



### 【明远之道】

对于那些深刻理解了经济运行规律、眼光独到的投资者来说,他们将更容易分享中国经济的增长。

## 注册制带给资本市场的改变

陈嘉禾

只闻楼梯响、不见人下来的注册制,终于有了明确的时间表。那么,在A股市场推行注册制以后,我们可能看到哪些改变呢?这里,就让我们一一梳理。

投资者将有更多选择,有经验的投资者更容易分享中国经济的成长:一直以来,A股市场以其较长的首次公开募股(IPO)审核流程,让不少企业望而生畏。同时,很多初期业绩没有达到硬指标的企业,也难以在A股上市。这在保护了知识储备不丰富的投资者,尤其是个人投资者的同时,也让有经验的投资者难以分享中国经济成长的一些成果。

在注册制推行以后,对于那些深刻理解了经济运行规律、眼光独到的投资

者来说,他们将更有可能在A股市场看到更多行业标的,A股体量也将从目前的3000余家大幅扩容。以中国经济目前全球第二的体量而言,达到万家亦非难事。在这种情况下,有经验的投资者将更容易分享中国经济的增长。

上市公司难以再依赖资产注入取得超额收益,壳公司估值下跌;过去,A股市场许多上市公司虽然主营业务盈利能力不强,但是依靠持续的资产注入,经常能够分得巨大红包,从而实现基本面的跳跃性增长。由此,壳公司的估值也一直高企不下。

但是,对于资产注入方而言,选择资产注入实在是迫不得已。举个例子,如果二级市场的股票估值是40倍市盈率(PE),为什么要选择将优质资产以更低的价格,比如20倍PE装入呢?直接将其上市不是更好吗?但是,当资

产注入方受阻于IPO的配额限制和漫长流程时,他们就不不得不选择资产注入这一路径,以便以金钱换时间。

在注册制下,资产注入方可以选择以更高的价格,将优质资产以和二级市场相同的价格上市,他们也就不再需要选择资产注入这条路径。由此,上市公司也就更难依赖从前那种简单的资产注入取得超额收益,而壳公司的估值也将有所下跌。

现实中,我们很容易找到这样的例子。在2000年的科技股泡沫中,美国的NASDAQ股票指数的净资产收益率(RoE)并没有随着估值的提高而提高。但是在A股创业板估值上升的过程中,我们却观察到RoE逐步走高,这其中上市公司依靠高估值进行的收购和资产注入功不可没。

非理性的投资者可能蒙受更多亏

损:在过去,由于业绩较差的上市公司往往会沦为壳公司,而壳公司的估值又相对较高,因此投资者在非理性的炒作过程中,很难蒙受和海外市场比肩的严重亏损。

同时,当一个行业和板块的估值高企时,又没有足够的来自产业、一级市场的新上市公司增加供给从而平抑估值,从而导致A股的上市公司估值常常居高不下,从侧面保护了非理性投资者的收益。

但是,在注册制推行之后,一方面壳公司的估值将有所下降,另一方面当非理性的投资者炒作某个板块的时候,会受到来自产业的更多的上市公司供给。因此,对于这些投资者来说,蒙受亏损的速度很可能有所加快。

投资银行的核心竞争力将发生变化:在核准制下,A股IPO一股难求,因

此对于拟上市的公司和帮助其上市的投资银行而言,投资者的态度并不重要,取得监管层的核准才是重中之重。

但是,如果我们去详细了解海外市场就会发现,投资银行在帮助企业上市过程中,核心竞争力的体现主要集中在联络潜在投资者、了解投资者的需求、为上市公司设计更符合投资者口味的资产结构调整、向投资者兜售上市公司拟发行股份方面。这主要是由于在注册制下,新股发行的价格、股票数量等要件都掌握在投资者手中的原因。

因此,当注册制在A股推行以后,内地投资银行的核心竞争力也将发生重大转变,那些与投资者沟通更紧密、对资本市场理解更深刻、集团资本实力更为强大的投资银行将获得更大优势。(作者系信达证券首席策略分析师)



### 【明眼看市】

市场稳定是各种措施综合作用的结果。夸大某种技术措施的作用,恐怕是种误读与误解。

## 熔断机制将解决什么问题?

桂浩明

今年9月初,三大交易所推出在股票和期货交易中分别建立熔断机制的方案。经过三个月的酝酿,在对熔断持续时间进行部分修改以后,宣布将从明年1月份起正式实施。从此,中国资本市场继新股交易之后,有了涉及全市场的熔断机制。

有人说,建立了熔断机制,相当于给市场安放了一个“安全垫”,有利于保护投资者利益。这话既对又不对。说对,是因为当市场突然出现异动,广大投资者又搞不清楚到底是因为什么原因的时候,对市场交易实施熔断,也就是暂停买卖,能够让大家从亢奋或者恐慌中冷静下来,比较从容地对市场走势作出一个判断,避免

盲目追涨杀跌,客观上的确有助于保护投资者利益。

记得在2013年8月,由于某券商在自营的高频交易中发生“乌龙指”事件,导致市场瞬间大涨,不少投资者在不明真相的情况下盲目杀入,结果损失惨重。如果当时就有相应的熔断机制,那么也许就可以避免此类状况的发生。实际上,熔断机制本身就是海外市场为应对市场异常波动而建立的,那里普遍没有涨跌停板制度,在推进行序化交易之后,一度时常因为出现交易差错引发市场大幅度波动。为防范此类风险,就研究实施了熔断机制,即当指数、期货合约或个股价格等偏离均值到一定程度后予以熔断,目的是让投资者“清醒”一下。不过,那里的初次熔断时间一般只有5分钟,

而境内三大交易所最先是设计为半小时,现在改为15分钟,应该说还是比较长的。

显然,熔断机制作为一种技术手段,它可以在市场处于极端状况时,强行中止交易,以避免此种情形的进一步蔓延,实际上也就是以牺牲流动性来换取市场的暂时稳定。这对于因为偶发事件所导致市场异常波动是有作用的,这个时候由于信息不对称,多数投资者处于不了解真相状态,熔断能够让由此所导致的异常行情被阻止。但是,如果是市场出现了强烈的趋势性走势,单边大涨或者大跌,那么这个时候熔断机制就没有什么作用了。原因很简单,因为大家都看到了股市要涨或者要跌,在涨跌5%以后熔断,但这不会改变趋势,只

是会继续累积动能,于是恢复交易后就很容易会直奔7%的阈值。到了7%当天交易停止,那么下一个交易日就还会继续这种单边走势。因此,在本质上不过是把涨跌的时间段拉长。在理论上,在这过程中,趋势还往往会因此而被强化。

现在新股上市,实际上就遇到了这种问题,由于股价不能一步到位,于是就来多个涨停板,以致后来所达到的价位,远远超出一步到位状态下可能达到的位置。回想今年6、7月间的股市大跌,那时如果有熔断机制,能够阻止暴跌行情的出现吗?恐怕未必,大量融资盘要离场,今天因为熔断走不了,那么明天就一定还要走,这个时候,需要的是以综合性的措施“救灾”,单靠一种技术手段,解决不了任

何问题。所以说熔断机制是“安全垫”,在遇到趋势性走势时,显然是无用的,并不能真正保护投资者。

中国资本市场还很成熟,需要在各方面加以改进,包括进行良好的制度建设。但是,我们也要看到,类似熔断机制这样的技术性制度安排,虽然对于稳定市场有积极作用,但绝对不是万能的。市场的真正稳定,是各种措施综合作用的结果。夸大某种技术措施的作用,动辄封其为保护投资者利益的利器,恐怕是种误读与误解。当年股改时,都说完成了股改市场就成熟了,各种弊端都会迎刃而解,实际情况又怎么样呢?因此,对于熔断机制,在看到其有望发挥正面作用的同时,也不应予以夸张的描述。(作者为申万宏源证券首席分析师)

## 走出“港囧”怪圈 当好“超级联系人”

吕锦明

日前,中国城市竞争力研究会在香港公布了“2015中国城市综合竞争力排行榜”、“2015中国城市成长竞争力排行榜”等多项榜单。结果显示,在中国城市综合竞争力排行榜中,上海、香港、深圳占据前三甲。值得一提的是,深圳这次凭借创新优势超越北京、直逼香港。

对比过去几年的榜单,笔者发现,香港的综合竞争力排名连续三年屈居上海之后,香港与上海的竞争力分数差距也正在拉大。除了上海,香港也面临来自深圳的竞争,在今年的中国城市成长竞争力排行榜上,深圳以1915.92分高居榜首,比位列第15位的香港高出两倍有余。

在年初,中国城市竞争力研究会就曾发表研究报告,预测今年深圳的经济总量有望超过香港。最新报告认为,虽然今年下半年因汇率调整,令深圳经济总量要超越香港可能存在变量,但两地经济总量的差距仍在缩小。

有研究分析指出,深圳受惠于前海自贸区的不断提速以及更高层次的创新驱动,因此在成长竞争力排行榜上遥遥领先;与深圳比邻而居、作为全球第三大金融中心香港的成长潜力却不尽如人意。虽然只有一河之隔,但深圳的快速崛起与香港发展后劲不足的情况形成鲜明的对比,香港在发展道路上陷入“港囧”怪圈,这的确值得关注。

中国城市竞争力研究会桂强芳会长一针见血地指出,近年来香港政治纷争不断、内耗严重,削弱了香港竞争

力,如果香港不解决分歧、努力创新并进行战略调整,其综合竞争力也将会被深圳所超越,其综合竞争力将会被包括深圳在内的更多其它城市超越。他建议,香港应当在科技创新方面多加努力,才能继续引领经济发展潮流。

深圳大学产业经济研究中心主任兼经济学院教授、中国经济特区研究中心教授魏达志认为,香港竞争力的下滑,主要在于它拥有了良好的产业结构和经济环境却没有有效扩大辐射半径,造成总量不够,加之香港年青一代普遍对经济全球化、区域经济共赢等战略缺乏理性认知,从而引发香港发展动力不足的情况。另外,行业垄断和产业结构未得到及时调整、长期内耗也是造成香港发展缓慢的原因之一。

上述言论不禁令人联想到近期备

受关注的一篇网文——《一个香港青年的独白:香港太细,我想出去晒吓》。作者以一个香港年轻人的视角,对香港发展所面临的困境进行冷静思索,并将自己到深圳打工所见所闻与香港情况进行对比分析,引发各方热烈探讨。文中提及,香港前特首董建华先生去年曾说:“香港回归时的国内生产总值(GDP)占国家总量的16%,但今天GDP只占3%。我觉得,重建香港才是当务之急。”作者认为,并不是香港人不知道这些事实,恰恰是大家都知道香港落后,才逃避面对这样的数据,因为自卑才对外界发生的事不管不顾。他感叹,香港的上一辈人留下了“狮子山精神”,如今的香港精神可能更像“鸵鸟山精神”。

香港著名学者薛凤旋认为,目前

香港自身的竞争力优势正在逐渐下降。他举例分析,虽然香港目前仍是全球航运中心,但正被深圳、宁波等其它港口城市赶超,优势明显削弱,而香港集装箱的吞吐量更是落后。另外,在中国高铁快速发展的进程中,香港段工程显著滞后,由此带来人、物及消费等流动增长放缓或下滑的负面影响,均导致香港竞争力下降。

如何重振香港竞争力呢?有学者提出,香港要认同国家发展策略,不能“埋头在沙土”,要把握好“一带一路”带来的机遇,做好中国与世界经济来往的“超级联系人”,从高处立足、大处着眼,凝聚合力、增强自信,安定为先、强港为重,重构香港作为亚太重要经济体的国际区域竞争新优势。

(作者系证券时报记者)

## 解决供求平衡 冲破经济雾霾

宋清辉

回顾2015年,国有企业改革、亚投行、一带一路、互联网+、中国制造2025、特别提款权(SDR)、供给侧改革等热词,都在一定时间内成为影响社会发展的关键词。

热词一波接着一波,我国2015年的经济形势也颇具波折。即将召开的中央经济工作会议,是否能够拿出一系列的解决措施,拭目以待。笔者认为,政府2015年在中央经济工作会议中讨论的问题,可以总结为供求平衡问题,包含商品供求、劳动力供求、资金供求和投资类供求。

商品供求是近期成为热词的供应侧改革。在无风险收益产品当前的收益率越来越低、居民可支配收入增多

的背景下,我国现在出现了供给跟不上消费的现象。

在消费多元化、多渠道的同时,产生的供给无人进行消费,这并不全是产能过剩,好比十年前生产过多的防尘口罩、空气净化器而找不到销路,当时可能会被称为产能过剩,如今则是供不应求。这说明两点问题:一是供给企业没有找到市场的真正需求,信息判断依然滞后;二是消费者还没有发现消费需求,或没有消费意识。

供给侧改革有助于我国经济保持稳定、少泡沫的增长。在供给侧改革的同时,消费侧也需要进行调整,小到个人、大到政府。只有政府在经济正常运行时不干预、在市场失灵时进行正确引导,我国的供应侧才能向需求侧进行转变,从而实现拉动内需需求。预计

2015年的中央经济工作结束后,供给侧改革的动作将有条不紊地进行。

劳动力供求失衡也朝着“奇怪”的方向进行:一方面,越来越多的企业劳动力紧缺;另一方面,就业压力进一步加大,大部分高不成、低不就的状态,导致就业难的问题继续恶化。两方面原因综合起来,导致了劳动就业支出占国内生产总值的比重偏低。

降低劳动力失衡实际上是一个涉及面广、极为宏观的问题,需要妥善解决如稳定物价、稳定企业生存、保护劳动者利益、规范市场行为等等。

在资金供求方面,我国金融市场和实体经济都面临过资金紧张问题,国家希望通过宽松的货币政策来解决实体经济、中小微企业融资难问题,还配合积极的财政政策。但是实体经济

融资困难,股市经历过过山车行情后持续低迷,一线城市楼市反倒获利颇丰。

在经济形势依然不明朗的背景下,2016年货币和财政政策将必然持续宽松。考虑到我国银行存款利率已经开始实现市场化,在负利率时代下,宽松的货币政策将逐渐稳定,未来的降息次数可能会减少,积极的财政政策或将成为2016年的主导。

另外,我国居民的投资类供求也出现了失衡。为了使货币不贬值,居民将持有的货币投入到各式各样的渠道,包括但不限于股市、基金、债券、外汇、小额借贷、房产、古玩。在这种背景下,我国居民投资不能称之为“多元化”,应该称之为“泛滥化”。

在常规投资渠道不多的情况下,我国居民的另类投资已经失去理性。

各种另类投资领域泡沫不断被吹大,风险发发可危,其中不排除被设计的庞氏骗局、传销等非法行为。

在经济新常态、我国经济体量越来越大的背景下,实现中高速增长并不是容易的事情。在“十三五”末期实现小康,需要在新的五年时期内稳扎稳打,逐渐挤掉原来高速发展时期滋生的泡沫,不再追求过快的经济增速而是稳中求进。因此在我国经济下行期间,将经济增速稳定在合理区间是对未来再次高速发展的基石。

要实现前面所述的这些热词不是一蹴而就的事情,我们希望在2015年的中央经济工作会议上,国家领导、决策者能够对这些“热词”进行周密部署,不要让其成为空谈。

(作者系知名经济学家)



### 【一缕清辉】

在经济新常态、我国经济体量越来越大的背景下,实现中高速增长并不是容易的事情。