

评判中国经济看“单科”更要看“总分”

证券时报记者 许岩

8月份全国铁路完成货运量下降15.3%，前8月工业用电量下降0.7%，近期一些传统微观指标持续走弱，而宏观经济依然处于合理区间，这种“背离”引起无数争议，也引发了人们对中国经济的担忧。恰恰是这一定程度的背离反映出我国经济结构在不断优化，也是经济发展新常态的重要特征。

一直以来，人们更喜欢用铁路货运量、工业用电量等指标来衡量中国经济的真实增长水平。而且从国际经验看，经济扩张时，用电量和货运量会冲在最前面；经济降速时，这两个指标的回落程度也会更深。

今年以来，我国发电量、铁路货运量一路下行，尤其是铁路货运量，从2012年下半年开始，就已跌入负增长的区间。特别是作为年度开局的第一季度货运量竟然回到了5年前的水平，这令人感到有些悲观消极。

如果按以往用铁路货运量、用电量的惯例来评判，那经济情况必然是难如人意，但结果却是我国宏观经济依然处于合理区间，简单地讲，就是经济形势还是可以的。这该如何解释呢？

先分析这两个指标下降的原因。铁路货源50%以上是煤，另外还有钢铁、有色、化工等大宗原材料，但经济下行期对这些原材料需求肯定有所下滑，一定程度上转嫁到了铁路货运量上，对铁路货运产生了不小的波及。此外，多种交通运输方式，如公路、水路、航空等蚕食着有限的市场，从而降低了企业对于铁路运输的选择度。

再看看用电量。用电量增速放缓服务业比重提高、工业转型升级加快的影响，同时也反映出能源利用效率提高、能源消费结构优化。因此可以说，今年以来用电量增幅的下降和铁路货运量的大幅度下滑与资源密集型、产能过剩行业不太景气是密切相关的，部分地反映了经济的下行，并不能代表整体经济运行趋势。

可见，由于当前经济的结构分化特征十分明显，而用电量和铁路货运量与经济整体变化之间的数量关联度也发生了变化，但仍然是观察经济走势的重要指标。但随着单位GDP能耗的不断下降和能源结构的改变，必须客观全面地看待这些指标的新变化，看到其背后的阶段性特征和经济结构调整的积极变化。

如果还是用过去的思维逻辑来分析主要经济数据，从根本上说是没有适应“新常态”的变化。简单地讲，相比服务业，工业某种程度上已经成了“次要部分”，而且随着中小企业的发展，规模以上企业对整体工业的代表性也在下降，如果拿次要部分的数据来预测整体经济，就可能失偏颇。

要更准确把握中国经济全貌，关键是要修正误差、完善指标体系，单一的数据不一定能简单契合，还要配合就业、收入等综合指标。看中国经济，不能只看眼前、看局部、看“单科”，更要看趋势、看全局、看“总分”。

亚洲股市创近四年来最好单周表现

证券时报记者 吴家明

本周，亚洲金融市场一扫阴霾，股市节节高升，亚洲货币也跟随股市和大宗商品价格反弹。在昨日亚洲股市交易阶段，摩根士丹利资本国际亚太指数盘中上涨0.7%，使本周以来的累计涨幅达到4.6%，创下自2011年12月份以来的最大单周涨幅。昨日，亚太股市普遍上涨，日经225指数报18438.67点，涨幅为1.64%；澳大利亚和新加坡股市涨幅超过1%，中国香港恒生指数上涨0.46%，欧洲股市也高开高走。美联储最新公布的会议纪要暗示不急于加息，提振了投资者信心。美联储官员指出，美国经济正持续回升，但美联储决定等待更多经济数据来确认经济增长。上周公布的疲软非农就业报告公布后，美国联邦基金利率期货市场显示，美联储在2015年加息的概率已经下降至50%以下。金融博客ZeroHedge也表示，随着美联储加息概率逐渐下降，热钱也再次流入亚洲新兴市场国家。

最近，国际油价也有所回升，美国WTI油价自7月以来首次于盘中突破50美元整数关口。大宗商品巨头嘉能可也终于坐不住了。在对锌减产三分之一的计划宣布之后，国际锌价昨日盘中大涨10%。嘉能可在一份声明中表示，该公司锌的年产量将缩减约50万吨，包括澳大利亚、南美洲以及哈萨克斯坦的其他项目产出也将有所缩减。此外，大宗商品巨头来宝集团也宣布大幅削减铜和锌的交易业务，专注于利润更高的油气业务。

亚洲货币也跟随股市和大宗商品价格反弹，马来西亚林吉特创下自1998年以来的最大单周涨幅，泰铢和韩元等亚洲货币兑美元的汇率急剧飙升。印尼盾兑美元汇率昨日盘中飙升3.3%，本周以来印尼盾兑美元汇率已上涨超过9%，势将创下2001年以来的最大单周涨幅。

证监会明确加强程序化交易监管指导思想——

严格管理限制发展趋利避害不断规范

证券时报记者 程丹

有分析人士指出，证监会规范程序化交易行为，有利于加强证券期货市场监管，维护市场秩序，保障投资者合法权益，毕竟程序化交易坚决执行既定的交易策略，即便A股有涨跌停板作为保护，也仍有可能引发大面积突发风险。

证券时报记者 程丹

就证监会发布的《证券期货市场程序化交易管理办法（征求意见稿）》，证监会新闻发言人张晓军昨日表示，现阶段将按照“严格管理、限制发展、趋利避害、不断规范”的指导思想，加强对程序化交易的监管。

有分析人士指出，证监会规范程序化交易行为，有利于加强证券期货市场监管，维护市场秩序，保障投资者合法权益，毕竟程序化交易坚决执行既定的交易策略，即便A股有涨跌停板作为保护，也仍然有可能引发大面积的突发风险。

程序化交易是双刃剑

程序化交易是技术进步与市场创新的体现，是一把“双刃剑”，对资本市场有利有弊。程序化交易由于反应速度快、没有人类的感情干扰，可以坚决执行既定的交易策略，故有可能因为股指一点点小波动就引发股价的快速暴跌或者暴涨，例如港股汉能薄膜发电、美国的闪电崩盘，都有程序化交易参与其中，分析人士指出，A股虽然有涨跌停板作为保护，但仍然有可能引发大面积的突发风险。

纵观成熟市场，程序化交易发展较快，主要源于其多交易场所的市场结构，也源于其机构投资者为主的投资者结构，程序化交易可平滑不同市场和关联产品价格，提供市场流动性，提高价格发现效率，也有利于克服交易中人为因素的影响。但是，程序化交易也有加大市场波动、影响市场公平性、增加技术系

统压力等消极影响，境外监管机构对程序化交易的监管力度也在不断加大。

张晓军表示，要清醒地认识到，我国资本市场有其自身特点，一是发展宗旨是服务实体经济，在市场流动性已经较为充足、换手率较高的情况下，通过程序化交易进一步提高流动性不是当前面临的主要问题。二是投资者以中小散户为主，而程序化交易主要为机构或大户所采用，过度发展程序化交易不利于公平交易。三是市场投机炒作等问题仍较明显，通过程序化交易

深沪交易所将重点监控9种异常程序化交易行为

证券时报记者 朱凯 朱筱珊

为防范程序化交易对市场秩序和安全运行可能带来的冲击，遵照中国证监会《证券期货市场程序化交易管理办法（征求意见稿）》要求，深交所、上交所昨日分别发布了相关管理实施细则的征求意见稿。

据介绍，两个交易所此次起草的细则，在证监会《办法》列明的7项可能涉嫌操纵市场的情形基础上进行了细化补充，明确了9种异常交易行为并予以重点监控；结合监管实践和程序化交易特征，对报撤单频繁、申报笔数较多的程序化交

易予以重点关注，明确了四种重点监控情形。

细则指出，程序化交易者只能分别使用一个证券账户、股票期权合约账户进行证券、股票期权的程序化交易。对存在“一个交易日内出现5次以上每秒申报5笔”、“1秒内完成申报并撤销申报，且日内出现3次以上”、“日内申报2000笔以上”的程序化证券交易予以重点关注。

此外，交易所将对程序化交易不以成交为目的，频繁申报并撤销申报，或者大额申报并撤销申报”、以涨跌幅限制价格频繁申报并撤销申报，或者大额申报并撤销申报”

引入指令审核制度

值得注意的是，《办法》规定了指令审核制度，这是我国证券期货市场管理的一项新举措，张晓军表示，此举旨在维护市场正常交易秩

序，避免对市场流动性的过度冲击。

具体来讲，指令审核制度就是要求证券公司、期货公司建立程序化交易和非程序化交易的风险隔离机制，对程序化交易账户使用专用的报盘通道，并分别设置流量控制。证券公司、期货公司和基金管理公司需加强客户和自身程序化交易的指令审核，并适时进行人工复核。

张晓军解释，机构投资者实行适当的交易自律，例如在涨跌停板附近限制下单，避免大额、连续订单造成流动性紧张或价格冲击等，在我国证券期货市场已开始推广；交易所会员对大额、快速指令进行审核则是成熟市场的通行做法，也是保障交易市场正常功能的重要屏障，与人工交易相比，程序化交易具有申报速度快、申报频率高等特点，《办法》要求证券公司、期货公司建立指令审核制度，而不是不加过滤地将程序化交易指令直接送达交易所主机，旨在维护市场正常交易秩序，避免对市场流动性的过度冲击。

同时《办法》规定证券、期货和基金业协会负责制定程序化交易指令审核指引并开展自律管理，张晓军表示，主要考虑这是行业的一项

等异常交易行为予以重点监控。

深沪交易所上述程序化交易管理实施细则指出，境内程序化交易者参与证券交易，不得由在境外部署的程序化交易系统下达交易指令，也不得将境内程序化交易系统与境外计算机相连接，受境外计算机远程控制。

细则指出，根据程序化交易的委托成交比例、撤单频率等情况，按照差异化费率向会员、拥有或者租用交易单元的其他机构收取程序化交易申报费。其中，对当日撤单申报比低于40%且成交申报比高于60%的，不收取程序化交易申报费；

新实践，需要形成可操作的行业标准。总之，当程序化交易者的交易金额或频率达到对市场流动性产生明显影响的时候，即使其不具有影响市场价格或交易量的故意，也负有审慎交易的义务。

此外，《办法》还规定了六类禁止性行为，包括频繁申报并频繁撤销申报，且成交委托比明显低于正常水平，在收盘阶段利用程序进行大量且连续交易，影响收盘价；连续以高于最近成交价申报买入或连续以低于最近成交价申报卖出，引发价格快速上涨或下跌，引导、强化价格趋势后进行大量反向申报并成交等。

张晓军强调，在日常监管实践中发现，有部分程序化交易偏离了理性投资可解释的范畴，涉嫌故意加大流动性冲击的程序化交易行为，《办法》中规定的相关禁止性行为既不同于证券期货交易所认定的异常交易行为，也不直接认定为市场操纵行为，三者之间既有区别也有联系还可能转化，责任后果有所不同也可能竞合，从而在自律监管、行政监管和对违法犯罪行为的打击等不同层次构筑了保护投资者权益、维护正常交易秩序的立体防线。

证监会就11宗涉嫌违法减持案件集体听证

证券时报记者 贾壮

从昨日开始，中国证监会连续两日对11宗涉嫌违法减持上市公司股份的案件举行听证会。此次听证与以往有两点不同：一是听证会全程向媒体公开，二是首次集中和大规模举行。

此次公开听证的11宗涉嫌违法减持案件分别是：丹邦投资涉嫌违法减持“丹邦科技”案，郭洪生涉嫌违法减持“蓝英装备”案，王传华涉嫌违法减持“阳谷华泰”案，中航投资涉嫌违法减持“中航黑豹”案，王海鹏、王治军涉嫌违法减持“美盈森”案，张田涉嫌违法减持“金信诺”案，王明旺涉嫌违法减持“欣旺达”案，天津中南联控股有限公司涉嫌违法减持“津劝业”案，华仁世纪集团涉嫌违法减持“华仁药业”案，东兆长泰涉嫌违法减持“涪陵榨菜”案，宁波工业投资集团有限公司涉嫌违法减持“维科精华”案。

前期，证监会对持股5%以上股东、一致行动人和实际控制人违法减持行为进行了严厉打击，此次听证的案件均为执法行动中涉及的案件。关于行政处罚适用法律和量罚尺度的问题，证监会新闻发言人此前曾作出解释。

第一，违法行为的认定方面，严格按照《证券法》第38条、第86条的规定，对持股5%以上股东、一致行动人和实际控制人违规减持过程中涉及的信息披露、限制期内转让

股份两个违法行为均予以认定和合并处罚。

第二，法人股东违法行为的责任认定方面，严格按照《证券法》第193条和第204条的规定，对法人和责任人实行双罚制。

第三，裁量幅度上，统一考量违法情节和社会危害性，对在限制期内违规减持股票的违法主体，按照“违法买卖超比例越多、买卖金额越大，处罚越重”的量罚原则，根据违法减持比例，采取有梯次递增的量

罚尺度，并明确了限期改正的要求。证券时报记者从听证会现场了解到，各听证案件主要履行了以下几项程序：听证主持人询问案件当事人是否申请回避，证监会就违法减持类案件的法律适用和量罚原则统一释明，由调查人员对案件涉嫌违法事实、法律适用、行政处罚建议等内容进行简要陈述，当事人对涉嫌违法事实提出申辩意见，由听证员、调查员对当事人在听证会上的陈述申辩及当事人已事先提交的书

证券时报记者 程丹

昨日，证监会通报了证券期货经营机构信息技术专项检查情况，7家金融机构被采取了行政监管措施，另外，期货业协会将对存在违规问题的1家期货公司风险子公司，采取自律惩戒措施。

按照年初既定工作计划，今年8月中旬，证监会组织部分派出机构对25家证券、基金、期货经营机构含相关子公司的信息技术系统

管理及运行安全等事项进行了专项检查。

证监会表示，检查发现，部分机构落实《关于加强证券公司信息系统外部接人管理的通知》、《关于清理整顿违法从事证券业务活动的意见》不认真、不深入，存在前期自查中漏报涉嫌配资账户，或者部分产品下设子单元违规进行证券交易等问题，严重违法证监会“了解你的客户”等监管规定。

对此，证监会决定，拟对3家证

券公司暂停新开证券账户1个月的行政监管措施，对1家基金子公司采取责令改正并暂停办理特定客户资产管理计划备案6个月的行政

监管措施，对1家基金公司、2家基金子公司采取责令改正并暂停办理特定客户资产管理计划备案3个月的行政监管措施。另外，对存在违规问题的1家期货公司风险子公司，期货业协会将采取自律惩戒措施。证券期货经营机构要认真落实证监会的监管规定和监管要

的效率确实较高，部分案件半个小时以内就可以结束听证，而此前完成一个案件的听证至少需耗时半天，部分涉案当事人较多的案件，甚至可能需要一到两天时间才能完成听证程序。

上述执法人员表示，听证环节完成后，证监会执法人员将对当事人申辩理由进行复核，并由证监会最终做出行政处罚决定。他还透露，以后还将根据强化执法效能的需要，选择适当的案件采取这种集中听证的方式对案件进行处理。

对当日撤单申报比高于70%或者成交申报比低于30%的，按每笔2元收取；对不属于上述规定情形的，按每笔0.2元收取。

此外，上交所细则还指出，对程序化交易者存在下列情形之一的股票期权交易予以重点关注：一是一个交易日内出现5次以上每秒申报五笔；二是日内申报在4000笔以上，且存在一秒内在同一期权品种不同合约不同方向开仓的行为；三是日内申报在4000笔以上，且存在一秒内在2个及以上期权品种上开仓的行为；四是日内申报在4000笔以上，且存在一秒内完成申报并撤销申报的行为。

证监会指出，从检查结果看，目前证券期货经营机构信息技术系统总体安全、运行稳定。但检查也发现，各机构信息系统软件开发及数据管理存在一些风险隐患，且不同程度地存在一些一般性合规问题。

证监会要求，全行业要保持高度警觉，采取行之有效措施，提高风险控制、合规管理的意识和能力。