



张奥平：2022 下半年资本市场十大确定性展望（万字重磅）



文/经济学家、增量研究院院长张奥平



本文核心观点—十大展望：

- 1、全面注册制将在全市场实现：下半年主板市场将迎注册制改革；
- 2、IPO 常态化：下半年上市企业数量将大幅提升，过会率 90%以上；
- 3、退市常态化：退市新规加速发力，退市企业数量将创历史新高；
- 4、破发常态化：公司上市发行定价更为市场化，一二级套利终结；
- 5、资本价值分化：资金端更聚焦，上市公司资本价值一九分化加速；
- 6、资金端机构化：散户将被市场“倒逼”通过专业机构进行价值投资；

- 7、行业聚焦化：下半年科技创新型企业将实现 IPO 大爆发；
- 8、资本规范化：在“红绿灯”下，引导资本健康发展，发挥积极作用；
- 9、改革牛市迎起点：当前是长期价值主义投资者最好的时机；
- 10、资本市场生态重塑：各方主体需创造增量价值，才可有所收获。

去年底，我们曾作过 2022 年资本市场十大展望，大部分已在今年实现。例如：退市严格化，退市公司数量将大幅提升；资本价值分化，上市公司资本价值一九分化加剧；破发常态化，公司上市发行定价更为市场化；行业聚焦化，科技创新将成为 IPO 主流行业；资本规范化，资本市场“红绿灯”更为清晰等。（详见：《2022，资本市场十大展望》）

2022 年，因新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多，经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，经济稳增长面临新的挑战。4 月 29 日，政治局会议在分析研究当前经济形势和经济工作，以及对宏观政策、微观政策、产业政策等进行调整指导时强调，“稳步推进股票发行注册制改革，积极引入长期投资者，保持资本市场平稳运行”。

季度政治局会议罕见提及资本市场，不仅对资本市场上半年频繁非理性波动表示出关切，更对资本市场健康发展提出了更高的要求，而“稳步推进股票发行注册制改革”便是其中核心。

自 2019 年 7 月 22 日科创板开市，并试点注册制以来，中国资本市场正式开启全面注册制改革。2020 年 3 月 1 日，新版《证券法》落地；2020

年6月12日，存量市场创业板注册制改革；2020年12月31日，“史上最严”退市新规落地；2021年4月6日，深市中小板被深市主板合并；2021年11月15日，服务创新型中小企业主阵地的北交所开市，并试点注册制。中国A股市场近三年的一系列改革，本质目的是实现注册制改革的核心要义，即市场化、法治化、国际化。

对于企业家和投资者而言，只有理解资本市场全面注册制改革的深意，以及注册制与此前核准制、审批制的本质不同，才能抓住此次资本市场“三十年未有之大变局”背后的确定性增量机遇。

一、全面注册制将在全市场实现：下半年主板市场将迎注册制改革

中国资本市场正迎来“三十年未有之大变局”，变局的核心便是资本市场顶层制度改革——全面注册制改革。

全球范围内，任何经济体资本市场的本质功能都是服务于实体经济发展。但此前，中国A股市场在审批制与核准制下，大量国内优秀企业或因无法达到上市标准，或“同股不同权”等相关制度，或因排队周期过长等原因，被迫选择港股或海外市场上市，从而造成国内投资者难以分享这些优秀企业资本价值成长的红利。在此背景下，中国A股市场的全面注册制改革被提上日程。

要理解注册制改革给市场带来的增量价值，追本溯源，首先要理解第一个试点注册制的板块——科创板。作为率先打响注册制改革“第一枪”

的科创板，自 2019 年 7 月 22 日开市以来发展迅速。截至 2022 年 4 月 19 日，科创板上市企业数量达到 412 家，总市值达到 4.61 万亿元，募资总额达到 5835.89 亿元，上市公司行业分布中新一代信息技术行业占比 36.65%。

此外，科创板五套上市标准均以企业实现市场化市值为核心，重点判断企业未来价值成长预期，而不是单一的当前盈利能力，目前已有 40 余家企业上市时未实现盈利，占比达 10%左右。科创板注册制运行平稳，并为其他板块注册制改革打下了坚实的基础。

不同于科创板的增量市场改革，创业板属于存量市场改革。创业板在注册制改革前，市场涉及超过 900 多家上市公司以及 4,600 多万存量投资者，注册制改革需要充分考虑存量投资者的风险承受能力、交易习惯，以及存量上市公司的监管规则。但借鉴科创板的改革经验，以及 2020 年 3 月 1 日落地的新版《证券法》推动下，创业板注册制改革于 2020 年 6 月正式落地，注册制下首批 18 家企业也于 2020 年 8 月 24 日上市。

同时，由于创业板与科创板的定位不同，创业板在注册制改革时更加重视自身特色。例如，相比科创板，创业板在上市标准的设置上更加看重企业预期盈利能力，三套上市标准中，仅就对市值超过 50 亿元人民币的企业不设置盈利要求，但仍设置了近一年营业收入不低于人民币 3 亿元的限制。截至 2022 年 4 月 19 日，创业板注册制审核通过企业数量达 427 家，过会率达 96.83%，过会企业行业分布中制造业占比约 70%。

2021 年 4 月 6 日，深交所主板和中小板实现合并。此次合并，整体优化了深交所板块结构，形成深市主板与创业板各有侧重，相互补充的发展格局。此外，中小板从 2004 年设立之初就带有明显的过渡性，其设立的初衷是为之后设立创业板积累经验。如今，创业板早已平稳运行多年，并已实现注册制改革，中小板的历史使命也已完成。而深交所主板和中小板实现合并后也将为主板市场实现全面注册制改革减轻阻力。

2021 年 9 月 2 日，作为 A 股市场的第三家交易所北交所宣布设立。时隔 75 天，同年 11 月 15 日，试点注册制的北交所正式开市，开市当天北交所迎来 81 家上市公司，发展初期市场已实现平稳运行。

自 2021 年北交所正式开市以来，全面注册制改革也再次迈出了实质性的关键一步。进一步弥补了中国资本市场此前难以帮助“更早、更小、更新”的企业实现融资发展，以及让投资者投资分享早期高增长型企业成长红利的功能缺失。

截至 2022 年 4 月 30 日，北交所累计上市企业数量已达 89 家。预计，2022 年下半年北交所上市审核将大幅提速，资产端将大幅扩容，全年将有 200 家创新型中小企业实现北交所上市。

目前，中国资本市场在北交所、科创板、创业板试点注册制改革成功，以及深交所中小板与主板实现合并后，仅剩沪深主板市场未实现注册制改革。

2021 年,中央经济工作会议对 2022 年经济工作进行的七大政策部署,在第五点改革开放政策要激活发展动力中提出“全面实行股票发行注册制”。2022 年,《政府工作报告》中在深化改革工作方面,报告围绕“要素市场化、加强数字政府建设、国企改革、财税金融体制改革”等进行工作部署,并指出“全面实行股票发行注册制,促进资本市场平稳健康发展”。2022 年 4 月 29 日,政治局会议在分析研究当前经济形势和经济工作时,强调“稳步推进股票发行注册制改革,积极引入长期投资者,保持资本市场平稳运行”。全市场实现注册制已势在必行。

二、IPO 常态化:下半年上市企业数量将大幅提升,过会率 90%以上

全球范围内,任何经济体的资本市场,有且仅有两大核心功能:第一是帮助优秀的企业实现融资发展;第二是让市场中投资者实现资产配置效率与效益的最大化。而第一大功能是实现第二大功能的前提。

虽然,2000 年进入互联网时代后,至疫情前的 20 年间,中国新经济独角兽企业在全全球独角兽 500 强中,数量与估值均常年排名第一。但是,如网易、搜狐、新浪,百度、腾讯、阿里、京东、小米、美团、拼多多、蔚来汽车、理想汽车等等,大量时代背景下的优秀企业却频频流失海外或香港资本市场。

其主要原因是,在此前 A 股审批制与核准制的框架之下,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”,而不是企业未来的价值成长预期。这便造成了资本市场在帮助处于快速成长期

中，但未实现盈利的优秀中小企业实现融资发展的功能缺失。

全面注册制改革后的中国资本市场，开始逐步补足这一功能的缺失。2020年3月1日新版《证券法》落地，将发行股票应当“具有持续盈利能力”的要求，改为“具有持续经营能力”。新版《证券法》这一根本性的改变，使得大量处于快速成长期的企业实现IPO的“开口”得以打开，A股IPO企业数量以及过会率持续回升。截至2022年4月底，A股新增上市公司共计121家，累计募集资金达2629.26亿元，同比增长126.05%。

伴随着注册制改革后的科创板与创业板平稳发展，以及为创新型中小企业服务的北交所在资产端的加速扩容（截至4月底，符合北交所财务条件的新三板挂牌公司共有1600余家），A股IPO企业数量也将持续迎来“大年”。

此外，在证监会贯彻一季度政治局会议精神所召开的专题会议中提出，“在助力宏观经济大盘稳定上下更大功夫，科学合理把握IPO和再融资常态化”。可见，IPO和再融资常态化，助力优秀企业实现直接融资发展，也是2022年下半年宏观经济大盘实现稳定的内在要求。

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_42591

