

2021 年 4 月 8 日  
2021 年第 18 期

金融资管专题系列

## 从全国两会看中国金融改革趋势

高彦如

### 主要观点

- ▶ 全国两会通过的政府工作报告和十四五规划纲要中为我国金融改革明确了方向。未来我国金融业的主要任务是深化金融供给侧结构性改革，健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系。
- ▶ 在资本市场改革方面，下一步将稳步推进注册制改革，完善常态化退市机制，加强债券市场建设，更好发挥多层次资本市场作用，拓展市场主体融资渠道。
- ▶ 在金融监管方面，统筹监管金融控股公司，全面发展金融科技监管，加强金融监管发展建设。
- ▶ 在金融高风险处置方面，推进高风险金融机构处置，解决企业债务违约风险问题，稳妥推进不良资产风险处置。
- ▶ 在债券市场改革方面，债券发行机制已改为注册制，各类产品新规相继出台，信用债评级问题也开始解决。

## 目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 一、健全现代金融体系 .....                   | 3  |
| (一) 深化金融供给侧结构性改革 .....             | 3  |
| (二) 坚守服务实体经济的本分 .....              | 4  |
| (三) 建立现代金融体系 .....                 | 5  |
| 二、完善资本市场基础制度 .....                 | 6  |
| (一) 稳步推进注册制改革 .....                | 6  |
| (二) 完善常态化退市机制 .....                | 8  |
| (三) 更好发挥多层次资本市场作用，拓展市场主体融资渠道 ..... | 9  |
| 三、金融控股公司和金融科技监管 .....              | 11 |
| (一) 统筹监管金融控股公司 .....               | 11 |
| (二) 金融科技监管 .....                   | 14 |
| 四、推进金融高风险处置 .....                  | 16 |
| (一) 高风险金融机构处置 .....                | 16 |
| (二) 企业债务违约风险处置 .....               | 17 |
| (三) 不良资产风险处置 .....                 | 18 |
| 五、加快推进债券市场改革 .....                 | 19 |
| (一) 债券发行机制改革已经启程 .....             | 19 |
| (二) 各类产品新规相继出台 .....               | 20 |
| (三) 信用债评级问题开始解决 .....              | 20 |

全国两会通过的政府工作报告和十四五规划纲要中为我国金融改革和发展指明了方向。十四五规划纲要明确提出要健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系，构建金融有效支持实体经济的体制机制。政府工作报告明确提出，要强化金融控股公司和金融科技监管，同时强调要完善金融风险处置工作机制。

## 一、健全现代金融体系

### （一）深化金融供给侧结构性改革

十四五规划部署了未来金融工作的具体任务：“深化金融供给侧结构性改革。健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系，构建金融有效支持实体经济的体制机制。建设现代中央银行制度，完善货币供应调控机制。稳妥推进数字货币研发。健全市场化利率形成和传导机制，完善央行政策利率体系，更好发挥贷款市场报价利率基准作用。优化金融体系结构，深化国有商业银行改革，加快完善中小银行和农村信用社治理结构，规范发展非银行金融机构，增强金融普惠性。改革优化政策性金融，强化服务国家战略和规划能力。深化保险公司改革，提高商业保险保障能力。健全金融机构公司治理，强化股东股权和关联交易监管。完善资本市场基础制度，健全多层次资本市场体系，大力发展机构投资者，提高直接融资特别是股权融资比重。全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高上市公司质量。深化新三板改革。完善市场化债券发行机制，稳步扩大债券市场规模，

丰富债券品种，发行长期国债和基础设施长期债券。完善投资者保护制度和存款保险制度。完善现代金融监管体系，补齐监管制度短板，在审慎监管前提下有序推进金融创新，健全风险全覆盖监管框架，提高金融监管透明度和法治化水平。稳妥发展金融科技，加快金融机构数字化转型。强化监管科技运用和金融创新风险评估，探索建立创新产品纠偏和暂停机制。”

## （二）坚守服务实体经济的本分

政府工作报告中指出：“深化财税金融体制改革。强化预算约束和绩效管理，加大预算公开力度，精简享受税费优惠政策的办理流程 and 手续。落实中央与地方财政事权和支出责任划分改革方案。健全地方税体系。继续多渠道补充中小银行资本、强化公司治理，深化农村信用社改革，推进政策性银行分类分账改革，提升保险保障和服务功能。稳步推进注册制改革，完善常态化退市机制，加强债券市场建设，更好发挥多层次资本市场作用，拓展市场主体融资渠道。强化金融控股公司和金融科技监管，确保金融创新在审慎监管的前提下进行。完善金融风险处置工作机制，压实各方责任，坚决守住不发生系统性风险的底线。金融机构要坚守服务实体经济的本分。”

综合来看，我们发现，政府工作报告和十四五规划对未来 1-5 年我国金融的定位都是“改革”，“改革”纵览全局，而几乎没有提到金融发展。而改革的核心目的，两份报告中都明确指出，要支持和服务

“实体经济”。这是未来 1-5 年中国金融体系的主基调，从战略和体制机制建设的高度对金融改革以支持实体经济作出部署。

### （三）建立现代金融体系

那么是怎样的金融体系呢？十四五规划纲要明确，“健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系”。

分解来看，高度适应性的现代金融体系和我们的经济转型发展密切相关。金融体系是服务实体经济的，实体经济正在经历转型发展，需要相适应的金融体系支持实体经济转型发展。要金融供给侧结构性改革，要通过体制机制的创新，丰富金融供给。

普惠性就是老百姓的投资渠道更多，小微企业的融资渠道更多，把投资和融资的门都打开，让企业和老百姓都受益。金融供给侧结构性改革其中一点就是要扩大百姓的投资渠道，打开企业融资方式多样化的大门，把普惠性落到实处。

竞争力是从金融大国走向金融强国的一个体现。竞争力应该是双向的。只有内部的有竞争力的体系才会有对外充满竞争力的表现。例如打破刚兑、一些经营机构退出等，是市场内在竞争力提升的表现。

而“十九大”提出的“全面建设社会主义现代化国家”要求，我国的金融体系必然是现代金融体系。金融是现代经济的核心，金融安全关系国家安全。现代金融体系是现代化经济体系的重要组成部分，是经济高质量发展的内在需要。建设现代金融体系包括金融调控体

系、金融组织体系、金融市场体系、金融监管体系以及金融环境体系，这些都要实现现代的目标。

综合两大报告来看，两会通过的与集团金融业务相关的具体内容包括：一是资本市场改革，涉及注册制、退市机制、多层次资本市场等方面。二是金融控股公司和金融科技监管。三是金融高风险处置，包括金融机构、企业债、不良资产处置等方面。四是债券市场改革。

本文将在下面章节进行详细解读，并进行改革趋势判断。

## 二、完善资本市场基础制度

政府工作报告明确提出，稳步推进注册制改革，完善常态化退市机制，加强债券市场建设，更好发挥多层次资本市场作用，拓展市场主体融资渠道。这些在十四五规划中也有明确要求。

### （一）稳步推进注册制改革

注册制改革是“牵牛鼻子”工程，是推动资本市场改革最有成效的工具。全面实行股票发行注册制既是注册制改革的确定方向，也是业界对今后一个时期资本市场持续深化改革的一大期待。

2019 年 7 月 22 日首批科创板公司上市交易，开启注册制；2020 年 8 月 24 日创业板注册制正式落地。自此，形成了从科创板到创业板、再到全市场的“三步走”注册制改革布局，一揽子推进板块改革和基础制度改革，开启了全面深化资本市场改革的新局面。

我国的注册制从打造支持科技创新的特色板块开局，两个板块改



革落地以来，上市资源充足，流动性明显超过其他板块，资本市场服务科技创新和实体经济的能力大幅提升。截至 2021 年 3 月 31 日，科创板上市公司已达 251 家，IPO 合计融资总额 3385 亿元，占同期 A 股 IPO 融资金额的 46%，总市值达到 3.5 万亿元；创业板通过注册制发行上市公司已有 97 家，IPO 合计融资 1.3 万亿元。

**可以预计，下一步注册制改革有几个重要趋势：**

**一是科创板、创业板注册制将继续完善。**重点是完善信息披露制度，促进信息披露更加简明清晰、通俗易懂，进一步压实发行人和中介机构责任，增强审核问询的专业性。优化发行审核与注册的衔接机制。促进科创板、创业板协调发展。

**二是主板、新三板注册制改革将继续推进。**充分考虑主板特点，设计好注册制实施方案。按照注册制的要求，改进新三板公开发行及转让制度，进一步完善新三板精选层挂牌公司向科创板、创业板转板上市。

**三是系统推进基础制度改革。**发行承销、交易、上市公司持续监管、退市、投资者保护等各环节的关键制度都将进一步创新和完善，逐步建立更加成熟更加定型的基础制度体系。

**四是证监会自身改革将加速。**注册制改革是涉及监管理念、监管体制、监管方式的一场深刻变革。证监会预计将减少对各类市场主体的微观管理，加强对重大问题的前瞻性研究和政策设计，加强对交易

所和派出机构的指导、协调和监督，加大监管资源整合力度，提高整体监管效能。

## （二）完善常态化退市机制

一个稳定健康发展的资本市场必然要求畅通入口和出口两道关。在注册制的影响下，A 股 IPO 明显提速。而常态化的退市制度是注册制实施的重要配套制度，有助于保障注册制下市场生态能够实现优胜劣汰的自我净化，实现 A 股上市公司数量的动态平衡，优化资本市场的资源配置功能。

在去年底推出的“史上最严”退市新政之下，今年以来，多只个股面临退市，已有近 50 家上市公司发布可能被实施退市风险警示的提示公告，退市新规威力初显。过往因退市制度不完善，许多丧失经营能力的公司继续留在 A 股市场，保留所谓的“壳价值”。退市新规的出台，一方面有利于清除劣质上市公司，优化市场生态，提高上市公司质量；另一方面有利于纠正市场炒小炒差的传统，促进市场回归到基本面的长期增量价值投资中。退市制度不断优化，将促进资金不断流入绩优公司，实现上市公司的优胜劣汰。

**未来退市机制将有三大看点。**

首先，上市公司多元退出渠道将更加畅通。主动退市、并购重组、破产重整等上市公司多元化退出途径将进一步丰富，强制退市制度安排将逐步完善。



其次，**相关配套制度和举措将加速落地**。在退市制度实施过程中，立体化追责体系将与投保制度相结合，监管部门将综合利用诚信档案、监管措施等多种工具，在尽量减小投资者损失前提下对各类违法违规行为进行立体化追责。

第三，**退市公司结构将更趋合理**。顺应注册制趋势，退市发生变化，退市新规不再重点针对连续亏损公司，“垃圾股”含义有所变化，僵尸公司、空壳公司和重大财务造假的害群之马将面临更大退市风险。

### （三）更好发挥多层次资本市场作用，拓展市场主体融资渠道

目前，以沪深交易所、新三板和区域股权市场为主体的多层次资本市场体系取得长足进展。

沪深交易所方面，2021 年 4 月 6 日，深交所主板与中小板正式**实施合并**。此次合并将遵循“两个统一、四个不变”的总体原则，即统一业务规则和统一运行监管模式，维持发行上市条件不变，投资者门槛不变，交易机制不变，证券代码及简称不变，仅对市场产品、技术系统等少数差异化规则进行调整。预计深市主板和中小板的合并对投资者实际影响非常有限，但对于我国资本市场建设来说，则具有重要的历史意义。

此后深交所将形成以主板、创业板为主体的市场格局，结构更简洁、特色更鲜明、定位更清晰，更好地为处在不同发展阶段、不同类

型的企业提供融资服务。目前深交所三大板块合计市值约 33 万亿元，而上交所两大板块总市值已达 50 万亿元。深交所主板+创业板的结构将与上交所主板+科创板的结构形成错位竞争，从而有利于形成更为高效、明晰的多层次资本市场体系。另外，深市主板和中小板合并后，注册制的全面铺开仅剩沪深主板，这也将为后续全面实行股票发行注册制做好提前准备。

在新三板与各市场转板方面，我国资本市场也迎来了重大变革。此前，我国在退市制度中实践了降级转板机制，从主板、科创板以及创业板强制退市的公司，须降板至股转系统或其他交易板块继续交易。而升级转板机制方面，现在也实现了突破。2020 年 6 月 3 日，中国证券监督管理委员会发布《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》，决定以新三板挂牌公司升板至科创板或创业板为试点先行先试升级转板机制。2020 年 11 月底，沪深两市交易所分别发布转板上市办法，落实了制度安排。今年 2 月 26 日，全国股转公司制定的《全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市监管指引》发布实施，这是在实操层面关于新三板精选层挂牌公司转板上市信息披露和业务办理的细化规定正式落地。

转板上市制度实现了多层次资本市场互联互通，为不同发展阶段的企业提供差异化、便利化服务，打通了中小微企业成长上升的通道，有利于提高资本市场服务实体经济的覆盖面。同时，企业也能根据自

身需求自主选择交易场所，充分利用不同市场的特色制度来自我发展。

新三板作为证券市场的制度供给逐渐丰富完备，市场结构进一步完善，在多层次资本市场的承上启下作用得到凸显，市场生态进一步优化，面临全新发展机遇。

不过，我国升级转板与降级转板的各项制度仍需健全，法律制度存在缺位。下一步发展趋势将是针对转板的两种类型进行系统的制度构建。未来注册制的全市场推广，将有利于进一步补齐多层次资本市场体系短板，联动新三板、区域股权市场改革，开启多层次资本市场体系各司其职又高效联通的新局面。

### 三、金融控股公司和金融科技监管

政府工作报告提出，强化金融控股公司和金融科技监管，确保金融创新在审慎监管的前提下进行。

#### （一）统筹监管金融控股公司

习近平总书记在党的十八届五中全会上、中央政治局第四十次集体学习中均强调，要统筹监管金融控股公司，补齐监管短板，避免监管空白。

##### 1. 迫切需要将金融控股公司纳入监管

我国部分金融控股公司缺乏监管，出现了违法违规、脱实向虚等问题。一些企业不具备金融风险管控的能力，只是盲目的追求金融牌

照，并利用各种金融牌照，通过循环注资、关联交易等手段进行快速扩张，实现集团公司资产规模短时间内几何倍数的增长。这些金融控股公司经营的金融业务涉及银行、证券、基金、保险、信托、金融租赁、期货等多个方面，一些金融控股公司利用复杂的交叉持股、关联关系、股权代持、特殊目的载体、跨国经营等手段，尽可能隐藏控制和收益的所有权关系。我国目前实行分业监管的整体监管模式，不同监管机构的监管目的、方法以及重点有所区别，因此非常容易滋生监管真空地带，引发监管套利行为。

## 2. 监管政策出台为行业规范化发展奠定制度基础

2020年9月13日，国务院发布《关于实施金融控股公司准入管理的决定》（以下简称《准入决定》）。同日，中国人民银行也正式发布《金融控股公司监督管理试行办法》（以下简称《金控办法》）。

《准入决定》和《金控办法》出台有效填补了中国长期存在的金融控股公司的监管空白，对金融控股公司的概念、范围、准入标准、设立条件、申请程序、设立许可、公司治理与协同效应、并表管理与风险管理、监督管理、法律责任等内容进行规定，明确了金融控股公司的法律地位，为金融控股公司的长远发展、可持续发展奠定了法律基础。金融控股公司是在当前的监管体制下，对金融机构综合经营的一种有益探索。

## 3. 金融控股公司监管趋势

金融控股公司目前“管起来”已经完成，下一步需从“管得好”层面下功夫，监管规则将会进一步细化，预计将有以下几方面新的要求：

一是以实质控制为基础，完善并表管理细则。从现有监管体系来看，并表管理一般包括并表管理范围、业务协同、公司治理、全面风险管理、资本管理、集中度管理、内部交易管理和风险隔离等关键要素，目前《金控办法》中对于以上要素均有所涉及，但并不深入，部分条款缺乏细节，可操作性不高，下一步将着力细化并表管理的各项要素细则。

二是完善金融控股公司资本管理细则，建立健全资本管理体系。资本监管是审慎监管最核心、最有效的方式和手段。《金控办法》中指出金融控股公司的资本应当与其资产规模和风险水平相适应。目前，我国已在银行、保险等单一行业资本管理方面积累了丰富的经验，可在借鉴相关经验的基础上结合我国实际情况，构建定量与定性相结合的金融控股公司资本管理体系。

三是完善金融控股公司的市场化处置机制和破产重组机制。金融控股公司通常规模较大，具有一定的系统重要性，一旦经营失败将对我国金融稳定带来显著影响。因此，预计会在借鉴国内外经验的基础上，建立金融控股公司恢复与处置机制。一方面保障金融控股公司在陷入经营困难时可以自主恢复，另一方面保障金融控股公司在陷入经

营失败后可以有序处置，维护金融体系的稳定。

四是**将建立清晰健全的金融消费者保护法律框架**，强化反垄断监管。金融控股公司可通过发挥“协同效应”提升金融服务实体经济能力，但也可能带来垄断效应和消费者个人信息保护问题，对金融消费者保护提出更高的要求。

五是**可能会对金融控股公司的内部治理能力提出更高的要求**。根据《金控办法》的规定，金融控股公司只从事股权投资和管理，不经营具体业务。因此金融控股公司母公司层面需增设与统筹管理职能相关的机构和部门，完善子公司治理结构。同时，应采取合理经营管理体制增强协同效应，重视协同运营机制构建。在风险管理方面，金融控股公司及子公司往往面临着“一荣俱荣，一损俱损”的情况，因此构建全面风险管理体系尤为必要。未来预计会有面向金融控股公司的《金融控股公司全面风险管理指引》等监管细则。

## （二）金融科技监管

面对金融科技飞速发展下的潜在风险，官方在过去数月内频频释放信号：**必须处理好金融发展、金融稳定和金融安全的关系。**

近年来，中国金融创新速度与科技水平同步提升，信息技术的创新运用始终伴随金融改革发展进程，这扩大了金融服务覆盖面，提升了金融服务效率，在降低融资门槛等方面做出了一定贡献。但同时，金融数字化快速发展也带来了网络安全、市场垄断、数据权属不清、



消费者权益保护等方面的新问题，还有一些“伪创新”甚至违法违规行为，影响市场公平和金融稳定。尤其是一些大型科技公司进入金融服务领域，形成大型金融科技公司，搭建起属于公司的“数字帝国”。

### 1. 金融科技监管力度加大

2020 年 10 月 31 日，国务院金融稳定发展委员会专题会议召开并表示，既要鼓励创新、弘扬企业家精神，也要加强监管，**依法将金融活动全面纳入监管**，有效防范风险。监管层也多次表态，认为金融科技本质上是一种技术驱动的金融创新活动，也应当依法依规纳入监管、持牌经营。

在加强对互联网平台的监管方面，监管部门从去年到今年多次发文予以明确，包括《金控办法》、《网络小额贷款业务管理暂行办法》、《商业银行互联网贷款管理暂行办法》和《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》等文件，强化对互联网平台的监管，比如出资比例，业务开展的范围和边界等，为银行和互联网平台的业务发展划出警戒线，加强风险防范。

2021 年 3 月 15 日，中央财经委员会第九次会议再次指出，**金融活动要全部纳入金融监管**。目前来看，监管科技的发展落后于金融科技的发展，未来应加强统筹规划、提升监管的智能化和穿透性等。

### 2. 下一步可能实施的金融科技监管

一是制定审慎监管要求，确保对金融科技业务的全面覆盖，严格

落实持牌经营。对于新型数字金融服务提供商建立符合其特点的审慎监管框架，对于传统金融机构开展的新型数字金融业务增设审慎监管指标，对同时提供多类型金融产品和服务的新型数字金融服务提供商建立风险隔离要求等。IMF 在 2018 年发布的《巴厘岛金融科技议程》中指出，对于系统重要性机构的认定应扩大至非银行金融机构，以及提供关键金融科技服务的基础设施，并对其实施强化监管。

二是发展金融监管科技，利用大数据、机器学习、自然语言处理、网络分析等技术武装金融监管，提高监管效率。FSB 在 2020 年 10 月对成员的调查显示，超过三分之一的监管机构已经开始应用监管科技，其余机构也处于开发或实验阶段。

#### 四、推进金融高风险处置

政府工作报告中提出完善金融风险处置工作机制，压实各方责任，坚决守住不发生系统性风险的底线。这体现出对于金融风险的重视和着力点，在机制和责任方面做好安排，将防范和处置金融方面的工作继续持续推进。

##### （一）高风险金融机构处置

中国人民银行发布的《中国金融稳定报告（2020）》指出，2020 年，高风险金融机构风险得到有序处置。央行等监管部门积极化解一些城市商业银行、农村商业银行、农村信用社多年隐藏的风险，最大程度保护债权人合法权益。包括持续做好包商银行风险处置，锦州银

行、恒丰银行改革重组方案顺利实施，依法接管“明天系”6家保险、信托机构，安邦集团结束接管等。有序化解了重大风险，强化市场纪律。

2月26日，银保监会发布《银行保险机构恢复和处置计划实施暂行办法（征求意见稿）》，立足于指导银行保险机构未雨绸缪、防患于未然，从制度上预先筹划重大风险情况下的应对措施。通过恢复和处置计划提前规划重大风险情况下的应对和处置措施，提早预判和处理可能面临的障碍，也有利于压实金融监管部门的监管责任和地方政府属地责任，实现快速有序处置，维护金融稳定。

## （二）企业债务违约风险处置

2021年债券信用违约风险、逃废债等行为监管将是重点，“伪私募”风险处置、股权质押风险等存量业务拆雷也将循序渐进展开。

目前，地方国企债券存量数量达到21222只、存量规模更是高达16.77万亿，在整个非金融企业债券市场中居于重要地位，影响非常大。2020年下半年以来陆续发生高评级地方国企债务风险集体暴露事件（如河南永煤、华晨、海航、河北冀中等）。针对地方国企债务问题，金融委、央行、证监会以及国资委等相关部门亦均针对此专门出台了相关文件给予规范。

2021年3月26日，国资委官网正式公布《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（以下简称18号文）。18号文是专

门针对地方国企债务风险防控的第一份政策文件，并明确指出将“化解国企债务风险作为重中之重”。其基本原则是要求地方国资委参照央企债务管控的做法。

18 号文除明确要督促企业转变过度依赖举债投资做大规模的发展理念，通过控投资、压负债、增积累、引战投、债转股等方式降杠杆减负债外，还特别明确了降低企业隐性债务的管控举措，将隐性债务纳入综合考虑因素，即严控地方国企通过表外、永续债等方式融资，并严格限制对外担保、避免交叉债务风险。同时，严格规范资金用途，严禁过度融资。

### （三）不良资产风险处置

作为防范化解金融风险的重要举措，不良资产处置正全面提速。2017 年至 2020 年处置不良贷款超过之前 12 年总和，2020 年处置银行业不良资产 3.02 万亿元。

下一步银保监会将督促银行做实资产分类，真实暴露不良，足额计提拨备，加快处置速度。央行、银保监会等金融监管部门正密集筹划前瞻性应对银行不良资产反弹，增强金融机构稳健性。

值得注意的是，在政策对银行不良资产处置给予更多支持的同时，监管部门对于违规处置不良资产风险也加大了处罚力度。2020 年有 20 多家银行因违规处理不良资产接到罚单，涉及案由包括不良资产虚假出表、利用担保类表外业务变更延缓风险暴露、违反关联交

易管理规定向关联人发放贷款形成不良且违规核销、掩盖资产质量真实性、违规转让不良资产、以续贷形式掩盖贷款风险状况等

## 五、加快推进债券市场改革

政府工作报告指出，加强债券市场建设，更好发挥多层次资本市场作用，拓展市场主体融资渠道。规划纲要草案提出，完善市场化债券发行机制，稳步扩大债券市场规模，丰富债券品种，发行长期国债和基础设施债券。

### （一）债券发行机制改革已经启程

2021 年 3 月 1 日，证监会发布修订后的《公司债券发行与交易管理办法》（以下简称《办法》），全面落实注册制，完善信息披露制度，进一步强化发行人及中介机构责任。至此，我国企业债券发行向市场化迈出了一大步，我国企业债、公司债发行已全部由核准制改为注册制。

对于公开发行的公司债券，发行人依照证监会有关规定制作注册申请文件，由发行人向证券交易所申报，后者收到注册申请文件后进行审核，审核后符合条件的报证监会履行注册程序。而对于非公开发行公司债券，并不需要经过注册程序，只需要向中国证券业协会报备。但依《办法》规定，只能向专业投资者发行，并且不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式，每次发行对象不得超过二百人。

公开发行公司债，只能在深沪两证券交易所及新三板交易；而非

公开发行公司债，除可以申请在两交易所及新三板转让外，还可以申请到证券公司柜台转让。另外，在注册制条件下，对于发行人信息披露有更严格的要求。

## （二）各类产品新规相继出台

2021 年以来，可转债、公司债、券商短融、碳中和债等各类产品新规相继出。具体包括可转债、权益出资型票据（原并购票据）、乡村振兴票据（继承扶贫票据）、碳中和债、公司债、券商短融、指数基金、公开募集基础设施证券投资基金等等。

其中有一部分是顺应新《证券法》的要求，另一部分则带有典型政策导向（如乡村振兴票据、碳中和债等）。

就权益出资型票据来说，它与一般债券产品最主要的区别就是募集资金用途，可以用于权益类投资。事实上自 2014 年 7 月交易商协会推出并购票据以来，这一市场一直不瘟不火。主要是因为并购票据的用途仅限于获得控制型并购、增强控制型并购、共同控制型并购、子公司增资或注资。而权益出资型票据募集的资金，可用于投资基金出资、参股型股权投资、参加上市公司定向增发、直接支付并购价款、偿还银行并购贷款等。暂时闲置的资金还可用于购买国债、政策性银行金融债、地方政府债券等，吸引力大大上升。

## （三）信用债评级问题开始解决

截至 2021 年 3 月 31 日，我国债券市场存量规模已经达到了 117



万亿，其中信用债存量规模为 23.4 万亿，而信用债主体评级为 AAA 的达到 10.8 万亿，占比达到 46%（同一企业国内评级平均比国际评级高出六至七个等级），国内信用评级虚高问题饱受市场诟病。伴随着“发行人付费”模式下评级虚高的是 AAA 主体债券违约的常态化，市场上不断出现高评级企业违约事件。

针对评级问题，2021 年 3 月 28 日，中国人民银行、国家发展改革委、财政部、银保监会、证监会五部委联合印发了《关于促进债券市场信用评级行业高质量健康发展的通知（征求意见稿）》（下称通知）。通知明确提出，要逐步将高评级主体比例降低至合理范围内。通知还提出，降低监管对外部评级的要求、加强评级方法体系建设、提升评级质量和区分度等措施。

为逐步将高评级主体比例降低至合理范围内，通知还鼓励投资人付费评级。投资人付费评级机制可以对现有发行人付费评级机构产生监督作用，有利于促进现有评级体系的独立性、客观性和公正性，在一定程度上解决发行人付费评级模式中的问题和困境。2010 年 9 月，交易商协会代表全体会员出资设立我国首家“投资人付费”信用评级机构——中债资信评估有限责任公司。

监管对评级的要求也是造成评级虚高的重要原因。比如，公司债一度要求发行主体评级不低于 AA；比如主体评级为 AAA 级的债券质押率高，而主体评级为 AA 质押率低，导致投资者更偏好高评级；比

如银保监会要求，保险资金投资的商业银行无固定期限资本债券应当具有国内信用评级机构评定的 AA+级或者相当于 AA+级以上的长期信用级别。

对此，通知提出降低监管对外部评级的要求，择机适时调整监管政策关于各类资金可投资债券的级别门槛，弱化债券质押式回购对外部评级的依赖，将评级需求的主导权交还市场。

### 免责声明

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，中国建银投资有限责任公司不对投资者的投资操作而产生的盈亏承担责任。本报告的版权归中国建银投资有限责任公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。