

watch| 上证观察家

现货期货市场“跨市场效应”值得重视

□房振明 林碧波

日前召开的国务院常务会议审议并原则通过了《期货交易管理条例(修订草案)》,在进一步修改后,将由国务院公布施行。修改后的这部《条例》将规范的内容由商品期货扩展到了金融期货和期权交易,扩大了期货公司的业务范围,进一步强化了风险控制和管理,可以预见,这部《条例》对于规范期货交易行为,维护期货市场秩序,防范风险,保护期货市场各方的合法权益和社会公共利益,促进期货市场积极稳健发展,具有重要意义。

目前,市场对股指期货的推出讨论得一直比较热烈。股指期货一旦推出,它对目前我国沪深两市的股票现货市场会产生什么样的影响,这是一个让人感到疑惑的问题,虽然有境外市场的借鉴,但中国市场有其不同于境外市场的特殊性,保持市场健康稳定发展,避免暴涨暴跌,一直是我们的目标。随着股权分置改革的顺利进行,我国的市场结构已发生根本性变化,投资者对规避风险和投资工具多元化的需求越来越大,加之资本市场

现货市场和衍生品市场是两个不同的市场。在这两种市场共同存在的条件下,由于现货和衍生品市场的关联性,稳定机制对相互关联的资产价格的影响必然是跨越市场的,这种稳定机制的“跨市场效应”从本质上揭示了稳定机制跨市场作用的机理。因此,在我们进行股指期货的推出而进行准备工作的时候,对现货与期货之间所产生的这种“跨市场效应”进行研究,并制订相应的对策,决不是没有意义的。

已实现很大程度的开放,金融衍生工具的发展成为迫切之需。此外,近几年境外金融机构相继开设以我国股票指数为标的的金融衍生产品,这些都对我国股指期货市场推出后,股票现货和股指期货市场的稳定、健康发展提出了严峻挑战。

现货市场和衍生品市场是两个不同的市场。在这两种市场共同存在的条件下,由于现货和衍生品市场的关联性,稳定机制对相互关联的资产价格的影响必然是跨越市场的,这种稳定机制的“跨市场效应”从本质上揭示了稳定机制跨市场作用的机理。因此,在我们进行股指期货的推出而进行准备工作的时候,对现货与期货之间所产生的这种“跨市场效应”进行研究,并制订相应的对策,决不是没有意义的。

我国影响稳定机制设定的

因素非常多,从市场结构到投资者成熟度,都会对其产生重要影响。但与稳定机制有关的影响因素包括以下几方面:

(一) 现货市场及指数体系格局。跨市稳定机制是个多市场协同的稳定机制,它必将影响到期货和现货两个市场的运行。我国现货市场中,上交所、深交所的定位从以前的趋同到现在一个主板,一个中小企业板,市场代表性发生了很大变化。因此,我们不可能像印度那样,从两个股票现货市场的股票中都选出一个指数作为市场层面稳定机制的基准。但是鉴于逐步蜕化为中小企业的深交所仍保留有大量大盘股在其市场上市,因此我们也不能像美国那样,让美国证券交易所(ASE)的稳定机制依赖于基于其他两个现货市场纽交所和NASDAQ制订的指数。根据我国现货市场的现

状,最优的选择是选用一个跨市场的指数来约束两个现货市场。

(二) 现货市场做空机制的缺乏以及现货与股指期货市场的分割。要使跨市稳定机制发挥应有的作用,现货市场和衍生品市场之间有效的关联是必不可少。在我国目前条件下,股指期货运行过程中对套利成本影响较大的因素包括股票做空机制的缺失及跨市场程序交易和组合交易的成本。关于程序交易和组合交易,国外发展迅猛,已成为机构投资者最常用的交易方式。但是在当前我国,由于受到规则和其他限制,程序交易、组合交易未能很好地发展,更严重的,我国现货市场没有做空机制,而即将推出的股指期货市场存在做空功能。具有做空功能的股指期货市场相对缺失做空机制的现货市场在市场价格下跌期间具有更好的价格发现能力。当因跨市场程序交易、

组合交易的成本及做空机制的限制导致两个市场的套利及关联受影响后,会使现货价格和股指期货价格之间关系的扭曲,最终影响跨市稳定机制运行的效果。因此,在股指期货即行推出之时,应大力推动组合交易和程序交易的发展,加快对证券交易的做空限制,以降低跨市套利成本和障碍,维护两个市场的关联。

(三) 国外因素对我国股指期货市场稳定机制设定的影响。美国、新加坡和我国香港等国家和地区的证券市场不光有中国内地公司上市,还都有中国股票为标的的股指期货交易。国外指数期货市场多是国际化程度很高的金融贸易中心,他们利用其宽松的监管环境、较低的收费水平,并以其较长时间衍生品开发与交易经验,在合约与交易制度设计等方面的优势对国内新

兴的金融衍生品市场将形成巨大的威胁。在这种情况下,海外市场与国内市场的稳定机制的设置差别在一定程度上会影响我国股指期货的定价权。举例来说,如新加坡交易所推出的针对我国股指的新华富时A50股指期货。A50指数与上证指数的相关性达0.93,与我国首只股指期货标的沪深300指数相关性高达0.96,属于高度竞争性指数。新华富时A50股指期货合约实行“阶梯式”冷却控制,且其稳定机制的限定范围大于国内市场限定范围。如果出现某种风险,市场剧烈波动,国内股指期货已涨停,而新加坡交易所还在交易。这种情况下,一旦国内市场由于涨跌幅限制停止交易而丧失流动性,为了降低投资风险,投资者只能转而寻求于新加坡市场,这将导致国内资金非法外流,若新加坡市场股指承受巨大压力而市场巨幅波动,它会影响涨跌停的国内股指期货市场重新开始交易后的走势。在极端市场情况下,国内市场跟随新加坡市场出现恐慌性的波动,可能会导致金融系统风险。

(作者单位:天津大学金融工程中心)

房市调控绕不过汤臣一品

□陈君

“中国第一豪宅”汤臣一品于2月1日,以1421万元/平方米的价格售出了第三套住宅,刷新了此前由它自己创下的13万元/平方米中国住宅最贵单价纪录。汤臣集团董事长助理杨玉霞在接受记者采访时表示,汤臣一品绝对不会降价。

房市调控最大的问题之一是无奈开发商的暴利,只要开发商的暴利不被挤压出来,房价就很难真正降下来。而汤臣一品即是中国房地产业暴利的一座“丰碑”,也是高房价的最典型象征。目前,国内再高的房价只要一与汤臣一品相比,立即自惭形秽,小巫见大巫。有了汤臣一品这只狼群里的巨兽,还有哪个开发商担心因为房价太高成为众矢之的?

据报道,把汤臣一品的各项成本计算进去,约在每平方米3万元左右。按照最近卖出的第三套住宅1421万元/平方米的价格,无论如何都算得上是暴利了。有了汤臣一品,其他大大小小的开发商们就有足够的底气说自己不存在暴利。倘若绕过汤臣一品,针对任何一个开发商的房市调控,都难以令他们心服。

目前的土地增值税清算,同样绕不过汤臣一品。根据国家税务总局的通知,“剩余的已售建筑面积已经出租或自用用于取得销售(预售)许可证满三年仍未销售完

毕的”,税务机关可要求纳税人进行土地增值税清算。

汤臣一品在2005年10月就取得了A栋住宅的销售许可,到明年10月税务机关就可以要求汤臣一品对A栋实施土地增值税的清算,其他依次类推。根据土地增值税清算办法,利润率越高的开发商所需缴纳的税额也越高。

有好事者已经帮助汤臣一品算了个大概数额。汤臣一品预售总面积达到91616平方米,总成本按照每平方米3万元算大约是42亿元,出售均价11万元/平方米,总收入约为154亿元,净收入为112亿元,应纳土地增值税税额应为5082亿元。根据汤臣一品有关人士的说法,他们的实际成本远在3亿元以外,假设其每平方米的成本达到5万元,那么,汤臣一品全部楼盘应当缴纳的土地增值税也可高达32亿元之巨。

对于汤臣一品而言,严厉的房市调控政策正在给它带来越来越大的压力。倘若它继续硬撑着不降价,仅仅所应缴纳的土增税一项就足以令它心碎。对于调控者而言,如果连汤臣一品这样的“冒尖户”它也奈何不得,任凭其高到令世界瞩目的房价持续坚挺下去,那么,它又如何确保调控政策取得效果呢?

因此,房市调控绕不过汤臣一品,双方的博弈或将在今后的调控政策实施力度以及开发者的价值取向产生深远影响。

廉租房闲置源于政府不作为

□云力

我国在廉租房建设方面严重滞后,截至2006年4月,全国还有70个地级以上城市尚未实施廉租房制度。令人费解的是,即便极有限的廉租房也未能得到充分利用,出现了长时间的闲置现象。据昨天的《中国青年报》披露,西安市有一个“明德门廉租房小区”,早在2001年就竣工了,共有6幢264套住房。然而,自建成至今,仅住有50余户,其余大部分住房已经空置了近6年时间。

廉租房空置的原因显得匪夷所思——无房户太多,政府难以分配!据悉,到底应该给谁,西安市反复开会研究,并出台了《西安市城镇廉租房管理办法》,但因因人多房少,没能定下来。

让宝贵的廉租房资源白白地闲置着无法惠及民众,凸显政府有关部门的不作为,制定一个标准,然后选出最困难的无房户首先入住即可,一个如此简单的问题,何以难倒有关部门?如果有有关部门觉得廉租房太少无法分配,为何不多建一些呢?记者调查的数据显示,2006年,西安市政府当年规划补助住房困难户的资金总额为2402万元,而西安市

住房公积金每年的收益就在千万元以上。以这种态度对待民生问题,无房户要等到何时才有希望?

因此,廉租房的供应不足和有限廉租房的长年闲置,其主要责任在地方政府有关部门的不作为,在于他们对民生问题的漠视。实际上,这种在民生问题上的不作为现象并非西安一个地方存在,有些地方至今连廉租房还没有建,对国家关于廉租房建设的相关要求漠然置之。

要避免这种不作为现象,必须用法律等措施构建起一个严格的制度,确保民生问题不缩水、不闲置。比如,美国联邦政府每年用于对中低收入居民住房进行各类直接补贴的财政支出就超过300亿美元。在新加坡,政府对特困户提供每套42平方米的廉租房,每个月只象征性地收11新元的房租。这些资金的下拨和使用都是通过预算来保障的,具有法律一样的效力,政府必须遵守。法国政府更是在今年1月17日通过了“可抗解居住权”法案,规定从2008年12月1日起,5类住房困难户如果住房问题得不到解决,可向行政法院提起诉讼,通过法律途径迫使政府认真解决住房问题。

这些经验值得我们汲取,只有制度保障,民生问题才能得到重视,廉租房政策才能真正得到落实。

罗杰斯“变脸”背后藏着什么

□时寒冰

罗杰斯在中国股市泡沫问题上的看法突然改变了。他在澳大利亚悉尼接受访问评论中国股市时说:“目前中国股市尚称不上是成形的泡沫,但股价的确太高。”

要了解罗杰斯“转型”的动机有多大,不妨先看看他在今年1月份是怎么说的:“现在在中国每天有50000个新的股票账户开户……这实际是市场在泡沫阶段人们采取的行动,当市场处在这样的歇斯底里的状态的时候,人们必须非常小心……我看到过很多危险的迹象,这就一个危险的迹象,我对中国的前途非常乐观和兴奋,但是我现在就可以告诉你,市场不应该是这样的。”

就在几天前,股市还处于“泡沫阶段”,市场还处于“歇斯底里的状态”,但几天以后,同样是这个股市却变成了“称不上是成形的泡沫”,泡沫犹如肥皂泡,一会儿功夫就被吹破了三两个。在罗杰斯手中,泡沫成了神奇的魔术棒。倘若谁真的相信罗杰斯,跟着他走——无论是股民跟着投资股票还是决策者将他的意见作为参考——都可能因为他前后不一的发言而限于无所适从的状态。

其实,这一点都不奇怪。罗杰斯是一个需要从资本市场赚钱的操盘手,他既不是一个政

治家——需要为自己的言论负责,也不是一个经济学家——需要为自己的判断负责,他首先服务于自身的利益,他所说的每一句话都围绕利益进行,都与对利益最大化的追逐密切相关。这是由他的职业特点决定的,与个人品德无关。

罗杰斯当初为什么大谈泡沫?他在接受记者采访时说得再清楚不过了:“我现阶段不买人,像你说的,它们已经涨了很多,特别是过去几个月。我想等一些事情发生、使股票下跌后再买入。”他其实已经说出了到中国宣扬泡沫论的目的,即“股票下跌后再买入”,索罗斯自己恰恰就是想制造“一些事情发生、使股票下跌”的人。作为一个在国际上有影响力的人物,罗杰斯不会放过任何一个展示自身力量的集会。

假如罗杰斯是这样说的,也是这样做的,果真在此次股市连续数日大跌之后逢低买入,那么,他无疑实现了自己的战略目的,在这种情况下,他突然“转型”说中国股市“尚称不上是成形的泡沫”,也就顺理成章了。其实,不仅罗杰斯,在股市经过调整后,不少人和机构甚至包括QFII都突然“转型”了,他们或对自己之前的观点进行修正,或干脆直接“变脸”。有的认为A股结构性牛市的特点并没有改变,有的认



漫画 刘道伟

为泡沫只是一小点,有的认为A股市场很健康,前景无量。A股连续下跌一周蒸发万亿市值的惨状,似乎已经消失于这些人或机构的视野。

资本市场是一个各大利益主体纷争的平台,哪怕是对一些很小问题的看法,利益因素也贯穿其中,何况是对于可能影响到股市走势的泡沫问题呢?因此,无论对于罗杰斯还是其他人的话,都不要太当真,应透过利益的迷雾去审视他们。

许多人相信罗杰斯是因为他对大势的准确判断,但是,罗杰斯错误的判断甚至离谱的判断并不在少数。比如,罗杰斯预言油价在未来某一时刻将涨到每桶100美元,事实上,伴随罗杰斯的预言,油价一口气下跌

到了接近50美元的地方。罗杰斯的聪明之处在于,他没有给出100美元的具体时间,也就是说,无论油价何时到达100美元,他的预言都是准确的,都是神奇的。问题在于,失去具体时间点的预言又有什么实际意义呢?随着石油的日渐枯竭,莫衷一是200元,200美元都有可能达到,但这种判断对投资者没有任何参考价值。

中国资本市场还不成熟,人们很容易给某些权威戴上某种神奇的光环再顶礼膜拜,罗杰斯幸运地成了这样一个什么人。什么时候,我们的市场不再因某些所谓权威的言论暴涨暴跌,我们的投资者不再迷信所谓的预言家,我们的市场和投资者或许就真正成熟和理性起来了。

信托新政:让“蒙尘珍珠”重现光芒

□邢成

2007年伊始,中国银监会正式下发修订后的《信托公司管理办法》和《集合资金信托计划管理办法》,被业界称为信托“新政”。众多境外金融机构和战略投资者一反“新政”出台之前对信托业的犹豫、观望的态度,对中国信托业表现出浓厚的兴趣,称其为“蒙尘的珍珠”。

“新政”的实施对信托公司现有业务模式的冲击是巨大而深刻的。信托公司必须在规定的过渡期内尽快实现根本性的业务转型和功能再造。以专业化经营为核心业务模式,以基金化原理为核心产品结构的信托公司将成为我国信托业“新政”框架下的主要发展趋势。

在私募性质的股权投资基金业务方面,信托公司应尽快按照“新政”的政策导向,根据自身特点和资源优

势,确定重点领域或行业为主要投资标的,并据此配置相关人力资源和专业结构,在某一两个领域逐渐形成专属优势(包括房地产信托基金REITs),同时彻底摒弃传统的项目融资贷款业务模式,全面采用基金产品的设计原理和运作、管理流程,实现产品的标准化、品牌化、系列化,真正实现投资风险的分散化、投资方向的专业化、投资管理分工的精细化。迅速做大总体规模,并积极探索建立产品的流动性机制,在时机成熟和政策允许的条件下,最终实现产品的公募化和上市交易、流通。

应该指出的一点是营销的私密化。鉴于“新政”保留了关于信托公司推介信托计划时,不得进行公开营销宣传的禁止性条款,以及引入了合格投资者的概念和相关标准,信托产品的营销仍定位于私募性质,使信托公司原

有的客户结构和营销策略受到直接的冲击和影响。因此,信托公司须尽快制定一套针对高端私募合格投资者的营销体系和营销模式,深度挖掘该类客户群体的营销规律,建立一支高素质、专业能力强的营销队伍,从而真正完成“新政”条件下市场定位、客户结构的转型,与新市场的功能定位和业务模式对接、匹配。

我们要看到的一个现实是,随着市场的发展,除已经推出的信贷资产证券化业务之外,其他形态的资产证券化业务也会陆续推出,2005年中金公司推出的中国联通CDMA收益权资产管理计划就已经证实了这一点,所以说中国的资产证券化市场对信托公司而言孕育着巨大的市场商机和盈利来源。但信托公司需要清醒认识到的是,在这一庞大的市场面前,还有众多的竞争对手,证券公司、基金公司、保险公

司、商业银行,无一不实力雄厚,虎视眈眈。因此,信托公司不仅要充分发挥和运用制度优势和政策优势,更要练好内功,全面提升自身的资产管理能力和投资管理能力。同时相关的政策扶持也是极为重要的因素。

企业年金基金、保险基金、社保基金、公益基金以及社会闲散的巨额“风险厌恶型”的民间资金等诸多大规模或超大规模性的资产都急需专业理财机构对其进行专业化规划、整合、处置、运用和增值保值。信托公司应针对该类资产的特有属性和规律,尽快摸索建立起一套与之相适应的资产管理和运用机制,突出安全性和风险控制性,兼顾收益性,信托公司应结合ODII资格,特别应以境内外币市场、资本市场和金融领域作为重点投资领域。

(作者为中国人民大学信托与基金研究所执行所长)

voice| 上证名记者

保险资金入市:要松绑,也要念紧箍咒

□周俊生

中国保监会的一位相关负责人日前发表谈话表示,保监会正在考虑提高保险资金进入A股市场的比例,有关限制性条款可能要放宽。虽然此事最终还没有定论,但既然管理部门已将其事提上议事日程,那么,原有条款的修改还是可以预期的了。

改革开放以来,中国保险业的发展一直很迅猛。自1980年国内恢复保险业务至2001年的22年间,保费收入从4.6亿元增加到2109.4亿元,年均增长约35%,远远高于同期国内生产总值9.7%的增长速度。近几年随着国民收入的增长,保费收入的增加更快,2005年保费收入4927亿元,是2002年的1.6倍,去年1-11月全国保费收入已经达到5177亿元,全国寿险长期寿险责任准备金已经达到12000亿元,是全国社保资金的6倍,大大超过全国各类社会保障体系的积累资金。保费收入的迅猛增长使保险业的资本实力明显增强,保险机构事实上已经成为机构投资者中一支重要的力量。

保险资金的大量增加当然是好事,但过去对保险资金运用的过多限制也在一定程度上束缚了保险机构的竞争优势,狭窄的投资渠道影响了保险资金的投资收益率,使保险公司无法推出更有竞争力的产品。随着国内A股市场的发展,这种状况开始改变,2004年《保险机构投资者股票投资管理暂行办法》的出台,在促进保险市场与资本市场协调发展,拓宽保险资金运用渠道,分散资金运用风险,培养和形成保险资金运用新的投资能力等诸多方面打开了思路,随后陆续出台的《企业年金试行办法》、《企业年金基金管理试行办法》等文件,亦为寿险业提供了新的业务增长点。2006年,保险资金成为资本市场上的一支重要力量,多家保险公司,频频亮相于多只股票的十大股东之列,在已经持续一年多的新一轮牛市中,保险资金无疑功不可没的。

但是,保险机构作为机构投资者进入A股市场,其实同其他类别的机构投资者,甚至同个人投资者一样,都有一个直面市场风险的问题,在这方面,机构投资者与个人投资者相比,并不显得特别高明,在中国股市10多年的历史中,被市场风险吞噬的各种类型的机构已经不乏其例。值得欣慰的是,我们至今还未见到有哪一家保险公司因在股市中失足而倒下的案例,但这不是保险机构在所谓的“市场冲击”中技高一筹,而是管理部门从一开始就给保险资金入市设置了许多限制性的条款,加上了许多“紧箍咒”,比如保险公司不可购买在过去12个月里价格涨幅超过股票投资公司投资股票规模不得超过其总资产规模的5%,等等。这样一来,保险公司只要不去触碰这些“高压线”,资金入市就有了充分的安全性,即使遇到大熊市,也不大可能导致满盘皆输。通过这些限制性条款的实施,保险公司既有了进入股市分享股价安全的机会,也能够切实保证资金的安全性。

对于保险资金进入A股市场,资本市场上一直是抱着十分欢迎的态度,将其看作是管理部门扩大机构投资者队伍的一个重要举措,确实,对于A股市场来说,保险资金入市的一个直接好处就是进入市场的资金又增多了,从而为市场增加了新的活力。但是,我们必须明确一点,对保险机构自身来说,它们并不承担人们所期待的“推进股市”的任务,不管在什么情况下,保险机构进入A股市场,都必须充分地考虑到资金的安全性。如果保险机构对A股市场的资金投入过多,一旦遭遇市场风险,它的抗风险性比其他机构更差。这是由于保险机构的特性所决定的,因为保险机构的资金来源主要是社会上的千百万投保户,保证他们的受益,使他们没有后顾之忧,事实上关系到社会的和谐与安定。正是基于这个道理,有关部门才对保险机构入市一直采取谨慎的态度,并设置了严格的限制性条款。中国股市最近几年的实践已经证明,这种限制是完全有必要的,并且已经收到了一定的效果。

当然,这种限制性条款不可能是一成不变的,在新的市场条件下,对原有的限制性条款进行修改,甚至适当“松绑”,使其更贴近于市场的实际情况,是完全有必要的;但另一方面,我们还是应该时刻牢记市场风险,经常念念风险的“紧箍咒”,这同样有其必要性。目前,A股市场经历了一场牛市风暴以后,无论是个人投资者还是机构投资者,对市场的进一步发展都充满了期待,一些非理性的声音也时有听闻。在此情况下,保险机构一定要保持清醒的头脑,减少甚至杜绝冲动型投资,让保险资金入市真正建立在科学决策和风险抗衡的基础上。