

# 超大型IPO可引入“储架”发行模式

董少鹏

近两个月来,受多种因素影响,国内股市出现较大波动。一方面,要着眼当下,正视扰动市场的因素,加强沟通,采取必要措施,提振信心;另一方面,要立足长远,在完善供需平衡机制上下功夫,增强市场内在稳定性和韧性。

我国股市存在过度融资、冲动融资的情况,上市公司上市初期股价高企,两三年后大幅回落的例子并不罕见。在全面注册制下,发行人和中介机构根据市场形势确定发行的时机和价格、规模,自觉接受市场的约束,按道理,可以实现“供需均衡”。但现实情况并不那么乐观,需要进一步完善机制,加强制度约束,让卖方的价格遵循稳健、可持续的原则,赢得投资者的心。

超大型IPO项目往往需要更大的资金量,对市场供需的影响是显而易见的。在长线资金仍然不那么充足的情况下,应当关注超大型IPO带来的影响,完善相关机制,这也是市场化的本意。笔者建议,结合

我国实际,引入“储架”发行模式,将超大型IPO活动与长线资金建设更好统一起来。

所谓“储架”发行,就是一次注册发行规模,发行人可在一定期限内分次发行。这一制度最早在美国实行,主要用于上市公司再融资,1983年11月份美国证监会推出“415条规则”(储架注册规则),2005年12月份又颁布《证券发行改革规定》,形成较为成熟的储架注册流程。美国储架发行遵照市价发行原则,承销方式较具灵活性,包括购买承销、招标拍卖、零星发行等方式。第一次注册的有效期是3年,届满时可以提交新的“储架”注册申请,有效期也是3年。

显然,“储架”发行是分批次发行,每次发行的价格并不固定,而是随行就市。这既可满足上市公司的资金需要,又不至于造成资金沉淀浪费,可以有效遏制冲动发行、过度融资。结合我国市场实际情况,可以在大型IPO项目中引入这一模式。目前,这方面研究已取得一些成果,可在进一步研究的基础上开展试点。我

国公司债发行已实行“储架”发行,也可作为借鉴。

从我国新股发行实践来看,超募现象时有发生。这是因为,发行人的融资决策普遍存在“一次性融资额最大化”的倾向。有时,在融资过程中市场形势已发生变化,原定投资项目不再可行,发行人也不愿放弃融资机会,这就造成资金大量闲置或变更投向。有的上市公司甚至把融资用于委托理财、违规借贷等。而超大型IPO企业,其投资的项目本身就是分批次使用资金的,一次募足必然造成资金闲置,并不可取。何况,大规模一次性融资还会给二级市场带来压力。

大型IPO实行“储架”发行,根据募投项目实施进度分批融资,可最大限度地督促发行人增强敬畏之心,精心对待募投项目,根据市场变化认真改进工作,提高工作质量。并且,每一次发行审核都与前一次募资使用情况相挂钩,便于投资者和公众监督。在此机制下,发行人为了达到融资目的而进行选择性

的信息披露,变得难上加难。发行人会更在意其持续再融资的长期利益,及时披露相关信息,规避信息披露中的不理智行为。这就可以有效解决过度融资问题,杜绝超募问题。

在“储架”发行机制下,分次发行减小了单次融资规模,还可以提高交易效率,缩短市场反应时间,有利于缓解巨额融资对二级市场的冲击。

从监管角度看,如果发现上市公司违规使用募集资金,监管部门可依法惩戒,甚至可以暂停其后续发行;而不是让上市公司“一次融个够”,待发现其违规使用募集资金时再被动追究。这相当于节约了监管成本。



# A股配置时间窗口正在形成

邓海清

2023年,欧美经济增速回落,出现明显衰退迹象,中国尤其要立足做好自己的事,搞活内循环、扩大内需是稳增长的重点。中国经济需要开辟房地产之外的信用扩张渠道,这需要资本市场的繁荣和全社会风险偏好的恢复。当前A股估值处于历史较低水平,泡沫风险小,具备进一步提高市场估值的条件,新的配置窗口正在形成

近期股市情绪较弱,创业板指数创出3年新低。笔者认为,市场往往在绝望中孕育机会,A股配置的时间窗口正在打开。

上半年A股市场走势出现了五个背离:一是与基本面向好势头背离。中国经济呈现结构性复苏局面,股市走势未充分反映。二是与海外市场走势背离。近期全球主要股票市场都陆续创出新高,但在主要国家中经济增速处于第一梯队的中国股市却表现疲弱。三是与充裕的市场流动性背离。央行维持流动性合理充裕,居民存款流向理财市场,但似乎流向股市的趋势并不那么明显。四是与上市公司盈利情况背离。二季度大部分上市公司盈利是好转的,至少没有继续恶化,但主要股指在回落。五是与政策取向背离。实行全面注册制,鼓励高科技企业上市,是为了实现产业、金融、科技的良性循环,但股市低迷不利于发挥金融服务实体的作用。

出现这种情况,是由于市场参与者对经济复苏的信心不足,对增长预期过度悲观。各类资金的风险偏好都出现了下降:(1)银行资金。严监管、穿透式监管导致银行风险偏好下降;(2)各类金融机构资金。存款利率下调,央行维持货币市场利率低位,各金融机构可以通过投资低风险债券并加杠杆套息的方式覆盖资金成本、完成盈利目标,对股票等权益类资产兴趣下降;(3)地方政府和城投资金。地方财政收支压力较大,各种产业基金投资规模大幅缩水,由地方政府或城投主导的权益投资和并购减少;(4)居民资金。经历过疫情后居民风险意识上升,年轻群体就业压力加大,预防性储蓄增多,资金风险偏好下降;(5)“现金奶牛”资金。作为疫情期间“现金奶牛”的出口行业和上游行业不景气,风险偏好下降。各类资

金风险偏好下降导致股市主要靠存量资金博弈,板块轮动较快,难以形成合力推动指数行情。

笔者认为,二季度部分经济数据不及预期不等于增长没有后劲,而是市场“转场中的间歇”。未来随着政策作用进一步显现,重点经济领域重新活跃,就业形势好转,经济数据也将得到修复。

度过当前这段时间,市场信心有望回升。首先,消费复苏力量会在暑期再次得到验证。在“五一”假期消费高潮之后,市场参与者对消费复苏的预期出现回落。但相关促消费、扩内需的政策还在持续。随着暑期到来,各类旅游出行活动将重新活跃,消费复苏的成色将重新显现出来。二是年轻人就业形势加快好转。从历史上看,每年7月份(毕业季)是年轻群体就业择业的主要时间段,随后压力会快速下降。三是新的稳增长政策有望出台。当前房地产销售情况不理想,投资增速仍在下行。同时,受去年不断走高的基数影响,政府基建投资增速也面临着较大的下行压力。在此背景下,考虑到三季度GDP基数效应消失后,需防止各项经济指标增速出现较大回落。出台相应的稳增长举措是必要的、可行的。

2023年,欧美经济增速回落,出现明显衰退迹象,中国尤其要立足做好自己的事,搞活内循环、扩大内需是稳增长的重点。中国经济需要开辟房地产之外的信用扩张渠道,这需要资本市场的繁荣和全社会风险偏好的恢复。当前A股估值处于历史较低水平,泡沫风险小,具备进一步提高市场估值的条件,新的配置窗口正在形成。

今年上半年的主线比较弱,数字经济的星星之火尚没有形成燎原之势。下半年,随着经济转型相关阶段性主题更加明确,股市的长期主线也

会凸显,有望带动市场行情。笔者建议,关注以下主题:(1)数字科技:这是中国式现代化的“破壁”之方,以人工智能为代表的技术创新正如火如荼,数字经济成为高质量发展的引擎和风向标。在激烈的大国科技竞争中,拥有数字经济的主导权才能拥有未来。(2)高端制造:中国高端制造产业集群不断拓展,从高铁到互联网、智能手机产业链,再到新能源、造船、C919大飞机产业链,不断推进科技自立自强,提高产业链的韧性和竞争力,抵御外部“脱钩”威胁,并凭借“中国市场”和“中国创新”吸引对方主动与我们“挂钩”。(3)消费复苏:当前消费“量”(人流/客流)的恢复较快,“价”(消费支出)的恢复相对较慢,随着年轻人就业压力逐渐得到疏导,居民收入和消费信心将得到恢复。此外,绿色消费(新能源汽车等)、人工智能消费(自动驾驶、VR等)具有可持续性。(4)地产常态化增长:目前房地产市场较为疲弱,从稳增长的角度看,更多的房地产政策值得期待。建议创设“保交房”保险产品,打消居民担心新房无法交付的担忧;明确一定时间内不开征房产税,稳定购房者预期。从地方政府角度出发,近10年来全国城镇化率从2012年的53.1%提升至2022年的65.2%。随着中国城镇化高潮阶段的过去,未来各城市稳定房地产市场将主要从发展产业、扩大就业、吸引人口流入等方面发力,讲究久久为功,区域房地产市场从“城镇化红利”走向“实体经济红利”。

(作者为中航基金副总经理、首席投资官)



# 子强论市

## 新能源车「越卖越亏」怎么办?

赵子强

今年以来,我国新能源汽车市场继续保持强劲增长势头。不过,在新能源汽车销量猛增的背后,相关企业却面临着越卖越亏的尴尬处境。据业内权威人士透露,中国100多个电动汽车品牌中真正盈利的也就两三个。

造成这种现象的原因:一是成本高昂。新能源汽车的核心部件是动力电池,其成本占整车成本的三分之一以上。另外,新能源汽车还需要配套建设充电桩、换电站等基础设施,这也增加了车企的运营成本。二是竞争激烈。我国新能源汽车市场已经进入白热化阶段,一些车企为了抢占市场份额,不惜低价甚至亏本销售,导致市场价格混乱和行业平均利润下滑。

面对销量向上、利润向下的情况,车企可以从以下方面着手:

首先,提高技术创新能力。技术是新能源汽车产业的核心竞争力,须加大研发投入,尤其是动力电池、电机、电控等核心部件的技术创新,提高产品性能、安全性和可靠性,降低产品的成本和消耗。还要加强智能网联、自动驾驶等技术的应用,提升产品的智能化和人性化水平,增加产品的附加值和吸引力。

其次,优化产品结构,提升品牌形象。我国地域辽阔,不同地区的消费者有不同的需求,需要细化和差异化。比如,可以针对城市和农村居民的不同出行场景,开发外观、公路、越野、高速、低速等差异化产品。同时,车企要着力塑造自身品牌形象,体现特色文化内涵和驾驶理念,凝聚忠实用户群体。

最后,加强产业链协同合作。新能源汽车产业是一个涉及多个领域和环节的复杂系统,各参与者协同合作才能实现高效运行。车企应加强与动力电池、充电桩、换电站等上下游企业的合作,建立稳定和互利的供应关系,共享成本收益和风险责任。同时,车企也应该加强与政府、行业协会、科研机构等相关方的沟通和合作,参与制定相关标准、规范、政策等,共同推动新能源汽车产业的健康发展。

近期,房地产促销活动花样翻新:从日常的送装修、送物业费,升级到送车位、送汽车,还有有的送现金补贴、送金条,甚至打起了“零首付”甚至“负首付”的擦边球。这说明,在去库存压力下,部分房企在背水一战。

笔者认为,在行业深度调整期,房地产开发商花式促销有一定合理性,但惟有实打实保障交房质量,做好卖房后的服务,才能获得购房者的认可。如果各种“返赠游戏”与交房质量、售后服务相冲突,即使购房者拿到了“返赠品”,也会损害开发商的核心竞争力——客户满意度。更有甚者,花式促销下,签了购房合同可能收不到“返赠”的足额资金,收房时可能看不到与当初宣传相匹配的精装修,“负首付”买房可能加大违约断贷风险。

如此,开发商信誉受损、客户流失,还可能引发一系列官司。创新营销模式,拓宽获客渠道,加快资产变现,充盈现金流再扩表,是房地产低迷时期的必然之策,但创新须有章法,要立足长远。“返赠游戏”只能锦上添花,不能作为救命稻草。越是在市场低谷期,越要练好产品力和服务内功,保持和增强品牌的诚信度。

一些房企通过购房节、VR看房、直播卖房等线上渠道拓客,就是很好的方式。据统计,截至2022年末,TOP200房企超过八成入驻抖音。这背后,除了抢夺客源,减少支付给中介带客的营销费用,降低三费支出亦是主要诉求之一。

值得注意的是,不管是秒杀房源还是售卖购房券,直播卖房活动也存在做秀式促销。对此,要加强多方面监管,依法惩处违法违规者。房企也要意识到,房子是非标准品,引来流量后,要通过标准化的线下服务去实现转化。

说千道万,最好的营销是产品本身,房企要将着力点落在保交楼、保质量上。在行业防风险、改善资产负债情况的同时,营销活动应以市场为导向,以客户为中心,这样,房地产行业才能重回发展正轨。

## 做秀式卖房不可取

王丽新

# 言之有理

## 部分基金清盘是一个积极变化

阎岳

股市疲弱,基金的日子也不好过,现象之一是迷你基金数量增多,遭遇清盘的也不在少数。笔者认为,部分公募基金清盘有益于净化市场环境,符合优胜劣汰要求,是一个积极的市场变化。

公募基金走差异化发展之路,是市场驱动决定的,“适者生存”是不可抵抗的基本规律。这些清盘的基金,相当一部分是没有跟上市场环境的变化,严重同质化是其“硬伤”。

这两年,ETF基金备受投资者欢迎,是因为这类产品既符合居民财富管理需要,也紧跟实体经济战略调整的节奏。相关这方面产品包括6月6日上市的央企回报ETF、央企红利50ETF、央企股东回报ETF,以及已运行两年多的科创50ETF。

公募基金产品创新既要符合行业高质量发展要求,也要跟上各行业发展趋势,若能体现一定的前瞻性会更好,但要坚决摒弃蹭热点、抢噱头、赚规模的“伪创新”。

部分基金清盘还说明,在激烈的市场竞争中,“跟随者”的日子越来越不好过。要改变以收取管理费和托管费为主的盈利模式,创新基金行业的盈利模式。

现在,降低公募基金固定管理费的呼声再起。2022年基金业绩表现不甚理想,但管理费收

入仍达到1442.43亿元,为投资者所诟病。笔者认为,公募基金收费管理改革,要以基金公司、基金经理、投资者三方共赢为落脚点。而基金公司盈利模式创新是核心,要激发每一位基金经理的创新动能,提升投资者的获得感,切实做到行业发展与投资者利益同提升、共进步。

证监会去年4月份发布的《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》提出,支持基金管理公司探索实施多样化长期激励约束机制,研究采用股权、期权、限制性股权、分红权等方式,实现员工与公司长期发展的绑定,保持长期利益的一致性。目前这方面的经验积累还不够,头部基金公司应当加快改革步伐。

从行业发展前景来看,要坚定“总量提升、结构优化”的路子。“总量提升”是公募基金行业近年来发展的一个显著特征,“结构优化”则是公募基金行业谋求高质量发展必须面对的阵痛。

截至今年4月份,公募基金管理规模达到27.29万亿元,近五年增长1.4倍。监管层大力发展权益类基金的目标不会变,而且会进一步完善相关制度机制、打通痛点堵点,为各类机构投资者入市创造更加有利的制度环境。

随着行业深化改革,“结构优化”步伐将加

快,部分基金清盘就是具体表现。统计数据显示,今年以来截至6月9日,年内进入清盘流程的基金共有122只(A/C份额合并计算)。对总量达到10813只的公募基金产品来说,这个数量并不算多,但对相关投资者的影响不可小觑。既要坚定不移不移走市场化道路,也要加强投资者教育和保护,引导投资者识别风险。

证监会6月9日就《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定(征求意见稿)》公开征求意见。加快培育买方中介队伍,既可以促进基金公司主动进行产品“结构优化”,开发出契合经济转型升级需要、适配资本市场发展、满足投资者需求的产品,又可以为普通投资者提供专业服务。

