

高涨幅、高换手、高市盈率,在打新机构第一时间获利了结、做多机构观望的情况下,科创板上市两周整体走出了单边上涨行情——25只科创板股票上市以来平均上涨217.02%。不过,初期的观望恰恰是公募基金理性参与科创板,避免盲目跟风炒作的最好体现。与此同时,科创板对融券交易机制的优化,令量化私募机构初露锋芒,并在一定程度上起到平抑市场波动的作用。

在业内人士看来,随着科创板上市企业数量增多、融券制度更加完善以及衍生工具的有望推出,机构投资者的主导作用和定价权会持续增强,即便在上市初期,机构投资者也能够更大程度上平抑市场波动。



视觉中国图片

科创板上市两周

公募恐高理性观望 量化私募“T+0”赚差价

□本报记者 林荣华 李惠敏

做多机构观望

科创板上市两周的表现远远超出了机构预期。

涨幅巨大。25只科创板股票上市两周平均涨幅达217.02%,涨幅最高的是沃尔德,涨幅高达418.37%;涨幅最低的是中国通号,涨幅也达到107.02%。从上市第二天起,截至8月2日,25只科创板股票平均涨幅也达到35.19%,仅有中国通号相对上市首日收盘价下跌1.22%,这意味着,以上市首日收盘价买入,大概率还是赚钱的。

换手率高企。25只科创板股票上市首日换手率达77.78%,从上市第二天起,截至8月2日,25只科创板股票平均每日换手率也达到了39.93%,显示投资者以短线持有为主。

市盈率高估明显。截至8月2日,25只科创板股票平均市盈率达136.20,而25只科创板股票首发时所属行业的市盈率平均仅为33.33,从市盈率看已经显著高估。

机构或许并不是前两周行情的主导者。记者了解到,科创板上市首日涨幅大超预期,参与科创板打新的机构投资者基本都已落袋为安。科创板上市首日的龙虎榜数据也印证了这一点。

科创板上市首日龙虎榜数据显示,卖出方均为机构,25只科创板股票龙虎榜总卖出额达91.55亿元,买入方中仅福光股份、睿创微纳、方邦股份、嘉元科技、乐鑫科技、中微公司、南微医学出现机构席位,且除南微医学机构买入方为2.71亿元,其余6个股机构买入金额均不足4000万元。

对于前两周的火热行情,多头策略的机构投资者普遍表示,估值太高,暂不参与。多位公募人士向记者表示,科创板采用市场化询价模式,定价制度上打破了传统23倍发行市盈率的限制,其发行PE相比行业市盈率并未低估,整体估值甚至存在一定溢价,因此在短期内基本面并不具备大幅上涨的驱动力。此外,经历过首日大涨后,科创板股票的高估已经十分明显,除了部分做日内回转交易的量化机构,股票多头的机构投资者基本不会入场。游资和部分个人投资者或许是科创板上市后偏向博弈行情的主要参与者。

尽管这两周科创板赚钱效应明显,但缺席和观望才是这一时期公募基金理性参与科创板的最好体现。事实上,7月19日,部分公募基金收到《关于公募基金参与科创板投资有关要求的通知》,《通知》对公募基金参与科创板投资的研究报价、投资交易、销售管理以及合规风控做出要求。投资交易方面,要求公募基金切实发挥专业

引领作用,坚持长期投资、价值投资、理性投资,严格控制投资交易换手率,保持基金产品投资策略与投资风格的稳定性与一致性,严禁跟风炒作、追涨杀跌;同时,要求公募基金严格落实组合管理、分散投资原则,在现行法规规定基础上,进一步从严设定科创板股票的投资比例限制,审慎投资,切实做好流动性风险管控,避免因集中持股导致基金净值大幅波动。而投资交易方面的要求将直接反映到公募基金的市场行为上。

在机构人士看来,首批科创板股票初期表现超预期,但长期势必回归基本面定价,进入合理的估值区间。届时,精选优质标的,着眼中长期参与,方是机构投资者对科创板的最大支持。

融券助力量化私募显威

尽管上市两周科创板股票整体走出了单边上涨行情,但这并不意味着在提高市场定价效率、着力改善“单边市”等问题上的诸多制度设计收效甚微,相反,一些机构投资者已经开始拿起这些新的“工具”。

以两融制度为例,科创板优化了融券交易机制,科创板股票自上市后首个交易日起可作为融券标的。在两融的上游环节,即转融通环节,一方面扩大券源来源,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,可以作为出借人,通过约定申报和非约定申报方式参与科创板融券出借;另一方面推出市场化的转融券约定申报方式,引入市场化的费率、期限确定机制,并降低保证金比例及科创板转融券约定申报的费率差,提高了机构出借券源的意见。此外,转融通的效率也得到了提升,上交所对出借人、中证金融、借入人的账户可交易余额进行实时调整,出借人出借券源后,借入人可以T+0借入券源。

这一举措效果显著。Wind数据显示,截至8月1日最新数据,除交控科技外,其余24只科创板股票均有融券卖出,总融券余额达20.37亿元。其中,中国通号的融券余额达3.84亿元,心脉医疗、澜起科技、嘉元科技的融券余额分别为1.88亿元、1.35亿元和1.15亿元。整体而言,有17只科创板个股的融券余额都超过了5000万元。虽然科创板融券余额仍小于融资余额,但科创板融券余额占科创板两融余额47.04亿元的比例达43.30%,这一比例远超A股整体水平。Wind数据显示,8月1日,全部A股两融余额为9090.82亿元,融券余额仅110.13亿元,融券余额占两融规模的比例仅1.21%。

以量化交易和多空策略为主的机构成为前两周科创板融券的主要使用者,并在一定程度上发挥了平抑市场波动的作用。记者了解到,科

创板前两周交易波动较大,已经有私募机构借助融券进行T+0操作,获取差价。

幻方量化人士总结认为,融券的主要用途有三方面:第一,不看好个股,对个股进行融券做空获利;第二,利用融券,先买入,再融券卖出,或先融券卖出,再买入,完成T+0操作;三是进行股票多空策略操作,即买入做多一篮子股票,同时融券做空另一篮子股票,获得选股收益。

“第一类交易并不普遍。理论上,上涨空间是无限的,而下跌最多跌至0元,因此融券的理论风险是无穷的,做空获利最多1倍空间,做空个股本身是难度极大的交易。同时,科创板初期的市场特性、板块个股较高的融券券息及保证金比例都对传统的融券卖空交易提出了挑战。至于通过融券完成T+0操作,是在国内T+1制度的特有情形,并不算做空获利,而是通过融券完成日内交易,通过价差获利,若融券成本合适,机构也愿意参与。相比之下,股票多空策略是量化私募更希望发展的。事实上,股票多空策略属于市场中性策略范畴。长期以来,由于国内个股做空机制的缺乏,市场中性策略只能通过选择有限的股指期货空头进行风险对冲。一方面,股指期货市场长期的负基差状况大大提升了对冲成本;另一方面,策略也无法有效获取通过做空较差个股组合带来的收益。个股融券的发展有利于量化机构把握空头部分的alpha收益,这在欧美成熟市场已经非常普遍。总体而言,融券有利于个股回归合理定价,防止个股价格泡沫严重,有利于市场的整体稳定。”幻方量化人士说。

不过,现阶段融券较难和融券利率高企在一定程度上制约了量化私募的施展空间。北京某量化私募人士表示:“很难融券,券源基本都被大一点的机构客户锁定了。利率也很高,有些年化达到18%,对于量化私募而言,要覆盖这一成本还是有压力的。”一位券商两融负责人也向记者证实,目前科创板两融利率基本都在18%左右,其中融券券源最充足的中国通号,融券利率也达到了12%。

一位私募人士表示,未来会参与科创板融券,但目前来看,科创板的机制和券息等各方面条件尚不成熟。“现在借券券商的系统 and 结算尚不支持复杂交易,借券后均要求锁定一段时间,一周到一个月不等,还不能做到每天自动约券还券。”

融券活跃度还将提升

在业内人士看来,随着科创板上市数量增多,机构投资者的主导作用和定价权会持续增强。包括在科创板上市初期,随着融券等机制的不断完善,机构投资者能够在更大程度上平抑

市场波动,避免游资脱离个股基本面,以连续拉涨、再高位出货的方式“割韭菜”。某大型公募人士表示,整体而言,短期内如何利用科创板的融券制度优势,机构还没太多概念,目前是以做量化或者高频交易的私募居多,经验和人才储备都还有待加强。不过,待《证券法》对各类违法违规行为的处罚提高后,科创板的融券还会更加活跃。

北京某百亿私募也透露,将在科创板检验市场中性策略的有效性。现阶段还在观察科创板的交易波动、活跃度等情况,待情况更明朗之后开始实施。

在平抑市场单边波动的具体手法上,前述公募人士表示,就融券而言,比较实际的操作是持有个股组合,然后融券大盘股,起到类似做空股票指数的作用。对单个个股进行融券,尤其是小盘股,风险很大,很容易被多头资金打爆。事实上,融券做空小盘股,需要发现个股的巨大利空,比如实锤证实个股彻底的财务造假等,但这一手法很难实施。此外,随着科创板指数的推出,未来可能还会有更多的科创板衍生工具,这也将丰富机构的操作手段。

在另一位私募人士看来,长期看,科创板未重要对冲手段仍是融券。“实际上,股指对冲并不完全是中性的。从美股看,其融券已经相对成熟,流动性也不错。”他进一步表示,“不同个股的融券成本不相同是很正常的。若发现某上市公司可能出现一定问题,对其融券做空的投资者增多,这个个股的融券利率就会相应上涨。类似于像中国平安等稳定的大市值个股,券息非常低。”

华北某券商系公募基金基金经理表示,未来科创板融券做空的规模,还需要关注市场券源的供给。从当前主板和中小板来看,融券的需求大于融券供给。对于科创板而言,除了券商跟投,公募基金持有的战略配售股票通过转融通出借券源,也能够加大融券的供给。

值得注意的是,公募基金对首批科创板上市股票的战略配售较为谨慎。Wind数据显示,25只科创板股票的战略配售名单中,仅华夏3年封闭运作战略配售灵活配置混合基金和博时科创主题3年封闭灵活配置混合基金参与了中国通号的战略配售,获配数量均为1183.9万股。

前述公募人士表示,在科创板上市初期,基金经理选择较为谨慎的态度是可以理解的。待后期上市数量增多、上市时间变长之后,如果科创板形成稳定估值中枢和交易活跃度后,预计公募基金参与战略配售的数量会增多,同时也为科创板融券带来更多券源。事实上,相关基金选择中国通号作为战略配售对象,很大一个因素是看重中国通号这只大市值股票未来的流动性,待锁定期结束后流动性能够支撑公募基金退出。