

“作为我国资本市场增量改革的“试验田”和“破局者”，科创板从7月22日正式开市至今，已平稳运行百日有余。在科创板开市之初，科创板新股获得市场资金的青睐，首月平均涨幅154.6%（仅统计上市满一个月的新股）。然而，时至11月6日，昊海生科在上市后第6个交易日开盘跌破发行价，成为科创板首只破发新股，同日，仅上市两天的久日新材收盘破发，该股更是创下科创板开市以来首日最低收盘涨幅的纪录；紧接着，首批上市的容百科技在上市后第73个交易日亦未能幸免盘中破发的境遇。此外，杰普特、天准科技、新光光电也接连盘中破发。

笔者认为，科创板部分新股出现破发在预期之中，是正常的市场现象，这彰显了新股发行机制市场化程度的提高，也折射出科创板市场投资逐渐回归理性。



制图/韩景丰

新股破发非异象 科创板投资回归理性

□申宏源研究所新股策略组首席分析师 林瑾
申宏源研究所新股策略组高级分析师 彭文玉

市场化特征更加鲜明

不同于A股其他板块，科创板在推出之初，就肩负着新股发行市场化改革进一步深化的使命，在发行上市制度的设计上赋予了“突破、创新”的色彩，市场化特征更加鲜明。其市场化特征集中体现在三个方面：其一，首次采用注册制，审核端强调信息披露质量，将对企业投资价值的判断交还给市场参与主体。其二，首发定价机制更加市场化，市场化询价、引入定价参与主体之间的制衡机制、参与主体限于投研定价实力更强的机构投资者，突破了A股其他板块相对整齐划一、相对较低的发行市盈率藩篱。其三，科创板新股发行定价提示风险的参照基准不再是行业市盈率，而是不同类型机构的报价水平。科创板新股定价更多地融入价值

投资理念，这意味着新股发行定价与上市交易都将更多体现“随行就市”的特征，其上市之后的二级市场表现是对其首发定价和公司自身经营能力、增长潜力的综合检验。2014年以来，新股发行制度调整之后，A股市场屡屡上演新股上市初期股价暴涨的“造富神话”，这给市场带来了“新股不败”的幻觉。事实上，综观海外成熟资本市场，市场化的发行体制下，新股上市初期出现破发是司空见惯的现象。截至今年11月15日，2019年中国香港和美国纳斯达克市场分别累计上市138只（不含介绍上市和优先股）、247只新股，其中分别有52只、48只首日收盘破发，首日破发率分别为37.7%和19.4%。即便在A股历史上，也曾出现过新股

上市首日破发，甚至是破发潮：2009年A股随着发行询价市场化的深入推进，2010—2012年，A股三大板块累计上市新股766只，其中143只首日破发，累计破发率18.7%，且这一期间新股上市半年、上市一年内出现破发（包括盘中破发）占比分别为68.5%、77.5%。

因此，科创板出现首日或次日破发，也是其持续践行市场化发行理念、不断走向成熟的必经之路。同时，新股破发也并不是“洪水猛兽”，放眼长远，部分新股先破后立，或许才是科创板不断展现投资价值的开始。据统计，2010—2012年，A股首日破发股票中有41只成为上市至今市值翻数倍的企业，如隆基股份、易华录、广联达等。

多因素促成破发

当然，近期出现的科创板新股破发现象，除了是市场化发行机制下的必然，也与近期的二级市场环境、科创板新股上市初期的交易特征、近期的发行节奏等因素密不可分。首先，从率先盘中破发的三只新股具体情况来看，昊海生科和久日新材主要归咎于其偏高的绝对发行价，分别是

89.23元和66.68元。追溯科创板新股首月表现，多数高价股往往因不受游资青睐，涨幅明显偏低。其次，就二级市场大环境来看，尤其是步入年底最后两个月，市场博弈的热度逐渐降温，游资炒作趋于谨慎，题材概念股行情持续性较差，新股或次新股往往作为高风险资金配

倒逼申购策略调整

尽管从长期来看，科创板新股破发意味着新股估值溢价的理性回归，不断显现出二级市场投资机会，但对于新股申购投资者而言，近期新股上市涨幅的大幅回撤，已经开始倒逼网下询价机构着手调整申购策略。与之前一味追逐入围率的相对激进报价策略相比，现在开始融入了估值预期，对于风险系数相对较大的品种，或采取规避，或提高安全垫，且主要反映在询价对象数量的减少和申报价格更趋分化和谨慎上。这在11月6日卓越新能的网下询价过程中表现得非常突出。从参与询价的投资者数量对比变化看，据统计，相比同日发行的清溢光电的投资者数量，可以粗略判断出主动放弃参与卓越新能网下申购的机构数量约有100多家，涉及

产品数量约1100只。再进一步观察参与卓越新能网下询价的投资者申报不同价位所对应的申报量占比，可以发现，仍然以相对高价博入围作为报价策略的投资者数量占比不到两成，其余八成投资者均不同程度地考虑了报价的“安全边际”。若统计上再纳入上文所提及的弃购部分的投资者数量，则以价值眼光参与询价的理性投资者数量占比更高。这与同日发行的清溢光电形成鲜明对照。清溢光电的报价集中分布在报价报告区间的65.16%至65.61%分位，累计申报量占比接近90%；而卓越新能则整体报价中枢偏低，报价位于报价报告区间中枢以下的占比达到53.86%，报价

置的标的，在此大环境下，新股走势难免也会受到冲击。

第三，供给端预期增加。10月份以来，新股发审节奏明显加快，再叠加预期未来两月新股发行或依然维持较快速度，因此，随着新股稀缺性的下降，新股上市溢价水平理论上也会受到制约。

下限及之外的占比为14.88%。

新股上市初期的交易表现，可以说是对机构询价结果的检验，是否能被二级市场认可体现在上市初期的溢价程度上。截至11月15日，11月份上市的13只科创板新股平均首日溢价幅度已经回落至55%。而盘中破发可解读为二级市场投资者对新股定价的认可度并不高。科创板推出之初由于稀缺性等原因，新股获得市场过度追捧，而在科创板运行一段时间后，随着供给的不断增加，或在短期内供给加速的预期影响下，二级市场对科创板新股也将更加“挑剔”。同时，与A股其他板块的比价效应也将会更加突出，预期未来科创板价值投资理应成为主导。

多重因素助力A股向好

若无危机隐患，黄金价格也难获提升。目前，全球主要经济体防风险意识较强，世界经济增速短期大幅下行概率降低，黄金价格或难有持续创新高表现。

股票市场得到资金流入，欧洲股市大幅走强，美国股市三大股指创历史新高。英国可避免无协议脱欧预期缓解之后，欧洲主要股市都出现大幅上涨表现。此外，美股三大股指强势走高。全球最大的对冲基金——桥水基金向美国证监会提交的三季度持仓报告显示，桥水基金在三季度大幅减仓新兴市场ETF，加仓美国ETF。桥水基金对中国市场的乐观态度并没有改变，三季度仍继续加仓中国ETF。

人民币兑美元汇率大幅回升。今年人民币兑美元汇价最高为年初的6.6689，最低为9月的7.1785，期间贬值幅度达到7.64%。人民币的阶段贬值表现一度影响外资进入A股市场的进程，4月中旬至9月初，外资通过沪深港通进入A股的资金没有显著增长的迹象。而从9月初以来，人民币兑美元的在岸和离岸汇率都大幅回升。与此同时，外资通过沪深港通流入A股的规模增长近千亿元。人民币强势表现增加了外资进场的信心。

MSCI等国际指数公司按照既定节奏扩大纳入A股的权重。MSCI11月8日宣布，将实施纳入A股扩容的第三步，将指数中所有大盘A股（包含符合条件的创业板标的）在MSCI新兴市场指数中的纳入因子从15%增加至20%，同时将中盘A股（包含符合条件的创业板标的）一次性以20%的纳入因子纳入MSCI新兴市场指数。此次MSCI扩容举措将给A股市场带来400亿元被动增量资金。

监管层推动中长期资金入市。今年以来，监管机构一直在推动险资等中长期资金进入A股市场。目前，一些中小型保险机构由于负债成本较高，部分公司的权益投资占总资产比例接近30%上限，而大型险企的权益类投资比例较低，多在10%至20%。从整体来看，保险资金权益类占比只有12%，相比上限30%相去甚远。2017年美国寿险公司资产总计7.2万亿美元，其中债券等固收类资产占比48.5%，股票类资产占比达31.5%。显然，国内险资的权益类投资比例仍有较大提升空

间。此外，养老金、社保基金、企业年金、养老目标基金增加A股资产配置潜力也十分可观。

银行理财子公司相继开业，更多资金将源源不绝地进入A股市场。目前，国内33家商业银行公告成立理财子公司，其中12家银行已获批准筹建，包括6家国有大行、3家股份制银行和3家城商行。工农中建四大行的理财子公司无疑是国内资管行业的巨无霸，其可能涉及的理财产品规模或达数十万亿元。当然，这些理财产品的较大比重仍是固定收益类产品，权重类产品资金在初期或通过券商、基金等资管机构流入A股市场。

前三季度国内GDP增速仍然保持6.2%，在全球主要经济体中名列前茅。显然，近期市场投资者是比较关注中国经济增速的下行压力，但是作为世界第二大经济体，中国经济增速远高于其他主要发达国家。从需求来看，中国的城市化水平仍低于主要发达国家，大型城市群的建设仍有较大空间；从供给来看，国内积累了雄厚的物质技术基础，基础设施日益完善，产业体系逐渐完备，高素质人才不断增加，供给侧结构性改革也在不断推进。因此，中国经济在世界经济当中保持较好增长的预期依然乐观。目前，全球500强企业中国内企业数量已经占第一位，在A股市场上的低估值绩优蓝筹股整体业绩向好，估值水平持续推高。可以预期的是，这些行业龙头企业将推动中国经济由快速发展向又好又快发展前进，而与之相对应的股价表现将推动中国股市发生巨大变化，有望走出“超级牛”的表现。

国内居民的财富构成中，金融资产比例渐渐增加，改变之前房地产独大的单一结构。当前，国内居民总资产规模或在500万亿元左右，其中房产占比高达70%，存款占比15%，股票和证券投资基金占比不到4%，其他则是保险、理财等其他金融资产。随着全民“炒房时代”的结束，居民财富增配金融资产将是大趋势。显然，这一趋势中股票、基金等资产配置的提升是可以期待的。

基于以上分析，笔者认为，目前国内外多重因素均支撑A股将迎来新一轮牛市。

抓住区块链新机遇 银行业应有新作为

□交通银行金融研究中心研究专员 张哲宇
交通银行博士后科研工作站博士后 文巧甜

从2008年中本聪提及区块链至今，区块链已从理论走向实践，应用领域从数字货币拓展至具体金融业务领域。从全球银行业看，国有大行是区块链技术应用的先行者，但与欧美相比，国内大型银行对区块链的基础研发投入有待提升。国内银行区块链应用集中于供应链金融和票据业务。未来国内银行业应从练好内功打基础、理性客观选场景、加大投入强研发、创新激励引人才等四方面积极拥抱新技术，把握区块链发展新机遇。

大型银行对基础研发投入不够

与欧美相比，国内大型银行对区块链基础研发投入有待提升。

今年1月，建行研究院与国务院发展研究中心联合对全球系统重要性银行的金融科技活跃度进行研究评估。从影响能力看，高盛的区块链热度是全球系统重要性银行中最高的，其次是摩根大通，处于第三梯队的是巴克莱、中国银行和美国银行。从投资能力看，欧美大型银行股权投资金融科技更偏重底层技术。其中欧洲大型银行投资区块链技术服务类的集中度最高，美国大型银行投资金融科技呈现“多而全”的特点，主要集中于支付类、金融基础设施和软件服务类、区块链技术服务类以及大数据分析类。高盛和花旗银行投入最高。

虽然国内银行的区块链应用不断拓展，但与外资银行相比，国内银行区块链技术投入主要通过内部自研而非外包的方式，并将重点放在业务场景应用、解决现有业务痛点上，对基础研发投入不够。

银行业区块链应用有新布局

国有大型银行是区块链技术应用的先行者。2019年互联网金融协会与新华社联合发布的《中国商业银行数字化转型调查报告》数据显示，从银行类型看，互联网银行和国有大型商业银行对区块链技术应用较为积极。国有银行在区块链应用方面推广较早，业务种类较为丰富；互联网银行和股份制银行在平台搭建领域卓有成效。

国内银行区块链应用集中于供应链金融和票据业务。根据中国互联网协会数据显示，境内银行应用区块链技术较高的业务场景依次为供应链金融、票据业务、贸易金融、支付结算、小微金融、信用评估等，而在货币与外汇、财富管理以及农村金融领域几乎没有涉及。整体可概括为跨境业务、资产业务和中间业务三大业务。

一是跨境业务。在跨境支付领域，中行、工行等16家核心银行已加入全球支付创新项目SWIFT gpi，全面提升跨境银行支付新标准。在国际贸易领域，民生、中信银行合作打造了基于区块链技术的国内信用证信息传输系统（BCLC），解决交易双方的互信性和电子数据传递等问题；建设银行探索国内福费廷与国际保理业务，提升贸易融资流动性。

二是资产业务。在供应链金融领域，农行推出“区块链”平台，向电商供应链的法人客户提供完整的电商融资服务。在服务民生领域，中行对接“数字雄安”，运用区块链参与新区的土地补偿，代理发放临时占地补偿款。在网贸融资领域，微众银行开发了基于联盟链的联合贷款备付金管理及对账平台，可用于两家银行“微粒贷”联合贷款的结算与清算。

三是中间业务。关于数字票据交易平台，浙商银行推出了移动数字汇票，以数字资产的方式进行汇票存储及交易。关于综合性金融平台，工行研发自主可控的区块链平台，应用于供应链金融、存证溯源、资产交易与监管审计等多领域。关于零售银行业务，光大银行与中国银联合作开发区块链电子签单系统，探索完全基于互联网环境的联盟链；江苏银行上线了“苏银豆”积分区块链系统，聚焦银行积分营销。

积极拥抱区块链应有新作为

当下距离区块链走向大规模应用还有很长一段距离，在这一过程中仍将面临若干挑战，作为国家经济中流砥柱的国有银行大有可为。

练好内功，为更大范围应用打好基础。区块链技术必须建立在大量群体参与并共享的基础上才能实现价值，封闭的系统并不能发挥区块链优势。建议商业银行围绕客户这一中心，改善客户体验，提高产品市场竞争力；抓好数据这一主线，建立健全数据治理体系，统一数据标准，提升数据资产质量，为区块链技术应用营造良好环境、打下坚实基础。

理性客观，有针对性地布局业务场景。可以预见，金融业应用区块链技术主要为解决原有业务交易确认和交割环节昂贵耗时、多参与主体交互认证效率低下、部分业务重复性强工作量大容易诱发操作风险等痛点问题。但中心尚未有覆盖各主要商业银行的区块链技术协议或联盟，不同银行间开发的系统并不互认。鉴于此，建议银行业可基于自身业务发展实际情况，有针对性地选择个别业务场景作为试点，待市场发展、技术条件与监管政策成熟后逐步推广应用。

加大投入，重视底层技术研发。尽管区块链短期内不会有明显成效，但二三十年后将是金融市场各项业务运转的基础设施。国内的大型银行无论从政治担当还是市场竞争角度，都应通过股权投资或内部孵化等方式加大区块链技术研发投入，尤其是与外资银行相比，要尽快补齐底层技术基础研发的短板。

创新激励，引进留住高端复合型人才。精通新兴技术的高端型和既懂技术又懂业务的复合型人才，将是未来银行业数字化转型中最抢手的稀缺资源。银行应通过构建敏捷开发团队创新工作方式、成立子公司建立市场化激励机制等办法，引进并留住金融科技精英人才。