科创板有望改善高科技投资收益预期

创投机构投资高科技意愿将提升

□本报记者 刘宗根

1月30日，中国证监会发布《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》及两项配套规则，上交所同步发布《关于就设立科创板并试点注册制相关配套业务规则公开征求意见的通知》及六项配套规则，对设立科创板并试点注册制作了整体规划与要求，科创板进入新阶段。

业内人士认为，科创板实施意见及相关配套规则符合市场预期。科创板落地有望推动A股IPO制度和退出制度的完善，为高科技领域投资带来积极影响。此外，更加市场化的定价机制，有望进一步疏通一级市场和二级市场的隔阂，推动创投机构退出渠道进一步完善。

提升高科技项目投资意愿

投中研究院院长国立波表示，科创板实施意见及相关配套规则符合市场预期。除了注册制、同股不同权、股权激励、退市制度等，给予创投机构减持退出更加灵活和市场化的安排，由交易所根据市场实践对特定股东及创投等相关主体减持的方式、数量及比例予以细化。具体来说对于VC、PE等创投基金减持首发前的股份，在首发前股份限售期满后，除按照现行减持规定实施减持外，还可以采取非公开转让方式实施减持。

盛世投资管理合伙人、盛世智达主管合伙人陈立志认为，科创板落地有望推动A股IPO制度和退出制度的完善，给创投圈尤其是高科技领域投资带来积极影响。首先，疏通退出渠道，或能及时缓解目前创投项目退出难问题，支持创投资金有序良性运转，有效提振创投行业信心。

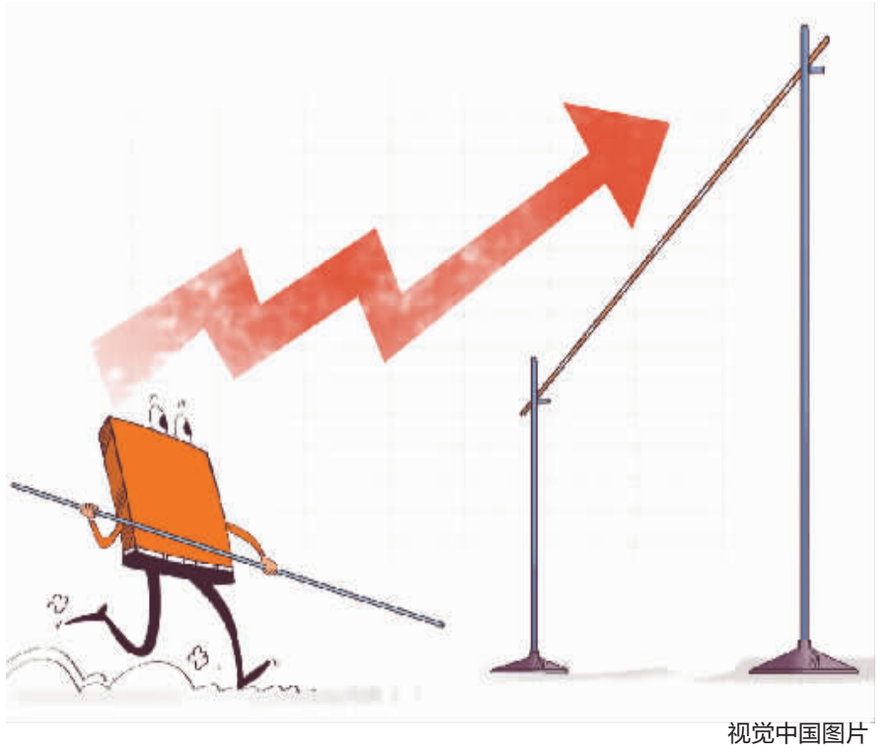
其次，促进创投行业规范，改善创投行业竞争环境。目前，创投市场机构数量众多，竞争激烈。科创板的推出，有望加速创投机构优胜劣汰，推进资金向更专业的优质创投机构集中，提升创投市场规范性。

第三，改善高科技投资收益预期，提升创投机构投资高科技项目意愿。一些高科技项目，前期技术研发支出大，难以在短期内实现可观的财务收益，限制了创投机构投资此类项目的热情。科创板推出有望提升创投机构对此类项目的投资意愿。

第四，有助于优质技术创新高科技项目涌现。迫于融资压力，当前不少创业者更愿意从事模式创新的创业项目。创投对高科技投资热情提升，有望降低掌握高科技的创业者对于融资的顾虑，进而激发创业热情。

资金和项目向专业优质机构集中

源星资本董事长、管理合伙人卓福民认为，科创板实施意见及相关配套规则有很多突破。除了同股不同权、特殊协议结构安排、未盈利企业上市等，还有其他重要突破，如三类股东问题的处理等，充分体现了对科创企业上市的包容性。



视觉中国图片

科创板实施意见及相关配套规则显示，科创企业登陆科创板应当至少符合5套上市标准中的一项，其中就包括“预计市值不低于人民币40亿元，主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果，并获得知名投资机构一定金额的投资。医药行业企业需取得至少一项一类新药二期临床试验批件，其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件。”

对于科创板5套上市标准，陈立志认为，从试行办法来看，不仅放松了对盈利的限制，甚至对于生物医药等行业，收入也可以不做要求。这些优化，对于技术研发投入大、研发周期长的行业是明显利好，将有助于提升资本和创业者投身此类项目的热情，也有利于国内投资者分享此类项目后期财务增长带来的回报。

定价方面，科创板实施意见及相关配套规则显示，科创板采用市场化询价方式。陈立志认为，更加市场化的定价机制，有望进一步疏通一级市场和二级市场的隔阂，未来一二级市场的套利空间或收窄，并加快二级市场估值向一级市场传导速度。这可能推动VC、PE等投资机构将投资阶段前移，更加关注早期项目。相对于后期项目投资更看重投资机构的关系资源，早期项目投资更侧重投资机构的专业性和判断能力。这样投资机构间的分工将更为清晰，资金和项目有望向更专业、更优质的投资机构集中。

卓福民认为，实施意见和相关配套规则比较多地借鉴了国际上通行的做法，如强化信息披露中，强调“老三性”（发行人应当保证信息披露的真实性、准确性和完整性）和“新三性”（交易所将从充分性、一致性和可理解性方面对发行人的信息披露进行审核）的结合；在战略配售中，允许科创板的发行人和主承销商可以采用超额配售选择权，以促进上市一段时间内股价的稳定，也就是“绿鞋计划”等。

“新股发行价格、规模、节奏这类问题，我们一直期望是一种市场化的机制，现在看来有望在科创板率先实现。”卓福民表示。

科创板促市场生态优化 部分板块直接获益

□本报记者 吴娟娟

1月30日，《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》发布及配套规则征求意见，科创板在千呼万唤后揭开面纱。业内人士表示，实施意见称重点支持信息技术、高端装备等行业，同时科创板试行注册制，上市门槛降低，壳资源价值进一步下降，炒壳炒小的行业乱象将自然萎缩，中国资本市场生态进一步优化。

促进市场生态优化

基岩资本投资部总经理范波表示，科创板试行注册制、退市制度的完善，将促进中国资本市场生态优化。他说，这两三年来A股市场一些没有业绩支撑的小市值公司已经很难再获得市场关注。试点注册制之后，壳的稀缺性消失，这类公司未来会越来越边缘化。科创板将加速上市企业的两极分化。

联讯证券首席经济学家李奇霖也表示，科创板将促成强者生存的机制。李奇霖说，1月30日出台的科创板相关制度设计体现了“优胜劣汰”的竞争性新思维。科创板“差异化的上市标准+简化版的严格退市” 将使创新得到尊重。

值得注意的是，部分外资机构也认为科创板体现推进改革的决心。1月初瑞银亚洲股票资本市场部主管黄培皓表示，中国境内市场预计将进一步推进改革创新，科创板预计会设置更多市场化机制。富达国际中国区股票投资主管周文群曾表示，科创板将引入注册制，这将推进中国资本市场的规范化发展。对于外资来说，中国资本市场的制度建设越完善，越能吸引外资在华投资。“对于外资来说，这是一个积极的政策信号。它可增强外资在华投资信心。”周文群说。

优质成长板块值得关注

业内人士认为科创板设立，部分板块将获益。清晖智库创始人宋清辉表示，三大板块将明显受益于科创板设立。一是券商板块，直接受益于投行业务的增加，综合实力较强的头部券商迎来利好；二是创投板块，行业估值或有明显提升，特别是那些手握众多优质项目的创投；三是即将在科创板上市的企业。弘毅远方首席经济学家杜彬也表示，首先科创板落地将在整体上提振市场信心，其次券商、创投相关行业获利好。

华商基金副总经理王华则表示，可关注主板的优质成长股。王华表示，受科创板的影响，从估值的角度来观察，无论是市销率还是市盈率，主板市场上成长性较好、技术领先的公司有望迎来一定投资机会。

不过，杜彬认为，科创板设立初期公募基金等投资机构出于风控考虑或许不会迅速开展大规模投资。盛景嘉成母基金创始合伙人刘昊飞也表示，希望投资者不要过度关注科创板的短期套利机会，“我们其实不希望初期科创板产生太显著的短期套利机会，因为这样可能会影响板块的长期健康发展，要真正从价值投资的角度发现机会。”他说。

私募发行遇冷 绝对收益和稳健投资认可度提升

□本报记者 王辉

来自第三方统计机构和私募业内的最新信息显示，在2018年11月、12月证券类私募产品发行连续两个月小幅回升之后，2019年开年以来私募产品发行再度遇冷。不过，部分2018年净值回撤幅度较小的稳健型私募机构和一些投顾管理能力相对突出的量化私募机构，成为当前私募发行低迷环境中的亮色。与此同时，综合渠道方、私募机构等方面的信息来看，未来一段时间私募产品发行预计也将在很大程度上取决于A股市场环境能否显著回暖。考虑到一些渠道机构对于当前市场估值水平仍有较高认可，年内私募产品的整体发行形势预计不会过于悲观。

开年发行再度遇冷

来自私募排排网的最新统计数据显示，今年1月上半月，国内共发行股票策略（含各类股票量化策略，下同）私募产品60只。而2018年12月上半月和下半月，股票策略私募产品的发行数量分别为175只和115只。与此同时，朝阳永续的监测统计数据显示，1月上半月私募机构发行的各类二级市场策略产品（含股票策略、量化策略、商品CTA策略和债券策略）数量仅71只，大大低于2018年12月上半月和下半月的411只和358只。整体来看，1月前半月产品发行总量较2018年12月上半月和下半月均有较大幅度下滑。

此前，证券类私募产品发行数量刚刚经历过连续两个月的回暖。格上研究中心的监测数据显示，在2018年10月证券类私募产品发行量降至506只的“月度冰点”之后，2018年11月和12月中国基金业协会新备案证券类私募产品数量分别回升至770只和790只。

此外，来自私募业内的最新消息也印证了2019年以来证券类私募产品发行形势趋冷。上海多家私募机构渠道负责人均向中国证券报记者表示，尽管开年以来A股市场在短暂下探之后整体持续震荡反弹，但各类私募客户整体反应较为平淡，对于证券私募产品的申购投资意愿仍偏冷。仅就新产品的发行情况来看，目前证券私募产品仍然没有完全摆脱发行低迷格局。

两类产品认可度显著提升

值得注意的是，在年初以来证券类私募产品发行形势整体趋冷的背景下，部分去年净值回撤幅度较小的稳健型私募机构，以及一些投顾管理能力相对突出的量化私募机构，成为当前私募发行低迷环境中的两大突出亮点。

上海某管理资产规模在20亿元左右的中型私募机构负责人表示，该私募机构在2018年凭借较好的仓位管理和精选个股能力，全年旗下多数产品的净值回撤均不到5个百分点。受到公司客户对公司稳健投资风格的认可，今年年初公司刚刚为两位老客户新成立了两只5000万元左右的个人专户产品。此外，目前公司与国泰君安合作发行新产品的协议，预计在不久之后也将正式签署。国内某百亿级的大型私募机构近期也向中国证券报记者透露，2018年公司在一线大型私募中领先的风控能力得到业内普遍认可，2019年年初公司也得到一笔规模较大的机构FOF资金认购，而目前该FOF机构在酝酿与该私募合作成立新的股票策略私募产品。

与此同时，在2018年整体表现出极佳防守韧性的量化对冲私募产品，目前也成为了证券类私募产品发行的另一抹亮色。上海宽桥金融首席投资官唐弢表示，在经过2018年全年权益类产品较为黯淡的业绩表现之后，2018年以来不少投资者的风险偏好正出现下降，对于风险较低的量化对冲产品反而较为追捧。“最为明显的是，今年以来券商机构对私募量化投资的调研次数可能要比往年多了3倍以上，与量化基金合作的规模也大幅上升。”唐弢称。此外，上海某以中高频量化为主打策略的私募机构渠道负责人也向中国证券报表示，“今年开年以来其在尽调接待和路演等方面的工作极其繁忙，大量机构和个人投资者前来了解公司中高频量化策略模型的运行情况和收益率稳健性。”

绝对收益与稳健投资为王

综合私募业内和渠道机构等方面的最新消息来看，在经过2017年A股市场的结构性牛市和2018年个股的大面积深度普跌之后，目前证券类私募产品客户对于私募产品的投资更加看重投资风格和绝对收益的稳健性。事实上，今年年初一段时间量化私募产品受到更多投资者关注，在很大程度上也可以归结为其在绝对收益率和稳健投资风格方面相对更具优势。

来自朝阳永续的统计数据显示，在A股市场持续震荡的2018年，纳入该机构统计监测的8854只股票策略私募产品，仅有14.73%的产品取得正收益。年度表现相对较好的市场中性策略、套利策略、管理期货策略和债券策略私募产品，分别有63.23%、63%、63%和59%的产品在2018年全年取得了正收益，平均收益率分别为3.27%、3.31%、7.03%和0.57%。

另一方面，私募业内人士也表示，从中长期来看，年初之后的私募产品发行情况预计也将在很大程度上取决于A股市场环境能否显著回暖。考虑到商业银行一些渠道机构对于当前市场估值水平仍有较高认可，年内私募产品的整体发行形势预计也不会过于悲观。

招商银行资产管理部副总经理魏青日前表示，在经过2018年大幅调整之后，A股市场的估值安全性已经显著提高，政策面、流动性也将出现边际改善，全年市场有望呈现出宽幅震荡的运行格局。而在宽幅震荡的市场环境下个股结构性机会也将持续涌现，优秀的委外管理人将存在获得超额收益的机会。基于目前市场估值具备较高的安全性等方面的考虑，招商银行今年将在产品端加大权益类二级市场产品的发行，积极布局权益市场并储备优势策略。在此之中，对于以往在市场多次牛熊经历中能够充分展现投顾管理能力的优质管理人，招行方面也将会集中进行配置。

网贷平台“点对点”兑付：利息能否收回存疑

□本报记者 许晓 刘宗根

按照此前公告，2月1日，P2P网贷平台宜贷网将正式实施良性退出“点对点”兑付方案。1月28日，本报刊发《网贷平台“点对点”兑付方案引争议》，探讨“点对点”兑付方案可能存的问题。中国证券报记者了解到，目前“点对点”清退方案下，借款人和出借人的借款协议是否发生变更、利息部分能否收回仍然存疑。而对于恶意逃废债，监管正在不断加大打击力度，央行征信中心第三批恶意逃废债名单已在路上。

业内人士认为，网贷平台良性退出过程中，平台股东、董事、监事及高级管理人员应当继续承担相应职责，否则后续工作可能无法正常推动。下一步，建议设置风险防火墙，防止P2P网贷平台风险向股东方无序“传染”。

方案仍然有待进一步完善

按照宜贷网日前发布的良性退出“点对点”兑付方案试运行公告，为期半个月的试运行将于1月31日结束，并于2月1日正式实施。

从试运行期间的效果来看，方案仍然有待进一步完善。1月24日，试运行一周后，宜贷网发布关于平台恳请出借人众智优化良性退出方案的公告，向出借人和社会征集意见，并表示“部分出借人拒绝和平台开展沟通”。

事实上，“点对点”兑付方案并非宜贷网独有，对此之前中国证券报记者已经做过探讨。日前有业内人士表示，“点对点”清退方案下，借款人和出借人的借款协议可能发生变更，利息部分能否收回存疑。

“点对点退出方案中关于利息部分，从已公布的方案看大概率将用于补足逾期借款人对应的出借人的本金。而利息部分能否收回，存在疑问。在平台本身合法经营的情况下，清退方案对借款人和出借人之间的借款协议可能已经产生了变更。如果平台本身不存在涉嫌非法集资类犯罪，而方案是平台与出借人进行了充分的沟通，并且取得出借人的同意的，方案也就有了合法性基础。否则，该方案可能侵犯了出借人的合法权益，欠缺合法性的要件。这需要平台更加公开、透明地向出借人告知实际情况，包括借款人逾期情况，与出借人进行协商。同时建议平台的出借人理性、合法地维护合法权益。”国内某资深P2P行业分析人士对记者表示。

第三批恶意逃废债名单在路上

业内人士认为，不论“点对点”兑付方案，还是其他清退方案，良性退出需要网贷平台、出借人、借款人多方协作。“北京、上海、广州、深圳、浙江等地的互金协会曾陆续发布网贷机构退出指引或者征求意见稿，对良性退出都有相应规定。”上海瀛东律师事务所高级合伙人冉晋表示。

冉晋分析，网贷平台良性退出应当遵守的主要原则包括：一是依法合规，平台的退出应当遵守相应的法律法规，并且在退出过程中平台自身不从事任何违法甚至犯罪的行为；平台拟进行退出时，建议聘请律师事务所、会计师事务所，甚至资产评估机构等参与制定相应的退出方案，保证退出方案合法合规及可实施性。二是最大化保障出借人的合法权益，平台良性退出的过程中应当合理处置资产，提供出借人债权确认、追索等相应的途径，妥善清退出借人的资金，最大限度保护投资人的合法权益。三是平台股东、董事、监事及高级管理人员应当继续承担相应的职责，如果平台股东、董事、监事或者高级管理人员本身不愿意承担相应的职责，后续所有的工作可能都将无法推动。

以北京为例，1月24日，北京互金整治办发布公告称，在P2P网贷机构行政核查期间，各方应积极配合，不得以行政核查为借口拒绝履行自身义务。在行政核查期间，P2P网贷机构应继续严格执行“三降”（出借人人数、业务规模、借款人人数）并承担企业主体责任。根据工作要求，借款人应该严格履行偿还借款的法定义务，不得恶意逃废债；第三方服务机构应积极履行社会责任，不得无故停止提供服务。

对于清退过程中备受关注的恶意逃废债，冉晋认为，避免恶意逃废债需要多方协作。首先，平台在制定清退方案的同时应当做好债务催收预案。针对不同的借款人，采取不同的催收策略、方案。比如，针对还款意愿降低的借款人，应当及时进行沟通、跟进，向其提示逾期或拒绝还款的可能带来的损失、风险等，同时，督促其主动还款；针对逾期的客户，可采取起诉、财产保全等措施。其次，根据目前的消息，央行征信中心已将两批网络借贷平台借款人恶意逃废债名单纳入征信系统，第三批正在审核，这也将有利打击恶意逃废债的借款人。

过半投资人不再投资P2P

网贷之家研究中心最新发布的《2018（年）P2P网贷投资人问卷调查报告》显示，2018年P2P网贷出现问题的平台兑付方式多样，而投资人对各种兑付方式接受度不尽相同。投资人普遍希望踩“雷” 后平台可以给出明确的兑付方式，最不能接受的是无法预知的根据催收结果兑付，该类型投资人占比为37.29%；其次是29.83%的投资人表示最不能接受实物兑付；然后是19.63%的投资人表示最不能接受债转股置换兑付；再次是7.47%的投资人最不能接受债权打折、一次性兑付；最后是5.78%的投资人最不能接受分期全额兑付。

此外，对于P2P网贷平台退出慢，52.91%的参与调研投资人表示退出后不再投资，44.39%的投资人表示特殊时期能够接受，而仅有2.70%的投资人表示退出慢并不影响投资。

苏宁金融研究院建议，下一步，启动摸底排查程序，做到心中有数；设置风险防火墙，防止P2P平台风险向股东方无序传染；推动合规P2P平台间的并购，鼓励有实力的企业参与其中；制定差异化备案程序，保优保大、限劣限小。该研究院日前发布的《互联网金融2018年度报告及2019年展望》显示，2018年下半年，累计问题平台1279家，且呈现出一些特点：区域集中、时间集中、新平台集中。

冉晋认为，P2P网贷平台转型要考虑自身情况，网络小贷公司或者部分资产管理机构导流方需要审批或者备案，网贷平台向该类机构转型，应当充分考虑到自身能否满足该类机构的要求。另外，部分网贷平台仅做资金撮合，借款项目均是资产合作方进行推荐，本身不获取资产，那么该类平台向网络小贷、持牌资产管理机构导流方转型比向助贷机构转型更合理。也有一类平台本身是由小贷公司发展而来，或者关联公司已经取得小贷牌照，该类平台可向网络小贷公司转型，同时也可以从事助贷业务。

中融基金赵菲：长期投资迎理想时机

□本报记者 李惠敏

近日，由新华网投资者教育服务基地、金牛理财网、金牛理财师APP联合推出的金牛直播中，中融基金经理赵菲表示，在当前市场条件下，指数投资已出现跑赢主动投资的迹象。

赵菲表示，主动管理类基金的超额收益正在消失。一方面，对比主动权益基金与沪深300指数的超额收益来看，2016年到2018年三年间，超额收益的波动区间明显收窄；另一方面，市值、反转、换手三个常用选股指标的超额收益，2017年以来明显失效。

如何选择适合的指数？在赵菲看来，央视50指数或是不错选择。央视50指数是由北京大学、中央财经大学、复旦大学、南开大学以及中国人民大学分别从“创新、成长、回报、治理、责任” 五个维度的评价体系确定候选样本，每个维度30只股票，合计150只，并最终由专家委员会投票所筛选的50只股票构成的。数据显示，央视50指数跑赢2017年的上证50指数，也跑赢了代表大盘股的沪深300指数和代表小盘股的中证500指数。赵菲称，当前低估值市场的背景是开展长期投资的理想时机。从A股历史估值水平以及全球其他主要市场估值来看，A股估值均处于较低水平。