

资本市场改革快马加鞭 助力构建双循环发展格局

证券时报记者 程丹

打造“双循环”的发展格局是推动未来经济转型的核心支柱，资本市场是构建双循环体系的枢纽平台。产业结构的升级需要融资体系的转型来实现，通过产业资本证券化、社会财富金融化来构建内部循环，用基础制度提升资本市场吸引力，以更大力度的对外开放贯通外部循环，实现“走出去”与“引进来”的双向互联互通。

多位接受记者采访的市场人士认为，资本市场引导新旧动能转换，也通过产业升级得以反哺，是打造双循环体系的核心催化剂，资本市场要强化基础制度建设，构建好多层次资本市场体系，持续对外开放，以变革重塑市场生态，为“双循环”战略助力。

资本市场引领产业创新

今年两会以来，逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”是各方热议的中国宏观政策焦点。构建双循环，资本市场发挥着重要的枢纽作用。当前中国传统增长模式面临瓶颈，以传统制造业和房地产基建为主导的旧动能乏力。畅通国内循环、激活要素效率，着力点在于产业基础再造和产业链提升。

华泰证券分析师张继强表示，产业升级发展需要健全、匹配的投

融资机制支持，而产业发展的不同阶段也对应差异化的金融支持结构。当前，技术创新和新经济产业崛起成为经济增长新动能，资本市场代表的直接融资体系具有连接技术、资金和市场的资源配置功能，能够通过市场化判断引导资金支持具有增长潜力的新兴产业，分散市场风险，从而降低新经济产业发展不确定性，是新经济产业和高风险偏好资金的核心纽带。同时，直接融资体系还通过高效率的并购重组体系为落后过剩产能提供退出通道，引导资源优化配置。

过去一年多，资本市场发挥要素资源配置枢纽、政策传导枢纽等作用，促进科技与资本融合，带动金融和实体经济良性循环，为实体经济克服疫情影响、实现提质增效注入新动能。最具代表性的就是设立科创板并试点注册制进展顺利，一些关键制度创新持续深化；创业板改革并试点注册制准备工作基本就绪；新三板改革平稳落地，增强了市场的吸引力、辐射力和覆盖面。

资本市场改革正引发科技型企业上市热潮。近一个月内，京东数科、蚂蚁集团两大科技巨头先后披露即将登陆科创板，多家细分市场的头部科技型企业也正启动科创板上市计划。创业板注册制正在快马加鞭推进，8月中下旬就可能看到首批试点注册制的创业板股票挂牌上市。刚刚运行一周多的精选层，首批32家公司高技术产业占比

53.13%，集中在软件信息、医药制造、计算机设备制造，以及污染治理、农药研发等科技创新与民生结合的细分领域，企业发展模式多元，兼具“大而优”和“小而美”，其中4家营收体量达到20亿元以上，5家净利润过亿，另有5家净利润小于3000万元。

资深投行人士王骥跃指出，随着资本市场改革等一系列制度红利释放，当前科技型企业正迎来登陆资本市场的政策窗口期，成功上市不仅打开了大规模的融资渠道，对于科技型企业完善公司治理结构和持续稳健经营也至关重要。同时，随着更多行业巨头的到来，科创板的市场地位和投资价值也将不断提升。

张继强指出，未来我国证券市场的成长将依赖于通过新兴产业发行交易实现增量调整传统产业并购重组实现存量调整。同时，各类机构投资者入市明显加快，成为资本市场壮大的源泉，既解决了新兴产业的融资问题，又充分享受了资本市场发展红利，金融市场与实体经济之间形成了良好循环。

基础制度 奠定健康发展基石

要发挥好资本市场在“双循环”战略中的作用，需要继续推进资本市场基础制度建设，依法从严打击证券违法活动，促进资本市场平稳健康发展。

证监会近日召开的2020年系统年中工作会议上释放出了新的信号，即落实“建制度、不干预、零容忍”的方针，争取资本市场高质量发展和服务实体经济加快恢复发展的双胜利。

资本市场的健康发展离不开基础制度的完善，推进基础制度建设可以让市场“新陈代谢”功能发挥得更加顺畅，淘汰造假和欺诈的企业，从源头上净化市场。而随着注册制试点逐步扩大并常态化，加大对资本市场违法违规罪惩处力度、保障投资者合法权益，对于确保注册制改革行稳致远具有重要意义。

具体来看，需要加快推进资本市场基础制度体系更加成熟定型，加快关键制度创新，补齐制度短板，健全市场化法治化退市机制，畅通多元化退市渠道，以更加市场化便利化为导向，稳妥推进交易结算制度改革。完善预期管理机制，加强宏观研判，稳定市场预期，全面清理“口袋政策”和“隐形门槛”，进一步整合规范备案报告事项，健全促进行业机构做优做强的制度机制，发展高质量投资银行和财富管理机构。严厉打击资本市场违法犯罪行为，推动建立打击资本市场违法活动协调机制，推动构建行政执法、民事追偿和刑事惩戒相互衔接、互相支持的立体、有机体系，抓好证券集体诉讼制度落地实施，多渠道、多平台强化执法宣传，传递“零容忍”的鲜明信号。

工银国际首席经济学家程实表示，直接融资方面，资本市场在改革和开放的双重加持下迎来跨越式发展，不仅投资者结构不断优化、保险等长线资产配置约束松绑，以注册制改革为核心配合多元退市机制也将更多金融资源导向实体经济的高效率领域；借助科创板的机制创新和优质中概股回归机遇，在岸和离岸市场正通过良性互动打造中国资产核心标的。

在对外开放方面，资本市场也在营造着高水平高质量的双向开放格局。一方面，持续推进市场、行业和产品开放，研究逐步统一、简化外资参与境内市场的渠道和方式，同步加强开放条件下监管和风险控制能力建设。另一方面，加强跨境监管合作，推进相关监管制度体系建设，共同打击跨境证券违法犯罪行为。

张继强强调，目前监管层自上而下推进资本市场双向开放，在底层设施、行业开放、监管体系等多维度与国际接轨。以国际化规则为对标，完善市场运行机制，构建多层次资本市场，夯实底层基础设施；多领域对外开放提速，外资机构陆续进入，鲑鱼效应强化，行业进入高阶竞争阶段，机遇与挑战并存；金融监管国际化大势所趋，积极推进监管目标和范围的国际化，深化国际监管合作，构建健康的资本市场新生态。



证券从业人员 职业道德准则发布

中国证券业协会8月6日制定并发布了《证券从业人员职业道德准则》，规则自发布之日起实施。中国证券业协会相关负责人表示，《职业道德准则》的发布是为了引导证券行业深人践行“合规、诚信、专业、稳健”的行业文化理念，加强证券从业人员职业道德建设，防范道德风险，维护行业声誉，保护投资者及其他利益相关方合法权益，促进行业持续健康发展。

《职业道德准则》是继《证券行业文化建设倡议书》、《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》之后，协会发布的又一个推动行业文化建设落地的配套制度文件，是具有倡导性质的自律规则，也是协会履行新《证券法》赋予的对从业人员实施自律管理职能的又一具体举措。

《职业道德准则》以社会主义核心价值观为指针，围绕“合规、诚信、专业、稳健”的行业文化内涵，结合中国证监会对行业文化建设和从业人员管理的基本要求，在借鉴国际经验的基础上，从九个方面提出了证券从业人员应当遵守的基本要求，包括了九条内容，具体来看，敬畏法律、遵纪守法；诚实守信、勤勉尽责；守正笃实，严谨专业；审慎稳健，严控风险；公正清明，廉洁自律；持续精进，追求卓越；爱岗敬业，忠于职守；尊重包容，共同发展；关爱社会，益国利民。

《职业道德准则》主要是针对证券从业人员应当遵守的职业道德提出原则性要求。后续，协会还将结合行业文化建设的要求制定证券行业诚信准则和业务操作手册。《职业道德准则》发布实施后，各证券经营机构应当将《职业道德准则》的相关要求落实到从业人员管理、道德风险管理等体系之中，切实加强从业人员职业道德教育，提升从业人员的道德水平及专业能力，防范道德风险，有效保护投资者合法权益，努力打造一支政治过硬、作风优良、业务精通的高素质从业人员队伍，推进证券行业做大做强。（程丹）

海外投资者热捧 中资美元债发行成本创近3年新低

证券时报记者 孙璐璐

在欧美各国轮番流动性“放水”的助力下，中资企业海外发债正迎来好时机。

2020年至今亚洲G3债券（即美元、欧元、日元计价债券）发行量已达到2094亿美元，其中1361亿美元来自中资发行人，占总量的65%。尽管3、4月份受疫情在海外蔓延冲击，中资美元债发行量同比有所下滑，但5月以来中资企业海外发债量已完全恢复至去年同期水平，7月发行量已超过去年同期。”德意志银行中国境内债券资本市场方中睿（Samuel Fischer）在接受证券时报记者采访时称。

发行成本创近3年新低

根据联合资信统计的数据显示，从单月情况看，由于3月底疫情在美国严重暴发，引发市场恐慌情绪，4月中资美元债市场急速趋冷，发行规模明显萎缩，下降至50.57亿美元；但随着美联储采取积极的救市举措以及美国经济逐步重启，5月和6月中资美元债发行量逐渐恢复，分别上升至72.59亿美元和270.90亿美元。

中资美元债发行遇冷后的快速回温，主要得益于全球流动性宽松下债券发行成本的不断走低。方中睿表示，中资美元债市场自5月开始明显复苏，3、4月份暂时搁置的发行计划也已基本重启。疫情全球蔓延后，美联储接连采取激进的降息及经济刺激措施，向市场提供较大的流动性支持，美国国债收益率屡创新低，企业发行溢价和绝对发行成本也随之降至低位。当前中资美元债的发行成本创近年来新低，从而吸引更多中资企业发行。同时，得益于较低的发债成本，中资发行人今年以来更青睐大规模、长期限的美元债券。

美联储于二季度创历史规模地向市场大量释放流动性，使得美国各期限国债收益率明显回落，中资美元债发行成本显著降低。二季度，中资美元债发行利率大幅下行，平均发行票息为4.78%，创2017年三季度以来的最低发行成本纪录。”联合资信研报称。

低利率环境对高信用等级债券发行所带来的利好尤为明显。例如，建设银行于6月底发行了10年期

的20亿美元二级资本债，利率2.45%，创中资银行资本工具历史最低发行成本，以及全球银行巴塞尔协议III合规二级资本最低发行票息。国家电网7月30日发行14.5亿美元和16亿欧元双币种境外债券。其中，美元债5年期和10年期利率分别仅为1.138%、1.769%；欧元债6年期和12年期利率分别仅为0.797%和1.303%。

除海外市场的流动性环境利好美元债发行外，联合资信研报还认为，人民币兑美元汇率波动企稳有助于降低货币汇兑风险，增强了很多潜在中资美元债发行人的发行意愿。同时，今年3月，国家外汇局将全口径跨境融资宏观审慎调节系数从1上调至1.25，使得企业借外债的空间从原来净资产的2倍提高至2.5倍，建立外汇政策绿色通道，企业可在线上申请外债登记等，这些措施为中资美元债的发行提供了便利，推动了中资美元债市场在4月陷入低谷后得以迅速复苏。

投资者火热参与

一方面是中资企业抢抓低利率发行窗口，另一方面，海外投资者对中资美元债的投资热度也在反弹回升，当前的中资美元债正呈现供需两旺。

认购倍数或订单量通常能反映出投资者对债券的认可程度。7月以来，中资美元债发行的认购倍数多数都在3倍以上，有的甚至会高达10倍以上。

例如，在投资级债券中，国家电网发行的14.5亿美元和16亿欧元币种债券，总订单簿峰值达到140亿美元和63亿欧元；中信建投证券于7月底发行的5年期5亿美元债，峰值时订单认购超12倍，最终定价较初始价格指引收窄50个基点。

高收益级债券中，房地产依然是海外投资者所青睐的投资标的。碧桂园于7月28日发行双年期共计10亿美元的债券，其中5.5年期最终定价4.2%，10年期最终定价4.8%，均低于初始价格，发行共吸引了超200家来自亚洲和欧洲的投资人认购，发行账簿峰值达到75亿美元。

方中睿表示，在投资级债券中，中资较大体量的发行人都实现了较低的发行溢价，体现了海外投资者的参与热情。在高收益级债券中，房



企发行人占比较高，也一直受海外投资者青睐。因为投资者认为在中资美元债市场中，房企发行人在民企中资质相对较好，相关投资指数也已恢复到疫情前水平。今年受疫情对经济带来的冲击，以及国际油价大幅波动影响，中资产业类美元债发行下滑明显，投资者也相对谨慎。大环境虽如此但机会犹存。

三季度市场热度仍高

展望下半年中资企业海外发债环境，在欧美央行短期内货币政策难现收紧的背景下，预计有望延续当前供需两旺的局面。

国盛证券固定收益分析师杨业伟表示，下半年中资美元债市场环境整体改善。资金面方面，为缓解美国日益加剧的经济下行压力，美联储在今年3月以来密集出台货币政策并使用多种货币工具，预计今年下半年，货币宽松政策仍将持续，直至经济基本恢复至正常水平。市场情绪方面，标准普尔500波动率指数（VIX）在经历了疫情期间的激增后已经回落至今年3月初水平，市场情绪得到一定缓和。境内基本面方面，随着国内疫情逐步得到控制，

复工复产有序推进，预计今年下半年经济增速会明显好于上半年。全球流动性宽松、风险情绪提升以及境内基本面上都将驱动下半年中资美元债利差持续收窄。

方中睿表示，在中资美元债的投资者结构中，有近三成是海外基金公司等资管机构，这类机构对新兴市场的投资时常会受地缘政治风险和金融市场突发情况影响，因此，判断中资美元债市场的边际变化时会更关注海外基金公司的资金流动情况。5月以来，海外基金流入新兴市场的投资规模非常可观，8月历来是市场观望的低迷期，基金公司此时较少进行大规模投资寸和投资策略的调整，但预计进入三季度

后，相关配置会逐渐跟进。

受欧洲推出经济刺激计划、美联储短期内仍会维持宽松的货币政策环境等影响，国际投资者对三季度的投资环境较为乐观，海外基金仍会有较大的配置需求。不过，到了四季度，随着美国大选进入白热化，不确定性因素增强，目前尚难判断市场趋势。”方中睿称。

联合资信研报预计，如果下半年全球宏观经济面保持稳定，中资美元债的投资级债券（尤其是金融板块）的整体发行规模有望较去年同期继续回升；受美元债市场回暖及政策支持等因素支撑，下半年中资美元债的高收益板块发行规模有望边际回升，高收益主体的市场融资意愿也可能边际改善。

（上接 A1 版）支持银行特别是中小银行多渠道补充资本和完善治理，加大不良贷款处置力度，增强金融机构的稳健性。

报告称，2020 年以来，人民银行坚持实施正常的货币政策，保持利率水平与我国发展阶段和经济形势动态适配，本外币利差处于合适

区间，人民币资产吸引力上升。此外，报告也再次明确房地产金融政策，提出将牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好房地产金融审慎管理制度。

破解贵州模式 背后的“产业密码”

（上接 A1 版）

以贵州茅台为例，贵州茅台是贵州资本市场发展的典型代表，市值已突破 20000 亿元，为 A 股市场市值最高的上市企业。透过贵州茅台的发展历程，可以看到资本市场助力贵州龙头产业发展呈现的正向效应十分明显。

从二级市场来看，这是一个公共性企业。上市后来自外部的压力，推动了企业的跨越式发展。茅台的价格是投资者买出来的。”贵州证监局党委书记、局长凌峰表示，茅台的发展离不开资本市场的助力，在市场的高度关注下，企业严格遵循上市公司发展要求，规范运营，做大做强。

产业集群化的发展模式对贵州推动经济高质量发展起到重要作用。在底子薄、产业弱的被动局面下，贵阳抓住大数据产业的牛鼻子，吸引了一批又一批国际巨头来到贵阳落户。截至目前，贵安新区直管区累计引进大数据服务企业 140 家，形成了中国大数据产业发展的“贵州样板”。

凌峰认为，高速发展的贵州大数据产业也需要资本市场的赋能，如何把贵州的大数据公司和产业优势转化为上市资源，是贵州需要重点发力的方向。贵州上市企业后备库公布后，很多企业想进去，希望能培育壮大。我们营造出了良好的上市环境和氛围。”贵州省地方金融监督管理局党组成员、副局长叶凯说。

贵州大数据产业高速发展的背后离不开金融的鼎力支持，从今年上半年金融数据来看，贵州正不断加大信贷支持大数据产业融合发展，推动传统产业转型升级。截至 6 月末，贵州全省金融机构大数据产业贷款余额 416.9 亿元，同比增长 14.3%。其中，贵州省“互联网+”贷款余额 345.9 亿元，同比增长 15.4%。

根据中国信通院发布的报告，贵州数字经济增速连续 5 年排名全国第一、数字经济吸纳就业增速连续两年排名全国第一，大数据产业发展指数位居全国第三。贵州的数字经济中，融合部分占比达 91.2%，大数据与实体经济深度融合已成为贵州转型升级新引擎。

不过，尽管不少巨头将数据库放在贵阳，但应用研发仍在北京、上海和深圳等一线城市。如何孵化贵州本土的大数据企业，如何补足大数据人才缺失的短板，如何将大数据的前端应用市场牢牢抓在手中，赋能新经济新产业，是贵州大数据未来的破局之路。

对比东部发达省份，贵州工业基础仍显薄弱，仍需鼓励龙头企业加快打造一体化全产业链，借助资本市场，持续做大做强，同时让更多中小企业做大做强，实现规模化发展。

翻开中国的历史画轴，山水秀丽的贵州正在描画一幅高质量发展的瑰宝图，产业是笔，产业是墨，产业是贵州脱贫致富经济崛起的“密码”。