

2018年国内资本市场：平凡而又不平静的一年

A股持续波动 多部门出招稳定市场

经历了1月份冲高之后，2018年A股市场出现大幅调整，为应对A股出现的明显波动和下滑，多部门陆续实施相应措施稳定市场。

自2018年7月2日成立以来，国务院金融稳定发展委员会多次召开会议，对经济金融形势进行分析。央行、银保监会、证监会以及其他相关部门研究出台一系列改革措施提振市场信心，形成新的制度安排和政策工具，要求金融机构科学合理做好股权质押融资业务风险管理，鼓励地方政府管理的基金、私募股权基金帮助有发展前景的公司纾解股权质押困难，促进股市健康发展。

资管行业进入规范发展新时期

2018年4月27日，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局联合印发《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》。将对资产管理业竞争格局产生深远的影响，也标志着我国资管行业从野蛮生长进入规范发展新时期。

2018年10月22日，中国证监会发布实施《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》及《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》（以下合称《资管新规》）。作为《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》的配套实施细则，资管新规涉及众多证券期货行业机构。

证监会有关部门负责人表示，《资管新规》与《指导意见》保持高度一致，部分监管指标较现行监管规定略有放宽。总体看，有利于实现证券期货经营机构存量资管业务平稳过渡，进一步提升证券期货经营机构私募资管业务的合规管理和风险控制水平，切实保护投资者合法权益。

《资管新规》主要有七方面重点规则：一是统一法律关系，依法明确各类私募资管产品均依据信托法律关系设立，确立“卖者尽责、买者自负”等基本原则。二是统一现有规则、术语体系，系统界定业务形式、产品类型，以及标准化、非标准化资产。三是基本统一监管标准。四是适当借鉴公募经验，健全投资运作制度体系。包括组合投资、强制托管、充分披露、独立运作等方面要求。五是压实经营机构主体责任。专设一章，系统规定证券期货经营机构开展私募资管业务的风险管理与内部控制机制要求。六是强化重点风险防控，补齐制度短板。重点加强流动性风险防控，以及利用关联交易向管理人或者托管人的控股股东、实际控制人输送利益的风险。七是强化一线监管，加强监管与自律协作。

资本市场对外开放提速

为进一步扩大资本市场对外开放，证监会陆续发布《外商投资证券公司管理办法》《外商投资期货公司管理办法》《上市公司股权激励管理办法》等相关措施。2018年6月1日，A股正式纳入MSCI新兴市场指数。9月27日，富时罗素宣布将A股纳入其全球股票指数体系。12月5日，标普道琼斯指数宣布将于2019年9月23日正式纳入部分A股。2018年12月31日，标普道琼斯指数正式公布了入选的A股上市公司，总计1241家A股上市公司入选。

同时，监管层抓紧推进沪伦通各项准备工作；批准瑞银集团增持内地合资格证券公司瑞银证券持股比例由24.99%增加至51%。我国首家外资保险控股公司获批筹建。完善QFII、RQFII、QDII制度、新三板+H股落地、H股全流通试点起航、沪深港通每日额度扩大、沪伦通稳步推进等一系列开放措施，昭示资本市场开放发展有序推进。

CDR试点细则发布 力促经济发展

2018年3月30日，经国务院同意，国务院办公厅转发证监会《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》。6月6日，证监会正式发布《存托凭证发行与交易管理办法(试行)》，同时发布了另外8个配套规则。这意味着符合条件的创新型企业可以开始申请试点境内发行上市。对于CDR发行后可能对A股流动性形成的压力，证监会明确表示，将严格掌握CDR

过去的一年，新监管、新业务形势下，资本市场变局纷呈，热议词汇层出不穷。本刊从2018年国内资本市场入手，梳理过去一年来资本市场的深度变化和发展脉络。

过去这一年，对于国内资本市场来说，是平凡而又不平静的一年：

A股市场出现持续波动，多部门陆续实施相应措施稳定

试点企业家数和筹资数量，合理安排发行时机和发行节奏。

据了解，拟参与试点的创新企业，经具有经验的保荐机构本着勤勉尽责的原则，全面、审慎核查后，认为完全符合试点标准、发行条件和各项信息披露要求的，可以向证监会提出纳入试点和公开发行股票或存托凭证的申请。

从证监会公布的规则来看，涉及到发行申请的标准已经明确，之后还需要交易所推出上市的相关规则。由于递交申请到获批上市还有一段时间差，对于有发行CDR计划的企业及中介而言，随时可以启动。修改后的首发办法和创业板首发办法，明确规定符合条件的创新试点企业不再适用有关盈利及不存在未弥补亏损的发行条件。

对于市场关注的CDR是否抽血市场，证监会明确表示，为稳定市场预期，本次试点将严格按照标准和程序甄选企业，把握企业数量和融资规模，合理安排发行时机与发行节奏。

有分析师测算，CDR初步融资规模在1700亿元-3500亿元，约占当前A股总市值的0.3%-0.6%，对二级市场冲击不大。另外，专家认为，二级市场流动性是动态变化的，与宏观经济、总体流动性、上市公司基本面、市场情绪和国际市场等诸多因素相关。试点企业上市本质上是IPO。在A股近年来已实现IPO常态化的背景下，一二级市场已形成了相对成熟、有效的流动性调节机制，这为试点企业发行上市创造了良好条件。

退市新规落地 多只股票被终止上市

2018年11月16日，沪深交易所发布《上市公司重大违法强制退市实施办法》(简称《实施办法》)，同时修订《股票上市规则》、《退市公司重新上市实施办法》。

从规则细节中可以看出，此次退市制度改革力度空前，如针对欺诈发行公司“零容忍”，将不得重新上市；欺诈发行外的重大违法退市公司重新上市时间间隔由1年延长至5年。同时在三个方面细化了社会公众安全类重大违法强制退市规定。

此次沪深交易所发布的《实施办法》，从退市实施情形、实施标准、实施主体、实施程序以及相关配套机制等方面作出了详细规定。如细化了IPO、重组上市、年报造假违规退市及交易所认定的其他4种欺诈发行的退市情形，并在社会公众安全类重大违法强制退市方面，给出了上市公司或其子公司被依法吊销营业执照、责令关闭或被撤销等三种具体规定。

《实施办法》对退市程序和退市后重新上市也给出了明确规范。对于欺诈发行公司，违法行为恶性较大、反响强烈，不再给予其重新上市的机会；其他重大违法退市的公司需要在股转公司挂牌转让满5个完整会计年度方可申请重新上市。

《实施办法》还明确了重大违法退市的相关环节，即停牌、退市风险警示、暂停上市和终止上市，将暂停上市期间由一年缩短为六个月，提高了退市实施效率。

上交所表示，新规传递了从严实施重大违法退市的信号，进一步明确了市场预期，避免退市过程出现不必要的反复，引发市场投机炒作。深交所亦表示，将继续严把退市制度执行关，对应当退市的公司，坚决做到“出现一家、退市一家”，净化市场环境，以形成有序进退、优胜劣汰的市场格局。

此外，退市制度作为资本市场的基础性制度之一，新规也在投资者保护方面做出了具体安排，包括信息披露、风险警示制度等。为保障新规平稳实施，交易所设置了新老划断规则。

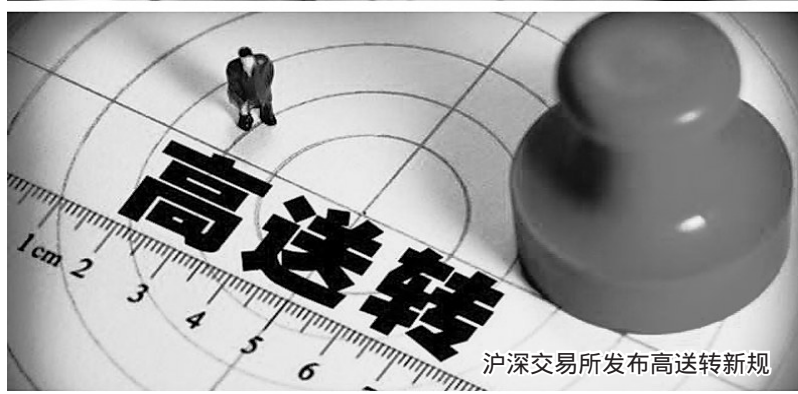
据了解，2018年以来，A股共有5家上市公司被交易所确认实施强制退市。其中，中弘股份、吉恩镍业、昆明机床、烯碳新材等被强制摘牌退市，长生生物则因重大违法行为被启动退市程序。

股票质押新规出台

2018年3月12日，《股票质押

市场；

资管行业进入规范发展新时期、资本市场对外开放提速；CDR试点细则发布、退市新规落地；股票质押新规出台、沪深交易所发布高送转新规；创新发力，期货市场发展日新月异



式回购交易及登记结算业务办法(2018年修订)》正式实施。新规对于股票质押的融资门槛、资金用途、质押集中度、单只股票的质押比例等都作了明确规定。

业内人士表示，未来行业将出现质押率下行、利率回升、资金融出方回归券商自有资金为主等多重改变，行业竞争逐渐走向良性、有序，股票质押整体风险回落，同时也意味着我国对股权质押业务更聚焦于服务实体经济，风险控制也更加完善。据了解，此次出台的股票质押新规采取了新老划断的模式，即此前已存续的合约可以按照原有规定执行和办理延期，不需要提前了结。加上由于此前不少券商都已经开始按照新规的要求执行，因此业界预计新规的实施对行业并不会出现大幅影响。

据了解，此次对股权质押业务在办理上将出现两个变化，一是大股东股权质押需要开设第三方监管账户，控制资金用途。二是股权质押利率标准上涨到7%左右。此外，股票质押率上限不得超过60%，单一证券公司、单一资管产品作为融出方接受单只A股股票质押比例分别不得超过30%、15%，单只A股股票质押整体质押比例不得超过50%。融入方首笔初始交易金额不得低于500万元，后续每笔不得低于50万元。券商自有资金融出上限分成了三档：A类券商不得超过净资产的150%；B类不得超过100%；C类不得超过净资产的50%。市场人士表示，这些具体数字的规定意在保护中小投资者利益，防范股票质押大跌被平仓对市场造成的冲击。

随着资本市场的发展与成熟，股票质押仍将是重要的融资渠道。在A股中有3000多只股票有未解押的股票质押式回购，占A股数量比例超过99%，A股几乎成为“无股不押”的状态。根据中国结算公布的数据，目前超九成的上市公司股权质押比例低于50%，整体风险属于可控状态。但如果遇到大股东质押股票爆仓，相关公司面临实控人变更等风险，相关公司的经营还是可能受到影响。市场分析人士表示，质押新规下市场整体风险回落，有利规范行业运作。

沪深交易所发布高送转新规

在前期征求意见的基础上，沪深证券交易所2018年11月正式发布《上市公司高送转信息披露指引》。这里所谓的高送转，指的是上市公司送红股或以盈余公积金、资本公积金转增股份，合计比例达到每10股送转5股以上的，以及深市主板、创业板上市公司每10股送红股与公积金转增股本合计分别达到或者超过5股、8股、10股的情形。

与前稿相比，本次的正式指引继续加强对上市公司高比例送转的监管约束，并充分考虑和采纳市场意见，比如说，上交所方面对相关股东所持限售股解禁期届满前后3个月内，不得披露高送转方案相关规定，新增了股权激励限售股的例外情形。深交所方面则细化了分阶段减持计划的披露要求，规定相关股东应当披露未来3个月不存在减持计划以及未来4至6个月的减持计划。总体上，本次正式发布高送转信息披露指引，与征求意见稿差别不大，没有超出市场预期。

上交所方面表示，高送转属于权益的内部调整，无法直接反映和提升公司业绩，更无法直接提升上市公司价值。相反，高送转与二级市场行为之间，还容易存在一定的利益链条。因此，将高送转与公司业绩等指标相挂钩，主要考虑是保证高送转有优良的业绩做支撑，使上市公司送转股回归本源，真正反映公司经营业绩和实际股本扩张需求，引导上市公司专注主业。同时，本次高送转指引仅规范上市公司每10股送转5股以上的股份送转行为。在此送转比例以下的，不适用该指引，公司可根据实际需求自主决策。从历史情况来看，这一比例界定已基本可以满足市场绝大多数上市公司扩张股本的实际需求。从实践来看，这也与沪市前期监管口径保持一致，市场

已广泛接受。

对于市场上提出采取更加严格的界定和监管措施等意见，上交所方面认为本次指引已较为充分地平衡了送转股的正面作用和负面影响。如果制定过于严格的规定，可能限制上市公司的股本管理空间，对上市发展和资本运作产生不利影响。

深交所相关负责人表示，针对近年来部分公司借高送转题材炒作，同时出现内幕交易、配合减持解禁等严重损害投资者权益的违规行为，深交所一直将其作为重点监管事项之一，通过制定信息披露规则、强化监管力度、加强投资者教育等多管齐下，严防概念炒作，净化市场环境。本次发布高送转指引，是在前期监管实践的基础上，适度引入对高送转的“硬约束”，建立一套将高送转与业绩成长性以及股东减持、限售股解禁相挂钩的规则约束机制。

具体来说，深交所本次指引建立了送转股比例与公司基本面挂钩的机制，建立了“亏损、净利润同比下降50%以上或者送转股后每股收益低于0.2元”的公司不得披露高送转方案的负面清单，并要求每股送转股比例应当与净利润或净资产增长幅度等挂钩；明确了高送转方案的披露窗口期，明确规定提议股东和控股股东及其一致行动人、董监高前3个月存在减持情形或者后3个月存在减持计划，或者在所持限售股(股权激励限售股除外)限售期届满前后3个月内的，公司不得披露高送转方案。

沪深证券交易所指出，本次发布指引重点规范上市公司高送转行为，主要目的是服务实体经济，支持上市公司专注主业，引导公司合理安排投资者回报方式，依靠优良的业绩吸引投资者，培育健康的价值投资文化。同时，对于维护市场秩序、净化市场环境具有重要意义。

创新发力 期货市场发展日新月异

2018年，中国期货和衍生品市场国际化迈出了坚实步伐，同时也带动了期货市场改革、发展和创新的提速。

国际化方面，3月26日，原油期货在上海国际能源交易中心挂牌上市，这是中国首个国际化期货品种，是期货市场的里程碑式事件。据了解，中国的原油期货采用国际平台、净价交易、保税交割和人民币计价。根据之前公布的原油期货合约及相关业务细则，原油期货合约的交易标的为中质含硫原油，交易单位为1000桶/手。交易者适当性门槛方面，对个人投资者设置50万元的门槛，对机构客户设置100万元的门槛。

5月4日和11月30日，铁矿石期货和PTA期货两大特定品种分别实施引入境外交易者业务，开启期货市场对外开放的新时代。

创新方面，除原油期货外，2018年下半年，2年期国债期货、纸浆期货、乙二醇期货分别在中金所、上期所和大商所上市交易。值得一提的是，7月16日，上期所保税380燃料油期货合约挂牌上市。9月21日，铜期权上市，这是我国首个工业品期权品种，也是国内第四个场内期权品种。12月19日，大商所商品互换业务正式起航，期货市场服务实体经济再添利器。

证监会表示，期货市场开放令人欢欣鼓舞，同时也为期货市场改革提供了一面镜子，提供了一次检视规则体系的契机。我国期货市场规则体系与国际惯例存在一些差异，这其中有些是应当予以坚持的，也有一些是需要对标成熟市场予以优化完善的。下一步，要在确保风险可控的前提下，进一步增强特定品种规则体系的包容性，提升境外交易者的参与度，提高期货市场对外开放的质量。一是优化特定品种交易者适当性制度，实现跨所互认。二是优化开户流程，提高开户效率，提升开户体验。优化期货市场统一开户系统，改善技术服务；适当简化开户资料，取消不必要也不符合境外文化习惯的开户环节，减少开户等待时间。三是降低制度性交易成本。研究完善盈利换汇方案，降低境外交易者换汇成本；有序扩大可充抵保证金的有价证券范围，提高资金使用效率。四是协调外汇、财税、海关等部门，进一步改革完善相关制度，让更多的境外交易者便利地参与我国境内期货市场。

(本报综合)