

# 李扬：防范负债风险须从三方面“去杠杆”

□本报实习记者 彭扬

中国社会科学院学部委员、中国社会科学院原副院长李扬6日表示，2008年以后，全球杠杆率上升主要归因于发展中国家。这表明若不加以有效管理，发展中国家可能成为下一场债务危机的主角。作为世界最大发展中国家，中国杠杆率正在不断提高，对此不可不保持高度警惕。李扬是在当日举行的第五届北京大学经济

国富论坛中做出上述表示的。

李扬介绍，2008年以前，我国非金融企业的杠杆率一直稳定在100%以内，国际金融危机后，加杠杆趋势十分明显。杠杆率由2008年的98%迅速提升到2014年的149.1%，即便扣除地方政府融资平台债务后，杠杆率水平为123.1%，依然上升了25个百分点。

“十三五”规划建议明确指出，要提高直接融资比重，降低杠杆率。李扬表示，“去杠杆”须

从三方面实行。一是“分子对策”，由政府或央行承接债务，等价于债务减计。二是“分母对策”，努力扩大真实国内生产总值(GDP)规模，具体路径就是积极推动经济结构和经济体制改革，努力提高经济效率。三是“杠杆转移”，即一个主权主体内各组成部分之间进行债务转移。比如，由中央政府接手地方政府债务，由金融机构承担地方政府债务，将企业债务转换为居民债务等。

谈到资产负债中存在的风险，李扬表示，其

结构风险主要来自期限错配、资本结构错配、货币和资产错配。其中，期限错配问题主要反映在地方政府资产负债表中，我国地方政府总体上不存在清偿问题，但是严重的期限错配使得资产负债表的流动性风险较大。对此，可以考虑建立稳定且有效性的城市基础设施投融资机制、大力发展长期信用金融机构和政策性金融机构，依据收入和支出责任匹配原则，积极调整中央与地方间的财政关系。

# 证监会：依托沪深交易所进一步加强稽查执法

□本报记者 李超

中国证监会新闻发言人邓舸日前表示，近年来，随着监管转型、简政放权的深入推进，制度红利和市场活力不断释放，市场结构和业务模式日趋复杂，相伴而生的各类证券期货违法违规持续多发高发，手段更加智能专业，方式更加复杂隐蔽，多种违法犯罪呈衍生交织之势，对市场和社会的危害加重。下一步，证监会将根据委托执法试点情况，及时总结经验，逐步完善相关规章制度，充分发挥沪深交易所稽查执法优势，完成好委托执法的工作任务。

2012年以来，市场新增案件调查数以约25%的年平均增长率持续增长，稽查执法的任务繁重而艰巨。今年股市异常波动期间，一些机构和个人滥用资金、技术、信息等优势操纵市场，严重扰乱了正常的市场秩序，加剧了市场波动及恐慌。市场对稽查执法及时反应、迅速出击

的要求更加迫切，强化稽查职能，增强执法力量显得尤为重要。

邓舸表示，为及时适应新市场条件对稽查执法的新要求，有效解决执法力量严重不足与执法任务日益繁重的现实难题，打破制约监管执法的瓶颈，证监会积极探索执法制度创新，不断完善体制安排，优化监管资源配置。针对

执法实践特别是股市异常波动期间案件反映的突出特点，充分考虑到证券交易所具有信息、技术、资源优势，且具备履行案件调查取证工作职责的组织和人才条件，证监会决定依法委托上海、深圳证券交易所承担部分案件具体调查工作职责，有关案件的处罚决定，仍然由证监会按规则统一负责。“证监会将按照监管

转型与及时、严厉打击违法违规的需要，不断完善执法体制机制，整合系统资源和力量，强化事中事后监管，确保提高线索发现的及时性、调查取证的针对性、认定裁罚的有效性，采取有效措施提升执法效能，持续保持稽查执法高压态势，忠实履行“两维护、一促进”的核心职能。”

## 证监会将抽查部分证券期货经营机构

□本报记者 李超

中国证监会新闻发言人邓舸近日表示，证监会近期将以问题和风险为导向，抽取部分证券期货经营机构开展专项检查。对检查发现的违法违规行为，证监会将依法从严查处，切实维护市场秩序，保护投资者合法权益。

此次检查将涉及证券公司、基金公司、期货公司、证券投资咨询机构等各类机构，证券、基金、期货公司的子公司也是检查的重点。其中涉及证券公司7家、证券公司资管子公司1家、基金管理公司3家、基金子公司5家、独立基金销售机构1家、期货公司3家、期货公司风险管理子公司3家、证券投资咨询机构2

家，共计25家公司。

今年初，证监会制定2015年度证券期货经营机构现场检查工作计划。前期，证监会已完成了证券期货经营机构信息技术等专项检查，并对存在违法违规问题的机构采取了行政监管措施，取得了较好的监管效果。按照既定安排，近期证监会将继续开展专项检查。

## 中上协发布上市公司监事会工作指引

□本报记者 倪铭娅

经中国证监会批准，中国上市公司协会日前发布《上市公司监事会工作指引》(简称“《指引》”)。《指引》共分五章七十四条，分别对适用范围、监事会设立与监事任免、监事会职权及其行使、监事会会议召开、监事的义务与法律责任、自律措施及处分等进行了规定。

中上协相关负责人表示，《指引》作为协会编写发布的面向所有上市公司的指导性自律规范，应当与监管部门、证券交易所的现行规定相衔接，不宜突破，因此，对涉及监事会及监事责任和义务的相关要求，《指引》严格限定于中国证监会或证券交易所明确规定范围，没有进

行扩展或增加。对于监事会组成、监事人选、监事选聘、监事会日常工作机构设置等问题，尽管调研中众多上市公司反映强烈，希望能够进一步强化或明确，但为了与现行法律法规衔接，《指引》仅作为“倡导推荐事项”提出，未进行硬性要求。

根据《指引》，对于涉及监事会及监事责任、义务的内容，严格限定于监管部门和证券交易所明确规定范围。对于不涉及监事会和监事责任、义务的内容，《指引》整理提炼了一些典型上市公司的监事会运作经验和优秀实践成果，供相关上市公司结合自身情况学习、借鉴。不过，鉴于不同上市公司间监事会的工作特点和履职现状差异很大，《指引》中提炼的一些典型公司的优秀实践做法，并不一定适用于所有

公司，《指引》定位为针对所有上市公司监事会和监事的工作指导，而不是针对会员的强制性自律规范。

对于《指引》适用范围是否包括新三板公司，上述负责人表示，《指引》适用于在中华人民共和国境内证券交易所(不含港、澳、台地区)挂牌的上市公司。非上市公司及其他相关企业，如认为需要，可根据自身情况进行参考、借鉴。下一步，协会还将陆续编写发布《上市公司监事会工作指引》《上市公司董事会秘书工作指引》《上市公司证券事务代表工作手册》等系列自律规范指引，为上市公司规范运作及相关人员充分有效履职提供自律指导。

在编写体例方面，此次《指引》也进行了不

少创新，除主干条款外，还设置了“倡导推荐事项”和“提醒关注事项”。据上述负责人介绍，当前《公司法》以及监管部门和证券交易所相关规定中对上市公司监事会和监事的职责、履职业务等，表述得都比较原则，上市公司在实际操作过程中，存在一定的困惑。在不与现行法律法规以及证券交易所相关规定发生冲突的情况下，中上协借鉴国外相关自律机构的做法，将一些上市公司监事会将在实践中形成的好、行之有效的经验做法，提炼、设置为“倡导推荐事项”，以供上市公司结合自身情况学习、借鉴。此外，为了方便公司使用《指引》，针对现行法律法规中一些重要的、较为细节的规定和事项，《指引》设置了“提醒关注事项”，提醒上市公司监事会和监事在履职过程中重点关注。

## 新三板分层制度促挂牌企业优胜劣汰

□本报记者 蒋洁琼

新三板分层方案渐行渐近，资本市场对此高度关注。近日举办的新三板高峰论坛上，不少业内人士表示，新三板分层制度的出台将影响券商新三板业务模式。未来，符合创新标准的新三板公司将更受机构重视。

在相关研究人士看来，是否处在“创新层”对挂牌公司流动性、估值、融资等影响较大。针对不同层次市场，全国股转公司还设置了维持标准和层级调整的具体方法，这势必刺激挂牌公司提高公司治理水平，保证处在维持标准之上，那些长期无法进入“创新层”的公司则会择机退出新三板市场，从而令新三板摘牌制度也逐渐完善。

### 机构聚焦“创新层”

安信证券分析师认为，分层制度出台后，券商将对新三板企业进行梳理，选择符合“创新层”标准的企业作为做市受理股票。一方面，这将令符合标准的挂牌公司更受重视；另一方面，也有利于助推接近“创新层”标准的新三板公司努力向标准靠拢。

在民生证新三板研究中心专家看来，稳定

的分层有助于稳定估值体系的形成，有利于新三板市场长期稳定。“经过分层，新三板挂牌企业参差不齐的现状将得到改善，以往估值体系‘一刀切’的情况也将随之改变，从而为竞价交易、转板等重要制度奠定基础。”民生证券研究院执行院长管清友说。

不过，多位业内人士坦言，新三板在流动性等方面目前还存在一些问题。对此，财达证券董事总经理庄晶表示，集合竞价制度能解决新三板公司的流动性问题。集合竞价不仅适用于创业板，同样也适用于“创新层”。

相关数据显示，截至12月3日，新三板挂牌企业共有4451家，其中做市企业有1011家，符合“创新层”标准的企业占比不到30%。但业内人士预计，今年12月此类企业数量可能增加到400家。长期来看，还将有更多企业向标准靠拢。

### 促进挂牌企业优胜劣汰

分层制度对新三板产业链上的主体都将产生影响，不仅有助降低投资者信息搜索成本，也有利于监管部门分类服务、分层监管，更好地满足中小企业的差异化需求。新三板智库联合创始人、中山大学岭南学院副教授罗党论认为，

分层制将给优质的三板企业带来正向激励，资质好的挂牌企业将获得更多机会。

业内人士表示，这意味着符合“创新层”标准的挂牌公司，其流动性将得到极大改善，投融资更加便捷。一旦此类企业投资价值得到市场充分挖掘，预计其中不少原本计划转板的公司或选择继续留在新三板市场。反过来，这也会增强新三板市场投资吸引力，形成良性循环。

论坛上，远特科技、宝贝格子等新三板挂牌公司纷纷表示，将以“创新层”为公司的定位标准，并努力维持在该标准之上。

分析人士表示，“创新层”三大标准中仅有两条涉及净利润，淡化了对挂牌公司盈利能力的要求，相较创业板更加灵活；差异化服务和管理提高了“创新层”公司市场效率，强化融资能力的同时也有利于加强监管。此外，分层制度会吸引新增公募基金等资金投资“创新层”公司，而“新挂牌公司可以直接进入创新层”也会吸引更多优秀公司直接挂牌新三板，提升新三板企业数量。

值得注意的是，那些长期无法进入“创新层”的公司则会选择退出新三板市场。换言之，“强者恒强、弱者积弱”现象或成为分层制度出台后新三板市场常态。

## 熔断机制 铸就股市安全阀

(上接A01版)从韩国的经验可发现，触发熔断机制的第二天，股指的日内振幅呈下降趋势，且日内振幅均小于熔断机制当天。在美国市场，虽然在触发熔断机制的第二天，日内振幅有所上升，但升幅度不大，且第三、四个交易日的日内振幅均大幅下降，因此可以认为，熔断机制对股市的短期波动性存在正面作用。

从长期来看，熔断机制对流动性影响亦有限，在上述案例中，触发熔断机制后的一段时间内，日均成交量非但没有减小，反而有所上升。通过具体分析可以发现，这更多的可能是市场自身因素造成成交量上升，与熔断机制无关。同时，熔断机制能降低股市的长期波动率。在上述四次熔断案例中，熔断介入当月的股市波动率达到峰值，之后呈稳步下降的趋势。相对来说，在触发熔断机制1个月后，指数的波动性随着时间的推移开始逐步下降，大约6个月后就恢复到触发之前的水平，因此可以认为，熔断机制对降低指数长期的波动性同样存在正面作用。

值得关注的是，指数熔断暂停交易，特别是14:45之后触发5%熔断阈值以及全天任何时段触发7%熔断阈值的，将暂停二级市场交易

至收市，这对投资者的交易、券商强制平仓等有不利影响。但从我国证券市场健康发展大局来看，不利影响是局部和非主要的，熔断机制的实施总体上是完善证券市场基础交易制度的有益探索。”夏崇卫说。

### 推出熔断机制正当时

目前A股市场推出熔断机制显得尤为必要。光大证券首席经济学家徐高认为，A股市场的涨跌停板机制虽然与熔断机制有一定类似之处，但也有明显不足。首先，涨跌停板制度只针对于个股，而非整个股市，难以控制整个市场的恐慌情绪。事实上，个股的跌停往往具有很大溢出效应，从而扭曲相近股票的价格。在极端情况下，某只股票的跌停可能增加对类似股票的抛压，从而让跌停的股票范围快速扩大，反而令恐慌情绪蔓延、加大。

其次，涨跌停板制度仅针对股票市场，对市场间的恐慌蔓延无能为力。当前我国存在大量股票衍生品，股指期货等合约成为股市风险的有效对冲工具。在今年6、7月的股市异常波动中，对冲跌停股票可能继续下跌的风险，投资

者在期货市场大量做空，导致股指期货连续暴跌，反过来进一步加大了股票现货市场的抛压。这种不同市场的恐慌蔓延和放大难以为涨跌停板机制所阻断的。

正因为当前包括涨跌停板在内的A股运行机制在防控风险方面存在不足，我国有必要引入熔断机制，在更大范围内抑制恐慌的传染，维护市场的稳定。这一制度的建立将为我国金融市场的长期健康发展再添一重保障。

“熔断机制将成为股票市场的‘安全阀’。”渤海证券对冲交易总部总经理房振明表示，这主要基于三种效应，即价格稳定效应、情绪冷却效应和降低违约风险效应。价格稳定效应可在市场剧烈波动时，将价格波动维持在一定程度内，抑制市场上的过度投机，是一种以较低成本控制投资者风险、降低不确定性及波动性的方法。情绪冷却效应有助于信息在投资者之间充分扩散和吸收，降低信息不均衡和价格变化的不确定性，使投资者过度反应的情绪得以冷静，从而防止股票市场持续暴跌。违约降低效应可以促使在股票组合价格急剧下跌时，交易者有更充足的时间进行补仓或平仓操作，大

大降低因“踩踏”而引发的流动性危机，进而降低交易者违约风险。

中国证券市场散户投资者占比高，羊群效应显著，更易受非理性情绪影响。一旦市场整体出现严重非理性行为时，整个市场的暴涨暴跌难以避免。尤其当市场集体大幅去杠杆时将引发流动性匮乏，年中市场的大幅波动便是这样。由于杠杆塌缩形成流动性收缩，引发多次千股跌停，股指跌幅多次超过5%，大量上市公司停牌，投资者情绪恐慌。如果当时有股指熔断机制，则可以在市场出现急剧暴跌之前抑制过度看空投机行为，缓解投资者极度恐慌情绪的蔓延，促使市场信心逐步恢复，解决市场的流动性危机，并为监管层注入流动性提供充足的时间。相反，如果市场出现非理性暴落，熔断机制的冷却效应会为投资者提供深入冷静思考的时间和空间。因此，双向熔断机制恰如压力容器的安全阀，当容器内压力过大时，自动触发安全阀，启动放气功能。熔断机制能为投资者提供再一次“三思”的机会，在极端情况下恢复价格发现机制和重建信息传导路径，从而避免非理性行为造成的市场剧烈波动。

## 11月投资者信心指数连升三月至57.8

□本报记者 倪铭娅

中国证券投资者保护基金有限责任公司昨日发布调查结果显示，11月中国证券市场投资者信心指数达到57.8，环比上升4.5%，投资者信心指数连续3个月上升。子指数方面，除股票估值指数微降、国际经济金融环境指数与10月持平以外，其他六项子指数均有所上升。其中，国内经济基本面、国内经济政策指数分别达到58.5和63.7，环比上升0.5%和3.6%；国际经济金融环境指数与上月持平，同为49.8；大盘乐观、大盘反弹和大盘抗跌指数分别达到59.1、55.1和61.5，环比上升4.4%、3.4%和3.7%；股票估值指数为46.5，环比微降1.1%；买入指数上升较为明显，环比上升7.6%达到55.1，创出近6个月以来最高值。

报告认为，经历11月初快速反弹后，市场呈现出“上有压力、下有支撑”格局，逐渐进入震荡整理阶段。同时，随着改革持续推进，一系列利好政策也在增强市场信心，结构性投资机会及局部热点频现。投资者信心指数自9月重回乐观区间后，呈现稳步回暖态势。短期震荡并未改变投资者对大盘向好预期。

## 新财汇推天诚宝第39期理财新品

□本报记者 任晓

“新华·金牛新财汇”理财平台将于8日推出天诚宝第三十九期。本期产品12月8日早上8点半开售，共销售2天，12月11日起息，期限为160天，预期年化收益率6.5%。

新财汇由新华网与中国证券报下属牛理网联合打造，用户定位为低风险偏好人群，收益率力争在主流银行理财产品平均收益率基础上上浮年化1-2个百分点。该平台产品由大型国有企业集团提供兑付保证，风险较低，保障措施得力，适合稳健型投资者，是组合投资中低风险产品的优质标的。

## 山西证监局强化市场诚信建设

□本报记者 王小伟

为进一步加强资本市场诚信建设工作，优化市场诚信环境，山西证监局联合辖区两家证券期货经营机构日前在太原市举办资本市场诚信建设现场集中宣传活动。

此次活动是资本市场诚信建设宣传月系列活动内容之一，以宣传资本市场诚信建设理念和要求，宣传资本市场诚信建设成果、投资者保护为主要内容。通过悬挂条幅、展板展示、海报宣传、发放《法治与诚信宣传手册》和《投资者风险教育》等材料，向广大投资者重点宣传《证券期货市场诚信监督管理暂行办法》规定的各项制度、资本市场诚信数据库的查询使用以及相关诚信激励、失信惩戒的诚信建设机制、防范非法证券期货活动、投资者投诉渠道等内容。活动现场接待社会公众咨询，向社会公众发放宣传材料，深入、生动、直接地向社会公众宣传了资本市场诚信方面的相关情况，还向投资者详细介绍了证券期货市场新产品、新业务的基础知识和风险揭示、防范非法集资、“原始股”诈骗、委托理财陷阱等内容。

## 2016年经济将呈现逐步企稳小幅回升态势

□本报记者 卢铮

国家信息中心宏观经济形势课题组7日在《中国证券报》独家发布报告表示，2016年我国经济增长将呈现逐步企稳态势，初步预计，2016年我国国内生产总值(GDP)将增长6.5%以上，居民消费价格指数(CPI)将上涨1.5%左右。

报告认为，2016年，我国经济运行中周期性因素和结构性矛盾都仍然比较突出，部分行业产能减亏亏损、部分企业去库存增投资、部分金融机构和上市企业去杠杆控风险等方面的任务依然十分艰巨，防范经济继续下行和保持社会稳定可能面临不亚于2015年的严峻困难。同时，世界经济贸易以及投资走势不确定、经济复苏不稳定、经济因素与非经济因素相互交织等外部环境，也都会对我国经济发展产生重大不利影响。

但是，由于我国在总体上仍然处于一个发展的战略机遇期，发展的韧性、空间、动力在客观上仍然具有支撑经济增长实现中高速的基本潜力和条件。再加上十八大确定的全面深化改革各项举措逐步落地生效，必将有力地、明显地释放经济内在增长动力和激发市场主体的活力。预计我国经济增长将呈现逐步企稳、小幅回升态势。

报告建议把2016年的经济增长预期目标确定为6.5%以上，居民消费价格指数涨幅控制在3%左右，城镇新增就业1000万人。这样的目标确定能较好地处理调结构和稳增长的关系，较好地处理发展、改革与稳定的关系。此外，报告还建议2016年经济工作总思路应重点关注以下方面：坚持加大改革创新力度促进新旧动能转化，坚持统筹稳增长与防风险并确保民生改善，坚持区域城乡协调发展挖掘三大战略差异化发展潜力，坚持提升对外开放水平积极参与国际市场竞争及国际环境治理。(报告全文见A11版)