

## 证监会：适时推出分级杠杆反向ETF

中证指数有限公司主办的第八届指数与指  
数化投资论坛18日在上海举行。证监会证券基  
金机构监管部副主任徐浩在出席论坛时表示，  
目前证监会正抓紧对现有分级产品进行认真总  
结并对相关制度进行完善，适时推出分级杠杆  
反向ETF等产品。

徐浩表示，上半年和未来一段时间内，证监  
会基金机构监管部在基金监管方面的主题工作  
仍是进一步促进基金行业的创新和发展。第一，  
进一步完善相关法规制度环境。上半年，证监会在  
落实基金产品运作、注册制度、优化基金运作  
环境方面，推出了公开募集投资基金的运作办  
法。第二，鼓励产品和业务创新。目前证监会正  
抓紧对现有分级产品进行认真总结并对相关制  
度进行完善，适时推出分级杠杆反向ETF等产  
品。第三，继续全面实施基金产品注册制。今年  
前8个月，新注册基金达263只，市场活力得到  
了进一步释放。第四，加强监管执法。在简政放  
权、知识创新同时，不断加强事中事后监管，防  
范系统性风险。

上交所副总经理谢伟表示，近几天与香港  
联交所最后做一些技术上的衔接后，沪港两地  
交易所的技术、业务准备已基本就绪。未来在指  
数化投资方面，一方面可以利用沪港通的机遇，  
进一步推动指产品创新；另一方面在交易机制  
和交易方式上，可以进一步探讨采用国际惯例。  
深交所基金管理部总监陈文权表示，未来深交  
所将进一步完善基金交易制度和平台建设，加快  
推动货币基金ETF、跨境ETF、商品ETF和  
杠杆ETF的上市。(王辉)

## 新三板做市运行效果基本符合预期

证监会官方微博“证监会发布”18日举行  
的微访谈活动指出，自8月25日全国股份转让系  
统做市业务实施以来，市场整体运行平稳，各项  
业务操作顺畅有序，运行效果基本符合预期。  
就目前而言，全国股份转让系统做市业务仍处  
于起步阶段，对市场流动性改善的程度仍需要  
参与各方的共同推动，其效应也需要实践的持  
续检验。从长远看，对做市改善市场运行质量有  
信心。

8月25日，首批参与做市的挂牌公司股票  
有43只。9月1日起，全国股份转让系统恢复协  
议变更为做市转让方式、做市商加入做市等各  
项业务的常态化办理。截至目前，共有82家挂  
牌公司召开股东大会通过采取做市转让方式的  
决议，这些公司将陆续加入做市行列。

全国股份转让系统已实施协议和做市两种  
转让方式。竞价转让方式的实施需要一定的市  
场积累和技术准备。目前全国股份转让系统正  
就竞价转让方式的实施条件、竞价转让方式的  
确定及有关变更要求进行研究，并对相关技术  
安排进行积极准备。(顾鑫)

## 首份跨境消费指数报告发布

新华EDI与Visa公司18日联合发布《中国跨  
境消费年度指数报告(2014)》，这是国内首份  
跨境消费指数报告。报告称，电子支付在跨境消  
费过程中发挥了重要作用，支付的便利性和安全  
性直接影响跨境消费模式，电子支付是实现跨境  
消费的“最后一公里”。报告建议，加快电子支付  
基础设施尤其是二三线城市和部分四线城市电  
子支付基础设施建设，在这些地区加快电子支付  
基础设施建设的边际收益可能更高。

报告称，近两年来，中国居民出境旅游支出  
意愿呈现分散化特征，低端和高端旅游比例上升。  
从支付方式看，中国居民出境旅游支付方式仍以  
信用卡为主，现金支付在一定程度上挤压了借记卡  
的份额。初次出境的年轻游客和来自中国二三线城  
市的游客正成为出境旅游的主力。从中国居民出境旅  
游支出情况看，购物一直是出境游最主要的支出项目之  
一；从规模总量上看，美国仍是中国居民出境旅游零售购物支  
出最多的国家。

跨境旅游和跨境电子商务是当前跨境消费  
的主要表现形式。在入境旅游方面，国内最具吸  
引力的三个省市是天津、北京和江苏，最具吸  
引力的三个城市是福州、泉州和南京。(倪铭娅)

## 李扬：劳动生产率下降是新常态下突出特征

中国社会科学院副院长李扬18日在出席  
“中国可持续发展与金融改革”论坛时表示，当  
前劳动生产率的下降是新常态时期的突出特  
征，应加强市场在资源配置中的作用，同时提高  
本国服务业竞争力，转变依靠出口拉动经济增  
长的模式，形成宏观调控的新机制。

他在论坛上发布的中国社科院宏观经济运  
行实验室最新预测数据显示，2011—2015年  
GDP潜在增长率为7.8%—8.7%，2016—2020年  
为5.7%—6.6%，2020—2030年为5.4%—6.3%。

他指出，进入经济新常态后，GDP增长率  
不大可能回到两位数，货币供应增速不会再达  
到17%，利率也可能大幅下降。这是挤掉过剩生  
产力和过剩投资后的增长速度，经济增长的质量  
会大大提高。当前劳动生产率的下降是新常态  
下的突出特征。过去三十年，我国基本上是第  
一产业向第二产业转移，由于第二产业劳动生  
产率远高于第一产业，因而资源配置效率不  
断提高。现在大量的人口资源需要配置给服务  
业，但服务业的劳动生产率低于制造业，资源配置  
效率就会下降很多。(任晓 泰浩)

# 姜洋：充分发挥期货经营机构创新主体作用

本报记者 王超 本报实习记者 叶斯琦 张利静

证监会副主席姜洋18日出席中国期货业  
协会第四次会员大会时表示，期货市场和期货  
经营机构创新发展的新时代已经到来，全行业  
要深刻认识当前面临的新形势、新任务，抓住  
机遇，迎接挑战，加快推进期货市场创新发展。  
要充分发挥期货经营机构的创新主体作用，扎实  
推进各项创新工作。一是深刻理解期货经营

机构的发展定位，要按照衍生品服务提供商的  
基本定位，发挥好风险管理与资产定价的基础  
服务功能；二是围绕实体经济需求开展产品和  
业务创新，不断延伸和拓展服务内容，更好满  
足实体经济差异化、个性化风险管理需求；  
三是全面提升国际竞争力，在“双向”开放中  
坚持“引进来、走出去”并举，更好地服务实体  
企业。

证监会主席助理张育军、民政部民间组织

管理局副局长廖鸿等出席会议并讲话。

中国期货业协会会长刘志超做了题为《贯彻  
落实新国九条，充分发挥自律组织作用，大力推  
进期货及衍生品行业创新发展》的工作报告。他  
总结了第三次会员大会以来的工作成绩，提出  
了新一届协会的工作目标。他表示，新一届理事  
会在协会的指导下，在全体会员和社会各界的支  
持下，一定会脚踏实地工作，不断加强工作的前瞻  
性、主动性

和针对性，再接再厉，不辱使命，为我国期货  
及衍生品行业的市场化、法治化和国际化发  
展做出新的贡献。

会议表决通过《中国期货业协会第四次会  
员大会工作报告》、《中国期货业协会章程(修  
订草案)》和《中国期货业协会财务工作报告》，选  
举产生第四届协会理事会共计40名理事。刘志  
超当选协会会长，侯苏庆、范辉任副会长，彭刚  
为副会长兼秘书长。

## 上海黄金国际板启动交易

本报记者 官平 高改芳 实习记者 徐金忠

作为上海自贸区首个面向境外投资者的国  
际板，上海国际黄金交易中心3个黄金现货实盘  
的国际板合约于18日夜市正式挂牌交易。

黄金国际板指引引入国际投资者参与上海黄  
金交易所以人民币计价的黄金、白银等贵金属  
产品交易。黄金国际板的首批40个会员包括高  
盛、汇丰控股、渣打集团和瑞士银行等。上海黄

金交易所理事长许罗德指出，交易所所有产品  
以人民币计价，随着参与者更广泛、交易量更大，  
随着在岸投资者、在岸资金和离岸投资者、  
离岸资金的深度融合，交易所交易价格将从区  
域性的价格逐步向国际性的价格转变，形成有  
国际影响力的人民币黄金计价基准。

业内人士表示，我国连续7年成为全球最大黄  
金生产国，去年超过印度成为全球最大的黄金消费  
国，黄金国际板的推出意味着供需均占较大比例的

中国黄金市场将拥有“上海金”这一独立的价格指  
标，逐渐改变我国黄金市场建立至今尚未取得定价  
权的局面。此前，我国黄金市场较为封闭，参与交易  
的市场主体仅限于国内的产金、用金企业、商业银行  
和投资者，市场交易与全球市场联系不密切，难以真  
正参与全球交易，由此导致我国黄金市场价格成  
为伦敦、纽约市场的“影子价格”。

除黄金国际板启动交易外，上海自贸试验区  
内注册设立的首家大型法人金融机构上海人寿

保险股份有限公司近日正式获准筹建，上海国际能  
源交易中心已注册成立并将负责原油期货上市筹  
备工作，上海金融创新借助自贸区平台不断推  
陈出新。接下来，上海将在自贸区建设石油天  
然气、铁矿石、棉花、液化化工品、白银、大宗商  
品、有色金属等8个国际交易平台，其它领域的资  
本市场创新发展也将陆续推进。上海市金融办主  
任郑杨表示，上海自贸区在金融创新方面已取得  
不俗成绩，相关金融业务也取得较快进展。

## 马骏：货币政策总的取向以稳健和审慎为宜

本报记者 陈莹莹

中国人民银行研究局首席经济学家马骏近  
日撰文指出，当前和未来一段时期，货币政策总  
的取向以稳健和审慎为宜，重点应该是为经济结  
构调整与转型升级创造稳定的货币金融环境。同  
时，货币政策调控应朝更加市场化的方向转型，  
更大程度地发挥市场在价格形成和资源配置中

的决定性作用。应该建立更可信和明确的调控目  
标，更加突出保持较低通胀在货币政策目标中的  
重要性。要不断提高货币政策的透明度、公信力  
和控通胀的灵活反应能力，避免杠杆率的进一步  
大幅攀升，使市场主体形成稳定预期。

他指出，我国目前仍处于“三期叠加”，银行  
不良率很可能进一步上升，风险溢价和银行的经  
营行为也具有相当的顺周期性。企业、居民存款

通过理财、基于互联网的货币市场基金等方式与  
金融机构存款之间频繁转换，客观上形成了抬升  
银行融资成本的压力。缓解企业融资成本高问题的  
十条措施出台后，各部门都在努力落实，会取得  
一些效果。但由于导致融资成本上升的因素和下  
降因素同时存在，因此社会融资成本未必能在  
短期内大幅下降，对此应该有心理准备。

他认为，相关定向政策措施的实施并不意味

着政策取向发生了变化，而是针对经济金融运行  
中的突出问题，用调结构的方式适时适度预调微  
调。在实施过程中，央行注重保持货币政策连续  
性、稳定性，按照稳定总量、盘活存量、优化结构的  
原则，在不大幅增加银行体系总体流动性的前提  
下，积极运用货币政策工具支持经济结构调整，鼓  
励和引导金融机构更多地将新增或者盘活的信贷  
资源配置到国民经济重点领域和薄弱环节。

## 国企“混改”引资更须增效

本报记者 刘兴龙

国有企业混合所有制改革如火如荼，一些  
地方国企混合所有制改革的落脚点在于吸收战  
略投资者以实现产权多元化，然而为“混”而  
“混”并不是目的，有效地改善国企管理机制才  
是改革的重要目标。

民营企业经营效率高于国企是不争的事  
实。A股上市公司半年报显示，716家地方国企上  
市公司净资产收益率4.87%，而1562家民企上市  
公司为6.15%。地方国企上市公司员工平均每人  
创造净利润4.78万元，民企上市公司则为6.22万  
元。究其原因，治理机制方面的差异造成了国企  
与民企在绩效方面的差异。

要实现国企混合所有制改革的目标，仅引  
入民营资本进行产权多元化是不够的。回顾国

企改革历史可以发现，从推进公司制改造到发  
展混合所有制，在很多人看来，重点还是引进社  
会资本，扩大国有资本控制力，国企引入资本的  
选择往往是“价高者优先”。

虽然大量国企已进行公司制、股份制改革，在  
形式上已是混合所有制，但现代企业制度并没  
有完全建立起来。在企业外部，管人、管事、管资产  
”的国资管理方式造成行政权力对企业直接干  
预；在企业内部，股份制、现代公司治理体系等重  
要制度安排对国有大股东及管理者的约束不足。

如果不以完善国企管理体制为目标，单纯按  
照“价高者优”的标准选择投资者，可能会导  
致民营资本投机。在国企混合所有制改革参与  
者的眼中，具有垄断地位和垄断利润的国企无  
疑是优质标的。如果民营资本基于分享垄断地  
位和垄断利润的原因参与混合所有制改革，那

么，在产权多元化之后，仍缺乏改变垄断格局和  
内外部管理机制的动力。如此一来，破除一些国  
企的垄断地位、改善国企内外部管理机制可能  
就变成一句空话。

国企混合所有制改革的目的是通过构建混  
多元的资本结构，提高资本配置效率，激活社会资  
本活力，从而促进国有资产与其他所有制经济共  
同发展。这就需要通过国企发展混合所有制的契  
机，进一步理顺国企管理体制改革。

首先，国企混合所有制改革在选择引入的民  
营和境外投资者过程中，需打破“价高者优”的  
衡量标准。根据国企功能定位，公益性、资源垄  
断性和竞争性国企按照不同目标发展，选择的  
产权多元化路径应有所不同。总体上，国企混  
合所有制改革落脚点应是改善国企国资管理，技  
术、市场和管理应成为选择投资者的重要前提。

其次，国企混合所有制改革需解决国企委  
托代理关系中的所有者缺位问题。目前，国资  
委、国企管理者都是被委托者，难以解决对所有  
者负责的难题，导致决策低效和激励不足。在产  
权多元化后，国企应赋予民企、境外投资者足够  
的权利，实现外部董事占据多数，让其能发挥股  
东监督和参与决策的作用，而国有资产监督管理  
体制则更多地依靠市场手段、资本工具。

此外，打破垄断应是国企混合所有制改革的  
目标之一。由于垄断地位存在，一些国企在目前  
的管理机制下，大部分收益并非来自高效管理。  
如果资源垄断性国企简单化、选择性地产权多元  
化，容易造成垄断利益的重新划分，而不是打破垄  
断。因此，油气、电信、电力、铁路等领域的上中下游产  
业应逐步向社会资本开放，通过引入竞争、破除垄  
断，激活国有资本和社会资本活力。

## 二轮救市逐步展开 信贷料唱主角

(上接A01版)值得一提的是杭州。今年8月，  
杭州的新建商品住宅环比下降21%，降幅是70  
城市中的最大。今年4月以来，杭州新建商品住宅  
价格一直环比下降，且连续5个月位居降幅榜首。

今年年初，杭州最先传出房地产项目降价的消  
息，随后引发区域乃至全国性的“降价潮”。因此，其楼市变化最为受人关注。分析人  
士指出，按照惯例，最先出现市场调整的城市，  
往往最先恢复。从杭州的房价跌幅可以看出，当  
前市场仍然处在深度调整中，并无复苏迹象。

### 下跌周期恐未结束

此次房价的调整范围之广、跌幅之大，远超  
市场预期。张大伟表示，从春节过后至今的七个  
月中，从首次出现个别城市价格调整，到3—4月  
出现华东区域的块状分布，再到5月出现以东部  
城市为主的房价多数城市下行，市场已经出现  
加速调整。到6至8月，房价调整的范围已从块  
状分布弥漫到全面下调。

之所以出现上述局面，虽是多重作用累积  
的结果，但供需关系的逆转仍被认为是关键因  
素。根据国家统计局的数据，截至8月末，全国商  
品房待售面积56160万平方米，已连续29个月保  
持上涨，与2012年3月时的低点相比，增幅达到  
86.4%。最近两年多来，全国商品房库存几乎翻  
倍。随着商品房竣工面积的不断增加，库存指标  
仍有继续攀高的动力。

在需求层面，由于城镇化进程慢于预期，以  
及产业支撑不足等因素，使得需求后继乏力。张  
大伟指出，此前数年，部分二三线城市楼市增长  
过快，需求已被透支。因此，在供大于求的背景  
下，成交量停滞、房价下滑均在所难免。

多数分析人士认为，在经过2012年和2013  
年的大幅上涨之后，当前房地产市场已表现出  
明显的底部特征。主要体现在，成交量和房价均  
处于阶段性低点、房地产投资和拿地步伐放缓、  
地方救市举措频出等。

他表示，此前两轮调整分别位于2008年底  
2009年初，以及2011年底2012年初。其中，前者  
的房价下跌周期持续了6个月，后者为8个月。由  
于处于房地产“黄金十年”，调整的规律是：房价  
上涨时涨幅很大，下跌时跌幅很小；涨得时间

长，跌得时间短。

相比之下，如今的内外环境均较为恶劣，主  
要体现在，既无“四万亿”财政刺激计划及超宽  
松货币政策，又面临整体市场“供大于求”的情  
况。这也决定了，此轮市场调整的周期将会更  
长，即房价下跌的时间可能超过8个月。按照他的  
观点，降价通道还将持续。

### “救市”仍有后续动作

历史经验显示，每当市场低迷之时，救市行  
为便应运而生。由于市场未出现好转迹象，今年4  
月以来，不断有城市推出松绑调控的相关措施。  
集中表现为：放松“限购令”、给予税费补贴、调  
整普通住宅认定标准等。另有不少城市虽未明  
确发文，但以暗补的形式予以松绑。

截至目前，这些措施作用十分有限。统计局  
数据显示，今年1—8月，商品房销售面积64987  
万平方米，同比下降8.3%，降幅比1—7月扩大0.7  
个百分点。进入传统旺季的“金九”，各地成交  
情况仍未有明显好转。

9月15日，湖北省城乡建设厅发布通知，促  
进全省房地产市场平稳健康发展。通知强调，居  
民家庭贷款首次购买自住普通商品住房，首付

款比例按30%执行，贷款利率的下限可扩大为  
基准利率的0.7倍。由于通知包含六大条款，共  
二十条细则，因此也被称为“鄂六条”。此前，福  
建和湖南已先后出台“闽八条”和“湘五条”，  
四川也曾出台一系列松绑调控的措施。

张大伟认为，在经济减速、土地财政降温的  
情况下，房地产是地方政府能够想到的最容易  
救经济的办法。从目前各地房地产的降温情况  
看，预计至少还会有一个以上省份发布文件，目  
的是挽救岌岌可危的房地产市场。

杨红旭表示，“鄂六条”的出台，表明本轮  
房地产救市的第二波正向纵深展开。此前的第一  
波救市，主要体现在单个城市层面，而第二波  
已经升格至省级。

他进一步指出，若市场继续没有好转，还可能  
出现国家层面的第三波“救市”。内容主要体  
现在个人房贷及房企融资门槛的降低，以及楼  
市调控长效机制的建立等。

多数受访者指出，尽管救市动作频频，但在整  
体告别绝对短缺后，楼市已进入低速增长的“白  
银时代”。除非出现信贷政策的根本性松绑，否  
则本轮市场的调整周期将至少延续到2015年初，  
2014年将不可避免地成为量价低迷的“歉收年”。

## 多空PK 机构站队

(上接A01版)上海某大型私募的研究总监  
认为，增速下来后经济将更健康，对于有定价能  
力的企业而言，在经济下滑的时期，其产品需求  
仍然能够持续，经济下滑会对其成本有利影响，相  
关要素价格的下降会带来利润空间的增加。

博时基金宏观策略部总经理魏凤春认为，  
产业经济结构仍在调整之中，煤炭、钢铁、军工的  
上涨无不反映了其背后产业的变迁，资本需求  
是主要的驱动力量。此外，新能源、无人机、苹果  
产业链、国产替代等热门主题形成了对市场  
情绪的支持，重结构、轻整体依然是符合年初的  
预期，宏观经济只是确认了旧的事物必要破，破了  
才会立。

9月9日以来，A股再次进入调整，在

会仍将面临。杨德龙认为，节前新股密集发行，  
预计节前仍以震荡为主。基于沪港通的开  
通和蓝筹股的低