



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

NIFD季报

主编:李扬

股票市场

尹中立

张江涛

2020 年 4 月

《NIFD季报》系国家金融与发展实验室集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、国内宏观经济、中国资金流动、国家资产负债表、财政运行、债券市场、股票市场、房地产金融、金融机构等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度 2 月份发布。

新冠疫情冲击下的中国股市

摘要

影响2020年一季度市场运行最重要的事件当属新冠肺炎疫情，虽然经历了新冠肺炎疫情的重大冲击，但中国股票市场未出现明显的大幅波动，上证综指累计下跌9.83%，深证成指累计下跌4.49%，跌幅明显低于全球主要经济体的股市。

本季度A股市场呈现两大主要特点：其一，股市走势与疫情相关性较大。3月份美国股市出现历史罕见的连续4次熔断，国际金融市场一度出现高度恐慌，北向资金快速流出A股，市场出现了一定幅度的回落。其二，科技股表现活跃。科技类ETF基金较为火爆，5G、芯片、半导体、生物医药、新能源领域基金份额和规模显著增加。

此外，再融资新规的落地也影响着一季度股票市场的运行。2020年2月14日，中国证监会发布《关于修改〈上市公司非公开发行股票实施细则〉的决定》，相对2017年再融资政策的收紧，本次再融资制度修订从供求两端都有一定放松。新规发布后再融资市场趋于活跃，发布再融资预案和实施再融资的规模整体上升。

本报告负责人：尹中立

本报告执笔人：

● 尹中立

国家金融与发展实验室
高级研究员

● 张江涛

国寿投资控股有限公司
高级投资分析师

【NIFD 季报】

全球金融市场

国内宏观经济

中国资金流动

地方政府债务

宏观杠杆率

中国财政运行

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

目 录

一、2020 年一季度中国股票市场运行情况回顾	1
(一) 一季度中国股市整体运行情况分析	1
(二) 各行业板块股价的运行情况分析	2
二、2020 年一季度国内股市运行的特征分析	4
(一) 一季度中国股市走势与新冠疫情密切相关	4
(二) 科技股成为市场追逐的主要热点	9
三、再融资新规等对中国股市的影响分析	12
(一) 再融资新规相关政策解读	12
(二) 再融资新规对 A 股市场的影响	13

一、2020 年一季度中国股票市场运行情况回顾

（一）一季度中国股市整体运行情况分析

2020 年一季度，上证综指累计下跌 9.83%，沪深 300 指数下跌 10.02%，深证成指累计下跌 4.49%，中小板指下跌 1.94%，创业板指数上涨 4.10%。与全球主要股市横向对比来看，一季度 A 股跌幅明显小于其他国家的股市。

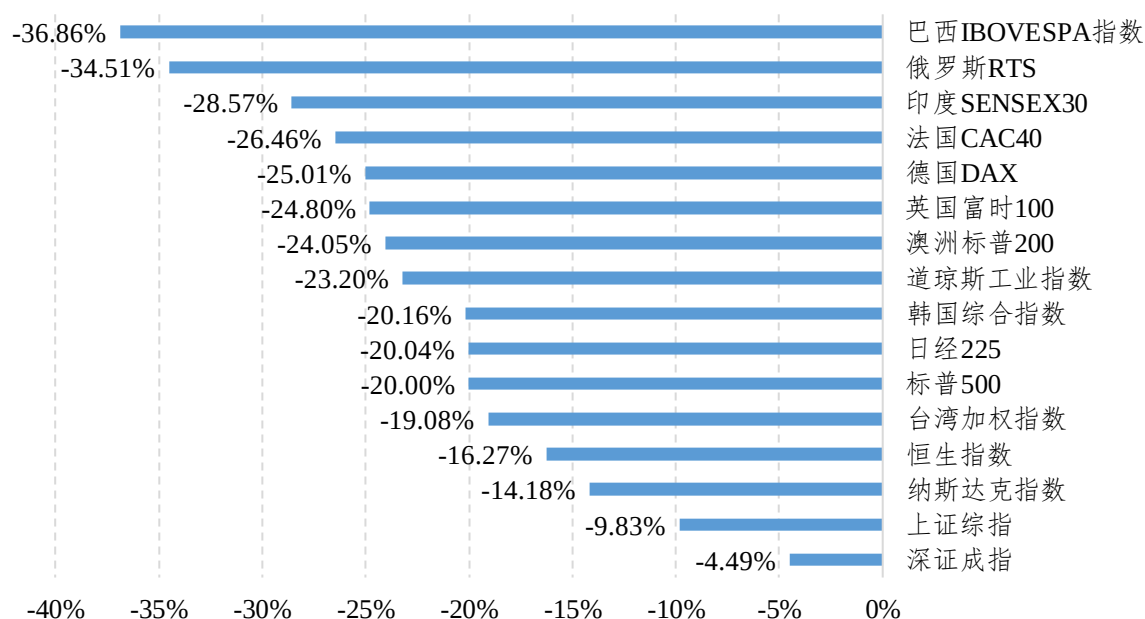


图 1 全球重要股指 2020 年一季度涨跌幅排名

资料来源：Wind。

本季度股市波动幅度明显加大，上证综合指数振幅为 15.75%，沪深 300 指数振幅为 10.02%，中小板指数振幅为 25.15%，创业板振幅为 29.16%。中小市值的股票振幅明显大于蓝筹股的振幅。

本季度的市场走势可以分为如下四个阶段：其一，1 月 21 日之前为第一阶段，市场持续了 2019 年 12 月份的股价上涨走势，在这个阶段，疫情影响尚不明显，市场关注的焦点主要是以芯片和半导体为代表的科技股，科技股主要集中在中小板和创业板市场，因此，这个阶段的中小板和创业板指数上涨速度较快，创业

板指数上涨 11%，中小板指数上升 9%，同期沪深 300 指数下跌了 2%。其二，春节后开盘股指大幅度下跌，仅两个交易日主要指数最高跌近 10%，这是第二阶段。其三，2 月 4 日至 2 月 25 日，科技股快速上涨，仅 16 个交易日，创业板指数上涨了 28%，中小板指数上涨 25%，而上证综合指数上涨 12%，涨幅明显低于创业板和中小板。期间，半导体行业指数上涨了 53%，通信设备指数上涨 43%，软件服务类行业指数上涨 40%。其四，2 月 26 日开始，科技股指数基金受到窗口指导，科技股上涨趋势暂时结束。加上海外疫情蔓延加剧，股市进入调整阶段，主要股指均出现下跌。

（二）各行业板块股价的运行情况分析

1. 农林牧渔、医药生物等行业表现突出

从申万 28 个一级行业一季度的运行情况来看，涨幅为正的五个一级行业分别是农林牧渔、医药生物、通信、计算机及建筑材料。

农林牧渔板块涨幅为 17.88%，位居各板块之首，国内疫情期间该板块一直表现强劲。在非洲猪瘟延续的背景下，生猪供求缺口持续存在，猪价维持较高水平，养猪门槛提高，行业集中度提升，促进了生猪养殖龙头股价上涨。从已经发布的信息公告看，从事生猪养殖的上市公司 2019 年的盈利状况均出现较大幅度提升。

同时，新冠疫情在全球快速扩散为种植业的生产活动带来阻碍，全球农作物产量受到较大威胁，部分经济体开始限制粮食出口等，种植业景气向上拐点确立，与粮食有关的上市公司股票得到市场资金的追捧，金健米业、北大荒、农发种业等个股一季度涨幅较高。中国的粮食储备充足，国内粮食价格不可能大幅度上涨，这些上市公司的盈利状况不会出现较大改善，股价上涨更多是情绪波动的表现。另外，2019 年农业行业上市公司股价指数大幅度上涨（主要是生猪价格上涨所致），使得投资者对农业行

业的股票投资偏好提升，炒作与粮食有关的股票有比较好的群众基础。但粮食价格难以出现类似猪肉价格的大幅度上涨，因此，与粮食有关的上市公司股价上涨缺乏基本面的支持。

医疗生物板块涨幅为 10.85%。受本次疫情的影响，口罩、防护服、呼吸机等医疗防疫物资需求大增，医疗器械及卫生用品相关的上市公司受到关注，泰达股份、尚荣医疗是这类公司的典型代表，这两家公司的股票涨幅均列本季度前 20 名。病毒检测、疫苗研发方面具有一定领先优势的股票同样受到关注，这也是未来最终战胜疫情的关键所在。在新冠病毒疫苗研发过程中，任何一个有关的信息发布都会引起相关上市公司股价的波动。

通信行业则面临升级换代，股市投资者对通信行业的上市公司高度关注，一季度通信板块涨幅为 4.65%。本次疫情发生后，远程办公、在线娱乐、在线办公等需求使得对通信网络服务的要求有所提高，同时加快 5G 建设成为对冲疫情冲击的重要基础设施建设投资方向。

建筑材料板块涨幅为 3.64%。建材板块整体的 ROE 水平较高，盈利能力良好。国内疫情冲击下，积极财政政策持续发力，今年基建投资将发挥更加重要作用，水泥、特种玻璃等相关行业存在一定利好，海螺水泥等行业龙头表现较好。

2. 旅游、休闲服务、交通运输等服务业股票跌幅较大

疫情影响之下，服务业受到较大冲击，一季度休闲服务板块跌幅高达 20.23%，跌幅位居各一级行业之首。2020 年 1 月 23 日起，湖北武汉采取了封城措施，随后全国大多数省份均采取公共卫生一级响应措施，旅游、航空、餐饮及商业零售等服务业基本处于冻结状态。居民商务、旅游、春节期间外出用餐等纷纷受阻，国内各主要景点、影院、文化演出场所、餐馆等大多关闭，最直接的冲击就在于餐饮、旅游度假、酒店住宿、文艺表演等消费服务业。从盘面来看，旅游、酒店、餐饮、会展等均跌幅较大。

在疫情冲击下周周期类行业同样受到较大冲击，一季度采掘行

业下跌 16.88%。疫情冲击了全球产业链，宏观需求下降，对上游煤炭、原油等需求减少，全球油价等能源价格下跌冲击了国内石油勘探开采和煤炭化工相关股票。同时，疫情对线下家电、房地产销售冲击较大，国内停航、停运等措施对交通运输行业冲击较大，金融业风险上升、业务开展难度增大冲击大金融板块。

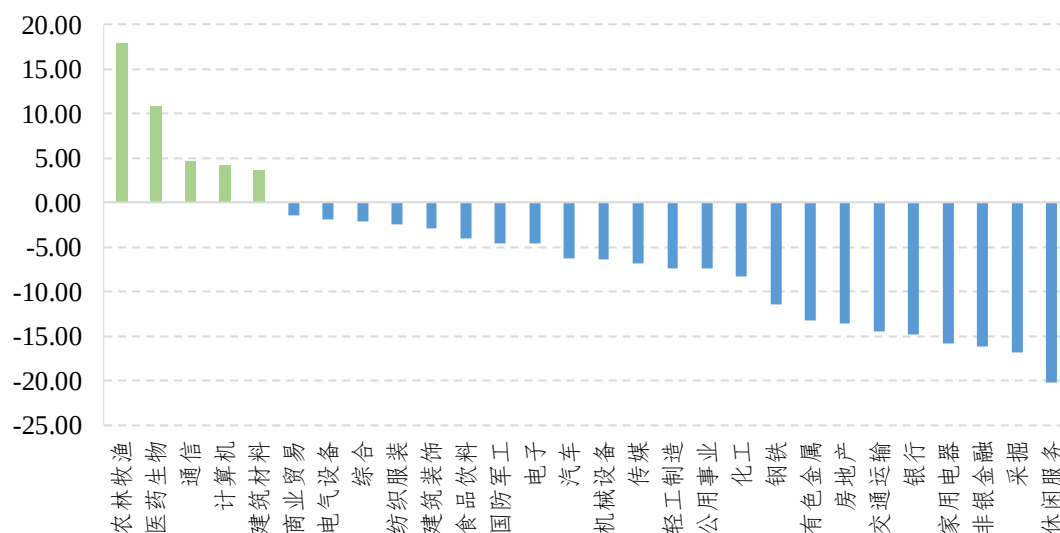


图 2 28 个申万一级行业一季度涨跌幅排序（单位：%）

资料来源：Wind。

需要指出的是，2019 年四季度周期类股票曾经有过良好的表现，我们在《2019 年四季度股市运行报告》里提到：“本季度的建筑建材行业分类指数上涨超过 2 成，在所有行业指数中独占鳌头。另外，房地产、钢铁、化工、有色金属这些典型的周期类行业指数涨幅均处在其他行业指数前列”。去年第四季度周期类股票获得市场关注的原因是“库存周期见底”的观点得到市场广泛认同，我们在上一期报告里对此提出了质疑，市场运行的实际走势基本验证了我们的分析结论，“库存周期见底”的假说被证伪。

二、2020 年一季度国内股市运行的特征分析

（一）一季度中国股市走势与新冠疫情密切相关

2020 年一季度新冠肺炎疫情在国内和海外的扩散蔓延及防

控情况对 A 股走势整体影响较大。1 月下旬和 2 月份，国内疫情的加剧及拐点的出现在一定程度上促使 A 股走出了一波“V”型反转的趋势。3 月随着海外疫情的快速蔓延和全球恐慌情绪的加剧，A 股市场也难以独善其身，跟随海外整体走出了快速回落的趋势。

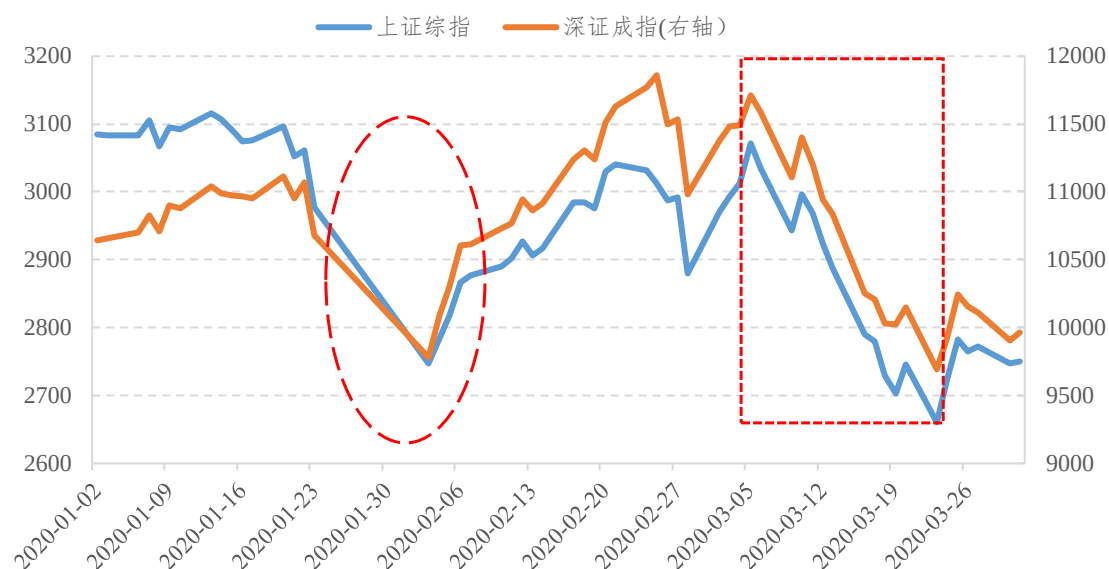


图 3 2020 年一季度上证综指和深证成指走势

资料来源：Wind。

1.2 2 月份国内疫情对股市有较大冲击

1 月 23 日，武汉采取封城措施，标志着国内疫情进入了严峻期，但此时恰逢春节股市休市。2 月 3 日，春节后首个交易日万得全 A 指数单日下跌了 8.16%，3000 余只股票跌停板收市，创一季度 A 股单日最大跌幅，春节休市期间积累的焦虑情绪在当日被宣泄。此后，2 月内 A 股整体出现了连续反弹的行情。

A 股市场整体反弹可以从三个方面来进行解释：其一，国内疫情蔓延的势头得到了初步遏制。2 月份，国内所采取的各项预防和治疗新冠肺炎疫情的措施开始不断显现积极效果，新增病例出现了见顶回落的趋势。其二，监管部门及时采取了有力的逆周期宏观对冲政策。1 月 30 日，人民银行联合财政部、银保监会、证监会、国家外汇管理局共同发布《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》，共计提出了 30 条具体的

金融战“疫”措施。春节后央行立即在公开市场操作方面“扩量降价”，快速安排了防疫专项再贷款，定向降准，下调 MLF、LPR 及再贷款利率等，积极财政政策也开始发力，有针对性的宏观政策对于实现“六稳”发挥了重要作用。其三，北向资金流入，提升了市场的风险偏好。2 月份，北向资金净流入 115.84 亿元，表明境外投资者也比较看好 A 股市场的后续走势。同期创业板指数的涨幅为 7.46%，而沪深 300 指数则下跌 1.59%，表明 2 月份国内投资者风险偏好水平有所上升。

2. 海外疫情蔓延对 A 股的冲击

2 月 20 日至 3 月底，全球发现新冠肺炎疫情的国家数和确诊数开始快速上升，首先是韩国、日本的疫情有所加剧，3 月初开始欧美国家均陷入疫情爆发期。疫情在欧美地区的蔓延，对全球股市产生了巨大冲击，主要国家的股市均进入快速下跌通道。以美股为例，2020 年一季度，道琼斯和标普 500 指数分别下跌 23.2% 和 20%。其中，2 月 20 日之前美股整体保持平稳，未明显受到当时中国地区疫情的外溢性冲击，2 月 20 日之后则持续下跌了 1 个月左右，并且带动了其他经济体股市的整体走低。

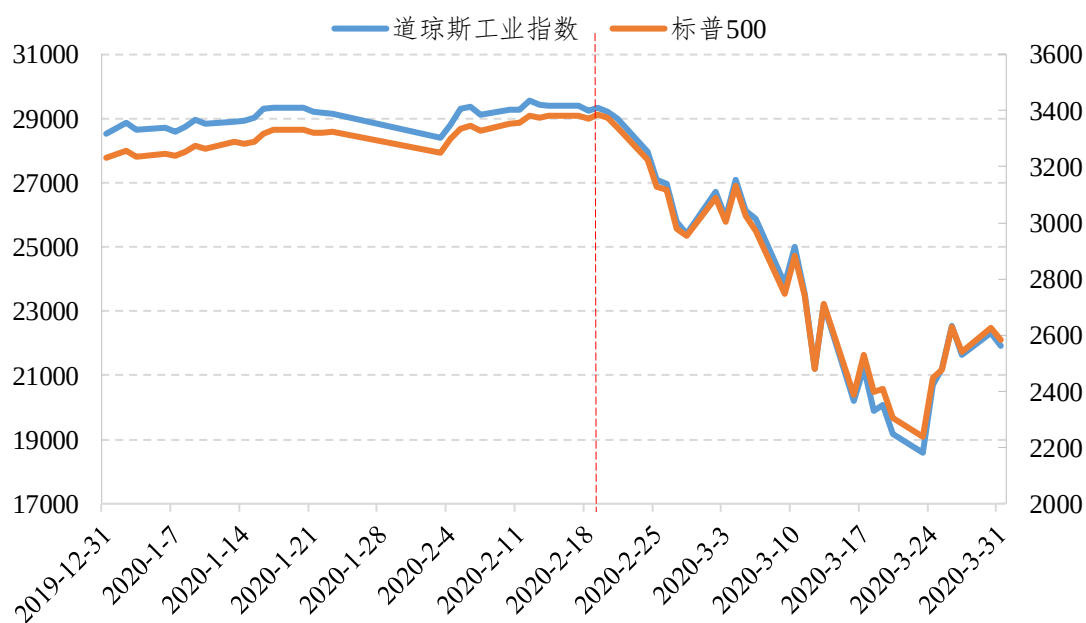


图 4 2020 年一季度美股走势

资料来源：Wind。

期间，美国股市历史罕见地连续 4 次出现熔断现象。今年的第一次熔断于 3 月 9 日出现，随后分别于 12 日、16 日以及 18 日连续出现熔断。而此前自 1988 年美股熔断机制建立以来，仅在 1997 年东南亚金融时期出现过一次熔断。从触发因素来看，3 月份以来的 4 次连续熔断，与新冠肺炎疫情在美国的持续加剧，以及原油价格暴跌对美国石油相关股票的冲击有较大关系。在此期间，美联储所采取的超宽松货币政策，对疫情防控和实体经济衰退作用较小，且过度宽松的货币政策向股市传递了极度悲观的预期，甚至在短期内促进了指数的熔断。

不过，3 月的最后一周超宽松货币政策和 2 万亿美元财政刺激计划出台，也在一定程度上缓解了金融体系的流动性危机，美股开始止跌回升，市场出现了一定反转。

表 1 美股历史上 5 次熔断事件回顾

序号	熔断时间	触发机制 ¹	触发因素
1	1997 年 10 月 27 日	道琼斯工业指数 暴跌 7.18%	1997 年 7 月，东南亚金融危机爆发；并于 10 月蔓延并冲击美股相关投资组合。
2	2020 年 3 月 9 日	标普 500 指数 下跌 7.6%	3 月 6 日 OPEC 与俄罗斯未就限产议题达成协议，引发了全面价格战。3 月 9 日，WTI 原油主力合约开盘即暴跌 22%，数分钟后跌幅扩大到 27%逼近 30 美元/桶，引致美股熔断。
3	2020 年 3 月 12 日	标普 500 指数 下跌 9.51%	3 月 11 日，特朗普发表全国电视讲话，美国有 23 个州及华盛顿特区宣布进入紧急状态，美国宣布对欧洲实施长达 30 天的旅行禁令，疫情加剧。
4	2020 年 3 月 16 日	标普 500 指数 下跌 11.98%	3 月 15 日，美联储宣布紧急降息，罕见地将联邦基金利率下调 100 个基点至 0-0.25%。并推出 7000 亿美元规模的量化宽松计划，重启 QE 政策。市场整体解读较为负面，对经济衰退较为担忧。
5	2020 年 3 月 18 日	标普 500 指数 下跌 7.01%	3 月 17 日，美联储重启金融危机时期的商业票据融资机制(CPFF)，绕过银行，直接给企业放贷输血。3 月 18 日的熔断机制触发后，受美国参议院可能通过第二轮经济救助计划的影响，截至收盘美股跌幅有所收窄。

资料来源：Wind。

¹ 2013 年以来美国最新熔断机制的标准是，如果标普 500 指数在美国东部时间早上 9 时 30 分到下午 3 时 25 分之间下跌 7%或以上，则将触发“第一级”停盘；若该指数下跌 13%，则将触发“第二级”停盘，同样持续 15 分钟。之后，如果跌幅达到 20%，当日交易将停止。2013 年以前熔断的规则有所不同。

海外市场的持续下跌,对中国股市形成了一定的外部冲击和拖累,3月份沪深300指数下跌6.44%,上证综合指数下跌4.51%,创业板指数下跌9.64%。

3月份海外市场的恐慌通过陆港通资金的渠道影响A股市场。一季度北向资金净流出178.97亿元,其中1月和2月为净流入,3月北向资金净流出规模达到678.73亿元。3月份,在海外疫情加剧、全球资本市场快速下跌的背景下,为应对美元流动性危机等,外资开始抛售A股资产,补充海外美元流动性,北向资金逐渐由前两个月的净流入转为大幅净流出。

表2 2020年一季度北向资金净流入情况(单位:亿元)

日期	北向净流入	沪股通净流入	深股通净流入
1月	383.92	112.48	271.43
2月	115.84	87.98	27.86
3月	-678.73	-377.36	-301.37
1季度	-178.97	-176.89	-2.08

资料来源:Wind。

从一季度末沪股通和深股通前10大活跃个股的情况来看,北向资金主要投资于大消费、大健康、先进制造和科技等行业龙头股,具有重要的风向标作用。3月份北向资金的集中流出对这些行业的龙头股价格及行业指数均产生了较大的影响。

表3 2020年3月31日沪股通和深股通前10大活跃个股(单位:亿元)

沪股通	证券名称	所属Wind行业	深股通	证券名称	所属Wind行业
1	贵州茅台	食品、饮料与烟草	1	牧原股份	食品、饮料与烟草
2	恒瑞医药	制药、生物科技与生命科学	2	中兴通讯	技术硬件与设备
3	中国平安	保险II	3	格力电器	耐用消费品与服装
4	海天味业	食品、饮料与烟草	4	五粮液	食品、饮料与烟草
5	隆基股份	半导体与半导体生产设备	5	迈瑞医疗	医疗保健设备与服务
6	招商银行	银行	6	宁德时代	资本货物
7	三一重工	资本货物	7	温氏股份	食品、饮料与烟草
8	伊利股份	食品、饮料与烟草	8	立讯精密	技术硬件与设备
9	中国国旅	消费者服务II	9	赣锋锂业	材料II
10	海螺水泥	材料II	10	美的集团	耐用消费品与服装

资料来源:Wind,根据当日合计买卖总额排名。

（二）科技股成为市场追逐的主要热点

科技股从 2019 年下半年开始就成为市场关注的焦点，去年第四季度以来，以半导体、锂电池、互联网、信息安全、操作系统概念为代表的科技股持续得到资金的关注，尽管春节后第一个交易日出现大跌，但科技股带领市场迅速反弹，创业板市场不仅超越年初高点，而且创四年新高。

科技股受到关注有一定的必然性。在 2019 年的股市运行报告里我们多次提到科技股的话题，这与中国经济发展所处的阶段密切相关。当前，国际贸易保护主义盛行，逆全球化俨然成为一种趋势，中国的出口受到挑战。从国内经济结构看，由城镇化带动的经济快速增长接近尾声，人口红利也在快速消失，唯有科技创新才能推动中国经济继续前进。推动科技创新成为资本市场的战略主题，科创板的快速推出就是落实该战略的重要标志。

一季度 A 股市场科技股走势与国内科技类 ETF 基金有较大关系。随着 2019 年科技股行业的持续发展，科技类 ETF 基金获得了良好回报，吸引场外大量资金申购科技股 ETF 基金，形成资金与股价之间的正反馈。

一季度涨幅为正的医药生物、通信、计算机板块都是股票型 ETF 资金大幅流入和集中布局的领域。3 月份科技股整体回调过程中，半导体、信息技术和传媒等 A 股科技类 ETF 跌幅居前。根据 Wind 统计数据，截至一季度末，A 股市场共有 236 只股票型 ETF，预计规模约 6100 亿元。其中，科技类 ETF²有 33 只，预计规模达到了 1300 亿元，份额较年初增加超过 900 亿元。

从一季度规模变化来看，科技类 ETF 基金是最主要的资金流入标的，包括 TMT、医药、工业制造等行业指数，以及科技主题策略指数。一季度科技类 ETF 份额大幅增加，主要缘于个人投资者从二级市场买入，而前两个月科技类 ETF 涨幅巨大、

² 申万 28 个一级行业中，通信、计算机、电子、医药生物、新能源 5 个板块相关的股票 ETF 基金作为科技类 ETF 的统计范畴。

成交火爆或是散户频频买入的原因之一。

截至 2 月 25 日，净值涨幅最高的前五只主要是半导体、人工智能、通信类 ETF。年初至 2 月 25 日，国泰半导体 50ETF（512760）涨幅为 103.8%，国联安中证全指半导体 ETF（512480）涨幅为 101.1%，景顺长城中证 TMT150ETF（512220）涨幅为 48.2%，平安中证人工智能 ETF（512930）涨幅为 47.7%，华夏中证 5G 通信主题 ETF（515050）涨幅为 42.8%。而 3 月份科技类 ETF 的表现存在一定分化，电子、计算机、传媒整体跌幅较大，而医药生物则上涨了 1.18%，因此到一季度末生物医药类 ETF 整体涨幅较为显著，而半导体和通信类 ETF 涨幅较 2 月底有所回落。截至一季度末，净值涨幅最高的前五只主要是医药和半导体类 ETF。华夏上证医药卫生 ETF（510660）涨幅为 22.3%，国泰中证生物医药 ETF（512290）涨幅为 20.1%，华宝中证医疗 ETF（512170）涨幅为 19.5%，南方中证 500 医药卫生 ETF（512300）涨幅为 16.1%，国泰半导体 50ETF（512760）涨幅为 15.2%。

一季度科技类 ETF 中，整体规模较大的主要是 5G、芯片、半导体、新能源领域。目前已有 5 只科技 ETF 规模超百亿元，分别是华夏 5GETF（515050）、华夏芯片 ETF（159995）、华宝科技龙头 ETF（515000）、国泰半导体 50ETF（512760）和华夏新汽车 ETF（515030）。

规模净增较大的主要包括 5G、芯片、新能源领域，华夏 5GETF（515050）份额增加了 232.88 亿元，华夏芯片 ETF（159995）份额增加了 191.31 亿元，华夏中证新能源汽车 ETF（515030）份额增加了 133.93 亿元，银华中证 5G 通信 ETF 份额增加了 67.24 亿元，国泰 CES 半导体 ETF 份额增加了 60.76 亿元。

表 4 科技类 ETF 基金明细

代码	名称	年初至 2 月 25 日 净值涨跌幅	一季度 净值涨跌幅	一季度 基金份额变化 (亿份)	基金预估规模 (亿元)	跟踪指数名称
510660	医药行业	27.30%	22.30%	-0.07	0.97	上证医药
512290	生物医药	25.30%	20.10%	3.14	9.87	CS 生医
512170	医疗 ETF	33.00%	19.50%	4.11	10.37	中证医疗
512300	500 医药	22.30%	16.10%	-0.03	0.31	中证 500 医药
512760	半导体 50	103.80%	15.20%	43.82	114.28	中华半导体 CNY
512480	半导体	101.10%	15.10%	26.43	53.00	中证全指半导体
159938	医药	21.10%	13.70%	-0.96	24.74	全指医药
512610	医药卫生	21.30%	13.30%	0.00	0.14	中证医药
512120	医药 50	18.60%	12.80%	0.00	0.95	细分医药
159929	医药 ETF	22.30%	12.50%	0.15	3.90	中证医药
512010	医药 ETF	16.00%	10.60%	-0.19	13.63	沪深 300 医药
515860	科技 100	31.60%	5.30%	-1.00	7.44	新兴科技 100
515000	科技 ETF	42.00%	5.10%	32.31	119.18	科技龙头
512720	计算机	36.40%	4.70%	3.66	9.44	CS 计算机
515750	科技 50	34.20%	4.20%	8.25	25.24	中证科技
512930	AIETF	47.70%	4.20%	0.71	4.01	CS 人工智
515070	AI 智能	39.10%	3.60%	-0.35	9.46	CS 人工智
515050	5GETF	42.80%	1.00%	232.88	309.52	5G 通信
159807	科技 ETF	-	0.90%	14.59	12.79	科技 50
515880	通信 ETF	32.20%	0.60%	23.86	37.56	中证全指通信设备
512220	景顺 TMT	48.20%	0.00%	0.54	4.00	TMT150
515580	中证科技	23.30%	-0.60%	0.72	9.45	科技 100
512330	信息 ETF	33.40%	-0.80%	4.89	12.89	中证 500 信息
159939	信息技术	38.80%	-1.60%	4.22	19.93	全指信息
159806	新能车	-	-2.80%	21.52	20.00	CS 新能车
159997	电子 ETF	0.00%	-8.90%	29.74	27.01	CS 电子
515980	人工智能	18.50%	-10.50%	2.86	5.89	人工智能
159909	深 TMT	-	-12.00%	0.03	3.60	TMT50
159995	芯片 ETF	37.40%	-12.40%	191.31	169.50	国证芯片
159994	5GETF	0.00%	-19.20%	67.24	53.67	5G 通信
515030	新汽车	0.00%	-22.00%	133.93	104.86	CS 新能车
515700	新能车	10.60%	-23.70%	60.76	60.19	新能源车
159801	芯片基金	-	-27.50%	52.60	45.07	国证芯片
合计				961.66	1302.86	

资料来源：Wind，根据年初至今净值涨跌幅排名。

三、再融资新规等对中国股市的影响分析

（一）再融资新规相关政策解读

2020年2月14日，中国证监会发布《关于修改<上市公司证券发行管理办法>的决定》《关于修改<创业板上市公司证券发行管理暂行办法>的决定》以及《关于修改〈上市公司非公开发行股票实施细则〉的决定》，是对2019年11月8日发布的再融资新政（征求意见稿）的正式落地。相较于2017年再融资政策的收紧，本次再融资制度修订从供求两端都有一定放松。从供给端看，放松了对于创业板公司进行公开发行和非公开发行的要求，更多创业板公司具备再融资的资格；从需求端看，在发行对象、锁定机制、发行规模、定价基准日选择、定价、批文有效期等方面有所放松，有助于吸引投资者参与到再融资市场。

表5 再融资新规修订的主要内容

序号	修订的方面	修订的主要内容
1	创业板上市公司非公开发行条件	1. 取消创业板公开发行证券最近一期末资产负债率高于45%的条件； 2. 取消创业板非公开发行股票连续2年盈利的条件； 3. 将“创业板前次募集资金基本使用完毕，且使用进度和效果与披露情况基本一致”由发行条件调整为信息披露要求。
2	非公开发行对象	主板、中小板、创业板统一增加至不超过35名。
3	非公开发行锁定机制	1. 大股东、战略投资者：由36个月缩短至18个月； 2. 其他投资者：由12个月缩短至6个月。
4	非公开发行规模	由“不超过总股本的20%”提高至“不超过总股本的30%”。
5	非公开发行定价基准日	1. 董事会决议提前确定全部发行对象的（战略投资者、大股东）：董事会决议公告日、股东大会决议公告日或者发行期首日； 2. 其他情况：发行期首日。
6	非公开发行定价	由发行价格不得低于定价基准日前20个交易日公司股票均价的9折，调低至8折。
7	批文有效期	由“6个月”延长至“12个月”

资料来源：中国证监会网站。

再融资新规发布后，针对并购重组的配套融资与再融资新规的衔接问题需要进行明确。2月28日，证监会有关部门负责人答记者问时表示，对配套融资部分进行适当调整。配套融资以“是否取得批文”为分水岭。具体而言，可分为已获批未发和尚未取得批文两种情形。获批后配融项目发行价格、股数、对象等仍可调整且无需换批文，但禁止调增配融金额。对于已发布重组预案、尚未取得批文的并购重组项目，调整为18个月锁价定增和新增配融均需重新确定发行股份购买资产定价基准日。

针对《上市公司非公开发行股票实施细则》第七条所涉及的战略投资者界定问题，3月20日晚，中国证监会发布《发行监管问答——关于上市公司非公开发行股票引入战略投资者有关事项的监管要求》。其中明确了，战投要有“国际国内领先的核心技术资源”，或者“国际国内领先的市场、渠道、品牌等战略性资源”，委派董事参与公司治理等等。整体来看，意在提高定增市场战投引入的规范性。但提高了战略投资者门槛，增加了上市公司通过定增方式引入战投的难度。

（二）再融资新规对A股市场的影响

再融资新规发布后，A股定增市场得到了松绑，呈现出活跃度整体上升的趋势。

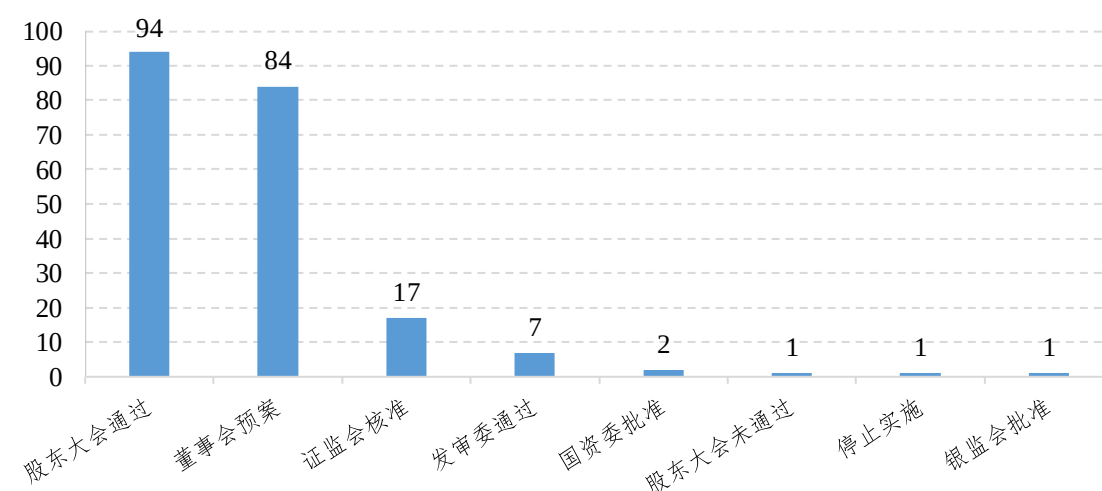


图5 再融资新规发布后至一季度末发布定增预案上市公司统计（单位：家）

资料来源：Wind。

Wind 数据显示，以预案公告日位于 2 月 14 日后作为筛选标准，截至一季度末合计已有 207 家 A 股公司发布了定增预案，已公布的预计募资金额合计超 3500 亿元。从方案进度来看，处于股东大会通过、董事会预案状态的公司合计有 178 家，占比约 86%，而处于其他状态的公司占比较小。

再融资新规发布后定增市场逐渐回暖，至一季度末增发（按照发行日期）规模高达 818 亿元，其中 3 月实施增发 790 亿元，较 2019 年 3 月同比大增 637 亿元，威华股份为再融资新规后的首个 8 折定增实施项目。但随着战略投资者的重新界定，估计未来的再融资行为会受到一定约束。

表 6 再融资新规发布后至一季度末实施定增上市公司统计

上市公司名称	发行日期	实际募资总额 (亿元)	实施价格相对基准 价格比例 (%)	定价方式
晶瑞股份	2020-02-24	6.50	90.00	定价
中闽能源	2020-02-26	51.00	90.00	定价
荣科科技	2020-02-28	6.60	90.00	定价
中远海能	2020-03-06	1.20	120.08	竞价
*ST 河化	2020-03-06	199.21	90.00	竞价
亨通光电	2020-03-06	132.46	90.00	定价
科斯伍德	2020-03-09	9.90	90.00	定价
上海莱士	2020-03-10	2.90	90.00	定价
南天信息	2020-03-11	1.18	90.00	竞价
润邦股份	2020-03-13	3.00	90.00	定价
威华股份	2020-03-18	373.68	80.02	竞价
一汽轿车	2020-03-18	23.39	90.00	定价
中国船舶	2020-03-19	7.03	90.00	定价

资料来源：Wind。

版权公告：【NIFD 季报】为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。