

■ 记者手记

## 新股发行注册制 尚需迈多道坎

□本报记者 周松林

为了解决证券发行市场存在的效率较低、定价过高等问题,有学者不断提出,应取消现行的新股发行核准制,代之以美国式的注册制。今年两会期间,一些代表也提出,“十二五”期间我国证券市场应将继续深化发行体制改革,逐步实现注册制。

注册制是发展方向,但需要一定的市场环境、市场参与者成熟度和诚信度以及法律制度的配合,国内目前并不完全具备实行注册制的条件。

注册制的核心,是在要求发行人充分披露了证券发行相关信息后,主管机构只对相关注册文件进行形式审查,不进行实质判断,如果形式、程序适当,主管机构不得以定价是否合理、公平或公司前景是否可靠等因素拒绝其注册上市。因此,注册制能否成功,至少取决于两大条件:一是市场成熟、有效,市场参与主体包括发行人、中介机构的高度诚信、自律,投资者的成熟、专业、理性;二是良好的证券市场法律制度和高效的执法能力,违法违规成本较高,违法违规行为了便能够得到及时有力的惩处,有足够的威慑力。显然,在处于新兴加转轨过程中的中国证券市场上,这两大方面都有待完善。

在经历了二十年的曲折历程后,我国证券市场取得了令人瞩目的进步。但毋庸讳言,我们的市场仍然是一个不成熟的市场,表现在发行市场上,就是即使实行较严厉的核准制度,欺诈上市、虚假信息披露、业绩迅速变脸的现象时有发生。对于我国证券市场的成熟程度和上市企业的诚信意愿,不应过于乐观。

从历史的经验来看,证券市场违法违规案件发生之后,监管部门和司法部门往往也缺乏强有力的法律手段和执法能力,使违法违规的主体得不到足够严厉的制裁。按照我国《证券法》的规定,对于欺诈发行股票的,处以非法募集资金额百分之一以上百分之五以下的罚款。对直接责任人员处以三万元以上三十万元以下的罚款。而作为最后一道防线的《刑法》也只是规定,欺诈发行股票后果严重或者有其他严重情节的,处五年以下有期徒刑或者拘役,并处或者单处非法募集资金额百分之一以上百分之五以下罚金。相比于动辄数十亿的发行收益来讲,这样的犯罪成本实在太低了,起不到威慑作用。

实行注册制的条件之一是投资者的理性成熟和拥有相当的专业能力、识别风险和承担风险的能力。我国的证券市场上,从参与者数量来讲,散户仍然占了绝对的多数,即使是公募基金这样的机构投资者,其行为也表现出“散户化”的特征。在这样的背景下,推出注册制的时机尚不成熟。

除了严格的监管和法律约束,美国市场实行注册制较为成功的另一个前提是“宽进宽出”的市场制度,退市摘牌是家常便饭。而在中国市场,退市制度难以得到真正实施,其中牵扯到的利益错综复杂,阻力重重。在大量退市不可能实现的情况下,在发行上市阶段实行较严格的控制措施,以保障一个相对较高水平的上市质量,有其合理性和必要性。

实际上,注册制与核准制,并没有绝对的优劣之分,国际上较成熟的证券市场也并没有清一色地实施注册制,比如英国以及我国香港地区实行的都是带有核准制性质的发行制度。鉴于中国内地市场的现状,当务之急是进一步推进发行制度特别是询价制度的市场化改革,完善市场制度特别是建立有标准化的操作程序的、常态化的退市制度。至于注册制,则可以在三板市场和其他场外市场中先行试点,让发行人、中介机构到投资者的各类市场参与主体,都有一个学习、适应的过程,摸索经验,然后再定取舍。

□社科院金融所 中国经济评价中心主任 刘焯辉

发达经济体的通胀率似乎会成为蝴蝶的翅膀”。

正如金融市场预期,欧元区于4月7日启动了危机后的首次加息。欧盟统计局3月31日公布的初步数据显示,欧元区按环比年率计算的通货膨胀率3月份攀升至2.6%,这是欧元区连续4个月通胀率超过2% (这是过去的西方宏观经济政策的通胀核心目标)。

这是否意味着发达经济体持续两年的“量宽”走到了尽头?金融市场的下一个预期将是,美国今年6月份第2轮“量宽”计划执行完毕后,不会再有第3轮“量宽”。

情势真会如此敞亮?英国的通胀率已经达到了4%的水平,但英格兰银行宣布维持0.5%的利率不变,美国通胀率也已经达到2%,但伯南克认为最近的通胀不会持续。

美元最近走势异常的弱,甚至连短期避险的功能也在丧失,这是个危险的信号。最近一段时间能激发避险需求的事件非常多。比如,评级机构继续下调希腊与葡萄牙的债务评级,埃及、利比亚局势动荡和日本地震。

但美元指数走得很弱,76一线似乎都站不住,这要是在2009年,避险盘或能将美元指数推升10%。这反映出市场对于美联储信誉的质疑越来越深。

这种质疑的本质是美国政府债务的激增,以政府部门的“杠杆化”抵消私人部门“去杠杆化”的反危机过程,使得美国政府债务率自危机以来上升了近20个百分点,随时可能突破国会规定的近14.29万亿美元的上限。白宫预计,2011年美国财政赤字将高达1.65万亿美元,占GDP比率将创下11%的二战以来最高水平;由于婴儿潮一代

人的退休将于今年正式启动,政府的医保和退休金计划开支预计进入大幅上升期。由此产生的未拨备的隐性负债或高达50万亿美元。到2025年,美国的税收将只够支付利息 (预计将从目前的每年2000亿美元飙升至逾1万亿美元) 而福利计划,没有余力去做其它任何事情。

而另一方面,中国、日本和石油国家贸易出超大幅收缩,使得海外为美国提供的债务融资出现了巨大缺口。因此市场会对美联储保持独立性并确保长期财政偿付能力产生越来越大的怀疑。当盖特纳要借钱时,不太独立的美联储或将只能被迫购买公共债务。这便是“量宽”的全部逻辑。

“量宽”实现的途径,一则联储直接购买公债,二则金融机构从联储获得大量的短期流动性配到长期公债上。危机后,美国商业银行无意放贷,持有的国债金额却持续上升,当下美国金融机构的国债购买量已经超过海外,成为美国国债的最大买家,长端利率因此被大幅压低。银行从联储借入资金成本近乎零,购入10年期国债孳息率为3.4%。现在的美国银行就靠这个赚钱。联储基本上是睁一只眼闭一只眼,它关心的是长端利率。

但是当增长预期、通胀预期上升时,美国国债市场便可能孕育麻烦,甚至动荡。由于几乎所有银行、保险公司均在投资组合中大量持有国债,国债一旦出事,便可能产生数倍于雷曼倒闭时的震撼。美元因此可能会重挫,长期利率可能会飙升,经济会重新摔入“硬着陆”的深渊。

这是一个尴尬的经济逻辑。为了压制长端利率,需要不断拓展量宽规模;而这又可能加深市场疑虑,促使投资者加快逃离美元,最后利率再度升高,需要更大规模“量宽”来压制。中国

有个成语叫“饮鸩止渴”。美国在找到靠经济增长的正向效果来冲销债务的方式前,说老实话,恐怕也没有什么可以选择的,从这个意义上讲,“量宽”没有尽头。

伯南克的QE2原本是希望压低美债收益率,但从去年11月到现在,美国长端国债收益率却不降反升,10年期从2.4%上升至当前3.4%,30年期从3.9%上涨到4.5%左右。这是个令伯南克和盖特纳都紧张的信息。从1981年到现在,美债30年的牛市或已经结束 (这个市场在美联储2004年中期启动的长达17次的加息周期中都未曾撼动过),未来需要更小心地应对市场的情绪。

为了使得这一悖论逻辑延续的时间尽可能长一些。需要外部条件配合,同时也需要美国的“软实力”发挥作用,使得市场不至于出现崩溃。

这些外部条件我以为主要有三个。

一是新兴国家继续忍受通胀 (不愿意全局性的主动紧缩)。这或是牙买加货币体系的宿命,使用了一个国家的货币(美元)作为全球货币。随着美国经常账户赤字日渐增长,可能导致全球波动。就为增长创造足够的全球流动性而言,这些赤字是必要的,但它们也会造成过度的负债而货币贬值甚至危机。不过没有谁愿意轻易从这一链条上摔下来。

二是石油价格不失控。因为油价失控有可能导致美联储提前收紧流动性,对于油价的调控,美国人的相对手段还是很多 (包括政治手段)。

三是欧洲债务危机的绵绵无期。特别是美元羸弱之时,没有什么比欧元更直接的支撑了。欧元欲振乏力,美元就撑不了,每逢关键时刻,美国人的运气相当不错。

欧债的窘迫总会是在美元最需要的时候出现。西班牙 (这个欧盟第四大

经济体,其经济总量占欧盟的12%) 4月、7月和9月都将面临偿债高峰,每月偿付额高达160亿欧元,而作为逆差国的西班牙目前的官方储备只有280亿欧元,届时需要向欧盟的稳定基金寻求帮助。

美国的三大评级公司的降级报告将会如期而至,欧元区银行和金融市场的神经就得被敲打一下。因为欧元区中持续多年的套利活动 (低息的西欧银行都喜欢把大量的资金贷到高息的南欧),使得德、法、英国的银行体系中集聚了大量的南欧国家的债权 (根据IMF的统计,公共债务为1800亿欧元,私人部门债务高达3万亿欧元)。评级下调则意味着资产的重估。没完没了地敲打,使得欧洲的银行体系不时地收缩,中端利率的高企,投资和消费很难进入持续复苏的轨道。

欧洲央行加息的决定很难,因为南欧的债务就像一张黑幕做成的巨大风筝飘荡在欧洲的上空,只不过这只风筝的线端拽在美国人手里。

有心者可以留心回顾一下,关于美国债务前景的预测在危机发生时就是清晰而明确的,并非某个时间点突然出现的超预期的结果,但依然走上了“量宽”路径。只有一种可能,赤字、债务与通胀是美国经济发展的威胁,但却不是需要优先考虑的问题。

从长期来看,改革美国昂贵而又效率低下的医疗保健体系,几乎是美国政府重建财政平衡的唯一希望。当前美国国民医疗总支出占到其国民收入的17% (而在医疗总支出中,公共部门的投入,即由美国联邦政府、州政府和地方政府投入的经费,占到46%。假如把美国各级政府为医疗保障提供的税收减免也考虑进去,则公共投入所占的比重会超过60%)。这几乎是其他发达国家的两倍。人口老龄化的加剧,意味着社保、医保的上涨成本将由

越来越少的劳动人口所承担,美国医疗保障和社会保障体系的财务状况会急剧恶化。

但我们似乎看不出美国人的慌乱。奥巴马说“社会保险要覆盖全民,社保预算决不能削减”;孩子是美国的未来,教育经费一分钱也不能少”;绿色能源项目将是美国经济的下一个增长点……”等等,奥巴马提出了个宽松的减赤目标——在未来十年把赤字削减1万亿”,但终究还是赤字,这十年中债务存量还将上升多少呢?美国人是不会节衣缩食来“再平衡”的。

再听听美国经济理论界的主流声音。IMF的首席经济学家Blanchard早在2010年年初的一篇题为《反思宏观经济政策》(Rethinking macroeconomic policy)的文章,就在为后危机的宏观经济政策框架奠基。过往以通货膨胀目标制为中心的宏观经济政策的框架受到质疑,容忍更高的通货膨胀以及更多的目标参考等等思维早已渗透在美国整个宏观政策思维当中。

我个人感觉,未来盛宴的终结以新兴经济体因通胀而“硬着陆”的可能性还是要显著大于美债崩溃的危机。

或与市场想象的场景相左,我不认为日本地震后的重建会成为改变全球流动性格局的一个刺激因素。因为日本从来没有执行过真正意义的“量宽”。日本过去二十年一直是靠其高储蓄存量顶着政府债务的膨胀 (日本的储蓄存量还有1400万亿日元,理论上还能顶上5~10年),尽管其政府债务率已经高达200%。大规模抛售海外资产依然不是日本政府优先选择,那样日元升值将威胁日本经济的核心竞争力,日本的债务融资如果不是靠日本央行购买,将不会带来新的流动性增加。

## 建立稳定房价长效机制

□银河证券首席经济学家 左小蕾

最近,各城市都在房价调控目标的最后期限发布了房价调整目标。笔者认为,房地产调控事关中国经济的长治久安,调控政策需从长计议。

首先,一些城市把“今年”的房价调控目标定在与收入增长一致的水平,并不见得是“合理”的。实际上短期内,一线城市房价下降才是合理的。

其次,银行房地产信贷的调控政策需要长期化。如果问近年房价大幅上涨的推手是什么。一般回答是“刚性需求”。刚需”就是没有弹性,特别是没有价格弹性,不论房价如何变化,不论买得起还是买不起,这样的刚性需求只能是居住需求。投资性需求受价格影响很大,也就是弹性很大,显然不是刚性需求。在房价大幅上涨挤出了一般收入群体的居住需求后,在房价继续上涨的强

烈预期下的购房需求,只能是投资或者投机需求。房价上涨的推手主要是投机而不是“刚需”。

占主导地位投机需求破坏了房地产以居住需求为主的基本属性;投机活动推动房地产价格大幅上涨,破坏了房地产市场的正常秩序,说明房地产市场失灵,政策的干预目标就必须针对投机需求。

当然,没有银行资金的支持仅凭投机动机是难以推高房价的。如果投机活动全部用自有资金全额购房,房价是不可能大幅上涨的,没有银行资金来源不断的支持,不接受受高房价的资金链断掉的风险大大上涨,而且风险完全由接盘的人来承担,谁也不愿成为最后的接盘人,投机博弈就会停止,房价上涨自然失去动力。

所以,银行资金不断对投机者提供信贷,不断放大投机资金规模,放大收

益和利润,使利用银行资金投机房地产推动房价活动越来越活跃,房价被推高的同时,对应杠杆效应放大的风险被银行承担,房地产的投机活动理所当然地继续玩下去。因此,长期规范投机者利用银行资金的游戏是房地产市场乃至整体经济持续健康发展的关键。

第三,长期稳房价需要制度层面的不断完善。

首先,房地产税推广并制度化。过去没有实施房地产税,现在作为一项房地产的调控手段推出,增加房地产投机的成本,对房价调整应有威慑作用。房地产税是针对土地使用权转让的一种税收,是国际通行的税种。从房地产市场税收体制的完善和房地产长期的健康发展角度,房地产税应该被制度化,试点完成后推广到全国范围内。

其次,土地政策规范化。地方政府的土地财政显然是房价上涨的另一重

要原因。只有对现在的土地政策以及与之相关的地方政府的事权财权关系和政府职能的转换进行改革,才能使房地产价格回归正常并稳定合理增长。

另外,保障性住房政策的长期化。短期内保障性住房以租为主,有灵活性,以租赁为主的保障性住房不是终身制的,随着收入不断发生变化,租房者随时可以升级改善住房然后退出,保障性补贴可以继续服务于其他低收入群体,政策资源会得到优化使用,而且对保障性住房的投入可以抵消对商品房调整会影响经济增长的担心。不断推出保障性住房后增加的改善性需求有利于商品房市场的正常发展。长期来说,保障性住房可能在未来十年内成为城镇化和收入较低的群体,包括刚毕业的每年几百万大学生安居保障,保障性住房事关长期经济和社会发展的保障。保障性住房的关键是管

理,建立包括准入分配审核退出在内的管理机制,使政府补贴保持公平和效率。政府提供贴息优惠免税等等鼓励政策,使参与者可以得到资本的社会平均收益率,推动资本和开发商参与也非常重要。

最后,商品房地产衡量价格的指标要长期化和合理化。房价指数要分类制定,一线、二线、三线城市,不同面积区间、不同地段,应该有相应的指数。合理的指标才能衡量真实的房价水平,真实房价上涨与收入水平增长一致,一般收入水平的群体可以有满足居住需求的预期,经济持续发展和社会稳定的目标才能实现。

近期包括利率调整在内的房地产组合政策随着累计效应显现对房价调整是会产生作用,但是房地产市场的长期稳定发展必须建立制度和一些政策的长效机制。

基金业转型与可持续发展

2011 (第六届) 中国证券投资基金业年会

4月12日盛大开幕

主办单位: 中国证券投资基金业协会

协办单位: 建信基金管理公司

泰达宏利基金管理有限公司

中国银河证券股份有限公司

中国工商银行个人金融业务部

中国工商银行资产托管部

中国农业银行托管业务部

战略合作: 普信

TRowePrice

INVEST WITH CONFIDENCE

媒体支持: 中国证券报

上海证券报

证券时报

新浪财经

金融界

东方财富网

和讯网

了解年会更多详情, 请与组委会联系

联系电话: 010—85822148 13501236403

联系人: 黄小姐

本报社址: 北京宣武门西大街甲97号 邮政编码: 100031 电话: 编辑部63070331 发行部63070326、63070324 广告部63072603 传真: 编辑部63070483、63070480 广告部63071029 零售价格: 2.00元 广告许可证: 京西工商广字0019号