

■看法

人民币快速升值负面影响不可小视

□鲍银胜

短期来看,人民币升值固然会提升国内非贸易商品估值水平,有利于平抑贸易顺差,人民币升值也会给A股市场带来新鲜资金血液,从而使市场保持适度活跃。但就中长期而言,如果人民币快速升值,其对我国经济的负面影响不可小视。

近期人民币兑美元波动幅度明显加大,自央行8月19日加息以来,短短15个交易日,人民币已升值了0.297%。周一美元跌穿人民币兑7.95整数关口,种种迹象显示人民币已出现了加速升值的势头。从人民币升值诸多诱因分析,在美元宣布暂停加息之后,央行8月19日宣布加息是造成人民币近期出现快速升值的主要原因。鉴于我国经济发展所处阶段及国际环境,我国并不具备人民币快速升值的基础,如果一味放任人民币升值,必然给金融市场中长期稳定埋下隐患。在人民币兑美元创新新高之际,应该对人民币快速升值给经济带来的负面影响加以防范。

笔者认为,我国庞大的外汇储备及与某些国家巨额的贸易顺差并不能作为人民币升值的前提条件,当前我国应该通过调整贸易结构来平抑贸易收支,而不是通过人民币大幅升值的方式来缩小贸易顺差。

第一,就人民币升值所依托的经济基础而言,我国本币升值与日本1980年代本币升值所依托的经济基础存在很大差异,由此决定了人民币升值空间和时

间非常有限。众所周知,日本战后崛起一方面得益于美国巨大的财力援助,另一方面更重要的是日本于上世纪六十年代以后掌握了机电产品前沿技术,日本出现了一批诸如松下、索尼、东芝、丰田等掌握当时最前沿技术的本土公司,这些公司以其掌握的核心先进技术为依托,主导产品迅速地出口到其它国家,这些完全具有自主知识产权和高科技含量的产品出口,一方面为日本积累大量物质财富,另一方面也使其其它国家诸如美国等制造业构成了冲击。在此情况下,以美国为主导的西方国家最终逼迫日本于1985年签订了《广场协议》,日元从此开始大幅升值。就我国具体国情而言,改革开放以后,我国贸易规模日渐扩大,近年来贸易顺差进一步扩大,目前已拥有近万亿美元的外汇储备。虽然从表面上看我国人民币升值背景与当初日本非常相似,但若从贸易结构上分析,会发现我国目前人民币升值所依托的经济基础与日本当年不可同日而语。与日本当年贸易顺差来源于其所拥有核心技术的机电产业不同,我国贸易顺差目前主要来源于初级产

品出口及简单加工贸易,在资源日渐衰竭、石油等原料价格大幅上涨及反倾销制裁加剧背景下,这种贸易顺差是非常不稳定的,换言之,我国人民币升值缺乏稳固的经济基础。

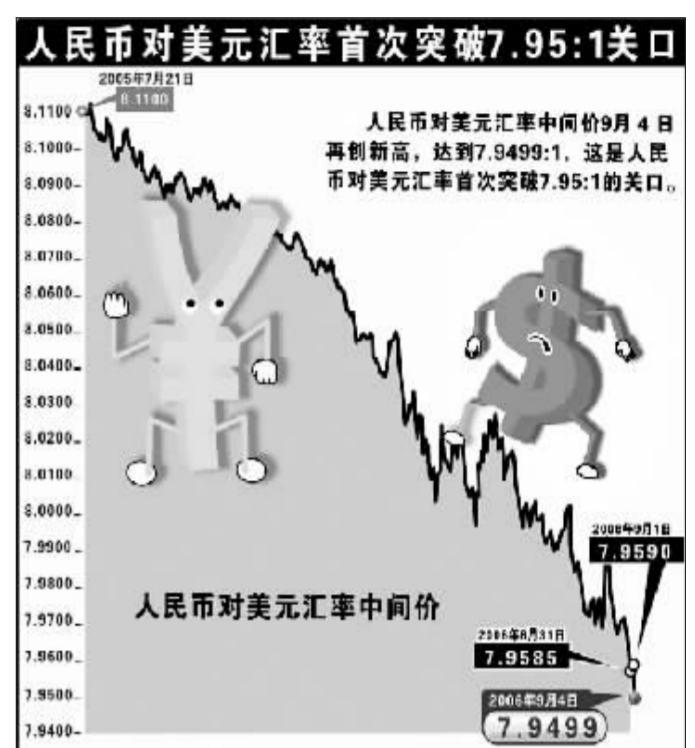
第二,就本币升值对经济危害性而言,在缺乏核心技术及领跑世界前沿产品背景下,人民币大幅升值对我国经济的损害程度要远大于当初的日本。很多人将日本1980后期经济走弱归结为日元大幅升值结果,笔者认为,日元升值只是日本经济1980年代后期走向衰弱的一个因素。由于日本在机电技术上掌握了核心技术,这使其有足够的技术空间来消化日元升值带来的负面影响,1980年代后期日本机电产品的出口并未遭受毁灭性打击。日本在1980年代后期经济走强与两大因素有关,一是日本在信息产业为最主要代表形式的最新前沿产业落后于美国;二是日本八十年代后期国内消费需求明显不足。从人类经济发展历史长河分析,任何一个国家崛起或中兴的契机都在于掌握了当时最前沿的核心技术。例如,1970年代和1980年代日本在机电产业的领先成就了其战后的复兴,1990年代,信息产

业的兴起使美国成为当今唯一的超级大国。但就我国具体情况而言,在初级产品出口及简单加工贸易条件下,我国产品出口缺乏足够的技术空间来消化人民币升值压力。在产业升级滞后及国内消费需求仍未启动的背景下,人民币升值对简单加工贸易的打击将是致命的,由此形成的巨大失业人口将对经济带来严重的负面影响。鉴于我国庞大的人口规模及广阔腹地,长期来看,我国经济增长必须以自身的经济内循环增长机制为基础,由于前期在认识上存在诸多误区,导致目前我国经济增长对外依存度较高,在内需尚未形成及新农村建设效果还未体现的背景下,我国经济内循环体系的建立还需要一个过程,由此决定了汇率在我国经济转型的非常时期扮演重要角色,换言之,在经济转型期,对汇率的正确运用与否则是决定我国经济能否成功转型的关键。

第三,解决我国贸易收支不平衡的关键在于改善贸易结构,提升产品出口技术含量和加强外资入境监管。从理论上讲,按照国际经济学所奉行的比较优势原理,我国真正优势在于廉价劳动力,加工贸易应是目前我国在国际分工中最适合承担的角色。实际上,这种看似合理的贸易分工理论,自身却蕴藏着极大的不平等,因为它是承认现有不合理社会分工为前提,以牺牲发展我

国环境和资源为代价的,最终结果只能是落后者永远落后。以我国目前出口贸易为例,我国在低端加工贸易中获利甚少,活劳动在加工贸易中所占比重甚微,而以原料为代表的物耗部分在贸易总量中占有绝对比重,就此而言,我国贸易顺差更多地来源于资源输出,从动态看,这种顺差对经济发展无任何意义。因此,改善目前我国贸易结构,增加出口产品技术含量,才是解决目前我国贸易收支平衡的关键。

第四,人民币快速升值会危及金融市场中长期稳定。从国际资本投机角度分析,改革开放已将近三十年了,人民币升值为一些投资期限到期的外资提供了获得超额资本利得的机会,而一些国际游资也在人民币升值之前进入我国市场进行投机,人民币升值是这两类外资所欢迎的。如前所述,由于人民币升值缺乏稳固的经济基础,经过大幅升值以后,一旦人民币升值步伐放慢,外资撤离将造成巨额金融动荡和危机。实际上,目前已有的一些国际投机资本通过虚假贸易等变相渠道进入了我国市场。在我国资本市场尚未完全对外开放背景下,外资通过各种变相途径进入我国市场,其目的就是为了博取人民币升值汇差。从国内资本市场发展情况来看,一些人甚至期望借助于人民币升值契机,依靠外资



新华社图

介入A股市场铸就十年牛市,殊不知资本本质特性便是逐利,也是进入A股市场最终目的,也是为了追求资本利得和人民币升值双重收益,“天下没有不散的宴席”,一旦出现外资撤离事实,其对资本市场负面影响不可想象。股权分置改革之后,源源不断的新股发行会进一步强化价值投资理念,质优蓝筹股陆续登场会起到抑制投机、强化价值投资的效果,从而最终吸引国内庞大储蓄资金进入A股市场。就此而言,国内庞大储蓄资金才是构成A股市场未来投资的中坚力量,而不是外资。
(鲍银胜:高级会计师、国元证券高级研究员)

中国证券投资者保护基金有限责任公司、上海证券交易所联合主办

“投资者保护”专题研究之十二

A+H 股同价同步 IPO 将推动 A 股市场走向国际化

□东方证券研究所

●工行A+H同价同步IPO意味着A股市场开始参与在中国香港上市的内地公司的定价过程,争取到与中国香港市场分享定价权的机会。
●目前,虽然有许多公司在A股市场和H股市场都有挂牌,但是从发行方式来说,更多的是先H再A的H to A方式,也有中兴通讯这样的先A再H的A to H的公司。工行的A+H同价同步IPO将是发行模式的一次创新,并将对A股市场的估值水平和投资理念产生不可忽视的影响。
●如果这次工行成功A+H同步上市,那么A股市场与H股市场的一些制度、规则上的不协调都将得到相当程度的调整,有利于内地市场与国际市场的对接。

中国工商银行“A+H同步同价”上市方案于7月20日获批,已正式向香港联交所递交H股上市申请,预计10月底挂牌上市,H股融资规模超过120亿美元,A股融资至少在200亿元人民币以上,两地融资规模均超过前期IPO的中国银行。
工行上市将创造今年最大规模IPO的世界纪录,更重要的是此次推出的“A+H同步同价”上市方案,亮出了同步路演、同步询价、同步定价、同步发行和同步上市这前所未有的“五同步”,标志着中国内地企业在上市路径上迈出了崭新一步,也为中国内地企业尤其是大盘蓝筹企业的上市融资模式提供了很好的范本和启示性作用。工行这艘巨型航母的A股登陆将把中国股市带入“理性繁荣”时期。

一、A股与H股分享定价权,提高在国际资本市场的话语权

在工行上市之前,建行采用H股全流通上市模式,中行采用的是先A再H再A的上市模式。这两个模式的共同点都是以H股市场为主要市场。这两种模式下,定价权都属于成熟的H股市场。在这种背景下,中国的A股市场存在被边缘化的倾向。目前,A股市场刚刚摆脱股权分置的障碍进入了崭新的发展期,我们要尽可能夺取自己的定价话语权,摆脱这种被边缘化的危险。
A+H同价同步IPO意味着A股市场开始参与在中国香港上市的内地的定价过程,争取到与中国香港市场分享定价权的机会。

首先,A+H同价同步IPO的方式决定了工行发行的理论价格区间在两个市场上应该是相同的,从而使A股市场在理论定价阶段就参与对H股价格的定价。A+H同价同步IPO意味着两地的承销商应该同步对工行做尽职调查,在同一时间范围内,在同样的信息集合条件下,理论估价的结果应该是一致的。理论价格的一致性,一定程度上保证了两个市场定价的起始的公平性,也保证了A股市场参与定价的话语权。
其次,两个市场同时路演询价会产生互动,发行价格的形成将发生相互影响。香港市场和内地市场存在很大差异性,监管体制、发行方式、市场化和国际化程度以及投资者群体的素质与行为都不一样,询价过程中很可能发生不同的价值判断和不同的定价取向。但是,时间上的同步使相互影响成为可能,最终可能通过博弈或者协商方式,由两地总需求共同决定发行价格。至少不会像中行的H to A方式那样,没有选择的由H股单边定价,而A股市场只能被动的接受H股的市场价格。
当然,共同决定价格并不意味着价格完全一样。除了市场本身的差异性的原因,还有其它因素可能造成两地市场价格不完全一致。比如,工行A股的冻结资金量比例可能比H股的这一比例高很多。因为香港资金的机会成本较高,而内地目前的流动性过剩,使资金成本相对较低。而且,与香港市场比较,内地投资渠道狭窄,投资机会不多,投资工具也不够多样化,并且A股的发行

量通常比H股小很多,在A股市场参与申购新股的资金可能比香港市场更多。这样A股市场对工行的热情可能超过香港市场,完全独立的询价可能使A股市场的发行价很容易达到理论价格上限,而香港市场的发行价可能相对较低,这样可能会出现价格不完全一致的现象。
如果工行A+H的发行模式获得成功,并在以后的大盘蓝筹IPO中得到推广,A股市场的定价能力将不断成熟,对中国香港上市的内地公司定价的影响会越来越来。甚至,A+H同价同步IPO将来会扩大成“A+纽约”、“A+伦敦”、“A+新加坡”、“A+东京”等两地同步上市的模式,最终,中国公司海外上市的定价权将会更多掌控在A股市场上,A股市场在国际资本市场中的话语权也随之不断提高。
总之,大盘蓝筹的A+H同价同步IPO方案有利于增强A股市场的定价权,提高在国际资本市场的话语权,推动中国股市向成熟市场发展。

二、推动A股估值水平调整,改进A股投资理念,促进A股市场国际化

目前,虽然有许多公司在A股市场和H股市场都有挂牌,但是从发行方式来说,更多的是先A再H再A的H to A方式,也有中兴通讯这样的先A再H的A to H的公司。工行的A+H同价同步IPO将是发行模式的一次创新,并将对A股市场的估值水平和投资理念产生不可忽视的影响。
首先,A+H同价同步IPO的方式意味着A股理论定价水平的调整。在同步同价发行上市的过程中,两地总需求将共同决定发行价格,以保证了两地市场定价的公平性。但是,由于两地在估值水平上的差距,以及H股在发行规模上的优势——有望达到A股发行规模的2倍甚至更多,这就决定了A股在理论定价阶段就将受到H股估值水平的较大影响。这一影响将引导国内投行和投资者更多接触国际投资理念和视野,从而逐步推动A股市场的国际化进程。

其次,A+H同价同步IPO的“后市价格同步”效应将加速两地市场的价值接轨,并改进A股市场的投资理念。观察现在“H to A”的31只股票,大多数A股价格都在一定程度上存在对H股的溢价。但是中行的股价在两个市场上基本是共进退的。中行以一个月之隔的“A+H”发行方式,基本保持了两个市场的一致价格还价的过程。而在内地,则是预期路演结束后,发行人公布价格,投资者再出资购买。
另外,为了保障工行A+H同价同步IPO的顺利实施,内地和香港两地监管当局还要在定价过程、审批时间和发行比例等方面上互相协调,以便消除发行过程中的定价差距、时间差距和资金供求差距等问题。
因此,如果这次工行成功A+H同步上市,那么A股市场与H股市场的一些制度、规则上的不协调都将得到相当程度的调整,有利于内地市场与国际市场的对接。同时在这种对接过程中,A股审批和发行制度将得到完善,同时也意味着审批和发行制度的进一步改革。

三、加速A股审批和发行机制与国际接轨

从中行经验看,内地在股权分置改革后,采用了与国际惯例接轨的发行制度,包括预路演、路演、询价等,推动了中行H to A顺利发行。内地和香港证券监管部门的充分沟通与合作起到了十分重要的作用。
对工行而言,假如实行A+H同步上市,又面临了新的挑战。比如,在内地,预路演要带着公司管理层,而在国际上,则是由投资

银行组织投资者进行交流、确定价格,不允许管理层出面。因为询价过程中管理层出面有推销、操纵之嫌,价格必须是询价机构独立的研究成果。此外,内地需要招股预披露,而按照国际规矩,在未获批准前,任何披露都是违法的。再如,H股招股通常以国际路演打头阵,也就是商定价格后投资者才出订单,这中间有一个讨价还价的过程。而在内地,则是预期路演结束后,发行人公布价格,投资者再出资购买。
另外,为了保障工行A+H同价同步IPO的顺利实施,内地和香港两地监管当局还要在定价过程、审批时间和发行比例等方面上互相协调,以便消除发行过程中的定价差距、时间差距和资金供求差距等问题。
因此,如果这次工行成功A+H同步上市,那么A股市场与H股市场的一些制度、规则上的不协调都将得到相当程度的调整,有利于内地市场与国际市场的对接。同时在这种对接过程中,A股审批和发行制度将得到完善,同时也意味着审批和发行制度的进一步改革。

四、体现市场公平,改善A股市场的国际形象

作为中国最大的商业银行,工行此次采用的A+H同价同步IPO发行方案将提升A股市场的地位,将中国A股市场进一步与成熟的国际市场接轨,使境内投资者购买工行A股与境外投资者购买工行H股的成本趋同,体现了市场的公平,也有助于改善A股市场以往价格扭曲、投机气氛比较浓厚的国际形象。

大盘蓝筹 A+H 股同价同步 IPO 优势明显

相比H to A方式(先发行H股后发行A股):有利于内地投资者以较低价格投资,有利于公司以合理价格融资。
如果大盘蓝筹登陆A股市场采取H to A方式,则往往使得内地投资者被迫以更高价格投资相应股票。这主要是出于时间价值和A股溢价预期自我实现这两点原因。
第一,时间价值原因。从理论上讲,时间是具有价值的,资本的机会成本随时间增长而增长,国际市场上融资参与新股发行的惯例使时间的价值更高。A股上市相对H股的上市在时间上的滞后,仅仅因为时间价值的增长,就会导致海归公司发行价格的差异。换句话说,中国内地的投资者可能要用比海外投资者更高的价格来持有海归的H股。A+H同步发行至少有可能在一定程度上把时间的价值和资金的机会成本去掉,使中国内地的投资者与海外投资者的持股成本达到某种程度的一致。
第二,A股溢价预期自我实现原因。以中国银行H to A上市为例,当中国银行A股将要上市前夕,由于传统上A股较H股有一定溢价,H股市场预期H股应伴随着A股溢价而水涨船高。因此,H股在A股上市前几天里有显著的涨幅;另一方面,因这种预期而被抬高的H股股价,又反过来给了A股股价以强劲支撑,因为市场习惯性认为A股股价不可能低于H股,而且应该比H股有一定的溢价,所以使得中行A股上市当日高开,并且曾一度突破4元。
因此,大盘蓝筹A+H同价同步IPO的优越性之一,就是相比H to A方式而言,能让内地投资者在牛市环境下以

较低价格投资优质蓝筹。
另一方面,在目前A股市场均比较弱势的情况下,H to A方式的效果可能截然相反:A股股价疲软的预期将拖累H股股价,进而又产生市场对于A股定价的悲观情绪,这样的结果肯定不是保荐人和大盘蓝筹公司希望看到的。
因此,在A股市场走势弱的环境下,大盘蓝筹A+H同价同步IPO相比H to A方式而言,能让大盘蓝筹公司以较合理的价格募集资金。
相比A to H方式(先发行A股后发行H股):避免超大规模IPO对A股造成巨大冲击。
大盘蓝筹A+H同价同步IPO,能在很大程度上避免超大规模IPO对A股市场造成巨大冲击。以工行上市为例,如果采用A to H方式(先发行A股后发行H股),那么根据《证券法》第五十条规定:股份有限公司申请股票上市,公司股本总额超过人民币四亿元的,公开发行股份的比例为百分之十以上。2005年末,中国工商银行总股本2,862亿股。中国工商银行如果先发行并上市A股,首发规模至少要在318亿股以上。考虑到目前A股市场的承受能力、发行新股的较快节奏以及小非流通的压力,我们难以想象工行能采取先在内地发行上市的方式。
如果采用大盘蓝筹A+H同价同步IPO,就能大大缓解A股市场的压力,根据A股发行5%、H股发行10%估计,A股市场融资大约500亿元。因此,相比A to H方式,A+H同价同步IPO既能让内地投资者以合理价格投资大盘蓝筹股,而且还能避免超大规模IPO对A股市场造成巨大冲击。

