



經濟觀察家



見微知市

2019年7月23日，中國證券業協會發布首次公開發行股票配售對象限制名單公告，共有29家私募機構、涉及139隻產品因超額打新科創板股票，被列入限制名單。也即是說，這些違規機構在六到十二個月不能參與網下申購。這正是「市值配售」無需繳付申購資金所留下的重大制度隱患。但這僅是一個開始，將來還有可能出現網上中籤者批量棄購的現象。

武漢科技大學金融證券研究所所長、教授 董登新



►因科創板IPO定價市場化，打新已不再是一種福利，而是高風險投資 新華社

市值配售存風險 科創板理應廢除

2018年6月15日起生效施行的新版《證券發行與承銷管理辦法》規定：（1）網下投資者參與報價時，應當持有一定金額的非限售股份或存託憑證；（2）首次公開發行股票，持有一定數量非限售股份或存託憑證的投資者才能參與網上申購；（3）首次公開發行股票的網下發行應和網上發行同時進行，網下和網上投資者在申購時無需繳付申購資金。投資者應當自行選擇參與網下或網上發行，不得同時參與。這就是「市值配售」新股的制度依據。

眾所周知，在傳統A股市場，首次公開發行股票（IPO）定價存在23倍發行市盈率上限管制，這是監管層有意壓低發行價，原本想讓股民受益，但它直接撕裂了一、二級市場股價聯動機制及內在關係，發行價嚴重偏低，留給二級市場巨大的炒作空間。

因此，在傳統A股市場「打新」成為一種無風險暴利，監管層希望將其視作一種福利送給股民，但是不僅成就了大機構、大資金、大戶的打新壟斷，而且還直接導致了股民「盲目打新」、「瘋狂炒新」的賭博行為。

與此同時，為了將「市值配售」作為一種福利回饋給二級市場戰鬥的股民，監管層不允許場外投資者「打新」，而是要求將新股籌碼按計劃分配，通過「市值配售」、按比例分配給場內股民，其結果是嚴重扭曲IPO定價，縱容股民盲目打新、瘋狂炒新，進而導致每一隻新股上市首日開盤必須以44%的漲幅「秒停」，之後還必須連拉N個漲停板。

阻礙增量資金入場

事實上，科創板的橫空出世，是A股市場的一場革命，其開啟了A股IPO註冊制的新時代、新征程。科創板已經完全不同於傳統A股市場，IPO定價不再受監管層行政管制，更沒有所謂的23倍發行市盈率上限管制，這是科創板+註冊制改革的基本底線：真正實現IPO市場化，監管層無權行政管制。

既然科創板已經徹底廢除23倍發行市盈率上限管制，IPO定價完全市場化，一、二級市場差價被大幅縮窄，二級市場炒作空間基本被

封殺，也就是說，科創板「打新」不再是零風險，更不是一種福利，它可能是一種高風險，甚至可能上市即「破發」。如此一來，如果監管層仍將科創板「打新」視為一種福利，採用「市值配售」平均分配新股籌碼給股民，那麼，這將是一個十分嚴重的制度「漏洞」。

「市值配售」的實質是：申購新股不需要繳付資金。網下詢價配售不需要繳付資金，網上申購不需要繳付資金，這樣的舊制度如果繼續在科創板執行，至少可能帶來兩大災難性的後果：

一、「市值配售」阻止場外投資者「打新」，新股發行無法為一級市場帶來增量資金，也無法吸引新的場外投資者進場。每一輪新股發行，每一輪「市值配售」中籤繳款，就意味着一輪存量A股資金「失血」，甚至導致市場波動。這是A股市場韌性差的重因之一。

二、「市值配售」按計劃平均分配新股，中籤者一旦遭遇支付困難，或是市場暴跌，則可能發生網下與網上中籤者紛紛「棄購」，最終可能導致「發行失敗」，對發行人而言，這是一種十分嚴重的災難性事故。然而，中籤者棄購的代價，不過是半年或一年失去打新資格，不會有半點金錢損失，因為科創板「打新」不再是福利，而是一種高風險投資。

IPO市場化仍顯不足

由此可見，「市值配售」是隱藏在科創板的一枚定時炸彈，也是一個巨大的制度隱患。一旦爆發，負面影響將無法補救，對科創板將是一個重大威脅。亡羊補牢，未為晚矣。事實上，早

在2009年至2012年新股發行市場化改革時，我們就一度廢除了「市值配售」，要求新股申購必須實存實繳資金入帳，因此，那時「打新」只認錢、不認人，也不分場內投資者和場外投資者。這樣的打新，才能真正做到風險自擔、買者自負，既不會有「棄購」的風險，更不會有盲目打新、瘋狂炒新的狀況發生。這才是真正的市場。

但從表象上看，由於IPO定價的市場化，導致了所謂的「三高」，再加上2012年底A股開始再次暴跌，監管層被迫「順應」民意，廢止了IPO市場化改革進程。事實上，IPO市場化，並非只有新股「三高」現象，更有新股上市首日「破發」的驚喜，最後導致不少新股發行定價主動貼近「地板」，這是A股市場從來沒有過的市場化行為。

很遺憾，在2014年1月重啟IPO時，監管層再次恢復了「市值配售」的舊做法，並規定了23倍發行市盈率上限管制，A股IPO市場化改革被迫終止。現在科創板已經正式實現了IPO定價的市場化，那麼，我們有必要盡快廢除科創板「市值配售」的危險做法，按照實繳資金規模申購新股。在申購新股期間凍結資金所產生的利息，不歸發行人所有，全部劃歸投資者保護基金，這是皆大歡喜的事情。

總而言之，因科創板IPO定價市場化，打新已不再是一種福利，而是高風險投資，我們不能繼續沿用舊有的「市值配售」，而應該改用實繳資金申購新股，並歡迎場外投資者攜巨額資金進場參與新股申購與投資。這也是提升A股市場包容性與開放性改革的基本訴求。



時代一◀科創板的橫空出世，開啟了A股IPO，是註冊制的場新的

製造業崗位流失探析

中金首席經濟學家 梁紅



妙言要道

第二產業就業增速自2012年以來持續放緩，並從2015年開始加速下滑。製造業就業規模從2014年開始收縮，但鑒於服務業就業崗位增長抵銷了製造業就業下降的影響，總就業2017年仍保持正增長，去年基本持平。這與中國經濟的結構性轉型的趨勢相融合，即增長動力由第二產業轉向第三產業、從投資轉向消費。但另一方面，近年來第二產業收入與就業增長的加速下滑也受到周期性因素、供給側改革及近期外需波動等其他因素的衝擊。

筆者估算，自去年7月美國對中國出口加徵首批關稅以來，中國製造業總就業人數減少約500萬人——但這其中不僅僅局限於貿易摩擦的影響。數據表明，近期一些對美出口依賴度高的行業就業壓力的確明顯上升，但同時內需驅動的行業和外向型企業中均有就業崗位流失的現象。分析表明，目前為止與第一批500億美元清單相關行業的就業下降更為明顯。美國對第二批產品加徵10%關稅對相關行業就業的衝擊不及第一批25%關稅的影響。但值得注意的是，由於我們數據截至至5月底，並未完全反映第二批2000億美元清單稅率從10%上調到25%的影響。

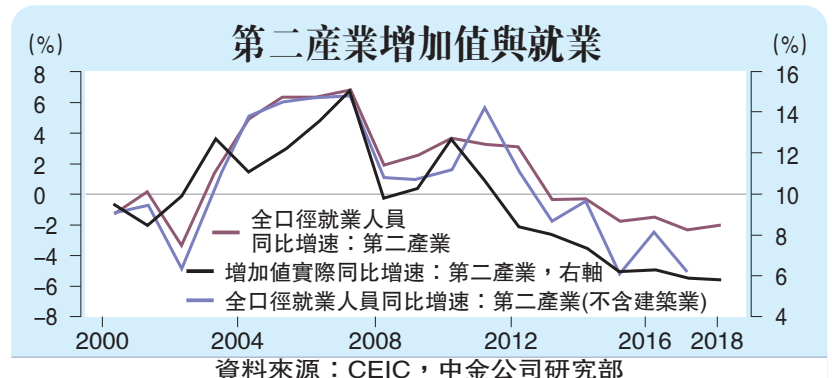
基於靜態且局部的測算方法，在受前兩批關稅影響最大的八個製造業子行業中，加徵關稅到目前為止可能

造成約150萬個崗位流失。誠然，如果擴大到整個製造業口徑，這個估算可能偏低。值得注意的是，雖然為了估算加徵關稅這一因素的影響，筆者通過一系列的數據處理以求剔除趨勢性和其他周期性因素對各行業就業的衝擊，但眾所周知，精確地量化關稅這一單一變化對就業的影響幾乎不可能實現。在美國對華關稅政策變化的同時，國內宏觀和產業政策、經濟結構轉型及全球總需求放緩等一系列因素都對各個行業的就業產生了錯綜複雜的影響。

值得注意的是，一些內需相關行業（如汽車）的就業表現反而差於對美出口敞口較大的行業，顯示過去一年中，國內經濟和產業相關政策對某些行業的影響可能更大。

對跨行業勞動密集度的分析表明，提振消費、支持中小企業較集中的服務業增長、穩定建築業需求等政策可以有效對沖外需波動對製造業就業的衝擊。悲觀情形下，如果中美貿易摩擦升級，製造業就業或將面臨更大的挑戰，政府應當考慮採取更強有力的逆周期調節和結構性改革措施來「穩就業」。

筆者認為，提振消費需求、進一步減稅降費、降低中小企業集中服務業的准入門檻等是「穩就業」更優的政策選擇。反之，如果個人消費、建築業需求增長受到其他宏觀政策的不利影響甚或中小企業融資條件和經營環境明顯惡化，那麼勞動力需求可能遭遇「雪上加霜」的困境。



◀業內指，如果年輕人肯犧牲部分享樂，儲備資金成為「中產階級」，社會會很大

年輕人少抱怨多爭氣

利嘉閣地產總裁 廖偉強



樓市強心針

今年5月初美國向中國加徵關稅，將2000億美元的入口貨品提升25%關稅，之後再施壓制裁華為的行動，令香港的樓市進入一潭死水，買賣雙方及發展商都只有靜觀其變，不敢貿然入市及開盤，使地產代理在做生意上相當困難。

6月底中美兩國元首在日本大阪的G20峰會見面，雙方談判氣氛良好，大家亦同意重新展開貿易談判，美國在同一時間解除了部分華為的制裁，這些對樓市都是好消息，地產代理在生意上可以鬆一口氣。

但是，目前困擾香港的另一個課題，是反對逃犯條例修例而引發的一場政治風波。除了遊行示威之外，年輕人對政府的不滿，開始演變成激烈的行動，包括包圍警察總部、騷擾不同的政府部門、衝擊及破壞立法會等情況，之後還陸續有來，看似演變為顏色的革命。

外國遊客擔心香港的動亂而減少到港旅遊，各行各業亦因為遊行及示威的影響而令生意減少。人與人之間的不同政見而產生爭拗、矛盾及撕裂，目前的香港正瀰漫着一片愁雲慘霧，不理政治及被動的香港市民只感無奈。

各行各業均有衝擊

從前的香港人很少參與政事，年輕的時候生活雖然艱苦，很多人居住在徙置區，沒有太多的物質享受，資訊科技亦沒有現今般發達，但大多數人都不會抱怨。年輕人在社會工作，往往都是身兼數職，務求在事業上可以出人頭地，為自己及家人爭氣。

今天的香港人，未至於人人都可以豐衣足食，但是只要努力工作，生活絕對不成問題。現今的失業率偏低（只有2.8%），搵工容易，如果肯犧牲部分的享樂時間，願意身兼數職，儲備資金成為有樓一族絕對不成問題，既然有時間去抱怨，倒不如積極去爭氣，將來成功的機會可能就是你的。