

十八届三中全会将给资本市场带来什么

■ 不执着/文

中共十八届三中全会将于 11 月在北京召开，届时将会出台一系列涉及国民经济改革的政策。而面对即将召开的十八届三中全会将为资本市场做出怎样的顶层设计，将成为目前市场最为关注的议题之一。专家们认为，历次三中全会关注的资本市场议题均与实体经济紧密贴合，这次也不会例外。

如果说十七届三中全会针对资本市场的提法是“稳”字当头。当时会议指出，保持经济稳定、金融稳定、资本市场稳定，保持社会大局稳定，继续推动经济社会又好又快发展。这次十八届三中全会则在如何“稳增长、调结构、促转型”成为经济发展最为紧迫的任务。而资本市场作为经济大局中的重要一环，如何切实服务实体经济转型升级将成为重要课题。

十八届三中全会给资本市场带来什么

与五年前在外围市场冲击下金融和资本市场求稳的局面大不相同，目前我国经济更迫切的问题来自于如何成功转型。所以早在

十八大报告就已提出，“深化金融体制改革，健全促进宏观经济稳定、支持实体经济发展的现代金融体系，加快发展多层次资本市场”。笔者认为，十八届三中全会必然会延续这一思路。从这个角度看，资本市场支持经济转型、调结构将大有作为。我们从近期证监会相关表述和举措中已窥出端倪。下一步有望出台政策组合拳。

首先，新三板扩围至全国推出在即，在清理整顿各类交易场所的基础上，证监会将支持证券公司通过区域性股权转让市场为中小微企业提供挂牌公司推荐、股权代理买卖等服务。据业内人士估计，我国依照公司法注册设立的公司总数超过 100 万家，这意味着资本市场服务范围将大为拓展。

此外，证监会将进一步完善针对中小微企业的制度安排。一方面，将优化创业板准入标准，建立创业板再融资规则体系，形成适合中小微企业特点的“小额、快速、灵活”的直接融资方式；另一方面，将扩大中小企业私募债试点范围，通过发展债券市场更好地满足中小微企业在融资方面的需求。

其次，证监会在推动证券公司开展资产管理、直接投资、资产证券化等业务，以持续中小微企业发展。对于当前开展资产证券化等业务过程中所出现的障碍，证监会表示正

酝酿进一步协调完善相关法律法规及税收政策，优化审核流程，在风险可控的基础上不断提高审批效率。

再次，期货品种创新，为中小微企业保驾护航。今年以来，鸡蛋、动力煤和国债期货等期货新品种不断推出，在十八届三中全会之后，预计证监会将稳定推进商品期货品种创新，为中小微企业管理风险、发现价格提供有效工具。重点引导中小微企业通过农产品期货开展合作套保、定价服务、仓单服务等期现结合业务，提高风险管理能力。

最后，保护投资利益，维护市场公平。从万福生科案、绿大地、光大事件等重拳执法案例中均不难看出证监会维护市场公平的决心和决心。在重拳执法的背后，除保护投资者利益外还与维护金融安全息息相关，光大事件说明金融领域仍存在不可忽视的漏洞。

鉴于于此，证监会新闻发言人在回应关于证监会正酝酿“新国九条”的市场传闻时表示，正抓紧落实国务院各种关于资本市场的工作安排，在进行日常监管工作同时，在抓紧开展各种具有长远性、战略性的问题调查研究，加强顶层设计，推进市场化、法制化、国际化发展方向。

笔者认为，在《证券法》修订等法制化工作进一步推进背景下，保护投资者利益以切

实维护市场公平的重要性，有望进一步提升。证监会主席肖钢已明确表示，将“把工作重点转到加强监管执法和保护投资者特别是中小投资者合法权益上来”。

IPO 是否将在十八届三中全会前后重启

现在很多市场人士预计三中全会前后 A 股市场 IPO 将会重启。他们给出的理由是，IPO 自去年 11 月召开“十八大”前暂停，资本市场失去融资功能已近一年，不可能一直持续下去，而今年三中全会前后 A 股市场 IPO 将会重启。

事实上，已经有 83 家企业通过中国证监会发审委审核，估计这将是首批获得书面批准推出的 IPO 企业。到 2013 年底，将有约 20 至 30 家企业在 A 股市场上市，融资额可达 250 亿至 400 亿元人民币左右。市场休养生息已经多时，今年第四季度重启 IPO 将是大概率事件。

十八届三中全会是否将决定楼市走向

进入 9 月，“金九银十”的房地产市场却突然气氛紧张起来。国内多个城市出现银行房贷收紧现象。甚至有人惊呼：“银行房贷急踩刹车，楼市资金面告急”。不仅仅是北京等一线城市，眼下房贷停贷潮正逐渐向二三线城市蔓延。

虽说当前银行额度紧张是事实，但只谈楼市政策面不变、预期不改，市场仍会有大所谓的刚性需求入市，这意味着，无论是针对房价高企，还是金融风险飙升，在十八届三中全会上，政策面应该会对房地产的走向做出相应回应。目前房地产业界普遍关注十八届三中全会，翘首待政策的最后方向。

笔者认为，十八届三中全会将会从两个方面遏制房价过快上涨：一、从历次楼市调控来看，只有 2007 年底、2008 年取得相对较好的调控效果，当时多城市房价出现下调，而其时最有力的政策就是从严格执行信贷政策，提高房贷门槛。只有卡住了银根，才能抑制住房房价的过快上涨。二、在十八届三中全会之后，将马上推出房产税扩围试点，这样可以房产保有环节入手，遏制房价的过快上涨。现在 40 城市联网已经完成，房产税扩围只是时间问题。

证券业喜忧参半 保险业红火冲天

■ 崔博/文

总体而言，上市券商的净利润因业务量的回升而出现了正增长。据中国证券业协会统计，114 家证券公司上半年实现营业收入 78526 亿元，实现净利润 24470 亿元。

各主营业务收入分别为代理买卖证券业务净收入 340.47 亿元，证券承销与保荐业务净收入 65.54 亿元，财务顾问业务净收入 17.27 亿元，投资咨询业务净收入 11.46 亿元，受托客户资产管理业务净收入 28.80 亿元，证券投资收益 209.44 亿元，融资融券业务利息净收入 66.87 亿元。

在这 114 家证券公司中，上半年有 99 家公司实现盈利，占证券公司总数的 86.84%。据《经济》记者调查，114 家证券公司总资产约为 1.87 万亿元，净资产为 7172.46 亿元，净资本为 5009.14 亿元。

记者发现，其中有 19 家上市券商净利润高达 134 亿元，与 2012 年同期的 121 亿元相比，增长达 11%。其中，国金证券、招商证券、海通证券的业务增长幅度排在前三，分别为 48.33%、37.76%、37.19%。

券商自营业务收入两极分化严重，但平均增幅超过 20%。东北证券、西部证券、海通证券以及东吴证券增长较快，增幅分别为 34.9%、8.4%、5.1%、3.2%。

不过，还是有 11 家券商收入同比下滑。记者了解到，券商在自营盘的操作中普遍使用了对冲工具，多家券商都引进了各类的对冲交易策略，对冲了券商在权益类市场中的亏损。因创新产品迭出，多数券商资管部门收入乐观。

得益于自营业务收入的增加，东北证券的利润涨幅激进，达到 150%。其上半年加大了债券投资，抓住了二季度阶段性的投资机会，投资大胜，业绩同比增长 3.5 倍。西部证

券、东吴证券的利润弹性也很高，同比净利润增长分别为 71% 和 39%，位列第二、三名。西部证券的增长也是由于自营突进，收入增长了 84%。东吴证券自营表现也不错，但其主要贡献来源是资管收入，同比增长 4.8 倍。

虽然整体净利润处于增长的状态，但仍有 7 家公司净利润发生了降幅。降幅最高的是太平洋证券，同比降幅 71%。国金证券、广发证券、中信证券、国元证券、光大证券等净利润也有所下降。

融券业务成为利好上市券商收入的新亮点。根据华泰证券半年报数据，上半年，公司融资融券业务收入为 7.4 亿元，同比增幅达 162.63%，占总营业收入的比例由 2012 年同期的 8.33% 提高至 20.41%，成为公司第二大收入来源。

四大保险公司逆势狂赚 281 亿。记者从保监会了解到，中国人寿、中国平安、中国太



保和新华保险四家公司的净资产占我国保险公司总资产的 71.32%，可称之为保险业的“四大家族”。

从平安集团 2013 年半年报可以看出，其偿付能力充足率为 162.79%，与 2012 年年末相比下降 12.34%。平安产险偿付能力充足率为 179.50%，与 2012 年末相比上升 0.62%，而平安人寿偿付能力充足率为 176.10%，与 2012 年年末相比下降了 7.61%。太保集团的偿付能力充足率为 282%，尽管与 2012 年年末相比下降了 9.62%，但仍然是四家上市保险公司

中充足率最高的企业。

新华保险是我国上市保险公司中偿付能力充足率最低的企业，其充足率为 174.19%，与 2012 年年末相比下降 9.54%。可见，除中国人寿偿付能力有微量的增长外，其余三家保险公司的偿付能力充足率在半年内均下降 10% 左右，中国平安的偿付能力充足率下降最为明显。

但是，受益于加大大额存款等固息类

投资，四家公司实现净投资收益仍超过 800 亿元，且净利润达 281 亿元。

中国平安净利润达 139.6 亿元，成为四家险企中当之无愧的利润王。内部人士向《经济》记者透露，中国平安未来则会抓紧弥补其投资收益不足的短板，并有意联合第三方资产管理公司。半年报显示，中国平安更偏好权益类资产，其在保险创新方面要领先于其余三家公司，尽管中国的保险业在保险回归保障功能的大潮中发展，但是平安显然更加注重保险产品的理财功能。不可否认，

注重收益是平安偿付能力相对较低的主要原因。

据记者调查发现，中国人寿计划进入实体经济领域。半年报数据展示了人寿稳健的发展路线，从资产到产品，中国人寿的表现都十分保守。短期内，中国人寿的资产结构与产品结构不太会发生巨大调整，因此，未来的中国人寿的偿付能力仍将十分充足，且中国人寿未来较长一段时间也都将保持其偿付能力充足的状态。但是，其资产结构反映出中国人寿比其余三家公司对现今股票市场持有相对悲观的态度，为了避免潜在风险，中国人寿有意进军实体经济领域。

本次发布半年报的各家上市保险公司，新华保险净利润为四家险企垫底。对于净利润增速的放缓，报告显示，主要原因是受 2012 年国内资本市场持续低迷的影响，公司权益类投资在损益表下整体收益水平出现较大幅度的下跌，买卖价差收益为负，并计提了 20.16 亿元投资资产减值损失，而去年同期则为资产减值转回 2.41 亿元。其资产结构和产品结构对其偿付能力的压力并不大，然而从保费收入的角度看，新华保险上半年的保费收入中 80% 左右是由续期保费贡献的，半年里新华保险的偿付能力却下降了 20%。

半年报显示，中国太保的扩大承保规模压力不大。但是，其资产结构主要以分红险为主，需要提高自身投资收益率来进一步增强竞争力。太保的路线表现相对适中，其偿付能力充足率在很大程度上将取决于其公司决策层对保险经营的理念和对保险回归保障功能的贯彻。对于未来的投资方向，中国太保总经理于业表示，在保监会大幅放开保险资金投资的背景下，中国太保将根据市场情况，加大对债券、股权、不动产以及债权计划的投资。

推出国际板利好中国股市

■ 美国华/文

2009 年国务院 19 号文件提出，结合上海国际金融中心的建设，在适当的时候，启动符合条件的境外企业在境内发行股票，即启动国际板。2010 年 1 月 31 日，上海市市长韩正在回答记者提问时表示，上海市政府将努力配合上海证券交易所，争取尽早推出国际板。据悉截至目前，已有汇丰控股、渣打银行、恒生银行、东亚银行、可口可乐、西门子、联合利华等众多知名外企表示要登陆中国国际板。

监管机构加速启动国际板的同时，投资者的反应则更多是负面的。截止 2 月 2 日，腾讯网“聚焦国际板”的网络调查中，在“您支持国际板在上交所发行 A 股吗？”的问题上，51.85% 受访者表示反对，只有 38.01% 赞成；在“您认为国际板在上交所发行对 A 股利好还是利空？”的问题上，60.98% 受访者认为是利空，只有 27.39% 认为是利好。

同样，就国际板问题接受采访的专家、学者几乎都倾向于持反对意见。反对的理由大体有以下两点。第一，在国内现行新股发行体制和高市盈率发行的情况下，国际板会成为外国企业的圈钱机器、自动提款机。第二，国际板会拉低 A 股估值水平。

我认为，社会上这种大面积的反对启动国际板的观点是很遗憾的，是因噎废食的片面观点。相反，启动国际板对我国股市是利好的举措。

第一、国际板会成为外国企业的圈钱机器是个伪命题

持有这种观点的人认为目前 A 股市场不成熟，投机盛行，制度建设更是千疮百孔；

现行的新股发行询价机制和询价客体选择不科学，导致询价高、新股发行市盈率高。根据一篇报道，2009 年新股发行重启以来，平均发行市盈率达到了 38 倍。首批创业板 28 只新股，平均发行市盈率达到了 54 倍，第二批甚至高达 75 倍。有人将新股发行高市盈率归咎于发行人和保荐机构合谋推高发行价格。因此认为，如果国际板启动，外国企业也在这样高的市盈率水平上发行新股，就是在我国圈钱；而我们的股民成了他们的自动提款机。以致有人认为“如果汇丰上市成功，等于拂走二十座南浦大桥。”

首先，新股发行市盈率是否过高值得探讨。市盈率不仅取决于价格，还取决于当前盈利水平以及对未来盈利水平的预期（企业成长性），取决于企业上市时是处于经济周期的高点还是低点。在我国经济相对于其他发达经济体成长更快的情况下，我们的企业平均来讲成长性也更好，因此不可避免地应该获得一个比较高的发行市盈率，更何况由于金融危机的影响，2008 年的企业盈利相对处于低谷状态。批评创业板企业发行市盈率高，更是错误理解了创业板的含义。大量的国际知名企业当初上市时甚至是亏损的，市盈率无穷大，好像没听说人家把新股发行称为圈钱机器。反过来，在新股发行市场化改革前的很长时间内，证监会把新股发行市盈率控制在 20 倍甚至 15 倍以内，但是并没有阻止 2001 年到 2006 年漫长的熊市。更进一步，批评我国新股发行市盈率高的人应该很难解释我国投资者打新股的热情，无法解释最近媒体关于“打新”无风险套利时代结束的报道。

在一个“时代”中，我们“打新”都是无风险赚钱，还怎么能说我们的新股发行市盈率高呢？

其次，即使我国股票市场再不成熟，我们不可否认一个事实，股票买卖不是我们的生活必需品，参与股票交易是自愿行为。说我国市场上“人傻、钱多、速来”是说我们的投资者不懂得科学投资，不是说我傻得就想着要亏钱给别人。既然是投资者主动去参与新股申购（一个非生活必需品、非垄断产品），就不能说卖方是在恶意圈钱。

最后，即便我国的新股发行真是圈钱的市场，我们不允许外国企业来圈钱，那我们为什么不把股市关了，还继续允许我国的企业来圈钱呢？从另一方面讲，大量中国企业到海外上市，近两年中很多企业的股价跌破发行价，难道就是我们的企业到海外去恶意圈钱了？

第二、国际板会拉低 A 股估值水平也是个伪命题

反对启动国际板的另一种观点认为国际板会拉低 A 股估值水平，给投资者带来损失，原因是美欧市场是低价的大海，而 A 股市场是高价的天池。外国企业在 A 股登陆，立刻会把中国股市估值打下去一大块。而且中国股市还有 45% 以上的大、小非未流通，如果来一大批外国大公司上市，将中国股市打下去，则国家股、法人股流通和兑现都会低很多，国有资产会大量损失。

的确，只要我们观察一下同时发行 A 股和 H 股的公司，其 A 股股价往往比 H 股股价高很多。因为这些股票都是同股、同权、同利

的，所以两个价格中至少有一个是错的，或者两个都是错的。

到底哪个价格是对的需要我们用科学的方法去评估，引导股价回归价值，而不是固步自封、画地为牢地继续维护高价股。刻意维护高价股的行为只会给我们的投资者带来更大的损失，阻碍我国资本市场长期健康发展。况且我们不论用什么方法，也不可能长期维护没有价值支撑的高股价。在上证指数 6000 点的时候，还有大量的声音鼓吹 8000 点；在上证指数跌到 1664 点的时候，同样有大量声音看到 900 点。而事实证明长期来看，虚假的股价必然向内在价值靠拢，不是我们把自己和国际资本市场割裂了就能维护住虚高的股价的。

因此，如果我们现在的股价是不合理地高位运行，如果启动国际板能把不合理的 A 股估值水平拉下来，对我们资本市场的发展有利的，而不是有害的。以中石油为例，其 2007 年 10 月 26 日 A 股发行价是 16.7 元。2010 年 2 月 4 日上午收盘 12.95 元，加上期间分红每股 0.563 元，合 13.513 元。比发行价低 19%。而且是在百年罕见的金融危机以后才相对于发行价跌了 19%。而中石油 A 股开盘就是 48 元。试问，是 48 元对我国市场更不利还是今天的 12.95 元对市场更不利？难道我们拼命维护住中石油 48 元的价格就是利好的事？而今天的 12.94 元就是国有资产流失了？更难理解的是，大、小非一减持就有人抨击他们高位套现，而反过来国际板要启动却担心股价会被拉下来导致国有资产损失。

第三、启动国际板是利好我国

资本市场的举措

我也认为，我国的资本市场，尤其是股票市场，还存在很多不成熟的地方，科学投资理念缺乏，投机行为盛行，在市场制度建设方面还有待进一步完善。但是，我们应该认识到，科学投资理念缺乏，投机行为盛行的一个最根本原因是我国投资者投资对象单调，缺乏分散系统投资风险的工具。

监管机构显然已经意识到了这个问题。近期来，创业板的开放、融资融券、股指期货的推出，都是在朝着正确的方向努力。国际板的启动同样是这样的举措之一，是利好我国股市健康发展的。一方面，国际板的推出能够为我国投资者提供更广泛的投资渠道和投资对象，分散投资风险，参与世界经济的复苏和成长。另一方面，国际板的推出是中国资本市场和国际资本市场接轨融合的一个重要步骤。随着我国实体经济和国际经济的接轨与融合，资本市场的接轨与融合是不可避免的趋势，是一个重要经济体不可推卸的责任。我们的公司可以去国外上市，外国的公司不能来我们这里上市，长期来讲是说不过去的。

同时，现在推出国际板是很好的时机。此次金融危机充分暴露了大量国际企业，尤其是金融企业中存在的问题。国际经济正在从衰退开始走向复苏和再一次成长，因此企业估值也处于比较低的历史位置上。这个时候也是大量国际企业融资需求最迫切的时候。在这个时候推出国际板有利于我国投资者在有利的位置上购买国际企业的股票。等经济复苏完全确立，国际企业融资需求降低，估值升高后再开国际板，我国投资者支付的成本将会更高。