

宏观正在好转，微观依然艰难

——巴曙松博士与在京部分机构投资者交流要点记录（2009年4月3日）

2009年4月7日

平安证券首席经济学家：巴曙松博士¹

此为内部报告，仅供平安客户参考。未经巴曙松教授授权，不得转载或摘录。

4月3日，国务院发展研究中心金融研究所副所长巴曙松研究员与在京部分机构投资者进行交流，讨论了当前的国际国内经济金融状况。现将有关会议讨论要点纪要如下：

一、创业板：有待明确的细节

创业板经过长期的酝酿，正式推出在即；不过，在一些具体的制度细节讨论上，依然存在一些值得斟酌的争论。

1、在中国发展创业板最大的优势，是有着巨大的备选企业基础，如果按照目前的上市标准统计，大致估计有接近1万家企业可供备选，目前这个方面的统计口径还不全面，大致看来，目前各大证券经营机构储备的现成项目应当超过300家，按照较为严格的标准筛选的、估计可能符合上市标准的，大概也至少应当在3000-5000家。这一点是可能促成中国的创业板与西方发达国家的创业板可能存在巨大差异的地方。

2、当前推出创业板的积极意义，已经有了广泛的讨论。如果放在当前的形势下，金融危机的冲击，使得尽管2008年11月份以来银行信贷高速增长，但是中小企业的资金状况并没有明显的改善，银行普遍存在堆大户的惯性。创业板的推出除了对可能上市的企业提供筹资的支持外，还可以吸引PE等资金积极进入中小企业选择适当的企业投资，进而吸引银行信贷资金的跟进，因而对整个中小企业融资应当有十分积极的作用和效果。

3、究竟哪些企业可以算作创业企业，哪些企业可以算作高新技术企业，根本上能够作出错误较少判断的，应当还是市场本身，现有的监管架构应当重点是作合法合规形式的审查，不应当代替市场作实质性的审核。如果是否是创业企业要交由一个机构来判断，我们可以发现历史上的一些所谓高新企业的论证，往往是泥沙俱下；如果交给一个专门的委员会来判断，如果这个委员会的委员主要是从监管和合规等角度着手，实际上是很难判断哪些企业是可以生存壮大的创新企业的；如果这个判断的委员是由业内人士出任的，利益冲突也

¹巴曙松博士还担任国务院发展研究中心金融研究所副所长

十分值得关注，因为对于创业阶段的中小企业来说，往往成败只有半步之差，哪些企业可以获得上市机会，往往直接决定了这些企业与其他同类型企业的竞争成败，所以这些参与的评委如何防止利益冲突应当十分关注。

极端一点来说，也不能过分指望创业板的建立就能迅速带动自主创新和技术进步，因为创业板提供的主要还是一种激励创新的氛围，真正拥有显著的自主创新的企业，在当前中国的技术和制度条件下并不很多，因此，在这一点上不必过分作严格的审查和事前的判断，关键还是着眼于缓解中小企业的融资困境。

4、募集资金用途是否需要进行十分严格的限制？从市场化的角度看，这种限制实际上被没有很大的意义和价值，很多企业的资金运用实际上事前并不一定可以清晰预见；但是，在中国证券市场这样一个诚信状况下，投资者多数已经习惯了对筹集的资金用途进行监控和限制，特别是一些上市的中小企业，一上市可能筹集来一笔巨额的资金，如何防范这些企业筹集到这些中小企业发展历程上可能从来没有管理过的巨额资金时，能够不出现大面积的违规、恶性使用募集资金的问题？

5、无论是从国际经验还是国内的现有制度环境看，创业板都可能是一个具有较高投机风险的市场。一个 500 万元盈利的企业，按照 20 - 30 倍的 PE,大概也就是 1 个多亿的市值，公开发行 30%也就是几千万，很可能是一个高度波动的市场，严密的市场监管和适度的市场准入控制十分必要。

创业板企业独特的行业和发展阶段的特征，使得这些企业的业绩变脸的风险更大，公司重组等活动可能会更为频繁和活跃，如何防范其中可能出现的投机风险必然是一个现实的课题。同时，这种国际经验也显示出，事前对创业板企业的发展前景、是否是高新企业等，并不宜作过多事前的主观判断而限制了这些富有活力的创业型企业的发展。

因为这个板块的独特特点，有的建议应当对投资者进行适当的准入门槛的设定，防止不能够承担过高风险的投资者进入这个高风险的市场；不过，也有意见认为，如果创业板启动之后表现良好，则一旦通过设立一定的门槛限制部分投资者的准入，可能也同时限制了这些投资者在创业板这个市场上获利的机会。

6、创业板市场，无论是创业企业本身较高的失败比率，还是创业板市场的制度特征，都决定了创业企业上市之后的退市比率会较之主板明显偏高。那么，对于这些退市的企业，究竟应当一退到底，还是需要转到一个类似三板市场的过渡型平台上？如果能够在事前对参与的投资者进行充分的风险提示，并且适当对投资者根据其风险承受能力进行一定的限制，那么一退到底应当是能够体现市场化原则、同时也可以对过度投机形成一定威慑的制度。但是，在当前中国的社会氛围下，即使进行了充分的风险揭示，也依然有可能出现影响社会稳定的群体性事件的隐忧。

7、针对创业板上市的中小企业的经营管理特征，发行上市等整个过程的可预见性变得更为重要。不少国内的企业尽管清晰了解到海外上市的成本要高很多，但是之所以还坚持要到海外上市，关键还是海外上市的整个流程大致清晰可控，进程也具有较大的可预见性。在这一点上中国的内地市场有很大的改进空间。

创业板市场上准备上市的企业往往处于发展变动较快的时期，如果整个上市过程可预见性较差，那么仅仅因为在申请上市过程中，许多重大的业务变动例如股东股本的变动等，都

不能进行，往往可能导致创业板上市过程难于预期而把一个富有活力的企业拖跨的情况。

8、对创业板要有清晰的地位。不能把创业板办成一个缩小的主板，同时至少要注意与中小企业板的适当区分。具体到创业板幅度上市节奏上，究竟应当一次集中多上以减少因为供给少导致的狂热投机，还是应当适当分批少上以便不断完善改进市场制度，也是需要认真权衡的。

同样需要关注的是，创业板与中小板、主板之间是否应当建立所谓转板制度。如果一有比较优秀的企业就转板，可能在事实上就使得创业板变成较为低等的市场，理论上来说只要是高成长的创业企业就应当在创业板上市，NASDAQ 不少企业在已经规模显著扩大之后还是保持在 MASDAQ 上市的地位；但是从市场操作的角度看，如果一些创业板企业作大之后不转板，也可能使创业板市场的交易、特别是指数可能出现失真，就如同当前中小企业板的指数中，苏宁电器等占有更大的比重和影响力是一样的道理。

9、创业板的监管要更为注重保荐机构的责任。这是因为创业板对保荐人的综合判断能力提出了更为严格的要求，许多重要的判断，可能需要一家证券公司动用整个公司的研究和投行的资源、乃至可能还需要邀请外部的资源来提供支持，特别是创业板企业往往横跨许多行业，创业板上市公司的业务模式实际上也在迅速发生变动和调整，对于不同行业的理解所要求的行业知识储备也迅速提高，这往往不是保荐人个人所可能承担的，而必然需要动员整个公司的资源，因此，创业板市场的监管，应当更为关注保荐机构的监管。

10、创业板的重点是强调创新，那么创业板的上市过程本身也应当有所创新，不因停留在主办市场的缩微板的地位上，自身也应当成为制度创新板。例如，要让一些可能根据主板或者中小企业板的要求达不到上市标准的企业，但是本身又是十分富有活力、富有较强市场创新和竞争能力的企业，能够通过制度的创新在创业板上市，例如有的企业已经形成了通过大量诉讼在国内外市场获得专利费等的盈利模式，但是如果根据传统的主板等的上市标准，具有大量诉讼的公司可能是存在重要的经营风险的公司，因此对于此类真正创新的企业，判断的最终权利还是应当交给市场自身，让投资者自己去作出自主独立的判断；如何通过强化保荐人和中介组织的作用，来逐步推动创业板从核准制逐步过渡到注册制；同时，高新技术企业往往因为不断有机构投资者的进入和退出，导致公司股东结构特别是大股东的重大变化，但是实际上这些企业的管理团队是十分稳定的，因此在判断是否存在重大股东调整与变化方面应当采取与主板市场等差异化的评审办法，例如应当主要看管理层的稳定。

二、国际市场：还在继续恶化中

1、从资本市场的走势看，目前国际市场似乎有企稳迹象，不过欧美发达国家可能依然在经历一个十分困难的时期。近期国际市场的大幅波动，美国的会计准则的调整、重点是对 mark-to-market 机制的改革，直接使得银行利润增加，拨备减少，这可能短期内对于全球资本市场的影响比 G20 峰会的影响更大。国际上对 G20 的评价应当还算不低，一些海外媒体认为可以与布雷顿森林会议相媲美，但是实质性的全球合作的开展还需要时间。

如果把经济的基本面与国际市场结合起来考察，可以发现资本市场当前的企稳很可能是短期的，从直观上说，只要欧美国家的失业率还在增加，信贷资产的违约率就会继续增加，

房价也没有止住下滑，那么，尽管可能判断最坏的时候已经过去，但是是否就此走入上市通道还有很大的不确定性；

2、从各种研究机构的眼光考察，不论是美国国内还是国际，对于美国经济前景的看法现在的分歧很大，不同的经济学家、研究机构、基金经理的分歧都很明显；从具体的指标看，我们既可以找到大量经济状况在改善的指标，也可以找到大量经济还在继续恶化的指标。较为积极的指标如美国的储蓄率在迅速恢复，如果如通常的推测，美国的储蓄率恢复到 8% 左右是可以持续的话，那么以目前的储蓄率恢复速度，很可能美国经济的复苏不会需要很长的时间。

3、全球化和信息技术等的广泛应用、金融市场的一体化等多种因素，直接导致现在全球经济周期的调整速度明显加快。从一般意义说，从 1929 年以来的世界短期的经济周期波动平均为 3-4 年，但是随着整个金融市场的调整加快，经济系统调整的速度也明显加快，完成周期调整的时间也可能更快。如果恢复速度加快，出口部门的收益可能是最为领先的。

4、美元在短期内的大规模发行，如果这种大规模发行没有根本的改变措施，就必然相应决定了美元可能会在长期内走向弱势。因为在美国已经大规模举债的条件下，美国的决策者可供选择的工具，或者是通过继续增发货币稀释债务，或者是通过大规模的货币贬值来让全球美元资产持有者分担。当前美联储资产负债表存在的严重错配，目前看可能只有靠货币贬值才能重新均衡。

至于目前美元相对走强的状况，很可能只是美元作为国际通用货币这么长时间的一个制度惯性，全球的交易员从职业生涯开始以来，一直习惯性地运用美元作为计价单位，但是一旦大家意识到美元前景的确暗淡，而且也可能持续几年的一定幅度的贬值，有可能会促成新的国际货币体系的形成。

三、中国经济：宏观正在好转，微观依然艰难

1、综合各种经济数据判断，2008 年第四季度和 2009 年第一季度应当是这一轮周期的阶段性底部，最为困难的时期正在过去。随着政府积极的财政刺激政策的到位，以及从 2008 年 11 月份以来的高速信贷投放，迅速启动的城市化投资进程，使得 2009 年很可能即将迎来一个十分强劲的总需求的恢复过程，可能首先是环比的迅速改善，随后是同比的迅速改善。但是，因为 2009 年经济增长带动力量的转换，宏观形势的好转，并不一定带来广大企业盈利的状况，可能会出现宏观迅速好转、微观经营业绩依然较为艰难的格局。

2、中国改革开放以来高速的经济增长，以及由此带动的资产价格上升，目前有许多解释，例如全球化的红利，信息技术等的应用红利，对于中国来说还有一个十分重要的人口红利，中国的城市化推进空间广阔带来的城市化红利等。不过，从各种趋势看，人口红利等正在接近尾声。那么，是否有新的动力可以成为推动中国资产市场继续快速发展的动力呢？从金融角度看，可能会从两个角度展开：一个是通过大规模的本土金融市场的发展，把改革开放进程中流出到海外的储蓄吸引回到本土金融市场，另外一个，就是通过积极推动人民币国际化，激发全球对于人民币资产的热情。在当前的国际经济环境下，中国基于其贸易地位、国内经济规模以及与亚洲地区的政治关系，有成为国际货币的可能，但是人民币要国际化，需要国际市场接受人民币，就一定要政策透明可预期，有发达的货币清算

体系和发达的本土金融市场，整个政策体系和市场体系的运行不能有太大的不确定性。这可能是未来中国金融业面临的一个大命题，值得深入研究。

3、目前比较多的注意力放在全球金融危机带来的各个行业的市场波动，可能给中国带来的并购整合的机会。实际上导致经济波动的因素，既有周期性的因素，也有结构性的因素，当前要特别重视结构性因素对经济调整的重要影响，每一次危机之后往往总有一个新的力量带动经济重新启动，现在看，值得关注的领域包括：新能源及其相关产业、生物技术和基因技术等、互联网的实际应用及其带动的物流和信息流成本的降低等。

4、从上一轮经济扩张的经验看，银行的风险管理体系在房地产领域、基础设施领域积累了一定的经验，风险也相对较为容易控制，包括向政府主导的基建投资，风险也较为可控，因此从银行业看，资产的安全性目前看还不是主要的问题，关键还是收益水平的迅速大幅降低带来的盈利的降低。

5、持续扩张的银行信贷数据，不仅回带动强劲的总需求的回复，还可能会促使市场出现通胀预期，企业活期存款在 2009 年 2 - 3 月份开始大幅增长，这些高速增长的企业活期存款预示着即将高速回复的总需求。这样持续的高信贷增长在达到一定的规模之后，可能会慢慢启动信贷周期，使经济进入一个自我强化竞速的进程，关键是这个启动的时间和力量需要多大，才能带动起来，所以未来几个月的信贷很关键，是否能够持续。

6、现在需要及早预防的是，未来经济二次探底的可能性，因为现在基本上是政府主导投资，资源向大企业集中，未来这些投资一旦退出的话，社会投资能否跟得上，如果出现断点，将可能带来二次探底。1998 - 1999 年之间就出现了类似的宏观经济二次探底的走势，需要及早筹划。

四、对市场投资机会的讨论

1、一些优秀的机构投资者把接下来一段时间的行情，比喻为 2007 年底 5000 - 6000 点之间的行情，市场已经相对不便宜，但是趋势一旦形成，短期内还可能会持续。短期对市场乐观的理由包括：高速的银行信贷投放带来的流动性支持、以四万亿为代表的刺激政策启动之后依然有着从中央到地方的强大的扩张效应并且可能还会持续、短期内市场趋势依然有向上的动力。与此同时，市场风险也在不断加大。

2、管理的资产规模较大的机构投资者，要获得较为满意的投资成果，只能主要依靠配置，而且要尽可能走在周期的前面，否则会非常被动。

3、从微观银行业的调研看，当前的贷款之所以增长如此迅猛，与部分商业银行预期下半年可能会踩刹车，所以尽快把额度用足，抢占优质客户。不过，以当前的信贷增速与 1992 - 1993 年相比较的话，首先要评估从宏观上采取“刹车”举措的可能性如何。

4、中国股市 2009 年以来反弹中不断抬升的底部，实际上反映了高速增长信贷给投资者带来的通胀预期。如果当前的高速信贷增长持续一段时间，一个值得关注的投资机会可能来源于所谓的结构性通胀，即每次体现通胀压力的，往往是经济部门中的短板领域。

5、近期香港市场外围资金的流入十分显著，现在通常的市场判断，香港市场的机会在 2009 年可能要大幅内地市场，因此不应当低估 QDII 的机会。

6、从具体的市场推动力量看，现在总体上看公募基金并没有出现持续大规模的净申购，也就是说通过公募基金进入的增量的资金不多，现在还没有真正进入流动性推动的理性泡沫阶段，当前的市场在很大程度上是靠高换手率来维持的。如果从这个角度观察，短期的市场调整拐点，可能是公募基金发行的重新超常火爆，以及超级大规模的基金发行的重新出现，也可能是重启 IPO 等标志性的事件，或者是宏观政策基调从大规模的刺激微调为适当的紧缩等，尽管这些事件本身并不一定直接对市场形成明显的冲击。

作者简介

巴曙松教授，国务院发展研究中心金融研究所副所长，平安证券首席经济学家

研究员，博士生导师，享受国务院特殊津贴，中央国家机关青联常委

还担任：

人力资源和社会保障部企业年金资格评审专家

中国证监会基金评议专家委员会委员

中国银监会考试委员会专家

招商银行博士后流动站指导专家

宁波银行首席经济学家

中国科技大学、华中科技大学、南开大学、中山大学等高校兼职教授并指导硕士和博士研究生

曾经担任中共中央政治局集体学习主讲专家，先后担任中国银行杭州市分行副行长、中银香港助理总经理、中国证券业协会发展战略委员会主任、中央人民政府驻香港联络办公室经济部副部长等职务

先后被评为“中国基金业 10 年特别贡献奖”、“地方金融贡献奖”、“20 位中国商业观察家”

联系电邮：bashusong@163.com

联系电话：00852-66293269

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257