

## 再谈挺起A股的脊梁

■ 董少鹏

去年1月26日,笔者曾针对股市大跌撰写《挺起A股的脊梁》一文,呼吁机构投资者坚守价值投资理念,发挥市场压舱石、定盘星作用。从那时起到现在,已经接近19个月,市场再次出现大幅调整的局面,再谈挺起A股的脊梁,十分必要。

据中万宏源证券统计,截至2022年底,A股市场各类专业投资机构持股市值占比约为22%,交易量占比约为30%;个人投资者持股市值占比约为40%,交易量占比约为70%。虽然根据不同统计口径,相关数据会有一些差异,但在过去5年里机构投资者两项占比都有明显提高,市场影响力得到较大提升。机构投资者特别是大型机构投资者,拥有人才优势、研发优势、信息优势、资金优势、品牌优势,一举一动都对市场风向带来很大影响,理应担当价值投资的表率,维护市场价值中枢稳定。我国个人投资者规模

较大,但其投资决策较为多元、交易方向较为分散,难以形成引领性的价值共识,更多时候体现为从众跟随模式,即对机构动向和别人的操作经验颇为看重,而缺少独立研究和价值坚持。因此,当有关政策或突发事件出现时,个人投资者的羊群效应十分明显,踩踏效应也时有发生。所以,大型机构投资者的定盘星、压舱石作用就更加重要了。

机构投资者特别是大型机构投资者维护市场价值中枢稳定,不仅需要真金白银,也需要对经济形势、市场前景和价值判断有所担当,发挥引领作用。这是因为,机构投资者不单是权益产品的交易者,往往还是信息的解读者和传递者,是为个人投资者提供交易服务的平台和通道,如果其释放的投资理念、价值判断、信息解读出现偏差乃至混乱,并且通过实际操作加以佐证,对市场风气和市场氛围的影响是很强

的。事实上,的确有一些投资机构只重视自家经营业绩,不重视自身行为对于全市场的影响,甚至像普通个人投资者一样追涨杀跌,在市场波动较大时助涨助跌,加剧市场恐慌情绪。更有个别机构唱多做空或者唱空做多,专做个人投资者的对手盘,俗称“割韭菜”。在从严监管的今天,胆敢触犯法律法规“割韭菜”的机构少了,但是随波逐流、顺便“割韭菜”的并不少。监管层要求主流机构投资者“拒绝短线炒作”“开展逆周期布局”“进行长期考核”,并不断完善监管举措,将促进机构投资者切实履行价值投资引领者的责任义务。

当前,经济运行正处于爬坡关键时期,尤其需要凝聚市场共识,切实防止“误解叠加”和“信心损耗”。今年上半年,国内生产总值同比增长5.5%,社会消费品零售总额同比增长8.2%,第三产业增加值同比增长6.4%,凸显消费和投资需

求正在稳步恢复增长。当然,恢复增长不是直线型的,而是一个波浪式发展、曲折式前进的过程,这是经济遭遇疫情冲击并叠加结构调整的必然形态,绝不等于“经济不行了”。今年以来,针对经济恢复进程中的问题和难点,党中央、国务院持续推出扩内需、稳市场、促创新、扩大开放等一系列政策措施,受到产业界和消费者、投资者普遍欢迎,政策效果正在逐步显现。对于唱空中国经济和股市的各种声音,包括机构投资者在内的市场参与者应当加以识别,不以讹传讹,不给“小作文”以通过。

目前,我国5000多家上市公司绝大多数运营稳健。截至8月21日,共有1031家公司披露2023年半年报,554家上市公司实现净利润同比增长,占比达到53.73%;有40家上市公司计划2023年中期分红。当然,也会有一些公司业绩表现不佳甚至亏损。机构投资者应当找出其中

的原因,并帮助相关企业找到解决问题之道。即便经济恢复仍处于爬坡阶段,但我们也看到,还是有相当一部分上市公司的价值被低估。主流机构投资者应深入研究实际情况,坚持价值投资取向,带领其他投资者拨开信息迷雾,打开新阶段的价值投资前景。

我们同时希望,各行业的头部上市公司和细分领域的优质上市公司,发挥价值引领作用,一是认认真真做好日常运营,发挥好促进扩大内需、产业结构调整、创新发展的积极作用,实实在在回报投资者;二是重视市值管理,采取必要措施稳定市值中枢,向市场释放更强的投资信心。

少鹏观点

## 宁静致远

## 程序化交易要好好管管

■ 安宁

近日,证监会有关负责人就活跃资本市场、提振投资者信心答记者问时表示,适时推出程序化交易报告制度。笔者认为,通过实施报告制度,可进一步提升此类交易的监管透明度,降低信息不对称带来的风险,从而维护市场的稳定和健康发展。

所谓程序化交易,是指通过既定程序或特定软件,自动生成或执行交易指令的交易行为。与传统的人工交易相比,程序化交易能够更快速、更准确地处理大量的交易信息,在瞬间做出决策并执行交易操作,大大提高了交易效率和灵活性,有增加流动性等积极作用。

但是,在市场大幅波动期间,程序化交易频繁申报和频繁撤销申报等操作手法也会对市场产生助涨助跌作用。可以说,程序化交易是一把“双刃剑”,对资本

市场运行有利有弊,需要不断完善监管措施。

近年,随着程序化交易的广泛使用,世界各国对程序化交易的监管力度不断加大。如德国在2013年出台了全球第一部针对程序化高频交易的法案,内容涵盖“最小报价单位、程序化交易的定义、金融服务机构获取高频交易许可”等多个方面;美国从公司内控、行业自律和外部监管三个层次建立了程序化交易的监管制度。

我国证券监管部门在2015年提出了加强程序化交易监管的基本思路。经过多年努力,证券监管部门已针对程序化交易可能引发的风险,建立了部分监管规则和执法措施。

在2019年颁布的《证券法》中规定,程序化交易须向证券交易所报告。今年发布的沪深主板交易规则中也增加了程序化交易报告制度的相关规定,明确程序化交易应当符合相关规定,并履行报告义务。

适时推出程序化交易报告制度,有利于市场公平公开公正原则的落实,有利于防止此类交易带来的市场波动和风险,促进程序化交易有序发展。

笔者认为,在推出程序化交易报告制度、完善此类交易监管手段的基础上,应当整体梳理关于此类交易监管的规则,形成系统性的监管框架。要进一步完善程序化交易不同策略类型的差异化监管;进一步优化事前、事中、事后三个维度的监管,打造立体化的程序化交易风控体系。总之,要通过制度完善和监管优化,努力实现证券交易效率与安全的动态平衡。

证监会近日公布了活跃资本市场一揽子政策措施,明确提出“建立公募基金管理人‘逆周期布局’激励约束机制,减少顺周期共振”。笔者认为,开展“逆周期布局”,可以借鉴巴菲特投资日本股市的策略。

2020年8月份,伯克希尔·哈撒韦公司购买大约60亿美元日本股票,沃伦·巴菲特作为公司掌舵者,看中的是日本股市的低估值、日本的低通胀率和高疫苗接种率。2022年初,巴菲特继续加仓日本股票。

巴菲特购买的日本股票,日本国内投资者基本上是敬而远之。今年以来,巴菲特购买的日本股市五大商社股价涨幅超过30%,最大涨幅超过70%。人们在感慨“股神”的神来之笔时,也在纳闷:为何学不来、用不好巴菲特的投资策略呢?

笔者认为,巴菲特投资日本股市就是典型

## 言之有理

## 跟着巴菲特学“逆周期布局”

■ 阎岳

现在建立公募基金管理人“逆周期布局”已经具备一定条件。首先,是可选投资标的已足够丰富。其次,是公募基金经理的数量和素质有显著提升。第三,经济转型以及资本市场生态环境的持续优化让“逆周期布局”成为可能

的“逆周期布局”,是“人弃我取、别人恐惧我贪婪”投资策略的具体表现。做决策前,穿透基本面的层层迷雾,发现前进道路上的点点星光;做出决策之后,则需要动心忍性,为抵达胜利的彼岸而披荆斩棘。

我们当然希望公募基金管理人中能出现巴菲特这样的投资家,但更希望能够涌现出一批具备“逆周期布局”能力的基金经理,真正实现行业发展与投资者利益同提升、共进步。

笔者认为,现在建立公募基金管理人“逆周期布局”已经具备一定条件。

首先,是可选投资标的已足够丰富。从产品类型看,股票型基金、混合型基金开展“逆周期布局”的需求最为迫切。目前A股上市公司超过5000家,截至今年一季度资产管理行业产品数量为197989只,二季度公募基金产品数量为10980只……无论是从投资标的的数量,还是行业高质量发展角度考虑,公募基金管理人进行“逆周期布局”的条件和需求都已

经具备。

其次,是公募基金经理的数量和素质有显著提升。我国的公募基金发展已历经25年,公募基金经理数量已超过3400人。在这些基金经理中,拥有硕士学位的占比高达86%,博士占比10%,所学专业聚集在金融学、经济学、管理学等,毕业院校多为中外名校。在掌握“逆周期布局”、拥有自己的独门绝技之后,假以时日,这些人中一定会出现国际级投资大师。要构建“逆周期布局”激励约束机制,为“坚持长期主义,努力做难而正确的事”的基金经理提供时间跨度合适的考核机制。

第三,经济转型以及资本市场生态环境的持续优化让“逆周期布局”成为可能。在我国科技自立自强的进程中,资本市场的孵化作用会更加突出,随时会出现开创性的行业与企业。公募基金管理人如何看待这些新兴行业与企业,一方面是对视野、格局的考验,另一方面也将成为获得超额收益的契机。公募基金的规模越来越大,开展“逆周期布局”的空间也随之扩大。

## 险资买股如何实行长周期考核?

■ 苏向泉

近日,证监会有关负责人就活跃资本市场、提振投资者信心答记者问时表示:“推动建立健全保险金等权益投资长周期考核机制,促进其加大权益类投资力度”。这并非监管部门就这一问题首次发声,去年,原银保监会就曾提及相关内容。

之所以要推进长周期考核机制,是因为当下险资机构普遍实施的“短周期”考核机制存在诸多弊端。目前,以1年为周期考核,一方面,股票等权益投资会提升总投资收益率的波动性,为避免承受来自股东、客户、市场声誉等各方面压力,险资不愿意提升权益投资的占比;另一方面,短期业绩考核和排名,不能驱动险资机构从所投资资产的周期收益特征来配置资产,反而会使其过分关注短期收益,引发跟风投资及增加交易频率的行为。

实际上,区别于公募基金、银行理财等资金,险资的一大优势是久期很长,行业平均负债久期超过10年,普通寿险负债久期甚至能超过50年。这为险资实施“长周期考核机制”创造了条件。此外,从险资实际投资收益率来看,其大比例配置的固收类资产收益率呈下行趋势,有必要通过引入“长周期考核机制”,提升权益资产配置占比,以对冲整体收益率下行压力。

基于上述分析,笔者认为,无论是出于险资自身长远发展的目的,还是出于活跃资本市场的目的,都应推动险资机构在权益投资方面实

施“长周期考核机制”。具体而言,应从四方面着手:

首先,要优化会计处理方式。今年上市险企已实施新会计准则,在新准则下,权益投资收益变化较此前更充分、及时地反映资本市场波动的波动性,这“放大”了险资年度总投资收益率的波动性。此外,目前部分未上市险企仍沿用此前会计准则,并将股票投资记入“交易性金融资产”或“可供出售金融资产”。若计入后者,可弱化年度投资收益波动性,但若所投股票下跌超过一定时间或一定幅度则须计提减值,因此也不能有效缓解配置权益资产的压力。

整体来看,目前的会计处理方式会凸显年度业绩差异,不利于险资弱化“短周期”考核。实际上,监管部门也注意到了险资机构权益投资会计处理的问题。上述证监会有关负责人答记者问时就提到:“推动研究优化保险金权益投资会计处理”。

其次,要完善委托机制。当下险资的运作模式主要分为两类:一是自主投资,规模占比较小;二是委托投资,主要为委托关联方投资,规模占比较大,近年来规模占比保持在70%左右。从这个角度来看,要建立长周期考核,委托方和受托方就要将长周期考核目标融入委托机制中,并在投资动机、预期目标、双方权责等方面达成一致。这也要求双方建立贯穿投前、投中、投后全流程的业绩评价和考核体系。

当然,在注重长周期考核的同时,委托方不能完全忽视短期考核目标,原因是,如果只关注长期考核目标,一旦出现临近长周期(3年或5年)考核节点,实际投资收益率与预期目标偏差太大或大幅亏损,就会形成无法挽回的局面。因此,在长周期考核时,也要对短期投资行为进行适度跟踪和过程管控。

再者,要建立匹配长周期考核的配套机制。该机制应至少包含三部分:其一,延长对投资管理人考核周期。上述证监会有关负责人也提到:“积极推动各类中长期资金树立长期投资业绩导向,全面建立三年以上的长周期考核机制”。其二,健全激励机制,通过采用薪酬递延发放、员工持股计划等策略,实现险资管理机构与资金管理人的长期投资目标趋同。其三,引入多元化考核指标,包括长期净投资收益率、长期总投资收益率、长期财务投资收益率等指标,合理确定各类目标的评价权重,推动形成科

学的长期评价体系。

最后,给予适当的监管支持。在偿二代二期工程(《保险公司偿付能力监管规则(II)》)下,股票资产“消耗”的资本金高于债权类资产。险企若要长期、较高比例持有股票类资产,则必然要求其有较强的资本实力,以保证在较长期限内偿付能力充足率达标。而部分中小险企资本实力弱,根本无法长期持有,更无法实现长周期考核。因此,建议监管部门给予长期进行股票投资的险资机构合理的风险权重优惠。

总之,实行长周期考核是个系统工程,既需要多个监管部门协同发力,也需要参与险资运作的不同主体目标一致、共同努力。

向泉观察

## 提高科技型企业重组的估值包容性

■ 谢若琳

现做大做强。

适当提高轻资产科技型企业的估值包容性,可支持优质科技创新企业通过并购重组做大做强。过去几年,轻资产公司作为并购标的,往往伴随着“高估值、高承诺、高商誉”,这为上市公司并购后的持续发展埋下隐患。在并购重组审核阶段,监管对轻资产公司的价值评估问题审核更为严格,这有效保护投资者的利益。

但随着技术的跨越式发展,大量科技型企业融资需求无法得到满足,此时提出“适当提高轻资产科技型企业的估值包容性”,不但为基础创新、产业升级提供了资金支持,还有利于产业的持续迭代和升级。当然也要具体问题具体分析,跨界并购热点高溢价并购行为,仍然值得警惕。

目前,主流的重组支付方式可以分为三类:一是,上市公司支付现金、发行股份、发行优先股、定向权证、存托凭证等购买资产;二是,上市公司通过换股吸收合并购买资产;三是,通过金融机构募集配套资金,如设立并购基金、银行并

购贷等形式。

作为A股上市公司的一种权益产品,可转债以往只是被允许作为一种融资工具,由上市公司发行用以募集资金,且往往限于公开发行。事实上,“定向发行可转债”的案例已在市场上出现,却缺少相应的规则合理规范,由此也能看出,目前上市公司重组支付和融资工具还有很大的丰富空间。

笔者认为,除了使用自有资金并购外,银行并购贷等存

在短期还款压力,不利于上市公司并购长期目标的实现,因此还可鼓励优质企业发行长周期的低息企业债募集资金,优质的上市公司可以利用长周期的低息债进行高质量的产业并购,使得企业在并购后的运营整合过程中以更从容、更符合经济规律的方式展开,更有利于企业实现通过产业并购提升上市公司资产

质量的初衷,同时,也会降低企业做并购过程中因为融资杠杆过高、时间压力过大而带来的经营风险。

近日,证监会有关负责人接受媒体采访时提出,深化上市公司并购重组市场化改革。优化完善“小额快速”审核机制,适当提高轻资产科技型企业的估值包容性,丰富重组支付和融资工具。

目前,A股上市公司突破5000家,总市值在100亿元以下的公司占比超70%,市场存量博弈加剧,交易金额小、发股数量少的小额并购交易不断涌现。对于中小市值的上市公司而言,优化“小额快速”审核机制十分必要。

市场环境瞬息万变,产业整合并购的筹备过程中,高效决策、快速推进对企业在激烈竞争中夺得先机尤为重要。特别是针对技术快速发展的热门产业,下好先手棋更有利于上市公司掌握主动权。相信“小额快速”审核机制将促进更多企业实

若有所思