

周小川：继续加强宏观调控

期待IMF尽快推出新的监督决定

本报记者 任晓

国际货币基金组织国际货币与金融委员会（IMFC）第二十五届部长级会议21日在美国华盛顿召开。中国人民银行行长周小川在会上表示，在全球经济疲软的情况下，中国政府积极加强宏观经济调控，经济保持平稳增长，国际收支日趋平衡。未来，中国政府将继续加强宏观调控，加快结构改革，保持经济的强劲、可持续和平衡增长。

本次会议主要讨论了全球经济和金融市场的形势与政策挑战、基金组织改革等问题。会议敦促基金组织各成员国尽快完成年内审批程序，确保在2012年10月基金组织年会前按时落实2010年份额改革方案。

周小川表示，金融危机表明基金组织需要切实调整监督重点，转变监督方式，提高监督的有效性和公平性。期待基金组织尽快推出新的监督决定，实现对系统性风险和成员国宏观政策的全

面监督。国际社会也应为解决低收入国家所面临的挑战和外部冲击提供更多援助。

此外，在此前召开的华盛顿召开的二十国集团（G20）财长和央行行长会议上，关于增加基金组织资源，中方在发言中指出，对于国际社会在共识的基础上向基金组织增加资源，中国不会缺席。基金组织是以份额为基础的机构，份额是基金组织最重要、最根本的资金来源，基金组织增加资源应主要以份额为基

础。希望基金组织敦促各国尽快完成2010年份额改革方案的审批程序，确保在今年10月基金组织年会前按时完成。关于基金组织监督框架改革，中方重申，基金组织监督应以维护全球经济和金融稳定为目标，除汇率政策外，政策监督的范围应扩大到财政、货币、金融政策和结构改革等，以提高监督的公平性和有效性。



国债期货仿真交易今起面向全市场

本报记者 熊峰

国债期货仿真交易今日开始向全市场推广，市场参与主体可以通过中金所的所有会员进行国债期货仿真交易，而此前仅能通过部分试点会员期货公司进行。业内人士表示，仿真交易向全市场推广则意味着国债期货正式推出又向前迈出了一步。

上周五，此前尚未参与国债期货仿真交易测试的中金所会员单位收到中金所通知，将于23日开始参与仿真交易测试。相关期货公司也作出工作安排，要求IT部门、交易风控部门、结算部门等做好仿真交易测试工作。

中金所2011年11月9日开始在内部进行国债期货仿真交易，各项业务运转通畅；2月13日开始，国泰君安期货、海通期货、东证期货、广发期货等多家公司开始仿真交易，并逐步对外开放，且分批次发展银行、证券、基金等机构投资者参与。4月23日开始，国债期货仿真交易推向全市场。

（上接A01版）基础设施建设投资的增长明显得到银行的大力支持。铁路专家王梦恕表示，5000亿元资金今年将到位，对铁路建设形成支撑。另有消息称，对于铁道部相关建设项目的银行信贷资金3月集中下拨。不仅银行加大了对铁路建设等中央投资的支持力度，接近监管层的某人士表示，地方融资平台贷款较之前亦呈现放松迹象。

银行人士表示，地方融资平台今年的还款压力普遍很大，可能会成为银行的“隐性”坏账。银行业已着手逐步对“质量好”的地方融资平台“输血”，对一些质量有保障的项目进行展期或提供新贷款等。

政策预调微调力度或加大

分析人士表示，一季度GDP增速低于预期，为防止经济惯性下滑，预计政策面将会加大预调微调力度，二季度政策基调将是“稳中见松”，以使经济能在二季

度止跌趋稳。

分析人士预计，未来一段时间国家将加大政府投资来对冲房地产投资下滑，通过政府支出的加大、信贷的放松、大型项目的开工来稳定经济增长。伴随着十二五项目的开工，农村和西部地区基础设施、城市市政工程、铁路、节能环保等项目的实施，中长期贷款占比将提升，基础设施投资和中央项目投资将触底回升。”

数据显示，3月财政存款减少人民币4060亿元。虽然每年3月份财政存款通常都会下降，但今年3月的降幅前所未见。分析人士指出，财政存款即政府存放在央行的款项，其受政府收支水平影响。财政存款降幅越大，意味着向实体经济提供的流动性越多。

货币政策方面，3月新增人民币贷款突破1万亿元，远超市场预期的8000亿元。瑞银证券分析师汪涛表示，如果市场因为担心政

策放松和信贷支持力度不够而对二季度经济增长和投资前景感到担忧，那么3月贷款数据已反映政策放松，应被视为重大利好。她预计二季度新增贷款将达2.3—2.4万亿元，固定资产将在二季度反弹，并带动GDP环比增速回升。

天相投顾预计，二季度信贷投放力度将加大，重点项目审批和推进速度均会加快。出口退税政策的执行速度也会加快，促进进口相关政策及针对中小企业、新兴产业的结构性减税政策也会继续推出。不过，“稳增

长”不会过分倚重于大规模中央投资项目的推出和过度宽松的货币政策。

但申银万国研究报告认为，在出口台阶之后，经济下滑的主要风险集中在固定资产投资方面，这需要政府通过稳定投资来稳定增长，但这并不意味着市场将重新演绎2008年那样波澜壮阔的故事。由于总体就业压力不像2008年那样大，政府对经济增速下滑的容忍度提高，这次政策更多是托底，其力度要明显小于2008年，不宜对这次政策预期过高。

新股申购提示						
股票简称	申购代码	发行数量	网上申购日	网上中签率	刊登中签率	刊登中签号
龙虎股	002671	2360万股	4月18日	4月20日	4月23日	
人民网	732001	69,105.69万股	4月17日	4月18日	4月20日	4月23日
奥飞国际	732001	81100万股	4月17日	4月18日	4月20日	4月23日
翠微股份	732123	7700万股	4月18日	4月19日	4月23日	4月24日
西藏证券	002673	20000万股	4月23日	4月23日	4月25日	4月26日
戴维医疗	300034	2000万股	4月24日	4月24日	4月26日	4月27日
邦讯技术	300312	2668万股	4月25日	4月25日	4月27日	5月2日
兴森科技	002674	6000万股	4月25日	4月25日	4月27日	5月2日
明阳水电		8667万股	4月24日	4月25日	4月27日	5月2日
掌趣科技	300315	4091.5万股	5月2日	5月2日	5月4日	5月7日
华昌达	300305	3335万股	5月2日	5月2日	5月4日	5月7日
珈伟股份	300317	3500万股	5月3日	5月3日	5月7日	5月8日

全球财经指数

全球市场 WORLD MARKETS	
股票市场	最新
沪深300指数	2626.84 +46.39
上证综合指数	2406.86 +47.70
深证成份指数	10131.04 +87.32
创业板指数	728.72 +9.76
香港恒生指数	21005.60 +304.56
恒生国企指数	11046.61 +109.71
道琼斯工业指数	13029.26 +179.67

期货市场	
连豆-1301	4638 -44
沪铜-1207	57750 -280
NYMEX原油	104.04 +1.21
LME3个月铜	8192.50 +184.25

债券货币

债券货币	
上证国债指数	132.69 +0.09
中证国债指数	140.36 -0.02
欧元/美元	1.3220 +0.0143
人民币/美元	6.3042 -0.0163

本表截至北京时间 4月 22 日 22:30

揭开西部证券“高市盈率发行”的面纱

作为今年资本市场迎来的第一只券股，西部证券IPO发行得到了市场的热议和关注。

据了解，本次发行共有51家询价对象参与了询价，发行价格8.7元之上的超额认购倍数为88倍，对应2011年静态市盈率48.33倍，有19家询价机构管理的27家配售对象入围，包括8家基金公司、6家证券公司、2家信托公司、2家保险公司和1家主承销商招商证券自主推荐的询价机构，其中市场公认具有较高研究水平的基金公司有15个配售对象进入了本次配售范围，约占入围配售对象总量的56%。一方面各询价机构对西部证券的认可程度相当高；另一方面，询价截止日4月18日当天，中证行业静态市盈率为18.84倍、中证行业滚动市盈率22.64倍、巨潮行业静态市盈率为23.90倍、巨潮行业滚动市盈率为25.45倍、西部证券48.33倍的发行市盈率较上述4个指数分别溢价156.53%、113.66%、102.22%、89.90%。

笔者的第一感觉，西部证券的发行市盈率已经远超各种行业平均市盈率，发行价格应该很高了，可为什么相当一批机构投资者仍愿意以如此高的报价入围，愿意承担如此大的市场风险呢？笔者随后仔细研究了西部证券的发行公告，结合中证指数有限公司及深圳证券信息有限公司关于行业市盈率指标的计算说明，发现各行业市盈率指标的编制规则与发行公告中所披露的发行市盈率的计算口径不尽相同，里面原来大有文章。

下面先让我们看看中证指数和巨潮指数行业静态市盈率计算方法：

中证行业静态市盈率= A股总市值/Σ上年度报告A股净利润；

巨潮行业平均静态市盈率=上市公司总市值/Σ上市公司最近四个季度净利润。

中证行业滚动市盈率的指标在5月1日之前采用第N-1年前3季度财务数据与第N-2年第4季度财务数据之和；5月1日（含）至9月1日之前采用当年第1季度财务与第N-1 年第2、3、4季度财务数据之和；9月1日（含）至11月1日之前采用当年中期报告财务数据与第N-1年第3、4季度财务数据之和；11月1日（含）至次年5月1日之前采用本年度前3季度财务数据与上年度第4 季度财务数据之和。而巨潮行业滚动市盈率数据采用指标公告日前已披露的最近四个季度财务数据进行计算。

计算中证行业滚动市盈率时，分母数据每年仅在5月1日、9月1日、11月1日更新；而计算巨潮行业滚动市盈率时，分母数据随上市公司最新披露的财务数据实时更新。由于2011年证券行业整体经营业绩相比2010年大幅下滑，因此西部证券公告时选取的4月18日巨潮行业滚动市盈率，计入了已披露2011年年报的中信证券、海通证券等12家上市券商的当年四个季度的净利润数据，而中证行业滚动市盈率在4月18日仍选取各上市券商2010年第四季度及2011年前三季度的净利润数据，因此巨潮行业滚动市盈率时其分母较中证行业滚动市盈率的分母小，对应的行业滚动市盈率就会高于中证行业滚动市盈率。反之，当行业经营业绩单边上升时，同时期巨潮行业滚动市盈率的计算分母较中证大，对应行业滚动市盈率就会低于中证滚动市盈率。

西部证券公布的招股说明书特别公告中提到，比照中证行业滚动市盈率的计算方法，西部证券8.7元的定价所对应的滚动市盈率为25.59倍，相对于中证行业滚动市盈率22.64倍、巨潮行业滚动市盈率25.45倍，溢价率只有13.03%、0.55%。

初看西部证券公布的发行市盈率

48.33倍，远高于行业平均市盈率，但相关市盈率指标经过同口径化处理后再比较，笔者发现，其发行市盈率仅略高于证券行业平均水平。

同时笔者也关注到一种现象，即上

市券商估值差异过大：

首先，不同上市券商公司之间随市值估值差异很大。以2012年4月18日股票收盘价，按照2010年营业收入计算的上市券商市盈率水平区间为13.04倍（中信证券）至54.59倍（太平洋），其中：市值大于300亿元的大型上市券商加权平均市盈率水平在17.52倍；市值小于300亿元的券商加权平均市盈率水平为25.43倍，而市值小于200亿元的券商加权平均市盈率则进一步提高到31.88倍。再看2011年的情况，按照已经披露2011年业绩的12家券商计算的市盈率水平区间为11.73倍（中信证券）- 201.76倍（国海证券），其中：市值大于300亿元的大型上市券商，其加权平均市盈率为19.27倍；市值小于300亿元的上市券商加权平均市盈率水平大幅提高为59.33倍；而市值小于200亿元中小型券商的加权平均市盈率则达到了90.59倍。

以上数据可以看出，不同上市券商的估值分化较大，市盈率水平与券商市值是成明显反比关系的，即市值越小，其对应市盈率水平越高。

其次，同一上市券商不同年度之间的市盈率水平差异也很大。因国内券商行业具有强周期性的特点，业绩波动性较大，导致上市券商不同年度之间的市盈率水平也存在较大差异。国海证券4月18日收盘价对应2010年及2011年市盈率分别为33.75倍及201.76倍，市盈率水平差异近5倍，方正证券及西南证券对应市盈率水平差异也超过2倍以上。总体而言，市值超过300亿元的中信、广发、海通、光大市盈率变化幅度相对较低，加权平均市盈率2010年较2010年提高了10%左右，市值小于300亿元券商市盈率水平变化差异较大，其2011年加权平均市盈率较2010年提高幅度达到149.54%，市值较小的中小型券商的市盈率弹性水平远远高于市值超过300亿元的大型券商。

投资者为什么会报出这么高的价格呢？笔者随机询问了几位投资经理，他们表示报价主要考虑以下因素：首先，西部证券是盈利能力区域优势较为明显的券商。受益于西部经济崛起，业务扩展空间广阔；公司成立11年来连续盈利，充分说明了其经营稳健；经纪业务雄踞陕西龙头，客户深挖和网点的优化为公司增长提供了新动力；创新业

务开始布局，投行业务在中小板及创业板项目大幅增加的同时，新三板储备项目数量居于业内第二名；融资融券、直投等业务也即将启航；控股西部期货和纽银梅隆西部基金、金融平台的搭建已初具规模；其次，4月份以来，券商行业利好频出，证监会降低券商自营、资管和经纪三大业务风险资本准备比例，约释放出400亿的净资本，将放大券商业务空间，对西部证券带来直接利好；再次，券商创新业务大会将于5月6日召开，集中讨论券商商业务创新，券商行业未来产品将极大丰富，新三板、指数期权、转融通等一系列创新业务即将登场，对我国证券行业发展具有重大促进作用。

数位投资经理表示，西部证券本次发行规模仅2亿股，发行后总股本12亿股，在券商行业中股本规模偏小，公司基本面良好，行业成长潜力较大，IPO后传统业务和创新业务将获得快速增长，公司业绩弹性较大，是一个较好的投资标的。

综上所述，本次发行价格8.7元对应市盈率较同行业市盈率指标溢价幅度较高是因为计算市盈率的口径不一致造成的；本次发行对比同口径的市盈率水平较同行业市盈率大幅下降，但仍超过同行业市盈率水平，投资者之所以接受超过同行业市盈率水平的定价，是因为投资者对公司投资价值所认可的。

但是西部证券虽然有所谓以上种种优势，但除上面提到的证券市场周期性较强，盈利能力波动性较大的风险外，仍存在其他一些投资风险因素，需

要投资者特别注意：