

中国资本市场 年度观察报告(2021)



证券日报点金智库

卷首语

观察的力量

2021年挥袖而去，2022年扑面而来。所有对过去一年的感慨，都暗含着对新年的希望。无论怎样，希望都是确定要有的。

2021年，“不确定”被更多的提及。而且我们不确定，2022年的“不确定”是否更多。其实，世上本没有那么多的不确定，如果有，也是因为我们参数掌握的还不够全。

消弭不确定性的重要手段，就是掌握最全的参数，当然，这是几乎无法完成的任务。如同某一场风暴是由一只蝴蝶扇动翅膀引发的，但却无法确定是哪只蝴蝶在何时何地扇了那致命的一下。

好在，不确定性是可以减少的，答案就写在过去。今天，我们呈上这份年度观察报告，就是在试图减少未来的不确定性，至少不会被同一块石头绊倒两次。人类历史的最大教训就是，从来都不会从历史中吸取教训。《阿房宫赋》写道：秦人不暇自哀，而后人哀之；后人哀之而不鉴之，亦使后人而复哀后人也。

谁都做不了时间的朋友，因为时间从不交朋友，没有远近亲疏，也从没饶过谁。所谓天地不仁以万物为刍狗。但是，逝者如斯夫的时间，却往往与“周期”挂钩。当我们谈论周期时，谈论的究竟是什么？无非是希望用“历史规律”来作托词。平心而论，谁不想摆脱治乱兴衰的周期呢？

习近平主席在2022年新年贺词中，再次提到毛主席克服周期率的“窑洞对”。百年成就，我党的重要经验就是重视学习和借鉴历史、善于总结和运用历史经验来校正前进方向。

不审不聪则缪，不察不明则过。在中国特色资本市场的建设中，同样需要慎思之、明辨之。横看成岭侧成峰，远近高低各不同。作为资本市场重要、专业、独立的第三方，我们有更多的优势和机会来观察庐山的真面目。

由此，这份报告既非面面俱到的年度汇编，也非列数成绩不足的年度总结，而是凝练了我们对过去一年政策导向、交易数据、重大舆情的价值判断，并在此基础上进行深度思考，分为政策观察、市场观察、投保观察、行业观察、机构观察、公司观察以及未来展望。可以说，这既是一部大事记、工具书，更是一部观点集、思想录。惟愿或可鉴于往事，有资于治道。

花繁柳密处拨得开，才是手段；风狂雨急时立得定，方见脚跟。面对百年变局下的乱花迷眼，既要靠定力，更要靠眼力。如果说信息是标量，那么融汇观察思考的信息就是矢量。先有抬头看路，再有埋头拉车，才有行稳致远。

《证券日报》社 社长

陈剑友

内容目录

1.政策观察.....	6
1.1 党中央、国务院政策.....	6
1.1.1 设立北交所正式“官宣”.....	6
1.1.2 中央经济工作会议定调 2022 年资本市场工作重点.....	7
1.1.3 《关于依法从严打击证券违法活动的意见》正式发布.....	8
1.1.4 夯实资本市场法治和诚信基础.....	8
1.1.5 证券期货行政执法当事人承诺制度 2022 年起施行 提升证券监管效能.....	10
1.1.6 国务院金融委三次会议点题资本市场：.....	12
1.1.7 紧扣“建制度”主线 建设中国特色资本市场.....	12
1.2 证券监管部门政策.....	14
1.2.1 证监会主席易会满年内八次公开发声.....	14
1.2.2 勾勒资本市场高质量发展“施工图”.....	14
1.2.3 深交所主板与中小板合并：更好满足不同发展阶段企业的融资需求.....	16
1.2.4 叶飞被抓发出清晰信号：严打以市值管理之名实施操纵市场的违法行为.....	17
1.2.5 北交所主要制度规则明确特色定位 2021 年 11 月 15 日开市.....	20
1.2.6 全国首例证券集体诉讼案宣判 彰显监管人民性.....	23
1.3 其他金融监管部门政策.....	25
1.3.1 “跨境理财通”业务试点正式启动 提振跨境资本市场流动性.....	25
1.3.2 中国国债正式纳入富时世界国债指数 金融市场对外开放取得新进展.....	27
1.3.3 银保监会规范保险资金参与证券出借业务行为.....	29
1.3.4 进一步优化资本市场供需结构.....	29
1.4 国务院部委重要政策.....	30
1.4.1 首批 9 只基础设施 REITs 挂牌上市 增强资本市场服务实体经济能力.....	30
2.市场观察.....	33
2.1 A 股市场股票发行情况.....	33
2.1.1 注册制.....	33
2.1.1.1 2021 年上市企业情况分析.....	33
2.1.1.2 市场行情.....	36
2.1.1.3 注册制上市公司行业分布.....	37
2.1.1.4 业绩状况.....	38
2.1.2 核准制.....	38
2.1.2.1 2021 年上市企业概况.....	38
2.1.2.2 市场行情.....	40
2.1.2.3 核准制公司行业分布情况.....	41
2.1.2.4 公司业绩.....	42
2.1.3 退市.....	42
2.1.3.1 退市公司情况分析.....	42
2.1.3.2 退市公司行业分布.....	45
2.1.3.3 市场表现.....	45
2.1.3.4 业绩情况.....	46
2.1.4 再融资.....	46

2.1.4.1 再融资整体情况.....	46
2.1.4.2 2021 年 A 股的定向增发、配股及可转换债券.....	47
2.2 A 股市场交易.....	49
2.2.1 2021 年 A 股市场交易特征.....	50
2.2.1.1 A 股三大指数表现.....	50
2.2.1.2 A 股三大指数点位特征.....	50
2.2.1.3 沪深两市成交额破万亿元情况.....	50
2.2.1.4 2021 年创历史新高股.....	52
2.2.2 2021 年 28 个申万一级行业指数表现.....	52
2.2.2.1 申万行业市场表现.....	52
2.2.2.2 概念板块市场表现.....	53
2.2.3 2021 年 A 股涨幅 Top50 个股.....	54
2.2.4 2021 年北向资金分析.....	57
2.2.4.1 2021 年北向资金概况.....	57
2.2.4.1 北向资金新进和增持基本情况.....	57
2.2.4.3 沪股通、深股通前十大活跃股情况.....	58
2.2.5 2021 年融资融券资金分析.....	60
2.2.5.1 2021 年融资融券资金概况.....	60
2.2.5.2 2021 年融资买入行业布局.....	61
2.2.5.3 2021 年融资客加仓个股简况及市场行情.....	61
2.2.6 大宗交易情况分析.....	62
2.2.7 科技创新类.....	64
2.3 交易所债券市场交易.....	68
2.3.1 沪深交易所债券发行情况.....	68
2.3.2 沪深交易所债券交易情况.....	71
2.3.3 年内债券违约事件.....	72
2.4 其他证券.....	72
2.4.1 我国推进公募 REITs 的过程.....	72
2.4.2 我国首批公募 REITs 发行情况.....	73
2.4.3 我国首批公募 REITs 市场表现.....	74
2.4.4 我国公募 REITs 发展前景.....	75
2.5 期货市场交易.....	76
2.5.1 黑色系 2021 年市场表现.....	77
2.5.2 原油及动力煤年度行情.....	77
2.5.3 生猪期货 2021 年市场行情.....	78
2.5.4 基本金属及黄金 2021 年市场行情.....	79
3.投保观察.....	81
3.1 美丽生态虚假陈述民事侵权纠纷案当庭成功调解.....	81
3.2 全国首例操纵市场民事赔偿支持诉讼二审胜诉.....	83
3.3 全国首起证券纠纷普通代表人诉讼案宣判.....	85
3.4 公开征集首战告捷 小股东也能凝聚大力量.....	87
3.5 追偿 3.25 亿元 全国首单投保机构股东代位诉讼显效.....	88

3.6 首单特别代表人诉讼案落地 康美药业赔偿投资者损失 24.59 亿元.....	90
4. 行业观察.....	93
4.1 教育行业.....	93
4.2 互联网行业.....	96
4.3 医药行业.....	97
4.4 汽车行业.....	100
4.5 房地产行业.....	102
4.6 传统能源行业.....	104
4.7 新能源行业.....	106
4.8 猪肉行业.....	107
4.9 航运行业.....	108
5. 机构观察.....	111
5.1 公募基金.....	111
5.1.1 公募基金 25.32 万亿元.....	111
5.1.2 投资者信任度不断增强.....	111
5.2 银行.....	113
5.2.1 银行股“破净”.....	113
5.2.2 上市银行大面积“破净” 股东高管解囊相助.....	114
5.3 券商.....	115
5.3.1 “券业一哥”之争.....	115
5.3.2 “基因纯粹” 券商股遭遇尴尬.....	116
5.3.3 数字人民币将试点证券业.....	117
5.3.4 数字人民币的生态正日益丰富.....	118
5.4 保险.....	119
5.4.1 特斯拉卖车险.....	119
5.4.2 提前布局保险市场增量业务.....	119
5.5 私募.....	121
5.5.1 百亿元级量化私募扩容至 26 家.....	121
5.5.2 量化私募“量变”.....	121
6. 公司观察.....	124
6.1 宁德时代.....	124
6.2 贵州茅台.....	126
6.3 滴滴出行.....	128
6.4 康美药业.....	130
6.5 恒大集团.....	131
6.6 海航集团.....	133
6.7 新东方.....	135
6.8 中青宝.....	136
6.9 鸿星尔克.....	138
6.10 华为生态.....	140
7. 未来展望.....	143
7.1 经济增长有多重动力.....	143

7.2 应对三重压力需要有针对性地分别化解.....	145
7.3 资本市场“新气象”值得期待.....	147
7.4 2022 年宏观政策看点.....	148
7.5 2022 年，A 股先扬后抑还是先抑后扬？	149
7.6 2022 年股票如何配置：成长、蓝筹？还是另有乾坤？	150

1. 政策观察

2021年，在海外疫情蔓延、国际金融市场动荡加剧等多重因素冲击下，我国资本市场也面临着更加复杂多变的新局面，在此背景下，从党中央、国务院到一行两会等部委陆续发布了支持资本市场高质量发展的政策文件，为更好地发展资本市场的枢纽作用，高质量地服务实体经济发展打下了坚实基础，资本市场“牵一发而动全身”的枢纽功能正在成为更多方面的共识，因此无论是政策制定、颁布还是落实，正在形成越来越强大的发展合力。

1.1 党中央、国务院政策

1.1.1 设立北交所正式“官宣”

北交所围绕服务创新型中小企业，突出“更早、更小、更新”，与沪深交易所实现功能互补，共同服务不同规模、不同发展阶段企业的融资需求，实现京、沪、深三地交易所功能互补、各具特色、各显优势的证券市场新格局。

政策

2021年9月2日，国家主席习近平在2021年中国国际服务贸易交易会全球服务贸易峰会上发表视频致辞。习近平强调，中国将提高开放水平，在全国推进实施跨境服务贸易负面清单，探索建设国家服务贸易创新发展示范区；扩大合作空间，加大对共建“一带一路”国家服务业发展的支持，同世界共享中国技术发展成果；加强服务领域规则建设，支持北京等地开展国际高水平自由贸易协定规则对接先行先试，打造数字贸易示范区；继续支持中小企业创新发展，深化新三板改革，设立北京证券交易所，打造服务创新型中小企业主阵地。

同日，证监会表示，将进一步深化新三板改革，以现有的新三板精选层为基础组建北交所，进一步提升服务中小企业的能力，打造服务创新型中小企业主阵地。

同时，对于建设北交所的主要思路，证监会明确，严格遵循《证券法》，按照分步实施、循序渐进的原则，总体平移精选层各项基础制度，坚持北交所上市公司由创新层公司产生，维持新三板基础层、创新层与北交所“层层递进”的市场结构，同步试点证券发行注册制。在实施过程中，将坚守“一个定位”、处理好“两个关系”、实现“三个目标”。

观察：三地交易所打造证券市场新格局

北交所将成为打造服务创新型中小企业主阵地，这是对资本市场更好服务构建新发展格局、推动高质量发展作出的新的重大战略部署，为进一步深化新三板改革、完善资本市场对中小企业的金融支持体系指明了方向、提供了遵循。

北交所主要聚焦服务创新型中小企业，实现与沪深交易所错位发展。北交所设立之后，将形成京、沪、深三地交易所功能互补、各具特色、各显优势的证券市场新格局。

设立北交所，有利于为创新型中小企业提供更加便利、更具包容性的融资和服务平台，早有酝酿，也是必要之举。一方面，推动经济高质量发展，需要构建大中小企业良性互动、协同发展新格局，需要建设一个“面向中小企业的证券交易所”；另一方面，深化金融供给侧结构性改革，需要拓展资本市场的服务功能，进一步完善服务不同层次、不同发展阶段企业融资需求的市场基础设施。

设立北交所，有利于打造长周期全链条服务体系，更好满足企业差异化需求。新三板基础层、创新层侧重培育和规范，提供更加包容、精准的市场服务，推动广大中小企业尽早熟悉和进入资本市场，增强信息披露意识。新三板基础层、创新层与北交所既分工明确又相互

衔接，将形成制度合力，延长资本市场服务链条，企业可根据不同发展阶段实际需要，灵活选择资本市场发展路径。

设立北交所，有利于形成资源聚集效应，优化创新型中小企业发展生态。随着科技革命和产业变革加速演进，我国涌现出一大批具有创新潜质和能力的创新型中小企业。北交所以打造服务创新型中小企业主阵地为使命，市场品牌效应将引导各类中介机构、投资者积极参与，凝聚地方政府合力，促进形成科技、创新和资本的聚集效应，进一步优化围绕中小企业创新发展的特色生态圈。

在市场准入方面，北交所根据市值和财务指标一共设置四套标准，四套标准的规定均显著低于科创板和创业板的上市条件，同时加入研发能力等指标，契合中小企业发展和经营特征；在持续融资方面，引入授权发行、储架发行、自办发行等较为灵活的发行机制，为中小企业提供更加多元化和定制化的融资方案；在退市方面，向下仍有新三板创新层和基础层作为“缓冲垫”，充分包容中小企业业绩波动较大的特征。

从未来发展来看，北交所应做好三个“吸引”，将其打造成为服务创新型中小企业“主阵地”。一是吸引个人和机构投资者，增强北交所交易流动性。二是吸引创新型中小企业，发挥北交所直接融资功能。三是吸引私募股权基金，强化基础层、创新层的交易功能。

延伸阅读

- 《设立北京证券交易所 新三板改革站上新起点》 新华社 2021 年 9 月 3 日
- 《赋能中小企业创新发展的重大改革》 经济日报 2021 年 9 月 4 日
- 《北京证券交易所将带来什么？》 证券日报 2021 年 9 月 3 日
- 《打造服务创新型中小企业主阵地》 中国证券报 2021 年 9 月 3 日
- 《你好，北京证券交易所》 证券时报 2021 年 9 月 3 日

1.1.2 中央经济工作会议定调 2022 年资本市场工作重点

在“十四五”开局之年，注册制改革不断扩围，从增量到存量，成效显著。资本市场已实现了深交所主板和中小板合并、北交所开市，市场基本形成了上交所“主板+科创板”、深交所“主板+创业板”、北交所的新格局。当前，世界经济形势仍复杂多变，我国经济也面临下行压力，更需要资本市场以“全面注册制”为抓手深化改革，以更具确定性的枢纽职能，为经济政策多维度协同激发变革之力，为中国经济寻找、激活更强劲的发展动力。

政策

2021 年 12 月 8 日至 10 日，中央经济工作会议在北京举行。会议在提到 2022 年的经济工作时指出，要抓好要素市场化配置综合改革试点，全面实行股票发行注册制，完成国企改革三年行动任务，稳步推进电网、铁路等自然垄断行业改革。

会议认为，进入新发展阶段，我国发展内外环境发生深刻变化，面临许多新的重大理论和实践问题，需要正确认识和把握。

“要正确认识和把握资本的特性和行为规律。”会议提出，社会主义市场经济是一个伟大创造，社会主义市场经济中必然会有各种形态的资本，要发挥资本作为生产要素的积极作用，同时有效控制其消极作用。要为资本设置“红绿灯”，依法加强对资本的有效监管，防止资本野蛮生长。要支持和引导资本规范健康发展，坚持和完善社会主义基本经济制度，毫不动摇巩固和发展公有制经济，毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展。

观察:全面推行注册制已经具备坚实基础

全面实行股票发行注册制并非第一次提出,但中央经济工作会议对2022年经济工作安排中作此表述,意味着这将是2022年资本市场一项重点任务。

全面实行股票发行注册制首次被纳入顶层设计是在“十四五”规划中。此前,作为“十四五”的开局之年,2021年《政府工作报告》中对于注册制内容表述为“稳步推进注册制改革”。而“十四五”开局第二年,中央经济工作会议就明确提出“全面实行股票发行注册制”,也使得不少市场人士预测,注册制改革有望提速。

回顾注册制改革历程,从2019年注册制改革落地、2020年实现从增量到存量扩围,再到2021年向更多创新型中小企业敞开大门,注册制改革不仅紧跟政策要求,更不断“对表”,时刻与顶层设计保持协调。

近年来,科创板、创业板试点注册制相继成功落地,我国资本市场注册制改革取得了重要阶段性成果。“注册制改革是完善要素资源市场化配置体制机制的重大改革,也是发展直接融资特别是股权融资的关键举措。”证监会主席易会满在2021金融街论坛年会上总结注册制改革成绩时指出,总的看,改革达到了预期目标:支持科技创新的示范效应初步显现;制度改革的“试验田”作用得到较好发挥;市场运行总体保持平稳。

目前来看,科创板、创业板以及北交所试点注册制相继落地,为全面实行股票发行注册制提供了充分的准备和可借鉴经验。全面推行注册制已经具备坚实基础。2021年证监会、交易所、行业协会出台相关细则,总结试点经验,进一步完善了相关制度。同时,在刑事诉讼等方面做了一些探索创新。这证明全面实行股票发行注册制条件走向成熟。

另外,此次会议还提出“要为资本设置‘红绿灯’,依法加强对资本的有效监管,防止资本野蛮生长。”

为资本设置“红绿灯”,旨在加强对资本的有效监管,防止资本野蛮生长以及无序扩张。资本是逐利的,这是其本质属性。资本促进经济增长有其有利的一面,但不能忽视其无序扩张下的风险。因此,增加有效约束,是为了让资本去支持实体经济的发展,而不是在虚拟市场投资、炒作,助长各类风险。

为资本设置“红绿灯”,不是为了限制资本的发展,相反是为了更有效地发挥资本的积极作用,更规范地引导资本的健康发展和资本流向。

延伸阅读

- 《稳字当头,稳中求进 读懂中央经济工作会议的深意》 新华社 2021年12月13日
- 《稳字当头、稳中求进,推动高质量发展》 人民日报 2021年12月11日
- 《努力实现质的稳步提升、量的合理增长》 经济日报 2021年12月11日
- 《2022年七大方面政策是施工图也是定心丸》 证券日报 2021年12月11日
- 《运筹帷幄定基调,步调一致向前进》 上海证券报 2021年12月13日

1.1.3 《关于依法从严打击证券违法活动的意见》正式发布

夯实资本市场法治和诚信基础

依法从严打击证券违法活动,是维护市场“三公”秩序、营造良好市场生态的内在要求,为全面深化资本市场改革、更好推动资本市场高质量发展提供了重要保障。《关于依法从严打击证券违法活动的意见》完善了中国特色证券执法司法体制机制的顶层设计,以体制机制改革为主线,确立了“十四五”证券执法司法工作的主要目标与重点任务,目标清晰、路径明确,对于实现行政执法与刑事司法高效衔接,提高证券执法司法效能具有重要意义。

政策

2021年7月6日，中共中央办公厅、国务院办公厅公开发布了《关于依法从严打击证券违法活动的意见》（下称《意见》），对建立健全资本市场执法司法体制机制、依法从严打击证券违法活动、推动资本市场高质量发展作出重要部署。

图：国务院正式发布《关于依法从严打击证券违法活动的意见》



资料来源：中国政府网

《意见》明确提出了两个时间点的主要目标。到2022年的目标包括“依法从严打击证券违法活动的执法司法体制和协调配合机制初步建立”“重大违法犯罪案件多发频发态势得到有效遏制”“资本市场秩序明显改善”等。到2025年的目标包括“证券执法司法透明度、规范性和公信力显著提升”“行政执法与刑事司法衔接高效顺畅”“崇法守信、规范透明、开放包容的良好资本市场生态全面形成”等。

在完善资本市场违法犯罪法律责任制度体系方面，《意见》提出，完善证券立法机制，加大刑事惩戒力度，完善行政法律制度，健全民事赔偿制度，强化市场约束机制。

《意见》还提出，要进一步加强跨境监管执法司法协作，着力提升证券执法司法能力和专业化水平，加强资本市场信用体系建设，加强组织保障和监督问责等。

观察：夯实资本市场法治和诚信基础

《意见》是资本市场历史上首次以中办、国办名义联合印发打击证券违法活动的专门文件，是当前和今后一个时期全方位加强和改进证券监管执法工作的行动纲领。《意见》的出台有利于夯实资本市场法治和诚信基础，推动形成崇法守信的良好市场生态。

在健全民事赔偿制度方面，《意见》提出，“修改因虚假陈述引发民事赔偿有关司法解释，取消民事赔偿诉讼前置程序”，这被业内人士认为是一大亮点，但同时该举措也对于投资者提起民事诉讼的专业水平提出了较高要求。

“零容忍”意见围绕依法从严打击证券违法活动作出了系统性、有针对性的部署安排，对于依法严厉查处证券违法犯罪案件，加大对大案要案的查处力度，强化震慑效应，具有重要意义。

《意见》衔接行政执法与刑事司法，有利于依法从严打击上市公司财务造假和内幕交易、操纵市场等违法行为，对于提高证券执法司法效能、减少诸如康美医药等恶性案件的发生意

义深远。

当前“零容忍”打击证券违法活动的合力逐步形成，行政、民事、刑事多作用下织出一张网，能够让财务造假、市场操纵等重大违法犯罪案件多发频发态势得到遏制，改善资本市场生态。

操纵市场制造虚假供求关系，破坏市场定价功能，误导投资者决策，容易引发系统性风险。这种行为，就像一只看不见的股市黑手，严重侵害投资者合法权益，影响资本市场资源配置作用的正常发挥，危害国家金融安全稳定。所以，严厉打击操纵市场行为，历来是监管执法的重点领域之一。

打击内幕交易行为，一方面，要筑牢篱笆完善依法监管的制度和程序，做到发现一例查处一例，适时提高内幕交易惩罚力度，让以身试法者付出代价，以儆效尤；另一方面，要提高监管能力，包括利用大数据等技术手段查处各类内幕交易，加强对上市公司及特定利益相关者的持续监管、精准监管、分类监管，增强监管的威慑力，严肃市场纪律，净化市场生态。

值得关注的是，在机制完善方面，证监会在行政执法和刑事司法的衔接、行政调查处罚和民事赔偿的协调方面做了不少的工作。一方面，在提升稽查处罚效能的同时，不断深化与公检法等机关的协作配合，推动健全依法从严打击证券违法活动的执法司法体制机制，持续对违法行为保持高压态势；另一方面，具有中国特色的证券执法司法体制机制正不断健全，全国首例特别代表人证券集体诉讼案的落地，有效遏制了重大违法犯罪案件多发频发态势。

延伸阅读

- 《严打证券违法活动须扎牢法治“篱笆”》 经济日报 2021年7月7日
- 《亮剑证券违法活动 护航资本市场高质量发展》 证券日报 2021年7月7日
- 《“零容忍”上升至新高度 中国特色证券执法司法体系打造“升级版”》 中国证券报 2021年7月8日
- 《“零容忍”意见为依法从严打击 证券违法活动提供有力保障》 上海证券报 2021年7月8日
- 《“零容忍”意见雷霆出击 证券执法效能大提升可期》 证券时报 2021年7月8日

1.1.4 证券期货行政执法当事人承诺制度 2022年起施行 提升证券监管效能

行政执法当事人承诺制度，是提升行政执法效能的重要举措，提供了对投资者及时救济的新机制，有利于保护投资者，尤其是中小投资者的合法权益，也给全球金融机构和投资者传递了积极信号，通过行政执法当事人承诺制度，我国向国际社会展现出加快建设规范、透明、开放的资本市场的具体行动，进一步促进我国资本市场市场化、法治化和国际化水平提升。

政策

2021年11月29日，国务院正式发布《证券期货行政执法当事人承诺制度实施办法》（以下简称《办法》），自2022年1月1日起施行。这意味着我国证券期货领域的行政执法当事人承诺制度正式以行政法规的形式确立下来。

《办法》在总结试点经验基础上，以行政法规形式对行政执法当事人承诺制度作了规定。《办法》通过明确基本流程、严格限定适用范围、健全监督制约机制来规范行政执法当事人承诺制度的实施，确保制度公开公平公正实施，切实保护投资者合法权益、提高执法效能、防范道德风险。

《办法》明确规定行政执法当事人承诺制度的实施应当遵循公平、自愿、诚信原则，不得损害国家利益、社会公共利益和他人合法权益。

同时，《办法》明确当事人可以申请适用行政执法当事人承诺的时间环节，为当事人自收到国务院证券监督管理机构案件调查法律文书后至国务院证券监督管理机构作出行政处罚决定之前。国务院证券监督管理机构应当在送达当事人的案件调查法律文书中告知其有权依法申请适用行政执法当事人承诺。

观察：“承诺制度”将增强投资者获得感和满意度

行政执法当事人承诺制度是从我国证券执法实践需求出发探索建立的新型综合性执法方式，是有效化解行政资源与行政效率矛盾、及时赔偿投资者损失、尽快恢复市场秩序的重要制度举措。

从探索试点到正式发布，证券期货行政执法当事人承诺制度历经多个时间阶段：经国务院批准，2015年证监会开始在证券期货领域开展行政和解试点，并印发了《行政和解试点实施办法》；2019年修订的《证券法》第171条对证券领域行政执法当事人承诺制度作了原则规定，并要求国务院制定具体办法；2020年，证监会就《证券期货行政和解实施办法（征求意见稿）》公开征求意见。

2021年3月份，证监会公布的2021年度立法工作计划中，《证券期货行政执法当事人承诺程序规定》被列入“力争年内出台的重点项目”；2021年7月份，中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《关于依法从严打击证券违法活动的意见》明确要求加快制定证券期货行政执法当事人承诺制度实施办法；9月份，国务院常务会议通过《证券期货行政执法当事人承诺制度实施办法（草案）》。

行政执法当事人承诺制度的适用条件、实施程序、操作规则等规定与国际接轨，给进入我国资本市场的全球金融机构和投资者释放了积极信号，有利于其形成关于我国证券执法领域的法律预期和稳定预判。通过行政执法当事人承诺制度，我国向国际社会展现出加快建设规范、透明、开放的资本市场的具体行动，进一步促进我国资本市场市场化、法治化和国际化水平提升。

2021年11月29日，司法部、证监会负责人就《证券期货行政执法当事人承诺制度实施办法》有关问题答记者问时指出，证券期货行政执法当事人承诺制度在提高执法效率、及时赔偿投资者损失、尽快恢复市场秩序等方面具有重要意义。

“一是有效提高执法效能，化解资本市场执法面临的‘查处难’与市场要求‘查处快’之间的矛盾。二是及时赔偿投资者损失，增强其获得感和满意度。三是切实提高违法成本，增强监管实效。四是行政执法当事人承诺制度能够尽快实现案结事了、定纷止争，从而妥善化解社会矛盾，及时恢复市场秩序，稳定预期。”上述负责人表示。

同日，为充分发挥行政执法当事人承诺制度特色，证监会还就两项相关文件公开征求意见。《证券期货行政执法当事人承诺制度实施规定（征求意见稿）》主要细化规定了适用条件、办理程序、承诺金的管理使用等内容。《证券期货行政执法当事人承诺金管理办法（征求意见稿）》的出台，将为加强投资者保护、使受损投资者获得利益赔付提供坚实保障。有利于提升监管效能，稳定市场秩序。

证券期货行政执法当事人承诺制度的出台，有利于提升证券监管效能，更好保护投资者。从我国情况看，建立由证券行政执法部门主导、其他社会组织力量、市场主体积极配合的行政执法当事人承诺制度，是立足我国国情并借鉴国际最佳实践的有机结合。

一方面，部分违法违规行径更加隐蔽，给证券执法工作带来了压力和挑战；另一方面，

随着我国资本市场改革开放不断深化，多层次资本市场快速发展，证券期货新产品和新业务涉及的交易关系愈加复杂，中小投资者呈现出“小、散、弱”的特征，其风险识别能力和自我保护能力相对较弱，维权成本较高。投资者在应对证券违法案件时，难以得到及时补偿，容易引发大规模群体性纠纷，不利于资本市场健康发展。

另外，这种新型执法模式有利于提升国际化水平。证券领域行政执法当事人承诺制度是一种相对柔性的新型执法模式。从国际实践看，行政执法当事人承诺制度通过灵活的制度设计、便捷的流程和多元化的和解路径，在证券执法领域得到普遍运用，有效地解决了疑难复杂案件，为证券执法方式的实践运用提供了成熟借鉴。

《办法》的出台，是应对资本市场违法乱象高发的客观需要。目前，证监会面临行政执法案件数量多和查处难度大等问题。一方面，统计数据显示，近4年来证监会开展行政执法的新增案件数量一直在高位运行，年均超过300件；另一方面，证券期货违法案件普遍具有隐蔽复杂、技术性强等特点，案件数量多、查处难度大。行政执法当事人承诺制度是破解这两大难题的重要制度工具，部分案件能够由此获得更快处理，证监会也可将更多执法资源投入其他案件，有利于提高行政执法效能，实现整体执法效果的最优化。

延伸阅读

- 《对资本市场违法活动“零容忍”》 人民日报 2021年11月30日
- 《证券期货行政执法当事人承诺制度：为投资者提供及时救济新机制》 经济日报 2021年11月30日
- 《“承诺制度”对证券期货侵权者意味着什么》 证券日报 2021年11月30日
- 《证券期货行政执法当事人承诺制度落地》 中国证券报 2021年11月30日
- 《证券期货行政执法当事人承诺制度出炉 投资者权益将得到进一步保护》 证券时报 2021年11月30日

1.1.5 国务院金融委三次会议点题资本市场：

紧扣“建制度”主线 建设中国特色资本市场

当前资本市场处于注册制改革过程中，要保证其顺利推进，需要营造良好的资本市场环境，而加强打击资本市场违法违规行为是改善资本市场环境的重要手段，国务院金融委会议释放出对资本市场高质量发展的期待和对证券违法违规行为绝不姑息、从严打击的强烈信号，有利于维护公平、公开、公正的市场秩序，塑造良好市场生态。

政策

2021年，国务院金融稳定发展委员会多次会议都提到了资本市场的发展和建设问题。从加强资本市场制度建设、严打资本市场违法行为，到建设中国特色资本市场，国务院金融委对资本市场的改革发展高度关注。

4月8日，国务院金融稳定发展委员会召开第五十次会议，会议指出，要坚持“建制度、不干预、零容忍”，继续加强资本市场基础制度建设，更好保护投资者利益，促进资本市场平稳健康发展。

5月21日，国务院金融稳定发展委员会第五十一次会议要求，要维护股、债、汇市场平稳运行，严厉打击证券违法行为，严惩金融违法犯罪活动。

7月6日，国务院金融稳定发展委员会第五十三次会议提出，“健全金融风险防控处置机制，发展普惠金融、绿色金融、数字金融，建设中国特色资本市场”。

图：国务院金融委三次会议内容

■ 更好保护投资者利益，促进资本市场平稳健康发展

4月8日，国务院金融稳定发展委员会召开第五十次会议，会议指出，要坚持“建制度、不干预、零容忍”，继续加强资本市场基础制度建设，更好保护投资者利益，促进资本市场平稳健康发展。专家指出，九字方针为投资者保护工作的开展提供了强大的制度保障。

■ 严厉打击证券违法行为，严惩金融违法犯罪活动

会议要求，金融系统要坚持大局意识，坚持稳字当头，科学精准实施宏观调控，把握好度，不搞急转弯。要综合运用多种货币政策工具保持流动性合理充裕，有效防范和化解金融风险，促进经济金融良性循环。

■ 建设中国特色资本市场

专家指出，中国资本市场用三十余年时间，在改革与开放的双重动能下，已经摸索出了一条具有中国特色的资本市场发展之路。

资料来源：证券日报

观察：塑造良好市场生态 提升资本市场吸引力

对于金融委4月8日和5月21日的表态释放出对资本市场高质量发展的期待和对证券违法违规行为绝不姑息、从严打击的强烈信号，有利于维护公平、公开、公正的市场秩序，塑造良好市场生态，这也是资本市场长期制度建设必不可少的环节。

加强资本市场基础制度建设有利于坚持市场化、法治化、国际化的方向，加快构建更加成熟更加定型的资本市场基础制度体系，不断提升资本市场吸引力。

从实践中来看，随着新证券法和刑法修正案（十一）的实施，以及证券监管部门执法资源的大力投入，监管部门对资本市场违法违规行为的惩处力度显著提升，且打击由点及面，促进形成更为公开透明的资本市场生态环境。

“建制度、不干预、零容忍”九字方针，为投资者保护工作的开展提供了强大的制度保障。2021年，以注册制改革为牵引，退市新规、深交所主板中小板合并等一系列关键制度陆续出台落地，制度的适应性、包容性明显提升，优化了市场运行基础。进一步加强资本市场基础制度建设，监管部门应进一步强化中介把关责任，加快完善相关办法、规定，督促其提升履职尽责能力；推动完善行政执法、民事追偿和刑事惩戒相互衔接、互相支持的监管执法体系；加大对金融从业者的行为监管，防止违规开展业务、利益输送，甚至坐庄操纵等扰乱市场的行为发生。

当前资本市场处于注册制改革过程中，要保证其顺利推进，需要营造良好的资本市场环境，而加强打击资本市场违法违规行为是改善资本市场环境的重要手段，财务造假、操纵市场、内幕交易行为的存在，降低了资本市场的有效性，严重损害了中小投资者的利益，监管部门需要持续加大监管力度，营造出更为良性的市场环境。从严从快从重处罚是行政处罚改革的重要体现，而罚款是行政监管中相比于监管谈话、出具警示函等处罚方式更为严厉的处罚措施，加大罚款金额是提升资本市场违法违规成本的最佳行政处罚手段，对资本市场违规行为具有更加直接的威慑力。当前证监会的监管行为体现出“零容忍”的监管态度，在体制机制上加强事中事后监管，对于违规行为加强惩罚力度，从而鼓励资本市场在事前加大合规审查。

在7月6日，国务院金融委会议中提出“建设中国特色资本市场”一词也引发市场热议。中国特色资本市场特征在于着力服务实体经济，既遵国际惯例又具中国特色制度体系不断健全。中国资本市场用三十余年时间，在改革与开放的双重动能下，已经摸索出了一条具有中国特色的资本市场发展之路。

中国特色资本市场的特征在于着力服务实体经济，提倡投资者利益保护，当前，中国特色资本市场正在逐步形成。为促进中国特色资本市场发展，完善债券市场、大力发展资产管理市场和发挥金融机构作用等工作至关重要。

延伸阅读

- 《从源头管控信披质量》 经济日报 2021年5月15日
- 《加强资本市场基础制度建设 织好投资者利益“保护网”》 证券日报 2021年4月10日
- 《资本市场基础性制度建设提速 助力高质量发展》 中国证券报 2021年4月10日
- 《法治兴则市场兴》 上海证券报 2021年5月25日
- 《加快资本市场改革 推动债券市场高质量发展》 证券时报 2021年5月22日

1.2 证券监管部门政策

1.2.1 证监会主席易会满年内八次公开发声

勾勒资本市场高质量发展“施工图”

2021年，是证监会主席易会满履职的第三年，其对于资本市场深化改革、高质量发展的思考也已形成更为完善的体系。梳理易会满主席8次公开发言的主要逻辑可以发现，其核心要义在于深刻认识新时代资本市场对于服务实体经济所肩负的使命责任，以及加快推动资本市场高质量发展。

政策

图：易会满主席公开讲话汇总



资料来源：证券日报

在易会满主席的公开发言中，“注册制改革”是最为高频的词汇，在易主席看来，注册制改革是完善要素资源市场化配置体制机制的重大改革，证监会将试点注册制作为全面深化资本市场改革的头号工程。不过，试点注册制的过程中也有新情况新问题，对此，必须深刻认识资本的“双重性”，严把资本市场“入口关”；必须充分发挥各方合力，创造资本市场良好生态；必须坚持刀刃向内，推动监管系统能力全面提升。

与改革创新戮力同心的是对于违法违规行为的零容忍。7月6日，中办、国办公布《关于依法从严打击证券违法活动的意见》，易会满主席就此表示，“较长一段时间以来，由于制度建设存在短板，证券违法犯罪成本较低。上市公司财务造假和内幕交易、操纵市场等违法行为呈高发态势……随着注册制改革的逐步全面推行，在放宽前端准入的同时，对加强后端的监管执法提出了更高要求”。

同时，2021年易会满主席多次对于资本市场证券基金等主体机构提出高质量发展期望：证券公司是资本市场最重要的中介机构。30年来，证券行业与资本市场共同发展壮大，已成为我国金融体系的重要组成部分，发挥着越来越重要的作用。证券行业必须切实肩负起新责任新使命，以自身的高质量发展助力资本市场高质量发展，为经济社会发展积极贡献力量；“十四五”规划纲要对基金业的改革发展作出一系列部署。提出要健全实体经济中长期资金供给制度安排，创新直达实体经济的金融产品和服务；创新更多适应家庭财富管理需求的金融产品；更好发挥创业投资引导基金和私募股权基金作用。

除了对资本市场内部机构的谆谆期望，易会满主席还高度关注资本市场对外开放。易会满主席表示，资本市场的制度型双向开放是中国坚定不移改革开放的一个缩影。我们正按照国家新一轮高水平对外开放的统一部署，研究推出进一步扩大开放的相关举措，为境外机构和投资者参与中国资本市场提供更加公平、高效和便利的服务。

观察：注册制改革是资本市场改革全局重要着力点

从2018年11月5日至今，注册制已经过了38个月的稳步前行，目前，改革行至第三步，也是全面施行注册制的关键一步。但是，从涉及存量上市公司数量和估值、上市公司治理结构差异性、投资者适当性管理维度、中介服务覆盖能力等指标来看，这第三步不仅考验注册制改革，也在考验资本市场深改整体的改革智慧，必须“行稳”才能“致远”。

观察科创板、创业板、北交所注册制落地过程可以发现，注册制从多个方面与市场生态进行交互。在企业进入发行审核流程之初，信息披露制度对注册制的重要性就得以凸显；在问询过程中，支撑信息披露质量的其实是上市公司质量以及中介服务质量；在发行环节，注册制所秉承的市场化理念悄悄影响着新股发行估值；即便是在企业上市之后，注册制对于再融资、并购重组等行为依旧直接肩负着指挥作用。

同时，注重市场化的注册制更需要与严密的监管体系相呼应。因此，完善法治供给、依法打击违法违规等一系列资本市场基础制度建设，应时应势发生。毕竟，实现资本市场的有效监管，需要立法的支持、司法的保障以及地方政府和相关部门的配合，形成资本市场的监管合力。

机构是资本市场的重要参与者，也是注册制的践行主体之一，其高质量发展关系到资本市场发展的多个方面。而且，机构要担负的责任是多方面的，既要爱惜自己的羽翼，也要对客户、对投资者负责，还要对资本市场健康稳定发展负责。

如果让视野更为广阔，我们能够更清晰地认识到，当今世界的资本市场，你中有我、我中有你，上市公司、金融机构和投资者都是国际化的。世界主要的金融中心也都是资本市场比较发达的区域，承担着汇集全球资金、配置全球资源的枢纽功能，理应为全球投资者服务，

为跨境投融资提供便利。进入新发展阶段，中国正在贯彻新发展理念，构建新发展格局，中国资本市场也将迈入更加开放包容和高质量发展的新阶段。

延伸阅读

- 《推进注册制改革行稳致远》 经济日报 2021 年 10 月 22 日
- 《高质量发展是注册制改革的灵魂》 证券日报 2021 年 3 月 22 日
- 《压实责任 推动中介机构“穿新鞋走新路”》 证券时报 2021 年 3 月 22 日
- 《推动实体经济和资本市场良性循环》 上海证券报 2021 年 9 月 7 日
- 《“零容忍”上升至新高度 中国特色证券执法司法体系打造“升级版”》 中国证券报 2021 年 7 月 8 日

1.2.2 深交所主板与中小板合并：更好满足不同发展阶段企业的融资需求

合并深交所主板与中小板是全面深化资本市场改革的一项重要举措。合并深交所主板与中小板有利于优化深交所板块结构，形成主板与创业板各有侧重、相互补充的发展格局，更好满足不同发展阶段企业的融资需求，增强深交所的服务功能。

政策

2021 年 2 月 5 日，证监会正式批复深交所合并主板与中小板。总体安排是“两个统一、四个不变”。其中，“两个统一”是指统一主板与中小板的业务规则，统一运行监管模式；“四个不变”是指板块合并后发行上市条件不变，投资者门槛不变，交易机制不变，证券代码及简称不变。证监会将指导深交所整合主板与中小板制度规则，做好监管衔接，对发行上市、市场产品、指数名称等进行适应性调整，做好技术系统改造和测试，确保平稳落地。

2021 年 4 月 6 日，深交所主板正式与运行了 17 年的中小板合并。合并完成后，深市主板定位于支持相对成熟的企业融资发展、做优做强，发行上市门槛保持不变；创业板主要服务于成长型创新创业企业，突出“三创”“四新”。深市以主板、创业板为主体的市场格局，将为处在不同发展阶段、不同类型的企业提供融资服务，进一步提高资本市场服务实体经济能力。

观察：“两板”合并利于进一步推进资本市场存量改革

作为我国多层次资本市场体系的重要组成部分，深交所主板和中小板在扩大直接融资、服务实体经济、支持中小企业发展等方面发挥了积极作用。据了解，截至 2021 年 1 月底，深交所主板、中小板上市公司合计 1468 家，占 A 股上市公司总数的 35%，总市值 23.39 万亿元，占全市场的 29%。同时，深交所主板和中小板在发展中也暴露出一些问题，如板块同质化、主板结构长期固化等。

深交所主板和中小板的合并正是监管部门对于中国经济和资本市场发展新阶段的响应，是资本市场服务实体经济的核心路径切换，也是投融资诉求转变在多层次资本市场的投射，还是投资者专业度和可塑性在二级市场面临的“实测”。这些因素，才是本次“两板合体”的真正推手。

需要指出的是，“两板合体”的总体安排是上述“两个统一、四个不变”，并不会对相关上市公司估值产生明显影响。

一方面，深交所主板和中小板合并虽然由监管部门具体部署实施，但本质上是经济发展、资本市场职能变更的自然选择和内在要求。中小板自设立起，就定位于主板内设的板块，在

主板制度框架下运行，经过 16 年的发展，中小板上市公司总体不断发展壮大，在市值规模、业绩表现、交易特征等方面与主板趋同，坚守深交所主板与中小板的差异性的必要性已不充分。可以说，合并是顺应市场发展规律的自然选择，也是构建简明清晰市场体系的内在要求。

另一方面，在实际操作层面，深交所主板与中小板的合并是具备制度基础、认知基础、估值基础的，因此，不会对投资者的理性估值判断产生明显扰动，也不会成为上市公司估值重心变化的驱动因素。另据观察，本次合并涉及的交易所、券商的技术准备、市场解释等方面进行得也非常高效顺畅。从金融基础设施建设角度来看，这些工作不仅必要，而且对合并过程的稳定性、合并目标的达成率均有重要影响。

同时，有观点认为，深交所主板和中小板合并将为中小企业提供更为清晰有力的金融支持。我国建设多层次资本市场，并不意味着层次越多越好，而是要为企业提供直接融资的机会。合并完成后，深市主板定位于支持相对成熟的企业融资发展、做优做强；创业板主要服务于成长型创新创业企业，突出“三创”“四新”。深市以主板、创业板为主体的市场格局，将为处在不同发展阶段、不同类型的企业提供融资服务，进一步提高资本市场服务实体经济能力。总体看，资本市场对中小企业的服务功能并不会因为这次两板合并而削弱，实际上在不断增强。

延伸阅读

- 《深交所主板中小板合并会影响投资吗》 经济日报 2021 年 2 月 7 日
- 《深交所主板中小板将“合体” 对两板公司估值无明显影响》 证券日报 2021 年 2 月 8 日
- 《证监会正式批复深交所主板与中小板合并 专家：不会加速市场扩容》 中国证券报 2021 年 2 月 6 日
- 《两板合并有利于增强资本市场融资功能》 证券时报 2021 年 2 月 6 日
- 《深市主板和中小板合并是资本市场全面深改又一重大举措》 上海证券报 2021 年 2 月 8 日

1.2.3 叶飞被抓发出清晰信号：严打以市值管理之名实施操纵市场的违法行为

叶飞被抓，可以被视为打击“伪市值管理”的一面镜子。上市公司市值管理固然有必要，但不能以市值管理之名实施操纵市场、内幕交易等违法犯罪活动。对于这类违法行为的后果，上述案件的查处已给出了答案。对于上市公司而言也是一种警示：进行市值管理要走正道，走歪门邪道必然自食恶果。

政策

2021 年 9 月 24 日，证监会表示，相关人员涉嫌操纵“南岭民爆”“今创集团”“昊志机电”股票价格案取得重大进展。证监会配合公安机关开展联合行动，一举将 3 起操纵市场案件的主要涉嫌犯罪人员抓捕归案。据了解，这其中包括曾在微博上爆料某上市公司与盘方合谋进行市值管理的叶飞。

图：证监会通报“中源家居”“利通电子”等股票价格操纵案调查进展



证监会通报“中源家居”“利通电子”等股票价格操纵案调查进展

中国证监会 www.csrc.gov.cn 时间：2021-07-23 来源：证监会

为贯彻落实党中央、国务院关于依法从严打击证券违法活动的决策部署，按照“零容忍”工作方针，我会始终将恶性操纵市场作为监管执法打击的重点，不断深化与公安司法机关的工作协同，切实提高打击证券违法犯罪的整体效能。自5月16日启动对相关账户涉嫌操纵“中源家居”“利通电子”等股票价格案的调查程序以来，我会稽查部门集中力量，密切协同，抓紧开展有关案件调查工作并取得重大进展。

经查，2020年9月至2021年5月，史某等操纵团伙控制数十个证券账户，通过连续交易、对倒等违法方式拉抬“中源家居”“利通电子”股票价格，交易金额达30余亿元，相关行为已达到刑事立案追诉标准，涉嫌构成操纵市场犯罪。经调查还发现，相关金融机构个别人员涉嫌非国家工作人员受贿犯罪。我会依法将上述涉嫌违法犯罪案件及线索移送公安机关追究刑事责任。近日，我会配合公安机关开展联合行动，一举将位于广东、北京、河北等地的多名主要涉嫌犯罪人员抓捕归案，相关侦办工作已全面展开；我会将继续积极支持和配合做好相关工作。

操纵市场严重破坏市场“三公”原则，严重侵害投资者合法权益，必须予以严厉打击。针对操纵市场案发态势，证监会进一步强化线索综合分析研判，强化行政执法司法协作，坚决做到发现一起，依法从严从快从重查处一起，涉嫌犯罪的，坚决移送公安机关。下一步，证监会将坚决落实中办、国办联合发布的《关于依法从严打击证券违法活动的意见》，加强与公安机关的协作配合，用足用好《证券法》《刑法修正案（十一）》的法律授权，加快推进案件办理工作，持续净化市场生态。

资料来源：中国证监会

经查，2020年8月份至12月份，刘某烨团伙以股票配资、委托理财等方式控制数十个证券账户，涉嫌通过集中资金优势、持股优势连续买卖等手段操纵“南岭民爆”股票，非法获利数千万元；叶某在明知刘某烨等人操纵“南岭民爆”股票价格的情况下，积极提供相关帮助及建议，为操纵市场创造有利条件，并谋取非法利益。2019年以来，刘某龙团伙、颜某团伙涉嫌通过连续交易、对倒等方式，分别操纵“今创集团”“昊志机电”股票价格，涉案金额巨大。调查还发现，个别机构从业人员存在利用职务便利与操纵团伙进行利益输送的嫌疑。据悉，上述叶某即叶飞。

2021年5月13日，叶飞公开爆料A股上市公司中源家居以“市值管理”的名义找到盘方，叶飞作为中间人撮合机构接盘，但事后遭盘方赖账。在曝光相关利益链的同时，他还点名了利通电子等多家上市公司。

5月14日，对于媒体报道情况，证监会高度重视，派出机构已约谈公司及各方，并启动核查程序。5月16日，根据交易所核查情况，证监会决定对相关账户涉嫌操纵利通电子、中源家居等股票价格立案调查。7月23日，证监会表示，自5月16日启动对相关账户涉嫌操纵“中源家居”“利通电子”等股票价格案的调查程序以来，我会稽查部门集中力量，密切协同，抓紧开展有关案件调查工作并取得重大进展。

图：证监会新闻发言人就媒体报道某微博大V爆料事件答记者问



证监会新闻发言人就媒体报道某微博大V爆料事件答记者问

中国证监会 www.csrc.gov.cn 时间：2021-05-14 来源：证监会

问：近日，有媒体报道某微博大V爆料某上市公司与盘方会谈进行市值管理、“坐庄赖账”等情况，请问证监会对此有何评论？

答：对于媒体报道情况，证监会高度重视。5月13日，上交所即启动排查相关账户，并于当日下午向公司发出《监管工作函》，要求公司进行自查，并如实披露相关情况。我会派出机构已约谈公司及相关各方，并启动核查程序。

对于以市值管理之名实施操纵市场、内幕交易等行为，我们始终秉持“零容忍”态度，依法予以严肃查处，涉嫌犯罪的，及时移送公安机关。一旦发现上市公司及实控人、私募基金、公募基金等相关机构从事或参与相关违法违规活动，我会将一查到底、依法严惩，并及时向社会公布。

资料来源：中国证监会

观察：坚决抵制“伪市值管理”

上述多起操纵市场重大案件是证监会与公安机关合力查获的有组织实施操纵市场违法犯罪案件，反映了操纵团伙与配资中介、市场掮客、股市“黑嘴”等相互勾结的灰黑利益链条，是近年来证监会“零容忍”打击的重点违法类型。

对此，证监会明确表态坚决抵制“伪市值管理”：市值管理的根本宗旨是要提高上市公司质量。上市公司应当切实提高合规意识，守法经营，合规运作，在依法合规的前提下运用资本市场工具合理提升公司经营治理水平，坚决抵制“伪市值管理”。

与此同时，中国证券业协会、中国期货业协会、中国上市公司协会和中国证券投资基金业协会也作出响应，联合发布《远离伪市值管理倡议书》，向各上市公司及控股股东、实际控制人、董监高，证券基金期货经营机构及其从业人员发出九条倡议，旨在构建资本市场良好生态，保护广大投资者利益。

“伪市值管理”本质是相关企业、机构和个人相互勾结，滥用持股、资金、信息等优势进行虚假陈述、内幕交易、操纵市场，侵害投资者合法权益、扰乱市场秩序的违法犯罪行为。以市值管理之名行操纵市场、内幕交易之实，借“伪市值管理”牟取非法利益的行为，严重破坏资本市场公平秩序，严重干扰资本市场功能发挥，严重损害投资者合法权益，也不利于上市公司质量提高，是证监会长期以来严厉打击的重点。

上述多起操纵市场重大案件的查获也透露出了一个重要信号，通过打击资本市场违法活动协调工作小组的平台，证券监管机构与公安司法机关的协作机制越来越顺畅，“全覆盖监控、全链条打击、全方位追责”的综合执法体系逐步完善。在这样一个全方位监控、高效率查办、多部门协作、立体式追责的体系下，资本市场违法违规行为将无所遁形。

市场各方应当对市值管理形成正确认识，依法合规的市值管理与操纵市场等违法违规行为之间存在清晰的边界和本质的区别。对于正确把握上市公司市值管理的合法性边界，证监会提出应严守“三条红线”和“三项原则”。

“三条红线”包括：一是严禁操控上市公司信息，不得控制信息披露节奏，不得选择性信息披露、虚假信息披露，欺骗投资者；二是严禁进行内幕交易或操纵股价，牟取非法利益，扰乱资本市场“三公”秩序；三是严禁损害上市公司利益及中小投资者合法权益。

“三项原则”是指：一是主体适格。市值管理的主体必须是上市公司或者其他依法准许的适格主体，除法律法规明确授权外，控股股东、实际控制人和董监高等其他主体不得以自身名义实施市值管理。二是账户实名。直接进行证券交易的账户必须是上市公司或者依法准许的其他主体的实名账户。三是披露充分。必须按照现行规定真实、准确、完整、及时、公平地披露信息，不得操控信息，不得有抽屉协议。

延伸阅读

- 《“伪市值管理”迎来强监管》 经济日报 2021年10月4日
- 《叶飞被抓发出清晰信号》 证券日报 2021年9月25日
- 《强化“零容忍”执法震慑 严打违法违规常态化》 中国证券报 2021年9月27日
- 《起底“叶飞式”伪市值管理：上市公司重要股东参与 隐秘“马甲”挑战监管红线》 证券时报 2021年9月27日
- 《证监会会同公安机关查获多起操纵市场重大案件 市值管理须守三条红线三项原则》 上海证券报 2021年9月25日

1.2.4 北交所主要制度规则明确特色定位 2021年11月15日开市

随着北交所开市运行，有中国特色的多层次资本市场互补发展、协同发展的新局面即将开启，资本市场服务实体经济高质量发展、满足投资者多样化投资需求的空间将进一步拓展，大中小企业融通发展的势头也将加快形成。同时，也将加快与沪深交易所、区域性股权市场的互联互通，充分发挥多层次资本市场的纽带作用。

政策

2021年10月30日，证监会发布北京证券交易所发行上市、再融资、持续监管三件规章以及相关的十一件规范性文件；同时，为做好制度衔接，进一步丰富全国股转系统融资工具，配套修改了非上市公众公司监管两件规章，制定了挂牌公司定向发行可转债两件内容与格式准则。相关规章、规范性文件将于2021年11月15日起施行。

证监会于2021年9月3日、9月17日分别就上述规章和规范性文件向社会公开征求意见，并通过召开座谈会、书面征求意见等形式听取了有关方面的意见。上述规章和规范性文件，连同北京证券交易所配套制定的自律规则，共同构建起一套能够与创新型中小企业特点和成长阶段相符合的北京证券交易所制度规则体系，充分体现错位、包容、灵活、普惠的市场特点。

从规则体系看，相关规章、规范性文件、自律规则相互衔接，分别就主要制度安排、信息披露内容和自律管理要求作出规范。从规则内容看，涵盖了发行融资、信息披露、公司治理、监督管理等各个方面。从规则特点看，坚持市场化原则，突出交易所的主体责任，在法律法规及规章的基础上，充分授权北京证券交易所根据市场实际情况制定自律规则。

同日，证监会就北京证券交易所上市公司转板规则公开征求意见，明确北京证券交易所上市公司申请转板，应当已在北京证券交易所上市满一年，其在精选层挂牌时间和北京证券交易所上市时间可合并计算。

2021年11月15日，北京证券交易所揭牌暨开市仪式在京举行。北京市委书记蔡奇、

中国证监会主席易会满出席仪式，共同为北京证券交易所揭牌并鸣钟开市。

图：北交所发展进程



资料来源：证券日报

观察：打造服务创新型中小企业主阵地

深化新三板改革，设立北京证券交易所，是习近平总书记对资本市场服务构建新发展格局作出的新的重大战略部署，是落实国家创新驱动发展战略要求、支持中小企业创新发展的重要举措。

2021年10月30日，证监会发布主要制度规则明确北交所特色定位，标志着北交所开市进入倒计时。有观点认为，发行上市规则在起草过程中准确把握注册制基本内涵，在坚持以信息披露为中心的基础上，总体平移新三板精选层的制度安排。此外，发行上市规则在坚持服务创新型中小企业的市场定位，尊重他们发展规律和成长阶段的原则下，设置了更加简便、包容、精准的发行条件，构建了一套公开、透明、可预期的审核注册程序，在与沪深交易所形成错位市场格局的同时，有助于将北交所迅速打造成为服务创新型中小企业的主阵地。

在北交所的建设进程中，制度先行是必然选择。一方面，新三板精选层在创设之初，就前瞻性预留了发展接口，规则设计契合市场化、法治化理念，因此才能够与北交所注册制快速“无缝对接”；另一方面，同处于注册制维度下的科创板和创业板，在增量和存量改革中积累的经验，无疑为北交所的规则落地提供了加速动能。

11月15日，肩负“打造服务创新型中小企业主阵地”使命的北交所正式揭牌开市，这是我国资本市场改革发展的又一标志性事件，对于促进多层次资本市场高质量发展、探索具有中国特色资本市场普惠金融之路和落实创新驱动发展战略等国家战略等都具有十分重要的意义。

设立北交所，是深化资本市场对接中小企业需求的重大探索，既可以让更多企业公平享有资本市场服务、提高市场的包容性，又可以进一步畅通中小企业直接融资的路径。设立北交所，是为了把尽量多的发展有前景、创新有活力、竞争有实力的中小企业囊括进来，让他们在市场的洗炼中优胜劣汰。在新三板精选层基础上设立北交所，同时优化创新层、基础层的制度措施，既满足各层次中小企业的融资和发展需求，又可以贯通不同发展阶段、发展规模企业的晋升之路，激发企业主体创新创业的活力。

正如证监会主席易会满在开市仪式上所言：希望北京证券交易所牢记初心使命，坚持错位发展、突出特色，以试点注册制为基础，扎实推进契合中小企业特点的制度创新；推动提高上市公司质量，维护市场“三公”秩序和平稳运行，切实保护投资者合法权益；加强与新三

板创新层、基础层的有机联动,深化与沪深交易所、区域性股权市场协调发展,共同营造多层次资本市场发展的良好生态。

图:北交所开市报道



《求是》杂志发表习近平总书记重要文章《坚持用马克思主义及其中国化创新理论武装头脑》

《求是》杂志发表习近平总书记重要文章《坚持用马克思主义及其中国化创新理论武装头脑》

证监会:深化新三板改革 努力办好北交所

证监会:深化新三板改革 努力办好北交所

资料来源:证券日报、证券时报、中国证券报、上海证券报

延伸阅读

- 《服务创新型中小企业,突出“更早、更小、更新”——北京证券交易所开市起航》 经济日报 2021年11月15日
- 《北交所的“长尾逻辑”值得关注》 证券日报 2021年11月15日
- 《北交所开市渐近 携创新型中小企业开启新征程》 证券日报 2021年11月1日
- 《启航,向着星辰大海——为北京证券交易所开市贺》 中国证券报 2021年11月15日
- 《北交所,一起向未来——写在北京证券交易所开市之际》 证券时报 2021年11月15日
- 《北交所今日开市 资本市场高质量发展启新程》 上海证券报 2021年11月15日

1.2.5 全国首例证券集体诉讼案宣判 彰显监管人民性

康美药业案是资本市场史上具有开创意义的标志性案件，构建了民事、行政、刑事立体化的责任追究体系，实现了“惩首恶”的目标，有利于强化惩恶扬善、扶优限劣的鲜明导向，对虚假陈述、操纵市场等违法行为具有重要警示意义。

政策

2021年11月12日，我国首单特别代表人诉讼案——康美药业案迎来一审判决。广州市中级人民法院责令康美药业赔偿5.2万名投资者24.59亿元，标志着我国资本市场特别代表人诉讼制度成功落地实施。

根据判决，康美药业原董事长、总经理马兴田及5名直接责任人员、正中珠江会计师事务所及直接责任人员承担全部连带赔偿责任，13名相关责任人员按过错程度分别承担20%、10%、5%的连带赔偿责任。

2020年5月份，因在2016年至2018年连续3年财务造假约300亿元，康美药业被证监会作出行政处罚。2021年2月18日，证监会对负责康美药业财务审计的正中珠江会计师事务所和相关责任人员作出行政处罚及市场禁入决定。4月16日，中小投资者服务中心接受50名以上投资者委托，对康美药业启动特别代表人诉讼。

康美药业案判决中，5名独立董事承担数亿元连带赔偿责任引起市场震动，此后一周多时间里，20余家上市公司独立董事密集辞职。

观察：实现了“惩首恶”目标

康美药业案是资本市场史上具有开创意义的标志性案件，对促进我国资本市场深化改革和健康发展，切实维护投资者合法权益具有里程碑意义。

各方监管部门通过多种手段并举，构建了民事、行政、刑事立体化的责任追究体系，让康美药业案幕后实际操纵上市公司的为恶者付出沉重代价，实现了“惩首恶”的目标，有利于强化惩恶扬善、扶优限劣的鲜明导向，不断增强市场各方的敬畏之心，共同营造良好市场生态。

在国际金融论坛第十八届全球年会上，证监会副主席王建军回应了康美药业案等市场关切。王建军表示，康美药业特别代表人诉讼案的判决具有重大标志性意义：一是宣告了虚假陈述、欺诈发行违法成本过低的时代一去不复返了。二是昭示了对上市公司、中介机构的责任追究是动真招的。三是彰显了监管的人民性，彰显了我们维护投资者合法权益是严肃的、认真的。

特别代表人诉讼制度最典型的特征为“默示加入、明示退出”，是指投资者只要没有明确表示放弃索赔，即视为同意参加诉讼。这一机制能够最大限度地增加原告投资者人数，对证券违法犯罪行为形成强大的威慑力和高压态势。在这样的诉讼机制设计下，特别代表人诉讼更大的意义在于“震慑作用”。特别代表人诉讼的作用不仅仅是在民事责任上保护了因被欺诈而受损的投资者利益，更大的意义在于未来对市场参与主体形成“莫伸手、伸手必重责”的威慑作用，这对虚假陈述、操纵市场等违法行为具有重要警示意义。

对于特别代表人诉讼制度的进一步探索，市场上也有不少声音，值得思考。有观点认为，未来的“追首恶”，是否会在法理上、机制上探索直接“追首恶”，上市公司作为第二被告承担连带责任，将是一个值得进一步讨论的话题。从“追首恶”“惩首恶”角度看，目前的连带赔偿责任是分主次的，上市公司是第一被告，实际控制人作为第二被告。这种追责方式的逻辑是

因为“造假是上市公司作为独立法人从事的行为”，但产生的后果可能是上市公司在赔付过程中因为资产减少从而影响到非原告的其他股东利益。

也有观点认为，特别代表人诉讼简化了诉讼程序，带来的可能是诉讼数量和索赔金额的几何级增长。在索赔规模达到数十亿元的情况下，特别代表人诉讼对于任何上市公司都将形成重创，带来一案退市、一案破产的后果。在保护适格原告的情况下，如何合法维护现有股东的利益，也是特别代表人诉讼制度不得不面对的问题。

针对判决独立董事承担5%或10%的连带赔偿责任，也引发了市场各方的讨论。对此，王建军指出，对上市公司独立董事制度，应全面、客观看待。独立董事已成为上市公司完善治理结构、促进规范运作、保护中小投资者权益的重要一环，大部分独立董事都能恪尽职守、勤勉尽责，对提升公司治理效能发挥着重要作用，已成为上市公司治理区别于非上市公司的显著标志。

据悉，对市场各方完善独立董事制度的意见建议，中国证监会高度重视，已组织专门力量进行研究，将充分倾听各方意见，与相关部门积极沟通、推动系统完善，进一步明晰独立董事权责边界，加强履职保障、完善责任机制，支持和督促独立董事切实履行诚信勤勉义务，努力形成各方归位尽责、市场约束有效的制度环境和良好生态。

图：证监会有关部门负责人就康美药业特别代表人诉讼案作出判决答记者问



证监会有关部门负责人就康美药业特别代表人诉讼案作出判决答记者问

中国证监会 www.csrc.gov.cn 时间：2021-11-12 来源：证监会

1、问：近日，广州中院对康美药业特别代表人诉讼案依法作出一审判决。作为监管机构，如何看待这次诉讼结果？

答：康美药业证券纠纷案是我国首单特别代表人诉讼案件。康美药业公司连续3年财务造假，涉案金额巨大，持续时间长，性质特别严重，社会影响恶劣，严重损害了投资者的合法权益。作为投资者保护机构中证中小投资者服务中心响应市场呼声，依法接受投资者委托，作为代表人参加康美药业代表人诉讼，为投资者争取最大权益。

此次法院依法作出一审判决，示范意义重大，是落实新《证券法》和中央、国务院《关于依法从严打击证券违法活动的意见》的有力举措，也是资本市场史上具有开创意义的标志性案件，对促进我国资本市场深化改革和健康发展，切实维护投资者合法权益具有里程碑意义。证监会对此表示支持，并将依法监督投资者保护机构，配合人民法院做好后续相关工作。

下一步，证监会将在全国总结首单案件经验的基础上，推动完善代表人诉讼制度机制，支持投资者保护机构进一步优化案件评估、决策、实施流程，依法推进特别代表人诉讼常态化开展。

2、问：此次康美药业案如何实现“惩首恶”的目标？

答：相关各方坚决贯彻落实党中央国务院对资本市场违法犯罪行为“零容忍”的精神和要求，通过多种手段并举，构建了民事、行政、刑事立体化的责任追究体系，让康美药业案幕后实际操纵上市公司的为恶者付出沉重代价，实现了“惩首恶”的目标，有利于强化惩恶扬善、扶优限劣的鲜明导向，不断增强市场各方的敬畏之心，共同营造良好市场生态。

资料来源：中国证监会

延伸阅读

○《康美药业案发出鲜明信号》 经济日报 2021年11月16日

○《首单特别代表人诉讼案 实现“行民刑”立体化追责》 证券日报 2021年11月15日

- 《证监会：推进特别代表人诉讼常态化》 中国证券报 2021 年 11 月 13 日
- 《国内首例证券集体诉讼案宣判 *ST 康美将承担 24.59 亿赔偿责任》 证券时报 2021 年 11 月 13 日
- 《赔偿 24.59 亿元！全国首例证券集体诉讼案宣判》 上海证券报 2021 年 11 月 13 日

1.3 其他金融监管部门政策

1.3.1 “跨境理财通”业务试点正式启动 提振跨境资本市场流动性

“跨境理财通”进一步拓宽了粤港澳大湾区居民的跨境投资渠道，满足了投资者全球资产配置的需求，让投资者能选择的投资产品和投资方式更加多元化。有助于进一步加快资本市场对外开放步伐，加强国内与国际资本市场联通，逐步提升双向投资规模，为我国金融投资市场的发展提供新机遇。

政策

2021 年 9 月 10 日，粤港澳三地同时发布《粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点实施细则》，“跨境理财通”业务试点正式启动。

图：“跨境理财通”业务试点正式启动



中国人民银行
 THE PEOPLE'S BANK OF CHINA

信息公开	新闻发布	法律法规	货币政策	宏观审慎	信贷政策	金融市场	金融稳定	调查统计	银行会计	支付体系
	金融科技	人民币	经理国库	国际交往	人员招录	学术交流	征信管理	反洗钱	党建工作	工会工作
服务互动	政务公开	政策解读	公告信息	图文直播	央行研究	音频视频	市场动态	网上展厅	报告下载	报刊年鉴
	网送文告	办事大厅	在线申报	下载中心	网上调查	意见征集	金融知识	关于我们		

2021年12月10日 星期五 | 我的位置: 首页 > 沟通交流 > 新闻

粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点正式启动

字号 太 中 小

文章来源: 沟通交流

2021-09-10 16:53:41

[打印本页](#) [关闭窗口](#)

2021年9月10日下午，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、广东省人民政府、香港特别行政区政府与澳门特别行政区政府通过视频连线方式共同举办了“跨境理财通”业务试点启动仪式，粤港澳三地同时发布《粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点实施细则》。香港特别行政区行政长官林郑月娥、澳门特别行政区行政长官贺一诚、广东省省长马兴瑞、中国人民银行副行长潘功胜、国务院港澳事务办公室副主任黄柳权出席启动仪式并致辞。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、广东省人民政府、香港特别行政区政府和澳门特别行政区政府有关部门，中央金融管理部门在粤派出机构、港澳金融监管机构有关负责人及金融机构代表出席了启动仪式。

“跨境理财通”业务试点支持大湾区内地及港澳居民个人跨境投资对方银行销售的合资格投资产品，按照投资主体身份可分为“南向通”和“北向通”。“南向通”指粤港澳大湾区内地居民通过在港澳银行开立投资户，购买港澳地区银行销售的合资格投资产品；“北向通”指港澳地区居民通过在粤港澳大湾区内地银行开立投资户，购买内地银行销售的合资格投资产品。

“跨境理财通”业务试点是贯彻党中央、国务院建设粤港澳大湾区战略部署、落实《粤港澳大湾区发展规划纲要》的重要举措，对于打造粤港澳优质生活圈、推进大湾区金融市场互联互通、提升我国金融市场双向开放水平、助推香港国际金融中心建设具有重要意义。

资料来源：中国人民银行

“跨境理财通”业务试点支持大湾区内地及港澳居民个人跨境投资对方银行销售的合资格投资产品，按照投资主体身份可分为“南向通”和“北向通”。“南向通”指粤港澳大湾区内地居民通过在港澳银行开立投资户，购买港澳地区银行销售的合资格投资产品；“北向通”指港澳地区居民通过在粤港澳大湾区内地银行开立投资户，购买内地银行销售的合资格投资产品。

在额度管理方面，“北向通”跨境资金净流入额上限和“南向通”跨境资金净流出额上限均不超过“跨境理财通”业务试点总额度。目前，“跨境理财通”业务试点总额度暂定为 1500 亿元人民币。

中国人民银行副行长、国家外汇管理局局长潘功胜在启动仪式上表示，“跨境理财通”试点为大湾区内地及港澳居民个人跨境投资开辟了新的通道，将进一步便利大湾区居民享受优质金融服务，推进粤港澳三地居民生活深度融合；将进一步推动内地与港澳金融市场的互联互通，提升我国金融市场双向开放水平；将进一步为港澳金融业发展注入新的活力，助推我国香港国际金融中心的建设和发展。

图：粤港澳大湾区“跨境理财通”启动仪式



资料来源：中国人民银行

观察：进一步加快资本市场对外开放步伐

在历经了一年多的预热后，粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点于 2021 年 9 月 10 日正式启动。10 月 19 日开市即实现了跨境理财通首批业务落地。北向通和南向通业务同步开展。

从运行情况来看，在开通首月，“跨境理财通”业务规模就突破 2 亿元。据中国人民银行广州分行官网公布的数据，截至 11 月 19 日，大湾区内地九市 21 家试点银行累计开通“跨境理财通”业务相关账户 13090 个，办理资金跨境汇划 2.67 亿元人民币，参与“跨境理财通”的个人投资者累计购买投资产品 1.5 亿元。具体来看，港澳地区共 8708 人参与北向通，资

金跨境汇划金额 11902.73 万元，投资产品交易额 8925.9 万元；内地共 4382 人参与南向通，资金跨境汇划金额 14827.7 万元，投资产品交易额 6056.94 万元。

从以上数据不难看出，“北向通”的热情高于“南向通”。一方面，随着中国经济的持续增长、金融开放程度的不断加深，中国资本市场吸引力在不断增加，北向通的吸引力也在不断增加，不少潜在北向投资者也表示看好内地市场；另一方面，跨境理财通业务对南北投资者的投资需求的促进作用也在慢慢释放，随着境内居民财富的不断增长，内地投资者的全球资产配置需求也在稳步增长，南向通的参与度也会逐步提高。

从投资产品来看，南北向投资者存在偏好差异。南向通投资者较青睐存款，北向通投资者较青睐理财产品。

目前，跨境理财通产品主要为风险等级较低、相对简单的产品，但随着业务的不断开展，投资产品不断丰富，南北向投资者都有进一步实现多元资产配置的需求。在这样的背景下，一方面，更多元的资产配置需要金融服务机构与客户相互配合，对金融机构以及投资者的专业基础和学习能力也会有更高的要求，因此需要积极投入投资者教育，通过多种渠道向客户推广相关知识；另一方面，随着南向通、北向通的稳步推进，金融机构应该逐步拓宽北向通及南向通的产品范围，逐渐实现跨市场、跨币种、跨资产类别的多元投资产品供给，进一步推动投资规模的增加。

延伸阅读

- 《粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点正式启动》 新华社 2021 年 9 月 10 日
- 《“跨境理财通”试点启动 跨境贸易投资便利化再提速》 经济日报 2021 年 9 月 16 日
- 《“跨境理财通”为人民币国际化开辟新路径》 证券日报 2021 年 9 月 11 日
- 《金融机构全方位备战“跨境理财通”》 上海证券报 2021 年 9 月 11 日
- 《跨境理财通双向“引流” 金融市场增添活水源头》 证券时报 2021 年 10 月 20 日

1.3.2 中国国债正式纳入富时世界国债指数 金融市场对外开放取得新进展

中国国债已先后纳入彭博巴克莱全球综合指数和摩根大通全球新兴市场政府债券指数。加上富时世界国债指数，中国国债已成功跻身全球三大主流债券指数。这反映出国际社会对我国债券市场改革开放成果的认同，也反映了国际投资者对中国经济长期健康发展、金融持续扩大开放的信心。

政策

2021 年 10 月 29 日，富时罗素公司正式将中国国债纳入富时世界国债指数（WGBI）。中国人民银行发布公告表示，对此表示欢迎，这充分反映了国际投资者对于中国经济长期健康发展、金融持续扩大开放的信心。

图：中国人民银行公告



中国人民银行
 THE PEOPLE'S BANK OF CHINA

信息公开	新闻发布	法律法规	货币政策	宏观审慎	信贷政策	金融市场	金融稳定	调查统计	银行会计	支付体系
	金融科技	人民币	经理国库	国际交往	人员招录	学术交流	征信管理	反洗钱	党建工作	工会工作
服务互动	政务公开	政策解读	公告信息	图文直播	央行研究	音频视频	市场动态	网上展厅	报告下载	报刊年鉴
	网送文告	办事大厅	在线申报	下载中心	网上调查	意见征集	金融知识	关于我们		

2021年12月10日 星期五 | 我的位置: 首页 > 沟通交流 > 新闻

金融市场对外开放取得新进展：中国国债正式纳入富时世界国债指数

字号 太 小 中
文章来源: 沟通交流
2021-10-29 17:30:01

[打印本页](#) [关闭窗口](#)

富时罗素公司于2021年10月29日正式将中国国债纳入富时世界国债指数（WGBI）。中国人民银行对此表示欢迎，这充分反映了国际投资者对于中国经济长期健康发展、金融持续扩大开放的信心。

截至2021年9月末，国际投资者持有中国债券规模达3.9万亿元人民币。金融市场开放有利于中国实现高质量的经济增长，也有利于全球投资者分享中国经济的发展成果。

下一步，中国人民银行将继续与各方共同努力，积极完善各项政策与制度，巩固和扩大双向跨境投融资渠道，为境内外投资者提供更加友好、便利的投资环境。（完）

[打印本页](#) [关闭窗口](#)

资料来源：中国人民银行

截至2021年9月末，国际投资者持有中国债券规模达3.9万亿元人民币。金融市场开放有利于中国实现高质量的经济增长，也有利于全球投资者分享中国经济的发展成果。

中国人民银行表示，将继续与各方共同努力，积极完善各项政策与制度，巩固和扩大双向跨境投融资渠道，为境内外投资者提供更加友好、便利的投资环境。

观察：为我国债市带来持续增量资金

近年来，中国债券市场改革开放发展稳步推进。目前，我国债券市场已经发展成为全球第二大债券市场，对实体经济的支持能力明显增强，并吸引更多国际投资者踊跃配置。Wind资讯数据显示，截至2020年10月28日，中国债券市场存量规模达126万亿元。另据中央结算公司数据显示，截至9月末，境外机构债券托管面额达34941亿元。

2020年9月25日，富时罗素公司宣布中国国债将被纳入富时世界国债指数。中国人民银行副行长、国家外汇管理局局长潘功胜彼时表示，“这充分反映了国际投资者对于中国经济长期健康发展、金融持续扩大开放的信心”。2021年3月29日，富时罗素宣布决定自2021年10月29日开始将中国国债纳入富时世界国债指数。富时罗素首席执行官瓦卡斯·萨马德在公告中说，这一决定反映了富时罗素对中国市场改革巨大成就的肯定。

世界国债指数是富时罗素追踪资金量最大的旗舰指数产品，也是全球政府债券指数的标杆。中国国债加入世界国债指数，表明我国债券市场基础设施等已经满足国际化标准，能够引导国际债券配置资金进一步进入中国债券市场，为我国债券市场带来持续可观的资金流入。

此外，财政部有关负责人表示，2021年是国债恢复发行40周年，下一步，将总结经

验，加强与相关部门协调配合，继续落实外资投资境内债券市场税收优惠政策，完善风险防范机制，进一步有序推动外资参与我国债券市场，促进国债市场更高质量对外开放，打造与我国经济体量相匹配的安全高效的大国国债市场。

延伸阅读

- 《中国国债被纳入富时世界国债指数 将引入约 1500 亿美元资金》 人民日报 2020 年 9 月 25 日
- 《“入富”凸显中国经济的“钱”景和底气》 新华社 2020 年 9 月 27 日
- 《国际投资者看好中国经济发展前景》 经济日报 2021 年 3 月 31 日
- 《中国国债今日正式“入富” 增量资金有望排队入场》 证券日报 2021 年 10 月 29 日
- 《中国国债正式“入富” 金融开放再进一步》 中国证券报 2021 年 10 月 30 日

1.3.3 银保监会规范保险资金参与证券出借业务行为

进一步优化资本市场供需结构

允许保险资金参与转融通证券出借业务，不仅进一步丰富了国内融券业务的券源供给，而且可以促进保险资金通过证券出借其长期持有的股票，获得稳定的无风险收益，促进保险资产的保值增值。

政策

2021 年 12 月 3 日，为进一步深化保险资金运用市场化改革，规范保险资金参与证券出借业务行为，有效防范风险，根据《保险资金运用管理办法》（保监会令 2018 年 1 号）及相关规定，中国银保监会发布了《关于保险资金参与证券出借业务有关事项的通知》（以下简称《通知》）。

图：中国银保监会发布《关于保险资金参与证券出借业务有关事项的通知》



The screenshot shows the official website of the China Banking and Insurance Regulatory Commission (CBIRC). The header includes the commission's name in Chinese and English, along with a search bar. The main navigation bar lists various sections like 'Institution Overview', 'News', 'Policy Information', etc. The current page is titled 'China Banking and Insurance Regulatory Commission' and displays the announcement of the notice on insurance funds participating in securities lending business. The notice is dated December 3, 2021, and is categorized as 'Policy Information'. The text of the notice is visible, stating that the commission has issued the notice to further deepen the market-oriented reform of insurance fund use,规范 insurance fund participation in securities lending business, and effectively prevent risks.

资料来源：中国银保监会

《通知》共十六条，对保险机构参与证券出借业务的决策管理流程进行规范，主要包括：一是设置差异化监管标准，坚持分类监管导向。一方面限制偿付能力、资产负债管理能力等未达标的保险机构参与证券出借业务，另一方面引导保险机构加强交易对手管理，根据业务模式、风险程度的差异，设定不同的交易对手标准，切实防范信用风险。二是强化审慎经营理念，建立资产担保机制。对无中央对手方的证券出借业务，要求证券借入方提供担保，规定担保物类型及担保比例下限，强调担保比例持续达标，增强资产安全性。三是加强合规管理要求，压实机构主体责任。明确保险机构参与证券出借业务在会计处理上不终止确认、在保险资金运用比例监管上不放松要求，压实保险机构在经营决策、交易对手管理、资产担保、资产托管、合规管理、风险管理、关联交易等方面的主体责任。

观察：优化资本市场供需结构

证券出借业务是境内外资本市场提高二级市场流动性的常见交易制度，发展较为成熟。截至 2020 年末，全球证券借贷业务存量规模已达 2.3 万亿欧元。

在境内市场，债券出借和转融通证券出借业务发展较为迅速，截至 2021 年 9 月末，境内债券借贷规模 8041 亿元，境内转融通出借余额 1692 亿元，社保基金、商业银行、证券公司、公募基金等市场主体均已获准参与。保险资金作为资本市场重要参与者，债券、股票等证券资产持有期限较长、存量规模较大，具有盘活存量资产、提升投资收益的需求。

市场普遍认为，允许险资参与证券出借业务，一方面丰富了保险资金的运用方式，有助于盘活保险资金长期持有的存量资产，增厚投资组合收益；另一方面有助于发挥保险资金资本市场机构投资者作用，对于优化资本市场供需结构，提升市场流动性和活跃度具有积极意义。

保险资金参与证券出借业务，利好证券市场及市场参与主体。对证券市场而言，有助于扩容融券券源供给，提升二级市场流动效率和定价能力，抑制市场投机行为，建立健全市场多空机制；对保险机构而言，有助于盘活保险资金长期持有的存量资产，增厚保险资金整体收益；对证券公司而言，险资参与出借丰富了证券公司与保险公司的合作点，有助于二者构建更为良性、双向增益的生态模式；对市场投资者而言，券源的逐步增加有助于丰富交易策略，日臻完善的市场定价机制促进投资者坚定长期价值投资理念。

延伸阅读

- 《银保监会规范保险资金参与证券出借业务行为》 新华社 2021 年 12 月 5 日
- 《拓宽险资投资范围正当时》 经济日报 2021 年 12 月 13 日
- 《银保监会规范保险资金参与证券出借业务行为 更好优化资本市场供需结构》 证券日报 2021 年 12 月 3 日
- 《资本市场迎新政 险资获准参与证券出借业务》 上海证券报 2021 年 12 月 4 日
- 《保险资金参与证券出借业务规则出台》 中国证券报 2021 年 12 月 4 日

1.4 国务院部委重要政策

1.4.1 首批 9 只基础设施 REITs 挂牌上市 增强资本市场服务实体经济能力

基础设施 REITs 有助于基础设施市场化运行，提高运营管理效率；有助于实现基础设施的高质量发展，并为 5G、云计算、大数据中心等新型基础设施建设提供融资支持。通过

REITs 方式不仅可以集合更多社会资本，有助于调动各方资源，推动新基建发展的同时防止局部领域垄断发生，而且也可防范资本的过度集中，促进良性发展。

政策

2021 年 7 月 2 日，国家发改委发布《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点工作的通知》（下称《通知》），从试点区域、资产范围等多个层面对公募 REITs 范围进行扩容，并进一步明确项目申报等具体要求，细化完善政策规定。

公募 REITs 是指面向个人和机构投资者发行受益凭证，主要投资于不动产（包括基础设施、租赁住房、商业物业等），并将不动产资产或权益让渡给投资人的公开上市交易的标准化金融产品。

从试点区域看，从此前的重点区域扩大至全国各地区。重点支持位于京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设、长三角一体化发展、海南全面深化改革开放、黄河流域生态保护和高质量发展等国家重大战略区域，符合“十四五”有关战略规划和实施方案要求的基础设施项目。

从行业范围看，行业扩大至交通基础设施、能源基础设施、市政基础设施、生态环保基础设施、仓储物流基础设施、园区基础设施、新型基础设施、保障性租赁住房、探索在其他基础设施领域开展试点。

观察：盘活存量资产 丰富资本市场投融资工具

公募 REITs 试点是中国资本市场的重大改革创新，将成为资产配置领域“蓝海”，有利于盘活存量资产，丰富资本市场投融资工具，完善储蓄投资转化机制，提高直接融资比重，为居民提升财产性收入提供高质量的大类资产，有利于更好发挥资本市场的枢纽作用、提升服务实体经济能力。

自 2020 年起，国家发改委、证监会、沪深交易所等监管机构相继发布一系列指导意见和规章制度，搭建起完整的公募 REITs 制度体系。2021 年 6 月 21 日，首批 9 只基础设施 REITs 产品在沪深交易所挂牌上市，标志着中国基础设施 REITs 市场正式建立。随后公募 REITs 迎来扩容，12 月 14 日，华夏越秀高速 REIT 在深交所上市，12 月 17 日，建信中关村 REIT 上市交易，至此，基础设施 REITs 产品扩容至 11 只。

从产品获批、发行、询价到上市，从第一批到第二批，公募 REITs 可谓场场“火爆”。据统计，首批 9 个项目发售基金规模 314 亿元，扣除偿还债务、缴纳税费、按规则回购份额后，用于新增投资的净回收资金约 149 亿元。机构投资者与公众投资者对公募 REITs 产品的参与热情高，9 只产品均触发超额配售。

从公募 REITs 上市表现来看，市场认可度较高，投资者认购活跃，市场运行平稳。截至 12 月 17 日，11 只公募 REITs 产品全部实现正收益，平均涨幅 27.6%，其中 5 只产品涨幅超过 30%，最高的一只产品累计涨幅 44.24%。

公募 REITs 市场火爆源于三个方面的原因：一是公募 REITs 的系列制度设计为二级市场的稳健运行提供了保障。例如公募 REITs 强分红属性保障了投资者收益的稳定；做市商机制有效提高了二级市场的流动性，平稳了交易价格等。二是目前公募 REITs 仅 11 只，属于稀缺的投资品种，产品市场表现良好，吸引到更多投资者入场，尤其是机构投资者参与热情持续高涨。三是公募 REITs 准入门槛较高，试点项目资产较优，长期回报率可观，长期来看发展前景广阔。

不过，投资者在追求收益的同时，也应该注意 REITs 存在的风险。投资者应该充分了

解公募 REITs 产品结构和风险收益特征，理性看待其二级市场价格波动，不要盲目跟风炒作。

展望未来，“十四五”规划纲要要求“推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）健康发展”。随着试点的有序推进，相关制度性、配套规则逐步完善和保险、银行、养老金、企业年金等机构投资者不断加入，我国公募 REITs 将获得长足发展。

延伸阅读

- 《拓宽基础设施融资渠道》 人民日报 2021 年 7 月 12 日
- 《投得起、退得出 公募 REITs 让基础设施“活”起来》 新华社 2021 年 6 月 21 日
- 《公募 REITs 为何受欢迎》 经济日报 2021 年 12 月 1 日
- 《公募 REITs 不适合 A 股市场 IPO 中常见的“炒新”》 证券日报 2021 年 6 月 21 日
- 《首批公募 REITs 上市 专家建议理性看待投资价值》 中国证券报 2021 年 6 月 21 日

2. 市场观察

2.1 A股市场股票发行情况

2019年科创板在上交所开市意味着注册制试点正式落地，2020年深交所创业板开启注册制试点。2021年中央经济工作会议明确指出“全面实行股票发行注册制”，为明年资本市场改革指明了方向。

股票发行注册制改革具有三大重大意义：首先，资本市场在高质量发展中发挥更重要的作用，加快资本要素市场化配置的地位和改革力度。其次，注册制改革有利于激发科技创新，促进技术要素与资本要素结合发展，促进资本市场对于科技的支持力度。最后，拓宽上市标准和以民营企业、中小企业为代表的上市来源。我国股票市场发轫于国企脱困，注册制改革有助于民营企业、中小企业等市场主体参与资本市场。

2.1.1 注册制

2.1.1.1 2021年上市企业情况分析

图：注册制推进进度



资料来源：证券日报

2018年11月5日，科创板试点注册制启动，注册制改革取得实质进展，2019年7月22日，科创板首批公司上市，2020年8月24日，创业板实行注册制迎来首批上市企业。

中国证监会主席易会满在“2021金融街论坛年会”上发表主题演讲，易会满表示，注册制改革是完善要素资源市场化配置机制的重大改革，也是发展直接融资特别是股权融资的关键举措。设立科创板并试点注册制以来，证监会将试点注册制作为全面深化资本市场改革的头号工程，坚持稳中求进，主动加强与有关方面和市场各方的沟通协作，科创板、创业板试点注册制相继成功落地，取得了重要阶段性成果。

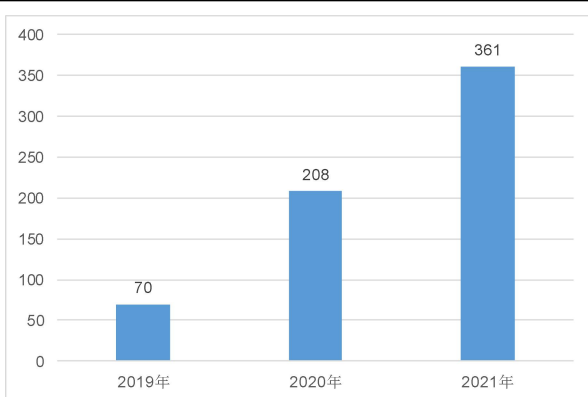
2021年9月2日晚，习近平总书记在2021年中国国际服务贸易交易会全球服务贸易峰会上的致辞中宣布，将继续支持中小企业创新发展，深化新三板改革，设立北京证券交易所，打造服务创新型中小企业主阵地。

证监会表示，深化新三板改革，设立北京证券交易所，是实施国家创新驱动发展战略、持续培育发展新动能的重要举措，也是深化金融供给侧结构性改革、完善多层次资本市场体系的重要内容，对于更好发挥资本市场功能作用、促进科技与资本融合、支持中小企业创新发展具有重要意义。

2021年11月15日，北京证券交易所正式开市，试点证券发行注册制。

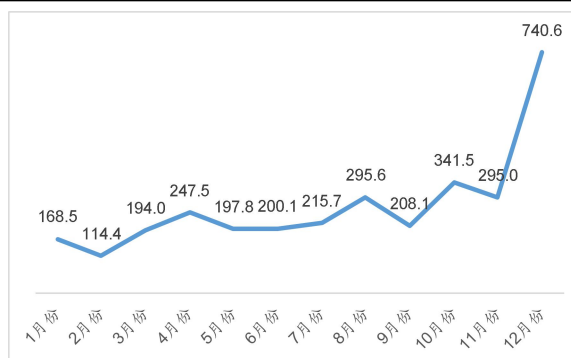
中航证券首席经济学家董忠云表示，通过注册制改革，更多的创新创业企业能够借助资本市场投融资来加快发展步伐，这对加快我国传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合，提升我国科技创新能力，助力我国在复杂多变的国际局势中实现更加安全与高质量的发展具有重要意义。

图：注册制以来每年注册上市公司家数



资料来源：同花顺，证券日报

图：2021年每月募集资金情况（亿元）



资料来源：同花顺，证券日报

自从2019年科创板实行注册制以来，从上面每年上市公司家数图中可以看出，近三年上市公司家数出现了较大的增长，2019年、2020年、2021年分别为70家、208家、361家，每年均同比增加超100家上市公司，由此也可以看出，推行注册制对于吸引企业上市的作用也逐渐凸显。

随着注册制改革的推进，2021年，A股市场总共有361家公司在相关板块上市，根据同花顺数据，实际募集资金合计为3219.03亿元，从上图中可以看出，每个月首发实际募集资金均在百亿元以上，有8个月份的首发实际募集资金都超过了200亿元，12月份的首发募集资金位居首位，为740.62亿元，其次是10月份和8月份，分别为341.55亿元和295.63亿元。

从下面的表中可以看出，排名前50的公司首发实际募集资金均在14.68亿元以上，实际募集资金排名前五的公司分别是百济神州、和辉光电、时代电气、大全能源、禾迈股份。

表：首发实际募集资金额前50家新上市公司一览

证券代码	证券名称	首发上市日期	上市首日涨幅(%)	上市首月涨幅(%)	首发实际募集资金(亿元)	所属申万一级行业
688235.SH	百济神州	2021-12-15	-16.42	0.00	216.30	医药生物
688538.SH	和辉光电	2021-05-28	58.49	46.42	80.02	电子
688187.SH	时代电气	2021-09-07	83.24	61.57	74.43	机械设备

688303.SH	大全能源	2021-07-22	184.36	199.21	60.67	电力设备
688032.SH	禾迈股份	2021-12-20	29.98	0.00	54.06	电力设备
688819.SH	天能股份	2021-01-18	47.12	13.42	47.30	电力设备
301047.SZ	义翘神州	2021-08-16	68.41	45.27	47.24	医药生物
301177.SZ	迪阿股份	2021-12-15	41.18	0.00	44.44	纺织服饰
688739.SH	成大生物	2021-10-28	-27.27	-28.36	43.41	医药生物
688425.SH	铁建重工	2021-06-22	186.41	96.17	41.61	机械设备
688232.SH	新点软件	2021-11-17	-4.50	-13.49	38.27	计算机
300979.SZ	华利集团	2021-04-26	201.02	188.26	36.63	纺织服饰
301087.SZ	可孚医疗	2021-10-25	-4.43	-3.78	35.27	医药生物
688728.SH	格科微	2021-08-18	145.13	111.82	35.08	电子
688082.SH	盛美上海	2021-11-18	52.65	48.82	34.81	电子
301155.SZ	海力风电	2021-11-24	175.31	95.85	31.05	电力设备
688110.SH	东芯股份	2021-12-10	54.90	0.00	30.64	电子
688798.SH	艾为电子	2021-08-16	240.56	196.46	30.35	电子
300957.SZ	贝泰妮	2021-03-25	244.01	373.25	28.84	美容护理
688151.SH	华强科技	2021-12-06	24.25	0.00	28.12	国防军工
688660.SH	电气风电	2021-05-19	115.99	59.93	27.99	电力设备
688211.SH	中科微至	2021-10-26	-12.63	-11.90	27.49	机械设备
688779.SH	长远锂科	2021-08-11	310.09	429.20	26.47	电力设备
688553.SH	汇宇制药	2021-10-26	1.90	-9.80	23.61	医药生物
301090.SZ	华润材料	2021-10-26	81.53	39.90	22.90	基础化工
300983.SZ	尤安设计	2021-04-20	7.67	-20.47	22.67	建筑装饰
688083.SH	中望软件	2021-03-11	171.76	202.47	21.79	计算机
688105.SH	诺唯赞	2021-11-15	55.18	88.85	21.09	医药生物
688772.SH	珠海冠宇	2021-10-15	133.19	281.36	21.04	电力设备
301080.SZ	百普赛斯	2021-10-18	50.06	85.24	20.94	医药生物
300976.SZ	达瑞电子	2021-04-19	37.50	11.49	20.38	电子
688192.SH	迪哲医药	2021-12-10	-21.83	0.00	19.87	医药生物
688183.SH	生益电子	2021-02-25	72.62	27.62	19.75	电子
688317.SH	之江生物	2021-01-18	73.25	57.64	19.42	医药生物
300981.SZ	中红医疗	2021-04-27	148.82	138.22	18.96	医药生物
301051.SZ	信濠光电	2021-08-27	38.69	9.49	18.95	电子
301096.SZ	百诚医药	2021-12-20	26.98	0.00	18.63	医药生物
688280.SH	精进电动	2021-10-27	28.45	54.43	18.55	汽车
688230.SH	芯导科技	2021-12-01	39.92	6.00	18.30	电子
301093.SZ	华兰股份	2021-11-01	-10.09	-7.37	18.04	医药生物
301189.SZ	奥尼电子	2021-12-28	-12.07	0.00	18.01	电子
301088.SZ	戎美股份	2021-10-28	-13.18	-18.40	17.33	纺织服饰
688606.SH	奥泰生物	2021-03-25	30.13	20.87	16.43	医药生物
688167.SH	炬光科技	2021-12-24	145.14	0.00	16.33	机械设备

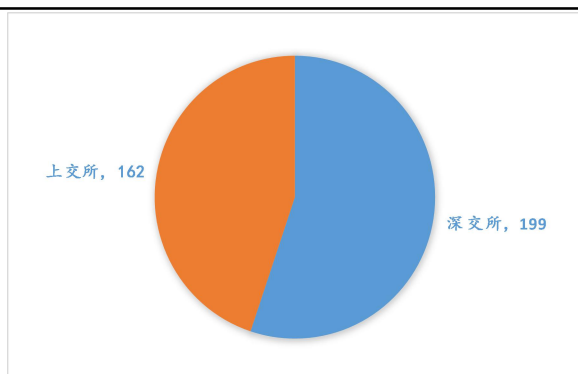
301166.SZ	优宁维	2021-12-28	22.05	0.00	15.96	医药生物
301039.SZ	中集车辆	2021-07-08	128.88	62.93	15.84	汽车
688696.SH	极米科技	2021-03-03	296.33	256.69	15.62	家用电器
301221.SZ	光庭信息	2021-12-22	25.94	0.00	14.79	汽车
688162.SH	巨一科技	2021-11-10	94.57	136.96	14.77	汽车
688265.SH	南模生物	2021-12-28	-18.02	0.00	14.68	医药生物

资料来源：同花顺，证券日报

从下图可以看出，不同交易所迎来注册制新成员的数量也不一，深交所创业板迎来 199 家公司，家数最多，上交所科创板分别有 162 家。

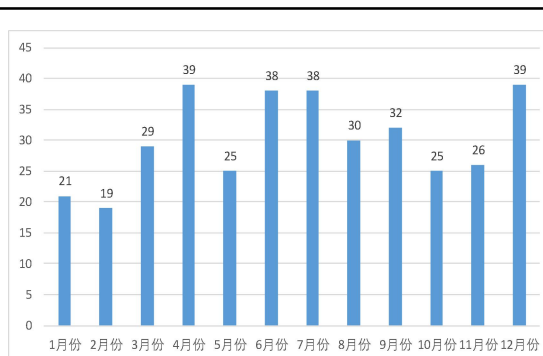
中金公司首席策略师王汉锋表示，创业板不断迭代优化全方位制度安排，依托我国经济结构战略性调整和转型升级的历史机遇，在中国金融与资本市场发展壮大与开放的进程中稳步成长，在服务双创企业、服务国内外投资者、支持经济结构调整及转型升级方面，取得了显著成绩。

图：两大证券交易所上市公司家数情况（家）



资料来源：同花顺，证券日报

图：每月上市公司家数情况（家）

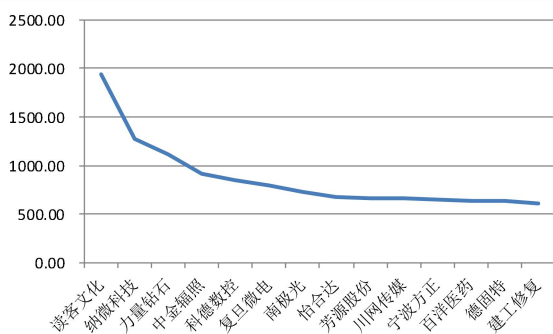


资料来源：同花顺，证券日报

从上市月份来看，平均每个月有 30 家企业上市。从上图可以看出，不同月份上市公司的家数也存在显著的差距，最大差距有 20 家，此外，4 月份、12 月份、6 月份、7 月份等 4 个月份上市家数位居前四，分别有 39 家、39 家、38 家、38 家。

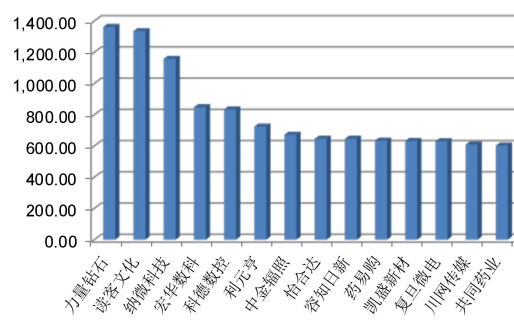
2.1.1.2 市场行情

图：注册制新股上市首日涨幅超 600% 个股



资料来源：同花顺，证券日报

图：注册制新股上市首月涨幅超 600% 个股



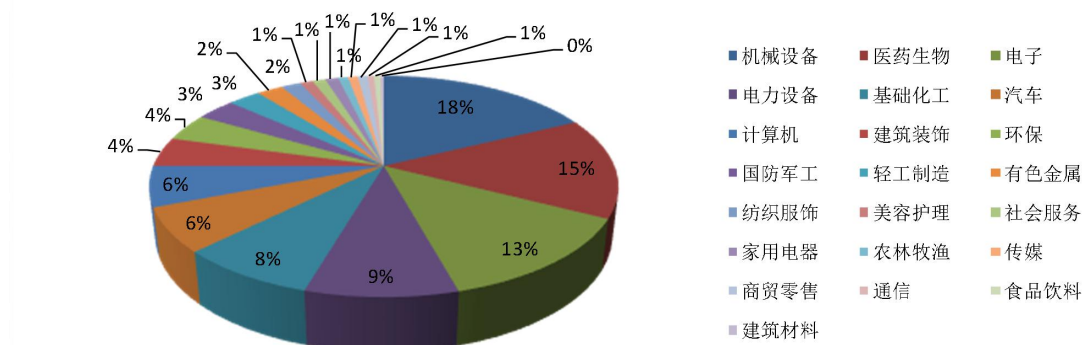
资料来源：同花顺，证券日报

2021 年 A 股市场总计有 361 家公司在两大证券交易所按照注册制制度实现上市，其中，有 345 家公司上市首日股价实现上涨，占比 95.57%。从个股的市场表现来看，包括读客文化、纳微科技和力量钻石在内的 3 只个股涨幅均超过 1000%，分别为 1942.58%、1273.98% 和 1112.42%；包括中金辐照（920.59%）、科德数控（853.04%）、复旦微电（797.27%）、南极光（730.96%）、怡合达（676.52%）等在内的 70 只个股的上涨幅度虽然未达到 1000%，但也超过了 300%；包括振华新材（299.74%）、利和兴（297.36%）、金钟股份（297.28%）、极米科技（296.33%）、创益通（295.79%）等在内的 165 只个股的上涨幅度虽然未达到 300%，但股价也实现了翻番。

再看注册制上市公司上市首月的市场表现，共有 309 只个股上市首月股价实现上涨，占比 85.60%。从个股的市场表现来看，包括力量钻石（1362.17%）、读客文化（1335.48%）、纳微科技（1157.74%）等在内的 3 只个股首月涨幅均超过 1000%；包括宏华数科（847.75%）、科德数控（833.64%）、利元亨（723.68%）、中金辐照（671.76%）、怡合达（646.11%）等在内的 55 只个股的涨幅虽不超过 1000%，但也超过 300%。

2.1.1.3 注册制上市公司行业分布

图：注册制上市公司申万一级行业分布图

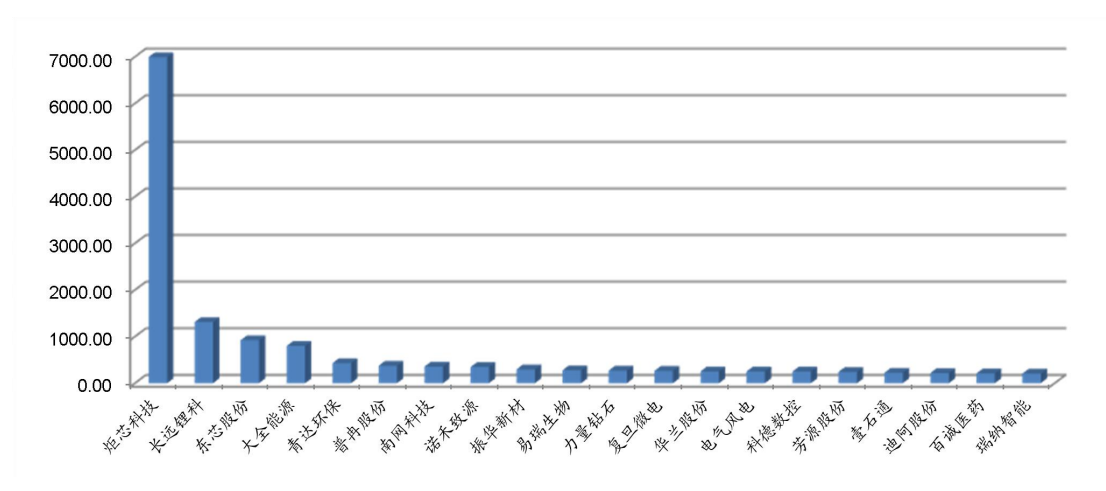


资料来源：同花顺，证券日报

从行业分布角度看，361 家以注册制上市的公司广泛分布于 22 个申万一级行业。进一步梳理发现，机械设备、医药生物和电子行业等三大行业的上市公司数量居于前三位，分别有 63 家、55 家和 48 家；包括电力设备、基础化工、汽车、计算机、建筑装饰、环保、国防军工和轻工制造等 8 个行业在内的上市公司数量也达到或者超过 10 家，分别为 33 家、30 家、22 家、19 家、15 家、14 家和 10 家。

2.1.1.4 业绩状况

图：注册制上市公司 2021 年前三季度净利润同比增长超 200% 个股



资料来源：同花顺，证券日报

在 361 家以注册制为背景的上市公司中，2021 年前三季度，有 247 家公司净利润实现同比增长，占比 68.42%。其中，炬芯科技和长远锂科前三季度净利润同比大增 6996.48% 和 1312.21%；包括东芯股份、大全能源、青达环保、普冉股份、南网科技、诺禾致源、振华新材、易瑞生物、力量钻石、复旦微电等在内的 53 只个股前三季度净利润同比增长幅度虽不及 1000%，但也超过 100%。

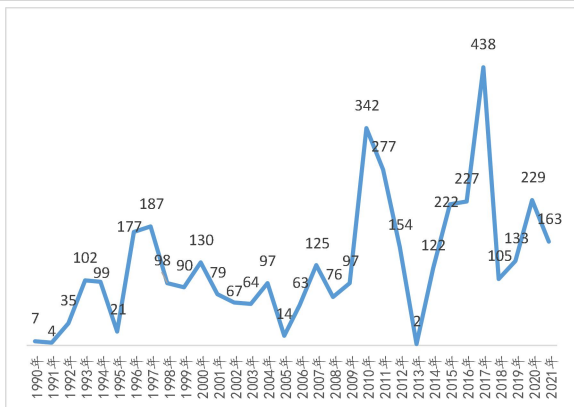
延伸阅读

- 《未来五年，注册制稳步向全市场推进将带来什么？》 新华社 2021 年 3 月 25 日
- 《注册制改革释放制度活力》 经济日报 2021 年 11 月 28 日
- 《推进注册制改革行稳致远》 经济日报 2021 年 10 月 22 日
- 《“全面注册制”提速 资本市场提升要素配置效能》 证券日报 2021 年 12 月 13 日
- 《注册制改革释放活力 市场生态焕新颜》 中国证券报 2021 年 11 月 10 日

2.1.2 核准制

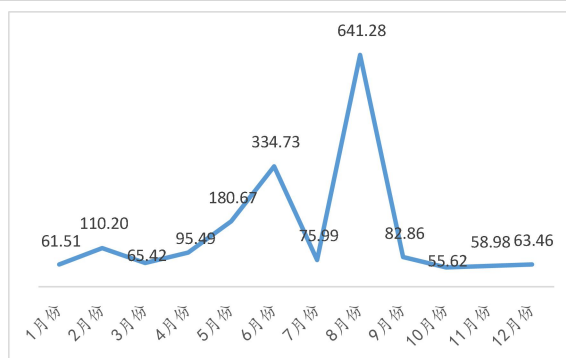
2.1.2.1 2021 年上市企业概况

图：核准制下每年上市公司家数（家）



资料来源：同花顺，证券日报

图：2021年每月募集资金情况（亿元）



资料来源：同花顺，证券日报

从上图可以看出，自从1990年以来，在核准制背景下，每年上市公司家数的差距非常明显，2017年、2010年、2011年上市公司家数居前三，分别有438家、342家、277家。2021年，有163家公司上市。

从实际募集资金来看，2021年，A股市场总共有163家公司在相关板块上市，实际募集资金合计为1826.19亿元，从上面每个月份上市公司家数情况图中可以看出，每个月首发实际募集资金均在55亿元以上，其中，8月份、6月份、5月份、2月份首发实际募集资金居前三，分别是631.54亿元、334.73亿元、180.67亿元、110.20亿元，其他月份都低于百亿元。

从下面的表中可以看出，排名前50的公司首发实际募集资金均在6.9亿元以上，实际募集资金排名前五的公司分别是中国电信、三峡能源、沪农商行、维远股份、重庆银行。

表：2021年首发实际募集资金额前50家公司一览

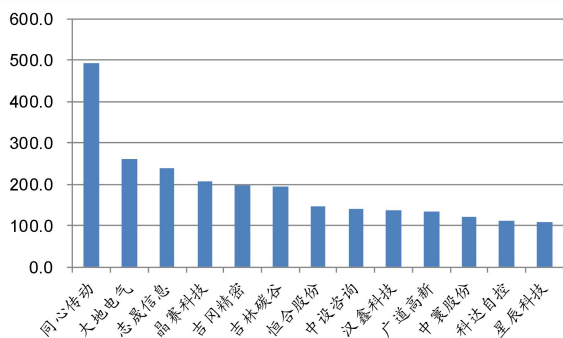
证券代码	证券名称	首发上市日期	上市首日涨幅（%）	上市首月涨幅（%）	首发实际募集资金（亿元）	所属申万一级行业
601728.SH	中国电信	2021-08-20	34.88	0.00	475.16	通信
600905.SH	三峡能源	2021-06-10	44.15	162.64	225.00	公用事业
601825.SH	沪农商行	2021-08-19	20.22	-15.06	85.29	银行
600955.SH	维远股份	2021-09-15	44.01	51.93	38.80	基础化工
601963.SH	重庆银行	2021-02-05	44.04	18.28	37.05	银行
605090.SH	九丰能源	2021-05-25	24.53	-2.17	26.77	公用事业
605507.SH	国邦医药	2021-08-02	44.00	-8.26	26.45	医药生物
600927.SH	永安期货	2021-12-23	44.02	0.00	25.07	非银金融
601665.SH	齐鲁银行	2021-06-18	44.03	46.46	24.16	银行
601156.SH	东航物流	2021-06-09	44.01	41.34	24.06	交通运输
601921.SH	浙版传媒	2021-07-23	43.97	1.36	22.07	传媒
605296.SH	神农集团	2021-05-28	12.91	-9.24	20.91	农林牧渔
605589.SH	圣泉集团	2021-08-10	43.98	64.06	18.40	基础化工
001203.SZ	大中矿业	2021-05-10	43.99	140.42	18.15	钢铁
600906.SH	财达证券	2021-05-07	43.88	304.26	18.15	非银金融

001201.SZ	东瑞股份	2021-04-28	44.00	-6.82	18.10	农林牧渔
605499.SH	东鹏饮料	2021-05-27	44.00	407.89	17.32	食品饮料
001213.SZ	中铁特货	2021-09-08	43.94	54.55	17.28	交通运输
603529.SH	爱玛科技	2021-06-15	44.01	87.08	16.81	汽车
603071.SH	物产环能	2021-12-16	43.97	0.00	14.88	公用事业
605555.SH	德昌股份	2021-10-21	29.74	41.95	14.87	家用电器
600935.SH	华塑股份	2021-11-26	43.91	95.94	14.02	基础化工
605077.SH	华康股份	2021-02-09	44.01	56.90	13.75	基础化工
605117.SH	德业股份	2021-04-20	44.01	107.39	13.31	家用电器
605122.SH	四方新材	2021-03-10	32.88	9.51	12.35	建筑材料
601528.SH	瑞丰银行	2021-06-25	43.97	42.00	11.82	银行
003035.SZ	南网能源	2021-01-19	44.29	378.57	10.44	公用事业
605339.SH	南侨食品	2021-05-18	43.99	185.57	9.91	食品饮料
001206.SZ	依依股份	2021-05-18	43.99	56.12	9.75	美容护理
605566.SH	福莱蒾特	2021-10-25	24.81	-3.07	9.74	基础化工
605305.SH	中际联合	2021-05-06	43.99	48.47	9.69	机械设备
001218.SZ	丽臣实业	2021-10-15	43.99	-2.46	9.37	基础化工
603230.SH	内蒙新华	2021-12-24	44.04	0.00	9.13	传媒
605389.SH	长龄液压	2021-03-22	44.01	63.07	8.95	机械设备
605368.SH	蓝天燃气	2021-01-29	43.98	-3.68	8.67	公用事业
605060.SH	联德股份	2021-03-01	44.00	14.18	8.61	机械设备
603216.SH	梦天家居	2021-12-15	44.01	0.00	8.42	轻工制造
600916.SH	中国黄金	2021-02-05	44.09	218.44	8.31	纺织服饰
603759.SH	海天股份	2021-03-26	43.98	127.39	8.01	环保
603836.SH	海程邦达	2021-05-26	44.00	35.57	7.84	交通运输
605081.SH	太和水	2021-02-09	34.23	4.73	7.78	环保
605365.SH	立达信	2021-07-20	44.02	30.70	7.71	家用电器
603511.SH	爱慕股份	2021-05-31	44.02	57.22	7.61	纺织服饰
001217.SZ	华尔泰	2021-09-29	43.98	82.22	7.61	基础化工
605133.SH	嵘泰股份	2021-02-24	44.00	21.48	7.48	汽车
605080.SH	浙江自然	2021-05-06	44.00	50.99	7.25	轻工制造
605599.SH	莱百股份	2021-09-09	44.00	30.40	7.23	纺织服饰
605287.SH	德才股份	2021-07-06	44.01	-3.42	7.11	建筑装饰
600032.SH	浙江新能	2021-05-25	43.87	268.66	6.91	公用事业
605337.SH	李子园	2021-02-08	44.01	49.50	6.91	食品饮料

资料来源：同花顺，证券日报

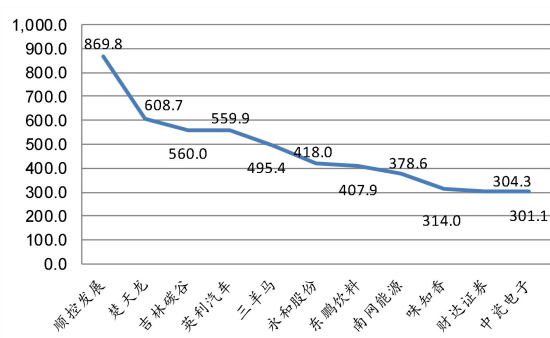
2.1.2.2 市场行情

图：核准制新股上市首日涨幅超 100% 个股



资料来源：同花顺，证券日报

图：核准制新股上市首月涨幅超 300% 个股



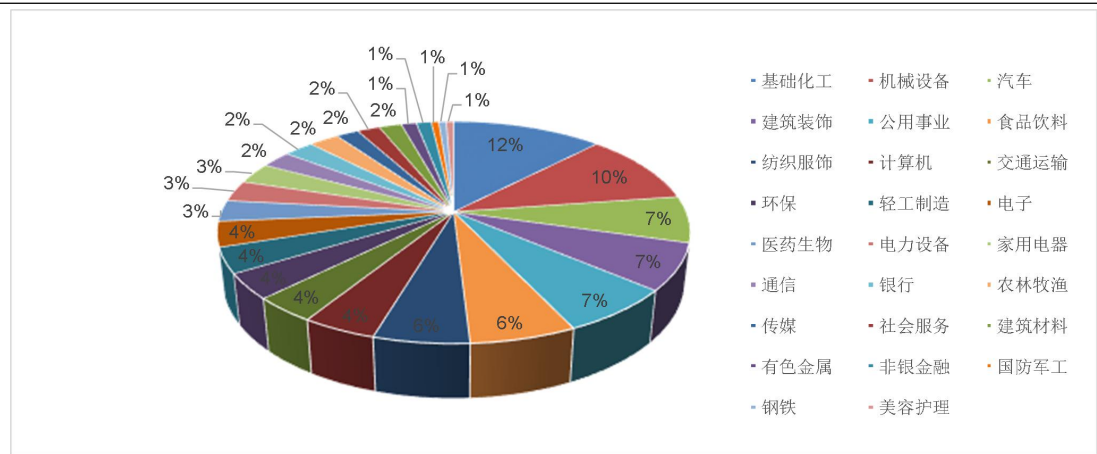
资料来源：同花顺，证券日报

上市首日涨幅是反映一只股票市场关注度的重要指标。2021 年，A 股市场总计有 163 家公司按照核准制上市，其中共有 153 家公司上市首日股价实现上涨，占比达到 93.87%。从个股的市场表现来看，包括同心传动（493.67%）、大地电气（261.75%）、志晟信息（238.97%）、晶赛科技（208.57%）、吉冈精密（196.76%）等在内的 13 只个股涨幅均超过 100%；包括广脉科技（87.76%）、禾昌聚合（81.80%）、国义招标（60.32%）、汇绿生态（53.96%）、海希通讯（53.56%）、驱动力（51.60%）等在内的 6 只个股涨幅虽未达到 100%，但也超过 50%。

再看核准制上市公司上市首月的市场行情，163 家核准制公司上市公司首月共有 105 家实现上涨，占比达到 86.70%。个股方面，顺控发展（869.80%）、楚天龙（608.66%）、吉林碳谷（560.00%）、英利汽车（559.90%）涨幅均超过 500%；包括三羊马、永和股份、东鹏饮料、南网能源、味知香、财达证券、中瓷电子、镇洋发展、千味央厨、浙江新能等在内的 43 只个股股价涨幅虽不及 500%，但也实现翻番。

2.1.2.3 核准制公司行业分布情况

图：核准制上市公司申万一级行业分布图

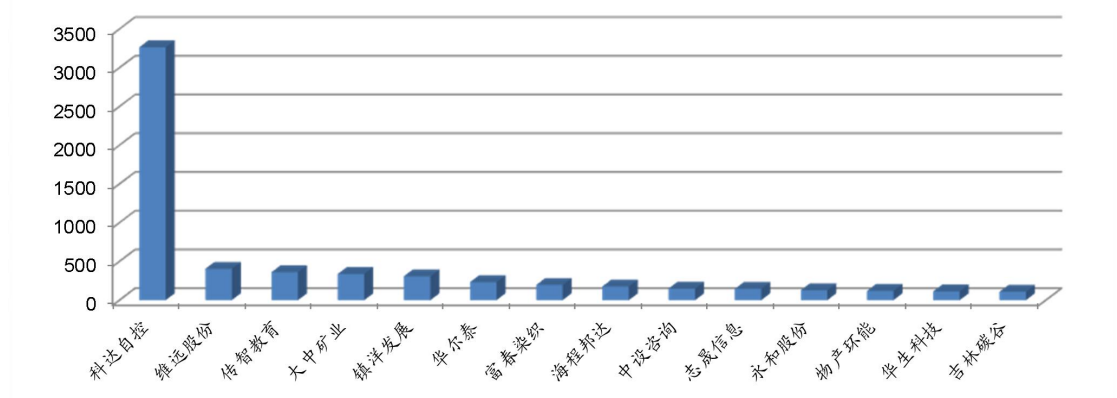


资料来源：同花顺，证券日报

从行业分布角度看，163 家以核准制上市的公司分布于 26 个申万一级行业。进一步梳理发现，基础化工、机械设备、汽车、建筑装饰和公用事业五大行业的上市公司数量居于前四位，分别有 20 家、17 家、11 家、11 家和 11 家；包括食品饮料、纺织服装、计算机、交通运输、环保、轻工制造、电子等七个行业在内的上市公司数量也达到或超过 6 家，分别为 10 家、9 家、7 家、6 家、6 家、6 家、6 家。

2.1.2.4 公司业绩

图：核准制上市公司 2021 年前三季度净利润同比增长超 100% 个股



资料来源：同花顺，证券日报

业绩是上市公司股价上涨的重要支撑。在前述 163 家核准制为背景的上市公司中，2021 年前三季度，有 105 家公司净利润实现同比增长，占比 64.42%。其中，科达自控前三季度净利润同比大增 3264.71%；包括维远股份、传智教育、大中矿业、镇洋发展、华尔泰、富春染织、海程邦达、中设咨询、志晟信息、永和股份、物产环能、华生科技、吉林碳谷等在内的 13 只个股前三季度净利润同比增长率虽不及 1000%，但也超过 100%。

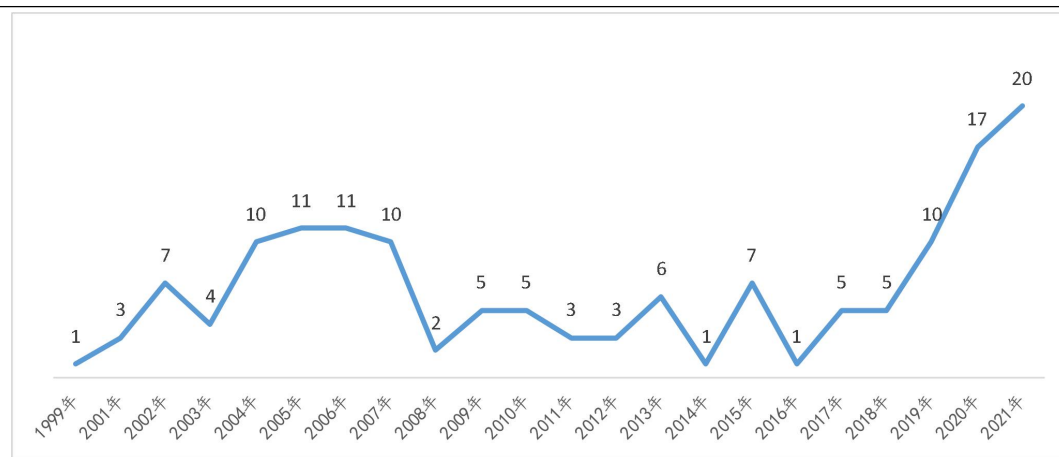
延伸阅读

- 《深市主板与中小板合并落地 资本市场结构进一步优化》 经济日报 2021 年 4 月 7 日
- 《深交所主板中小板将“合体” 对两板公司估值无明显影响》 证券日报 2021 年 02 月 08 日
- 《深市主板与中小板合并 深化存量改革再出重拳》 证券日报 2021 年 4 月 6 日
- 《上市公司质量稳步提升 多方面透新意》 证券日报 2021 年 5 月 11 日
- 《时隔 21 年：深交所恢复主板上市功能 规划推出深市股票股指期货》 中国证券报 2021 年 6 月 9 日

2.1.3 退市

2.1.3.1 退市公司情况分析

图：沪深历年退市公司一览（家）



资料来源：同花顺 iFinD，证券日报

随着资本市场的改革与发展，上市公司退市数量也出现增长。据同花顺 iFinD 数据显示，1999 年以来，上交所和深交所总计有 147 家 A 股公司退市，近 5 年呈现上升趋势。从退市年份来看，2021 年有 20 家公司从沪深两市退市，回顾历史来看，1999 年到 2020 年期间，2020 年退市家数最高为 17 家，2021 年退市公司家数已经超过前一年。

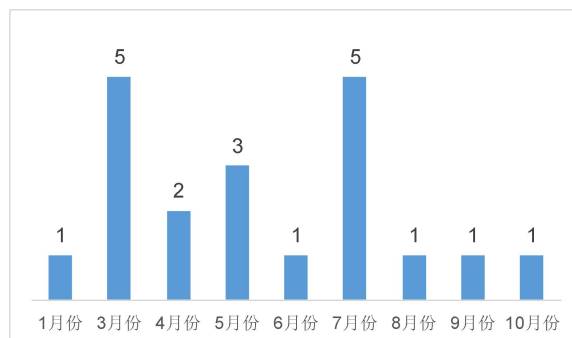
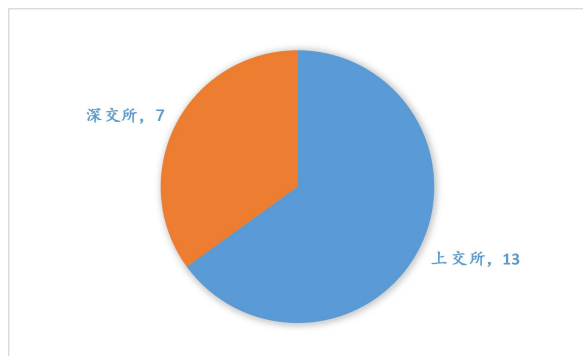
中南财经政法大学数字经济研究院执行院长、教授盘和林认为，2021 年的退市力度相比于往年有较大提升，但是退市新规之后，退市总量依然难以和注册制下 IPO 数量形成量级上的对应，当然，A 股依然属于成长期的资本市场，流动性充沛，可以承载上市公司数量和体量的增加，但长期看，**资本市场最终还是要实现能进能出的均衡体系**。退市制度更严格，降低退市门槛将是未来制度建设的一个方向。从退市行业看，退市企业集中于竞争性传统产业，体现了行业发展中的优胜劣汰和行业更替，这种优胜劣汰有助于引导上市公司向新兴行业领域谋求发展，有较好的市场引导作用。从退市构成看，七成退市是因为低于 1 元，这类企业多是缺乏主业经营的壳企业，随着注册制下 IPO 常态化，预计壳公司价值将进一步下滑。这也有利于市场及时淘汰劣币，防止劣币驱逐良币。

宝新金融首席经济学家郑磊表示，随着近两年监管体系的完善、注册制试点、加强信息披露、健全投资者保护机制和退市标准的完善，在资本市场中**丧失了持续经营能力的空壳僵尸上市公司被加快清退**，2021 年退市公司家数创了历史最高。可以看到，有些退市公司因为粉饰财务数据而在疫情影响下无法继续隐藏巨额亏损，有些本来就属于夕阳产业，常年经营不善加上受疫情冲击，也有企业违反了上市规则的终止上市条款等原因，可以说，目前退市增多的主因是对退市规则执行更严格，在加快清理一些过去遗留下来的本应退市的公司。如果按照深圳证券交易所修改后的更严退市标准，加上注册制全面推行，预计 2022 年的退市公司家数可能会再创新高。此外，退市情况也体现了监管部门提出的“建制度、不干预、零容忍”的方针。

从下图可以看出，两大证券交易所退市公司家数相差 6 家，上交所有 13 家公司退市，深交所 7 家公司。从退市月份来看，每个月份退市公司家数均为个位数，其中，7 月份和 3 月份退市公司家数最多，为 5 家，其次是 5 月份有 3 家，4 月份有 2 家，2 月份、11 月份和 12 月份均没有公司退市外，剩余月份退市公司家数均为 1 家。

图：证券交易所退市公司家数情况（家）

图：2021 年每月退市公司家数情况（家）



资料来源：同花顺，证券日报

资料来源：同花顺，证券日报

从下面的表中可以看出，2021 年上交所和深交所总计有 20 家退市公司，从上述公司退市时的股价来看，有 14 家公司股价均低于 1 元，占比近七成，其中，退市金钰、康得退、天夏退等 3 只个股退市时的股价最低，分别为 0.16 元、0.2 元、0.25。此外，有 13 家公司退市时每股净资产都是负值，占比超六成，退市富控、退市工新、*ST 信威退市时每股净资产分别为-7.48 元、-5.87 元、-5.15 元。

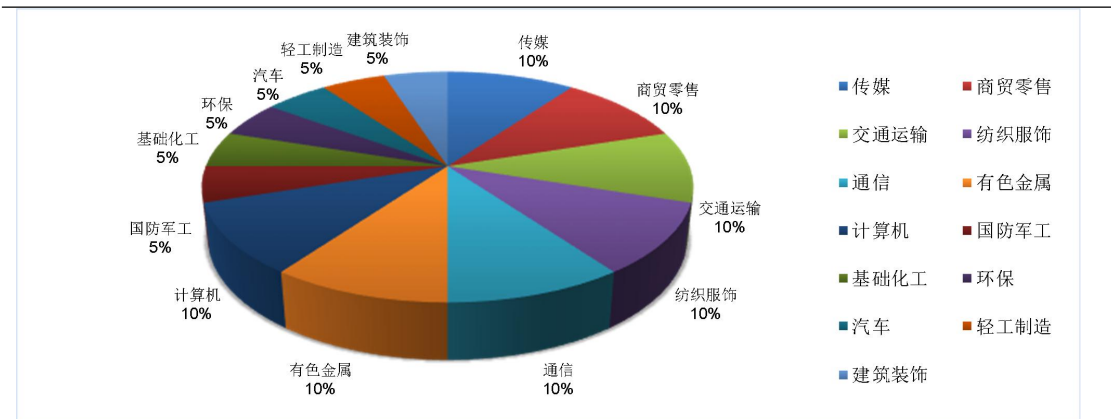
表：2021 年退市公司一览

证券代码	证券名称	退市时日期	退市时股价 (元)	退市时每股净资产 (元)	所属申万一级行业
600317.SH	营口港	2021-01-29	2.60	2.00	交通运输
600687.SH	退市刚泰	2021-03-03	0.30	-0.51	有色金属
600086.SH	退市金钰	2021-03-17	0.16	-0.24	纺织服饰
600677.SH	*ST 航通	2021-03-18	3.01	-0.48	国防军工
600247.SH	*ST 成城	2021-03-22	0.65	-0.33	商贸零售
600978.SH	*ST 宜生	2021-03-22	0.52	4.82	轻工制造
000662.SZ	天夏退	2021-04-12	0.25	0.60	计算机
600701.SH	退市工新	2021-04-30	0.45	-5.87	计算机
002071.SZ	长城退	2021-05-07	0.31	-2.00	传媒
600891.SH	退市秋林	2021-05-12	0.38	-3.65	纺织服饰
002450.SZ	康得退	2021-05-31	0.20	-2.72	基础化工
600485.SH	*ST 信威	2021-06-01	1.39	-5.15	通信
002711.SZ	欧浦退	2021-07-15	0.32	-2.37	交通运输
600634.SH	退市富控	2021-07-21	0.28	-7.48	传媒
600614.SH	退市鹏起	2021-07-21	0.26	-0.04	有色金属
000760.SZ	斯太退	2021-07-23	0.26	-0.03	汽车
002359.SZ	北讯退	2021-07-23	0.35	0.84	通信
300362.SZ	天翔退	2021-08-30	1.34	0.41	环保
600068.SH	葛洲坝	2021-09-13	9.93	7.46	建筑装饰
600723.SH	首商股份	2021-10-22	8.93	6.21	商贸零售

资料来源：同花顺，证券日报

2.1.3.2 退市公司行业分布

图：退市公司在申万一级行业分布图

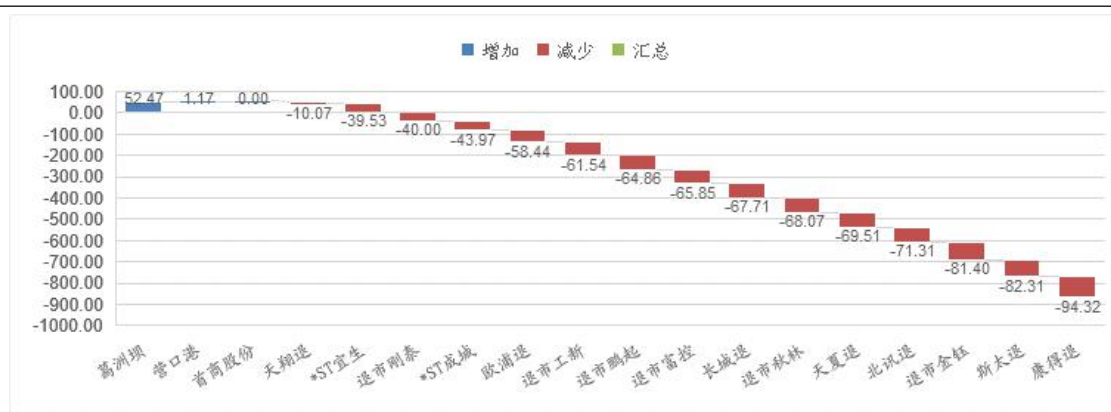


资料来源：同花顺，证券日报

从行业分布角度看，在 31 个申万一级行业中，2021 年上交所和深交所退市的 20 家公司分布在其中 13 个行业，其中包括有色金属、纺织服装、商贸零售、通信、计算机、传媒、交通运输在内的 7 个行业的退市公司数量均为 2 家，包括国防军工、基础化工、环保、汽车、轻工制造、建筑装饰等在内的 6 个行业的退市公司数量均为 1 家。

2.1.3.3 市场表现

图：2021 年退市公司行情图



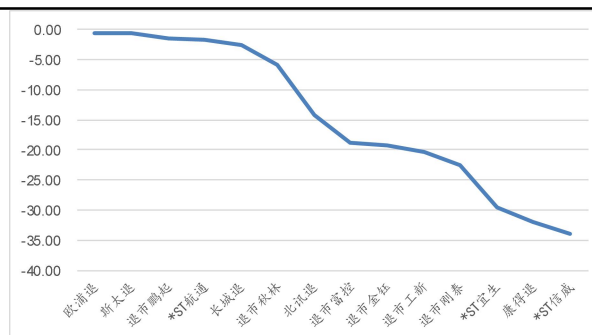
资料来源：同花顺，证券日报

在 2021 年退市的 20 家公司中共有 15 家公司股价下跌。从下跌幅度角度分析，康得退的下跌幅度最大，达到 94.32%；退市金钰和斯太退两只股票的下跌幅度虽未达到 90%，但也超过了 80%，分别为 81.40% 和 82.31%；此外，包括北讯退、天夏退、退市秋林、长城退、退市富控、退市鹏起、退市工新、欧浦退、*ST 成城、退市刚泰、*ST 宜生、天翔退等在内的 12 只股票的下跌幅度也在 10% 至 80% 之间。

2.1.3.4 业绩情况

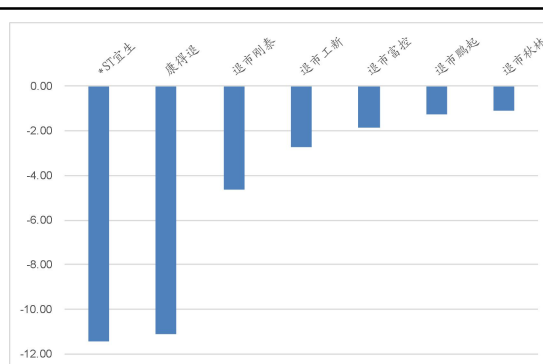
公司退市前一年的业绩情况对公司而言至关重要，从退市公司的净利润角度分析，2020年*ST信威和康得退的亏损额最大，分别达到-33.84亿元和-32.05亿元；包括*ST宜生（-29.57亿元）、退市刚泰（-22.48亿元）、退市工新（-20.24亿元）等在内的3家公司2020年的亏损额虽然未达到30亿元，但也超过了20亿元；包括退市金钰、退市富控、北讯退、退市秋林、长城退、*ST航通、退市鹏起、斯太退、欧浦退等在内的9家公司2020年的亏损额虽未达到20亿元，但也超过5000万元。

图：2020年亏损超5000万元退市公司（亿元）



资料来源：同花顺，证券日报

图：退市公司2021年前三季度亏损情况（亿元）



资料来源：同花顺，证券日报

再看2021年前三季度退市公司的业绩情况，其中*ST宜生（-11.42亿元）和康得退（-11.13亿元）的亏损额都超过10亿元；包括退市刚泰（-4.65亿元）、退市工新（-2.75亿元）、退市富控（-1.88亿元）、退市鹏起（-1.25亿元）、退市秋林（-1.10亿元）等在内的5家公司的亏损额虽未达到10亿元，但也超过1亿元。

延伸阅读

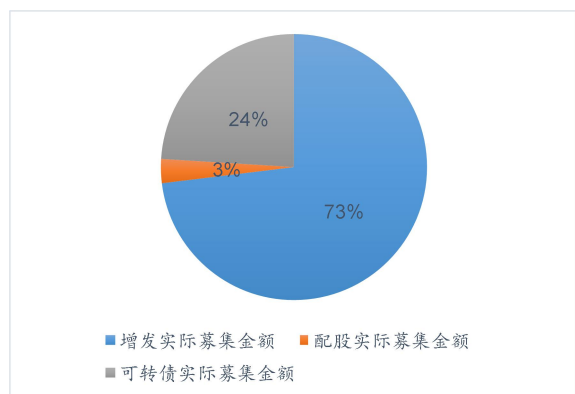
- 《让退市 多一份主动少一份勉强》 证券日报 2021年1月13日
- 《新一轮退市制度改革 “无缝对接”注册制》 证券日报 2021年3月15日
- 《常态化退市之“退” 衔接的是A股高质量发展之“进”》 证券日报 2021年5月27日
- 《上市公司判断退市风险不能仅靠“我认为”》 证券日报 2021年10月26日
- 《退市新规应抓紧推进和落实》 金融投资报 2021年2月6日

2.1.4 再融资

随着2020年2月份再融资新规正式落地以及相关规则的持续优化，2021年A股市场再融资保持了较好的发展，回顾2021年全年来看，A股市场再融资规模达11714.66亿元。

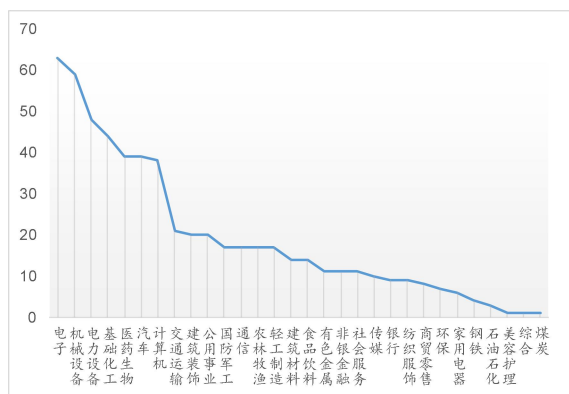
2.1.4.1 再融资整体情况

图：再融资实际募集金额（亿元）



资料来源：同花顺，证券日报

图：申万一级行业再融资公司（家）

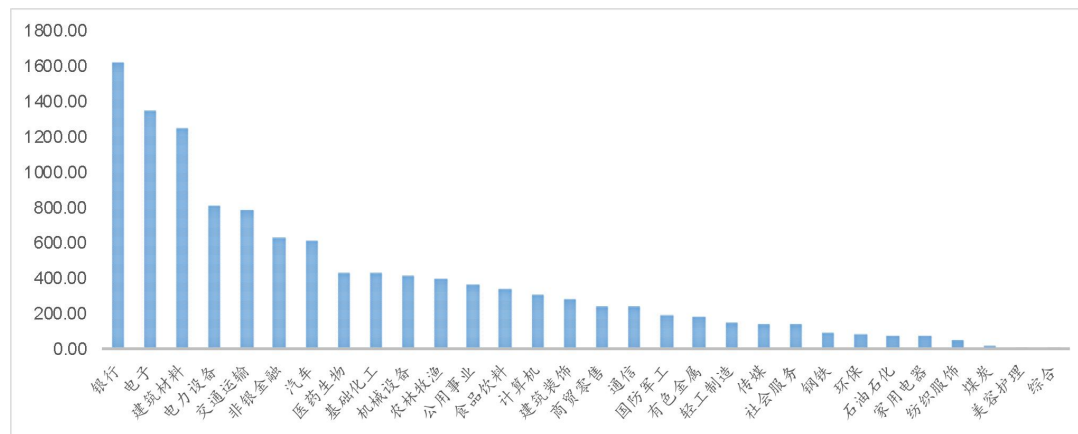


资料来源：同花顺，证券日报

2021 年全年，A 股市场再融资规模达 11714.66 亿元（包括增发、配股和可转债），其中，增发实际募集金额最高，为 8558.15 亿元，占比 73%；配股实际募集金额为 342.74 亿元，占比为 3%；可转债实际募集金额为 2813.77 亿元，占比为 24%，具体可参考再融资实际募集金额图。

剔除重复公司后，2021 年总计有 579 家公司通过增发、配股、发行可转债的方式进行融资，主要涉及 30 个申万一级行业，从申万一级行业再融资公司图可以看出，电子、机械、电力设备三个行业融资家数居前，分别为 63 家、59 家、48 家。

图：申万一级行业再融资金额一览（亿元）



资料来源：同花顺，证券日报

从上图可以看出，在 2021 年，不同行业间通过再融资方式实际募集金额也存在较大差距，其中，银行、电子、建筑材料三个行业再融资金额位居前三位，均超 1000 亿元，分别为 1622.46 亿元、1342.96 亿元、1243.08 亿元。

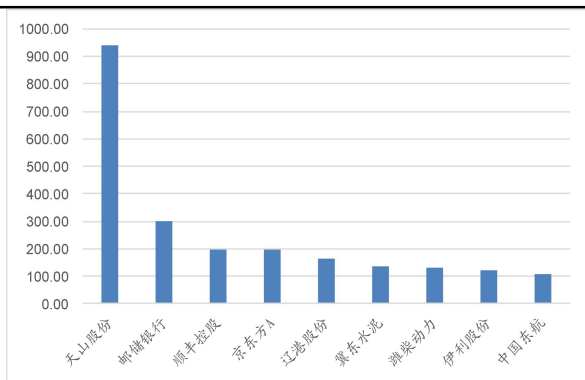
2.1.4.2 2021 年 A 股的定向增发、配股及可转换债券

2021 年再融资市场活跃度较高，仅在定向增发领域，2021 年就有 479 个定增项目已

实施，涉及 459 家上市公司，而 2020 年同期，仅有 405 个定增项目获得实施，且 A 股市场实施了定增方案的上市公司仅有 364 家。

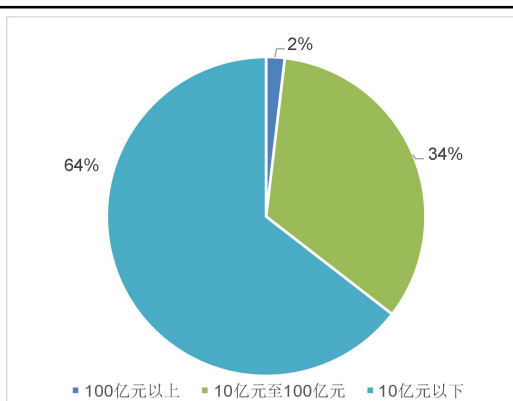
具体来看，2021 年融资规模超过 100 亿元的定增方案共有 9 个，融资规模介于 10 亿元至 100 亿元区间的定增方案有 161 个，占比为 33.61%，其余定增方案的融资规模均在 10 亿元以下。

图：单一项目定增实际募集资金超 100 亿元的企业



资料来源：同花顺，证券日报

图：2021 年定增实际募集资金分布图



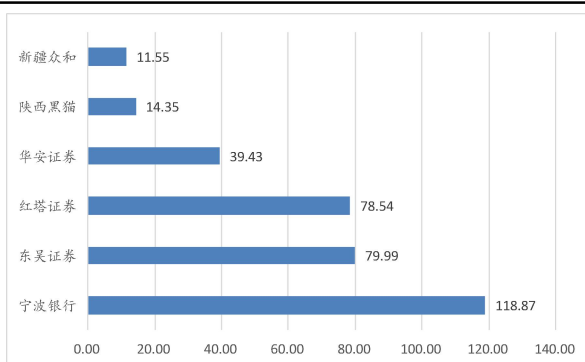
资料来源：同花顺，证券日报

此外，若以预案公告日统计，剔除方案未通过、停止实施的项目，仍有 558 个项目“排队”待实施，拟募资规模约 9614.37 亿元，其中亦有 16 个百亿元级定增项目在路。

在配股方面，2021 年 A 股市场共有 6 家上市公司完成了 6 次配股，分别为宁波银行、东吴证券、红塔证券、华安证券、陕西黑猫、新疆众和，实际募集资金分别为 118.87 亿元、79.99 亿元、78.54 亿元、39.43 亿元、14.35 亿元、11.55 亿元。

此外，以预案公告日统计，2021 年还有 9 家上市公司在等待实施配股，包括中信证券、东方证券、浙商银行、兴业证券、财通证券、运达股份、北方国际、鲁抗医药、香农芯创，预计募集资金分别为 280.00 亿元、143.33 亿元、141.46 亿元、140.00 亿元、80.00 亿元、15.00 亿元、12.00 亿元、10.00 亿元、7.00 亿元。

图：2021 年配股实际募集资金情况（亿元）



资料来源：同花顺，证券日报

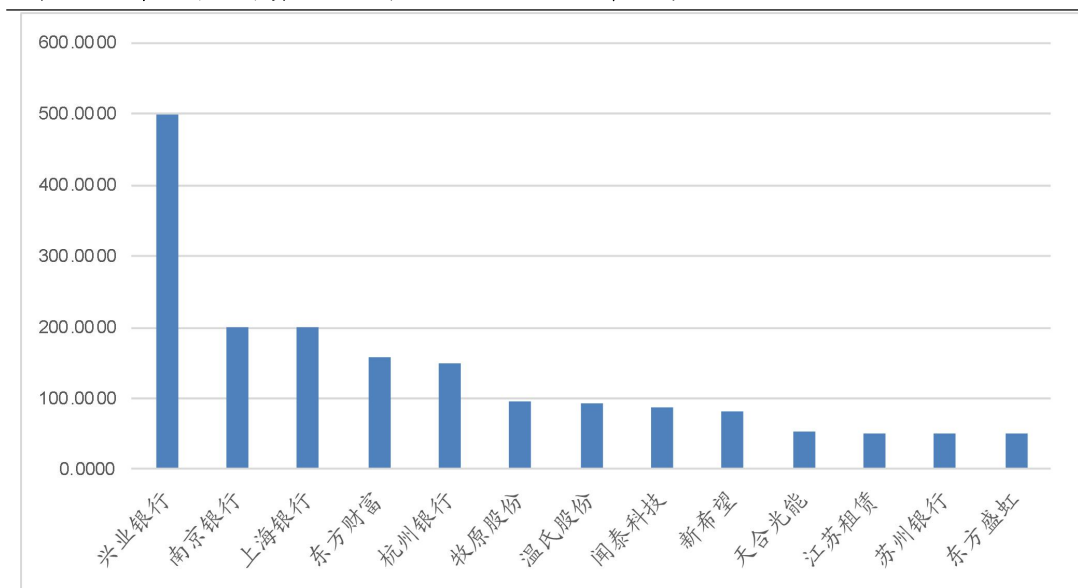
图：2021 年预计配股公司预计募集资金情况



资料来源：同花顺，证券日报

数据显示，2021 年截至 12 月 31 日，2021 年年内共有 119 只可转债发行，比 2020 年同期发行数量大幅减少，可转债发行规模达 2813.77 亿元，比 2020 年同期增长 1.17%。从发行期限来看，上述 119 只可转债中，仅 1 只期限为 3 年期。5 年期和 6 年期的分别有 4 只和 114 只。而 2020 年同期，1 年期的可转债有 1 只，2 年至 3 年期的有 5 只，4 年至 5 年期的共有 12 只，其余 202 只为 6 年期的。

图：2021 年发行可转债规模达到 50 亿元及以上上市公司（亿元）



资料来源：同花顺，证券日报

川财证券首席经济学家、研究所所长陈雳表示：2021 年经济下行压力较大，公司融资需求增加。2021 年绝大部分可转债为 6 年期，较长的期限可以缓解公司短期内的资金周转压力。并且更有利于投资人有更多的机会转股，能够缓解发行人在可转债到期时赎回债券的压力。

延伸阅读

- 《北交所首个再融资项目获受理 诺思兰德发力新药研发》 证券日报 2021 年 12 月 24 日
- 《A 股再融资规模破万亿元 定增贡献逾七成》 证券日报 2021 年 12 月 9 日
- 《券商业绩与估值背离 密集再融资或是一大原因》 证券日报 2021 年 11 月 25 日
- 《上市公司纷纷通过“IR 小程序”举办再融资路演 IPO 公司也来“凑热闹”》 证券日报 2021 年 9 月 6 日
- 《发行上市、再融资、重组，北交所三大业务规则来了》 北京日报 2021 年 9 月 10 日

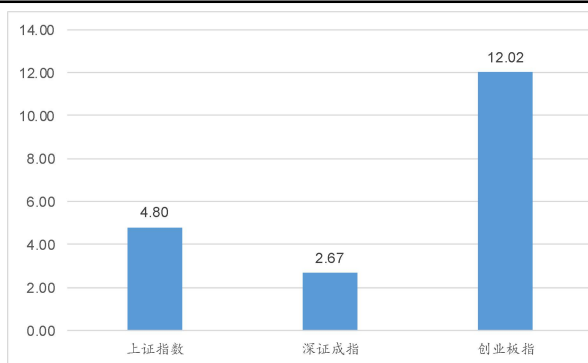
2.2 A 股市场交易

2021 年市场绝大多数时间处于反复震荡过程中，主线多次轮转，指数波动幅度不大且始终未走出趋势性行情，不过结构行情依旧精彩，同时，日交易额连续保持在 1 万亿元之上，显示出资金对股市的投入力度，持续注入的资金对股市保持活跃提供了动能。

2.2.1 2021 年 A 股市场交易特征

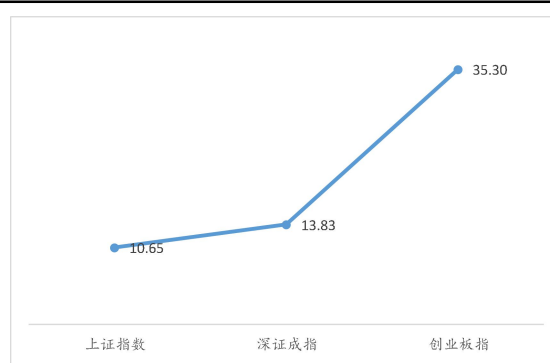
2.2.1.1 A 股三大指数表现

图：2021 年 A 股三大指数市场表现（%）



资料来源：东方财富 choice，证券日报

图：三大指数 2021 年间最高涨幅情况（%）



资料来源：东方财富 choice，证券日报

从三大指数市场表现图可以看出，2021 年，A 股三大指数均实现上涨，创业板指表现最为突出，具体来看，上证指数期间累计上涨 4.80%，深证成指期间累计上涨 2.67%，创业板指期间累计上涨 12.02%。

从上面三大指数区间最高涨幅情况图中可以看出，A 股三大指数 2021 年期间最大涨幅在 10% 以上，其中创业板表现尤其突出，区间最大涨幅达到 35.3%，其次是深证成指的 13.83%，最后是上证指数的 10.65%。

2.2.1.2 A 股三大指数点位特征

表：2021 年 A 股三大指数表现特征

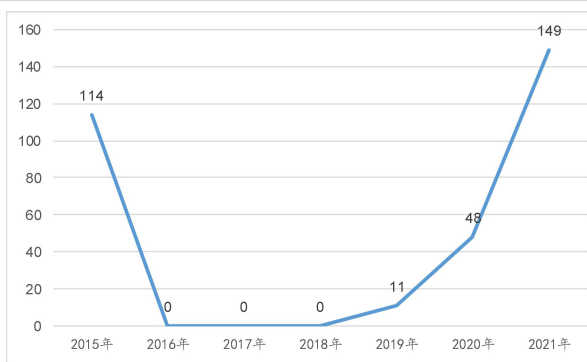
证券名称	12 月 31 日收盘	区间最高点	区间最高点日期	区间最低点	区间最低点日期
上证指数	3639.78	3731.69	2021-02-18	3312.72	2021-07-28
深证成指	14857.35	16293.09	2021-02-18	13252.24	2021-03-25
创业板指	3322.67	3576.12	2021-07-22	2603.94	2021-03-25

资料来源：东方财富 choice，证券日报，（截至 2021 年 12 月 31 日）

从指数点位表现来看，上证指数在 2 月 18 日最高达 3731.69 点，在 7 月 28 日最低为 3312.72 点，最高点与最低点相差 418.97 点；深证成指在 2 月 18 日最高达 16293.09 点，在 7 月 28 日最低为 13252.24 点，最高点与最低点相差 3040.84 点；创业板指在 7 月 22 日最高达 3576.12 点，在 7 月 28 日最低为 2603.94 点，最高点与最低点相差 972.18 点。

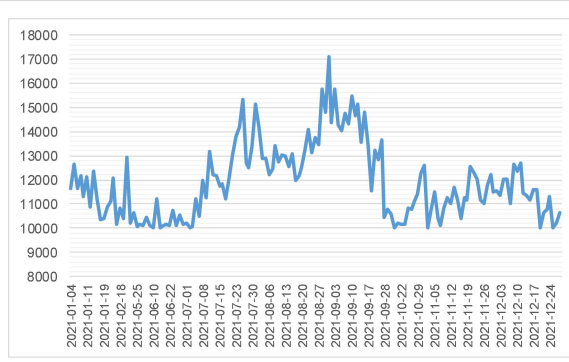
2.2.1.3 沪深两市成交额破万亿元情况

图：近 7 年沪深两市成交额突破万亿元天数



资料来源：东方财富 choice，证券日报

图：2021 年两市成交额趋势图（亿元）



资料来源：东方财富 choice，证券日报

从上图可以看出，2021 年年内总计有 149 个交易日突破万亿元，占年内交易日总数的 61%，远超 2020 年（48 天）、2019 年（11 天）、2018 年（0 天）、2017 年（0 天）、2016 年（0 天）、2015 年（114 天）。从趋势图可以看出，两市成交额破万亿元的交易日主要集中在下半年。

值得一提的是，2021 年 9 月 22 日，沪深两市成交额连续第 44 个交易日超过 1 万亿元，为历史首次，突破 2015 年创下的历史纪录。此前，2015 年 5 月 8 日至 2015 年 7 月 8 日期间，A 股曾经连续 43 个交易日成交额超过 1 万亿元。总体来看，2021 年 7 月 21 日-9 月 29 日期间，沪深两市成交额连续 49 个交易日超过 1 万亿元，创出历史最长纪录。其中，9 月 1 日两市成交额达 17095.41 亿元，创 49 个交易日最高成交额。

前海开源基金首席经济学家杨德龙表示，2021 年沪深两市成交额连续突破一万亿元的交易日创历史纪录，这说明居民储蓄向资本市场转移的趋势非常明显，在房地产严格调控的背景之下，炒房已经得到了很大的遏制，大量的居民储蓄需要寻找新的投资渠道，居民通过这个资本市场，直接开户入市或者通过购买基金入市。在 2019 年，我就提出居民储蓄大转移将给资本市场带来黄金十年的机会的观点，2021 年从市场呈现来看，这已经是有很大的迹象。另外一个就是从基金销量来看，也可以看出，2020 年新基金发行 3.16 万亿元，创历史新高，2021 年也是接近 3 万亿元，这说明大量居民储蓄正在买基金入市。未来，A 股市场还会出现日成交额过万亿的情况，因为未来十年居民储蓄转移的方向都是往股市里转移。

英大证券首席经济学家李大霄表示，股谚云：量小是底，量大是顶。对于年内连续 49 个交易日沪深两市成交额突破万亿元成交，由于连续万亿元成交时间太长，成交量太大，也许隐藏了一些风险。投资者这时候就要从战略进攻转为战略防御，高杠杆者要特别谨慎小心，低风险承受能力者要注意风险控制。A 股市场两市成交额之前很久没有达到连续长时间万亿元成交，其实，连续长时间万亿元成交并非常态，而是代表了一个阶段性虚高的成交量以及过高的换手率，因为存在交易成本的制约，如果消耗过大时间过长就不可持续。千万不要以为长时间连续万亿元的历史纪录是常态。在连续长时间万亿元成交的掩盖之下，热门赛道股票却悄然走平甚至走弱，其中也许隐含着不可不防的风险。今次超越上次连续 43 个交易日万亿元成交额的纪录，用了六年的时光，下次市场要超越当下纪录，需要多少时间呢？也许要等到下次超越的时候，大部分人会猛然醒悟，这次 49 天连续万亿元成交其实是非常珍贵的，不是常态。下次再创纪录也许需要漫长的等待，要从战略进攻转为战略防御。若提前准备就心中有数，若提前应对就无需恐慌。只不过，人们在面对连续万亿元成交额时往往

容易过度兴奋忽略了风险，对提醒风险者的声音容易产生抗拒，与在底部的时候对提出机会的声音容易拒绝是何等相似。

2.2.1.4 2021 年创历史新高股

表：总市值排名前 10 的年内股价创历史新高股

证券代码	证券名称	收盘价(元)	年内最高价(元)	年内最高价日	总市值(亿元)	所属申万一级行业
600519.SH	贵州茅台	2050.00	2627.88	2021-02-18	25752.05	食品饮料
300750.SZ	宁德时代	588.00	692.00	2021-12-03	13705.41	电力设备
600036.SH	招商银行	48.71	58.92	2021-06-04	12284.59	银行
000858.SZ	五粮液	222.66	357.19	2021-02-18	8642.79	食品饮料
002594.SZ	比亚迪	268.12	333.33	2021-10-26	7805.36	汽车
000333.SZ	美的集团	73.81	108.00	2021-02-10	5155.82	家用电器
601658.SH	邮储银行	5.10	6.46	2021-02-10	4711.58	银行
601012.SH	隆基股份	86.20	125.68	2021-02-18	4665.97	电力设备
300760.SZ	迈瑞医疗	380.80	503.51	2021-02-18	4629.35	医药生物
601633.SH	长城汽车	48.54	69.80	2021-10-26	4482.90	汽车

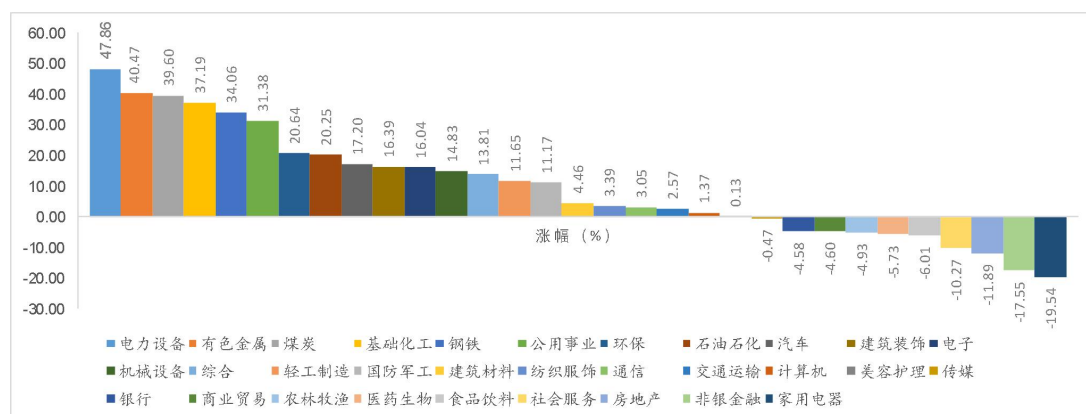
资料来源：同花顺，证券日报

作为备受市场关注的大市值股，2021 年，有 10 只明星股的股价创历史新高受到投资者的密切关注。从上表来看，上述 10 只股票主要集中在 6 大申万一级行业，其中，银行、电力设备、汽车、食品饮料均有 2 家，医药生物和家用电器均有 1 家。具体来看，2 月 18 日，贵州茅台股价最高达 2627.88 元/股；12 月 3 日，宁德时代股价最高达 692.00 元/股；6 月 4 日，招商银行股价最高达 58.92 元/股。

2.2.2 2021 年 28 个申万一级行业指数表现

2.2.2.1 申万行业市场表现

图：申万一级行业指数表现一览



资料来源：东方财富 choice，证券日报

2021 年，有 21 个申万一级行业指数实现上涨，其中，电气设备、有色金属、煤炭 3 大行业指数期间累计涨幅居前三，分别上涨 47.86%、40.47%、39.60%。对于这三大行业的投资机会，主要机构的观点如下：

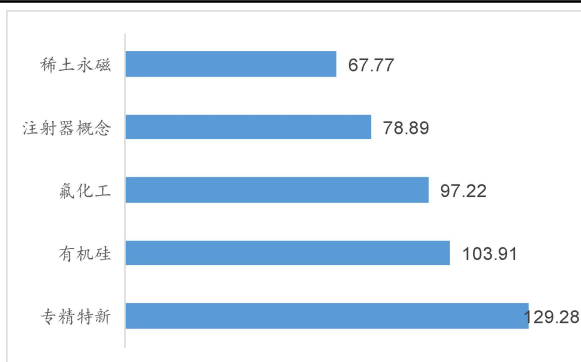
电气设备方面，中金公司在 2022 年展望研究报告中表示，新型电力系统建设背景下电网亟待升级，看好“十四五”期间电网投资回暖，投资侧重关键及偏薄弱环节，行业景气度持续向上。在多重因素共同催化下，该机构认为“十四五”期间电网投资有望较“十三五”增长 10% 以上。投资机会方面，电网投资结构性变化突出，重点在与电力系统变化密切相关、偏薄弱的领域。**发电侧关注新能源友好并网技术，用电侧关注柔性负荷调节和智慧能源管理。**

有色金属方面，东兴证券表示，金属行业的供给端整体进入周期性的供应增速放缓阶段。自 2015 年中国持续进行的淘汰落后产能、环保整治、双限政策及产能转移等，令金属行业上中下游的资本开支出现趋势性减弱，行业供给增速已呈现结构性刚性，这导致各金属品种产业链的显性库存在需求弹性系统性释放下而处于历史底部。金属大周期的供应增速边际放缓叠加长周期需求增速的确定性扩张，意味着金属行业的定价逻辑将从周期性向成长性转变，而成长属性的强化亦将弱化流动性因素（taper 及利率中枢上移）对金属定价的指引。**建议关注铜、铝、镁、锂、钴、镍及稀土等能新源与新材料类金属的行业转变机会。**

煤炭方面，中国银河表示，长期来看，煤炭供给受限因素仍在，供给增长瓶颈明显，煤企投资新矿井积极性较弱，且经济性较差，新产能建设周期较长及审批手续繁复等因素都制约了煤炭产能的增长，“双碳”大背景决定了煤炭供给将保持稳定，资源禀赋优异的山西及新疆地区将强者恒强，在此类地区有布局的企业将持续受益于资源集中度提高的过程，同时，煤价稳定对整个行业健康发展至关重要，行业周期性减弱，盈利稳定性增强，煤炭企业近年来现金流状况较佳也为部分煤企向新能源新材料及产业纵深发展奠定了坚实的基础。

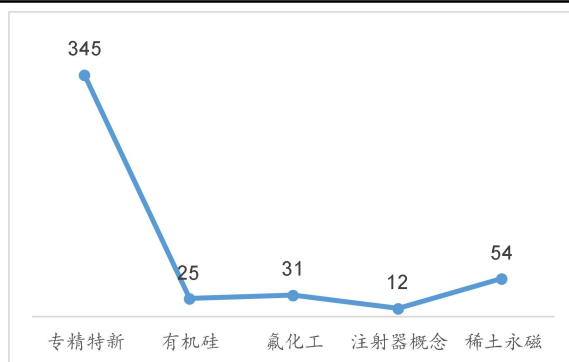
2.2.2.2 概念板块市场表现

图：涨幅前五概念板块表现一览（%）



资料来源：东方财富 choice，证券日报

图：五概念板块成份股（只）



资料来源：东方财富 choice，证券日报

从上图可以看出，2021 年，概念板块中，专精特新、有机硅、氟化工、注射器概念、稀土永磁等 5 大板块期间累计涨幅居前五，分别上涨 129.28%、103.91%、97.22%、78.89%、67.77%。成份股个数方面，五大概念板块之前存在较大差距，专精特新板块成份股个数位居首位，有 345 只，稀土永磁、氟化工、有机硅、注射器概念板块分别有 54 只、31 只、25 只、12 只。

表：概念板块概念简介

专精特新	专精特新“小巨人”企业是全国中小企业评定工作中最高等级、最具权威的荣誉称号,是指专注于细分市场、创新能力强、市场占有率高、掌握关键核心技术、质量效益优的排头兵企业,对于提升中小企业自身的竞争力,以及提升产业链、供应链稳定性和竞争力具有重大意义。
有机硅	有机硅是指含有 Si-C 键、且至少有一个有机基是直接和硅原子相连的化合物,其具有电绝缘性,耐高低温,异质高黏结,绝水性四大优良性能,广泛应用于新能源、节能环保、医药医疗、先进装备制造等高端领域。
氟化工	氟化工产品以其耐化学品、耐高低温、耐老化、低摩擦、绝缘等优异的性能,广泛应用于军工、化工、机械等领域,已成为化工行业中发展最快、最具高新技术和最前景的行业之一。
注射器概念	随着疫苗接种计划持续开展,注射器需求逐步上升,预计相关上市公司将受益。
稀土永磁	稀土永磁材料,即永磁材料中含有作为合金元素的稀土金属。永磁材料是指被磁化后撤去外磁场而能长期保持较强磁性的磁性材料。稀土永磁材料以其优异的性能广泛用于电子、机械等行业。

表：五大概念指数表现特征一览

概念指数	发布日期	最新点位	最高点日期	最高点	最低点日期	最低点
专精特新	2021-08-24	2292.84	2021-11-30	2397.82	2021-08-27	977.95
有机硅	2020-11-16	2058.22	2021-09-14	3207.22	2021-03-25	976.08
氟化工	2014-05-12	2910.33	2021-09-23	3969.62	2021-03-24	1312.03
注射器概念	2021-02-05	1788.94	2021-09-14	2027.16	2021-02-08	984.03
稀土永磁	2013-02-18	1135.20	2021-09-13	1346.10	2021-02-08	646.98

资料来源：东方财富 choice，证券日报

从上图可以看出，专精特新是 2021 年 8 月份推出的概念指数，是最新也是最热门的板块，受到投资者的热捧，涨幅位居首位，上述 5 大指数的最高点主要出现在 2021 年 9 月份和 11 月份，最低点除专精特新和注射器概念板块是当月推出时最低，有机硅和氟化工指数均在 2021 年 3 月份出现最低点位。

2.2.3 2021 年 A 股涨幅 Top50 个股

表：2021 年涨幅 TOP50 股票一览

证券代码	证券名称	收盘价（元）	2021 年涨幅(后复权 分红再投%)	市盈率 (PE, TTM)	首发上市日期
000422.SZ	湖北宜化	21.31	565.94	11.92	1996-08-15
300343.SZ	联创股份	17.02	488.93	362.04	2012-08-01
603098.SH	森特股份	46.97	470.81	197.81	2016-12-16
002176.SZ	江特电机	20.76	456.57	146.15	2007-10-12
002432.SZ	九安医疗	49.55	440.86	-335.93	2010-06-10
603032.SH	*ST 德新	80.27	439.45	241.36	2017-01-05
000408.SZ	藏格矿业	41	411.86	80.10	1996-06-28

002356.SZ	*ST 赫美	5.17	387.74	-5.01	2010-02-09
002006.SZ	精功科技	26.88	386.96	128.31	2004-06-25
000980.SZ	*ST 众泰	6.35	370.37	-3.15	2000-06-16
002374.SZ	中锐股份	10.9	365.81	-77.94	2010-03-18
002326.SZ	永太科技	51.21	364.70	167.34	2009-12-22
002147.SZ	*ST 新光	4.8	352.83	-6.85	2007-08-08
600071.SH	凤凰光学	51.46	351.01	615.18	1997-05-28
600860.SH	京城股份	19.7	349.77	51.71	1994-05-06
002256.SZ	兆新股份	4.77	329.73	-51.06	2008-06-25
002487.SZ	大金重工	38.75	326.76	36.56	2010-10-15
300672.SZ	国科微	185.5	324.76	134.72	2017-07-12
300093.SZ	金刚玻璃	37.9	311.51	-101.26	2010-07-08
000762.SZ	西藏矿业	53.13	309.32	228.14	1997-07-08
002529.SZ	海源复材	30.75	306.75	-405.21	2010-12-24
600773.SH	西藏城投	28.26	305.15	183.95	1996-11-08
000537.SZ	广宇发展	24.1	303.43	-71.03	1993-12-10
000792.SZ	盐湖股份	35.39	300.34	52.87	1997-09-04
603260.SH	合盛硅业	131.97	296.50	24.92	2017-10-30
603026.SH	石大胜华	197.99	294.37	42.53	2015-05-29
002865.SZ	钧达股份	70	291.68	-129.47	2017-04-25
835185.BJ	贝特瑞	148.02	285.56	58.38	2020-07-27
002472.SZ	双环传动	27.58	283.14	81.54	2010-09-10
300619.SZ	金银河	87.17	282.80	249.51	2017-03-01
830946.BJ	森萱医药	17.6	271.40	56.52	2020-07-27
600338.SH	西藏珠峰	37.66	270.13	59.70	2000-12-27
300604.SZ	长川科技	57.5	263.05	194.21	2017-04-17
600499.SH	科达制造	24.82	256.72	52.71	2002-10-10
605369.SH	拱东医疗	143.29	255.11	50.60	2020-09-16
002534.SZ	杭锅股份	31.69	253.54	51.70	2011-01-10
300052.SZ	中青宝	32.66	252.70	-69.56	2010-02-11
430510.BJ	丰光精密	21.3	252.57	58.04	2020-12-28
600111.SH	北方稀土	45.8	251.11	48.20	1997-09-24
600146.SH	*ST 环球	3.6	249.51	-4.71	1999-07-07
601127.SH	小康股份	59.55	248.65	-38.81	2016-06-15
002265.SZ	西仪股份	25.33	247.46	-234.32	2008-08-06
600141.SH	兴发集团	37.88	247.03	15.30	1999-06-16
002011.SZ	盾安环境	13.7	246.84	-26.80	2004-07-05
688599.SH	天合光能	78.9	244.19	104.99	2020-06-10
002088.SZ	鲁阳节能	26	242.44	23.83	2006-11-30
688699.SH	明微电子	187.2	240.84	21.39	2020-12-18
603297.SH	永新光学	121.07	238.08	46.93	2018-09-10

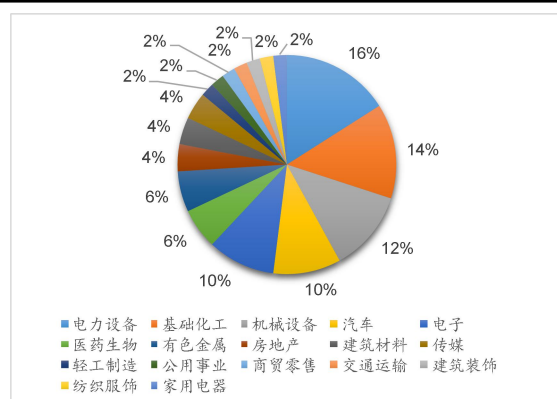
000683.SZ	远兴能源	7.3	237.96	12.19	1997-01-31
601126.SH	四方股份	20.9	236.44	35.05	2010-12-31

资料来源：同花顺，证券日报

2021 年，A 股市场涨幅前 50 只股票（剔除 2021 年内上市新股）期间累计涨幅均超 236.44%，有 24 只股票期间累计涨幅在 3 倍以上，值得一提的是，湖北宜化、联创股份、森特股份、江特电机 4 只个股期间累计涨幅均超 450%，表现强势。进一步对上述 TOP50 股票进行梳理之后，发现上述年内强势股呈现以下 5 大特征。

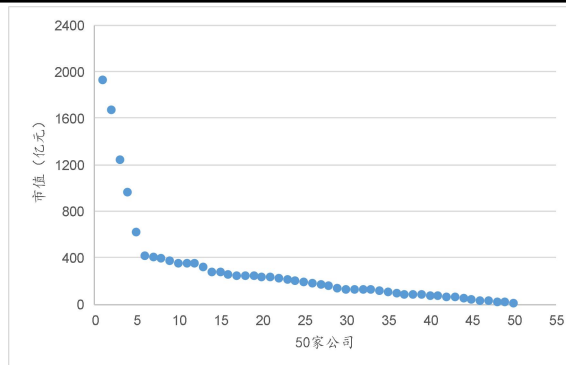
一是业绩普遍较好。在上述 50 只强势股中，有 40 只个股在 2021 年前三季度净利润实现同比增长，占比八成，26 只个股前三季度净利润同比增长均超 100%，湖北宜化、国科微、*ST 德新 3 只个股前三季度净利润同比增长均超 80 倍，业绩表现出色。

图：TOP50 股票行业分布



资料来源：同花顺，证券日报

图：TOP50 股票流通市值分布图



资料来源：同花顺，证券日报

二是集中在五大行业。上述 50 只个股涉及 19 个申万一级行业，主要集中在电力设备、基础化工、机械设备、汽车、电子五大申万一级行业，分别有 8 只、7 只、6 只、5 只、5 只。

三是以大流通市值股为主。截至 2021 年 12 月 31 日，上述 50 家公司中，流通市值高于 A 股流通市值平均数（160.08 亿元）的有 27 家，占比超半数，其中，有 13 家公司的最新流通市值都在 300 亿元以上，从 TOP50 股票流通市值分布图中可以看出，有 3 家公司的最新流通市值超过 1000 亿元，分别是盐湖股份、北方稀土和合盛硅业。

四是估值普遍较高。截至 2021 年 12 月 31 日收盘，A 股的最新市盈率（整体法）为 19.69 倍，上述 50 只个股中有 32 只个股的市盈率均超 A 股，此外，有 13 家公司的市盈率均超百倍。

五是三季度获机构持仓。截至 2021 年三季度末，上述 50 只个股中有 36 只个股获公募基金、券商、社保基金、QFII 等机构持仓，合计持仓量达 16.67 亿股。从个股持有情况来看，远兴能源、双环传动、北方稀土、天合光能 4 只个股获得上述机构合计持仓量均超 1 亿股。

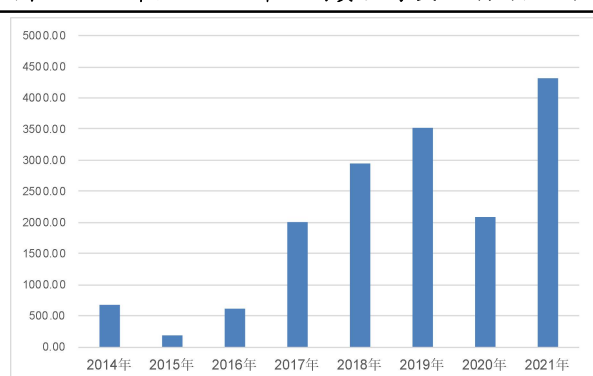
延伸阅读

- 《A股连续6日成交额破万亿元 三因素支撑投资者“购买力”》 证券日报 2020年2月27日
- 《辩证看待A股持续万亿元成交现象》 证券日报 2021年09月08日
- 《成交额超万亿元已保持44个交易日 四方面彰显A股活力和定力》 证券日报 2021年9月23日
- 《全国碳排放权交易正式启动 详解股市四大优质赛道》 证券日报 2021年7月17日
- 《连续49个交易日成交额超万亿 A股三季度成交创出新纪录》 新民晚报 2021年10月9日

2.2.4 2021年北向资金分析

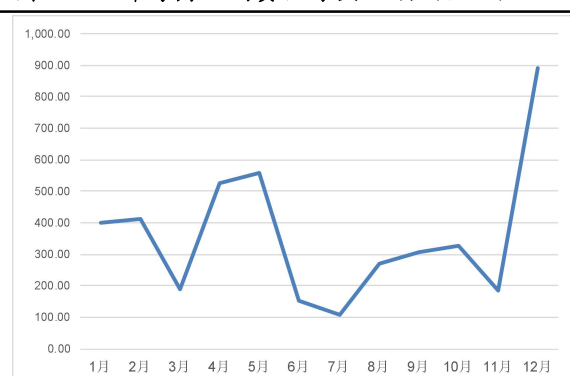
2.2.4.1 2021年北向资金概况

图：2014年至2021年北向资金净买入额（亿元）



资料来源：同花顺，证券日报

图：2021年每月北向资金净买入额（亿元）

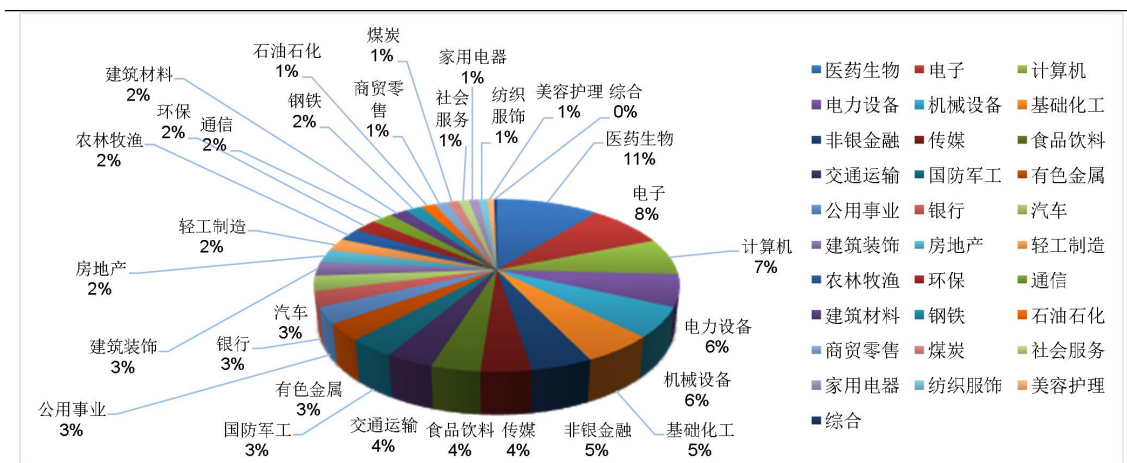


资料来源：同花顺，证券日报

2021年A股对外资吸引力持续增强，越来越多国际金融机构和投资者加码布局中国市场。同花顺数据统计发现，2021年北向资金持续涌入A股，期间累计净买入额达4321.69亿元。按月度统计，北向资金实现连续12个月净买入，其中12月份、5月份和4月份的净买入额最高，分别为889.92亿元、557.76亿元和526.07亿元。

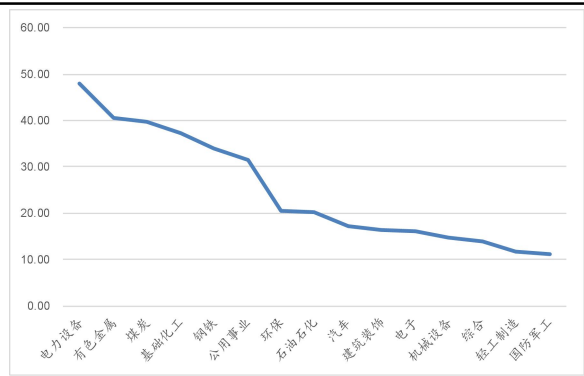
2.2.4.1 北向资金新进和增持基本情况

图：北向资金持有申万一级行业分布图



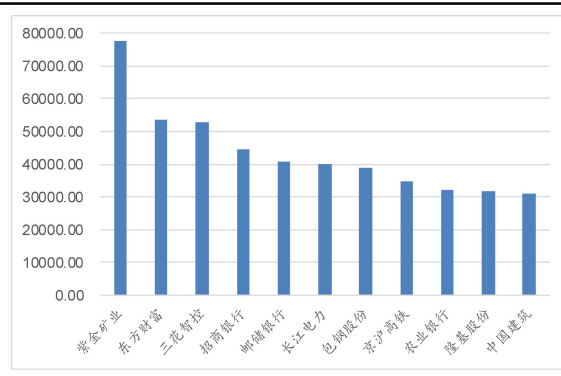
资料来源：东方财富 choice，证券日报

图：2021年北向资金新进和增持超3亿股个股（万股）



资料来源：同花顺，证券日报

图：2021年北向资金新进和增持超3亿股个股（万股）



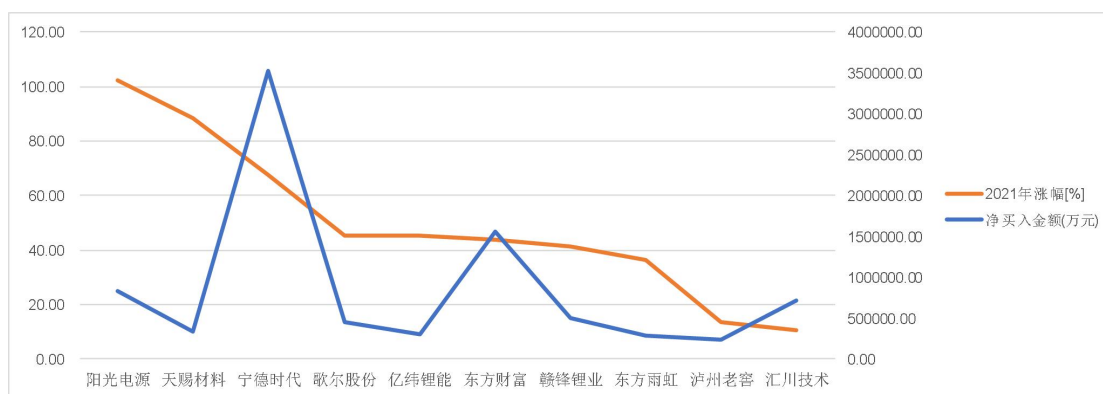
资料来源：同花顺，证券日报

同花顺数据显示，截至2021年12月31日，北向资金共持有2319只个股，与2020年相比，共有1088只个股获北向资金新进和增持，占比逾四成。从新进增持股行业分布角度看，如图所示北向资金对医药生物（118只）、电子（88只）、计算机（75只）三大行业新进增持股数量最多。

进一步统计显示，北向资金新进增持数量超500万股的个股有635只，包括紫金矿业（77546.70万股）、东方财富（53680.26万股）、三花智控（52942.43万股）、招商银行（44381.09万股）、邮储银行（40616.52万股）等66只个股期间均受到1亿股以上北向资金增持；包括埃斯顿（9675.85万股）、华域汽车（9479.61万股）、广汇能源（9380.78万股）、宋城演艺（9272.91万股）、科顺股份（9083.44万股）等394只个股期间北向资金合计增持数量虽然不超过1亿股，但也超过1000万股。

2.2.4.3 沪股通、深股通前十大活跃股情况

图：北向资金净买入额超2000万元且年内实现上涨活跃股一览



资料来源：东方财富 choice，证券日报

2021 年，共有 115 只个股登上沪股通、深股通的前十大活跃股榜单，在这些个股中，期间共有 72 只实现北向资金净买入，合计净买入额达 1477.23 亿元。

表：北向资金净买入额前十位活跃股一览

代码	名称	上榜次数	买入金额 (万元)	卖出金额 (万元)	净买入金额 (万元)	股票成交金额 (万元)
300750.SZ	宁德时代	229	26812078.79	23290030.48	3522048.31	166935220.64
300059.SZ	东方财富	197	15242952.20	13683887.87	1559064.33	177267208.26
000333.SZ	美的集团	104	7239702.31	6112883.77	1126818.54	67416800.96
300760.SZ	迈瑞医疗	82	5151554.78	4306114.18	845440.60	50689360.43
300274.SZ	阳光电源	170	11817746.13	10989240.68	828505.45	105283012.49
300124.SZ	汇川技术	22	1485079.00	773180.27	711898.73	40259943.86
002460.SZ	赣锋锂业	101	5732014.73	5238690.82	493323.91	118747599.33
002475.SZ	立讯精密	117	7067274.84	6612511.28	454763.57	82951700.83
002241.SZ	歌尔股份	84	4956754.27	4507637.88	449116.38	77983017.33
002709.SZ	天赐材料	16	1001810.99	668981.69	332829.30	52555931.67

资料来源：东方财富，证券日报（截至 2021 年 12 月 31 日）

有 3 只个股期间北向资金合计净买入额超 100 亿元，分别为宁德时代（3522048.31 万元）、东方财富（1559064.33 万元）、美的集团（1126818.54 万元）；包括迈瑞医疗（845440.60 万元）、阳光电源（828505.45 万元）、汇川技术（711898.73 万元）、赣锋锂业（493323.91 万元）、立讯精密（454763.57 万元）等在内的 23 只个股期间获得北向资金加仓虽然不及 100 亿元，但也获得 10 亿元以上加仓。

英大证券首席经济学家李大霄对此评价称：“北向资金流入 A 股市场主要是受 A 股市场行情影响，2021 年年初，北向资金流入相对较多，而进入下半年，北向资金流入则相对减少，北向资金的流入量是与当月行情热度直接相关。北向资金的动向则反映了当市场处于高位时，外资相对比较谨慎。2021 年市场的两个高点分别是年初的 3731.69 点和第三季度的 3723.85 点，当这样的高点出现时，北向资金就会出现趋缓流入。”

李大霄说：“医药生物行业获得北向资金青睐原因有二，首先是因为近年来美股市场掀起生物医药热，港股市场也受其影响掀起热潮，而后又进一步传递到 A 股市场，从逻辑角

度看主要就是传导过程；其次 A 股市场 IPO 进一步提速，也刺激了医药生物行业在二级市场的热度。”

中南财经政法大学数字经济研究院执行院长、教授盘和林认为，“我国经济提前全球复苏，并以国内强劲制造业支撑全球供应链运行，所以，我国经济基本面是外资流入的主要原因，同时我国还存在潜在的人民币升值压力，人民币资产升值空间巨大，这使得外资流入更加积极。2021 年 5 月份，外资流入比较集中的原因比较多，主要是经济层面的，比如我国疫苗出口占得全球先机，股市在 5 月之前走势强劲，全球通胀上行周期使得商品贸易表现活跃。”

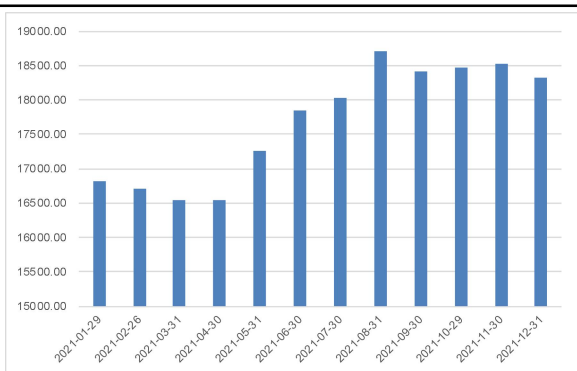
延伸阅读：

- 《沪港通运行将满七周年 北向资金累计净流入逾 1.53 万亿元》 证券日报 2021 年 12 月 12 日
- 《北向资金大调仓！加仓市值 3700 亿元“券茅”超 27 亿元 减仓家电巨头超 19 亿元》 中国证券报 2021 年 11 月 14 日
- 《融资客与北向资金透露主力调仓密码，私募看好这些方向》 中国证券报 2021 年 3 月 17 日
- 《外资三季度动向：加仓新能源 低吸大消费》 上海证券报 2021 年 10 月 29 日
- 《北向资金大进大出，外资配置短期生变》 第一财经 2021 年 7 月 29 日

2.2.5 2021 年融资融券资金分析

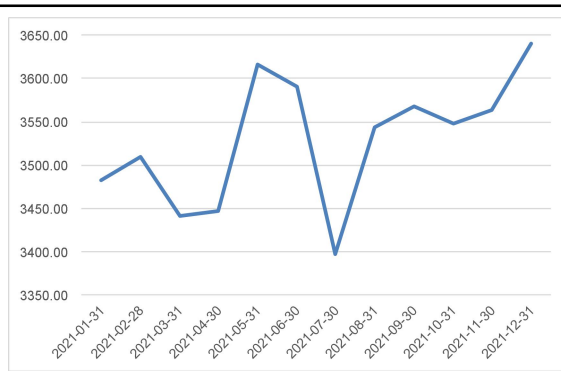
2.2.5.1 2021 年融资融券资金概况

图：2021 年每月最后一个交易日沪深两市两融余额图（亿元）



资料来源：同花顺，证券日报

图：2021 年每月最后一个交易日上证指数收盘点位



资料来源：同花顺，证券日报

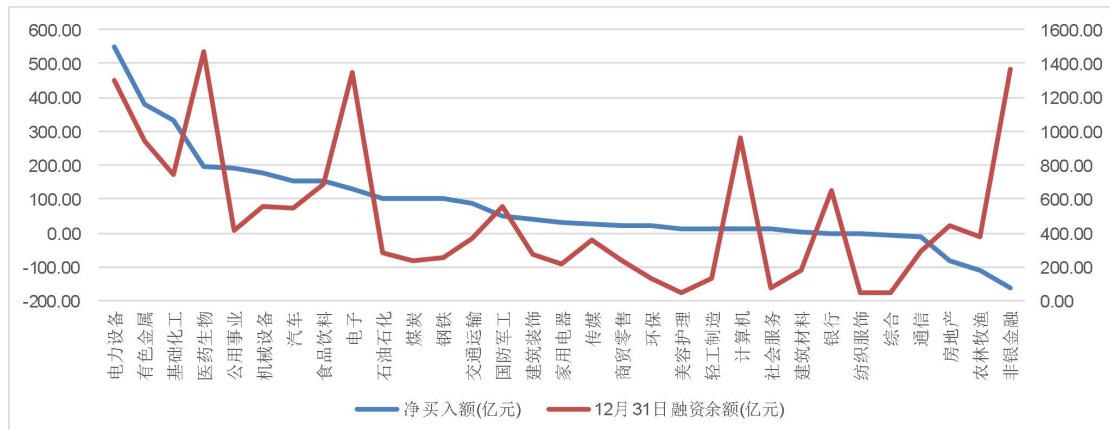
2021 年两融资金整体处于高位，从年初的 16436.46 亿元逐渐攀升，达到 9 月 15 日的最高点 19267.36 亿元。截至 2021 年 12 月 31 日，两融资金虽然出现回落，但仍稳定在 18000 亿元上方，虽不及 2015 年历史高点 22730.35 亿元，但总体仍处于高位。

2021 年，尽管上证指数期间累计上涨幅度为 4.80%，但两融余额依旧保持了稳步增长。

截至12月31日,两融余额为18321.91亿元,较年初上涨11.47%。其中,融资余额为17120.51亿元,融券余额1201.40亿元。

2.2.5.2 2021年融资买入行业布局

图: 2021年融资买入申万一级行业分布及截止日行业融资余额图

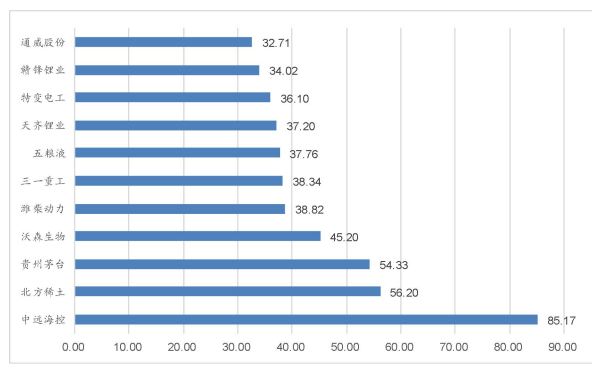


资料来源: 东方财富 choice, 证券日报

在行业投资布局方面,2021年在31个申万一级行业中有24个获得融资客加仓,电力设备、有色金属、基础化工三大行业受到特别青睐,期间累计净买入额分别为582.37亿元、414.16亿元、331.93亿元。

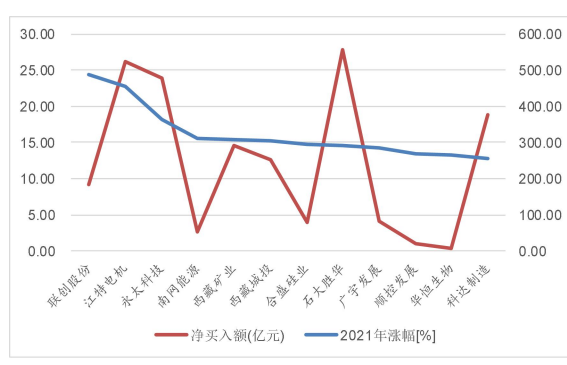
2.2.5.3 2021年融资客加仓个股简况及市场行情

图: 2021年融资净买入额超30亿元个股图
(亿元)



资料来源: 同花顺, 证券日报

图: 2021年获两融资金加仓且涨幅超过250%个股



资料来源: 同花顺, 证券日报

个股方面,同花顺 iFinD 数据显示,2021年,共有1428只个股获融资客加仓,其中,

有 686 只个股期间获融资客净买入额超 1 亿元。中远海控、北方稀土、贵州茅台、沃森生物 4 只个股，期间融资净买入额居前均超 40 亿元，分别为 851652.80 万元、562012.51 万元、543334.84 万元、452030.84 万元。而潍柴动力、三一重工、五粮液、天齐锂业、特变电工、赣锋锂业、通威股份 7 只个股期间融资净买入额虽未达到 40 亿元，但也超过 30 亿元。

融资资金的流入对上述 1428 只个股的股价上涨也提供了有力的支撑，截至 2021 年 12 月 31 日，有 761 只个股期间跑赢大盘（上证指数涨 4.80%），占比 53.29%，其中，联创股份（488.93%）、江特电机（456.57%）、永太科技（364.70%）、南网能源（310.40%）、西藏矿业（309.32%）、西藏城投（304.87%）6 只个股期间累计涨幅均超 300%，表现优异。

英大证券首席经济学家李大霄对此评价称：“从两融余额数据可见，整个市场热度在下行。9 月份两融余额达到高点 19153.65 亿元，这一数据与 2015 年的高点 2.27 万亿元峰值已相当接近，也非常靠近 2021 年的市场高点，此后逐步呈现出高位回落特征。**电力设备、有色金属、基础化工三大行业获得融资客青睐**，主要是因为这三大行业 2021 年热度较高，融资客信心较足。越热门的股票就容易受到融资客青睐，但相应的风险也会集中出现在这些股票上，而这些股票调整起来的幅度也非常大。”

两融资金 2021 年投资具有三大特征，中南财经政法大学数字经济研究院执行院长、教授盘和林说：“首先，融资依然围绕热点，融资客投资紧随趋势变化；其次，融资者往往面对行情机遇的时候存在一定的滞后性，加杠杆容易，去杠杆较为缓慢，尤其是对于周期股的融资投资，往往附带了比较高的风险。亦可以看出，我国散户为主的市场格局，需要加大杠杆风险教育；最后，2021 年融资客热衷于周期股的投资。电力设备、有色金属、基础化工都是周期产业。”

延伸阅读：

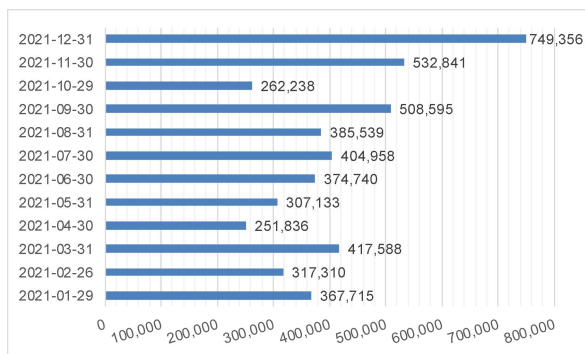
- 《融资融券别跑偏了》 经济日报 2021 年 9 月 9 日
- 《三季度两融余额增近 600 亿元 五大行业成投资热点》 证券日报 2021 年 10 月 8 日
- 《两融 6 年新高不是偶然，整体风控今非昔比》 证券时报 2021 年 9 月 11 日
- 《牛市的味道！两融余额已达 1.9 万亿，创 6 年来新高，这三大板块融资买入最多》 券商中国 2021 年 9 月 12 日
- 《新形势下应防范两融绕标套现风险》 每日经济新闻 2021 年 9 月 17 日

2.2.6 大宗交易情况分析

2021 年共有 2583 只股票出现了大宗交易，涉及金额约 81170 亿元。主要是针对机构投资者，是解决大额交易面临的市场流通性差、价格稳定性差、交易成本高的问题，而大宗交易的目的又复杂多样：

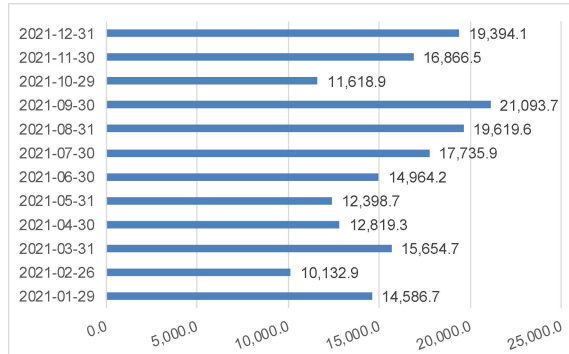
- 机构套现套利。
- 基金公司持仓调仓。为避免大量抛售对二级市场的冲击和压力，避免引起投资者恐慌和关注，通过大宗交易的方式达到目的。
- 大股东通过大宗交易方式减持公司股票。
- 利益输送。目前 A 股大宗交易大多数都是折价成交。

图：大宗交易月度累计成交量(万股)



资料来源：同花顺，证券日报

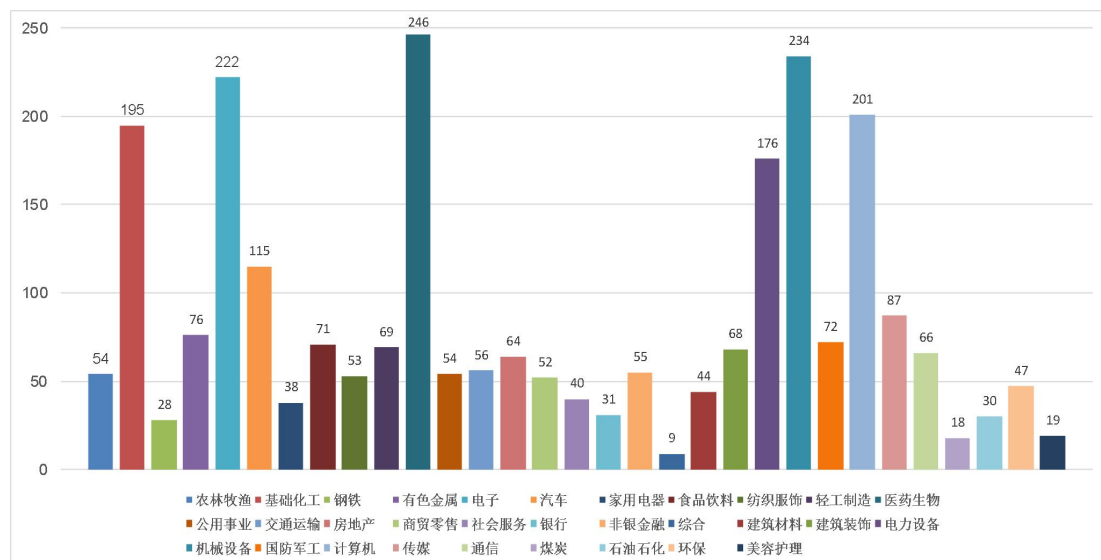
图：A股月度累计成交量(亿股)



资料来源：同花顺，证券日报

2021年，大宗交易成交量最少的是4月，最多的是12月。大宗交易往往有引领作用，大宗交易成交量达到顶峰后，A股交易率也会紧随其后。年内成交量也与大宗交易的成交量呈现正相关。如果连续出现高溢价的交易，表明主力资金涌入意愿强烈；如果连续出现高折价的交易，说明抛售意愿高涨，存在高位套现的意图。

图：大宗交易发生行业分布统计



资料来源：同花顺，证券日报

大宗交易行业分布如图，发生频率最高的几个行业是医药生物、机械设备、电子、计算机和基础化工。

表：2021年大宗交易按交易次数排序前五名

代码	名称	交易区间	交易次数	成交量(万股)	成交金额(万元)	申万行业
600519.SH	贵州茅台	2021-01-04至2021-12-31	525	647.3400	1,277,867	白酒III
600145.SH	*ST新亿	2021-07-05至2021-12-23	508	25,190.0000	40,862	贸易III
300454.SZ	深信服	2021-04-14至2021-12-21	285	2,843.9100	504,687	横向通用软件
002415.SZ	海康威视	2021-01-04至2021-12-27	257	26,479.2000	1,503,259	安防设备
603288.SH	海天味业	2021-01-29至2021-12-03	251	4,340.6500	501,574	调味发酵品III

资料来源：同花顺，证券日报

纵观 2021 年全年个股方面，从交易次数角度看，贵州茅台、ST 新亿、深信服、海康威视、海天味业排名靠前。由于贵州茅台的高位股价，即便买卖的股票数量不大，也会通过大宗交易的方式进行转让。

表：2021 年大宗交易按成交金额排序前五名

代码	名称	交易区间	交易次数	成交量(万股)	成交金额(万元)	申万行业
002415.SZ	海康威视	2021-01-04至2021-12-27	257	26,479	1,503,259	安防设备
000002.SZ	万科A	2021-01-04至2021-12-28	71	53,191	1,301,537	住宅开发
600519.SH	贵州茅台	2021-01-04至2021-12-31	525	647	1,277,867	白酒III
300750.SZ	宁德时代	2021-01-04至2021-12-30	181	3,274	1,260,679	锂电池
600276.SH	恒瑞医药	2021-01-05至2021-12-28	128	16,849	1,191,002	化学制剂

资料来源：同花顺，证券日报

从成交金额看，海康威视、万科 A、贵州茅台位居前列，且成交金额均超百亿。折价率方面，年内盐湖股份在 2021 年 8 月 10 日以均值 74% 的高折价率“夺冠”，盐湖股份因连续三年亏损，于 2020 年 5 月 22 日暂停上市，恢复上市首日遭遇高折价抛售，成交量达 860.73 万股，应为长达近一年“锁定”后的机构套现行为。随后 9 月末，11 月盐湖股份依旧多次现身大宗交易，期间股价跌幅也达到了 50%。

2021 年多数高折价的抛售均发生在第三季度，其中包括运达股份、智动力、连城数控等，或每年第四季度公募基金等机构考核相关，机构一方面试图减少仓位保存盈利，一方面也开始为来年的调仓换股作铺垫。

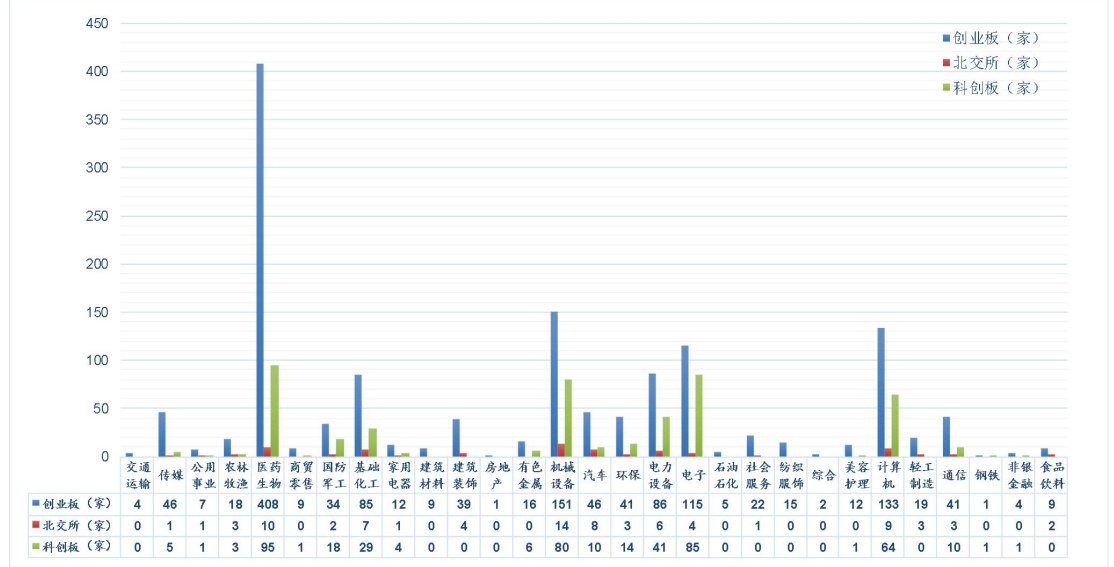
从个股溢价率角度看，2021 年内多起溢价率超过 30% 的公司是创远仪器、贝特瑞、德瑞锂电，行业集中在锂电池和通信设备上，表明主力资金借道大宗交易拉升主力赛道的意图明显。

2.2.7 科技创新类

表：科创板、创业板、北交所对比

科创板	创业板	北交所
优先支持符合国家科技创新战略、拥有关键核心技术等先进技术、科技创新能力突出、科技成果转化能力突出、行业地位突出或者市场认可度高等的科技创新企业。	定位于高成长、高科技企业，互联网模式很多属于技术、模式与服务融合。对于行业的包容性大于科创板。	创新型中小企业，重点支持先进制造业和现代服务业等领域的企业，推动传统产业转型升级。

图：科创板、创业板、北交所行业分布统计



资料来源：同花顺，证券日报

由图表可以看出，科创板、创业板、北交所都是集中推动传统行业转型升级的，行业主要分布于生物医药、机械设备、电力设备、计算机。原则上不支持农林牧渔、纺织化工、食品饮料的制造业、金融、房地产等传统行业，但支持上述行业与互联网、大数据、人工智能、云计算等新技术、新产业融合的创新型企业。

2021 年新能源汽车渗透率加速、碳达峰碳中和概念提出、财政部加大科技投入，把支持打好关键核心技术攻坚战作为财政工作的一大重点，硬核科技在此迎来了历史黄金机遇。因此科创板、创业板以科技为导向的公司发展势头强劲，同时支持中小企业创新发展，深化新三板改革，打造服务创新型中小企业主阵地的北京证券交易所应势而生。

创业板方面，自 2021 年 3 月 9 日起，创业板指经过短期的震荡调整后一路上涨，至 8 月 4 日创年内新高，站上 3563 点，反弹幅度达到 35.3%。科技股涨势迅猛，短期来看是资金加注的结果，长期看则是产业周期的轮动，年内与新能源概念息息相关的事件迅速升温，比如碳达峰、碳中和概念的提出，新能源车对传统燃油车的加速替代，据华西证券汽车研究所数据显示，我国新能源车的市场渗透率在年中达到了 12%。

图：2021 年创业板指走势



资料来源：同花顺，证券日报

图：2021 年宁德时代日收盘价走势

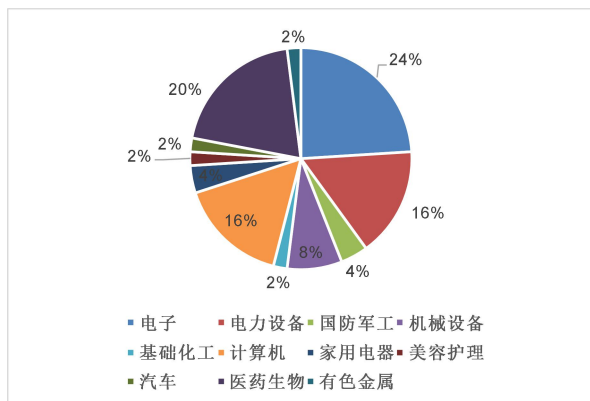


资料来源：东方财富，证券日报

因新能源、医疗、芯片等板块是创业板指数中重要的成份股，权重股的暴涨推动了创业板指数的上涨，尤其是创业板史上第一支市值超万亿的新能源巨头——宁德时代，作为创业板指数第一大权重股，股票价格走势与指数高度相关。

科创板方面，几乎与创业板同步稳扎稳打一路飙升的是跟踪科创板市值 TOP50 的科创 50 指数，年内指数也走出了成立以来非常可观的一波行情。其中科创板市值超千亿元的公司有 7 家，分别是百济神州、中芯国际、吉利汽车、天合光能、传音控股、大全能源、金山办公，集中在汽车、电子、计算机、电力设备等高景气行业。

图：科创 50 行业分布



资料来源：同花顺，证券日报

图：2021 年科创 50 收盘价



资料来源：同花顺，证券日报

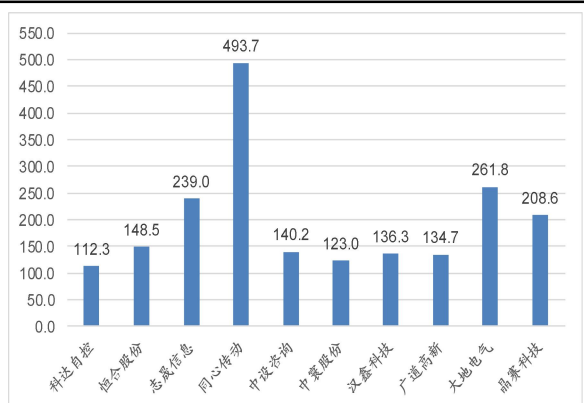
天风证券表示，5G 产业周期正处在中游硬件端向下游应用端传导的过程中，叠加核心技术国产化逻辑，中游硬件端景气度远远高于下游的应用端和上游的通信传输端，对应科创板电子板块景气度要好于计算机，超额收益也要更高。年中的高速发展行情也说明 5G 的硬件端还在向物联网、VR/AR、无人驾驶、人工智能、智慧城市等应用场景的广阔领域进阶发展的阶段中，科创 50 指数中有六成的权重股都来源于中端的电子或者电子设备行业。

北交所于 2021 年 11 月 15 日正式开市，首批共 81 家上市企业，有 71 家由存量精选层公司平移而来，另有 10 家是已完成公开发行等程序的企业，10 只新股平均募集资金 1.75 亿元。首批上市企业的经营状况稳健、成长性较为突出，大部分属于行业细分领域的排头兵，

部分企业在同行业中处于国内领先地位，其中 16 家已成为国家级“专精特新”企业，占比接近两成。

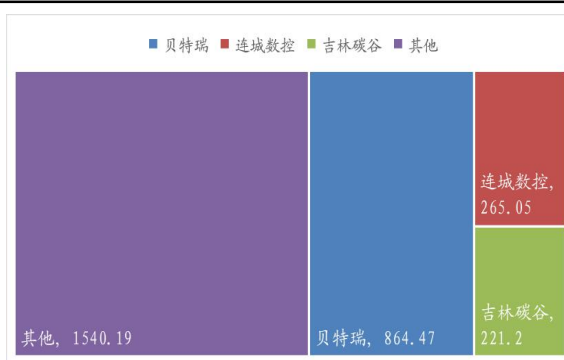
交所开市首日，个人投资者踊跃开户，新增合格投资者达 18 万户，较开市前日均开户数（4.5 万户）增长近 3 倍。此外，公募基金也加速入场，11 月 16 日，华夏等 8 家基金公司均在官网披露了北交所主题基金的发售公告。其中，华夏、万家、嘉实、大成、易方达 5 家基金公司的募集起止日期为 11 月 19 日至 11 月 25 日（5 个交易日），南方、广发、汇添富 3 家基金公司的募集起止日期为 11 月 19 日至 12 月 2 日（10 个交易日）。

图：北交所上市新股上市首日涨跌幅（%）



资料来源：同花顺，证券日报

图：北交所公司市值分布（亿元）



资料来源：同花顺，证券日报

新股上市首日不设涨跌幅限制，但股价相比开盘价涨跌达到 30% 或 60% 将临时停牌 10 分钟，10 只新股收盘全部上涨，平均涨幅 199.80%，其中最为亮眼的是同心传动，涨幅达到 493.7%。同花顺数据显示，首个交易日 81 只股票合计成交 95.76 亿元，其中大宗交易成交 3 万股、336 万元。

北交所主要目标之一还是创新型中小企业，“更小、更早、更新”既体量更小，所处行业发展阶段更早，以成长期创新型公司为主，相比成熟期的公司未来机会更大，同时风险性也更大。而且北交所初期的体量对沪深两市的分流还是有限的，截至 2021 年 12 月 31 日沪市总流通市值 43.55 万亿元，深市总流通市值 31.61 万亿元，与沪深交易所的 70 多万亿元总流通市值相比，现北交所的流通市值还不足 5000 亿元。北交所上市公司总市值为 2890.91 亿元，市值排名前三位的公司分别为贝特瑞（864.47 亿元）、连城数控（265.05 亿元）和吉林碳谷（221.20 亿元）。

兴业证券首席经济学家王涵表示：在**市场表现**方面，北交所公司收益水平相对占优；**估值水平**方面，相对科创板与创业板存在一定折价；**市值规模**方面，首批上市公司市值更小且呈“断层式”分化；**行业分布**方面，首批上市公司集中分布在先进制造业和现代服务业等领域，专精特新公司占比未来有望进一步提升；**财务指标**方面，北交所上市公司营收增速较高而净利润增速相对居后，ROE 与毛利率水平高于主板，研发支出占营收的比重居中但增速居前，未来随着北交所上市公司规模化盈利能力逐渐增强，净利润增速也有望实现较快提升。

延伸阅读

○《北交所是真“香”，但投资切忌盲目》 经济日报 2021 年 9 月 18 日

- 《北交所开市“满月”：资金偏爱头部公司 在审企业成长性突出》 证券日报 2021 年 12 月 13 日
- 《北交所成立后，对科创板、创业板有何影响？》 华夏基金 2021 年 11 月 16 日
- 《开市后何时走高？创业板和科创板花了两年以上，那北交所呢？》 华尔街见闻 2021 年 11 月 10 日
- 《MSCI 大消息！50 只 A 股新纳入，科创板股票批量进“购物车”》 中新经纬 2021 年 11 月 12 日

2.3 交易所债券市场交易

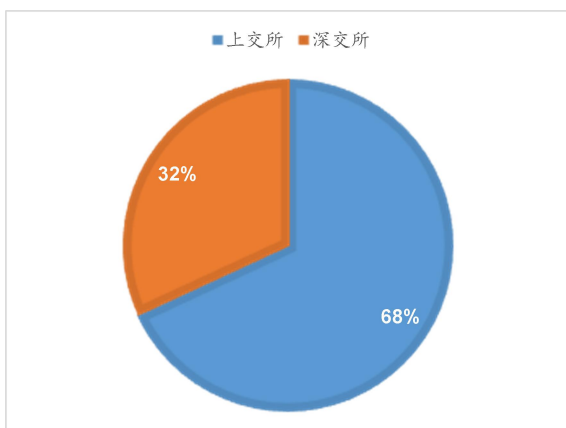
2.3.1 沪深交易所债券发行情况

2021 年债券市场整体呈现牛市。2021 年 10 年期国债收益率曲线上半年在经历一段小幅攀升后平缓下滑，下半年经历一段陡峭下滑后转为低位震荡前行。虽然 2021 年债券收益率整体下行，但市场利率水平依然保持在合理区间。

历史上交易所违约占比较低，但 2015 年交易所放开公司债发行主体范围后发行量激增，而 2021 年底迎来到期量高峰，加上目前发债融资低迷，净融资持续为负，交易所债券信用风险不容小觑。

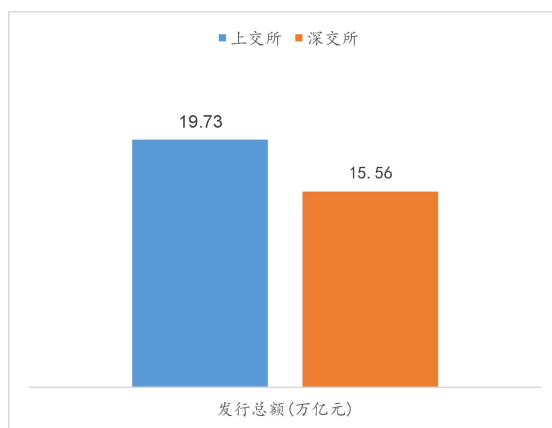
债券作为一种重要融资渠道，近几年取得了快速的发展。2021 年交易所债券市场融资金额继续保持快速增长。同花顺数据显示，沪深交易所债券市场所有债券发行总额为 31.88 万亿元，从下图可以看出，其中，上海证券交易所发行 9111 只，发行总额为 19.73 万亿元，深圳证券交易所发行 4267 只，发行总额为 15.56 万亿元。

图：2021 年沪深两个交易所债券发行期数（只）



资料来源：同花顺，证券日报

图：两个交易所债券发行总额情况（万亿元）



资料来源：同花顺，证券日报

2021 年 10 月份，易会满主席在金融街论坛年会的演讲中指出，债券市场高质量发展，需要推动形成各方归位尽责、市场约束有效的制度环境和良好生态。一是要补齐服务短板、进一步突出创新点。服务实体经济是债券融资服务的天职。要继续坚持“两个毫不动摇”的方

针，推动提升民营企业、中小企业发债融资的可得性和便利性。稳步扩大“双创”债、绿色债等发行规模。加快推进基础设施 REITs 试点，助力形成存量资产和新增投资的良性循环。

从下面的表中可以看出，截至 2021 年 12 月 31 日，沪深两个交易所合计有 29107 只债券，从债券数量占比来看，公司债、地方政府债、资产支持证券三类债券的数量占比位居前三，分别占 36.59%、26.56%、22.87%。从债券余额来看，地方政府债的余额为 303000.85 亿元，位列首位，其次是国债为 198289.80 亿元，公司债为 97728.18 亿元，其债券余额占比分别为 44.45%、29.09%、14.34%。

表：截止日沪深交易所债券余额情况

债券类别	债券数量 (只)	债券数量 占比(%)	债券余额 (亿元)	债券余额 占比(%)
国债	187	0.64	198289.80	29.09
记账式国债	182	0.63	187325.80	27.48
储蓄国债	0	0.00		
凭证式国债	0	0.00		
其他国债	5	0.02	10964.00	1.61
地方政府债	7730	26.56	303000.85	44.45
地方政府一般债券	1867	6.41	122079.92	17.91
地方政府专项债券	5091	17.49	155760.30	22.85
地方政府置换一般债券	424	1.46	14008.28	2.05
地方政府置换专项债券	348	1.20	11152.36	1.64
央行票据	0	0.00		
金融债	977	3.36	24445.54	3.59
政策性金融债	31	0.11	1711.10	0.25
国家开发银行	20	0.07	1155.00	0.17
中国进出口银行	5	0.02	186.10	0.03
中国农业发展银行	6	0.02	370.00	0.05
商业银行债券	0	0.00		
普通债	0	0.00		
次级债	0	0.00		
混合资本债	0	0.00		
二级资本工具	0	0.00		
其他一级资本工具	0	0.00		
非银行金融机构债	946	3.25	22734.44	3.34
普通非银行金融机构债	3	0.01	403.00	0.06
证券公司次级债	260	0.89	5615.61	0.82
保险公司债	1	0.00	13.00	0.00
证券公司债	682	2.34	16702.83	2.45
金融企业短期融资券(CP)	0	0.00		
企业债	2343	8.05	19461.19	2.85

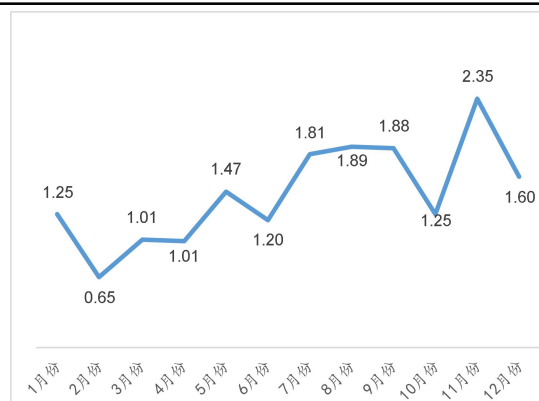
一般企业债	2321	7.97	19326.59	2.84
中央企业债	37	0.13	1715.58	0.25
地方企业债	2258	7.76	17369.62	2.55
其他一般企业债	26	0.09	241.38	0.04
集合企业债	22	0.08	134.60	0.02
中小企业集合债券(SMECB)	3	0.01	20.00	0.00
小微企业增信集合债券	19	0.07	114.60	0.02
可分离可转债	0	0.00		
可转债	416	1.43	7011.94	1.03
公司债	10649	36.59	97728.18	14.34
一般公司债	4082	14.02	48278.03	7.08
私募公司债	6567	22.56	49450.15	7.25
中小企业私募债	0	0.00		
中小企业私募集合票据	0	0.00		
非公开发行公司债券	6567	22.56	49450.15	7.25
国际机构债	0	0.00		
国际开发机构债	0	0.00		
外国人民币主权债券	0	0.00		
外国地方政府人民币债券	0	0.00		
其他国际机构债	0	0.00		
资产支持证券	6657	22.87	24283.14	3.56
信贷资产支持证券(ABS)	0	0.00		
住房抵押贷款证券(MBS)	0	0.00		
不良资产支持证券(NPAS)	0	0.00		
其他信贷资产支持证券(ABS)	0	0.00		
资产支持票据(ABN)	0	0.00		
企业资产支持证券	6657	22.87	24283.14	3.56
保险资产支持证券	0	0.00		
非公开定向债务融资工具(PPN)	0	0.00		
中期票据	0	0.00		
集合票据	0	0.00		
一般中小企业集合票据(SMECN)	0	0.00		
区域集优中小企业集合票据(SMECN II)	0	0.00		
短期融资券	0	0.00		
一般短期融资券(CP)	0	0.00		
金融企业短期融资券(CP)	0	0.00		
超短期融资券(SCP)	0	0.00		
其他债券	0	0.00		
同业存单	0	0.00		
一般同业存单	0	0.00		
自贸区同业存单	0	0.00		

项目收益票据(PRN)	0	0.00		
可交换债券	88	0.30	1509.83	0.22
可交换债券(公募)	12	0.04	475.75	0.07
可交换债券(私募)	76	0.26	1034.08	0.15
政府支持机构债	60	0.21	5950.00	0.87
标准化票据	0	0		
合计	29107	100	681680.46	100

资料来源：同花顺，证券日报

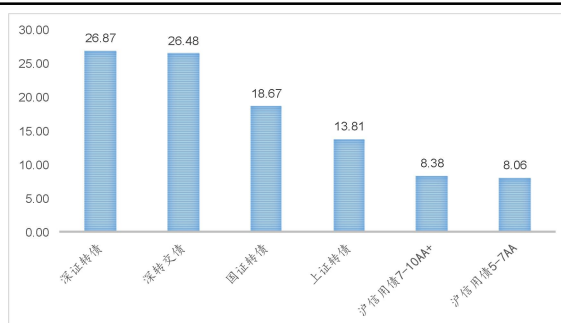
2.3.2 沪深交易所债券交易情况

图：每个月份沪深交易所成交额（万亿元）



资料来源：同花顺，证券日报

图：涨幅超7%的交易所债券指数情况（%）



资料来源：同花顺，证券日报

2021年，上交所和深交所债券期间累计成交金额为17.37万亿元，其中，上交所成交额为6.38万亿元，深交所成交额为10.55万亿元。从每个月份沪深交易所成交额图中可以看出，11月份、8月份、9月份成交额居前，分别有2.35万亿元、1.89万亿元、1.88万亿元。从交易所债券指数涨幅图来看，2021年，深证转债期间累计涨幅高达26.87%，位居首位，深转交债紧随其后为26.48%，国证转债、上证转债、沪信用债7-10AA+、沪信用债5-7AA期间累计涨幅均超8%。

平安证券在债券2022年度报告中表示，市场生态演变，配置、交易两难。2022年10年国债或下行至2.7%，呈现震荡偏牛的格局。策略上，建议投资者整体维持中性偏多的仓位，配置把握利率高点和政府债供给节奏，关注地方债品种定价差。对于交易盘而言，建议投资者围绕资金面增加做多频率，同时关注量化交易型选手增加对交易节奏的影响。

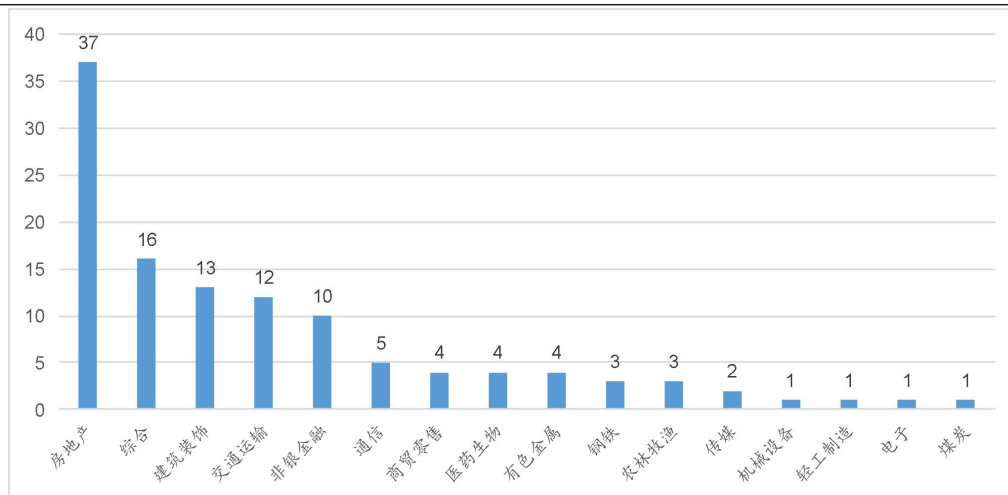
国盛证券2022年债券市场年度策略中表示，预计明年债市利率先下后上呈现V形走势，低点可能达到2.6%左右。由于当前政策效果有限且经济继续放缓，预计在社融回升之前利率将继续向下。而后随着更为有力的政策推动信用实质性扩张，利率也将开启上升趋势，这需要密集关注政策，特别是中央经济工作会议、两会等关键时点。而从幅度上来看，从利差收窄空间估计，以及通过基本面、政策和长端利率对应关系来估算，10年期国债都可能下降到接近2.6%左右水平。因此，当前环境下，宜拉长久期，等待利率下行。并密切关注政策变化，如果政策有较大的实质性变化，则转为缩短久期。总体策略为持仓而行，见机而变。

2.3.3 年内债券违约事件

2021 年上交所和深交所总计发生了 117 次债券违约事件，从违约事件类型来看，主要涉及三类违约事件，分别是本息违约（67 次）、展期（40 次）、利息违约（10 次），合计违约金额为 883.46 亿元。上述违约债券产品涉及 50 家发行人，其中，四川蓝光发展股份有限公司、海南航空控股股份有限公司发生债券违约次数较多，分别为 8 次和 6 次。

从违约债券类型来看，主要是公司债发生违约事件，期间累计发生 115 次，可交换债券有 2 次。从违约事件发生行业来看，从下图可以看出，房地产行业发生 37 次，位居首位，远远高于其他行业，综合、建筑装饰、交通运输等 3 个行业发生违约事件的次数也均在 10 次以上。机械设备、轻工制造、电子、煤炭发生债务违约事件次数均为 1 次。

图：债券违约事件涉及行业情况（次）



资料来源：同花顺，证券日报

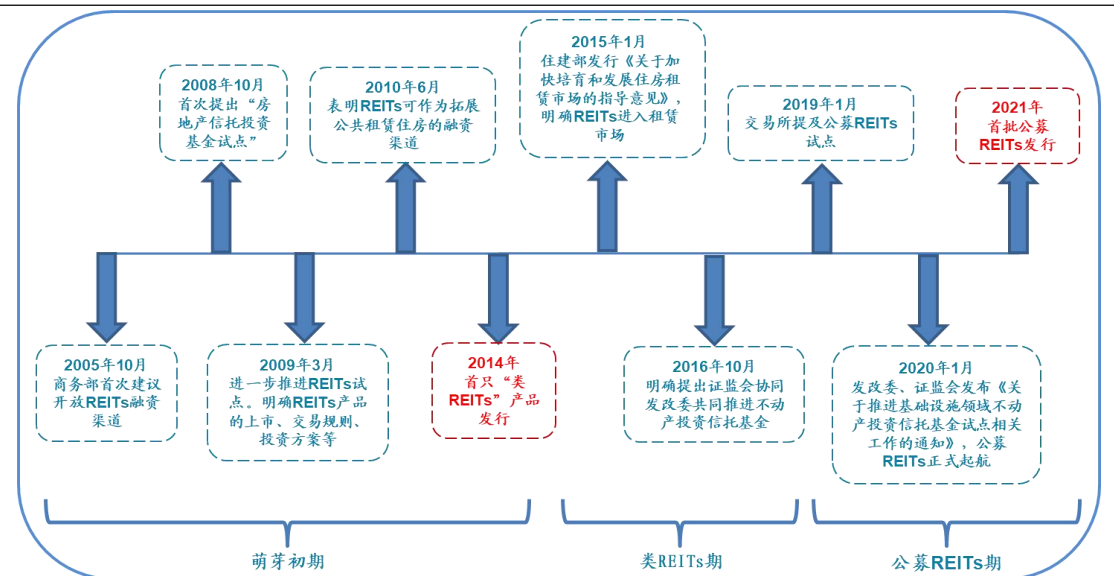
延伸阅读

- 《外资净增持境内债券和股票 传递出三重信号》 证券日报 2021 年 2 月 22 日
- 《沪深交易所发布公司债券 投资者权益保护参考文本》 证券日报 2021 年 8 月 14 日
- 《四大亮点看上交所债券交易新规：消除股债“强耦合” 最大亮点在做市商制度提高流动性》 财联社 2021 年 4 月 30 日
- 《易会满重磅讲话！注册制不搞“拿来主义”，遏制过度发债融资》 华夏时报网 2021 年 10 月 20 日
- 《沪深交易所完善公司债券注册制配套制度，明确审核标准及程序》 第一财经 2021 年 5 月 19 日

2.4 其他证券

2.4.1 我国推进公募 REITs 的过程

图：我国 REITs 发展历程



资料来源：证券日报

REITs 作为不动产资产证券化的重要渠道之一，我国早在 2005 年美国次贷危机后就进入了早期的理论探索阶段。到 2014 年首只“类 REITs”产品“中信启航专项资产管理计划”的推出，虽然“类 REITs”产品存在流动性差、缺乏免税政策、缺失分红机制等问题，但进一步为不动产金融开启了新思路，加快了制度的研究和试点的推进。2021 年我国首批公募基础设施证券投资基金（REITs）正式上市。

公募 REITs 的上市，从宏观经济角度讲，有利于落实租住同权，住房不炒等宏观政策，避免大规模投资房产的投机行为。从不动产企业角度讲，在存量阶段，有利于融通资金、优化资产负债结构，盘活存量资产。从个人和机构投资者角度讲，提供了投资的新渠道，可以利用“杠杆”间接参与不动产的投资。

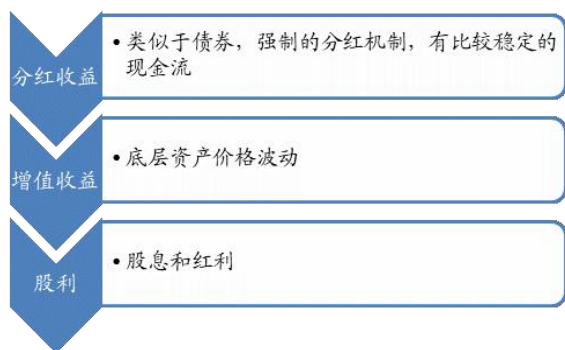
2.4.2 我国首批公募 REITs 发行情况

证券代码	证券名称	资产性质	底层资产	发行份额（万份）	发行总规模（亿元）	认购价格（元）
508000.SH	张江REIT	产权	产业园区	5000	14.95	2.99
508027.SH	东吴苏园	产权	产业园区	9000	34.93	8.72
180101.SZ	蛇口产园	产权	产业园区	9000	20.81	3.70
508056.SH	普洛斯	产权	仓储物流	15000	58.37	3.88
180301.SZ	盐港REIT	产权	仓储物流	8000	18.41	3.89
508001.SH	浙江杭徽	特许经营权	收费公路	5000	43.60	2.31
180201.SZ	广州广河	特许经营权	收费公路	7000	91.14	13.02
180801.SZ	首钢绿能	特许经营权	生态环保	1000	13.39	2.30
508006.SH	首创水务	特许经营权	生态环保	5000	18.51	13.39

资料来源：同花顺，证券日报

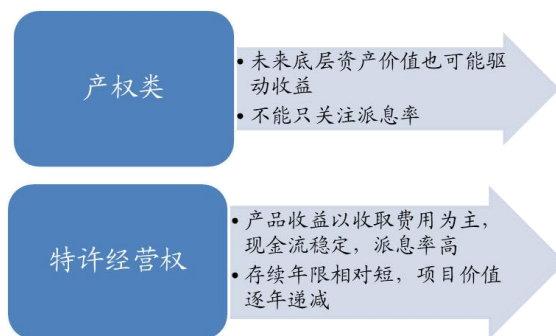
首批上市 9 只公募 REITs 中，发行规模最大的是广州广河，募集资金 91.14 亿元，认购价格最高的是首创水务，价格为 13.39 元。覆盖了产业园区、仓储物流、收费公路、生态环保四个领域。

图：REITs 收益架构图



资料来源：证券日报

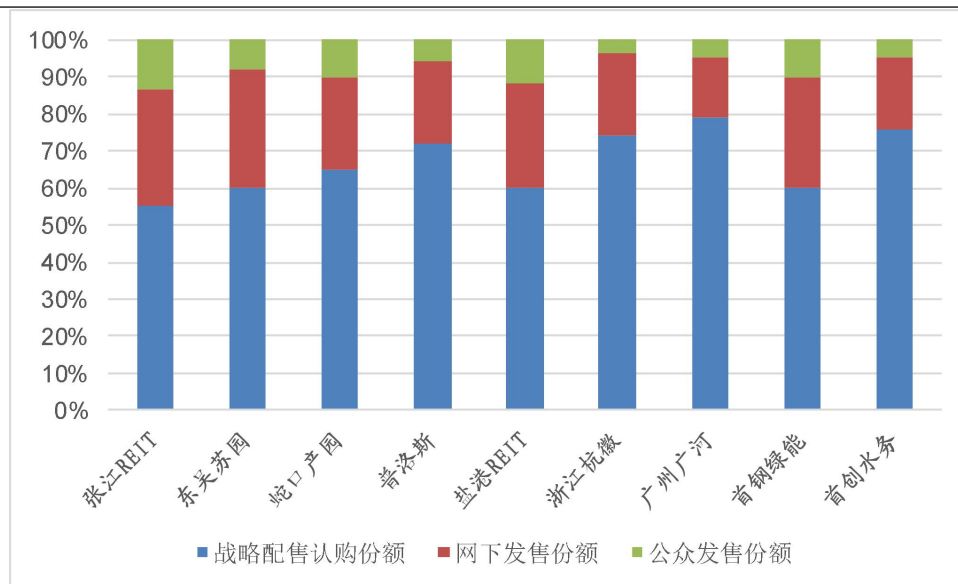
图：首批上市 REITs 资产性质分布及特点



资料来源：证券日报

REITs 的收益来源结合了**股票和债券的双重属性**，既要考虑到未来股票属性的价格波动和股利因素，又要考虑到债券性质的固定派息率。首批上市的 9 只公募 REITs 中，有 5 只是产权类的，未来收益与底层资产价值有很大相关性，有 4 只是特许经营权类，相对现金流更加稳定，派息率高。

图：首批 REITs 战略配售、网下发售、公众发售情况



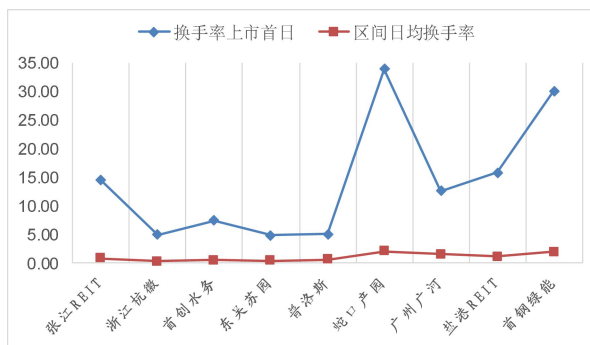
资料来源：同花顺，证券日报

首批公募 REITs 的发售采用的是**战略配售、网下发售、公众发售**结合的方式，从配售结果可以看出，机构配售均超过了半数，平均战略配售比例为 66.8%。在首批 9 只公募 REITs 的配售中，部分证券机构参与认购多只产品。其中，中金财富证券最为积极，参与配售盐港 REIT、张江 REIT、首创水务、中金普洛斯、浙江杭徽等 5 只产品。

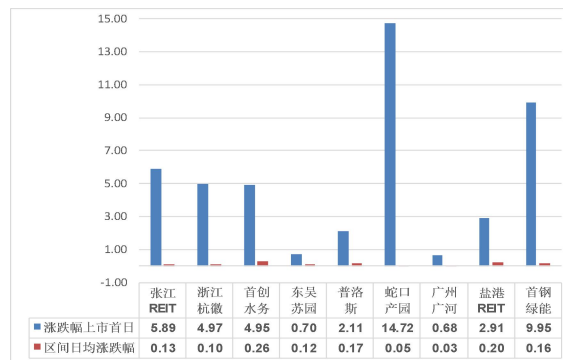
2.4.3 我国首批公募 REITs 市场表现

图：首批上市 REITs 换手率 (%)

图：首批上市 REITs 区间涨跌幅 (%)



资料来源：同花顺，证券日报



资料来源：同花顺，证券日报

截至2021年12月31日，9只公募REITs上市以来日均换手率在0.27%-2.07%之间，平均值为1%。相较于上市首日14.34%的平均换手率，有大幅度的回落。现换手率偏低，主要因产品推出时间不长，投资者还需要一个长期认知的过程。

9只公募REITs开盘首日迎来集体上涨，后期逐步回调，这与公募REITs产品底层资产业绩弹性相对较小有关，最终产品价格还是要回归底层资产价值。截至2021年11月26日，蛇口产业园、广州广河两只出现破发。由于底仓资产规模大，相关法制还不太健全，相关资产后继处置起来难度很大，出现折价贬值风险，价格短期波动均为正常现象。投资收益缩水，但这也不排除折价和破发未来依旧会在此类REITs中重演，二级市场流通性会出现挑战。

2.4.4 我国公募REITs发展前景

自6月21日首批9只公募REITs上市后，第二批公募REITs也已跟上。其中，建信中关村产业园封闭式基础设施证券投资基金和华夏越秀高速公路封闭式基础设施证券投资基金2单项目已获沪深交易所审批通过；国泰君安临港东久智能制造产业园封闭式基础设施证券投资基金和华夏中国交建高速公路封闭式基础设施证券投资基金2单项目处于申报审核阶段。（图表）第二批公募REITs产品包含2单产业园区和2单高速公路，分布于北京、上海及湖北等核心区域，公募REITs市场规模将进一步扩充，第二批公募REITs产品同属稀缺资源，具有较高投资价值。

此外公募REITs发展也获政策持续加持，其市场活性将进一步被激发。

表：相继推出的支持公募REITs发展的政策

2021年9月8日	国家发改委表示，将协调推进一批具有吸引力的交通运输领域PPP项目、REITs项目，吸引和撬动社会资本，充分发挥铁路建设项目前期工作等机制作用，协调解决用地、环保、资金等重点难点问题，保障项目要素需求
2021年11月5日	工信部、中国人民银行、银保监会、证监会四部门联合发布的《关于加强产融合作推动工业绿色发展的指导意见》提出，支持在绿色低碳园区审慎稳妥推动基础设施领域不动产投资信托基金（基础设施REITs）试点
2021年11月17日	银保监会发文同意保险资金投资公募REITs

行业内中金公司首席运营官楚钢表示：第一，REITs 是以金融创新推动经济高质量发展的正确之举，能够长期性地减轻地方财政压力。REITs 的后评价体系有望提升基建资产运营效率。REITs 还将尝试纠正背靠“政府信用”的投资逻辑，有助于形成价值投资与优质资产的互相促进。

第二，REITs 在长期发展中需坚定遵循市场化法治化基本原则。一是坚持法治化方向，逐步优化审核层级、稳定审核预期。二是坚持权益属性，贯彻市场化定价机制。三是坚持问题与目标导向，积极稳妥解决实操中的难题新题。

第三，构建良好的 REITs 生态势在必行。包括以下四个方面：地方政府统筹协调，发挥引领与支持作用。原始权益人坚持做资本市场的长期伙伴。中介机构培育 REITs 专业能力、致力于长期市场建设。逐步形成规模庞大、层次多样的基础设施领域投资力量。

未来投资者更要重点关注底层资产质量，优选持续产生稳定现金流的底层资产，作为分散化投资的选择之一，以享受稳定分红，达到降低投资组合整体风险的目的。

延伸阅读

- 《五方面推进 REITs 试点工作 形成投资良性循环》 人民网 2021 年 7 月 19 日
- 《用好公募 REITs 等工具推动基础设施投资稳定增长》 经济日报 2021 年 11 月 3 日
- 《公募 REITs 不适合 A 股市场 IPO 中常见的“炒新”》 证券日报 2021 年 6 月 21 日
- 《REITs 的核心是资产管理》 中国经济报 2021 年 3 月 6 日
- 《推出基础设施公募 REITs 背后的深层含义》 贝果财经 2021 年 6 月 19 日

2.5 期货市场交易

2021 年大宗商品经历了前所未有的波动，在新冠疫情、碳中和、能耗双控、经济见顶回落、政策退出等各方面因素的扰动之下，大宗商品价格屡屡出现了过山车的行情。

大宗商品年度走势基本上可以分为三个阶段：1 月-5 月全球经济继续复苏，需求驱动大宗商品共振上涨；6 月-10 月中旬供给端三驾马车驱动，大宗商品再度共振上涨；10 月中旬至 11 月需求疲弱供给端三驾马车散架，大宗商品集体暴跌。但经过持续的暴跌之后，从 11 月中旬开始大宗商品出现了修复性反弹。

表：2021 年主要期货主力合约收盘价、涨幅等概况

证券名称	收盘价 (元)	2021 年累 计涨幅(%)	2021 年最高 价(元/吨)	2021 年最高 价日	2021 年最低价 (元/吨)	2021 年最低 价日
螺纹钢主力	4315.00	-1.66	6208.00	2021-05-11	4026.00	2021-11-10
热轧卷板主 力	4411.00	-3.14	6727.00	2021-05-12	4233.00	2021-11-10
线材主力	4393.00	-6.73	6995.00	2021-09-30	4143.00	2021-11-10
NYMEX 美 原油	75.45 (美 元/桶)	55.82	85.41 (美元/ 桶)	2021-10-25	47.18 (美元/桶)	2021-01-04
UK 布伦特 原油	77.94 (美 元/桶)	50.70	86.7 (美元/ 桶)	2021-10-25	50.56 (美元/桶)	2021-01-04
原油主力	499.00	65.40	546.50	2021-10-18	301.60	2021-01-04

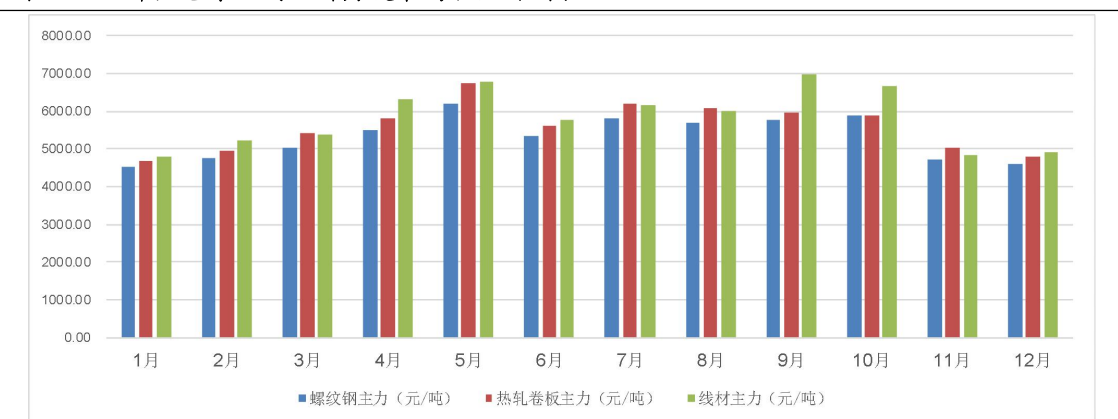
动力煤主力	672.20	-0.27	1982.00	2021-10-19	588.20	2021-02-23
生猪主力	14450.00	-52.90	30680.00	2021-01-08	13365.00	2021-09-24
沪铜主力	70380.00	21.87	78270.00	2021-05-10	56860.00	2021-02-03
沪铝主力	20380.00	31.82	24765.00	2021-10-18	14600.00	2021-01-14
黄金主力	374.7（元/克）	-5.13	404.96（元/克）	2021-01-06	354.58（元/克）	2021-03-05

资料来源：同花顺，证券日报

2.5.1 黑色系 2021 年市场表现

螺纹钢是比较典型的黑色系品种之一，螺纹钢主力合约在 2021 年年初就开始了持续数月的上涨行情。2021 年的第一个交易日，螺纹钢主力合约收盘价为 4383.0 元/吨，此后一路上涨至 5 月 11 日，盘中一度达到 6208.0 元/吨的年度高点，此后直至 2021 年 10 月份都处于高位震荡阶段，然后开始加速下滑，目前螺纹钢主力合约维持在约 4300 元/吨附近，基本回归至 2021 年年初时价格；热卷和线材等也基本形成了这样的走势。

图：2021 年黑色系主要品种月度最高收盘价图表



资料来源：同花顺，证券日报

国信证券表示，需求侧，地产弱势抑制钢材消费，但近期政策基调有所缓和，地方托底政策的出台虽难以在短期内扭转开工表现，但有助于市场情绪改善。叠加财政部表示正指导地方加快债券资金发行使用进度，资金供给保障或有望促使基建投资增速企稳，起到逆周期调节作用。随着市场预期改善，虽逐步进入传统淡季，但钢材消费逐步改善，在较低的产量水平下，钢材库存加速去化。

同为黑色系的铁矿石 2021 年则走出一波迥异的行情。2021 年年初时，大商所铁矿石期货主力合约已超过 1000 元/吨，为 2013 年以来高点。在 5 月份时，铁矿石期货主力合约最高涨至 1358 元/吨年度高点后一路下滑，2021 年年底时已跌至 680 元/吨附近。

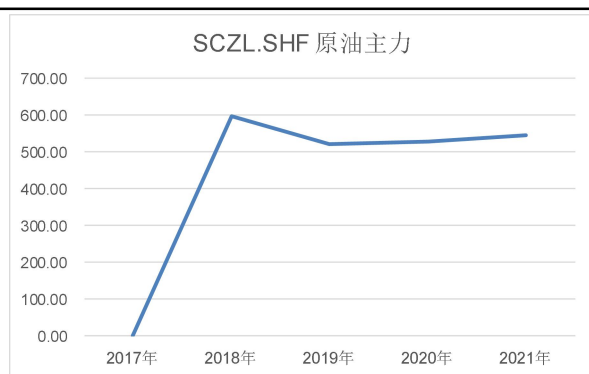
2.5.2 原油及动力煤年度行情

2021 年年初至 12 月 31 日，上期所原油期货期间累计上涨 65.40%。该期货品种是与国际油价联系十分紧密的品种，2021 年国际油价涨幅也十分明显，NYMEX WTI 原油期货

主力合约上涨了 55.82%，ICE 布伦特原油期货主力合约也已上涨 50.70%。

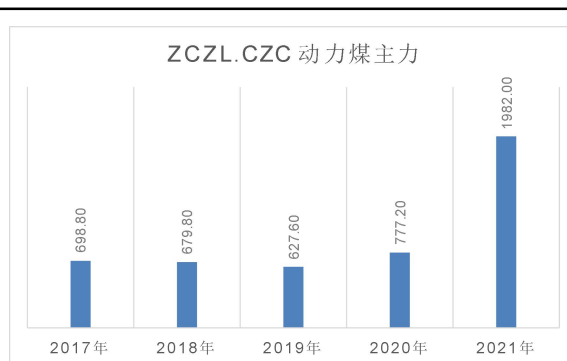
对于国际油价的上涨，中信建投证券研究表示，自 2021 年 3 月底以来，美国原油库存持续走低，降幅超预期，跌落至六年来历史最低值。OPEC+ 维持增产仍难以覆盖国际原油市场在下游需求带动下的乐观预期。2020 年突如其来的疫情对全球经济产生了较大的负面影响，为刺激经济复苏，各国普遍实行较为宽松的货币和财政政策，大宗商品迎来涨价潮，原油增长前景向好。2021 年 10 月份以后，受新冠疫情及国际政治等因素影响，国际油价出现回落，2021 年年底已基本稳定在 75 美元/桶附近。

图：2017 年至 2021 年原油期货年度最高价走势



资料来源：同花顺，证券日报

图：2017 年至 2021 年动力煤年度最高价走势



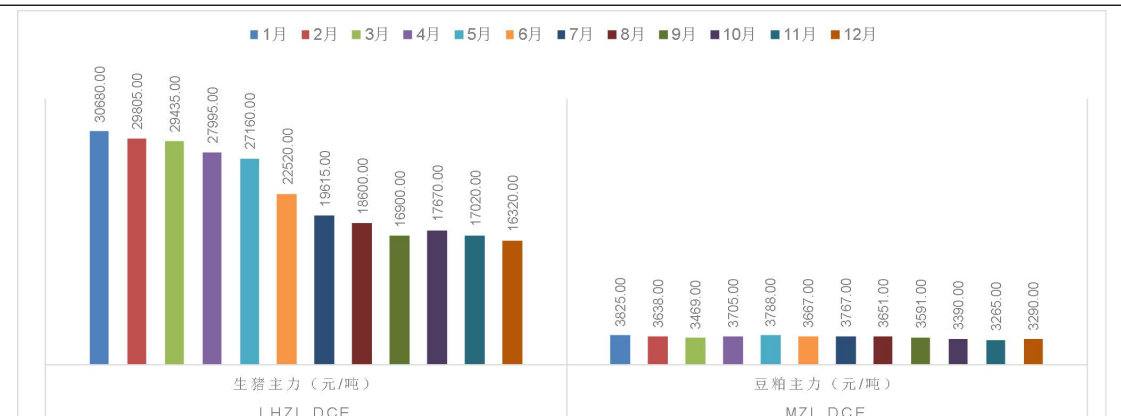
资料来源：同花顺，证券日报

同为能源系的动力煤价格上涨既与国际油价上行直接相关，也与我国煤炭市场供需形势等因素紧密有关。2021 年首个交易日，动力煤期货主力合约收盘价为 671.4 元/吨，到 10 月 19 日，动力煤期货主力合约价格盘中最高上涨至 1982.0 元/吨，收盘价涨幅 172.34%。此后，该期货合约价格一路下行至 12 月底的约 670 元/吨附近，基本回归至 2021 年年初的价格水平。

2.5.3 生猪期货 2021 年市场行情

2021 年 1 月 8 日生猪期货上市当日，该期货合约盘中最高触及 30680 元/吨，此后基本延续了下跌行情，至 2021 年 9 月 24 日，生猪期货主力合约价格盘中最低跌至 13365.00 元/吨，期间收盘价跌幅达到 55.44%，直至 2021 年 12 月 31 日，生猪期货价格基本延续了震荡行情。

图：生猪期货和豆粕期货 2021 年月度最高价走势



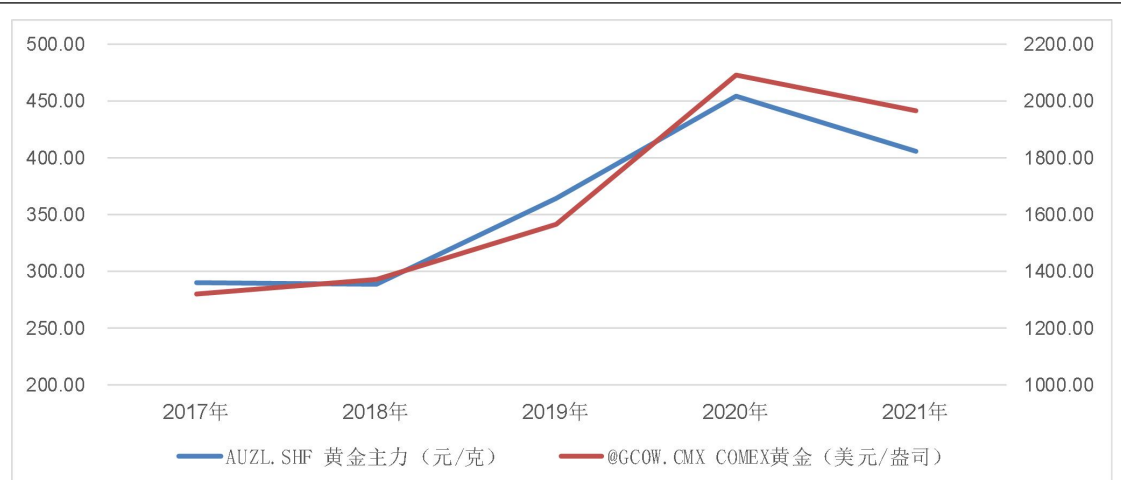
资料来源：同花顺，证券日报

对于生猪期货的市场行情，新湖期货表示，2021 年生猪全年仍处于下行周期，年内只有反弹，不反转，根本原因在于能繁母猪的存栏仍处于高位，产能去化到正常水平年内无法实现。2020 年能繁母猪产能恢复的非常快，根据 Wind 数据，2020 年 12 月份时能繁母猪存栏已经达到了 4161 万头，这是猪价从年初高位持续下行的主要原因之一。国庆节前，国内生猪现货价格触及低点，河南猪价达到了 10.1 元/公斤，国庆节后，现货猪价也开始反弹。

2.5.4 基本金属及黄金 2021 年市场行情

2021 年首个交易日，沪铜主力合约以 58160 元/吨的价格收盘，至 5 月 10 日，该合约价格盘中最高上涨至 79000 元/吨，此后持续了高位震荡走势，截至 2021 年 12 月 31 日，该合约价格为 70000 元/吨，2021 年全年涨幅为 21.87%，沪铝主力合约 2021 年的涨幅为 31.82%。中泰证券表示，基本金属库存持续去化，基本面仍对价格构成支撑，疫情冲击下的供需错配+宽裕流动性+海外补库是本轮基本金属价格上涨的三驾马车。

图：沪金和 COMEX 金近 5 年最高价走势



资料来源：东方财富，证券日报

再看贵金属，2021 年，沪金主力合约价格虽然下跌了 5.13%，但华宝证券认为，随着

新型毒株 Omicron 出现，全球经济复苏将进一步放缓，不确定性增加。经济不确定性下，黄金作为一种避险资产，或将成为本次市场风险转移的有效途径，从而利好黄金价格，预计 2022 年金价在美国经济季节性疲软以及新一轮新冠疫情的影响下偏强运行，金价上升窗口将打开。

延伸阅读

- 《用市场化思维缓解“猪周期”》 央视财经 2021 年 8 月 7 日
- 《期货业面临两大新发展机遇》 证券日报 2021 年 5 月 12 日
- 《期货市场法治化建设将掀新篇章》 证券日报 2021 年 4 月 28 日
- 《供应增长持续 猪价仍处下行周期》 证券时报 2021 年 5 月 19 日
- 《警惕国际油价“烘”抬产业成本》 证券时报 2021 年 7 月 5 日

3. 投保观察

投资者是资本市场的重要参与方，是市场发展之本。全方位、立体化保护好投资者，尤其是中小投资者的合法权益，是资本市场永恒的主题。

目前，我国资本市场个人投资者已突破 1.96 亿，持股市值在 50 万元以下的中小投资者占比达 97%，投资者保护工作牵系着亿万家庭的切身利益。

自 2020 年 3 月 1 日新证券法实施后，投资者保护正进一步融入、贯穿监管各环节、全流程，立体化的投资者保护格局逐渐形成。2021 年，投资者保护更是诞生了多个里程碑式事件，这些事件也成为我们投保观察的重要切入口。

3.1 美丽生态虚假陈述民事侵权纠纷案当庭成功调解

该案的普遍意义在于，为支持诉讼开创了两个“第一次”：一是支持诉讼第一次有了“支持诉讼席位”，让投资者保护机构参加支持诉讼，在法律上有依据。二是支持诉讼案件第一次被选择为“示范案件”，让更多的平行案件中提起诉讼的投资者受益。

但就个案而言，遗憾在于，以调解方式结案，未形成对平行案件具有既判力的示范判决。

事件

2021 年 1 月 7 日，投资者收到了深圳美丽生态股份有限公司的赔付款项。

美丽生态因在收购江苏八达园林有限责任公司重大资产重组过程中存在误导性陈述、重大遗漏和虚假记载的虚假陈述违法行为，于 2019 年 8 月 2 日被证监会处罚。《行政处罚决定书》认定八达园林的法定代表人王仁年、时任总经理王云杰，美丽生态时任董事长贾明辉是直接负责的主管人员。上市公司董监高对上市公司信息披露的真实性、准确性、完整性等负有法定责任。

中证中小投资者服务中心秉持“追首恶”理念，支持方某某、梁某某两位投资者向美丽生态、八达园林、王仁年、王云杰和贾明辉提起诉讼，并委派公益律师担任诉讼代理人，请求法院确认各被告共同证券虚假陈述侵权行为成立，判令五位被告共同赔偿两位原告合计 8 万余元。

2020 年 4 月，深圳中院发布《关于依法化解群体性证券侵权民事纠纷的程序指引（试行）》。8 月，深圳中院将投服中心美丽生态支持诉讼案选为示范案件。该案经 10 月 21 日、12 月 29 日两次开庭审理。

图：美丽生态开庭



资料来源：投服中心

2020年12月29日，美丽生态虚假陈述民事侵权纠纷案在深圳市中级人民法院二次开庭审理。法庭特设支持诉讼席位，投服中心参加庭审，投服中心公益律师和晓科（上海市尚法律师事务所）代理两位受损投资者向美丽生态、八达园林、王仁年、王云杰和贾明辉提起诉讼。该案当庭调解结案。

经过双方的充分辩论和法庭的全面调查，被告美丽生态的代理律师申请调解。法庭充分尊重当事人诉讼权利和调解意愿，在法庭主持下，原被告双方当庭达成调解协议，商定于2021年1月8日之前，由美丽生态、贾明辉二位被告共同赔付原告，并明确了赔付金额、违约责任及诉讼费承担等内容。

观察：支持诉讼开创两个“第一次”

这是新《证券法》实施后，司法审判机关首次将投保机构支持诉讼案选为示范案件，也是一直探索的“支持诉讼+示范案件”模式破冰；是投服中心首单支持诉讼示范案件。示范案件以调解方式结案，投资者在较短时间内获得赔偿，充分保障维护了投资者的合法权益，将对后续案件产生积极影响。

深圳中院审理的美丽生态虚假陈述案，为支持诉讼开创了两个“第一次”：一是支持诉讼第一次有了“支持诉讼席位”，为投服中心的工作人员列席庭审提供专门席位，让投资者保护机构参加支持诉讼，在法律上有依据，在法庭上有席位。二是支持诉讼案件第一次被选择为“示范案件”，“支持诉讼+示范案件”模式，支持诉讼有助于示范判决中对中小投资者的合法权益的维护，同时通过示范判决的既判力扩张，适用于平行案件，让更多的平行案件中提起诉讼的投资者受益，并提高了司法效率。

所以，业界点赞“支持诉讼+示范案件”这种制度设计，认为是值得积极推广应用的创

新制度。

本案另一个值得关注的亮点在于，采取了调解结案的方式。在双方充分辩论和法庭的全面调查后，被告方申请调解，在法庭主持下，被告很快愿意通过调解全额偿付原告的诉讼请求。这种“支持诉讼+示范案件”模式具有一定的威慑作用，当事人很快愿意通过调解全额偿付对方当事人的诉讼请求。法院对当事人的诉讼权利与意愿给予了充分的尊重，调解尊重了双方当事人的意思自治，有助于原告迅速地实现诉讼目的。

需要说明的一点是，在当事人愿意调解的时候尊重当事人意愿，如果不同意调解时，再通过示范判决为平行案件提供适用依据。这就实现了当事人意愿、司法效率和司法效果三者的较好结合，是司法实践的创新，是值得探索和推广的证券诉讼的新模式。

再者，此次美丽生态案将上市公司及其董事长，重组方及其法定代表人和总经理等均纳入被告范围。这体现的是投服中心对参与的支持诉讼案件着重突出“追首恶”的原则，将“维权对象”转向上市公司董监高、实际控制人等直接责任人。这种方式可以减轻因上市公司担责对广大投资者可能造成的“二次伤害”，有助于加大投资者的获赔几率。

但是，从各方的反馈来看，这一结果也存在一些遗憾。比如，美丽生态案以调解方式结案，最终未能实现支持诉讼与示范判决的完美结合，未形成对平行案件具有既判力的示范判决。此外，在重组方八达园林及其责任人员未到庭的情况下，原告撤回对其起诉，这在一定程度上削弱了该案对虚假陈述侵权主体的追责力度。

虽然本案原被告双方达成调解结案，但庭审过程中对案件事实的充分调查辩论有助于法院进一步厘清案件事实，准确适用法律，客观上为平行案件的审理提供了可贵经验。正如美丽生态证券侵权责任案件原告代理律师和晓科律师所言：希望以共同诉讼、示范诉讼和代表人诉讼为主的集体诉讼“三驾马车”解决机制能够进一步加以完善，助力证券市场民事纠纷依法高效解决。

延伸阅读

- 《首单证券支持诉讼示范案件结案》 新华社 2021年1月9日
- 《全国首单支持诉讼示范案件成功调解 为投资者诉讼提供参考》 新华网 2021年1月11日
- 《全国首单支持诉讼示范案件当庭成功调解》 证券日报 2021年1月9日
- 《美丽生态全国首单支持诉讼示范案是值得探索和推广的证券诉讼新模式》 证券日报 2021年1月8日
- 《美丽生态案原告律师：完善集体诉讼三驾马车 高效解决证券民事纠纷》 证券时报 2021年1月8日

3.2 全国首例操纵市场民事赔偿支持诉讼二审胜诉

该案是我国《证券法》颁布以来，全国操纵市场民事赔偿案件中第一单投资者胜诉的判决，实现了操纵市场民事赔偿实务领域“零的突破”，认可了操纵市场与投资者损失之间的因果关系，对进一步推动证券违法行为为民事赔偿司法实践意义重大。

但是，本案所涉就损失计算方法等问题仍存争议，未来仍有较大的探索空间。

事件

2021年3月1日消息，近日，四川省高级人民法院对投服中心提起的全国首例操纵市场民事赔偿支持诉讼——原告杨某诉阙某等案作出二审判决，驳回一审被告上诉请求，维持原判。

2017年8月，中国证监会就蝶彩资产、谢风华与阙某合谋操纵恒康医疗股票案作出了行政处罚。行政处罚认定，阙某与蝶彩资产、谢风华合谋，利用作为上市公司控股股东及实际控制人具有的信息优势，控制恒康医疗密集发布利好信息，人为操纵信息披露的内容和时点，未及时、真实、准确、完整披露对恒康医疗不利的信息，夸大恒康医疗研发能力，选择时点披露恒康医疗已有的重大利好信息，借“市值管理”名义，行操纵股价之实。通过上述一系列信息披露的综合起效，客观上误导了投资者，影响了“恒康医疗”股价，实现了阙某高价减持“恒康医疗”的目的。

投服中心注意到该案属典型信息型操纵，决定探索拓展证券民事赔偿案件类型，开启操纵市场民事赔偿责任新局面，委派上海上正恒泰律师事务所程晓鸣、周文平律师，支持原告杨某提起支持诉讼。

2018年8月，本案获成都市中级人民法院受理，2019年7月第一次开庭，2019年11月因被告申请二次开庭。2019年12月27日，成都中院一审宣判。一审判决后，被告上诉。2020年12月，二审开庭时，双方争议焦点集中在：被告是否在操纵期间内实施了操纵市场行为、原告买卖恒康医疗公司股票是否存在损失及如何计算、原告损失与被告操纵行为之间是否具有因果关系。2021年1月15日，四川高院作出二审判决，驳回一审被告上诉，维持原判。

观察：实现操纵市场民事赔偿实务领域“零的突破”

这是我国《证券法》颁布以来，全国操纵市场民事赔偿案件中第一单投资者胜诉的判决，投资者保护法律实践和理论研究开启新的里程。

操纵证券市场行为是一种极端的逐利行为，行为人在主观上是积极的心理状态，为了获取暴利，以不正当的手段，影响证券市场价格，制造假象，引诱他人参与证券交易，进而实现操作行为人短期内减持股票获得资金等非法目的，不仅违反了证券市场监管规范，更给其他投资人造成了实际损失。

所以，对于操纵市场行为，监管部门一直以来都是“零容忍”，严厉打击。这从证监会历年公布的一些案例中可见一斑。同时，这些年来，监管部门陆续出台了各项法规条例对市场操纵行为进行认定和处罚。期间，各行政部门发布的规章和判例，“多方位”完善证券市场操纵行为认定的方法与处罚机制。

本起案件实现了操纵市场民事赔偿实务领域“零的突破”，针对操纵市场违法行为民事赔偿中的案件管辖、侵权人责任划分等法律问题给出了解决思路，认可了操纵市场与投资者损失之间的因果关系，对进一步推动证券违法行为民事赔偿司法实践意义重大。

相对于虚假陈述民事赔偿案件，投资者提起的操纵市场民事赔偿诉讼案件却少之又少，究其原因在于没有明确的司法解释可供参考，司法实践也未形成统一的裁判观点。在之前的几起民事案件中，法院都以投资者无法举证因果关系等为由，判决投资者败诉。

此案是对新《证券法》第五十五条第二款“操纵证券市场行为给投资者造成损失的，应当依法承担赔偿责任”的有力呼应与生动实践。实现了操纵市场民事赔偿实务领域“零的突破”，针对操纵市场违法行为民事赔偿中的案件管辖、侵权人责任划分等法律问题给出了解决思路，对进一步推动证券违法行为民事赔偿司法实践意义重大。

一方面，该案合理计算操纵行为的时间段，对于认定适格的原告和计算损失等具有重要作用；另一方面，认可了操纵市场与投资者损失之间的因果关系，本案法院参照《最高人民法院关于审理证券市场因证券虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》第十八条关于因果关系的认定，推定原告在操纵期间买入、操纵结束后卖出标的股票产生的投资损失与操纵市场行为存在因果关系。

《若干规定》第十八条明确，投资人具有以下情形的，人民法院应当认定虚假陈述与损害结果之间存在因果关系：（一）投资人所投资的是与虚假陈述直接关联的证券；（二）投资人在虚假陈述实施日及以后，至揭露日或者更正日之前买入该证券；（三）投资人在虚假陈述揭露日或者更正日及以后，因卖出该证券发生亏损，或者因持续持有该证券而产生亏损。

但是，本案所涉就损失计算方法等问题仍存争议，未来仍有较大的探索空间。就像办理全国首例操纵证券市场民事赔偿支持诉讼案的两位律师所期望的：更多法院能够接受操纵证券市场民事赔偿案件立案，并根据个案情况确定投资者损失计算方式、因果关系等，为将来的操纵证券市场民事赔偿案件司法解释的出台提供司法实践经验。

延伸阅读

- 《全国首例操纵市场民事赔偿支持诉讼二审胜诉》 证券日报 2021年3月1日
- 《首单操纵市场民事赔偿支持诉讼胜诉传递监管信号》 上海证券报 2021年3月15日
- 《首例操纵市场民事赔偿案胜诉 投资者权益得到充分保护》 证券时报 2021年3月19日
- 《樊健：全国首例操纵市场民事赔偿支持诉讼具有里程碑意义》 上海证券报 2021年3月22日
- 《首例操纵市场民事赔偿案获胜诉 投资者保护工作开启新里程》 证券市场周刊 2021年4月25日

3.3 全国首起证券纠纷普通代表人诉讼案宣判

投资者诉飞乐音响虚假陈述纠纷案的成功处理，为我国证券集体诉讼制度在全国范围内的进一步推广提供了可复制的上海金融法院样本，对于构建中国特色的证券代表人诉讼制度、构建公正高效便捷的中小投资者司法保护体系具有重要意义。

值得关注的是，随着飞乐音响案终审宣判，越来越多代表人诉讼案件有了新的进展。

事件

5月11日，由中证资本市场法律服务中心提供损失核定支持的315名投资者诉飞乐音响虚假陈述纠纷案在上海金融法院公开宣判，被告向原告赔偿损失共计1.23亿余元，人均获赔39万余元。

此案系新《证券法》证券代表人诉讼制度的首次落地，也是最高人民法院《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》出台后“代表人诉讼+专业机构损失核定”的首次全面实践。

2020年8月份，原告魏某等34名个人投资者共同推选其中4人作为诉讼代表人诉称，其系飞乐音响的投资者。2019年11月，中国证监会上海监管局作出行政处罚决定，认定飞乐音响因项目确认收入不符合条件，导致2017年半年度报告、三季度报告收入、利润虚增及相应业绩预增公告不准确。原告认为，被告上述虚假陈述行为造成其重大投资损失，故起

诉要求被告赔偿损失。

经上海金融法院审查，该案符合最高人民法院《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》中的相关规定，遂决定适用普通代表人诉讼程序审理本案。

观察：为证券集体诉讼制度推广提供可复制样本

这是一起典型的证券虚假陈述责任纠纷案。案件的成功处理，为我国证券集体诉讼制度在全国范围内的进一步推广提供了可复制的上海金融法院样本，为其他法院、为类案裁判提供了样本，对于构建中国特色的证券代表人诉讼制度、构建公正高效便捷的中小投资者司法保护体系具有重要意义。同时，为推进证券群体性纠纷代表人诉讼，加大中小投资者保护力度，提供了有益的经验。

证券虚假陈述破坏证券市场正常交易秩序，损害投资者合法权益，应依法严厉打击。近年来，提高上市公司质量已成为全面深化资本市场改革的重中之重，证监会不断加强上市公司监管基础制度建设，持续推动形成各方齐抓共管态势。随着对上市公司监管强度的提高和投资者维权意识的逐渐加强，证券虚假陈述责任纠纷案件数量逐年递增。

投资者诉飞乐音响虚假陈述纠纷案首次试用全新的诉讼程序及代表人诉讼制度，是最高人民法院《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》出台后，严格按照司法解释规定对证券纠纷普通代表人诉讼的首次全面实践。判决主文中列明了损害赔偿计算方法，根据代表人诉讼效力扩张原则，符合权利人范围的投资者后续提起诉讼的，法院可以裁定适用生效判决，裁定一经作出立即生效，投资者维权成本大幅降低，对于投资者维权极具标杆意义。

另外值得关注的一点是，11月29日，上海金融法院发布消息称，日前通过证券登记结算机构向参加代表人诉讼的315名投资者，全额发放飞乐音响证券虚假陈述责任纠纷一案的赔偿款共计1.23亿余元。

这是全国法院首次通过证券登记结算机构发放投资者赔偿款，彻底打通了代表人诉讼的最后一个环节。

通过证券登记结算机构协助执行赔偿款发放，有效化解了群体性证券纠纷执行分配的困境。综合各方观点来看，具有三大优势：一是经投资者身份证号与本人证券账户相匹配，确保了资金安全；二是通过证券登记结算系统划款，有力提升分配效率；三是该协助执行机制契合代表人诉讼特点，大大降低了分配成本。

值得关注的是，随着飞乐音响案终审宣判，越来越多代表人诉讼案件有了新的进展：北京金融法院9月30日发布消息称，乐视网、贾跃亭等证券虚假陈述责任纠纷案代表人诉讼权利登记公告；7月16日，以许某等4名代表人代表230名投资者起诉的ST辉丰证券虚假陈述责任纠纷普通代表人诉讼一案作出一审判决，南京中院判决ST辉丰赔偿原告8720万元。

延伸阅读

- 《赔偿投资者损失1.23亿余元！飞乐音响证券纠纷普通代表人诉讼迎一审判决》 证券日报 2021年5月12日
- 《上海金融法院首起证券纠纷普通代表人诉讼案宣判》 上海证券报 2021年5月12日
- 《首例普通代表人诉讼已判决 投资者保护再上台阶》 证券时报 2021年5月13日
- 《首例证券纠纷普通代表人诉讼宣判散户怎样搭集体诉讼“便车”》 证券时报 2021年5月17日

○《股民的胜利，人均获赔 39 万！首例证券纠纷普通代表人诉讼案宣判：飞乐音响判赔 1.23 亿》 财经网 2021 年 5 月 12 日

3.4 公开征集首战告捷 小股东也能凝聚大力量

公司章程是上市公司的“纲领性文件”，虽可自治，但前提是不能违反法律法规的明文规定，不能违反基本法理和立法本意。但在现实中，公司章程中不符合立法精神，甚至存在违法违规条款的不在少数，整治上市公司违法违规公司章程迫在眉睫。

同时，本案例实践表明，作为新《证券法》赋予投资者保护机构的重要举措，公开征集必将产生强烈的示范引领效应，从而使中小投资者逐渐成为优化公司治理的重要推动力量。

事件

2021 年 6 月 30 日 16 点 17 分，中国宝安股份有限公司关于修订公司章程的议案暨中证中小投资者服务中心首单公开征集表决权议案的投票结果出炉，该项议案所获同意股份数占有效表决权股份总数的 74.15%，超过有效表决权股份总数的三分之二，获通过。

投保机构和中小股东终于等来了期盼中的胜利。

时针回拨到 2021 年 6 月 14 日，中国宝安公告称，公司拟在 2020 年年度股东大会中审议大股东韶关市高创企业管理有限公司有关公司章程修改的临时提案，该舆情在第一时间就进入了投服中心的分析视野。经研究，该提案中有关公司章程条款的修改意见与投服中心历来反对在公司章程中设置不当反收购条款的公司治理理念相契合。

早在 2017 年，投服中心就曾向中国宝安发送股东函，建议其删除公司章程中的不合理条款，但中国宝安一直未予回复，也未予修改。基于此，投服中心经审慎研究论证后，决策启动公开征集，以期推动中国宝安公司章程的修订，助力其提升公司治理水平和保护投资者合法权益。

6 月 30 日，中国宝安 2020 年年度股东大会如期召开，投服中心出席会议并代委托股东进行投票。公司章程修订议案最终获得的同意股份数占有效表决权股份总数的 74.15% 并获通过。

观察：让中小投资者成为优化公司治理的重要推动力量

新《证券法》第九十条规定了投资者保护机构作为征集人可以代股东行使提案权、表决权等股东权利。本案例是新《证券法》实施以来，投服中心作为投保机构首次启动股东表决权公开征集，被市场解读为中国上市公司治理的里程碑事件。

然而，中小投资者在证券市场处于相对弱势地位，持股比例较低，彼此间缺乏互联互通，独自行权很难产生实质影响，因此行权动力不足。此次表决结果表明，我国广大中小投资者的“股东权利意识”正在逐步觉醒。许多中小投资者在股吧里上传投票截图，骄傲地表示“这是自己的首次行权”。

同时，这一案例表明，作为新《证券法》赋予投资者保护机构的重要举措，公开征集必将产生强烈的示范引领效应，极大激发广大中小投资者参与公司治理的热情，从而使中小投资者逐渐成为优化公司治理的重要推动力量。

公司章程是上市公司的“纲领性文件”，更是公司治理的本源和根基，合法合规本应是

其底线。公司章程虽可自治，但前提是不能违反法律法规的明文规定，不能违反基本法理和立法本意。但在现实中，公司章程中不符合立法精神，甚至存在违法违规条款的不在少数，比如，部分上市公司通过修改公司章程，设置超高门槛的反收购条款，希望把所有收购人都拒之门外，这对提高上市公司质量带来了严重的负面影响，整治上市公司违法违规公司章程迫在眉睫。

“提高上市公司治理水平”是基础工程，如果公司章程存在硬伤，上市公司提升治理的根基显然并不稳固。而且，不符合立法精神的公司章程严重威胁了上市公司、投资者合法权益，严重制约了产业并购的正常开展。

所以，整治上市公司违法违规公司章程迫在眉睫。综合各方观点来看，可从三方面入手：其一，通过上位法的明示，约束上市公司违法违规冲动：推动公司法修改，明确在实行公司章程自治的同时，不得存在侵害公司、股东或其他权益人的情况，其对应条款在公司章程中的设立、修改均应自始无效。

其二，通过监管部门“建制度”“零容忍”来引导和规范市场。例如，可以在相关法规中明确公司章程的“负面清单”并定期更新。同时，沪深交易所在日常监管过程中，进一步对上市公司章程修改的异常条款签发《关注函》，提示投资风险，并对确定性违法违规行为予以强监管。建议建立和完善市场约束和传导机制，让市场价格真正发挥作用。通过“树典型”，向市场传递监管的态度，消除理解差异，形成市场共识。

其三，进一步建立健全相应的司法保障机制。华东政法大学国际金融法律学院教授郑斌认为，特别是通过司法程序由司法机关或者仲裁机构快速、准确地识别违背法理、违反法律议案，确立起司法审查的标准，推动我国良好公司治理结构的共识。

我们呼吁，上市公司高管要摆正自己的位置和心态，不要为了当下的利益而忘了初心。对上市公司而言，必须要建立起一个规范、合法、公平、透明的公司治理结构，依靠市场化制度、法律上合规、运作上透明，方能保障公司行稳致远、长远持续稳健发展，方能赢得投资者的支持。

延伸阅读

- 《投票权“公开征集”首战告捷 “小股东凝聚大力量”》 新华社 2021年7月3日
- 《公开征集股东表决权首战告捷 整治违法违规迫在眉睫》 证券日报 2021年8月25日
- 《投服中心公开征集表决权首战告捷 小股东也能凝聚大力量》 证券日报 2021年7月2日
- 《小股东凝聚大力量 投服中心公开征集首战告捷》 证券时报 2021年7月2日
- 《投票权公开征集首战告捷 小股东凝聚大力量显威》 上海证券报 2021年7月4日

3.5 追偿3.25亿元 全国首单投保机构股东代位诉讼显效

此案是落实新《证券法》及中办、国办《关于依法从严打击证券违法活动的意见》中“加大对证券发行人的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员等有关责任人证券违法行为的追责力度”的具体司法实践。

如果大智慧案最终胜诉，可以督促存在类似情况的上市公司主动追偿，保护投资者的同时也保护上市公司，从而避免对于投资者的二次伤害。

事件

11月23日晚，大智慧发布关于诉讼的最新进展：公司诉实际控制人张长虹等损害公司利益纠纷案被上海金融法院正式受理，涉诉金额约3.25亿元。

这意味着全国首单投保机构股东代位诉讼显效。

此事源自2016年7月，大智慧因存在虚增利润等信息披露违法行为被中国证监会行政处罚，公司实际控制人、原董事长张长虹等五人被认定为直接负责的主管人员。

大智慧2020年年报披露了公司因证券虚假陈述责任纠纷向2861位投资者赔偿约3.2亿元。

2021年4月份起，投服中心两次向大智慧提出质询，督促其向相关责任人追偿。因公司怠于履行追偿职责，投服中心以约86万元的民事判决书为依据，于2021年9月8日向上海金融法院提起全国首单投保机构股东代位诉讼，将张长虹等五名被中国证监会认定为直接负责的主管人员列为被告和第三人。

2021年10月13日，大智慧发布公告称，公司收到上海金融法院送达的《应诉通知书》，投服中心对张长虹等相关责任方提出诉讼，提出相关责任方向大智慧赔偿约86万元等。

2021年10月19日投服中心再次向公司发送《股东质询建议函》，请公司说明实际赔偿金额以及向相关责任人的追偿情况，并再次建议公司监事会尽快向个人责任人追偿。期间，投服中心多次向公司询问追偿进展。

2021年11月19日，上海金融法院受理了大智慧向“关键少数”追偿的诉讼。大智慧的诉讼请求为：判令被告立即向原告支付其在证券虚假陈述责任纠纷系列案件中已经赔付的赔偿款约3.25亿元（暂计至2021年11月12日）。

观察：向“关键少数”追偿既保护了投资者也保护了上市公司

在当下司法实践中，虚假陈述民事赔偿往往由上市公司支付，鲜有违法责任人个人承担民事赔偿。

新《证券法》第九十四条规定，投保机构提起股东代位诉讼可不受《公司法》第一百五十一条规定的持股期限及比例限制，为只持有上市公司一手股票的投服中心履行投资者保护职能、代表投资者行权维权扫清了资格障碍。

此案是落实新《证券法》及中办、国办《关于依法从严打击证券违法活动的意见》中“加大对证券发行人的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员等有关责任人证券违法行为的追责力度”的具体实践。

如果大智慧案胜诉，相关监管自律等各方协同发力，督促存在同类情况的上市公司主动追偿，保护投资者的同时也保护上市公司，能起到较好的示范引领作用。

投保机构提起股东代表诉讼，有助于进一步维护中小股东权利，弘扬股权文化；有利于提振投资信心，释放法治红利；有助于倒逼上市公司规范治理，提升上市公司的质量；股东代表诉讼可以提高控股股东、实控人、董事、监事和高管的失信成本；有助于优化投资者友好型的资本市场生态环境；有助于推动资本市场更好地服务于经济高质量发展，落实新发展理念。

向“关键少数”追责，至少有两方面重要意义：首先，提醒存在类似情况的上市公司要及时、主动追偿。回顾这起案件，大智慧因为虚增利润被罚引发投资者的索赔，但公司对此不重视，投服中心向上海金融法院提起全国首单投保机构股东代位诉讼。同时，投服中心多次向大智慧提出质询，督促其向相关责任人追责。最终，11月23日，大智慧发布公告称，已向实际控制人张长虹等五人提起诉讼，要求其对其3.25亿元虚假陈述民事赔偿承担连带责

任。

也就是说，上市公司面对这种情况，一定要及时、主动追责。如果公司不作为，摆出一副“事不关己高高挂起”的样子，那么，必然会有人站出来，督促你做好相关工作。抱有侥幸心理或是想要拖着不办，肯定是行不通的。

其次，体现了对投资者和上市公司的保护。时至今日，我国资本市场的投资者数量已经超过 1.9 亿。保护好投资者的合法权益，各方一直在积极推进。2020 年 3 月 1 日实施的新《证券法》，更是设立投资者保护专章，一系列重要文件都有对此作出重要部署。

投服中心通过一次次地向上市公司提出质询，督促其向“关键少数”追责，正是其行使股东权利，维护广大投资者利益、保护投资者合法权益的重要体现。

另一个值得关注的点是，这起案件中，向“关键少数”追偿，是投服中心不懈努力的结果——此前曾多次行权并就部分赔偿提起全国首单投保机构股东代位诉讼，持续督促终致公司主动维护自身合法权益。由此可见，投服机构的及时、有力介入，有利于维护上市公司和投资者合法权益，切实实现提升上市公司治理水平和投资者保护。

延伸阅读

- 《追偿 3.25 亿元，全国首单投保机构股东代位诉讼显效！》 证券日报 2021 年 11 月 24 日
- 《上市公司向“关键少数”追偿至少具有两重意义》 证券日报 2021 年 11 月 24 日
- 《全国首单投保机构股东代位诉讼显效 大智慧向“关键少数”追偿》 上海证券报 2021 年 11 月 24 日
- 《大智慧被罚 3.25 亿转向实控人追偿！投保机构股东代位诉讼发威》 第一财经日报 2021 年 11 月 23 日
- 《起诉 5 高管，追偿 3.25 亿，大智慧“大义灭亲”为哪般？》 财经天下周刊 2021 年 11 月 25 日

3.6 首单特别代表人诉讼案落地 康美药业赔偿投资者损失 24.59 亿元

康美药业证券纠纷案是我国首单证券纠纷特别代表人诉讼案件，被誉为“中国版证券集体诉讼制度”的第一案，示范意义重大。“默示加入、明示退出”的特别代表人诉讼，使投资者维权几乎“零成本”。

值得一提的是，广州中院一审判决中，五位独董需要承担 5% 和 10% 不等的连带赔偿责任，这提醒独董不仅要“懂”也要“独”，并引发了从业者、媒体对于独董权责的更深入思考。

事件

2021 年 11 月 12 日，广东省广州市中级人民法院对康美药业证券特别代表人诉讼案作出一审判决。

这是中国资本市场成立以后，第一起由投资者保护机构（投服中心）发起的特别代表人诉讼案，依据“默示加入、明示退出”的司法制度，受害股民足不出户即可获得司法救济。

法院判决康美药业因年报等虚假陈述侵权赔偿证券投资者损失 24.59 亿元，马兴田及 5 名直接责任人员、正中珠江会计师事务所及直接责任人员承担全部连带赔偿责任，13 名相关责任人员按过错程度承担部分连带赔偿责任。

11 月 17 日，广东省佛山市中级人民法院对康美药业原董事长、总经理马兴田等 12 人操纵证券市场案公开宣判。其中，马兴田被判处有期徒刑 12 年，并处罚金人民币 120 万元。

“特别代表人诉讼”又被称为“中国证券集体诉讼制度”，当投保机构代表投资者维权时，无需再获得投资者的个别授权，无需预交案件受理费，除非投资者明确表示不愿意参加，否则均默认加入该诉讼。这一制度彻底解决了“维权材料繁琐、案多人少”等各种问题，使投资者维权几乎“零成本”。

2021 年 4 月 8 日，投服中心经过慎重研究，针对中小股民呼声极高、社会影响极其恶劣、造假性质特别严重的康美药业启动特别代表人诉讼，向法院提交转换申请。

4 月 16 日，经最高人民法院指定管辖，广州市中级人民法院发布公告适用特别代表人诉讼程序审理本案，凡是在 2017 年 4 月 20 日之后买入且在 2018 年 10 月 15 日闭市后仍然持有康美药业股票并因虚假陈述受到损失的投资者，均在权利登记范围内。庭审中，广州市中级人民法院依法向证券登记结算机构调取权利人名单，并委托专业机构对投资者损失数额、系统性风险导致的损失扣除比例等进行核定，最终确认有 52037 名投资者符合索赔条件、赔偿金额约为 24.59 亿元。

图：一次代表人诉讼调研座谈会



资料来源：投服中心

观察：立体化责任追究体系让为恶者付出沉重代价

康美药业证券纠纷案是我国首单特别代表人诉讼案件，被誉为“中国版证券集体诉讼制度”的第一案。

法院依法作出一审判决，示范意义重大，是落实新证券法和中办、国办《关于依法从严打击证券违法活动的意见》的有力举措，是我国资本市场和证券司法史上的一个里程碑式的标志性事件，对促进我国资本市场深化改革和健康发展，切实维护投资者合法权益具有里程碑意义。同时，首单特别代表人诉讼案判决落地，不仅是对资本市场违法犯罪行为“零容忍”要求的进一步落实，也是构建民事、行政、刑事立体化责任追究机制的具体体现，是资本市场法治建设的一大步。

我们看到，相关各方坚决贯彻落实党中央国务院对资本市场违法犯罪行为“零容忍”的精神和要求，通过多种手段并举，构建了民事、行政、刑事立体化的责任追究体系，让康美药业案幕后实际操纵上市公司的为恶者付出沉重代价，实现了“惩首恶”的目标，有利于强化惩恶扬善、扶优限劣的鲜明导向，不断增强市场各方的敬畏之心，共同营造良好市场生态。

一方面，有利于金融市场生态的进一步改善。“默示加入、明示退出”的证券纠纷特别代表人诉讼，能够大幅提高违法违规成本，有效遏制和减少资本市场违法犯罪行为的发生，营造良好的金融市场生态，更好服务实体经济高质量发展。另一方面，有利于保障资本市场全面深化改革的稳步推进。证券纠纷特别代表人诉讼有利于弥补证券民事赔偿救济乏力的基础制度短板，与行政、刑事责任追究机制形成立体化的制度合力，共同为全面深化资本市场改革特别是注册制改革提供强有力的司法保障。

此外，首单证券纠纷特别代表人诉讼案的判决开启了投资者维权的新时代。我国证券市场以中小投资者为主，当其受到证券违法行为侵害时，由于非常分散、单个投资者索赔金额较小等原因，许多中小投资者往往会放弃权利救济，不想诉、不愿诉、不能诉现象突出，这是证券民事诉讼的痛点之一，而证券纠纷代表人诉讼制度不仅大幅降低了投资者的维权成本和诉讼风险，也解决了投资者起诉难、维权贵的问题，大大提高了投资者的维权效率。

可以预期的是，随着国家加大打击资本市场违法犯罪活动的力度，维护证券市场健康发展的决心与日俱增，未来的资本市场将会越来越好。有特别代表人诉讼这样便利广大投资者维权的工具保驾护航，中国资本市场未来发展可期。

值得一提的是，针对广州中院一审判决中，五位独董需要承担5%和10%不等的连带赔偿责任这一现象，提醒独董不仅要“懂”也要“独”：要懂得上市公司的经营运作情况，要懂得如何维护上市公司和全体股东的利益；要积极参与到上市公司的公司治理中来，对上市公司中一些不合理的重要事项，要勇于投出反对票，旗帜鲜明地发表独立意见，不能因为觉得面子上放不下而敷衍了事。

法治兴则市场兴，法治强则市场强。首单证券纠纷特别代表人诉讼案的落地，无论是对资本市场健康发展、全面深化改革，还是对维护投资者合法权益，都将产生积极深远影响。

延伸阅读

- 《康美药业原董事长马兴田等人操纵证券市场案一审宣判》 新华社 2021年11月17日
- 《康美药业案发出鲜明信号》 经济日报 2021年11月16日
- 《首单特别代表人诉讼案判决 开启投资者维权新时代》 证券日报 2021年11月13日
- 《夏孙明：康美药业案中特别代表人诉讼有力保障了中小投资者权益》 中国证券报 2021年11月15日
- 《正确看待康美药业案和独立董事制度》 董事会杂志 2021年12月6日

4. 行业观察

资本市场有数十个行业分类和几百个概念题材，虽然 A 股在 2021 年指数振幅并不剧烈，但部分行业因为政策调整和行业变革，发生了翻天覆地的变化，甚至以此为原点，开启了全新的发展历程，并将影响延续至 2022 年乃至以后数年。

教培机构转型是大势所趋，其中素质教育赛道成为重要选择之一。互联网行业则面临反垄断、数据安全等一系列监管政策的跟进，消费疲软下，如何利用好消费互联网比拼中积累下来的经验与技术，对推动工业互联网进步具有重要意义。医药行业同样迎来集采常态化的一年，可以预见药企的日子会更加艰难，对一些仿制药企业来说甚至是多重打击，而从整体方向来看，政策和资本力量持续鼓励创新和研发，这将有利于新药产业进一步发展。

有的行业看似风光无限与恢复生机，但纵观 2021 年发展历程，风险却在不断积累中。随着新能源汽车销量的攀升，智能汽车市场渗透率达到 30%，以其为基础展开的车联网、智能驾驶技术应用渐次展开，但智能汽车自动驾驶引发的事故时有发生，人们开始反思，什么样的自动驾驶技术才是市场最需要的。中国房地产市场经历了从上半年高热到下半年深度调整的转变，房企融资渠道收窄，流动性问题暴露得一览无余，金融维稳能够满足的，仅仅是刚需融资。

虽然一些行业面临转型升级的压力，甚至要从新梳理行业发展的方向以及补足短板，但更多的行业在创新中不断寻求突破，激发了新的活力。传统能源行业既要发挥原有的基础保障供应作用，又要尽快转型“降碳”，两者都要兼顾。新能源行业站上风口后，越来越多央企、国企和民企携起手来，优势互补，深入合作，释放出强大势能，为国家双碳战略达成，能源结构转型升级提供实现路径。航运行业在全球供应链出现断裂的背景下，运价涨幅达到 10 倍，传统港口也迎来自动化、数字化变革浪潮。呈现局部 V 字的猪肉行业正在打破“靠天吃饭”的心态，通过提高养殖的集中度、提升信息技术的应用，控制成本降低风险。

4.1 教育行业

2021 年教育行业政策频出，整体市场表现低迷。民办学历教育方面，5 月《民促法实施条例》正式稿落地，民办高教政策不确定性基本解除；职业教育领域，4 月全国职业教育大会召开，10 月中办、国办印发《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》，对学历类职业教育延续明确利好；K12 培训板块，7 月“双减”政策落地，对学科类培训进行严格监管。

12 月 21 日，教育部称校外培训机构治理取得明显进展，学科类培训大幅压减，其中线下校外培训机构已压减 83.8%，线上校外培训机构已压减 84.1%。留下的学科类培训机构一部分转为非营利性机构，实行政府指导价，提供公益服务；不适合“营转非”的将被进一步注销。

综合考虑政策稳健性、板块成长性、竞争格局与市场空间等多重维度，民办高等教育及职业教育将是最具潜力的细分赛道。

2021年7月24日，对教培行业而言意义重大。这一天，“双减”政策正式发布，行业迎来变局。除了“双减”政策外，年内针对教培行业出台的多项举措，都直指行业发展过程中出现的乱象。资本市场上，教培行业相关上市公司股价纷纷下跌，创始人身价大幅缩水。目前来看，教培机构转型是大势所趋，其中素质教育赛道成为重要选择之一。除了素质教育外，职业教育赛道也再度受到了行业重视和资本青睐。而在政策红利下，高教领域龙头公司通过收购进行外延扩张的潜力有望逐渐释放。

观察：“双减”政策催生行业巨变 教育终将回归本源

2020年初，疫情影响下，用户对在线教育的认知度得到大幅提高，教培行业获得资本青睐。据艾瑞咨询统计，2020年教育行业累计融资1164亿元，其中在线教育融资1034亿元，占比89%。

但在资本加持下，教培机构过度营销的情况却颇受诟病。2021年1月18日，4家在线教育企业的广告引发热议，起因在于4家机构聘请了同一位老师代言数学、英语等课程。之所以如此巧合，是因为这些在线教育公司找的是同一家供应商。背后原因则是企业对视频广告的需求量很大，制作机构短时间内找不到太多合适的演员，因此出现了一人分饰多角的情况。对此，市场监管总局、中央宣传部、中央网信办、教育部、民政部、住房和城乡建设部、国务院国资委、广电总局等八部门研究出台《关于做好校外培训广告管控的通知》，夸大培训效果、误导公众教育观念、制造焦虑的虚假违法校外培训广告会被依法从重处罚。

“双减”政策的影响力则更大，政策指出，严格执行未成年人保护法有关规定，校外培训机构不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假组织学科类培训。同时，坚持校外培训公益属性，将义务教育阶段学科类校外培训收费纳入政府指导价管理，科学合理确定计价办法，明确收费标准，坚决遏制过高收费和过度逐利行为。此外，对现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构，一律不得上市融资，严禁资本化运作；培训机构不得高薪挖抢学校教师；严禁聘请在境外的外籍人员开展培训活动等。

“双减”政策推出的背景是，当前的教培行业恶化了教育生态，已然在公立教育体系之外又滋生了一个教育系统，这严重危及教育公平性。

变局之下，各教培机构承压。不少人被动离开了这个曾经炙手可热的行业。从二级市场来看，**港股方面**，截至2021年12月10日，新东方-S(09901.HK)下跌87.72%，报收于17.10港元/股；思考乐(01769.HK)下跌79.96%，报收于2.44港元/股。此外，新东方在线、华夏视听教育、天立教育、成实外教育等个股均跌超70%，宇华教育、华立大学集团、光正教育、枫叶教育等均跌超50%。**美股方面**，截至2021年12月10日，高途股价下跌95.13%，报收于2.52美元/股；51Talk、朴新教育、好未来、瑞思教育等个股均跌超90%；掌门教育、精锐教育、新东方、美联、达内科技、洪恩教育、海亮教育、尚德机构等均跌超70%。

转型迫在眉睫！根据艾瑞咨询发布的《2021年中国素质教育行业趋势洞察报告》显示，2021年中国素质教育行业市场规模为5050亿元，市场规模增速将达到55.8%。

早在“双减”政策落地前，好未来便将“励步英语”更名为“励步”，同时发布五类素质教育产品，分别为戏剧、美育、益智、口才、读物产品；“双减”政策落地后不久，学而思培优宣布推出素质教育品牌——学而思素养中心，涵盖科学、编程、益智、故事、口才、传统文化、美育、围棋等板块；猿辅导召开STEAM科学教育产品“南瓜科学”发布会；作业帮上线多款素养类产品，主要围绕科学、艺术、语言能力及逻辑思维等领域展开；9月25日，俞敏洪公开表示，新东方保留了一些非学科类培训，包括演讲与口才、硬笔书法、围棋、探索、创

客、美术、国际象棋、编程、机器人等。

图：“双减”政策后教育企业的业务结构变化



资料来源：证券日报

各教培机构纷纷入局素质教育赛道，除了市场体量足够大之外，从用户分布上来看，其与 K12 用户群体重合度较高。转型素质教育赛道，或许能在一定程度上帮助企业挽留既有生源。

除了素质教育外，教培机构还重点关注职业教育赛道。

10 月 12 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》指出，鼓励上市公司、行业龙头企业举办职业教育，鼓励各类企业依法参与举办职业教育。鼓励职业学校与社会资本合作共建职业教育基础设施、实训基地，共建共享公共实训基地。摩根士丹利《职业教育专项研究报告》显示，预计 2030 年前，我国非正规的职业教育和培训市场规模将扩展到 8700 亿元。此外，修订后的《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》于 2021 年 5 月 14 日公布，自 9 月 1 日起施行。实施条例落地后，高教+高中集团化办学可行性得到确认。除义务教育、非营利性学前教育外，允许同时举办或实控多所民办学校，消除市场关于民办教育集团化受限的隐忧。

高教公司内生+外延双轮驱动发展路径清晰。2021 年 1-10 月高教公司上市并购案例共 6 起，包括 2 所专科学校、1 所海外高校及 3 所本科层次高校并购。预计在政策红利下，未来，高教龙头公司通过收购进行外延扩张的潜力有望逐渐释放。

在一系列政策“组合拳”之后，教育公平方可实现，教育即将回归本源。

延伸阅读

- 《“双减”政策下，校外培训机构转型路在何方？》 经济日报 2021 年 8 月 4 日
- 《变革如鲸向海 教育回归本源》 证券日报 2021 年 12 月 13 日
- 《以人民为中心，将“双减”落到实处》 中国教育报 2021 年 7 月 26 日
- 《“双减”威慑渐次袭来：校外培训机构治理最新三大重点解读》 21 世纪经济报道 2021 年 3 月 31 日
- 《“双减”落地，培训机构“退费难”怎么破？》 新京报 2021 年 7 月 28 日

4.2 互联网行业

近年来，中国数字经济的蓬勃发展。在消费互联网发展初期，巨头野蛮生长行业乱象频出，烧钱圈地、巨头垄断、赢家通吃、派系纷争、随意侵犯用户隐私等，无序的市场行为扰乱了行业创新、健康发展。2021年，监管政策及时跟进，无疑起到警示与规范的作用。但从更深层次来看，消费互联网的平台模式，其本质还是“收租”。相较之下，发展工业互联网才是当下中国数字化经济转型升级的重要方向。如今消费疲软，传统经济面临转型升级的压力，如何利用好消费互联网比拼中积累下来的经验与技术，对推动工业互联网进步具有重要意义。

拥抱监管迎接变革

2月7日，国务院反垄断委员会制定发布《国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南》，拉开了2021年互联网产业强监管的序幕。本年监管政策围绕着三条主线：反垄断、互联互通及个人信息安全。

2021年，政策推动网络安全、公平竞争迈出了法制化一步，9月1日，《数据安全法》和《关键信息基础设施安全保护条例》正式实施；11月1日，《个人信息保护法》正式实施；11月18日，国家反垄断局正式挂牌。

同时，阿里巴巴、美团、腾讯等巨头分别因“二选一”垄断、经营者集中等行为受到处罚，其中阿里巴巴收到中国反垄断史上最大的罚单——182.28亿元。无论是密集的监管政策，还是强有力的处罚案例，无一不说明国家对“强化反垄断和防止资本无序扩张”的决心。

在此背景下，互联网板块在二级市场直面寒冬，泡沫被挤出，估值正在被重新定义。截至12月13日，港股恒生科技指数年内跌幅25.2%，美股中证海外中国互联网指数近一年跌幅达41.84%。

专注于互联网的投资人甚至开始“怀疑人生”：消费互联网平台的光环还在吗？

观察：数字经济时代工业互联网踏浪而来

近年来，中国数字经济蓬勃发展。截至2021年6月份，中国网民规模达10.11亿，较2020年12月份增长2175万，互联网普及率达71.6%。庞大的用户量不断催生出消费互联网巨头，而巨头凭借市场支配地位迅速完成了原始积累。

在消费互联网发展初期，巨头野蛮生长行业乱象频出，烧钱圈地、巨头垄断、赢家通吃、派系纷争、随意侵犯用户隐私等，无序的市场行为扰乱了行业创新、健康发展。

2021年，监管政策及时跟进，无疑起到警示与规范的作用。但从更深层次来看，消费互联网的平台模式，其本质还是“收租”。比如电商平台的店铺费用、外卖平台的佣金抽成，取代了线下的房屋租金；网约车平台的佣金抽成，相当于传统出租车的“份子钱”。这些应用在方便了人们生活的同时，技术创新有限，培养起用户习惯后垄断提价的行为却是时有发生。

相较之下，发展工业互联网才是当下中国数字化经济转型升级的重要方向。如今消费疲软，传统经济面临转型升级的压力，如何利用好消费互联网比拼中积累下来的经验与技术，对推动工业互联网进步具有重要意义。

政策层面，2021年，国家层面出台多项政策加速工业互联网从高速向高质量过渡。1月份，工信部发布《工业互联网创新发展行动计划（2021—2023年）》，提出过去三年是

工业互联网起步发展期，未来三年是工业互联网的快速成长期。该行动计划提出了五方面、11项重点行动和10大重点工程，着力解决工业互联网发展中的深层次难点、痛点问题，推动产业数字化，带动数字产业化。

传统意义来看，工业互联网是以网络为基础、平台为中枢、数据为要素、安全为保障，通过对人、机、物全面连接，变革传统制造模式、生产组织方式和产业形态，构建起全要素、全产业链、全价值链全面连接的新型工业生产制造和服务体系。其主要特征是数字化、网络化、智能化。

过去，中国工业互联网项目收入主要依靠政府补贴，2021年企业开始实现自我造血，一方面，我国工业互联网发展核心技术不断升级，在L1+I2的基础上逐步提升。同时，消费互联网巨头切入该赛道，搅动关键领域的商业化进程；另一方面，应用痛点也在倒逼企业改革，比如从过去“数据”上云，转变为“业务”上云。

尽管我国主要工业互联网平台的平均设备连接数正在迈向百万级，但是必须认识到，部分生产企业积极参与工业互联网平台建设，仅是因为响应政府号召的，补贴过后或将数据闲置。

对于我国工业互联网的现状，工信部信息技术发展司副司长王建伟曾表示，“目前，中央和地方政府对工业互联网建设有很强的紧迫感，从两化融合、到数字化转型、到智能制造，再到工业互联网，出台了不少政策举措，投入了很多资源。但在实际推进中，的确也存在自下而上‘动力不足’的问题。造成这一问题的原因大致有几个方面：一是盈利模式不明朗；二是不少中小企业生产设备数字化基础薄弱；三是企业的上云意愿不足；四是市场供给与需求不匹配；五是相关技术依旧处于早期发展阶段；六是工业互联网所需的创新人才比较匮乏。”

下一步，工业互联网平台工作将从“建平台、用平台、筑生态”三方面共同推进。工信部强调，工业互联网融合应用不同于互联网创新应用，工业互联网的主战场在实体经济，特别是工业领域，面向工业、立足工业、服务工业。

如果说第一次科技浪潮是工业革命，第二次是互联网革命，第三次就将是工业互联网。后者基于机器设备、系统网络、传感器与计算、信息与通信系统、低成本传感技术等，将数字世界与机器世界结合，带来深刻的生产力变革。过去吃到互联网红利的平台巨头更应全力以赴，在这场科技浪潮中踏浪前行。

延伸阅读

- 《把发展数字经济作为战略选择》 人民日报 2021年10月29日
- 《工业互联网助力数字中国建设》 人民日报 2021年2月18日
- 《抢占数字经济未来发展制高点》 经济日报 2021年10月21日
- 《回归“水电煤”初心 互联网行业方得长久》 证券日报 2021年7月28日
- 《把发展数字经济自主权牢牢掌握在自己手中》 求是网 2021年10月23日

4.3 医药行业

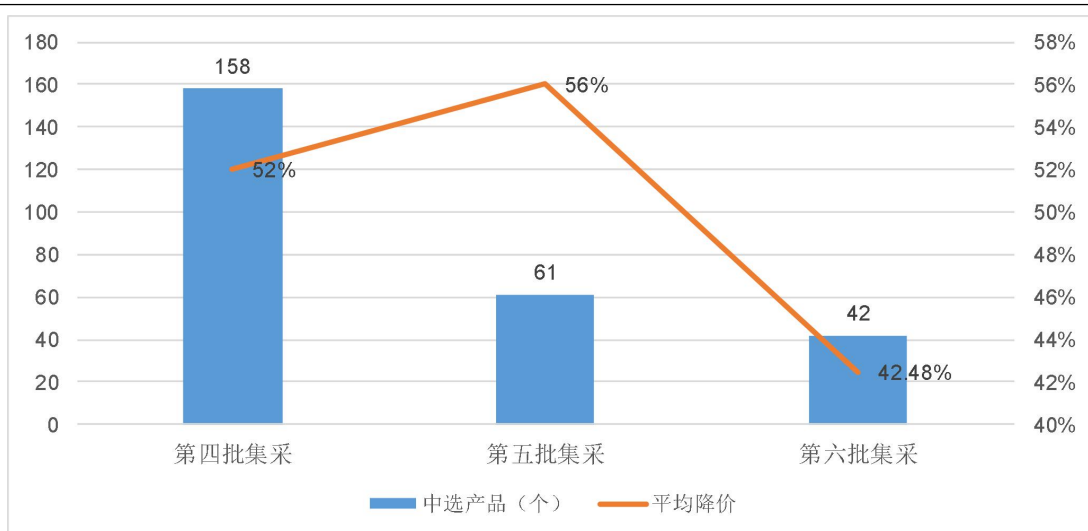
在集采常态化和医改持续深化之下，可以预见药企的日子可能会更加艰难，对一些仿制药企业来说甚至是多重打击。而从整体方向来看，政策和资本力量持续鼓励创新和研发，这有利于新药产业进一步发展。

医药行业结构加速调整 消费医疗和创新药扛起估值大旗

2021 年国家集采进入密集期。

1 月，国务院办公厅发布了《关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见》，再一次明确了药品集中带量采购是协同推进医药服务供给侧改革的重要举措，推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展，加快形成全国统一开放的药品集中采购市场。

图：2021 年集采信息一览



资料来源：证券日报

2 月，第四批集采启动，此轮集采首次纳入注射剂；本次集中采购共 158 个中选产品。拟中选价平均降幅 52%，最高降幅达到 96%。6 月，第五批集采启动，采购规模达到历史新高，注射剂的竞争尤为激烈，最终 61 种药品采购成功，平均降价 56%。11 月，第六批集采启动，此次是以胰岛素为对象的专项采购，也是首次将集采拓展到生物医药领域。本次集采 42 个产品中选，中选产品平均降价 48%，最高降幅 70%。

12 月 21 日，中成药集采也拉开了帷幕。12 月 21 日，湖北省牵头与河北、山西、内蒙古等 18 省（市、自治区和新疆生产建设兵团）组成省际联盟，共同开展中成药集中带量采购。通过现场竞争，有 97 家企业、111 个产品中选，中选中成药价格平均降幅 42.27%，最大降幅 82.63%。

值得一提的是，虽然集采规模不断扩容，更多医药上市公司的产品被纳入集采范围，但医药板块并未因此遭遇剧震，医药指数在 2021 年相对平稳。一方面是因为集采已经运行多年，市场对于集采的敏感度下降，很难再出现恐慌性抛售情况；另一方面，集采主要是挤出仿制药水分，依赖仿制药的医药公司估值已经大幅下降，市场提前做出了反应。

医药板块能够顶住集采的压力保持稳定，还有一个重要原因是消费医疗和创新药表现突出，扛起了医药板块的估值大旗。

消费医疗是医疗投资中非常普遍的投资领域，主要有体检、医美、眼科、齿科等，它所面对的是一个主动、优质、高档次的客户市场，伴随着中国经济的发展，人们的消费能力不

断提升，对自身健康和外在形象有了更高的需求，使得消费医疗的用户群体进一步下沉，市场辐射面越来越广。在消费医疗中如体检、眼科和齿科板块已经比较成熟，目前的风口主要是在医美领域。

集采的影响主要是针对仿制药企业，同时也刺激药企加大创新研发，这就使医药外包（CXO）公司的重要性凸显出来，相关上市公司的股价连创新高。这类企业为医药企业提供从新药研发一直到生产的各类外包服务，起到降本增效的作用。医药外包行业景气度上升除了国内政策的鼓励，本土药企对创新药的申请和需求大幅度增加外，很多海外药企将产业链转移到国内，也对国内医药外包企业提升业绩起到增速作用。

观察：医保控费压力下 企业需“广积粮、高筑墙”

新冠疫情的出现以及常态化给我国的医保带来了前所未有的压力。医保控费、精细化管理成为当下的趋势。

2021年11月19日，国家医保局发布《DRG/DIP支付方式改革三年行动计划的通知》。根据该计划，到2024年底，全国所有统筹地区全部开展DRG/DIP支付方式改革工作，到2025年底，DRG/DIP支付方式覆盖所有符合条件的开展住院服务的医疗机构。

兴业证券发布的研报认为，DRG/DIP三年行动计划，形成高效医保支付新机制。DRG/DIP支付方式的持续推进，将对医保科学支付、精细化控费产生深远影响，与当前国家和各地区开展的药品、器械集采及国家创新药谈判形成有效协同，共同引导上游医药产业的高质量发展，为医药企业的研发创新、商业模式转型指引方向，有利于性价比更高的国产产品实现加速替代。

从口服药到注射剂、吸入剂，再到胰岛素专项集采，集采的范围在一步步扩大，未来中成药和更多生物药也将纳入集采范围，这不仅大幅降低了医保支付压力，也加速了行业的转型步伐。

虽然传统的医药公司能通过调整产品和营销结构维持业绩的稳定，但这并非长久之计，药企需要凭借创新能力实现业绩和估值的上升。一些无法走出仿制药依赖的公司，估值和市场关注度逐步走低，而CXO、医疗服务、生物制品板块等都呈现出高市场景气度，虽然这些公司估值较高，但在较高业绩增速情况下，依然存在业绩超预期的公司。这些现象需要投资者高度关注。

游戏规则的改变，给医药企业敲响了警钟：要想在竞争激烈的医药行业长足发展，就必须“广积粮、高筑墙”。

就药品市场而言，创新药成为企业转型的重要锚点。当下，我国药品审评审批的速度在加快。据央视财经报道，2021年国家药监局审批新药数量再创新高达到26个，治疗领域包括抗肿瘤、罕见病、传染病、慢性病等，其中不少新药处于世界领先水平，有的甚至成为全球唯一。高技术壁垒的新型仿制药和创新药成为药企的战略方向。

需要注意的是，当下医药创新的热情持续高涨，资本的涌入让创新同质化日渐突出。一方面创新的难度越来越高，另一方面研发扎堆的出现，国内药企直接拿国外已经成功的新药做微小的改造，在不影响疗效的情况下，避开专利，减少研发风险，导致创新药研发内卷。

7月2日，CDE发布一则“关于公开征求《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》意见的通知”，旨在减少临床药物开发的同质化、伪创新现象。

专家认为，《指导原则》的发布为促进抗肿瘤药物开发提供了重要参考。从短期来看，主管部门将加大药企新药开发难度，打击“伪创新”，细分领域研发赛道，避免新药开发品种扎堆；从中长期来看，在《指导原则》的指引下，势必将加速创新药物研发领域的产能出清，

引导企业实现“真创新”，减少同质化竞争，行业资金、技术、临床等资源将有望向真正创新型企业集中。

从长期来看，创新已经成为我国药品市场未来发展的核心路径，如何做到真创新，考验着企业的“眼力”“脑力”和“执行力”。

延伸阅读

- 《科技创新让更多人享受优质医疗服务》 人民日报海外版 2021 年 11 月 26 日
- 《从一粒药看“中国造”——从仿制药到自主创新的跨越》 新华社 2021 年 06 月 28 日
- 《国产新冠特效药获批！专家：创新药是催生“牛股”最多的领域》 证券日报 2021 年 12 月 10 日
- 《医药创新环境下，中国制药企业如何寻求第二增长曲线？》 动脉网 2021 年 11 月 15 日
- 《创新药企 IPO 频频“破发”背后：生物医药企业价值分化大时代来临》 21 世纪经济报道 2021 年 12 月 16 日

4.4 汽车行业

中国坐拥全球最大汽车市场，产销量均已接近全球三分之一。2018 年至 2020 年因补贴及疫情等外部因素，导致中国汽车总销量有所下滑，2021 年以来虽受汽车芯片短缺等因素扰动，但汽车产销同比仍有明显增长。

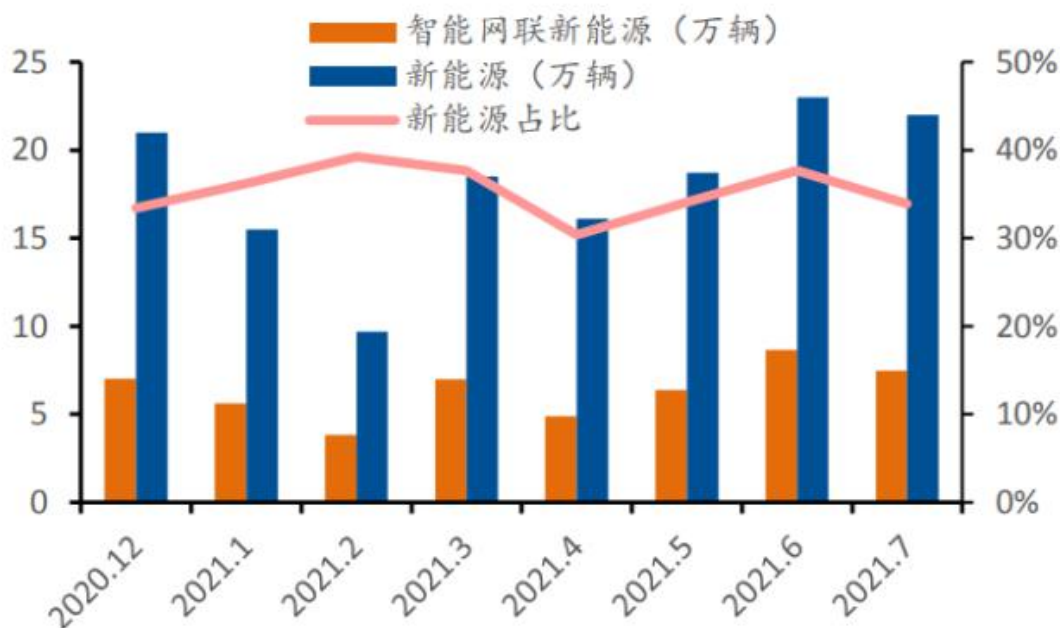
智能汽车市场渗透率达到 30%

2021 年新能源汽车销量十分亮眼，总体销量较往年呈上升态势，这也是一贯推行新能源政策的结果。业内普遍认为，伴随疫情影响有望逐步消除，同时叠加汽车行业新四化拉动下新能源汽车持续放量，汽车行业已重回景气上行通道，未来外部扰动因素改善下产销量有望提振。

中国汽车工业协会预测，2021 年中国汽车总销量为 2610 万辆，同比增长 3.1%。其中，乘用车销量为 2130 万辆，同比增长 5.6%；商用车销量为 480 万辆，同比下降 6.4%；新能源汽车销量为 340 万辆，同比增长 1.5 倍，2022 年新能源汽车销量预计为 500 万辆，同比增长 47%。

同时，智能汽车销量占比整体也呈现上升趋势，目前统计口径中智能汽车必须配备有 L2 级以上辅助驾驶能力，并同时具备车联网、OTA 升级功能。据民生证券测算，新能源汽车智能网联渗透率已基本维持在 30% 以上，燃油车虽有波动，但整体仍维持上升走势。

图：智能网联新能源车占比整体维持 30% 以上水平



资料来源：民生证券

自2021年1月至今，北京、上海、重庆等直辖市及广州、无锡、长沙、武汉等主要城市纷纷在政策指引下设立智能网联汽车示范区，引领汽车智能网联的发展与落地。伴随示范区的陆续设立，汽车智能网联已迈出关键一步，政策指引与示范区实践结合下汽车智能网联进程有望加速推进。

观察：没有数据安全就没有智能汽车

随着智能汽车的市场渗透率提高，以其为基础的车联网、智能驾驶技术应用渐次展开，政策重心也转向推进交通产业的智能化、网联化落地，加强网联基础设施建设。

由于智能汽车对数据信息的需求量巨大，为了加强个人信息和重要数据保护，2021年5月12日，国家互联网信息办公室发布《汽车数据安全若干规定（征求意见稿）》，该规定在明确适用范围、处理原则的基础上，对运营者信息和数据处理规则、境内存储规则、数据出境规则以及监督报告要求等进行了细化规定。

11月1日起，《中华人民共和国个人信息保护法》正式实施，这是国内首部个人信息保护方面的专门法律，该法明确不得过度收集个人信息、“大数据杀熟”，对人脸信息等敏感个人信息的处理做出规制，完善个人信息保护投诉、举报工作机制。

随着智能汽车的普及，对其监管必然是一项综合性的系统工程，既涉及汽车制造、销售、维修、支持养护等传统线下行业，更触及通信、互联网、智能交通管理等线上行业乃至人工智能、自动驾驶等新业态、新技术。

数据信息法律监管的完善，给高速发展的智能汽车及其背后的衍生产业建立了围栏，也给产业未来能够健康、有序发展提供了保障。不论是智能汽车还是车联网产业的哪一个服务大类，往往都要依托“数据信息”这个核心要素，它也是智能汽车未来从交通工具，向智能终端迈进的关键所在。

智能汽车拥有全新的电子电气架构、全新的局部硬件以及更多全新的软件功能，这就意

意味着，在原有以驾乘为主的安全因素基础上，它还有更高的软件安全和数据保密要求。尤其是伴随着“软件定义汽车”的趋势，车内的软件占比越来越大，在运行时需要确定具体行为的部分越来越多，网联化又使车内与外界的联系前所未有的紧密，这便在车辆自身驾驶安全层级之上，又带来了车辆远程操控与数据传输安全等问题。

自动驾驶当下可谓是智能汽车产业红得发紫的技术，不仅众多车企在积极投入研发，更吸引大量互联网与科技公司的投入，最终目标是由人工智能接管驾驶操作，以及突破人在车辆高速运动中感知和反应的局限性，从而显著减少交通事故。甚至往远期看，它还能提高交通效率以及解决交通运输领域的劳动力成本问题。

然而，因为智能汽车自动驾驶引发的事故时有发生，人们开始反思，什么样的自动驾驶技术才是市场最需要的。许多车企在2021年紧急修改自己的广告语，如“自动辅助驾驶”的“自动”二字被删除，对外宣称汽车具有“L2+级智能驾驶辅助”技术，因为L2+级是一个更为模糊的说法，借此避免对车主造成信息误导。

由于自动驾驶技术直接关乎人们驾驶的安全，因此被市场广泛关注，但智能汽车安全问题还有很多。比如现在很多智能汽车有自己专属的App，车主通过登录就能远程操作汽车，但需要在其中输入很多个人信息。如果有人入侵到车机系统里面，或者拿到车主的手机黑进App，不仅车主的个人信息将变成别人的囊中之物，连汽车使用都失去了保障。

汽车安全问题已经不仅体现在驾驶安全，甚至汽车信息安全问题会影响人们的工作生活甚至是人身安全。目前国内在这一领域的法律建设正在逐渐完善，安全也有望成为智能汽车下一阶段的分水岭。

延伸阅读

- 《助力探索智能交通“中国方案”》 人民日报海外版 2021年12月09日
- 《探索智能汽车发展的中国路径》 经济日报 2021年06月21日
- 《明确标准分工合作 汽车整体智能化蓄势待发》 证券日报 2021年10月18日
- 《迎来出海新格局 自主品牌汽车已跻身高端市场》 太平洋汽车网 2021年12月17日
- 《中国电动汽车发展速度快于预期，下半场更关注智能化发展》 南方都市报 2021年12月16日

4.5 房地产行业

2021年，中国房地产市场经历了从上半年高热到下半年深度调整的转变，行业基本面先热后冷现象明显。9月底以来，中央及各部委连续释放维稳信号，房企融资环境逐步转好，但信贷环境改善传导至市场端仍需过程。

“稳地价、稳房价、稳预期” 稳字当头

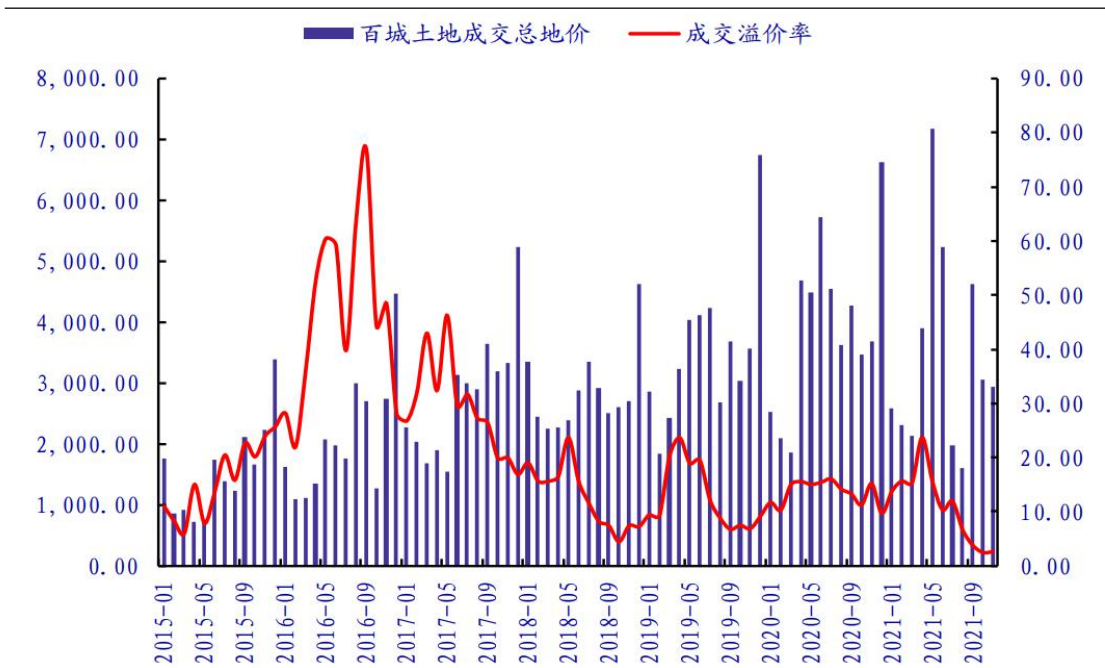
2021年上半年全球经济在波动中延续复苏势头，生产活动逐渐恢复至疫情前水平。中国在积极稳健的宏观调控政策驱动下，经济运行持续恢复，发展动力不断增强，行业多数主要指标延续高增长，房屋销售数据持续超预期。土地市场表现也十分火热，房地产市场延续2020年底热度，部分城市甚至出现了升温过快现象。

下半年，随着基数效应逐步减弱，各主要经济指标增速高位回落，房地产销售数据逐月走低，土地市场表现惨淡，房企信用事件频出。在“房住不炒”的总基调下，政策调控从市场参与的各大主体入手，“三道红线”从房企融资端抑制房企投资扩张，房贷集中度管理政策从

银行端控制资金流入房地产，集中供地则从供给端改变房企拿地节奏，房企端、银行端、土地端三大主体联合发力，多措并举，进一步落实稳地价、稳房价、稳预期的目标。

数据显示，4月的百城土地溢价率达到23.74%，为18年以来的最高水平，首批集中供地竞争十分激烈；下半年土地市场成交冷淡，2021年1-11月，土地购置面积累计同比下降11.2%，11月单月的增速大幅下降到了13%，降幅较上月收窄。从百城土地数据来看，成交土地面积同比为6.9%，为下半年内首次回正，百城土地溢价率从年内高点下降至2.6%，为2010年以来的历史最低。

图：百城土地成交总价及溢价率 (%)



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

政策调控方面，2021年，全国各省市发布房地产调控政策密集，政策效果亦较为明显，一方面，针对上半年部分热点城市房地产市场热度上升的情况，中央连续派出队伍到北京、上海、杭州等热点城市实地调研，地方也频繁出台政策并整顿市场。另一方面，在上半年的重要会议报告中，“房住不炒”和“稳地价、稳房价、稳预期”的政策方针不变。

中央层面的长效机制和地方城市的调控政策双重叠加，热点城市逐渐回归理性，市场热度逐步下降。虽然下半年货币政策有一定宽松，但为了防范资金进入房地产市场而不进入实体经济，对房地产市场的调控依然保持紧绷状态，信贷端大幅放松的可能性较小。尤其是2021年三季度，各地调控政策持续加码，购房信贷额度偏紧、放款时间延长，造成市场活跃度回落。

观察：如何保证房企刚需融资不“断流”？

面对2021年的房企现金流危机，政策面进一步完善房地产金融调控长效机制，监管部门释放维稳信号，央行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会，发出明确的金融维稳信息。

所以，头部健康房企获准在银行间市场注册发行债务融资工具，但维稳政策的落地，不

能理解为房地产调控基调松动。业界经常强调的一个观点是，房地产蒙眼狂奔的时代已经过去了。比如万达，以壮士断腕的勇气剔除了业务扩张的“不良资产”，迅速将公司战略调整至与政策同步的节奏，重回稳健发展轨道。国内那些爆雷或出现危机的、疯狂扩张的大中型房企应以万达为鉴。

最近一年，房企经历了“三线四档”以及金融监管部门“两条红线”的融资供给与需求调控。在这种“强压力测试”下，房企融资渠道收窄，流动性问题暴露得一览无余。在房企的真实抗压能力被测试出来后，金融监管部门开始调整政策导向，把维护房地产市场的健康发展放到了更重要的位置，采取的措施之一就是满足房企合理的开工复工的融资需求，这就是房企的刚需融资。

2021年房企的资金到位情况是怎样的呢？国家统计局公布的1-10月全国房地产开发和销售情况显示，前10个月房企到位资金共计16.66万亿元，同比增长8.8%，其中国内贷款2.01万亿元，同比下降10%，自筹资金5.26万亿元上涨5.1%，定金及预收款6.2万亿元上涨21%，个人按揭贷款2.67万亿元上涨9.7%，利用外资仅72亿元，下降35.4%。对照1-9月数据，比较明显的变化是前10个月房企国内贷款从同比下降8.4%扩大到同比下降10%，其他到位资金来源变化不是很大。这就是房企如今的融资现状。

为了进一步强化房地产调控的“三稳目标”，满足房企的刚需融资需求就成为一件很迫切的事情，于是就有了房企及城投企业在银行间市场发债的“井喷”。这样的政策走势并非第一次。2015年是房地产行业的上一轮周期，当时也出现了房企流动性面临“断流”的风险。解决这个问题的办法与现在基本一致，先是房企获准发行中票融资，紧接着就是房企在银行间发债融资的松绑，募集资金用于符合条件的普通商品房建设相关领域。政策调整首先满足的同样是房企的刚需融资。

如何最大限度地降低房地产行业的周期性，是房地产市场长效机制建设需要重点考虑的问题之一。如何不受周期影响满足房企的刚需融资需求，则是房地产金融调控机制建设的必答题。这是实现房地产调控“三稳目标”的必要条件。

目前，房企融资的“否极”有被甩掉的迹象，能不能在2022年实现“泰来”则需要政策环境和市场供需条件的共同烘托。对房企股的估值判断也如是。

延伸阅读

- 《必须实现高质量发展》 人民日报 2021年11月24日
- 《“房住不炒”定位不会改变，降准重点是支持实体经济》 经济日报 2021年12月07日
- 《房地产调控的“三稳目标”没有变也不会变》 证券日报 2021年12月17日
- 《房地产业良性循环的深层逻辑》 中国房地产报 2021年12月18日
- 《房地产业应尽快告别规模扩张路线，积极探索新的发展模式》 21世纪经济报道 2021年12月17日

4.6 传统能源行业

事件：2021年传统能源转型矛盾重重

2021年是“双碳”目标提出后的第一年，在此背景下，传统能源受到了前所未有的关注。

从全年来看，油价整体处于上涨态势。年初，沙特意外宣布将额外减产，全球经济和原油需求预期持续向好，油价开始一路高涨。尽管受到德尔塔变异毒株导致疫情蔓延的影响，

油价偶有回调,但供应还是偏紧,油价在全年经历了四次较大的涨幅,仅有短期调整。布伦特原油期货价格从2021年年初的51.8美元上涨到12月中旬的75.15美元,涨幅高达45%。

受益于油价大涨,以三桶油为代表的油企也开始走出低油价阴霾,业绩实现大幅增长。其中,中石油前三季度实现净利润751.22亿元,同比上升646.44%;中国石化前三季度实现净利润598.92亿元,同比上升154.95%。

而比油价上涨更为猛烈的是煤价,在2021年上演“煤超风”,煤炭行业供给侧改革后,供应一直处于偏紧状态,导致煤价持续处于高位,煤企赚了个盆满钵满,而火电企业则陷入了发电即亏损的困境,煤电这对“冤家”的矛盾也再次升级。

2021年9月初,11家燃煤发电企业联名上书北京市城市管理委员会,因煤电燃料成本与上网电价严重倒挂,请求重签电力直接交易2021年第三季度的年度长协合同。

受困于成本高企,电企发电积极性不高,多年不见的“电荒”出现了。

2021年9月16日,国家发改委印发《完善能源消费强度和总量双控制度方案》(以下简称《方案》)。相关《方案》发布后,全国20多个省份相继启动有序用电措施以确保完成“能耗双控”目标。多地要求工业企业错峰用电,东北地区甚至波及城市正常运行和居民日常用电。

但随着能耗“双控”在多地升级,不少地区直接限产、限电,甚至停产,其中广东、江苏最为严重。从限电的力度及范围来看,主要针对高耗能、高排放企业。

为了缓解电企困境,2021年10月15日,国家发改委发布《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》,扩大煤电上网电价浮动范围。

临近2021年年末,山西、安徽、吉林、河北、四川及重庆等多个省市地区的发改委陆续发布相关政策文件,调整峰谷电价价差,完善分时电价政策。

观察:传统能源“运动式”转型降碳不可取

双碳目标提出后,2021年的传统能源行业面临前所未有的挑战。石油、煤炭和电力作为“降碳”的主要行业,任务艰巨。

但不可否认的是,在很长一段时间内,传统能源又发挥着无可替代的作用。新能源尽管“风光无限”,但仍旧远远不足以弥补传统能源供应的缺口。

这种矛盾在2021年格外突出。面对能耗“双控”不断升级,有地区甚至出现了拉闸限电这非常魔幻的一幕。

传统能源企业既要发挥原有的基础保障供应作用,又要尽快转型“降碳”,两者都要兼顾,原地踏步无疑是坐以待毙终会被淘汰,但步子迈得太大则是不顾现实地“冒进”行为。

2021年12月8日-10日召开的中央经济工作会议提到,传统能源逐步退出要建立在新能源安全可靠的替代基础上。

政策层面首次对传统能源的退出明确了要求,给了传统能源转型的时间,也给了新能源循序渐进发展的机会。冰冻三尺非一日之寒,传统能源“降碳”更非一日之功,“一刀切”式向双碳目标迈进有悖于现实。

我国传统能源的基本格局是“多煤少油缺气”,为了实现双碳目标和经济的高质量发展,煤炭退出以及清洁利用是大势所趋。但在这个过程中,首先是保证供应和经济的有序运行。在新能源供应不足的情况下,盲目减少以煤炭为主的传统能源供应,导致煤价暴涨、煤电矛盾升级、电企巨亏,限电停电停产,已经严重影响了经济的正常运行。

此前国家发改委就提到,有些地方、行业、企业的工作着力点有所“跑偏”,“抢头彩”心切,提出的目标超越发展阶段,采取的行动措施不符合实事求是、尊重规律、循序渐进、先

立后破的要求；有的地方对高耗能项目搞“一刀切”关停；有的金融机构骤然对煤电等项目抽贷断贷。这些现象，与碳达峰碳中和工作的初衷和要求背道而驰，必须坚决予以纠正。

中央经济工作会议也再次强调，要立足以煤为主的基本国情，抓好煤炭清洁高效利用，增加新能源消纳能力，推动煤炭和新能源优化组合，要狠抓绿色低碳技术攻关。加快形成减污降碳的激励约束机制，深入推动能源革命，加快建设能源强国。

而油气和电力企业也必须协调好能源转型与保障国家能源安全的关系。

事实上，2021年已经有不少传统企业开始逐步向新能源转型。比如，中国石化开始全面电动化，宣布在2025年将建设5000座充换电站，2021年12月初，第1000座充换电站已经正式投运；五大发电集团也开始布局大型风电光伏项目，开启了“二次创业”；充矿能源更是规划5-10年建成新能源装机10GW及10万吨氢气供应能力，这被称为煤企转型的标志性事件，拉开了行业转型大幕。

长路漫漫，道阻且长。传统能源行业转型不是朝夕之功，更不会一蹴而就。2022年我们必须对“运动式”降碳转型行为引以为戒，从传统能源时代迈入新能源新时代，还有很长的路要走，这需要能源企业不断加强技术创新，煤炭要用更要用好，提高清洁利用水平，不能总是停留在“口号”上。而油气、电力等企业更是要抓住能源转型中的机遇，在“新旧交替”中找准自身定位，或许还能在绿色转型中实现“弯道超车”。

4.7 新能源行业

事件：2021年新能源赛道站上风口 各路玩家跑马圈地

“十四五”是我国实现“双碳”目标的关键期、窗口期，对此，2021年3月，中央财经委员会第九次会议首次提出，要构建清洁低碳安全高效的能源体系，控制化石能源总量，着力提高利用效能，实施可再生能源替代行动，深化电力体制改革，以新能源为主体的新型电力系统。

而在不断落地的利好政策和蜂拥而来的各路资本的加持下，2021年整年，以风光氢储为代表的各个新能源赛道可谓一派热火朝天。据不完全统计，截至2021年12月中旬，17家能源电力央企基本都已公布“十四五”期间新能源的投资目标规模，总计6.7亿千瓦。另据财达证券预计，电力央企将成为“十四五”电力清洁化的主力，预计新增风光装机目标占全国总量目标的80%以上。

在A股市场上，上市公司们也正加速跑马圈地，在投资扩产冲动之下，同样截至12月中旬，已有近百家主业为新能源的上市公司发布定增预案，其中，宁德时代、多氟多、明阳智能等公司，都是在刚完成2020年定增的情况下，2021年马不停蹄又开始了新一轮定增。此外，还有不少玩家跨界而来，试图通过进军光伏组件、充电、储能等细分行业，参与这场新能源“盛宴”。但需要注意的是，作为2021年A股市场最热的概念之一，“新能源”也成为催升上市公司股价的利器。所以这其中，有多少公司是动真格的，又有多少是蹭热点，投资者还需睁大眼睛仔细分辨，控制好风险。

观察：充分发挥民企力量 绘制新能源基建蓝图

在“3060”双碳目标下，实现二氧化碳大规模减排，发展清洁能源，推广新能源已是大势所趋。

这一大背景下，央企、国企成为绘制中国新能源基建蓝图的“主力军”。这不仅在于能源行业关系国家战略与国计民生，其特殊的属性需要央企、国企发挥“定海神针”的作用。同时，

传统能源行业多为央企、国企，作为资源消耗和排放大户，也必须肩负起加快转型升级、助力双碳目标实现的重任。

另一方面，要想充分发挥市场机制作用，提升新能源基建质量和效率，同时细化分工形成完整的产业链，为整个新能源产业经济高质量发展提供有力支撑，也必然离不开为中国经济贡献 60% 的民营企业们。

此前，2021 年 5 月，国家发改委政策研究室主任、新闻发言人金贤东就曾表示，将支持民营企业以需求为导向，积极投资建设集中式或分布式新能源、大容量储能设施，开展“风光水火储一体化”、“源网荷储一体化”示范项目建设，通过规模化商用推动关键技术性能大幅提升、成本显著下降，为实现碳达峰碳中和发挥重要作用。

2021 年已经有许多民营上市公司积极行动起来，加快在新能源领域“跑马圈地”，一些公司甚至跨界挺进光伏组件、储能等新能源细分赛道。此外，还有不少上市公司充分利用 PE、VC 等多种基金形式，通过参与设立新能源产业基金，发挥产融协同优势，推动新能源产业的发展。而除了鼓励民企投资布局新能源基建，积极引导民企参与能源央企、国企的增量混改，也应成为充分发挥民企力量，共同绘制新能源基建蓝图的题中之义。

当前新能源、储能领域都存在明显的技术瓶颈，亟需加大研发投入开展技术攻关，这都需要雄厚的资金为支撑。对于能源央企、国企来说，通过增量混改引入民间资本，一方面，有助于强化资金支持能力；另一方面，由于技术研发与产业发展的不确定性，也可以通过多路资本共同参与分散风险。

同时，民营企业参与混改可以为央企、国企注入更多的灵活性，以适应快速多变的市场需求，提升运营效率。而对于民企自身来说，也意味着有机会分享央企、国企的科技创新成果，建立和完善现代企业制度，提高经营管理规范化水平，在这场前所未有的能源转型革命中站上更高的发展平台。

对此，国家业已释放出重大信号。2021 年 10 月底，国家发改委体改司司长徐善长透露，下一步将围绕国家重大战略，在新能源、储能设施建设等领域开展增量混改。他表示，“这些领域很多都是空白，有很大的空间，希望民营企业和国有企业把这块蛋糕做起来。”

相信随着越来越多央企、国企和民企携起手来，优势互补，深入合作，必将释放出强大势能，为国家双碳战略达成，能源结构转型升级提供实现路径。同样，随着我国新能源市场规模不断扩大，需求持续旺盛，站在产业爆发风口上的企业们也将迎来做强做大的好时候。

延伸阅读

- 《新能源产业的“压舱石”》 人民日报海外版 2021 年 12 月 24 日
- 《新能源迎“双碳”机遇风头正劲 产业化突破道阻且长》 证券日报 2021 年 12 月 27 日
- 《国企增量混改在新能源、储能领域加速落地》 第一财经 2021 年 12 月 12 日
- 《“风光”无限 新能源注入新动能》 中国证券报 2021 年 12 月 28 日
- 《多家央企大玩家出水 谁在加速演化中国新能源格局》 经济观察报 2021 年 8 月 30 日

4.8 猪肉行业

事件：2021 年猪周期走出“小周期”行情

2021 年是此轮“猪周期”的下行周期，在全年的走势呈现了局部 V 字的状态，据行业的监测数据显示，2021 年自繁自养全年利润均值 670.45 元/头，但全年价格震荡幅度十分惊人：全年最低值为亏损 787.66 元/头，最高值为盈利 2939.18 元/头；仔猪育肥盈利全年均

值为亏损 92.04 元/头，全年最低值为亏损 1312.99 元/头，最高值为盈利 1803.56 元/头。

消费端来看，2021 年猪价整体呈现大降后反弹，外三元出栏均价由 1 月 1 日的 36.98 元/公斤下滑至 9 月 30 日的 10.40 元/公斤，之后涨至 11 月底的 18.13 元/公斤。

“猪周期”基本上以 4 年为一个周期，周而复始，为应对这种周期，相关部门也会出台政策及时指导生产。例如，在 2021 年 6 月份，国家发展改革委会同财政部、农业农村部、商务部、市场监管总局等部门，联合印发了《完善政府猪肉储备调节机制 做好猪肉市场保供稳价工作预案》（以下简称《预案》）。《预案》区分生猪价格过度下跌和过度上涨两种情形，设立了三级预警区间，为市场自发调整留有充足空间。

但是，在此轮猪周期，由于前期价格过高，引发了行业的补栏热情，扩张速度过快，也是 2021 年“猪周期”更受关注的原因之一。

震荡的行情对于产业发展极为不利，龙头企业在这些行情中也未能独善其身。当前拥有生猪养殖业务的上市公司中，绝大多数在前三季度出现巨额亏损，在财报披露期，也因此被外界广为关注。而由于在信息技术、养殖技术等领域不占优势，中小养殖户在 2021 年的经营难度则更大。

观察：农业生产要打破“靠天吃饭”的心态

生猪养殖行业是由“关键多数”决定行情的产业，而这个“关键多数”又由中小养殖户组成，虽然经过多年的历练，从业者的水平有所提升，但是由于“小而散”的特征，生猪养殖行业多年来，依旧有浓烈的“靠天吃饭”心态。

追溯行业的发展轨迹可以看出，基本上遵循了这样的大规律：肉价上涨-扎堆扩产-供应增加-肉价下跌-扎堆退出-供应减少-肉价上涨。每一个猪周期，都是由此种生产惯性的周而复始决定的。

和投资股票一样，在生猪养殖行业里，中小养殖户和买卖股票的散户一样，是需要保护的对象。龙头企业依托现代化的生产方式和金融手段，可以平衡风险，等待新周期来临时快速获取利润；而中小养殖企业则不同，信息传达至他们的时候，通常有滞后性，这使得他们更容易成为猪周期下行周期时的“接盘”方，而他们的不准确决策，却往往决定了产业的走向。

想要改变这种状态，此前行业也有过积极的尝试，例如，提高养殖的集中度、提升信息技术的应用等，目前来看，虽然有效果，但是行业也还有极大的提升空间。

比如，在信息技术的应用上，目前还不够精细，不能让数据发挥出精准指导生产的作用。现代化的企业管理模式和理念也需要更大范围地普及，从企业的角度来审视中小养殖户的生产模式，帮助他们更好地控制成本。

龙头企业除了扩张之外，也要更关注自身的经营健康状态，如果只想着趁机“跑马圈地占领市场”，而忽略了风险管控、资金健康状态等细节，也容易出现千里之堤，溃于蚁穴的事件。

综合来看，对于生猪养殖产业，相关部门要建立更准确、精细的监测模型，站在全行业的视角，先知先觉地指导生产；龙头企业扩大养殖集中度的同时，也要承担更多社会责任，帮助中小养殖户迈进现代化养殖企业的队列中来；科研部门要针对育种、防疫做薄弱区域、环节的查漏补缺。总之，要改变猪周期过度震荡对行业的伤害，是一个系统工程。

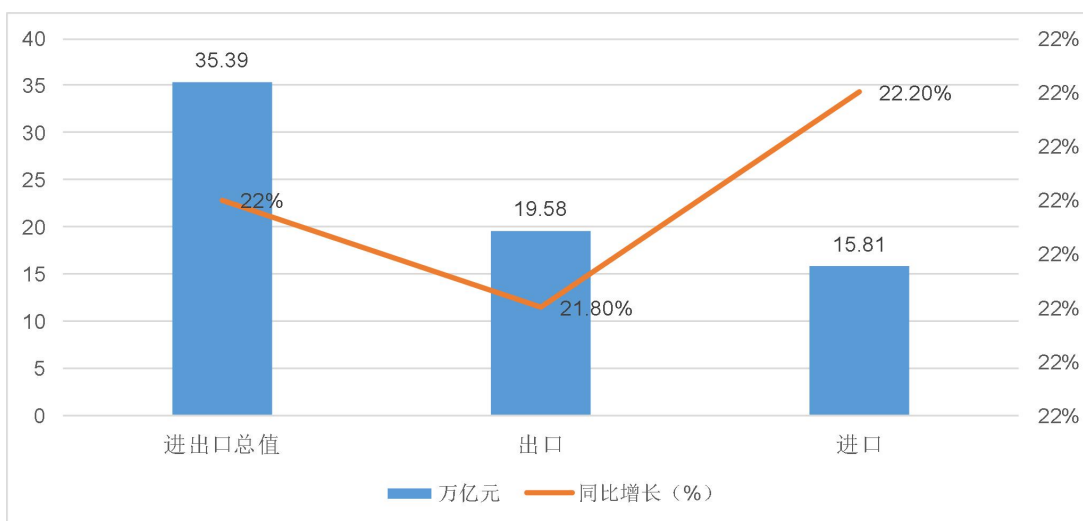
4.9 航运行业

事件：全球供应链断裂 航运业运价涨 10 倍

随着全球经济复苏，各国贸易需求大增，由于中国疫情的有效控制，在全球产业链中，中国制造业承担着重要的责任。

根据海关总署统计，2021 年前 11 个月，我国进出口总值 35.39 万亿元人民币，同比增长 22%，比 2019 年同期增长 24%。其中，出口 19.58 万亿元，同比增长 21.8%，比 2019 年同期增长 25.8%；进口 15.81 万亿元，同比增长 22.2%，比 2019 年同期增长 21.8%；贸易顺差 3.77 万亿元，同比增加 20.1%。

图：2021 年前 11 个月海关数据统计



资料来源：海关数据、证券日报

值得一提的是，在全球供应链出现断裂的背景下，我国生产供应链体系快速修复，国产品牌因而迎来了出海抢占市场的较佳时机。但航运成本的加剧正在侵蚀着国产品牌们出海的机会。

缺箱缺舱位使得海运价格一涨再涨，甚至中美航线的集装箱海运价格一度涨至 2 万美元的高价，“钻石舱”应运而生。运输价格的高涨使得部分外贸企业为此减产甚至退订，导致部分货物供不应求，为此，相关部门不得不建议限价，各大航运公司纷纷响应不涨价。

不过，虽然海运价格不再上涨且有大幅回落，但是港口拥堵仍未解决，舱位依然紧张，尤其是在海运价格下降后，部分小船东停运使得运力下滑，海运价格再次上涨。

观察：航运业暴富背后曝短板 传统港口亟需全面升级

2021 年的航运业一反前十年来的萧条和低迷，成为最火爆的一个行业。海运价格暴涨 10 倍、多家航运公司净利润暴涨 100% 以上，甚至超 1000%。而在航运公司业绩暴涨的同时也可见海运价格的大涨。

在全球供应链失衡的大背景下，全球集装箱运价一路飙升。外贸企业增收不增利，不乏亏损退单者，其影响小到商品提价消费者买单；大到外贸企业停止接单，外贸额下降，国家经济受损。

虽然在多国的新政下，海运价格得以下调，但受港口拥堵影响，价格再次有回升态势。一时间，集装箱缺失、舱位不足、人手短缺，在航运业火爆的背后，行业的种种弊端被放到聚光灯下。

目前，行业种种问题聚焦在港口拥堵上。防疫不当、员工罢工、港口关闭、卡车司机短缺、海外港口设施低端、不够智能化种种问题被一提再提，供应链问题不断，形成了“多米诺骨牌效应”。可以说，港口拥堵成为行业面临的一大考题，也给海上供应链和世界经贸带来极大不确定性。

集装箱运输平台 seapexplore 数据显示，截至 10 月 20 日，全球主要承运人有超过 683 艘船舶停泊在港口外，创下了全球港口拥堵的最高峰。事实上，港口拥堵并非无解，对于传统港口来说，只要能实现港口的更新换代，对硬件和软件进行全面的升级改革，那么，港口的拥堵情况将会大大缓解。

以中国港口为例，在自动化、数字化的助力下，我国港口早已缓解拥堵状态，在承担中美和中欧航线海运供应链的重任下，中国的港口通过 5G 网络、大数据、自动化改革等措施大大的节约了人工成本和时间成本。

10 月 21 日，据世界银行和市场研究机构 IHS Markit 发布的集装箱港口绩效指数排行榜显示，排行榜前十中有六个中国港口，分别是赤湾港、广州港、高雄港、香港港、青岛港和蛇口港。美国最大的两个港口，洛杉矶港排名 328，长滩港排名 333，在全球大港中排名垫底。

以洛杉矶港为例，截至 12 月 15 日，该港口 7 个主要的集装箱码头中仅有一个实现了全天候运转，此外目前港口工人和拖车架依然短缺。洛杉矶港面临的问题其实可以靠升级改革来缓解，如果港口可以实现自动化、数字化变革，成为更加先进的智能化码头，那么，港口拥堵情况也会大大减缓。

除了港口自身的升级优化外，全球港口供应链各相关方亟需增强协同联动。

一是港口与航运的联动，鉴于船舶向大型化发展，这对传统港口来说是一个考验，能够让大船停泊的码头并不多，而这就需求双方提出可行性方案，对船舶的大小和运输成本的节约等各方面，双方需要有个合理的解决方案。此外，港口对于环保标准的提高则要求船舶向绿色环保方面发展，而这也要求航运公司与港口双方达成一致意见。

二是港口与铁路的联动，港口拥堵的背后暴露出人工不足的短板，而卡车司机的短缺可以用铁路弥补，如果铺设铁路专线，直通港口，那么，集装箱的运输将更加畅通。

三是数字化联动。在网络越来越发达的现今，尤其是在疫情不断反复的情况下，网络成为当下各行各业必备工具。作为链接全球物流链重要节点，港口的数字化改革势在必行，通过数字化改革，港口可以更加便捷地调动船舶靠岸和装卸，更可以通过大数据分析来应对突发状况。如果港口能与船舶、铁路、公路等各个运输链实现智能化链接的话，也将大大提高港口装卸效率。

传统港口升级变革并非一日之功，但随着 5G 时代的来临，港口数字化改革已是大势所趋。

延伸阅读

- 《疯狂的箱子！涨价近 10 倍，外贸企业还“一箱难求”》 央视财经 2021 年 6 月 5 日
- 《抢完箱子抢舱位 海运行业还能火多久》配评论《“疯狂的箱子”暴露海运行业短板》 证券日报 2021 年 6 月 11 日
- 《航运业“高烧”不退 “箱子”价格突破 2 万美元》 证券日报 2021 年 8 月 16 日
- 《航运巨头表态“不再涨价” 海运运价能否被“冻结”？》 财新网 2021 年 9 月 16 日
- 《港口涨价释放行业景气度 海运费上涨或延续到明年春季》 财联社 2021 年 12 月 7 日

5. 机构观察

5.1 公募基金

5.1.1 公募基金 25.32 万亿元

2021 年是公募基金规模快速成长，实现跨越式发展的一年。截至 2021 年 11 月底，我国公募基金管理资产规模达到 25.32 万亿元，较 2020 年底增长 5.43 万亿元；基金数量 9152 只，突破 9000 只，均创历史新高。2021 年，公募基金市场在行业基础制度建设、产品创新、投资者信任度、居民财富保值增值等方面不断突破，以专业投资管理和服务能力，逐渐成为服务实体经济和上亿家庭财富管理的中坚力量。

表：公募基金资产管理规模数据

类别	基金数量（只）	份额（亿份）	净值（亿元）	基金数量（只）	份额（亿份）	净值（亿元）
	（2021/11/30）	（2021/11/30）	（2021/11/30）	（2021/10/31）	（2021/10/31）	（2021/10/31）
封闭式基金	1181	28287.69	30579.62	1157	27265.62	29425.80
开放式基金	7971	187844.46	222630.95	7812	181761.57	214642.88
其中：股票基金	1731	15318.40	24852.65	1692	15166.57	24319.31
其中：混合基金	3906	40090.72	59813.04	3823	38952.75	57630.07
其中：债券基金	1820	32436.86	37384.96	1784	29574.67	33966.77
其中：货币基金	331	98475.60	98593.26	330	96647.25	96773.33
其中：QDII 基金	183	1522.88	1987.04	183	1420.33	1953.39
合计	9152	216132.15	253210.56	8969	209027.19	244068.68

资料来源：基金业协会公开数据

5.1.2 投资者信任度不断增强

23 年弹指一挥间。以 1998 年第一批公募基金设立为标志，我国公募基金发展史从试点起步，已经横跨二十三个年头。作为资本市场最重要的机构投资者，依托规范创新的主旋律，中国基金业砥砺奋进，快速发展壮大，在资本市场全面深化改革中发挥着日益重要的作用。特别是最近五年来，我国基金业在改革中前行，在规范中进步，在创新中提高，树立了普惠金融的典范。

“十四五”开局的 2021 年，监管层着力启动新一轮全面深化资本市场改革成效明显，在注册制改革、吸引中长期资金入市、促进市场稳定运行、提高上市公司质量等方面继续发力，持续加强公募基金行业规范管理，稳步提升合规风控水平。

在此背景下，公募基金积极主动作为，积极发挥专业机构投资者作用；公募基金业绿色投资力量快速成长，投向绿色领域的基金规模超过 4800 亿元，在支持“双碳”战略方面进行了积极尝试，多家公募承诺“碳中和”具体目标和实施路径，布局“碳中和”主题基金，运用基金的力量推动绿色投资服务于实体经济；为展现基金业发展理念与历程，国内首部基金行业投资者交易记录片《基金》正式发布。

在行业基础制度层面，2021 年基金投顾业务指引文件开始征求意见，以厘清基金投顾

业务责任边界，解决行业痛点；代销机构公募基金保有规模首次公布，强调基金长期评价制度；证监会发布指数基金指引；下调基金交易经手费通知落地，促进基金交易活跃度，推动行业发展；“跨境理财通”业务试点正式启动；首批公募 REITs 平稳运行，产品进入常态化发行；进一步满足境内机构和个人投资者“走出去”需求，公募 QDII 额度多次扩容；基金投顾试点机构趋于完善，银行系基金首度加入；开展公募基金直播业务专题讨论会，基金直播业务全面规范进程加快，基金行业基础制度体系持续完善。

2021 年，公募基金长期业绩和专业投资价值凸显，投资者信任度不断增强。近几年，监管部门通过改革，大幅简化了公募基金产品准入制度，支持基金公司立足自身所长发行多类别基金产品，更好满足投资者多样化投资理财需求。目前，公募基金有效账户数达 11.9 亿个，截至 12 月底，基金平均业绩显著超过大盘指数，权益类基金年内平均收益率为 8.19%，其中主动权益类基金年内平均收益率为 9.09%，细分类别中普通股票型基金年内平均收益率达 9.96%、偏股混合型基金达 8.1%，整体表现跑赢 2021 年上证指数、沪深 300、深证成指、科创 50 等部分主流指数，持续印证了“炒股不如买基金”。一批“中生代”基金经理携“翻倍基”横空出世，业绩与管理规模实现双增长。与此同时，个人投资者对公募基金的信赖不断增强，通过投资公募基金入市趋势正在形成。

这一年，头部基金公司和知名基金经理受到各路资金的追捧。冯波管理的易方达竞争优势企业单日认购规模超过了千亿大关；22 只百亿量级新基金依次诞生；银行理财打破刚兑和净值化转型后，稳健性普惠性投资品种需求爆发，首批养老理财产品开售即受热捧；公募 FOF 基金数量突破 239 只，全年首募规模超过 1000 亿元，收益可圈可点；“固收+”基金规模屡创新高，寻求理财替代的各路资金投资需求持续旺盛。

2021 年，行业聚焦投资主业，持续提升投资管理能力，加强产品创新。北交所主题权益类基金产品诞生，助力多层次资本市场发展；首批基础设施领域公募 REITs 试点产品运行平稳，第二批产品首募热度超过首批，对于盘活存量资产、提高资本运用效率起到了积极作用，投资者对产品认知度大幅提升；期现联动产品 MSCI 中国 A50ETF 及联接基金快速面世，“双创”指数投资时代破冰，风电、稀土、有色金属等相关细分行业主题 ETF 创新品种相继发行；首只由外资独资公募基金发行的权益类产品正式成立。

“受人之托、代客理财”是基金业的基本定位。易会满主席在基金业协会第三届会员代表大会上强调，未来基金行业的高质量发展，要更加突出处理好规模、结构与发展质量的关系，更加突出抓规范、促创新和防风险的统筹平衡，更加突出行业自身发展和客户价值增长的同提升、共进步，更加突出厚植行业文化，促进健全发展生态。

2022 年的大幕将启，公募基金业即将进入花信年华。推动资本市场高质量发展已经是基金业改革发展稳定各项工作的总方向。在新的历史征程，公募基金业还要切实增强核心竞争力、提升投资管理能力、远离行业乱象、优化业务结构，塑造可信赖、受尊敬的行业形象，做到自身价值和投资者价值共成长。

延伸阅读

- 《中基协：公募基金规模已突破 24 万亿元》 新华网 2021 年 10 月 28 日
- 《10 月公募基金总规模重回 24 万亿元，货币基金最受追捧》 中国经济网 2021 年 10 月 28 日
- 《公募基金规模破 23 万亿元的惊喜与思考》 证券日报 2021 年 8 月 3 日
- 《公募基金规模高歌猛进 总额逼近 24 万亿元》 上海证券报 2021 年 10 月 28 日
- 《再创新高公募基金资产净值达 24.41 万亿元》 中国证券报 2021 年 10 月 28 日

5.2 银行

5.2.1 银行股“破净”

2021 年，上市银行披露的多期业绩报告均呈现稳定增长态势，逐渐走出了 2020 年的业绩低谷。特别是三季报的业绩更打了一个漂亮的“翻身仗”，让人眼前一亮。

三季报数据显示，2021 年前三季度，A 股全部 41 家上市银行合计实现归属于母公司股东的净利润较前一年同期增长 13.61%，这与 2020 年同期净利润大幅下降逾 7% 的表现形成了鲜明对比。

然而，上市银行股价却未与业绩同步回暖，受对银行资产质量担忧及新能源板块崛起造成“抽血”效应等多种因素影响，银行板块在 2021 年的市场表现却萎靡不振。数据显示，申万一级行业中的银行板块指数较 2020 年年末下跌 3.65%，在 31 个申万一级行业指数中排名下游，而这也直接导致上市银行股价出现大面积“破净”。

截至 2021 年 12 月 31 日，沪深两市 41 家 A 股上市银行整体平均市净率仅为 0.83 倍，有 33 家银行股价跌破每股净资产（每股净资产采用截至 2020 年年末审计数据），其中，更有 7 家上市银行市净率已不足 0.5 倍。

上市银行股价大面积的“破净”，这直接触发了银行“维稳”股价的那条红线，在 2021 年，股价变成“白菜价”的上市银行迎来了一波又一波银行重要股东及董监高的出手“驰援”。

表：2021 年股价“破净”的 A 股上市银行

600016.SH	民生银行	0.3715	-14.5039
600015.SH	华夏银行	0.3905	-3.9480
601169.SH	北京银行	0.4662	-1.4568
601328.SH	交通银行	0.4669	6.5712
601077.SH	渝农商行	0.4690	-9.0486
600000.SH	浦发银行	0.4764	-5.0589
601998.SH	中信银行	0.4846	-3.6291
601988.SH	中国银行	0.5099	1.3152
601818.SH	光大银行	0.5209	-8.3978
601288.SH	农业银行	0.5459	-0.3162
601229.SH	上海银行	0.5943	-3.4170
601398.SH	工商银行	0.6186	-1.2225
601997.SH	贵阳银行	0.6272	-12.7131
600919.SH	江苏银行	0.6365	13.3164
601916.SH	浙商银行	0.6442	-9.6991
601939.SH	建设银行	0.6469	-1.0161
002807.SZ	江阴银行	0.7103	-5.3079
002936.SZ	郑州银行	0.7123	-20.9930
603323.SH	苏农银行	0.7399	1.1154
601166.SH	兴业银行	0.7466	-4.0504
600928.SH	西安银行	0.7475	-18.1202
002966.SZ	苏州银行	0.7590	-8.5025

002958.SZ	青农商行	0.8133	-20.0371
601577.SH	长沙银行	0.8192	-13.7352
601825.SH	沪农商行	0.8431	-34.4860
601860.SH	紫金银行	0.8531	-17.2336
601658.SH	邮储银行	0.8662	10.5908
601963.SH	重庆银行	0.8769	-40.5577
600908.SH	无锡银行	0.8895	-3.4125
601009.SH	南京银行	0.9241	12.9890
002948.SZ	青岛银行	0.9308	-17.6935
002839.SZ	张家港行	0.9683	-2.7273
601187.SH	厦门银行	0.9916	-46.3636

资料来源：同花顺 iFinD

5.2.2 上市银行大面积“破净” 股东高管解囊相助

持续半年多时间萎靡不振的走势，不但使得银行股票沦为“白菜价”，更是直接让多家银行触及了上市银行启动稳定股价的“红线”。于是，2021年以来上演了一幕幕上市银行股大面积“破净”，而银行股东及董监高频频出手增持的大戏。

虽然2021年一季度银行板块曾有过一段亮眼的表现，但不幸的是，这段时间竟然成了上市银行一年中最高光的时刻。

自第二季度起，银行板块突然疲态尽显并在随后数月震荡向下。截至目前全年逾4%的整体跌幅，足以证明银行板块的走势有多疲软。股价阴跌不断无疑会让各方失望，但也应注意到，相较于其他上市公司股价与业绩的正相关，上市银行股价的疲软却并非业绩欠佳而导致。作为A股市场业绩的定海神针，银行板块业绩近年来虽受支持实体经济责任和疫情的影响而有所波动，但整体还是稳定增长的，特别是2021年前三季度业绩表现更是可圈可点。

之所以出现上市银行不尽人意的市场表现，显然并不能单纯怪市场的“不理性”。纵观这几年时间，上市银行始终呈现出股价与业绩的“背离”。究其原因，被机构排出高景气赛道是重点。相较于新能源、特高压、锂电池，乃至元宇宙等层出不穷且大火特火的市场热点，2021年，高估值、高成长、蓝筹股在A股投资遇冷。而不受市场待见的银行板块，估值处于低位也就可以理解了。

股价长期低迷，不但让部分银行的股价新低频现，更是引发上市银行板块的“破净”潮。截至2021年年末，41家A股上市银行中的破净率竟高达八成。而大面积“破净”也使得上市银行启动稳定股价措施，2021年，多家银行相继发布和实施了稳定股价方案。在银行股跌跌不休之际，上市银行重要股东及董监高“维稳”的承诺和增持股份的措施，增强了投资者的信心。

自2016年银行A股IPO重新开闸后，新上市的银行均搭配了稳定A股股价的预案，一旦股票连续20个交易日的收盘价低于银行每股净资产，则将引来出手“相救”。稳定股价的措施包括发行人回购公司股票，控股股东、公司董事、高级管理人员增持公司股票等。

自2018年首次出现A股上市银行实施稳定股价案例后，因股价跌破净值而导致股东、董监高入场维稳的案例频频发生，这一情况在2021年尤甚。不完全统计，年内已有10家A股上市银行对外宣布实施稳定股价的措施，涵盖了国有大行、股份制银行以及城商行、农

商行等全部类型。上市银行主要股东、董监高增持银行股份将起到正面作用，有利于提振市场信心、助力银行股估值恢复。

而于 2021 年 12 月份召开的中央经济工作会议，为 2022 年经济定下了稳增长的整体基调，在此背景下，经济预期改善，使得上市银行估值压力将明显缓解，并有望支撑银行估值在 2022 年走出低谷。

延伸阅读

- 《全面降准后，银行股配置即将迎来风口？》 人民资讯 2021 年 11 月 13 日
- 《银行股是否反应过度了？》 中国经济网 2021 年 9 月 23 日
- 《近七成银行股“破净”！众机构直面三大“拷问”：为何不涨？何时能买？买什么？》 证券日报 2021 年 3 月 9 日
- 《存银行不如买银行股？银行股也不宜盲目买进》 新浪 2021 年 5 月 12 日
- 《如果房价不涨了，可能银行股将成为最适合普通人投资的选项》 网易 2021 年 11 月 15 日

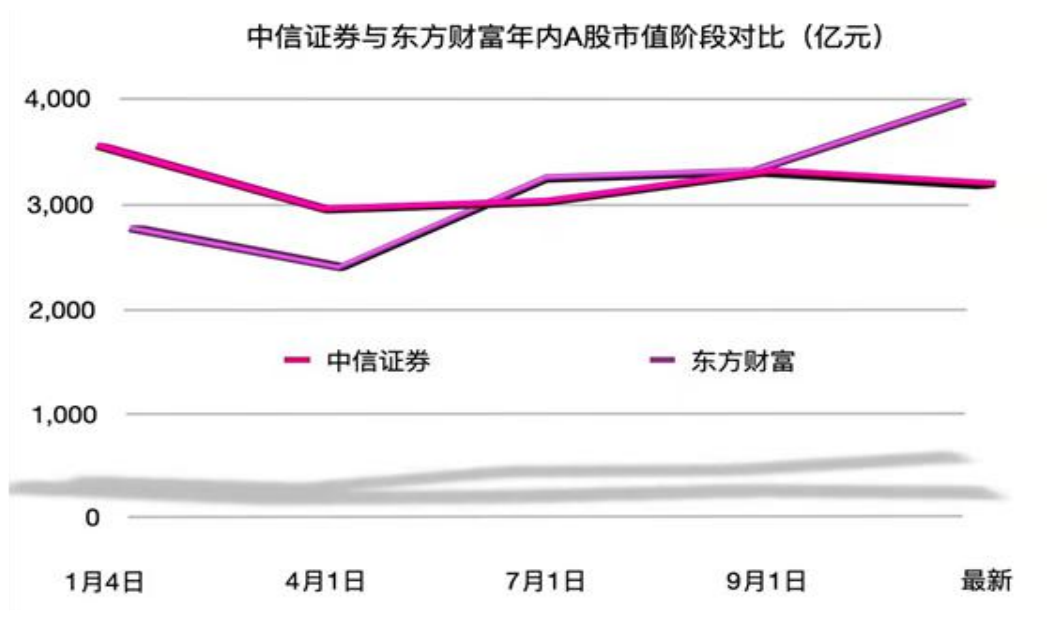
5.3 券商

5.3.1 “券业一哥”之争

2021 年 5 月 19 日，当日收盘，东方财富市值 3034 亿元第一次超越了券商一哥中信证券 3026 亿元。由此，一时间在市场上引发了“券业一哥”之争的讨论。

此后，两家公司之间的市值逐步拉开差距，截至 12 月 7 日，中信证券的市值为 3380 亿元，而东方财富的市值已增至 3664 亿元，稳坐 A 股证券板块“市值一哥”的位置。

图：中信证券与东方财富年内 A 股市值阶段对比（亿元）



资料来源：WIND

2021 年，券业不乏话题性的新闻，其中“券业一哥”之争成为行业热搜。那么当市场在

讨论“一哥”易主时，仅仅是单纯地关注市值的变化吗？“一哥”之争的背后，券商们又在暗自较量什么？

5.3.2 “基因纯粹”券商股遭遇尴尬

显而易见，不论是市场各界，还是媒体讨论的“一哥”，主要是以“股票市值”为判断标准的。曾经一度，中信建投的市值超过中信证券，也在市场引发券商“市值一哥”易主的关注度。2020年8月11日收盘，中信建投总市值达到4211.63亿元，在当时超越中信证券成为新一任券商股“市值一哥”，但如今中信建投的市值已缩水至2243亿元。

不过，不同于中信建投属于“基因纯粹”的券商股，东方财富的板块所属与中信证券相对比，本身也是议论的话题。有投资者提出疑问“东方财富如果归到纯券商板块，和中信、华泰相比属于严重高估，但是归类到电子信息又被低估，到底东方财富的合理估值PE是多少呢？”

东方财富具有显著的互联网基因，属于国内较为稀缺的互联网服务平台，向海量用户提供基于互联网平台应用的产品和服务。2010年3月份登陆创业板的东方财富于2015年收购西藏同信证券，拿下境内证券业务牌照，从此开启了快速扩张之路，并且5年5次“高频”再融资来加码证券业务。东方财富的业务构成中，证券业务的贡献比例超50%，并且其规模业务也持续扩张，其也作为券商板块概念股，与众多传统券商“同台竞技”。

从东方财富的业务表现来看，其中有三项表现醒目，首先就是互联网平台优势显著，ROE得以提升。受益于公司运营效益的提高以及管理费用率的下降，公司前三季度年化ROE提升至21%。从研发费用来看，前三季度公司研发费用同比提升127%到4.78亿元，研发费用的不断投入将进一步提高其互联网平台竞争壁垒；其次就是经纪与两融业务维持高增速，市占率持续提升；第三，基金销售业绩亮眼，财富管理转型成果显著，成长前景广阔，被投资者认可。也正因如此，公司市值上涨迅速，并被多家券商推荐为财富管理主线的重点投资标的。

再来看看总是被拿来当做对比参照的中信证券，作为我国证券公司“领头羊”，截至2020年末，中信证券总资产达1.05万亿元，成为国内首家资产规模过万亿元的证券公司。在2021年，中信证券抛出280亿元大额配股方案，对于此次配股募资的必要性，中信证券表示是“响应国家战略，打造‘航母级’券商”。中信证券称，公司作为证券行业龙头企业，应积极响应国家战略，不断夯实自身资本实力，抓住资本市场以及证券行业的发展机遇，进一步做大做强做优做强。

而从业务上来看，2020年证券公司经营业绩排名显示，共计38项指标中，中信证券夺得20项指标的榜首。包含总资产、净资产、营业收入、净利润、核心净资本、客户资金余额等关键指标。

综合这些角度来看，中信证券“券业一哥”的地位，也是当之无愧。

实际上，面对“市值一哥”的讨论和质疑，中信证券也正面回应称，公司以建设国内领先、国际一流的投行为目标，坚持各项业务平衡发展，持续提升核心竞争力，努力为投资者带来满意的回报。

探讨东方财富市值快速增长的原因，“财富管理”是其中的关键词。一定程度上可以说，东方财富正是为财富管理大时代下显著受益标的。

这种现象并不罕见。从二级市场角度观察，尤其是2021年下半年，券商板块成交量持续火热，大财富管理业务较强的券商广发证券、东方证券等均走出了较强的独立行情，年内

已分别上涨 59.07%、36.47%；再叠加参考各家券商给出的 2022 年行业投资策略，不难发现，财富管理成为机构普遍推荐的投资主线。

不少券商早已将财富管理业务上升到战略层面，业内开始流行用“含财率”来标识券商的财富管理成色。无论从投资的角度，还是从发展的角度来评价一家券商，“含财率”都成为一项重要指标。

东方财富市值的迅速提升，正印证了这一点，拿下证券牌照，把握住财富管理的发展趋势，品牌优势、客户优势和管理优势助力公司市占率不断提升，在传统的证券业务领域和以基金代销为主的财富管理领域都取得显著成果。伴随大财富管理时代的发展和股债交易量的提升，公司“公募基金+基金代销+代理买卖证券”形成业务闭环，可以预见有更大的发展空间。

财富管理不是周期的小浪花，而是时代的大潮流。“市值一哥”之争的背后，其实是券商在财富管理业务这一蓝海中的竞争。传统的经纪业务客户黏性差、部均收入和人均效能低，一直压制板块估值。财富管理业务收入由客户数、客均 AUM 和管理费率决定，稳定性更高。财富管理业务收益率高，是传统经纪业务的 60 倍以上，通常可通过协同业务体系带来多元化收入。此外，券商在权益资产方面优势明显，议价能力强，可通过优质产品与服务提升客户黏性，财富管理转型已达成行业共识。而在财富管理探索方面更快取得更明显成效的公司，也更容易被投资者关注到。

“券业一哥”之争，也反映出行业竞争的残酷，也透露出券商发展的大方向。传统券商转型的步伐必须加大加快，在做优做强的同时，基于自身优势打造差异化服务模式，在大财富管理浪潮中抢占险滩。

5.3.3 数字人民币将试点证券业

11 月 19 日，中国证券监督管理委员会北京监管局、北京市地方金融监督管理局公布了首批拟纳入资本市场金融科技创新试点的 16 个项目名单，向社会公开征求意见。其中，唯一一个关于数字人民币相关创新试点项目，引业界关注。在首批拟纳入“资本市场金融科技创新试点”项目名单，包括了银河证券和工商银行联合推出的“证券行业数字人民币应用场景创新试点项目”。

根据项目介绍显示，该方案围绕客户购买金融服务、购买理财产品的实际需求，结合数字人民币的特征，设计了“数字人民币购买付费金融服务”“三方存管体系下数字人民币投资场外理财产品”及“数字理财钱包体系下数字人民币投资场外理财产品”三种证券行业应用场景，以达到保障客户资金安全、防范洗钱等违法交易行为，降低交易成本、提升金融运行效率的目的。

具体而言，银河证券的客户可用数字人民币购买付费金融服务，即在购买行情、资讯、投顾、投研等金融服务过程中，银河证券新增“数字人民币支付”的方式付费。在三方存管体系下和数字理财钱包体系下，客户也可以使用数字人民币投资场外理财产品。

银河证券在项目介绍中透露，银河证券约有 1300 万客户，但由于数字人民币仍处于试点阶段，仅对“10+1”试点城市和冬奥场景试点开放，用户规模、数字人民币规模均未完全开放，因此该项目将根据数字人民币推广情况，逐步开展业务。

需指出的是，该项目意味着将数字人民币场景由 2B（批发）、2C（零售）、2G（政府）拓展到 2F（金融机构），这极大激发了数字人民币行业想象空间。

5.3.4 数字人民币的生态正日益丰富

在业界看来，数字人民币的应用场景首次拓展到证券行业，是数字人民币相关应用项目入选首批“证监会版”金融科技“监管沙盒”，标志着数字人民币的应用深度继续增加，预计未来应用的想象空间将扩大。

2021年，数字人民币首次拓展到证券行业成为资产市场较为亮眼的事件之一。

事实上，自2014年开始研究法定数字货币起，从理论到实践，从概念到试点，中国的央行数字货币（DC/EP）在双层运营体系的地基上不断添砖加瓦，数字人民币的生态正日益丰富，并取得阶段性进展。

自2020年10月，深圳罗湖区首次面向在深个人发放1000万元“礼享罗湖数字人民币红包”，正式拉开数字人民币在国内大范围公测的序幕。

截至2021年10月22日，数字人民币已开立个人钱包1.4亿个，企业钱包1000万个，累计交易1.5亿笔，交易额接近620亿元，共有155万商户可支持数字人民币钱包，包括公用事业支付、餐饮服务、交通出行、购物和政务服务等方面。与央行7月发布《中国数字人民币的研发进展》白皮书的数据相比，在不到4个月的时间里，数字人民币的钱包开立数量、交易笔数和交易额均取得快速增长。其中，个人钱包开立数量增长超过6.7倍，累计交易金额增长接近1.8倍。

此外，数字人民币的试点城市已经从原先的深圳、苏州、成都和雄安新区4个地区，扩大到了“10+1”等不同城市，参与试点的运营机构，也从原来的六大国有银行，延伸到了网商银行、微众银行、招商银行等9家银行。

与此同时，2021年数字人民币C端试点呈“小额红包雨、新场景融入轮番上阵”的特点，尤其是围绕绿色低碳领域的创新场景表现较为突出。此外，数字人民币也呈现出从ToC走向ToB，从简单场景到复杂交易的趋势，数字人民币试点逐步进入多维度扩容阶段。

一年多来，在产业各方形成的合力之下，数字人民币取得了显著成果，场景建设持续扩容，截至2021年10月8日，数字人民币试点场景已超过350万个，涉及公用事业、餐饮服务、交通、零售及政府服务等多个领域。

事实上，在业界看来，随着数字人民币的推进及生态的建设，对各领域均有潜在价值助益，例如政府：数字人民币在普惠金融、市场监管方面具有广泛的应用空间，智能合约的合理运用可以使数字人民币成为新的货币政策工具。此外，央行数字货币建立的“价值链”可以实现点对点交易，有望降本增效重塑跨境支付体系。

而在商业银行端，数字人民币将直接成为商业银行的流量入口，在弥补商业银行零售业务短板的同时，巩固对公业务基础；在第三方支付机构方面，数字人民币将助力第三方支付机构在C端、B端拓展更多的用户、商户资源；在清算机构端，数字人民币支付即结算的特性将打破原有的清算逻辑，清算机构未来承担的角色可能包括：为非指定运营机构提供数据接口服务和银行间跨系统数字人民币交易的清算服务。

在企业端，数字人民币与自动化的企业B2B支付平台相结合将产生更大的效能；数字人民币的推广将在数字货币系统搭建、软硬件系统升级、终端机具改造方面为核心技术企业带来利好消息。

展望未来，随着数字人民币的场景落地的加速推进，完善数字人民币生态体系建设，提升数字人民币普惠性和可得性正在成为下一步重点。而数字人民币相关项目应用入选首批“证监会版”金融科技“监管沙盒”，其与金融机构结合，更是扩大了数字人民币应用的想象空间。

延伸阅读

- 《财富管理“升级”为证券业新赛道 “券业一哥”之争凸显变革之切》 证券日报 2021年12月20日
- 《一天暴涨180亿 券商市值一哥突破3500亿 大幅领先中信证券 什么情况？》 券商中国 2021年7月22日
- 《新的时代！东方财富超越中信证券成为市值第一的券商》 新浪 2021年6月25日
- 《冷静，从基本面来谈谈东方财富和中信证券的市值比拼》 腾讯 2021年6月25日
- 《东方财富坐上券商市值第一的宝座，是黑马崛起还是众望所归？》 搜狐 2012年7月14日

5.4 保险

5.4.1 特斯拉卖车险

2021年10月15日，特斯拉在美国得克萨斯州正式推出其车险产品，相比一般车险便宜20%-40%。此前的2019年，其在加州为自己的车主推出了车险。在中国，特斯拉在车险领域也已经开始了布局。天眼查信息显示，特斯拉保险经纪有限公司于2020年8月份成立。

特斯拉首席执行官埃隆·马斯克在2020年三季度财报电话会议上特别强调：“坦率地说，保险产品贡献的收入很可能会占到汽车业务的30%到40%。”从中不难看出，马斯克对保险业务的重视与期待。

特斯拉为何如此重视保险业务？其涉足保险业的优势何在？对于中国险企而言，特斯拉涉足车险带来的震动和启示在哪里？

5.4.2 提前布局保险市场增量业务

综合来看，特斯拉涉足车险业务，至少有四方面原因。第一，车险具有一定的刚需特征；第二，从未来车险市场增量来看，新能源车险无疑是绝对主角；第三，新能源车险与传统车险在保障范围、风控等方面都有诸多不同，可以说还在起步阶段，我国的新能源车险专属条款刚刚正式发布；第四，特斯拉车险有足够的市场增量以及产品优势。

具体来看，根据交强险条例，机动车都应当投保交强险，同时大部分机动车会投保商业车险。2020年，我国车险保费收入达8245亿元，从覆盖面来看，商业车险投保率持续提升至目前的87%。随着各国对环境保护的更加重视，新能源汽车将成为未来的主角，新能源车险也是车险市场最主要的增量业务。在新能源汽车领域，特斯拉无论是在美国还是在全球，都具有很强的竞争力。在2021年度股东大会上，马斯克表示，到2030年将实现年销量2000万辆，同时有信心至少保持50%的交付量增长率。如果大部分购买特斯拉汽车的人都投保特斯拉车险，那么其车险业务同样将保持高速增长，而从价格对比来看，特斯拉车险显然极具吸引力。

其实，我国早有车商布局汽车保险业务。例如，吉利汽车控股易保保险代理公司，同时也是合众财险第二大股东，上汽集团成立上海汽车集团保险销售公司，小鹏汽车成立广州小鹏汽车保险代理公司。此次特斯拉布局中国车险业是通过成立保险经纪公司的方式来实现，不过与传统车商布局保险业务不同的是，以特斯拉为代表的新能源汽车厂家尽管是以“保险中介”的身份涉足保险业务，但其角色绝非简单的销售代理，而是通过资源整合，将汽车制造、保险开发、销售以及售后服务等环节紧密结合，并对车主的驾驶行为产生实质性影响，

从而大幅提升保险的“定制”特性。

表：车企布局车险业情况

车企名称	参股公司	参股公司类型
吉利	合众财险	保险公司
	易保保险代理	保险中介
上汽集团	上海汽车集团保险销售有限公司	保险中介
广汽集团	众诚保险	保险公司
小鹏	广州小鹏汽车保险代理有限公司	保险中介
特斯拉	特斯拉保险经纪有限公司	保险中介
一汽	鑫安保险	保险公司

特斯拉涉足保险业给我国保险公司带来深刻启示。自 2020 年 9 月 19 日开始正式实施车险综合改革以来，我国车险市场正在发生一系列深刻变化：改革一年以来，车均保费较改革前下降了 21%，车险综合赔付率由改革前的 56.9% 上升至 73.2%。车险综合改革在让利消费者的同时，也让险企承压。目前，车险经营已经陷入了行业性亏损，而 2019 年和 2020 年，全行业车险承保利润分别为 103.6 亿元和 79.57 亿元。在深化改革、让利消费者的大背景下，车均保费整体上不可能大幅上涨，保险公司要改善经营必须从其他地方着手。从大方向来说，改善经营无外乎做大业务规模，同时推进减本增效，最终达到开源节流、盈利改善的效果。不过，如何细化大方向、落到实处却是大课题。从特斯拉涉足保险业务案例，保险公司或许能从中找到一些新的经营思路。

首先，从大趋势来看，未来车险业务的行业增量将集中在新能源车险。面对这种发展趋势，保险公司必须尽早重视、布局。根据公安部发布的数据，截至 2021 年 6 月底，全国新能源汽车保有量达 603 万辆，占汽车总量的 2.06%。同时，根据《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》，到 2025 年，新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20% 左右。中再产险根据存量传统燃油车的报废期限等测算，到 2035 年，预计全行业新能源车险年度保费将提升至 2000 亿元左右。而随着传统汽车的更替报废等因素，传统车险在整个车险市场的占比将逐渐下降。

其次，险企必须未雨绸缪，加强新能源车险研究，甚至通过业务实践来找差距，补短板。从现实情况看，目前我国新能源车险的赔付率较高，险企承保盈利难，有些险企对该项业务望而却步，有的浅尝辄止，又爱又怕。险企有这样的心理，主要还是因为对新能源车的风险点不熟悉，更难进行很好的风险防控。而特斯拉车险之所以比其他车险更便宜，核心原因在于其从产业链角度深度介入，切实改善车主驾驶习惯，更大程度上提升“定制”成分。因此，对于我国险企而言，涉足新能源车险，也需要从多种途径加强风险分析和防范，控制出险率。同时，对于普通保险公司而言，还亟需提升自身对新能源汽车的研究水平，避免在产品设计和销售渠道中处于被动地位。

事实上，随着技术的发展，车商和保险公司将会更加互相依赖，双方只有发挥各自优势，并加强合作，才能从产业链角度实现双赢。

延伸阅读

○《商车险综改一年后 为何车险被吐槽涨价》 人民网 2021 年 12 月 20 日

- 《车险改革后明显省钱了》 新华网 2021 年 12 月 9 日
- 《特斯拉进军车险意味着什么？》 中国经济网 2021 年 10 月 15 日
- 《不少险企谨慎观望 特斯拉“逆向”进军新能源车保险业务》 证券日报 2021 年 10 月 19 日
- 《大消息！特斯拉力推车险业务，已在中国布局！能赚钱吗？》 券商中国 2021 年 10 月 18 日

5.5 私募

5.5.1 百亿元级量化私募扩容至 26 家

私募排排网数据显示，2021 年百亿元级量化私募共备案了 3441 只基金，其中，6 月份至 9 月份为备案高峰期，平均月均备案 501 只基金，远高于其余月份的平均数 205 只。其中，有 14 家百亿元级量化私募年内备案超过 100 只，平均投资备案数量排名第一。

2021 年是量化私募发展的大年，在 104 家百亿元级私募中，量化私募就有 27 家，占据四分之一以上。从总体管理规模看，根据基金业协会最新数据，截至到 11 月份，私募基金管理规模已经突破 19.7 万亿元。

图：私募基金管理人存续情况趋势



资料来源：基金业协会公开数据

图：各类型私募基金管理人存续情况（家）



资料来源：基金业协会公开数据

5.5.2 量化私募“量变”

2021 年 8 月份，一份券商研报将量化私募推上资本市场的“热搜”，报告指出：截至 2021 年上半年末，在证券类私募中，量化产品规模接近万亿元，规模占比约两成；百亿元以上量化私募管理人的合计规模估算约 4800 亿元。

事实上，此份券商研报不仅将国内量化私募市场整体情况进行了详尽的披露，还对整个资管市场的量化产品进行了全面概述，包括了公募、券商等诸多机构。报告发布后，不仅引起了全市场的高度关注，而且引导了资金流向。2021 年，在 A 股结构性行情背景下，量化私募选股优势显露，对比 2020 年，量化私募市场热度在不断攀升。2021 年，量化私募迎来了“量变”。

纵观全球金融市场及历史发展，量化交易仍将是趋势。近些年，海外量化发展变化很大，全球私募基金前十大排名里面，2004 年含量化的只有两家，到了 2020 年，不含有量

化的只有两家，反映了在科技赋能的背景下，量化私募的快速发展。截至 2021 年 12 月底，量化私募全市场约有 5000 亿元管理资金，其中，百亿元级量化私募数量也增至 26 家，合计管理规模占据了绝对比例；同时，业绩也取得不错成绩，相关数据显示，26 家百亿元级量化私募全年全部取得正收益。

专家普遍认为，国内量化行业才刚刚开始，未来发展空间非常大、红利明显；量化投资是科技在金融领域的赋能，随着量化行业发展速度越来越快，最终考验的是团队持续迭代的能力。对比海外机构，首先从量化的策略资金占比看，美国财富管理行业市场比国内 A 股大很多，量化管理资金占比能达到 40%，但是国内量化管理资金占比只有 12%；而从程序化交易的比例来看，美国目前占比 80% 左右，中国只有 20%。量化交易赛道，不管是从历史还是全球市场来看，整体的占比将会越来越高。因此，从国内看，赛道才开始，未来量化的发展空间是巨大的。

2021 年，量化私募再度大热，很大程度上归结为指数增强基金的崛起。春节假期后，A 股市场迅速陷入调整，叠加对冲成本提升，股票市场中性策略产品遭遇回撤，更有百亿元级量化巨头推出“零赎回费”政策，而指数增强基金动辄 20% 以上的收益，更是吸引了大量投资人跑步入场。

根据私募排排网获取的数据显示，截至 2021 年 12 月 5 日，百亿元级量化私募年内平均收益为 18.61%，全部实现正收益。其中，9 家百亿元级量化私募年内收益超过了 20%，更有鸣石投资、天演资本、佳期投资、世纪前沿资产年内收益超过 30%，分别为 37.12%、36.08%、33.42%、31.31%；13 家私募年内收益介于 10%-20% 之间，另有 4 家私募年内收益低于 10%。具体来看，年内百亿元级量化私募最高收益为 37.12%，最低收益为 2.93%，首尾业绩相差超过了 40%。

2021 年是量化私募发展的大年，在 100 家百亿元级私募中，量化私募就有 26 家，占据四分之一以上。除了新锐百亿元级量化私募的不断涌现，此前的老牌量化私募也是迎来规模的急速增长。根据私募排排网统计数据显示，在 2021 年备案数量居前的私募中，均为百亿元级量化私募，其中更有私募年内新增备案的基金数量超过 400 只。

表：月度新备案私募基金情况统计表

基金类型	基金数量 (只)	2021 年 11 月		2021 年 10 月	
		基金规模 (亿元)	规模增长率	基金数量 (只)	基金规模 (亿元)
私募证券投资基金	2707.00	423.66	34.13%	1679.00	315.86
其中：顾问管理类基金	87.00	79.41	109.66%	48.00	37.88
私募股权投资基金	433.00	339.11	1.87%	277.00	332.90
创业投资基金	461.00	199.19	53.90%	270.00	129.43
私募资产配置基金	1.00	0.65	-	0.00	0.00
其他私募投资基金	0.00	0.00	-	0.00	0.00
合计	3602.00	962.60	23.70%	2226.00	778.19

资料来源：基金业协会公开数据

有业内人士表示，量化基金的大批量新增、量化私募管理人的规模快速增长，最直接的原因还是量化私募普遍在 2021 年获得不错的收益。以中证 500 指数增强为代表的量化产品业绩突出，量化私募管理人在指数增强及股票多头产品上快速布局，推动了量化私募管理人

的规模扩张。与仍在亏损的百亿元级主观多头私募相比，量化私募不仅逆势正收益，还回撤较低，更是吸引了大量资金的涌入。

从年内数据来看，主观股票在 2021 年 1 月-2 月表现相对较好，春节过后市场迎来分化，3 月-9 月量化股票表现突出，10 月份主观强于量化，不过 2021 年量化股票整体表现显著好于主观股票。

对于量化投资来说，管理规模的扩张对策略容量与持续的超额均是不小的挑战，加上 500 指数增强基金是目前资金追捧的主要方向，规模增长也最快，也有不少百亿私募在 2021 年对公司旗下的 50 指增基金进行“封盘”。

10 月底，量化巨头灵均投资发布公告称，为更好地服务投资者，经过审慎考虑，公司决定自 2021 年 11 月 1 日起，暂停中证 500 指数增强策略产品的募集，存续产品不再接受申购。在此之前，也有启林投资、进化论资产、星阔投资、金戈量锐发布封盘公告。无独有偶，作为国内另一量化私募巨头，幻方量化也于 11 月底采取了免除赎回费用的措施。幻方量化发布通知称：为维护投资者利益，方便投资者调整基金配置，幻方量化即日起免除所有已发行人民币基金的赎回费用。

事实上，规模持续大爆发的量化基金自 10 月后遭遇一定的“颠簸”，不仅收益回撤，指数增强的超额收益更是为负，也就是并未跑赢所对标的指数。

中信证券分析认为，2021 年量化策略的业绩表现呈现两大特征：一是中证 500 指数增强策略表现超越主动权益策略。二是中证 500 增强基金的超额收益来看，公募基金相对私募基金的收益率差距显著收窄。一方面是私募策略规模的快速上升，一定程度上摊薄超额收益空间；另一方面是盈利因子和成份股内个股表现较好，相对有利于公募基金策略。

延伸阅读

- 《百亿级量化私募增至 20 家》 人民资讯 2021 年 9 月 8 日
- 《千亿量化私募猛刹车！免收赎回费，阶段性缩减管理规模，什么情况？》 中国经济网 2021 年 11 月 26 日
- 《百亿元级量化私募数量升至 10 家 衍复投资过百亿元即“封盘”》 证券日报 2021 年 11 月 19 日
- 《量化私募业绩回撤真相起底》 中国证券报 2021 年 10 月 15 日
- 《A 股成交连破万亿背后，真的是量化私募的贡献吗？》 证券时报 2021 年 9 月 11 日

6. 公司观察

2021 年，作为我国经济基石的上市公司也曝出不少热点。比如上市不到四年的宁德时代，市值从 500 亿元飙升到 1.5 万亿元，彰显年轻“宁王”的飙进速递；与之如影随形的是贵州茅台，2021 年股价却从最高 2608 元跌至 1525 元。这种此消彼长说明了什么？或许，“宁王”已经成为新时代中国制造的新代言人。

在资本市场里，不止“宁王”与茅台的这种把酒言欢，我们还看到走向“十字路口”的滴滴出行、引发独董要“董事”大讨论的康美药业、上演生死时速的恒大集团、重整尘埃落定的海航集团、直面“双减”政策加速转型的新东方、元宇宙概念的“头号玩家”中青宝……

资本市场从来不缺传奇故事，缺的是能理解故事的人。企业需要讲好故事，更需要专注主业提升运营质量。只有“基石”坚硬无比，我国的经济才能行稳致远。

6.1 宁德时代

事件：新能源产业链巨无霸 市值突破 1.5 万亿

2018 年，宁德时代初登创业板，市值不足 500 亿元，如今，经过三年发展，宁德时代已经成为创业板的“巨无霸”。2021 年 5 月最后一个交易日，新能源龙头宁德时代大涨 6%，收盘市值达到 1.01 万亿元，成为创业板首家市值破万亿元的公司。截至 2021 年 12 月 10 日，宁德时代市值已接近 1.5 万亿元，仅次于贵州茅台和工商银行。

图：2021 年宁德时代总市值走势图（万亿元）



资料来源：东方财富 Choice、证券日报

资本总是流入回报最高的赛道。在宁德时代总市值势如破竹背后，是新能源汽车产业站在了政策风口和行业发展的爆发点。我国《2030 年前碳达峰行动方案》明确提出，2030 年

国内新能源汽车增量渗透率达到 40%，2021 年，锂、镍、钴等原料价格持续上涨，导致锂电池生产所需的正极材料、电解液、负极材料等价格大幅上涨。

2021 年 8 月，宁德时代发布定增方案，拟募资 582 亿元，分别投向六个锂电池产业链项目，并补充流动资金。11 月 15 日，宁德时代宣布调整定增预案，募资总额降至不超过 450 亿元。宁德时代增发融资行动，是整个锂电行业变动的一个缩影。年内有 25 家锂电企业增发融资，合计拟融资规模超千亿元。

龙头企业的战略和版图折射了时代的发展进程，主做动力电池的宁德时代启动了全产业链上下游的布局、并持续扩大朋友圈：海外收购锂矿资源，战略投资哪吒汽车、增资长安汽车，此外，宁德时代与三峡集团、国家能源集团、中国华电签署战略合作，布局储能赛道。为建立、健全公司长效激励约束机制，宁德时代推出 2021 年股票期权与限制性股票激励计划，2021-2024 年四年累计营业收入值不低于 6200 亿元。

观察：年轻“宁王”的飘进和风险

从 2011 年创建，到 2018 年上市，再到成为创业板首个万亿元市值公司，短短 10 年间，宁德时代的发展跑赢了绝大多数同行，也成为中国制造转型升级、做大做强的标杆。而通过左手天量融资，右手高额竞价收购，2021 年，“宁王”在产能扩张，以及产业链上下游“通吃”的路上，更是持续高歌猛进。

对于希望押中下一个贵州茅台的投资者来说，宁德时代的征途是“星辰大海”。新能源行业被视作未来五到十年最大的行业，从中国到西方，多个国家从顶层设计、具体措施、到大举投入，皆是有目共睹。各路投资机构也纷纷重金下注各细分赛道，天量资金盘旋在这块“奶与蜜之地”上。

君联资本董事总经理李家庆曾经兴奋她表示：“如果未来自动驾驶最头部的公司，是消费电子中的微软，那宁德时代就是英特尔，它是新能源动力的心脏。”

宁德时代也确实在行业中积聚了相当的竞争力：公司已连续四年蝉联全球动力电池装机量第一的宝座，2021 年 6 月，又与特斯拉签订了 4 年的长协订单。而公司之所以密集推进战略合作、对外投资和产能布局，无疑也是希望通过对产业链的全覆盖，与竞争对手拉开足够的身位，抢占这一场产业革命的战略制高点。

但狂飙的速度之下，风险也是如影随形。据不完全统计，2021 年前三季度，除了宁德时代，亿纬锂能、国轩高科、中航锂电、比亚迪等国内多家动力电池企业也宣布新建、扩产项目累计达 40 余项，总投资金额逾四千亿元。而国外厂商中，LG 新能源、松下、三星 SDI 等同样也在不断加码布局产能。

在动力电池各家企业开足马力的扩产中，全行业很容易堆积起非理性的泡沫，如今的产能不足不久之后很有可能演变成产能过剩，进入残酷的“内卷”模式。同时，这种扩产，赌的就是新能源汽车和储能的高预期，一旦面临政策或技术路线生变，就会遭遇巨大的风暴。就宁德时代而言，如果抱守目前的技术而不加大研发，仅仅是一味简单粗暴地扩产，扩得越多，反而跌得越惨。

另一方面，氢燃料电池等正在快速崛起，对于主攻锂电池的宁德时代来说，新能源的氢锂路线之争，也始终是悬在头上的“达摩克利斯之剑”，快速扩张同样可能面临着战略误判风险。如果氢能源赢了，整个锂电板块，都会遭遇业绩和估值的双杀。

事实上，宁德时代 2021 年一度融资额高达 582 亿元定增方案也引来了交易所的问询，要求其结合近年来发行人市场占有率，产量、销量、市场需求变化情况，募投项目的建设周

期，固态电池、钠离子电池、氢燃料电池等技术发展路径对现有动力及储能电池领域带来的影响等因素，论证说明募投项目产能大幅扩张的规模合理性。

此外，与政府的关系、电池安全等一系列问题也考验着高速飘进的宁德时代，如果处理不好扩张的节奏，也很容易带来一连串的麻烦问题。可以说，当下的宁德时代正如身处百尺高楼，面临无限好风景的同时，却也是如临深渊。在保持好战略定力和勇猛出击抢占先机之间，如何下好接下来的每一步棋，成为真正的“宁王”，正考验着这家年轻的企业。

延伸阅读

- 《宁德时代引领科技股投资新逻辑》 证券日报 2021 年 11 月 24 日
- 《向上游扩张！刚刚拿下海外锂矿，宁德时代又“巧取”一座磷矿》 中国财富网 2021 年 10 月 12 日
- 《每个月参投一家私募基金，宁德时代资本“扩张”的边界在哪里？》 上海证券报 2021 年 8 月 29 日
- 《扩张的“宁王”收监管函！582 亿元定增 灵魂拷问：是否过度融资？》 中国证券报 2021 年 10 月 3 日
- 《宁德时代加速全球扩张：191 亿投资上下游企业、境外投资超 90%》 经济观察报 2021 年 8 月 15 日

6.2 贵州茅台

事件：贵州茅台股价重返 2000 元/股

2020 年受到热捧的价值投资的多个行业白马股在 2021 年市值大幅缩水，而带头的便是贵州茅台。2021 年 2 月 18 日，贵州茅台股价最高突破 2600 元/股，随后拉开了公司股价长达半年的回调，一度跌至 2021 年 8 月 20 日的 1525.5 元/股，相比最高价市值缩水超 1.25 万亿元。

图：2021 年贵州茅台股价走势图



资料来源：东方财富 Choice、证券日报

白酒股的调整也与政策密切相关。据媒体报道，2021年8月20日，国家市场监督管理总局价监竞争局发布的《关于召开白酒市场秩序监管座谈会的通知》，主要议题是对当时出现的资本投资热进行摸底调查，不过，会后并未形成任何政策性的文件。

贵州茅台三年内三度换帅。2021年8月30日晚，贵州茅台公告称，根据贵州省政府相关文件，推荐丁雄军为贵州茅台董事、董事长人选，建议高卫东不再担任公司董事长、董事职务。而高卫东自2020年3月20日上任，履职仅1年多。

2021年以来，茅台酒市场价格持续走高，春节期间，53度飞天茅台市场价突破3000元，至中秋、国庆两节旺季，消费需求进一步放量，部分区域市场的茅台价格一度突破4000元，至10月底，回调至3500元以上。

2021年12月8日，沪深两市第一高价股贵州茅台高开高走，10时40分左右股价顺利站上2000元整数关口，午后股价始终维持强势走势，最终收报2043元/股，涨87.13元/股，涨幅为4.45%。

观察：有了品质沉淀才会有市值突破

代表着中国传统文化的白酒既是物质的，又是精神的。谈及茅台，人们总会赞叹其“九次蒸煮，八次加曲发酵，七次取酒，一年一个生产周期等工艺”的酿造过程。作为高端白酒，它理应是高质量、高品位、有魅力、有特色、不可复制的综合体现。我们也发现，几乎所有的知名酒企对自己的产品都能讲出属于自己的故事，高端产品更是如此。

贵州茅台不缺故事，更不缺市场。当下，茅台一直上演刚需行情。从中长期看，随着经济增长和富裕群体扩容，茅台酒供小于求将持续存在。从这个逻辑上看，因为供小于求，价格会涨，同时收入增加基本面会助推股价上涨。

在消费旺季临近的背景下，近期次高端和龙头白酒纷纷确认提高产品价格，这也让“贵州茅台提高茅台酒价格”的声音尘嚣直上。业界认为，近年威士忌、红酒等洋酒和浓香白酒龙头普涨且幅度可观，贵州茅台作为酱香龙头也应具备提价基础。“当下茅台的市场环境、竞争格局和管理层的市场化改革决心都已不同往昔，对主力大单品飞天茅台的提价时机已经成熟”。

茅台提价及股价上涨的动力，还有一个重要因素，那就是拆箱令全面取消。2021年12月13日，相关媒体报道称，贵州茅台企业负责人回应称拆箱令全面取消的消息属实。我们认为，不拆箱政策是贵州茅台的渠道市场化改革逐步落地的表现，也有助于缓解箱茅供需紧张、稳定价格。但由此推进了市场对茅台提价预期的增强。2021年12月10日，生产酱香型白酒的茅台集团组团前往四川宜宾拜访生产浓香型白酒的五粮液集团，这次被高度关注的“茅五碰杯”背后，是市场更为关心的提价问题。提价一方面将明显增厚利润，另一方面也有利于渠道改革和市场化运作。

实际上，不管是贵州茅台还是五粮液，随着企业内部全面深化改革，创新驱动战略落实，两家企业未来将进入全面发力期，渠道管控、品牌塑造、产品口碑将进一步提升。长期来看，量价齐升的上行趋势不变。

我们认为，白酒的整个路程是需要“沉淀”的，包括品质、文化、品牌。正如中国酒业协会理事长宋书玉所言，好酒必须具备好的产区、好的品质和好的品牌这三个维度，缺一不可。长城证券产业金融研究院院长、食品饮料首席分析师、大消费组长、食品科学博士刘鹏表示，酒企找准圈层定位十分重要，有的放矢，让产品成为定位群体喜爱的强势品牌；打造自身差异，对品牌文化进行重塑与创新，针对受众目标营造文化高端酒新形象；强化品质，对高端白酒创建强势品牌，也会形成品牌资产的积累和突破。

有了“沉淀”，反映在股价和市值上，是水到渠成的。资本看好酒产业，在二级市场上投资是一种理性的投入。同时，能否耐住时间的寂寞，则是一道重要的考题。

延伸阅读

- 《推动中国品牌建设跨上新台阶》 人民日报 12月2日
- 《全力做大做强酱香系列酒 茅台集团“双轮”将如何驱动？》 新华社 2021年3月23日
- 《茅台全面取消“拆箱令”后市场实探》 证券日报 2021年12月14日
- 《贵州茅台重回2000元 白酒行情有望跨年》 财新网 2021年12月8日
- 《茅台会顺应市场呼声提价吗》 财新网 2021年12月15日

6.3 滴滴出行

事件：滴滴上市：一场华丽的冒险之后 将从纽交所退市转战港交所

2021年6月30日夜晩，没有提前发消息、没有对外庆祝的滴滴低调在美国纽交所挂牌上市。彼时，滴滴发行3.17亿股ADS（美国存托凭证），比原计划的2.88亿股多10%。以14美元的发行价计算，滴滴此次至少募资44亿美元，滴滴IPO的估值超过670亿美元。

上市仅第三天，2021年7月2日中央网信办发布消息称，为防范国家数据安全风险，维护国家安全，保障公共利益，依据《中华人民共和国国家安全法》《中华人民共和国网络安全法》，网络安全审查办公室对“滴滴出行”实施网络安全审查。为配合网络安全审查工作，防范风险扩大，审查期间“滴滴出行”停止新用户注册。

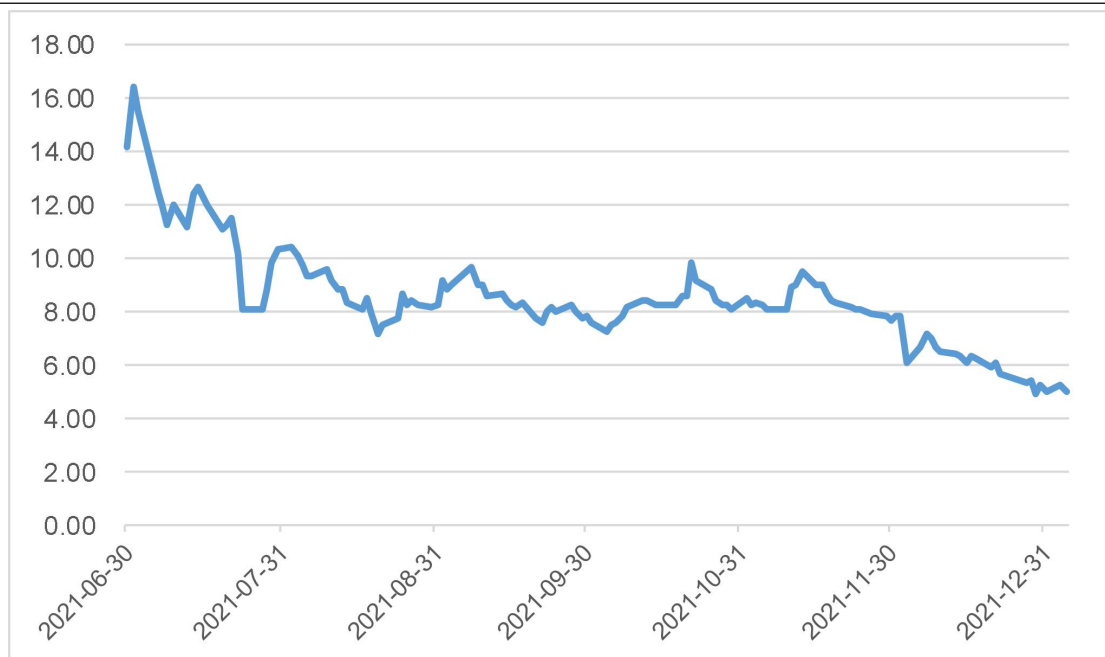
2021年7月4日，国家互联网信息办公室依据《中华人民共和国网络安全法》相关规定，通知应用商店下架“滴滴出行”APP。2021年7月16日，国家网信办会同公安部、国家安全部、自然资源部、交通运输部、税务总局、市场监管总局等部门联合进驻滴滴出行科技有限公司，开展网络安全审查。

在二级市场上，自2021年7月2日起，滴滴股价大幅下跌，之后一直“跌跌不休”。截至2021年12月10日美股收盘，滴滴报收6.6美元/股，总市值321亿美元。股价较发行价的14美元已跌去52%。

值得一提的是，滴滴赴美上市的波折，让包括哈罗出行、喜马拉雅、零氪科技等撤回赴美IPO，港交所或成为这些公司上市的目的地。

2021年12月3日，滴滴出行官方微博称，经认真研究，公司即日起启动在纽交所退市的工作，并启动在中国香港上市的准备工作。

图：2021 年滴滴股价走势图



资料来源：东方财富 Choice、证券日报

观察：中概股走到十字路口

2021 年 12 月 2 日美国证券交易委员会（SEC）通过了《外国公司问责法》的最终规定。该法案要求外国公司提供审计底稿供美国检查，否则可能 3 年内被勒令退市。这再度释放出了强烈的信号：企业赴美上市趋严。

2021 年 12 月 3 日一早，滴滴出行便启动在纽交所退市的工作，并启动在中国香港上市的准备工作。我们注意到，滴滴出行在 2021 年 6 月 30 日低调在纽交所挂牌上市，开盘价 16.65 美元/股。时至 2021 年 12 月 2 日收盘，滴滴出行报 7.8 美元/股，股价整体跌幅达 53.15%，市值蒸发超 300 亿美元。

短短五个月“海外行”磕磕绊绊，说明企业赴美上市还是要依法依规。

不止是滴滴出行，截至 2021 年 12 月 2 日收盘，在美上市的所有中概股中有 239 只累计出现了下跌，占比高达 73.8%，其中更是有 123 只中概股的累计跌幅超过 50%，占比达 38%。

2021 年 12 月 5 日，中国证监会新闻发言人答记者问表示，无端打压在美上市中国企业，胁迫中国企业退市，这不仅有悖于市场经济的基本原则和法治理念，也损害了全球投资者利益和美国资本市场的国际地位，是一种“多输”的做法，对谁都没有好处。中国有关监管部门将坚定不移推进改革开放，充分尊重企业依法合规自主选择上市地。

在美上市的中概股境遇也各不相同，有些企业的商业逻辑不被境外投资者所理解，但这并不代表其不是一家“好公司”，回归港股、A 股也是一种不错的选择。

说到“回归”，我们认为，相对于美股对中概股的不友好，中国近些年对资本市场进行了一系列改革，包括对上市条件的修订、交易制度的改良、融资便捷程度的提升等，多层次资本市场逐渐形成了协同互补、错位发展、互联互通的新局面。尤其是北交所的设立，更是标志着我国开启了三个市场共同服务实体经济、服务科技创新的新格局。

中概股到港股上市，企业既能摆脱风险，还能增加融资机会，也能让资金链更为顺畅。这一点，从网易、京东在港股受到的优待、高额的融资、较高的估值就能看出来。回归到港股有两种渠道：一是转板退市，比如滴滴出行，大概率会发行一个存托凭证 ADR，然后让投资人直接把美股转换成港股，这样就可以实现无缝衔接；二是主动私有化回购退市，简单说就是把上市交易的股份都收购回来，然后退市。

中概股回归 A 股也是绝佳选择，中概股以 IPO 形式回归 A 股的首单药明康德，国内保险巨头迅速入股让药明康德找到了“回娘家”的踏实感，上市三年半，A 股股价飙涨 1280%，市值更是较上市之初增加 4500 亿元。

延伸阅读

- 《期待滴滴重整出发》 经济日报 2021 年 12 月 3 日
- 《中概股的出路在哪里》 证券日报 2021 年 12 月 8 日
- 《滴滴美股退市登陆港股 未来在哪里？》 中国网 2021 年 12 月 17 日
- 《中概股“回港”上市条件基本成熟》 中国新闻周刊 2021 年 12 月 16 日
- 《滴滴“从美股退市，登陆港股”容易吗？》 新京报 2021 年 12 月 4 日

6.4 康美药业

事件：康美案巨额赔偿引发独董离职

2021 年 11 月 12 日，被称为“中国集体诉讼第一案”的康美药业证券纠纷案作出一审判决。广东省广州市中级人民法院判决康美药业因年报等虚假陈述侵权赔偿证券投资者损失 24.59 亿元，马兴田及 5 名直接责任人员、正中珠江会计师事务所及直接责任人员承担全部连带赔偿责任，13 名相关责任人员按过错程度承担部分连带赔偿责任。

一直以来，独董被市场认为是“不干活儿只拿钱”，落得了上市公司“花瓶”的尴尬称号。而在这一次承担连带责任的人员中，兼职独立董事江镇平、李定安、张弘要承担 10% 连带责任（约 2.46 亿元）；兼职独立董事郭崇慧、张平要承担 5% 连带责任（约 1.23 亿元）。这一处罚金额远超其任职期间在康美药业所获薪酬。

康美案例引发了市场对独董制度的关注，获得与风险不成正比引发了独董离职潮。自 2021 年 11 月 12 日至 12 月 10 日，A 股有 60 余家上市公司独董提出辞职。其中开山股份控股股东开山控股公开谴责离职独董的行为，让这一话题沸腾。

不过，康美药业独董最终有惊无险。2021 年 11 月 19 日晚，*ST 康美发布公告称，有财产担保债权组、普通债权组与出资人组均表决通过重整计划草案以及相应出资人权益调整方案。参与本次重整的投资人拟向公司投入的资金总额不超过 65 亿元，该资金也将用于证券虚假陈述侵权集体诉讼案确认的赔偿，这也意味着 *ST 康美独董上亿元赔款是否不用交了。

观察：独董“独立”需要多方努力

随着康美案一审判决落槌，其 5 名独立董事被判承担 5% 至 10% 的不等巨额连带赔偿责任，独董这一职业仿佛一夜之间就从“轻松”变得“高危”起来。市场普遍认为独董的收入与处罚不匹配，引起部分上市公司独董的扎堆辞职，继而引发对于独董制度有效性的怀疑。

我国将独立董事制度引入了上市公司，但以往证券执法实践表明：独董与其他董事担负

同等的义务、承担同样的责任，对违规零容忍。新《证券法》第 197 条明确规定，如果上市公司未披露有关信息，对直接负责的主管人员和其他直接责任人员（独立董事负有直接责任）将会受到 20 万元到 200 万元的罚款；如果上市公司披露了信息但有虚假陈述的话，负有责任的独董将会受到 50 万元到 500 万元的罚款。笔者注意到，2021 年 3 月份，广东榕泰因财务造假、信披违规等，其四名独董分别被处以 50 万元的罚款，罚款约为独董 8 年的薪酬。也就是说，在我国，独董向来就是高危职业，而非人们理解的“平躺”就能赚钱的职业。

根据我国《公司法》独立董事违反法定义务时，需要面临的法律风险包括：董事从事欺诈行为并使公司因此遭受损失的，必须对公司因此而遭受的损失负赔偿责任；因滥用公司机会、信息或财产而获利需承担的法律风险；因受贿或秘密取得利润而需承担的法律风险；违反保密义务的法律风险；应履行信息披露职责的注意义务，否则要承担相应的法律风险；独立董事因错误信息而作出错误判断的法律风险。

让独董“独立”需要多方努力，独董制度的优化势在必行。

2021 年 12 月 4 日，证监会副主席王建军也就独董制度发言，表示中国证监会高度重视市场各方完善独立董事制度的意见建议，已组织专门力量进行研究，将充分倾听各方意见，与相关部门积极沟通、推动系统完善，进一步明晰独立董事权责边界。我们认为，制度要从根本上解决“屁股决定脑袋”的问题。需要进一步完善制度，更加清晰独董的责权利关系。同时，交易所加强上市公司独董任职资格备案审查工作，提升独董进入的门槛。

在上市公司层面，让独董真正“独立”需要下一番决心。上市公司要强化和完善公司治理架构，为独董监督工作提供便利；给予较高的话语权，让独董实实在在发挥其客观作用。保护股东权益、投资者权益，说到底也是上市公司提升整体价值的有效途径。

在独董个人层面，要有职业的敬畏感、责任感，敢于担当，敢于在董事会上提出不同意见。正如同时担任格力电器、万科 A、中光学和柔宇科技独董的刘姝威所言，独董要对投资者负责，对有关资料出现疑问必须询问上市公司相关部门，签字前严格审查相关资料，否则，拒绝签字。

康美案的这份判决，或许可以敦促现任独董们履行自己的职责，当好“看门人”，但也可能会导致很多优秀的独董，基于保守的风险偏好而选择辞职。需要强调的是，康美案只是个案，不应将处罚与某个职业挂钩。法律面前，人人平等。不管是独董还是其他高管，应当遵守公司章程，忠实履行职务，维护公司利益，不得利用在公司的地位和职权为自己谋取私利。

延伸阅读

- 《“独董”怎样才能真管用》 经济日报 2021 年 12 月 1 日
- 《如何让独董既“独立”又“懂事”》 证券日报 2021 年 11 月 21 日
- 《辞任现象并非“离职潮” 独董生态有望改善》 中国证券报 2021 年 12 月 6 日
- 《中国独董 挺起你的脊梁》 证券时报 2021 年 11 月 22 日
- 《康美造假案 打碎 A 股一堆独董“花瓶”》 每日经济新闻 2021 年 11 月 18 日

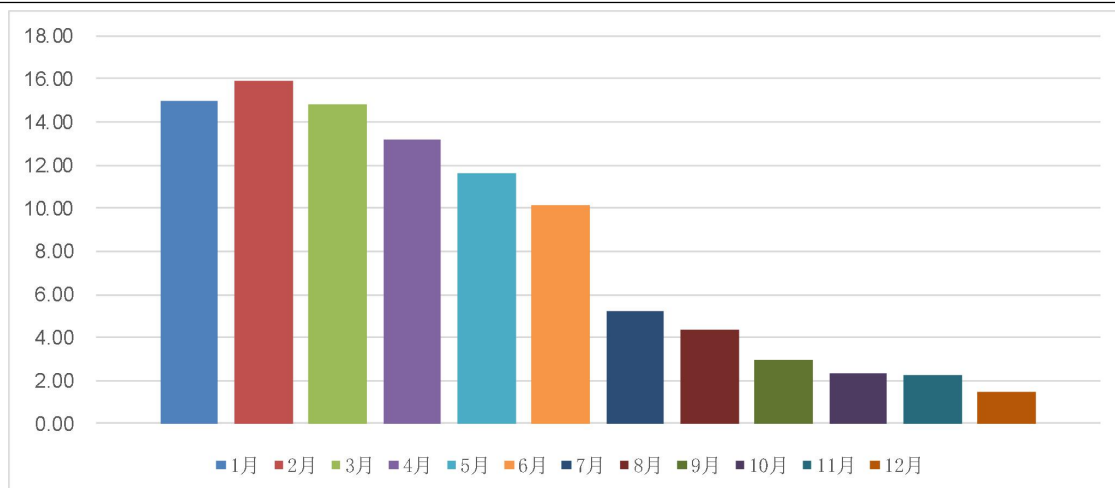
6.5 恒大集团

事件：恒大自救上演生死时速

随着恒大风险事件发酵，中国恒大股价持续刷新历史低位，2021 年 12 月 16 日，该股一度报 1.52 港元/股，相比 2020 年年底的收盘价 14.718 港元/股，跌幅约为 90%。股价的低迷

表现背后，恒大的危机重重。

图：2021 年中国恒大月度收盘价（港元）



资料来源：同花顺

据 2020 年财务报告披露，中国恒大的管理层预计 2022 年“三道红线”全部达标。在“三道红线”下，中国恒大为债务所困，强有力的降负债动作吸引了市场关注。2021 年 6 月 30 日，恒大集团对外透露，截至目前恒大净负债率已降至 100% 以下，顺利实现一条“红线”变绿。

然而，一份法院民事裁定书，将看似脱困的恒大送到风口浪尖。2021 年 7 月份，广发银行请求冻结被申请人宜兴市恒誉置业有限公司、恒大地产集团有限公司银行存款 1.32 亿元，掀开了恒大冰山一角，也开启了恒大出售资产自救的大幕。

2021 年 8 月 10 日，恒大发公告称，正在接触潜在第三方投资者，可能出售恒大汽车及恒大物业公司的部分权益。2021 年 12 月 2 日，港交所文件显示，中国恒大对恒大汽车持股比例从 63.84% 降至 58.54%。2021 年 9 月 29 日，恒大称以近 100 亿元出售所持盛京银行约 17.5 亿股的非流通内资股。2021 年 11 月 18 日，恒大公告称，已出售其持有的剩下所有恒腾网络股份，总代价约 21.3 亿港元。

从 2021 年 7 月 1 日至今，为了维持集团流动性，许家印已通过变卖个人资产或质押股权等方式筹集资金，累计已向集团注入超 70 亿现金。2021 年 11 月 25 日，中国恒大股东许家印、旗下公司 XinXin (BVI) Limited 及许家印妻子丁玉梅合计以 26.8 亿港元卖出 12 亿股股票。许家印在中国恒大的持股比例从 76.96% 降至 67.87%。

2021 年 12 月 3 日，恒大发布了无法履行担保责任的公告，广东省人民政府对此高度关注，当晚立即约谈了实控人许家印。应恒大地产集团有限公司请求，为有效化解风险等，广东省人民政府同意向恒大地产集团有限公司派出工作组，督促推进企业风险处置工作。对于恒大的风险，央行和银保监会纷纷表态。

观察：企业要抛弃“被托底”思维

恒大足球、恒大汽车、恒大地产、恒大冰泉、恒大物业、恒腾网络、房车宝、恒大童话

世界、恒大健康……恒大集团有着如此大的产业，在人们心目中，这么大的企业不可能轻易地出现倒闭！于是，市场传言“恒大大而不倒”。

我们观察到，恒大集团只有 39 亿元资产，却欠下近 2 万亿元的债务，显然早已经是资不抵债。除了债务压力，2021 年 12 月 7 日工信部发布了《道路机动车辆生产企业及产品》的许可公告，恒大的新能源汽车已被除名；2021 年 12 月 13 日海口市又宣布收回恒大在海口的 8 块土地。这样一个又一个的坏消息，让人们为恒大捏一把汗。

实际上，“大而不倒”并非人们理解的企业规模大到不会倒闭，而是另有逻辑。就恒大来说，在恒大欠下的近 2 万亿元债务当中，有 6000 亿元是银行等国内金融机构的债务。一旦恒大破产倒闭，那么恒大欠这些金融机构的贷款将无法归还，那些金融机构就会发生交叉违约，进而会产生系统性金融风险。目前，金融机构只能允许恒大集团延期还贷，希望恒大能挺过这一难关。

在中国资本市场，没有哪家企业可以“大而不倒”，只是市场各方会衡量有没有必要让某家企业倒掉。在任何时候，企业都不能心存侥幸，有被托底的思维，从而缺乏风险意识。

对于已经资不抵债的恒大集团来说，银行、供应商、恒大员工、期房购买者等都会直接受到影响。不过，恒大集团并非无路可走，至少还有两个选择：一是出售名下资产（包括子公司、房产等），断臂求生；二是通过出售股权，引入新的投资者进行重组。

另外，恒大集团的资不抵债危机只是一个个案，没有必要延展到房地产行业。经过近几年的房地产宏观调控，尤其是房地产长效机制建立后，国内房地产市场地价、房价、预期保持平稳，大多数房地产企业经营稳健，财务指标良好，房地产行业总体是健康的。个别大型房企风险暴露，金融机构对房地产行业的风险偏好明显下降，出现了一致性的收缩行为，房地产开发贷款增速出现较大幅度下滑，这种短期过激反应是正常的市场现象。

我们认为，企业要抛弃“被托底”的侥幸心理，踏踏实实专心提高运营质量。提高上市公司质量，是新时代加快完善社会主义市场经济体制的重要内容。2021 年 12 月 10 日结束的中央经济工作会议，明确指出要全面推进改革开放，健全金融机构治理，促进资本市场健康发展，提高上市公司质量。

近两年，全球新冠疫情的袭扰，极大程度破坏了全球经济的正常运转，叠加大宗商品价格维持高位，原材料价格不断上涨，夹在产业链“中间层”的企业坐卧难安。在如此严峻的环境下，专心发展主业，提高运营质量，增强核心竞争力尤为关键。放眼那些“大商”名企，既有强大的产品质量、良好的消费者口碑，还有不惧沉浮，百炼成钢的发展“韧性”。

延伸阅读

- 《恒大问题属个案风险 处置迈出关键一步》 新华社 2021 年 12 月 5 日
- 《恒大个案不影响房地产市场正常融资》 经济日报 2021 年 12 月 5 日
- 《一行两会谈恒大风险处置及影响》 证券日报 2021 年 12 月 4 日
- 《正视恒大危机 防范风险蔓延》 第一财经 2021 年 9 月 22 日
- 《看恒大事件如何演变》 中国青年网 2021 年 9 月 25 日

6.6 海航集团

事件：海航集团重整尘埃落定

2021 年年初，海航集团官方微信公众号发布声明称：集团收到海南省高级人民法院发

出的《通知书》，主要内容为相关债权人因我集团不能清偿到期债务，申请法院对我集团破产重整。

两个月后，海南省高级人民法院发布公告称，根据相关管理人的申请，法院于2021年3月13日依法裁定对海航集团有限公司等321家公司进行实质合并重整，并于同日指定海航集团有限公司管理人担任海航集团等321家公司实质合并重整案管理人。

当时，共有三家企业参与了海航航空主业资产的竞购，分别是均瑶、复星和辽宁方大。辽宁方大此前并不被市场看好。比起辽宁方大，竞争对手均瑶和复星系在产业协同方面均具有更大优势。但三家企业进行了最后一轮报价，最终辽宁方大胜出。

2021年9月12日，*ST海航发布了《关于海航集团航空主业战略投资者招募进展的公告》。公告显示，目前，管理人已经确定海航集团航空主业战略投资者为辽宁方大。

2021年10月31日，海南省高级人民法院审核裁定批准通过后予以公告，目前海航控股及十家子公司已进入重整计划执行阶段。公司将在法院指定的管理人的监督下严格按照法院裁定的重整计划内容执行公司重整工作，相关程序依法合规。

2021年12月8日，海航集团发布公告，海航航空经营管理实际控制权正式移交至战略投资者辽宁方大集团实业有限公司。

2021年12月16日至17日，A股海航系重整上市公司*ST海航、*ST基础、*ST大集，以及非重整上市公司海航投资、新三板挂牌公司海航冷链，相继发布公告，称公司因涉嫌信息披露违法违规，被证监会立案。

此次立案调查是常规动作、标准流程，旨在解决历史合规问题。此次公告中的“涉嫌信息披露违法违规”应是针对上述海航自查结果在监管流程上的补充和追溯。接下来，上市公司会积极配合监管机构进场调查，尽快配合履行完监管处罚程序。

观察：海航野蛮生长模式应引以为鉴

眼看他起朱楼，眼看他宴宾客，眼看他楼塌了。这几年的海航集团可谓占尽了头条和热搜，从各种传闻沸沸扬扬，到最终尘埃落定，在海南省海航集团联合工作组的帮助下，海航集团万亿元债务危机终于得以解决。

目前，海航航空主业板块经营管理实控权已正式变更，已开启历史新征程；*ST基础引入海南最大国资海发控，按机场+免税业务战略进行组织架构调整，业务转型提速；*ST大集的重整计划中也预留了用于引战的转增股票。

一位长期从事不良资产投资的人士表示，海航集团下属三家重整的上市公司不单单是一次简单的债务重组，是对海航集团历史上野蛮生长、失范运作的彻底摒弃和改革。本次重整是一次股权、资产、债务、管理及业务的全方位重组，目的就是要与过去划清界限，重新开始，建立健全规范的公司治理机制，避免重蹈覆辙。

战投进入后，实控人变化预示着海航将告别过去野蛮生长的模式，通过实施重整计划，一揽子解决历史合规问题，相关上市公司即将迎来“脱星摘帽”，实现上市公司持续健康发展，这也是监管及市场各方最希望看到的结果。

海南省海航集团联合工作组组长、海航集团党委书记顾刚曾表示，重整后老股东团队及慈航基金会在海航及成员企业权益将全部清零，不再拥有相关股权。这既是法治化、市场化破产重整的法律要求，是股东必须承担的基本责任，也是该企业野蛮生长带来的必然后果。

海航的破产重整系迄今最大、最复杂、最重要破产重整案之一，引发社会与市场的强烈关注。

从2017年底爆发流动性危机到现在已经历时4年。虽然前期海航多次“自救”，但终因

沉疴太重、病入膏肓，不仅没能化解风险，而且还转为严重的债务危机。

海航陷入如此境地，主要原因就是不专心经营主业，而是将大量资金用来“买买买”。从2015年到2017年，海航大举买入了海外酒店、金融机构和写字楼的股份，累计投资高达400亿美元，从中国买向全世界，从关联产业买到毫不相干的资产，盲目扩大规模，最终一发不可收拾。

海航内部也曾反思，在高速成长的时期没有摆脱野蛮生长问题，由于经验不足，偏离主业扩展速度太快，心太急想打造一个世界级航空大集团。结果在面对外部环境变化中应对不足，自身没有准备好。

实际上，像海航一样利用金融杠杆、资产腾挪等手段，进行盲目扩张的企业并不是少数。2021年也有恒大、紫光等企业暴露出了类似的问题。一方面，一定要吸取教训，对于任何一家企业来说，稳步发展主业才是正道，野蛮生长模式应引以为鉴。

另一方面，作为拥有万亿元资产的民营企业，海航最终依靠市场化方式处置资产、破产重整应对债务压力，循序渐进地实现重整转身，对目前已经面临资金困境的企业具有参考意义。

6.7 新东方

事件：“双减”政策落地 教育行业洗牌转型

2020年的疫情让在线教育站上了风口，尤其是K12学科培训，被视为坡长雪厚的赛道，吸引了最充足的资金、最豪华的投资阵容。然而过度的资本化给教育产业的发展也带来了冲击。2021年7月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》（以下简称“双减”意见），并要求各地区、各部门结合实际认真贯彻落实。

“双减”意见刚一落地，昂立教育、豆神教育等上市公司纷纷提示“双减”意见带来的重大影响。7月23日，美股市场，好未来暴跌70.47%；新东方下跌54.22%。A股上市公司学大教育等也持续下跌。

“双减”政策落地，企业如何转型、求生引发关注。其中，猿辅导跨界“卖羽绒服”、学大教育兼职卖咖啡等引发关注。此外，龙头企业新东方的一举一动更是备受关注。11月7日，新东方创始人俞敏洪在直播中表示，新东方未来计划成立一个大型的农业平台，将会和几百位老师通过直播带货农产品销售，支持乡村振兴事业。此外，俞敏洪表示，将退租1500个新教学点，为农村孩子捐献近八万套课桌椅，被网友称为“体面人”的退出。

值得一提的是，新东方并未完全脱离老本行。12月1日，新东方在线宣布与天猫精灵达成合作，将围绕教育智能硬件展开内容、技术、服务等方面的合作，共同打造全方位新生代的智能学习产品，而教育智能硬件，已成为近年教育领域增长势头最为迅猛的赛道之一。

观察：新东方“体面”背后的企业现金流战略警示

短短两年间，教培行业经历了“眼看他起高楼，眼看他楼塌了”的戏剧性变化，时代大浪潮之下，有人暴露了自己在裸泳，也有人赢得了敬意。

行业骤然停摆，接下去无论是就此落幕还是筹谋转型，能否合情合理、合法合规地退场成为前提。从精锐教育、巨人教育到华尔街英语，随着教培行业基本面大变，许多教培机构发生资金链断裂，退费难、欠缴租金或员工工资乃至直接跑路等事件频频见诸媒体，其中不

乏一些知名企业。

相形之下，“体面”成为 2021 年新东方和其创始人俞敏洪的“关键词”。俞敏洪在此前的直播中明确表示，新东方没有出现资金链问题。从广大网友反映的实际情况来看，新东方确实给学生退钱了，而且退得又快又干脆，数万名遣散员工的工资补偿也得到正常发放。

为何新东方能够做到“急刹车”下不“翻车”？这背后其实反映的是一家企业及其领导者的定力、责任感和风险观。在教育行业大热之时，很多企业很难控制住疯狂扩张的步伐，不是烧投资人的钱，就是将预收费作为金融杠杆，盲目跑马圈地，好一点的十个锅九个盖子，激进的十个锅两三个盖子就敢腾挪。但新东方选择了未雨绸缪，以稳健甚至相对保守的现金流管理策略，有效地降低了在面临市场突发变化时的财务风险。

据了解，俞敏洪给新东方定过一个规矩，不管公司的规模多大，支出不能够超过预存现金的 30%，账面上的余额必须随时随地能够支撑所有学生的学费和员工的工资，而且一定不把预收款当成现金流。从新东方财报也可以看到，截止 2021 年 5 月 31 日，公司现金流及现金等价物为 16.12 亿美元，短期投资 34.35 亿美元，合计约 50.47 亿美元。也就是说，当时新东方能够拿得出手的“闲钱”超过 300 亿元。

手里有钱心里不慌。俞敏洪在直播中也因此感叹，“这条规矩算是救了新东方。”充足的现金流不仅保障了新东方的“体面”退场，也给了公司转型的底气。用俞敏洪的话说，“不论是素质教育还是托管中心，都试试看哪种能跑通，反正新东方账上还有钱。”

事实上，不只是教培行业，类似的状况也发生在房地产业，一家房企的生死存亡基本取决于其现金流状况，恒大的问题，是现金流问题，最近佳兆业的债务违约，还是现金流问题。对于更多的行业、企业来说，这则是一种警示：居安思危。从疫情波动到各国政策变化，全球经济不确定性在增强，无论短期内是否有现金流问题，企业都需要强化风险意识，采取更加谨慎的现金流战略，为应对不确定性留出空间。

延伸阅读

- 《在市场进退中守住底线》 经济日报 2021 年 11 月 10 日
- 《俞敏洪的体面，新东方的代价》中国新闻周刊 2021 年 11 月 25 日
- 《新东方的明天，不妨交由时间评判》东方网 2021 年 11 月 16 日
- 《对新东方的转型，不妨多一份宽容》财联社 2021 年 11 月 16 日
- 《监管与暴跌之下，花甲之年俞敏洪再踏“创业”路》第一财经 2021 年 11 月 17 日

6.8 中青宝

事件：元宇宙概念的“头号玩家”中青宝 3 个月最高涨幅近 300%

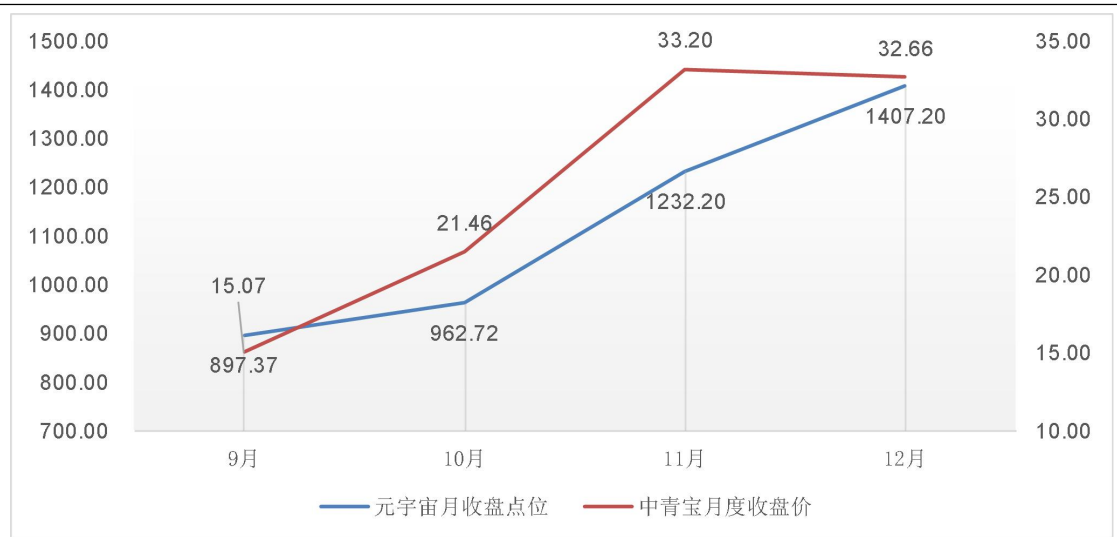
元宇宙，此前一直存在于影视作品里的概念，如今成为市场关注的热点。

2021 年 3 月份，元宇宙概念第一股罗布乐思（Roblox）在美国纽约证券交易所正式上市；2021 年 5 月份，Facebook 表示将在 5 年内转型成一家元宇宙公司，2021 年 10 月，公司更名为 Meta；2021 年 8 月底，字节跳动斥巨资收购 VR 创业公司 Pico。巨头纷纷入局引爆了 A 股元宇宙概念股。

中青宝被称为是元宇宙概念的“头号玩家”。2021 年 9 月 6 日，中青宝宣布，公司即将推出一款虚拟与现实梦幻联动模拟经营类的元宇宙游戏《酿酒大师》，也正是这一消息的发布，撬动了中青宝总市值最高增长了近 90 亿元。自 2021 年 9 月 6 日至 12 月 10 日，中青

宝区间涨幅接近 300%。

图：2021 年 9 月份至 12 月份中青宝及元宇宙指数走势图



资料来源：同花顺

元宇宙的火爆引发了监管部门的关注，包括中青宝、中文在线、大富科技等都收到了问询函。其中，针对布局元宇宙一事，交易所两度向中青宝发来问询函。中青宝在 2021 年 10 月 29 日首次回应交易所问询时表示，根据测算，《酿酒大师》计划研发投入 500 万元-1500 万元。

在 2021 年 11 月 10 日第二次回复交易所问询时，中青宝称，《酿酒大师》计划研发投入 500 万元-1500 万元实际仅为当前 H5 版本的研发投入。后续的 2D、3D、VR 及海外版本均有单独预算及规划，总预算 1 亿元左右。

伴随着元宇宙的火热，中青宝于 2021 年 11 月 22 日披露《2021 年股票期权激励计划（草案）》，公司拟向公司实际控制人、董事长李瑞杰以及公司董事、总经理李逸伦分别授予 263 万份股票期权。李瑞杰与李逸伦系父子关系，二人合计授予 526 万份股票期权，约占本次激励计划授予数量的 50%。这一操作被市场质疑涉嫌利益输送。

观察：“元宇宙”有没有尽头？

2021 年，元宇宙火了起来，成为“2021 年度十大网络用语”。

“元宇宙”概念就像一只横冲直撞的巨兽，摧毁了我们的价值信念，只要沾上“元宇宙”就是股价飙升。这给公司和投资者带来很多困惑：上市公司方面，在股价异动面前，不得不频发公告，谦逊地说自己非元宇宙；投资者面对“元宇宙”冲击，还未弄清楚概念，就发现股票已经狂躁起来。

元宇宙（Metaverse）概念首次出现在 1992 年尼尔·斯蒂芬森的科幻小说《雪崩》中。根据《2020—2021 年元宇宙发展研究报告》的解释，元宇宙是整合多种新技术而产生的新型虚实相融的互联网应用和社会形态。元宇宙的出现，将会整合并推动技术创新，最终实现虚拟世界和真实世界的深度融合。我们就此判断：元宇宙不仅要给用户提供更真实的体验，还要整合信息革命（5G/6G）、互联网革命（Web3.0）、人工智能革命以及 VR、AR、MR（混合现实）等虚拟现实技术成果，构建一个平行的全息数字世界，实现实体世界与虚拟世

界的深度联通。

于是，与上述技术相关的公司或产品，扶摇直上。相关上市公司频频收到关注函，被要求说明公司现有主营业务、主要产品与元宇宙概念的关联性，虚拟数字人技术涉及的具体业务内容及产品形态，相关业务开展情况及收入占比等等。

“元宇宙”概念鱼龙混杂，上市公司在虚拟数字人方向开展技术研究的的具体情况如何？到底有多少公司是在滥竽充数？甚至，近期广为流传的元宇宙游戏也被央视披露实则是借助元宇宙概念进行炒作，本质上是未经批准的非公开融资。

“元宇宙”有没有尽头？“元宇宙”炒作何时休？

元宇宙的出现虽然会改变人们对世界的认识，通过立体多维的方式来看待和认识世界，从而实现虚拟与真实世界的高度融合。但现在的科技还无法实现，如今很多公司提出元宇宙的概念，只是为了集资或者技术研发，或者是人为炒作股价。

元宇宙是一个风险很大的行业，其中还有很多未知数，元宇宙革命的全面突破仍较为久远。当前仍处于元宇宙概念早期，二级市场元宇宙概念存在不小的泡沫。对于普通投资者而言，介入时机未到，建议不要盲目投资。

当然，“元宇宙”至少带来投资的三条主线：一是VR、AR产业有望迎来拐点；二是游戏作为C端杀手级应用带来利润；三是关注算力、AI等元宇宙基础设施发展。

延伸阅读

- 《万物皆可“元宇宙”？》 人民日报 2021年11月17日
- 《部分元宇宙区块链游戏存在骗局》 央视财经 2021年12月14日
- 《当心！一些“元宇宙游戏”“云挖矿”APP成诈骗陷阱》 新华社 2021年12月15日
- 《元宇宙故事有多迷人 投资者就应当有多警惕》 证券日报 2021年11月26日
- 《“元宇宙”发展需培“根”固本》 中国网科技 2021年12月17日

6.9 鸿星尔克

事件：鸿星尔克等品牌被野性消费 国货崛起不能光靠热搜

2021年7月17日后，一场历史罕见的持续性强降雨突袭河南多地造成重大财产损失。在灾害救助中，众多企业慷慨解囊，捐款捐物，积极参与灾害应对。其中通过郑州慈善总会、壹基金紧急捐赠5000万元物资驰援河南灾区的鸿星尔克被心疼“出圈”，遭到消费者“野性消费”。鸿星尔克官方统计，7月份销量整整增长了五十多倍，而总收入提高了两千多万元。

被野性消费的不止是鸿星尔克。贵人鸟也因为为河南捐款捐物而受到社会的关注。7月25日下午，贵人鸟官方运动旗舰店的直播观看人数已经超过了50万人次，而此前贵人鸟的多场直播观看人数只有一两千人。11月18日，1984年创立的中国上海日用品品牌蜂花登上热搜，网友冲进蜂花直播间进行野性消费，并自发设计LOGO和外包装。

值得一提的是，捐款事件发生一百多天后，鸿星尔克的热度似乎已经过去。据媒体报道，在成都、北京、郑州等地区的一些门店中可以发现，当初挤破头也难以抢到商品的门店现在的人流量大大减少。野性消费之后，国货品牌如何留住消费者？

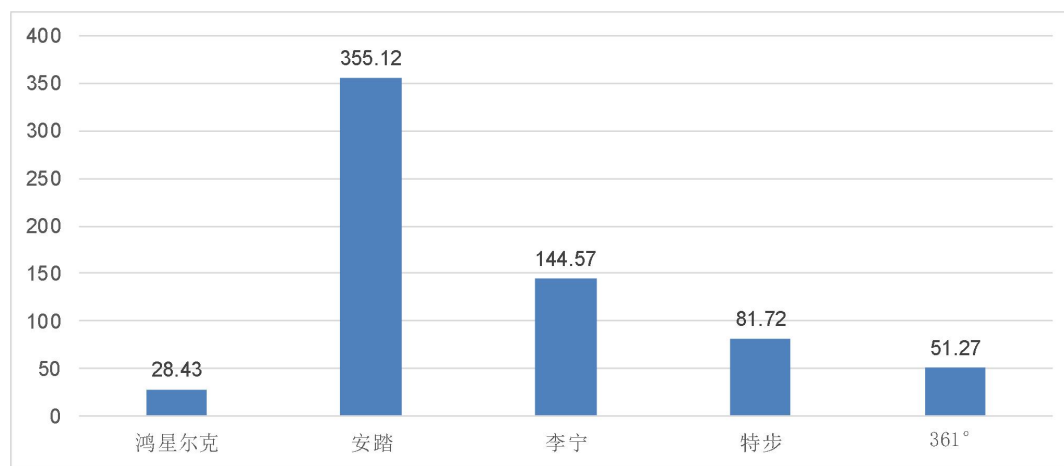
观察：鸿星尔克：“东风”已至 亟待打造硬核产品力

对于鸿星尔克来说，“野性消费”如潮水，来势汹汹，去也匆匆。这背后，固然有自然的

关注度曲线下滑的原因，但另一方面，在于鸿星尔克在产品上没有拿得出手的“硬核”卖点。很多消费者吐槽鸿星尔克的鞋“有点丑”“看上去山寨”“没有设计感”，还有一部分人甚至反映鞋子“臭脚”“磨脚”，舒适度亟需提升。

商海行舟，不进则退。没有“硬核”卖点的问题，其实从鸿星尔克多年来不断下滑的市占率同样可以看出：据 Euromonitor 数据显示，2010 年至 2020 年，鸿星尔克的市占率从 2.9% 下降至 1%。另外，2005 年上市时，鸿星尔克营收 8.99 亿元，同年安踏的营收为 6.7 亿元，2020 年安踏的营收达到了 355.1 亿元，鸿星尔克的营收为 28.43 亿元，仅是安踏的 8%。

图：2020 年鸿星尔克、安踏、李宁、特步、361° 营业收入（亿元）



资料来源：同花顺，证券日报

也正如分析人士所言，那些年，鸿星尔克不是突然掉队的，而是一点点失去了与其他品牌一较高下的竞争力。此前的偶然爆红是在国潮热的大背景下，基于突发事件满足消费者情绪表达的需要所形成的短期效应，但若想真正重返“顶流”的位置，鸿星尔克还需注重培养品牌的长期效应。

鸿星尔克多年来也折腾过转型，但因为种种原因未能成功。而此次流量的暴起，对公司来说无疑是“天降奇遇”，消解了转型的几大关卡：一是对于鞋企、服装企业来说，高库存一直是最大的顽疾，但“野性消费”帮助鸿星尔克几乎可以说是不费吹灰之力清理了库存，使得公司能够轻装上阵，手上也回笼了资金。二是知名度快速提升，而且在大众心中有了“低调、善良、淳朴”的品牌美誉度，为公司转型送来了“东风”。

接下来，就看鸿星尔克能否抓住机遇窗口，一举突围。这其中，鸿星尔克的当务之急是要做好两件事情。

一是设计突破。虽然鸿星尔克未必要跟在李宁、安踏、特步等后面一头扎进中高端市场，但这并不意味着中低端市场就不需要设计，不需要抓住年轻消费者的心。这方面，结合国潮、二次元、IP 合作等都是很好的方式，同时也建议鸿星尔克可以给年轻大胆的设计师更多的机会，说不定会有意想不到的收获。

二是研发突破。无论是通过应用新设计、新材料和新工艺等提升产品力，还是通过数字化建设、柔性供应链等提升生产、运营效率，都离不开研发投入。这是刀口上的钱，一定要花到位。

对比同行业，耐克、阿迪的研发投入比一般都维持在7%以上；国产品牌中，李宁2020年达3.2亿元，研发投入比为2.23%，安踏为8.71亿元，研发投入比为2.45%。2016年，鸿星尔克的研发投入比是2.7%，但此后公司未再对外公示这项指标。近日，鸿星尔克董事长吴荣照称，目前公司每年投入的研发费用为数千万元。所以，不管是从资金投入占营收的比重，还是绝对值来看，鸿星尔克在研发创新方面未来都仍有较大的追赶空间。

言而总之，在激烈的市场竞争中，情怀只是催化剂，产品才是硬道理。我们希望这家国货名牌未来能够真的像其广告语说的那样：“鸿星尔克，to be No.1”。

延伸阅读

- 《野性消费落幕，鸿星尔克如何再发力？》 新华社 2021年12月10日
- 《消费者力挺国货品牌 鸿星尔克产品上架即“秒空”》 证券日报网 2021年7月28日
- 《“鸿星尔克们”凭什么再次一夜成名？》 中国青年报 2021年8月10日
- 《鸿星尔克“野性捐款”，网友“野性消费”，为善意打Call》 京报网 2021年7月25日
- 《“野性消费”终会退潮，但冷静心态能避免鸿星尔克走上歧途》 新京报 2021年12月26日

6.10 华为生态

华为并不是一家上市公司，但其凭借在通信与科技产业的创新突破，已经成为众多上市公司重要的合作伙伴和估值想象源头。在同花顺概念板块中，就有华为概念、华为海思概念、华为汽车三个概念板块，共涵盖578家上市公司。

自从2019年华为被美国列入实体清单以来，度过了非常艰难的岁月，并在极限压力下，仍然保持着积极的研发与市场开拓力度，在消费电子、汽车、芯片和操作系统等领域推陈出新，引领了国内科技的浪潮。

事件紧盯科技前沿 华为研发投入不放松

2021年6月华为发布鸿蒙系统 Harmony OS，鸿蒙采用微内核，并首次将分布式架构应用于终端OS。9月华为开源操作系统欧拉全新发布，欧拉定位为“面向数字基础设施的操作系统”，不仅服务于服务器，同时还能支持云计算、边缘计算、嵌入式等各种形态设备的需求。未来，鸿蒙和欧拉会打通，搭载欧拉操作系统的设备可以自动识别和连接鸿蒙终端。

鸿蒙不仅仅是一款用于手机的操作系统，它也是为物联网服务的操作系统，目标是实现万物互联和万物智能。目前华为物联网生态伙伴涵盖互联网、家居、汽车、软件等多方厂商。以欧拉操作系统为代表的华为系基础软件，也带来了重塑数字化产业结构的机会。

图：全球物联网设备连接规模持续高增长



资料来源：GSMA 预测，光大证券研究所

不可否认，手机市场的缺失，一度给华为带来打击。华为财报显示，前三季度营收 4509 亿元，净利润为 463 亿元，出现了不同程度的下降，主要是手机业务出货大幅下降所致。尽管困难重重，华为仍在加大研发投入。财报显示，2021 年前三季度，华为研发费用增加，达到 1023.4 亿元，较上年同期的 994.17 亿元增加超过 29 亿元。

在迭代快速的智能硬件市场，华为也着力进行研发，部分技术甚至跑在了前列。华为自研的智能穿戴 WATCH GT3 续航达 14 天，比苹果 WATCH 3 还长了一星期。华为还将推出全新一代 HUAWEI MateBook X Pro 笔记本，据悉这是其笔记本近些年来最大的一次升级，融入顶尖技术。华为生态链上的这些产品，都陆续搭载了鸿蒙系统。

在手机业务下行后，华为便开始不断提高对汽车业务的重视程度。2021 年 5 月，余承东担任新增的智能汽车解决方案 BU CEO；7 月，原华为消费者 BG 首席技术官卞红林担任 CTO；9 月 2 日，任正非亲自签署关于华为智能汽车解决方案 BU 的人事任命，IAS BU 内部迎来研发、销售、产品规划等多项职能的整合。

图：2017 年——2025 年中国智能座舱行业市场规模情况



资料来源：ICVTank 预测，光大证券研究所

在汽车产业链上游，华为的合作对象也非常多元，智能座舱方面，华为的合作伙伴包括均胜电子、华阳集团、中科创达等；智能电动领域包括宁德时代、富临精工等；智能驾驶方面则与四维图新、联创电子等企业展开合作。

观察：“软硬兼施”的华为用生态造未来

2021年是华为变革发展的关键一年。消费者业务受阻，业绩承压。无数人提出质疑：华为还能活下去吗？逆境之下，华为发出呼声：“要有质量地活下来”。

6月份，研发耗时10年、由4000多名研发人员参与的鸿蒙系统正式被华为发布，搭载 Harmony OS 2 的多款新品面世，宣告鸿蒙系统商业化全面落地。鸿蒙之后，欧拉也被祭出。这个面向基础设施全场景的操作系统，南向支持多样性设备，北向覆盖全场景应用，横向与鸿蒙互联共享。

昔日被外界视为“备胎”的鸿蒙和欧拉真正地走向台前，向各产业深度渗透，欲通过共享实现生态互通、亿亿互联，成为构建华为新支柱的基石。提升生态竞争力的华为，大力向云计算、智能汽车、煤炭、交通运输、工业互联网等产业拓展，新能力建设和新业务扩张并重。经历了一番波折，这家昔日以高端手机著称的科技巨头在2021年已然发生了巨变。

如今，将手握的鸿蒙、欧拉打通形成系统生态，以四大生态策略谋局云生态，通过五大军团向众领域渗透构建产业生态，华为彻底变身作为一家生态型企业。

不过，下滑的营收已是不争的事实，华为急需建立起能为其提供生存和发展现金流的支柱。出路可能就是生态。作为软件领域的新势力，鸿蒙的理念之一是“让生态伙伴赚钱比鸿蒙赚钱更加重要”。在这样的发展思路下，鸿蒙已经占得了人气先机。华为还将发挥自己的渠道优势，就像帮助赛力斯卖车一样，帮助华为软件生态伙伴在其线上商城、线下门店全面铺开搭载鸿蒙系统的硬件产品。这种运作模式也取得了市场先机。

现在，已经面世的鸿蒙不再“羞答答”，它承担起了华为再度谋求“破壁”的重任，以1+8+N产品矩阵进一步激活鸿蒙系统，让市场看到鸿蒙、HMS生态具有良好的变现能力，吸引更多开发者，扩大同盟军，是鸿蒙用户持续增长的关键。通过5G、AI、物联网、大数据、云计算等技术来满足未来的运用场景，如码头、城市、机场、矿山、养殖的智能化，是华为培育新业务生态的重要支撑。

随着应用领域的不断拓宽，华为还有很多路要走。虽然鸿蒙能够从容应对智能自行车的应用，但到了速度更快的汽车上却是另外一番景象，智能汽车平均每分钟要处理几百兆的数据，智能驾驶的决策延时必须要控制得极低，汽车以80公里/小时的速度运行时其机械制动距离就接近30米，想保证安全自动驾驶系统的反应时间通常只有0.1秒，任何一点决策上的失误都可能造成极其严重的后果。且进一步想把鸿蒙系统延伸到航空航天领域，华为面对的问题还会更多。想要取得进一步成功，明年华为还要集中在垂直领域打好攻坚战。

延伸阅读

- 《与其坐而联想，不如奋起华为》 人民网 2021年12月02日
- 《有“知产”者有力：华为收专利费具有标志性意义》 新华社 2021年3月7日
- 《华为持续开展基础科学和前沿技术研究——活得更好绝非偶然》 经济日报 2021年04月16日
- 《解构鸿蒙1亿用户：华为还需克服什么？》 证券日报 2021年09月14日
- 《清华教授沈阳：华为鸿蒙能否突破美国垄断？》 中新社 2021年07月25日

7. 未来展望

回顾 2021 年,我国经济稳中持续向好,但仍面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。展望 2022 年,中国经济如何化解压力,保持增长动力?资本市场与经济运行将会如何互为促进?我们邀请了六位首席经济学家,对 2022 年宏观经济与资本市场的发展路径进行展望。

六位专家分别是植信投资研究院首席经济学家连平,中信证券首席经济学家诸建芳,中信建投证券首席经济学家黄文涛,红杉资本中国首席经济学家张岸元,摩根士丹利华鑫证券首席经济学家章俊,光大证券董事总经理、首席宏观经济学家高瑞东。

7.1 经济增长有多重动力

如何看待 2022 年我国经济发展趋势?背后有哪些增长动能?

连平认为,鉴于 2022 年稳增长的政策总基调,对于政策面稳增长的意愿和能力不应低估。2022 年经济增长有望前低后高,增速逐季收敛至正常水平;全年增长目标可能设置于 5%-5.5%,并且最终超预期的可能性较大。

从三驾马车来看,2022 年会呈现出投资加快推进,消费复苏稳中有升,出口韧性犹存的走势。其中,基建和制造业投资成为拉动投资和经济增长主要动力的支撑逻辑较为明确;消费平稳复苏仍是经济增长的最大推动因素;出口虽然对经济增长贡献率不高,但也不会形成拖累。

2022 年,在政策强力推动下,基建投资有望发力,制造业投资将保持较快修复态势,两者将共同推动固定资产投资平稳增长。在诸多利好因素的支撑下,基建投资会加快推进。政策强调更加注重有效投资,相较于传统基建投资,新基建、民生投资和高端制造投资能够带来更大的效用。事实上,2021 年基建投资的持续疲弱已经预示着,在政策强力推动和财政金融资源有效投入的支撑下,2022 年全年的基建投资会有较好表现。

作为有效投资的重要组成部分,制造业投资也将继续保持较快增长,其动力来自于:经济复苏,外需继续改善;随着 RCEP 的正式启动和中国强劲的生产供应能力,出口仍将保持较强韧性;价格向中下游传导,使得中下游企业经营状况改善,企业经营和盈利状况好转;政策推动制造业贷款支持力度进一步加大。2021 年前 11 个月制造业中长期贷款同比大幅增加,这一趋势有望在 2022 年延续;政策引导下高新技术制造业的引领作用加强。

2022 年全球疫情出现改善的可能性较大,支撑消费较快恢复的因素增多,社会消费品零售有望恢复至疫情前的潜在增长水平。一是随着“缺芯”问题的缓解和全球疫情不断好转,多国的生产力和全球化的供应链将逐步改善,带动汽车销售回暖。二是居民合理的住房信贷需求能够得到满足,带动相关消费改善。加快发展长租房市场和推进保障性住房建设,相关地产类消费将会得到较好推动。三是就业情况良好,居民收入将趋修复,带动可支配收入的提高。

2022 年出口增速可能边际放缓,但仍具韧性。欧美外需仍有黏性;东盟复苏或将提振中间品需求;国内全产业链体系支撑出口供给;东盟产业链稳定性稍弱,我国对其出口替代仍将持续;汇率双向波动和海运改善或将稳定出口。

诸建芳认为,2022 年我国经济有望恢复至潜在增长水平附近,并将实现 GDP 同比 5.5% 左右的增长。从结构上看,预计高技术制造业、居民消费、基建投资以及出口贸易将成为拉动经济增长的主要动力。

第一，在加快建设科技强国的时代背景下，高技术制造业将保持在较高景气区间，对经济的拉动作用日益增强。“十四五”期间，我国把科技自立自强作为国家发展的战略支撑，将着重发展核心零部件、关键基础材料、先进基础工艺和产业技术基础等“卡脖子”领域，同时在力争实现“碳达峰、碳中和”目标的背景下，新能源汽车、光伏发电等产业的投资节奏也将加快。另外在政策的指引下，金融资源也开始向高技术产业倾斜，预计高技术制造业有望保持在较高景气区间，对经济的拉动作用将超过房地产行业，助力我国经济继续高质量发展。

第二，随着疫情对社会、经济的扰动进一步可控，居民消费有望进一步复苏。从最新的消费数据来看，尽管短期内又有散点疫情发生，社会消费品零售总额同比增速的下滑幅度总体在预期范围内，反映了国内防控政策不断完善，疫情对社会、经济的扰动逐渐减小的特点。同时预计 2022 年中下游企业的利润和居民就业都将改善，居民收入将有所增加，为消费提供了向上动能，因此预计 2022 年居民消费也将成为支撑经济增长的动力之一。

第三，目前基建投资在项目储备和资金来源都有保障，将有望为经济增长再添助力。预计 2022 年上半年，基建投资将有向上空间：一方面，在适度超前进行基础设施建设的背景下，“十四五”规划中的 102 项重大工程项目建设将加快推进；另一方面，2021 年新增专项债的落实和 2022 年部分专项债额度的提前下达，都将为基建投资的资金来源提供保障，预计 2022 年这些建设基金将加快向项目开工转化，并形成实物工作量，届时基建投资将有望为经济增长再添助力。

第四，2022 年出口增速将边际放缓，但仍将是拉动经济增长的因素之一。展望 2022 年，随着海外主要经济体供需缺口的收敛，同时在高基数的作用下，出口增速确实将边际放缓，但是考虑到海外主要经济体供给端修复的斜率缓于预期，以及我国制造业的产业链优势在全球范围内仍屈指可数，预计我国出口市场份额占全球的比重将维持高位，因此出口仍将是拉动经济增长的因素之一。

黄文涛认为，2021 年前三季度 GDP 同比增长 9.8%，两年平均增长 5.2%，可见经济增长在剔除低基数效应后，整体上仍偏低，主要是受到疫情扰动和宏观政策偏紧两条主线的影响。

展望 2022 年，这两条主线都会有改善，一是 2021 年底 2022 年初我国基本达成群体免疫目标接种率，2022 年的疫情形势预计整体要好于 2021 年，服务业和消费有望重回复苏轨道，二者分别从生产端和需求端各占 GDP 的 50% 以上，是经济结构中的大头，将有力支撑经济回暖。二是宏观政策回暖，收缩性的政策将减少，稳增长的政策将居多，2022 年基建投资增长有望加快，房地产投资增速触底后也将企稳回升，制造业投资仍将实现高个位数增长，总体上 2022 年除出口压力较大之外，其他需求端的动力都是可以期待的。

张岸元认为，2022 年，我国经济运行面临的压力较大，对此，中央经济工作会议有明确判断，强调“以经济建设为中心”“先立后破”；“稳字当头、稳中求进，各地区各部门要担负起稳定宏观经济责任，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策”。

增长动力方面，一是要促进消费企稳回升。扩大消费的重点是扩大居民消费。二是要稳定投资，基建集中、提前发力就必不可少。三是要避免出口快速下行。疫情存在反复，外需总体不至于大幅回落，这种情况下，保持较为稳定的汇率水平更加有利于出口。

高瑞东表示，预计经济在 2021 年四季度迈过短期低位后，2022 年经济增速将稳定回升。从五大经济部门来看，预计 2022 年制造业复苏趋势有望维持，居民消费温和复苏，基建集中于 2022 年上半年发力，此三者成为经济增长的主要动力。向前看，制造业可能会成为 2022 年经济中最大的亮点。一则产业升级持续推进，国产替代、自主可控、绿色投资相

关产业的景气度将维持高位。二则海外疫情持续扰动供应链恢复，出口韧性较强，支撑制造业的订单和盈利。三则通胀剪刀差有望收敛，打开小微企业盈利空间。

章俊认为，在三重压力背景下，国内政策重心转向稳增长，2022年中国经济增长将整体平稳。增长动力主要来自三个方面，全球补库存需求将继续支撑中国出口，而服务类消费会推动消费改善。投资层面，新基建和制造业投资，以及保障房建设在很大程度上可以对冲房地产投资下行。

7.2 应对三重压力需要有针对性地分别化解

中央经济工作会议指出，在充分肯定成绩的同时，必须看到我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。那么，对于这“三重压力”，该如何应对？

连平认为，2021年，需求收缩主要体现在投资增速不及预期和消费恢复波动较大。其中投资增速较慢主要表现为基建投资低迷以及房地产投资下行，消费则是受疫情反复影响较大。

针对投资，在2022年已明确财政政策层面的支持力度进一步加大的基础上，建议地方政府适度放松和加快项目审批，继续通过减税降费等方式加大对中小民企的呵护和扶持力度，同时货币政策仍可保留一定的宽松空间。

针对消费，在做好疫情防控不放松的基础上，从直接层面上应该增加居民收入与减负并举，释放消费潜力；增强有效供给，满足消费需求；鼓励新模式新业态发展，培育新型消费；强化消费者权益保护，全面营造放心安心的消费环境；居民对于购房的刚性需求应给予支持和满足，进一步带动房地产类消费的提升。同时从间接层面上应该坚定并加快推进新型城镇化建设步伐，扩大消费需求增长的基数和增量；加大农村土地制度改革力度，提升农民消费能力和促进城市消费增长；培育与消费相结合的有效投资，有的放矢地促进消费，补足消费短板；改革相关税制，提升高净值群体的消费意愿；更加务实地实施鼓励生育政策，促成新的消费增长点。

供给冲击主要是由于大宗价格高企以及严格执行环保限产和能耗双控所致。2022年，建议相关政策切勿一刀切式，确保让市场在经济发展中成为主角。

正是由于需求收缩和供给冲击导致经济下行压力较大，再加上全球疫情的反复，使得市场和民众对于未来前景的预期和信心有所减弱。为了改善和稳定预期，在做好促内需和稳供给的前提下，关键还是要做好保障就业的工作。针对就业，需要配合精准灵活的货币和财政政策，保护好市场主体，拓宽重点群体就业渠道，通过职业培训引导劳动者适应新就业，完善灵活就业人员社会保障。尤其要通过减税降费加大对中小微民企的扶持，促进中小微企业融资增量、扩容、降价。通过有效支持最重要的就业吸纳主体来提高居民收入水平、社会消费水平和内需增长水平。

诸建芳认为，面对复杂严峻的外部形势和国内当前的三重压力，中央经济工作会议指出要以“稳字当头、稳中求进”的政策定调做好2022年的经济工作，各部门都将担负起稳定宏观经济责任，并积极出台有利于经济稳定的政策。预计政策合力将助力我国经济发展迎难而上、行稳致远。

首先，宏观政策将稳健有效，发力节奏适度靠前。2021年12月份以来，中国人民银行已经通过降准、下调LPR报价以及降低支农支小再贷款利率等多种货币政策工具支持经济运行，预计后续仍将维持灵活适度，并通过结构性货币政策工具定向支持小微企业、科技创新、绿色发展等领域的信贷需求。

财政政策将保持积极，在提升效能的同时，还将更加注重精准和可持续，预计 2022 年财政政策大概率会加快支出进度且相对前置，并与货币政策协同配合，形成合力，尤其将促进基础设施、民生建设等领域加快形成实物工作量。

其次，实施扩大内需战略，畅通国内大循环。目前，由于散点疫情时有发生，扰动消费需求复苏进程，同时地产行业周期性下行，拖累投资需求收缩。预计将实施扩大内需战略以应对需求收缩，一方面将深挖国内需求潜力，以品牌建设引领消费升级，促进新能源汽车消费，开展绿色智能家电下乡，推动医疗健康、养老托育、文旅体育等生活性服务业提质扩容；另一方面将发挥政府投资的引导作用，调动民间投资积极性，引导民间资本参与交通、物流、生态环境、社会事业等建设。同时，还将打通生产、分配、流通、消费各环节的约束堵点，畅通国内大循环。

再次，持续推进“保供稳价”工作，并做好初级产品供给保障，促进国内物价水平长期稳定。随着“保供稳价”工作的落实，2021 年 11 月份以来国内定价的商品价格已经开始向基本面回归，2022 年持续推进这一工作的同时，还应做好初级产品的供给保障，例如加快油气等资源先进开采技术开发应用、加快构建废弃物循环利用体系、深入实施种业振兴、提高农机装备水平等，以促进国内物价水平长期稳定。

最后，要坚定信心，看到我国经济韧性强，长期向好的基本面不会改变。短期内，由于全球疫情尚未得到有效控制，百年变局加速演进，国内经济运行在部分环节也有不确定性，部分市场主体的预期转弱。但应当看到，我国领先一步控制住了疫情冲击、领先一步实现了经济回归至趋势增长水平，并且拥有完整的产业体系和超大规模的市场优势，我国经济韧性强，长期向好的基本面没有改变，因此要坚定信心，我国宏观经济将运行在合理区间。

黄文涛认为，面对“三重压力”，需要有针对性地来分别化解。

预期和信心是最重要的，因此首先要化解的是预期转弱的压力，这需要中央层面的大政方针来引导。实际上 2021 年的中央经济工作会议对稳定预期、树立信心发挥了重大作用，比如提出着力稳定宏观经济大盘、各方面要积极推出有利于经济稳定的政策、跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合、促进房地产业良性循环和健康发展等，总体上中央稳增长的决心和政策部署，应该说已经有效应对了预期转弱的压力。

针对需求收缩和供给冲击的压力，需要各方面广泛配合予以化解。比如稳健的货币政策要进一步综合施策降低实体经济融资成本、宽松信用；积极的财政政策要进一步加快支出进度、加大支出强度，扩大有效投资；科学精准做好疫情防控工作，为消费复苏创造良好条件；加强对进出口的政策支持，促进外贸平稳发展；保障好初级产品、能源的供给；解决好就业市场的结构性供需矛盾等。

张岸元认为，应对需求收缩方面，内需的稳定最主要是通过增加居民可支配收入、进而稳定消费达成。短期最有效的手段是基建投资。此外，还要继续采取类似汽车下乡、家电下乡政策推动乡村消费振兴，鼓励地方出台区域性刺激消费政策。

应对供给冲击方面，中央经济工作会议提出，“新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制，防止简单层层分解，创造条件尽早实现能耗双控向碳排放总量和强度双控转变”。可以预见，类似 2021 年三季度工业生产方面人为紧缩局面不会再现。

应对预期转弱方面，中央经济工作会议有关共同富裕的总体表述与此前一脉相承，起到了稳定预期的积极正面作用。报告中，“正确认识和把握资本的特性和行为规律”“社会主义市场经济中必然会有各种形态的资本，发挥资本作为生产要素的积极作用”的提法，是对资本的肯定。“依法加强对资本的有效监管，防止资本野蛮生长”，也是中央的一贯要求。关于“为资本设置红绿灯”的提法，我们认为，“红灯”领域要进一步明晰，“绿灯”领域

要进一步鼓励，全新创新领域要保持开放态度。

高瑞东认为，2022 年财政政策将更加积极，而且从发力节奏来看，重心前置，有望在 2022 年年初尽早形成实物工作量。一方面，2021 年年底已经为 2022 年年初预留了一部分专项债资金，财政部也开始下达 2022 年提前批专项债额度，以推动 2022 年尽早形成实物工作量；另一方面，多地近期纷纷密集开工一批重大项目，为财政政策发力提供抓手。

货币政策预计将保持边际微松态势，总量型政策工具仍有发力空间，但结构型工具将会承担稳增长的主要责任，并且进一步推动小微企业综合融资成本稳中有降。

章俊认为，2022 年宏观政策稳字当头为经济托底，良好的经济基本面将为国内资本市场平稳提供坚实的基础。适度宽松的货币政策确保了资本市场流动性不会是个问题，A 股市场会成为全球少数几个资本避风港，因此在新兴市场整体看到资本外流的过程中，A 股会看到持续的外资流入。

7.3 资本市场“新气象”值得期待

影响 2022 年经济运行的哪些因素会传导到资本市场？资本市场又将如何发挥枢纽功能促进经济发展？

连平认为，当前宏观经济面临的各种压力、稳增长的政策导向以及货币政策如何平衡稳增长和防风险这三方面，是影响 2022 年资本市场的重要因素。

需求收缩、供给冲击和预期转弱这三重压力都会在不同程度和角度影响上市公司经营业绩，进而影响资本市场价格走势。当前全球疫情形势仍不明朗，需求收缩对部分行业尤其是服务业影响最大。供给冲击提升了原材料成本，对国内制造业形成负面影响。预期转弱则更多影响投资者对未来资本市场的看法，对上市公司的估值提升形成压力。

稳增长政策导向是和经济运行压力相反的力量，能够改善相关行业中企业的经营业绩，提振资本市场预期。中央经济工作会议强调要稳字当头、稳中求进，推动经济实现质的稳步提升和量的合理增长，表明部分行业受到的政策抑制有望减轻，鼓励和支持性的行业政策将成为主流。在这样的政策环境下，上市公司管理层更有可能会放开手脚、积极把握机遇，促进企业经营业绩超预期增长。

货币政策如何把握平衡稳增长和防风险的尺度，是资本市场 2022 年重点关注的重要政策变量。稳增长要求货币政策维持市场合理充裕的流动性。尤其在目前国家推行全面注册制、大力发展直接融资的新阶段，如何在保持传统银行体系政策工具效率的基础上，进一步支持资本市场直接融资的流动性，是货币政策 2022 年将要面临的新课题。在稳增长的同时如何防止国外金融风险传导也是资本市场关注货币政策的重要方面。

2022 年资本市场两方面的“新气象”值得期待：一是北交所解决中小企业融资难题上的新变化，二是全面注册制如何促进资本要素更为合理的配置。

诸建芳认为，除了高技术制造业、居民消费、基建投资等经济增长亮点会影响资本市场的投资布局，目前市场在以下三方面还存在预期差，可能也会影响投资逻辑。

第一，房地产投资进一步下行的空间相对有限。随着政策对房地产行业发展的规范进一步明确清晰，同时保障性住房建设的推进，地产投资中的建设、安装工程等环节将有向上动能，因此预计 2022 年房地产投资进一步下行的空间相对有限，或将温和回升。

第二，居民消费品价格存在超预期上行的可能。2021 年工业品价格持续上涨、屡创新高，是影响经济运行、投资布局的重要变量。近期数据显示，居民消费品价格呈现上行趋势，例如 2021 年 11 月份 CPI 同比上涨 2.3%，明显高于前 10 月的平均水平 0.7%。展望后续，

在猪肉供给端博弈缓解、原油价格高位传导以及居民收入改善等多重因素的影响下，不排除2022年居民消费价格超预期上行的可能。

第三，尽管人口结构变化是慢变量，但对社会、经济的影响可能在近两年集中显现。2022年退休人口数量或明显高于新参加工作人口，劳动力供给日益成为紧约束，国家退休政策、企业用工成本、社会需求结构或都将面临优化，这些因素都将深刻影响资本市场的投资逻辑。

另外，2022年资本市场也将推进多方面改革，为经济的高质量发展增添活力。例如，中央经济工作会议指出，2022年要全面实行股票发行注册制，这将激发市场活力、提高市场深度、增强市场流动性，加快金融资源向优质企业、高新企业配置，促使资本市场更好的服务国家发展战略，有助于经济的高质量发展。又如，2022年要发展多层次、多支柱养老保险体系，这有望促使养老金与资本市场加快形成正向循环，一方面将为资本市场带来长期资金，支持实体经济发展的融资需求，另一方面这也是积极应对人口老龄化、实现养老保险制度可持续发展的重要举措，加固了居民养老防线，有望提高全体国民的养老待遇水平。

黄文涛认为，2022年经济运行中的几大宏观要素将发生转变，消费、服务业将迎来修复，基建投资加快，制造业投资保持较高增长，房地产销售和投資也有望逐步触底回升，这些积极变化大概率将传导至资本市场，相关产业链的企业有盈利改善和估值抬升的机会。

此外，坚持创新驱动发展、推动高质量发展是我国未来经济发展、转型的大方向，中央经济工作会议把提升制造业核心竞争力、促进传统产业升级、科技政策要扎实落地等作为2022年的重点工作内容。2022年我国产业结构将进一步升级，科创能力也将持续提升，资本市场也必然会在经济结构优化的方向上进行反映。

中央经济工作会议提出“要抓好要素市场化配置综合改革试点，全面实行股票发行注册制”，是2022年资本市场非常值得期待的因素。全面实行股票发行注册制，会进一步增强国内资本市场的融资功能和包容性，更好促进新的经济增长点的培育，尤其有利于科技创新型的企业的发展，可以更好地服务国内经济转型的需要。

张岸元认为，A股市场长期向好的趋势已经形成，市场自身不断寻找预期差、填补估值洼地的机制已经能够发挥作用。一些传统行业，估值修复的空间较为明确；围绕此前确立的产业创新转型方向，估值存在长期支撑。

高瑞东认为，2022年经济中表现较为亮眼的部门，如科技和绿色投资，相关上下游产业的订单需求会稳步扩张，带动企业业绩增长。这两个部门实际上蕴含了新动能的增长，是中国经济转型升级和调结构的重要抓手，预计相关支持政策会持续推出。

中央经济工作会议要求，要全面实行股票发行注册制。注册制的全面推进，不仅拓宽了创新型中小企业的直接融资渠道，同时能够让广大的投资者共同分享产业转型升级和经济发展的红利。全面深化资本市场改革稳步推进，将进一步激活资源配置功能，不断增强经济创新力和竞争力，更好地服务于经济高质量发展。

章俊认为，2022年稳增长会发力高端制造业和新基建投资，除了货币财政政策之外，也需要多层次资本市场助力和赋能。在注册制步伐加快的背景下，会有一大批专精特新企业在资本市场获得融资支持。

7.4 2022年宏观政策看点

海通证券用一句“东风”随春归，来展望2022年的宏观经济。其认为，我国本轮经济环比下行最快的阶段或许就是2021年三季度，已经过去。接下来稳增长依然有压力，但下行

斜率预计会放缓。预计 2022 年 GDP 增速目标在 5.5%-6% 之间。考虑到稳增长压力，预计政策上会更加全面的转向稳增长。在货币政策上，短期以定向宽信用为主，后续降准降息可能较大。

中信建投也认为，2022 年货币政策更可能抓住联储加息前及通胀压力小的窗口期执行稳增长任务，宽信用是主要特征，可能继续触发以补充流动性缺口为目的的降准，而降息需要视增长、中小企业风险和房地产风险等因素相机抉择。

国海证券也赞同海通证券及中信建投的观点，认为新一轮宽信用周期将至，绿色贷款会成为本轮信用扩张的主要抓手。华泰证券的观点也与国海证券不谋而合，其认为，货币政策层面，预计流动性保持宽松，主要逆周期工具可能是通过结构性再贷款扩容推升基础货币，尤其是绿色金融再贷款。

国泰君安的观点则较为谨慎，其认为 2022 年货币政策主基调仍是稳健中性，节奏上“前松后稳”。流动性时钟正在从“滞胀后期”走向“衰退前期”。总体“稳货币”下，货币端边际上较 2021 年趋松，节奏上呈现“先下后上”，政策“组合拳”下，对冲流动性缺口式的降准可能落地，而额外降息仍需触剂。信用中性偏宽，社融先上后下，全年增速 10.6%。

中原证券也表示，当前经济仍然存在大量扰动因素，2022 年上半年，货币基调或偏宽松，但力度温和；由于经济处在复苏周期，或将使用公开市场操作及 MLF 工具进行基础货币的投放，2022 年一季度或是 MLF 放量的窗口期。

不过，平安证券认为，2022 年中国经济增长的内外压力均有加大，对宏观调控政策提出更高诉求和更大挑战。预计 2022 年财政政策发力和产业政策调整将是重点，而货币政策作为配合，全面宽松的空间不大。

国元证券也表示，一旦宏观增长的压力下降，货币政策是没有太多理由宽松的，甚至可能在边际上会收缩一些，2022 年会有越来越多的经济体步入紧缩的状态，资本跨境流动的平衡问题可能是货币政策更大的矛盾；而猪周期和核心 CPI 一起冲高的话，那 2022 年 CPI 的弹性应是远超预期的，至少通胀向下游的蔓延会给货币政策带来少量的收缩幅度。

中信证券认为，展望 2022 年，在各国疫苗接种率提升和经济内生性动能修复的基础上，全球经济有望回归趋势增长。当前中国经济并非“滞胀”，而是“疫情尾部综合症”，这是一种疫情冲击后难以避免的尾部效应，总体上延缓了中国经济疫后恢复的步伐，带来了“二产偏热、三产偏冷”“消费偏弱、出口偏强”等结构性问题，但没有动摇中国经济的根本逻辑。基于经济运行仍然处于潜在增速水平以下，价格自上游到下游的传导已经出现，居民消费价格可能在 2022 年面临上行压力，预计宏观政策将转向“稳货币、宽财政”。2022 年中国经济运行将真正迈入“后疫情时代”。

中金公司认为，宏观经济的关注点将从供给端向需求端侧重，我国经济增速或呈现企稳回升的态势。2022 年宏观政策组合继续呈现“紧信用、松货币、宽财政”的态势，财政重要性上升，除了支持基建之外，减收或将是重要选项。

最后，申万宏源测算 2022 年我国实际 GDP 同比增速约为 5.5% 左右，流动性环境仍然合理充裕，海外紧缩并不影响我国稳定的格局，财政扩张可能带来增量积极作用，大国经济需求结构优化的“虎变”过程值得期待。

7.5 2022 年，A 股先扬后抑还是先抑后扬？

对于 2022 年 A 股走势，券商研判表现出较大分歧。

部分券商给出的观点是大盘走势将先扬后抑，上半年机会较多；还有部分券商则持有相反意见，认为 A 股前稳后高，破局将在下半年；而保持震荡，也是不少券商给出的走势预测。

中信证券认为，2022 年 A 股运行将分为两个阶段，上半年机会较多，下半年相对平淡。上半年政策重心在稳增长，建议聚焦优质蓝筹崛起；下半年政策回归常态，建议聚焦相对景气的板块。

方正证券与中信证券的观点不谋而合，其认为，2022 年大盘走势为先扬后抑，波动幅度远超 2021 年，结构行情为主，系统行情为辅，一季度题材为主、蓝筹为辅，二季度蓝筹为主、题材低迷，下半年机会较低。“防通缩”的货币政策将继续释放，推动实体经济加大投资力度，货币政策释放、全面注册制改革及促进出口的“三维度”，是 2022 年 A 股市场上半年上涨行情的逻辑，美联储下半年有望加息及 A 股历史运行规律，或是造成 2022 年 A 股市场下半年回调的原因。

市场的波动将会有所收敛，光大证券认为，预计 2022 年指数将震荡偏弱。节奏上市场可能会跟随政策波动，预计将前高后低。考虑到政策可能会出现前置，2021 年四季度以及明年春节前后的市场躁动仍值得把握。

而招商证券、国泰君安给出的预测与中信证券、方正证券、光大证券恰好相反。招商证券认为，2022 年 A 股前稳后高，类似“V”，三季度迎来新上行周期的起点。

如今比较少见券商给出点位预测，国泰君安则做了这件大胆的事。其预计，上证指数将在 3300 点至 3700 点区间震荡，破局在 2022 年下半年。国泰君安认为，2022 上半年，中央经济工作会议前后，政策不确定性阶段性下降，春季躁动有望接棒跨年行情。但春季躁动行情之后，经济下行和盈利压力将进一步凸显，同时宽松政策预计将比过去具有更强的定力与克制，因此市场上升势能或将受到短暂约束，预计将重回区间震荡格局。2022 年下半年，伴随经济缓步走出压力区以及经济政策不确定性的下降，预计市场将逐步回温。

中金公司认为，2022 年 A 股市场路径可能仍有波折，但对未来 12 个月市场持中性偏积极看法，重在依据市场主要矛盾变化把握阶段性和结构性的机遇。华泰证券也看多 2022 年 A 股，认为后三个季度行情或更扎实。

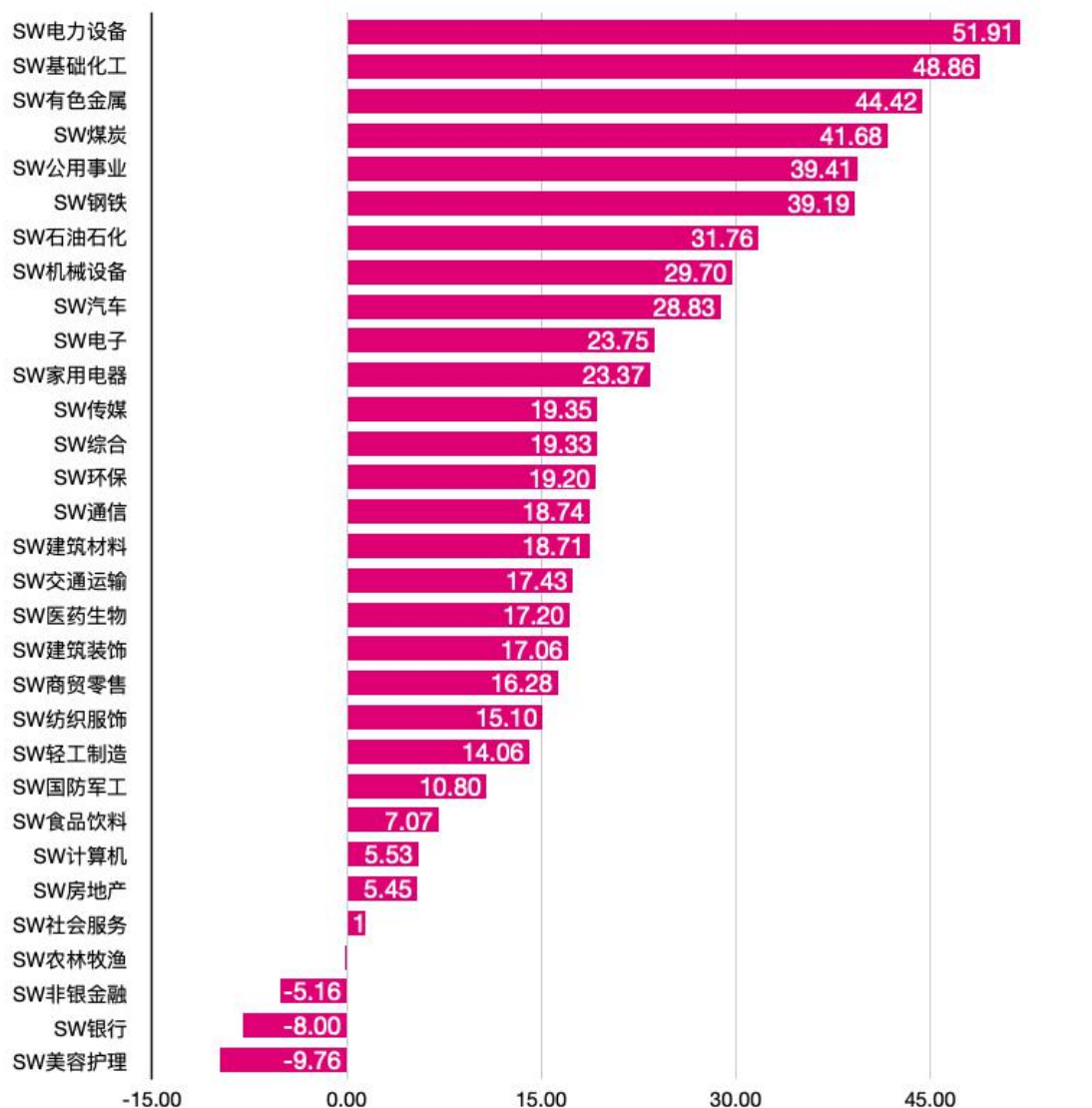
还有部分券商站队 A 股“震荡小组”。中信建投认为，整体而言，2022 年市场与 2021 年市场表现类似，呈现出宽幅震荡的格局。景气程度表现优秀的行业将表现优异。

信达证券认为 2022 年 A 股将会表现为 V 形大震荡，波折大，但结局尚可。由于估值合理，投资者结构中机构投资者比例大幅提升，消费和成长行业占比提升，由于 ROE 下降，股市在 2022 年或会有一至两个季度集中下跌，年底还能收回大部分跌幅。

7.6 2022 年股票如何配置：成长、蓝筹？还是另有乾坤？

图：2021 年 A 股各板块涨幅数据（%）

2021年A股各板块涨幅数据（%）



资料来源：WIND

虽说2021年上证指数仍在3字头徘徊，但在结构性行情下，个股表现精彩纷呈。正如方正证券表示，“跌出来的机会，涨出来的风险”的投资理念左右着投资方式，即仍为“交易型”市场为主，市场风险偏好仍较低，择股重于择势。

配置方面，2022年，券商们普遍看好消费、新能源、科技制造等板块。市场风格方面，券商则普遍看好蓝筹股和成长股。

中信证券认为，2022年无论是在上半年稳增长还是下半年常态化的政策环境下，优质蓝筹股都值得重点配置，其是贯穿全年的投资主线。行业属性上，无论是上半年的优质蓝筹股崛起，还是下半年的相对景气板块，“消费”都将全年占优。

中信建投认为，电网投资、储能投资、光伏和风电等清洁能源是第一条主线；创新药、家电家具、回归制造业的地产等共同富裕方向是第二条主线；国防军工、工业母机、新能源

汽车产业链等高端装备制造行业是 2022 年的第三条主线。从市场风格来看，2022 年蓝筹股和成长股均会有优异表现。

中金公司则建议 A 股投资者关注三条主线：一是高景气、中国有竞争力的制造成长赛道，包括新能源汽车产业链、新能源以及科技硬件半导体等；二是中下游股价调整相对充分、中长期前景依然明朗的偏消费类的领域，如农林牧渔、医药、食品饮料、互联网与娱乐、汽车及零部件、家电、轻工家居等；三是当前到未来一到两个季度，可能受中国稳增长政策预期支持的板块。

光大证券预计市场投资主线将出现方向性变化，整体风格将转向偏稳健的板块，三条主线值得关注：一是重新回归的消费行情。二是稳增长的结构行情。三是北交所带来的投资机会。

国泰君安则建议在不确定性中寻找确定，市场风格将从盈利弹性转向更加强调确定性，而确定性来自消费和科技制造板块。优选 2022 年盈利高确定性的消费和科技制造，关注景气延续与景气反转两条盈利主线。

华泰证券则在结合全板块的业绩剪刀差、筹码分布、供给侧变化对比之下，预计明年高端制造板块总体占优、大众消费有困境反转机会。行业配置以储能电力为盾、以硅基需求为矛。

不过，对于大多数券商看好的消费，浙商证券则持有不同意见，其认为，结合宏观环境和产业趋势，以 2 个季度至 3 个季度来看，市场主线在科技成长，消费仅是修复非反转。对于新能源板块，申万宏源认为 2020 年以来，已有 1749 家 A 股上市公司单家发布过 8 条以上“新能源”关键词的公告。这批公司总市值（38 万亿元）占全部 A 股的 39%，2021 前三季度利润占比 26%，而 A 股“含新能源”的股票池 2021 年的平均涨幅高达 39%。可以认为，过去一年 A 股赚钱效应的扩散，小盘股的活跃，主要源于新能源。2022 年在新能源投资快马加鞭，新能源仍是稀缺的高景气方向。但该板块性价比偏低，进一步上涨有待基本面趋势的持续验证。2022 年新能源板块行情节奏，可能也是“两头高，中间低”。

*本报告基于已公开资料或信息撰写，除特殊说明外，所载数据截止日期均为 2021 年 12 月 31 日。

本报告版权为《证券日报》社所有，未经事前书面许可，任何机构和个人不得以任何形式抄袭、翻版、复印复制。转载、引用本报告的任何部分，需注明出处为《证券日报》社，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

出品人：陈剑夫

总策划：田米亚

观察组成员：（按姓氏笔画为序）

王宁 王思文 包兴安 邢萌 吕东 朱宝琛 刘琪 刘慧 闫立良 许洁 杜雨萌 李文 李冰

李春莲 杨洁 吴晓璐 冷翠华 张志伟 张敏 张博 张歆 昌校宇 周尚仔 孟珂 赵子强 赵学

毅 侯捷宁 姚尧 贺俊 桂小笋 郭冀川 矫月 谢岚 谢若琳 楚丽君



经济日报社主管主办
证券市场信息披露媒体

联系地址：
北京市西三环南路55号顺和国际·财富中心大楼
东侧3A区501号/502号

新闻热线：
010-83251730 010-83251760

传真：
010-83251801

官方网站：
www.zqrb.cn



证券日报之声



证券日报官方微博