

证券代表人诉讼制度落地生根需要协同共治

● 中国人民大学法学院教授 刘俊海



视觉中国图片 制图/王春燕

促进“三升三降”

我国资本市场中的侵权、违约、失信等违法犯罪行为屡禁不止的主要根源在于“三高三低”的制度短板：一是失信收益高、失信成本低、失信收益高于失信成本；二是守信成本高、守信收益低、守信成本高于守信收益；三是维权成本高、维权收益低、维权成本高于维权收益。

证券纠纷代表人诉讼有助于在法治轨道上促进“三升三降”：一是提高失信成本，降低失信收益，确保失信成本高于失信收益；二是提高守信收益，降低守信成本，确保守信收益高于守信成本；三是提高维权收益，降低维权成本，确保维权收益高于维权成本，切实扭转受害投资者“为了追回一只鸡，必须杀掉一头牛”的尴尬局面。无论是普通代表人诉讼规则，还是特别代表人诉讼规则，都致力于在法治、理性、公平与透明的轨道上，将一盘散沙、散居各地的受害投资者团结起来，提高投资者的胜诉率与执行率，尊重投资者在诉讼程序中的参与权与选择权（包括默示加入权与明示退出权），进而提振投资者信心，实现维权与维稳的有机统一。

建议启动公开听证程序

投资者保护机构是证券代表人诉讼制度的压舱石，但代表人诉讼不是投保机构自拉自唱、孤芳自赏的“独角戏”。投保机构既需要固本培元、苦练内功，也需要广结善缘，与人民法院、证券监管机构、证券交易所、登记结算机构等各方建立起无缝对接、同频共振的协同共治体系，公平高效地化解证券代表人纠纷。

投保机构要把提起代表人诉讼作为投保机构的核心职能。投保机构要聚焦核心职能，不越位、不缺位，履行好投保职责。投保机构提起代表人诉讼案件的数量之多寡、代表人诉讼的法律效果、政治效果、社会效果、伦理效果与市场效果之间能否有机统一是衡量投保机构履职的重要指标。

投保机构要胸怀公众投资者友好型的服

务理念，始终保持与公众投资者之间的血肉联系。投保机构要开门决策，问计于民，精准选择特别代表人诉讼的被告。

建议在提起特别代表人诉讼之前，启动公开听证程序，公开征求投资者代表、监管部门、上市公司代表、中介机构代表与独立专家学者的意见，实现科学决策、民主决策。特别代表人诉讼的威力大于普通代表人诉讼，因而既要确保“好钢用在刀刃上”，也要确保特别代表人诉讼的威慑力，避免失信公司找到规避特别代表人诉讼的策略漏洞。

普通代表人诉讼和特别代表人诉讼和而不同

无论普通代表人诉讼，还是特别代表人诉讼，都代表与维护不特定多数公众投资者的合法权益，都受到《司法解释》的规范与保护。因此，既要全面激活普通代表人和特别代表人的积极维权功能，也要确保两类代表人诉讼同频共振。

就个性而言，投资者保护机构作为中国证监会设立的履行保护公众投资者法定职责的法定机构，理应在化解人数众多、金额巨大、影响深远的群体性证券纠纷中发挥主渠道作用。

就共性而言，《司法解释》第41条允许特别代表人诉讼案件审理缺乏明确规定时，补充适用普通代表人诉讼中关于起诉时人数尚未确定的代表人诉讼相关规定。为实现二者无缝对接，《司法解释》第32条规定了普通代表人诉讼程序向特别代表人诉讼程序的转化机制，允许投资者保护机构在普通代表人诉讼公告期间，受50名以上权利人特别授权时作为代表人参加诉讼，先受理普通代表人诉讼的法院若缺乏特别代表人诉讼管辖权，应将案件移送有管辖权法院。

投保机构要持续提升维权能力

投资者保护机构既要大胆行使证券法与民事诉讼法赋予的代表人权利，也要自觉遵守诉讼规则，服从法庭的庭审指挥，尊重法院的

裁判权威。基于平等诉讼原则，特别代表人与被告的诉讼权利是对等的。投保机构要成为优秀诉讼参与人，当好公众投资者的“娘家人”。

投保机构要善于挖掘法律智库的知识资源，选择优秀的律师与法学家作为合作伙伴。要通过招投标等寻求最诚信、专业、勤勉的律师事务所代理代表人诉讼。在人少案多的情况下，投保机构必须借助法律外脑。但是报价低不是唯一的评标标准，建议采取性价比最优的评标标准。为确保诉讼策略的精准度、法律事实认定的清晰度与法律关系梳理的逻辑性，建议激活法律专家论证机制。

投保机构要自觉与证券监管机构及其派出机构、证券交易所与登记结算机构等机构建立信息共享、快捷高效、无缝对接的协同共治机制。打官司的核心是打证据。既要强调投保机构固定与保全证据的维权技能，也要倡导证券监管机构及其派出机构、证券交易所与登记结算机构等机构与投保机构共享行政监管与自律监管的证据与信息，必要时要向人民法院提供原件，确保被告人能够对证据的真实性、合法性与关联性发表质证意见。

同时，我国证券纠纷代表人诉讼的制度设计彰显了程序正义与结果正义相结合的调解理念，有助于确保调解方案符合广大公众投资者的根本利益，预防代表人与被告恶意串通损害公众投资者的合法权益。建议人民法院在查明事实、分清是非的基础上，弘扬调解文化，加大调解力度。更希望证券纠纷各方当事人都能换位思考、握手言和，共同找到互利共赢的解决方案。

一个好案例胜过一沓文件。康美药业证券民事纠纷案的最终判决结果虽然还在路上，但证券代表人诉讼制度在制裁失信者、补偿受害者、奖励维权者、警示全行业、教育全社会和抚慰公众心理的六大功能已经开始显现。鉴于失信违法的上市公司及其控制股东、证券公司、会计师事务所、律师事务所等证券服务机构都会陆续成为证券代表人诉讼的被告，希望资本市场各方主体都能胸怀对公众投资者的感恩之心、对法律的信仰之心和对法律风险的敬畏之心，自觉杜绝和抵制失信行为。

美元或已见底 升势仍存波折

● 中信银行金融市场部 胡明 孙蛟

受经济快速复苏和通胀走高预期影响，美元指数在美债收益率攀升带动下，似乎有摆脱前期持续下跌颓势的迹象，从年初低点89.20攀升至92整数关口上方。美元指数是否见底，未来又将如何运行？笔者从美国经济、美联储货币政策以及美债收益率等角度进行分析。

美国经济将走出低谷

2021年美国将走出疫情低谷，经济复苏不平衡格局将得到改善，大概率呈现整体快速复苏态势。一是随着美国新一轮财政刺激政策落地，以及疫情形势持续改善，需求端将进入快速修复期；二是在美国“双松”政策刺激下，需求端的恢复将使得美国工业生产进入补库存周期，供给端也将逐步复苏；三是去年疫情导致的经济数据基数也将抬升经济同比表现。

对于美元而言，经济复苏差异性将决定其未来走向。一方面，在货币政策均处于极度宽松大环境下，相较于美国持续推出超大规模财政刺激政策，欧元区、英国等主要发达经济体则对经济复苏的财政支撑力度较弱。另一方面，相较于美英疫苗的分发接种速度，欧元区等主要发达经济体则明显滞后。因此，美国经济复苏进度整体可能优于欧洲、英国等主要发达经济体（见图1），美元指数将从这种差异中获得支撑。

美联储货币政策保持稳定

虽然美联储3月上调经济及通胀预期，且部分委员加息预期前移，但美联储整体仍保持宽松基调不变。不过，结合近期金融市场表现及美联储表态，可以窥见美联储货币政策决策框架已初现变化端倪，即从疫情时期的资产价格驱动模式，转变到复苏周期的经济数据驱动模式。

一方面，疫情期间美联储货币政策决策是单一路径依赖框架，即锚定金融资产价格，通过降息等手段向市场提供流动性，以稳定资产价格、救助市场。但美联储主席鲍威尔已相对明确地表示，金融资产价格波动并不是当前货币政策决策最重要的考虑因素，金融市场稳定性是一个完整框架，包括资产估值水平、家庭企业部门杠杆率与融资能力等。这意味着美联储货币政策决策重新回到多重路径依赖框架，且美联储不会过度被金融市场短期波动节奏所左右，短期几元可能为了金融市场加码更多宽松政策。

另一方面，在多重路径依赖框架下，经济基本面成为美联储货币政策决策的首要考量因素。美联储主席鲍威尔明确表示，美联储会依据“就业+通胀”的双重目标达成情况来调整货币政策，并在满足目标后才会考虑加息。同时美联储也试图强化对市场预期的管理，频繁强调通胀容忍度的提高，更关注中期平均通胀水平，并表示任何因短期通胀预期变化而猜测美联储紧缩行为都是错误的。这意味着短期超预期的经济数据难以让货币政策快速转向紧缩，中期美联储大概率将维持现有的宽松政策不变。

综上，美联储货币政策大方向是中期保持稳定，短期重点强化政策指引有效性，毕竟市场与美联储预期差距甚大，目前两者预期的加息时间点相差1年（见图2）。对美元而言，市场提前抬售予以应对。这是美元波动和升值的动力，但美联储中期维持政策稳定的倾向将压缩美元上行空间。

美债长端利率快速上行

近期，在多重因素推动下，美债长端利率快速上行，10年期美国国债收益率一度突破1.75%，重回疫情前水平。一方面，疫情改善带动市场对美国经济复苏预期加强，推升通胀预期，增强美元流动性边际收紧预期。同时美联储按期退出补充杠杆率（SLR）豁免政策，货币政策边际收紧预期加速抬升。另一方面，大规模刺激政策将进一步扩大美国财政赤字，加剧中长期美债供给压力预期，市场提前抬售予以应对。此外，程序化交易日益兴盛，路径交易策略也放大了债券市场波动率。

从美债供给端看，美债中期发行压力其实是趋缓的。2月末美国财政赤字已达到1万亿美元，按照美国国会预算办公室预计的2021财年赤字为2.26万亿美元，即2021剩余财年可用的赤字额度为1.26万亿美元，再加上最新通过的1.9万亿美元财政援助计划，2021剩余财年的赤字额约为3.16万亿美元。

不过，受去年美国国会刺激政策批准速度滞后影响，美国财政部前期通过发债获取的财政存款一直淤积于其在美联储的一般账户

（TGA）中，截至3月初，TGA账户仍有1.42万亿美元的资金余额（见图3）。而为应对今年债务上限约束，降低政府债务余额，美国财政部已宣布大幅削减TGA账户余额，初步计划6月底前削减至5000亿美元。预计2021剩余财年TGA账户现有资金将基本耗尽，这意味着2021剩余财年财政缺口将降至1.74万亿美元。如果缺口全靠发债弥补，即2021财年剩余7个月的发债额月均约为2500亿美元，远低于疫情暴发以来的3300亿美元。

从美债需求端看，美债需求仍有支撑。一方面，自疫情暴发后，美联储在国债拍卖市场的参与度不断提高，拍卖分配比例已升至17%，远高于疫情前的水平。考虑到美联储反复承诺就业和通胀指标恢复前不会考虑调整当前货币操作，这意味着美联储的财政赤字货币化操作将继续。而且随着收益率的上行以及股票市场的调整，都将会吸引其他资金重新流向债券市场，进行资产重新优化配置。

另一方面，美债市场流动性仍然稳定。虽然美联储已宣布疫情期间推出的SLR豁免政策不再延期，商业银行准备金和美债将纳入SLR考核，但这项旨在降低商业银行流动性和资本充足压力的措施，由于附加对受危机机构未来资本分配限制条件，疫情期间真正参与且享受政策优惠的主要是高盛、花旗等大型银行。而按照豁免政策到期后的要求，这些大型银行SLR指标仍高于5%的监管要求，对市场流动性影响不大。同时前述的TGA账户支出的资金无论是财政部偿还短期票据还是以现金存款形式回到居民和企业账户，均会向市场补充流动性。

综上，美债利率上行确实具备经济基本面支撑，但是债券市场供求关系意味着美债利率很难持续单边行情。在经济复苏推动下，结合10年期美债收益率盈亏平衡通胀率数据，预计中期美债利率或将升至1.8%至2%之间，将给予美元较为坚实的支撑力度。

其他扰动因素

此外，还有一些扰动因素也需密切关注。一是疫苗分发接种速度和有效性将决定全球经济复苏进程，一旦疫情出现反复，美元或将短暂受避险情绪支撑，但中期或将受压于市场对美联储再次宽松的预期。二是一旦供给端复苏进程明显慢于需求端，通胀持续上行且超出美联储目标，意外紧缩将直接推升美元指数。三是美国政府过度使用财政刺激政策，导致美债供求关系逆转。作为全球资产价格定价的锚，美债长端利率出现超预期上行，不利于高估值资产，将加大资本市场波动，美元将短期受益于相对价值，但中期受损于财政恶化。

无论是经济复苏进程、货币政策态度还是美债收益率走向，目前均是美元见底反转的有力支撑。但上行过程将是波折的，上行速度取决于疫情、通胀和资本市场表现，以及美联储货币政策实际节奏。

图1：美国经济复苏进度优于主要发达国家

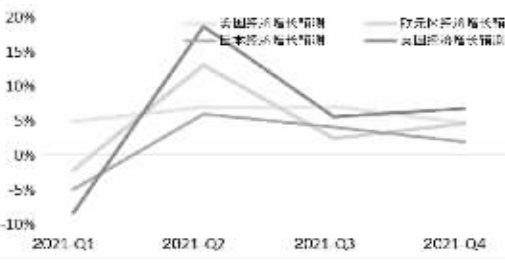


图2：市场与美联储对加息时间点的预期差距甚大

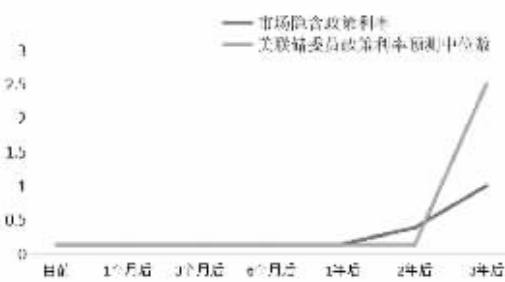
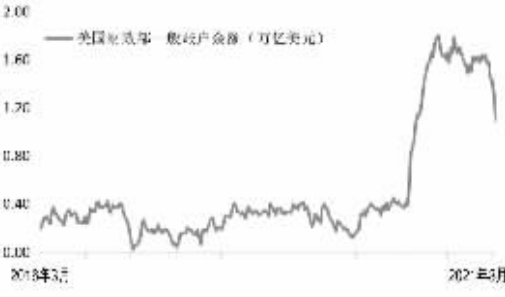


图3：美国财政部一般账户余额创纪录



经济稳步复苏 二季度调控料“转而不急”

（上接A01版）东吴证券首席经济学家任泽平表示，PPI大幅上涨主要体现国际大宗商品涨价带来的输入型通胀压力，但CPI与核心CPI仍然低迷。目前中国经济内生动力不足，不支持货币政策快速收紧。

开源证券首席经济学家赵伟认为，大宗商品价格上涨对CPI直接影响、间接传导均有限。他表示，在海外需求加快修复下，近期国际大宗商品涨价带动PPI加快上行，但国内需求分化，PPI上涨更多表现为上游原材料价格上涨对中下游消费品制造业带来利润空间挤压，对CPI的影响总体有限。

在赵伟看来，受低基数、线下消费恢复等因素影响，CPI同比涨幅或于二季度抬升，但不会成为市场和流动性的核心影响因素，流动性不具备趋势性收紧的基础。“经验表明，阶段性、结构性通胀，不是收紧流动性的理由，防范化解风险过程中，需要相对平稳的流动性环境配合。”

稳步回归常态

一季度经济数据料符合预期，但环比增速可

能不高，经济复苏态势还需持续巩固。这意味着调控政策不会骤然收紧，而是维持稳步回归常态的势头。

任泽平预计，一季度前后是全年经济增速的顶部，随后经济增长将回归潜在增长率，全年经济同比增速或前高后低。当前货币政策正回归正常化。

二季度，该如何把握非常规政策的退出节奏，实现“转而不急”？保银投资首席经济学家张智威认为，这个缓急度一要看疫情控制情况，二要看经济恢复情况，尤其是全球经济对中国出口的拉动。“未来几个月出口数据也许还会超预期。出口超预期，就不用担心中国经济短期下行风险。”

建银国际首席经济学家崔隍表示，二季度流动性可能处于紧平衡状态。“央行可能会在流动性操作方面做一些调整，并在预期方面做一些管理。”崔隍说，随着经济好转，今年宏观政策会逐步收紧，步伐可能有快有慢。

程实认为，二季度政策关注点将变得更加多样且全球化，既需要统筹国际国内，又要统筹经济增长和物价稳定双重目标，还要统筹实体经济

和金融市场的相互作用。政策调控力度应在保持稳健高效的基调下相机抉择。

中银证券全球首席经济学家管涛表示，随着疫苗接种工作的推进，美国经济加速重启，中国经济率先复苏的领先优势会进一步收敛，这对资本流动造成一定影响。特别是二季度以后中国经济增速料逐步回落，市场关注点可能发生变化。

“现在面临的问题是全球经济受疫情影响是不平衡、非对称的。在这种情况下，货币政策要发挥一定的作用。”管涛说，比较确定的是央行肯定会继续使用去年创新的结构性货币政策工具。央行也没有排除使用总量工具。总量工具的使用要视情况而定，到底是扩大基础货币投放，还是降低法定存款准备金率、扩大货币乘数，要看流动性状况。

至于政策性利率会不会动，管涛认为，关键看通胀和就业情况。从今年前两个月数据看，新增就业比去年有所改善，但比2018年、2019年同期水平要低。从就业优先角度看，相关政策的支持还需持续一段时间。此外，通胀存在不确定性，如果CPI涨幅没有出现明显上行，政策性利率可能不会有太大变化。