

# 中國經濟加快轉型升級 科創板任重道遠

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

2019年以來，科創板各項準備工作快速推進，預計首批企業最早將於2019年7月-8月上市。2019年1月30日，中國證監會就《科創板上市公司持續監管辦法（試行）》和《科創板首次公開發行股票註冊管理辦法（試行）》公開徵求意見；上海證券交易所就設立科創板並試點註冊制相關配套業務規則公開徵求意見；2019年3月1日，證監會發佈了《科創板首次公開發行股票註冊管理辦法（試行）》和《科創板上市公司持續監管辦法（試行）》；2019年3月18日，上交所科創板電子申報系統正式對外受理項目的申報；2019年5月25日，上交所組織開展科創板業務第三次全網測試。

## 首批企業料最早7月上市

上周，上交所公告稱，將於6月5日召開科創板上市委2019年第1次審議會議，審議3家企業發行上市申請，將於6月11日召開科創板上市委第2次審議會議，審議3家企

業發行上市申請。預計科創板的通關測試或將於6月初進行，如果通關測試順利完成，則意味着上交所科創板的交易系統已全部準備就緒。

新一代信息技術及高端裝備業成為目前科創板申請企業主力軍。科創板定位較高，重點聚焦於擁有關鍵核心技術、科技創新能力突出、市場認可度高的科技創新企業。科創板設定多元包容的上市條件，允許符合相關要求的特殊股權結構企業和紅籌企業在科創板上市，採用以市值為核心的差異化上市指標，取消了企業必須盈利才能上市的要求。

截至2019年5月30日，上交所科創板已受理112家企業的上市申請，其中94家已收到問詢。根據證監會行業分類，在已申報的112家企業中，計算機、通信和其他電子設備製造業，專用設備製造業和軟件和信息技術服務業的申報企業數量較多，分別為25、21及20家。從地區分佈上來看，北京、江蘇和上海的申報企業數量多，分別為26、

19、17家。

## 科技創新驅動大勢所趨

筆者認為，在當前中國經濟轉型升級和中美貿易摩擦加劇的背景下，資本市場在推動中國經濟結構調整和產業優化升級中的戰略地位日益凸顯，尤其是科創板更是肩負着中國科技創新和資本市場改革的重要職責。從全球範圍看，科學技術越來越成為推動經濟社會發展的主要力量，創新驅動是大勢所趨。

## 長遠有利自主品牌崛起

從中長期來看，中美貿易摩擦將給中國製造業轉型帶來更大壓力，中國需要加快經濟結構調整和產業優化升級，加速從勞動密集型產業轉向技術和人力資本密集型產業，在重要製造業領域建立自主化產業鏈體系。不過，貿易摩擦升級或將成為倒逼內地體制改革與內地企業轉型升級的重要推動力。當今

世界正在面臨百年未有之大變局，國際環境將更趨複雜多變。國際中的不確定性與不穩定性增大或將促使內地企業提升研發創新能力，提高產品科技含量和產品質量，推動內地消費結構升級，長遠而言有利於自主品牌的崛起。

隨着積極金融監管政策激發資本市場活力，資本市場在推動中國經濟結構調整和產業優化升級中的戰略地位日益凸顯。科創板的設立將增強中國內地資本市場對高科技初創企業和成長型企業的吸引力，有利於中國企業加大科技創新投入，全力搶佔全球新一輪產業發展制高點，重塑中國經濟增長的引擎。

## 助吸引在美中概股回歸

由於美國資本市場具有先進成熟的內部分層機制和務實靈活的上市標準，過去十幾年中國內地大量科技互聯網公司都選擇赴美國納斯達克市場上市。但是，在上交所科創

板設立以及港交所上市規則重大變革的推動下，疊加世界格局大變革加速，預計部分在美上市的優質中概股或將回歸中國內地和香港股票市場，而且後續計劃赴美上市的內地科創公司也可能重新考慮選擇在中國內地和香港股票市場上市。

科創板在為科創企業提供長期融資支持的同時，也為投資者增加了新的投資機遇，令投資者可以分享優質科技創新企業的發展紅利。

行業板塊方面，科創板將重點支持新一代信息技術、高端裝備、新材料、新能源、節能環保以及生物醫藥等高新技術產業和戰略性新興產業，推動互聯網、大數據、雲計算、人工智能和製造業深度融合。建議中長期重點關注相關行業龍頭公司的投資機會。

本文為作者個人觀點，其不構成且也無意構成任何金融或投資建議。本文任何內容不構成任何契約或承諾，也不應將其作為任何契約或承諾。

# 貿易戰升級 主要央行轉鴿

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

從五月開始，市場關注的焦點重新聚焦在中美貿易上，到上周中國對美部分進口商品加徵關稅，並建立「不可靠實體清單」為止，可以說兩國的關係更加緊張。雖然六月兩國領導將會在日本G20峰會見面，但能否真的達成協議，就不得而知了，目前而言的確不樂觀。不僅如此，特朗普不光針對中國，同時將矛頭對向墨西哥和印度等。

全球風險資產均受到明顯的打壓，經濟增長放緩的擔憂正在升溫。全球股市普遍重挫，道指已經連跌六周，累挫6.57%，是2011年以來最長連跌周數。大宗商品也不得不面對壓力。

資金繼續流向避險資產，黃金、日圓和債市進一步走高。而此時，全球各大央行也不得不開始有所行動，停止之前貨幣政策正常化的步伐。

## 需求擔憂拖累商品

恐慌指數VIX從五月開始變得相當波動，單日上漲下跌一兩成已經很普遍，上周共上漲18.04%。倫銅從五月開始加速下跌，受到貿易戰影響大，重心不斷下移，上周五一度測試5,800美元支持，全月累挫9.12%，連跌第三個月。短線恐怕還將測試當前的支持水平，跌破的概率不小。倫鋅受壓，現在跌至2,600美元下方，已經連跌四周，全月共跌10.67%。

油價雖然有其他很多因素的影響，尤其是供應端有不少變數，包括美國對產油國

的制裁，以及產油國減產的決定等，但此次貿易戰的升級，的確影響到了經濟增長預期，需求端的擔憂拖累油價。紐約期油結束之前四個月連陽，五月共挫16.38%。尤其是五月下旬沽壓加大，紐約每桶分別跌60美元和55美元，上周五重挫5.46%，已經回吐了年內不少漲幅，恐怕還將延續跌勢。

貿易戰升溫下，經濟面對更多風險，全球各大央行也不得不開始有所行動，停止之前貨幣政策正常化的步伐。在新西蘭央行率先減息後，其他主要央行也開始有所考慮，最重要的是美聯儲減息預期升溫。

## 美元仍在高位震盪

其實從去年最後一季開始，美聯儲就暫停加息，隨後重申保持耐心，直到近期美聯儲副主席表示或會考慮減息，將減息的預期隨即提升。美匯指數在周五也出現回落，跌破98關口，但仍錄得四個月連陽，保持在高位，畢竟相對於其他國家，美國經濟仍然有優勢，經濟數據也普遍樂觀。但其他央行就沒有資本這麼強硬了。



全球股市普遍重挫，道指已經連跌六周，累挫6.57%，是2011年以來最長連跌周數。圖為紐約證券交易所門外。

新西蘭央行面對經濟下行壓力，在5月初宣佈減息，紐元從三月底就開始加速回落，五月進一步下探，目前測試0.65的支持，但料後市仍有下探空間。

澳大利亞央行將在周二宣佈利率決定，澳洲出口倚重經濟有賴於中國與全球其他地區的貿易，所以全球經濟放緩對其絕對是壞消息。澳聯儲降息的概率較大，並關注會後聲明。澳元在5月跌破0.7水平後繼續下探，雖然短線靠穩，但仍在下行趨勢中。

## 美減息預期推高黃金

央行轉為鴿派，這倒是給黃金帶來支持。貿易戰實際上並沒有給金價帶來直接

的動力，倒是美聯儲減息預期才是金價真正做出突破的關鍵，重返1,300美元樓上，短線還將延續升勢。

白銀亦止跌反彈，但仍是錄得四個月連跌，暫時還未改變下行趨勢。只是目前來看，短期內美聯儲還要繼續保持利率一段時間，畢竟整體經濟數據還是樂觀。之後仍要繼續關注數據表現以及美聯儲決策者們的態度，料金銀的波幅將進一步擴大。

鉑金從五月開始同樣面對壓力，連續下跌六周，全月累挫逾一成，回吐了今年以來的漲幅，目前將反覆測試800美元的支持。

（筆者證監會持牌人士，無持有上述股份權益）

# 關稅對通脹影響並不會構成重大憂慮

John Bellows 美盛西方資產管理投資組合經理及研究分析師

美國於5月初再次上調部分中國進口商品的關稅，是近18個月以來對中國進口商品實施的第三輪關稅措施。

此前，美國於2018年宣佈對中國進口洗衣機和大太陽能板徵收20%關稅，並對價值2,000億美元的指定進口商品收取10%關稅。未來關稅可能再次上調，促使投資者再次憂慮關稅對通脹的影響。

美國對華商品實施首輪關稅措施至今已

經超過一年，因此投資者可以借鑑2018年的經驗，評估新措施的潛在影響；最直接的結論是，新措施或會推高消費物價，但有關效應一般不會長期持續。

## 新措施效應一般不會長期持續

舉例來說，美國政府在2018年加徵關稅12個月後，個人消費開支指數中的主要電器價格上升12%，但其後通脹迅速回

落到加徵關稅前的水平。

關稅亦可能影響需求，但對美國聯儲局的政策近乎毫無影響。事實上，紐約聯邦儲備銀行估計，在沒有關稅措施的情況下，所實現通脹將低達0.3%，意味着「基本」通脹可能在1.5%以下（年化），因此聯儲局理事Lael Brainard暗示，當局甚或會對另一輪關稅引發的價格升勢表示歡迎。

綜合而言，這意味關稅對通脹的影響並不會構成重大憂慮。

債市將正確反映通脹只會短暫升溫，並聚焦於有關效應欠持續性。需求一旦回軟，實際上或會令債券息受壓，至少能避免債息上升。

對債券市場來說，更重要的考慮因素是關稅帶來的間接影響，包括金融狀況或環球經濟增長前景的轉變。

# 如何理解包商銀行被接管的市場及政策涵義？

沈建光 京東數字科技首席經濟學家、張曉晨 京東數字科技宏觀研究員



圖為北京市朝陽區一處包商銀行營業網點。

包商銀行從2017年三季度起便不再公佈財報，當季財報資本充足率為9.52%、核心一級資本充足率為7.38%，連續兩個季度低於監管紅線；業務擴張主要依賴同業負債（主要是同業存單）及非標業務，而資產端

風控體系不嚴格，債務負擔上升較快、不良率高企，2011年至2016年其不良率連續5年上升，截至2017年3月末，不良貸款率上升至1.70%，不良貸款備用度超過190%；盈利能力也出現問題，淨利潤近年來持續下

滑，2017年1-9月，淨利潤31.95億元（人民幣，下同），同比大幅下降13.93%。鑒於此，大公國際在2017年10月末就將包商銀行主體信用評級展望由「穩定」下調至「負面」，一些大中型金融同業機構對其業務也有預警。

從公佈的本次包商銀行債權處置方案來看，目前的安排是5,000萬元以內的同業負債全額兌付；5,000萬-1億元的同業負債僅兌付本金；1-20億兌付90%本金；20億-50億兌付80%本金；超過50億的兌付70%本金。監管並未承諾全額兌付值得關注，這或許意味着銀行信用將逐步與政府信用脫鉤、不再完全捆綁，實質上剛兌已被打破。此外，5月24日成立的存款保險基金管理有限責任公司也被市場認為是未打破剛兌做的準備。

在筆者看來，當前時點打破剛兌無疑將加大短期市場波動，金融機構應為此做好準備，但長期來看打破剛兌並非壞事，其有助

於商業銀行強化市場化經營模式、合理控制資產負債結構，對完善市場定價機制、合理確定風險溢價也有長期積極意義。

## 料後續接管大概率還會有

包商銀行事件之後，城商行、農商行風險較高的問題可能加速浮出水面。流動性收緊的壓力可能對城商行、農商行影響更大，同業發行難度加大之下其負債壓力將顯著提高。

而事實上，中小型銀行本就風險較高，近期監管部門人士的表態也印證了這一點，「當前有些農商行、城商行面臨着嚴重的信用風險，處於技術性破產的邊緣，這類機構要穩妥有序地按照市場化原則清理退出市場」，這表明包商銀行事件並不是個案，後續的接管大概率還會有。

在筆者看來，信用風險暴露背後，其實是更深層次的股權結構與治理體系問題。包商銀行歷史上曾屬於明系控股，其股權結構和公司治理長期存在極大問題，映射至經營層面就體現為近兩年比較突出的信用及流動性風險。而在此情況下，常規的銀行監管手段如現場檢查、處罰、約談、通報、經營指

標體系等均針對業務和高管，面對股東及實際控制人對銀行經營的干預往往顯得乏力。

## 監管冀全力防範金融風險

因此，本次接管應是監管處理類似「問題銀行」的一次探索，通過接管經營權來隔離不良股權結構、公司治理對商業銀行經營的負面影響，給問題銀行（主要是中小機構）一個整頓或者退出的通道。處置當期風險之外，重點在於規範商業銀行股權架構和強化公司治理水平，引導資本參股控股銀行應合法依規經營，防範金融風險於未然。

同時，正如前文所說，打破市場對於同業剛兌的預期並非壞事，市場化經營之下，中小銀行的格局恐將發生改變，在筆者看來，經營不善者被接管整頓、兼併重組甚至退出市場在未來可能成為常態。波動加大之下，商業銀行經營將更加審慎，長期來看對於優化金融供給、服務實體經濟是個利好。

(摘錄)

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。