

watch| 上证观察家

超前谋划:健全股指期货市场机制

推出股指期货最主要目的是为了给市场带来高效的定价机制,而这需要市场拥有灵活高效的套利机制、较高的流动性和稳定的套利力量等。从我国目前的情况来看,推出股指期货的条件基本具备,但是尚需采取有效措施进一步培育市场,包括鼓励保险资产管理公司进入市场套利;为券商资金进入市场套利创造条件;为套利交易提供优惠政策等,以更好地发挥股指期货的定价功能。

□范向鹏 杨帆 陈东

盼望已久的《期货交易管理条例》近日正式颁布,为我国即将推出的第一个金融衍生产品——股指期货奠定了法律基础。推出股指期货本质上是市场提供了自我纠正机制,其适时推出利于市场机制的健全。

股指期货作为上世纪80年代国际金融市场上最为重要的金融创新,目前已经是世界上交易量和流动性最好的金融衍生产品之一,被公认为是股市上最为有效的风险管理工具之一。我国推出股指期货的最主要目的是为了给市场带来高效的定价机制,高效的定价机制能消除过度投机,维护市场稳定,是金融衍生产品实现其风险管理功能的保证。金融衍生产品能否被市场高效合理地定价,也是市场是否健康的重要标志。

我国环保法律有两大软肋

□博杰

全国有70%的江河水系受到污染,40%基本丧失了使用功能,流经城市的河流95%以上受到严重污染,3亿农民喝不到干净水,4亿城市人呼吸不到新鲜空气,1/3的国土被酸雨覆盖,世界上污染最严重的20个城市我国占了16个……这是来自多个渠道勾勒出的环境现状。据《瞭望》新闻周刊披露,综合世界银行、中科院和环保总局的测算,我国每年因环境污染造成的损失约占GDP的10%左右。

2006年我国GDP为209407亿元,如果因环境污染损失10%,就是20940.7亿元,这是一个令人震惊的数字。环境污染造成的损失如此之大,其中一个重要原因在于法律惩罚力度的疲软,无法让污染环境者付出更大成本。一个最典型的例子是,在对松花江污水污染事故处罚时,国家环保总局向中国石油天然气股份有限公司吉林石化分公司开出了100万元的罚款,而这个罚单已经是我国法律规定的最大限额。如果将污染环境的处罚金额与污染环境所造成的损失放在一起,就不难发现污染环境者所承担的成本是多么的微不足道。

在美国,仅1990年,美国环保局提起的360件民事公益诉讼中,就取得120亿美元的民事罚款——美国通过让污染环境者承担超过污染所造成损失数倍的成本,来阻止对环境的污染。这与西方国家的立法理念有关。英美法系国家有惩罚性赔偿的传统,“当被告对原告的加害行为具有严重的暴力压制、恶意或者欺诈性质,或者属于任意的、轻率的、恶劣的行为时,法院可以判给原告超过实际财产损失的赔偿金”。

而在我国,对惩罚性赔偿的规定仅限于《消费者权益保护法》第49条,“经营者提供商品或者服务有欺诈行为的,应当按照消费者的要求增加赔偿其受到的损失,增加赔偿的金额为消费者购买商品的价格或者接受服务的费用的一倍”,但是,此项条款受到诸多限制,像商品房等大件产品是否归属其中尚且存在争议,环境赔偿就更不用说了。我国要加大环境保护力度,就有必要借鉴英美法系的惩罚性赔偿理念,加大处罚力度。

我国现行的环保法律比较注重行政处罚,常常针对单位而忽略个人,没有把环境污染的处罚与对个人的惩处很好的结合起来,无法把个人的责任意识激发起来,这是我国环保法律的另一个缺陷。目前,世界上许多国家的环保法律都把责任具体到了个人身上。比如,印度的《环境保护法》规定,“公司或私人协会如果违反了环境法,其主任、经理、秘书长、合伙人或其他有关成员将被追究责任,违反法律的政府部门的部长也将被追究个人责任。”一旦个人在环境污染事故中承担主要责任,他们会自觉地提高环保意识,最大限度地避免污染事故发生。

成熟股指期货市场的经验表明,股指期货可以达到很高的市场定价效率。从新兴市场股指期货发展的历程来看,发展初期交易量较小,基差较大,套利利润较高,但随着市场规模扩大,市场逐步成熟,定价效率随之提高。另外,新兴市场股指期货市场上境外投资者充当着重要的套利角色。股指期货能够被市场高效定价的原因,主要在于市场拥有灵活高效的套利机制、较高的流动性和稳定的套利力量等。

通过对沪深300股指期货市场定价效率的研究,结论有:

套利机制:从我国现有的制度分析,股票现货做空机制的缺失是影响沪深300股指期货套利机制有效性的主要原因,但它不会对套利均衡的实现构成本质的影响。在当前制度下,拥有大量股票现货的机构投资者应当为保证市场定价效率的主要力量。

流动性:由于股指期货有较大的交易规模和较长的资金锁定期,股指期货套利对套利者资金的要求很高。如果股指期货在上市初期交易量较为火爆,日均交易量达到10万张,则估计市场需要套利者每日提供100亿元规模的交易额。

套利力量:保险类资金是最符合套利资金风险偏好的资金类型,其资金规模可以成为市场套利力量的主体,而其他类型的机构投资者都难当此任。

某些大的券商和期货公司虽然在套利系统、技术和人才方面进行了准备,但由于资金的高机会成本和本净资产管理规则的限制,实际从事套利的规模非常有限。

证券投资基金主要利用股指期货进行资产管理或避险,较少参与套利交易,且受契约限制,难以成为套利主要力量。

私募基金虽然在ETF套利中

充当了重要角色,但其资金规模无法在股指期货市场上充当主要套利力量。

QFII对收益率有明确的约束,使其在境外股指期货市场上成为重要的套利力量,但QFII参与我国股指期货的交易可能会受到一定的限制,因而难以成为主力。

保险类资金是天然的风险厌恶型资金,与套利资金的偏好相吻合。我国保险类机构持有充足的资金并持有大量的股票现货,在目前做空机制缺失的制度下,应当成为股指期货市场主要的套利力量。但是,保险资产管理机构在套利的技术和系统等方面准备不足。

只要市场套利资金不缺位,市场可望平稳起步。如果交易量较小,市场定价可能不会出现较大偏差,而随着市场规模扩大,套利机构也将随之壮大。但如果股指期货市场推出初期交易较活跃,投机

气氛可能随之大增,会引发套利资金不足、套利机构的人才与系统准备不足等问题。

为了使股指期货市场平稳上市运行,我们认为应该从以下几个方面积极创造条件:

提高保险资金直接进入市比例,鼓励保险资产管理公司进入市场套利。一方面,保险资金对收益的风险偏好适合于充当市场套利角色。另一方面,保险资金充裕且拥有大量股票现货,在期货市场出现负基差时,可以通过内部融券进行套利。

为券商资金进入市场套利创造条件。目前,证券公司对股指期货的研究比较积极,在人才与系统方面有一定准备,是市场发展初期的重要套利力量。但是受资金规模限制,券商投入市场的套利资金比较有限。为鼓励证券公司套利,建议对券商套利持仓净资产折算作相应调整。

为套利交易提供优惠政策。为鼓励市场套利,交易所应对市场套利交易提供优惠政策,如对于套利持仓,给予手续费减半收取。另外由于套利通常是市场上的大机构,可以考虑在套利保证金水平上给予一定的优惠。

出租车公司暴利是对公共产品的扭曲

□陈随有

近日,河南省新乡市出台了城市出租车经营权有偿办法,决定今年将在市区新投放600辆出租车,以拍卖的形式,全部对个人公开出让经营权。凡参加竞买的,只需持个人身份证便可报名。成交后,可获得8年的出租车经营权,并可自由选择符合要求的车型和品牌。该市客运服务中心与成交人签订挂靠合同,明确双方的责、权、利,严格界定服务项目和标准,规范经营者的行为。

在中国打车的成本是非常高的。在高消费的美国纽约,出租车以林肯车型居多,起步价也不过2.5美元,2公里后每公里70美分。如果考虑到美国的人均收入是我们的二、三十倍,我们的出租车费用要比美国高得多了!美国塞拉尼斯(Celanese)公司中国区总裁程嘉树先生在《中国青年报》撰文指出:假定出租汽车公司完全通过银行借贷来融资,9万元投资一辆新车伊兰特,8年之间(新车报废年限)会产生13.1万元的净现值,而其内部报酬率为49%!暴利程度令人瞠目结舌!

中国的出租车运价虽然高,实惠并没有落到司机手中,而是

被出租车公司这一管理环节攫取。出租汽车公司尽管不承担市场风险,也无须有多大作为,却获取了超常规的“利润”。这种畸形的利润分配机制,造成了一个暴富的行业。北京市天则研究所的研究员郭玉闪在对北京市嘉信达会计师事务所提交的北京6家出租车公司的受益评估报告中发现:有的出租车公司负责人的月收入上万元,有的出租车公司一年工作餐就要吃上百万万元。

出租车公司扮演了管理者的角色,问题在于,它所获取的利润已经远远超过了它作为这个管理角色所应得到的利润——放眼世界,有哪个行业的管理环节像我们的出租车公司这样,在不承担风险的情况下却获取如此巨额的暴利?

河南省新乡市把出租车经营权交给个人经营的思路是对的,但他们采取的有偿出让措施却非常不妥。新乡市公开出让600辆出租车经营权,“为该市带来超过6000万元的财政收入”,平均每辆车要缴纳的费用高达10万元!出租车本身带有公共产品性质,近年来,一些西方国家不断在准入和价格方面放松甚至取消对出租车的管制,无论是企业还是个体司机都可通过获取牌照,通



漫画 刘道伟

过充分竞争降低由于信息不对称造成乘客被价格欺诈的几率。而我国在出租车准入方面的门槛依然很高,高达10万元的经营权出让即是一个明显的例子。出租车的经营权属于全体民众,政府无权通过拍卖方式获利。

2004年下发的《国务院办公厅关于进一步规范出租车行业管理有关问题的通知》要求:“所有城市一律不得新出台出租车经营权有偿出让政策……坚决制止经营者以车辆挂靠、一次性‘买

断’、收取‘风险抵押金’、‘财产抵押金’、‘营运收入保证金’和高额承包费等方式向驾驶员转嫁投资和经营风险、牟取暴利的行为。”但许多地方仍在采取“变通”措施通过有偿出让出租车经营权牟利。

鉴于出租车本身所包含的公共产品性质,有关部门应对有偿出让出租车经营权的做法予以处罚,严厉禁止这种错误做法,确保出租车真正给经营者和民众带来实惠。

为金融期货市场稳健运行构造统一监管法律模式

我国金融期货产品将适时推出,监管工作也要同步跟进。金融期货监管的目的在于:保证金融期货市场的安全,保持市场效率和完整性,维护投资者合法权益。金融期货的政府监管模式可能因国情而有所不同,但国际金融期货的监管体制发展趋势及我国的相关监管实践表明,我国金融期货的发展必须坚持统一监管模式,并强调相关监管部门间的协作监管。

□王兴林 程红星

坚持统一监管体制是国际金融期货市场发展趋势。随着金融业混业经营和金融控股集团的出现,多头监管已经不能适应金融创新和金融监管的需要。统一监管模式是顺应金融业发展的必然。随着金融混业经营的发展,尤其是金融衍生产品的广泛使用及交易规模的急剧扩张,传统的金融机构和金融市场已经发生了结构性变化,依照传统方法已经很难界定金融机构的类型。由于金融监管的基础已经发生了本质的变化,在双边监管模式运行过程中,就不断出现监管主体模糊、监管空白、监管重复等现象。尽管采用多边监管模式的国家纷纷采取措施,加强监管机构间的合作协调、信息共享,在一定程度上改善了金融系统风险监管的效率。在具体的措施上,有的国家

采用各个监管机构共同参加的定期联席会议制度,有的国家采用加强信息共享共享机制等。

有不少人认为美国对金融期货监管采取的是分散管理体制,这种看法是不对的。美国证券交易委员会(SEC)和期货交易委员会(CFTC)分别对证券和期货进行监管。由于某些特殊产品的性质既具有证券属性,又具有期货属性(如股指期货、窄基股指),因此在监管上产生了一定的交叉。2000年,美国《2000年商品期货现代化法》对这些特殊在金融衍生品的监管职责进行了划分,进一步明确了美国金融期货市场统一监管体制。

在英国,1997年10月英国政府宣布改革金融监管体制,建立单一的金融市场法律体系及其相应的单一监管机构金融服务局(FSA)。FSA主要负责对银行、住房信贷机构、投资公司、保险公

司和住房信贷机构及金融市场、清算和结算体系的监管。英格兰银行审慎监管银行业的职责被剥离,英国财政部则全面负责金融监管组织构架的确定和金融监管的立法。另外,所有的自律组织合并为一个单一机构,所有金融机构的审慎监管由FSA负责。新成立的FSA负责所有金融机构和市场的审慎监管和日常监管。

统一监管模式适应了金融衍生品市场国际性、综合性、混业性的特征。目前,世界上主要金融市场中对金融期货的监管都采用了统一监管的模式。而与英国、美国金融期货统一监管模式的成功经验相比,日本的分散监管使得日本的金融期货市场发展缓慢。

我国金融期货市场协作的监管体制构建。金融业综合经营需要监管机关加强合作。我国现今的金融监管权隶属于不同的金融监管机构,金融业监管实行的是分业监管的模式,因此金融监管协作机制有利于加强金融监管机构间协调配合,有利于防范金融业综合经营可能带来的风险,避免监管真空和重复监管,提高监管效率。

中国证监会对我国股指期货的统一监管,不存在与其他监管机构的管辖权冲突与协调问题。但在强调我国金融期货统一监管

voice| 上证名记者

科学分切国民收入“蛋糕”是绕不过去的槛

□倪小林

针对前两个月CPI持续走高央行加息了,学界称之为降温也罢,称之为警示过热苗头也罢,总之央行在人们的猜测中,毫不犹豫地出手了,“为的是让经济发展更加平稳”,这是新华社消息里阐述的。笔者以为加息的简单推理应该是,银行里的存款太廉价了,那些该与不该上的项目都挤在银行这座独木桥上,导致银行贷款不断攀升,为了控制投资增长速度,央行不得不增加资金的使用成本。

其实,在现实生活中我们遇到的“廉价”问题远不止这些。

最近,国家统计局局长谢伏瞻在第八届中国发展高层论坛上说,要素价格扭曲造成国内经济与国际经济失衡致使资源流出,降低了国内居民收入在国民收入中的占比。谢伏瞻关注到的这个问题,在去年已有很多学者注意到了,北大经济研究中心教授宋国青还应用几年来国民收入分配的数据制作直观图形,让人一目了然就看到谢伏瞻在发展论坛表述的“在国民可支配收入中,政府所占比重在上升,而居民所占比重在下降,因此降低了居民消费需求。”经济学界利用了多年的数据,有充分的理由相信,国民分配问题也就是国民收入这块蛋糕的切法的国民生计问题了。

近几年人们不敢消费,大家公认是社会保障体系不完善,百姓为了养老、看病不得已要存钱。一般研究和熟悉市场的人都知道,人们的消费预期很大程度上受收入预期影响,在消费问题上,社会保障不健全与劳动者工资持续走低,后者对于消费的影响会大大高于前者,收入的不确定性会直接导致人们的预期紊乱。简单地讲人们收入不能随国内经济持续增长,要想启动内需很难困难。世界银行一直关注中国的内需问题,最终他们得出的结论与国内很多学者的意见是一致的,真正影响内需的“是劳动者收入不高”。

有市场人士分析,这几年支撑高流动性,要素价格太廉价是一个不可忽视的因素,现阶段我们的人口红利富裕有余,所以人们可以

大胆地使用各种要素资产,其中有金融资产、自然资源、也有人力资源。眼下那些忧心市场者成天担心股市涨得太快,不也从一个侧面反映出人们预期错位吗,为什么会“全民炒股”,折射出的问题的确值得深思,恐怕仅用投资者不理性很难自圆其说。

这几年我国经济持续快速增长,全社会成员在一起做大“蛋糕”,而在分“蛋糕”的时候我们采用的方式则是有多有少并不均衡。早在去年人们就关注到中国企业的利润出现高速增长现象,尤其是国有企业更为突出,同时财政收入大幅增加,由此引发出该不该“藏富于民”,“富民能否强国”的讨论。由此舆论对于投资热中的重复投资、投资决策失误、投资决策失误等给予了极大的关注,谁都知道投资热下不来与地方政府的投资热情和投资实力关系极大。从南到北有多少城市在一两年之间“旧貌换新颜”,速度之快令人诧异。

但与此同时,依据很多经济专家给出的数据,我国工资收入占GDP的比重却在不断下降,职工收入占企业成本更低,大约只有20%左右,而发达国家却占50%-60%,在分配问题上我们走入了一个困局。

当然也有人把消费启动不动的原因归为人们消费意愿不强,中国在有些差强人意。中国正处在消费换挡时期,20世纪50年代以后出生高峰期的人们还在岗位,他们的后代已经纷纷参加工作,这两代是目前的消费主力;如今出生于80年代的人已经陆续进入生育高峰,这新型的二代人消费需求十分旺盛;而且随着三农政策的落实,农民的消费也正在改善。不少经济学者在研究中也发现,像那些“我国居民的消费预期不强”的结论是没有根据的。

消费多少直接与收入相关,而劳动者收入问题又直接关系到广大民众的生存状况,这个问题不分配制入手,只是头疼医头脚疼医脚,中国经济持续发展将会因为消费问题而拖累。国民收入如何科学分配是一个绕不过去的槛,在国际经济环境不确定因素不断增多的情况下,内需如何至关重要。

项和跨市场问题进行磋商,并建立定期信息交流制度,需定期交流的信息由三方协商确定。

(三)金融期货统一监管与现货监管的协商机制。金融期货产品的推出所涉及的标的、市场参与主体可能属于不同的监管机构监管权限,因此为了实施协作监管,中国证监会应同有关监管机构进行协商。此外,任何一个金融监管机构就其管辖权限内的事项进行监管,如果涉及另一个监管机构的职权,应和其他机构进行协商,并达成共识。这样才能保证金融期货产品的平稳推出和相关监管的到位,避免系统性风险的发生。

(四)保证统一监管时所采取的具体监管措施能考虑现货与期货市场的协调和一致。在金融期货市场出现波动时,金融期货监管机构所采取各种监管措施减少市场混乱的不利影响时应考虑现货、期货市场独特的市场状况,交易制度以及相关法律实践。

我国金融期货的统一监管机关——中国证监会在解决市场波动等非正常市场情形时,应尽量采取能实现现货与金融期货市场间协调、和谐的措施,以减少潜在的市场波动,因为从经济学的角度,现货和金融期货市场是一个市场。

中国证监会作为金融期货的集中监管机构,应当与相关金融机构监管的机构间进行信息共享。《证券法》、《银行业监督管理法》均规定了中国证监会、银监会与国务院其他金融监督管理机构建立监督管理信息共享机制。

在构建金融期货与现货协作监管体制时,人民银行、财政部、中国银监会、中国证监会、中国保监会应密切合作,就重大监管事