

积极因素叠加支撑A股稳中向好

□英大证券首席经济学家 李大霄
英大证券研究员 郑罡



新华社图片

近4个月以来,A股市场核心资产抵御风险的能力凸显。不过,受国内外不确定性因素影响,A股市场整体表现相对疲弱。随着上证指数企稳回升,各方面利多因素持续增加,投资者预期趋稳,A股有望进入稳中向好的恢复上涨阶段。笔者从六个方面分析当前市场的发展形势。

一是国内宏观经济增速有所回落,总体运行平稳。2018年第三季度国内GDP同比增长6.5%,国内GDP累计同比增长6.7%。近三年来看,国内经济增速保持在6.7%-6.9%的区间,总体稳步增长态势持续。不过,经济发展中的一些问题值得注意。面对问题,高层强调坚持稳中求进,要求以供给侧结构性改革为主线,加大改革开放力度,实施积极的财政政策和稳健的货币政策。整体来看,主要经济指标均保持在合理增长区间,经济发展中的一些问题也有精准应对措施。国内宏观经济中短期增速有所回落,总体仍保持运行平稳态势。

二是A股投资吸引力上升。在估值层面上,纵向来看,当前上证50指数市盈率为9.51倍,市净率为1.02倍,处于历史较低水平附近;横向来看,美股道琼斯工业指数和标准普尔500指数、英国富时100指数的市盈率分别为21.71倍、19.28倍和15.4倍,市净率分别为4.18倍、3.05倍和1.67倍。上证50指数明显低于世界主要金融指数的估值水平。

从股息回报来看,上证50指数成份股对应整体股息率为3.43%,而美股道琼斯工业指数、标准普尔500指数和纳斯达克指数的成份股对应整体股息率分别为2.25%、1.86%和1.02%。在国内各大类资产回报方面,尽管存在不同的风险收益特征,跨资产类投资需要较强的专业投资和风险承受能力,但各大类资产收益水平的显著差异也会引导相关资金合理配置需求。由此可见,A股低估值蓝筹品种估值水平已处于历史低位附近,且有较高的股息回报,有望成为长线资金关注配置对象。

同时,小、新、差、题材、伪成长等高估值品种仍存在估值向下调整压力。尽管在市场下跌过程中,高估值品种股价也有大幅下跌,然而高估值品种市盈率多在20倍以上,市净率多在2倍以上,显著大于低估值蓝筹股的估值水平,且业绩下滑速度有超预期的情况,大小非减持压力仍然存在。

三是多项政策利好稳定股市预期。10月中下旬,各有关部门相继发声并出台措施,纾解金融市场压力,稳定投资者预期。具体措施包括:允许银行理财子公司对资本市场进行投资;鼓励保险资产管理公司设立专项产品化解优质上市公司股票质押流动性风险;央行增加再贷款和再贴现额度1500亿元作为部分资本金,引导设立民

营企业债券融资支持工具;上市公司股份回购制度修订完善,包括简化回购程序,支持回购股份用于股权激励及员工持股计划,鼓励运用其他市场工具为股份回购提供融资等支持;推出并购重组“小额快速”审核机制,按行业实行“分道制”审核,对高新技术行业优先适用等。

四是长期资金积极投资A股。2018年上半年,在A股市场下跌调整过程中,二级市场大小非减持压力持续,呈现出产业资本净减持的状况。7月以来,低估值蓝筹股大小非股东增持股票现象增加,高估值股票仍承受着二级市场大小非减持压力。10月沪深两市大小非股东净增持30.38亿元,产业资本的净减持逐步转变为净增持。

此外,上市公司股票回购力度增加,9月、10月沪深两市股票回购总额分别达到126.19亿元和129.50亿元。产业资本增持和股票回购力量的增加有利于稳定A股市场信心,产业资本持续增持低估值蓝筹品种有利于提升其自身投资回报率。对高估值股票而言,大小非股东的抛售压力将促使公司股票价值水平合理有效反映其基本面状况。

各地方养老金持续增加委托社保基金的投资规模。保险资金可以财务性和战略性投资的方式投资优质上市公司,权益类投资规模快速增长。各类外资机构也通过QFII、沪港通和深港通等互联互通渠道积极投资A股市场。此外,沪伦通机制也有望在年内启动。可以预见,随着国内外资金投

资A股市场渠道的完善,机构投资者规模将持续增长,投资A股的长期资金也将持续增多。

五是多层次资本市场建设有序推进。在上海证券交易所设立科创板并试点注册制是建设多层次资本市场、完善资本市场基础制度的重要工作安排,也是落实创新驱动和科技强国战略、推动高质量发展、支持上海国际金融中心和科技创新中心建设的重大改革举措。

设立科创板并试点注册制并不是简单的市场扩容。首先,注册制的试点有严格的标准和程序。在受理、审核、注册、发行、交易等各个环节都会更加注重全面真实的信息披露,更加注重上市公司质量,更加注重投资者权益保护。其次,科创板将在盈利状况、股权结构等方面作出差异化安排,增强对创新企业的包容性和适应性,然而并不等于降低门槛,放开大批量企业集中上市。第三,在资产、投资经验、风险承受能力等方面加强科创板投资者适当性管理,引导投资者理性参与,鼓励中小投资者通过公募基金等方式参与科创板投资。第四,引入中长期资金,通过新增资金与试点进展同步匹配。第五,通过在科创板的注册制试点过程中的相关制度和机制安排,有望实现投融资利益平衡、一二级市场平衡、上市公司新老股东利益平衡,促进多层次资本市场持续健康发展。

六是指数成分股受到新增资金青睐。若剔除新股因素,当前市值排名在前100的公司,近三年以来总市值增速达到

5.89%,大市值股票处于市值增长阶段之中。对于当前市值小于50亿元市值的公司,近三年以来总市值萎缩幅度达到57.55%,且50亿元市值的公司由三年前占A股上市公司总数的20.75%,增加到目前超过53%。中小市值股票股价近三年来大幅下跌。市场呈现强者恒强、弱者愈弱的局面。

作为低估值大市值股票的代表,上证50指数近4个月的振幅为12%,成交额达到2.89亿元,其成份股换手率(基于自由流通股本)的中位数达76.48%。外资积极关注低估值蓝筹股的投资价值,通过沪股通买入上证50指数成分股市值规模接近2732亿元,占其可自由流通市值的6.23%。

大市值股票受关注的另一个现象就是指数化投资兴起。近一个月,股票类ETF基金份额净增长233亿份,而今年前十个月,股票类ETF基金份额净增长规模为511亿份。显然,股票类ETF基金正在受到场外资金大量申购,资金的持续流入有望进一步提升指数成分股的市场估值定位,进而有助于巩固相关企业的行业龙头地位。

综合来看,国内宏观经济增速虽然有所回落,但仍保持总体运行平稳,A股投资吸引力显现,回购新规等各项利好政策陆续推出,各类资金大规模入市,指数成分股受到追捧,多层次资本市场的完善将进一步激发经济活力和创新发展新动力。A股底部已经形成,有望进入恢复向好的发展阶段。

创新交易制度 保障科创板市场流动性

□中国银河证券首席经济学家、研究院院长 刘锋
中国银河证券宏观研究员 张宸

上海证券交易所将设立科创板并试点注册制。笔者认为此举对于建设上海国际金融中心和科技创新中心、完善资本市场基础制度具有深远的战略意义。利用设立科创板并试点注册制的契机,可以考虑对一系列市场基础制度进行大胆改革创新,以适应现代资本市场发展的需要。在市场建构重点与上市发行机制方面,均可以充分借鉴纳斯达克市场成熟有益的相关经验。

改善市场发行定价体系

设立科创板并试点注册制的重大战略意义。首先,有利于新经济的发展和新产业的培育。当前比以往任何时候都更加需要强大的科技创新力量。在新一轮科技革命和产业变革浪潮中,此举彰显高层加快经济转型和结构调整的决心,是对科学技术创新企业最大的支持,有利于新经济的发展和新产业的培育。

其次,此举将有利于完善金融生态环境建设,有利于科技创新创业企业直接对接资本市场,改善相关企业的资本环境,增进企业融资效率,真正意义上实现多层次资本市场对实体经济的支撑,有助于新经济产业龙头的加速形成。

再次,有利于为创投机构提供新的退出渠道。私募股权投资的特点即循环投资,是一个“投资—管理—退出—再投资”的循环过程。退出是私募股权投资循环的最后一个核心环节,只有顺利退出,才能实现投资收益。设立科创板将有利于增加新的创投退出渠道,有助于创业投资市场形成真正的商业闭环,使得私募股权投资机构与国内优秀创新企业有机会不再依赖海外资本

市场,在本土市场获得新的良好投资退出渠道。

此外,长期以来,新兴科技创新企业上市很多选择海外资本市场。一些海外中概股公司要回归国内资本市场,也没有完全对应的板块予以承接。当前,中国经济处于转型升级的关键时期,资本市场需要相应转型升级,以提供精准的全方位服务。

总的来说,注册制有利于更好地发挥资本市场价格发现、融资、资源配置三大基础功能。通过高质量的信息披露和尽职调查,注册发行制度令投资者能够清楚了解发行人的商业模式、盈利来源、风险挑战等对投资决策有用的信息,使投资者能够根据公开的资料对投资标的做出合理的价值和风险判断。通过科创板试点注册制的方式,相对于直接在主板施行注册制,对当前二级市场现状的影响更为温和,提供一个缓冲,更为稳妥。同时,当前时点市场的估值中枢处于历史低位,注册制推出对市场的冲击相对较小。

改善当前资本市场发行定价体系非常必要。我国资本市场的发行定价体系亟待改革,注册制应该是资本市场一系列改革水到渠成的结果,也是大多数成熟市场新股发行的通用方式。资本市场的治理是一项以法制与信用为基础的、要求高度专业性的精细工作,因此本次利用推出科创板的机会在该板块以试点注册制为牵引,赋予科创板资本市场系统性改革探路者的重要使命,最终的目标是要根本地、系统性地革新资本市场的发行定价体系。

完善市场基础制度

对照成熟市场的相关经验,目前我国

资本市场包括交易机制在内的配套制度建设,距离运行良好的市场机制体系还有较大差距。利用设立科创板并试点注册制的契机,可以考虑对一系列市场基础制度进行大胆改革创新,以适应现代资本市场发展的需要。

科创板在国内资本市场的定位类似于美国纳斯达克市场。因此,在市场建构重点与上市发行机制方面,均可以充分借鉴纳斯达克市场成熟有益的相关经验。

从市场特点而言,纳斯达克市场主要定位于全球中小高科技企业。它采用严格的分层上市制度,采用做市商交易机制,监管和信息披露都非常严格,并采用一美元退市规则(即上市公司的股票如果每股价格不足一美元,被警告的公司警告发出90天内,仍不能采取相应措施进行自救以改变其股价,将被宣布停止股票交易)。同时,纳斯达克市场还为上市中小企业提供丰富的衍生品交易服务。

从上市发行制度而言,美国市场的注册发行制度,通过联邦证券交易委员会(SEC)与州政府层面的双重注册审查(前者负责形式审查而后者负责实质审查),并在审查过程中依靠充分的质询和意见反馈过程,对市场进行充分及时真实的信息披露,并藉此充分落实投资者保护。

科创板应明确注册制的信息充分披露原则,并藉此落实投资者保护。笔者认为,必须真正建构起注册发行制度实施过程中充分的信息披露机制,如借鉴美国市场注册制实践中的双重信息审查质询及应询的反馈机制。通过上市企业充分及时的信息披露及其对监管机构及交易所的应询过

程,令投资者有充分机会了解详细真实的企业信息,从而自主识别、把握风险。如此可以科学地、市场化地落实投资者保护,而不是通过过高的投资准入门槛限制投资者进入。如果简单地通过市场准入门槛限制投资者投资资格,会使得风险责任从投资者本身转嫁到监管机构和交易所,形成道德绑架,即习惯性地把投资损失归咎于监管、交易所,这不符合现代金融市场投资风险市场化自主分担的原则。

大力推进交易制度创新,严格规范各项市场基础制度建设。从美国市场经验可以看到,纳斯达克市场运用了严格的分层上市制度、做市商交易机制、严格的监管和信息披露机制、严格的市场交易优胜劣汰机制(如一美元退市规则等)以保证市场交易秩序,同时为上市中小企业提供丰富的衍生品交易服务。笔者认为,这一系列完善的交易制度对于确保实现市场的价格发现、融资、资源配置三大基础功能至关重要。可以考虑在科创板市场实行做市商交易制度,通过合格做市商互为对手方进行连续交易,保障市场流动性和价格发现功能。

加强监管,自始至终坚持依法治市。法制是信用产生的基础,也是产权得以明晰与存续的保证,从而法制是现代金融市场得以正常运转的基础要件。可以说无法制则信用不立,信用不立则现代金融将无所凭依。笔者认为,从设计科创板及注册制试点机制伊始,就要坚持法制与契约精神,从根本上维护市场法制的严肃性,从而才能真正保护投资者的合法权益,维护市场信心与交易秩序。

创新债券融资机制 是化解融资难题突破口

□中国社会科学院投融资研究中心主任 黄国平

在当前经济发展阶段,民营企业“融资难、融资贵”似乎更加突出。通常银行贷款、股权融资和债券融资是包括民企在内各类企业外部融资的三种基本途径,银行贷款融资至今仍然在我国企业融资中占据重要地位。得益于改革开放以来我国银行业的快速发展,近年来,众多中小和新型银行金融机构日益在民营和中小企业债务和贷款融资中发挥重要作用。

相对于银行贷款和股市融资,广大民营和中小企业通过债券市场融资仍显滞后。债券市场是金融市场的重要组成部分,债券是企业外部融资的基本方式之一。由于历史和体制原因,以往我国企业债券的发行主要被限制在中央大型国有企业和地方大型国有企业,且规模较小,品种单一,企业债券没有发挥其应有的支持民营和中小企业融资作用。近年多项企业债券管理办法出台,为由公司债和企业债共同构成的企业债券市场快速发展起了积极推动作用。

债券融资障碍和问题

长期以来,囿于民营中小企业自身特点以及外部环境的影响,“融资难”和“融资贵”一直困扰着民营经济发展成长,中小企业融资难题一直存在且未能有效解决。

根据融资顺序偏好理论,大型企业一般会按照最有利于资本结构的思路进行融资,民营和中小企业由于担忧股权结构融资会稀释对企业的实际控制力,因此,它们在融资时偏向于采用对控制权影响较小的债务融资,在确保安全的基础上,民营和中小企业外部融资需求更倾向于从发行风险较低证券开始。

由于历史和体制原因,加之债券融资对于发行主体有较高门槛限制,长期以来,债券融资并没有被看作是解决民营和中小企业融资难题的有效解决途径。我国债券市场在缓解民营和中小企业“融资难”和“融资贵”上,仍然存在着诸多宏观结构和微观操作方面的问题。

从宏观和行业层面来看:一是债券融资的比例仍有待提高。基于我国相关法律对债券发行主体资格关于资本金、盈利等方面的要求,民营中小企业难以通过普通企业债(公司债)融资,虽然目前已经有中小企业集合债券品种,但存在偿债机制等实际操作中困难,民营中小企业集合债发展缓慢。二是债券发行中风险累积,妨碍债券市场健康发展。目前,由于政府担保、中介机构履职不尽责等因素,债券违约事件时有发生,这势必会损害债券投资者的积极性,进而阻碍企业债券市场的长远发展。三是就发行主体性质而言,民营企业在利用金融服务上仍然存在障碍,现有发行主体的公司性质构成与我国的所有制结构有关,债券市场相关数据表明非公有制经济在债券融资方面依然处于不利地位。

从微观操作角度看,民营和中小企业主营业务单一收入和利润波动大成为公司主体评级和控制发行成本的主要难题。作为债券还本付息的主要资金来源,企业利润的高低和稳定性会直接影响到企业信用风险和评级,最终对融资成本产生直接影响。因此,影响中小企业融资的最根本因素仍然是企业自身的盈利水平和盈利能力。另外,信息不对称是造成民营中小企业融资难问题的又一原因。降低信息不对称有效方法是加大信息披露力度,特别是财务信息披露。

但是,对于财务治理长期不完善的民营中小企业而言,公开财务报表、完善信息披露是一项复杂的工程,缺乏激励去实现。在发行债券的过程中,无论是公开发行还是私募发行债券,都需要详细披露企业的业务信息和财务信息。对于企业而言,发行债券能够实现融资,有获得资金的现实激励。对于各中介机构(如证券公司和会计师事务所)而言,帮助企业成功发行债券既是实现自身业务增长需要,也承担客观披露信息责任。

创新债券融资促进企业发展

支持民营和中小企业发展,解决民营中小企业“融资难”和“融资贵”问题,相关部门出台了多项措施,也取得了积极成效。当前经济运行稳中有变,经济下行压力加大,民营和中小企业债务违约风险有所暴露,成为经济与金融运行中的突出问题。化解民企融资困境、切断融资收缩与债务违约负反馈链条显得尤为迫切。

债券市场不断完善和发展,为广大民营和中小企业通过债券融资提供了新的渠道和便利。在国内外多重因素的综合影响下,民营和中小企业的违约事件导致金融市场和部分金融机构对民营中小企业风险的偏好下降,甚至在金融市场上出现非理性的“羊群效应”,导致一些经营正常的民营企业也遇到了融资困境。

矫正市场的“羊群效应”和非理性行为需要找到一个突破口。债券市场具有公开、透明、传导效力高的特征,定价非常市场化,对其他金融市场预期的引导能力较强,因此选择债券市场支持民营企业发债融资,对于改善市场预期、提振投资者信心具有积极意义,有助于改善对民营企业的风险偏好和融资氛围,阻断和弱化金融市场对民营企业出现的“羊群效应”和非理性行为。从这个意义上讲,债券融资也是带动修复民营企业股权融资、信贷融资等其它融资渠道的一个较好切入点。

当前,随着我国企业债券市场发展,金融创新促使债券发行门槛降低,发行主体下沉,中小企业发行债券融资已经实际可行,并可能成为解决当前中小企业融资难题的重要实践和突破口。但是,由于受到债券发行评级机制限制以及融资成本过高的问题困扰,针对民营经济和中小企业的普通债券在当前复杂经济环境下,对缓解民营中小企业的“融资难和贵”的作用仍然有限。为此,需要创新民营和中小企业债券融资机制和工具,增进民营中小企业债券等级,降低债券违约风险。

近来,人民银行推出的民营企业债券融资支持工具,就是促进和提高民营和中小企业债券融资发展在政策和措施方面进行的有益尝试和创新。民营企业债券融资工具的推出,在缓解“融资难和贵”的同时,也有助于改变我国个人投资者过于集中于股市的投资结构。诚然,民营企业债券融资支持工具在带动和促进民营和中小企业债券融资上的政策效果尚需实践检验,但监管部门鼓励和支持民营中小企业在债券融资上的各种创新和发展,预示着债券融资将会是我国民营和中小企业外源性融资的重要方向和来源。