

给中国股市换“芯”:打造牛市制度性基础

□乐嘉春

当我们分析影响当前中国股市景气度持续向好的诸多原因时,有一个因素不容忽视,那就是股权分置改革的成功实施已实质性地改造或重塑了中国股市的“市场化”根基,使得中国股市与宏观经济之间不再严重背离、股东间利益逐步趋于一致和市场信息不对称状况得到进一步改善。由此,中国股市也进入到一个崭新的发展阶段,并构造了中国股市景气度向好的一个坚实的制度性基础。

根据我们的观察,在股权分置改革前,中国股市的“根基”可以说是非市场化的。因为在最初上市公司股权结构设计的特殊安排上,约有70%的股份是非流通的国有股及法人股,而仅有约30%的股份是流通的社会公众股。这种特殊的股权分裂的制度设计安排构成了一个暂时性契约,也是以往中国股市赖以运行的市场化根基,后来有关中国股市的一系列相关制度安排都是围绕这一暂时性契约派生出来的。当然,这一暂时性契约的制度性安排在中国股市建立之初不能不说是一个巨大的进步,它突破了当初计划经济色

彩及制度性因素等框框限制,在客观上也反映了中国转轨经济的基本特征。

在此,我们不如借用科学哲学大师拉卡托斯的科学研究纲领方法来分析这一问题。将这一暂时性契约比喻成是决定或影响中国股市内在发展的一个“硬核”,围绕这一硬核会产生一系列保护层。但是,我们以往对股市的改造或发展思路并没有从更换这一“硬核”上着眼,而是仅仅围绕外国的保护层进行一些修补工作,如QFII、IPO及再融资的市场化取向、大力发展机构投资者、规范上市公司行为及监管证券市场等诸多市场化举措。由此,中国股市呈现出一种独特的市场现象:中国股市从表面上看已市场化,但从根基上仍是非市场化的,由此形成了市场化的表象与非市场化的实质内涵之间的不断冲突,并演化为股市中许多难以让人理解的现象与问题。

例如,尽管管理层大力推进上市公司的市场化融资和再融资进程,但股权分置的现状使得非流通股股东与流通股股东之

间的利益并不完全一致,因而融资和再融资的市场化取向仍难以改变上市公司利用股市“圈钱”的强烈冲动。还有,庞大的非流通股被流通股股东视为“笼中之虎”,导致整个股市非常惧怕大型公司在A股市场上上市,大型优质公司迟迟不能进入A股市场,在一定程度上也使得中国股市难以全面和真实地反映出宏观经济基本面的变化趋势。面对中国宏观经济持续向好的大趋势,中国股市反而陷入了持续下跌的发展困境之中。中国股市也变得越来越缺乏吸引力,股市被逐渐边缘化了。

那么,为什么中国股市的市场化发展进程会遭遇如此尴尬的局面?其根本原因就在于中国股市市场化的表象终究无法“替代”非市场化的根基。尽管我们在中国股市外圈的一些保护层上采取了诸多推进市场化的努力和举措,但决定和影响中国股市内在发展的“硬核”并没有发生什么实质性变化。因此,要想化解中国股市所面临的诸多危机或困难,我们就必须更换原来的“硬核”,即消解中国股市长期赖以运行的一个非市场化根基——暂时性契约,让非流通股也能像社会公众股一样流

通起来。可以说,这就是“股权分置”改革的初衷和目标。一旦这一目标得以实现,那么中国股市的新的市场根基就建立起来了,即一个真正趋于市场化的“新硬核”产生了,重建或修正围绕这一新硬核的保护层的各项努力才能真正发挥作用和影响。

在我们看来,股权分置改革成功的突出意义恰恰在于:是更换了能影响中国股市内在发展的“硬核”,并赋予了中国股市的一个市场化根基,使得中国股市的市场化逐渐能真正达到“表里如一”。这种制度性的巨大变革,不仅重塑了中国股市的市场化根

基,而且还催生了中国股市持续向好。从更宏观的角度分析,更决定和影响中国股市内在发展的“硬核”,在一定程度上也反映了中国经济发展的一种客观需求。因为,经过仅30年的经济改革,中国经济已日趋市场化,但中国股市的发展滞后已严重影响了中国经济增长质量。例如,在目前的融资结构中,直接融资所占比重很小,相反间接融资比重却仍然较大。当宏观经济面临调整压力时,银行体系将面临巨大的压力,并对整个宏观经济运行产生不利的影响。这表明,中国经济的市场化进程也要求“更换”这一决定和影响中国股市内在发展的非市场化“根基”,使之“蜕变成”一个符合中国市场经济发展要求的市场化“硬核”。从这个角度分析,股权分置改革不仅是中国经济市场化发展大趋势的一种内在要求,而且也反映了中国宏观经济发展的一种强烈要求。

当然,股权分置成功改革的另一突出影响是,重塑中国股市根基也改变了市场早先惧怕对市场扩容的预期。伴随着大量大型优质公司逐渐加盟或回归A股市场,由此构成中国股市微观基础的上市公司质量也大幅提高。中国股市也开始能真正发挥其反映宏观经济基本面变化的“晴雨表”功能。当中国宏观经济依然持续向好时,中国股市景气度持续向好也是必然的。

所以,我们认为,正因为股权分置改革以市场化取向改造了中国股市的非市场化“根基”,并重塑了中国股市的市场化根基,这一革命性的制度变革与创新,成为影响中国股市持续向好的一个制度性保障。(作者为本报记者、经济学博士)

推出国债期货 加快利率市场化进程

□北京工商大学证券期货研究所 胡俞越 白杨

期货市场是现货交易形式在远期的延伸与发展。一个期货品种推出要想取得成功,现货市场的牢固与发展,是必不可少的前提条件。这主要体现在两个方面:现货的市场化与规模化要求。目前,我国国债现货发行与流通市场已经基本实现市场化运作,且国债现货市场存量规模已具备国际各国引入期货交易机制时的水平。可主要细分为下述四个方面:

在国债指数走势方面,在一个年度的时间跨度上,平均收益率波动超过4%,现货市场的利率风险已成规模。在当前经济局部过热,流动性过剩,利率市场化进程加速的大背景下,以国债为主要持有对象的银行、保险等金融机构,甚至一些企业,面对利率波动时几乎是风险敞口的。金融市场迫切需要建立以国债期货为基础的、对利率风险进行动态、主动管理的风险管理模式。

在国债发行方面,2005年我国通过了关于实行国债发行余额管理的意见。这意味着目前我国国债发行方式已步入余额管理的时代。这是国债发行体制的一次突破,有利于国债期限结构优化和滚动发行形成规模。尤其短期国债的发行量将会增加,这将有利于改善国债现货市场流动性,为推出期货交易提供流动性保障。

在二级市场方面,2005年银行间债券市场现券与回购分别成交6.01万亿元、15.90万亿元,累计成交达23.19万亿元,同比增长74.36%;市场现券和全部交易的换手率分别为1.02和3.69,与2004年的0.64和2.88相比,分别增长59%和28%,流动性有明显改善。我国在推出国债期货品种时应以银行间债券市场为依托,再逐步建立二级市场统一转托管体系,对目前尚分割的二级市场结构实现融通。在相继推出债券买断式回购与远期交易后,引入期货交易机制,似乎只是箭在弦上,蓄势待发。

在国债存量方面,截至2006年7月末,在中央国债公司托管的债券共有693支,债券存量达8.66万亿元,其中银行间市场占91.22%。以品种来看,其中国债托管量也达到2.75万亿元,接近占到GDP总量的20%,已达到一些欧美国家推出国债期货时的比例。

债券二级市场整合亟需推出国债期货

目前中国国债二级市场被分

为交易所市场和银行间市场。两个市场存在较大的套利空间。中短期国债的收益率银行间市场高于交易所市场,而较长期限的国债收益率银行间市场则低于交易所市场。只有尽快实现国债流通市场的统一,即同一托管机构可以对不同场所交易的国债进行统一的托管和清算,各类机构均自主选择交易场所和交易方式,才能进一步缩小套利空间,形成合理的市场基准利率体系。

交易所市场国债存量较小,品种少,但市场参与主体类型较多,各自有不同的资金需求,所以以交易相对多元化,但不足以支持国债期货交易;而银行间市场是国债发行的主要场所,其国债存量较大、品种丰富,经过若干年的发展,其交易品种已经涵盖了国债、央票、金融债及企业债等债券与票据品种,投资者构成也有明显改观,由当年的十几家银行机构及其已在市场注册的省级分支机构演变到目前包括社保基金、券商、保险资金等众多大型机构投资者。但由于市场准入制度仍存在一些限制,交易主体预期趋同的现象依然存在,而且除去回购交易后,与庞大的存量相比市场交投仍可以说是比较清淡的。因此打破二级市场的割裂局面,建立统一的国债流通市场就成为推进国债期货的主要问题。

但我们同样可以设想的是,逐步发展和开放国债期货市场也可能反过来推动二级市场流动性的改善,最终促成二级市场的整合。利率期货交易采用的保证金交易并引入做空机制,可以吸引广大投资者参与国债等债券市场,在大大提高市场流动性的同时,拓展国债的发行空间,并且有助于培育投资者对跨市场债券交易的需求,为最终形成一个统一、高效与活跃的债券市场做准备。近两年财政部发行的国债多数都为跨市场债券,并且监管层对个人进入银行间市场与银行间进入交易所市场的闸门已逐步松动,这表明债券二级市场的一体化建设步伐已经加快。

引入期货交易,繁荣债券市场

一个蓬勃发展的债券市场,应当是一个国家金融资本市场稳定成熟的体现。在利率市场化与金融自由化已成为全球经济发展主旋律时,债券市场应与股票市场一起共同构成现代财务体系的两大大融资渠道。而我国目前仍然面临“重股市轻债市”的现象,债券市场的品种建设始终

随着中国金融期货交易所的挂牌成立,股指期货已经作为首个金融期货品种登陆我国金融期货市场。而事实上,在目前中国经济局部过热,流动性过剩,加息压力凸显时,一直以来就存在的利率波动风险更是成为当前金融系统风险的主要构成部分。作为管理利率风险的有效工具,国债期货的推出也到了势在必行的地步。

在不存在国债期货或利率期货的金融市场上,债券交易必须同时考虑利率风险、信用风险和个体风险。债券交易最大的风险就是利率风险,利率风险也是最难把握的风险。有了国债期货和利率期货之后,投资者可以构造出与利率风险无关的债券投资策略。建立债券组合的时候,运用国债期货和利率期货对冲掉利率风险,使得整个组合的价值变动与利率的涨跌无关,这就是利率中性的债券投资策略。因此只要处理好债券的信用风险和个体风险后,利率市场中的债券投资策略可以让投资者在利率上涨和下跌中通过风险管理获取稳定收益。

图1:美国与中国债券余额/GDP的比较

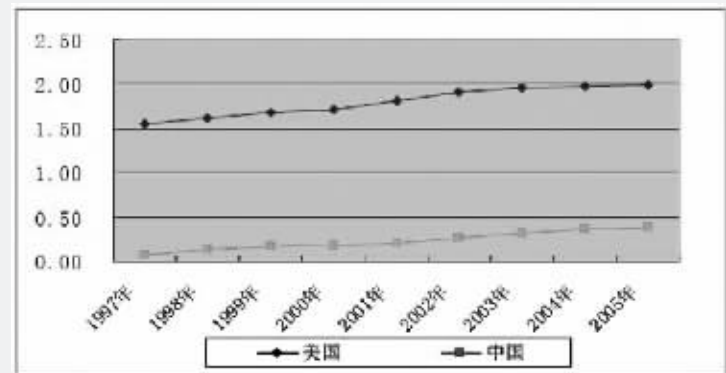


表1:全球期货与期权合约的成交量前三名 单位:百万张合约

种类	2005	2004	改变量	改变%
股指类	4080.00	3799.40	300.60	7.95%
利率类	2536.76	2271.25	265.51	11.69%
个股类	2356.87	1996.66	360.22	18.04%

(数据来源:美国期货业协会 FIA)

表2:全球交易所交易的金融期货与期权交易量与交易额

交易单位:10亿美元/交易量单位:百万张合约	2003		2004		2005	
	交易额	交易量	交易额	交易量	交易额	交易量
利率类合约	13,123.70	61.5	18,164.90	73.5	20,708.70	85.8
外汇类合约	79.9	3.4	103.5	2.9	107.6	5.4
股票与股指类合约	549.3	59	635.2	63.4	802.7	108.4

(数据来源:国际清算银行 BIS)

无法获得全面发展的机会。我们认为,国债期货市场的建立将为中国债券市场的发展创造这样一个机会。

与美国等发达国家的债券市场相比,我国债券市场确实还存在巨大的发展潜力。截至2005年末,美国债券市场余额已达25.331万亿美元,相当于美国股票市值21.22万亿美元的1.2倍,与GDP的比值接近于2,债券已经成为美国政府和企业最重要的融资工具之一;而目前我国的这个比率则不足0.5(见图1)。

总的来看,美国债券市场的发达现状,主要得益于其市场产

品的多样化构成与企业公司债的蓬勃发展。美国债券主要分为四大类:中央政府债券、地方政府债券、政府机构债券与企业债券。根据美国债券市场协会(Bond Market Association)的统计,以企业为发行主体的债券产品已经在市场中占据了举足轻重的地位。包括公司债券、资产证券化产品在内的企业直接债券融资工具占了债券市场整体规模的60%以上。

而我国债券市场品种则较为单一,且种类占比过于集中。债券品种中,国债和央行票据占了债券市场的67.48%,商业银行

企业债和企业短期融资券等债券类只占到7%左右。2005年,企业短期融资券、国际机构债和资产支持证券(2006年上市流通)等作为债券市场的创新品种首次向市场推出,也让我们看到了未来发展的方向与前景。

鉴于上述情况,通过推出国债期货交易,将有助于扩容我国债券市场规模,丰富品种创新,促进债券市场获取其在金融体系中应有的地位:1) 期货交易机制可以有效改善银行间债券市场流动性,在加快我国债券流通市场统一步伐的同时为市场引入增量资金,扩大现有市场的交易规模;2) 作为市场利率风险的管理手段,通过国债收益率的基准功能,为其他新型债券品种提供相应避险途径,也为信贷资产证券化等品种创新、企业与地方机构等发债主体创新工程铺平道路;3) 通过国债期货与期权等衍生品交易为债券市场引入完善做市商制度,改变现有做市商报价机制,以活跃市场交投,提高整体流动性;4) 促进利率市场化进程,催生更多利率衍生产品的出现,形成债券衍生品与衍生品市场的互动与均衡机制。

国债期货助央行加强利率引导力度

利率作为一项重要金融指标,事实上是具有二重性的。一方面作为资金的价格势必需要市场力量自发生成;另一方面作为政府调控金融市场的指标,又需要具有可操作性。在一个市场经济为主导的间接调控体系中,政府需要通过公开市场操作实施对利率的调控,由此通过市场行为将利率的两种属性统一起来。因此,利率市场化国家利用基准利率工具进行市场调节并不代表可以肆意由政府操纵利率,干预市场。

比如美国,其联邦基金利率作为市场基准利率,虽是由联储宣布调整点,但最终仍是通过市场行为如公开市场操作来调整利率至目标值,由此带动市场上其它利率联动而影响整个市场。久而久之,联储宣布利率调节就演变为一种信号,甚至不需要其实际操作,市场就会自动做出反应直至预期效果。政府行为与市场行为由此也得到统一。

国债由于具有财政与金融两种属性,因此国债市场也就成为财政政策与货币政策的结合点。市场经济国家的宏观调控主

要是间接调控,国债是最重要的政策工具之一。如果没有一个发达的国债市场,央行就无法通过间接手段(公开市场业务)影响市场利率,财政政策的活动空间也很小。1996年4月9日,中国人民银行首次通过中央国债登记结算公司向十四家商业银行发行购买2.9亿元国债,表明我国央行公开市场业务操作的正式启动,标志着我国金融体制改革发展到了一个新阶段。

然而近年来,央行通过债券市场进行公开市场操作时,通货膨胀压力明显不足,利率引导效应偏弱。2006年为控制经济过热增长,央行数次提高存款准备金率,并发行巨额央行票据回收超额流动性,先不说通过央行而不是国债手段,央行通过利率以及公开市场操作对经济引导力量不足确为事实。2005年,央行通过人民币公开市场操作净回笼基础货币1.3848万亿元,净回笼基础货币量相当于2004年的2倍多。这实际使得央行调整市场的成本大大增加。同时,在外汇流入还在持续增加的情况下,人民币收放难度和利率的调节难度也会相应增加。

而国债期货市场的缺失正是造成这种现象的一个重要原因,主要从两方面产生影响:首先,由于缺少国债期货市场,使得我国目前金融市场难以成为政府调控金融市场的指标,又需要具有可操作性。在一个市场经济为主导的间接调控体系中,政府需要通过公开市场操作实施对利率的调控,由此通过市场行为将利率的两种属性统一起来。因此,利率市场化国家利用基准利率工具进行市场调节并不代表可以肆意由政府操纵利率,干预市场。

国债期货为利率衍生品市场打开广阔发展空间

从全球角度来看,利率类衍生品的交易量仅次于股指期货,但其交易额已经占据全球交易所

市场的绝对首位(见表1、表2)。

从数据可看出,国际市场上利率衍生品在交易额上已经占据压倒性优势,因为在全球金融自由化的浪潮中,作为现代金融理论的基础性指标,利率自然受到市场各方资金的广泛关注,而利率风险甚至已成为其它金融风险的直接诱因。全球市场对利率衍生品的需求已经达到了前所未有的高涨局面。

我国在2001年加入世贸组织后,承诺将于2007年全面开放金融市场。而考察目前的经济形势,我们所面临的本土升值压力、房地产市场泡沫膨胀、储蓄率与固定资本形成率过高、有效消费不足等等经济问题中遇到的问题,归根结底还是由于我国金融体系中的利率运行水平与运作机制远未达到一个合理的状态。而最令人困惑的是,当金融机构与社会大众面对由这些问题所产生的利率风险时,庞大的避险需求,却没有任何有效的利率衍生品工具可供利用。作为利率期货的鼻祖,国债期货的推出已经到了刻不容缓的地步。而一旦开此闸门,我们有理由相信各种利率衍生品工具如潮般涌向市场;同时也将继续发展股指与外汇等金融衍生品提供一个相对稳定与成熟的金融大环境。

我国目前已经充分具备了恢复国债期货交易的条件,推出国债期货也能够为市场带来多方面的实惠。但是,我国债券市场由三、四个中央部门齐抓共管。恢复国债期货交易后,中国证监会也要加入到这些债券监管机构的行列之中。在缺乏一个统一主管部门的情况下,各个部门之间不仅在管理权限上界定不够清晰,而且还在协调机制上存在诸多问题,从而在一定程度上制约了国债期货交易的恢复。国债发行主体的财政部有关官员曾表示:“国债期货恢复上市的条件已经成熟。”因此,当前恢复国债期货交易的最大障碍是管理部门之间的利益协调,正所谓是“万事俱备,只欠东风”。如果管理部门之间能够尽快协调好利益关系,国债期货交易的恢复将指日可待。

(作者简介:胡俞越,现任北京工商大学证券期货研究所所长,北京工商大学经济学院教授,中国期货业协会专家委员会委员,上海期货交易所战略发展委员会委员;白杨,北京工商大学证券期货研究所研究生。)