

经济明显改观要待三季度

陈伟

上周公布的3月份采购经理指数(PMI)为53.1%，比上月提升2.1个百分点，虽然有季节因素，但总体看反映了经济的持续反弹态势，但当前经济要从乍暖还寒转化到企稳回升仍需要稳增长政策的发力。

经济复苏仍在延续。3月下旬汇丰公布的3月PMI的初值降至2011年11月以来的最低点48.1%，引起了市场对我国经济复苏已夭折的忧虑，但从官方PMI及各分项指数的情况来看，显然形势好于预期。如反弹幅度最大的是新订单指数，3月为55.1%，环比上升4.1%，高于历年环比均值3.8%，而环比去年11月的最低值47.8%高出

7.6%。这主要来自于内需的好转，其原因包括：中央政府年初以来加大对基建以及保障房项目投资扶持力度的政策已逐渐奏效，如1~2月固定资产来源中国家预算资金为24.5%，住房保障支出250.64亿元，增长73.5%，都大大高于去年同期的水平；两会后，各地开始响应中央的要求，逐渐启动新的“十二五”规划项目，地方项目投资增速有所好转。

需求的好转也刺激了企业生产，3月生产指数为55.2%，比上月提高1.4个百分点，为2011年5月以来的最高点，而从行业来看，需求改善的投资品行业生产也明显加快，如非金属矿物制品业PMI生产指数为62.5%，环比上升10.1%，黑色金属冶炼为46.5%，

环比上升7.1%，金属制品业为59.9%，环比上升23.2%。

企业生产经营状况的改善也开始刺激企业加大原材料采购力度，扩大企业用工量，如3月PMI采购指数为54.8%，连续4月呈现环比上升态势；PMI进口指数为51.5%，连续2个月保持环比增长态势，达到一年来的新高；PMI从业人员指数为51.0%，比上月提高1.5个百分点，在连续5个月低于临界点之后，本月跃至50%上方。

但是复苏仍比较缓慢。尽管上述数据都验证了今年以来的经济复苏态势，但是目前经济复苏力度仍偏弱。如当前出口增长恢复仍比较缓慢，3月出口订单指数为51.9%，仅比上月回升0.8个百分点，大大低于往年环比上升5个百分点的均值，这表明我国出口仍受累于欧债危机引发的欧洲经济衰退延续，二季度环比改善可能很有限，但考虑到去年出口增长基数因素，二季度经济增速数据可能受到影响。

当前内需增长虽有所好转，但是总体仍比较疲软，表现在：主要投资品行业的景气度仍没有好转，如生产用制成品和原材料能源类PMI指数只有38.8%和38.4%，仍处在继续探底过程中。这意味着为支持经济平稳回升，政府仍需要出台政策刺激投资的增长，但从当前来看，投资的恢复增长却会受到诸多因素的制约。如银行存贷比制约供给，贷款需求也存在不足。

从生产角度看，当前经济恢复力度也不够强劲，如3月生产环比上升1.4个百分点，与往年均值环比上升5.5%相比并不突出。以下几个因素限

制了企业生产的较快恢复：一是这轮经济复苏初期企业库存水平偏高，其中产成品库存指数最低为今年1月的48%，今年3月已经恢复到50.8%，明显高于2008年~2009年期间的水平，这意味着若需求不能持续较快回升的话，企业库存压力仍会较大；二是当前企业面临的原材料成本压力增加，如主要原材料购进价格指数为55.9%，与去年低点相比累计回升11.5个百分点，原材料购进价格指数的过快回升从两方面影响企业生产：通过制约货币政策放松节奏影响实体经济流动性；增大企业成本压力，加大企业生产持续复苏的难度。

因此我们预计，当前经济虽然有触底回升的迹象，但由于环比改善有限，一二季度同比增速仍比较疲弱，而三季度后经济增长才有可能出现明显的改观，这一方面归因于上半年政策层面稳增长努力的奏效，另一方面得益于今年3月后欧债危机冲击逐渐减弱，特别是欧洲银行业的重组完成后，下半年欧洲经济有望迎来缓慢复苏后带来的我国出口增长改善。但这样的周期性经济复苏仍是比较脆弱的，若政府的投资没有能够更多带动民间投资较快增长，在今年流动性改善极为有限的情况下，投资以及经济增速将难以持续好转，而这就需要政府今年一方面实施大规模结构性减税，减轻实体经济的负担，另一方面加快推进非公36条，增强民间投资的活力。

(作者单位：民族证券)

对上市公司高送转要加以规范

皮海洲

对上市公司“高送转”乱象的监管终于纳入到了证监会的视野。证监会有关部门负责人日前表示，证监会已对近期炒作“高送转”概念中涉嫌违规的行为及典型的异常交易账户进行立案调查，目前已立案两到三起，并对部分异动公司进行提醒。为此，该负责人提醒投资者应对出现异常波动的“高送转”股票保持警惕，不要盲目跟风，防范投资风险。

对涉嫌市场操纵、内幕交易等违法行为的“高送转”公司进行立案调查，这是证监会加强市场监管工作的一个重大进步，也是郭树清主席一再强调对内幕交易等违法违规行为“零容忍”的具体体现。

众所周知，上市公司“高送转”涉嫌市场操纵与内幕交易等违法行为远非始于现在，这种现象其实早就存在，并一再受到舆论的批评。但监管部门对此一直都是睁一只眼闭一只眼，以至上市公司“高送转”背后各种乱象丛生。比如，通过高送转来拉抬上市公司股价，为上市公司的增发保驾护航；通过高送转来帮助套牢机构实施突围；通过高送转来掩护解禁股套现等等。所以，这一次有部分“高送转”公司涉嫌市场操纵、内幕交易等被立案调查，这并不出人意料之外，这是郭树清出任证监会主席以来监管工作出现的喜人变化。

证监会对涉嫌市场操纵、内幕交易等违法行为的“高送转”公司进行立案调查，这是很有必要的。而提醒投资者应对出现异常波动的“高送转”股票保持警惕，不要盲目跟风，防范投资风险，这一点更有必要。因为“高送转”公司股票带给后知后觉投资者的投资风险是很大的。这类股票在“高送转”消息明朗后，或者在实施“高送转”方案后，常常会伴有股价大幅下挫风险。如

和顺电器，3月22日股价最高达到34.23元，实施高送转方案后于3月30日跌到12.30元(复权价为24.80元)，短短几个交易日的跌幅高达27.55%，带给投资者的损失是惨重的。所以，对于这种“高送转”股票的投资风险，投资者确实需要加以防范。

不过，正是基于上市公司“高送转”所存在的种种乱象以及给市场带来的巨大投资风险，证监会在对有关公司进行立案调查并提醒投资者注意“高送转”股票投资风险的同时，还有必要对上市公司“高送转”行为加以规范，提出指导性的意见。比如，规定业绩亏损、业绩下滑的上市公司不得推出高送转方案，以避免上市公司的“高送转”行为进一步恶化公司的财务指标，拖累公司的发展。又如，对于主营业务增长的公司，其送转股比例，不得超过业绩增长的幅度，以维护上市公司的稳步发展。再如，对于年报推出前股价异动的公司(如短期涨幅达到20%)，不得推出“高送转”方案或一年前已实施再融资方案(尤其是定增)，或一年内有再融资要求的公司，不得推出“高送转”方案；此外，年报出台前后半年内有大小非解禁的公司也不应推出“高送转”方案。

当然，由于利润分配与转增股本是上市公司自主决定的事情，所以证监会的意见只能是一种指导性的意见，不具有强制性。不过，对于违反上述规定推出“高送转”方案的公司，证监会可要求其在推出高送转方案的同时，就高送转的理由与有关情况(包括业绩增长、近年再融资情况、有关股东买卖股票情况、大小非解禁与套现情况等)作出说明，并对情况可疑的“高送转”公司加强监管，使上市公司高送转行为逐步回归理性，减少内幕交易及股价操纵等违法行为的发生，减少市场投机炒作给投资者带来的风险。

资本江湖 盟主挺忙

中国上市公司舆情中心

如果说资本市场是一个江湖，那么，这个江湖当中的武林盟主主要属证监会。一个江湖，通常都有个武林盟主，制定基本的江湖规矩，惩罚罪恶，仲裁恩怨，引领江湖风向。过去的一周时逢清明，江湖有几日小休，不过盟主挺忙。

4月1日，证监会重磅推出《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》，征询各路江湖人的意见，可谓一件大事，引来舆论热议。据中国上市公司舆情中心监测，1日至5日关于此事的媒体报道和转载超过7000条，新浪、网易等门户则以专题形式梳理了新股发行体制改革的前世今生；江湖大佬如华生、左晓蕾、李大霄、董登新等，也纷纷在各自微博或博客上，或欢迎或吐槽。在新闻跟帖、微博评论，普通网友们也意见纷纷，有表示肯定的，批评的意見也不少。大家希望有更好的机制，又不希望对现有的市场估值有太大的冲击，还有些人觉得热炒之中才能赚快钱。

改革的核心，是新股价格形成机制。《指导意见》涉六大革新，如引入个人投资者参与询价、拟允许发行存量老股、对超行业平均水平定价进行监管

暖，多数意见认为更多长期外资入市，确属利好。

清明时节，江湖中还有一桩盛事——博鳌论坛，有点像华山论剑，政、商、学界高人齐聚，论坛有既定主题，而诸如房地产、消费、医疗等民生话题亦是重要议题。各派掌门、各路大侠能齐聚海南，各家媒体蜂拥而至，炒热不少话题，在全国范围内引起反响。当然，今年微博上的批评也不少，比如博鳌物价太贵、比如论坛官本位色彩太浓、比如论坛交流太少等等。

江湖中，总有后起之秀层出。相比其他青年高手，人民网算是出身世家，此番艺成，后脚还在江湖之外，已然引来无数目光。人民网IPO于5日启动，募资5.3个亿，成功上市后，将成为全国重点新闻网站上市第一股。据悉，其股票代码将以上交所新开的603字段开头，将成603字段的开山大师兄。由此，A股中传媒板块再添新概念，进入“春天里”。媒体报道，新华网、央视网等也已暗中接剑，意图步人民网后尘。

江湖中，各种八卦引人关注。山西煤老板7000万嫁女一事，究竟咋回事，世人尚未明了，而江湖两大门派腾讯和21世纪网，却为此较劲了一场。21世纪网深挖邢利斌根底，指其当年发家疑以“白菜价”获得国有煤矿。而腾讯评论则针锋相对，指21世纪网是企图“打倒所有民企富豪”。尔后，21世纪网做专题《7000万嫁女煤老板再追问》，见招拆招，逐一回击。两网酣战，众网友围观不亦乐乎。近日，又有媒体加入战团，采访邢利斌本人，直陈7000万巨资办另有所因，菜价买矿实属冤枉。真相如何，暂且不论，但在舆论裹挟之下，公众乃至媒体的情绪，折射的是舆论对贫富差距以及社会资源分配不公的高度敏感。

资本江湖，人心思涨。上周五上交所把牛雕塑从厅里头搬到了厅外头，结果有好事者拍了照片发到网上，也引起一番讨论。好些股民说，“牛”出来了，希望股市能够真的牛起来。

(执笔：钟钦政)

■算法经济 Li Bin's Column

多层次资本市场体系再思考



李斌

股票发行由审批制向注册制的过渡，涉及证券市场其他方面的改革，因而是一个系统工程。

首先，股票发行如果不需要审批了，而挂牌上市尚需交易所的核准，去了一个“爷爷”，会不会又来两个“婆婆”呢？我们有理由为此而担心。在现行体制下，我国的股票交易所是一种准政府机构。股票发行制度与国际接轨，交易所显然也不能例外。交易所不过是一种有形的市场，就好像浙江义乌的小商品城一样，它的组织和管理都是相当简单的，完全可以企业化经营，可以实行开放式的竞争。国家可以制定并公布开设股票交易所的资格或条件；这些条件必须是明确而有限的；只要符合这些条件，任何人可以选择任何地点设立交易所，自由发展会员并吸引市场主体参与。与对商品市场或金融机构的管理相类似，政府部门可以制定有关法规，并对交易所一视同仁地进行监管。企业化的结果是，交易所只能实行民主化的管理，股东或会员将真正负起责任来；其服务质量必然就会提高。相应地，企业可以自由选择交易所上市，也可以同时在多个市场上。

如果以上认识是恰当的，那么我们则可以进一步推论出，所谓“多层次资本市场体系”这个说法其实包含着一些理念上的错误成分，因而有必要再予以讨论。交易所是一种盈利或非盈利的自愿性组织，无论大小强弱，它们在法律地位上是平等的，因而不应当存在主次之分，高低之别。通过自由的市场竞争，如同其他行业一样，不同的交易所之间必定会形成形态多样的格局，它们或者是彼此相似的，或者是相互分工的；有的规模可能很大，有的却很小；其相互关系也将是不断变化的。人们有时把某个股票交易所称为“主要市场”，而把另一个称为“次要市场”，这应理解为是出于一种便利或习惯，而不具有任何规范含义。例如，美国的纳斯达克原本是比较次要的市场，后来，随着高技术企业的崛起，它就成为了一个主要市场，与纽约交易所平分天下了。微软公司最初是在纳斯达克上市的小企业，它发展壮大了以后，并不转去纽交所上市，而是继续留在纳斯达克之内。

当然还可以有另一个选择，也就是暂且继续沿用现行的特许制度，股票交易所无论设立几个，设于何处，都由中央政府以“一事一办”的方式进行审批。然而，根据以上论述，试图人为设定不同股票市场之间层级的目标无论如何是不易实现的。这种层级要么经由自由竞争自然形成，要么还不如维持现状。鉴于不可能强制指定某个交易场所专门负责接收垃圾股，我们可以得出一个结论，即只要交易所认为某些垃圾股挂牌是有利可图的，同时企业自身又愿意保持上市地位，那么就没有必要提高退市的标准，或者对此进行行政干预。这些垃圾股挂牌在交易所，并不会损害什么人，也不存有碍观瞻。绩差企业是市场经济体系的一部分，它的存在甚至是必不可少的。现有的交易所可以采取在其内部再划分子市场，修改行情显示方式等做法来细分市场。纳斯达克、香港联交所等事实上也都是这么做的。我们需要认识到，在电子化交易时代，单个电子市场本身可以具有极大的容量，因而不同市场之间的结构已经更加扁平化了，不能把那些在工业时代所形成的层级观念简单套用过来。与此相反，在交易所特许制之下，应当确立的实际上是这样的原则，即只要交易所占有一定的资源，这就引发了成本-收益核算；如果企业规模太小，或者业绩太差，以致其股票交易额太低，不能给交易所带来一定的收益，交易所当然就会要求它退市或“转板”。所以，这只是一个生意上的考虑。市场细分可以给投资者收

集、比较和选择券种带来便利。企业在不同的分市场之间转来转去，也是出于经济原因（边缘市场的上市费一般较低）。这些都与对企业的奖励或惩罚无关。

有人对绩差公司长期维持上市地位的现象心存不满，必欲除之而后快，这实在是找错了情绪发泄的对象。绩差公司的问题主要是由于政府人为控制股票的发行，以致其产生了“壳价值”，进而导致股价虚高；假如取消了股票发行的审批制，绩差股的股价回归本位，自然也就不再成为一种令人刺眼的“公害”了。再者，现有的退市制度已经足以促使绩差公司产生重组的动机。场内与场外的价差那么大，企业“保壳”的动机原本就是十分强烈的。人们通常只是看到绩差公司在重组中所获得的利益，而不知其为保壳和重组所付出的代价。直接退市的案例之所以比较少，是因为上市公司在退市制度的压力下成功地进行了重组。也就是说，现有的退市制度的确已经发挥了它的积极作用。然而，有人却对此置之不顾，一定要看到更多的退市事件实际发生，这岂不是一种“头痛医头、脚痛医脚”的思维方式？

监管部门显然已经认识到，在绩差公司退市以后，仍然需要为其股票转让提供某种途径。可是，这一思路需要继续延伸出去：第一，这样的“途径”其实是一种市场或交易所性质的组织；第二，在如今电子化交易手段已经十分便利和普及的背景下，这样的“市场”显然也可以采用与沪深交易所差不多的方式。难道为了“惩罚”这些绩差公司，一定要采用某种原始的交易方式（例如所谓的“柜台交易”），以图使其股票交易不那么便利吗？难道绩差公司的股票交易不应当节约成本和提高效率吗？这显然是荒谬的。第三，假如这个设想中的市场也采用类似沪深交易所的运作方式，如何确保它将“低于”沪深交易所呢？假如企业（无论IPO或重组以后）愿意选择这个交易所而不是沪深交易所进行上市呢？假如某个优质企业愿意终身呆在这个交易所呢？按照这样的逻辑推理下去，我们就可以得出一个结论，即“多层次资本市场体系”只不过意味着设立第三家甚至更多的交易所，或者说，交易所的设立需要实行自由化。

当然还可以有另一个选择，也就是暂且继续沿用现行的特许制度，股票交易所无论设立几个，设于何处，都由中央政府以“一事一办”的方式进行审批。然而，根据以上论述，试图人为设定不同股票市场之间层级的目标无论如何是不易实现的。这种层级要么经由自由竞争自然形成，要么还不如维持现状。鉴于不可能强制指定某个交易场所专门负责接收垃圾股，我们可以得出一个结论，即只要交易所认为某些垃圾股挂牌是有利可图的，同时企业自身又愿意保持上市地位，那么就没有必要提高退市的标准，或者对此进行行政干预。这些垃圾股挂牌在交易所，并不会损害什么人，也不存有碍观瞻。绩差企业是市场经济体系的一部分，它的存在甚至是必不可少的。现有的交易所可以采取在其内部再划分子市场，修改行情显示方式等做法来细分市场。纳斯达克、香港联交所等事实上也都是这么做的。我们需要认识到，在电子化交易时代，单个电子市场本身可以具有极大的容量，因而不同市场之间的结构已经更加扁平化了，不能把那些在工业时代所形成的层级观念简单套用过来。与此相反，在交易所特许制之下，应当确立的实际上是这样的原则，即只要交易所占有一定的资源，这就引发了成本-收益核算；如果企业规模太小，或者业绩太差，以致其股票交易额太低，不能给交易所带来一定的收益，交易所当然就会要求它退市或“转板”。所以，这只是一个生意上的考虑。市场细分可以给投资者收



眼见物价涨不休，主角轮到食用油。商品成本在加码，通胀预期又抬头。信贷宽松企业盼，货币贬值民众忧。政策面对两难境，预调微调颇犯愁。

ICLONG/漫画 孙勇/诗