

# Opinion · column

## 创业板特征将在探索中日渐鲜明

◎桂浩明

无疑,作为资本市场上的新生事物,广大投资者对创业板抱有极高热情,也寄予了极大希望。而大家在逐个研读行将上市的创业板公司招股书时,却发现了许多有趣的现象,既是创业板,而且又把它作为建设多层次资本市场的重要一环,那总该与主板、中小企业板有较为明显的区别吧?可这些公司似乎创业板的特征并不太突出,如果拿到中小板去,也完全符合条件。这不但反映在它们的规模都不大,这一点上,而且还表现在它们普遍都有多年的持续经营的历史,有的甚至已经经营了10多年,至少都已度过了最初的创业阶段,进入了有条件能加快发展的时期。严格说来,这已说不上是真正意义上的创业型公司。譬如其主营业务收入,一般都有几亿乃至十几亿,利润少则几千万元,多则高达几亿元,不但远远超过对创业板公司要求的下限,而且也明显高于中小板。当然,这些企业在不同程度上分别占据了各自所处行业的技术高点,有的还具有独特的盈利模式。

一般认为,之所以会出现市场层次特点不突出,相互之间边缘也不清晰的情况,重要的原因是我们吸取了国际上创业板的经验教训,同时也充分考虑了中国资本市场的现实。对创业板是高风险投资场所这一点,人们是有共识的,所以创业板上市公司的标准,也确实应相对低一点。但在实践中,由于投资者往往对此类企业发展不确定性的风险缺乏足够的防范能力,结果很容易导致投资失误。不少国家和地区的创业板之所以不成功,就与其上市

企业的标准太低,公司质量不佳有关。在中国,相应的投资者在成熟度、抗风险能力也许还更低(长期盛行的“炒新”之风就是显例),如果对创业板上市公司业务发展不确定的风险不予以严格控制,那么一旦此类公司大量上市,就有可能引发市场巨大震荡,那对投资者就非常不利。所以,尽管一方面在制定创业板的规则时,对公司性质要明确地定位,但在实际操作中,还是比较多地考虑了市场的实情,尽可能将一些确定性比较大的企业拿来上市。这是市场发展过程中所不可避免的现象。有人将其戏称为中小板的“缩小版”,这只是看到了表象,而没有认识其本质。

创业板才刚起步,还处于不断探索的阶段,同时投资者也将会在对创业板的投资过程中不断地成熟起来。人们完全可以把对现行创业板公司的投资,看作是投资创业板的一次预演,在实践中把握发现与寻找高成长公司的规律,而如果积累了这方面的足够经验,对公司发展的确定性就会有更全面的理解,就能大大提高防范不确定性的能力。因此,现在上市的公司虽然在完整地拥有创业板特色方面有其不足之处,但却能够在保证创业板平稳起步、维护市场正常秩序、避免过大风险方面发挥积极的作用。而更重要的是,在创业板顺利启动以后,发展空间也就随之打开了,随着时间的推移,各种特色也会越来越突出。到这个时候,中国的创业板也就会是一个实打实的创业板。现在大家为创业板所做的一切,也都是为了这样的目标。

(作者系申银万国证券首席分析师)

## Forum

上证论坛

# 人民币升值压力本质是结构调整压力



傅勇

不少迹象显示,人民币升值预期已开始重新走强,与升值预期升温如影相随,是国际热钱重回中国。9月末,中国外汇储备增至占前末的2.27万亿美元,外汇占款也明显增加。这些被看作是热钱流入的结果。三季度外债储备环比增加超过1400亿美元,而同期外债顺差仅约400亿美元,其他资金则是与贸易无关的流入(当然也包括外商投资)。

人民币升值预期走强,是多种因素叠加的结果。中国经济从二季度开始率先强劲反弹,使得其他主要经济体的表现相形见绌。最近公布的三季度经济数据为中国经济可能的V型反弹添上浓墨重彩的一笔。在未来的时间里,中国经济运行或许将处于“高增长、低通胀”的理想通道之中。当然,美元汇率的走低,也为人民币升值提供了直接的压力。自2007年5月汇改到2008年,人民币对美元一度升值超过20%。2008年10月以后,人民币与美元汇率重新紧密。人民币有效汇率在今年2月达到高位后,又跟随美元出现一轮贬值,至9月贬值幅度达8%。另外,外贸形势的好转,也在支持人民币升值预期。2003年开始的升值预期,其主要背景之一,是中国的对外贸易增速惊人。现在中国外贸有重新扩张的态势。此外,人民币升值周期的暂停,普遍被外界认为是应对金融危机的组合手段之一,以避免出口

更大幅度地收缩。随着外贸形势的好转,在这种必要性有所下降。相反,贸易摩擦的升级则增加了升值的政治压力。

这种状况将带来什么?这容易让人联想到2003年以来的资产价格高涨和流动性过剩局面。已有专家发出了类似预言。在人民币升值概念的主导下,现在,国内对资产价格重新恢复了信心。但是,金融危机表明,泡沫破灭的代价是十分沉重的。并且,有两个原因使得当前的情况比危机之前更难承受新一轮的资产价格泡沫。一是国内本身的流动性环境要远远比危机之前宽松。在危机救助过程中,中国的银行体系放出了巨量流动性,这一旦与升值预期联系起来,将更多地脱离实体经济部门。二是国内的资产价格已较2003年有了大幅度的上涨。在此基础上,资产价格再成倍上涨,破坏力不堪设想。

因此,重启人民币升值周期,固然不失为释放人民币升值压力的一个途径,但可能并非最为有效。如果在现有条件下核算出所谓的均衡汇率,结论将是人民币需要惊人的升值幅度才能实现内外平衡。因而,仅靠人民币升值,解决不了国民经济的失衡问题。此外,就升值策略来说,一次性大幅升值,固然有毕其功于一役的诱惑力,但仍面临很多挑战,从而难以成为首选。唯有小幅、长期、缓慢的升值,方能降低国际资金对人民币升值的赌性。

说到底,人民币汇率问题的出路,其实在汇率之外。

## 可否对网下有效申购比设定下限

◎姜山

在创业板紧锣密鼓地向最后的终点线冲刺之际,市场上对于创业板发行时体现出来的高市盈率、巨额超额等行为了掀起了颇多纷争,由于本次创业板发行时对于网下申购部分的内容披露得十分详细,因此,笔者对这部分数据再稍稍作点分析,供投资者参考。

无论是高市盈率还是巨额超额,事实上都与网下机构申购时的定价结果紧密相关。目前上市公司股票最终发行定价由网下申购机构最终报价结果决定,在发行人规定的时间内,具备网下配售资格的机构依据公司招股意向书,结合各自对公司价值的判断决定具体的报价和对应申购的数量,发行人和主承销商依据发行人自身的资金需求,根据参与配售机构的报价结果自主划定最终的网下超额认购倍数,并就此确定出最终的发行价格。

可以看出,在这一定价过程中,最终发行价的决定,主要取决于机构报价的具体价格分布和总申购量的多少,发行人和主承销商自主确定的超额认购倍数两个方面。目前认为价格是由市场供求决定的看法,多集中于机构申购报价是自主决定的方面,而忽视了发行人和主承销商自主确定超额认购倍数所能对最终定价产生的影响。事实上,发行人和主承销商最终确定的超额认购倍数对应的申购量占所有报价总量的百分比,对于最终的价格确定有十分重要的影响。

就以目前这28家创业板公司为例,这一比例最高的为首批发行的神州泰岳和探路者两家公司,网下机构申购的总倍数分别为102.45倍和138.15倍,最终确定的发行价格所对应的网下有效超额认购倍数为88.8倍和117.53倍,这意味着参与报价的总量

中分别有86.6%和85%的申购最终为有效申购。而这一比例最低的则为第三批发行的大禹节水,网下机构申购的总倍数为109.33倍,而最终确定的发行价格所对应的网下有效超额认购倍数为32.67倍,也就是说,参与报价的总量中仅有29.9%的申购最终为有效申购。

这样的申购比例,对定价的影响似乎还不是很直观。我们不妨再换个角度来看,将这两个比例颠倒之后,这三家公司所可能确定的最终发行价格会是多少。假如神州泰岳和探路者按照大禹节水所确定的有效申购百分比确定价格,那么其确定的网下有效超额认购倍数应分别为30.73倍和41.44倍,依据其发行公告,其最终确定的价格将分别较真实发行价高出29.3%和26.3%,对应的2008年摊薄市盈率将由原先的68.8倍和53.1倍上升至88.97倍和67.31倍。而假如以神州泰岳的有效申购百分比套用于大禹节水之上,那么其确定的网下有效超额认购倍数将变为94.68倍,对应的最终定价将较真实发行价低25%,对应的2008年摊薄市盈率将由原先的53.85倍降为40.38倍。

笔者计算了28家创业板公司的有效申购百分比,其数值由第一批的64%逐步下降至第二批的62.7%和第三批的58.2%。由以上的分析可以看出,前三批发行价对应的2008年摊薄市盈率由55.26逐步抬高至57.51,很大程度上并非是由网下询价机构报价提高所致,而与发行人和主承销商压低有效申购百分比有着非常重要的关系。

看来,目前的发行制度给予发行人和主承销商的自主定价空间十分巨大,一定程度上造成了创业板超募和高市盈率发行的突出问题。笔者因此建议,有关监管部门可否考虑适当设定有效申购百分比的最低比例限制。(作者系东航注册金融分析师)



## 也门恐成首个“无水国”

在也门,缺水已到了供水车需要由持冲锋枪的人来押送的程度。人们不得不四处寻找其它水源。也门的人口增长率去年达3.46%,是全球人口增长速度最快的国家之一。而首都萨那的水资源至多只够使用十年。政府对此忧心忡忡。漫画 刘道伟

■专栏·主持 沈飞昊

## 出口“土豆效应”何以爽约了



胡晓华

去年底时,市场普遍认为中国今年出口虽会受到冲击,但仍能维持小量增长;即使在今年初出口开始呈大幅下降局面时,市场仍认为那只是去年基数较高的结果,外贸局面乐观形势仍然可期。因为中国出口产品结构依然比较“低级”,必需品份额占比大,即使西方需求受金融危机冲击下降,由于“土豆”效应,中国出口甚至有可能上升。但是,截至9月末,中国出口表现依然欠佳,哪怕四季度有良好表现,全年总体下降局面已成定局。某些专家所讲的中国出口“土豆效应”根本不见踪影。

土豆效应又称“土豆悖论”,原是指在大萧条时期,消费者舍弃高端奢侈品而转向中低端产品,导致对后者需求上升进而拉动中低端产品销售量和价格同时上升的现象。笔者认为,“土豆效应”消失的原因,在于金融危机影响下国际贸易融资大幅下降所致。

贸易融资是指指融资与贸易紧密结合,为贸易行为的顺利开展提供所需资金的一系列融通服务的金融行为。在贸易融资中,贸易货物被用作融资机构(银行和公司)的抵押品,这样信用不足的企业因此也可提高信贷价值,增加获得资金的信贷能力。在我国出口结构中,纺织、服装、鞋帽、玩具等劳动密集型产品占有很高比重,而这些产品的生产者基本是中小企业,他们融资能力较差,传统的主体信用融资方式通常行不通,在经营活动中大多依靠贸易融资方式来融资,由于贸易货物被用作融资机构(银行和公司)的抵押品,信用不足的企业因此也可提高信贷价值,增加获得资

金的信贷能力。国际贸易融资的来源主要包括具有官方性质的进出口信贷银行、商业银行、保险公司、金融服务公司,以及国际贸易企业本身的商业信用等。在贸易融资的多种形式中,融资租赁、信用证业务、保理业务、贸易信贷是比较常见和普遍采用的,各类企业都能找到适合自己的融资工具。融资租赁由于操作复杂和周期较长,通常应用于价值较大的单一交易融资项目;保理业务由于涉及风险在交易各方之间的转移和分担,通常应用于信用良好且现金流较为稳定和分散的项目;贸易信贷和信用证业务则一般对贸易活动没有特殊要求,因而有着最为广泛的应用范围。如果没有国际贸易融资的金融支持,我国中小企业的出口经营根本无法展开。在2007年我国的国际融资中,贸易融资额达1331亿美元,占我国当年短期外债的一半以上。

但在金融危机的冲击下,全球贸易融资额大幅下降,我国也不例外。正是国际贸易融资的下降,极大地阻碍了我国的出口复苏。当前国际贸易融资的来源和形式都发生了变化:在来自商业银行的国际贸易融资保持稳定的同时,来自私人保险公司的贸易融资量上升,来自出口信贷部门的贸易融资量下降;直接融资的贸易信贷兴起,间接融资形式中信用证使用下降。从国际融资发展的变化特征可以看出,当前国际贸易融资的发展,已突破以前主要由专业机构(如进出口银行)提供融资服务的单一性。正是大量非传统国际贸易融资提供商的进入,才促进了前几年国际贸易融资的高速发展,从而支持了国际贸易的高速扩张。保险公司等新进入国际贸易融资领域的金融机构,同时也是金融衍生品

市场的主要参与者,金融危机使这些机构深受冲击,从而不得不大幅度收缩在国际贸易融资领域的业务规模,进而导致了国际贸易融资市场的萎缩。缺少国际贸易融资支持,如没有金融机构的付款担保,即使存在外方需求,我国的许多中小企业一般不敢接单,或者接单周期缩短,数量下降。

国际贸易融资的下降,一方面导致国际贸易融资的利差扩大,融资成本上升,另一方面也使国际贸易融资更多地回归信用证等传统的国际贸易融资形式,这意味着获得国际贸易融资的门槛升高。对我国的众多中小型出口企业来说,出口附加值本来不高,融资成本上升,压缩了本就不大的盈利空间。按信用证操作程序,许多中小企业根本无法获得贸易融资服务。

为应对国际贸易融资下降对我国出口造成的影响,我国也采取了许多有针对性的措施,提高出口退税税率,提高企业出口盈利能力;加快人民币双边互换发展步伐,扩大人民币双边结算范围等等。国际清算银行和世界银行的统计数据表明,今年我国国际贸易融资的利差,从2007年至2008年间的70点上升到了平均200点,而出口退税的空间极限值也就在这个水平;人民币双边贸易结算范围和规模虽有所扩大,但其对应的出口规模仅占我国全部出口规模的20%左右,我国与欧盟、美国、日本等主要贸易伙伴间的结算体系,仍然依赖于现有国际货币。就这样,国际金融危机形势变化导致的国际贸易融资下降,成了制约我国今年外贸发展的重要因素,抑制了我国出口的“土豆效应”。(作者系上海证券研究所首席宏观分析师)

## 软实力失语拖住了中国的脚步



李国旺

前几天,与中国人民大学破晓经济研究专家聊天,谈到了中国崛起特别是文化复兴面临的艰巨任务。中国现在进口的图书占了图书贸易总量的99%,而出口比例只有1%。全球的孔子学院,多数并没有讲授孔子的儒家思想,而仅是以汉语教学为主。当全球都对中国经济崛起充满好奇的时候,还没有中国人系统地出版解释、分析、论述中国经济崛起的历史、经济、文化、政治原因的论著,因此,中国的崛起,不仅对中国人是个谜,还让国际资本着迷,因为无法对中国文化传统下的中国价值做准确定位与科学、客观的价值判断,致使中国政治、经济、思想的国际影响力的辐射半径被大大压缩。就中国股市的市盈率吧,老是以美国等国的历史平均市盈率为依据。

恩格斯在论述力的平行四边形时,讨论了历史发展的合力除了经济基础外,还有政治、文化、思想、意识形态等软实力的相互作用。一个具备现代意义上的大国,必然是硬实力和软实力并重的国家。美国是个再好不过的实例。美国成为现代国家,除了在一战后,通过孤立主义,同交战双方展开国际贸易,大发战争财而促进经济不断增长外,还不断在外交领域实施门罗主义,要求其它国家门户开放并利益均沾。因此,二战前,美国通过中立又分享到国家战略确立并发展了其软实力,反过来大大促进其硬实力的增长。

二战后,在远东,美国实施对日的军事占领为主的硬实力营销,同时在日本推行其政治体制、向日本传播美国文化;在欧洲,通过马歇尔计划,全面实施经济、政治、文化、艺术的营销,从而将欧美通过政治、军事、经济、文化进行事实上的联合,特别是北约的成立,扩展了美国在欧洲的政治和军事影响力;G7的成立扩展了美国在发达国家中的经济影响力;在全球,通过建立联合国以及在联合国基础上建立的世界银行、国际货币基金组织、世界贸易组织等机构,建立了以美国价值观念为标准的国际政治、经济、金融体系,从而间接控制了全世界。同时,通过美国之音、好莱坞大片、爵士乐、可口可乐、福特汽车、肯德基炸鸡、美国人向全球推销美国的价值判断标

准,当美国成为国际品牌、国际标准、国际时尚、国际道义时,美国在无形中也将其价值观、世界观、方法论引伸到全球,从而对全人类进行了美国式的洗脑,在全球形成了反美就是反人类的“伪命题”。奥巴马上台后,美国提倡“巧实力”外交,实质上就是将硬的军事实力与软的文化实力有机组合起来,从而重组美国外交力量,改变小布什政府以硬实力或者主要推崇硬实力的军事帝国主义外交政策,以期将美国力量推向新的高峰。

难怪奥巴马获得本年度诺贝尔和平奖后,引来国际上多种争议,甚至有人怀疑这是诺贝尔和平奖有意开的玩笑。因为奥巴马根本没有放弃战争,而是在阿富汗等国扩大了战争。奥巴马虽然也有些难为情,然而“和平”品牌的软实力,对今天的美国现政府却显得特别的重要。奥巴马上台后,提倡低碳经济,重构美国经济增长的内在力量,力求和平地将美元从黄金美元、石油美元向低碳美元过渡,巩固美元全球经济的核心理念。为此,奥巴马不惜舍弃G8的平台,重构G20平台,以恢复国际经济平衡为号召,要求全球主要国家特别是新兴国家在低碳和气候交易上作出贡献,从而实现美国出技术,他国出资金,利润向美国转移新的全球贸易关系。奥巴马上台后,批准了干细胞的研究活动,企图通过重构成人从而引导生物、医疗、伦理革命,重构美国的科技力量,引领全球科技从而以更高的“复杂劳动”来转移全球的剩余价值。从目前看,奥巴马的三把火真正引起全球关注的主要是低碳经济这把火,事实上另外两把火却是低碳经济的必要条件和美国国际力量重构的基本前提。

因此,中国的崛起,如果仅局限于GDP的增长,如果在金融、货币、能源上仍然受制于人,如果在全球文化营销上失语,中国经济的崛起仍然会让全球误会、错过,这种误会如果与所谓的中国威胁论纠缠在一起,就会抵消中国硬实力的作用半径,就会拖住中国崛起的步伐。向世界解释、论述中国崛起的真意,中国的价值观,不仅是和谐世界的需要,更是重建中国文化,复兴中华文明的必要。

(作者系华泰证券研究所所长)