

全面注册制实施：机构博弈大势所趋

本报记者 罗辑 北京报道

3月27日，首批主板注册制新股正式开启网上申购。从沪、深两市主板注册制第一股的发行市盈率来看，两只新股均突破了主板“23倍市盈率红线”。随着全面

新股定价缩小一二级市场估值价差

首批主板注册制新股启动网上申购，最受关注的是主板23倍市盈率隐形上限的取消。

“券商投资顾问早就联系我，多次提示我关注打新风险。”56岁的向女士是一位成都“红庙子时代”从事证券投资的资深投资者，打新一直是她一项重要的投资收益来源。随着注册制改革推进，打新市场不断变化，打新市场也迎来了“无风险套利”时代的终结。

具体来看，首批主板注册制新股启动网上申购，最受关注的是主板23倍市盈率隐形上限的取消。多家券商在新股申购注意事项中提到，全面注册制下的发行价格是通过市场化方式，由承销商与参与询价的专业机构协商确定，并完善了以机构投资者为参与主体的询价、定价、配售等机制。新股定价更为市场化。

“定价权交到了市场手中。”一位私募人士提到，市场化定价缩小

注册制时代的正式开启，主板新股实现市场化定价，上述23倍市盈率“隐形天花板”的突破也就意味着，投资者彻底作别“闭眼打新”时代。

3月29日，三只首日上市交易的新股中有两只出现首日破发(主

了一二级市场的估值价差。而在IPO核准制时代，这一价差是打新被认为“安全”并受到亲睐的主要原因。

在核准制时期，由于受新股供给节奏、询价规则、市盈率隐形红线等多方面影响，一二级市场往往存在较为明显的估值差。例如上市后新股股价出现连续多日“一字板”上涨，或者在数月内相对同赛道的可比上市公司，股价保持更为强势的次新股行情。幸运的“中签”者不仅不会担心亏损的风险，更能在短时间内获得可观的收益率。

“那时候，新股中签约等于彩票中奖。”一位有近二十年股龄的大户提到，在核准制时代，打新不仅是不少投资者眼中的“无风险投资”，还因打新收益确定性高，

要指首日收盘价跌破发行价，盘中跌破则归为盘中破发)，其中一只为主板新股，这也是继2019年年初罕见的主板新股破发后，四年多来的第一次。此外，自3月20日出现年内首只新股破发后，迄今已有四只新股破发。

但中签率低，市场上甚至派生出不少与新股质地研究并不相关的网上打新策略和新股交易“心得”。例如新股申购“能申尽申”(当期全部可申购新股均顶格申购)；在特定交易时段申购以谋求更高的“中签率”；一字涨停板不打开就不卖出等。

券商交易软件也推出了“一键打新”“预约打新”的功能，方便投资者一次性对当周可申购的新股顶格申购。亦有券商推出对每个交易时段的中签率复盘，为投资者提供申购时间的参考。同时，相比网上申购较低的中签率，个人投资者也在设法申请参与网下打新。此外，网下申购的主力、机构投资者也受到关注，其中尤以公募基金为主，甚至有基金公司凭借打新基金迅速做大规模。

破发是新股发行市场化必经之路

截至3月29日，今年以来上市的新股，以上市后五日涨跌幅来看，有接近一半的新股出现下跌。

近年来，在资本市场改革的推进中，这类无风险套利的空间被不断压缩。

2021年9月18日，针对网下投资者“抱团”报价的现象，监管机构相继发布了科创板、创业板网下配售新规(又称“询价新规”)，将最高报价剔除比例由“不低于10%”调整为“不超过3%”，并取消新股发行定价与申购时间安排、投资风险特别公告次数挂钩的要求。整体来看，询价新规后，科创板、创业板的新股发行市盈率出现了一定程度的上行，打新收益则有所下滑。同时，科创板、创业板新股首日破发的案例也相继出现。

如今全面注册制下，主板也迎来新股定价的市场化。在此背景下，新股市场情绪也出现了变化。

3月29日，主板新股时隔四年余再次出现首日破发。该新股发行制度为核准制、且发行市盈率未突破23倍，但上市交易首日收盘价跌破发行价、跌幅达到11.82%。在此之前，不少投资者认为，最后的这一批核准制新股或是打新“最后的盛宴”。同日，创业板也出现新股首日破发，至此3月20日以来创业板已有三只新股首日破发。

新股行情出现明显分化。Wind数据统计，截至3月29日，今年以来上市的新股，以上市后五

日涨跌幅来看，有接近一半的新股出现下跌，跌幅在10%以上的共计11只。

“通常大家觉得打新是安全的，其实不然，打新也是有风险的。新股申购最大的风险就是新股破发，一旦破发，中签者将面临亏损的风险。”中信证券投教专栏如此提示投资者。

“从成熟资本市场的发展经验看，破发也是新股发行市场化的必经之路。在美国上市的中概股首日破发率高达40%，我国香港市场上新股上市首日破发率也达到15%左右。”开源证券首席总裁助理兼研究所所长孙金钊曾提到。

普通投资者应谨慎申购

主板注册制改革后，打新的套利空间将大幅缩小，稳赚不赔神话将难以维持。

全面注册制下，除了主板发行定价的市场化，主板新股交易规则也有一系列变化。

其中，新股上市前五个交易日不设涨跌幅限制(第六个交易日开始涨跌幅限制继续保持在10%不变)，并对无价格涨跌幅限制股票盘中设置涨跌幅30%、60%两档停牌指标，各停牌10分钟。证券停牌时间跨越14:57，且须于当日复牌的，于14:57复牌，并对已接受的申报进行复牌集合竞价，再进行收盘集合竞价。此外，新股上市首日即可纳入融资融券标的。

“这几项调整都是围绕市场化展开。”上述私募人士提到，过去上市交易的新股受涨跌幅限制而出现连续涨停，不仅在一定程度上形成磁吸效应，也不利于市场充分博弈。前五交易日取消该限制后，可有效减少交易阻力，提升市场定价效率，配套优化盘中临时停牌机制也可提供冷静期、减少非理性炒作的影响。新股上市首日即可纳入融资融券标的，扩大融券券源范围，同时优化了转融通机制。“这也是此前科创板、创业板注册制试点的经验。”

此外，针对普通投资者，上交所对网上发行申购单位进行了调整，对主板上投资者每一个申购单位调整为500股，申购数量为500股或其整数倍，沪市主板每5000元市值可申购一个申购单位。不过，T-2日前20个交易日日均持仓市值在1万元以上的打新参与门槛未调整。

“对普通投资者而言，这在一定程度上降低了申购的市值要求、增加了中签机会。但值得注意的是，目前的打新市场已经不再是过去‘无风险套利’时代。随

监管引导机构盘活存量资产 信托跑步入场特殊资产处置

本报记者 樊红敏 北京报道

信托公司在特殊资产业务领域的拼杀正在转向风险处置服务信托赛道。

3月24日，中国银保监会正式

不良资产处置以万亿计

近两年，在房地产行业风险加速出清的背景下，入局特殊资产业务的信托公司还在继续扩围。据记者了解，已有一些信托公司的地产业务部门转型开展特殊资产处置业务。

银保监会近日披露的数据显示，2020年至2022年，推动累计处置不良资产9.2万亿元。也就是说，平均每年处理不良资产超过3万亿元。

公开数据显示，近年来企业破产案件逐年上升，截至2022年11

发布《关于规范信托公司信托业务分类的通知》(以下简称“信托业务分类新规”)，明确将信托业务分为资产服务信托、资产管理信托、公益慈善信托三大类。其中，风险处置服务信托被列入资产服务信托

月22日，与破产有关的纠纷共计85813件。另据银保监会披露，到2020年末全国组建债委会2万家。

从监管政策导向层面来看，也在鼓励信托参与特殊资产处置、存量资产盘活。除近日正式落地的信托业务分类新规明确将风险处置服务信托列入其中之外，2022年5月国务院办公厅发布的《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》，也提出“支持银行、信托、保险、金融资产管理、股权投资基金等机构，充分发挥各自优势，按照市场化

之中，并进一步将其细分为企业市场化重组服务信托、企业破产服务信托两个细分类别。

受访业内人士向《中国经营报》记者表示，信托业务分类新规进一步明确了风险处置服务信托

原则积极参与盘活存量资产”。

外贸信托近日发布的研报认为，在“稳”字当头的宏观政策导向下，化解金融风险、盘活存量资产成为重中之重。“可以看出，政策层面鼓励信托参与不良资产盘活的导向十分明确。”

平安信托相关负责人也向记者表示，近几年来，中国经济由全面高速发展逐步进入到“新常态”，在此经济环境下，大型或超大型企业因错误的战略引导，高负债、高杠杆的业务模式，导致经营难以为

作为信托行业转型本源业务的地位，肯定了此前信托公司的创新实践，信托公司未来参与特殊资产投资业务更多可能通过风险处置服务信托、投资属性的权益类信托等业务方式进行。

继的现象不断发生，该类型企业涉及债权人数量规模大，金融、民间甚至个人投资者众多，风险传播能力强，处理不善极易引发行业性或区域性风险。信托所具备的信托财产法定的破产隔离功能，所有权和受益权分离的权利特征，横跨资本、货币和产业三大市场的资源整合能力，使得信托在处理和化解这类复杂风险问题，控制主体风险的外延，维护经济社会的稳定，有天然的制度和能力优势，未来业务潜力巨大。

方式方面，一是资产证券化信托业务是信托公司盘活存量资产、助力降低财务杠杆的传统重点业务，目前信托公司已可开展信贷ABS、企业ABS、ABN等主要资产证券化业务，同时近年来积极尝试介入公募REITs业务；二是通过企业市场化重组服务信托业务参与地方政府和国有企业的资产重组，助力其提升资产质量和规模效益，挖掘闲置低效资产价值，同时防范化解债务风险；三是探索担保品服务信托业务及创新各类新型资产服务信托业务，通过创新结构化信托架构设计等，提高盘活存量资产业务的运行效率，例如以此助力PPP业务更多引入权益型社会资本等。

机构PK人才、技术、价格

实际上，2022年以来，信托公司加速布局风险处置服务信托的趋势已经显现。

中国信托登记有限责任公司(以下简称“中信登”)官方数据显示，2022年5月，新增财产权信托规模10743.90亿元，环比增长350.39%。“其中，由中信信托和光大信托联合受托的海航集团破产重整专项服务信托，由紫金信托作为南京建工等25家企业实质合并重整案信托计划受托人的破产重整信托分别完成初始登记，是当月财产权信托规模大幅增长的主要原因。”

近期，信托公司落地风险处置服务信托的消息更是不断。根据相关信托公司官方发布的信息，近期，华宝信托首个财产权信托账销案存项目完成信托受益权转让签约；国通信托设立的首单重整服务信托——国通信托·凯迪生态重整服务信托正式成立。

不过，业内人士指出，风险处置服务信托业务本身“门槛”较高，对信托公司方案设计能力、长期管理能力、资源协调能力、个案处理能力等多方面的能力均提出了较高要求，需要信托公司不断提升自身实力，以更好地进行业务布局。

百瑞信托研究发展中心高级研究员孙小宝在接受记者采访时表示，风险处置服务信托同时考验信托公司多方面能力。具体来看，一是信托公司的综合实力，主要包括实际控制人背景、经营指标、管理体系、内控机制、公司内部治理、人才储备、管理资产规模及风险状况等；二是专业人才储备，破产服

务信托通常需要有一定诉讼经验，或特殊资产处置经验的团队成员，与外部合作律师共同合作参与项目处置；三是强大的信息技术管理系统，特别是破产企业的债权人数量则数百，多则可能数以万计，所以需要强大的信息系统，以满足债权人多样化服务需求。

“风险处置服务信托近年刚刚开展，很多业务还没有走完完整的业务流程，实际业务面临的不确定性和挑战还是存在的，此外现有业务模式也不太成熟，法律制度也尚未给予充分支持，这是当前面临的比较大的挑战。”袁吉伟则提到。

国民信托相关负责人在接受记者采访时也表示，风险处置信托是人力、技术等全方位高投入的新型信托业务，而且与传统的信托经验不同，每一个重整项目的信托架构、服务模式和服务内容等，都要针对企业的具体情况和管理人、债权人的切实需求进行定制化设计。

值得一提的是，人才、技术比拼之外，信托公司在风险处置服务信托领域也打起了价格战。

公开报道显示，在海航破产重整项目过程中，有超30家信托公司参与竞标，竞争异常激烈。

有业内人士曾向记者透露，从风险处置受托服务信托收费来看，多在万分之五以下，“在重整过程中信托话语权大、贡献值高的话，才可以达到万分之五。”

“按照目前行业在相关项目的报价趋势，信托公司将难以保证在长周期的信托存续期间为受益人持续提供优质的受托服务，也不利于该类业务的长期健康可持续发展。”上述国民信托负责人表示。

注册制改革试点以来新股上市首日跌幅前二十

证券代码	证券简称	上市首日涨跌幅	首发上市日期	发行制度
688153.SH	唯捷创芯-U	-36.04%	2022-04-12	注册制
688337.SH	普源精电	-34.66%	2022-04-08	注册制
688220.SH	翱捷科技-U	-33.75%	2022-01-14	注册制
688459.SH	哈铁科技	-30.34%	2022-10-12	注册制
688302.SH	海创药业-U	-29.87%	2022-04-12	注册制
688332.SH	中科蓝讯	-29.85%	2022-07-15	注册制
688062.SH	迈威生物-U	-29.60%	2022-01-18	注册制
688137.SH	近岸蛋白	-28.89%	2022-09-29	注册制
688275.SH	万润新能	-27.59%	2022-09-29	注册制
688739.SH	成大生物	-27.27%	2021-10-28	注册制
688325.SH	赛微微电	-26.06%	2022-04-22	注册制
688416.SH	恒烁股份	-24.96%	2022-08-29	注册制
301150.SZ	中一科技	-24.62%	2022-04-21	注册制
688370.SH	丛麟科技	-23.90%	2022-08-25	注册制
688115.SH	思林杰	-23.67%	2022-03-14	注册制
688287.SH	观典防务	-23.63%	2022-05-25	注册制
688176.SH	亚虹医药-U	-23.41%	2022-01-07	注册制
688073.SH	毕得医药	-23.40%	2022-10-11	注册制
688125.SH	安达智能	-23.25%	2022-04-15	注册制
001289.SZ	龙源电力	-22.87%	2022-01-24	核准制

数据来源:Wind