

# 维护金融稳定还需多策并举

由于去年经济、金融运行中不确定、不稳定因素不断增加，至今，一些重要领域和区域金融风险隐患还依然存在。应多策并举化解风险，货币政策应适时适度预调微调，进一步加强金融宏观审慎管理，扎实做好金融风险监测评估和处置工作，尽快择机推出存款保险制度。

王勇

中国央行决定，从2012年2月24日起，下调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点，这是央行今年以来首次下调存款准备金率。在此之前，央行刚刚在安徽合肥召开了金融稳定系统工作会议。会议提出，央行要切实加强系统性、区域性风险的监测分析，重点监测分析地方法人金融机构、各类非银行机构和民间融资活动等的突出问题和潜在风险，防止局部风险演化为系统性、区域性金融风险。笔者认为，今年我国金融稳定形势更加严峻。为此，维护金融稳定还需多策并举。

## 多重风险凸显金融维稳重任

由于去年经济、金融运行中不确定、不稳定因素不断增加，至今，一些重要领域和区域金融风险隐患还依然存在。

一是民间高利贷泡沫风险。去年是实体经济最为艰难的一年，社会资金紧张诱使民间资金不断弃实投虚，一些地方竟然出现了全民放贷现象。还有一些资金雄厚的垄断国企、某些“三高”超募发行的上市公司，通过企业-银行-企业的转贷方式或其它方式，向中小企业和个人放贷，坐吃高额息差，成了食利集团。浙江、广东、江苏等民营企业多的省份出现了多起企业主因资金断裂、还不起高利贷而“跑路”、失踪和自杀事件，时值新年，温州老板“跑路”现象

仍有发生，其中蕴含着巨大的金融风险。

二是房地产信贷风险。房地产业是资金密集型行业，杠杆通常比较高，一旦房地产市场的泡沫破灭，房地产企业的现金流会很快枯竭，从而导致房企资金链断裂，并把风险迅速传递给银行，进而传递给整个社会，导致系统性风险爆发。虽然去年三季报显示，房地产信贷的风险尚在可控之中，不过今年，随着楼市调控持续深入，房地产市场的走势仍有众多不确定因素，为此，房地产贷款的风险管控也决不能掉以轻心。

三是平台贷款风险。地方政府融资平台贷款在我国已经存在了较长时间，但真正开始大规模积累是在金融危机全面爆发之后。由于应对危机的任务紧迫，加上贷款没有额度管理，地方政府的投资冲动得以充分释放，随之而来的是平台贷款快速增长。尽管近一年多来，管理层对平台贷款的管控成效显著，不过，当前防范与化解平台贷款风险，对我国防范系统性和区域性金融风险、财政风险，并促进国民经济稳健发展仍具有重大而深远的影响。

四是“影子银行”风险。近两年来，监管较少的信托公司、小额贷款公司、担保公司、典当行、网贷公司以及各类投资公司都在行使着准银行的职能，将储蓄转化为投资，被看作是“影子银行”的组成部分。正是这众多的非银行机构交织在一起，形成了一个巨大的民间借贷网络，吸收了大量银行资金和民间资金投入 to 高风险高回报的行业，如果不

加以控制，足以对区域经济以及区域金融稳定造成影响。还有，“影子银行”体系的发展，已经从根本上打破了传统的银、证、保的分野，并再次模糊了货币政策和金融监管政策的界限，也成为绕开宏观调控、规避金融监管进而制造金融和经济不稳定的工具。

五是跨境资金流出风险。去年下半年以来，在欧债危机、叙利亚、伊朗局势等外部市场持续波动的作用下，跨境资金波动随之加剧，国内的跨境资金面临流出风险。而跨境资金频繁进出，也反映出阶段性的套利资本流出的风险在增大。

需要指出的是，上述这些风险相互交织、相互影响，往往牵一发而动全身，存在着从局部金融风险向系统性、区域性金融风险转化的可能。

## 多策并举化解风险

首先，货币政策应适时适度预调微调。由于金融稳定的实现是由货币政策的调控要素与中介传导决定，因此，货币政策的适时适度预调微调也能起到维护金融稳定的重要作用。而央行此次下调存准率就是货币政策预调微调的具体体现，有利于缓解银行流动性压力，增强银行信贷投放能力，促进货币信贷合理增长，增强金融对实体经济的支持，这在某种程度上也是维护了金融稳定。

其次，进一步加强金融宏观审慎管理。积极构建逆周期的金融宏观审慎管理制度框架，研究制定政策措施，不断创新工具和手段，防止局部风险演化为系统性、区域性金融风险。比如，对于商业银行，管理层已经制定了资本充足率、动态拨备率、杠杆率、流动性比率四大监管新工具等，并出台了差别准备金政策，应该说可以有效实现对银行信贷投放的有效管控；而对于“影子银行”体系的信托贷款、理财产品等，可以通过特种存款、建立商业银行和“影

子银行”风险防火墙等制度，加强对理财产品、信托计划的监测和调控，实现比较有效的管控。

其三，扎实做好金融风险监测评估和处置工作。要切实加强系统性、区域性风险的监测分析，进一步加强和完善日常金融风险监测，依法规范开展金融机构稳健性现场评估，强化重大金融突发事件报告制度，强化银行、证券、保险业日常风险监测，加强金融稳定重点领域和热点问题的分析研究，重点监测分析地方法人金融机构、各类非银行机构和民间融资活动等的突出问题和潜在风险，敏锐发现、及时报告、妥善处理各类风险事件，防止局部风险演化为系统性、区域性金融风险。另外，建立健全金融危机防范预警体系和处置机制。尽早甄别系统性金融风险，有利于决策者提前作出政策反应，降低危机损失。因此构建早期危机预警系统不仅要识别系统性风险及金融脆弱性，还要将其按政策影响程度排列；不仅需要建立一套危机跟踪监测指标体系，还要建立危机监测长效机制。只有通过技术和制度两方面的紧密结合，才能够有效地保证金融危机防范预警体系和处置机制正常运转。

还有，尽快择机推出存款保险制度。央行在今年1月上旬召开的工作会议上提出，要进一步做好建立存款保险制度的准备工作。可以说，我国存款保险制度的建立，不仅有利于防范金融机构系统性风险，维护金融稳定，而且还能够促进银行业有效市场化和有序竞争。希望存款保险制度能够寻找合适的时机尽快出台。

(作者系中国人民银行郑州培训学院教授，银行业改革与发展研究中心主任)

## 焦点评论

## ■舆情时评 | First Response |

# 房产调控目标不要让人猜谜

夏天

近日一则“上海居住证满3年可购二套房”的新闻传得沸沸扬扬。消息的缘起是有传言称，上海楼市调控政策出现微调，外地户籍居民持长期居住证满3年，可以享受本地户籍居民同等购房资质，即可以购买第二套房。对此，上海市房管局有关负责人明确表示，这一操作办法从限购政策开始实施时就已经执行，上海楼市限购政策没有调整变化并将继续严格实行，云云。

根据中国上市公司舆情中心的监测，微博上此事的讨论十分热烈。姑且不纠结于上海的房产调控是松动还是从未改变，但此次官方的明确表态，无疑是确认“上海居住证满3年可购二套房”，这与此前公众的认知还是有一定的差距。有网友于是把这一事件与此前佛山、芜湖“政策几日游”事件结合起来，认为“上海政府也开始顶不住楼市成交低，卖地收入少了，开始放松外地人购买二套房了”，也有网友认为：“（限购）虽然使交易量下来了，但怎么还是买不起房子？”此外有人认为，这是限购令松动的前兆，楼市才是带动经济回暖的重要指标，限购令的退出只是时间问题。

客观而言，本轮房地产调控以“房价回归合理水平”为目标，以在房价上涨过快的重点城市限价和针对特定人群限购为主要手段。这种对于价格和购买资格的人为干预，其实与几十年前的民众所熟悉的粮票内票在本质上无异，行政色彩和应急意味浓厚，对市场实行了直接的干预，一定程度上对户籍制度改革和劳动力自由迁徙亦有妨碍，所

以本轮调控一开始就被定义为一种临时性的应急政策。我们看到，或许是因为当时情势严峻，决策时间紧张，这项临时性政策的出台时并没有对调控目标进行量化描述，也没有对政策执行时间进行严格界定。

比如去年的“国八条”对住房限购措施的表述是“在一定时期内”从严制定和执行，这种表述过于模糊，留下了弹性运作的空间。保证弹性空间的好处是决策层更加灵活，但市场各方，乃至地方政府和中央有关部门之间则因为利益诉求各异，或是因为认识高度参差，难免会有理解上的不同。所以到了去年年底部分城市限购令到期，外界揣测限购即将“自动失效”时，住建部则再次发出了要求地方限购政策延期的通知，地方政府的“政策竞猜”遭遇尴尬局面。

对于一项临时性的应急政策再次延期，决策层当然有视为必要的理由。但同时也应看到，在信息不透明的情况下利益各方靠“竞猜政策”、“踩反应”进行决策可以被视为一种博弈，而这种博弈客观上造成国家资源和社会财富的耗费，甚至是某一时段某个城市的“朝令夕改”，这种行政成本同样让民众无所适从。更为重要的是，限购令客观上面临着退出难题，有不少人认为，贸然取消限购，可能会激发房价报复性上涨，调控成果将付之东流。所以对于本轮房地产调控的目标、限购政策的调整窗口如何打开、限购退出后会有怎样的跟进政策等全社会共同关心的问题，也亟待管理层尽快给出更为量化和更为明确的预期。

(作者系中国上市公司舆情中心观察员)

# 盛大私有化退市的启示

李允峰

2月15日，盛大互动娱乐宣布，公司特别股东大会上多数股东投票赞成和批准了CEO陈天桥家族23亿美元收购盛大在美发行股份的提议。此前，盛大CEO陈天桥、其妻雒芊芊和其弟陈大年提出以每股41.35美元的价格收购在美发行的美国存托股份，该收购价较消息公布时的股价溢价24%。在收购完成后，盛大将成为私有化公司，其美国存托股票也不再于纳斯达克市场挂牌交易。

盛大网络在国内投资者看来无疑是一块“香饽饽”，公司是全国性的娱乐帝国的缔造者，拥有游戏、视频、文化传媒等诸多概念，而且公司并没有陷入任何的丑闻或者财务危机，在这种情况下，盛大私有化退市自然吸引了大量眼球。其实，倘若到北京，买的没有卖的精”，陈天桥提出以每股41.35美元的价格收购在美发行的美国存托股份，自然有更加意的“算盘”，通过私有化

退市，盛大网络不仅可以摆脱美国股市对上市公司要求高度透明的制约，还可以把更多的精力和财力放到拓展和实施公司长远计划项目上去。至于在合适的机会选择回归A股，让盛大网络展现自己公司真实的价值，这同样有很大的可能。由此看来，盛大网络退市是一笔非常划算的买卖。

盛大私有化退市，与国内股市实行的强制退市是两个概念。前者是公司的自愿行为，而后者则是公司不得不接受的强制退市。在美国股市私有化退市的 中国公司并不少，如同济堂、乐语中国、安防科技等等，这些公司选择退市很多是认为公司在美国股市被极度低估，与高昂的上市成本相比，退市成为最好的选择。当然，美国股市中的国内公司也有采取增持公司股份来提振公司股价的，只不过私有化退市的决策更为激进和大胆。从盛大私有化退市市来看，国内股市相比美国股市要宽松得多，尤其在对上市公司的盈利要求和透明化上，盛大主动退市很重要的一个原因就是美国股市

不会对公司业绩不好长期忍耐，而在公司决策上却不得不非常透明，很多决策要符合公司短期盈利需求，这往往造成和公司高层决策的矛盾。如此看来，国内股市对上市公司的透明度要求还是太低，而投资者与美国股市的投资者相比，国内投资者过于弱势。

可以预见的是，盛大网络完成私有化退市之后，公司回归A股市场寻求更高的估值是大概率事件，毕竟，无论从哪个角度看，在国内A股上市盛大网络都能够取得比美国股市更高的估值和更热情的欢迎。在2011年的3月份，作为政协委员的陈天桥，提出了《加速推进国际板上市，助力红筹“孤儿股”归国效力》提案，在提案中陈天桥从盛大自身感受出发，把公司自比作“孤儿股”，表达了归国效力的意愿。可见，盛大从美国私有化退市之后，在A股上市是早晚的事。相对于在美国股市上市来说，因为很多投资者都是盛大网络的用户，更能够认可盛大网络的产品和影响力。当然了，最让陈天桥对A股

市场动心的恐怕是国内资本市场的透明度要求要低很多，这可能是陈天桥最开心和心照不宣的了。

私有化退市之后的盛大网络非常有可能会在资本市场上卷土重来，但无论如何去何从，其私有化退市的案例至少告诉中国投资者和企业三个启发：一是去美国上市没有企业想象的那么简单，更没有一本万利那么美好。二是那些在海外上市的优秀公司应该学会激流勇退，在合适的时候退出美国股市的舞台，国内股市和投资者会更认可国内优秀公司的价值。三是从另外一个侧面看，盛大网络乐于从美国股市私有化退市，以及国内股市鲜有公司敢于主动退市，监管者只能出台强制退市政策而言，国内A股对于上市公司的制约和监督还有深入的空间，管理层在提高公司上市之后的透明度成本，强化对公司盈利能力的督促与监管上还需要下功夫。这些或许是盛大网络私有化退市事件给我们A股市场最大的启示了。

# 大股东增持是把双刃剑

皮海洲

日前，证监会正式下发《关于修改〈上市公司收购管理办法〉第六十二条及第六十三条的决定》，将持股30%以上的股东每年2%自由增持股份的锁定期从12个月降至6个月，以进一步鼓励产业资本在合理价位增持股份。同时，为了便于大股东增持，此次修改还对一些行为的行政许可予以取消。

证监会鼓励大股东增持，为大股东增持创造条件，其目的是让更多的产业资本流向股市，以达到稳定股价的效果。因此，证监会的主观愿望是良好的。但股市终究是一个利益角逐的场所，而不是一个慈善场。大股东增持无疑也牵扯到大股东本身的利益。更何况，在当今的A股市场，如果说广大中小投资者是羔羊的话，则大股东无疑是股市里的狼虎之师。大股东的强势地位不言而喻。在这种角色定位下，鼓励大股东增持，甚至为大股东增持提供方便，这对于大股东来说是如虎添翼。所以，尽管从稳定股价的角度来说，广大中小投资者对大股东增持也是持支持态度的，但大股东增持更是一把双刃剑，它极有可能给中小投资者带来利益上的损害，对于这一点，广大中小投资者一定要有所防范。

证监会鼓励大股东增持的本意是稳定股价。但作为大股东来说，却很少扮演股市里的“乖孩子”角色。对于大股东增持，大股东们自然有自己的利益考虑。而从以前大股东增持的情况来看，大股东增持常常是用来为上市公司的再融资服务的。在上市公司再融资的时候，上市公司总是希望尽可能以更高的价格融资。但由于最近几年股市行情低迷，股价步步走低，以致许多公司的再融资价格最后与公司股票二级市场的股价形成倒挂。而为了

能够推高股价，使再融资得以顺利进行，一些上市公司的大股东常常就是采取增持的方式来刺激股价。更有上市公司大股东，在上市公司股价跌穿再融资价格，公司再融资无望的情况下，大股东甚至放弃自己的增持承诺。在这方面，三维通信控股股东李越伦就曾有过在三维通信增发失败的情况下提前终止增持的案例。

不仅如此，由于大股东增持股份的锁定期大幅度缩短，这也就使得大股东增持的成本降低，操作的灵活性也因此而增加。如此一来，大股东完全可以通过增持来进行内幕交易、利益输送等违法违规行为的操作。由于大股东是上市公司信息的第一知情人，甚至本身就是上市公司的信息源，因此，大股东完全可以提前增持股票，而待利好兑现后再进行股票减持。比如在每年的四季度初增持上市公司股票，待年报推出后高送转方案后再行减持，只要把握住6个月的锁定期即可。又如，可以提前让利益中人买进股票，然后进行大股东增持，这样大股东增持就可以帮助利益中人达到获利的目的。总之，有了大股东自由增持这个舞台，大股东就可以唱出各种各样的“好戏”。

所以，尽管证监会积极支持大股东增持行为，但与此同时，监管部门也应该把对大股东增持的监管工作跟上去，尽可能减少大股东增持带给股市的负面影响，而充分发挥大股东增持的积极作用。比如，规定有大股东增持的股票，在大股东增持的当年不得进行高送转分配。对于大股东增持后6个月内有多大利好出台的公司，应重点监控其内幕交易的可能性。又如，对大股东增持的最低数量要作出明确的规定，避免大股东使用“增持秀”来耍弄投资者。

## 联系我们

本版文章如无特别说明，纯属作者个人观点，不代表本报

立场，也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论，请

打电话给0755-83501640；发电邮至ppil18@126.com。

## 投资者教育漫画专栏



## 勿迷信券商研究报告

券商报告何其多，  
鱼龙混杂有水货。  
进入股市要谨慎，  
阅读报告须斟酌。  
高手建言作参考，  
菜鸟蒙人是罪过。  
莫信天上掉馅饼，  
多长心眼不会错。

任山藏/画  
孙勇/诗

如何看待券商研究报告：首先，券商研究报告不是“万能钥匙”。其次，要提防券商研究报告中的“潜规则”。其三，选择券商研究报告要讲究品牌。其四，应选择多家券商研究报告作为参考，防止偏听偏信。总之，投资者看券商研究报告不要只盯着目标股价，关键是看报告的内在逻辑是否成立，研究的结论是否有足够的论据来支持。