

Opinion · column

Forum

上证论坛

在油价成本由国际投资者根据预期来决定的现实下,成品油价格的市场化,暂时找不到最优方案。而次优方案的核心,是让成品油定价回归商品属性,由供求均衡来决定价格,实际上就是彻底放开成品油市场,使得价格形成机制透明化。但这样做也有相对于国际成品油平均价格水平过高或过低,国内成品油制造商的垄断地位可能造成垄断价格两种极端可能,对此,事前须有足够估计。

成品油到底怎样定价才算市场化



田立

不知不觉间,我们又临近了国内成品油价格调整的时间窗口。这是自从发改委今年5月推出《石油价格管理办法(试行)》,规定“当出现22个工作日内国际原油价格波动超过4%的情况时,国内成品油价格将作相应调整”以来,第二次呈现成品油调价的时间窗口。第一次是在9月初,不过那次虽然具备了价格上涨的客观条件,但最终没有调价。发改委给出的理由是:“22个工作日内国际原油价格波动超过4%”只是调价的必要条件,而且是必要条件,究竟不调还要根据实际情况。本来,这对于广大成品油消费者来说是一件好事,但学者们却从更深层感到了忧虑,既然该上调的可以不上调,那就意味着以后该降价的时候也可以不降价了。于是有人又提出,新的成品油价格形成机制到底算是市场化定价呢,还是管制化?

将被有效剔除,从而形成真正的市场化定价机制。笔者以为,问题恐怕并不这样简单。要想弄清问题本质,还得从国际原油价格的形成机制说起。

过去很长一段时间,多数人都相信国际原油价格是由供求决定的,然而回到上世纪70年代以后的数据结果,却不支持这样的判断。世人发现,石油价格竟然是由美元决定的!也就是说,美元贬值则石油涨价,而美元升值则石油跌价,由此形成了美元资产和国际原油之间的风险对冲关系。正因如此,越来越多的人看重石油的资产属性,或者干脆地说,石油实际上是一项资产,而非简单的商品。

既然是资产,那其价格也就由预期和风险判断来决定。可是,拿着石油的人并不都是把它当资产来使用的,我们用石油炼成汽油或柴油,而汽油和柴油的意义是它用能量来推动汽车发动机上的活塞来转动车轮。这样看来,对于广大消费者来说,石油的价值在于其给大家带来带来的效用,也就是商品属性,而非资产属性。这就产生了一个矛盾:国际原油价格的形成依据是其资产属性,而成品油——对于其使用者来说是商品——却要依据国际原油来定价,也就是说,原油价格由投资者们来定,投资者们看好原油,我们就得为高油价买单,而只有当投资者们不看好原油时,我们才能从中“占点便宜”。这么一来,我开车的成本居然是国际投资者们根据他们的投资预期来定的,这能叫市场化吗?

虽说这是个世界性的问题,不光我们独有,不弄清其中的关系,我们怕永远也不无法明白所谓成品油价格市场化的真正含义。要想解决上述矛盾,除非能做到两点:要么让国际原油回归商品属性,使其价格根据实际的供求关系来变动,这样我们也好根据我们对成品油的需求来理解和接受原油价格的波动;要么我们能让自己的车轮从油价上涨的那一刻开始为我们转出更多的单位价值(提高预期)或是减少事故的可能性(降低风险),也让我们从汽油的消费中品尝投资的快乐。可惜,这两点我们都做不到,或者说,暂时找不到最优方案。

那我们不妨来探讨一下次优方案。次优方案的核心,是让成品油定价回归商品属性,由供求均衡来决定价格,这实际上就是彻底放开成品油市场。这样做的好处是,价格形成机制透明化,使需求者对价格的涨跌既心中有着又愿意接受。但是,也有极端可能必

须事前考虑,一是相对于国际成品油平均价格水平过高或过低的情况,二是国内成品油制造商的垄断地位可能造成

的垄断价格。对于前者,历史上已经发生过,比如去年,国内成品油价格过低,以至于出现境外航空公司的飞机飞到中国来加油的现象。如果是供求定价机制的话,遇到这种情况,这些利用国际惯例之便转嫁到中国的需求者就会推升国内成品油价格,到头来国内消费者还是享受不到因供求变化而出现的降价的好处。如何解决这样的问题呢?笔者的建议是实行补贴价格,也就是在供求均衡价格基础上加上政府补贴,使价格水平与国际“接轨”。这就要求中央政府对于可能影响国计民生和物价水平的产业实施全额财政补贴,而对于普通消费者,可根据环保和鼓励新能源的需要实施部分补贴,这样,跑到中国来喝便宜油的国际市场就会消失。而当国内成

品价格过高的时候,市场又会走出走私成品油的激励,这就需要我们真正开放这个市场,允许海外供应商在中国销售成品油,从而改善供求关系。

说到供给,就不必说垄断经营的问题。长期以来,出于国家战略安全的考虑,我们只有少数石油公司有权从事原油买卖和成品油加工销售,一旦放开油价势必会引起垄断方对垄断利润的欲望,这些巨头可以通过控制供给量来达到控制价格的目的。因此,在现有条件下要想实施次优方案也是不可能的。思前想后,我们首先还得从开放成品油市场着手,允许民营企业、海外企业共同参与国内成品油供给,由此形成合理的市场形态,以此保证价格的合理形成机制。

总之,当前的《办法》只能算是权宜之计,最终实现成品油价格的市场化,还得靠市场机制来解决。

(作者系哈尔滨商业大学金融学院金融工程研究所所长)

从定价依据看,像是市场化,因为调价的依据是国际原油的市场价格,但如果只把“22个工作日内国际原油价格波动超过4%”作为调价的必要条件,那最终不调价,还是由发改委说了算,到头来实际还是管制化。国人过去为不满的油价只涨不跌的问题,还是不能从根本上解决。

又有人提出,把现行《办法》中的“22个工作日内国际原油价格波动超过4%”调价条件硬性化,使其不再是必要条件,而是充要条件,这样任何人为因素都



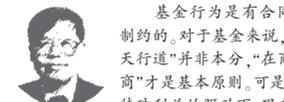
变味“经济适用房”

经济适用房在很多地方都是很抢手的,可这个月刚刚向业主交房的安徽省安庆市最大经济适用房项目,却少有人问津,而被上市公司员工团购看中。原来那里竟然没有一套低于90平方米,困难户大多买不起,有超过一半的人放弃了购买资格。

漫画 刘道伟

■ 专栏·主持 沈飞昊

基金只能“在商言商”



黄源

基金行为是有合同所制约的,对于基金来说,“替天行道”并非本分,“在商言商”才是基本原则。可是,在特殊利益的驱动下,现在的事情,却常常反了过来。与首批创业板IPO失之交臂的基金,在获得参与创业板的资格后,表现有点疯狂。他们不顾一切以比别人高出一头的报价尽其一切之可能扫荡创业板新股。不少基金在第二、三批创业板IPO中获得的新股份均已达到其所被允许的上限。这不仅进一步推高了创业板IPO发行价,成就了创业板新股募集资金的成倍超募,同时也将自身变成了随时有可能危及创业板的不稳定因素。一旦基金将“打新”的疯狂演变为“炒新”的冲动,岂非与管理层严防“炒新”或“炒炒”的宗旨适得其反?

松松地以一纸说明文书对自己原来的基金合同作了一番不应有的说明以后,也就纷纷长驱直入分食创业板IPO大蛋糕,以履行“替天行道”的义务。

笔者以为,基金对创业板投资资格的某些解释,大可商榷。一般基金合同都将投资范围定义为A股。假如这意味着基金理论上也可以直接投资创业板,那么,创业板其实也就不过只是与中小板没有多大区别的A股交易平台之一,还有什么特殊性可言?由于创业板风险与主板有着本质上的不同,基金随意更改原有基金合同所规定的投资范围,放大基金持有人的风险,对基民来说显然是不公平的。可是,在“双向选择”的追求下,即使再牵强附会的解释,也未必会有人追究。

基金公司虽然也把基金合同挂在嘴边,但是,这并不影响他们时常有意或无意地对此忘记作出必要的交代。不久前,对基金短期交易收取惩罚性赎回费的政策性调整就是一例。为了基金销售的良性发展,无论是为了抑制机构投资者的短期炒作套利行为,还是鼓励投资者长期持有基金,费率调整都有无可非议的理由,但在基金合同对申购费用的规定未做修改的情况下突然宣布收取惩罚性赎回费,原有基金合同的严肃性在哪里呢?如果要修改合同,也总该履行具体的手续吧?

前端收费模式改为后端收费模式,也存在同样的问题。目前,多数基金产品只提供前端收费模式。尽管鼓励后端收费模式,因为那有利于长期投资理念的树立,但在尚未与投资人达成共识的条件下,如果基

金想改就改,不无单方违约之嫌,且在具体操作上也可能会出现有违规范基金销售费用管理初衷的漏洞。

基金销售费用管理的问题,到底是基金的问题,还是投资方的问题,需要具体问题具体分析。部分投资者和机构将基金作为投机品种频繁申购赎回,以求短期套利,影响了基金管理人投资运作,也损害了基金长期投资者的利益。但这些问题,与其说主要是出在投资者的投机偏好,不如说是基金急功近利所致。基金为了吸引“帮忙资金”来帮自身冲高规模,对基金申购费率一般按照申购金额递减,即申购金额越大,所适用的申购费率越低。对大客户,通常情况下都是意思一下或者根本不收。这在客观上造成了大机构投资者投机套利的便利。因此,以笔者之见,从源头上遏制基金的急功近利倾向,才是解决基金销售费用管理乱局的釜底抽薪之策。

基金的问题,既有“排名”之扰,更有围绕规模的利益之争,却就是从从来没有盈利亏损问题。这诚可谓中国证券投资基金的一大特色。这是在基金体制上过于崇“公”抑“私”的结果。这些年来,事实一再说明,越是习惯于用越俎代庖的所谓政策性规范,或因时而变的政策性解释,代替基金合同对基金行为的制约,备受呵护的公募基金越是承担不起众望所归的“稳定器”重任,反而常常成为给证监会脸上抹黑的“问题篮子”。所以,市场越是不发育欠成熟,越是需要用规范的市场规则去引导市场规范自身的行为。而规范基金行为的基本原则,只能是“在商言商”。

国际板上市方式以存托凭证为好

■ 糜轶杰

开放融资上市,显然是明智的选择。

第二,也是最关键的,采用存托凭证方式,可以通过相关机制的设计防止出现国际板的股价远高于国外价格的局面。国际板在A股市场上IPO肯定会面临和A、H股一样的饱受争议的同股不同价问题,截至10月13日的数据显示,A股股价高于H股股价的股票共有43家,占全部59家的73%。之所以会存在这种情况主要是因为成长型的中国公司在成熟型的香港市场上发行面临的估值体系混乱,成长型的公司用成熟型的估值来定价导致价格的低估,而未来如果国际板在A股上IPO则会面临镜子的另一面,即成熟型的外国公司在成长型的中国市场上的估值混乱,这样就会出现许多学者所担心的,对国外公司定价过高的问题。通过采用CDR方式应可以避免这种情况。

笔者在这里提出一个大胆设想,即CDR和ETF(交易所交易基金)相结合,ETF的设计方式,是通过股票而不是现金来认购和赎回基金份额,这样既保留了基金在证交所上市交易的优点,又很好地解决了同样上市交易的封闭式基金的折价问题,因为一旦基金市场价格和净值不一致,比方说基金市场价格低于净值,机构投资者就可以通过以市价买入ETF基金,然后赎回获得股票,再到市场上以高价抛出股票来套利,并最终使基金市场价格和净值趋于一致。我们不妨把这个方法嫁接到CDR上来,只要符合条件,CDR的发起人就可以在国内外市场上买入相关公司股票,然后在

国际板上出售CDR,这样一旦国内CDR价格高于国外股票的价格,CDR发行人就可以通过在国外市场以低价买入股票,然后转换成CDR在国内市场高价卖出套利,这最终将使国内外的价格趋于一致,而一级市场的定价也会受此影响而变得合理。

至于货币兑换,不论是存托凭证方式还是A股IPO方式,都是不用担心的。一方面,中国可以说是目前世界上最大的市场,机遇和商机无限,外国公司在国际板上所募集的资金最好的投资地无疑是在中国,很难想象他们会把人民币换成外汇汇回国内,更何况从长期看,外汇特别是美元呈贬值趋势,而人民币升值趋势,所以出于对人民币升值的预期,外国公司也不可能把人民币换成外汇汇回国内。另一方面,我们完全可以在制度上规定国际板所募集资金必须用于中国投资。其实就目前中国国情来说,如果外国公司把所募集的人民币资金换成美元,反倒是解决了中国的美元储备贬值问题,因为这其实是通过国民用人民币购买国际板股票,国际板公司把募集的人民币通过外汇管理局换成美元汇出,进而到减少中国的外汇储备,特别是美元资产。也可以说是一种变相的藏汇于民。

综上所述,国际板的存托凭证方式可以解决囤钱、高估值和人民币兑换三大难题。而只有在解决了这三大难题后,国际板才能够真正对中国资本市场的成长发挥积极作用。

(作者系申银万国期货有限公司研究员)

坚决封住“大到不能倒”的潘多拉魔盒

■ 姜山

美国上周五关闭了七家小型银行,从而使今年以来被关闭的银行家数达到106家,创下1992年储蓄与贷款协会危机以来的新高。本周,美国最大的商业地产放贷机构之一的Capmark申请破产保护,显示美国的商业地产问题仍是未来一颗随时可能爆发的定时炸弹。鉴于商业房地产正是美国众多中小银行的主要放贷方向之一,这就意味着美国的中小银行倒闭浪潮仍然会在此后一段时间继续下去。

与银行死撑的中小银行相比,美国不少大型银行却因这次金融危机而获益匪浅,美联储和联邦政府所奉行的“大到不能倒”的观念,在雷曼兄弟破产后不仅拯救了这些金融机构,甚至还帮助他们通过不断的兼并化身成为体型更加庞大的怪物。今年3月以来,在中小银行苦苦挣扎的同时,这些金融机构不仅盈利稳步提高,而且还准备派发大额的红利给那些金融危机的始作俑者。金融危机竟成了最上层食物链攫取更多美食的新手段!

“大到不能倒”本身就是一个悖论。一方面,正因为这些怪物过大,造成了影响力和破坏力惊人,成为引爆金融危机的定时炸弹;而另一方面,也正是因为这些怪物过大,其崩溃将会引发连锁性的反应,最终把整个金融体系拖入崩溃的深渊,以至于不能被轻易放弃,不能任由其自生自灭。

令人沮丧的是,当这个金融体系逐渐趋于稳定之际,这些“大到不能倒”的怪物又在开始忽悠,巨额的富管红包,肆无忌惮的运用高风险投资策略,这些在金融危机前就为人所诟病并在一定程度上导致金融危机的做法,被再度运用得炉火纯青,甚至有过之而无不及。显然,在他们的眼里,由于自身的“大到不能倒”,造成如此规模损失的,百年一遇的金融危机,不过是一场牺牲弱者,而让自己独占更多市场份额,进而变得更加强大的游戏而已。既然如此,为何不干脆再来一次呢?

由此世人不禁要问,“大到不能倒”这一潘多拉魔盒是否真的就无法关闭了呢?答案显然并非如此。要防范金融危机复燃,很重要的一点就是管控住这些怪物。尽管怪物的自身“大到不能倒”,并不意味着那些操纵这些怪物的管理者也“大到不能倒”。美国政府虽然无法在其自身盈利的时候强制要求其管理层不拿红利,但完全可以通过制定政策让那些被发放的巨额红利在下次金融危机时能大部分返还。同样,美国政府也可以考虑制定法规,从而获得在金融危机再度发生时清理这些怪物的股东和管理者,将其驱逐出局,并追究可能的法律责任的权力,以此来警示那些怪物的所有者和管理者,在现有的运作时不能不更谨慎小心,更多顾及其公司的长期利益而非短期业绩。

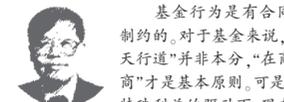
根据最新报道,奥巴马政府将在未来的几天内公布针对大型金融公司的更加严厉的措施,要求国会允许政府接管这些公司,并对其采取各种行动,以最终解决“大到不能倒”的问题。这是一个正确的行进方向。显然,华尔街的怪物们会想方设法阻挠,新一轮华尔街与白宫之间的博弈,或许就此展开。

在去年的这个时候,华尔街通过对股市走势向白宫施压,最终迫使美国政府妥协并连续注资金融系统,以此来稳定摇摇欲坠的金融市场,而这一次,华尔街将祭出何种法宝,胜利的天平会最终偏向于美国政府和民众这一方,世人正拭目以待。而这一次的较量结果,在某种程度上或许也将决定新一轮金融危机究竟在何时到来。

(作者系东航金融注册金融分析师)

■ 专栏·主持 沈飞昊

盐商为何跨不出资本经营这一步



甄晖

18世纪的中国,聚集在扬州,以徽商、晋商为主体的两淮盐商,曾经掌握了巨大的商业资本。当代研究者多认为,两淮盐商每年用于经营的商业资本约为2000万两白银,而当时的年度国家财政收入是4000万两银子光景,由此也可知两淮盐商资本之雄厚了。

盐商们的商业利润,那就更为惊人。据著名历史学者何炳棣先生的估计,在1750年至1800年间,两淮盐商中的“运商”(负责运销的盐商,此外还有负责生产的盐商,称为“场商”),每年平均利润约500万两银子,半个世纪之中,利润高达2.5亿两。相当于当时6个年度的国家财政收入总额。

然而,如此巨大的财富,却没有被用作成为发展生产的商业资本。这些巨商都没有像西方商人那样成长为资本家,成为推动社会进步的动力。这其中的原因,很值得思考。两淮盐商的财富,除了一小部分用于诸如救灾济荒、筑路修桥、抚孤恤贫、资助助学等社会公益事业外,一部分被挥霍掉了——如修建园林、购置土地、日常奢侈性消费等,但最大部分则是流向官方。方式主要有三种:一是盐商们主动结交权贵、捐资买官,这类钱财估计数额不小,但难以统计,二是政府半强迫性质的捐款(时称“捐输”或“报效”),其数额极为惊人。据清代官方统计资料,乾隆年间两淮盐商“捐输”、“报效”的军需、河工、灾济、备公(指乾隆下江南用款)银子高达2850万余两。三是被管理盐政的官员和各衙门胥吏们用各种各样的名目剥夺了,时称“股削”,其数额更是惊人。据估计,乾隆时代盐商们为此支付的银子有七八百万两。

尽管上述估算数据不可能准确,但盐商利润大量流向官方则是公认的事实。盐林一时的两淮盐商在乾隆朝结束之后就走下坡路了,最重要原因就在于其商业利润已逐渐被官方抽空,并没有多少财富可以作为生产性投资资本,再加上盐商们借助垄断性盐业政策赚钱,商业经验、思想倾向、行为方式等等都不足以使他们成为西方意义的资本家。

与两淮盐商相似的是广东十三行商人。广东十三行是1757年乾隆下令实施“单口通商”政策之后唯一合法的外贸机构,由于其垄断性质,商业利润也很可观。当时最重要的出口商品是茶叶,通常,一担茶叶(重百斤)的利润为4至5两银子,自1810年至鸦片战争之前,平均每年出口茶叶24万担,年利润额可达百万两银子。

然而,广东行商在经营中普遍遭遇资金短缺的问题,许多洋行因积欠官方钱粮或外国商人债务而倒闭。据统计,从1760年至1843年的84年中,先后共有47家洋行开张营业,而在1771年至1839年间停业、倒闭的则有37家,平均不到两年即有一家关门。一方面,是外贸利润不低,另一方面却是外贸公司纷纷倒闭,除了外贸环境恶化等原因之外,其中的关键,就在于商业利润被官方侵蚀。

1773年至1835年间,见于官方档案记录的行商向朝廷捐款(“捐输”、“报效”)就达5085万两银子,实际捐款当远不止此数。而来自广东官方(包括粤海关官吏、广东地方衙门官吏等)的勒索,估计每年高达30万两银子。有一位行商,因被怀疑其承保的外国商船“西里基斯特号”与被缉获的48匹吗啡走私有关,结果被罚款100倍,每匹吗啡原税银为14两,48匹共需缴税672两,罚款高达67200元。可以想见,这次罚款可能使得这位行商赔进整年的利润,他的外贸公司资金周转困难是情理之中的事。

在清朝官府眼里,商人不过是“一只容易被剥光的肥鹅”,什么时候宰吃,只看官吏们的兴致。商人经商致富,还可以花钱买“红顶子”,但个人命运不由自己支配,财富更不由自己支配,不受约束的官权、官权习惯性成为社会财富的抽水机。当富商们的财富被来自官方的超经济力量抽空时,他们即便考虑生产性投资也已不可能了。当然,商人们自身局限性也很突出,他们中的绝大部分人根本就没有制作资本用于投资以带动生产,为社会创造更多财富的想法。清代的制度土壤也使得这样的阶层无从产生,社会进步失去了源头活水,就只能停滞不前了。

在清朝官府眼里,商人不过是“一只容易被剥光的肥鹅”,什么时候宰吃,只看官吏们的兴致。商人经商致富,还可以花钱买“红顶子”,但个人命运不由自己支配,财富更不由自己支配,不受约束的官权、官权习惯性成为社会财富的抽水机。当富商们的财富被来自官方的超经济力量抽空时,他们即便考虑生产性投资也已不可能了。当然,商人们自身局限性也很突出,他们中的绝大部分人根本就没有制作资本用于投资以带动生产,为社会创造更多财富的想法。清代的制度土壤也使得这样的阶层无从产生,社会进步失去了源头活水,就只能停滞不前了。

在清朝官府眼里,商人不过是“一只容易被剥光的肥鹅”,什么时候宰吃,只看官吏们的兴致。商人经商致富,还可以花钱买“红顶子”,但个人命运不由自己支配,财富更不由自己支配,不受约束的官权、官权习惯性成为社会财富的抽水机。当富商们的财富被来自官方的超经济力量抽空时,他们即便考虑生产性投资也已不可能了。当然,商人们自身局限性也很突出,他们中的绝大部分人根本就没有制作资本用于投资以带动生产,为社会创造更多财富的想法。清代的制度土壤也使得这样的阶层无从产生,社会进步失去了源头活水,就只能停滞不前了。

(作者系历史学者,独立撰稿人)