

杨成长：股市会找到与实体经济相称的“底”

□本报记者 李超

申万宏源证券研究所首席经济学家杨成长25日在接受中国证券报记者采访时表示，尽管全球金融市场近期出现一定程度的动荡，但这并不是金融危机或经济危机。对于中国股市近期波动，杨成长认为，价值回归过程中的调整使投资者出现了普遍的悲观心态，但中国经济正逐渐走出困难期，股市的适度下跌和股价的结构性调整将确立一个稳定的根基，逐步找到与实体经济相称的“底”。

杨成长表示，发生金融危机或经济危机的概率较小。“作为世界主要经济体的欧洲、美国、日本，经济总体来说平稳向好，这和2007年的情况不一样，当时的情况是实体经济本身在增长方式或结构上出了问题。目前，这些经济体总体而言杠杆在下降，经济在复苏。”他认为，欧洲、美国、日本等资本市场出现一定幅度的调整是合理的，2007年之后，这些经济体相继采取了宽松甚至是极度宽松的货币政策来刺激经济，其负效应是刺激了资产价格的上涨，股市涨幅超越了实体经济变好的程度。近期，这些经济体股市出现一定程度的调整主要是其自身因素导致的。

杨成长表示，中国股市的调整出现在价值回归的过程中。国际资本市场的动荡等因素使得投资者心态不稳，股市出现大幅下调的局面。

目前，中国经济正处于转型期，一些传统产业在走下坡路，一些新兴产业在上升，市场观点各执一端。中国经济正在逐步走出困难期，制造业投资下降的同时，服务业、消费产业贡献在不断上升。

股市中占比较高的传统产业业绩增长放缓，导致上市公司整体业绩表现不理想，而占比较小的新新兴产业被爆炒，估值偏高。所有这些都需要股市的适度下跌和股价的结构性调整确立一个稳定的根基。“由于内部因素和外部因素的共振，投资者出现了普遍的悲观心态，导致股市出现下跌，但这种状况不会延续。股市会逐步找到与实体经济相称的‘底’。”

南方基金史博：股市波动不会导致金融危机

□本报记者 王小伟

南方基金投资总监史博25日接受中国证券报记者采访时表示，中国居民整个财务杠杆比例不高，因此并不存在股指下挫导致金融危机出现的背景。他同时指出，通过经济结构调整和改革来提升投资信心，是使股市回归“正轨”的必由之路，而创新、改革和刺激消费将成为拉动中国今后宏观经济的增长的三大动力。

不存在出现金融危机的背景

史博指出，全球金融危机都是在杠杆收缩、高利率条件下才出现的，本轮A股的下跌虽然也跟杠杆收缩有一定关系，但是中国居民整个财务杠杆比例并不高，在全球属中等偏下水准，因此，并不存在出现金融危机的背景。

根据国际货币基金组织对金融危机的定义，金融危机可以分为几种广义类型：其一为

货币危机，指对某种货币购买力或汇兑价值的投机性冲击导致货币币值的急剧下降，而当局为维护本国币值又迅速地耗尽外汇储备或提高利率。其二为银行业危机，指实际或潜在的银行运行障碍或违约导致银行中止其负债的内部转换，储户对银行丧失信心从而发生挤提，银行最终破产倒闭或需要政府提供大量援助。其三为系统金融危机，指由于市场有效运行功能的削弱导致的金融系统的严重破坏，进而对实体经济部门产生重大影响。其四为外债危机，指一国不能偿付其国外债务，包括主权债务和私人债务等。

信达证券首席策略分析师陈嘉禾等也指出，市场调整不是金融危机，其中有七大特征可以证明，分别为指指数年初至今尚有涨幅、实体经济未受显著影响、外汇非自由兑换导致汇率极难崩溃、低通胀保障宽货币空间、无外债有外储、金融行业仍然稳健、股市活跃市值占

比较小等方面。

对于本轮股指波动是否影响到中国改革和宏观经济的问题，史博也认为影响不大。“本轮股指的下跌提示我们，改革一定要持续，一定要坚定信念，以免走入中等收入陷阱。”史博分析指出，“如果改革方向走对，必然会大幅提升股市信心。毕竟从中国目前形势来看，依靠过去经济高速增长来带动投资者信心的路已经走不通，必须通过经济结构调整和改革来使投资信心得到提升，从而实现财富积累，这远比经济增长更有意义。”

史博认为本轮股指下跌对宏观经济的影响也不大。“未来中国宏观经济的增长，一要靠创新提升效率，二要靠改革红利，三则要靠刺激消费。这样才能保证经济实现稳健增长。”

央行“双降”加码稳增长

(上接A01版)央行研究局局长陆磊表示，

在降准降息的时机选择上，国内国际经济形势和金融市场流动性状况是决定政策调整的主要触发因素。一是国际经济低迷促使我国以扩内需作为主攻方向恰逢其时。7月进出口总值同比负增长8.2%，工业增加值同比增长6.0%，工业企业利润总额累计负增长0.7%。外需的波动性要求扩大内需尤其是消费需求成为宏观调控的首要目标。目前已到以降息促使企业财务成本进一步降低、以降准促使金融机构具有更充分的金融资源调配能力、以定向降准推动金融机构支持消费的时间窗。二是利率与汇率政策配合恰逢其时。近期人民银行对人民币兑主要货币中间价报价机制实施进一步完善，势必对金融体系本外币流动性构成结构性影响，存款准备金率下调实际上为金融体系注入了无限期流动

性，可以有效增强金融机构针对货币市场波动

利率市场化再进一步

央行相关负责人表示，结合降息进一步推进利率市场化改革，放开一年期以上定期存款利率浮动上限，标志着我国利率市场化改革又向前迈出了重要一步。随着金融机构自主定价空间的进一步拓宽，既有利于促进金融机构提高自主定价能力，加快经营模式转型，提升金融服务水平，也有利于促使资金价格更真实地反映市场供求关系，充分发挥市场的决定性作用，进一步优化资源配置，促进经济结构调整和转型升级，为经济金融健康可持续发展创造良好条件。

胡海峰认为，央行放开一年期以上定期存款利率浮动上限后，中长期存款利率完全实现了市场化，利率市场化迈出重要一步。“商业银行应积极主动应对，加快转型，加强自身资产负债管理、利率定价和利率风险管理水平。在应对

利率市场化挑战方面，商业银行负债端来源要更加多元化，资产端也要提高资金配置效率，并大力发展战略管理、投资银行等业务，增加非息差收入。”此次继续保留一年期以内定期存款及活期存款利率浮动上限不变，体现了按照“先长期、后短期”的基本顺序渐进式放开存款利率上限的改革思路，也与国际上的通行做法相一致。从国际经验看，按此顺序推进利率市场化改革，有利于培育和锻炼金融机构的自主定价能力，为最终全面实现利率市场化奠定更为坚实的基础；也有利于稳定金融机构的存款付息率和整体筹资成本，促进降低社会融资成本，对于保持经济持续健康发展具有积极意义。

央行相关负责人表示，放开一年期以上定期存款利率浮动上限后，人民银行将继续完善相关配套措施，进一步引导金融机构科学合理定价，维

护公平有序的市场竞争秩序。一是继续按现有期限档次公布存款基准利率。进一步发挥基准利率的引导作用，为金融机构一年期以上定期存款利率定价提供重要参考。二是完善利率调控和传导机制。进一步健全中央银行利率调控体系，增强利率调控能力。加强金融市场基准利率培育，完善市场利率体系，提高货币政策传导效率。三是发挥行业自律管理作用。指导市场利率定价自律机制，进一步发挥好行业定价自律的重要作用，按照依法合规、激励与约束并举的原则，对利率定价较好的金融机构继续优先赋予更多市场定价权和产品创新权，扩大大额存款单发行主体和同业存单投资范围；对存款利率超出合理水平、扰乱市场秩序的金融机构加以必要的自律约束。

将继续保持流动性合理充裕

央行相关负责人表示，央行提供流动性的渠道和工具较多，除降准外，近期还实施了扩大逆回购、中期借贷便利(MLF)、抵押补充贷款(PSL)等增加市场流动性和可贷资金的举措。下一步，央行将继续密切监测流动性变化，综合运用各种工具组合适当调节流动性，保持流动性合理充裕和货币市场稳定运行，引导货币信贷平稳适度增长，促进经济平稳健康发展。

陆磊表示，货币政策的有效性取决于传导机制的畅通性。第一，基于物价走势、实体经济部门盈利水平与名义融资成本的比较，“双降”政策为稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险营造了中性适度的货币环境，但同时需要实体经济部门的“有效”融资需求与金融机构的高效率金融服务供给加以配合。第二，考虑到生产者价格指数连续40个月以上负增长，需要高度关注货币政策与财政政策等其他宏观调控政策的有效配合，尽可能降低理论界通常所认为的货币政策存在“治理物价上行效果优于治理物价下行”非对称效应。第三，经济运行的关键因素仍然在于中国处于“新常态”环境下的增长点、增长极、增长带的塑造，货币政策为经济运行营造了良好的环境，真实经济增长则需要依靠实体经济部门和金融机构的良性互动。

国寿安保分析人士认为，预计未来一段时期宏观整体流动性依然会维持相对宽松，这将有利于缓解人民币贬值带来的资本流出压力。降准、降息有利于稳定市场对于经济增速的预期，有助于化解实体经济失速下滑的系统性风险。在经济增速预期趋稳的情况下，股市底部有望逐渐显现。

■“公平在身边”投资者保护专项活动

“四位一体”机制解纷争 投资者应远离违规代客理财

□本报记者 王小伟

投资者黎某因证券营业部从业人员违规代客理财导致亏损，向营业部提出索赔诉求未得到满足，几年来聘请律师反复上诉，但纠纷仍未得到解决，投资者和营业部都非常苦恼。2014年，深圳证监局积极落实国务院办公厅《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》，建立金融机构投诉处理首要责任机制。信投专员将该投资者的投诉转营业部所属券商处理，积极引导、跟踪券商投诉专员与投资者沟通诉求，处理纠纷，最终，仅用15天时间双方达成和解，迅速化解了矛盾。

投资者张某因证券营业部从业人员违规代客理财导致亏损，因索赔得不到满足向中国证监会及派出机构、媒体多方投诉，甚至有通过言行而被公安机关行政拘留。一般认为，此类案件是“烫手山芋”，自力救济已过火，司法救济难以消怨，其他解决方法也似难以为继。深圳证监局与营业部主动将纠纷提交深圳证券期货纠纷调解中心(以下简称“调解中心”)调解。中心受理后，积极安抚投资者情绪，努力营造宽松信任、利于沟通的调解氛围。投资者提出信投“老乡”因此调解员必须是同籍贯、中心协调双方满足了投资者人性化的要素，调解员引导投资者认真倾听、理性表达、合理主张，在当事人间传递信息和达成和解的信息，针对性诉求差距逐步缩小，最终引导双方当事人向深圳国际仲裁院申请制作裁决书。国际仲裁院依法审理，赋予调解结果强制执行的法律效力。

深圳证监局提示说，经营机构承担客户投诉处理

的责任，有《证券公司监督管理条例》等法规和规范性文件的规定，但长期以来缺乏具体操作机制保障，部分经营机构对客户投诉敷衍塞责，或因未明确工作流程和责任人员，导致纠纷长期得不到解决。上述两家纠纷的经营机构未能及时处理，拖至久日，使矛盾愈演愈烈，对双方难以理性、平和地沟通协商。此外，因从业人员违规代客理财引发的纠纷，各方的过错、责任问题往往较难厘清。诉讼专员缺乏灵活性、经济、时间成本较高，中小投资者缺乏举证能力及法律专业知识而不能提起诉讼，也是纠纷长期得不到解决的原因。

深圳证监局表示，上述两宗纠纷的解决过程，充分体现了自律、调解、仲裁、诉讼、“四位一体”纠纷解决机制的优势。第一宗纠纷通过经营机构投诉处理首责机制得以高效、妥善解决。由经营机构首先处理客户的投诉，既可以通过与客户的直接接触及时解决矛盾，避免僵化导致情绪对立，还可以督促机构更好地保护客户关系，提升客户体验。及时发现经营、合规风险。通过设立投诉专员、信访专员和投诉处理工作机制，明确了投诉处理各环节的程序。职能部门归责人员，是责任机制得以有效落实的关键因素。

第二宗纠纷由机构与客户无法协商解决提交中心调解，中心遵循独立、自愿、公平、便捷、有效原则的调解机制，通过为当事人“定制”个性化的程序安排，并通过对调解程序为调解协议的履行提供法律保障，调解程序可以灵活满足当事人选择调解的意愿，从而提高效率。调解协议不能直接申请强制执行，但通过仲裁裁决或司法程序转化为可以强制执行的仲裁裁决书、民事裁定书或调解书，从而保障了协议的履行，给当事人吃下“定心丸”。

多人涉嫌违法证券交易 被要求协助调查

据记者从有关部门获悉：中信证券股份有限公司徐某等8人涉嫌违法从事证券交易活动，财经杂志社王某伙同他人涉嫌编造并制造传播证券、期货交易虚假信息，中国证监会工作人员刘某及离职人员欧阳某涉嫌内幕交易、伪造公文印章，上述人员已被公安机关要求协助调查。(据新华社电)

险资运用余额 达10.17万亿元

8月25日，保监会公布“2015年1—7月保险统计数据报告”显示，期内保险资金运用余额达101730.86亿元，较年初增长9.02%。其中，银行存款254281.9亿元，占比25.00%；债券35615.56亿元，占比35.01%；股票和证券投资基金13789.43亿元，占比13.56%；其他投资26897.68亿元，占比26.43%。(李超)

上周沪深两市 新增投资者32.97万

中国证券登记结算有限责任公司8月25日公布，前一周沪深两市新增投资者数量32.97万，环比增加2.52%。其中，新增自然人投资者数量32.89万。期间参与A股交易的投资者数量达3368.37万，环比增加20.45%。(李超)

周金涛：全球经济衰退 是市场动荡主因

(上接A01版)但从周期运行来看，本次中周期仍未结束，所以在2016年仍将出现一个全周短周期的上升期，而这个上升期至2017年下半年之后才会出现本轮中周期的终极低点。我们虽然已然进入了二次冲击阶段，但这个过程将是相当复杂的。

短期而言，全球衰退不可避免，人民币贬值，以及全球股市的暴跌是不是一个大级别经济危机的开始？我们并不倾向于这个判断，有两个基本理由，其一，在康波看来，任何康波衰退级别的经济或者金融危机，都不会在经济通缩的状态下出现，因此危机对实体经济的冲击是和缓而不是突发性质的。其二，从周期运动的角度看，这次经济衰退是全球本来中周期第二库存周期的回落，并非中周期终结，从而出现大级别危机的概率并不大。当然，危机之间是互相演化的，如果本次危机蔓延到中美的房地产领域，那么性质有可能发生改变。

未来三年资产配置逻辑将发生变化

中国证券报：你在《全球变局》这个报告中提出，从全球短周期运行的节奏看，2015年的核心变局阶段当发生在三季度，这个时点应该也与康波衰退二次冲击相关，这些特征是不是对全球的资产选择有很大的影响？

周金涛：如前所述，2015年三季度可能是康波的重要分界点，对全球大类资产配置有着极其重要的意义。未来三年，有什么趋势是确定的，现在来看至少有如下四点：第一，全球将出现滞胀，通胀将在未来三年缓慢上行。第二，中国和美国都会出现第三库存周期，其时间点大致在2016年中期开始；第三，2017年中期之后，本轮中周期将结束，以周期理论来看，这个周期的结束需要解决货币过度宽松问题，资产价格的崩溃会在某些国家和领域发生；第四，美元牛市将延续至2017年。从这些情况看，未来三年资产配置与过去六年有着不同的逻辑。

在过去六年，我们资产配置的核心就是宽松，一切机会源于宽松。而在未来三年，我们资产配置的核心不会再是宽松，而增长也可能更加反反复复，所以，可以断定的是，未来三年，大类资产的系统性机会不如过去六年，可能更多地表现为结构性特征。债市应该不是配置的重点，在股市中也更多存在的是结构性的机会。商品可能存在一个三年的底部回升期，但其力度也是有限的。

A股市场趋势将向基本面回归

中国证券报：有观点认为，在全球化和多次经济危机冲击下，经济周期的平稳期在收缩，波动性在加剧。如何看待中国经济周期目前所处的复杂性与挑战性？经济短周期企稳会在明年实现？

周金涛：与世界经济波动加剧相呼应的是，中国经济的三年收敛期正在结束，过去三年的经济回落，本质上是地产周期、投资周期、库存周期共振回落，2016年上半年触底，随后展开第三库存周期反弹。真正的中国经济低点将在2018年出现，是地产周期、投资周期、库存周期共振低点。

短期来看，2015年一季度中国的库存周期已探明第一低点，2016年上半年，本轮库存周期的第二低点将出现，随后将出现第三库存周期反弹。第三库存周期出现的基础应该源于中国产能周期的调整接近尾声，同时房地产周期自2014年见顶之后将出现B浪反弹。所以，我们对中国经济的短期企稳还是有预判的。

中国证券报：全球经济进入剧烈波动期，资产价格剧烈动荡，A股市场将如何演绎？

周金涛：从我们对经济的中期趋势的认识来看，在经济动荡加剧的状态下，中国资本市场的总体环境确实存在较大的不确定性。2014年以来的这轮牛市根本原因还是在流动性宽裕背景下一种资产迁移的结果。表面看，随着中国房地产投资属性的下降，资金配置向资本市场的转移是一种短期的推动力量，但从中期来看，与经济增长不一致的市场趋势最终要向基本面回归。



养福全程通

企业年金 | 职业年金 | 新酬递延福利计划 | 弹性福利管理计划 | 养老金融
养老金及福利管理顾问 | 养福卡 | 养老保障管理产品 | 代发资金 | 补充医疗

养福全程通，是光大银行为企业员工的薪酬福利、养老金规划。

医疗教育及其他保障类企业管理，提供高品质、专业化、一站式的服务。综合金融财务，并由此推动企业实现人力资源管理和财务管理目标，实现员工薪酬养老财富保值增值，提升员工的归属感与幸福感，为中国人“老者安之、朋友信之、少者怀之”的富足生活提供伟大的保障！

95595 www.ccbank.com <http://ea.ccbank.com>



Bank 中国光大银行

共享阳光 创新生活