

# 金融改革大跨步 资本市场“活水来”



定位于国际性金融高端领域的“陆家嘴论坛”,从2008年迄今已举办了六届。今日,第七届论坛将在上海开幕。日前,证券时报记者从主办方获悉,第七届2015陆家嘴论坛的主题已确定为“新常态下的金融改革与扩大开放”,也将全方位围绕汇率与利率市场化改革、资本项目开放、股票发行注册制改革、“一带一路”与“长江经济带”等重大议题进行讨论。本届论坛,中国证监会主席肖钢和上海市市长杨雄担任共同轮值主席。上一届陆家嘴论坛2013年6月末举行之际,恰逢“钱荒”,市场惊魂未定。中国人民银行行长周小川及时发声,称将综合运用各种工具和手段,适时调节市场流动性,保持市场总体稳定。

## 改革牛:三期叠加需平衡三大关系

今日上午第七届陆家嘴论坛的首场大会,将围绕“经济新常态与中国金融改革深化”展开。这一主题,既是该论坛核心主旨的一个重要组成部分,同时参会嘉宾也将就当前我国稳增长、调结构与去产能“这一三期叠加阶段的政策选择及风险防控,进行充分交流和达成共识。

归根结底,这就是一个平衡改革过程中各种阻力和风险的问题。依照往届论坛经验,今日首场全体大会之前的半小时致辞,一般是主办方政府相关领导出席主持。同时,央行、证监会、银监会或保监会的负责人也可能进行相关主题演讲。

本次论坛的首场大会,可能涉及哪些敏感问题?

据悉,经济、金融层面的改革以及其他改革将会成为本届论坛的核心议题之一。而在上述各类改革中,金融改革的难度、关注度以及影响面,都将是首当其冲的。

相关与会人士向证券时报记者透露,全面深化改革必须平衡好改革、增长与风险防范的关系。而在当前“增长速度换挡期”、“结构调整阵痛期”和“前期刺激政策消化期”的三期叠加阶段,更加需要平衡好以下三方面的关系。

首先需要平衡与处理的,应该是在改革过程中对于不同领域的先后选择问题。在此次聚焦高端金融领域的陆家嘴论坛上,有关各区域的国企改革、养老金改革、与利率市场化等密切相关的商业银行运营模式改革、与产能过剩问题丝丝相连的传统行业转型升级、与企业融资及银行坏账有关的狭义金融改革、与汇率利率等相关的货币政策调整与优化改革等。

从本次论坛的主要议程来预判,汇率及利率市场化改革、新股发行制度的注册制改革以及上海自贸区与中国科创中心的相关配套改革等,有望成为今明两天会议关注的最大亮点。而同时从平衡上述各项改革的矛盾及利弊来看,这些金融领域的改革首先被推进也是应有之义。

其次应该是平衡好经济增长与结构调整的关系。按照海通证券首席宏观分析师姜超的观点,国企改革正是上述经济结构转型与调整的主要内容之一,过去旧的增长模式已难以维系。

但与之相关的是,国企改革涉及大而化之的各地方政府以及国资部门与各具体政策监管部门的“博弈”,同时又与中组部、财政部、发改委、人社部及其他各金融监管部门有关。业内人士分析,国企改革有望在相关金融改革尘埃落定之后全面实施。

今日论坛大会的主基调,无疑在于对经济新常态之下各项改革举措的研讨商议。由于陆家嘴论坛与会者的规格与层次囊括了政府及金融监管部门、金融市场各参与主体、金融机构与企业高管以及海外一流高校及研究所的智囊团,对于如何平衡好稳增长与调结构关系的话题,市场都能从中找到真知灼见。

第三个需要处理的,应在于金融改革与风险防范之间的矛盾。如前所述,金融改革有望成为今后我国各路改革中的先行军,这能从今年利率市场化的改革力度中可以看出。

此外,本次论坛既关注到金融改革“该做什么”,也对于做了之后可能出现哪些风险以及如何防范,安排了多场专题探讨。

比如说首次提到了“金融法治与金融消费者(投资者)权益保护”的问题,也邀请了具有丰富经验的海外专家去畅谈国际社会在“金融治理和金融监管改革方面”的进展与对策。

央行副行长易纲今年3月公开表示,监管者最为看重的,是对于金融体系资本金、杠杆率及系统性风险等的监控与防范。作为金融体系最重要的环节之一,中国央行在此次论坛的受关注度,应该会一如既往地火爆。而周小川行长由于赴美参加中美第七次战略与经济对话”,很可能缺席本次第七届陆家嘴论坛。

## 融资牛: IPO变革催生经济新引擎

2015年是资本市场改革大年。当前国家提倡大众创业万众创新,完善实体经济多种融资方式成为当务之急。而随着资金需求的不断扩大,仅靠间接融资将难以满足企业不同的融资需求,直接融资比重的上升将是大势所趋。

2015年政府工作报告提出,要加快资金周转,优化信贷结构,提高直接融资比重,降低社会融资成本,让更多的金融活水流向实体经济。因此本次陆家嘴金融论坛上,怎样通过注册制改革,多措并举提高直接融资的比重自然也是焦点之一。今日下午有关“推进股票发行注册制改革,多措并举提高直接融资比重”的分论坛,就将围绕这一问题聆听各方观点。

今年4月底,新的《证券法》修订草案出炉,正式将股票发行注册写入法条中。虽然这份修订草案还需要经历多次审议,最终出台的时间可能要到今年四季度,但从已经透露出的信息中还是能看出注册制改革的一些具体方向。

首先是IPO审核权下放至交易所。原先发审会的职责,未来将被沪深交易所的聆讯质询委员会取代,上市企业文件需由交易所出具同意意见后再向证券监管机构注册。申万宏源的报告指出,将审核权下放至交易所,有助于理顺“裁判员”和“运动员”之间的职责界限,使证监会更好行使监督职责。

其次是取消企业首次公开发行(IPO)的盈利性门槛。证监会主席肖钢曾在多个场合表示,要在创业板建立专门层次,允许尚未盈利但符合一定条件的互联网和科技创新企业在创业板发行上市,并实行不同的投资者适当性管理制度。近期国务院又出台文件,将允许在上交所建立战略性新兴产业。多层次的资本市场体系将对国内富有潜力的创新企业产生巨大吸引力,不断涌动的中概股私有化浪潮即是明证。

此外,新的注册制对信息披露的监管力度也是空前的,新股发行中发行人、保荐人、中介机构等不同主体的职责也得到明确。对欺诈发行、利用“未公开信息”进行交易等行为,新规制定的处罚标准大大提高。这也符合国家在简政放权之后加强事中事后监管的方针。

毋庸置疑,注册制改革的目的是为了理顺资本市场的发行和定价机制。一方面,过往由于上市融资平台的稀缺,导致一些上市公司即使缺乏发展前景也依然享受着过高的估值。另一方面,众多创新企业受上市门槛限制,无缘登陆A股获得直接融资。而在注册制下,市场将成为对企业进行价值判断的主体,此前因行政限制而带来的扭曲将得以纠正。

不过,即使大方向已经明确,注册制改革究竟将催生何种革新与变化,是否能顺利向着正确的方向前进仍然值得关注。民生证券研究院执行院长管清友认为,注册制下更需要关注的是否有实质性的审核。

所谓实质性的审核,既包括合规性判断也包括商业性判断。虽然也有判断,但与以往的价值判断不同,实质性审核强调的是风险判断,例如审核企业是否有不良记录,商业模式披露是否详尽,股权结构是否公平等,以此控制证券投资风险,避免投资者因信息不对称而遭受损失。

管清友指出,美国的注册制对我国的注册制有重要参考作用,而美国的注册制实际上充满了实质性的审核。美国证券交易委员会(SEC)在对上市公司进行审核时会对公司财务、经营中的披露缺陷穷追不舍,保障证券发行对投资者的公平公正。

那么,不久就将实行注册制的中国资本市场将何去何从,是否能就此及时为实体经济供来“活水”,将令市场翘首以盼。

## 资本牛: 汇改推动资本项目开放

在本届陆家嘴论坛上,有关资本项目开放的话题将得到异常重视。这实际上也与今年以来中国货币当局在利率市场化以及汇率改革方面的大手笔密不可分。资本项目的开放,同时也与人民币国际化以及“一带一路”等国家层面宏观规划有关。

从本次论坛的主要日程安排来看,今天第二场全体大会将对2008年全球金融危机以来,国际社会在金融治理和金融监管改革方面的经验作全面交流。

今天下午的专题论坛“汇率、利率市场化改革和资本项目开放”,则将围绕在上海自贸区和沪港通的大背景下,中国资本项目开放在加速状态下如何控制风险?利率市场化于今明两年达成目标后,人民币汇率改革又将有哪些突破等议题进行充分探讨。

与此同时,明天上午还将针对“加快自贸试验区的金融开放创新”、“加快推进人民币国际化和金融市场开放”等议题展开讨论。从往届论坛经验来看,对相关重要议题安排如此密集的专场讨论,也是比较罕见的。

不仅是在本次论坛,人民币国际化与人民币资本项目可兑换更是今年中国金融改革的重点内容。日前,央行首次对外发布《人民币国际化报告(2015)》称,中国距实现人民币资本项目可兑换的目标并不遥远。2014年推出的“沪港股票市场交易互联互通机制”在其中也将起到重要作用。

招商证券首席宏观分析师谢亚轩告诉证券时报记者,人民币资本项目可兑换顺应了中国对外投资多元化的趋势,也可为经常项目逆差提供可靠的融资来源以及引进更多海外投资者以帮助降低国内长期利率水平。

记者从本次论坛主办方了解到,“十三五”时期是上海实现基本建成“与中国经济实力以及人民币国际地位相适应的国际金融中心”战略目标最关键的时期。其中,加强与人民币国际化、自贸试验区金融开放创新等重要工作的推进和互动,正是核心步骤之一。相关人士指出,本届论坛主题“新常态下如何扩大金融开放”,也是切合了这一宏观要求。

6月上旬央行报告明确指出,将考虑推出QDII2(注:与版本1相比,将首次开放合格境内个人投资者口径)的境外投资试点,并将允许非中国居民在境内发行衍生品以外的金融产品。

上海市金融服务办公室主任郑杨对证券时报记者透露,本次陆家嘴论坛新增了一场题为“G20全球峰会展望”的闭幕圆桌会议,据悉这是为了呼应2016年即将在中国杭州召开的G20全球峰会,邀请了来自国内外嘉宾就全球治理等重大问题展开讨论。无疑,这与金融开放的大主题也是互相呼应的。郑杨表示,这一安排是以往各届论坛所没有的。

我国“十二五规划”中有相关“完善以市场供求为基础的有管理的浮动汇率制度,推进外汇管理体制的改革,扩大人民币跨境使用,逐步实现人民币资本项目可兑换”的表述。实际上,2015年是“十二五”的最后一年,人民币资本项目可兑换不仅重要而且紧迫。那么,相关的风险防范该如何安排?

谢亚轩告诉时报记者,即便时间上相对比较紧迫,但从各国汇改经验来看,在其货币国际化以及资本项目开放的过程中,100%可兑换其实是不现实的。除了类似于香港、新加坡这样的小型开放经济体外,允许完全可兑换和国际资本完全自由流动的国家或地区,其实并不普遍。

央行研究局此前有报告指出,发达国家如美国和日本,就算在实现可兑换多年后的今天,也在直接投资、资本和货币市场工具以及信贷业务等多个资本项目交易中,存在着一定的管制。

可以预料,本次陆家嘴论坛在谈及与人民币资本项目开放有关议题时,必定也会留意到这些关键因素。但不管怎样,汇率改革继续推进的步伐却是坚定不移的。

## 创业牛: 科技创新与金融支撑

在地产、基建等传统经济方式增长乏力的背景下,寻找新的经济增长引擎成为了目前中国经济结构调整的当务之急。

李克强总理在今年政府工作报告中指出要把“大众创业、万众创新”打造成推动中国经济继续前行的“双引擎”后,国务院日前又印发了《关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》,这是国务院首次就此发布的系统性与普惠性的政策文件。

全国最高级别的金融峰会陆家嘴论坛将于今日召开,主题之一是讨论关于“金融发展如何支持上海科技创新中心建设”的问题。目前上海的金融体系还存在哪些支持创新创业的瓶颈与短板?在促进金融服务科技创新的过程中,政府与市场将扮演何种角色?这些问题,都将在本届陆家嘴论坛上进行充分讨论。

而上述《意见》也提出,积极研究尚未盈利的“互联网+”和高新技术企业到创业板发行上市,推动在上海证券交易所建立战略新兴产业板;支持有条件的地方政府设立创业基金,扶持创业创新发展等。

这一切无疑让市场对战略新三板推出的预期有所升温。可以预见的是,战略新三板将诞生于中国经济进入新常态的特殊时期,为更多的创业企业和新兴产业提供直接融资服务。近期在美上市的中概股掀起一轮回归潮,而这些中概股又大多是互联网、医药等新兴产业的企业。战略新三板可为他们的回归提供便利,让这些公司参与到中国经济转型的大潮中来。

不过,作为中国经济转型的前沿阵地,上海此前已经出台了相关政策,进一步推动科技与金融的紧密结合。上海高级金融学院教授钱军认为,上海要成为科创中心,核心优势仍是金融,上海可以通过金融创新吸引科技型企业,在科技与金融对接的过程中实现“科创中心”目标。

根据上海市金融办主任郑杨介绍,目前上海正在积极争取国家有关管理部门的支持,支持商业银行设立全资控股的投资管理公司,形成投贷共同体;支持实力雄厚、有长期投资意向的民营企业在沪发起民营科技银行,建立与科技金融服务相适应的运营模式和机制等。

此外,大型政策性融资担保机构也正在设立的过程中。他们将通过融资担保、再担保、股权投资等形式,为科技型中小企业提供信用增进服务。这些举措将为全国其他地区如何以金融手段扶持创新创业,提供学习样本。

业内人士认为,立足于金融本身的创新来支持科创中心发展,金融应当扮演好助推器、加速器、润滑剂和启动器的角色。可以相信,在如何利用好科技创新与金融支持为经济社会服务这一点上,本届论坛一定可以碰撞交流出有益的经验与具体操作方案。

## 开放牛: 新常态下拥抱上海新格局

陆家嘴论坛,2008年至今每年都在上海浦东陆家嘴召开。而陆家嘴早年就有一个响亮的别称:东方华尔街。

上海是一个开放的城市,也是一个正在力图打造国际金融中心和中国科创中心的城市。本次第七届陆家嘴论坛主办方表示,陆家嘴论坛是一个定位于金融领域的国际性论坛,旨在为各国政府领导人、金融界领袖和知名专家学者提供一个共商全球金融领域重大问题的高层次对话平台。

值得注意,本次论坛时隔两年再度隆重召开,相关海内外宏观经济环境都已出现较大变化。首先是我国已面临经济新常态的考验,未来数年经济都有可能存在下行压力。而在国内稳增长、调结构、促改革的大背景下,金融改革与对外开放的步伐正在不断加快,上海也正在通过加快自贸试验区金融开放创新、金融国际合作与“一带一路”规划以及加快人民币国际化改革等举措,积极配合新常态下中国经济社会健康发展。

记者注意到,本次论坛在议程安排上,对于上海的金融开放安排了几个专题论坛。比如说为了配合2014年国务院发布的保险业新国十条,上海出台了相关细则,将推进上海国际保险中心建设。而对于如何建设以及面临哪些瓶颈,今天下午将有相关专家对此进行探讨。

上海所处长江经济带的最东部和入海口。为此,今晚陆家嘴论坛还将举办“浦江夜话”经典栏目,邀请专家谈一谈如何在这片中国经济最具活力和潜力的区域,推进经济融合共通,建设统一开放竞争有序的市场体系。

此外,包括2015年4月国务院宣布上海自贸区扩区以及全新启动广东、福建和天津三大自贸区之后,陆家嘴金融城被纳入了新的自贸区范围之内,这也是2015陆家嘴论坛的新鲜事。为此,明天上午第一场会议就将围绕“中国自贸区”全版图进行细致分析与探讨。

上海建设中国科创中心,也是今年该论坛的重要议题之一。上海近年确立了建设具有全球影响力的科技创新中心的目标,这是上海经济转型的重大战略,势必形成新一波的创业创新浪潮。而大众创业和万众创新,又恰是新常态下经济发展的新动力与新引擎。

本版撰文:  
证券时报记者 朱凯 姜云起 张昊昱  
实习记者 周吾双



陆家嘴远景图  
彭春霞制图