

## 央行开展1400亿SLO 意在稳住资金面

继“双降”之后,央行昨日发布公告称,当天以利率招标方式开展了短期流动性调节工具(SLO)操作1400亿元,加权平均中标利率2.30%,期限6天。

在此期间,央行8月通过公开市场操作、中期借贷便利(MLF)等操作向市场净投放流动性超3500亿元,而自9月6日起生效的新一轮降准,所释放的流动性近7000亿元。

对于央行近日频繁通过多种货币政策工具释放流动性,民生证券固定收益分析师李奇霖表示,央行意在通过多种工具平抑资金面。尽管SLO释放流动性期限偏短,一般不足1周,但此举可以为27日1200亿到期的逆回购减压。虽然央行可能会考虑适当延长逆回购期限,但无论如何,此举还是反映在降准释放流动性出来之前,先用短期流动性投放工具稳住资金面。”李奇霖说。

央行维稳资金面,本质上仍是稳住实体经济的信用链条。李奇霖解释称,实体产能过剩主体自身造血能力不足,对外部融资需求高,信用链条较为脆弱。如果资金面偏紧就会影响金融机构信用投放,继而导致外部融资需求无法满足,最终发生金融风险。因此,资金面平稳则信用链条稳。

中金公司研报也认为,在外汇占款显著减少、财政存款持续增加的背景下,基础货币投放渠道愈发闭塞,除了25日宣布即将降准50个基点外,央行今年年内还需大幅下调存款准备金率100个基点。今年M<sub>2</sub>增速至少应达13%(高于官方目标12%),才能为放缓的经济增长提供足够的支撑。尽管出现了一些积极迹象,经济增长和再通胀动能依然较弱,在经济迎来较持续的复苏之前,货币政策仍需维持一个宽松的态势。”中金公司研报称。(孙璐璐)

## 投资者应牢记“买者自负”

证券时报记者 程丹

交易系统、风险提示、经纪佣金、转托管等的证券经纪业务产生纠纷,当涉及股票和产品的购买问题上,投资者应牢记“买者自负”,审慎作出判断。

记者从深圳证监局了解到,投资者张某由于证券营业部技术原因,未能按交易所通知要求阅读确认相关风险揭示即买入某只停牌后首日上市的ST股票,因亏损提出赔偿诉求,与营业部发生纠纷。经深圳证监局引导,投资者向深圳证券期货纠纷调解中心申请调解。调解员针对双方实际情况采取有针对性的措施,并向她讲明应树立风险意识和“买者自负”的道理;对营业部一方,调解员则就其工作中的疏漏和客户关系等方面讲解利害关系。经过一个多小时的调解,双方当场签订调解协议,客户同意继续留在该营业部。

另一则纠纷也与经纪业务相关,投资者刘某母女认为证券营业部收取高额佣金,且存在服务不到位的情况,损害了中小投资者的利益。双方因多次协商未果,纠纷久拖不决导致情绪对立,投资者对营业部非常不满。经深圳证监局积极引导,营业部向中心提出了调解申请。调解员安抚投资者情绪,又分别采取“背靠背”、“面对面”的调解方式,释法明理、消除猜疑、劝和促谈,既讲“法理”又讲“情理”,既解“法结”又解“心结”。最终,双方当事人当场达成调解协议。

分析人士指出,涉及交易系统、风险提示、经纪佣金、转托管等的证券经纪业务纠纷在实践中较为常见,经营机构如能及时妥善处理,不仅可以维护客户关系、提升客户体验,还可以及时发现业务中存在的漏洞和风险;如未能及时处理,则容易导致投资者产生对立情绪。上述纠纷还反映出目前投资者教育工作存在的持续性、有效性问题。不少投资者风险意识较为淡薄,经营机构往往满足于在开户资料中书面提示相关风险,而疏于通过当面沟通、交易软件弹窗提示等灵活性强的方式做好投资者教育工作,更是鲜见形式新颖活泼、喜闻乐见的交流沟通。部分投资者难以理解,也无耐心阅读开户资料中繁复的文字条款,不能对证券投资活动和存在的风险有直观的认识,难以树立起正确的投资理念,因而容易遭受超出其承担能力的亏损,在一些争议问题上与机构也难以达成共识。

上述人士指出,调解具有灵活、便利和保密的优势,可以引导投资者将各种法律关系、全部情、理、法主张提交调解充分讨论,还可以缓和对立情绪,修复当事人之间的关系。深圳辖区的实践表明,独立、专业、便捷的调解机制是投资者纠纷解决体系不可缺少的组成部分,具有推广的价值。

该人士建议监管部门制定措施,督促经营机构采取投资者容易接受的形式加强投资者教育和风险提示。此外,通过投诉处理和调解机制,在个案中向投资者宣传正确的投资和风险理念,也是一种效果较好的方法。

“公平在身边”投资者保护专项活动专栏(37)

# 股市历经冲击和洗礼将更趋成熟和稳健

——港股市场历次股灾特点分析及灾后制度建设借鉴

证券时报记者 吕锦明

近期环球股市大多经历了剧烈震荡和大幅度调整,港股市场上多数分析人士认为,目前全球正经历新一轮股灾的冲击,内地A股市场近年来与港股市场的关联度越来越强,尤其是标志着两地市场进一步互联互通的沪港通机制启动后,A股和港股的关联更加紧密,港股的发展历史较A股更长,因此,港股所经历的历次股灾及市场恢复和建设经验,很值得内地市场参考和借鉴。

## 1967年股灾 促香港交易所雏形初现

1966年5月,内地爆发文化大革命,风潮蔓延至香港。1967年,香港爆发了“反英抗暴”运动,反抗英国政府管治的运动此起彼伏,港英政府出动大批军警镇压示威群众,一时间香港市民人心惶惶,再加上各种谣传泛滥,令大批外籍人士以及香港世家子弟担心人身和财务安全,便开始大量抛售股票和物业,大量财富因此被转移离港。这引发港股恒生指数由1966年2月28日85.81点的当年最高点,跌至1967年8月31日的58.61点,并创出恒生指数有史以来最低纪录,由1966年高点计算的跌幅达32%,如果再加上香港银行挤提潮出现之前的下跌,跌幅更高达43.39%。

这次股灾主要是受累于当时政局不稳,市场自身的基本面实际上并无太大变化。因此,之后在1968年12月底港股收市时恒生指数已达到107.55点,比年初的66.92点上升超过60%;踏入1969年后,香港股市持续攀升,气势凌厉;在1969年至1972年这4年期间,恒生指数每月平均数上升了近3倍。

值得一提的是,在1969年至1972年间,香港设有远东交易所、金银证券交易所、九龙证券交易所,加上原来的香港证券交易所,形成了4家交易所鼎足而立的局面,而且有愈来愈多证券交易所加入。为此,港英政府于1973年3月1日紧急颁布了《1973年第20号法令》,即《证券交易所管制条例》,旨在遏制当时滥开证券交易所的风气,同时着手撮合4个交易所合并,希望借此提升香港股票市场的整体素质,这就是日后4家交易所合并成如今的港交所的历史背景。

## 1973年股灾后 港府剑指恶意炒作

1969年以后的港股市场,每当有新股上市股民便一拥而上认购,由于当时香港市场的新股供应量有限,参与新股认购多能取得不俗的收益,这些情况类似于现在A股的打新股。在1968-1972年期间,港股的升幅分别为:61%、44.6%、36.3%、61%、147%;成交量分别为:9.44亿、25.46亿、59.89亿、147.93亿、437.58亿港元,可谓价齐升,属于“超级大牛市”的表现。不过,一直被看好的股价渐渐脱离了公司的实际盈利水平、香港经济及社会的发展情况,以至于制度上的创新和变革也被忽略了,港股在行情过急、过剧、过滥的膨胀与扩张下终于乐极生悲,酿成股灾。

由古天乐、吴彦祖等明星主演的《窃听风云2》,反映的正是1973年香港股灾情况。业内人士认为,其实1973年香港股灾就是港股股票普及化后第一次股灾,也是港股股市史上最大规模的股灾。从1968年到1973年的近5个年头里,香港股市经历了一个漫长的“牛市”,全港市民都沉醉在股票生财的梦里,虽然当时的港英政府已经再三提醒民众警惕股市泡沫,但多数香港股民置若罔闻……之后,恒生指数从1973年3月9日最高的1774.96点跌至1974年12月10日恒生指数最低的150.11点,跌幅高达92%!分析普遍认为,此次股灾的罪魁祸首之一是外资大行,它



们借香港股市长期以来积累的虚高之先注资哄抬股价,又在高点将所有股票抛出获利离场,导致恒生指数一泻千里。

为了冷却过热的炒风,港府在1973年1月6日宣布成立“证券咨询委员会”;另外,鉴于当时股市跌势过急,4家交易所和银行负责人先后约见当时的财政司司长夏鼎基,商讨稳定股市的政策,港府在坚持“不会干预利伯维尔场运作”的前提下,对银行及交易所提出的一系列自发性措施,包括:(一)押后新股上市3个月,减少股票供应;(二)严限经纪24小时内成交,遏制抛空炒作;(三)部分大型银行同意放宽股票按揭贷款,放松市场银根;(三)解除外汇管制,挽回市场的投资信心等。

到了1973年8月1日,当时的香港立法局通过了《禁止开设期货交易所条例》,此项法案虽然没有改变当时香港的交易所数目,但港府希望收紧市场活动空间并加强股票买卖监察的态度则十分明显。之后,港英政府立法局在1974年通过了《1974年证券条例》、《1974年保障投资者条例》;同年4月及8月,香港先后成立了证券登记公司总会、证券交易所赔偿基金,期待以此拨乱反正,恢复市场秩序。

## 1987年股灾后 香港证监会成立

1973年股灾后,港股经历了一段相对较长的平稳发展期。到了1987年,港股已经累积了相当大的升幅,此时全球化影响初显,亚太区股市在无任何利空消息的情况下,先于美国股市开始大幅下挫且跌势非常急。但是,香港交易所却错误地宣布股市4天,令沽盘累积,沽压无法得以释放,投资者于复市后立即集中沽售股票,市场出现恐慌性抛售令港股再次大幅下跌——恒指从1987年10月1日的3968.7点,最低跌到同年12月7日的1876.18点,历时仅2个月左右,跌幅高达53%。值得庆幸的是,港股在经历急跌后迅速修正了之前过高的估值,重新恢复升势。

这期间,港府为应对市况宣布了一系列的救市措施,包括:豁免上市公司买回自己股份的限制;外汇基金、赛马会、汇丰银行等均入市买股票等;《香港证券及期货事务监察委员会条例》在之后两年开始制定,并依此成立了香港证监会。

## 1997~1998年股灾间 港府主动出击

1997年10月,国际炒家开始

围攻香港,纷纷做空港股和港币。恒生指数从1997年8月7日16673点开始急剧下跌,1997年10月28日就跌破10000点,跌幅达45.6%,股市市值2个月之内蒸发21000亿港元,约占总量的三分之一;1998年港股继续下跌,恒指当年8月13日跌至6660点。

市场分析认为,这是由于国际炒家的精准狙击,以同时沽空港元及恒指期指来获利。此次股灾对于香港市场管理层的影响主要在于对市场管理观念的变化以及在金融监管问题上的变化——从最早的不干预市场到1998年的主动入市干预。1998年10月,香港特区政府成立了外汇基金投资有限公司,其功能之一为就该投资组合以一个有序的方式沽售提供意见;到1999年11月,成立

# 股灾后制度建设创新令监管趋完善

证券时报记者 吕锦明

“每逢股灾,香港市场的相关环境和体系都会发生变化,一系列的政策和制度创新因此应运而生。”香港资深金融及投资银行家温天纳分析说,“在香港的证券法例领域,第一条证券法例可以追溯到在1973年香港大股灾通过的《证券交易所管制条例》。”

东航金融(香港)副总经理廖科表示,纵观香港股市的发展历程,从上世纪的港英时代开始到现在的,港股市场、投资者和监管部门都经历了巨大的变化,市场的主要影响因素也出现了很大改变,例如,从开始的政治事件影响股市(1965年、1967年),到后来的全球经济形势影响股市(2008年);从早期的市场不健全(1973年)带来负面影响,到后来的法规健全和应对得力(2003年);从之前拘泥于市场依靠手段(1997年),到之后全方位主动入场救市(1998年),再到现在香港特区政府相关部门应对当前股市大跌表现出的沉着冷静。

温天纳认为,从港股制度发展和创新的角度看,有许多可圈可点、值得研究之处,例如:港府在1974年制定了《证券条例》和《保障投资者条例》,以监管证券市场的运作和保障投资者的利益;1987年股灾之后,港府成立“证券业检讨委员会”,委员会提出的其中一项建议是成立独立于政府的法定机构,该机构应拥有

以交易所买卖基金为架构的盈富基金,将已购买的港股部分售回到市场。

## 2000~2003年股灾间 积极应对事件性因素

2000年后,刚从1997年金融危机中恢复过来的香港股市再迎来自科网股泡沫爆破、911恐怖袭击、SARS事件引发的股灾,恒指从2000年3月的18397.57点跌至2003年4月的8831.87点。

值得一提的是,这期间一系列股灾主要由事件因素影响,而一般上市公司的基本面并未有太大问题,所以在非典过后港股有了大幅的反弹。香港特区政府在非典期间及时推出了涉及金额约118亿港元的八项救市措施,同时推出各项宽

免措施切实降低市民负担和企业经营成本。

## 2008年股灾 未采取制度改革

2008年香港发生两次股灾。第一次股灾发生在1月中旬下旬,由法兴银行违规交易事件引发外围大幅下跌,恒指自1月初的27800点跌至1月22日的21700点,共跌去6000多点(曾于一日内跌2000多点);此后,9月15日,雷曼兄弟破产引发金融海啸,恒指于雷曼事件爆发前的19352点,到最后以14387点作结,全年共跌48.1%,创1974年以来港股表现最差的一年。

这次主要是受到全球经济因素影响,港府因应市场运作规律采取微调动作,并未采取更大的行动和制度改革。

广泛的调查及实施纪律处分的权力,从而有效地履行其监管职能,港府为此通过订立《证券及期货事务监察委员会条例》,并于1989年5月成立了香港证监会;为进一步提高证券市场的监管水平和配合市场需要,港府亦分别于1988年和1991年制定了《证券(披露权益)条例》和《证券(内幕交易)条例》,增加市场的透明度及遏止不公平的交易。香港市场在经过约30年的发展,到2002年港府制定了长达1300多页、香港史上篇幅最长的条例——香港《证券及期货条例》。温天纳认为,这部法例综合和更新10条在過去28年订定的条例,引入公平、有效率和具透明度的监管制度,不但令香港的监管制度与国际标

准看齐,还促进市场创新和发展。“此外,港府曾经增加银行体系流动资金,以此增加香港抵御外来金融冲击的能力。香港政府这些行动有如2008年9月在金融海啸期间,为了稳定英国和美国金融市场,配合市场需要,港府亦分别于1988年和1991年制定了《证券(披露权益)条例》和《证券(内幕交易)条例》,增加市场的透明度及遏止不公平的交易。香港市场在经过约30年的发展,到2002年港府制定了长达1300多页、香港史上篇幅最长的条例——香港《证券及期货条例》。温天纳认为,这部法例综合和更新10条在過去28年订定的条例,引入公平、有效率和具透明度的监管制度,不但令香港的监管制度与国际标

### 节目预告

甘肃卫视《投资论道》呈现全新投资盛宴——携手《证券时报》、深圳证券信息有限公司、《新财富》杂志社;联合全国百余家券商上千家营业部;携手明星投顾、寻找市场热点、挖掘投资技巧。敬请关注!

■今日出稿营业部(部分名单):

长城证券北京中关村大街证券营业部 中信建投证券北京方庄路营业部  
中凯证券北京安立路营业部 申万宏源证券北京紫竹院路营业部

■今日出稿嘉宾:

国开证券首席策略分析师 李世彰

■主持人:沈旭 ■播出时间:甘肃卫视《投资论道》晚间22:20