



【明眼看市】

发行价被固化，这就使得询价成为一种形式，不再具有价值发现的实际意义。

莫让新股询价沦为“一地鸡毛”

桂浩明

进入2016年以来，虽然总体来说股市行情不佳，投资者普遍亏损，但也有人发现了新的盈利模式，就是网下申购新股。一个多月下来，效果还真不错。

网下申购新股，这在好多年以前就有了，怎么能说是新的盈利模式呢？原因在于现在实施市值配售，意味着申购者不需要拿出现金，那些习惯高仓位操作的投资者，自然就获得了机会。而且，根据新的规定，参与申购的市值门槛并不高，通常是单一市场1000万元，如此推算下来恐怕会有10万以上的客户能够满足参与网下申购的条件。而现在已经在有关部门办理

备案，可以直接进行相关操作的机构与个人，也有将近4000户。而这些客户之所以在过去参与网下申购不多，除了需要大量现金之外，另外还因为一个前提，即要同时参与询价。只有在询价入围的前提下，其网下申购才有效，能够加入到配售的行列之中。在过去，询价的确是一门学问。后来随着时间的演绎，制定了“价低者得”的奇怪规则，一度报价高的90%都被剔除，因此网下申购就存在巨大的不确定性，所以即便是有了相应的资格，也是兴趣索然。

但现在情况变了：一是新股发行的市盈率基本上都定在23倍，这样询价就变成了只要会做四则运算就可以的简单活；二是通常也不再需要对高

报价作高比例的剔除。这样做的结果，也就是一旦企业招股说明书公布，投资者就可以轻而易举地算出发行价通常是多少，而后就参与询价，足额申购。一个多月来，凡这样做的投资者几乎每次都能够获得一定数量的配售，少的千把股，多的十万股。有人做过简单的统计，在1月份通过网下申购，如果每次都成功入围并且获得配售（这在技术上并不难）的话，那么盈利可以超过50万，这个收益率是相当高的，而且是基本无风险的。在弱市之中，能够有这样的收益，当然是非常好的。所以也难怪人们将这称之为一种新的盈利模式。

但是问题也来了，本来安排网下申购，是为了发挥机构等大投资者的

询价作用，使得股票发行价格更加市场化，并且能够真实反映市场的需求。现在，发行价被固化，这就使得询价成为一种形式，不再具有价值发现的实际意义。有了约定的市盈率，再搞询价又有什么意义呢？过去，正是基于询价工作的实际存在，以及为了提高参与询价者的责任心，设置了相应的配售制度。现在这种配售，就成为对少数资产规模比较大的客户优惠了，而这是不符合三公原则，恐怕是值得讨论的。现在，不少证券经营机构都在动员自己符合条件的客户来参与网下申购，并且统一发布询价参考值。不能说这种对客户的服务有什么不好，但这样一来，也确实是把新股申购变成分钱的的游戏了。面对广大网上申购的客户

每次不过万分之一的中签率，这里的反差实在是太大了，必然导致舆论的反对。

原来的新股发行制度存在缺陷，当然需要改革。现在的制度，应该说也还是存在诸多不足。特别是当询价过程背离了其自身的定价作用而流于形式时，自然就引出了很多新的问题，这是需要认真对待的。股市政策的核心就在于三公，如果偏离了这一点，不但危及正常的市场秩序，而且也会打击投资者的积极性。再进一步说，当这种廉价的盈利模式被挖掘后，会有大量客户都参与其中，询价活动恐怕就不可避免地成了一场闹剧，最后只留下一地鸡毛。

（作者系申万宏源证券首席分析师）



【一缕清辉】

供给侧结构性改革，是通过各种方式挖掘能够改变人们生活方式产业、产品。

供给侧结构性改革不能“一锅端”

宋清辉

在经济前景相当模糊的情况下，任何为了短期内刺激经济的手段都只会让经济昙花一现。只有扩大有效供给，更好地满足社会各界人民群众的需求，从“病根”入手慢慢调养生息，才能促进社会有条不紊地健康发展。

但就目前的情况而言，供给侧结构性改革该怎么改依然是很宽泛的问题，如果这种改革不能落地，或者是换汤不换药地通过其他方式来“变通”，改革或又将成为一个制造泡沫的过程。

习近平总书记强调，供给侧结构性改革的根本目的是提高社会生产力水平，要在适度扩大总需求的同时，去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板，从生产领域加强优质供给，减少无效供给，扩大有效供给，提高

供给结构适应性和灵活性，提高全要素生产率，使供给体系更好适应需求结构变化。

当前，很多人在探索供给侧结构性改革的时候，只看到了“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”，却没有看到“适度扩大总需求”。我们需要意识到，如果需求固定，在供给侧结构性调整中，供给侧的产能、产量也将向需求侧靠拢。一旦需求降低，供给侧又会陷入“产能过剩的陷阱”之中。因此，所谓供给侧结构性改革，不是单单通过市场调研看市场需求，而是要通过各种方式挖掘能够改变人们生活方式的产业、产品。

例如，在没有手机移动支付之前，人们可以通过现金或银行卡刷卡交易，没有人会感到不便。当手机移动支付普及之后，手机移动支付不仅被人们所接受，还创造了大量的就业机会。在此之前，人们是没有手机移

动支付这一需求的。通过挖掘、扩大这种需求，不仅不会颠覆现有产品的市场秩序，反而能够创造新的利润来源，再通过产品衍生进行深入研究，就能够开拓更多的，人们此前没有意识到的有效需求。

供给侧结构性改革并不只是改革产品、企业、行业本身，而是要从各个方面共同入手。例如习近平主席在提到“精准扶贫”就是一种供给侧结构性改革，对农村的扶贫需要探究农村贫困的根本原因，例如探究原因出自扶贫方式不对、地方不知名、村民没有积极性还是没有优势农产品，发现问题之后才能研究出解决方案。

对农村而言，供给侧结构性改革不仅是要研究符合他们发展的方针政策，还需要完善各种配套措施。从中国农村发展情况来看，很多农村的农产品在市场中是具有很强

的竞争力，但产品之所以没有成功走向市场，一是因为人们对产品的意识不够，二是没有完善的渠道供产品流向市场。因此，对这类贫困农村的供给侧改革措施，可以通过辅导教育以提升居民相关知识水平、产品市场意识，树立居民致富的信心；另一方面需要完善基础设施建设，完善交通渠道即“要想富先修路”，同时通过设立政府引导基金建立针对农产品的加工设备、培育设备等，多管齐下才能完成结构性改革。

举个例子，从3D打印到现在虚拟现实，每一项技术火热之际，在市场的眼中都是“无与伦比”新时代的诞生。但就目前而言，很多追逐3D打印的企业以失败告终，而现在追逐虚拟现实的企业又层出不穷。虽然3D打印和虚拟现实一样，在理论上有着广阔的市场需求，但在实际应用当中，有多少需求是有效需求尚不得而

知，这也意味着一味追逐热点并不是供给侧结构性改革。其它，不管是工业、制造业还是电子信息业等想实现这种改革，就需要自己研发、创造热点，制造有效并能快速投入市场使用的产品。

至于高低端产品方面的问题，这也要求我国的供给侧结构性改革不能“一锅端”，而是要逐步实施。目前我国居民消费能力依然处于两极分化的状态中，一部分低收入人群无法使用高端、节能、环保产品，如果产业全部转型升级，低端产品将出现无供给的情况，低端消费人群的需求也无法满足。以电池为例，高端消费人群在意识的提升下，会选择购买价格较贵但可以重复使用的充电电池，以实现环保、节能、绿色；低端消费人群往往会购买便宜的电池，而这类电池往往存在重金属含量高，对环境污染严重等问题，但他们支付能力只能购买这电池。

（作者系知名经济学家）



【明言至理】

特区政府为香港市民“派糖”，其实离不开香港经济发展红利的支撑。

香港经济走出困局不能单靠“派糖”

吕锦明

香港财政司司长曾俊华日前发表了其任内第九份《财政预算案》。值得一提的是，在香港经济陷入困局之际公布的这份《财政预算案》是以红色作为封面，被香港市民形容为“利是封”。

实际上，早在新《财政预算案》公布之前，有机构对香港市民进行的问卷调查结果显示，香港社会各界普遍希望港府财政司可以延续往年的做法，进一步加大“派糖”的力度，以满足市民对于扶贫、安居、房屋、教育等方面的巨大需求，约有43%受访的香港市民表示希望“财爷”能增加“派糖”措施。

香港“财爷”也没有令大家失望，在新《财政预算案》中，一如既往地提出了多项为香港各界及市民解纾困的

措施。这份“大红包”关照到免差餉、个人和企业退税、免商业登记和部分行业牌照费等广泛范畴，涉及总值388亿港元。

值得注意的是，“派糖”的欢乐气氛背后，“财爷”曾俊华对新的一年香港经济前景的展望并不乐观。其在新《财政预算案》中，对香港经济增长预计只有1%~2%。可以说，目前香港正面临前所未有的经济困局：全球经济不明朗因素增加、内地经济增长放缓趋势出现、世界金融市场大幅波动。另外，香港经济长期赖以增长的旅游、贸易、零售等传统支柱产业纷纷陷入“冰河期”，外围美联储加息更令香港楼市下调压力增加。

正如笔者于前一期专栏《香港楼市是否“减辣”之我见》中所言，在目前全球经济前景不明朗，美联储加息

预期升温的情况下，贸然提出楼市“减辣”并非明智之举。如果因“减辣”措施吸引大批资金回流香港，大多只会沉淀于香港楼市用于炒作，对香港经济长远发展并不利。因此，在新《财政预算案》中，港府并未就楼市调控措施有所放松。

当然，特区政府为香港市民“派糖”，其实离不开香港经济发展红利的支撑，也就是说，如果香港经济没有持续、稳定的发展，所谓“派糖”就将成为无本之源、无根之木。新《财政预算案》“派糖”是要通过一系列利好纾困措施，推动香港经济向正面、积极的方向发展。曾俊华指出，在过去几年里，一系列纾困措施和税务调整为香港经济增长提供了约1%的提振作用，对本地经济和就业市场起到了“重要的稳定作用”。

由此看来，香港经济要突出实现重围，不能单靠特区政府“派糖”纾困，还需要各方立足香港经济长远发展，将发展大计置身在更大的格局当中，发掘新的增长点，以重振香港经济动力。曾俊华指出，目前全球“新经济秩序”的两大元素——信息科技革命和新兴市场的影响力不断增加，香港应考虑由此发掘“财路”：其一是透过配对基金等投资渠道和资助计划推动本港的应用科技产业发展；其二是拓展“一带一路”沿线的新兴市场。

说起“一带一路”，相信对香港各界来说已经是一个很熟悉、亲切的名词。近年来，“一带一路”概念持续在香港的社会、学术界、企业团体间升温，香港特首梁振英曾多次提及香港应当在“一带一路”国家战略中扮演“超级联系人”角色，把握好机遇，与

国家共同发展。

实际上，香港有可能也有能力借“一带一路”实现“经济再出发”，从官方层面，可以积极参与包括亚投行、金砖国家开发银行、丝路基金、上海合作组织融资机构等重要项目，同时，在上海合作组织（SCO）、亚太经合组织（APEC）、亚欧会议（ASEM）、亚洲合作对话（ACD）、亚信会议（CICA）、中阿合作论坛、大湄公河次区域（GMS）经济合作、中亚区域经济合作（CAREC）等现有多边合作机制里扮演更重要的角色；在企业层面，香港企业可顺应国家战略。另外，香港在政策及配套方面也应下功夫，以吸引更多在中资企业在香港设立海外总部，将香港塑造成为“一带一路”的重要枢纽。如此，香港经济走出困境、再次腾飞之日可期。（作者系证券时报记者）



【明远之道】

一个市场如果交投清淡、价格低迷，不管基本面怎么样，一般也不会被认为是好的市场。

从机场的值机柜台说开去

陈嘉禾

经常出差的人，如果在机场的值机柜台仔细观察，偶尔会发现一种现象，即大众选择性忽视某一个值机柜台。举例来说，某个航空公司有1至10的10个柜台，可能在9个柜台前面都有二三十人排队，但是在剩下的第10个柜台前面却只有一两个人。

如果这剩下的第10个柜台前面有十多个人，也就是其它柜台的1/2的人在排队，那么其它队伍的人会很很快转到这一队来：“那队人少，我们赶快去！”

但是，如果这最后的第10个柜台前面只有一两个人，甚至没有人在排

队，也就是说排队的人数远低于其它队列的时候，其它队列的人多半会产生“这个柜台到底是不是用来值机的啊？”，“我要是去排了结果不是值机的，那么回来我又要重新排队，还是不要尝试了！”这样的念头，对那个柜台上写的清清楚楚航空公司的名字，却常常视而不见。

结果，最后的这一个柜台前面会有一小段时间没有人排队，直到有人勇敢地尝试，并且成功提交了行李以后，大家才会恍然大悟：“原来那个也是可以值机的！”然后蜂拥而上。

这种“太少人去的地方恐怕有问题，管它到底好不好，我们还是不要去比较好”的心态，其实不光发生在机

场的值机柜台。在冷门的旅游景点、小众的书籍上，我们都会偶尔观察到这一现象。在这种情况下人们会想，“那个地方去的人好少啊，应该不是太好玩”、“那本书躲在书店的角落，而且只有一本应该没有什么好看”等等。

当然，这种现象发生最有代表性的地方，还要数金融市场。

一个股票如果基本没有人交易，完全没有研究报告推荐、股价也没有怎么涨，那么不管它基本面究竟如何，一般不会被人们认为是好股票。一个市场如果交投很清淡、价格低迷、媒体报道负面，那么不管它基本面怎么样，一般也不会被人们认为是比较好的市场。正如2000年前后的内地房

地产市场、2005年的A股市场那样。

如果我们深究这种“人太少”的地方轻易不要去”的心理，就会发现其实和资产的价值并没有什么关系。采取这种心理行动的人们，只是在自己研究和思考不充分的情况下，为了保护自己的安全，把行动的方向盘交给了大众。

很显然，这是古老的、非捕食性动物群居属性的基因残留在起作用。由于在生物学上，这种基因属性往往发生在非捕食性动物身上，所以我们也常常称之为羊群效应、旅鼠效应等等，而非狼群效应、狮群效应。

在大众的群体性心理引发了这种效应的时候，往往会给长期价值投资

者带来一个绝好的买入机会。有经验的价值投资者，在发现了一个大众抛弃的机会时，第一反应往往不是警惕，而是兴奋。当然，兴奋之后必须对资产的历史沿革、当前质量、政策环境等因素做细致入微的考察，才能决定是否买入。但是，大众的忽略往往意味着寻找到高价值、低估资产的可能。

所以，被大众所忽略的事物中，往往能给我们带来意想不到的机会：无论是快一点完成值机、找到一个更有意思的经典、看一本更好看的书，还是取得更高的投资回报。那么，下次再看到这样的情况时，你会警惕，还是兴奋呢？

（作者系信达证券首席策略分析师）