

Opinion · column

Forum

上证论坛

创业板十年磨一剑,磨出的最利的剑锋应是相对完善的制度建设。充分借鉴了国际经验和教训的中国创业板,有望成为全球创业板之集大成者。我们热切希望中国创业板市场不仅在资本市场的资源优化配置基本功能上发挥历史性作用,也希望成为资本市场制度的成功实验基地,还希望由此探索后金融危机时代的金融市场新秩序。

切望中国创业板后来居上修成正果



左晓蕾

孕育 10 年的中国创业板,即将瓜熟蒂落。国际创业板风云变幻和正在经历的百年不遇的金融危机,将使充分借鉴了国际经验和教训的中国创业板少走弯路,有望成为全球创业板之集大成者。我们热切希望中国创业板市场不仅在资本市场的资源优化配置基本功能上发挥历史性作用,也希望成为资本市场制度的成功实验基地,还希望由此探索后金融危机时代的金融市场新秩序。

事实上,中国的创业板不在 1999 年推出,也没在 2001 年推出,是正确的决定。不仅是国际大环境的因素,最重要的是,我们对创业板市场的认识有个逐渐到位的过程,相关基础设施、制度规则、监管条件也需要有个准备期。如果当时推出,可能产生一个比当时的主板更扭曲的市场,在这次全球危机中会有怎样境遇,实难想象。

金融危机后,全球已达成共识,加强金融监管和监管合作,以顺应后金融危机时代的全球金融新秩序。创业板此时推出,无疑更有利于创业板市场的制度建设,特别是强化风险意识和完善监管体系。这将大大增强创业板成功的保险系数。

创业板十年磨一剑,磨出的最利的剑锋应是相对完善的制度建设。此时此刻,笔者以为,有几方面的制度安排应该特别强调。

首先,证监会的《管理办法》中强调了

“退市”的相关条款。创业板是全新的市场,“退市”制度试点,应该没有所谓“历史的遗留”问题的障碍,有利于投资者和上市公司从一开始就加强风险意识。韩国创业板市场 Kosdaq 的最大失误,就是没有明确退市条款,致使劣币驱逐良币,使整个市场在 IT 泡沫中差点身陷囹圄。中国创业板应该实施一退到底的规定,绝不能再玩过去“重组、买壳、资产注入”的游戏,以此真正夯实资本市场的基础。

其次,创业板应加强上市公司行为规范的制度建设。国内上市公司的信息披露大都有改进,但上市公司的公众公司意识不强,信息披露和大股东的行为仍然存在很多不符合上市公司治理结构的地方,损害投资者利益的各种行为时有发生。创业板以一些特小型企业为主,一些商业模式与传统企业不同的中小高科技企业为主,而微型企业比一般中小企业风险更大,高科技行业的经营模式变化很快。所以,创业板上市公司的信息应更充分对称,公开信息披露的要求应更严格,上市公司的公司财务、经营状况,包括管理层变化的透明度应更高。创业板的上市公司,一定要以优胜劣汰,不能以“怪”来误导市场。借鉴海外市场规定,如果发布不实信息或者财报没有按时发布,就会面对退市摘牌危险。记住,在纳斯达克历史上,连戴尔都险遭摘牌。

其三,加强对所有中介机构行为规范的制度建设。根据创业板的特殊性,为保证合格的优质公司上市,律师事务所、会计师事务所、保荐机构等中介机构,要尽尽职调查准上市公司,出具各种责任的证明。凡中介机构不负责的上市包装行为,需要建立前 IPO 的追究机制。对于误导市场的,扭曲信息的法律、会计和证券分析行为,需有更严格的限制和惩罚。

其四,加强投资者行为规范的制度建设。创业板的个人投资者需要有风险承受能力,机构投资者也需要高度的行为自律。为保护投资者利益,也为创业板的稳健成长,需要大力度规范可能的过度炒作和投机行为。

创业板与“概念”密切相关,而过度概念包装、炒作则是全球创业板的致命硬伤。当概念的创造而不是真正新经济企业真实的创造性在维持市场虚拟繁荣时,创业板就衰落了。除纳斯达克以外,几乎所有靠制造概念的创业板市场都渐渐退出了历史。纳斯达克也经历了空前的挫折,从 6000 家上市公司的规模迅速退回概念包装前的 3800 多家公司的规模,纳指从 5000 点的巅峰下跌至千点谷底。

高科技、创新、成长性,都可能成为炒作的概念,而高科技产业发展过程从开始到稳定成熟要经历五个阶段,不是一个新概念或者一个新的软件就是高科技;高科技企业也不等同于成长性;新的概念和新的市场要经过天使投资、风险投资、股权投资的不同阶段的筛选和培育,一般需要经历 5 至 7 年的成长过程。纳斯达克培育了微软、英特尔这样的高科技公司,但是鱼目混珠者也不少,这也就是为什么“IT 泡沫”破灭以后有 2000 多家公司退市的原因。

这次百年不遇的金融危机,是对传统金融市场过度“创新”概念的彻底否定。中国创业板一定要走出概念创造的“陷阱”,中国资本市场那种逢新必涨的观念,也是概念和炒作的结果。其实,新股上市首日,受市场情绪的影响很大,是没有大幅上涨理由的,不可能出现一天内价值倍增的神话。当然,纳斯达克也出现过离谱的新股上市价格,但那正是我们需要否定的特殊商业概念炒作的模式。纳斯达克市场在危机后也逐渐回归理性。我们注意

到,只要出现 IPO 价格大幅背离价值上涨,就是新一轮危机逼近之时。如果希望创业板成功,改变“逢新”必炒的纯投机心理和行为,非常重要。

创业板的生命力在于创新,而中国创业板的制度创新空间还是不小的。鉴于创业板的特小型公司特点,由少数大资金机构询价的制度,恐将制造更大的炒作空间。所以,完善创业板的定价和发行制度,不妨参照 Google 上市时的那种完全网上询价和发行方式,力求所有参与主体信息对称,可能更具有合理性。

集中所有创业板信息的深交所创业板网,应特别讲究以对称信息为主,不要加工,不要处理,关于创业板公司的研究报告,不要评级,而要严格署名。

另外,除了一般涨跌停板规定以外,创业板可考虑设置“熔断器”。在发生某些特定情况时,可以立即停止交易,以避免可能的更严重情况。

衷心希望创业板修成正果。
(作者系银河证券首席经济学家)



地球在大喘气

联合国支持的气候变化研究和评估机构在考察了发达国家和发展中国家的 18 个不同地区后,做出一份研究报告说,全球气候变暖可能每年给全世界带来 1000 亿美元到 3000 亿美元的损失,最多可导致一些国家的总收入减少五分之一。
漫画 刘道伟

收紧二套房贷需标本兼治

郭田勇 乔吉那

目前执行的“四成首付+1.1 倍利率”的二套房贷政策,始于房价飞涨的 2007 年。时隔两年,在房价再创新高之时,“二套房贷”收紧之风再起。日前,银监会出台《关于进一步加强按揭贷款风险管理的通知》,重申严格遵守第二套房贷的有关政策不动摇,不得以征信系统未联网、异地购房难调查等为借口,擅自放松“二套房贷”政策约束,不得自行解释认定标准,不得以任何手段变相降低首付比例或成数。

可以看出,二套房贷政策的收紧,仿佛楼市晴雨表。二套房贷收紧之时,就意味着楼市转冷,当该项政策收紧时,则意味着楼市火热正在推高。近几个月,随着全社会货币信贷的快速增加以及通胀预期的不断升温,全国主要城市房地产市场成交量持续走高,房价亦呈现普涨态势,部分城市房价的快速上涨甚至引发以炒房为目的的投机资金进入,促使房地产泡沫越吹越大。在这种情况下,收紧二套房贷政策无疑是对付投机性购房者“利器”。

但是,“老生常谈”的二套房贷政策能否从根本上挤掉房地产市场泡沫,促进房地产市场稳健发展还有待商榷。因为,货币政策微调短期不会发生实质性变化,在适度宽松货币政策的导向下,资产泡沫被进一步推

高的可能性仍然存在。无论是银行的“回归政策”,抑或监管部门的“切实防范”,只能造成房价和成交量的大幅剧烈波动,并使中国的楼市陷于“疯涨疯跌”的恶性循环,可谓“治标不治本”。因此,要在房地产市场火热之时既有效抑制过度投资,又保障合理的购房贷款需求,发挥房地产业引擎作用,仅依赖于一时的政策突变远远不够,而应致力于在合理释放自住性需求的基础上,挖掘改善性需求和引导投资性需求,找寻楼市稳健发展与房价调整的契合点。

首先,要遏制房地产泡沫,还需从根本上解决市场供需矛盾,注重政策体系与市场调节的“组合调控”。政府要做的,是逐步建立、完善市场调节和政府保障相结合的住房政策体系,在加大政策性住房建设、建立住房保障体系、加强对房地产市场的调控的同时,增加中低价位、中小套型住房的供应,帮助那些既不属于廉租住房保障对象,又没有能力进入高端商品房市场的“夹心层”解决住房难题,多方位引导房价合理回归。

其次,调控房地产市场的准入环节也格外重要。作为与本轮房价上涨的呼应,具有国企背景的“地王”频现,表现出少有的豪气,这不仅误导了市民对未来房价的预期,更使还未调整到位的中国房地产市场“雪上加霜”。因此,严控国家资金进入房地产市场,

国企与其房地产部门应独立运作,避免房地产部门直接成为国企投资楼市的平台,避免总部资金直接流入房地产部门。国企的房地产部门在向银行申请贷款时,国企总部不应为其提供担保。只有在切断国企与其房地产部门间利益链条的基础上,国企的房地产部门进入房地产市场才会更加有利于房地产业的健康发展,对其他各类房地产商来说,才更为公平。

此外,作为“治标”之策的二套房贷政策,还应在准确定义“第二套房”的基础上加强对投机性购房行为的监管。正是由于对“第二套房”定义模糊被两可,使二套房贷政策在实施过程中频频受阻。目前政策规定,首套住房人均面积低于当地平均水平,购买第二套房可享受相当首次置业的优惠,但全国各地人均住房面积标准不一,买家中请贷款时极易变通获取资格,导致二套房贷无形中全面放开。因此,监管部门在明确标准过程中应注意严格区分改善性需求与投机需求,并对此设定不同利率与首付门槛,如对二套房贷中的投资需求提高贷款条件,对三套以上房贷政策,还应在准确定义“第二套房”的基础上加强对投机性购房行为的监管。正是由于对“第二套房”定义模糊被两可,使二套房贷政策在实施过程中频频受阻。目前政策规定,首套住房人均面积低于当地平均水平,购买第二套房可享受相当首次置业的优惠,但全国各地人均住房面积标准不一,买家中请贷款时极易变通获取资格,导致二套房贷无形中全面放开。因此,监管部门在明确标准过程中应注意严格区分改善性需求与投机需求,并对此设定不同利率与首付门槛,如对二套房贷中的投资需求提高贷款条件,对三套以上房贷政策,还应在准确定义“第二套房”的基础上加强对投机性购房行为的监管。

(作者单位:中央财经大学中国银行业研究中心)

第二产业用电量数据不容乐观

陆志明

在今年年初中国经济复苏的争议中,积弱不振的用电量增长数据曾被视为实体经济恢复乏力的主要证据。时至今日,用电量总量终于出现回暖迹象。依据国家统计局 8 月 14 日公布的统计数据:1 月至 8 月累计全社会用电量 2340924 亿千瓦时,同比增长 0.36%,年内首次由负转正;另外,8 月的全社会用电量同比增长 8.22%,环比增长 12.3%。整个实体经济正在向进一步的复苏迈进。

然而我们在为总量快速增长欣慰之余,仍需看到其结构数据尚存诸多不足。

首先,用电量在产业结构不一致,就凸显了复苏隐患。无论是 8 月数据,还是 1 至 8 月的累计数据,作为国民经济增长的主要动力源——第二产业在用电量增幅明显落后于其他两大产业。按照国家统计局的数据,我国第一产业 8 月用电量 106 亿千瓦时,同比增长 10.53%;第三产业用电量 397 亿千瓦时,同比增长 12.61%,均高于全社会 8.22% 的同比增幅。而第二产业的用电量同比增幅则相对较低,8 月为 2500 亿千瓦时,同比增长 6.47%;其中工业用电量同比增长 6.37%。重工业用电量 429 亿千瓦时,同比仅增长 2.93%,轻工业用电量则达到了 2036 亿千瓦时,同比增长 7.13%。

而从 1 至 8 月的累计数据看,则第二产业的用电量数据更不容乐观,前 8 个月第二产业用电量 64144 亿千瓦时,同比增长 6.29%;第三产业用电量 2555.16 亿千瓦时,增长 10.70%;第二产业用电量 17242.3 亿千瓦时,下降 28.4%。

作为目前中国国民经济的主要产业部门,第二产业对出口和经济增长发挥着主要的拉动作用。如果第二产业不能得到很好的复苏,那么中国工业经济的增长,尤其是长三角、珠三角等出口区域经济也就很难出现明显的复苏。

其次,用电量数据对目前实体经济复苏的解释力稍显不足。考虑到重工业用电量增长主要得益于国家 4 万亿基础设施建设与国有金融系统的大量信贷支持,广大中小民营企业与出口外贸企业则无法得到有效的资金支持,那么用电量数据对实体经济复苏的解释力还要打上相当程度的折扣。如此一来,用 1 至 8 月累计增幅为正的全社会用电量数据,去论证实体经济明显复苏就还有待商榷了。

此外,短期季节性因素对全社会用电量数据也产生了较为显著的冲击,在 6 至 8 月较为炎热的天气下,居民和第三产业的用电量大幅增加,同时对温度较为敏感的第一产业也相应增加了用电量。这些因素并不具备可持续性,同时也难以说明真正的经济复苏状态,因而需要酌情排除之。

最后,2008 年的基数数据处于低谷,很大程度上是今年同比数据大幅增长的主要原因之一,这一点也可以从同比环比增幅相差近 7% 中得到验证。考虑到经济复苏过程中前期低谷带来的同比数据可能夸大实际的复苏力度,环比数据相对能更有效反映真实的经济复苏步伐。从连续数月环比微增中,我们不难发现中国经济确实已走出低谷,但环比步伐并不如预期中那样会立即加速。同时考虑到用电产业结构的差异,以及不同产业结构对经济增长的推动作用,全社会用电量环比数据所反映的复苏步伐,恐怕也需要稍稍下调。

全社会用电量作为反映实体经济运行的重要指标之一,其本身承载了公众对经济复苏预期加速的重要预期。但是如果因此片面放大其正面预期影响作用,不仅有悖科学原理,同时也容易形成错误的预期信号,对实体经济投资与宏观调控产生误导。

(作者系复旦大学金融学博士)

专栏·主持 沈飞昊

罗杰斯的话不妨对照起来听



黄湘源

罗杰斯的话是要对照起来听的。

罗杰斯最近说:“担忧通货膨胀,暂时不买中国股票”。有媒体标题将之简要概括为“暂不买 A 股”。其实,罗杰斯这次倒是一开始就说了大实话。他说,他买的美国股票是指 H 股、红筹股、B 股、S 股和在美国上市的外资股,从来没有买过 A 股。

也难怪国人会产生罗冠李戴的错觉,近几年来,罗杰斯总在用“现身说法”的方式说自己如何如何看好中国股票时,常常忘了说明他所买入或持有的究竟是何种类型的中国股票,这使不明内情的人们以为他所说的中国股票就是指 A 股。一时间,作为量子基金之父索罗斯曾经的合作伙伴,罗杰斯对中国股票的抬举,不仅博得了中国投资者的广泛好感,而且,他的看法也在一定程度上成了相当一部分人心目中的风向标。来历不明的罗杰斯买入或建议买入的 A 股名单,甚至常常成为坊间炒作的神秘题材。

笔者早在 2007 年就曾不止一次质疑过罗杰斯买入 A 股的现身说法。理由如下:一、据媒体报道,罗杰斯除曾以旅游者身份或以女儿的身份开过 B 股账户外,从未有开设 A 股账户的说法;二、罗杰斯及其所设立的基金至今未获得中国官方认可的 QFII 资格,也从未有开过任何国内机构建立某种合作关系的信息;三、尽管罗杰斯本人不仅说过要抄底中国股市,而且也曾说过已买入大量 A 股,送给女儿生日礼物,但迄今为止,罗杰斯所说的中国股票,如果说 A 股,都不可能有任何疑问;相反,如果只是 H 股、红筹股、B 股、S 股或境外上市的存托凭证,就没有问题了。例如,2007 年 1 月,

他说买入的中国国航已有 6 个月至 1 年甚至更长时间,而国航 A 股 2006 年 8 月才在上海上市,持有时间看,罗杰斯所买入的,只能是 2004 年 12 月就在香港上市的国航 H 股。

由于上述问题的存在,有个问题始终是需要先小心辨别的,那就是他究竟是作为资深场外指导者的客观指点,还是成功人士的现身说法?可惜,由于罗杰斯常常在有意无意间混淆了两者间的界限,这就使得其言论之可靠价值或可信性,显得格外的扑朔迷离。

罗杰斯最近在第二届中国国际金融服务贸易洽谈会论坛表示,在过去 10 个月,A 股已翻了一倍,而 9 至 11 月市场将有不利变化,因此,他个人不会买入,但也不会抛出股票。对此,不能不问的是,他究竟是因为尚未具备 A 股开户资格而不会买入 A 股,还是因为嫌 A 股现在太贵或比 H 股、B 股贵而不买 A 股呢?如果只是因为前者的原因,那么,罗杰斯这一观点的价值显然就应另当别论。无法买入 A 股,也就谈不上会不会买入 A 股。而不会买入 A 股,当然也就谈不上抛不抛出股票。

也许,如果撇开可疑的现身说法,罗杰斯的建议本来也不妨当作有意义的场外指导。可问题是,当罗杰斯越来越像个信口开河的股评人时,不免也就会上说得更多也变得更快的通病。别看他罗杰斯现在口口声声地说 A 股太贵,对照其此前的言论,所谓贵不贵就像他对“泡沫”不“泡沫”,或者“通胀”不“通胀”的评判一样,并没有一定标准。2007 年 9 月,当上证综指跌上 5300 多点,即将向 6124 点的历史高点冲刺时,曾用非常形象的语言说过中国股市的“香橙泡沫”的罗杰斯却改了口,不仅表示“中国股市还处于泡沫形成初期”,其后,还不止一次地表示看好中国股市。2008 年 7 月,他在

海南三亚接受媒体专访时表示,中国经济基本面非常强大,可随时放心买入 A 股。你们不必担心通胀问题,罗杰斯却一次又一次看走了眼。中国股市不仅从 2007 年 10 月起一路跌到了 2008 年 10 月,而正当罗杰斯开始不再看好时,股指又开始一路回升。尽管目前中国的经济统计数据不仅没有显示通胀预期,按照发改委和统计局有关负责人的说法反而不无通胀之虞,但罗杰斯却反而大谈他对中国的通胀之忧。罗杰斯变成点石成金的股市短线高手自崇拜,难免发生张冠李戴的错误。当然,严格地说,罗杰斯对此也应负有一定责任。既然自己无意具体地关注中国股市的短线行情,理当尽可能避免对一些具体买入时机和买入对象说三道四才是,否则,岂不谋人谋己?

在这商品期货越来越金融化的时代,罗杰斯对于商品期货异常不群的大局感,可能远比他对于股市微观走势的感觉更准确,也更为难能可贵。应该说,罗杰斯在投资领域里的很多观点还是很有价值的,当然也包括他对股市投资的某些策略性建议。但在听罗杰斯谈中国股票的买卖建议时,千万不能当作外国股神的“现身说法”。

罗杰斯对于商品期货异常不群的大局感,可能远比他对于股市微观走势的感觉更准确,也更为难能可贵。应该说,罗杰斯在投资领域里的很多观点还是很有价值的,当然也包括他对股市投资的某些策略性建议。但在听罗杰斯谈中国股票的买卖建议时,千万不能当作外国股神的“现身说法”。

阻碍英国经济复苏的两大因素



李俊辰

英国经济开始复苏了吗?到底路在何方?《泰晤士报》不久前刊登的一幅漫画式照片颇具代表性:十几个交通信号灯朝着各个方向,有的亮着两个红灯,有的红绿灯全亮,有的黄灯红灯闪烁,令人不知所措。

英国商会(BCC)估计,英国经济可望于明年反弹,可能将增长 1.1%,与 6 月预期的 0.6% 的涨幅相比,提高了将近一倍。英国商会将失业人数的峰值从以前预计的 320 万下调到 300 万。可能英国经济复苏已开始了,但局势再次逆转的风险仍很严重,其中原因就在于今年上半年经济活动减少的程度超过以前的预测。该商会同时也警告说,鉴于英国债务沉重,维持经济的反弹势头仍然是一个严峻挑战。英中金融投资商会也预计,英国经济今年将缩减 4.3%,超过今年 6 月预期的 3.8%。

目前来看,英国的这一波经济衰退与上世纪 90 年代早期的衰退相比要更加严重,但与上世纪 80 年代早期的经济衰退相比,却显得温和得多。目前,英国的消费者信心低落,失业率居高不下,银行业持续脆弱,加上政府削减借贷的压力,都有可能抑制经济复苏的步伐。不过,从统计数据来看,鉴于法国、德国、日本经济都已经开始复苏,如果英国明年还不能走出经济衰退,将是一场“彻底的灾难”。世界经济合作与发展组织(OECD)的见解就很悲观。他们认为英国经济今年将萎缩 4.7%,这是对上一季度经济增长数字重新评估后作出的判断。

OECD 的预测显示,美国和欧元区国家将于今年第三季度走出衰退,主要原因是近来的经济发展情况呈现积极态势。根据 OECD 的预测,美国第三季度的经济增长将为 1.6%,而欧元区国家的同期经济增长将为 0.3%。不过,尽管世界各大机构对日本、美国和欧元区等地区经济形势作出了乐观的预测,但是,高失业率、房价下跌、信贷信心不足等情况仍然在这些地区有不同程度的体现,因此,经济复苏“在一定时间内将会缓慢”。

阻碍英国经济复苏的,首先就是信贷和财政两大因素。虽然很多英国银行的抵押贷款情况,比起几个月前的最糟糕时期已有所改善,但依旧十分微弱。虽然英国房价从峰值到低谷的跌幅可能将达 35%,不过抵押贷款还是处于较低水平,而政府公共财政状况则有显著恶化趋势。在去年 3 月的财政预算报告中,唐宁街曾预测,政府债务在 GDP 中的比例最高为 40%。然而时隔只有 1 年,在今年 4 月公布的财政报告中,唐宁街预测的这一比例升至 80%。按照布朗政府目前的计划,显然这种债务状况在未来 5 年内都难以趋稳。如果要减少公共部门的债务,政府必须采取紧缩的财政政策。但是,就目前英国经济形势而言,政府支出对经济还发挥着重要的支持作用。所以,至少在今后两年,政府债务在 GDP 中的比重还会继续维持高位。

英国经济的阴暗不定,也使英格兰银行发出了一系列前后矛盾的信号而招致不满,比如,今年 7 月英格兰银行还表示可以将“定量宽松”政策下的直接货币供应规模控制在 1250 亿英镑内,无需达到财政部规定的 1500 亿英镑。然而,一个月后,英格兰银行 8 月上旬将这一规模大幅提高至 1750 亿英镑,大大出乎人们的预料。而有关材料还显示,包括英格兰银行行长默文·金在内的 3 名货币政策委员会成员甚至要求,将直接货币供应规模增至 2000 亿英镑。现在,早日退出经济刺激战略以避免通货膨胀等风险已成为热门话题,可英国央行却背道而驰,仍在继续刺激经济。

英国经济的让人忧虑,不过也有人估计,有可能是英国人传统的保守观念令其态度谨慎,不愿盲从世界经济复苏的乐观精神,在大经济复苏有望,经济向好时仍选择把问题看得更严重。毕竟,要确切评估“量化宽松”政策对经济产生的影响是很难的。没有人知道这一政策的明确作用究竟如何,因为英格兰银行以前并没有实施过类似的货币政策。所以,这一政策对英国经济所发挥的作用,还需要一段时间去观察和评估。
(作者系英国华人青年联合会主席)