

多方共同努力 强化市场约束机制

本报评论员

在日前的一个会议上，深交所总经理宋丽萍和上交所总经理张育军双双寄语投资基金，希望其自律，在新股发行中尽责，以让市场约束机制充分发挥。

两位交易所老总所强调的，是股市市场化约束的一个重要方面。不可否认，近些年中国股市的市场化约束机制有了大幅增强，政策市的特色正在淡化，这是值得欣慰的进步。但环顾市场，因市场约束机制失效而产生的种种疑难杂症，仍多有所见，甚至出现了很多人一边在高呼市场化，一边又要求行政管制的矛盾现象。这种矛盾现象在新股发行是否暂停、新股定价环节是否干预以及公司分红是否应该强制等环节均存在。

和任何商品市场一样，价格信号也起着自动调节股市供需的作用。投资者希望以更便宜的价格买到股票（对应着更高的收益率），对于发行人来说，希望以更高的价格卖出股票。一家公司之所以在市场低迷时，仍然热衷于上市售股，说明市场对其股票的定价仍然具有吸引力。如果股价低让其“流血”，大股东肯定会考虑放弃上市，这正是我们在成熟市场屡屡见

到的情景。

公司供给股票、投资者需求股票，在市场约束机制健全的情况下，供需两股力量相互作用产生均衡价格，市场达到平衡。如果股价足够低，意味着资本成本高昂，发行人会取消发行，已上市公司的大股东会增持股票或进行回购，甚至退市；如果股价足够高，意味着资本成本低廉，不仅新股发行有过江之鲫，而且已上市公司也产生再融资的冲动。

假设有很多人愿意花10元钱抢购合理价格仅为5元的苹果，水果店老板见苹果走俏，果断将仓库里的存货拿出来满足抢购人的需要，如果抢购人反过来痛骂这位老板，相信人们都觉得买者思维矛盾，甚至很可笑。但是，当资本市场上出现同类性质的事件时，舆论往往去责骂再融资的公司，却很少去反思将其股价推到如此不合理高位的正是抢购者自己。一边去追捧高市盈率发行的新股，一边又制造股价泡沫，一边又在痛骂售股以应市场之需的上市公司，这均是市场约束机制失效的典型病症。

新股定价环节也存在类似的市场约束机制失灵。受机构委托代理风险、专业能力、投机心理等因素影

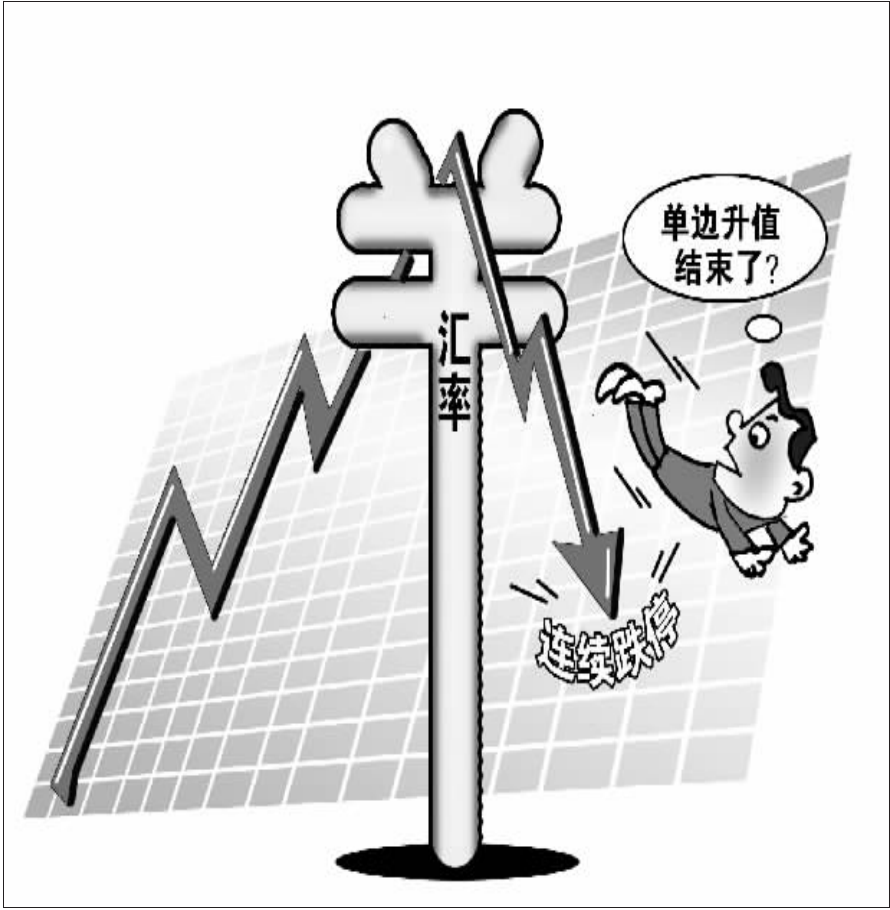
响，一级市场经常出现高价发行。过高的价格向市场供给方提供了扭曲的信号，为未上市企业进入资本市场提供了过度的激励，而且也恶化了企业上市之后的公司治理。在这种情况下，很多人再次寄望用行政手段控制发行价格，维护投资者利益。孰不知，对一级市场最好的约束就是二级市场，而非行政手段。诚然，基金等机构投资者存在不少背德行为，但如果高价发行的股票一上市就回归其本来面目，每一次虚高报价都很快受到二级市场的惩罚，那么这种现象也就有望缓解甚至消除。一级市场问题，其实很大一部分来自二级市场，强化二级市场对一级市场的约束十分必要。

对企业来说，分红和融资互为镜像，但它们均属于企业的自主决策权。我们可以鼓励企业多分红，但却不应该强制企业分红，企业是否分红、分红多少取决于企业的发展阶段、经营战略和资本市场的状况和税收等因素。当企业缺钱、有好的投资机会且资本成本低（对应股价高）时，倾向于融资；当企业有余钱、缺乏投资机会且资本成本高（对应股价低）时，企业倾向于分红、回购甚至主动退市。从纯粹的财务学角度看，强制正需要钱的公司分红和强制不需要钱的企业融资一样不可思议。还有的人责怪股价太高导致分红回报率太低，孰不知，当你某价位买入某股票时，在分红确定的情况下，意味着你主动接受了这样的收益率。以不恰当

的高价买入某股票之后，又以分红收益率太低为由责怪上市公司，这种也是市场约束机制失效的表现。

凡此种种矛盾的思维，折射出我们的股市在市场约束机制方面存在着缺陷。这种缺陷的存在，导致资本市场不能通过市场机制充分发挥其应有的高效率分配资金的功能，也导致股市财富生态链条严重失衡，高价发行的公司大股东和受益于过度投机的中介机构收获了股市发展的大部分好处，广大普通投资者成为默默的“奉献者”。与此同时，市场约束机制的失效，引发部分人对行政干预的期盼，市场常常陷入市场机制和行政干预的纠结之中，存在着向行政干预复归的巨大压力。

市场约束机制失效的原因是多方面的，有监管不到位导致参与者钻空子的因素，还有非理性导致的机构投资者行为扭曲原因，但更多的是长期以来股市被投机文化所笼罩所形成的理念偏差造成的。将股票视为筹码，捞一把就走的心态影响着广大投资者的心理，对个人来说，投机无可厚非，但人入如此，就会导致合成谬误，其结果就是整个市场机能梗阻、机制不畅。经过近几年的发展，中国股市文化已经有了很大变化，呈现出一定的新气象，但离市场机制能够完美发挥尚有相当距离。作为监管部门，应该着力倡导诚信、完善制度、铲除种种违法犯罪现象；市场的参与者，包括上市公司、机构投资者、中小投资者、分析师、媒体等等，也都需要尽责归位，更新理念，做理性投资者，共创股市新文化，让市场机制充分自如发挥，让资本市场之美充分展现。



人民币汇率罕见跌停板

贬值袭击人民币，对美汇率跌势急。外资可能在谋变，热钱或许正退席。看好美元为避险，做空中国欲套利。汇率异动咋应对？平稳发展是好棋。

赵乃育/漫画
孙勇/诗

基金哄抬新股发行价皆因利益驱使

皮海洲

在新股发行网下询价过程中，投资基金报高价的问题一直非常突出，不断遭到市场的非议。

不过，这一次对投资基金高报价提出非议的并不是一般的投资者，也不是一般的市场人士，而是沪深交易所的两位总经理。在12月2日召开的“中国证券投资基金国际论坛”上，上交所总经理张育军对投资基金报高价表示“不可思议”：“很奇怪的基金公司80倍的市盈率可以接受、90倍的市盈率可接受、150倍的市盈率也可接受，到那么高你怎么可接受呢？”深交所总经理宋丽萍也认为公募基金在新股询价中没有做出“好榜样”。宋丽萍告诫各基金公司“应理性参与新股发行询价，提升新股定价能力，促进IPO的合理定价”。这是市场监管者首次

对投资基金在新股询价过程中报高价行为提出公开批评。

投资基金报高价的问题确实需要引起市场各方面，尤其是管理层的重视。毕竟投资基金报高价带来的后果是十分严重的。正如张育军所言，高市盈率带来的恶果不堪设想。新股发行过高市盈率，会导致证券市场进入一个熊途。不仅如此，投资基金报高价严重破坏了基金的形象，危及到基金业的发展；而且投资基金对发行价格的哄抬，加剧了发行人的圈钱效应，放大了新股的发行风险，损害了广大投资者的利益。因此，两大交易所总经理能对投资基金报高价的问题予以关注并炮轰，将有利于这一问题的解决。

投资基金为什么要哄抬新股发行价格呢？归根到底还是利益的驱使。

首先是为了发起人股东的利益。不少证券公司都是基金公司的发起

人股东，当发起人股东作为保荐机构保荐新股时，基金公司旗下的投资基金当然会大力捧场，对有关新股报高价。并且，由于任何一家证券公司与基金公司都不是孤立的，都有彼此的关系户，所以面对关系户，投资基金也会“久情报价”。这种“久情报价”，既是为了发起人股东的利益，也是为了基金公司自身的利益。

其次是为了基金公司甚至是为了参与询价者个人利益。目前的新股询价，“公关”无处不在。据媒体披露，“一般上市公司和保荐机构会答应给那些帮着抬高发行价格的机构人员许以每股3至5分钱的返利。”面对这种“公关”，投资基金报高价也就不难理解。

当然，投资基金在为利益驱使哄抬新股发行价格的同时，也凸现出两项制度的弊端。一是基金管理费提取

制度。本来，投资基金是替基金持有人理财的，理应对基金持有人的利益负责。但由于基金管理费有涝保收，这使得投资基金的利益与基金持有人的利益脱钩。基金报高价即便导致新股配售出现亏损，那损失的也是基金持有人，而不是投资基金。因此，这就使得投资基金可以不考虑基金持有人的利益而在询价中哄抬新股发行价。

二是新股询价制度。目前的新股询价制度在很大程度上就是一项推高新股发行价格的制度。它不仅让报低价的询价机构出局，而且报高价的机构并不需要为自己的行为负责。报高价者可以按低价认购，参与网下配售，甚至不参与网下配售。如此一来，做顺水人情又何乐而不为呢？

所以，要改变投资基金哄抬新股发行价格的局面，就必须完善上述两项基本制度，使投资基金为利益驱使报高价的行为难以继续上演。

■经济时评 | Hot Topic |

保增长时须兼防通胀

从当前国内外的经济情况来看，明年我国宏观调控的难度可能要比今年大。一方面，外部经济环境的恶化，中国经济增长速度的超预期下降将会使调控政策重新回到“保增长”上来；另一方面，全球主要央行为了应对欧洲债务危机而相继采取了降息政策，新一轮全球量化宽松已经开启，这势必会推升国际大宗商品价格并加大我国的输入型通胀压力，因而货币政策在保增长的同时必须兼顾“防通胀”。

边绪宝

经济发展须摆脱两个依赖

最近几年，我国始终没有摆脱宽松货币刺激经济增长，继而引发通货膨胀；收紧货币则使物价平稳回落，却又引致经济较快下降甚至出现衰退的怪圈。究其背后的根源，笔者认为在于我国经济增长存在对投资和出口的过度依赖。

多年来，固定资产投资一直是拉动我国经济增长的主要力量，投资对经济增长的贡献率在许多年份超过50%。今年以来，在政策刺激力度减弱以及总体货币环境一再趋紧的情况下，固定资产投资仍然保持了较快增长。前10个月，固定资产投资同比增长24.9%，增速比上半年下降0.7个百分点，略低于2000-2010年历史同期平均值1.09个百分点。预计投资对今年经济增长的贡献率达到54%。

整体来看，今年以来固定资产投资增速呈现逐季回落的运行态势，尤其是新开工项目计划总投资增速已出现显著放缓，这预示着明年的固定资产投资将增长乏力。地方政府债务问题和地方融资平台风险将影响未来地方投资的资金来源，地方政府融资能力不足将制约明年投资增长。另外，从房地产投资增长情况来看，由于受限购、限贷等一系列严厉的房地产调控政策的影响，今年以来，房地产投资与销售连续下降，房地产开发企业来源于信贷资金的增速持续回落，个人购房贷款增速也出现下降。在房地产调控政策保持不变的情况下，受资金短缺的约束，预计明年的房地产开发投资增速或将继续下降。

从外贸出口情况来看，加入WTO以来，我国的出口依存度和贸易依存度均大幅度提高，2008年全球金融危机之后有所回落，但仍在50%以上，远远高于美国、日本、英国等经济发达国家，也高于大多数以出口为导向的新兴市场国家。最近几年，净出口对我国经济增长的贡献率成为决定经济增长水平的重要因素，经济增长较快的年度也是外贸出口增速较快、贸易顺差较大的年份，反之亦然。从今年外贸出口情况来看，我国的外贸出口同比增速从一季度26.4%，下降到二季度22.1%，三季度的20.6%，10月份则进一步下降至15.9%，预计11月份继续下降到12%。在欧洲债务危机不断扩散，明年全球经济可能重现低迷的情况下，预计我国的出口增长将会下降到个位数。出口难以达到过去10年的平均水平，今明两年净出口对中国经济增长的贡献度可能会由正转负，并长期处在较低水平。

综上所述，我国经济要走出货币刺激的怪圈，必须彻底摆脱对投资和外贸出口的过度依赖，必须加快经济增长方式的转变，全力突破经济内生性增长的瓶颈。必须将“保增长”政策的调控重点逐步从投资拉动型和出口拉动型向消费型、服务型和创新型经济转变，把经济增长从主要依赖于资源、要素的高投入逐步向主要依赖于技术创新、劳动力素质提高和管理创新转变。国家必须创造条件使人力资本素质提高和技术创新成为促进经济持续、稳定发展的内在动力。

通胀风险依然存在

随着经济增长和整体物价水平的逐月下行，未来调控政策的

重心更多地从防通胀向保增长转换。但是，以下几个方面的因素决定了我国明年仍将面临一定程度的通胀风险。

首先，当前消费者物价指数(CPI)的逐月下降是长期紧缩货币政策的结果。比如为了治理本轮通胀，央行连续12次上调存款准备金率，中间伴随着5次加息。一旦货币政策重新放松，CPI必将重拾升势；尤其是前两年宽松货币政策投放出来的过多货币仍需要漫长的时间加以消化。其次，对于明年CPI下降的判断，更多地是基于今年主要农产品的连续多年丰收和CPI月环比上涨的回落，但是在前期货币投放较多的情况下，回落的基础并不稳固。其三，“刘易斯拐点”的出现和低端劳动力成本的上涨将推动未来主要食品价格进入温和的上行通道。由于我国的历次通胀都是由食品价格上涨引起，因此食品价格的上涨必然使得明年的CPI下降幅度有限。第四，目前主要发达国家和一些发展中国家纷纷调整货币政策取向，并采取进一步的宽松货币政策，新一轮货币贬值竞赛已经拉开序幕，这必将助推国际大宗商品价格的再度上扬，从而给我国带来较大的输入型通胀压力。第五，限购、限贷房地产政策刚刚使房地产调控取得一定成效，房租价格企稳。但是，房租的稳定是建立在物价稳定的基础上的，二者互为因果。

综上分析，预计明年的CPI仍然会在3.5%左右。

货币政策应平衡好增长与通胀的关系

一年一度的中央经济工作会议即将召开，货币政策的基调问题无疑将是社会各界关注的焦点。去年的此时此刻，鉴于通胀形势愈演愈烈，中央经济工作会议明确将货币政策基调定为稳健。但是，央行为了加快回收流动性，把好流动性总闸门，实施了名义上“稳健”、实际上“紧缩”的货币政策。从2010年10月份至2011年6月份，央行连续10多次上调存款类金融机构存款准备金率，并且把存款准备金率调到21.5%的历史最高水平。

在当前通胀拐点已经出现，CPI稳步回落的情况下，货币政策在10月底已经开始进行预调微调，并且从本月5日开始下调商业银行存款准备金率。存款准备金率的普遍下调基本上可以看作宽松货币政策的开始，预计存款准备金率在明年仍会多次下调。

货币政策作为宏观调控政策的重要组成部分具有明显的逆经济周期的特点，尤其是在当前经济增长下滑较快的情况下，为了避免经济增长大幅下降，必须适度放松货币政策。在具体的政策选择上，预计央行仍将主要依靠数量型工具，并且在信贷投放结构上向小微企业、民营企业 and 重点在建项目倾斜。

从CPI的发展趋势来看，明年央行对于利率工具的选择将会比较慎重。一是因为目前的基准利率水平仍然相对较低，一年期存款利率仅为3.5%，长期负利率已经使居民储蓄受到严重损失，并导致大量资金“脱媒”和民间高利贷盛行；二是因为2012年的CPI预计仍将在3.5%左右，通胀仍然是经济运行的一大风险。因此，明年降息的空间并不大。

（作者系齐鲁证券高级宏观分析师）