

# 急需变革的新股首日交易机制

财经评论员 肖玉航

2014年1月21日,星期二,8只新股上市,开盘后8只新股均大幅上涨,除炬华科技外,其余7只新股均达到涨幅限制,触发临时停牌。在集合竞价阶段,8只新股全部达到交易所规定的20%的上涨上限。7只新股在1030分恢复交易之后,瞬间再度大涨,触发深交所停牌条件,根据深交所规定,停牌时间将至1457分,从收盘来看,7只新股不分质地统一封盘最高价1月23日,同样的8只新股再次复制同样的故事。笔者研判认为,这样的恶作剧式的交易,拿投资者当傻子的现象,具有典型的人为操纵股价之嫌,而新股上市首日交易机制也显露出较大的缺陷,其改革的必要性非常紧迫。

从A股市场轨迹来看,新股上市首日往往具有较大的波动性,但此次新股中多只操纵式连续涨停,其追逐炒作的背后,绝非中小投资者能够为之。新股IPO乱象的发行还没有平息,新股炒作的风浪又起。种种迹象表明,这一交易制度如果不能有效改进,有可能引发中国A股市场较大的股灾累积。

按理说,新股经过市场化询价,其本身已反映了一定时期价值,但由于询价制度所体现的游戏并非公平,其导致新股定价要么三高,要么行政控制。从IPO高价到二级市场的炒作并非A股市场的福音,而从炒作的资金来源来看,有必要进行一个严密的动态监管,发现操纵股价者完全可以对相关利益人或关联方进行法律追究。

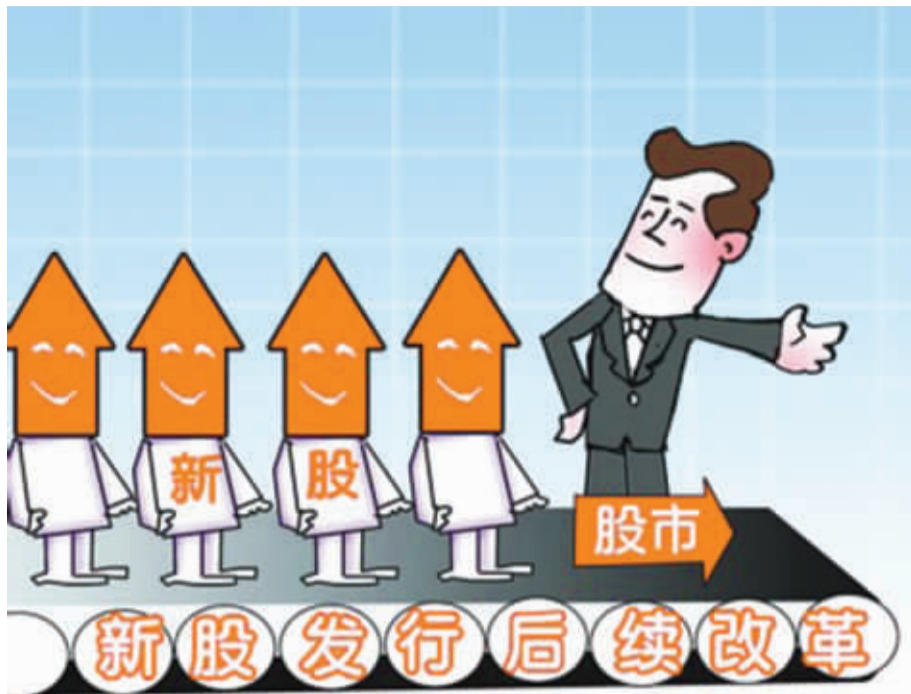
市场机制是证券市场发展的基石,如果没有公平科学的交易机制作保障,那么整个市场机制将构成致命缺陷。从世界主要资本市场新股交易

来看,其IPO发行上市后,其上市首日交易规则并无与老股不同,更多体现的是股票交易面前股票平等的交易规则。而A股市场新股上市首日即炒炒特别是高PE发行后的新股,其累积的风险因素将是惊人的,对市场未来的伤害可能极大,同时如果交易机制不改或不能公平实行,那么利益机构完全可以利用这一漏洞进行脱离价值的炒作。背后的利益炒作链条或是一个嫌及内幕保价、操纵股价、违法市值管理等的刑事犯罪。

对于新股首日上市,一般而言,没有利益相关的机构或中小投资者轻易不会介入。目前沪深两个交易所的新股上市首日规定明显存在与其它股票的不同,20%、120%、64%这些数据的规定,实际上对于利益炒作的限制作用不大。相反其利用第二日10%跌停板的有限跌幅,维持高开盘后的未来筹码兑现奠定了基础,是一种人为制度造成恶习的表现,因此目前新股上市首日交易规则有必要加快改革。

要实现交易公平,就必须使得新股与老股的交易模式相同,我们知道在T+0时期,由于无涨跌限制,新股上市首日与老股没有不同,有可能涨的很高,也有可能跌的很深,市场对于新股炒作总会有所理性成份;而目前新股首日交易明显区别于老股,当然利益机构高开维持,然后利用多日的跌停限制,而在合适时机减持筹码了,这样的交易体制,从根本上已丧失了交易的公平性,更易成为投机利益机构的炒作工具。

从国际资本市场来看,香港、美国等成熟市场,其新股上市首日与老股交易规则没有区别。由于上涨或重跌均有可能,加之新股询价相对合理的股价(香港市场的中小投资者新股保障),其



短期内新股上市首日很少有大幅度炒作的,甚至许多当日即跌破发行价。香港2013年有81只新股于主板挂牌,从81只新股表现来看,上市首日破发的不在少数,而仅有少数股票出现持续溢价效应。A股中低市盈率的光大银行(以7倍左右PE发行H股)于去年12月20日登陆香港主板市场后,股价破发,2014年1月20日股价为339港元,较招股价398元跌去059元,其它如和谐汽车、荣阳实业、重庆银行等均表现不佳。值得强调的是,从事移动互联网产品生产和销售的新奇影业,虽然拥有“苹果概念”,但股价上市后表现一落千丈,

2014年1月7日收报135元,较招股价413元,跌278元或跌幅66%,成为2013年新股潜水王,这说明市场化与国际化的资本市场整体新股不败几无可能,交易机制相对完善,新股与老股交易公平性使得市场理性程度增加。

对于新股上市,我们看到每次深交所都会出台相关规定,并警示炒新风险,限制风险账户交易,监控账户炒作等,但实际效果非常有限。深交所统计显示,2009年7月以来,深市共有783只新股上市,到去年末,有一半的股票跌破上市首日收盘价,特别是首日涨幅超过100%的53只

股票中,38只股票跌破上市首日收盘价,平均跌幅3673%,最大跌幅达7369%。首日参与炒新账户普遍亏损,尤其是初次参与炒新账户亏损更为严重。据统计,2011年、2012年新股上市首日买入账户中,截至2012年底亏损账户占比分别为65%和156%,账户平均亏损率为10%。近年来炒新最大账户亏损1400万元,单个账户最大亏损率58%。

既然历史情况如此,为何还有机构于大炒新股呢,显然并非中小投资者所为,是游资吗?无利不起早,那么其利益关键又如何呢?笔者认为利益关联的最大方就是新股炒作的元凶。目前上市新股中,多只全天交易时间仅为2分钟不足,这种市场乱象恐怕累积的不仅仅是深跌的风险,其内线交易或操纵股价之嫌难逃。

研究股市的人都知道,市场崩盘的原因一方面与宏观经济不佳密切相关,另一方面市场机制缺陷也是重要因素,而新股上市首日交易作为一个重要的交易机制要件,其体现的非公平交易、与老股交易制度的有别等均可能构成巨大的风险累积因素,导致未来股市出现重大危机。从目前来看,笔者认为改革新股上市首日交易制度非常必要,可以从两方面选择改革入手,一是从公平与对等的角度,考虑实行与老股10%涨跌幅制度对接,其发行价作为参考;另一方面则也可以放开所有股票涨跌幅限制,实施T+0交易制度,让新股当日实现风险与机会的充分释放,投资者当日介入或退出的市场化选择。

新股市场乱象表明,改革新股首日交易制度必要而迫切,更不能把投资人当傻瓜。这种恶作剧的炒作需要管理层清醒了,也需要理性投资者高度警惕。

## 股市是否进入最佳购买时点

今年以来,在市场资金趋紧以及新股发行所导致的双重“失血”的影响下,沪深两市持续下挫。而本周,沪市大盘在2000点关口的失而复得的表现更是让投资者经历了一场“过山车”。上周勉强守住的2000点大关在本周一终被跌破,不过,周二和周三股市连续两天大幅反弹,使得市场产生2000点或将是“黄金坑”的猜测。专家认为,股市当前是否进入了最佳购买时间点,关键要看市场供求矛盾能否得到缓解,短时间内新股发行仍将成为主导市场走势的重要因素,但是长期看股市正逐步企稳。

### 2000点难言“黄金坑”

自新股开闸以来,“跌跌不休”的大盘最终还是还是在1月20日失守2000点关口,收盘于1991.25点。当日沪市成交量仅483亿元,是2012年12月5日以来首次日成交低于500亿元,投资者信心遭受严重打击。不过,

市场的悲观情绪仅仅持续一天,随着周二大盘强势重返2000点上方,尤其是周三大盘放量上涨超过2%,创下2013年11月18日以来最大单日升幅,创业板指数更是创出历史新高。

2000点关口的失而复得让投资者再次看到股市重启新一轮反弹的希望。对此,申银万国分析师徐明指出,IPO重启后的第一波发行高潮基本结束,短期供求关系将略为改善,但是3月份之后,市场扩容压力将会重新加大,资金面扩容仍是画饼充饥。因此,目前还难以断言“底部已经出现”。

“2000点的点位并无多大实质性意义。”武汉科技大学金融证券研究所所长董登新对本报记者表示,大盘“跌跌不休”的主要原因是银行股和房地产股这两类大盘权重股持续走低,目前中国经济最大的困难和风险就是银行业和房地产业。这是中国宏观经济的基本面,也是股市作为经济晴雨表的决定因素。而市场近期出现反弹表现,既是大盘超跌后

的技术性反弹,也是狂热的打新、疯狂的炒新给市场带来的人气和生机。

### 新股发行市场不买账

事实上,IPO重启被市场普遍认为是当前股市直线下跌的主要原因。数据显示,在今年IPO重启后的前13个交易日里,A股总市值损失超过1万亿元。

“IPO重启后的新股发行,已经不再是圈钱,而是一种抢钱。”财经评论员皮海洲表示,虽然股市低迷依旧,但拿到IPO批文的公司新股发行绝不手软,立刻争先恐后地拉开新股发行的序幕。上个交易周共安排有33家公司新股发行,后实际发行25家,其中仅上周五一天就发行8家,这样的新股发行节奏,创下中国股市新股发行的新纪录。

从奥赛康事件到5家上市公司暂停IPO,从证监会紧急发文加强监管到上交所数次对新股“停牌”,IPO重启还不到一个月却屡出状

况,让此次新股发行改革的效果饱受市场争议。不过,在董登新看来,历史事实反复证明,以往的每一轮IPO暂停,并未出现股市走好;相反,每一轮IPO重启后不久,市场都会有不错的表现。因此,新股发行不会影响股市涨跌。

### 今年股市上行概率大

尽管当前新股发行仍然是导致市场供需失衡的最大利空,但是随着本周大盘强势反弹,投资者看到股市走出底部的希望。

“新股发行的恐慌就已经告一段落了,应该说最悲观、最恐慌的时候已经过去了。”一向唱多的英大证券研究所所长李大霄乐观地认为,从历史上来看,IPO引起的下跌都不会太严重,目前只要稳定住发行价格,从市场“抽血”的情况就会好转。

不过,在申银万国首席市场分析师桂浩

明看来,现在新股发行才刚开始,潜在的发行规模很大,在不考虑增量资金进入的背景下,大盘很可能还要再下台阶才能够站住脚。但是,如果接下去市场能够迎来一段扩容的宽松期,供求矛盾得到缓解,新股热也相应降温,那么股指还是有望止住跌势、有所企稳并展开反弹的。

此外,市场也存有利好因素。董登新表示,本周五全国中小企业股份转让系统挂牌,将有利于为场内市场IPO分流、减压,同时又能为场内市场提供保质足量的上市资源,场外与场内通畅的转板机制,将进一步提升股市吸引力及股权融资效率。

对于今年股市走势,董登新认为,虽然当前宏观经济形势仍不容乐观,经济转型面临诸多困难,但是,中央改革决心大、方向明确,这些经济风险将通过改革不断化解,业已处在低位的股市,2014年上行的概率要远大于下行的概率。

(来源:全景网)

## 大个头保险股逆袭?

存款利率提高或者购买非标资产看似给保险公司带来利好,然而利空的隐患同样存在。A股的巨大波动仍然是影响保险股业绩的最大因子

最近的投资圈中,又出现了看好保险股的声音,这对于盘子特大、弹性特弱的保险股来说并不是常有的事儿。经过了2013年小盘股投资热潮之后,保险股重新回到投资人的话题中是否真的意味着大个头保险股的逆袭呢?

记者进一步采访了保险公司投资部人士,想看看这些投资人会不会也对自己所在的行业感兴趣。不过,调查的结果并不让人兴奋。

“保险的利率市场化进一步扩大可能会造成大量退保;而2013年重要的收益来源——购买信托等非标资产,则可能暗藏杀机。”供职于一家保险公司资产管理部部门的Mike告诉记者。

### 保险貌似要逆袭?

“现在保险公司做大额协议存款可以做到年化收益6.5%了。市场资金紧,谁手上的资金多,谁就受益,最利好保险公司这样资金量大、稳定的投资机构。”青岛赢隆资产投资总监周兵告诉本报记者。周兵还有一个身份,是国内一家保险公司的投资决策委员会委员,而保险股也是周兵近期最看好的品种之一。

仔细看保险公司的经营业绩,在过去几年实在是乏善可陈。

这不仅仅是几家上市公司独有的问题,几乎是整个保险行业面临的现状。保险公司的盈利模式可以看作是一端吸引投保人资金,给予投保人一定收益;另一端拿着保费进行投资。因而保险公司的投资能力直接关乎保险公司的利润。而保险公司的投资情况究竟如何呢?

根据保监会数据,2000~2011年行业保

险资金运用平均投资收益率普遍低于4.5%左右的负债成本线。从2009年至今,保险公司投资收益波动巨大,2006年以前保险资金运用平均收益率一直在4%以下,2007年随着股票市场行情爆发大幅攀升至12%,此后又进一步回落,并于2009年以来一路下行,其中2009年到2012年保险资金运用平均收益率分别为6.41%、4.84%、3.49%、3.39%。

多年以来难以提升的业绩成为保险公司成长的绊脚石。不过,去年以来似乎保险公司已然彰显逆袭之态。4家上市公司2013年前三季度净利润都同比有较大增长。

2013年度业绩增长强劲的原因之一确实是投资收益的增长。保险资金投资范围受到保监会的严格控制,为了防止保险资金亏损,保监会规定保险资金大部分只能投资于低风险产品。

然而在2013年下半年市场流动性紧张的情况下,资金价格也开始增长,导致保险的收益增加。而如果这种情况发生在公募货币基金,则有可能同时发生大量赎回,影响货币基金,而保险资金由于长期稳定,则不会受到类似影响,反而新增保费能够取得更高收益,这意味着保险资金的基础头寸(按照2013年数据,这一部分资金占保险资产管理规模的比例高达70%以上)将取得更高收益。

“另一个方面,大盘和债市都处于较低的位置,这让保险资金拥有了非常好的建仓时机,有助于保险公司未来投资收益的提升。”周兵告诉记者。

### 政策能否给保险一双逆袭的翅膀

“协议存款价格的上升还只是导致收益上升的一个方面,2013年投资收益高的保险公司大多是购买了信托产品等非标资产,这

些资产的年化收益率在10%以上,比起协议存款和债权来诱人得多。”Mike告诉记者。

多家保险公司投资经理也向记者表示,2013年一些保险公司已经开始配置信托产品。

信托产品以其高回报和信托公司的隐性担保在高净值人群当中已经相当受欢迎。但是保险资产投资范围由于严格受到保监会的规定,一直不能投资于信托资产,这个限制直到2012年10月才被放开。

保监会2012年10月22日发布《保险资金投资有关金融产品的通知》,明确保险资金可投资商业银行理财产品、银行业金融机构信贷资产支持证券、信托公司集合资金信托计划、证券公司专项资产管理计划、保险资产管理公司基础设施投资计划、不动产投资计划和项目资产支持计划等金融产品,大大拓宽了保险公司的投资范围。

“由于债券配置中高收益企业债、公司债占比上升和定存资产的下降,非标资产预计在2014年将会有一轮较大规模的上升,预计2014年底非标资产在总资产配置中占比将提升到10%。在这种情景下,即使资本市场出现波动,保险公司未来三年总投资收益率维持在5%以上将成为可能。”平安证券在其报告中写道。

原来被紧紧限制的保险投资范围被逐步打开,这是否会止此前限制过死的保险资金投资收益起死回生?如果这个假设实现,对保险公司将会有非常正面的影响。

近十年来,几乎每年保监会都会对保险资金的运用范围发出新的政策,2014年伊始保监会就规定保险资金可投资创业板股票,历史存量保单试点投资蓝筹股。政策对保险投资范围的放开确实有加速之势。

一位曾经担任国内一家大型保险公司投

资总监的人士这样描述保险投资收益增长的希望:“总的来说,管得太死、内部激励太弱导致保险公司投资收益连年难以增长,如果不进一步改变机制,保险这一盘棋就很难长期下去。当年台湾保险业也面临投资收益难以增长的困局,直到之后监管部门允许台湾保险公司全球布局,才得以缓解困局。”

而大多数业内人士认为目前的开放力度还不够。

“全球配置将是未来保险资产管理的方向。目前大型保险公司也有投资于境外市场,不过仅限于这些保险公司在境外取得保费收入,因而比例非常小,这一块投资限制的放开,目前来看短期内难以达成。”Mike告诉记者。

### 保险股没有长期投资价值

投资像个围城,越是熟悉的行业,往往越难以坚定看好。就如传媒人往往不看好传媒股,某家特定上市公司的员工总觉得自己的公司有不足为外人道的风险一样。

记者采访了保险公司投资部人士,他们对保险股并不看好。

“都在看存款利率提高或者购买非标资产能够给保险公司带来利好,其实跟保险业绩高度相关的并非是这些品种,而是A股走势。投资于存款和债权的比例纵然大,然而这些品种波动大小,哪怕仅仅只有10%投资于股票市场,A股的巨大波动仍然是影响保险股业绩的最大因子,而未来A股的走势很难预判。”Mike告诉记者。

如果对比中国人寿上证指数的走势,会发现两条曲线高度拟合,两者的历史最高点都出现在2007年的10月到11月,而此后的走势也几乎保持一致。其他保险股也出现

了同样的情况,拟合度最差的是新华保险,它相较于上证指数波动性更大。然而两者仍然具有一致性。

“另外,保险行业有两大问题目前看起来仍然是不能解决的利空:大量投资于非标资产很可能给这些保险公司造成隐患,难道信托会一直风平浪静?泡沫总有爆掉的一天;另外,保险利率市场化会给保险带来非常大的影响,可能会导致保险产品的大量退保,对保险十分不利。”Mike告诉记者。

前者自不必说,信托产品在2013年已经爆出多起难以兑付的事件,而业内人士预计,信托最坏的时候还没有到来,信托泡沫将在未来集中破灭。

值得一提的是保险利率市场化,由于保监会的限制,保险公司给投保人的收益极其低下。分红险预定利率不得高于2.5%,这意味着比银行一年期定存还要低!但是这种格局正在被逐渐打破。

2013年8月2日,保监会发布了《关于普通型人身保险费率政策改革有关事项的通知》。这次改革涉及的品种有死亡保险、重大疾病保险、养老金等,从此以后,占寿险市场一成比例的“传统险”产品的预定利率将由保险公司自主确定。虽然这部分险种占比不大,打破的却是保监会固化了14年之久的25%的预定利率。

中投公司副总经理谢平在2013年6月份的金融40人论坛上说:“寿险业的投资领域如果框死了,长期收益率永远在5%,那它卖的保单成本必须低于5%,甚至只能是3%,这样的寿险谁来买?不如自己存款。”2012年,保监会才开始有限度地一步步放开保险资金的投资领域。

???而Mike担忧的则是,保险利率市场化带来的将是退保增加、资产管理规模缩水以及利率市场化带来资金成本增加,而投资收益如果不能同时增进,将造成利差为负的悲惨情况。

(来源:全景网)