



李迅雷：最高级别发文对市场究竟利空还是利好？



文/新浪财经意见领袖专栏作家 李迅雷

7月6日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于依法从严打击证券违法活动的意见》(下称《意见》)，并发出通知，要求各地区各部门结合实际认真贯彻落实。印象中，关于证券市场方面的文件，一般都由证监会发出，过去最高层级也就到国务院层面。这次由中办和国办联合发出，而且与过去的“鼓励”或“促进”类的文件不同，抬头就是“严打”，是全方位加强证券监管执法的纲领性文件。那么，如何来理解文件的中心思想，《意见》究竟对资本市场带来怎样的影响呢？

《意见》标志着资本市场治理体系

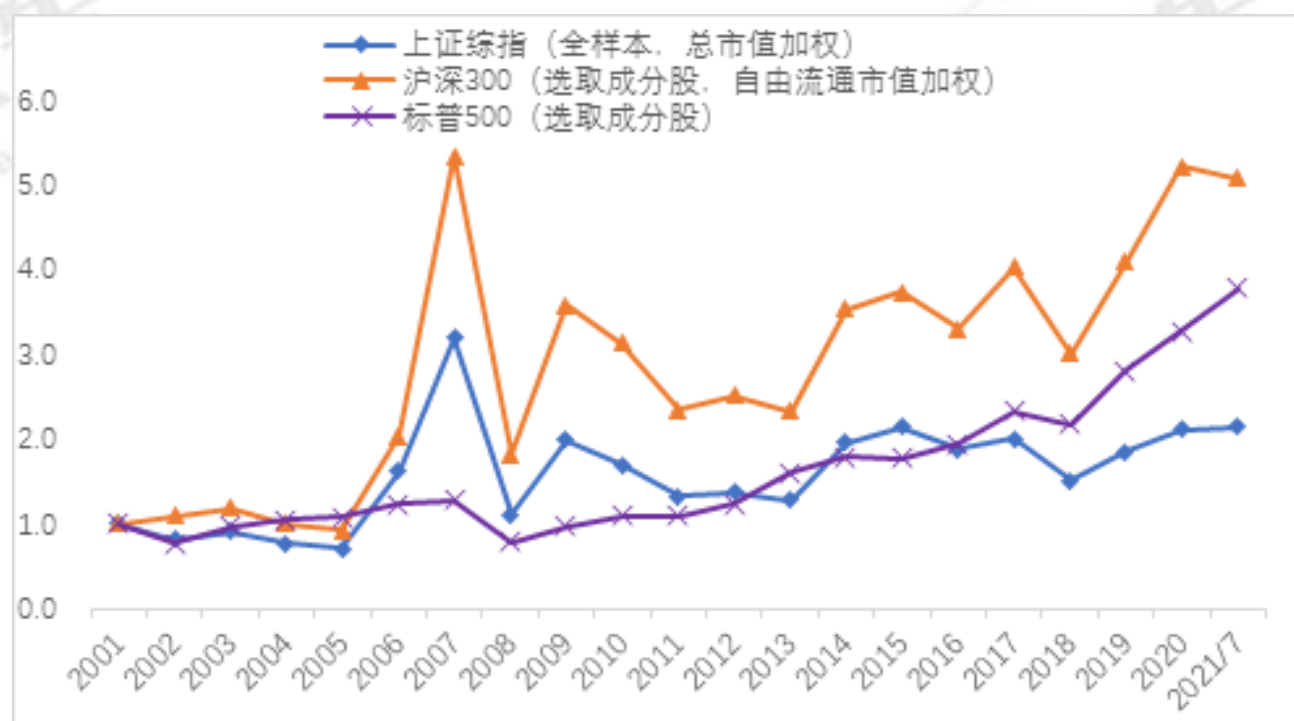
和治理能力现代化建设的新起点

《意见》涉及的内容非常广泛，应该是酝酿已久、讨论充分、意在长远的纲领性问题。从新华社记者对易会满主席就《意见》的采访中，也可以略见一斑：证券监管系统将力争通过3到5年的努力，全面落实好意见提出的各项目标任务，为建设规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场提供更加坚实的法治保障，努力为实现经济社会高质量发展做出更大贡献。

中国资本市场成立至今只有30多年时间，与成熟市场相比，差距确实很大。我认为，主要还是体现在资本市场治理体系和治理能力方面。如很多个人投资者都抱怨股市熊长牛短，因为大部分都参照上证综指某段时

期的涨跌来评价中国资本市场，如“十年涨幅为零”、“大幅跑输 GDP”等。

2001 年至今中美股指的走势表现



来源：WIND，中泰证券研究所

如果换成沪深 300 指数,则过去近 20 年(2001 年末至 2021 年 7 月)沪深 300 指数上涨了 4.1 倍,上证综指上涨 1.1 倍,美国标普 500 上涨 2.8 倍。沪深 300 累计涨幅超过标普 500,并不奇怪,毕竟中国经济增速比美国高多了。倘若资本市场治理体系更完善、公司治理能力更强,则涨幅还应该更大。

上证综指之所以表现较差,原因还是在于某些传统的周期类大市值股票的权重过大,在退市率极低的情况下,上市公司基本上不能实行优胜劣

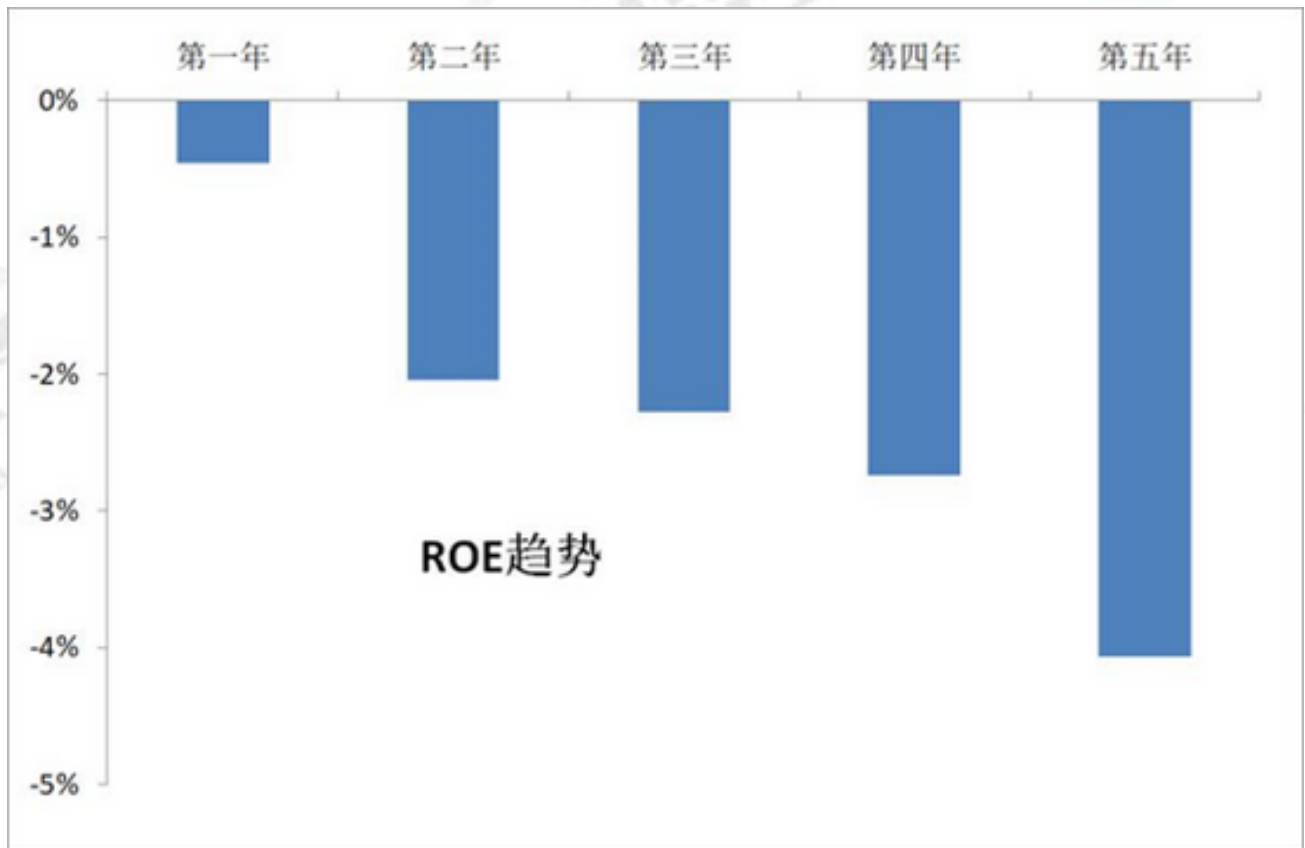
汰，也就是不能反映中国经济的真实变化。

2019年，我国资本市场推出了科创板的注册制试点，这实质上就是资本市场近30年来最具有划时代意义的改革——上市标准（实质上也是评价标准）大幅降低，允许亏损的企业也上市，前提是信息要充分披露，同时严格执行退市制度。但在非注册制下，由于上市要求据说是全球最严苛的，因此，企业为了谋求上市，存在粉饰业绩的动机，一旦上市，变容易出现“变脸”现象。

下图是对所有新股上市后每一年的ROE中位数与所有上市公司ROE中位数的差值。我们考察了2006-18年这13年，近2600家公司（2001年以来上市的）扣除非经常性损益后的ROE数据。发现上市公司的盈利水平总体呈现逐年下滑的态势：上市两年后便有明显下滑，第五年的下滑幅度竟达到4个百分点。

新股上市后的ROE与所有A股ROE之差

(%，中位数)



来源：WIND，中泰证券研究所

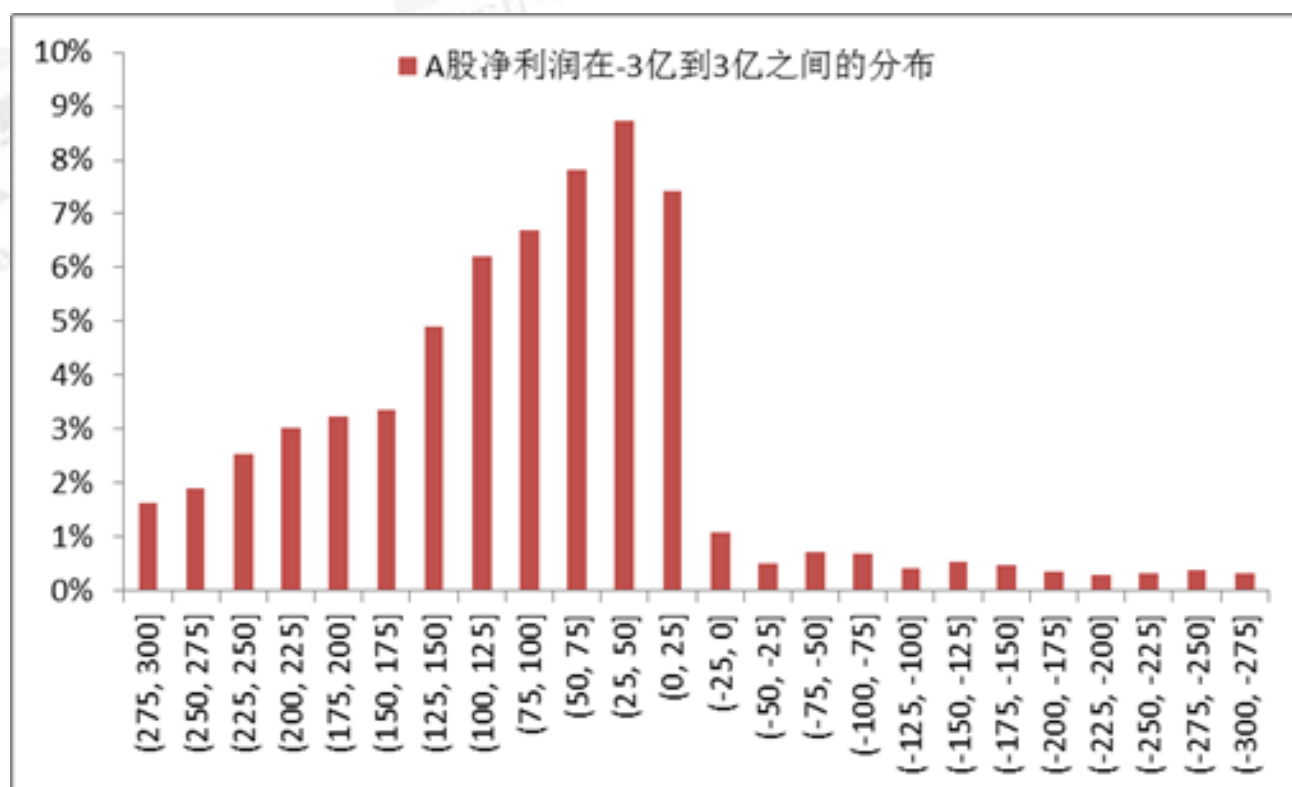
上图中，随着时间的推移，新股的“变脸”幅度也随之扩大，即盈利能力越来越弱。不过，到了第六年，ROE的相对水平就上升了，原因多是靠并购重组或改变主营业务获得业绩提升。

此外，国内规定一家上市公司连续两年亏损或每股净资产低于股票面值，就要予以特别处理。即带上“ST”的帽子，有损上市公司形象，再融资、股权质押等受阻或加大了退市风险。这也使得上市公司会采取各种办法来避免其年报净利润为负。

根据2018年报数据，对A股和美股上市公司净利润（换算成人民币）规模在3亿人民币和-3亿人民币的样本进行等间距的分档，统计每档的公

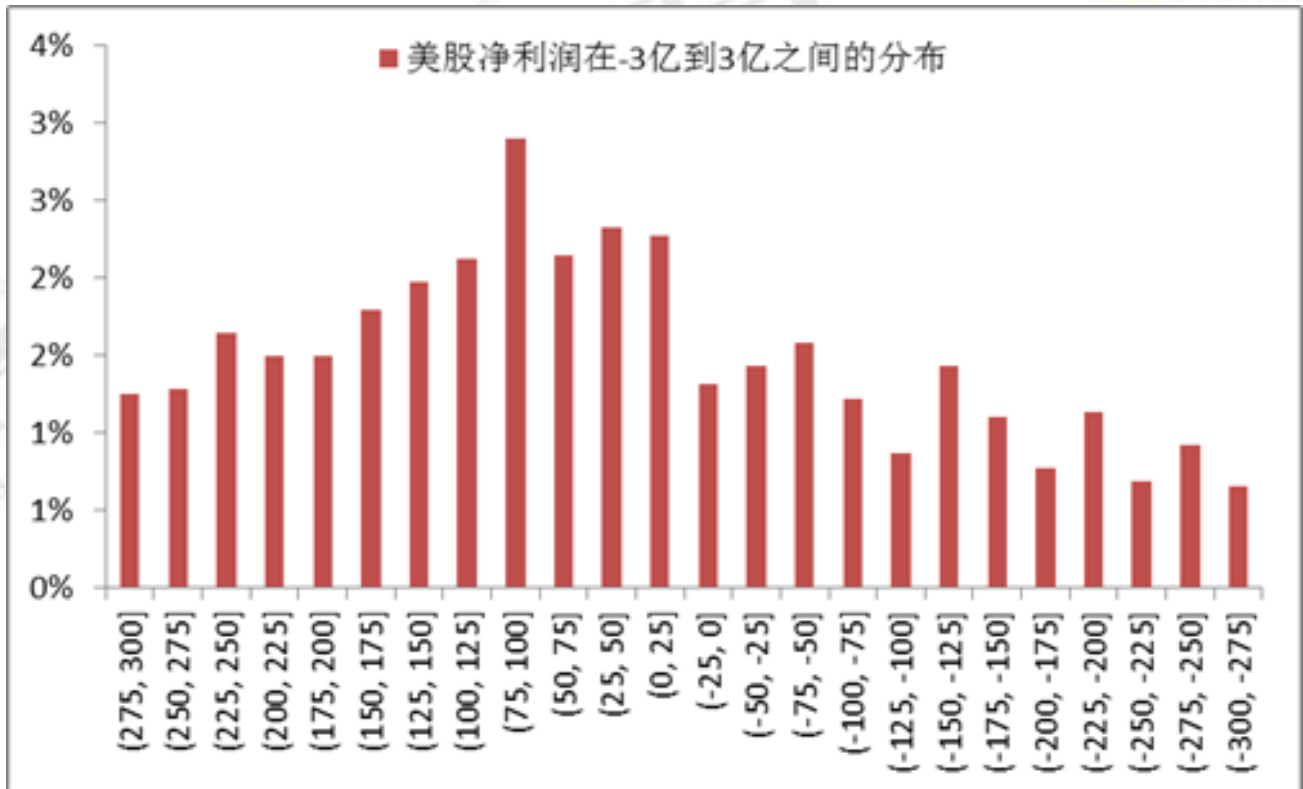
司占比。发现 A 股净利润为负的区间分布明显异常。

18 年 A 股净利润在 3 亿到负 3 亿 (RMB) 的公司数量分布



来源：WIND，中泰证券研究所

18 年美股净利润在 3 亿到负 3 亿 (RMB) 的公司数量分布



来源：WIND，中泰证券研究所

从分布图上发现，美股上市公司的盈利呈现正态分布，而 A 股亏损的上市公司数明显偏少，分布比较异常。这是否说明 A 股的小额亏损公司具有较强的“做业绩”意愿呢？比较中美之间股市的差异，你会发现，美国的上市公司更有竞争力，从退市数量看，过去 12 年，美国股市退市总家数达到近 5000 家，而 A 股只有 60 多家。

美国股市中，ROE 超过 20% 的公司远超 A 股，这是因为美股大力实行优胜劣汰，优质企业大幅度加杠杆，使得其投资回报率大幅提高，投资者长期受益。我国则往往相反，优质企业杠杆率不高，非优质企业杠杆率往往比较高，不少企业僵而不死。所以，不同的制度设计，会导致上市公司不同的行为，制度设计不合理，则容易使得企业行为扭曲，进而损害中

小股东利益。

注册制的试点，就是为了让企业的行为更加规范，让投资者对公司的估值判断更有依据。然而，注册制试点之初，同样会带来诸多意想不到的问题，如退市制度会否严格执行，个别人利用监管缺失进行股权牟利等，《意见》明确，强化市场约束机制。推进退市制度改革，强化退市监管，严格执行强制退市制度，研究完善已退市公司的监管和风险处置制度，健全上市公司优胜劣汰的良性循环机制。“严格核查”证券投资资金来源合法性。因为资本市场只有优胜劣汰，才能强盛不衰；只有对少数人的违法行为进行严苛查处，才能保护大多数人利益。

《意见》对证券市场短、长期均是利好

昨晚《意见》一出，市场反响强烈，但分歧也很大，一种认为是利空，因为既然是“严打”，水至清则无鱼，那就会使得部分市场“主力”撤离，导致市场下跌。还有一种观点则认为“短期利空、长期利好”，如《意见》提出，要“加强场外配资监测，依法坚决打击规模化、体系化场外配资活动。严格核查证券投资资金来源合法性，严控杠杆率”，那么，短期会否

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_33522

