



宏观研究

# 【粤开宏观】北交所实施重磅改革，5大看点需密切关注

2023年09月03日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001  
电话：010-83755580  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：原野

执业编号：S0300523070001  
电话：15810120201  
邮箱：

## 近期报告

《【粤开宏观】防范化解债务风险：当前形势与14条应对举措》2023-08-01

《【粤开宏观】7月PPI同比企稳回升，预计2024年下半年回正》2023-08-09

《【粤开宏观】从疫后经济恢复全局理解当前经济下行压力》2023-08-15

《【粤开宏观】化债可能路径的利弊和可行性分析——从过去两轮化债看未来》2023-08-21

《【粤开宏观】活跃资本市场：既要稳定当前，更要长期制度变革》2023-08-28

## 摘要：

2023年9月1日，在习近平总书记宣布设立北交所两周年之际，中国证监会发布《关于高质量建设北京证券交易所的意见》（以下简称《意见》）。

该《意见》明确提出两步走的目标：第一步是经过3到5年，北交所的规模、功能双提升，差异化制度安排更加完善，服务创新型中小企业的“主阵地”效果更加明显。

第二步是用5到10年时间，将北交所打造成以成熟投资者为主体、基础制度完备、品种体系丰富、服务功能充分发挥、市场监管透明高效、具有品牌吸引力和市场影响力的交易所，带动新三板成为创新型中小企业蓬勃发展的孵化地、示范地、集聚地。

在此目标基础上，该《意见》也从加快高质量上市公司供给、稳步推进市场改革创新、全面优化市场发展基础和环境、强化组织保障四个方面提出了具体举措，涉及发行上市制度安排、交易机制、承销制度等方面。随后，北交所、全国股转表态“坚决贯彻落实证监会部署”，并推出首批八项改革创新举措。

我们认为上述规则制度调整中有5大看点值得重点关注：

**看点1：《关于高质量建设北京证券交易所的意见》是立足长远、“酝酿已久”的关键制度变革。**

北交所作为服务中小企业的主阵地，是建设中国特色资本市场的重要创新，没有成熟的境外经验可以“照搬挪用”。《意见》在当前这一时点推出，固然与“活跃资本市场”这一政治局会议定下的基调密切相关，但从监管表态来看，更是“酝酿已久”经过审慎论证的长期制度变革。针对的是市场流动性、市场生态、基础制度等长期痛点，需要对政策成效给予耐心和肯定。未来北交所市场有望得到结构性重塑，投资者参与意愿将大幅提升。

**看点2：融资端，“允许优质中小企业首次公开发行并在北交所上市”。“首次公开发行并在北交所上市”和当前北交所规则中的“公开发行并在北交所上市”，两字之差的背后，其实是制度的重大补充，使得现有“层层递进”的制度更为灵活。**

当前北交所的上市发行制度采取的是“层层递进”的方式，即在北交所上市需要满足在创新层挂牌满12月的先决条件。虽然有挂牌上市直联审核监管机制作为补充优化，但仍不能完全匹配科技创新型中小企业“爆发式”发展的特征，可能导致企业错过最佳融资时期，削弱了北交所吸引力，也使得投资



者无法分享企业爆发式发展期的红利。

本次《意见》提出：“对已经具备上市条件的优质中小企业，在符合北交所市场定位前提下，允许其首次公开发行并在北交所上市。”这意味着在“层层递进”的制度基础上开了一个口子，未来中小企业的“优等生”可以豁免在创新层挂牌 12 个月的先决条件。虽然这个调整没有改变多层次资本市场的架构和逻辑，但将使得现行制度更为灵活，大大提高北交所的吸引力，也更契合中小企业发展特征，有利于服务更早、更小、更新的创新型中小企业，夯实北交所长期发展根基。

**看点 3：推进北交所转板，在 IPO 收紧的政策背景下，北交所吸引力大幅提升，或成为优质标的供给的主要入口。**

在标准的规则定义下，企业“公开发行并在北交所上市”与“首次公开发行（IPO）”并不完全一致。一方面，字面措辞不一致；另一方面，企业由于在创新层挂牌期间也能进行融资，且在证券法定义下或也可能为公开发行（向超过 200 人的特定对象发行），因此“公开发行并在北交所上市”并不能与 IPO 画等号。这说明，IPO 阶段性收紧更多针对沪深两市，北交所当前的工作重心仍然是“高质量扩容”。但证监会也明确指出：转板不涉及公开发行，没有新增融资，不存在市场担心的“扩容”和“抽血”问题。

结合上述观点，或可理解为：当前时点客观环境下，非必要 IPO 的企业将受到限制，但优质的科创企业，资本市场仍然呈现包容开放的态度。同时，这类企业可以选择进入创新层规范发展，如有必要的融资需求，可公开发行并在北交所上市，且未来仍可以高效便捷地转入科创板、创业板等板块。这不仅体现了监管对于当前问题和市场化改革的权衡，也将大幅提高北交所吸引力，提高北交所估值中枢，更利于提供丰富的优质标的，从增量上提高上市公司质量，促进市场长期活跃。

**看点 4：投资端“三箭齐发”，增强市场买方力量，改善市场流动性。**

一是引导公募基金扩大北交所投资。二是允许私募股权基金通过二级市场增持其持股公司的股票。北交所设立后，私募股权基金不能继续买入上市公司股票，只能单边卖出。《意见》允许私募股权基金通过二级市场增持其上市前持有的北交所上市公司股票，有利于更好促进“投早投小投科技”。三是完善投资者适当性管理，开通科创板权限的投资者可以“一键开户”北交所权限，这有利于转化潜在投资者，并充分调动了券商经纪条线积极性。

**看点 5：交易端以优化做市机制为重点，扩大做市商队伍，增加做市商券源，优化做市商权利义务。**

一是扩大做市商队伍。未来将优化做市商资质要求（净资产要求从 100 亿元降至 50 亿元等），研究引入私募基金开展北交所做市交易业务。二是允许做市商参与战略配售，允许借券做市，增加做市商券源。针对借券做市，我们认为，除了需要关注标的证券、借券数量、期限、费率等基本要素外，还需重点关注借券时间，是否允许提前还券，退市或转板是否面临强制提前还券，以及到期无法足量还券如何偿付的问题。三是优化做市商权利义务，降低做



市费用等。

此外，北交所还将启动独立代码号段，提高股票辨识度；并将存量上市公司全部纳入融资融券标的股票范围，为投资者提供更多风险对冲渠道，促进市场多空平衡。

**风险提示：**政策落地不及预期、市场反应不及预期



## 目 录

一、《关于高质量建设北京证券交易所的意见》是立足长远、“酝酿已久”的关键制度变革。.....	5
二、融资端，允许优质中小企业首次公开发行并在北交所上市，使得现有“层层递进”的制度更为灵活。.....	5
三、推进北交所转板，在 IPO 收紧的政策背景下，北交所吸引力大幅提升，或成为优质标的供给的主要入口。.....	6
四、投资端“三箭齐发”，增强市场买方力量，改善市场流动性。.....	6
五、交易端以优化做市机制为重点，扩大做市商队伍，增加做市商券源，优化做市商权利义务.....	7



## 一、《关于高质量建设北京证券交易所的意见》是立足长远、“酝酿已久”的关键制度变革。

《关于高质量建设北京证券交易所的意见》在当前这一时点推出，固然与“活跃资本市场”这一政治局会议定下的基调密切相关，但从监管表态来看，更是“酝酿已久”经过审慎论证的长期制度变革。

北交所作为服务中小企业的主阵地，是建设中国特色资本市场的重要创新，没有成熟的境外经验可以“照搬挪用”，“开疆辟土”的制度都是经过充分论证的。证监会新闻稿中也明确指出：“证监会围绕推进北交所持续健康发展，广泛开展调查研究，召开了多层面的座谈会。”“北交所的发展具有长期性、系统性、艰巨性，必须保持定力、坚守定位、突出特色、久久为功。”这在一定程度上说明，相关政策举措均经过非上市公司监管部等部门充分论证的。也意味着，本次《关于高质量建设北京证券交易所的意见》更多是着眼长远，针对的是市场流动性、市场生态、基础制度等长期痛点，需要对政策成效给予耐心和肯定。

## 二、融资端，允许优质中小企业首次公开发行并在北交所上市，使得现有“层层递进”的制度更为灵活。

当前北交所的上市发行制度采取的是“层层递进”的方式，即在北交所上市需要满足在创新层挂牌满 12 月的先决条件。从北交所主要服务对象(中小企业)的发展特征看，中小企业，尤其是科技创新型中小企业，其发展模式往往不是“循序渐进”式的，而是“爆发式”“狂飙式”的，即在某一短暂的时期，快速被市场认可并转化为收益。如果遵循现有制度，先上创新层，再登陆北交所，可能错过最佳融资时期，削弱了北交所吸引力，也使得投资者无法分享企业爆发式发展期的红利。

也就是说，“层层递进”的上市模式一定程度上不能完全匹配优质中小企业的发展特征。需要更多灵活多样的方式来补充现有发行模式的“能力边界”。事实上，针对这一问题，北交所也推出了挂牌上市直联审核监管机制（以下简称直联机制）。直联机制下，企业可以充分利用创新层挂牌 12 月的时间，完成挂牌审核、日常监管、上市审核等各个流程的规范监管要求，进而实现常态化挂牌满一年后 1-2 个月内在北交所上市，大幅缩减了上市准备时长。

本次《意见》提出：“立足落实国家战略部署、支持高水平科技自立自强，对已经具备上市条件的优质中小企业，在符合北交所市场定位前提下，允许其首次公开发行并在北交所上市。”“首次公开发行并在北交所上市”和当前北交所规则中的“公开发行并在北交所上市”，两字之差的背后，其实是制度的重大补充。

这意味着在“层层递进”的制度基础上开了一个口子，未来中小企业的“优等生”可以豁免在创新层挂牌 12 个月的先决条件。虽然这个调整没有改变多层次资本市场的架构和逻辑，但将使得现行制度更为灵活，大大提高北交所的吸引力，也更契合中小企业发展特征，有利于服务更早、更小、更新的创新型中小企业，夯实北交所长期发展根基。

此外，北交所、股转公司还就配套的制度规则进行了优化。一是优化北交所创新层挂牌满 12 个月的执行标准，“允许挂牌满 12 个月的摘牌公司二次挂牌后直接申报北交所上市。”北交所设立后，不少曾经的摘牌企业回归，选择二次挂牌，该举措实际上明确了相关企业的执行标准，降低了优质的二次挂牌企业的上市成本。二是优化新三板分层标准。全国股转公司修订《全国中小企业股份转让系统分层管理办法》，删除挂牌公司、申请挂牌公司进入创新层需累计融资金额不低于 1000 万元的要求，便利企业根据自身发展



需要灵活选择融资时点和规模。

### 三、推进北交所转板，在 IPO 收紧的政策背景下，北交所吸引力大幅提升，或成为优质标的供给的主要入口。

《意见》专门提出：“稳妥有序推进北交所上市公司转板。”后续工作中，证监会将指导沪深交易所和北交所，在坚持市场化原则的基础上，综合市场情况，通过建立预沟通机制，稳妥有序推进相关工作，对北交所上市公司转板形成有序化、规范化、常态化安排。

理解转板的意义，需要结合北交所各项规则定义，以及当前整体的市场制度安排。其一，在标准的规则定义下，企业“公开发行并在北交所上市”与“首次公开发行（IPO）”并不完全一致。一方面，字面措辞不一致；另一方面，企业由于在创新层挂牌期间也能进行融资，且在证券法定义下或也可能为公开发行（向超过 200 人的特定对象发行），因此“公开发行并在北交所上市”并不能与 IPO 画等号。这说明，IPO 阶段性收紧更多针对沪深两市，北交所当前的工作重心仍然是“高质量扩容”。其二，证监会明确指出：“转板制度是完善多层次资本市场体系的重要安排，有利于更好发挥各板块市场功能，为优质企业提供多元的发展路径和上市地选择。转板不涉及公开发行，没有新增融资，不存在市场担心的‘扩容’和‘抽血’问题。”

结合上述两点，或可理解为：当前时点客观环境下，非必要 IPO 的企业将受到限制，但优质的科创企业，资本市场仍然呈现包容开放的态度。同时，这类企业可以选择进入创新层规范发展，如有必要的融资需求，可公开发行并在北交所上市，且未来仍可以高效便捷地转入科创板、创业板等板块。这不仅体现了监管对于当前问题和市场化改革的权衡，也将大幅提高北交所吸引力，提高北交所估值中枢，更利于提供丰富的优质标的，从增量上提高上市公司质量，促进市场长期活跃。

### 四、投资端“三箭齐发”，增强市场买方力量，改善市场流动性。

一是引导公募基金扩大北交所投资。证监会在“活跃资本市场”一揽子举措中就提到：“加快投资端改革，大力发展权益类基金。”本次《意见》可以看做是相关举措在北交所的落实落细。本次改革将完善基金管理人分类监管评价体系，引导公募基金管理人加大投资北交所上市公司力度，支持北交所主题公募基金产品的注册和创新。

二是允许私募股权基金通过二级市场增持其持股公司的股票。《证监会有关部门负责人就发布高质量建设北京证券交易所的意见答记者问》提出：私募股权基金一直是新三板的重要参与主体。北交所设立后，私募股权基金不能继续买入上市公司股票，只能单边卖出。《意见》立足北交所上市中小企业大都处于成长期的实际，允许私募股权基金通过二级市场增持其上市前持有的北交所上市公司股票，有利于更好促进“投早投小投科技”。

三是完善投资者适当性管理。北交所层面，发布实施修订后的《北京证券交易所投资者适当性管理办法》及其配套业务指南，明确已开通科创板交易权限投资者申请开通北交所交易权限时，各证券公司不再核验投资者证券资产和交易年限，不再进行知识测评，投资者签订风险揭示书后即可开通北交所交易权限。目前科创板与北交所均设有 50 万元金融资产的门槛，而科创板有约 1000 万投资者开户，北交所有 557 万投资者开户，这一举措将加速转化吸引北交所潜在投资者，进而提高市场流动性。



## 五、交易端以优化做市机制为重点，扩大做市商队伍，增加做市商券源，优化做市商权利义务

北交所融资端以中小企业为主，投资端为合格投资者，在这一市场结构下，做市商制度有利于提高中小市值股票的活跃度，保证市场流动性。目前共有 15 家券商开通北交所做市权限，做市交易金额占做市标的股票成交总金额的 6%左右。围绕做市商制度，本次《意见》以及北交所后续发布的规则，主要从三个方面进行优化调整：

**一是扩大做市商队伍。**目前北交所做市商资质要求较高，与其他板块相比并无差异，没有突出板块特色。未来将优化做市商资质要求，如从要求净资本 100 亿元调整为 50 亿元等，同时研究引入私募基金开展北交所做市交易业务。

**二是增加做市商券源。**一方面，是允许做市商使用做市专用证券账户参与战略配售。另一方面，是把做市制度和融资融券制度结合，允许借券做市。

借券做市是指做市商采用向证券出借人（以下简称“出借人”）借入证券的方式获取做市库存股，并按期归还所借证券、支付借券费用和相应权益补偿的业务（以下简称“借券交易”）。

我们认为，除了需要关注标的证券、借券数量、期限、费率等基本要求外，还需重点关注借券时间，是否允许提前还券，退市或转板是否面临强制提前还券，以及到期无法足量还券如何偿付的问题。

**三是优化做市商权利义务。**包括：调整做市商豁免报价安排与超额配售选择权机制的衔接；优化做市商成交金额评价指标；调降做市交易费用等等。

此外，北交所还将启动独立代码号段，并为投资者提供更多风险对冲渠道，促进市场多空平衡。9 月 11 日起，北交所将扩大融资融券标的范围，允许北交所股票自上市首日纳入两融标的范围，存量上市公司全部纳入融资融券标的股票范围等。



## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

原野，对外经济贸易大学学士、硕士，北京大学博士，2021年7月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300523070001。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。





## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过上述渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、21、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)