

券商谋变科创债：

构建技术专利专属风控体系 创新产品服务化解投融两难

自5月初央行与证监会联合发布关于支持发行科技创新债券有关事宜的公告，首次明确将券商纳入科创债发行主体范围以来，债市“科创板”已初具规模。Wind数据显示，截至6月16日，券商总计发行科创债券34只，发行金额总计294.70亿元（按发行起始日统计）。6月16日，又有两家头部券商华泰证券和中信建投获批发行科创债。6月以来，券商科创债发行累计获批额度逾550亿元。

中国证券报记者在采访中了解到，在政策推动券商发行科创债的新形势下，如何突破传统信用评级模式，精准评估成长性科创企业的专利价值和研发周期风险，成为打通其融资通道的关键。为此，券商正着力探讨构建基于法律、技术、市场等多维度的专利价值动态评估模型与覆盖研发全周期的风险量化体系，并通过设计可转债、业绩挂钩条款等创新产品平衡风险收益，同时力求平衡好短期商业效益与支持“硬科技”的社会责任。

● 本报记者 赵中昊

建立针对性风险评估体系

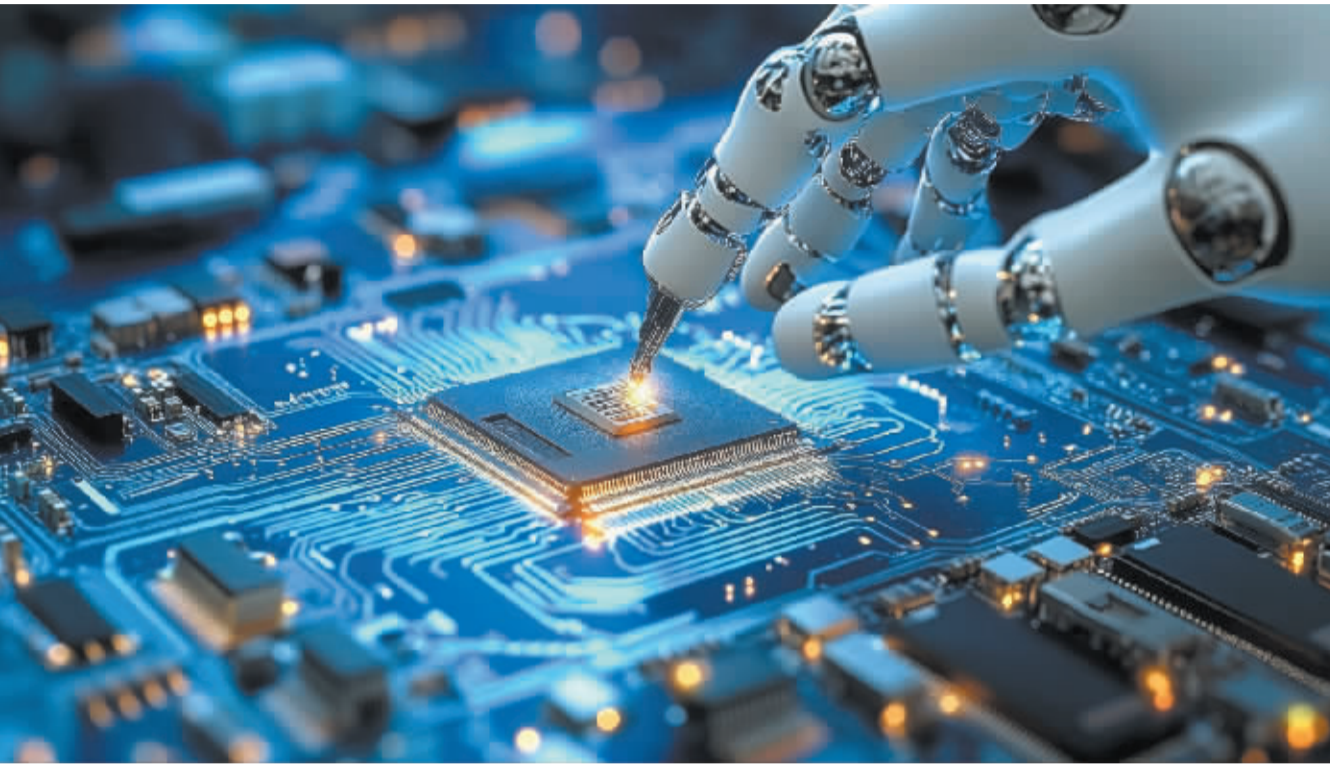
新授授权券商发行科创债并承担做市职能，但当前中小科创企业发债仍依赖外部增信。业界关注的核心在于，券商如何突破传统信用评级框架，构建针对技术专利、研发周期等科创要素的专业风险评估体系。

金元证券产业金融总部负责人周昱衡对记者表示，券商要突破传统财务指标主导的信用评级模型，需从方法论革新、技术工具应用、数据整合三个维度展开。

从方法论角度看，券商需构建多维度评估框架，引入专利价值动态评估模型，从法律状态（稳定性、侵权风险）、技术先进性（原创性、行业壁垒）、市场应用（商业化程度、现金流贡献）等多个维度量化专利价值，还需建立覆盖研发全周期的风险量化体系，对技术路线可行性、团队执行能力、资金需求匹配度进行动态评估。

从技术角度来看，券商应积极应用金融科技赋能评估效率，开发专利价值智能评估系统，构建研发周期动态监控平台。

从数据整合的角度看，券商应整合全球专利信息、行业技术报告、专家评审



视觉中国图片

意见，建立专利质量评估标准库，同时构建研发周期数据库，收录半导体、生物医药、新能源等领域的平均研发时长以及资金消耗曲线等，通过比对行业基准，识别异常项目并调整风险溢价。

在金元证券看来，券商应组建“金融+科技”复合型团队，定期与科研机构开展技术研讨会。未来，随着金融科技与行业数据的深度融合，科创债风险评估将向智能化、动态化方向持续演进。此外，行业机构应与监管机构共建科创债评估标准，推动技术专利、研发周期等指标纳入官方评级指引，探索“监管沙盒”机制，允许优质科创企业项目采用创新评估方法，积累数据后形成行业标准。

此外，针对中小科创企业知识产权质押融资面临的专利估值难、处置流动性差等问题，华福证券相关业务负责人认为，券商可从三个维度入手，强化增信支持。一是建立知识产权质押融资风险补偿机制，联合政府部门、产业园区等设立风险补偿基金，对知识产权质押融资出现的坏账进行一定比例的补偿。二是完善知识产权处置渠道，与知识产权交易平台合作，建立便捷的知识产权流转机制，提高知识产权处置的流动性。例如，在债券违约时，可通过知识产权交易平台快速拍卖质押的专利，减少损失。三是引入担保机构共同参与，与专业的融资担保机构合作，由担保机构为知识产权质押融资提供担保，增强增信效果。

周昱衡认为，券商还可创新金融产品和服务，针对科技企业轻资产、重技术的特点，探索将“技术流”比照“现金流”纳入授信审批序列，为技术型企业专属定制“技术贷”“知产贷”等知识产权信贷产品。

实现风险与收益动态平衡

监管要求科创债募集资金投向“硬科技”，但成长期企业研发投入大、现金流不稳定。券商如何设计含权条款以平

衡投资者风险与企业融资成本？

上述华福证券相关业务负责人建议，一方面，券商可发行可转换公司债券，赋予投资者在特定时间内将债券转换为公司股票的权利。当企业发展前景向好时，投资者可通过转股获得资本增值，从而降低对债券利息的要求，减轻企业融资成本压力。

另一方面，券商可探索附认股权证债券。投资者在购买债券的同时获得一定数量的认股权证，可在规定时间内以约定价格购买公司股票。这种方式既能为企业提供融资，又能在未来企业价值提升时为投资者带来额外收益，增强债券的吸引力。

此外，券商还可设计业绩挂钩条款，根据企业的研发进度和业绩目标，设置债券利率的调整机制。若企业达到预定目标，可降低债券利率；若未达到，则适当提高利率，从而实现风险与收益的动态平衡。

在周昱衡看来，除上述三点外，券商还可引入风险分担机制，利用政策性工具，如担保增信、创设信用风险缓释凭证（CRMW）、信用违约互换合约等，降低投资者风险，同时鼓励市场化或区域性增信机构为科创债进行增信，帮助发行人筹集长周期、低利率的债券资金。

“券商还应完善配套的信息披露机制。”周昱衡补充道，强化信披能确保投资者充分了解企业的经营状况和资金使用情况，有助于增强投资者信心。还可增设包括提前赎回权、回售权在内的投资者保护条款，保障投资者的合法权益。

平衡好商业效益与政策使命

值得关注的是，监管机构将券商的科创债承销纳入券商社会责任（做好金融“五篇大文章”）评价。但不可忽视的是，中小型债券项目的经济效益低于传统债承业务。在此背景下，如何有效调和市场驱动的商业逻辑与政策导向的社会

责任，已成为业内亟待探讨的关键问题。

在金元证券看来，为了协调商业效益与政策使命，券商一方面可以适当加大前期投入，加快建设针对科创板块的产业研究、资产定价、风险评估等业务能力，确保在项目筛选、尽调、承销等环节有充足的资源支持。另一方面，应加强对监管、政府部门的政策研究，充分运用相关政策增收降本。例如，与地方政府合作，争取政策补贴或风险补偿基金；利用证监会的“绿色通道”政策以及审核注册时限压缩政策等降低承销成本。此外，券商还可以提供承销服务之外的增值服务，如提供财务顾问、投后管理等，增加收入来源的同时，还可创新金融产品（科创债ETF、REITs等），增加市场流动性和二级市场收入。

上述华福证券相关业务负责人认为，券商首先应优化业务结构，将科创债业务与其他业务进行联动。科创企业在不同发展阶段有着多样化的金融需求，券商不能仅局限于单一的债券承销，而是要拉长服务链条，为科创企业提供全生命周期的金融服务。通过全流程陪伴式服务，不仅能够增强与科创企业的黏性，还有助于挖掘更多的业务机会，实现从单一项目收益向长期客户价值的转变。

其次，券商应争取政策支持，积极向监管部门争取税收优惠、风险资本计提优惠等政策，降低科创债业务的成本，提高盈利空间。

最后，还要树立品牌形象。通过积极参与科创债业务，提升券商在科创领域的专业能力和品牌影响力，吸引更多优质的科创企业客户，实现长期的商业价值。

“科创债业务短期追求盈利性与政策使命的冲突，本质上是‘短期投入’与‘长期价值’的平衡。”上述华福证券相关业务负责人表示，券商通过构建生态化业务模式、争取政策红利、塑造品牌溢价，不仅能破解盈利困局，更能在科创金融赛道建立先发优势，把握未来科技产业爆发带来的结构性机遇。

科技股普遍走强 A股结构性机会凸显

● 本报记者 吴玉华

6月16日，A股市场低开高走，三大指数全线上涨，科技股普遍走强，稳定币、金融科技、光模块等板块表现活跃。整个A股市场超3500只股票上涨，逾70只股票涨停。市场成交额，成交额为1.24万亿元。

资金面上，6月16日，沪深300主力资金净流入超8亿元，一周A股市场融资余额增加超80亿元，资金情绪出现回暖迹象。

分析人士认为，中东冲突对中国资产的实际影响有限，A股市场大概率维持震荡行情，重点把握结构性机会。

科技板块全线活跃

6月16日，A股市场低开高走，三大指数全线上涨。截至当日收盘，上证指数、深证成指、创业板指、北证50指数分别上涨0.35%、0.41%、0.66%、1.84%，科创50指数下跌0.21%，上证指数报收3388.73点，创业板指报收2057.32点。

大盘股集中的上证50指数、沪深300指数分别上涨0.32%、0.25%，小微盘股集中的中证1000指数、中证2000指数、万得微盘股指数分别上涨0.68%、1.07%、1.43%，大小盘股携手反弹。

当日A股市场成交额为1.24万亿元，较前一个交易日减少2604亿元，其中沪市成交额为4815.94亿元，深市成交额为7334.94亿元。整个A股市场上涨股票数为3559只，73只股票涨停，1641只股票下跌，6只股票跌停。

从盘面上看，稳定币、金融科技、光模块等板块表现强势，科技相关板块全线活跃。申万一级行业中，传媒、通信、计算机行业领涨，分别上涨2.70%、2.11%、1.99%；农林牧渔、美容护理、有色金属行业跌幅居前，分别下跌0.76%、0.49%、0.43%。

传媒行业中，光线传媒20%涨停，星辉娱乐涨逾14%，凡拓数创涨逾10%，元隆雅图、遥望科技涨停，IP经济显著走强。消息面上，在6月15日举行的第27届上海国际电影节开幕论坛上，光线传媒董事长王长田表示，《哪吒》系列衍生品开发商、生产商和销售商获得了很大的市场红利，有可能已经实现了几百亿元的正版销售额。“我认为最后完全有可能实现上千亿元的衍生品销售额。”

6月16日，稳定币板块大涨，Wind稳定币指数上涨9.05%，板块内天阳科技、四方精创20%涨停，拉卡拉涨逾15%，雄帝科技涨逾13%，海联金汇、中科金财、恒生电子、恒宝股份涨停。

开源证券计算机行业首席分析师陈宝健表示，巨头陆续入局，稳定币发展前景可期，持续看好稳定币市场投资机会。

资金情绪有所回暖

Wind数据显示，6月16日，沪深两市主力资金净流出27.30亿元，较前一个交易日大幅减少，其中沪深300主力资金净流入8.57亿元，资金情绪出现回暖。沪深两市出现主力资金净流入的股票数为2158只，出现主力资金净流出的股票数为2976只。

行业板块方面，6月16日，申万一级行业中有11个行业出现主力资金净流入，其中传媒、计算机、通信行业主力资金净流入金额居前，分别为27.82亿元、14.88亿元、12.00亿元，主力资金明显流入科技相关板块。在出现主力资金净流出的20个行业中，国防军工、机械设备、有色金属行业主力资金净流出金额居前，分别为21.12亿元、14.39亿元、12.64亿元。个股方面，光线传媒、天阳科技、三维通信、海联金汇、恒宝股份主力资金净流入金额居前，分别为14.70亿元、5.63亿元、5.39亿元、4.35亿元、4.03亿元，科技股受到主力资金青睐。

Wind数据显示，截至6月13日，A股市场融资余额报18044.25亿元，上周融资余额增加80.16亿元。

从行业情况来看，上周申万一级31个行业中有19个行业融资余额增加，医药生物、有色金属、食品饮料行业融资净买入金额居前，分别为20.59亿元、15.74亿元、15.39亿元。在融资余额减少的12个行业中，非银金融、电力设备、机械设备行业融资净卖出金额居前，分别为10.74亿元、7.28亿元、4.69亿元。

从个股情况来看，上周融资客对61只股票加仓金额超1亿元，剔除上周上市的新股后，对江淮汽车、贵州茅台、海光信息、东山精密、中科曙光加仓金额居前，分别为12.64亿元、6.92亿元、5.08亿元、4.76亿元、3.47亿元。

关注三条主线

Wind数据显示，截至6月16日，A股总市值为97.59万亿元，万得全A滚动市盈率为19.29倍，沪深300滚动市盈率为12.72倍，A股市场估值仍具有性价比。

对于A股市场，中信证券首席A股策略师裘翔表示，中东冲突的地缘影响很大，但对中国资产的实际影响有限。市场在中央汇金等机构支撑下整体向下的风险有限，但盈利暂时没有整体性好转迹象，主观多头机构资金弱势、量化增量资金强势且敞口偏向小微盘，这些因素共同产生了微盘股单边趋势性上涨而大盘股持续低迷的环境，不过这些因素已经开始出现松动。

“从历史来看，中东地区爆发冲突后，无论是短期还是长期，对A股、港股市场整体影响均不明显。行业端，短期影响不大，中长期取决于冲突持续时间长短，若持续的时间较短，或利好成长板块，若持续时间较长，则利好资源品、交运及红利板块。”光大证券策略首席分析师张宇生表示，此外，中东地区在我国的进出口份额中占比也较低，冲突本身对于国内经济的影响较弱。

“A股市场大概率维持震荡行情，重点把握结构性机会。”中国银河证券策略首席分析师杨超认为，长期来看，外部不确定性加大仍将是基本面面临的一大挑战，但在政策持续发力下，国内经济有望展现较强韧性。在权益类公募基金扩容、中长期资金入市与政策工具护航下，A股资金面或将延续稳中向好态势。

对于市场配置，裘翔表示，算力供应链（AI服务器、PCB、ASIC芯片、光模块、交换机、算力租赁等）值得重点关注；AI应用环节需要持续跟踪观察，其中多模态视觉理解应用趋势明确，建议重点关注字节生态链公司，以及绑定品牌客户成长的零部件及模组公司，品类方面建议关注AI眼镜、AI玩具等产品。

杨超建议关注三大主线配置机会：第一，安全边际较高的资产，低估值、高股息特性契合中长期资金配置需求，在外部不确定性与低利率环境下兼具安全边际与收益确定性。第二，科技仍将是中长期配置主线，短期来看，在市场主线快速轮动的环境下，估值较低的细分板块值得关注。第三，政策提振下的大消费板块，以旧换新政策显效，新消费潜力在消费行为重构与技术深度赋能下持续释放。

中小券商积极推动国际化布局

● 本报记者 林倩

在头部券商加速推进全球化布局的背景下，部分中小券商也积极响应，如西部证券近期拟设香港子公司。在业内人士看来，受益于资本市场双向开放和跨境投资渠道扩容，券商加速抢占全球市场，国际化是必然趋势。作为连接境内外资本市场的桥梁，中国香港成为券商国际化的重要枢纽，中小券商积极入场将为行业发展注入新活力。

打造国际化业务平台

中国香港市场作为中资券商出海桥头堡，吸引了中信证券、华泰证券、国泰海通等头部券商较早深度布局。近来，一些中小券商也在试水海外业务，并将中国香港作为开拓国际业务的首选之地。

西部证券日前发布公告，公司第六届董事会第二十次会议审议通过了《关于提请审议公司设立香港子公司的提案》，

同意公司在中国香港设立全资子公司“西部证券国际金融控股有限公司”（暂定名）。

针对本次设立香港子公司的目的，西部证券表示，是为了满足公司战略发展需要，顺应资本市场双向开放趋势和服务实体经济跨境投融资需求。本次投资有利于公司积极布局和拓展国际业务，打造国际化业务平台，服务公司跨境客户需求，实现公司可持续综合化发展。

对于本次投资的风险，西部证券表示，本次投资设立香港子公司尚需通过相关主管部门审核及备案，存在一定不确定性；公司在开展跨境金融机构经营和展业过程中也将面临跨境法规政策风险、跨境金融持牌风险等因素。

“公司将严格遵守境内外各项法规，对香港地区的金融政策和法规进行全面了解和评估，建立全面审慎、严格的法律风险管理体制、内控机制及风险评估和隔离机制，依法合规开展香港子公司设立工作和后续经营活动，积极防范和应对香港子公

司在实际经营中遇到的相关风险。”西部证券表示。

中泰证券也在公告中披露了旗下中泰金融国际有限公司相关担保进展。因经营需要，中泰国际与华夏银行股份有限公司香港分行签订银行授信协议，中泰国际之下属全资子公司中泰金融服务有限公司将提供担保函以支持银行授信协议。该担保函设定了担保人（中泰金融服务）对被担保人（中泰国际）的担保金额为不超过4.5亿等值港元。

港股市场成首选

业内人士表示，在港股一、二级市场持续回暖的背景下，中资券商也在积极拓展服务范围，加速抢占市场，从自身禀赋出发的中资券商有望在相关业务中站住脚跟。

申万宏源非银首席分析师罗钻辉表示，受益于资本市场双向开放走深走实以及跨境投资渠道扩容，加之实体经济

出海的市场需求，结合证券行业中长期目标（力争要通过5年左右时间，推动形成10家左右优质头部机构引领行业高质量发展的态势；到2035年，形成2至3家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构），大型券商正加速抢占全球市场。

“港股流动性改善助推优质资产表现，看好港股风险偏好与资金面的持续改善。”广发证券非银首席分析师陈福表示，中资券商服务港股交易与香港财富管理需求有望快速提升，跨境理财通2.0升级释放南向投资需求，中资券商深度参与。港股上市浪潮直接贡献港股上市费用，建议关注高港股敞口、高港股投行收益的一流投行。

罗钻辉认为，港股IPO改革不断革新，加之中概股回流趋势和赚钱效应显效，中国香港作为连接境内外资本市场的桥梁，必然成为券商国际化的重要枢纽。券商国际化业务路径应从自身禀赋出发，总体从收费类业务向资本金业务拓展。