

# 防范昌九生化类两融风险继续上演

熊锦秋

市场原来预期赣州稀土将借壳昌九生化，不少投资者甚至进行融资杠杆操作，但不料赣州稀土却宣布借壳威华股份，昌九生化因此持续跌停，有些融资客可能就此爆仓。笔者认为，只要借壳上市等依然在市场存在，类似的风险还将陆续上演。

昌九生化自1999年上市以来多數时间徘徊在盈亏边缘，最近几年经营状况也不理想。2009年、2010年连续亏损，2011年勉强盈利，2012年亏损。值得关注的是，作为融资融券标的，昌九生化目前尚有数亿元的融资余额，融资交易投资者面临灭顶之灾，也许将成为A股市场两融第一惨案。

目前沪深交易所和券商对两融业务有些风险管理措施，比如按沪深交易所《融资融券交易实施细则》，投资者融资买入证券或者融券卖出，保证金比例都不得低于50%，也即当投资者信用账户

户中有1元保证金，便可向券商最多借入2元资金购买股票；当然在实际操作中，一些券商提供的杠杆比率比这个要低得多。另外，券商还对客户提交的担保物进行整体监控，并计算其维持担保比例（指客户担保物价值与其融资融券债务之间的比例），要求维持担保比例不得低于130%，低于这个比例时，证券公司将通知客户补交差额，投资者若未能按期交足担保物的，证券公司可强制平仓。按照这些规定，如果投资者在昌九生化融资比例较高，可能出现巨亏且强制平仓情况。

目前两融标的证券已增加至700只（含12只ETF），且有继续增加之趋势，两融业务尤其是融券业务，本应完善市场价格发现机制具有重要作用，但在制度还不健全的A股市场，两融业务风险却防不胜防。比如本案中昌九生化传出被赣州稀土借壳，股价暴涨，部分投资者基于借壳重组预期融资买入，但借壳消息一经否认，连续跌停，出

逃的机会都没有，不仅投资者可能被扫地出局，券商恐怕也会被火烧连营，尽管券商可以将拒绝偿还债务的投资者诉诸法律，但倾家荡产的投资者又拿什么抵债？

当然，并非昌九生化被赣州稀土借壳成功，两融操作就没有风险，因为此时融券做空者又可能面临灭顶之灾。资产重组和资产注入等市场操作使得股票标的所代表的实际内涵飘忽不定，只要借壳消息一经发布并落实，投机者仍然会借机炒作拉抬，融券卖空者同样可能被轧空，股票连续涨停恐怕没有机会买回。

在笔者看来，扩大两融标的，完善市场做空机制、完善市场价格发现机制，这个大方向没有错，但看來也不宜冒进，需要在进一步完善风险控制机制之后稳步推进，要从制度上杜绝一些不确定性因素对投资者造成的影响，为此建议：

首先，应该防止借壳上市、重大资产重组等对投资者产生的风险。中小投资者处于信息弱势地位，对于借壳上市等信息只能是道听途说，若在这些股票上面进行两融操作，极容易被人宰割。为此，应将借壳上市以及重大资产重组请出股市外进行，上市公司一旦进行此类操作将自行退市，相信这样也就没有几家上市公司愿意进行此类操作。另外，结合中小投资者利益保护，如果上市公司等有关方面对投资者形成信息

误导或虚假陈述，应由相关方面承担投资者两融操作的相应损失。

其次，应严格筛选两融标的券。按交易所规定，目前两融标的股需要满足一系列条件，包括必须上市满一段时间、盘子不能太小、跟随大势、中规中矩没有操纵嫌疑的“非ST”股票。从本案来看，像昌九生化这种暂时摆脱ST而又徘徊在ST与非ST之间，同样不应纳入两融标的，在目前上市公司重大资产重组随意进行的情况下，这类股票作为借壳方苦苦寻觅的臭豆腐，随时有借壳可能、由此两融风险巨大。

其三，要严格打击市场操纵。昌九生化仅仅依靠一个借壳传闻，股价就上涨4倍，这或许并非简单的市场自发行为，不排除幕后有操纵者存在。如果市场操纵绝迹，证券价格离其内在价值不远，即使借壳消息证明是一场空欢喜，两融操作又能产生多大风险？

其四，投资者要慎用两融杠杆。笔者认为，中小投资者在市场处于信息、资金、持股等弱势地位，即使利用本金操作都很难获利，加杠杆只能带来更大风险，还是不要贪心为好。但愿这一事件能让众多中小投资者汲取教训，减少盲目跟风，采取与自己风险承受能力相适应的投资策略。

## 银行“销烟”利大于弊

王飞宇

前段时间，一部高技术含量的金融小说，风靡全网，题为“同业鸦片”。私以为，鸦片这个词，形容得相当贴切。

根据百度百科的解释，鸦片原本是种药，可以麻醉、可以止痛，而一旦吸食过量，就会上瘾，久食者“颜色枯槁，肩耸项缩”。对银行来说，同业业务就很像这种药，它主要是为了商行缓解流动性压力，在银行间市场上同业救急，换句话说，同业资金都是短期的，如同鸦片只能临时入药一般。可是，一旦商业银行将同业短期资金用于长期的信贷、债券投资，同业就如鸦片上瘾且有害。

由于监管日趋严格，很多贷款项目、高风险债券银行都不能直接投资。可是，一个人不能办的事情，多找一个帮手就会容易很多。通过同业市场委托其他银行投资信托受益权，这样信托资产就变成了低风险的同业资产，顺利规避了监管。银行间同业拆借的利率才多少？除了6月中下月“钱荒”时期，7天同业利率今年都很少超过4.5%。信托受益权的收益率呢？随便一个房地产信托计划，1年以上承诺收益率至少在8%以上。接近一倍的利差，商行不上瘾才怪！

同业鸦片除了暴利的兴奋，还有放大的杠杆效应。商行将债券长期质押在其他银行，得到的资金就可以继续买新的债券，然后再次质押，再买新债，如此反复。一笔债券放大成了多笔，利息可以拿到手软，付出的成本仅仅是同业手续费。最奇妙的是，由于质押只是发生在两个银行之间，因此债券资产只记成同业负债，其风险被严重低估了。很明显，同业业务让银行规避了监管，获得了高额的回报，不过鸦片的好处却远不

能抵消其带来的危害。

同业资金虽然成本极低，但期限也很短，一般不超过3个月。由于中国货币市场流动性持续宽松，短债到期，商行只需再借一笔即可。如此，只要市面上有钱，商行一笔一笔续借，就能永远享受长期风险投资带来的高额收益。如意算盘当然很美好，但凡事总有例外。今年6月份市面上的流动性突然收紧，同业拆借利率急速飙升，借钱困难，立马出现同业违约，好在央行最终出手，才避免了整个市场的流动性危机。若是虚惊一场，却将整个银行系统的流动性风险完全暴露出来。如同过量吸食鸦片的瘾君子，突然断货痛感强烈。

今年，美国QE3计划面临逐步退出的压力，中国的宽松货币政策失去了外部支撑条件，同业资金的成本陡然上升，压力持续。业界疯传银监会将出台“9号文”，同业资产全面纳入高风险监控，并计提准备。山雨欲来风满楼，尽管部分商行仍在同业鸦片中吞云吐雾，但现实已逼迫它们不得不“虎门销烟”。

同业业务收缩短期内对商行的业绩影响很大。多年来，同业已经成为商行扩大利差的重要通道，现在全然封闭，再加上利率市场化提高了资金成本，商行今年的业绩无疑会受到一些影响。但长远看，同业销烟保证了银行体系的流动性安全。如若不然，一旦外部环境转变短期流动性紧张，银行靠什么去支撑看似繁华的空中楼阁？收紧的同业监管也倒逼商行重新审视自己的风控体系，促使银行精细化管理，结束盲目扩张。所谓壮士断腕，比起可怕的挤兑风潮，短期的阵痛实在不算什么。银行销烟无疑是必要的、及时的，利大于弊。

## 一些地方政府通过“一房四吃”缓解财政压力

### 焦点 评论



一房四吃有蹊跷，地方财政胡乱搞。  
土地出让捞一把，住房转让宰一刀。  
房产税又揩揩油，遗产税再拔拔毛。  
与民争利咋根治？权力入笼是正道。

赵乃育/图  
孙勇/诗

# 信贷放缓有助挤破资产泡沫

胡月晓

最新统计数据显示，10月新增信贷增长5061亿元，与9月实际值7870亿元相比，有较大幅度回落，但与去年同期数5054亿基本相当。当前信贷增长在

入货币和信贷增长双平稳阶段。规范银行业务的影响，会促使表外业务部分转入表内，因而在经济相对平稳、信贷需求不强情况下，表内业务可维持一定的扩张速度。

信贷放缓将会产生一个明显的附带影响，那就是有助于挤压房地产领域的严重泡沫。任何资产价格持续上涨，导致价格体系破坏，引起真实生产和经营意愿减少，投机氛围增加。无论人们编造出多少看似合理的理由支持这种价格上涨，但泡沫的存在都是确定无疑的。按照这个标准，中国的房市是个典型的泡沫市场。普遍的泡沫发生，或者大众资产的社会性持续上涨，必定有着货币的基础。

经济底部徘徊、有限复苏的格局表明，中国经济运行的底部已探明。消费者价格指数(CPI)反映供给冲击，生产者价格指数(PPI)才体现经济趋势。PPI持续回升表明中国经济运行内在活力正在逐步恢复中，制造业正慢慢重新得到资本青睐。持续的房地产调控使得制造业正

慢慢重新得到资本青睐。但这种难得可贵的转变仍然十分脆弱，并不巩固，这种势头需要政策和社会各方呵护。10月消费价格上涨属正常，当前同比价格的上升实则前期价格水平抬升的结果，在价格绝对水平正常情况下，年内剩余月份CPI同比值难以回落到3%以下，货币偏紧政策持续，有助于抑制物价。

物价回升、进口增长和工业回升，表明中国经济运行的活力正在恢复。中国正通过向民间资本的有限开放，解决投资资金不足的问题；通过转换投资方向(由交通基础设施转向城镇基础设施)，解决投资效率下降问题。实现中国经济可持续增长必须转变增长模式，通过经济转型和结构调整实现中国经济升级等观念和意识正在成为社会共识。为实现转型和升级，就必须维持偏紧的货币环境，短期物价压力的上升和工业生产恢复，也为偏紧货币政策的实施提供了空间。

(作者单位：上海证券研究所)

# 新一轮改革核心是进一步解放生产力

张茉楠

序和规则(法治、信用)方面却出现了“缺位”。政府失灵与市场失灵一样增加了负外部性和摩擦成本，降低了经济运行的效率。

一方面，政府过度干预表现为以货币发行扩张需求，直接导致负债水平的升高。目前，除了地方政府以土地为基础的负债表式扩张，导致了政府负债的提高之外，全社会总体债务率都有所提高。

中国经济出现新的环境。2011年以来，中国经济正处于结构性放缓的通道，几乎每一次周期性上升都很快遇到了结构性下行的阻力。事实上，中国经济已经悄然进入新的“拐点阶段”，主要体现在：

首先，从经济增长速度上看，由两位数高速增长进入一个潜在经济增长率7%-8%的中速增长时期。其次，中国面临的宏观大环境发生了结构性改变，人口年龄结构变动导致的劳动力供给的变化、由政策和人口结构导致的储蓄率变化。未来五年，由人口红利衍生出来的高资本回报率优势可能逐步消失，劳动力和资源要素价格相对调整，中国经济依靠低成本优势的粗放式增长已不可持续。再者，即将进行的新一轮改革，对应着中国经济增长的新阶段，这一阶段也是经济增速“换挡期”以及经济结构调整的“阵痛期”。最后，从风险的角度看，近两年随着中国经济增速滑落，风险开始出现并可能扩散。据统计，2013年全国地方政府债务到期还款3万亿元，同比增长超过60%，约占当年地方政府财政收入的50%。未来两年，地方政府将面临更大还本付息的压力，守住不发生系统性、区域性金融风险的底线，已成为当前面临的一项极为重要的任务，“控风险”的宏观调控目标进一步突出。

当前的中国经济既有周期性、结构性问题，更有体制性问题，生产力的发展呼唤新突破。从政府与市场资源配置角度看，近年来各级政府通过不断地扩权，压制市场成长的空间。而在提供公共产品(社保、医疗、教育、住房)、构筑市场秩

改革就是“跳出周期看结构，跳出短期看长期”，在提高要素生产率上做文章，释放增长活力。市场化要求政府自身的角色发生转变，政府必须承担更大的提供公共服务产品的责任，中央政府要

承担起全国性、跨区域性事务方面的战略规划、方针政策、统筹协调、宏观管理等方面职责，政府、市场、社会良性互动所创造的生产力空间将是中国新一轮改革红利的根本所在。

(作者系中国国际经济交流中心副研究员)

# 住房公积金制度要进行大改革

毕舸

己的公积金不断贬值。由此造成的悖论就是，住房公积金几乎沦为部分地方的资金蓄水池，被相关机构挪用，类似丑闻时常见诸媒体。因此，一方面要调整贷款条件，加速公积金流动，另一方面，允许民众将公积金用于其他生活消费领域。从更高的角度看，应当重新反思住房公积金存在的必要性。实际上，世界上许多国家并无类似政策，如美国购房者主要通过收入证明向银行申请抵押贷款。德国则实施住房储蓄制度，购房者先向银行存储资金，当储蓄金额和时间达到要求后，就可以从银行获得相对应的低息住房贷款。反观强制性的住房公积金政策，不但没有达到其保障性初衷，反而间接损害了民众和企业的权益。随着我国房地产政策对于保障房和商品房的区别，购买商品房是否一定要采用公积金贷款这一形式，未来住房公积金政策是否要继续延续下去，是通过完善加以修正，抑或宣告终结其历史使命，有关部门应尽早加以研究，在征询民意后交由全国人大审议。

尽管公积金制度设立的初衷是很好的，可真正的低收入者想通过住房公积金贷款获得住房仍然比较困难，由于手续繁琐，开发商对于住房公积金的欢迎程度远不如商业贷款。而在历次房地产调控中，住房公积金贷款都随着相关政策的调整而收紧，让中低收入群体受到殃及。原国家审计署审计长李金华曾表示，公积金的使用更多地惠及了中高收入群体，未能有效地发挥公积金在改善低收入职工居住条件方面的作用。因此，从执行效果看，住房公积金都没有达到初始目的。更为严重的是，民众想将住房公积金用于其他生活所需都有很多限制，民众只能坐着看

## 联系我们

本篇文章如无特别申明，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ppll18@126.com。