

watch|上证观察家

股指期货:引领投资模式发生变革

□卢贇平

随着中国证券市场建设的日趋推进,推出股指期货的呼声也越来越密,对于股指期货将对证券市场产生何种影响的思考也在增加。有一些市场人士担心,股指期货上市将成为证券市场做空的动力,甚至有人认为股指期货推出后将导致中国股市出现大幅下跌。

这种担心也许有一定道理,但是并不全面。股指期货的推出多数情况下将使证券现货与期货两个市场交易量长期同步增长,两个市场的价格也能够保持长期上涨。对于国内证券市场而言,如果股市本身存在一定调整压力,则期货市场出现调整与股指期货的推出并无必然的因果关系。但是另一方面,股指期货选择合理的上市时机也很重要,时机选择得好,有利于市场的平稳运行和长期发展,反之则确实会对市场产生一定的压力。

从海外市场经验看,股指期货的推出使得套期保值、套利的需求激增,指数化投资逐步盛行,期货与现货两个市场交易量同步快速增长。即使在股指期货上市后股市可能出现短期的调整,但长期看整个市场将会延续

股指期货的推出多数情况下将使证券现货与期货两个市场交易量长期同步增长,两个市场的价格也能够保持长期上涨。对于国内证券市场而言,如果股市本身存在一定调整压力,则期货市场出现调整与股指期货的推出并无必然的因果关系。但是另一方面,股指期货选择合理的上市时机也很重要,时机选择得好,有利于市场的平稳运行和长期发展,反之则确实会对市场产生一定的压力。

牛市的走势。以美国、英国、德国和我国香港市场为例,美国1982年4月21日推出标普500股指期货之时,标普500指数尚不足200点,18年以后达到创纪录的1552.86点,其后虽然经历了9·11的跌势,但股指期货价格也重回升势;英国FTSE100股指期货于1984年5月3日上市,其后连续17年牛市,指数一路从1000点左右攀升到了6000多点;德国DAX股指期货于1990年11月23日上市,指数在11年间持续上涨了600%;我国香港在1986年推出恒生指数期货,当年证券交易量增长60%,随后10年增长20倍,恒生指数期货也从千点跃升到万点,作为权重股的恒生银行等大盘蓝筹股票更是完成了数十倍的涨幅。在我国国内,在市场消化了

全流通因素后,推动指数上涨的因素主要是人民币升值和市场流动性过剩。但是,就目前阶段来说,随着股指的加速拉升,市场本身的调整压力也在加大,因此,在证券市场本身有调整要求的情况下,股指期货推出后,即使股市出现调整,也并不与其构成必然的逻辑联系。国外经验表明,股指期货市场变动具有一定的时间领先,原因在于期货市场价格形成机制与证券现货市场不同,期货是市场参与者对预期信息筛选后形成的价格,加之其有便捷的做多空途径,其反应往往先于证券现货市场。因此时间的先后,并不构成逻辑的先后顺序。股指期货可以提前反应证券市场走势,但并不是证券市场现货涨跌的原因。

也有分析者将恒生指数期货的推出与1987年股灾联系在一起,将上世纪末的东南亚金

融危机与股指期货联系在一起。这种观点认为金融危机及其他股市风险事件与股指期货存在必然联系。这种分析并不完全符合事实,造成1987年股灾的主要原因是当时日元的快速升值导致美国经济的衰落,美国市场与一些主要市场产生连锁反应,加之当时金融体系在制度上的不健全,风险防范举措不力。而东南亚金融危机的根源则是一些国家国内出现泡沫经济,经济存在严重隐患所致。

从我国证券市场变革的层面而言,股指期货的推出可以改善中国证券市场产品架构,为投资者提供更为丰富的投资品种,这对完善现货市场的功能是一个利好。从证券市场参与者的层面来说,作为证券市场中坚的投资者的投资模式将发生根本性变化,这将是股指期货推出后证券市场立即能感受到的变化。

股指期货的主要功能是套期保值、投机、资产配置、套利。套期保值无疑是其首要功能。由于避险工具的缺失,过去五年的熊市阶段使国内投资者遭受约50%的损失。股指期货推出后,投资者不必出于对股市下跌的恐惧而不敢进行证券现货投资。在股市上涨阶段充分获利,在股市下跌阶段可利用股指期货对现货资产保值。此外,股指期货具有突出的资产配置功能。期现货模式,都将增加现货市场的需求,从而促进股票市场的长期牛市,以及现货、期货的良性互动。

从长期来看,就期货市场而言,期货市场对现货市场的影响而言,期货市场不会影响现货市场活跃度,也不会显著加剧现货市场波动。当然,如果股指期货推出的时机是在指数继续大幅上涨以后,也不排除出现短期回落的可能性。

综合来看,股指期货并非证券市场做空的动力。如果推出股指期货时,沪深300指数处于一个相对平衡的位置,那么指数出现大幅下跌的概率就不会很大。而从长期看,股指期货的推出将推进牛市的延续。(作者为金瑞期货副总经理)

voice|上证名记者

投资增速下滑促使宏观政策调整

□乐嘉春

当前,我国的投资增速呈逐步放缓趋势,尤其是新开工项目同比增长逐步回落,这预示了投资增速有进一步下降可能。我们认为,这一趋势有可能会影响到相关宏观经济政策调整。这一问题也值得引起我们的关注。

数据显示,去年上半年城镇固定资产投资增长31.3%,1-10月份城镇固定资产投资同比增长26.8%,1-11月份城镇固定资产投资同比增长26.6%和1-12月份城镇固定资产投资同比增长24.5%(12月份增长13.8%)。由此显示,投资增速放缓的迹象非常明显。

另外,从新开工项目同比增长情况分析,2005年11月份同比增长28.1%,去年10月份同比增长4.4%,11月份同比增长3.7%,12月已负负增长。由去年这一指标所显示的波动趋势表明,作为观察投资增速变化的一个先行性指标,也预示了未来3-6个月投资增速还会进一步下降,投资增速将进入一个下降通道。

那么,投资增速下降显著,会对今年宏观经济政策产生什么影响呢?首先,由于目前投资增速放缓和新开工项目增速回落,是与相对宽松的货币政策密切有关的。从央行已公布的货币数据看,去年10月、11月和12月份M2分别同比增长17.1%、16.8%和16.94%,10月和11月份人民币新增贷款分别同比增长94亿元和315亿元,12月份人民币新增贷款同比多增689亿元。另外,去年央行多次上调存款准备金率,与宏观调控政策相一致,央行的适度紧缩货币政策对投资增速放缓产生了显著的影响。

但是,随着投资增速放缓尤其是新开工项目增速回落,这一新的经济情况可能会对调整目前央行的适度紧缩货币政策产生一定程度的影响。尽管有必要采用多种适度的紧缩的货币政策手段来收缩目前我国依然相当充沛的流动性,但投资增速显著放缓有可能会推迟央行加息的时间,并可能促使央行放松适度紧缩的货币政策。去年12月份新增人民币贷款同比多增689亿元,已结束了连续数月少增的趋

势,这是否超前反映这一政策变化的市场迹象?

GDP,投资增速下降会影响今年GDP增长速度明显下降。问题是未来投资增速下降速度是否会超过我们可以忍受的限度,即是否会对经济增长造成大的波动?这是一个值得我们思考的问题。

尽管目前的宏观调控已对投资增速放缓产生了积极成效,但考虑到投资需求增长仍是支撑目前经济增长的主要动力之一,当前消费需求平稳增长以及今年净出口需求难以快速增长时,按照目前投资增速放缓尤其是新开工项目增速回落趋势看,GDP增长速度的回落幅度很可能会超出我们的预期范围。也就是说,有可能会引起GDP增速下降幅度较大。由此,也会产生新的宏观经济问题。例如,有可能会对实现就业增长等宏观经济目标产生不利影响。

实际上,近来投资增速显著下滑,不仅反映了今年我国宏观经济波动的复杂性,也反映了我们必须采取防御性措施来预防今年我国宏观经济增长出现较大波动。也就是说,要防止因投资增速放缓速度太快对经济增长下降幅度过大影响的经济风险。

怎么来预防呢?尽管我国经济已经过多年的改革开放,经济自身的灵活性已大幅增加,足以应付因投资需求等因素变动可能引起的宏观经济的较大变化,但这并不意味着我们不需要预防投资需求等因素变动会引发宏观经济过大波动的经济风险。相反,我们必须正视投资增速显著放缓尤其是新开工项目同比增速回落趋势明显,可能会对今年我国宏观经济波动产生不利的冲击。

从这个角度来看,近几个月来我国的投资增速显著放缓及新开工项目同比增速回落趋势明显,这势必会促使我们重新审视和调整目前的宏观调控政策。在一定程度上,我们会(相机抉择的)调整包括货币政策在内的宏观经济政策,以维持我国宏观经济的平稳快速增长。其中,在宏观调控政策调整的同时,如何将投资增速保持在适度水平上,将是今年宏观调控政策调整的主要看点之一。

数十亿“假按揭”放大银行风险

□魏也

据《21世纪经济报道》披露,近日,银监会完成了近年来一次罕有的大规模房地产贷款现场检查,结果显示:截至2006年6月末,涉及“假按揭”的贷款金额达数十亿元。

暴露出来的不仅仅是“假按揭”问题:个别被查银行和个人住房贷款业务上的问题贷款金额,占被检查业务金额的比例甚至接近30%。这一数字足以令人触目惊心。上述问题能够轻易被检查出来,说明存在的问题是非常明显的。银行何以如此麻木地漠视风险的存在?

如同股市连续大涨人们容易忽略潜在的风险那样,我国房价的持续上涨在某程度上也将一些潜在的风险遮掩了,使银行更容易在利润追逐中忽略风险。事实也正如如此,房价飞涨,购房人的房产处在升值的状态,在这种情况下,银行基本没有后顾之忧:购房人按时偿还按揭贷款,银行将房子收回卖掉也不会亏钱。这是银行放松对贷款人资格和信誉度的审查,核实,相关成效形同虚设的根本原因。

银行还不断在按揭贷款业务方面放低门槛,以便于业务扩张。这与当初日本的情况何其相似,日本当初为了鼓励国民购房,实行“三代贷款”的按揭方式,购房者可以将其一生分期付款,甚至分期到子孙一代,抵押贷款期限长达100年。我们现在的银行不也在做法,对在校学生实行按揭贷款吗?

数十亿“假按揭”对银行而言,是一个巨大的警示符号,问题是,难道银行非得经历一次惨痛的教训才能真正正视风险吗?我国房价连续多年持续上涨,始终没有止跌回调,我们的银行没有对房价自然回落带来的违约率大幅上升的切身感受,问题的可怕之处在于,倘若房价真的下跌呢?哪怕仅仅是一个调整,我们的银行能够挺过去吗?莫说房价下跌,对于投机者而言,即便在房价上升步伐减缓的过程中,就有可能吃不上肉。数据显示,2006年9月末,上海中资银行个人房贷的平均不良率已经上升到了千分之八点六,是2004年的7倍多。

房价经过连年上涨即便从自己规律上来看,也存在着回调的内在要求,更何况还有中央越来越紧的调控政策?中国国家发改委近日公布的数据显示,2006年中国住宅销售面积平均增长率已降至1999年以来的最低点,这说明高房价正在对住房需求产生抑制作用。只要真实需求跟不上,人为操纵的房价是难以维持的,更谈不上什么坚挺。一旦房价下跌,我们的银行也将面临严峻考验,体味“假按揭”之痛是避免不了的。

制度性缺失造成中国股市泡沫

□侯宁

成思危副委员长说中国股市有泡沫,并且认为70%上市公司几乎没有投资价值;国际著名投行高盛认为中国股市没泡沫,理由是中国的“实际汇率偏低、人民币被低估、非市场化的供给因素等”。这实际上代表了国内外目前阶段性唱多唱空中国股市的正反两方面。

那么,当前的中国股市到底有无泡沫呢?我的答案是,有,而且很多!所以在我看来,挤泡沫势在必行,而且一个大致挤掉泡沫的牛市才是健康和持久的牛市。

大家知道,这轮股市大跌的触发因素一方面是由于几个大人物唱空,但那毕竟是动动嘴皮子,作为国家领导人的成思危在此也更多地扮演的是一个“风险投资之父”的学者角色;而另一方面因素才是股市暴跌的真正原因,即查处信贷资金违规入市、严格上市公司信息披露、限制上市公司高管炒股、监控基金经理关系网的老鼠仓,等等。

也就是说,除了老百姓奋不顾身地盲目入市以及上市公司中的垃圾股暴炒带来的泡沫之外,中国股市的泡沫更多地来自违法违规的投机资金。正是这种来自银行、上市公司、公司高管以及享有特权机构的蓄意引领,才让股市的虚高浪潮一浪高过一浪,才让平时都不看股市的老百姓也产生了股市有黄金没风险的错觉。试想,如果我们的资金来源都是合规的,我们的高管机构都是守法的,我们的信息披露都是及时平等的,那么上证指数真的会如此凶狠的速度上涨吗?这些投机资金见不得阳光,所以一有风吹草动便急忙撤出,这才是引发暴跌的真正原因。客观地说,股票市场总是存在泡沫的,但对中国股市来说,投机资金的大行其道使这种泡沫超出了合理的成份,使市场长期处于剧烈的动荡之中。因此,中国股市的泡沫是由制度性缺失所造成的。

让人感到悲哀的是,每一轮大牛市中都是这样泥沙俱下,违法违规者多多,这已成为

众所周知的“中国式股市”的一个基本定律。直到现在,2000年大牛市中遗留下来的大案要案还没处理完呢!即便国外成熟市场中的大牛市中都会出现各种骗局,更何况我们这个法纪滞后、监管迟缓、惩处偏软的“新兴加转轨市场”呢?在此现实国情下多提醒参与者树立风险意识有何过错呢?难道我们真的要沉迷在所谓“汉唐盛世”的“市梦率”中,做一场只能涨不能跌的春秋大梦?

事实上,贷款炒股、地下钱庄资金进入股市在去年年中大盘还没有快速上涨时,已经露出端倪,当时亦有包括笔者在内的多人提出警示,但并未引起重视。这种情况的出现,其实很好理解,在股权分置改革初战告捷的情况下,如果没有股票市场行情有效上升,那么股改的成果就在很难看出。为了营造良好的市场环境,也因为恢复新股发行,也许还因为违法违规现象的隐蔽性,在相当长的时间里,管理层的态度一直显得有点暧昧。

如此,终于引来了后来工

行、中行等超级大盘指标的疯狂,但也正是这样不顾家底实情、不顾此前还在为“贱卖”辩护的投机炒作,让股票市场里允许存在的泡沫最终堆积到了不可思议的程度。然而,“出来混,总是要还的。”招行等小银行的蓝筹故事或许还可以延续,但每个清醒的财经人士难道还不知道工行、中行的家底?不容气地说,它们要做到“与国际接轨”,恐怕还不知需要经受几回洗礼呢!

对于这些情况,监管层应该说说是心知肚明,作为国家领导人的成思危也了然于胸,所以才会在某些时候站出来点刹车,挤挤泡沫。一个基本的道理是大家都明白的,人为“制造”出来的资本市场要想真正走向国际化、市场化,应该还是需要经历一场资本的“革命洗礼”的。

中国股市虽然有泡沫,但仍然充满着机会;然而面对大量的违规投机,面对堆积如山的已经获得流通股但还未上市流通的流通股,要说现在的中国股市没泡沫,只有傻子才会相信。

□吕翔

日前,广东省国土资源厅厅长林浩涛透露,广东将对拥有多套房的人开征土地使用费。也就是说,一旦新政实施,拥有多套住房的业主就得多交一笔土地使用费。有业内人士分析,该政策除较复杂外,实施起来也有一定难度。据统计,广州目前有相当比例居民拥有两套或以上住房,如何对这部分人征税,细则制定相当困难。此外,地产资深人士也表示,如何判断多套住房的标准也是个问题,一个人买房,可以用他亲戚朋友的名义,很难判断谁到底拥有几套房。

但是,笔者觉得所谓业内人士的分析扯得太远了,偏离了最核心的问题,即对购房人征收土地使用费的合法性问题,倘若合法性都不存在,对购房者开征土地使用税就不具有可行性。

《中华人民共和国城镇土地使用税暂行条例》第二条规定:“在城市、县城、建制镇、工矿区范围内使用土地的单位和个人,为城镇土地使用税(简称土地使用税)的纳税义务人,应当依照本条例的规定缴纳土地使用税。”根据税法规定,个人也可以是土地使用税的纳税人。

但同时,国家税务局印发的《关于土地使用税若干具体问题的补充规定》的通知第六条规定:“房地产开发公司建造商品房的用地,原则上应按规定计征土地使用税,但在商品房出售之前暂免征收,其用地是否给予缓征或减征、免征照顾,可由各省、自治区、直辖市税务局根据从严的原则结合具体情况确定。”显然,在对房地产领域征税的执行过程中,税务部门主要针对的对象是房地产开发商,然后,再由房产商将税计入房价,由消费者缴纳。

也就是说,在我国,居民在购买商品房的时候就已经缴清了土地使用税,只不过由于征收时是针对开发商的,许多购房者忽略了这一问题。其实,房价中不仅包含着土地

资金大案凸显高校办企业之弊

□冯光明

继天津大学前校长单平重大资金违规案之后,与天津大学一墙之隔的南开大学又爆出资金违规大案:天津南开允公集团(南开大学1997年创办的校办企业)原总裁杨育麟被南开大学开除党籍,事件涉及资金4亿元,其中1.1亿元资金被杨育麟贪污、挪用,杨育麟在去年3月接受调查期间外逃,至今未有消息。2006年5月,南开大学校长侯自新因年龄原因被免职。

高达4亿元的金額,莫说在高校,即便在社会上也属大案。这个大案显得匪夷所思。1997年允公集团成立时,在外语系任普通教师的杨育麟被校方选中担任总经理,如此重要的一个职位就这么轻率地任命了。杨育麟在任职期间不仅贪污、挪用1.1亿资金,还因管理失误造成高达3亿元的债务问题。审计所在审计时评价说,没见过这么混乱的账目,根本没法对账。实际上,类似这样的高校办企业并非仅南开大学一家,只不过高校办企业之弊在这一事件中表现得更为极端罢了。

国家有关部门准许高校办企业是基于以下几个目的:一是解决高校经费不足尤其是科研经费不足的问题。二是为了促使高校科研成果产业化,将高校的技术研究成果转化为现实生产力。三是为了与高校创建一个与社会生活直接对接的窗口,促进产、学、研的有机联系。

现在看来,我国高校所办企业,绝大多数没有达到上述目的。原本是为了解决经费不足的高校企业,很多都成了高校的累赘,不仅未能向高校提供资金支持,反而迫使高校一次又一次地把资金扔进去。许多企业惨淡经营、难以以为继。实际上,高校与企业是完全不同的主体,高校的任务是教学和科研,而企业的目的是追求利润和规模扩张,投资和扩张是企业永远不变的冲动,与高校本身的职责相背离。

因此,世界上许多国家限制高校办企业,虽然国外也有企业拥有经营型资产,且数额巨大,但它们的运作方式不是办企业实体,而是搞金融债券或与企业进行合作,承担技术转化职责。针对中国大学办企业的风尚,美国斯坦福大学校长约翰·亨尼斯



刘道伟 制图

就说:“大学以教学为主,不能直接参与企业的管理,因为一个人很难一心二用,我很反对教授参与公司的实际运作。”

与高校办企业相对应的是许多教授开公司,许多学生成了教授、硕导、博导的雇员。一些教授四处联系业务,争取以后就交给研究生做,然后每月象征性地给学生一点辛苦费,把学生当成了为公司赚钱的工具。

这种状况在一定程度上导致了我国大学精神的沦丧和教学质量的滑坡。中国科学院大学常务副校长侯建面对南开大学爆发的这起惊天大案,或许,应该对高校办企业的做法进行更彻底的反思了。