



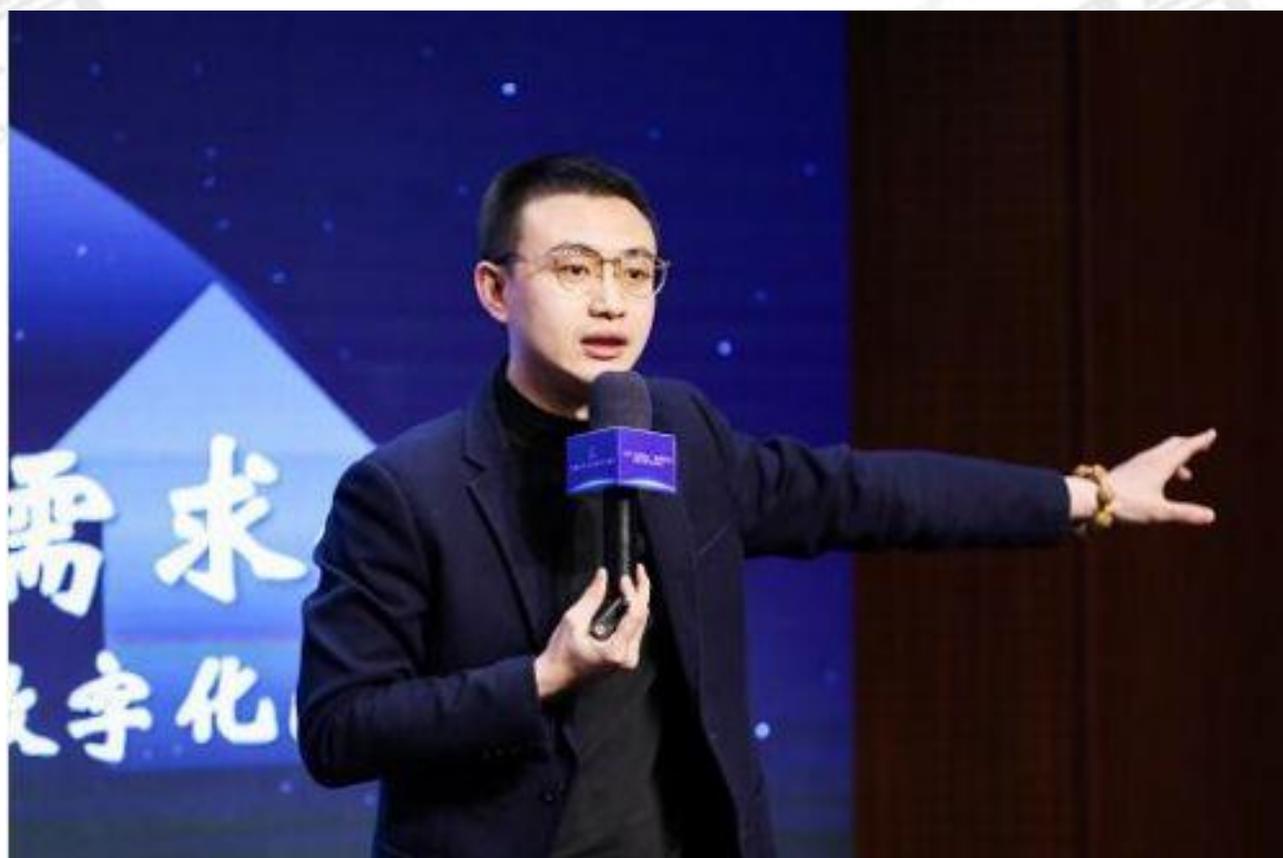
# 张奥平：2021 年下半年 中国资本市场八大确定性 趋势



作者：张奥平 经济学家、创投专家，增量研究院院长

张杰 增量研究院首席商业研究员

本文根据张奥平近期演讲分享整理



张奥平 经济学家、创投专家，增量研究院院长

目前，中国资本市场上市公司家数已突破 4300 家，位居全球第二，但只占全国企业总数的万分之一，利润总额相当于规模以上企业的五成左右，中国资本市场仍具备无限增量潜力。2019 年，伴随着科创板落地，中国资本市场开启了全面注册制改革，全面注册制改革是中国资本市场的一场“大手术”，将重塑资本市场整体生态。这两年，伴随着科创板注册制

试点；新版证券法落地；创业板存量市场注册制改革；退市新规落地；中小板与深市主板合并等一系列的改革，到 2021 年，中国资本市场全面注册制改革已进入攻坚期。2021 年下半年，处在注册制改革攻坚期的中国资本市场也将迎来以下八大确定性趋势。这八大趋势会使得市场的参与主体，企业家、投资者、中介机构等更加理解什么是资本市场注册制，也会使得中国资本市场向着更加市场化、法制化、国际化的方向发展。

### 趋势一：下半年上市企业数量将回升，IPO 将维持常态化

资本市场的核心功能之一是帮助优秀的企业实现融资发展。进入 2000 年互联网时代后，中国并不缺少优秀的新经济类企业，2010 年移动互联网时代，中国新经济独角兽企业诞生数量更是排在全球前列，但是，大量的独角兽企业却流失海外。其主要原因是，在此前的 A 股 IPO 核准制的框架下，企业能否实现 IPO，更看重企业过去的盈利能力，也就是过去的“赚钱能力”，而不是企业未来的成长预期。这也造成了资本市场帮助优秀企业融资发展的部分功能缺失。从 IPO 过会企业家数来看，自 2017 年 11 月“大发审委”上任以来，A 股 IPO 再一次从严审核，对企业上市的实际财务指标要求也是水涨船高，过会企业家数由 2017 年的 380 家大幅下降到 2018 年的 111 家。

自 2019 年 7 月 22 日科创板试点注册制正式落地，资本市场开启全面注册制改革后，企业上市“开口”得以打开，A 股 IPO 企业数量持续回升。2020 年，共计 604 家企业过会，达到了过往十年过会企业数量历史新高。

2021年1-5月，因中介机构尚未具备与注册制相匹配的理念等原因，审核以及过会数量产生了小幅下滑，而伴随着市场参与方更加理性，下半年的审核及过会数量将会逐渐回升。从数据上看，即便是前5月的累计过会数量也远超以往核准制阶段平均年度过会数量的一半。

此外，根据以往资本市场历次不同的改革经验，往往改革的第一年是爆发期，也是最大的收益期，之后会平缓一些、趋于常态化。因此，2020年是注册制改革的元年，审核以及过会数量、过会率较高，从2021年往后，审核及过会数量会相对2020年低一些，但并不会出现大幅下降，预计过会数量每年将维持在450-550家，同时过会率不会有明显的回落，将维持在90%以上。

2014-2021年5月 A股IPO上会综合情况（不含取消审核）



数据来源：Wind、增量研究院

趋势二：全年“被退市”企业数量预计在50家左右，退市持续严格

化

此前的中国资本市场，退市制度基本没有发挥出应有的作用，近 30 年真正被退市的公司不到 80 家，在实行注册制改革前，年均退市仅 3 家。而如更加成熟的美股市场，近十年，年均上市公司有 300 余家，年均退市也近 300 家。这就是为什么美股市场能够持续 10 多年的牛市，在严格的退市制度下，留下的公司是相对更好的公司，优秀的公司对资本市场产生了长期正向拉动作用。

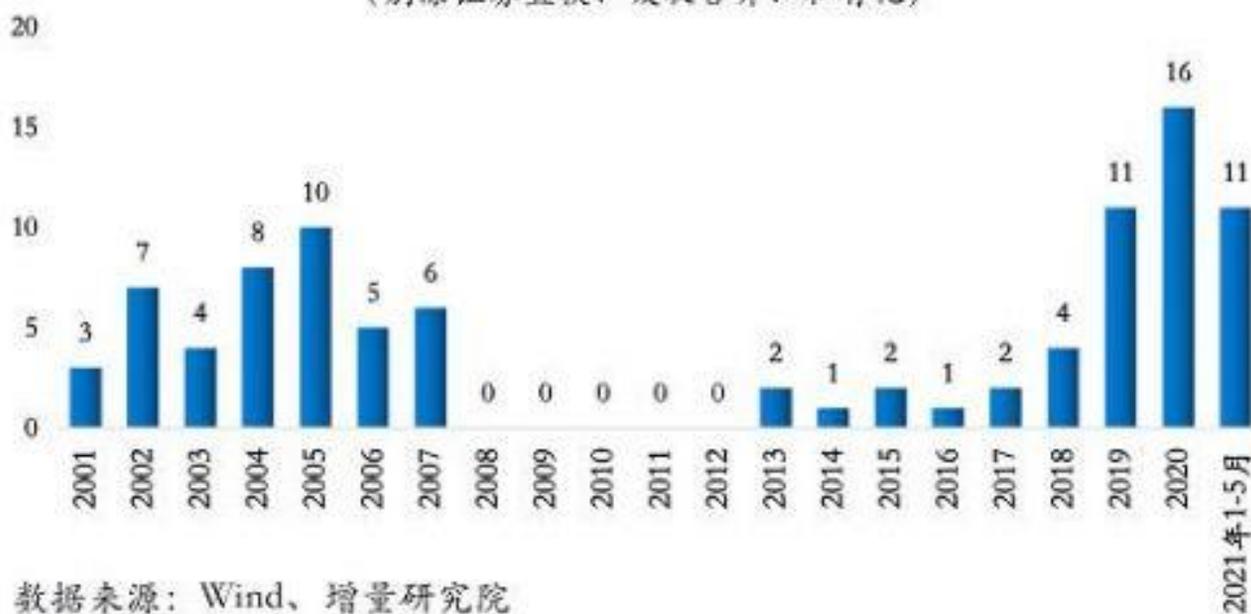
再反观此前的中国资本市场，因退市制度不完善，许多丧失经营能力的公司还能继续挂在 A 股市场，保留所谓的“壳价值”。因为惩罚力度不足，更有一些公司进行财务造假，例如，康美药业财务造假 300 亿元，当时的顶格处罚才 60 万。而在美股市场，中概股瑞幸咖啡 22 亿美元财务造假，直接被退市，并向美国证券交易委员会（SEC）支付 1.8 亿美元罚款，后续或将面临美股投资人的索赔，索赔金额最高或将达到近 700 亿人民币。

因此，在注册制时代下，资本市场的监管制度与退市机制一定会更加完善。让丧失资本与商业价值的“垃圾股”出清，让上市公司不敢造假，保证资本市场的良好环境。自从科创板与创业板运行注册后，同时也匹配执行着 A 股“史上最严”的退市制度，因此近两年退市企业数量与退市率也在逐渐提升，2019、2020 年被退市的上市公司分别为 9 家和 16 家。

2020 年 12 月 31 日，退市新规正式落地，最严退市制度被应用到 A 股市场的所有板块。财务类、交易类、规范类、重大违法类 4 套退市指标，

将坚决淘汰丧失持续经营能力、或严重财务造假的不良上市企业。在退市新规运行后，\*ST 宜生、\*ST 成城先后触发交易类退市指标，连续 20 个交易日的每日收盘价均低于人民币 1 元，被上交所决定为终止上市后，直接进行退市，成为首批在退市新规下被退市的企业，并且没有退市整理期。今年 A 股市场已有 11 家上市公司退市，70 余家上市公司发布退市或终止上市的风险提示。由此可见，2021 年中国的资本市场，不仅是 IPO 大年，也将是不良企业加速出清的退市大年，下半年将会有更多企业被退市。

A 股历年退市公司家数  
(剔除证券置换、吸收合并、私有化)



数据来源：Wind、增量研究院

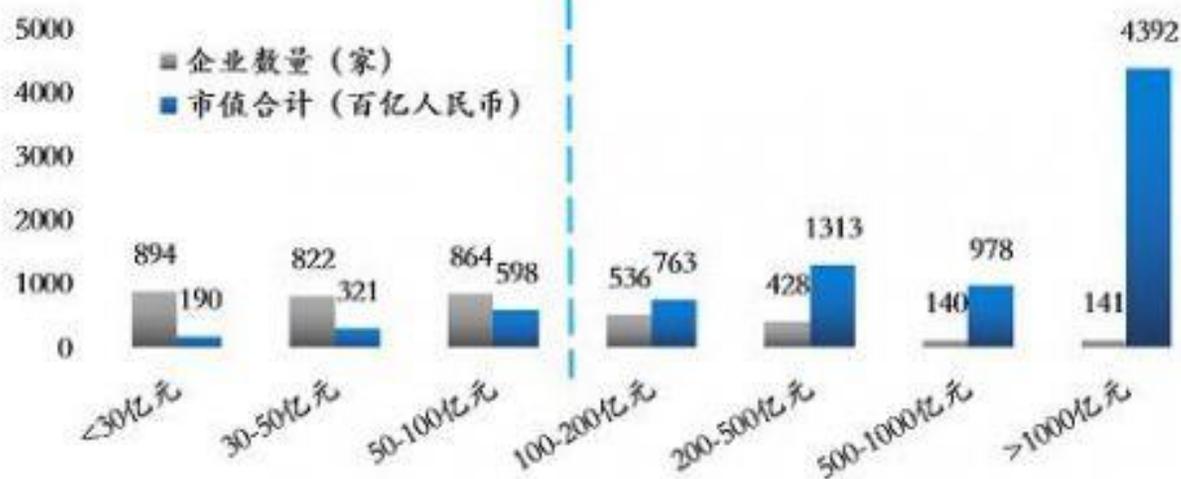
趋势三：上市公司资本价值将从“二八分化”走向“一九分化”

纵观全球范围内，任何运行注册制，成熟的资本市场中都是行业的头部公司占据着市场主流的大量资金、市值与交易量。以同样运行注册制，更加成熟的美股市场为例，市值大于 50 亿美元的上市公司只占到美股总企

业数量的 27%，但这前 27% 的大市值公司，却占据美股市场总市值的 93%，占美股近一年总交易量的 84%。运行注册制的港股市场也同样如此，市值大于 100 港元的上市公司占港股总企业数量的 19%，但占据了港股 96% 的总市值和近一年的总成交额。

而中国资本市场，企业价值分化也正在向“一九分化”演变。目前 A 股百亿市值以上的企业占到 33%，这些企业占据着 A 股市场 87% 的市值以及 76% 的近一年成交量。今后的 A 股将持续向“一九分化”演变，资金将会重点流向行业头部企业，那些非行业头部企业将逐渐丧失资金的关注度，从而丧失资本价值。

A股百亿市值以上企业数量占比33%，市值占比87%



市值范围	企业数量	占比	最近一年成交额 (亿元)	占比
>100 亿元	1245	32.55%	533,789	76.43%
<100 亿元	2580	67.45%	147,740	23.57%

数据来源：wind、增量研究院，截止 2021 年 5 月 31 号（剔除上市未满一年的新股）

趋势四：60%的企业上市后将“一蹶不振”，破发将成为常态化

注册制打开上市“开口”后，上市企业资源将不再稀缺，在核准制下的一二级市场估值价差也将不复存在。未来将不会再出现，不论什么公司

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\\_32003](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_32003)

