

■ 科创板·首席说

我们需要怎样的科创板

□中国证券业协会首席经济学家委员会委员 张岸元

成熟市场上市严格退市审慎

美国纳斯达克自1971年成立以来,交易制度不断演进,逐步趋于完备。早期场外交易占据相当大比例,1982年开始实行初步市场分层,2006年,纳斯达克获得美国证券交易委员会(SEC)批准成为全国性证券交易所,同年划分出纳斯达克全球精选市场(GS)分层,进一步提升了影响力和流动性。自此,纳斯达克发展进入全新阶段。

近五十年,虽然经历了互联网、能源、生物科技、共享经济、人工智能等若干次不同量级的科技革命,但纳斯达克市值规模一直远小于纽交所。金融危机之前,其市值与纽交所之比在1:4左右。2008年之后,纳斯达克与纽交所总市值之比才逐步上升至1:2。从IPO数量看,过去十多年,纳斯达克的数量一直高于纽交所,但从融资规模看,除2012年外,纳斯达克始终低于纽交所。

纳斯达克以上发展历程对我们的启示是:我国科创板市场早期规模不会太大。需要股权融资扶持、具有公开市场投资价值的潜在标的数量总是有限的;优质初创企业数量不会由于股票公开发行方式的变化,出现爆炸性增长。科创板正式运行两三年时间内,IPO数量和金额都可以近年创业板情况为参照。

目前纳斯达克划分为要求条件较高的“全球精选市场”以及要求条件较低的“资本市场”两个层级,并根据不同分层分别制定持续上市标准,包括交易类、持续经营及合规性指标等。其中,全球精选层持续上市的要求较高,很多方面甚至高于纽交所。

在退市问题上,纳斯达克同样审慎。其持续上市标准采用多轨并行方式,满足股东权益标准、市值标准或者总资产总收入标准中的一种,即可满足持续上市要求,以减少强制退市。触发退市条件后,公司可从“全球精选市场”转至要求较低的“资本市场”,或者进入场外市场挂牌,直至破产、解散清算等,退市后可重新申请上市。

2013年至2016年,纳斯达克退市率约7%-8%,主要原因是要消化处理此前上市条件宽松到严格转变所带来的后遗症,近两年退市率显著下降。在纳斯达克的退市公司中,自愿退市与强制退市约各占一半。自愿退市中,除被合并之外,估值过低、维持上市成本较高是主要原因。

以上情况给我们的启示是:我国实行注册制,并不意味着放弃实质审查,代之以形式审查,更不意味着“宽进严出”。首批企业应保证成功率,不宜考虑将“严出”作为退路。



IC图片

破解准确定价始终难题

纳斯达克采用T+0交易,没有保荐机构跟投要求,不设投资者门槛。从发行环节看,近五年纳斯达克的718个上市案例中有193个首日破发,比例为27%。

纳斯达克全部股票指数的年化波动率通常高于纽交所全部股票指数,由于要求较低的“资本市场”层异常波动,个别年份全部股票波动率表现奇高(如2013年、2014年、2017年)。但是,近年来纳斯达克全球精选市场股票的年化波动率一直保持在相当低的水平,除2008年外,波动率接近纽交所,多数年份的波动率甚至低于A股。

影响市场波动背后的决定性因素是定价变化,而金融资产定价是永恒的难题。通常的理论定价方法人所共知,依赖于核心参数的假设;而买卖双方之间在关键信息掌握方面,永远存在不对称,这就决定了券商定价不可能做到准确。目前的科创板券商跟投要求与券商传统中介职能存在内在矛盾,其对发行定价的要求超出券

商现有能力。甚至究竟什么是“准确的定价”都存在争议——是顺利完成IPO发行?还是发行后一定时期内保持价格稳定?

A股目前控制首日破发率的方法是发行抑价,尤其是科创板指向的互联网、计算机、软件、医药等行业,发行市盈率均远低于行业PE。鉴于当前科创板市场关注度很高,海量资金追逐有限投资标的,最终可能会出现科创板发行价格显著高于主板行业PE水平。

纳斯达克全球精选市场股票波动率下降是市场长期运行的结果。科创板设立之初,不会考虑类似分层,因此必须要做好迎接更大市场波动的准备。科创板实行T+1交易制度,同时拟定了相对宽松的涨跌停规则。理论上T+1将降低操作灵活性,减少庄股套利机会,但如果没有多空双方力量的平衡,单纯依靠机构自律,恐怕出现大幅波动情况。目前的规则在实际运行中可能出现始料未及的漏洞,尤其在前五个交易日结束、进入20%涨跌停限制之际,更是如此。

“贵”是科技创新板块标志性特征

从运行环节看,纳斯达克成立前两年,指数表现好于道琼斯工业指数和标普500,但随后三年(1973-1975年),指数成长性较差。之后在绝大多数年份里,纳斯达克表现出更高成长性。笔者认为,创新是奢侈品,奢侈品的特征是贵。过去十多年,除个别年份外,纳斯达克的市盈率一直显著高于纽交所,这意味着一家企业如果同时符合在纽交所和纳斯达克上市的条件,会更倾向于选择后者。这既可以认为纳斯达克具有更强的发现价格能力,也可以理解为纳斯达克品牌自身具有溢价。

成功的科创板也应该是“贵的”。对上市公司而言,贵的理由可能是较短的上市周期、更高的IPO价格、更低的持续挂牌成本、更便利的再融资条件等;而对投资者来说,贵的支撑则是市场更加准确发现了价格,公司能为投资者带来符合预期的回报。

科创板设立之初,同时符合在主板和科创板上上市条件的企业,如果愿意选择在科创板等待注册,而不是在主板排队,是科创板成功的重要体现;若干年后,同时符合在境内、境外上市条件的我国优质科创企业,愿意选择在科创板、而不是纳斯达克上市,也是科创板成功的重要体现。至于吸引国际优质科创企业来A股上市,打造真正具有国际竞争力的资本市场,则是更长远的命题。

科创板是近年来我国各方面改革渐进推进过程中,突破性的基础制度建设。单兵突进难免会遇到这样那样的问题,需要有关各方反复沟通,围绕关键细节推演多种场景,谋定而后动。科创板与现有主板有先后之别,无优劣之分。科创板摸索出来的IPO等方面经验,应为主板、中小板、创业板所充分借鉴,推动我国资本市场发展进入崭新阶段。

证或保障,不会介入如类似美国复杂的衍生品,也不会介入过于复杂的结构化产品,而是扎根于简单的贷款类产品。

三是银行承担了其中相当部分的信用风险,而这和美国次贷危机中有投资人(融资提供者)承担信用风险不同。因此,这是一种信用风险分担方案。

四是保险公司是经营风险、给风险定价的行业,目前的车险、寿险及养老险的竞争已经白热化,对于市场非常庞大的贷款信用保险始终不闻不问,或者因噎废食显然不可取。同时,对于市场而言,业务存在风险,才更显得专业的重要。保险业经过多年的发展,未来不仅是科技金融的竞争,核心还是专业性的高端对决。也许更为重要的是,早期贷款信用保险业务对公司的利润贡献有限,但对于完善金融市场特别是对于通畅民企融资渠道,具有非常重要的社会意义。

从AIG所公布的2007年、2008年年报看,高等级的CDS规模(名义金额)分别为5331.43亿美元、3022.01亿美元,其公允价值为114.72亿美元、90.34亿美元,即保险对应的承保比例约为2%-3%。由于前文所述的中国版贷款信用保险没有任何衍生品,同时为降低杠杆率,如以5%为承保比例,则大约可以撬动20倍注册资金的贷款。笔者认为,如果能撬动这笔贷款,这对民企融资环境改善将具有非常重要意义。

笔者相信,在贷款信用保险公司形成规模效应之后,公司的自我生存与适度发展应不成问题。需要特别指出的是,该公司对于解决民企贷款,从而进一步形成市场在资源配置上的决定性作用非常有益;其次,对央行而言,通过此类的“信用杠杆”操作,其实际效用或许比单纯增加社融更有效。同时,这对于全社会的“稳杠杆”也具有独到的示范意义。

货币政策发力重点料调整

□民生银行研究院 王静文 袁雅理

从今年一季度市场情况来看,货币政策逆周期调节力度明显加码。由于美联储加息进程放缓,人民币汇率逐渐走稳,货币政策受到的外部掣肘减弱,从而可以专注于稳增长,货币环境宽松力度明显加大。1月份央行通过“两次全面降准+普惠金融定向降准考核标准调整+TMLF+国库现金定存”政策组合,为银行信贷投放提供了中长期稳定资金来源。央行还创设了CBS,支持银行通过发行二级资本债、永续债等方式开拓资本补充渠道,缓解银行资本约束,疏通信用传导机制此外,监管层还连续出台政策,支持金融服务小微、民企及“三农”等重点领域和薄弱环节。

政策效果明显

数据显示,一季度新增人民币贷款5.8万亿元,创有记录以来的单季新高;3月底各项贷款余额同比增长13.7%,创2016年6月以来新高;社融同比增长10.7%,达到2018年9月以来新高。一季度GDP同比增长6.4%,与去年四季度持平,结束了此前的连续回落势头,好于市场预期,包括工业增加值、投资、消费和出口在内的主要数据都出现好转。

目前,主要宏观经济指标保持在合理区间,市场信心明显提升,新旧动能转换加快实施,改革开放继续有力推进,一季度经济运行总体平稳、好于预期,开局良好。央行货币政策委员会例会也认为,当前我国经济呈现健康发展,经济增长保持韧性,增长动力加快转换。

当然,经济运行还存在一些困难和问题,外部环境总体趋紧,国内经济存在下行压力。这种压力的来源,有周期性因素,更多则是结构性、体制性的。这预示着未来逆周期调节力度可能会减弱,更多将通过改革开放和结构调整的新进展巩固经济社会稳定大局。

因此,决策层对下一阶段的政策次序进行了调整。供给侧结构性改革被大幅前移,提出要细化“巩固、增强、提升、畅通”八字方针落实举措,注重以供给侧结构性改革的办法稳需求,而不是传统的需求政策。积极的财政政策和稳健的货币政策基调未变,但被置于供给侧结构性改革之后,立足点也由之前的“稳增长”转为“追求质的提升和激发市场活力”,短期内政策宽松的可能性下降。

在此之前,央行货币政策委员会例会已对政策基调做了微调,强调保持战略定力,坚持逆周期调节,进一步加强货币、财政与其他政策之间的协调,适时预调微调,注重在稳增长基础上防风险。从去年三季度例会的“高度重视逆周期调节”到四季度的“加大逆周期调节的力度”再到“坚持逆周期调节”,可以看出政策从“加油门”到“收油门”的明显轨迹。由于货币政策已初见成效,央行重提“保持战略定力”,强调与其他政策的协调配合,以及“在稳增长的基础上防风险”。

在政策操作上,央行货币政策委员会提出要把好货币供给总闸门,不搞“大水漫灌”,同时保持流动性合理充裕,广义货币M2和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配。去年四季度例会曾经删掉了“货币供给总闸门”的表述,这次又重新加回来,既与政府工作报告的要求保持一致,也向市场传达了货币政策将会适时预调微调的信号。

总基调不会转向

下一阶段,预计稳健的货币政策要松紧适度的总基调不会转向,货币政策仍需为稳增长营造适宜环境,但会根据经济运行情况对侧重点进行调整。

一是逆周期调控将延续,但将保持战略定力。4月份央行未如市场预期推出降准操作,而是通过重启回购和不足额续作MLF平抑资金面波动,货币政策已显现出边际调整态势。鉴于二季度流动性缺口仍然较大,MLF到期近1.2万亿元,4、5月均是缴税大月,6月面临中考核压力,因而降准仍是可选项,但正如央行行长易纲所言,降准还有一定空间,但比起前两年已经小多了。同时,考虑到小微、民企等关键领域融资难题仍未得到根本解决,预计央行还会通过结构性宽松促进资金流向实体经济,可能更多采用MLF、TMLF等货币政策工具支撑信贷投放,辅之以考核激励机制调整缓解信贷供给端约束,激发金融机构服务实体经济的意愿和能力。

二是将更注重政策协调,防风险的重要性进一步提升。当前财政政策相当积极,通过地方债提前发行和基建投资刺激托底经济,通过减税降费政策降低企业运营成本,激发企业活力。在此条件下,如果货币政策与积极财政政策配合不当,可能造成过度宽松,对稳定宏观杠杆率带来不利。因此,决策层重申坚持结构性去杠杆,预计下一阶段货币政策将会把握调控力度,注重与财政政策、宏观审慎政策、金融监管政策等的协调,避免宏观杠杆率快速抬升。

三是稳妥推进利率市场化改革。当前合理充裕的流动性环境促进了利率“两轨并一轨”的重要窗口期。监管层已在研究利率并轨,为完成利率市场化的“最后一公里”做好准备,这也是增强货币政策传导效力的要求。推动利率并轨的关键在于寻找新的利率“锚”作为适当的市场化参考利率,为存贷款定价作为参考。预计央行将会尽快明确政策目标利率,增强对市场利率的引导作用,以形成市场化的贷款利率基准,加快培育商业银行的资产负债管理能力和定价能力。

四是加快金融供给侧结构性改革。金融供给侧结构性改革问题,将成为下一阶段金融工作的重要内容。包括构建多层次、广覆盖、有差异的银行体系,建设规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场,以及构建风险投资、银行信贷、债券市场、股票市场等全方位、多层次金融支持服务体系等。预计监管层将继续致力于疏通货币政策传导机制,建立“敢贷、愿贷、能贷”长效机制,切实加大信贷投入力度,优化信贷投放结构,以有效支持民营经济和中小企业发展。

五是进一步扩大金融高水平双向开放。以《外商投资法》通过为标志,我国对外开放将进入新阶段。决策层强调要以高水平对外开放促进深层次改革,对金融业而言,不仅要“引进来”,还要“走出去”,既要提高开放条件下国际金融管理能力和防控风险能力,也要提高参与国际金融治理能力。无论是监管层还是金融机构,这些都意味着更高的要求、更多的机遇和更大的挑战。

以市场化方式推动民企“宽信用”

□中国人保资产管理公司 蔡红标

自去年以来,一系列鼓励支持民营企业 and 中小企业融资的政策出台,特别是今年一季度金融数据充分说明了央行确保流动性充裕的政策目标。今年以来,将“宽货币”向“宽信用”转换已成为非常重要的政策目标,笔者认为,能否将“增加流动性”的市场诉求向“提升流动性”转化,一定程度上体现出利率传导机制的改善程度。问题的难点在于,如何在把控信贷总闸门的情况下,提升市场信用的边际放松。为此,笔者试图建立一个基于市场化架构下的“宽信用”推进器。

挖掘贷款信用保险价值

本文的框架建立在以下要素的基础上:一是央行作为最终贷款人,在经济面临系统性风险或认为有必要时,可为特定机构进行担保以确保其信用。当然,这里的特定机构一般是金融机构。

二是在经济面临巨大的下行压力时,央行可以采用扩大抵押品范围,也可以购买质量较低或期限较长的债券。实际上,日本央行在实施量化宽松过程中,由于国债买无可买,已开始购买普通信用债,美联储也在两轮宽松中购买过部分信用债,这也意味着央行可以购买“信用”。

三是保险公司有法定业务为“贷款信用保险”,为一般商业信用保险业务中的细分业务。贷款信用保险实际上可以成为现代保险业除寿险、财产险之外的重要乃至核心业务,特别是如今“宽信用”推进中缺乏有效举措的情况下,值得深入探讨。即如以信用保险为媒介,加速打通银行与借款人的信贷通道,所谓银行“不敢贷”的问题一定程度也会迎刃而解。

为充分挖掘“贷款信用保险”的政策红利和 market 价值,有必要组建专业公司。事实上,无论是在目前的财产险公司,还是外挂在寿险公司,贷款信用保险业务难以形成规模效益。区别于中国出口信用保险公司,同时为了体现一定的政策支持力度,拟组建的中国信用保险公司(暂定名)将专用于国内民企的贷款信用保险。需要说明的是,由于信用保险市场还不成熟,保险公司的定价缺乏有效的精算支持,因此有个试错过程。同时,银行与保险的互信或许也需要时间。作为借款人的企业能否给予保险以充分信任,或者保险与商业银行如何厘清职权利等,均有赖于市场的培育与发展。

组建方案与业务模式

对于组建方案,笔者认为,为了能在制度上起到“宽信用”的设计目的,注册资本不宜过少。股东组成应以能够充分发挥股东优势、甚至能体现国家意志的股东为主。如果过多地仰仗市场资金,则难免在今后业务中出现过多的关联交易或道德风险。尽管当前互联网点来推动,特别是大量中小企业、民营企业遍布各地,早期业务自然是以保险深度为主,但最终还是要以业务广度为基本点。

对于业务模式,笔者认为,应允许前述的贷款信用保险公司无偿使用中央银行的征信系统。同时,应尽可能给予优惠政策。从业务模式看,主要有两大类:一是借鉴于目前的“信用风险缓释工具”(CRMW)模式主要是银行创设,向债券投资者发行。而贷款信用保险公司所发行的贷款信用保险主要是卖给商业银行。商业银行完全根据自有的贷款审批程序,在做出发放给中小企业、民营企业(特别是高新技术企业)贷款的决定(审贷流

程通过)后,原有的贷款模式中由于存在信用风险溢价,因此其贷款利率明显高于基准贷款利率,但在收到保险公司的贷款信用保险后,其信用违约的风险基本消除,因此银行应当将其超越基准贷款利率之上部分或大部分作为保险金支付给保险公司。

当然,为防范道德风险,同样借助于CRMW模式,保险公司所卖的贷款信用保险至多覆盖贷款的50%。同时,对CRMW反向操作,保险公司把贷款信用保险卖给需要贷款的企业(要求是符合其标准的企业,而不能是僵尸企业、落后产能企业等),这类类似于企业的贷款担保。在保险公司的信用“加持”下,银行没有理由不贷款。当然,该模式下保险公司的承保风险较大,一定程度上就是把银行的不良资产转移给保险公司,因此其保险定价非常重要。笔者估计,至少在业务开展的早期阶段,该模式的业务量或相对有限。但是,至少在理论上,贷款信用保险公司的信用保险比一般的担保公司的信用实际效果要更好。

贷款信用保险前景如何

保险业一直存在分歧,一些人会提及2008年美国次贷危机中的AIG(因卖出过多的低品质CDS而破产重组)。因此,为什么成立中国版专用于贷款信用保险的保险公司不会失败?笔者认为,一是该公司在充分享受中央银行征信系统的基础上,必须建立自己的信用评估体系;当年AIG之所以最终失败,主因之一是完全借助于国际三大评级公司,轻信于其基于复杂资产和多重嵌套的AAA评级。国内大型保险资产管理公司经过10年发展,已经形成了具有较强竞争力的内设信用评估队伍。按照一定模式,完全可以独立完成贷款的信用评级任务。

二是该公司主营就是企业贷款的信用保