

敏感时点 新“国九条”影响几何

■ 肖玉航

上海综指 2000 点岌岌可危,IPO 预披露企业跨越 300 家,可以说市场处于一个非常敏感的时间点一方面大量的新股要发行,另一方面疲软的市场令市场承受力难以预期。在此敏感时期,外因再次突降股市。5 月 9 日,国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(即新“国九条”),那么这个股市中并非头次的政策,对市场影响几何呢?

观察发现,新“国九条”最大的亮点是要求积极稳妥推进股票发行注册制改革,建立和完善以信息披露为中心的股票发行制度。而相关的完善公众公司中小投资者投票和表决机制,优化投资者回报机制,健全多元化纠纷解决和投资者损害赔偿救济机制;完善退市制度,对欺诈发行的上市公司实行强制退市等方面也构成了一个较为明显的信号。总体来看,这些都有为逐步探索符合我国实际的股票发行条件、上市标准和审核方式构成了基础性要件。

然而对于以《意见》为主的政策,笔者不认为是一个较好的市场经济模式,正如 10 多年前出台的“国九条”,从市场轨迹来看,10 年前的老“国九条”并没有使得资本市场真正的走向法制与市场化、国际化的步伐更是步履维艰,相关上市公司、基金券商等中介机构等违法违规不断,且违法金额与事件更是水涨船高,因此《意见》式的指导并非市场经济一个较好的手段。从世

界主要资本市场来看,维护法律尊严,遵守上市规则,减少政府部门以规章办法、意见等干预市场是其主要运营方式,市场的多空争夺与投资者风险识别交于市场与证券法规,而非外力。

此次新“国九条”出台于敏感时间,其对市场的影响笔者认为会有短期刺激,但其并不会对市场形成过大的影响。其原因如下:

首先,宏观经济依然不确定性较大
从目前中国经济变化来看,处于经济不确定性演变的风险较大,债务风险、产能过剩、地产泡沫等均处于一个非常明显的演变过程,今年以来宏观经济指标的下行依然。中国社科院研究显示,中国国家资产负债表在全球金融危机后扩张明显,尤其值得警惕的是非金融企业债务占比极高,达到 139%,已经超过了 OECD 国家 90% 的阈值。而债务余额总额在 2012 年末为 1116 万亿元,杠杆率达到 215%,去杠杆化将不可避免。在一个债务规模较大且演变不确定性的过程中,笔者认为,宏观经济的变化具有较大的不确定性演变风险,因此股票市场的政策性干预,并不会使得市场走出一个较好的表现的趋势性机会,而更大的是一种刺激式,曲折性反弹,也不排除刺激过后的重挫走势。

其次,历史轨迹显示,外力对市场博弈不会形成决定性影响

2004 年 1 月 31 日,国务院颁布《国务院

关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》,2 月 2 日,上证指数从 1630 点开盘,收于 1623 点,随后两个月稳步走高至 1783 点。但是,谁也没有想到,老“国九条”发布后会遭遇宏观调控,随后股市便展开 3 年来最猛烈的下跌,到 9 月 13 日,上证指数跌至当时的最低点 1259 点。短短 5 个月跌去 29%,市场一片狼藉。到 2005 年 1 月 31 日老“国九条”出台一周年时,上证指数跌到 998 点,股指创下 5 年新低。如今国务院颁布新“国九条”,股市会不会又重蹈老“国九条”的覆辙呢? 2014 年 5 月的新“国九条”,处于一个 2000 点保卫战阶段,其能否产生一定的反弹,投资者看法不同。在机构声音不同的同时,我们看到中小投资者也是看法不同。投资者山丘道人表示:迫不及待的吹喇叭、抬轿子。网络投资者股海柱表示:某大型券商 IPO 通过预披,大唱多 400 点,结果大跌,新政策出台,其又大喊唱多。

笔者依据历史轨迹来看,此次政策对 A 股的影响难成决定性,需理性看待。

再次,新股扩容与新三板及其他将形成严峻考验

在新“国九条”发布的同时,中国证券业协会也发布了修订后的《首次公开发行股票承销业务规范》、《首次公开发行股票网下投资者备案管理细则》、《首次公开发行股票配售细则》。这些 IPO 配套措施的落地,标志着新股开闸已近在眼前。从新股扩容角度来看,700 家左右排队公司时刻启动在即,而从另一多元化市场来看,新三板挂牌公司突破 700 多家,短期预计未来扩至千家将至,由于新三板交易规则与做市商、

转板等一系列规则也将明朗,其对 A 股形成影响较大;此外,对外开放所带来的港股投资也将分流中大户资金,而市场难以提及的国际板建设具有不确定性。

最后,市场正在趋于理性
从中国股票市场运行特征来看,目前进入到博弈谨慎、股价波动较小的运营周期。无论是政策、权威媒体或唱多机构的大喊,还是唱空机构的声音,其总体上对于 A 股市场的影响难有趋势性,这与过去 A 股市场政策唱多就涨机构看跌就下的格局形成鲜明对比。市场上更多的被少部分股票表现,大部分股票价格极小的总体波动所取代,而透过交易量、股价变化及投资者变化来看,笔者认为 A 股市场已进入理性博弈时代,其市场特征就是涨者有限,跌者较重,特别是结构性品种的深跌风险需要防范。在理性投资、佣金巨大差异性等因素影响下,新“国九条”对市场的影响应该是有限的,市场需对各种因素的判断更为理性,也及投资者博政策、博傻的情况将使得政策影响难以深入。

总体而言,出台于敏感时期的新“国九条”,其由于宏观经济不确定性演变、历史轨迹影响、新股及其他扩容压力及市场理性投资者增加等原因,此次对市场的影响短期内或有刺激作用,但不会对 A 股市场形成决定性影响,能够影响市场的只有市场与法制和资本内有价值,目前来看,对于政策的突降,需要的是深入分析其中的波动机会与风险。

“证联”公司将改写资本市场版图

■ 安邦智庫

值国务院发布新“国九条”,及券商创新大会即将召开之际,由中信、国君牵头 30 家机构发起“证联”公司的消息,震动了市场。据悉,相关申请方案已于上周正式上报至证监会机构部,进入审核阶段。而除中信国君版外,由华创证券发起的证联支付公司也已在筹备之中,据传公司已设立并获得相关牌照,技术和方案都已到位。

券商争相设立“证联”公司,旨在恢复证券行业的支付功能,让客户资金在证券行业内部流转。此前,在券商清理整顿后,监管部门建立第三方存管制度,将客户交易结算资金统一交由独立于券商的第三方存管机构进行存管。第三方存管机构指具备资格的商业银行。这样的制度安排,一方面有效保障了客户的资金安全,但在另一方面,也造成了实体账户分割,证券账户功能单薄的问题。在银行理财及互联网金融的冲击下,证券账户的作用一再被削弱,随之陷入发展的瓶颈。

两版“证联”公司先后进入筹备状态,凸显出证券行业对建设统一支付平台的诉求。公开信息显示,华创版“证联”计划打造一个新的互联网账户体系,主要包含两方面内容:一是允许存管于证券账户中的资金,通过许可的证联支付公司,在互联网上进行支付;二是允许未来接入这个平台的各家券商

的金融产品,除对已在券商开户的客户销售外,还可对互联网客户进行销售。言下之意,通过证联支付公司,券商不仅可以为开户客户提供服务,还可将服务范围进一步扩大至互联网上的未开户用户上。由此,这种广义的“证联”公司也被认为将撬动券商支付革命。

但在短期,“证联”公司的作用可能不会有这样强大。业内称,“证联”的初衷是打通各个券商自建的场外市场平台,为各类非标准的私募产品提供销售和流动性服务。目前证券业协会负责管理的中证资本市场发展监测中心已经开发了“机构间私募产品报价与服务系统”,未来该系统可能合并到“证联”公司内,并接入由中国结算公司提供的证券登记和清算功能。这意味着,从狭义的角度看,“证联”公司将作为券商间交易市场,为缺乏流动性的各类非标产品提供挂牌转让服务。届时,包括券商代销的其他机构理财产品、期货公司的资管产品等,可能都有望接入这个新平台,实现证券体系内资金自循环的无障碍通行。

跳出证券行业看这项基础功能创新,这类带有“账户通”性质的工具,还可以在更广泛的范围内得到应用。在大数据、互联网金融的意义上,账户意味着资金和流量入口,是最宝贵的资产。“证联”公司如果能打通券商间账户体系,并和互联网连结,将改写未来中国资本市场的版图。一个可交易全种类资

产的超级账户,将成为证券行业后来居上,角逐互联网金融的基石,并极大地降低交易成本。试想,阿里巴巴的余额宝只是将第三方支付与货币基金打通,就释放出了如此惊人的能量,对传统金融业构成显著冲击。“证联”公司创造的超级账户将带来怎样的震撼,一时间恐怕难以估量。

在惊叹于“证联”公司想象空间之余,我们也需要清楚地认识到,制度创新的幅度越大,对现有体制的破坏就越多,如何实现合规及风险的可控,将是“证联”公司成败的关键。新“国九条”的要求是,“在风险可控的前提下,优化客户交易结算资金存管模式。”其中,“风险可控”四个字尤为重要。事实上,在国泰君安证券试验跨交易系统管理账户时,已经遇到了合规性方面的问题。“证联”公司更加激进的创新思路,还需要得到来自监管层及法律层面的许可才可成行,其间可能还会涉及《证券法》修订等问题,推延整项创新的进展。

最终分析结论
证券行业试图通过建立“证联”公司的方式,建设统一的支付平台。这种可交易全种类资产(包括非标)的超级账户,将改写资本市场的版图。不过,当美好的愿景落地,如何在风险可控下实现创新将是现实难题,这还需要围绕“证联”公司重构一整套监管体系。

加强对私募基金监管很有必要

■ 皮海洲

最近,证监会在基金业的“捕鼠行动”,引发公募基金圈的风声鹤唳。不过,从有关媒体的报道来看,证监会对基金业的监管显然并没有止步于公募基金,包括私募基金也成了证监会监管的目标。

本周一,有媒体报道称,上周监管部门在上海、深圳两地对知名私募上海泽熙投资管理有限公司进行了调查,原因或与泽熙 6 期在东方锆业资产重组停牌前的交易有关。而本周二,又有媒体报道,著名基金经理王亚伟管理的昀沚证券投资集合资金信托计划在南风股份的交易中存在瑕疵,不久前被监管部门约谈。

上述两则消息是否真实,还有待于相关方面来予以证实。但这两则消息透露出来的信息却值得重视。一是一些私募基金的投资行为确有“踩红线”、“闯红灯”的嫌疑;二是对私募基金的监管已受到市场的关注,有必要将对私募基金的监管提到监管的日常工作中来。

应该说,自新《基金法》实施以来,私募基金的发展迎来了春天。虽然说伴随着中国股市的发展,私募基金就一直存在,但私募基金却一直没有取得法律地位,私募基金成了中国股市的“黑户”。是去年 6 月 1 日开始实施的新《基金法》赋予了私募基金以法律地位,使私募基金成为中国股市的合规投资者。对私募基

金的监管因此进入证监会的视线,相关的法律法规也在起草拟定的过程中。

尤其重要的是,日前国务院出台的新“国九条”也赋予私募基金以良好的发展机遇。新“国九条”的第四条明确规定要“培育私募基金”。一方面是建立健全私募基金发行制度。对私募发行不设行政审批,允许各类发行主体在依法合规的基础上,向累计不超过法律规定特定数量的投资者发行股票、债券、基金等产品。另一方面是发展私募投资基金。按照功能监管、适度监管的原则,完善股权投资基金、私募资产管理计划、私募集合理财产品、集合资金信托计划等各类私募投资产品的监管标准。可以说,新“国九条”的出台,标志着私募基金发展的春天已经到来。

中国资本市场的发展需要大力发展机构投资者,而私募基金作为机构投资者的重要组成部分,新“国九条”要大力推动私募基金的发展,这显然是非常正确的决定。但私募基金的发展,必须是一种健康的、规范化的发展。也只有如此,私募基金才能成为推动资本市场健康发展的力量。如果放任私募基金违法违规,那么这种私募基金的发展就只能对中国资本市场的发展构成负面影响。若如此,还不如不发展私募基金。所以为了私募基金的健康发展,就必须要加强了对私募基金的监管,让私募基金的发展走在健康发展的轨道上。

IPO 利剑高悬 与众神之怒

■ 秦小华

看得见摸得着的 330 多家预披露名单,与通不可及的空而大的新“国九条”,让投资者对 IPO 即将重启的圈钱信号倒吸一口凉气。

无论什么治理逻辑,均必深谙文治武功的精华要义——恩威并举与一张一弛。尽管 5 月 12 日的资本市场新“国九条”于 10 日的周末晚间颁布,有半夜鸡叫的痕迹,但是,A 股的管理层毕竟率先挥动了 IPO 预先披露的利剑。

IPO 的杀伤力

纵观历史,夫擅自动刀者,必死于刀锋之下。大到国与国之间的武力侵略,小到杀人越货流寇盗贼,又及游侠盲流江湖术士,莫不如此。谁先动于刀者,最后必死于刀锋之下。

所以,A 股以猛烈的暴挫,回应一切漫无边际的对市场规律的所有漠视。尽管西半球大洋彼岸的美国股票市场,一而再、再而三地上创历史新高,没有丝毫的疲软怯懦;尽管 5 月 12 日,A 股在券商股、石化能源股的力挺下,也曾虚情假意面貌岸然地上涨。

新“国九条”被大多数正能量传道者乐观理解为,管理层在 2000 点附近喊话的托市行动。而更多的人,却只看到了新瓶旧酒,乃至只有水。

无独有偶,为了稳定和平衡房价,房地产市场亦曾出现过新“国九条”、新国八条、新国五条,而结果自然是没有阻挡住房价的高歌猛进。

赞誉与毁谤,自古相伴而生。只是多与寡而已。当众神之怒被专制屏蔽在闭目塞听之中,民众在走投无路之下,无可奈何中,惟有道路以目,用脚投票,逃出这个臭不可闻的“绞肉机”火坑。

积弊日久,下跌越深,恐慌越重。统计数据云,A 股周开户数从 3 月份平均 15 万户左右飞流直下 9 万户以下,创下自 2007 年以来的七年新低。5 月首周,两市新增 A 股账户仅 64 万户,日均开户不到 13 万户,同时,A 股持仓账户 536290 万户,相比历史最高时的 5728 万户减少了 365 万户。

想必那些愤然离场的投资者,做出了正确的选择。缺乏赚钱效应也就罢了,缺乏投资环境也都认了,还要涸泽而渔式地圈钱,是可忍孰不可忍啊。

资金的归宿

这些离场的资金会飘向何处?

当房产价格在众口铄金的高调里保持一致下降众口一词,在为数不少的阳光信托、公募基金被查,在企业债券风险累积和货币基金收益率日新下降的十字路口,剩余的富足资金失去了十拿九稳的安全投资渠道。

正好,今年以来,央行开始稳步有序地紧缩货币,终于为那些彷徨的游资找到了归宿。没有流动性的富足,哪里会有股市泡沫般上涨?而这才是股市真正下跌的主因。

央行回收百余的资金到底干嘛用了呢?如此天大的秘密,恐怕只有央行的高层知道。妄自揣测,想必美国国债又被增持了不少。

不过,可以肯定的是,在 4 月超低的 CPI(1.8%)及略显增长的 PMI(50.4%)下,冀望降低存款准备金率以刺激经济,在短期内是不可能了。国务院总理李克强曾说,若是采取短期刺激政策,不仅去年的结果可能会大不一样,而且今后几年的日子也许会更难过。

调结构、稳增长、保就业,任重道远,需要货币政策与财政政策来平衡。而调结构的决心,体现在对短期刺激说不的决心上。货币政策不能做的,可以用财政政策去支持,财政政策无法立竿见影的,可以用货币政策强心。

尽管如此,需要用钱的地方实在太多。如果不发行更多的货币,人民币汇率的双向波动,扩大的波动幅度是需要更多的资金来维护和调节市场的。同时,热钱的流进也是需要人民币来购买的。

还富于民

人民币汇率与全球自由流动性货币不一样。譬如离岸市场里的欧元交易,欧洲央行要想控制欧元兑美元的汇率变动,妄图借助大量资金去实现,几乎是不可能的。而欧元的走势却对经济数据分外敏感,比如美国的非农数据,就业数据等等。

从某个意义上说,货币的实力是要体现一个国家的经济实力和经济发展优良状况的。人为控制下的有限流动,掩盖了经济实力对比的强弱,也是对市场规律的不尊重。

当然了,最可怕的不是人为控制货币的恶果,最可怕的是人为控制下的造谣中伤。

近日,世界银行发布“国际比较项目”称,按购买力平价衡量,中国最快可望在今年超越美国,成为世界最大的经济体,直接问鼎世界第一。

如此怪诞的奇言怪语,自然令国人大跌眼镜。在一个基尼系数达到 0.473 的国家里,讨论全球第一的总量经济,没有任何根正苗红的意义,相反,这样的数据,假如一幕独具讽刺的幽默喜剧。

相比全球第一的经济总量,我们最应该操心解决的,是缩小贫富差距,藏富于民,还富于民。而藏富于民,从着手建立一个健康的积极的资本市场开始吧。也只有这样,才能平息众神之怒。

上证指数日 K 线

