



# 戴志锋：北京交易所的制度 比较研究与政策背景



## 投资要点

政策背景：金融监管的“二元化”时代——“市场化”发展权益市场的大时代。我们认为金融监管思路已比较清晰，而且持续性强，呈现“二元化”监管特征。1、对于传统贷款业务（非标），“行政化”色彩较浓；对应的经济目标是稳住存量经济。未来对贷款投向、贷款利率、存款利率仍然会有行政化指导，目的是保持经济平稳，同时降低系统性风险。2、对于权益市场，“市场化”发展；对应的经济目标是增量经济，及经济结构转型。政策希望 IPO、再融资不断推进，尤其是新兴行业；必须采取市场化手段发展：“建制度、零容忍、不干预”，融资结构的持续变化，从而推动经济结构转型和升级。



北京交易所的制度对比分析。1、定位的差异性：从新三板精选层上升

至设立北交所，明确服务创新型中小企业，试点注册制，提升发行上市效率；2、发行制度的差异性：上市标准适用于中小市值企业，再融资制度对价格、规模不做行政干预，引入授权发行、储架发行，更适合中小企业；3、定价机制的差异性：延续精选层制度，保留直接定价、网上竞价、网下询价三种模式，更为灵活；4、交易制度的差异性：保留精选层 30%涨跌幅限制，减持方面放宽对主要股东、实际控制人和董监高减持时间、数量的限制，改为预先披露要求；4、公司治理、信披制度、退市制度差异性：借鉴上市公司经验，凸显上市公司为信披和规范运营第一责任人，公司治理明确原则性要求基础上，鼓励“量力而行”，明确市场化退市制度安排，设置强制退市四类情形，有助于市场环境优化。5、制度后续展望：a. 参考科创板、创业板，期待后续或对于红筹架构、存在表决权差异企业、上市公司子公司孙公司分拆上市等领域配套改革；b. 投资者适当性具备优化空间。

投资建议：1、“财富管理”是金融行业的黄金赛道。预计未来十年财富管理规模增速 12%，收入增速 17%；大的背景是经济发展模式深刻变化，对应的金融资产结构变化，以及金融监管政策的“二元化”。详见 71 页深度《“财富管理行业”的收入、利润和市值详细测算：10 万亿市值的黄金赛道》。2、对券商影响：迎来转型变革机遇，中型券商有望率先发力。北交所设立对保荐机构的履职能力提出更高要求，同时券商开展新三板股票承销的自律行为整体要求对标科创板，资本中介功能强化，多层次资本市场建设及市场化改革推进持续利好券商板块，从目前券商项目储备

情况来看，中小券商更具优势。

## 正文分析

### 金融监管的“二元化”时代：

#### “市场化”发展权益市场的大时代

#### 传统贷款和非标业务：行政化色彩持续

对信贷投向的行政化指导：鼓励制造业、小微、绿色金融；限制基建地产。核心是稳住存量、调整结构、降低风险，更多采用行政化手段完成目标，对地产贷款和基建贷款监管比较严，鼓励和限制的方向比较明确。

具体来看：制造业贷款：进入新一轮信贷微扩张期，新增占比有所回升；基建和地产贷款：存量和增量进行全面监管限制，降低贷款在这些领域的集中度；对价格的指导：引导贷款利率下行，同时管控存款利率和资金成本。

图表：2020年制造业和批发零售业增量信贷占比有所上行

制造业		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
上市银行			11.75%	19.91%	23.06%	20.57%	10.15%	5.11%	-0.27%	-3.49%	1.20%	-1.11%	1.37%	6.75%
国有行			12.27%	18.62%	20.79%	18.60%	10.23%	8.03%	-1.10%	-6.86%	2.30%	-2.70%	2.91%	6.24%
股份行			10.61%	23.30%	28.94%	25.30%	9.27%	-2.14%	2.14%	1.26%	-2.98%	-1.30%	-1.80%	8.11%
城商行			5.91%	27.34%	28.98%	21.18%	10.48%	3.71%	-3.76%	1.97%	6.83%	6.82%	2.25%	6.38%
农商行			N.A.	N.A.	13.47%	21.71%	26.31%	17.25%	7.85%	4.58%	16.53%	4.36%	0.88%	4.71%
批发零售业														
批发零售业		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
上市银行			6.37%	13.66%	20.80%	12.51%	11.60%	5.08%	-1.79%	-2.91%	-3.12%	-3.85%	-0.89%	4.02%
国有行			6.06%	12.61%	19.04%	6.81%	8.12%	3.49%	0.07%	-6.51%	-4.41%	-4.21%	-0.06%	5.13%
股份行			6.80%	16.39%	24.47%	23.75%	18.88%	6.98%	-5.76%	0.46%	-3.03%	-6.51%	-2.91%	2.23%
城商行			9.52%	12.16%	25.93%	17.18%	14.52%	9.42%	-0.43%	5.92%	3.27%	4.25%	0.15%	3.08%
农商行			N.A.	N.A.	9.50%	12.86%	3.61%	9.82%	1.82%	10.50%	11.82%	6.98%	8.06%	3.04%

来源：Wind，中泰证券研究所

图表：地产融资相关监管政策

发布时间	文件名称/措施	发布机构	政策要点
2019年5月17日	《关于开展“巩固乱象成果促进合规建设”工作的通知》	银保监会	禁止信托公司向“四证”不全、开发商或其控股股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资；直接或变相为房地产企业缴交土地出让价款提供融资，直接或变相为房地产企业发放流动资金贷款。
2019年7月4日		银保监会	要求控制地产信托业务规模：（1）被要求“自觉控制地产信托业务规模”；（2）被要求“三季度末地产信托业务规模不得超过二季度末”；（3）个别公司被要求“全面暂停地产信托业务”。
2019年7月6日	约谈警示部分信托公司	银保监会	要求：1.今年房地产信托规模不得超过6月末的规模；2.已备案项目不影响发行及成立，未备案项目一律暂停；3.符合432的通道类业务也算房地产项目，全部暂停；4.地产公司并购类也算房地产项目，也受窗口指导影响，全部暂停；5.城市更新类旧改项目暂时不受此次窗口指导影响。
2019年7月9日	《国家发展改革委办公厅关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》	发改委	要求“一、房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务”——重申外债资金的用途。
2020年4月9日	《关于进一步明确区域性股权市场可转债业务有关事项的函》	证监会	停止为房地产、类金融、异地企业以及有限公司、城投公司、政府融资平台等主体发行可转债，现有存量确保到期兑付
2020年6月27日		银保监会	重点监管以下行为：未严格执行地产信托贷款监管政策，向不满足“四三二”要求的房地产开发项目提供贷款；直接或变相为房地产企业提供土地储备贷款或流动资金贷款；以向开发商上下游企业、关联方或施工方发放贷款等名义将资金实际用于房地产开发，规避地产信托贷款相关监管要求；对委托方信托目的合法合规性审核不严，为各类资金违规流入房地产市场提供便利；人为调整房地产业务分类、规避合规要求或规模管控要求。
2020年8月20日		中国人民银行和住建部	提出房企融资的“三条红线”标准：剔除预收款后的资产负债率大于70%；净负债率大于100%；现金短债比小于1倍。根据房企的“踩线”情况，分为“红、橙、黄、绿”四档，然后实施差异化债务规模管理。
2020年10月30日	《关于开展新一轮房地产信托业务专项排查的通知》	银保监会	要求继续严控地产信托规模，按照“实质重于形式”原则强化地产信托穿透监管，严禁通过各类形式变相突破监管要求，严禁为资金违规流入房地产市场提供通道。
2020年12月31日	《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》	中国人民银行	根据银行业金融机构资产规模及机构类型，分档对房地产贷款集中度进行管理，并综合考虑银行业金融机构的规模发展、房地产系统性金融风险表现等因素，适时调整适用机构覆盖范围、分档设置、管理要求和相关指标的统计口径。

来源：人民银行，发改委，住建部，银保监会，证监会

对价格的指导：引导贷款利率下行，同时管控存款利率：资产端贷款利率通过定价机制完善和价格指导，新发放贷款利率保持下行趋势。监管一方面推动金融机构健全运用 LPR 定价机制，持续释放 LPR 改革潜力；另一方面推动消费贷等产品明示贷款年化利率，保障金融消费者切身利益。2021 年 6 月除新发放按揭贷款利率维持上行趋势，企业、票据、总贷款的新发放利率均环比下降。

图表：金融机构贷款利率情况（%）

	新发放贷款	一般贷款	企业贷款	票据融资	个人住房贷款
<b>利率</b>					
2018-12	5.64	5.91		3.84	5.75
2019-03	5.69	6.04		3.64	5.68
2019-06	5.66	5.94		3.64	5.53
2019-09	5.62	5.96		3.33	5.55
2019-12	5.44	5.74		3.26	5.62
2020-03	5.08	5.48		2.94	5.60
2020-06	5.06	5.26	4.64	2.85	5.42
2020-09	5.12	5.31	4.63	3.23	5.36
2020-12	5.03	5.30	4.61	3.10	5.34
2021-03	5.10	5.30	4.63	3.52	5.37
<b>2021-06</b>	<b>4.93</b>	<b>5.20</b>	<b>4.58</b>	<b>2.94</b>	<b>5.42</b>
<b>环比变动</b>					
2019-03	0.05	0.13		-0.20	-0.07
2019-06	-0.03	-0.10		0.00	-0.15
2019-09	-0.04	0.02		-0.31	0.02
2019-12	-0.18	-0.22		-0.07	0.07
2020-03	-0.36	-0.26		-0.32	-0.02
2020-06	-0.02	-0.22		-0.09	-0.18
2020-09	0.06	0.05	-0.01	0.38	-0.06
2020-12	-0.09	-0.01	-0.02	-0.13	-0.02
2021-03	0.07	0.00	0.02	0.42	0.03
<b>2021-06</b>	<b>-0.17</b>	<b>-0.10</b>	<b>-0.05</b>	<b>-0.58</b>	<b>0.05</b>

来源：人民银行，中泰证券研究所

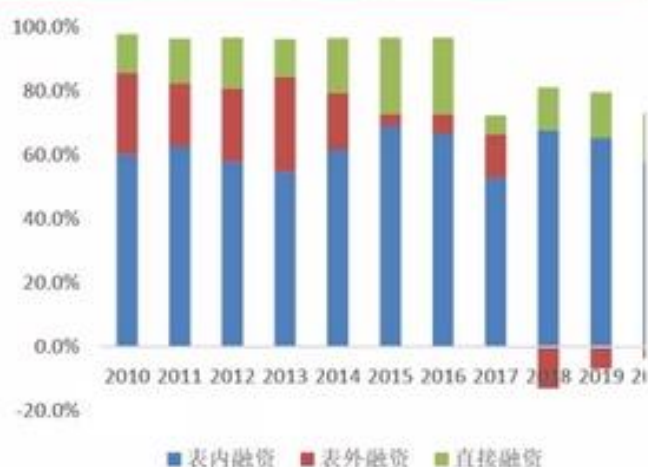
## 资本市场发展：市场化发展

资本市场金融监管：更多偏向市场化色彩。通过市场化手段发展资本市场，“建制度、少干预、零容忍”是大的定调。核心是通过资本市场增加经济活力，改变直接间接融资的结构，推动经济结构转型升级。

我国融资结构处在拐点，背后是经济结构转型升级。过去我国间接融资占比一直处于高位，其核心原因是中国经济发展模式长期以来是基建、

地产拉动，对应的融资方式是银行贷款。目前经济总量增速下降，而未来经济发展不走地产基建刺激的老路，切换为以消费科技等新兴行业拉动，直接融资更适应新经济发展模式和结构。

图表：中国新增社融仍以表内信贷为主



来源：人民银行，中泰证券研究所

图表：海外直接融资占比



来源：麦肯锡，中泰证券研究所

资本市场基础制度改革有序推进，规范直接融资发展，引导市场规范、健康发展。以注册制为代表的基础制度改革，市场更成熟、法制，权益资产吸引力在持续提升。权益资产过去持有体验不好，主要是风险调整后收益不高，没有显著赚钱效应，但这些在监管引导下正发生变化。本轮资本市场改革基础制度建设，通过市场化机制和信息披露，市场不再“劣币驱逐良币”，加速优胜劣汰过程，使上市公司结构更能反映经济结构变化和转型方向，持续提升整体吸引力；同时，注重中长期发展，着力引入中长线资金，促进个人投资者通过基金等资管产品成为中长期投资者，把短钱汇聚成长钱，从而逐渐降低波动，改善权益资产持有体验。

图表：本轮资本市场政策脉络



来源：证监会，证券业协会，中泰证券研究所

资本市场能够更好满足增量经济的再融资需求。未来，经济要转型往消费和科技等转型，这些新兴行业和成长创新企业的核心要素是技术、人力和数据，具有发展速度快、股权结构复杂以及盈利不确定等特点，而且缺乏银行青睐的可以用来作为信贷抵押的固定资产，与银行传统风控文化不相匹配，如何给这些企业进行风险定价，只有直接融资的风险共担、收益共享的市场化融资机制可以满足。因此直接融资是大势所趋，监管对资本市场、尤其是新兴行业再融资，一定是市场化鼓励态度。

注：金融服务业体 不同的经济口径对应不同的监管政策 经济

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\\_34891](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34891)

