



【锦心绣口】

对“新股上市初期”的定义必须拓宽，任何股票任何时期，都要加强对其异常交易行为的监控。



【缘木求鱼】

要让法律条文在生活中发挥有效作用，使人们能自觉地认真遵守，必须在细节上好好地较较真。



【经济钩沉】

从上至下地制止蛮干，某些时候还是必要的。



在微信的海洋里
采撷最精彩浪花

打击炒新仍要进一步弥补制度漏洞

熊锦秋

今年 6 月 12 日，上交所发布了《关于新股上市初期交易监管有关事项的通知》，对新股上市初期投资者通过大额申报、连续申报或虚假申报等异常交易行为予以重点监控；对于情节严重的，上交所将给予限制投资者账户交易、认定投资者为不合格投资者等纪律处分，涉嫌违法的上报证监会查处。笔者认为，《通知》可能仍有缺陷，打击炒新仍要进一步弥补制度漏洞或不足。

去年 6 月 13 日，上交所就发布同名《通知》，今年新《通知》与去年相比，一个重要的变化就是，针对“一人多户”新情况，上交所明确：投资者通过以本人名义开立的多个证券账户参与

新股交易的，前款规定的申报买入(卖出)的新股数量以及申报次数合并计算。事实上，今年 4 月 13 日起 A 股市场全面放开一人一户限制，自然人与机构投资者均可根据自身实际需要开立多个深 A、沪 A 股账户，一些交易主体可能通过多个账户进行异常交易，上交所今年新《通知》意在弥补这个漏洞，这无疑是必要的。

值得关注的是，《通知》其中可能还隐藏一个漏洞或缺陷，导致其效用不大甚至沦为一张空文。因为《通知》所要约束的异常交易，主要是发生在“上市初期”，“上市初期”的定义是“上市后的前 10 个交易日，不含全天停牌日”；但当今市道早已不是之前市道，新股在上市之后往往连续 10 多天无量涨停，这是市场在长期牛市后形成

的自然反应，在新股上市初期不仅炒家想抢入，其他中小散户同样想抢入，这 10 多天即使有炒家想异常交易或操纵市场，也根本难以插上手，由此炒家的异常交易行为往往发生在新股上市之后的 10 多天之后。因此，《通知》对“新股上市初期”的定义必须拓宽，或者根本无需定义“上市初期”，任何股票任何时期，都要加强对其异常交易行为的监控。

事实上，6 月 12 日上交所还同时发布修订后的《证券异常交易实时监控细则》，这个《细则》适用任何证券的任何时期，笔者认为，不妨将新《通知》的一些内容揉入《细则》之中，《通知》不用单独出台，在《细则》中规定对证券异常交易行为的定义、以及严格监控措施，即使是老股，同样存在与新股

一样的异常交易行为。

炒新的第二个制度漏洞，就是目前股票价格上不封顶制度。虽然成熟市场股价也上不封顶，但是基于其做空机制、信息披露机制比较完善，因此过度股价泡沫相对难以出现，而 A 股市场则不同，操纵、欺诈等一定程度存在，一些个股股价泡沫汹涌滔天，个股市净率可达几十倍、几百倍，毋庸置疑这其中蕴含较大风险。对此必须采取一定手段，来抑制泡沫风险，办法就是规定个股最高价格不得超过其净资产的一定倍率。

尽管这个制度可能暂时影响一些上市公司价值发现，但假若个股具有内在价值，自然就会体现在净资产的增加上，由此未来其股价波动上限自然就会提高，不会长期影响其价值发

现。假若个股净资产总是不能提高，但有人却宣称其有投资价值，这难以让人信服，很可能只是编故事、制造题材的骗局。

第三个漏洞或不足，就是跌停板制度让投资者产生受到“保护”的错觉。新股或庄股泡沫膨胀，有些散户之所以敢跟，是因为目前股票交易有每日 10% 跌停板的保护机制，散户心中“有底”，这个底是由 10% 跌停板的交易制度赋予的一种心理暗示底，而不是上市公司赋予的价值底，只是这个心理暗示底有可能让股民受到误导。为此笔者建议，保留每日 10% 涨停板制度，但将单日 10% 的跌幅限制，改革为可跌到前日收盘价的 50%，甚至不设跌幅限制，最低可以跌到 0.01 元。

(作者系资本市场专业评论人士)

法律的有效性从何而来

木木

这几天，“拐卖儿童的人贩子都应该判死刑”的议论刷爆了微信圈。这个话题之所以能够平地卷起旋风来，正在于人们对拐卖儿童者的无比痛恨。不过，痛恨显然不能从根本上解决问题，即使法律真定出个“贩童者死”的罪，恐怕也很难对那些见利忘义的人贩子们产生吓阻作用。

干贩毒、贪腐之类勾当的人，如果被抓住了，都有可能丢了性命，但争着以身试法的人仍如过江之鲫。为什么会这样呢？因为干如此的坏事，被抓住的概率很难达到百分之百，空子大得足以让人时不时地就想入非非一番，有实在忍不住冲动的，就会冲上去试一把。不幸被抓住了，只能自认倒霉，最坏的结果也不过就是

“砍掉脑袋碗大的疤”；而一旦闯关成功，人生或许就能豁然开朗，面对一片新天地呢！

而且，中国人有爱走捷径的习惯，这习惯可是大有历史传承的。无论干什么事儿，都希望找到一个能“毕其功于一役”的办法出来，治国理政如此，打仗杀敌如此，为盗为娼也如此，甚至连念佛、修道，都要琢磨着搞出一个“顿悟”来。中国人都聪明，聪明人做事情，当然最追求效率，最讲究“躺着就把钱挣了”的境界，又有谁会愿意在细节上傻傻地用工夫呢？太累。

因此，在这样的环境下，又有如此的认知，冒着杀头的危险，铤而走险，以身试法，也真是最天经地义的选择了。而“抓住了就枪毙”的想法，大约也跳不脱“终南捷径”的历史传承。但不幸的是，人世间的事，往往极

难取巧；虽不敢决绝地断定“虫洞”绝不存在，但找到“虫洞”需要神仙的眼力，对于整日在红尘中摸爬滚打的普罗众生而言，生活的意义，还需要在细节中寻找。

因此，“抓住了就枪毙”，就绝不是解决问题的好手段。要彻底解决这个总能让入撕心裂肺地痛的问题，恐怕还要踏踏实实地在细节上下功夫。细节上的功夫做足了，人贩子干事儿的成本就会大大增加，拐起孩子来就困难重重，即使侥幸拐成功了，也不容易带走，即使拐带走了，也很难卖掉，即使卖掉了，也很难赚得到钱。久而久之，估计就没人愿意自找麻烦。

不过，如此美好的愿景，实现起来恐怕颇有难度，因为要想让中国人变动一下积习，从古而今都是一件天大的难事。上千年来大大咧咧惯了，一下

子让人细腻起来，怎么能说变就变得了呢？这不是瞎说，现实的例子多得俯拾皆是。比如，河南驻马店烧烤一条街上的烧烤摊贩与当地居民的“喇叭大战”，反反复复，地方的执政者和执法者看起来一筹莫展得很，刚做了几天“细致”的工作，就没了耐心，撒手不管了，于是群众继续接着“斗”群众，看来只要不闹出人命来，这场“斗争”估计就得继续下去。

如此毛毛雨般的事情，为政者、执法者都没耐心予以彻底解决，像拐卖孩子这样复杂、千头万绪的事情当然就更更难难众生了。身边这样的事情碰到多了，就难免让人觉得条条框框、看起来无比细密的法律，也不过就是恐怕颇有难度，因为要想让中国人变动一下积习，从古而今都是一件天大的难事。上千年来大大咧咧惯了，一下

制订了完备的法律，但在现实面前却难以发挥效力，就真还不如没有法律。而要让一条条、一款款印在纸上的法律条文，在实际生活中真真切切地发挥有效作用，使人们能自觉地认真遵守，恐怕必须在细节上好好地较较真儿，而且要成天累月地一直坚持下去。

前几天，有媒体报道，成都一违章女子被查，却理直气壮地连扇了交警 7、8 个耳光；浙江台州一被交警拦下的违章司机，却“抓”了协警狂奔而去。这种看起来似乎都没多大事儿的个案，反复地出现在人们身边，法律就一定会被质疑，而被质疑的东西，很难让人心悦服地遵守，很难发挥应有的作用。总这么下去，社会也很难和谐得起来。

(作者系证券时报记者)

清代一次流产的“限购”

王国华

乾隆初年，曾经发生过一起官员提议限购的事件。今天的读者对“限”这个字已经不陌生了，房子限购，汽车限牌限购，可古代物质生产并不丰富，除了饥荒年粮米紧俏，鲜少发生抢购事件，限购政策亦相当罕见，即使这则所谓“限田”也是一个流产的提议。

该政策的提议者是顾琮。顾琮(?-1754)，满族伊尔根觉罗氏，字用方，镶黄旗人，时任漕运总督。至于他为什么提出这个政策，史料中语焉不详。看乾隆的批复，应该是为了限制富人囤积田地，故提出每户买田不得超过三十顷。《清史稿》中有一句话：“八年，以督运诣京师。入对，请行限田，上斥其扰民。”顾琮在京城对乾隆面陈限购粮田之策，被皇帝训斥。但《清稗类钞》将其

视为大臣有风骨的案例：“尝提议欲行限田法以均贫富，与用事大臣动色争于上前，无所挠挫(屈服)。”当时他提出这个议案，其他大臣当场反对，皇帝也站在他的对立面，但他并不屈服，而是当着皇帝的面继续争论，这说明他一定有自己的道理和逻辑。因为此事是具体的经济政策，皇帝并没一棍子将其打死，还是有容人雅量，继续说服教育。后来，乾隆专门下了一道圣谕，详述此事原委并给出结论。

在圣谕中，乾隆说：“尔以三十顷为限，则未至三十顷者，原可以置买，即已至三十顷者，分之兄弟子孙名下，不过数顷，未尝不可置买，何损于富民，何益于贫民？”关于限购后果，乾隆一下子说到了点子上，即，你打算借此均贫富，可是买得起田地的人，总能想出规避政策的办法。特别是限购一招，

无论古今都是公认懒政，哪里出现了问题，一限了之，从此跟我没关系。本来是执政者应该从根子上去解决的事儿，比如房产政策面对的问题应该是“居者有其屋”，限牌限号面对的问题还是有人能够几十套几百套地买入，限牌限号后堵城还是堵城。民众并未感受到限购限牌限号后带来的“利好”。“何益于贫民？”一句尤其准确，无论田地还是房子，买不起的还是买不起。联想若再丰富一些，其实所谓的计划生育政策也是如此。看看那些富豪、明星，超生不就是罚款吗？他有的是钱，花钱就是了。底层村氓也是随意超生，要钱没有，要命一条，你奈他何？

无论限什么，最受打击的只有中产阶级，他们是社会的中流砥柱，最健康，最活跃，也是最胆小怕事、最守法

和任人宰割的阶层。限购限牌，他们的改善型需求就会停下来，他们为了正常上班就要绞尽脑汁独自应对交通拥堵，古代若是“限田”，种田能手也就有劲儿使不上。中产阶级本是社会财富的主要创造者和积累者，无论限什么，都会打击他们的创造力——其实对整个社会是一种打击。

乾隆又说：“况一立限田之法，若不查问，仍属有名无实，必须户户查对，人人审问，其为滋扰，不可胜言。夫果滋扰于一时，而可收功于日后，亦岂可畏难中止？近辄转思维，即使限田之法，地方官勉强奉行，究于贫民无补，是不但无益而且有害也。”乾隆清醒地认识到，如果没有想明白后果，利弊尚未完整分析，就不要滋扰百姓。既然顾琮坚持，乾隆还是给了他一个台阶，“而顾琮犹以为可行，请率领地方官，

先于淮安一府试行之，朕令其与尹继善熟商。”尹继善乃当时的两江总督，雍正时代的政治新星，三十岁时即外放封疆大吏，继任的乾隆后来还跟他结成了儿女亲家。按当时的情势，顾琮在朝堂上和皇帝的争论应该传到了尹继善的耳朵里，以尹继善之聪明，自然附和皇帝。不过，即使从公理上看，尹继善也会反对限田，他在给皇帝的回奏中态度鲜明地表明了这一点。乾隆说：“今据尹继善陈奏难行之处，与朕语不约而同，则此事之断不可行，断不能行，实出人入之所同然，又岂可以尝试。特降旨晓谕顾琮，此事著停止。”

乾隆通过貌似民主的方式解决了顾琮的限购提议，虽然他心中早有定见。现在看来，从上至下地制止蛮干，某些时候还是必要的。

(作者系深圳作家)

银行混改与经济下行期政策摇摆风险

安邦咨询：混改难提高银行的核心竞争力

6 月以来，沉寂已久的银行股突然成为资本市场的热门。银行股上涨的逻辑就是混合所有制改革。混改只是一种形式上的改革而已，并没有从根本上改变银行本身。问两个问题就能检验：混改提升了国内银行行业的核心竞争力吗？国内银行业市场出现了明显好转吗？答案显然都是否定的。实际上，从银行行业的经营业绩来看，国内上市银行的业绩近几年都在走下坡路，不良净形成率自 2013 年以来一直在增加，至 2015 年第一季度才出现两年来的首次回落。其中，国

有大银行和城商行的不良净形成率还在继续上行。资本市场追捧银行混改的利润空间时，还要问一些根本性的问题：国企混合所有制改革到底为了什么？要实现什么目标？在我们看来，国企混改是为了解决国企体制和机制上的问题，通过引入非国有股东来导入市场化的现代公司治理机制，在推动市场化改革的同时，增强混改体制下的国企的竞争力。不过，以国有银行的庞大资产规模而言，随便引入一些资本根本无助于改变国企的资本结构，也难以真正改变国有银行的资本结构。如汇金 5 月 26 日在 A 股场内减持工行和建行分别达 16.29 亿和 19.06 亿元，减持后

汇金在工行、建行的股比分别由 46% 降至 45.89%、5.05% 降至 2.14%。即使有社会资本接盘汇金减持，也难以实现参与公司治理的目的。最终分析结论是，混合所有制改革对银行就是一次形式改革，并不能提高国有银行的核心竞争力。银行股股价大涨，只是资本市场对此的短期追逐而已。

高善文：经济下行期最怕政策摇摆不定

经济增速的下降本身并不可怕。实际上从很多国家的情况来看，在一个国家经济高速增长的时候，资本市场通常的表现都是比较平淡的；反而

是在经济增速大幅度下降以后，整个资本市场迎来了长期的繁荣。这一过程最重要的风险在于政府、企业和金融市场通常都不能够很快地认识到整个的经济增速在下降，它们通常会把经济增速下降的过程认为是短期的，认为可以通过经济政策来扭转和克服。在经济增速刚刚开始下降的时候，绝大部分人都不能认识到下降的原因，也不能预估到下降的长期性和严峻性。在这个时候，人们本能的反应都是试图采取很多措施，把经济增速拽起来。在这种情况下，便产生了一个矛盾，即政府拼命地试图通过政策把经济增速往上推，但整个经济的潜在增速却越来越低，从而使两者之

间产生一个很大的裂口。这个裂口在宏观层面上会有两个表现：第一，出现越来越严重的通货膨胀；第二，出现越来越严重的房地产泡沫，这两种可能性必有其一，在有一些时候两者有可能会同时出现。如何看待市场在未来的基本趋势？第一个基本估计：到 2020 年的时候，中国可以达到原来中央提出的，到 2020 年人均收入再翻一番的目标，但道路会很艰辛。第二个基本估计：我们已经看到，政府总体上放弃了反复去刺激经济的基本取向，转变成成为主动适应新常态。随着政府政策立场的转变，再次出现非常大的房地产泡沫风险的可能性不是很大。随后，资本市场会转为一个长期的繁荣。