

■ 观点四处

套期保值的局限

——股指期货与资源抢占之四



◎ 李国旺

银河基金管理公司市场总监

根据认知心理学的研究,因投资亏损而形成的痛感要比赚钱的快感大两倍。为了避免金钱的短期损失,恐慌的投资者往往不是将注意力集中在上市公司的长期发展潜力上,而是草率抛售,结果市场小幅回落,或者因群体的恐慌抛售而演变成大规模崩盘。这样的结果不能不使股指期货的投资保值机会和功能大受限制。

在一个理性和非理性的投资者相互影响的证券市场中,非理性投资者群体对股票定价产生实质性和长期性的影响,理性的投资者群体难以消除或者无法完全利用非理性的投资者群体所造成市场的价格偏离,即使利用股指期货,也会存在“套期局限(arbitrage limits)”。同时,理性的套利者同样会受到自身情绪的影响,实际上在投资决策时也并非完全理性,套期保值的局限性是显而易见的。何况,我国证券市场参与者的理性程度普遍较低,情绪变化强烈,非基本因素对市场的影响也大于成熟市场。

我们假定市场由两类投资者组成:第一类是理性投资者掌握市场基本因素和政府的政策信息,能正确处理得到的信息;假定理性投资者在判断和决策时不受自身情绪的影响,但对风险的承受是有限的。第二类是噪音投资者,他们不掌握公司基本因素,没有可靠政策的信息渠道。

假如先不考虑噪音投资者,不考虑投资成本和资金成本,理性投资者所面临的风险只是基本因素的不确定性,那么基本因素的改变就意味着股价的改变。比如,一个投资者在股价相对所掌握的基本因素已偏高时卖掉了股票,他就必须面对基本因素外其它因素继续向好所产生的风险。为了避免这种风险,他就得在期货市场买入等额的股指期货。在参与者完全是理性投资者的前提下,市场的供需改变完全是理性的,需求是弹性的,市场的供需改变只对基本因素做出反应。

当市场上存在噪音投资者时,市场的供需改变就不完全是理性的,噪音投资者受情绪等非理性因素影响,有时依据虚假信息(比如“咨询专家”的推荐)买卖股票,有时还依据一些简单的大众投资模型(比如技术分析中的某种形态)买卖,这样至少在六个方面会对套期保值的作用产生限制性影响:

(1) 情绪影响价格。噪音投资者的买卖是随机的,他们因情绪变化、对虚假信息和大众投资模型而做出投资反应,结果经常引起整体市场供需平衡的突变。比如,噪音投资者的过度自信,在牛市的成功使其冒更大的风险,将股指推高;噪音投资者使用过去的价格走势来推断未来的价格走势,按照过去价格走势买卖股票,在一定时间内造成行情巨幅震荡。有的噪音投资者对新的信息过分地关注,导致对新的信息的过度反应;因此,这些噪音投资者情绪变化使得市场变化莫测,理性投资者无法用线性模型预测,股指期货保值功能无法充分发挥。

(2) 模型影响价格。在现代技术支持下,技术分析

也能改变市场整体供需平衡。噪音投资者对“技术分析”接受的程度越高,对市场整体供需的影响也就越大;那种股票升破阻力位时买入,跌破支撑位时卖出的投资策略显然是基于噪音而不是基本因素,但它能助长和助跌,从而使价格更离奇地脱离基本面,进而对套期保值者的保值结果产生负面影响。

(3) 信心影响价格。噪音投资者容易过度乐观或过度自信,有时他们不依据基本因素的投资也能获得收益,这部分获利的噪音投资者不但不会从市场上消失,反而会变得更加自信,并成为其他投资者模仿的对象,进一步对市场产生影响。另外,在一个处于大力发展阶段的市场,新资金的涌入可能会大于从市场上消失的资金,形成资金推动型行情,使市场价格继续保持非理性状态。

(4) 需求影响价格。从国外证券市场的历史看,严重偏离基本因素的股价不能持久,即使能找出100个维持高价格的合理理由,股价最终还是会向基本因素回归的。但是,在特定时间内,噪音投资者需求的改变同样影响价格的波动,使价格波动更大。而理性投资者对风险的承受是有限的,在存在噪音投资者的情况下,理性投资者除了面对基本因素的投资风险之外,还要面对由噪音投资者带来的风险,这种非理性因素的介入导致了套期保值的局限。

(5) 信息损耗变质影响价格。公开披露的信息及内幕信息在实际传播过程中会损耗变质,市场上随之会流传由知情的理性投资者所“制造”的虚假信息,“劣信息驱逐良信息”,致使市场最终为“噪音”所覆盖。

在这种市态下,而非知情投资者并不具备相应的辨别能力,只能被动地依据市场“客观”存在的信息投资,因此从理论上讲,理性投资者可以主动利用其信息优势地位,充分地夸大和利用这些“噪音”作为媒介,从非知情投资者对这些“噪音”的迷信中实现其超额收益的目标。沪深股市历次周期中涨幅排名居前的板块,业绩突变股、业绩较差的重组板块始终是市场关注的重点,可见上市公司内部信息在多大程度上左右了市场走势,股指期货保值功能焉能不打折扣呢!

(6) 理性投资者转向影响价格。在由“噪音”暂时主导(充斥)的市场上,“噪音投资者”的总体偏好和非理性预期会削弱知情投资者的力量,从而构成知情投资者的投资风险,并使“噪音投资者”能从风险中创造自己的生存空间。这样,出于“逐利”冲动,知情投资者会模仿或干脆成为“噪音投资者”,造成各参与主体行为与投资理念的变异,这种“噪音投资者”非理性预期对知情的理性投资者的行为的限制,迫使理性行为在实际操作中非理性化。

因此,在一个充满非理性投资者的市场,理性投资者成功的关键不是自己如何判断市场,而是了解别人如何判断市场。理性投资者除了预测基本因素之外,还要了解噪音投资者运用的(大众投资模型)投资工具,预测噪音投资者对市场的反应,判断他们的心理变化,利用噪音投资者对市场的过度反应造成的误差来获取利润或者通过股指实现真正的保值。结果是,在博弈过程中,两种投资者之间的界限越来越模糊,理性投资者也利用了噪音投资者的一些操作方式,市场因此可能更加波动。



■ 知无不言

中国狼何日驰骋世界



◎ 袁东

中央财经大学教授

出自一位大学政治经济学教师之笔的《狼图腾》对有关狼的描述与剖析真让人叫绝,它引导读者的思维在“草原狼”、“生态狼”、“人文狼”、“历史狼”、“现实狼”中上下左右航行,让人看得“过瘾”,更让中国人看得“自省”!难怪两年来畅销不衰。

在此,我想换个角度讲,如果将狼比作经济生态链上一类经济行为的经济主体,将羊比作另一类经济行为的经济主体,那么,这两类经济体的经济行为方式与价值创造有何不同呢?

狼者,食肉动物也。“肉”从何而来?恐怕主要是那些早出晚归的勤劳羊们头也不抬地傻乎乎天天吃草长出来的。从草到羊肉,初级原材料加工由“羊们”完成并“羊格化”,附加价值高多了,经济价值自然上了一个档次,但这只只历经风风雨雨、辛辛苦苦地将杂草加工成肉的“原材料”当然是单位成本越小越好,质地越高越好。

“羊”与“狼”这两类经济体的生产方式大不同。“羊”自古以来就沿袭着单调乏味的早出晚归,低头吃草,吃了睡,睡醒吃,如此而已!尽管也有“生产组织”和“领导”——“羊群”和“头羊”,但这组织却是懒散、松垮,效率与警惕性太弱,甚至当成群的狼已悄悄靠近,自身都快变成人家的“原材料”时,竟还是那么“没出息”地低头啃草。而狼由于猎取的是附加价值更高的“活物”,因而勇敢智慧、强悍进取、不屈不挠、狼心勃勃,既有“战略”,又有“战术”,为了一场具体的“猎取”(“生产”),对“猎物”会进行很有章法的“观察、踩点、埋伏、攻击、打围、堵截”,有时甚至会为一场收益远大于成本的“肥羊群猎取”而跟踪潜伏几天几夜,耐心十足,事前的准备无可挑剔,一旦进攻,就是信心百倍地电闪直冲。狼的组织严密的生产方式不仅远高于羊,恐怕人类也叹为观止。

令人不能不深思的,是眼下我们经济生活现实中类似这样的“狼”、“羊”对比的格局。在理论导向上,有些学者和鼓吹者以“资源禀赋”、“比较优势”为名,一味强调中国只能遵循中初级产业的发展路径,好像只有“人力便宜”的优势,那些“资本密集型”、“重工业”、“技术密集型”似乎永远都跟我们隔着很远,中国的经济发展只能是“低头啃草的羊”型经济,生怕跌落到“食肉”型经济级次而破坏了那些所谓的“经济规律”。殊不知,正如草原上的真实画面一样:草吃得太多的黄羊,就会连“擅跑”这一“资源禀赋”和“比较优势”也都丧失了,只有等着被狼吃掉的分儿!更何况那些并非黄羊的绵羊压根儿连

这点“禀赋”都没有呢!这样的理论,是典型的将中国企业与经济体引导到草地上低头啃草的理论,结果便是为“狼型经济”准备“原材料”,永远处于经济生态链的中下游。

近几年的经济实践已显示出这种理论的实际效果了,当然可能还有超出这种理论的意识与思想。比如,不论是实体经济还是金融领域,“引进境外战略投资者”已蔚然成风,甚至成了国有金融与非金融企业改革成功的“标志”,尤其是那些想要改制海外上市公司的国有企业,似乎没有“境外战略投资者”就不会“卖个好价钱”。诚然,国有企业曾长期在“计划经济”这片广阔深厚的“温柔之乡”里,没有了竞争,浑浑噩噩,因而也就失去了凶悍进取的“狼性”,通过引进那些真正具有“狼性”的跨国企业作为“战略投资者”,向境内国有企业“输血”,可以借此催生组织严密、勇敢进取、智慧顽强的竞争力,以期在更广阔的天地里与各地的“狼”竞争,由此使中国经济在经济生态链上向“上游”发展,从这个意义上讲,引进战略投资者应当说是必须的,这种“战略”是正确的,现实中也有不少成功的案例。

但是,越来越多的现象却显示这个战略正在滑向另外的轨道。日益增多的“境外战略投资者”进入了“国民经济核心与骨干企业”,但为数不少的境外机构在耐心潜伏很久后瞄准时机悄然无声闪电收购或参股境内国有企业后,不见“输血”,但见“瓜分”,从“战略投资者”变成“战术投机者”,时隔不久便“吃个沟满壕平”得胜而退,而那些国有控股企业在组织、技术、管理方式上却没有得到什么“真经”,因而也就没什么大的改观。想想也是,有哪只狼会不但不吃羊反而将羊改造成将来同自己争夺天地的“狼”?有哪家跨国金融企业原意将中国的国有金融企业培养成自己的竞争者呢?

最近就有批评认为,今年4月,以美国高盛证券公司为首的财团以38亿美元认购了242亿股中国工商银行股份,占总股本的8.5%,“而现时工发行H股的初步意向价是2.76港元,即高盛财团手上的股份已升值至668亿港元,几个月下来,高盛财团账面便赚了372亿港元。中国建设银行及中国银行上市前分别低价售股予美国银行及苏格兰皇家银行,而这两家外资银行主要只是“引资”,而没有太多的“引智”。人们不能不问“低价售股的目的什么?”这种批评和疑问无不道理。对此,我不明白的是,那些几十年来由千千万万中国公众这些“瘦草”供大的“关系到国计民生”的大型企业,尽管没有多少进取精神的“狼性”,但毕竟在垄断机制下长得“腰滚肚圆”,怎么一夜之间竟无“等价交换”原则地成为外来者的“美餐”?而我很清楚的是,那些并非真正“战略投资者”的外来者猎取的前几名特大型中国企业,都是质地上的“肥羊”,而单位资本的猎取成本如此之低,符合“羊大”的“工业狼”审美观。

按照官方所得税汇算清缴口径,“外商投资企业与外国企

业”十几年来一直在亏损,2005年亏损面近50%还算是略微降低了(这恐怕是近年来中国政府开始真下手“国际反避税”的效果)。其实,说穿了,那些比狼还精的跨国企业不仅没亏反而大赚,只不过将“吃到的满嘴肥肉”通过各种花哨的手段(比如看似复杂的“转让定价”)“转出”了而已!否则,为什么中国政府真要下手“国际反避税”时,那么多的跨国企业高管马不停蹄地要跑到中国看个究竟?

据北京市地税局去年的一项统计,34%的跨国公司代表处个人所得税存在问题;更有报道说,税收专家估计每年在中国的跨国公司外籍高管,仅仅利用某单一方式逃税的规模就达百亿。如此看来,不少“国际者”确实是将中国经济看成草原上的“大羊群”了。我们那些大大小小的决策者们,在当时的大大小小的决策中不知是怎么想的,是不是做惯了“羊”而只顾眼前那点“青草”却没有抬头或者头抬得不够高呢?

好在,经济生态链的观念开始进入到我们社会中来了。越来越多的共识是,在这经济天地里,既要有“狼”,也要有“羊”,哪一样过多或过少都不可以。但愿在这着力“提高对外开放水平”、“调整对外开放格局”以及每年都喊的“产业结构调整与产业升级换代”的新视野里,中国经济不要仅仅或过多地处于经济生态链条上的“羊”型经济级次上,更希望那些大大小小的决策者们在大中小小的决策中多点抬头远眺、勇敢进取的“狼性”。

■ 彼岸

争议中,百事可乐任命印裔女CEO



◎ 袁晓明

管理咨询顾问,专栏作者, 现居美国达拉斯市

美国软饮料巨头百事可乐董事会最近任命来自印度的女性移民 Indra Nooyi 出任公司 CEO。新闻一出,便在美国媒体上引起不小反应,新媒体主要是网络博客世界翻开了去年的一本老账,主流商业媒体更多地从商业和经济角度来分析 Nooyi 的任命,只有《华尔街时报》简单回顾了 Nooyi 去年 5 月在哥伦比亚大学商学院毕业典礼讲话所引起的争议。当时, Nooyi 用她的 5 个手指头给那些哥伦比亚的 MBA 们上了一堂生动的国际关系和政治课。

Nooyi 说,5 个手指头可以代表 5 大洲,小手指头是非洲,非洲的经济总量和国际地位最低,但这个小手指数目受伤时,会影响到整个手;大拇指象征亚洲,它正在全球经济在西方的法律体制下运转;戴结婚戒指的手指代表拉丁美洲,充满了热情和浪漫;中指是北美主要是美国,中指最长,也是

■ 官商之间

实业报国 中外有别



◎ 高超群

中国社会科学院经济研究所 中国经济史学者

无论是在西方还是在东方,资本家在最初兴起的时候,都曾经长期面对上流社会的鄙视。甚至到了一战前后,在老派的欧洲大家族里经商也不是什么十分体面的职业。彼得·德鲁克出身于奥地利一个有点地位的犹太家族,他在回忆录里说:“我们家引以自豪的就是没有英国士绅看不起‘下层社会’那种狭隘的偏见。我们家族成员中就有一个是生意人,也就是姑姑的第二个丈夫。她的前夫是个心脏科医生,在大战中阵亡。她后来嫁给一个匈牙利人,一家非常大的木业公司的老板。然而,我们在谈到这位姑夫时,措辞还是尽可能谨慎,说他曾是非常专业的军官,还是位将军呢,到了 1918 年匈牙利军队解散了,才不得进入入家族企业。我的父母有一个好友是经营纺织厂的企业家,但是在介绍他或他的子女给我们玩伴时,我们总是强调,他本来是个风景画家,在他父亲死前曾开过画展,但父亲早逝,只好担起经营家族产业的重任。银行业呢,还可以,只要他们有大学文凭,但是工厂或商行的‘练习生’就会让人说:‘很好,不过嘛……’”

因此,欧洲的资本家为了赢得社会的认可,不得不用民族主义来武装自己。他们辩解说自己是通过经商来报效国家的,用新教伦理作为道德依据,向主流社会宣示自己也是一个正派人。中国最早的新式企业家是买办和洋务运动中的官商,但很快他们就被出身士绅的企业家取代。这些新式的士绅并不需要向别人证明自己的忠诚和正直,他们本来就是精英,国家本来就是他们的。只是面对列强的坚船利炮,他们需要做的只是改变国家的统治方式。因此他们举起了商战和实业救国的大旗。

不过,对于近代企业家的民族主义主张,我们切不可做过

整个手指体系的关键,美国正是带领全球经济的国家,但是,按美国人的习惯,伸出中指是骂人的,而美国这些年在国际上所做的许多事情正像是伸出了中指。Nooyi 希望美国向世界多伸手去援助,而不要伸出中指去捣乱。

为了把比喻讲得更生动, Nooyi 还举了几个美国商人在中国北京的一段经历做具体说明。美国某豪华旅店公司在其北京的分店培训美国的经理,由于北京分店是改建而成,卫生间还没有改成现代式样,这些美国的经理们便在酒吧里取笑传统的中国厕所,结果被懂英语的酒吧服务员都听到了。

Nooyi 的结论是,那几个美国经理的取笑就是向中国伸出了中指,而没有伸出理解的手。引起争议恰是 Nooyi 讲话的最后一段,即美国在国际事物上伸出中指(骂人)。虽然 Nooyi 列举了中国传统厕所的例子去说明美国人的粗鲁,但她所说的美国指更多的还是抨击布什政府。应该说,美国的工商界更倾向于当政的共和党政府,布什政府的减税、自由贸易等经济政策更有利于工商界。可为什么 Nooyi 要用中指来攻击布什政府的外交政策呢?此外,即便 Nooyi 个人对布什政府有看法,她也不应该公开自己的观点,在政治分化的美国,公司主管政治观点过于分明,对公司的生意没有好处,最好的做法就是在公开场合保持中立,可是 Nooyi 破了这个规矩。

分浪漫主义的想象。当时的人就曾经批评他们:“每次任何一个帝国主义国家的侵略见之于形式的时候,每次中国对任何一个帝国主义国家作经济绝交的时候,却每次没有见商业资本家本有抵制外货的决心,却每次没有看见工业资本家有增加生产的企图,却足以给予商业资本家莫大的机会,都充分表现了商业资本家阶级十足的投机精神。”

对于这种指责,虽然很少见到中国的企业家公开的辩白,但是在他们的内心,他们并不感到恐惧,甚至没有自责。1917 年英美烟公司与南洋兄弟烟草公司商谈合并事宜。在当时国货运动高涨的背景下,南洋兄弟烟草公司凭借民族企业的背景,在与英美烟草公司的竞争中获得了许多利益。在这种情况下,南洋兄弟烟草公司的当家人之间发生了分歧,简玉阶认为如果南洋与英美烟草公司合并,利润将会缩水,因为简氏会失去他们作为国货运动领袖赢得的所有信誉,国会会指责简氏虚伪甚至卖国,甚至对其产品采取敌视态度。与此相反,简照南则更多从经济上考虑南洋的发展前途,认为生意来往与爱国没有关系,他指出:“试问争气,争气为人所败,国人亦能争气补我损失否?”

事实上,他们认为没有比自己公司的壮大更好的报效国家的方式了。这种潜意识再加上民国年间中国政治的混乱,使商人们更加坚信自己没有必要参与军阀和政客之间的争斗,更不用提那些蛊惑人心的政治运动。因此,进入民国以后,中国正派的商人在政治上越来越边缘化,他们对于国民党政权并没有信心,也缺乏好感;对于底层的社会政治运动,他们更加敌视。只有那个实业救国的口号可以安慰他们的灵魂,给他们道德支撑。

1907 年美国面临一场严峻的金融危机危机,为了帮助政府渡过难关,洛克菲勒拿出了巨资。要知道,这个时候执政的罗斯福政府却是给洛克菲勒家族的利益带来巨大损失的,可以说洛克菲勒对他简直恨之入骨。事后,老洛克菲勒得意地写信给儿子:“这让我非常高兴,比赚多少钱都让我高兴。”因为他觉得作为一个公民,他终于有机会可以报效国家了。两相比较,实在令人感慨。

迫于许多美国人抗议和扬言要抵制百事可乐产品的压力, Nooyi 后来对 5 个手指头的比喻做了解释和道歉。但是,现在百事可乐董事会仍然决定将 Nooyi 提升为 CEO,说明百事可乐的掌权者们并没有担心 Nooyi 的言谈会给公司在美国带来多少负面的影响。当然,那些被 Nooyi 骂过的美国人并不善罢甘休,他们在博客世界里对百事可乐发出了抗议,有人并扬言只喝可口可乐。但此次百事可乐公司肯定不会去理会他们的。为什么?

用一个词就能回答这个为什么,也可以一并回答为什么最初 Nooyi 敢于公开宣讲他的比喻。那个词就是“全球化”。更具体一点,如今的百事可乐并不只是一家美国公司,而是一家世界性公司,可以冒犯美国一点,但不可得罪世界,或者是要讨好世界。近年来,对作为独家超级大国的美国,世界的不满越来越来, Nooyi 的美国中言论显然顺应了世界潮流。此外,美国人喝更多的矿泉水,而美国以外软饮料却消费越来越多,百事可乐的市场因之更加国际化,而亚洲是人口最多的洲,一位亚洲的 CEO 自然对亚洲市场营销更加有利。

最后,有一件事情也许是巧合。近来可口可乐和百事可乐公司的软饮料产品在印度市场被指责含杀虫剂成分,任命印裔的 Nooyi 为百事可乐 CEO 是不是也可以缓和这种紧张形势呢?