

# 稳增长压力倒逼改革加速

陈伟

国家统计局日前公布了1-2月的经济数据,数据表明年初经济增速经历了较快下滑。经济增长形势的严峻需要政府审时度势出台稳增长措施,但由于稳增长政策空间的有限性,效果也比较有限,客观上要求政府今年为了实现稳增长任务,更需加快落实改革措施,以尽快释放改革增长的红利。

## 经济下行压力增大

去年四季度国内生产总值(GDP)增速见顶回落,市场普遍认为由于去年底中央推出的全面改革措施有利于提振人们对于未来经济增长预期,今年一季度GDP增速即使延续惯性下滑的态势,虽然比较平缓,但数据还是让人们吃惊。例如2014年1-2月份,全国固定资产投资同比名义增长17.9%,比去年底回落了1.7个百分点,这也是2001年以来的最低增速。从部门来看,投资增速下滑的原因包括以下方面:

第一,制造业投资增速从去年底的18.5%回落至今今年1-2月的15.1%,而引发制造业投资增速大幅度下滑的因素有:受制于政策层面对于产能过剩行业的调控,今年以来这些行业的产能扩张步伐都明显减缓;制造业普遍的产能过剩也拖累了企业的盈利水平,由此也影

响了企业的投资热情,如工业企业利润同比增长也出现回落。

第二,房地产投资增速也出现了小幅下滑,促发地产投资增速下滑因素主要来自房地产企业资金面吃紧。

其三,在消费方面,今年初以来增速也比较疲软,而这较大程度上与今年以来政府继续加大对于三公消费的限制及反腐倡廉活动的开展有关。

## 稳增长压力不小

年初经济的较快下滑也很可能使得一季度GDP增速回到7.5%之下,而更令人担忧的是,当前经济增长下滑的惯性还在加大。目前支撑经济稳增长的因素仍来自于基建投资,今年1-2月,基建投资仍保持着较高增速,其中,交通运输、仓储业投资增速为21.1%,比去年同期增加5.4个百分点,但是以下因素决定较高的增速难以在二季度后延续:去年二季度稳增长力度较大,投资增长的基数较高;今年是地方政府债务风险化解年,各地都将清理地方政府债务作为今年的重要工作,这也抑制了政府推动基建投资的热情。今年初地产投资虽有所下滑,但仍保持平稳的增长惯性,但是随着房地产销售面积增速大幅下滑带来的市场景气度的进一步回落,房地产投资增速也很可能经历较大的下滑。

两大主要经济增长部门景气度的

回落也将进一步增大二季度GDP增速的下滑压力,二季度GDP增速可能直接考验经济增长7%的底线。这无疑是目前政府所难以容忍的。

我们预计,稳增长的压力也迫使政府在二季度加大政策刺激的力度,如货币政策将会适当放松,以增大金融对于实体经济的支持力度;财政政策和产业政策将有望更积极,支持重点领域的投资增长,如中央将在棚户区改造、铁路建设、重大水利工程、节能减排工程等领域加大中央投资的力度,并以此带动更多的民间投资增长。

但是限于这些政策使用空间的有限性,如今年积极财政政策的力度实际小于去年,中央政府今年支持投资的力度相比去年也是下降的;今年预算内投资为4576亿元,增速仅为4.6%,而去年为8%;今年货币政策仍将实施稳健, M<sub>2</sub>增速目标与去年一致,这也意味着仅从流动性总量来看,也难以对于经济增长形成较强支撑。

这就意味着今年稳增长还需要更多短期有效的手段,我们认为,鉴于当前房地产在我国经济中的重要地位,在今年新型城镇化发展的背景下也仍有增长空间,房地产政策的微调很可能成为稳增长的重要手段,如那些房地产市场下滑较快的地区,一些稳定措施有望出台,限购、限贷的行政性措施将可能取消。

## 改革助力稳增长

考虑到上述短期稳增长措施容易带来的经济负面作用,如在既有的经济利益格局下,流动性宽松时,往往有更多的资金流入地方融资平台,这无疑会进一步增加地方政府债务的负担,今年地方政府债务风险也会进一步膨胀;而流动性宽松也将会延长房地产市场的景气度,这虽然有利于房地产市场稳定,但是

地产泡沫的延续也会进一步恶化资源的配置,挤压实体经济的生存空间。

这就决定了这些稳增长政策的实施效果不具备较强的可持续性,今年稳增长目标的实现也就需要更多运用宏观调控手段,而这只有通过改革才能实现。我们预计,中央将会利用经济增长下滑的压力,倒逼各方面的改革加速,以尽快释放改革带来的增长红利。这些可以带来增长红利的改革领域包括以下方面:

第一,进一步简政放权,激发市场活力、发展动力和社会创造力。自去年分批次取消和下放了416项行政审批等事项,大幅减少行政审批事项之后,今年将再取消和下放行政审批事项200项以上;去年仅是在部分地区试行工商登记制度改革,今年则将在全国实施认缴登记制,以激励市场主体创业的热情,今年还将深化投资审批制度改革,如取消或简化前置性审批,建立权力清单制度等,以充分落实企业投资自主权,推进投资创业便利化。

第二,加快国企改革步伐,增强各类所有制经济活力。如可能会出台国资改革的指导方针,这将进一步鼓励各类资本参与国企改革,大力发展混合所有制经济;可能还将加快出台非国有资本参与中央企业投资项目的办法,金融、石油、电力、铁路、电信、资源开发、公用事业等垄断领域都向非国有资本推出一批投资项目。这都有利于激活民间投资增长潜力,稳定民间投资的增长。

当然,鉴于改革推进的复杂性,以及改革红利释放的渐进性,它对于经济增长的推动短期也会比较有限,这也意味着今年经济增长较大的下滑压力会使得经济增速很可能位于7.5%左右目标的下限。

(作者单位:民族证券)

## ■ 算经济 | Li Bin's Column |

# 关于新股定价的认知理论



李斌

新股的发行价与上市开盘价长期处于所谓的“非理性”状态。要是管制发行价格,上市后必然遭到爆炒;要是限制上市后的涨幅,则发行价格又会大幅升高。此正所谓“按下葫芦起来了瓢。”万般无奈之下,管理层近期又不得不向老的做法回归,即把发行价格压一压,同时也把上市价格管一管,以免市场上太难看。相信很少有人会不同意,这种不合理的现象只不过是股票发行审核制弊端的一种外在表现,因此,对它的根本治理,需要通过注册制改革来完成。不过,几乎人人都同意的道理,却总是迟迟得不到实行。注册制改革,年内似乎已经无望。在此情况下,目睹管理层的焦虑,本人本着积极建言献策的态度,特意为当下的体制量身定制了一个理论,在此将它奉上。

这个理论的宗旨就是:管理层要舍得忍受一时的痛苦,完全放开对发行价与上市开盘价的任何管制,任由市场自行博弈;可以相信,在各方当事人经过一段时间的互动之后,发行价与上市开盘价都会自动地回归比较正常的水平。

这个理论与通行理论的区别有两点:1、在任何价格管制取消之后,不要指望所管制的价格“立即”回归理性。价格一定会在非理性的水平上徘徊相当长的时间,在此期间调控者一定要有耐心。2、价格终将回归理性,但这种回归只有在经过投资的亏损、行为模式的改变、相互强化以及重新确立共识等一系列市场过程之后才会实现,这些过程需要付出相当的经济代价。这个新理论强调的是认知的过程及其“需要付出代价”的特点,其核心是有限理性与有限计算速度。

股票价格受众多因素的影响,因此,理性有限的个人通常只是猜测它的价格,而并不很确定。人们一面对于股价抱有自已的意见,一面又在观察和推测他人的动向。市场的走向有时候会证明自己的意见正确,而在另一些时候,则被迫不得不放弃自己的意见,转而跟随市场,这是大多数人的通行做法。而另有一些人,他们体会到了大众的无所适从,因此故意利用这一点来推波助澜。他们利用资金优势,专事标新立异,或制造错觉。假如人人意见相同,就将无钱可赚,因此,他们认识到,要想发财,就要与大众的认识反向而行;等到大众被迫放弃原先的立场转而跟上来时,他们就再次转辗腾挪。他们会利用各种可以吸引注意力的机会极尽夸张的宣传和表演,试图以四两拨千斤的方式,给人们留下深刻的印象。这样的人是少数,但由于他们往往与大资金相结合,便成为了市场中的领导性力量。

现在我们来看看,我国的新股市场是怎样运作的。新股往往受人注意,原因在于它是新的。市场中的老股票成百上千,而一段时间内的新股却只有一只到数只,新股吸引了注意力,这就为哗众取宠的人提供了表演的舞台。企图操纵市场的人要找的就是这

样的机会。一些炒家不分青红皂白,总是试图拉升新股的价格,能拉多高就拉多高。至少在新股上市的初期,炒家们之间对此是心照不宣的。在成熟市场中,对新股价格的拉抬将会引发新增的股票发行;既会引起新的企业上市活动,也会导致刚刚上市的企业增加发行。卖空制度更可以提供几乎无穷的股票供应。这些都会对疯狂炒作活动造成打压。然而,在我国现行的审批制度之下,任何新股票的上市计划和日程都被投机者们尽收眼底,因而,他们并不那么害怕反向的市场力量;他们甚至可以制订详细的炒作计划,而不过分担心这种计划会被突如其来的不利因素所破坏。于是,在审批制下,我国的股市早就就养成了一种风气,即投资者们普遍对于价值投资模式信心不足,动辄就会弃守正道,去追随各路“庄家”。一般来说,当任何券种遭到非理性炒作的时候,都会引发市场一定程度的追随;而在我国,这种盲目的风气尤其浓厚。新股在较高价位维持一段时间以后,股民们就忍不住,于是群起效仿。这时,炒家们就会悄悄地抽身而退,获利了结。

新股的二级市场一旦火爆起来,本可以使一级市场水涨船高,但是,有一些因素阻碍了其后的市场过程。首先当然是对发行价的传统管制,使得发行人(企业)难以进一步提高发行价。依托对发行价的管制,券商趁机发明了一种说辞,叫做“让利于投资者”。经过各种“包装”之后,企业原本已经对所获得的巨额资金比较满意,于是就顺势推舟,只好作罢。企业的让利等于切切实实地奖励了“炒新”活动,不仅使庄家们几乎无往不利,连许多追随者也就获利颇丰,在这种情况下,一味地限制上市首日的股价,又怎么能够阻挡得了投机热情呢?

所以,在基本制度框架暂时不变的条件下,打击炒新活动的一个必要举措,就是放开发行价格,让发行人与炒家进行直接的博弈。十元钱可以发出去的股票,为什么要发五块呢?少发的五块,不就是企业的损失吗?假如企业预计到炒新活动,它就可以先期提高发行价格,可以把发行价格一直提高到只要保证能够发出去的程度就行了。这才是“供求均衡”的本意。按照这种提高了的价格发出去的股票,上市后的获利空间必定会大为压缩。这就必然抑制了炒新的热情。如果本次的发行价格仍然遭到了炒作,那么下一次的发行价格就会再次提高价格,进一步压缩炒新者的获利空间。可以相信,只要这个过程持续进行下去,市场早晚将会达到与成熟市场相似的状态,即上市首日开盘价与发行价相当接近。

假如这两个价格相当接近的状态持续一段时间,炒新活动的获利就会十分微薄了,甚至不排除经常发生亏损的可能。这时,炒新的热情就会逐步走低。这将导致开盘价节节下滑。开盘价的下跌又将压制发行价,导致两个价格交替跌落。这个过程的结果就是,新股价格最终将会回归到与老股相近的估值水平上,而不会存在显著的溢价。长期囤积在新股市场的巨额无效资金也将散去,而二级市场则可以从中受益。

只要撤除新股市场的价格管制,炒新活动终将消失,这就是本文的基本结论。这个结论也许会使人感到神奇,也许会有人不相信,不过,现在不妨尝试一下这样做。这是一个有益无害的试验。审批制下的时间已经不多,在它寿终正寝之前,不知道管理层有没有兴趣来搞这个试验,以便帮助大家能够把这个科学问题弄明白?

## 联系我们

本版文章如无特别申明,纯属作者个人观点,不代表本报立场,也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论,请打电话0755-83501640;发电邮至pp118@126.com。

# 发审会重启需理顺机制 让优质企业安心留下来

程丹

错过了新浪、百度、腾讯、携程,A股再次错过了阿里巴巴。近日阿里巴巴发表声明,启动赴美上市事宜。

互联网企业为什么总与A股市场无缘?抛开股权结构、国内法律约束不说,单就暂停了一年多的首发企业发审会,也让阿里巴巴集团等优质企业等不起。截至目前,IPO初审排队企业已经连续14周零申报了,而在通道中等待上市的687家企业现阶段最大目标就是拿到证监会的核准发行批文,马云当然清楚,即便新股发行通道快速打开,存量企业也要“消化”很长一段时间。

墙内开花墙外香,这成了中国资本市场难以言说的尴尬。我们难以统计在IPO暂缓的这一一年多时间里,有多少优秀企业由于国内融资渠道受阻而转战海外资本市场,时不我待,在当前新股重启的大背景下,发审会重新开张势在必行。证监会副主席姚刚在两会期间表示,发审会将在3月份启动,但当月或不会有企业发行。他还表示,证监会正在考虑适当放宽募投资金使用的要求,以解决部分公司IPO老股转让比例偏高的问题。

显然,为了确保发审会平稳重启,监管层正在紧锣密鼓地理顺新股发行体制。IPO重启以来,二级市场的确定性因素有所增加,基于首轮新股发行

出现的新矛盾新问题,新股发行制度确实有必要进行“微调”,在向注册制转型的过程中,管理层需重点处理好市场化力度和合法干预之间的关系,拿捏好改革强度和可承受程度之间的平衡。

监管层曾在公开场合多次表态新股发行制度肯定要完善,但如何完善仍是未知数,除了等待有关新股发行改革调整的相关政策外,即将重启的发审会成了关注焦点,发审环节重要的是发行方案和募投项目,发行方案包括发行的新增股份数额上限及老股转让的比例上限等,这些往往是影响企业发行成功与否的关键数据,监管层如何把握有关“调控”的尺度,各方拭目以待。

“证监会发行监管部门和股票发行审核委员会依法对发行申请文件和信息披露内容的合法合规性进行审核,不对发行人的盈利能力和投资价值做出判断”,这是新的发行体制改革有关IPO发审环节的核心描述。在监管转型、简政放权的大背景下,发审环节有望进一步提高透明度,提高审核效率,在信息披露、简化申报材料、投资者权益保护方面做出调整。

随着发审会的开启,融资通道的畅通,加之日后上市财务门槛的降低,《证券法》的修改、运行效率的提高以及注册制推出等一系列重大改革完成后,相信有潜力的优质企业将不再一味地“走出去”,而是能够心甘情愿地“留下来”。

## 央行加码第三方支付监管 余额宝被限1年买1万



央行严控余额宝,各方争议很热闹。银行守旧遇挑战,金融创新掀高潮。寡头暴利不合理,鲶鱼效应有必要。监管分寸慎拿捏,公平竞争忌干扰。

唐志顺/漫画 孙勇/诗

# 互联网金融规范发展是稳健运行前提

项峥

3月初,央行向支付机构下发《支付机构网络支付业务管理办法》草案征求意见稿,拟要求个人支付账户转账单笔不超过1000元,年累计不能超过1万元。3月14日,央行暂停虚拟信用卡及二维码支付业务。这些情况表明,管理部门对互联网金融的规范处于进行时,也非常有必要。正如我国网络购物从概念到蓬勃发展让人始料未及,未来互联网金融发展态势也有可能超出大多人想象。国务院总理李克强首次政府工作报告中提出,要促进互联网金融健康发展。在被称为我国互联网金融发展“元年”的2013年,由于互联网技术与金融的加速融合,互联网金融开始产生了系统性的影响,需要妥善应对,并及时加强规范和引导。

我国传统金融与互联网的融合正处于大发展时期。严格讲,只有在互联网

平台上充分利用大数据和云计算等互联网技术而推出的金融服务才属于互联网金融。按照这一定义,我国尚未出现纯粹意义上的互联网金融。但传统金融在互联网上拓展的金融互联网正处于蓬勃发育时期。据统计,截至2013年第二季度末,“阿里小贷”累计投放贷款超过1000亿元;2013年上半年新增放贷量约420亿元,同期全国小额贷款公司新增贷款总额1121亿元。网络销售市场前景广阔,“余额宝”为代表的网络销售货币基金业务具有强大的“吸金”能力,在诞生不到一年的时间里,已经形成高达5000亿元的存量规模。虽然P2P风险事件频发,但依然呈现出快速发展态势,从2009年的9家到2013年的130多家,平台成交金额也呈倍数增长,显示出旺盛生命力。据世界银行研究报告,中国众筹业务发展潜力巨大,预计到2025年将

形成500亿美元的市场规模。第三方支付互联网支付业务呈高速增长,据中国人民银行《2013年支付体系运行总体情况》显示,去年我国第三方支付机构累计发生互联网支付业务153.38亿笔,金额达9.22万亿元,同比分别增长56.06%和48.57%。

广义上互联网金融的发展,开始显示出对金融业的系统性影响。一是重塑资金市场格局。以“余额宝”为代表的网络代销基金,对传统银行体系内的资金分布格局形成强有力冲击,明显增加了银行体系的资金来源成本,影响到存款增长稳定性。二是革新财富管理理念。过去,财富管理主要为相对较净净值人群提供的理财服务。但在互联网金融下,由于财富管理门槛极低,开始具备普惠金融的特征。三是替代传统支付形式。据艾瑞咨询数据显示,2012年我国网络零售额达1.3万亿元,是2005年的67倍多,年复合增长率超过80%。随着网络零售额的高

速发展,互联网支付将逐步替代传统支付方式,并深刻影响到我国支付体系的结构与发展。四是变革传统金融业务。在互联网金融发展背景下,传统金融业可以利用大数据和云计算技术,对固有金融产品要素进行变革,以明显降低运营成本,提高产品销售竞争力;改革风险管理理念与架构,更多依靠模型去识别与发现潜在风险,大幅提升金融风险管理能力。

在包容互联网金融发展同时,金融业也需要全方位审视与主动应对互联网金融发展所逐步显现出的系统性影响。回顾“余额宝”推出时,很少有人能够预测出其后的巨大市场影响力。随着传统金融业态网趋势的进一步确立,互联网平台涉足金融领域的兴趣已经被点燃,需要认真关注与应对潜藏的信息不透明、技术风险、欺诈风险、洗钱风险等等,互联网金融上的金融消费者权益保护也需要尽早提上议事日程。