

“变革”将成为牛市第二阶段主动力

□中国人保资产管理公司 蔡红标

在牛市环境下，投资者的风险偏好随指数的上涨或大量资金的涌入而提高。因此，除了小流通股股票在5、6月还可依靠高送转股的除权效应外，大多数股票实质有赖于制度变革。尤其是国企改革能否在真正落地是当前股市的最大期待。

如何应对“快牛”

中国股市一旦进入牛市后，所谓“健康牛”或“慢牛”的看法往往一厢情愿。事实上，没有泡沫的牛市是不存在的；所谓恢复性的上涨或估值修复均是熊末牛初的产物。因此，股市有泡沫不是问题，问题是市场各方应如何应对。

有人非常忌讳“泡沫”，以为有“泡沫”就会破，其实并非如此。判断股市是否出现泡沫，最直观的指标还是市盈率。根据两大交易所的公告，截至今年4月24日，沪市加权平均市盈率为22.29倍；深市是51.58倍，其中创业板为97.32倍，中小板63.02倍。一方面，理论上虽然有人以一年期定存利率的倒数来判断股市的合理市盈率，但实践中更多使用的是历史比较及国际比较。今年4月24日，美国三大股市的市盈率分别为：道琼斯指数17.6倍，标准普尔指数20.7倍，纳斯达克指数25.2倍；欧洲股市中，德国、法国、瑞士、英国分别在22~30倍，泛欧指数则为26.3倍；日经指数18.29倍；香港恒生指数12.5倍。因此，简单比较而言，中国股市无疑已经进入泡沫阶段，但以主板而言，泡沫并不严重，至少与欧洲股市相若。历史比较看，当前股市显然已经高于平均值，但距离历史峰值还较远。沪市2007年牛市峰值市盈率高达69.64倍，2001年牛市峰值则为60倍。可见，目前除创业板外，股市基本仍处于牛市泡沫初期。

但硬币总是有两面。尽管今天有人把创业板视为新经济，因此容忍高市盈率，但可能更为让人关注的是结构性泡沫。当前市盈率低于20倍的股票，沪市有73只，深市仅有36只。即两市近2800只股票中，还称得上便宜的股票比例约4%。以行业看，目前集中在银行、高速公路、房地产等行业。可见，股市进一步上扬需要新动力。

牛市第二阶段主动力

如果仅从2014年年报和2015年一季度财报看，当前牛市无疑缺乏进一步上升的动力。剔除



CFP图片

银行股后的主板净利润在今年一季度事实上已是负增长，去年也仅为个位数。即便数据上表现出高增长的创业板，更多是由于并购、持有其他上市股票，以及修改会计制度等因素造成。这表明实体经济形势可能比想象的还要困难。如果说部分公司可以靠并购、资产重组、注资等外延式扩张来提升投资价值，但股市整体投资价值还是要和宏观经济挂钩。如果说例外的话，无疑是牛市环境下，投资者的风险偏好随指数的上涨或大量资金的涌入而提高。因此，除了小流通股股票在今年5、6月还可依靠高送转股的除权效应外，大多数股票表现实质有赖于大股东制

度变革。国企改革能否在上半年真正实现制度落地，是当前股市的最大期待。目前尽管有两宗央企合并的案例，但仍缺乏具有操作细则的制度。除了南北车合并外，究竟想保留多少央企、留存的基本原则，以及改革后如何进一步提升竞争力等，都值得期待，更要落地。混合所有制改革应该不是本次国企改革的唯一亮点，员工持股及其比例也是改革的重点。笔者认为，企业改革如果不能解决好国家、企业和员工之间的关系，那么国企改革还有很长的路要走。此外，包括军工在内的低资产证券化

率的企业何时可以自主注资上市公司，是去年以来本轮牛市的推动力之一，但目前市场仍在等待相关制度。

并购始终是牛市不断深化的不二法宝。这两年，小市值股票、成长股之所以牛气冲天，本质上不见得是其本身主业好，而是不断通过并购来推升业绩，这仍是未来股市的重点。但现在并购质量有泡沫化趋势，不少并购案例中出现了一年亏损、二年微利、三年同比十倍净利增长的情况，而评估值基本上是以最近一年的利润为基准。在证券监管部门取消利润承诺的情况下，这很让人担忧并购上市公司的资产质量究竟如何。另外，与主业完全无关的拼凑式重组也很多。历史经验表明，上市公司的多元化经营，大多数结局并不好，牛市过后的“裸泳者”不在少数。

坚持“以法治市”

尽管过去几轮牛市结束的原因不尽相同，但有一点共性是政策变量。当前，财政负担仍然较重，尤其是2008年以来不断通过投资来稳增长的做法，实际上是以财政资金投入为主。如果考虑到目前十分庞大的社保缺口，那么未来国有大股东均有从资本市场套现的动力。为此，非常有必要尽快明确上市公司大股东的减持指引，其中既需要从交易所层面予以信息披露方面的规范，以避免大股东突然减持。同时，更有必要在政府层面上明确不同企业的减持比例。例如，竞争性上市公司是否可以100%减持，公用事业类必须相对控股，军工、石油、银行等重点公司必须绝对控股等。还有，如央企或地方国企控股的上市公司第一大股东减持需经过内部哪些程序等，中小投资者有权利知晓。尽管目前市场流动性充裕，但其中很大的一个前提是国有大股东很少减持，如果这个隐性条件改变了，那么即便融资余额在目前1.8万亿元的基础上增长一倍，也是难以支持股市上涨的。从此角度看，有必要制订《大股东行为法》。

投资者适当性原则应当是资本市场的基石。最近新三板热度较高，但波动极大。从新三板指数看，今年初至4月24日，三板成指、做市指数分别上涨了近81.4%和102.6%。值得一提的是，新三板挂牌公司已达2330家，但日成交金额仅8.17亿元。笔者认为，必须坚持新三板是高净值、高风险偏好的投资者的天堂，如果说还需要完善的话，那么必须尽快明确“转板”条件。

新三板监管

需抓住四个关键因素

□盈科律师事务所高级合伙人 李季先

今年4月24日，证监会就《关于加强非上市公众公司监管工作的指导意见（征求意见稿）》公开向社会征求意见。根据该《征求意见稿》，新三板信息披露责任清单制度、主办券商勤勉尽责制度、全国股转系统与主管部门及其派出机构间的监管分工制度等方面，在现有基础上有了很大改进，一个职责明确、分工清晰、信息共享、协同高效的非上市公司法治监管体系也呼之欲出，这些都值得充分肯定。

不过，鉴于当下新三板基础意义上的“土办法”——《证券法》、《公司法》及其配套规定仍不足，譬如新三板信息披露责任基准、司法参与的法律依据、新三板投资者保护基本制度，以及新三板转板的法律授权规定等，没有相关法律配套依托的征求意见稿对相关主体进行约束，导致《征求意见稿》在可执行性上仍存在一些法律技术性不足，或具有损害投资者利益的弹性操作空间，笔者就此归纳有四点意见或建议，供有关方面参考。

首先，《征求意见稿》总体要求中明确规定以信息披露为本”进行监管，但《征求意见稿》的具体条文中没有就新三板信息披露“重大遗漏的标准”，以及误导性陈述或虚假记载发生后相关主体究竟应该承担何种“法律责任”（是纪律责任、行政责任、民事责任和刑事责任中的一种，还是几种并用）予以进一步明确。这将导致相关主体的信息披露责任在“无明法可依”的幌子下继续虚化，并导致相关法律、法规、规章及规范性文件规定的可操作性降低，纪律责任继续主导新三板市场责任形式且成为主要责任形式。

笔者认为信息披露监管是未来证券监管的核心，而信息披露违法属于轻微违法的观念在内地资本市场又根深蒂固。对信息披露违法以笔误、个人粗心等各种“技术”性理由解释，并就有关方面法外开恩，或大事化小，无助于监管部门以信息披露为本观念的形成，也难以赢得市场各方对信息披露规则的真正尊重。建议在《征求意见稿》新增一段，明确信息披露重大遗漏的判定标准，譬如规定除符合法定例外情形外，凡是遗漏法定披露内容的均构成“重大遗漏”，并将符合该标准的重大遗漏与误导性陈述和虚假记载一起定性为法律上的

“重大违法”行为，监管部门不得以情节轻微为由更改“重大违法”定性。相关责任主体发生上述三类情形时，除承担纪律责任外，一律依法承担行政、民事或刑事责任。同时，对于被纪律处分的新三板企业情形，《征求意见稿》应明确规定该事由为监管一切证券活动的“诚信记录”阻力事由，今后任何证券活动立法均将与之进行衔接。譬如达到一定违纪次数的新三板企业，在最后一次违纪被惩处之日起五年内禁止转板，并在五年内不得进行任何公开融资活动等。

其次，基于新三板现有法律规定不足，为提高《征求意见稿》的有效性、可预期性和执行力，在具体条文中应相应调整《征求意见稿》的立法范式，《征求意见稿》中援引《证券法》等相关法律、法规作为监管前提的，如果相关法律法规没有明确的规定，《征求意见稿》应在其规制权限内进行补充细化规定，并在条文中落实主体责任。

市场法治的根本要义不是在条文中规定主体“应如何做”或“要如何做”，而是责任主体在违反了“应如何做”或“要如何做”后必须接受处罚及接受何种处罚，否则“应如何做”或“要如何做”就会变成一纸空文。譬如，《征求意见稿》中涉及到中介机构等相关责任主体“应”做什么或“要”如何做的条文，考虑到我国新三板的守法情况和执法实际，为了避免其沦为具空洞性的条文，笔者认为均应在罚则部门规定相应的违法责任负担，具体规定可参照国外柜台交易等相关规定，譬如对中介机构协助挂牌公司信息披露违法一旦查实，吊销其证券营业许可证照或让其市场禁入等，并尽可能做到具体而明确可执行。

再次，《征求意见稿》要善用国家政策相对已经明朗的新三板“转板机制”，不要错失这一新三板企业最为看重的“杀手锏”式的他律内化为自律的新三板政策。

尽管当下新三板转板机制尚未推出，但这并不妨害有关部门在相关规章制度中将新三板违法作为其将来从事转板或IPO等证券活动的重要法律阻力理由，有关部门对该机制合理利用，可有效补足既有法律规定的诸多短板，促进新三板企业自律也可事半功倍。建议将新三板的纪律处分、自律措施或其他违法处置措施，与未来的新三板转板机制或IPO挂钩，对于严重违法或多次违纪者，在一定年限内，譬如5年内，丧失IPO或转板资格或禁止在资本市场再融资。

最后，建议在新三板监管《征求意见稿》最后一部分中引入“司法介入机制”，明确司法可介入的领域、范围等，允许相关投资者可以就欺诈等特定不法行为不经过行政程序直接向人民法院起诉或提请司法机关立案调查。

注册制呼唤证券投资基金扩容

□武汉科技大学金融证券研究所所长 董登新

近期A股市场走出了一波牛市行情，但仍存在两大市场缺陷。第一，A股一级市场还不是“市场”。IPO核准制的实质是行政审批制，IPO节奏及IPO定价采用计划配置和行政管制。

第二，中国股市仍是典型的“散户市”。A股散户交易份额占市场总成交额的90%以上，这与西方“机构市”（机构投资者占70%左右）相去甚远。2014年底，美国国内股票总市值高达26万亿美元，其证券投资基金总净值超过15万亿美元，其企业年金和职业年金余额更是高达25万亿美元。相反，2014年底，中国国内股票总市值虽为37万亿元，但证券投资基金总净值却只有4万亿元，企业年金和职业年金更是只有0.6万亿元。

如果说“机构市”是机构与机构之间的对等博弈、均衡博弈，那么，“散户市”则是机构与散户之间的不对等、非均衡博弈。在“散户市”中，

机构投资者变成了实力最强的“失散户”，这些机构投资者在股市中的角色不再是“组合投资者”，也不是价值投资者引领者，更不是股市的稳定器或中流砥柱，而是变成了“顺势而为”的投机者。

要改变股市的这一现状，必须同时从两方面改革：一方面抓住目前的牛市良机，加速推进IPO注册制改革；另一方面，在我国企业年金和职业年金发展滞后的情况下，加速证券投资基金大规模扩容。

近日，《证券法》修订草案已进入人大审议程序，进展还可进一步加快，争取让注册制在今年6月份开始试运行，尽早将IPO审核权下放给证券交易所，监管部门集中精力加强市场监管，严打证券违法犯罪行为。

注册制通过简化IPO审核程序、降低IPO门槛，可以实质性地提高IPO效率，降低IPO成本，相应地，也会大大降低IPO身价，它会使得单个企业的IPO募资规模大大缩减，超募现象

基本消失，这样就会大大节约IPO资源，让市场化的IPO注册制充分发挥优化资源配置的功能。

与此同时，IPO注册制不再需要政府行政审批与背书，哪些企业能够上市，哪些企业不能上市，以及它们的投资价值的大小，将更多地依赖于或取决于市场与投资者的自主选择与判断。因此，在IPO注册制有可能伴有“泥沙俱下”的包容环境下，股市需要足够专业化的、专家化的机构投资者群体，因为只有“机构市”才能形成机构与机构之间的对等、均衡博弈，从而形成理性客观的估值标准与估值水平。

为此，必须大力培育和发展各类机构投资者群体。目前由于我国企业年金和职业年金发展滞后，无法在短时间内做大，因此证券投资基金的品种创新与规模扩容成为当务之急，尤其是要加速证券投资基金规模扩容。证券投资基金既是最重要的集合投资者和组合投资者，同

时，也是价值投资、长期投资、理性估值的引领者，还是个人投资和家庭理财的重要工具。事实上，大力发展证券投资基金的过程，也是A股市场“去散户化”的过程，这必将是一个十分必要而自然的过程。

截至2014年底，全球证券投资基金净资产总额为31万亿美元，其中，美洲占57%，欧洲占31%，亚太及非洲地区合计仅占12%。我国证券投资基金净值总规模只有0.8万亿美元，不到世界的1/30，不及美国的1/15。

照此比较，为配合IPO注册制推行，作为IPO注册制推行的后续配套改革措施，未来五年内至少应将我国证券投资基金净值规模做大10倍以上，也就是接近8万亿美元的规模，这大体相当于现在美国共同基金规模的一半。这将大大加速中国股市“去散户化”的过程，同时也将有利于提升市场有效性和中国股市对外开放的水平，同时提高中国股市的国际地位及国际竞争力。

推动股市从“融资”向“投资”转化

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

目前，构建双管齐下的融资体系，即资本市场直接融资与银行信贷间接融资，已经成为金融支持实体经济的“双动脉”。其中，在降低融资成本、提高融资效率、改善公司治理更具突出优点的直接融资，在中长期内都会得到扶持和呵护。基于此，适度控制杠杆、增加新股发行以稳定“慢牛”行情，并向注册制的股票发行制度顺利转换，是近期资本市场管理工作的重中之重。

无论从风险破坏性，还是从此轮行情的可持续性，过高的杠杆无疑是不利的。近期股指大幅波动，一方面是受到了监管层整治场外配资（伞形配资、股权质押、P2P配资等）的影响，另一方面融资和配资后的资金本身对于市场比较敏感，高位减杠杆的也很多。股指大幅波动也在考验着杠杆投资者的心脏，其实也不用监管层太多打压，融资方和投资方会自主收缩杠杆率。

证监会已在月初已经发行30家的基础上又发行了25家新股发行，并且同时宣布一个月两次新股发行，这将会成为未来IPO的新常态。这意味着，新股发行量将成倍增长，一方面意在给热度不减的市场注入新投资品种，另一方面积极向注册制靠拢，更重要的是给市场传达积极的信号，给实体经济提供更多的、廉价的投

融资资金。

动辄1万亿元以上的两市成交，意味着资金已经开始向资本市场分流，但资金能否投向嗷嗷待哺的实体经济，避免“避实入虚”才是最关键的。毫无疑问，始于去年下半年以来的货币政策结构性宽松，在稳定经济增速、降低融资成本、促进前景预期转好和创造良好的流动性环境等方面，已经发挥了积极的作用。在“三期叠加”、新旧增长动力“衔接”压力大的背景下，一季度经济数据尚在预期之中，也实属不易。

但这仅仅是短期内的利好，或者是阶段性的稳定。目前实体经济面临的不仅仅是周期转换，更是结构转型，结构转型期需要5~8年的时间，也就是完成阶段改革任务的2020年前后。在经济转型的“青黄不接”期，实体经济投资意愿不足或观望，是正常事情。例如，2009年以来，尽管美国市场及经济复苏趋势渐进形成，但民间投资并不稳定。以2013年3月的数据看，美国企业的现金储备高达1.45万亿美元，连续几轮QE在转化为民间投资上非常不易，原因就在于企业在转型早期并不喜欢花钱。

因此，从资本市场直接融资，到企业“发动机器、开足马力”加大投资，还是要有一个过程。这其中，最关键的是要培育企业投资意愿，而降准

低投资的各类成本无疑是第一步。但是，即便2013年以来上下齐动、多措并举，但融资成本也仅下降20~30个基点，考虑到PPI连续30几个月负增长，实际承担的成本在上升。值得注意的是，若与去年四季度比，目前贷款利率水平甚至还有上升。

除了融资成本继续高企外，各种隐性制度性成本也浮出水面，比如工商注册、银行服务收费、中小企业税负、企业办公成本（网络、水电等）、准入评估（如环评等），都亟待降低。在我国，融资成本和地价成本要比国外高出5倍左右；网络宽带费用比美国贵4倍，速度仅为美国的一半。

当然，隐性制度性成本需要改革来降低，当前最重要的是要降低企业的融资成本，这是A股融资功能“到”投资功能“转化”的关键一步。但是，即便新股发行加快，但由于融资成本较高，再加上转型期投资意愿本身不足，对冲了经济下行时期的盈利水平，融资转为投资的进程有些艰难。另外，为上市公司做配套生产的广大中小企业，其融资成本仍然居高不下，投资意愿更低。因此，需要降低市场准入的门槛，让互联网金融、民营和小微银行在公平的环境下与传统银行竞争。

短期内，出于“稳增长”和“调结构”的双重考虑，需要进一步下调存贷款利率，即近期降准

后还需再降息。CPI连续两个月在“1以内”，CPI连续37个月负增长，而美国二季度加息的概率不大，这就为降息打开了空间。更重要的是，短期内，发挥好银行信贷、政策性金融贷款、地方债券置换和发行，对于“稳增长”的关键作用已经进入了实操程序，而低融资成本环境无疑是最重要的。因此，建议二季度继续启动降息进程，降息1~2次。

目前，降息具有综合效应，一是降低社会无风险利率，今年6000亿的地方债券发行、1万亿美元的地方债券置换将有望获得机构认购，不仅为基建投资提供低成本的资金，而且缓冲地方政府平台融资规模紧缩；二是政府债券融资投入到实体经济，这是地方“真金白银”的投入（不是以往靠注入土地），低成本发债提升了基建项目盈利预期，将吸引商业银行信贷投入增长，改善银行“惜贷”情绪；三是普惠性地降息将边际改善中小企业“融资贵”问题，中小企业投资积极性回升。

当然，值得注意的是，股市杠杆率的拉升，特别是银行理财资金通过伞型信托给予的配资，不仅分流了银行储蓄资金，也间接推高了全社会资金的成本。因此，为了防止杠杆率再次提升对于融资成本的刚性拉动，把降息的效应真正落到实体经济融资层面，要适度控制杠杆率的提升。