

物价涨势温和 货币调控灵活依旧

□本报记者 赵白执南

国家统计局11日公布的数据显示，2019年3月，全国居民消费价格（CPI）同比上涨2.3%，时隔三个月重回“2时代”。专家认为，猪肉价格上涨扩大了CPI同比涨幅，物价涨幅料保持温和，不会成为制约货币调控的主要因素。

猪肉价格上涨

国家统计局城市司处长董雅秀表示，3月CPI上涨2.3%，涨幅比上月扩大0.8个百分点。其中，食品价格上涨4.1%，影响CPI上涨约0.82个百分点；非食品价格上涨1.8%，影响CPI上涨约1.46个百分点。据测算，在3月份2.3%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为1.1个百分点，新涨价影响约为1.2个百分点。

中信证券固定收益首席研究员明明表示，大部分食品价格下跌使得3月食品项环比由涨转降，猪价继续大幅上涨和蔬菜价格回落较慢是正向拉动3月食品项同比上行的核心动力。

■ 指数股(ETF)讲堂

ETN产品浅析

一、ETN是什么？

ETN（Exchanged-Traded Note）即交易所交易票据，是由投资银行等金融机构发行的债券型产品。与其他债券型产品相类似，ETN具有到期日（一般10年以上），且由发行人提供信用支持。ETN通常不在存续期支付利息，并且无担保。

虽然ETN本质上是债券，但其同样具备ETF的部分属性。在很多发达国家，ETN通常会被泛化以ETF进行指代。ETN可以像ETF一样在场内上市交易，并且ETN的收益通常会与市场中的特定指数挂钩。ETN的发行人通常会使用大量的衍生工具进行投资以跟踪特定的指数，投资者买入ETN份额后的收益为持有期特定指数的收益率减去必要的管理及运营费用。以巴克莱S&P GSCI Crude Oil Total Re-turn Index ETN为例，该ETN跟踪标的指数是标普GSCI原油总收益指数，存续期20年，发行人通过持有不同期限的原油期货跟踪指数的走势。20年ETN到期后，巴克莱会偿还投资者本金并且支付投资者这20年里标普GSCI原油总收益指数的收益。综上所述，可以把ETN理解成一种兼具债券特性和ETF特性的金融工具。

二、ETN是怎么发展的？

世界上第一只ETN是摩根士丹利在2002年3月发行的BOXES，这只产品跟踪一只生物科技指数的走势。2006年后，随着巴克莱银行不断革新ETN产品，包括高盛、贝尔斯登在内的许多大型金融机构也开始筹备这类产品的开发工作。目前，纽交所、伦交所、德交所、日交所等境外主要交易所均有挂牌交易的ETN（含ETC或ETV，部分国家将跟踪大宗商品指数的ETN称为ETC或ETV）。纽交所和德交所的ETN市场最为发达，在纽交所挂牌的ETN超过200只，规模超过200亿美元，在德交所挂牌的ETN有近400只，规模近300亿欧元。

由于ETN存在信用风险，投资运作难度较高，金融监管机构一般会对ETN的发行人作出一定的限制。以台湾地区为例，台湾有关部门针对ETN发行人设定一系列门槛。比如，ETN发行人净资本必须超过100亿新台币，并且资本充足率不得低于250%。这些限制可以在一定程度上降低产品的信用风险，继而保护ETN投资者的利益。

三、ETN与ETF有什么区别？

(1) 产品属性

ETN本质是基金，即它持有一篮子证券作为基础资产来跟踪一只特定的指数，投资者通过持有ETN份额间接持有对应的组合证券，发行人代投资者管理资金。ETN本质是债券，虽然其通常也跟踪特定的指数，但投资者持有ETN份额不代表其持有ETN份额对应的底层资产。投资者与发行人是债权人与债务人的关系，对于持有至到期的投资者，发行人只需要偿还本金和持有期指数的收益即可。

(2) 投资特征

虽然ETN与ETF都跟踪特定的指数，但是它们跟踪的指数或收益情况却不一样。ETF通常跟踪股票市场和债券市场指数，例如美国市场规模前十大ETF基本都为股票型ETF。ETN也会跟踪股票及债券市场指数，但基本都会附带上杠杆（收益为指数的倍数）或反向（收益与指数走势相反）的属性，并且ETN较多地以大宗商品指数、汇率及波动率指数等投资门槛较高的指数为标的。ETN的出现在一定程度上丰富了投资者的投资标的，由于其跟踪的指数与传统股票或债券的相关性较低，因此可以较好地分散投资组合的风险。就指数跟踪的效果来看，ETF会因为运行方面的问题出现跟踪误差。ETN在复制指数时很难做到完全跟踪指数走势，即使规模较大，底层资产流动性好的ETF，其价格走势也难免会与标的指数走势产生微小的偏离。ETN不存在跟踪误差，只要发行人到期对ETN进行兑付，投资者即可获得持有期间标的指数的收益。

(3) 运行与管理

ETN与ETF一样可以进行份额的申购和赎回，但是ETN的申赎通常采用现金替代的模式，并且由于某些业务规则上的限制，ETN的申赎效率不如使用一篮子组合证券进行申赎的ETF效率高。产品申赎效率会在一定程度上影响其流动性，因此ETN的流动性一般较差。从境外ETN产品的管理费用看，ETN的管理费用一般在0.5%-1.5%，ETF的管理费用一般在0.5%以下，显著低于ETN的费用。（锐客）



数据来源：国家统计局

在明看来，3月生猪存栏持续减少，且养殖户的补栏意愿进一步下降，供给收缩导致猪肉价格迅速上涨。

交通银行首席经济学家连平认为，翘尾因素上升是CPI同比涨幅扩大的主要原因。CPI同比涨幅扩大0.8个百分点，主要原因是翘尾因素

上升了1.1个百分点，而CPI环比是负增长的，新涨价因素较弱。

PPI方面，数据显示，3月PPI同比上涨0.4%，环比上涨0.1%。连平介绍，PPI为去年6月以来首次回升，工业领域通缩的风险有所减弱。PPI出现触底反弹的主要原因是生产资料价格上升，

二季度PPI有望继续小幅上升。

物价不会成为制约货币调控主因

“猪肉价格同比连跌25个月后首次转涨，未来可能还有明显的上涨趋势，需要重点关注猪周期影响。”展望未来，连平表示，生猪存栏量和能繁母猪存栏量跌至近期以来新低，未来猪肉价格可能还有明显上涨趋势。受翘尾因素和猪周期影响，二季度CPI同比涨幅可能仍会上升。

兴业银行首席经济学家鲁政委表示，规模养殖企业的生猪出栏量均重在今年第一季度持续上升，折射出生猪供应并没有那么紧缺，因此年内CPI破3的可能性不大。

“整体物价涨势温和，不存在高通胀压力，不会对宏观政策调控带来制约。”连平表示，年内需求带动核心通胀大幅走高的可能性不大。未来货币调控应以扣除食品和能源价格之后的核心CPI作为政策决策的依据，目前核心CPI走势平稳，年内通胀不应成为制约货币调控操作的主要因素。

商务部：适时发布新一批自贸区改革试点经验

商务部新闻发言人高峰11日在例行新闻发布会上称，近年来，自贸试验区在投资、贸易、金融、事中事后监管等方面进行了深入探索和大胆尝试，累计形成153项改革试点经验向全国复制推广。下一步，商务部将从三方面着手落实自贸试验区改革推广工作。

高峰表示，一是推动形成更多可复制可推广的经验。目前，商务部已经梳理形成新的第一批改革试点经验，将适时对外发布。二是推动将已复制推广的改革试点经验落到实处。通过多种途径开展培训、交流，适时开展督促检查并对落实情况进行总结，确保经验落地生效。三是增强自贸试验区的辐射带动作用。支持国家级经开区、高新区、新区开展自贸试验区相关改革试点，把相关平台打造成复制推广自贸试验区改革经验的示范区。

高峰指出，关于自贸试验区的扩容，目前商务部正会同上海市抓紧提出上海自贸试验区新片区的方案。（程竹）

■ 深交所“股市入门300问”投教专栏(4)

市场信号灯

股市中股票数量非常多，作为一名普通投资者，很难逐一去了解所有股票的行情，但是我们又需要对股票市场总体价格水平有基本的了解，怎么办呢？其实，我们可以借助股票市场价格指数来辅助对股市大盘的判断，这些指数可以说是反映市场行情的信号灯。下面通过几个小问题，一起了解一下。

1、什么是股票价格指数？

答：股票价格指数是衡量股票市场总体价格水平及其变动趋势的尺度，也是反映一个国家或地区政治、经济发展状态的灵敏信号，也称股票市场指数，简称“股指”，是基于报告期的一组股票价格与基期的一组股票价格进行平均计算和动态对比后得出的，反映和描述一个国家或地区、某一行业或主题的股票市场价格水平及其变动趋势的动态相对数，是测量股市行情变化幅度的重要指标参数，同时也是反映当前总体经济或部分行业发展状态的灵敏信号。

2、指数样本股是否会调整？

答：指数的样本股会进行定期调整。比如深证成份指数的样本考察期为半年，考察截止日为每年的4月30日和10月31日；样本股定期调整定于每年1月和7月的第一个交易日实施，通常在前一年的12月和当年6月的第二个完整交易周的第一个交易日提前公布样本股调整方案。

3、常见的股价指数有哪些？

答：我国主要的股票价格指数包括以下几类：

(1) 深圳证券交易所的股价指数

1、成份指数类。包括深证成份股指数、深证100指数。

2、综合指数类。包括深证综合指数、深证A股指数、深证B股指数、行业分类指数、中小板综合指数、创业板综合指数和深证新指数。

(2) 上海证券交易所的股价指数

1、成份指数类。包括上证成份股指数、上证50指数、上证380指数。

2、综合指数类。包括上证综合指数、新上证综合指数。

(3) 中证指数有限公司旗下指数

1、沪深300指数。

2、中证规模指数。包括中证100、中证200、中证500、中证700、中证800、中证1000、中证流通、中证超大、中证全指、中证A股指数。

(4) 香港和台湾的主要股价指数

包括恒生指数、恒生综合指数系列、恒生流通综合指数系列、恒生流通精选指数系列、台湾证券交易所发行量加权股价指数。

4、什么是深证创新系列指数？

答：深证创新系列指数包括：深证创新指数（简称“深证创新”，代码“399016”），中小板创新指数（简称“SME创新”，代码“399017”），创业板创新指数（简称“创业板创新”，代码“399018”）。三条指数分别从深市全市场、中小板、创业板三个层次中，选取创新能力排名前100名公司作为样本股。创新能力通过创新资源、创新投入、创新绩效三个维度的6项指标（高新技术企业资质、研发人员数量、研发投入占比、专利综合评价指标、净资产收益率、主营收入增长率等）综合评价。指数采用等权重方式计算。

深圳证券交易所是我国成长型、创新型企业主要上市场所，目前上市企业中高新技术企业占70%，市值占64%。深圳证券交易所推出深证创新系列指数，有利于反映创新型企业的整体市场表现，引导上市公司通过创新发展做大做强，进一步落实国家创新驱动发展战略。

5、什么是深圳创新引擎指数？

答：为反映在深交所上市的深圳企业整体表现，凸显深圳经济改革创新特色，给市场提供更丰富的研究和投资标的，2018年7月31日，深圳证券信息有限公司发布深圳创新引擎指数（简称“创新引擎”，代码：399050）。创新引擎指数以在深交所上市的深圳企业为样本股，综合考察上市公司的创新性、基本面、行业代表性、可投资性等指标，选取50只股票作为样本股。自2012年12月底至2018年6月底，创新引擎指数实现累计收益88%，同期沪深300累计收益为39%，体现了指数标的良好的成长性和投资价值。

科创板市价申报订单拟使用保护限价

□本报记者 周松林 孙翔峰

科创板市价订单的资金前端控制，也为了更有利投资者使用市价订单时控制交易风险，在征求市场意见的基础上，上交所拟对科创板市价订单申报模式进行优化调整。

具体来说，即拟在科创板的市价申报订单中使用价格保护措施（简称“保护限价”），上交所交易系统处理市价申报时，买入申报的成交价格和转限价的价格不高于保护限价，卖出申报的成交价格和转限价的价格不低于保

“转战”科创板企业成色面临考验

（上接A01版）龙软科技2014年6月首次申报招股说明书，创业板发审委2015年5月审核未通过，发审委关注公司净利润逐年下滑等问题。贝斯达在2017年5月首次申报招股说明书，2018年1月首发审核未通过，发审委关注公司各期应收账款余额较大等问题。宝兰德在2016年5月首次申报创业板招股说明书，2017年5月审核未通过。晶丰明源2017年9月首次申报招股说明书，2018年7月审核未通过。方邦电子2016年6月首次申报，2018年4月审核未通过。

创鑫激光、南微医学、美迪西、杰普特、联瑞新材5家企业此前申请A股上市，在审核过程中终止审查。创新激光在2017年6月首次申报创业板上市申请，2018年2月终止审查。杰普特在2017年6月申报创业板首次公开发行申请，2018年1月收到审查反馈意见，当年3月终止审查。联瑞新材在2017年12月申报创业板首次公开发行，2018年4月终止审查。

部分企业来自新三板、中概股

除了上述曾经拟A股上市的公司外，一些科创板受理企业从新三板乃至中概股“转战”而来。

江苏北人于2016年3月挂牌新三板；3月22日，公司发布公告称，公司科创板上市申请获受理。目前公司在上交所科创板审核系统的状态是“已问询”。公司2018年年报显示，报告期内实现

科创板打新料成部分私募“揽客”标配

（上接A01版）与A股其他打新产品通常只有证券类私募参与不同的是，股权类私募也计划成立专门的科创板打新产品，分得一杯羹。

某股权私募基金董事长称，目前科创板打新细则还未完全明确，预计投一级半市场的机构只要满足网下打新资金规模的要求就能参与其中。“我们的部分大客户有很强的打新需求，预计会等企业上市的前景稍微明确后，提前一两个月募集两三个亿的产品，每个产品就参与一两家企业的网下打新，过了锁定期就卖，卖了就清退产品，分配资金给客户，不滚动操作。”他说。

防范三大风险

私募人士表示，科创板打新与A股其他打新在规则上有较大区别，应用新思路应对潜在风险。

首先，在新股发行时，科创板的新股定价机制与现有A股各板块存在很大区别。星石投资指出，现有A股各板块在新股发行时，会受到一定市盈率倍数的约束，而科创板在新股发行定价时，采用更加市场化的网下询价机制。也就是说，科创板的新股发行存在破发风险，而且这种风险出现的可能性不小。星石投资表示，科创板打新，在参与打新过程中应当看重保荐机构的

信誉；选择有真正业绩支撑、未来具有较好成长性的发行人。

其次，在交易层面，科创板新股上市前5个交易日不设涨跌幅限制，之后涨跌幅限制放宽至20%。王建东认为，根据交易规则，科创板新股上市初期表现的不确定性较大。在这一情况下，卖出策略的决定相对比较困难。由于发行价定价区间扩大，要慎重考虑报价。

再次，科创板开板后，企业上市将是循序渐进的过程，若遇到“无新可打”的交易日，私募在策略上需有所安排。李振表示，对于新设的科创板打新产品，在无新可打的交易日，可做可转债打新、套利等。雷根资产总经理李金龙提到，对于专注打新的产品，在无新可打的交易日，可做可转债打新、套利类策略等。“纯科创板打新产品的设计，应设计好无新可打情况下的投资范围。”李金龙称。

对于打新产品的底仓安排，李金龙说，会按最终需要底仓占产品的比例决定，如果所占比例高，会选择能够对冲的标的，比如全复制上证50指数。李振表示，底仓配置会依照不同客户的需求来定制，对于有一定风险承受能力的客户，会做主动选股的配置；对于预期偏绝对收益的客户，则会持有低风险指数成分股，并且在必要

时增加对冲来控制风险。

打新收益待验证

实际上，针对科创板打新的收益，业内还存在一定分歧。部分私募基金经理表示，科创板采用机构询价方式确定发行价，未来出现大规模破发的可能性不大。长期来看，科创板相关标的的走势特征或更接近港股市场。据统计，近四年港股市场新股首日涨幅大于0的概率分别为60%、77%、75%、73%，即便是行情不佳的2018年，港股市场新股平均开盘涨幅仍超17%。

另有私募基金表示，初期参与科创板打新，机会或许较多，等机构全部扎堆进来，收益空间将被压缩。

不过，也有私募基金经理表示，科创板上市个股存在破发风险，打新基金获得的股份通常有锁定期，科创板打新不绝对安全。此外，个股发行市盈率、发行市值等多重因素均会影响打新收益率，投资者还是要警惕破发风险。