組委會將邀請國內30+期貨公司、保險公司、銀行等，聚焦和把脈“保險+期貨+N”創新模式的前景趨勢，總結模式創新的“方法論”。

分論壇之“花生期貨助力產業再升級”和“金融衍生品助力尿素產業穩健發展”則選取代表性期貨品種，邀請交易所、產業客戶、期貨公司等，通過“保險+期貨”的實操落地與具體路徑，以及期現結合的實際運用，完成理論與實踐結合。

據了解，首屆期貨助力鄉村振興大會暨“保險+期貨”创新发展论坛將成立“保險+期貨”创新发展联盟，发布“保險+期貨”創新藍皮書。会后，組委會將开启全国走访调研，携手多方与“保險+期貨”产业试点进行“一对一”的模式定制，帮助更多的产业客户利用期货市场避险，助力当地县域经济高质量发展。让中央一號文件的案卷，写在鄉村振興的時代答卷上。

在市場人士看來，此次大會主論壇和分論壇的召開既滿足了市場發展的需求，也充分體現了“保險+期貨”助力產業發展的宗旨。分論壇的設置更是能夠拉近與市場的距离，傾聽到市場最真實聲音。

“本次論壇的舉辦，將為‘保險+期貨’試點業務的各參與主體提供一次直接有效的溝通契機。”新湖瑞丰總經理助理廖翔云表示，尤其是涉及書記縣長面對面交流，傳達試點業務經驗，有利於“保險+期貨”業務的推广，同時在創新性上提供了可借鑒的思路，示范效應明顯。此外，論壇發起的“保險+期貨”創新聯盟、“保險+期貨”藍皮書這一系列舉措將對“保險+期貨”業務的長期穩定推广產生重大意義。

市場人士普遍認為，此次論壇將成為各參與方資源共享、信息暢通、合作共贏的發展平台，期待這次盛會能夠激發金融市場活力，提升金融服務水平，為鄉村振興新篇章再添濃墨重彩一筆。

記者還了解到，為響應大興調研之風的号召，本屆論壇舉辦地設在寧陵縣培育水平和品種數量都堪稱國內頂流的梨樹品種培育園，並实地观摩全國首創“应用苹果场外期权服务酥梨产业”的服務方案。

(CIS)