

# Opinion

Observer  
上证观察家

现行定价机制的核心是机构询价,出发点是希望通过专家来给新股制定一个合理的价格。但从2008年风云变幻的全球金融市场看,市场中根本就没有所谓的专家。现有机构询价制度除了能给询价机构自身带来20%的新股外,看不出有什么实际作用。或许,让股份公司根据同类股票平均市盈率自主决定发行价是个不错的选择。

## 新股发行制度改革的关键在定价机制

○周明浩

在2009年的全国证券期货监管工作会议上,高福林主席将深入推进发行制度改革列入年内的一项重点工作。会后,高主席又在《求是》杂志撰文,再次强调要深入推进发行制度改革。但与一般观点不同的是,高主席把改革侧重点放在了完善股票价格形成和承销机制上,应该说,这切中了当前新股发行制度改革的关键。

对于现有的新股发行制度,专家、学者和投资者一再呼吁要改革的,无非是发行方式和定价机制这两个方面。但从近几年的实践看,这一制度的真正缺陷还是在定价机制上。

笔者认为,现行的新股发行方式是从多年实践中获得的成本最低、效率最高、相对公平合理的一种方式,改革的迫切性不是很强。而其他所谓的替代方式其实都有不可克服的致命缺陷。就拿目前呼声最高的“一户一签”和“市值配售”这两种方

式来说吧,“一户一签”在香港市场行得通,因为香港股市开户数较少,总共才上百万户。而沪深股市现在的开户数就将近1.5亿,将来还会增加。即便按一签一百股计算,要满足一户一签,就需要每次发行上亿规模的巨无霸才行。也许有人会说,沪深两市的活跃账户比例并不高,申购新股的账户或许并不会那么多。然而,只要“新股不败”神话不破,谁也不能保证那些休眠账户什么时候会突然苏醒,更别说许多休眠账户本来就是为打新而开立的。至于“市值配售”,2002年至2005年,曾经试行过,其结果如何大家都很清楚,一级市场的资金并没有流到二级市场来,二级市场却依旧每况愈下。其实推行市值配售的前提和假设本身就是错误的。一级市场的资金是风险厌恶型资金,不可能进入只有持差价才能获利的二级市场。而在熊市中以一级市场的收益来弥补二级市场之损失从而留住投资者的想法会更加天真了,这就好比一个饿极了的人拿

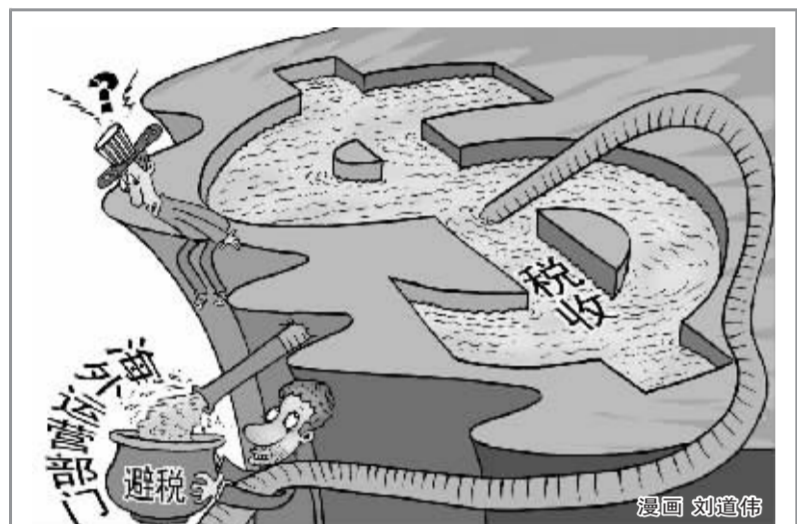
了一把刀,刺了自己大腿上的一块肉,边吃边说:“我没有任何损失,全在我肚子里了。”这个人的结局可想而知。另外,现在若要恢复市值配售,还将面临全流通这样一个新问题。随着限售股的不断解禁,新股发行中的大部分将会落到像中石油大股东这样的庞然大物手中,中小散户的中签概率估计只会向福利彩票靠拢。

既然发行方式目前看来没啥好的选择,那发行制度改革的侧重点就必然落在定价机制上。现行定价机制的核心是机构询价,其出发点是希望通过专家来给新股发行制定一个合理的价格。但从2008年风云变幻的全球金融市场看,市场中根本就没有所谓的专家,谁能预测出石油期货会从7月的147美元急泻至年底的不足40美元?谁又能看出商品货币澳元急速急跌的态势,让中信泰富也身陷其中?而市场真的没有所谓专家,那机构询价制度就缺乏存在的依据了。从近几年的实践来看,现有的机构询价制度除了能给询价机

构自身带来20%的新股外,看不出有什么实际作用。笔者认为,让股份公司根据同类股票平均市盈率自主决定发行价也许是一个不错的方法。

尽管《证券法》规定的承销方式有代销和包销两种,但所有的承销都是余额包销。在新股不败的氛围中,这种方式还从未受到过市场的冲击。但在目前的市道中顺利发行新股,就必须打破天下统的包销制,引进发行失败机制,迫使股份公司重视和参与发行价格的制定,使之经得起市场的考验。从这个意义上说,完善承销机制是定价机制改革的一个重要补充。

推行发行制度改革,当务之急就是要恢复新股发行。只有在实践中才能发现问题,解决问题,推进改革。也许有人要担心在目前的市道中发行新股可能会产生不利的局面。但有句话说得好,没有卖不出去的东西,只有卖不出去的价格,只要我们积极完善新股定价机制,新股发行就不会给市场带来正面的效应。



漫画 刘道伟  
大公司合理避税 美国每年损失1000亿  
美国联邦政府会计总署的一份调查报告显示,大多数美国大型企业都通过成立海外运营部门来避税,其中包括美国银行、花旗和摩根士丹利,而这三家企业正享受着美国纳税人数十亿美元的资金援助。

## 财政刺激能挽救世界经济吗?



沈建光

在金融机构信贷而使货币传导机制受阻的情况下,财政刺激已成显著提振经济和稳定金融市场的唯一出路。在基准利率趋于零的背景下,美、日、欧等发达经济体相继推出大规模的财政刺激计划。尽管货币政策实施较快,反经济周期效果优于财政政策,被认为是应对经济衰退的首选政策工具,但其对实体经济产生效果的滞后较长,且起效缓慢。此外,央行的货币政策仅能向市场注入流动性,但信贷危机中的流动性管理措施往往大打折扣,而动用财政资源向金融机构注资,以国家信用置换商业信用是各国当局稳定金融市场的必然选择。虽然财政政策的实施往往需通过复杂的立法程序,有加重经济周期波动的风险,但许多财政措施一旦实施将迅速作用于实体经济,对经济产生显著的拉动作用。

美联储的大型量化模型显示,加息1个百分点对本季度经济并无任何拉动作用,对第二和第三季度分别拉动0.1个百分点,对第三和第四季度分别拉动0.2和0.4个百分点。而相当于GDP 0.5个百分点的暂时性减税将在本季度对经济拉动0.5个百分点并在下个季度拉动0.6个百分点。研究显示,信贷越容易取得,消费者越容易平滑其消费计划,财政刺激的效果越容易被削弱。反之,在信贷约束下,消费者难以进行跨期的消费安排,其消费受当期预算约束的影响较大。因此,在目前信贷紧缩的环境下,减税等财政刺激效果将得到加强。

那么,财政刺激能挽救世界经济吗?笔者认为,目前信贷约束较高,货币政策持续宽松及主要经济体协同推出财政刺激等有利条件使得财政刺激的实施更加有效,但财政刺激的效果仍需视具体国家与国别。研究表明,针对边际消费倾向较高

的低收入者的减税或收入增加对经济提振效果明显,暂时性的刺激措施好于永久性的财政方案,而基础设施建设支出则需较长时间起到提振经济效果。

如果分国家来看,美国财政刺激措施将显著拉动经济;其一,美国2001及2008年的退税计划均对拉动经济起到了可观的作用;其二,本次财政刺激方案规模较大,且美国财政政策较为积极,根据目前的信息粗略估算,该方案可拉动今年GDP 2个百分点;其三,美国仍有基建空间,不会重演日本上世纪90年代资源浪费的现象。但欧洲财政刺激规模小,且并未着眼于经济结构性调整,除了财政较为稳健、财政乘数较高的德国和西班牙外,其他国家财政刺激计划对经济拉动作用有限。尽管日本已推出3轮经济刺激方案,总额达75万亿日元,但其有效成分不高,其中的财政措施只有12万亿日元,仅相当于GDP的2%,其他部分则属于金融措施,财政刺激效果并不乐观。

发达国家大规模财政刺激的风险在于财政状况的显著恶化。财政刺激计划实行后,美国财政状况的恶化程度将比CBO的预测更加严重。美国财政赤字和债务负担都将达二战以来的高位。但美国债务的可持续性可能不如市场预期那么严重,投资者对美国国债的需求依然热烈,最近国际资本重新回流美国的速度有加快的迹象,美元作为国际储备货币的地位仍难动摇。而欧洲财政刺激的实施将使欧盟陷入两难境地:对财政硬约束的放松将损害欧元的公信力,但对财政状况较严格的要求将使市场预期财政政策将在未来收紧并影响财政刺激的短期效果。日本政府原已债台高筑,再加上人口老龄化负担不轻,而本次财政刺激计划加重了债务负担,将进一步削弱未来财政政策的有效性。

(作者系中金公司研究部副总经理)

## 增强人民币汇率弹性有两种含义



陆前进

央行近日工作会议又提出增强汇率弹性,以“保持人民币在合理均衡水平上的基本稳定”。所谓增加汇率弹性,笔者认为有两种含义:一是增加人民币对美元汇率中间价的弹性;二是增加人民币对美元汇率的波动幅度,这是一个问题的两个方面。

由于国际金融危机的冲击,外部需求下降,我国出口形势严峻,很多学者认为应该进一步扩大人民币对美元汇率的波动幅度,让市场引导汇率的走向,允许人民币对美元汇率有更大的贬值幅度。但笔者认为,增强人民币汇率弹性的两个方面选择,依赖于央行汇率政策目标确定和市场机制的完善。单纯增加人民币对美元汇率波动幅度不仅不能解决问题,反而可能会加剧人民币对美元汇率的波动幅度,而且使央行对汇率的可控性下降。

目前人民币存在一定贬值压力,许多企业希望人民币贬值刺激出口,此时增加人民币的弹性意味着在市场贬值预期的作用下,促使人民币对美元贬值。但增大人民币的波动幅度能否有效解决这一问题呢?笔者认为答案是肯定的,因为人民币汇率是央行货币政策目标,汇率变化往往需要在多个目标之间取得平衡。央行的汇率目标是保持人民币对美元汇率中间价的稳定,而在中间价保持相对稳定的情况下,扩大人民币的波动幅度只会使每天的人民币波动幅度增大,并不能从根本上解决问题。

另外,我国的央行是外汇市场的一个重要参与者,央行干预可以对人民币汇率产生很大的影响,即使人民币对美元汇率贬值,从技术上来讲,完全可以通过人民币的中间价调整来实现。因此,汇率是否贬值,更大程度上取决于央行的人民币对美元汇率目标,如果央行以维稳为目标,汇率波动幅度无需扩大;如果央行采取贬值措施,通过中间价的调整就可以实现。而在目前,汇率仍然是央行货币政策的目标,如果汇率需要调整,笔者认为央行应通过人民币中间价的调整

来增加人民币的弹性,而不是通过增加人民币的波动幅度来调整人民币汇率弹性。

目前人民币中间价的确定在人民币形成机制中发挥重要作用,如果央行放宽人民币的波动幅度,意味着人民币汇率波动将更加频繁,波动幅度也将增加,央行对人民币的控制能力下降,但这要建立在不完善的基础之上。

首先,这需要完善人民币利率市场化的改革。目前人民币利率和人民币利率的变动基本上是相互分离的,联动机制较弱,没有形成有机联系,而在发达金融市场国家,央行通过调控利率直接影响汇率,汇率对利率的变动相当敏感。目前我国利率和汇率都充当着央行的宏观调控工具和管制,因此为了完善外汇市场和货币市场的定价机制,充分发挥市场机制的功能,央行也应该逐步放松利率管制,推动利率市场化改革,逐步转变成到利率市场化来调控人民币汇率上来。

其次,需要逐步放弃汇率目标,减少央行对外汇市场的干预。通常央行干预的目的是为了保持外汇市场有序健康地运行,防止汇率大幅度波动,消除短期冲击的影响,使得市场汇率回到相对稳定的均衡水平。但是如果央行保持长期的直接干预,将难以发现真正的市场汇率,因此央行应逐步放弃汇率目标,减少干预,更多地让市场来决定人民币对美元汇率水平。

再者,要加快外汇衍生品市场的发展。为了规避汇率变动的风险,必须积极推动外汇衍生品市场的发展,推出更多的规避风险的外汇市场的工具如远期交易、期货交易和期权交易等,这样才有利于推进人民币利率的市场化,也有利于保证外汇市场的平稳发展,促进国际贸易、国际投资等的顺利发展。(作者系复旦大学国际金融系副教授)

## Column 专栏

随着英国家庭可支配收入的持续减少,除了有利环保,节能灯泡的经济实惠显然很有吸引力。但节能的荧光灯泡中含有汞,给废灯泡处理带来危险。同时,节能灯可以产生有害紫外线,为此,也有组织要求对有健康原因的人网开一面。而照明用电量估计只占英国家庭用电的10%到15%之间,灯泡革命究竟能有多少效果呢?

## 经济萧条下的英国灯泡革命



李俊彦

英国人要跟相伴他们120年的白炽灯泡告别了。

据英国广播公司BBC报道,进入2009年,英国的商店不再购进英国家庭最常用的100瓦和75瓦白炽灯泡,这是伦敦政府迫使英国人使用节能环保的环保型荧光灯泡,取代传统的白炽灯泡运动的第二阶段。去年,英国的商店已经停售了150瓦白炽灯泡。

英国每年约销售2000万支节能灯,占销售量的13%。这种灯的寿命是普通灯泡的12倍,能达到一万小时,而且耗电量低,可节省不少能源。英国政府认为,若全部改用节能灯,一年可以减少约500万吨的二氧化碳排放,相当于一座中等火力发电厂的排放量。节能灯泡的电能消耗只相当于传统的白炽灯泡的六分之一,而寿命却是白炽灯泡的12倍。

英国人要跟相伴他们120年的白炽灯泡告别了。据英国广播公司BBC报道,进入2009年,英国的商店不再购进英国家庭最常用的100瓦和75瓦白炽灯泡,这是伦敦政府迫使英国人使用节能环保的环保型荧光灯泡,取代传统的白炽灯泡运动的第二阶段。去年,英国的商店已经停售了150瓦白炽灯泡。

应该说,英国家庭可以采取行动尽可能省钱,尤其是要认真比较和寻找相对便宜的省电型荧光灯泡。而批评者则说,节能的荧光灯泡中含有汞,给废灯泡的处理带来困难和危险。同时,英国一些健康慈善组织也担心,荧光灯泡发出的微弱的闪动会诱发周期性偏头痛和癫痫病。为此,这些组织目前正在游说唐宁街,要求对有健康原因的人网开一面,允许他们继续使用白炽灯泡。

的确,有利环保的节能灯或许并不如我们想象的那样可爱。英国健康保护署警告说,长时间近距离靠近某些节能灯,皮肤就可能在紫外线的照射下变红。节能灯可以产生有害的紫外线,伤害皮肤。不过,各位也不必过度担忧。一般来说,只要离开节能灯30厘米,就很安全了。

也难怪英国人如此挑剔,因为每年都有成千上万的人因为紫外线过敏而求医。所以,对于诸如珠宝工和钟表匠这些需要近距离使用照明的人,选择节能灯时就不能不慎重考虑了。

■争鸣

## 花旗解体≠混业模式失败

○潘成夫

过去一周,美国开始了新一轮银行危机,花旗集团股价再次跌到5美元以下,面临解体的结局。美国政府为挽救花旗已经投入450亿美元,而且代价还将增加。如果花旗仅仅因为“不够大”就不需要为其错误付出代价,最终在危机中全身而退,那么肯定让人愤愤不平,现在其解体可谓“民心所向”。但是,有评论断言,花旗解体意味着混业模式的失败,笔者却不敢苟同。

花旗作为混业经营、综合化和全能型银行模式的急先锋,其解体难免让人质疑其经营模式。花旗的结构过于庞大和错综复杂,与混业模式有一定关系。但是,如果将混业模式当作花旗失败的主因,过于牵强。混业经营、综合化的全能型银行,如摩根大通等现在还活得好好的。以开设“金融超市”,通过“交叉销售”平稳增长的富国银行,更是活得有滋有味。经营模式比较接近花旗的汇丰银行,同样也没有陷入生存危机。因此,将花旗的解体归咎于混业模式,并就此宣布混业模式失败,正如将中国银行业未受太大冲击归咎于分业模式一样地草率。

花旗解体或者以另一家需要美国政府救助的银行——美国银行得到一定的解释。美国政府本月16日同意,向美国银行提供200亿美元的新资本,并为其1180亿美元资产提供担保。美国银行本来也活得不错,但是最近做了一件备受争议的事情,即高价收购陷入困境的美林,以实现其成为横跨整个金融服务业的主导企业的目标。现在看来,这个交易出价太高,低

估了美林的损失,收购的时机也不好,而并购之后的整合更是充满风险。现在美国银行看来唯有依靠美国政府,硬着头皮啃下美林这块硬骨头了。

美国银行与花旗,同样是由于过于进取导致自身出问题的。花旗成为美国银行业老大,主要靠的就是大举并购,大规模并购导致其规模过大,管理不便而且没有进行有效整合,这对于其在抵押贷款资产的过大敞口和过高的杠杆比例都有相当大的影响。而美国银行经营一向都比较稳健,本身混业程度已相当高,其投资银行业务已处于世界第二集团,面对美林这个“机会”,却一时抵挡不住诱惑。目前看来,很可能是得不偿失,是否会“一失足成千古恨”,则暂时难以断言。

用“沉舟侧畔千帆过,病树前头万木春”似乎更能说明花旗解体之后的景象。没有了花旗或花旗“缩水”之后,国际银行业可能会更加谨慎,但是仍将继续沿着混业模式前进;没有了花旗,更多的混业模式银行还会成长起来;当然,没有了花旗,银行业发展模式本身已经多元化的趋势将更加突出。

在全球银行业综合化和全能化的趋势下,中国银行业是否继续走分业经营模式呢?短期内,答案是可以。而美国政府救助的银行——美国银行得到一定的解释。美国政府本月16日同意,向美国银行提供200亿美元的新资本,并为其1180亿美元资产提供担保。美国银行本来也活得不错,但是最近做了一件备受争议的事情,即高价收购陷入困境的美林,以实现其成为横跨整个金融服务业的主导企业的目标。现在看来,这个交易出价太高,低

(作者系广东商学院副教授,经济学博士)

## 让全球最贵的成为全球最好的

○李允峰

中国股市最近又获得一项“荣誉”:全球最贵的股市。根据国际权威的汤姆森金融数据公司最新发布的全球股市市盈率的统计,截至1月13日,上证综合指数静态市盈率为14.56倍,沪深300指数的静态市盈率为13.64倍,雄踞全球市盈率的首位,不仅远高于道琼斯工业指数和标普500的市盈率,也高于更有参照物价值的“金砖四国”。全球最贵,并非全是坏消息,这说明沪深股市发展前景最好。当然,全球最贵,也并非投资者的错。我们现在需要做的是,找出资本市场的不足,改进它,提升它,让全球最贵的成为全球最好的。

要想让最贵的成为全球最好的,就要分析清楚为什么我们的股市在市盈率上全球最贵,并逐一根据原因采取有效措施,把市盈率降下来,把投资价值提上去。我们一方面不能妄自菲薄,对市场失去信心,另一方面,要找出市场存在的不足,把心思用在市场制度建设上。当然,还要警惕一些国外机构别有用心地打击投资者的投资信心,浑水摸鱼。

沪深股市的高市盈率,与新股发行制度密切相关。高价发行是国内股市非常常见的,不少小盘股票的发行市盈率甚至达到接近30倍。就连大盘股票发行价格也高出海外市场,以中国石油为例子,在香港H股市场的发行价格是1.27港元,而在沪深市场却是16.7元。水涨船高,即使沪深股票市场再跌下去,只要保持现有的新股发行制度不变,越发新股,股市市盈率就会越高,全球最贵的高帽子我们会一直戴下去。

全球最贵的股市形成的另外一个原因是,国内证券市场对外合格投资者开放,但国际证券投资市场不对国内投资者开放。也就是说,普通投资者缺乏投资境外市场的渠道。正是这个原因,导致了同一家公司的股票在香港市场与沪深市场价格相差很大的“价格悬殊”现象。此外,之所以全球最贵的股市依然吸引大量的国内、国外投资者,甚至出现QFII争抢投资额度的事情,是因为有中国经济的高速发展为支撑的,从国外一些主要国家的经济发展来看,其经济发展的增速多在3%到5%左右,维持一种低速增长。而中国经济的增长却是高速度的。即便是2008年在世界经济面对危机危机的情况下,前三季度我国GDP仍同比增长9.9%。因此,沪深股市的估值偏高一些也是正常的。

由此可见,要使沪深股市的市盈率与国际接轨,从全球最贵变成全球最好的市场,我们必须尽快通过发行制度的改革,解决新股高价发行所造成的股票价格的高企问题,适度循序渐进地对国内投资者开放境外投资的渠道。另外,完善现有的市场制度,鼓励上市公司提高公司业绩,让优秀公司享有优厚的市场待遇。

水涨船高,即使沪深股票市场再跌下去,只要保持现有的新股发行制度不变,越发新股,股市市盈率就会越高,全球最贵的高帽子我们会一直戴下去。

全球最贵的股市形成的另外一个原因是,国内证券市场对外合格投资者开放,但国际证券投资市场不对国内投资者开放。也就是说,普通投资者缺乏投资境外市场的渠道。正是这个原因,导致了同一家公司的股票在香港市场与沪深市场价格相差很大的“价格悬殊”现象。此外,之所以全球最贵的股市依然吸引大量的国内、国外投资者,甚至出现QFII争抢投资额度的事情,是因为有中国经济的高速发展为支撑的,从国外一些主要国家的经济发展来看,其经济发展的增速多在3%到5%左右,维持一种低速增长。而中国经济的增长却是高速度的。即便是2008年在世界经济面对危机危机的情况下,前三季度我国GDP仍同比增长9.9%。因此,沪深股市的估值偏高一些也是正常的。

由此可见,要使沪深股市的市盈率与国际接轨,从全球最贵变成全球最好的市场,我们必须尽快通过发行制度的改革,解决新股高价发行所造成的股票价格的高企问题,适度循序渐进地对国内投资者开放境外投资的渠道。另外,完善现有的市场制度,鼓励上市公司提高公司业绩,让优秀公司享有优厚的市场待遇。

由此可见,要使沪深股市的市盈率与国际接轨,从全球最贵变成全球最好的市场,我们必须尽快通过发行制度的改革,解决新股高价发行所造成的股票价格的高企问题,适度循序渐进地对国内投资者开放境外投资的渠道。另外,完善现有的市场制度,鼓励上市公司提高公司业绩,让优秀公司享有优厚的市场待遇。

由此可见,要使沪深股市的市盈率与国际接轨,从全球最贵变成全球最好的市场,我们必须尽快通过发行制度的改革,解决新股高价发行所造成的股票价格的高企问题,适度循序渐进地对国内投资者开放境外投资的渠道。另外,完善现有的市场制度,鼓励上市公司提高公司业绩,让优秀公司享有优厚的市场待遇。