watch | 上证观察家

股指期货:双向交易机制提升效率

如果说股权分置与股权激励改革意味着资本市场基础制度的变革,那么在此基础上,股指期货与融资融券的推出,意味着证券市场在交易制度上的变革。资源会向蓝筹股、龙头股集中,使其具有更强的资源运用能力,而另一些不那么优秀乃至在产业竞争中基本面日益恶化的公司在资本市场上会受到更多局限,强弱分化的局面不断挤压后者的生存空间,最终为优质企业提供购并机会,从而以购并退市的方式为产业市场整合奠定基础。

□郭飞舟 田艺 戴爽

随着去年9月8日中国金融期货交易所的挂牌成立以及股指期货交易相关法规和细则的颁布制定,目前已经明确,以沪深300股票指数为交易标的的首个期货合约将在今年内推出。从历史经验看,尽管股指期货因为其放大效应的出现可能在具体合约推出后造成市场短期波动,但大多数有影响力的股指期货推出后都能起到推动市场长期上行的积极效果。如果说股权分置与股权激励改革意味着资本市场基础制度的变革,那么在此基础上,股指期货与融资融券的推进则代表了证券市场在交易制度上的变革。

股指期货与融资融券制度的最重要的影响在于通过双向交易机制的引入,能够极大地提高市场定价效率,并由此为进一步的金融创新和衍生品发展奠定基础。股指期货除了其低廉的交易成本与高杠杆特性外,由于在制度设计上能够有效地将市场系统性风险与非系统性风险进行区分,因此以股指期货和其他金融品种的组合交易将满足不同风险偏好的投资需求:追求平均收益、分享经济增长成果的长期性资金可以获得一个低成本、高流动性的交易工具;而追求超额收益、注重特异性机会的风险投资者则可以通过指数期货与特定标的的组合对冲来剥离系统风险,获得信息挖掘的利润成果。不同类型的投资者借此获得与自身风险偏好相匹配的投资途径,将极大地促进入市积极性和市场流动性,从而扩展市场的配置广度与深度。

1982年2月,KCBT推出全球首个股票指数期货合约,在这个合约推出后市场长达15年的持续上涨中,市场定价水平(PE)并没有表现出同步上升的现象。

股指期货推出后,不仅合约本身的交易量迅速上升,而且一般都能促进现货市场交易规模扩大。以芝加哥商品交易所1982年推出S&P500股指期货为例,合约推出后短短3年时间里就大幅超过纽约证券交易所现货股票成交量,而香港在1986年推出恒生指数期货后,股票交易量当年就增长了60%,2000年的股票交易量达到1986年的近50倍。国际上,股票市场规模和股指期货交易规模基本比例是1:1;日韩与印度等亚洲国家则更高,分别为现货市场的2.5和5倍。中国目前股市市值规模已超过10万亿元,按1:1的保守计算,股指期货的推出也相当于再造一个股市。

市场规模的扩张首先将提高市场配置深度和承载能力,与之相应,就是企业收入效应发挥作用与大盘蓝筹股的崛起。市场承载能力的提高意味着一些真正具备宏观经济晴雨表功能的大型企业可以作为优质上市资源获得配置,而借助这种配置导向,优势企业可以在边际成本不断降低的基础上扩大自身的产业版图。这种版图扩大并不仅仅是强者对于弱者的替代,而是借助供给增加所带来的市场边界扩大与产业扩张——它培育发展了一个市场——凭借强有力的企业实力,引入一种新技术或新的商业模式,将一种不可能实现或即使实现但成本高昂的消费(信息消费)发展成大众消费,这种消费升级的概念正是收入效应的价值创造机制。

我们认为,未来市场收入效应将继续打破过往的"大盘股恐惧症",同时随着股指期货的推出,以指数股为代表的大盘蓝筹将强化其市场影响力,由于计入指数代表股票流通性的大幅提高,因此具有行业规模优势的公司也将是从市场优化配置中收入效应获取最大的公司——这无疑是蓝筹(新蓝筹)股得以崛起的基础。

如果说"收入效应"反映了市场配置深度的提高,那么"替代效应"则意味着市场配置强度的深化,这实际上是市场"优胜劣汰"机制发挥作用的过程。举个例子来说,在股权分置改革前,像伊利、蒙牛曾经借助"替代效应"成功整合乳制品行业,但由于一系列制度缺陷的局限,产业投资中的优胜者整体上并不能借助资本市场杠杆撬动行业整合的能力,"优不胜、劣不汰"的重复投资与低效竞争反过来又影响产业整体效率并形成一种劣势企业"死不起"、优势企业"活不好"的逆向配置局面;这种局面反映在资本市场上就是市场"齐涨同跌",系统风险高企,市场成为寒来暑往永远无法长大的一汪浅水。

随着一系列基础制度建设的突破以及未来双向杠杆交易机制的形成,资本市场作为二维向量的优化配置能力无疑将大幅上升,中国股市近几年里逐渐明显的强弱分化与龙头股效应将随着未来产业整合效果的体现而持续下去,在这种情况下,市场系统风险将降低、而个股分化局面将加大,行业龙头选择也许比行业选择更将成为值得关注的市场策略。

在这样的市场背景下,资源会向蓝筹股、龙头股集中,使其具有了更强的资源运用能力,而另一些不那么优秀乃至在产业竞争中基本面日益恶化的公司在资本市场上也会受到更多的局限,强弱分化的局面不断挤压后者的生存空间,最终使它们更多地沦为资本市场上只具备"壳价值"的"仙股",由此反过来为优质企业提供购并机会,从而以购并退市的方式为产业市场整合奠定基础。从而,股指期货的推出使股票市场表现出良性的循环。

(作者单位:联合证券研究所策略部)

■话说两会

同样是"集资建房"不能厚此薄彼

□马红漫

两会期间,建设部部长汪光焘表示,"如果一些企业有自有地,在政策和城市规划允许的范围内,可以为单位的困难群体建房。"但是对于个人集资建房,汪部长则表示,"一些非低收入群体或者一些本身已经有房子的人,如果来集资建房,这是值得注意的。要警惕一些人打着合作建房的幌子搞非法集资"。

显然,对于单位集资与个人集资建房,这两种同属非开发商体制的住房供给形式,针对发起者的不同身份,建设部却表现出不同的态度。其潜台词是,赞同有条件的单位集资建房;对个人集资建房行为则要以"警惕"的心态面对。

近期,曾培炎副总理曾表示,要增加房地产的有效供给,建立多层次的住房供应体系,解决低收入家庭住房问题。毫无疑问,无论是单位自建房回潮还是个人集资建房兴起,都是以非主流的形式为市场提供了房源供给,但它们的供给对象却有窄众和广众之分。这两种供给形式究竟是否符合"有效供给"的标准,则需市场机制的综合评判,而非来自行政部门的提前定性。

农历春节刚过,广州钢铁集团自建住房的消息就成为单位自建房开禁的典型案例。而两会上,广州市市长张广宁更是斩钉截铁地公开表态:"中低收入者如果想买房,不用着急,我认为房价肯定会降下来。"广州市长的此番公开表态可谓是语出惊人。但问题是,尽管贵为市长,张广宁以目前的权限也无法直接干预房价的走势,或许他的"底气"正是来源于广州市正在着手的经济适用房管理办法。在这款新的管理办法中,广州将允许符合条件的单位自行建房。

然而必须指出的是,尽管单位自建房可以通过非商品房供应的渠道来解决部分需求。但是,这一源自计划经济体制下的建房形式的背后,却是某些单位的特权地位,其带来的社会弊端远大于解决少部分职工住房问题的社会效益。

虽然广州市给自行建房的单位设置了若干条件,但是仍无法摆脱将公共资源补贴给少数人的嫌疑。例如,单位自建房的条件之一是拥有自有用地,然而,这些所谓自有用地多是历史上以直接划拨的形式获得的国有资产,为何如今可以成为少部分单位的特享福利?这些单位自建低价房又以何标准向职工分配才算公平?毕竟,除了大型国有企业外,拥有自有用地的单位凤毛麟角,如何平衡不同单位职工的福利问题?此外,当这些低价自建房转手时,如何化解其对周边房价的冲击效应?可见,单位自建房更多地体现了对"窄众"的一种福利,而这个"窄众"多为垄断性单位和部门,市场上的大多数其他购房者只能望"房"兴叹。

既然单位自建低价房不能惠及众生,那么"个人集资建房"无疑向数量更加庞大的大众伸出了橄榄枝。从这一模式的市场影响和效果来看,个人集资建房对于平衡房产供求关系,打破源自开发商体制的垄断具备突破性的意义,市场影响要远远大于单位集资建房。但是,与单位建房相比,个人集资建房所走的路却异常艰辛,"政策风险、违规违法"等指责在个人集资建房诞生之初便甚嚣尘上。其实,相比单位集资建房,后者资金运作的透明度更高,很难被用作非法集资。首先,从集资资金的用途来看,非法集资以投资回报为诱饵,而集资建房则以购房自住为目的,两者完全不同;其次,个人集资建房必须与银行和政府的房屋土地管理部门接洽,足以保证建房资金的使用与投向处于有效的监管之中。因此,单凭"集资"二字就把民间购房行为扼杀,实在有点过份。

在市场经济中,当"看不见的手"失灵时,行政力量的干预才更加有效,否则便会助长资源配置不公的现象产生。相比坐享土地划拨福利的单位集资建房,市场自发的个人集资建房更能显现出人人参与的平等规则。对于后者,政府应当给予引导而非遏制。

大学生就业难的结构性因素

□王平

3月13日上午,在十届全国人大五次会议记者招待会上,劳动和社会保障部部长田成平表示:我不同意"大学生毕业就意味着失业"。但是我承认,现在大学生就业确实遇到了很多新的情况。根据教育部门的统计,有30%的当期大学生在毕业离校时还没有找到工作。今年要求职的大学毕业生总量在600万人左右。

大学生就业难问题困扰着许多人。有人认为,经过连年扩招,我国大学生数量已经过剩,进而导致了失业。这种说法是站不住脚的。与世界各国相比,我国大学以上人口比重至今严重偏低。我国25岁及25岁以上人口中,受高等教育人口的比重在2000年只占3.6%,到2004年也才提高到5.77%,而美国为46.5%、日本为20.7%、加拿大为21.4%、澳大利亚为21.5%。我国受过高等教育的人口还很少,远远满足不了现代化建设的要求。

既然这样,为何大学生就业还如此之难呢?根源在于,我国的大学生培养机制脱离社会实际需要:社会需要的人才大学不供应,非常短缺,而社会不需要的人才大学又拼命培养,导致过剩,因此,我国大学生的就业难题其实是一个结构性过剩问题。在市场经济发展到今天的地步,许多高校仍在远离市场实际需求,根据自己的经验而非实际调查闭门造车,相关教材也过于陈旧,在这种状况下培养出来的学生,怎么可能为社会所接受?

高校教学质量的下降和无所不在的浮躁氛围,又加剧了结构性矛盾。现在,许多高校对教学的忽略程度令人难以置信。这些高校纷纷大兴土木,建造豪华校园,而对教学与科研的投入则非常吝啬,这种主次颠倒的做法在眼下极其普遍,许多高校以近乎暴发户的心态扩张,而对高校最核心的教学工作置之不理,培养出来的学生越来越远离社会的需要。实际上,很多大学生参加工作后,用人单位常常不得不对其进行二次培养,这无疑将加大用人单位的成本,令其头痛不已,渐渐失去对大学毕业生的兴趣,许多用人单位招生要求必须有两年以上工作经验,也是基于这一苦衷。

应该认识到,经过20多年的高速发展,许多单位急需专业型人才,中国高校目前的培养机制无法适应这一现实需要,而且,至今也没能走出攀比豪华的浮躁心态,真正把重点放在对社会急需人才的培养上。如果高校不走出歧途,大学生结构性过剩因素就可能继续伴随着就业问题。

打破垄断才能破解垄断高工资难题

□吕翔

"一个电力行业的抄表工年薪达到10万元。"去年被媒体报道的这则消息,引起社会对垄断行业收入过高的质疑。全国人大代表、天津市委规划建设工委书记沈东海建议,应确定垄断行业合理的收入标准。

垄断行业的工资过高问题,近年来屡屡成为社会关注的焦点。国家劳动和社会保障部副部长步正发曾指出,目前,电力、电信、金融、保险、水电气供应、烟草等行业职工的平均工资是其他行业职工平均工资的2至3倍,如果再加上工资外收入和职工福利待遇上的差异,实际收入差距可能在5-10倍之间。民间有顺口溜给予了更形象的表述:"银行加证保(证券、保险),两电(电力、电信)加一草(烟草),石油加石化,看门也拿不少。"垄断行业收入过高的现实跃然纸上。

但是,我国在解决垄断行业工资过高这一问题时,却走入了一种误区——片面强调以行政力量来阻止垄断行业工资的过快增长。比如,去年11月29日,劳动保障部发布通知,对高收入垄断行业工资浮动比例由0.75下调至0.6以下,即企业效益增长1%,员工工资总额最多可以增加0.6%。但是,这种试图借助行政力量阻止垄断行业上涨工资的做法很大程度上只能是徒劳的:

其一,垄断行业借助垄断的天然优势,利润的增长几乎是没有悬念的,一些垄断企业一年的效益增长可以达到50%以上,如果按照0.6的比例涨工资,可以涨30%以上。其二,垄断行业现有的工资水平就已经是其他行业职工平均工资的数倍,基数本来就很大,在此基础上增加工资,与其他行业的工资差距将越来越大。其三,工资在垄断行业职工收入中只占一部分比例,除此之外,还有奖金和福利,即使垄断行业不涨工资,他们也可以在福利等方面做文章,提高职工的实际收入。

显然,用行政力量解决垄断行业的高工资问题是治标不治本的,本在哪里?就是打破垄断。垄断并不必然导致行业高工资现象,比如在西方国家,这种现象就不存在,因为西方国家所出现的企业垄断是市场充分、完全竞争的产物,是规模经济发展到一定阶段时才出现的。但在我国,垄断却很容易产生行业高工资问题,因为,我们的企业垄断是建立在非竞争市场基础之上的,是排除竞争的结果。由于垄断者独享国家特殊的政策,垄断了相关的资源和市场,垄断性行业具有竞争性行业所不具有的天然优势。

漫画:刘道伟

非竞争性因素所形成的垄断决定着,它没有任何来自于市场竞争的压力,很容易把工资提高的成本转嫁到消费者身上。许多行业尽管不断涨价,但效益并没有明显提升,就是由于不断提高的收入蚕食了那部分通过涨价所获取的收益,这导致一些垄断企业沦为一心追求自身利益而漠视甚至剥夺公众利益的利益集团。

不难看出,垄断是支撑垄断行业高工资的基础,如果这个基础不动摇,任何外力都无法迫使垄断行业停止上涨工资。一旦垄断被打破,竞争的局面形成,在竞争压力之下,不用有关部门和社会各界操心,企业自己也会考虑成本问题慎涨工资。除此之外,没有任何措施可以阻止垄断行业提高收入,因为追逐自身利益最大化是任何一个经济主体的本能选择。

医疗腐败必须用法律来惩治

□冯光明

最近,国内一家大型药品企业的南京医药代表向媒体提供了一份药厂给医院的供货单,暴露出来的黑幕令人触目惊心:一种名叫"注射用奥美拉唑钠"的药,厂家给医院的价格是3.8元,医院的零售价竟然是98元钱。这位医药代表报料说,"没见过不要回扣的医生",有的医生开口就赤裸裸问回扣是多少,"遇到姿色好的女医药代表,有的医生甚至暗示要陪他上床"。有一个三陪女当医药代表后没几年就拥有了别墅和高级轿车。

医疗费用居高不下,与医疗腐败有着最直接的关系,因为腐败所衍生出来的所有成本都悉数甚至加倍转嫁到了患者身上。医疗领域的反腐败工作搞了这么多年,为何迟迟不见效果?其中一个重要原因是以行政手段而不是以法律手段去反腐。相当一部分医疗腐败行为都已经涉嫌违法犯罪,不用法律武器而靠行政力量去治理,纯属药不对症。

众所周知,卫生主管部门与它的监管对象——医疗机构之间,存在着千丝万缕的联系,让彼此存在利益联系的双方构成监管与被监管的关系,本身就是一种错误的制度设计。事实也正是如此,2005年,我国内地卫生系统共查处收受"红包"问题178件,处理违纪违规人员142人;查处医疗乱收费问题431件,涉及金额399万元人民币,处理违纪违规人员824人。这竟然是整个中国2005年卫生系统反腐的全部成果!面对如此疲软的查处力度,医疗腐败愈演愈烈也就毫不奇怪了。

除了查处力度的疲软,卫生系统还对医疗腐败屡屡表现出仁慈的一面。2004年,浙江省瑞安市人民医院共有59名医务人员收受药品、医疗器械回扣,回扣总额高达115万元,医生最高收受回扣17万元。匪夷所思的是,该医院院长非但没有被免职、降职,反而被提拔为卫生局党委委员。从中可以看出,由于身处利益之中,监管部门对治理医疗腐败根本无法下狠手。

事实上,迄今为止,全世界没有一个国家通过行政的力量有效遏制、打击腐败,除了法律的严厉惩处,再没有更好的措施。上个世纪80年代中后期,德国医疗腐败问题一度非常严重,德国律师机构对整个医疗界提起诉讼,要求法院追究医疗界的种种违法行为。司法介入后,很多医生的财产被清查,一些被认定有腐败行为的医生被吊销了行医执照。德国的医疗腐败就此谈出人们的视野。

我们缺少的就是这种法律惩处力度。过去,医疗领域的腐败很大程度上钻了法律的空子,比如对于收取回扣的行为,由于公立医疗机构不能列入公司、企业的范围之内,相应也就不能以"公司、企业的工作人员"身份列入受贿主体,这使得相关腐败行为难以受到应有的惩处。但是,2005年12月24日首次提请十届全国人大常委会审议的刑法修正案(六)草案,把刑法第163条(原公司、企业人员受贿罪)主体由"公司、企业的工作人员"扩大为"公司、企业或者其他单位的工作人员",就为将医院纳入经济犯罪范畴提供了法律依据。

医疗腐败导致医疗费用高涨,严重损害了公众的利益。面对有关部门监管的不力,我们必须尽快完善相关法律,以法严厉打击腐败行为,让腐败者付出令其足够高的成本——严重的甚至让其倾家荡产,那么,医疗领域的腐败就不会像现在这样肆无忌惮、愈演愈烈。同时,我们也应该加大对医疗领域的财政投入,并对以药养医的医疗体制进行改革,多管齐下,才能彻底解决医疗领域严重的腐败问题。

voice | 上证名记者

A股H股跨市套利机制:对A股短期影响有限

□乐嘉春

国家外汇管理局局长胡晓炼日前表示,正在研究在A股和H股两个市场中建立套利机制的一项提议。这是内地相关监管部门首次正面回应这一问题。我们认为,尽管这一跨市场套利机制在短期内还很难成行,但其对A股市场的潜在影响仍值得关注。

此前,我国香港地区的多家金融机构(包括港交所)都已在积极研究A股和H股之间价差的套利措施,试图通过特别批准的投资银行,建立享有一定额度的基金在A股和H股市场之间进行套利交易,以缩小A股和H股之间的价差。此时,内地相关监管部门明确表态启动研究A股和H股价差的套利机制,这表明建立套利机制已势在必行,并将会对缩小以人民币计价的A股和以港元计价的H股之间的价差有正面意义。

其实,目前A股和H股两个市场间确实也存在着套利机会。因为,随着H股上市公司回归A股市场的数量不断增加,今后也可能会有部分红筹股回归A股市场,未来在内地和香港两地同时上市的国有企业将会越来越多。但是,目前许多含H股上市公司的A股股价普遍高于其H股股价,这种同股不同价的市场现象揭示了巨大的跨市套利机会。

但是,客观地分析,目前要想建立和实施这一套利机制仍存在诸多制约或影响因素。第一,由于这种套利机制涉及外汇交易,在人民币资本项目未完全开放的前提条件下,这种可能性还比较小;第二,A股和H股市场进行套利交易也存在着一些技术性问题,如两个市场的股票交易系统不统一和目前A股还不允许卖空等;第三,对缺乏此类交易市场经验的A股市场而言,由于这种套利交易涉及卖空活动,又存在着较大的市场风险,相信内地监管部门对此会比较谨慎;第四,目前A股投资者还没有认真思考过这个问题及市场影响,还不会影响到他们的操作行为。从上述分析看,目前要想建立和实施这一跨市套利机制,似乎可能性并不太大,因而对A股市场的短期影响也十分有限。

不过,由于市场交易往往会超前反映预期变化的市场信息,这意味着启动研究A股和H股套利机制会促使A股投资者(主要是机构投资者)更加关注A股与H股之间的价差问题,由此又会逐渐影响到他们的投资策略及市场操作行为。这一影响必然会反映到A股市场上。

也就是说,当A股投资者充分意识到目前的A股股价(或市盈率)普遍高于其对应的H股股价(或市盈率)时,他们就会采取相应的套利交易策略来平抑A股与H股之间的价差,获取无风险的套利收益。其实,现行的QFII和QDII的制度安排已表明这样的操作是可行的,只不过这一影响在目前还无法完全体现出来而已。因此,启动A股、H股间的套利机制势必会给相对高估的A股(尤其是权重蓝筹股)股价形成一定的市场调整压力。这种潜在的负面影响值得关注。

当然,就目前而言,由于旨在缩小A股与H股之间价差的套利机制研究还刚刚启动,在短期内对A股市场的影响主要体现在对A股投资者的交易策略和交易心理的有限影响上,但从长期看,一旦这一套利机制得以实施,就必然会对未来A股市场产生深远的影响。