

素有“食用菌之都”美誉的福建省宁德市古田县，银耳产量占全国总产量90%以上。中国证券报记者日前在调研过程中了解到，当地通过凝聚政府、监管部门、金融机构、企业和农户的合力，紧密连接了农业产业链的各个环节。

多方努力下，农户缺少合格抵质押物、抗风险能力较弱、产品难以打开销路等难题得到有效解决。当前，古田县农副产品已销往全国，成为普惠金融助力乡村振兴的一个典型案例。“食用菌之都”正探路农村金融最后一公里。

本报记者 欧阳剑环

#### 聚焦痛点 盘活资产

从事食用菌种植、经营棉籽壳生意的吉善乡渭洋村村民陈秀访，在村里有自己的银耳标准房，还投资兴建了棉籽壳仓库。“原先这些都不能抵押贷款，在资金周转紧张时，只能找亲戚朋友担保贷款。”

传统的农民资产很难作为合格抵押物获得银行的认可，这是农民获取贷款的主要障碍。为此，古田县设立了新型农村金融中介组织——民富中心，旨在帮助培育、孵化农民专业合作社，实现民富中心与农民专业合作社的对接，并通过民富中心引导金融机构面向农民专业合作社（社员）提供批发型贷款及配套金融服务。民富中心由此成为引导农民专业合作社在农村支持产业发展和盘活农户资产的载体，社员以民间契约的方式将未确权的资产抵押给合作社作为反担保。

民间契约反担保模式推广后，陈秀访马上向合作社进行了申请，把自己未确权的土地和设施等资产以契约的方式抵押给合作社，由合作社担保，从古田农信社获得了50万元贷款。

#### 科创板中签族首日交易宝典

（上接A01版）新股上市初期交易策略有相对固定的参考锚点——开板日。在科创板相关制度下，这一锚点将不复存在，个股上市交易表现将更加分化，股价波动幅度会有所提升、交易时点选择难度将明显增加。

“对新股民来说，没有涨跌幅限制的行情还需多感悟一下，股价变化节奏可能和目前主板新股上市后股价波动的节奏完全不同，中签后的操作也不会像之前‘坐等开板’这么简单。”上述国金证券相关负责人表示。

#### 多因素考量交易策略选择

在原有涨停开板卖出策略失效情况下，对中签投资者而言，选择怎样的策略比较合适？

彭文玉说，对科创板新股上市后的交易策略，主要考虑两个因素。首先，首发定价的安全垫，相比A股可比公司首发定价有一定折扣。其次，新股市后，二级市场给予新股溢价幅度的程度，这要考量股票市值大小、基本面是否足够优质、行业题材是否契合当下市场热点、当下二级市场风险偏好等。

上海证券报林晓丽表示，从科创板新股发行市盈率和行业平均市盈率比较角度看，如果发行市盈率较行业平均市盈率低，说明股票上涨空间很可能比较大；如果发行市盈率远高于行业平均市盈率，投资者需谨慎对待。

对中签的投资者而言，上述国金证券相关负责人建议，首先要借这几天的“空档期”对手中持股做全面了解，尤其是基本面的信息。根据基本面情况和自己的投资风格，决定短期参与还是长期投资，同时自己给一个相对合理的投资回报预期。

从具体交易策略看，海通证券投资顾问瞿时尹表示，科创板股票上市前5个交易日没有涨跌幅限制，所以需要更主观的止盈策略。科创板新股估值，以传统的PB+PE视角看，不算便宜，所以对投资者的建议是适当降低新股涨幅预期，关注上市后的30%和60%两个临时停牌点。如果顺利触发这两个点可以继续持有，如果换手过高或抛压过大，要及时止盈。

#### 上市首日是否卖出要看情况

对于中签科创板新股的投资者而言，是否选择上市首日卖出是非常关注的一个问题。对此，彭文玉表示，不用把所有中签股票首日就卖掉。从科创板新股上市后交易表现看，分化会越来越明显。

上述国金证券相关负责人指出，首先，从本次科创板新股网下询价对象来看，主要是机构主导，专业度更高，而整个定价机制也相当严谨，给出的发行价具有一定投资参考意义。其次，本次科创板新股发行要求一般战略配售机构锁定期12个月，券商子公司跟投锁定期24个月，同时通过摇号中签方式在参与网下打新的6类中长线资金中抽取10%的账户，承诺中签账户获配股份锁定6个月。这就意味着，一方面，新股上市后有相当一部分股份处于限售状态，不会出现大批机构清仓出货现象；另一方面，出于对限售期股份市值安全性的考虑，机构在询价过程中给出的参考价格相对保守。

不过，虽然首批科创板上市企业破发概率可能较小，但对投资者而言，考虑到科创板个股上市以后，股价波动可能较大，还是要做好充分心理准备。

有机构分析人士表示，如果股价大幅超预期要考虑获利了结，反之如果股价表现不达预期，而自己对该股没有长期投资的心理准备，那么及时止盈、止损还是很有必要的。



农户正在淘洗银耳。

视觉中国图片

## “食用菌之都” 探路农村金融最后一公里

“手续很方便，我的银耳标准房、棉籽壳仓库真正实现了价值。”

在风险防控方面，中国人民银行古田县支行行长朱能杰介绍，民富中心探索建立了“农户资产+合作社保证金+县财政风险补偿金”的风控模式，构筑了三道防线。

具体来看，一是农民将资产抵押给合作社，一旦出现风险，由合作社进行资产处置，采用收储返租或转让的方式，实现涉农资产可流转。二是由合作社在合作银行存入一定比例保证金，以至少1:5比例为农户信贷额度提供担保。三是由财政出资2400万元专项风险补偿金全额注入民富中心，对出现风险的贷款实行风险补偿，对经处置后的贷款实际损失部分，财政补偿70%，金融机构承担30%。

朱能杰表示，目前为止这一模式还未出现不良，个别农户出现还款困难也通过合作社内

部救助的方式得到妥善处置，没有传导到银行，也没有产生政府风险补偿金代偿情形。

#### 银保协同 分担风险

古田县绿华食用菌有限公司是家专业从事食用菌菌包生产的企业，为栽培银耳、茶树菇等品种提供标准化菌包，主要出售给种植的农民。

公司内坐落着一个普惠金融服务点，包括两家金融机构：邮储银行和中国人民财产保险公司，公司客户可以在服务点内一站式办理贷款和保险等服务。

邮储银行工作人员介绍，绿华食用菌公司会将真实从事食用菌生产、信用良好的农户推荐给银行，目前已为63户银耳种植户授信总金额861万元。

针对农户在种植食用菌过程中常遇到的菌包感染等问题，保险发挥了巨大作用。中国

人保工作人员介绍，农户为每筒菌包投保0.06元，如种植过程发生感染，可获得1.8元的理赔，赔付金额可以覆盖约80%的成本，以保证农民受灾后可尽快投入再生产，保单还可为农民获得银行贷款增信。

目前，中国人保已为350多户种植户提供了近4300万袋银耳种植保险，保额达8500多万元，保费250多万元，赔款金额591万元。

凤埔乡凤埔村村民林李强种植银耳已经十几年，每年种植20万袋左右。“银耳种植风险大，每年都有两批次银耳被感染，造成的经济损失都要自己承担。”

林李强表示，自从2017年人保财险开展银耳种植保险业务以来，他每批种植都买了保险。“3月那批我种植了3万多袋，因霉菌感染了3000多袋，经保险公司查勘后得到了6000多元的赔偿。”

## 行业头部化进行时 中小私募转型迫切

本报记者 吴瞬

上半年的市场波澜起伏，既有年初的快速躁动，也有年中的横盘震荡，但相比2018年全局势毫无疑问好的太多。不过，“看天吃饭”的证券类私募们依然过得不轻松，基金业协会数据显示，无论是管理人家数还是管理规模近两个月都在不断减少。这一方面是因为私募中赚钱的仍属少数，想稳定业绩并不简单，另一方面私募行业的头部化趋势愈发明显，中小型私募压力明显。

#### 证券私募再现降幅

相比2018年，2019年上半年的行情对证券类私募可谓是“久旱逢甘霖”。私募排行榜的数据显示，上半年私募股票策略指数以15.45%的收益率排名第一，同时接近9成的股票策略私募基金在上半年获得了正收益率，其中不乏一些私募取得了翻倍的业绩。

2019年上半年应该分为两个阶段：一个是在年初到4月初，上证指数从2440.91点迅速攀升至3200点附近，另一个则是之后从3200点一度回调至2800点附近。作为一个“看天吃饭”的行业，证券类私募行业也因为这一行情的变化分为了两个阶段：在4月时证券类私募的规模单月规模增长达到244870亿元，但在5月和6月则再现下降趋势，分别比上月下降12590亿元和13020亿元。

对于一些中小型私募而言，在市场转暖之际也取得了一些不错的业绩，但市场

目光和资金却没有向他们伸出橄榄枝，资金越来越向更大的私募倾斜。深圳一小型私募机构的市场总监杨明（化名）就坦言，他之前在一家大型投资机构工作多年，近两年来加入了这家小型私募，他认为中小型私募机构愈发艰难：“年初好多私募比我们做的好，我们最好时的收益也不过30%，但很多私募都做到了50%以上，甚至有私募做到了400%的收益，经过调整剩下的收益也不过8%左右，再加上我们是一家小型私募没有知名度，募资很难。”

#### 行业整合进行时

事实上，与前述的私募类似，绝大部分中小型私募机构的日子已经越发难过，私募行业的头部化、整合趋势越来越明显。

杨明告诉中国证券报记者，除了直销团队，他们也比较看重代销渠道，代销渠道对扩张私募规模极为明显，但他最近老是碰壁：“现在正规机构中银行的渠道最难进，第三方机构和券商之前因为吃过亏，所以对中小型私募的门槛都非常高，比如要求10亿元以上规模、3年以上的历史业绩，公司投研团队实力也要被考量等。即使满足相关要求，如果团队核心人物只有一两个人，他们也会疑虑一个核心人物究竟能撑住多大的规模。”

一位广州私募人士表示，其所在公司成立于2017年，没有头部私募和老牌私募的品牌优势，很难让市场关注到。“在经历2015年的股市大调整之前，投资者对私募

有相当高的认可度，但私募行业的神话在那一年被打破了，行业内部的优胜劣汰一直都没有停下来。”

#### 实力成比拼关键

在越来越激烈的竞争中，对于私募机构本身来说，想要在行业立足，自身有过硬的实力是最关键的。私募排排网指出，专业化、机构化、差异化等几个趋势是私募未来转型的方向。

首先是专业化，在资管行业里，业绩是私募的生命线，想要取得长期优秀的业绩，专业化是私募必经之路。这里的专业化包括投资的专业化，也包含私募机构运营的专业化。其次是机构化，随着私募机构的逐步增多，个人投资者直接投资私募的难度会增加，通过专业机构进行投资是较好的选择。在美国市场上，私募基金的资产持有人为个人的只占到基金净资产的不到15%，其余的管理规模均为机构持有。而我国的私募基金投资者，从私募的募资渠道数据可以看到，至少70%是个人投资者（包括私募直销和三方代销）。此外，就是私募的定位需要有差异化，走精品化战略。我国9000多家证券类私募，投资策略丰富多样，大型机构的渠道广、策略多、综合竞争力强。而中小型私募想要让个人及机构投资者有更好的选择，则需要有自己的独特定位，例如有独特的策略、有独特的风格等，精品化、差异化是在激烈的竞争中脱颖而出的法宝。

投资银行服务能力的提升，将进一步扩大国内投资银行的客户群体，为代表经济发展趋势的新兴企业提供更全面的投行服务和更专业的全球视野，帮助一些早期未形成一定利润规模、设置差异表决权的新经济企业和研发驱动型优质科创板企业在境内发行上市，防止新兴企业上市资源的流失。以2018年中国新兴经济企业上市情况为例，19家实现上市的公司中，A股市场仅有宁德时代1家，港交所8家、纽交所和纳斯达克上市数量分别为5家。

不过，张宗保表示，科创板对投资银行的专业服务能力提出更高挑战。一方面，压实投行中介职责需要对企业、行业深入理解和判断，另一方面，定价及销售能力亟待提升。

#### 价值投资将成主流

张宗保认为，科创板上市公司代表了我国实体经济中极具成长潜力的部分。结合申报披露的信息来看，拟上市公司或具备了我国优势领域的先进技术，或对标全球巨头实现进口替代，研发投入和营收增长等多项指标普遍高于创业板上市公司。设立科创板并试点注册制将有助于鼓励投资者坚持价值投资理念，以长远视角看待中国经济转型带来的投资机遇，分享中国经济增长红利。

长期来看，注册制试点经验的推广将推动上市公司结构的变化，从而带动市场整体估值提升。同时，上市公司供给量的增加和公司类型的多样化，也为不同投资者带来构建多样化投资策略的可能，从而促进国内资本交易深度和衍生品选择的广度。

张宗保指出，在科创板试点注册制下，投资者定价和风险管理能力面临挑战。由于科创板上市公司很多来自科技前沿领域，业务模式新颖，卖方投资者对于成长股的投资和研究框架在科创板仍然是适用的，但专业知识储备、估值方法选择、公司研判逻辑以及对卖方报告的批判性接受能力都有待提高。

## 公募稳中求进 量化私募跃跃欲试

（上接A01版）一般认为，高波动市场适合量化基金日内回转交易。不过，尽管蕴含较大交易机会，部分量化基金在科创板上市初期会比较谨慎。

日内回转交易，又称为T+0日内回转交易策略，即针对T+1交易机制，通过股票底仓实现T+0及做空交易。在已建好仓位的情况下，当日买入同一只股票（买入数量小于持仓数量），当天就能卖掉股票，相当于完成一笔做多操作，即先买入，再卖出。也可以先卖出股票，然后再买回来，从而完成一笔做空操作，通过捕获买卖价差盈利。

一位量化基金经理表示，这一策略的效果取决于胜率和盈亏比。一般来说，市场波动幅度越大，策略的机会越多，但对波动率也有要求。“每日股价至少波动一个点以上才能考虑做日内回转。”

上述估算没有考虑开市初期场内投资者较少、部分个股流动性可能不足的情况，规模资金买卖时很容易把自己套进去。这是使用日内回转策略的量化基金最担心的问题之一。”该基金经理进一步表示，“除流动性之外，新市场没有历史数据训练

模型，风险会比较高，因此初期不会参与，但不排除有量化基金会参与，毕竟风险大、收益也大。”一家量化私募合伙人也表示：“波动大、玩家少，初期不会参与。”

有业内人士表示，由于科创板股票自上市日起即可作为融资融券标的，因此日内回转交易也可先买入股票，而后高位融券卖出，最后用此前买入的股票还券，实现T+0。

#### 券商获取T+0处理权限

值得注意的是，在科创板交易中，符合条件的公募基金、社保基金、保险资金等机构投资者以及参与科创板发行人首次公开发行的战略投资者可通过转融通出借持有的科创板股票，这将丰富市场上的融券券源，打开融券交易空间。但无论是对机构投资者还是个人投资者，券商都加强科创板两融风控。

某中型券商负责人表示：“融券风险理论上是无穷的。科创板开市初期，融券权限和券源将只给机构客户，对客户规模有着比较高的门槛要求。在交易模式上，希望投资者进行日内回转交易，即在当日融券卖出后，当日还券，保证风险可控。”

对个人投资者，已有券商要求客户签署科创板业务相关风险确认书。据该券商的客户经理介绍，科创板股票首日纳入担保范围，但会进行每月评估，在折算率方面，上市前3个月内为20%，之后每月定期调整。业内人士介绍，这一折算率低于现有A股。

该券商还调整了处理流程，保留了担保比例低于130%时，T+1追保、T+2处理，但将之前的“低于110%次日处理至140%”改为“低于110%时，盘中处理，处理至110%”。

在持仓集中度实时控制指标上，该券商要求，单一科创板股票市值占信用账户总资产比例不得高于20%，科创板股票总资产占信用账户总资产比例不得高于35%。如果担保比例不满足条件，将不得买入科创板股票。

此外，在“科创板上市前5个交易日的证券范围的特别提示确认”中，该券商限制上市前5个交易日融资融券标的证券范围：上市前5个交易日只将由该券商保荐上市的科创板股票纳入融资融券标的证券范围，非该券商保荐上市的科创板股票，自第6个交易日起纳入标的范围。

## 说清注册制

### 注册制有望推动价值投资成主流

本报记者 徐昭 曾秀丽

科创板开创A股注册制发行审核之先河，设立科创板并试点注册制将为发行人、投资银行、投资者迎来新机遇，中信证券股票资本市场部行政负责人张宗保在接受中国证券报记者专访时表示，设立科创板并试点注册制将为发行人拓宽融资渠道，降低上市公司审核成本，同时为投行业务提供新机遇，促使价值投资渐成主流。

张宗保提醒到，设立科创板并试点注册制也将给发行人、投行、投资者带来挑战，其中发行人由市场进行选择和价值判断，将形成更严苛的挑战，注册制下将对投资银行的专业服务能力提出更高要求，投资者定价和风险管理能力也将面临挑战。

#### 严格信披和退市制度

张宗保表示，设立科创板并试点注册制对发行人而言，发行审核标准的包容性与效率的提升，将更高效地服务实体经济。一方面，发行上市标准多元化，将拓宽新经济上市公司融资渠道。另一方面，发行审核效率提高，将降低上市公司审核成本。

不过值得注意的是，由市场进行选择和价值判断，将对发行人形成更加严苛的挑战。一方面，严格、公开的信息披露体系将提高上市公司持续合规门槛。参考英美市场的拟上市公司信息披露经验，其通常要求拟上市公司在招股书的风险揭示等环节进一步明确强制性信息披露的内容和深度，同时也鼓励和引导拟上市公司重视和加强自愿性信息披露，如公司运营数据、公司治理效果、管理层对行业长期竞争格局的评价等深入讨论，成为强制性披露的有效补充。甚至在自愿披露的范畴内引入前瞻性信息披露（例如盈利预测），有助于投资者准确判断发行人价值、增强其研究独立性。从目前交易所对科创板申报企业问询过程来看，在一定程度上淡化了对历史沿革、合法合规、募集资金用途等问题的关注，主要关注发行人科创属性和技术先进性，发行人是否符合发行条件和上市条件，信息披露中法律合规性及财务真实性，科创企业成长发展中的特有风险等重大事项。对拟上市公司而言，信息披露由形式披露向实质披露的转变需要更准确、及时的判断重大信息披露的口径，合规要求进一步提升。

另一方面，更加严格的退市制度将督促上市公司自身质量不断提升。科创板退市制度通过多元化交易类退市指标设定，重大违法强制退市等制度设计，严格退市要求、简化退市流程，并赋予了监管机构较大的裁量权和灵活性，多角度地保证上市公司质量与维护投资者权益。在各类型强制退市指标中，新增交易类退市指标，如连续20个交易日市值低于3亿元实行退市；新增实施重大违法强制退市制度，对存在欺诈发行、重大信息披露违法或者其他严重损害证券市场秩序的重大违法行为，以及存在涉及国家安全、公共安全等领域的违法行为，影响上市公司地位的上市公司采取强制退市。根据相关研究，在美国市场中由于不能满足流动性指标等持续上市标准的强制退市情况很普遍。纽交所的退市公司中约1/3是强制退市，在纳斯达克的退市公司中强制退市约占一半。

#### 投行服务能力分化显著

张宗保表示，注册制缩短了审批流程、减少了审核制通常关注的盈利能力等要点，客观上提升了投行项目周转速度、扩大了服务客户群体。但更重要的是，注册制将更依赖于专业程度高的投行团队对拟上市企业筛选、协助企业规范的信息披露，并帮助企业合理的估值定价。投行服务能力的分化将更为显著，投行在项目资源更加丰富多样，制度与国际接轨促进投行专业能力和国际开拓能力，有利于培养在国际业务的影响力。

投资银行服务能力的提升，将进一步扩大国内投资银行的客户群体，为代表经济发展趋势的新兴企业提供更全面的投行服务和更专业的全球视野，帮助一些早期未形成一定利润规模、设置差异表决权的新经济企业和研发驱动型优质科创板企业在境内发行上市，防止新兴企业上市资源的流失。以2018年中国新兴经济企业上市情况为例，19家实现上市的公司中，A股市场仅有宁德时代1家，港交所8家、纽交所和纳斯达克上市数量分别为5家。

不过，张宗保表示，