

■ 科创板·首席说

推进制度创新 发挥科创板桥头堡作用

□ 京东数字科技首席经济学家 沈建光



IC图片

开启市场化国际化征程

从制度设计的内容来看,科创板积极进行了市场化、国际化的思路。一方面,选择将更多权利交还市场,例如科创板首次试点有一定核准的注册制,对上市条件和盈利要求进行调整,全面采用市场化的询价方式定价,取消23倍市盈率限制,发行价不再设限等。可以看出,监管层在思路上对于市场更加尊重,强调减少监管对于市场的干预。

另一方面,开始尝试对接国际标准,例如在交易规则上首次采用上市首日即可卖空、前五天不再设置涨跌幅限制、之后为20%;可以预期,科创板与国际接轨的经验将会逐步推广,未来也将继续加深改革,参照国际经验,在稳定监管预期、降低交易费率、加大市场深度、推进衍生品市场发展等方面做出更多努力。

科创板推进速度快、改革步伐大,顺应了国际化、市场化的改革趋势。尤其在上市规则、后续交易及管理方面,相比创业板、新三板有较大幅度创新,有助于发现、弥补和完善现有资本市场体系在发行、交易、监管制度方面的不足,为未来资本市场的健康发展留下充足想象空间。在笔者看来,科创板的创新之处贯穿于整个上市流程的各个环节,如上市条件、定价机制、价格发现机制、信息披露、投资者保护等方面。

例如,科创板设立之前,现有上市规则存在较多需要完善之处。而事实上,相比美股,A股现行较为严格的上市盈利要求并未充分体现出制度优势。笔者曾对中美两国部分科技企业上市后的盈利能力进行过比较,

样本数据显示,一些A股科技企业在上市前后的平均净利润率、亏损企业比例无法保持稳定,上市先后出现恶化的情况;而美股市场则存在反差,样本企业的亏损比例、平均净利润率随着时间推移均较为稳定。

相反,科创板上市条件更加合理高效。试点注册制、严格执行退市制度,宽进严出,维持良好新陈代谢,将优胜劣汰的选择权还给市场,方能有助于真正优质的科技企业脱颖而出。

在笔者看来,科创板已成为国内资本市场改革一块宝贵的“试验田”,最终受益的将不仅仅是科创板。科创板试点仅仅只是个开始,在其基础上形成可复制可推广的经验,将对资本市场产生极为深远的影响。

制度创新任重道远

当前科创板已行至落地前夕,应以稳为主、不宜突飞猛进。而长期来看,尤其要思考当前及未来仍面临哪些问题,为科创板乃至中国资本市场的长期健康发展奠定基础。在笔者看来,具体而言:

一是科创板运行初期,需注重抑制制度创新与派生风险的矛盾。截至目前,上交所受理科创板上市申请企业超过70家,受理速度惊人,甚至已有多家企业进入问询状态。不可否认,科创板市场化的上市标准大大加强了包容性,但在宽标准背后,推动制度创新与防范派生风险之间需要平衡。

尽管从行业分类上来看与设计初衷相符合,多家企业中从事计算机、通信和其他电子设备制造业的占比较高,大部分企业也均能在最近一年实现盈利。但仔细观察,一些上市企业研发占比偏低、核心竞争力不足、专利数量不高,部分企业甚至不是严格意义上的科技公司。

在此情况下,监管层曾多次提醒券商不要抱有侥幸心理。此外,由于企业未必已经实现盈利,大部分券商对首批科创板企业都采用PE等相对估值法,对标国外大型科技企业给出了较高溢价,这就需要投资者有更强烈的甄别能力。

上述分析表明,市场化进程前期,各方

都面临严峻挑战,投资者需要学会自负盈亏、大浪淘沙,保荐机构需要严格自律、如实甄别项目优劣,监管机构需要保证规则切实可行、不被操纵。解决上述挑战,需要诸多方面的制度协调配合,如投资者保护、信息披露、中介机构监督及质量评价等。

二是合理有效加强资本市场监管亦势在必行。尊重市场并不意味着放松监管,事实上,加大违法违规成本、净化市场环境、走市场化道路是相辅相成的。

例如,今年年初,部分A股上市公司出现因商誉减值导致的业绩变脸,其中不乏前部分野蛮生长、靠并购迅速扩张、无形资产较多的小型科技公司。这也反映出公司治理之路任重道远,部分公司借减持转移公司资产,通过大举并购、买入劣质资产、做出虚高业绩抬升股价、减持质押套现等一系列操作实现变现。若能及时出台相关监管措施,促进市场去伪存真,则不仅市场化风险将会降低,中小投资者的权益也将得到更多保护。

三是在市场化、国际化基础上,资本市场发展还需加速落实法治化。一些上市公司有粉饰业绩绕过严格盈利条件的动机和手段,A股市场在上市公司治理上任重道远,未来资本市场仍需要进一步的改革创新。这意味着,资本市场未来在法治化方面仍需尽量完

善,例如严格规范上市公司市值管理行为、防止业绩操纵、内幕交易,保证信息透明等。

实际上,在法治化方面,此次科创板已经做了一些尝试。例如,科创板实行以信息披露为核心的审核问询制度。上交所日前在公布科创板企业受理情况的新闻发布会上特别强调,科创板在受理环节,仅是对企业申请文件齐备性、中介机构资质等的核对,相当于申报企业获得了“准考证”,可以进入考场考试,并不表示一定能够通过或获得好成绩。至于企业是否符合科创属性、是否符合科创板发行上市条件、在财务上是否有瑕疵等实质性问题,将通过第二环节的审核问询来实现。

退市制度方面,科创板除了“宽进”,亦要求“严出”,触及终止上市标准的,直接终止上市。然而,主板创业板的信息披露、退市制度还不健全,退市规则执行效果仍有待改进。

总而言之,可以看出,科创板是大力推进资本市场改革、树立国际竞争力的桥头堡、试验田,短期内即将迈出第一步。但长期来看仍任重道远,未来将在实现市场化、国际化的基础上,沿着法治化道路改革,把改革经验推向更大范围的资本市场,以更好地服务于产业结构升级,为经济发展提供资本助力。

国内ETF 料迎来重大发展机遇

□ 海通证券资管公司产品与业务创新部总监 刘赞

近几年,ETF在国内外资本市场“出镜”频繁,有着不错的发展趋势。与此同时,众多境外机构均表示,ETF可能是当下最好的投资品种和工具。然而,我国ETF发展较晚,且相较于欧美市场尚处萌芽阶段。在此,笔者希望通过国内外ETF发展情况的对比,对国内ETF发展前景谈谈一些看法。

特点鲜明

根据1940年美国证券监督管理委员会(简称“美国SEC”)法案,ETF是一类在交易所交易、由基金公司或投资信托公司发行的投资品种。然而,国内沪深交易所则将其定义为“交易型开放式指数证券投资基金”,同时被释为是一种跟踪“标的指数”变化,并在证券交易所上市交易的基金。受限于国内对ETF定义的差别,基本被“误解”成“被动跟踪指数的基金”,同时已发行的ETF均属于指数型ETF。其实这与在欧美ETF市场是存有较大偏差的。

尽管定义有所差异,但就ETF本身而言具有“交易所交易”的特征,故促使其有别于普通公募基金的特点,具体如下:首先,交易便捷。ETF可像买卖股票一样进行交易,且支持当天多次买入和卖出,买卖价格是由买卖双方的供需关系决定的。

其次,灵活申赎且持仓透明。ETF可以通过现金和对应证券两种方式进行申赎。投资者可凭借组合证券内的成分证券申购ETF,且可以通过“申购赎回代理券商”(简称“一级交易商”,而美国称之为“授权参与者”)这一角色为其提供较强流动性,改变市场上ETF份额的供应,促使ETF的交易价格接近其公允价值。

再次,套利交易。ETF存在一、二级市场。一级市场申赎价格为ETF的公允价值,即单位净值,且主要由ETF所投证券组成的资产净值减去相关费用决定的;二级市场的交易价格则由买卖双方的供需关系决定的。然而,有时一级市场的净值与二级市场的价格不同便形成了套利空间。最常见的套利方法是时时跟踪盘中ETF价格,若一旦出现折价(即价格低于净值),则可在二级市场买入并同时在一二级市场申请赎回获得股票,然后在二级市场卖出对应股票以获得套利收益。

最后,费用偏低。据统计,2018年底全球最大资产管理机构贝莱德的ETF产品的平均管理费率为0.21%。在追踪相同指数的情况下,优质、便捷和低成本ETF对投资者的吸引力更大。

根据美国SEC的分类标准,ETF可分为指数型ETF和主动管理型ETF。其中指数型ETF是跟踪证券市场中的一种特定指数,且将大部分资产投资于该指数成份标的证券的产品;主动管理型ETF则是为达到特定投资目标投资于股票、债券或其它资产的投资组合产品。

此外,从具体投资品种来看,指数型ETF可分为权益类ETF、固收类ETF、商品类ETF及其它类ETF等;另一方面,从跟踪指数的投资风格来看,指数型ETF可分为宽基指数ETF、行业指数ETF、主题指数ETF、信用债指数ETF等。

据统计,2018年全球ETF市场总规模已超5万亿美元,较2017年增长约6.10%。其中,权益类ETF、固收类ETF和商品类ETF的占比分别为77%、18%和4%。若从地域来看,美国仍为ETF的最大市场,规模达3.57万亿美元,已占全球ETF总规模的70%。

除此之外,美国主动管理型ETF也发展得如火如荼,国内仍属空白。截至2018年底,美国存续的主动管理型ETF有257只,总规模为659亿美元。其中,规模最大的主动管理型ETF为PIMCO,达121.9亿美元。另一方面,美国固收类ETF近几年也处于高速发展阶段,其产品布局的广度和深度都在不断增加,而国内固收类ETF的发展尚处起步阶段。截至2018年底,全球固收类ETF规模约为9000亿美元,其中贝莱德和先锋两家公司固收类ETF规模合计已达5000亿美元,占据半壁江山,且投资品种的类别也较为丰富。相较而言,国内仅有9只固收类ETF,规模约12亿元,受限于投资品种的匮乏,基本都为跟踪国债指数的ETF产品。

发展前景广阔

伴随资管新规及实施细则的落地,国内资管产品的净值化管理将成为未来趋势。在主动管理产品费率高企且难以持续获得超额收益的情形下,具有工具化特点、低费率、持仓透明度高、交易便捷的ETF有望成为国内资管行业尤其是公募基金在产品布局上的新方向。笔者认为,今后国内资管机构将充分把握先机,在债券ETF、商品ETF、风格ETF、行业ETF和主动ETF等领域进行布局,其分析如下:

首先,债券ETF可填补债券工具性产品的空缺,有望迎来长足发展。债券ETF可以满足投资者在资产配置过程中,不同期限、不同投资品种的多维度覆盖。2018年,央行已明确表示正着手准备推出债券ETF指数型产品。同时,深圳证券交易所为促进指数化投资发展和创新,已于近日正式发布深证地方政府债券系列指数。由此可见,债券指数的发布及债券ETF产品的推出,极大地提高债券市场流动性,有望进一步增强债券指数型产品的投资价值,形成良性互动及更多债券ETF产品的推出。

其次,商品ETF将成为投资者投资大宗商品的有效途径之一,发展前景可期。目前,国内商品ETF的品种十分欠缺。截至2018年底,国内仅有4只黄金ETF。反观全球ETF市场情况,既有商品指数ETF,又有细分类别的商品ETF,可全方位满足不同投资者对不同大宗商品投资的需求。因此,随着大类资产配置理念的深入,国内投资者对于大宗商品的配置需求将越来越迫切,加之国内期货指数的丰富与完善,商品ETF有望迎来重大突破。

再次,Smart Beta等ETF新品种将呈现蒸蒸日上的发展趋势。Smart Beta属于主动与被动管理之间的投资方式,正被广大投资者所接受。Smart Beta不仅可保障可投资性,而且可根据不同策略因子对指数的标的证券或权重进行适当调整,从而实现相较于基准指数享受更优的收益。Smart Beta作为一种在学术界及投资界均被认可有效的投资策略,相信在国内投资“去散户化”、资本市场逐渐走向成熟有效的进程中,有着广阔发展前景。

最后,行业ETF将逐步成为投资者跟踪时事热点的投资工具。跟踪的标的指数风格鲜明,顺应国家政策方针与产业发展趋势,特定行业主题经常会产生板块性投资机会,这必将促使行业ETF成为广大投资者分享政策与改革红利的重要参与工具。

笔者认为,随着我国资本市场和资管行业的不断发展和成熟,ETF作为价值化投资及指数化投资的载体,其风险收益特征鲜明、交易便捷、运作透明、成本低廉、工具属性突出等特征,将逐渐受到投资者的青睐和认可,有望迎来可持续的发展机遇。

金融供给侧结构性改革将提升市场活力

□ 招商银行首席经济学家 丁安华

近期,中央提出要正确把握金融本质,深化金融供给侧结构性改革,平衡好稳增长和防风险的关系,精准有效处置重点领域风险,深化金融改革开放,增强金融服务实体经济能力,坚决打好防范化解包括金融风险在内的重大风险攻坚战,推动我国金融业健康发展。

如何理解金融供给侧改革这一命题,需要我们重新认识金融的本质。有观点认为金融就是资产交易,通过交易实现资本回报,这是一种广泛存在的误解。因为资产交易特别是二级市场交易本身并不产生多少经济增加值,反而可能催生资产价格泡沫和金融风险。服务实体经济是金融的天职,也就是说,服务实体经济才是金融的本质。正确理解这点相当重要,金融供给侧结构性改革的关键,就是要从金融供给的角度,增强服务实体经济能力,这无疑是目前金融改革的主要任务。可以预见,金融供给侧结构性改革将有利于提升资本市场的活力,增加实体经济特别是小微企业的融资供给,从而帮助中国经济在年内企稳回升。

金融供给侧结构性改革正当其时

金融体系与实体经济,是一组金融供给与实体经济需求的关系。金融体系向实体经济提供信用和资本,将社会储蓄转化为投资和消费,推动实体经济增长,从而在服务于实体经济的同时获得资本收益。与此同时,金融体系与实体经济也是一组矛盾,主要体现在风险与回报的关系之上。本质上,金融体系的风险和回报都源于实体经济的运行,金融体系与

实体经济如同血液与肌体之不可分割。因此,回顾一下实体经济供给侧结构性改革是有启发意义的,我国实体经济的主要矛盾是传统行业的产能过剩,所以从供给端去产能就成为改革的主要线索。有观点认为高杠杆是实体经济的主要矛盾,虽不能说错,但也不完全准确。因为高杠杆问题既是产能过剩的结果,本身又是一个结构问题,大而化之的总量判断并没有意义。正是由于认识上的差异,实体经济部门的改革措施的效果不一。

迄今为止,实体经济的供给侧改革,依靠的主要是行政化的“去产能”和环保督查限产手段。但从金融供给的角度而言,“去杠杆”和“紧信用”在一段时期成为金融供给政策的主线,实体经济部门所经历的却是金融供给的明显收缩,背后逻辑是认定金融供给存在过剩。应该说,这种简单收缩政策的效果不彰,值得我们深刻反思,在这种背景下提出金融供给侧结构性改革正当其时。

对于金融供给侧的主要矛盾,笔者认为并非是金融供给总量过剩,而是供给结构失衡。主要表现在以下三个方面:一是从实体部门的资本结构而言,债务资本与权益资本的结构性失衡。债务资本为主,其结果导致宏观杠杆率上升,债务风险压力加大。映射在金融供给端的问题,就是间接融资与直接融资的失衡。间接融资即银行贷款占据主导地位,而直接融资特别是权益融资的占比较低,这与金融市场特别是证券市场的发育不足相关。

二是金融资源向国有大中型企业过度倾斜,而中小企业和民营企业面临融资难的困局,金融供给同时存在局部过剩和局部短

缺的结构性矛盾。三是金融供给过于粗放,商业银行发展片面追求资产规模增长和跨区域扩张,中小银行特别是扎根于社区的普惠金融服务欠缺。

推动金融供给服务实体经济

如果上述判断是正确的,那么就不难判断金融供给侧结构性改革对我国的金融体系和实体经济可能产生的深远影响。

首先,要化解实体经济部门资本结构的失衡,金融体系需要深化改革。改革的方向应该是提高直接融资在社会融资中的比重,相应降低间接融资的比重,减少对银行贷款的依赖,进一步培养和发展资本市场的,在金融供给侧改革框架下具有全新的使命。一方面,随着发展模式转变和产业结构升级,传统的银行信贷模式难以适应创新经济的融资需求。另一方面,减少对银行信贷的依赖,也是宏观去杠杆、稳杠杆的需要。加快发展资本市场,提升股权融资占比,改善实体部门的资本结构,是金融供给侧结构性改革的题中应有之义。从这个意义上讲,设立科创板并试点注册制改革具有里程碑式的意义,因为它为进一步推进主板和创业板的制度改革提供借鉴。

其次,要解决金融供给过剩与短缺并存的结构性矛盾,改善中小企业和民营企业的融资环境,这当然是一项困难的工作,需要持之以恒。对于不同所有制的企业,如何践行“竞争中性”的原则,是金融供给侧结构性改革的难点所在。事实上,央行对如何加大金融扶持小微和民营企业可以说是费尽思量。央行多次定向降准,置换MLF(中期

借贷便利)鼓励商业银行向实体经济贷款,创设TMLF(定向中期借贷便利)工具为小微民企纾困解难。这些都可以看作是金融供给侧结构性改革的有益尝试。在竞争中性原则下,需要淡化所有制标签,完善社会信用体系的建设,平衡风险与回报的关系。

最后,要推动社区银行和普惠金融的发展,明确中小银行的角色和定位。金融供给侧是一个复杂的体系,中小银行的定位非常关键。金融供给侧结构性改革将鼓励民营银行和中小银行进一步发展,笔者认为改革重点并非是增加中小银行数量,亦非鼓励中小银行跨区域扩张,而是明确中小银行扎根社区、服务社区定位。一直以来,我国银行体系都是强调规模增长,地方性的中小银行都存在跨区域异地扩张的动机,造成金融供给区域间的不平衡。改革的方向应该是鼓励扎根于区域发展的社区银行,推动普惠金融服务能力的提升。这就要求地方性银行回归社区本源,服务该区域的实体经济发展。

金融供给侧结构性改革的核心是推动金融供给服务实体经济,其内涵极为丰富。理解这一改革思路的关键在于,正确认识当前金融供给的主要结构性矛盾所在,一是通过发展资本市场调整实体部门的资本结构;二是实行“竞争中性”原则改善中小企业和民营企业的融资环境;三是鼓励社区银行发展提升普惠金融服务水平。可以预见,金融供给侧结构性改革将有利于提升资本市场的活力,增加实体经济特别是小微企业的融资供给,从而帮助中国经济在年内企稳回升。从长期看,金融供给侧结构性改革将有利于稳杠杆和去杠杆,从而有效地防控系统性金融风险。