

科创板基金助力A股稳健发展

□武汉科技大学金融证券研究所所长 董登新

据中国证券投资基金业协会最新统计,截至2019年1月底,我国货币基金净资产占公募基金比重高达60%左右,而股票基金占比却仅有6%,仅相当于货币基金1/10,即便算上混合基金,也仍是一个很小的比例。

与此相反,在美国公募基金市场,股票基金占比高达55%左右,货币基金占比约为15%。这是一个以股票基金为主体的公募基金架构,因为它背后有高达28万亿美元的私人养老金支撑,并购买大约半数的公募基金,这是非常可靠的长期资金来源。此外,大部分美国家庭都持有公募基金,是一种长期投资行为,很显然这样的家庭理财也为美国股市提供的另一类非常重要的长期资金。

近年来,我国货币基金规模不断扩张,而股票基金比重却越来越小、不断萎缩,其主要原因是散户投资及家庭理财仍偏好“短炒、赚快钱”理念。事实上,由于A股市场散户居多,我国股票基金很难适应小散“快进快出”、“追涨杀跌”的短炒投机需求。即便牛市来临,许多股民也不愿意购买股票基金,更愿意直接进入股市搏杀;一旦熊市来临,大多数股民会选择“杀跌”,集中赎回基金。这对股票基金是一种较大的威胁,将不断挤压股票基金的发展空间。

为此,我国基金公司也一直在探索如何做大规模基金。2018年6月7日,华夏、南方、嘉实、汇添富、招商、易方达等6家公募基金公司宣布,旗下“战略配售”基金已于当日获得证监会的发行批文。这是首批以战略配售股票为主要投资标的的基金,可投资首次公开募股(IPO)、中国存托凭证(CDR)。

2018年8月6日,华夏、南方、博时、鹏华、易方达等14家基金公司申报的养老目标基金正式获得证监会的发行批文。2018年10月23日,由9家基金公司申报的第二批养老目标基金获批。2018年12月28日,由13家基金公司申报的第三批养老目标基金获“准生证”。至此,三批集中获批养老目标基金已经达到40只。

数据显示,2019年3月初,已获受理的科创板基金已达到31只,上报的科创板基金也已达到45只。

很显然,从战略配售基金到养老目标基金,再到科创板基金,这些都是真正意义上的股票基金。股票基金是A股市

场长期资金的重要提供者,同时它也是最有希望获得高收益的长期投资者。

只有逐步做大股票基金,让股票基金成为公募基金的主心骨和主力军,我国公募基金才有更美好的明天、更强大的未来,也才有可能赢得散户及家庭理财的信任,并为未来我国养老储蓄与养老投资做出贡献。只有股票基金与养老金储备的不断做大做强,才能让股市稳健前行。

科创板的设立将是做大股票基金的一次难得机会,同时也是打破“散户独大”市场格局的一次有益尝试。由于科创板允许未盈利创新企业上市,再加上创新企业不以净资产规模及历史盈利水平论英雄,这意味着传统的市盈率与市净率估值方法或不够合理,估值与投资风险增大,这也是科创板+注册制所具有的包容性特质。为了隔离风险、保护中小投资者,科创板设置了投资者适当性条件。

部分个人投资者对科创板充满期待,虽然他们大多数人将无缘直接进场搏杀,但科创板基金却能很好地满足散户长期投资科创板的需求。这既是做大股票基金的有效途径,更是打破“散户独大”的市场格局的有效途径。可以预料,科创板基金或成为最受小散欢迎的股票基金。当然,科创板基金仍要用投资绩效这一实力说话,基金投资者也应从“短炒、赚快钱”转向长期投资的家庭理财观。

其实,参与科创板的机构投资者种类较多,除了科创板基金,还有各类养老金、保险资金、财务公司、信托公司、证券公司、QFII、私募基金,以及股权类资管公募基金,而大量散户将不能参与。由此可见,科创板有望打造成“机构市”。

不过,打破“散户独大”的市场格局,在很大程度上仍取决于两大力量:一是鼓励并引导国民养老储蓄,将炒股炒房行为转向私人养老金储备;二是不断加大做强股票基金,吸引更多散户投资或家庭理财参与进来,这样才有可能让A股真正“去散户化”。

从美国经验来看也是如此。自20世纪80年代开始,美国私人养老金大发展,公募基金随之快速扩容。如今3亿美国人已拥有28万亿美元的私人养老金储备,公募基金净资产规模突破20万亿美元。这两大长期机构投资者,成为当前美国资本市场最强大的后盾和重要支撑。



视觉中国图片

加强投资者教育 理性参与科创板投资

□中国银河证券北京金融街营业部副总经理 胡安君

设立科创板契合了我国经济转型和科技兴国战略的宏观背景,能够为高科技成长型企业提供多样的融资渠道,是我国资本市场制度创新的一大重要举措。笔者认为,设立科创板在短期内会推高科技成长企业的热度和估值,长期来看,能够促进资本市场和实体经济的良性互动、助力金融市场更好地服务国家发展战略。

经过近30年的发展,我国资本市场各项制度不断完善,机构投资者不断增加。科创板应运而生,不仅符合我国金融环境的实际情况,并且为资本市场进一步改革、发展提供风向标。

健康的资本市场配合经济转型会推动慢牛行情。回顾过往,重要的资本市场改革举措都促进了牛市行情。由此看来,科创板的设立也是催生市场牛市行情的第一大契机。科创板体系下的健全分红制度和做市商交易制度,有利于维护市场稳定、培育价值投资理念,社保、养老、外资等机构的进入会让二级市场投资更偏理性化和稳定化,科技型和创新型企业会在二级市场得到合理定价,从而反哺经济发展,形成良性循环。

科创板推出为科技成长企业带来重大发展机遇。科创板聚焦新兴科技产业领域,关注信息技术、新材料和新能源等科技成长企业的上市融资。依据上交所发布科创板企业上市推荐指引,保荐机构应

重点推荐新一代信息技术领域、高端装备领域、新材料领域、新能源领域、节能环保领域、生物医药领域和符合科创板定位的其他领域的企业。不仅为这类科技成长企业上市融资带来重大发展机遇,同时也为创投类公司上市推出提供了更大的平台。

科创板推出会带动主板科技类上市公司估值联动。科创板带动主板估值回归,科技成长股会成为市场热点。科创板在正式推出前,其重点涉及的六大行业领域可能会对A股相关公司形成主题映射机会。未来1-2年内科技成长会成为市场追捧的热点,包括5G、半导体芯片、人工智能、大数据、物联网、光伏、新能源、新材料等领域都是可关注的投资主线。

当前我国经济已经发展到全新阶段,科技的重要性日渐凸显,在5G、人工智能等领域的创新和发展完全有机会占据优势。科创板一方面为优秀科技企业提供较好的资金氛围和定价环境,允许拥有创新基因、未兑现盈利的公司对接资本市场,另一方面主板很多映射标的的估值也会得到抬升。科创板和主板互相映射,一二级市场联动,企业的研发能力和创新精神被给予溢价,优胜劣汰愈发明显,资本市场服务实体经济的能力不断加强。

与此同时,笔者认为,加强投资者教育是设立科创板的重要保障。一是完善各种规则体系。日前,上交所发布《关于科创板投资者教育与适当性管理相关事项的通知》,规定了个人投资者开通科创板股

票交易权限应当符合的条件,明确了科创板个人投资者适当性要求。此前,上交所还陆续发布多项针对科创板具体业务的规范文件,对《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则》、《上海证券交易所科创板股票上市规则》等科创板基础规则进行细化,讲解科创板及注册制背景意义、相关规则等。

二是开展科创板相关“投教”活动。上交所发出通知对会员有关科创板投资者教育工作做出详细的规定和指引。证监会投保局关于科创板投资者教育工作进行部署,引导投资者理性参与科创板投资。各地方证监局积极行动,精心谋划、合理布局,组织辖内各方投教力量齐参与、共发力,全面推开“走近科创你我同行”教育活动。各券商投资者教育基地制作了“走近科创你我同行”专题宣传动画短片,通过通俗易懂的语言,讲解科创板及注册制背景意义、相关规则等。

三是合理把握科创板企业估值和定价。投资者结构变化和投资者教育是制度变革的基础。目前来看,我国资本市场正处于机构投资者不断发展壮大的上升加速期。随着MSCI、富时罗素等国际主流指数提升A股纳入因子权重,养老金、社保、海外机构等机构投资者比重逐步提升,优化A股投资者结构,中长期资金入市引领市场投资者合理估值、理性投资、价值投资。同时,也要引导广大投资者正确认识科创板设立及注册制试点改革,稳定市场预期,理性参与科创板投资。

规避三大风险 把握永续债投资机会

□交通银行博士后科研工作站博士后 李津津

发行主体没有明确的到期日偿还本金的压力,实现股权类长期限融资的效果。另一方面,与直接发行权益资产相比,永续债具有低成本的优势。特别是对于资产负债率较高、债券额度受限,而企业资质和评级又相对较高的企业,发行永续债可以补充股东权益、避免摊薄股本、降低资产负债率的优势,从而更容易受到市场的青睐。

永续债具备的高收益与高资质是投资者选择的重要因素。尽管永续债可以按照条款设置实现永续的特征,但是由于永续债发行主体多为高评级的国企发行人,又具备利率调升机制,因此投资者也不会过渡担忧本金偿还问题。与此同时,从永续债收益率的角度来看,普遍较同评级信用债高出100Bp以上,因此在并非真实永续的情形下,对投资者的吸引力也是相对较高的。

投资需关注三大风险

宏观基本面风险不容忽视。在信用渠道不断疏导的背景下,我国企业的外部流动性环境在边际改善,部分高杠杆企业流动性风险有所缓解,有利于永续债本息的及时兑付。但需要注意到,目前我国永续债发行主体多处于周期性较为明显的行业,竞争较为激烈,部分领域还面临产能过剩的压力。在未来宏观经济下行压力较大,外部不确定性不断增强的背景下,部分企业有可能会因为激烈的竞争而陷入经营困境。此外,房地产领域的永续债风险也在不断显现,目前我国房地产行业可能已开始处于一轮调整中,但部分房地产企业融资压力仍有增无减,在此背景下,这些行业永续债发行人风险可能明显上升。

利率重置带来的信用风险需警惕。首先,永续债设有利率重置条款,当发行人不赎回或者延期赎回的情况下,票面利率往往会重置,出于对发行人延期支付的惩罚以及对投资者保护的考虑,重置的票面利率会较上期有所提升,这会增加发行人的财务负担,弱化发行人的信用资质,不仅难以帮助发行人缓解融资约束,反而会导致债务负担加重,财务状况更加恶化,最终产生信用风险。

其次,永续债券条款增信机制较弱。永续债券作为混合资本工具,为体现债券的权益属性,在设计债券条款时往往不安排增信机制,或者即使设计增信措施。目前,不安排担保的永续债占多数,传统的抵押增信以及回售等保护投资者条款在永续债券的产品设计中不太适用,因

为发行人的目的在于将永续债计入权益,而以上条款与发行目的背道而驰。虽可设计流动性支持和利息偿付保证金等条款,也就是由第三方增信机构对债券提供流动性支持或者利息偿付保证金或者差额补偿等增信措施,但永续债这种增信措施的效果均较弱。

产品条款设计风险需关注。永续债发行人可自主决定延迟支付利息或在一定条件下强制延迟支付利息,且无担保的情形下,不支付当期利息时并不构成违约。首先,永续债含权选择权对投资者的保护较弱,发行人也可以设置递延支付利息的条款,虽然这些条款中往往有一些利息递延付息的限制事项以保护投资者利益,但这一基本条款的设置对投资者的保护却相对较弱,因而债券投资人相对发行人处于较为不利的地位。

其次,永续债券条款设置较多,且单个永续债券之间的条款设置存在一定差异,因此不同永续债之间的风险可能因为条款设置的差异而出现不同。有些永续债存在交叉违约条款这些对投资者保护较强的条款,这些永续债券的风险特点相比不存在这个条款的永续债券具有较大的风险差异。

永续债具有三大收益特征

票面利率调整机制多样化。永续债有不同的续作期,首次定价的票面利率即为发行利率,如果发行人选择续期或者延期,则需要调整票面利率,通常具有利率调升机制。《永续债相关会计准则的规定》指出若利率调升较低,则不构成间接义务,通常归为股权;若利率调升较高,则构成间接义务,通常归为债。具体调升机制包括:一是与当期市场行情相关的浮动式上调,当期票面利率=当期基准利率+初始利率+上浮基点,这种调整方式被广为运用,是永续债票息调整的主流设定,其中上浮基点包括固定上浮、固定浮动上浮和累进浮动上浮。二是与当期市场行情无关的固定式上调,当期票面利率=前一期票面利率+上浮基点。在这种方式下,重置后的票面利率与该永续债存续期间的债市表现无关,上浮基点固定累加,随着不断的延期,重置票面利率也可以达到很高的水平且较浮动累加的方式更加确定,对投资者而言可以说是最有诚意的票面利率调整方式。

风险溢价来自于流动性与期限溢价补偿。从市场表现来看,由于目前永续债的存量规模一

般,市场流动性要差于其他的信用债品种,被要求更高的流动性溢价。此外,永续债虽然在约定的期限内发行人可以赎回、提高票面利率,但因为期限较长带来的不确定性较大,也被要求一定的期限溢价补偿。未来看,永续债的风险溢价趋于下降,一是市场存量规模提升,永续债认可度上升,二级市场的成交金额和换手率有所活跃。二是资产稀缺的情况下,资金的配置力量上升,拉低溢价水平。三是目前永续债发行主体仍然资质相对优良,在债券走牛环境中溢价压缩。

续作周期与重新定价周期并不完全一致。随着永续债市场的不断扩大,条款设置也越来越复杂和多样化,一些永续债的条款设置导致其赎回意愿下降,比如在首次或者前几次展期的时候不设置利率跃升,或者跃升幅度设置过小。

永续债投资启示

相对于普通债券、可转债、优先股等投资品种而言,永续债具有期限长、票息高于普通债券、可计入权益等特点。未来商业银行和国有企业永续债将迎来新的发展空间,在坚持市场化发行的背景下,需标准从严,认真筛选。

一是选择信用资质好而潜在风险低的发行人。从永续债发行主体的外部评级来看,主体资质一般相对优质,大部分都是中高等级的发行人,集中于建筑装饰、综合、交通运输、公用事业、采掘等行业,建议增配高等级建筑行业国企、央企所发永续债及有CRMW缓释工具发行记录的发行主体所发永续债。

此外,通过行业景气度等定性指标和财务数据指标、银行授信额度及使用情况等定量指标工具,重点关注四类潜在风险主体,一是所处行业景气度较低或受政策调控影响较大的采掘等行业;二是公司发展战略过于激进,近期息负规模明显上升的公司;三是化工等易受偶然事件影响的行业,或安全事故多发的行业发债主体。不建议采取下沉资质策略,建议关注AAA级建筑、交通、公用事业等行业龙头企业。

二是重点关注利率跳升机制的合理设计。首先,利率跳升机制是否在第二个计息周期开始就有利息跳升机制,调升基点越大,越能促使发行人行使赎回权。由于少数永续债的利率调升机制并非从第二个重定价周期就设置调升基点,可能出现重置后票面利率较新发债券成本更低的情况。其次,票面利率固定式上调模式的永续债,由于后续利率调整与市场行情无关,对

投资者而言最有确定性。与当期市场行情相关的浮动式上调模式中,基准利率选取国债收益率而非SHIBOR对投资者更友好。第三,关注利息递延支付惩罚机制,是否规定每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率再加一定基点累计计息,该机制相当于对于投资者的保护机制。

三是建议关注分红概率较大的行业公司。一般而言,在向普通股股东分红、减少注册资本、先行偿付顺序劣后的证券等情景下,会对永续债券的利息递延产生限制。发行人在付息日前一定时间内如向普通股股东分红、减少注册资本或向偿付顺序劣后于该永续债券的证券进行任何形式的偿付,则不得递延支付当期利息以及已经递延的所有利息,如发行人选择递延支付利息,直至已递延利息全部清偿完毕,不得向普通股股东分红、减少注册资本或向偿付顺序劣后于该永续债券的证券进行任何形式的偿付。

2015-2017年,银行、交通运输、计算机、建筑装饰、非银金融、医药生物等行业分红企业数量占全行业的比重较高。其中,永续债发行比重较高的交通运输中从事机场、公交、港口、物流、高速公路的分红占比更高,航空运输和航运领域则较低。建筑装饰中从事专业工程、基础建设、装修装饰的分红占比更高,园林工程则较低。

四是严格区分清偿顺序下不同股权和债权定性带来的收益分化。目前,除中行永续债外,其余一般永续债由于在募集说明书中指出与普通债务相同的清偿顺序,因此按照《永续债相关会计准则的规定》要求均需发行方“审慎核实”,规定发行方应审慎考虑“清偿顺序是否会导持有方对发行方承担兑付现金或其他金融资产合同义务的预期,并据此确定其会计分类”。这表明永续债在某些情况下,可以被认定为债权工具,这条规定的灵活程度将决定存量永续债是否将会被转为债权。

实际上在实践中,“永续债不永续”的现象也加强了市场对永续债债权特性的认知。尤其是2017年开始,最早发行的永续债进入赎回和延期的行权期,大部分的永续债均选择在行权期完成偿付,因此永续债的实际存续期限也大多为3-5年。而对于持有方而言,文件规定“通常应当与发行方对该永续债的会计分类原则保持一致”,因此如果企业想改善资产负债表,就算算作股权,那么在保证延续的情况下,利率跳升幅度不会高。如果企业算作债权,跟普通债相比相差不多。

永续债市场空间广阔

近年来,我国高度重视永续债的创新和发展。从国际经验比较看,国内银行永续债发展前景广阔。我国存量的永续债市场中,产业债占比达到2/3左右,其中建筑装饰、公用事业、综合以及采掘行业发行人占比较高,负债率较高的重资产行业发行永续债意愿更强。但类比国际发行主体结构来看,银行在我国永续债发行人中却占比较低,近日有关部门要求商业银行尽快启动永续债发行,用于补充银行资本,银行永续债发行有望增多。

国内永续债有利于发行人的条款设计,也将推升永续债市场进一步扩容。一方面,国内永续债赎回权条款设置,以及利息递延权,从而使得