



【温酒论道】

在香港股市,机构不需要以真金白银申购新股,只需要按最终获分配股数认购金额进行交割便可。

温天纳

香港一般称投资新股为“抽新股”,而内地则称之为“打新股”,1月份内地新股重启后,对股市仿佛产生了一种“抽打”效应。

1月份的市场仿佛被新股热潮全面占据,内地与香港新股上市,不论企业的基本面如何,能不能持续发展都好,投资者一概不理,认购倍数不动就达到几百倍,甚至是上千倍,上市第一天更有明显的升幅,投资者表面上获利甚丰。

不过,内地与香港市场有一个明显的分别,就是在香港新股活动一般不会打压二级市场的表现。个中原因何在?笔者从事投资银行工作二十多年,曾亲身参与香港历史上最热门的新股项目,对市场运作有非常深刻的体会。

首先,投资新股的投资者一般为

零售投资者,他们并非用真金白银去投资,香港银行或券商都会提供九成甚至是九成五的融资额度予投资者供其投资新股,也就是说投资者出5元,金融机构就会为其对应融资95元。因此,若计入融资成本,不少投资者投资新股的结果其实最终只能打平,或者获利微薄,而我们一般听到的认购倍数乃指零售部分。

机构部分的游戏规则却完全不一样,机构投资者只需要填写表格将认购需求列出,提交予主承销商,主承销商最后便会进行分配。期间机构投资者不需要以真金白银去申购,只需要按最终获分配股数认购金额进行交割便可以。也即是说,若机构觉得市场炽热,填表时可以将需求无限扩大,以博取最佳的分配比例,因此笔者一般认为机构投资部分的认购倍数较权重人为因素,意义其实不大。故此,大家不难知道为何香港新股活动一般不会产生

抽走市场资金了。

针对上述议题,笔者近期接受了不少内地与香港媒体的访问。实话实说,流动性为推动股市的重要引擎,流动性一失,动力难免受损。在内地新股重启后,有51家内地企业启动新股发行,对于A股的冲击极为明显。自去年12月5日后,内地股市万亿市值灰飞烟灭。新股市场的发行吸引了大量资金,如内地新股新宝股份冻结资金554亿元(人民币,下同),仅我武生物一家公司新股申购就冻结资金728亿元。对比之下,内地两市目前每日成交金额合共约1500亿元上下,而根据近期的统计,内地新股申购冻结的资金每天可能达至600亿元,对股市二级市场资金产生了明显的分流作用。

随着纽威股份在上周内地上市,随后有另外多家新股完成发行,再后就进入新股的真空期,直至3月

新股发行才会重启。对于已经连续下跌一个月的内地股市来说,难得进入休养生息期。不过,需要关注的是,A股也将进入年报公布期,而首份A股上市公司2013年年报即将出炉。

短期而言,新股对于股市的负面冲击将减弱,而年报能否为股市带来新动力,或形成另一波的冲击,则有待观察。过往,内地市场在春节前后,气氛一般也会炽热,今年喜气洋洋的“年夜饭”行情能否反映在股市,就要视乎企业的业绩了。

世上没有只升不跌的市场,也没有只跌不升的股市。经过长时间的熊市,伴随内地经济转型、十八届三中全会全面后深化改革战略逐步落实、市场创新推进,未来的证券市场依然有机会回暖,依然存在投资机会。

另外一个需要关注的范畴就是期权业务,是项业务一般为国际市场基础、成熟、普遍的金融衍生品,对内地

市场而言,个股期权为新概念。推出个股期权有助内地拓展衍生工具市场的深度和广度,满足内地投资者的对冲需要以及风险管理。

去年底前,内地个股期权全市场仿真测试正式开展,在68家券商经纪业务的总部层面进行。参考相关数据,截至即收盘时刻,整个市场成交了约20万张个股期权合约。个股期权最快有可能在2014年4月推出,这项工作也是上海证交所2014年的核心改革创新工作,有助市场在未来持续创新,对投资者层面的多元化发展有莫大的帮助。

笔者估计在个股期权合约推出后,相关正股的交投也将被带动起来。若A股市场推出的个股期权目标证券以蓝筹股为主,那么蓝筹股在未来或许有机会再次活跃起来,有望为投资市场注入流动性。

(作者系资深金融及投资银行家)

## “劣币”露头必须一棍子打死

木木

21日的央视《焦点访谈》把水管制造业的那点儿事儿揭了,用于自来水上水的管道,在制造的时候竟加入了来历不明的废旧回收料。

节目中的那些生产商,谈起这点儿事儿的时候,个个都大大方方的,上镜得很;面对暗访记者的“质疑”,有的人还露出十足的底气:大家都这么干,我不这么干,怎么竞争得过!诚哉斯言!本人不妨替他把他话说得再完整一些——所以,我也跟大家一样,只能这么干。没错,其“逻辑”链条似乎没什么问题。其他人偷工减料、弄虚作假、违法违规,守法、有良心的制造商,最终下场就只能破产倒闭;久而久之,在这个行业里混饭吃的,也就都物

竞天择地“从恶如流”了。

经济学中有个著名的“劣币驱逐良币”理论,水管制造业被揭露出来的这点儿烂事,不过再次“画蛇添足”般地证明了个理论是多么地伟大罢了。“劣币驱逐良币”现象存在的基础是当事人双方掌握的信息不对称,“劣币”打着“良币”的幌子总能蒙混过关。但在“水管造假”这件事上,卖水管的和买水管的,对掺假水管的“劣币”本质都清楚得很,双方沆瀣一气,蒙骗的是广大的消费者。

水管制造掺假“专业性”很强,市政施工方买来又将其深埋地下,只要“自己人”不反水,只要废旧回收料掺得过多,不导致重大公共卫生安全事件,整天忙着生计四处奔波的消费者们,懵懵懂懂的,是绝不可能发现其

中有猫儿腻的。就如当年的“三鹿”,如果不是“添加剂”添加得有点儿过分,原本就根本不可能东窗事发,因为即使神仙也不会想到是“大头娃娃”们喝的奶粉有问题;没准早已风光光地上了市、现在正一门心思地做大做强谋发展呢。

“劣币”要完成对“良币”的驱逐,除了要仰赖在信息方面的优势地位,并不断采取各种手段维持这种优势地位外,显然还需要仰赖执法体系的严重缺失,而在信息“自由泛滥”的今天,后者对完成这一驱逐过程的作用甚至要远远大于前者。如果市政质检监管体系完善,质检人员能尽职尽责、严把质量关,劣质管材制造商几乎没有得手的可能,行业也就就有可能走上优胜劣汰、健康持续的发展道路。正是事

中监管、事后严惩机制的严重缺失,帮助“劣币”驱逐了“良币”,给行业的发展前景蒙上了阴影。

社科院最新发布的一份报告显示,过去一年多来,国内环境污染的加剧成为许多人移民最重要的一个原因。由于不堪忍受污染日益严重的自然环境,更由于对治污前景、治污机制没有信心,这些人选择了“用脚投票”。这也从一个侧面证明,“劣币驱逐良币”的局面,已经使许多人对环境转变的前景彻底心灰意冷。要想从根本上扭转环境恶化的趋势,收拾人心,给予孙下一片净土,就必须首先打破“劣币驱逐良币”的机制。

“劣币驱逐良币”现象并非管材制造业独有,在许多行业、许多领域都鬼影幢幢,在中国资本市场也不罕见,我

们不能不痛苦地承认,困扰这个市场健康发展的许许多多问题皆源于此,而这已为广大投资者诟病多年。要彻底解决这些问题,就必须打破“劣币驱逐良币”的死循环,而在这个打破的过程中,监管无疑需要发挥最重要的作用。面对“劣币”的试探,监管的少作为、慢作为、甚至不作为,无异于对“劣币”的鼓励,对“良币”的二次伤害。

1月22日,沪深大盘“暴涨”了一下,投资者立即“好了伤疤忘了疼”地欢呼雀跃起来,各种美好的憧憬立即充满网络,看了让人心酸不已。投资者是资本市场持续发展的根本,为了使他们免于凄惶地“用脚投票”的结局,监管者应该显露本色了:“劣币”露头,必须毫不手软地一棍子打死。

(作者系证券时报记者)



【缘木求鱼】

面对“劣币”的试探,监管的少作为、慢作为、甚至不作为,无异于对“劣币”的鼓励。

## 新兴经济体增长势头总体向好

陈思进

之前分析了欧美经济状况,这篇谈一下新兴经济体。

2013年,相对于欧美各主要工业发达国家,尽管近期新兴经济体由于各种因素,增长势头明显减弱。但2014年,新兴经济体将继续以相对快速步伐,带动全球经济增长。不过,每个国家的具体情况是不一样的。

首先,新兴经济体从大衰退中复苏的时间超过了预期。

其次,一些国家因政府实施的新经济政策,经济增长放缓了。例如中国,由于对过热的经济施行调控,这从理论上来说是为了能可持续的健康发

展。虽然中国政府希望避免经济过度放缓,而同时希望从以往的投资驱动型,向更加市场化的消费驱动型转变,也希望能避免,或至少削弱因快速老龄化使得劳动力人口萎缩而带来的诸多不利!

国际货币基金组织指出,之前,中国因欧美的经济衰退已减少了依赖出口作为增长的动力,而转为以依靠投资为主来拉动增长,但这助长了信贷,导致国有企业未偿付的信贷款急剧增加。从长远来看,这种经济政策显然是不可持续的。

不像中国,由于俄罗斯的基础设施的瓶颈,和低迷的商业环境这两个弱点,在很长一段时间内,俄罗斯只能

依赖日益增长的能源生产和出口。

无论是中国还是俄罗斯,可以预计2014年的经济增长都将放缓。

此外,自美联储宣布每月减少资产购买计划,逐步退出量化宽松,向全世界的投资者敲响了警钟,新兴市场的投资者开始把目光投向流动性以外,把注意力转向了实际的经济基本面上。

因此,预计中国2014年的重点将放在经济的可持续发展上,而不仅仅强调GDP增长;中国因高速发展所带来的副作用,如环境严重破坏,已引起了大家的忧虑。中国将更强调“绿色GDP”,这是可取的,更是必要的。

不过,尽管如此,预计2014年中

国GDP依然可保持7.5%的增长,增速预期还是高于其他几乎所有的经济体,而预期通胀率约为3%,在可控范围之内。

近来,资本流动的逆转使脆弱的新兴市场遭受了沉重的打击,尤其是拥有大量经常账户赤字的国家,包括印度、土耳其、南非和印度尼西亚。而对美联储削减购买资产计划的强烈反应,正说明了美国持续了5年多的量化宽松政策,导致部分新兴市场的资产被严重高估!

随着美联储降低每月购买债券数量(这仅仅是世界四大央行之一所实施的前所未有的刺激政策),货币政策将逐渐正常化,即扭转货币刺激造成

额外的流动性。如若不然,推迟货币正常化将进一步吹大资产泡沫!

不过,随着欧美经济的整体缓慢复苏,将导致原材料价格的适度增长。这一趋势将直接正面影响澳大利亚和加拿大这些高度依赖原材料生产和出口的国家。但对依赖大宗商品的新兴市场,将会产生副作用。因此,预计巴西2014年的经济增长,将从今年的3.5%,下降至2.2%;印度2014年的经济增长预期,将从今年的6.7%下调至4.7%,印尼2014年的经济增长约为5.6%。

其他情况,将在下篇继续分析。(作者系加拿大皇家银行风险管理顾问)



【三思而论】

2014年,新兴经济体将继续以相对快速步伐,带动全球经济增长。

## 北京地铁该以什么理由涨价

贾壮

在最近召开的北京两会上,有关地铁票价上涨的问题引来代表委员们的热议。听口风儿,涨价几乎是板上钉钉的事情。

京城大,居不易。但是,北京的公共交通票价却很长市民的志气:只花两块钱,不限时间,不限里程。

无论以什么标准来判断,北京地铁票价都太低了。同样是拥有发达的地铁系统,上海和广州的票价就远远高于北京。目前,上海地铁6公里以内3元,之后每10公里加1元,最高票价11元;广州地铁起步4公里以内两元,4-12公里范围内每递增4公里加1元,12至24公里范围内每递增6公里加1元,24公里以后,每递增8公

里加1元。

众所周知,修建地铁成本极高,靠卖票收入基本没有可能收回成本,所以世界上多数城市的地铁都是亏本运营,政府用财政资金弥补亏损。北京走的是同样的道路,保持低票价是情理之中,可明显偏低的票价背后是高额度的财政补贴,2013年北京政府补贴公共交通180亿元,其中地铁占了很大份额。用副市长李士祥的话来说,“这既不符合价值规律,也不符合财政规律。”

不符合规律的事情注定不会长久,地铁票价不应该长期偏离正常水平,以此为依据调整票价应该是成立的。有市民也许会生气,好不容易占政府点儿便宜,咋能说同意就同意呢?其实,占便宜的想法存在误区,财政资金

取之于民,补贴给了地铁是用之于民,投入医疗和教育同样是用之于民,这块儿多了,那块儿就少了,里外里是一个道理。

北京市交通委运输局公布了一组数据,高峰时段通勤出行乘客比例达到61.7%,公务出行比例为11.8%,生活类出行比例为26.5%,非通勤比例比上海、广州都高。该局据此得出结论,确实有一部分不必要高峰出行的人在里面。这是地铁涨价的第二个理由,要通过价格杠杆挤出那些白占便宜的无聊乘客。这个理由我不太认同,以我自己挤地铁的经验判断,费那么大力气去占两块钱便宜的无聊之人,应该并不多见。

我说得这么肯定,是因为高峰期的北京地铁确实挤得离谱,乘客之间

的距离,要小于甜蜜依偎的热恋男女。连接远郊通州区和市区的八通线,出了名儿的拥挤。早晨七点半到八点半之间,多数站点外都会采取限流措施,人们绕着铁栅栏转来转去,从空中看像是诺基亚手机里面的贪食蛇游戏。地铁站内,乘客靠自己的力量基本没有可能挤得上去,一般都是“乘客后浪推前浪,前浪塞到列车上”。透过一扇扇地铁车门,可以看到乘客们挤压变形的脸,但痛苦的表情中都会有上班不会迟到带来的踏实。车厢里面,矮个子仰高个子靠息,胖中抢占瘦小伙的位置,一言不合便恶语相向甚至拳脚相加,为促和谐,地铁运营方专门在热门站点设有“矛盾纠纷调解室”。

如果没有必要,实在难以想象有人会为占了政府这么一点便宜,而去

忍受“非人”的待遇。北京交通委说有将近40%的人高峰期搭乘地铁是非通勤需要,可没有说清楚搭乘地铁出行对这部分人来说是否很有必要。从这些乘客为挤上地铁所付出努力来看,他们一定是有非乘坐地铁不可的理由。价格杠杆要发挥作用,要具备需求对价格具有弹性的前提,当需求完全刚性的时候,价格涨到天上也不起作用,只会徒增消费者的负担。

听说,拟议中的涨价方案有“仅高峰时段涨价”的选项,有媒体调查显示此方案还颇受欢迎,我想“点赞”的人中应该不包括脸皮变形的那些乘客。作为一名暂住首都的外来务工人员,我斗胆建言北京的决策者,这件事儿可千万不能拍脑袋。

(作者系证券时报记者)



【贾语村言】

财政资金补贴给了地铁是用之于民,投入医疗和教育同样是用之于民,这块儿多了,那块儿就少了。