watch | 上证观察家

股指期货有利提升资本市场国际竞争力

□雍志强

股指期货作为金融领域主要的避险工具之一,经过25年的发展,已成为全球金融衍生品的一个非常成熟的主流品种。目前,世界上国内生产总值(GDP)排名前20位的国家或地区,除中国大陆外都有股指期货。中国证券市场股票总市值已进入世界前10强,如此庞大的资本市场,需要股指期货作为有效的避险工具。股指期货的推出,能够有效提升我国资本市场在国际上的竞争力。

《期货交易管理条例》已经颁布并将于2007年4月15日正式施行。《条例》为金融期货的推出奠定了法律基础,股指期货这个中国经济和金融体系中缺失的避险工具,也离我们越来越近了。目前世界上国内生产总值(GDP)排名前20位的国家或地区,只有中国大陆没有股指期货,这个遗憾即将得到弥补。

股指期货作为金融领域主要的避险工具之一,经过25年的发展,已成为全球金融衍生品的一个非常成熟的主流品种。2006年,股指期货、期权和个股期货、期权交易量合计已经占到了全球期货、期权(包括商品期货、期权和利率、外汇、股指等金融期货、期权)61.8%的市场份额;股指期货、期权和个股期货、期权交易量合计已经占到了全球金融期货、期权(包括利率、外汇和股指等期货、期权)68.1%的市场份额。这证明了衍生品市场对金融市场的巨大贡献。

而且,最为重要的是,股指期货为资本市场提供了一套行之有效的避险机制,已经成为各国和地区资本市场的重要组成部分。其主要功能包括套利、套期保值、价格发现等,均有助于资本市场的稳定,有助于从制度上防范股市的大起大落,促进资本市场健康发展。

从国际比较的角度看,主要发达国家在20世纪80、90年代陆续开设了股指期货,主要发展中国家从20世纪90年代中后期以来也开设了股指期货,为金融市场提供了很好的风险对冲工具。

目前,世界上国内生产总值(GDP)排名前20位的国家或地区,除中国大陆外都有股指期货。在近年被市场追捧的"金砖四国"——巴西、俄罗斯、印度和中国,唯独中国大陆没有股指期货,这种种情况的长期存在与中国资本市场的发展水平,与中国资本市场在国际市场上的地位都是不太相称的。从近几年和中国市场情况类似的国家看,印度在2000年6月12日开设S&P CNX Nifty 50 Index Futures,墨西哥在2003年1月2日上市股指期货,在2004年3月22日上市股指期权,土耳其在2005年2月4日上市股指期货,市场均实现了平稳过渡。

2006年7月4日,世界银行公布了2005年全球GDP排名情况,中国以2.229万亿美元的GDP总量,超过意大利和法国,并略微超过英国,成为全球第四大经济体。

从最新公布的数据看,2006年中国的GDP达到了209407亿元,即20.9407万亿元人民币。以目前2007年2月26日汇率1:7.7498计算,相当于2.702096万亿美元。比世界排名第三的德国2.730109万亿美元只差0.028013万亿美元,也就是280.13亿,差别已经非常微小了。假设2007年的GDP增长速度为9%的话,全年至少可以达到2.9600824万亿美元。因此,中国2007年的GDP即使不考虑人民币升值的因素,也必将超过德国稳居世界第三。如此庞大的经济体,没有股指期货市场,在世界上是罕见的。这反映了我国金融经济的不发达,也体现了尽快推出股指期货的紧迫性。

1997年,经济学家Allison Holland和Anne Fremault Vila曾对伦敦国际金融期货及期权交易所LIFFE中成功金融期货品种的特征进行了分析,发现现货市场规模与期货合约交易量存在着显著的正相关性。大规模的现货市场是期货合约存在发展的主要因素,在美国等国家,推出股指期货时其股票市场市值总值占GDP的比重都在30%以上。我国股票市场自建立至今,已有18年的历史,市场规模不断扩大,目前国内市场总市场占2006年GDP的比重已经达到了61.74%,已远远超过了美国、日本等成熟市场推出股指期货时的水平,因此,我国在目前推出股指期货,正逢其时。

我国目前的市场规模和经济规模已经大于其他一些成熟市场和新兴市场开设股指期货时的水平。特别是2006年以来,我国资本市场发生了转折性变化,股票总市值跻身全球前10名。截至2007年2月23日,沪深两市全部A股的总市值已经达到了143462.8亿元,全部A股流通市值为36954.9亿元;沪深300样本股总市值达到了109195.5亿元,流通市值为22323.1亿元。沪深300样本股总市值占全部A股总市值的比重达到了76.11%,沪深300样本股流通总市值占全部A股流通总市值的比重达到了60.4%。目前,沪深300指数样本股的代表性已经很强,已达到了国际成熟市场股指期货标的指数成份股的市值覆盖率水平。从长远看,我国证券市场具有很大发展潜力和广阔的发展前景,我国庞大的国民生产总值和经济规模为资本市场的发展提供了坚实的后盾。

现在,中国证券市场股票总市值已进入世界前10强,如此庞大的资本市场,需要股指期货作为有效的避险工具。显然,股指期货的推出,能够有效提升我国资本市场在国际上的竞争力。

(作者单位:海通证券研究所)

规范高管违规炒股 表面上容易实际上难

□羽佳

上市公司高管违规炒作本公司股票,近段时间成了新闻,一些有违规行为的高管被揭露了出来,并且受到了处理。为了避免这种现象再次出现,中国证监会与沪深两地交易所、登记结算公司也将联手从制度和技术上进行"封杀"。有报道称,中国证监会正准备出台一份有关董事、监事和高管持股变动的管理规则,对可抛售的"25%"的基数作出明确的界定。上海证交所也已与中国登记结算公司上海公司商定,通过登记公司后台系统,对董事、监事等高管持股进行锁定,制订技术手段,使超比例抛售不再出现。

上市公司高管买卖本公司股票,在现行的《公司法》中已经得到了有条件的允许。当《公司法》作出这样的规定的时候,有分析认为,这是为了适应现在上市公司中对高管普遍推行的股权激励。其实,高管自行在二级市场买卖本公司股票与股权激励是有原则性区别的。股权激励是上市公司进行的一种"期权"式财富分配,有的上市公司从二级市场上购进流通股票,分配给公司内部有关管理人员,这是一种公开性的行为,这些持股人员也不允许在任职期间随便抛出股票。而现在说的高管炒股则是高管的一种个人行为。由于这些高管通常都是公司内幕信息的掌控人,因此他们参与二级市场一不小心就会触犯证券法规。正是考虑到了这一点,《公司法》才对公司高管买卖本公司股票规定了六个月的锁定期,使高管能够有别于市场上一般的投资者。

对高管违规炒股,进行制度上和技术上的管制,应该说并不是很复杂、很困难的事。因此,我们可以预计,随着制度上的完善并得到认真的执行,今后我们将很难再看到有上市公司高管违规炒股被曝光的新闻,当然不能下保证说可以完全绝迹,可能还会有个别的"马大哈"忘了有关规定,把自己混同于一个普通股民在短期内买进抛出,而且被他逃过了技术上的锁定。这样的高管,大概会受到人们的嘲笑,媒体会谴责他的公然违规,但坊间的舆论只会说这样的人太傻。事实上前不久揭露出来的一些高管违规炒股案例,已经被人戴上了"傻"的帽子,因为"地球人"都知道,上市公司高管违规炒股,绝不止已经揭露出来的那几个人,更多的人是查不出来的。道理很简单,上市公司高管要买进本公司股票,完全可以不用自己的名义,他可以利用自己的家人甚至朋友的股东账户,或者把内幕信息在正式披露前提前透露给家人或朋友。

如果以为通过有关部门进行了制度上和技术上的"锁定",就可以杜绝上市公司高管违规炒股的现象,不是过于天真就是无视市场现实。股票市场本质上是一个逐利的所在,上市公司高管并不是天生的"道德楷模",作为内幕信息的掌控人,他们天天浸淫于"皆为利来"、"皆为利往"的资本市场中,很难抵御住违规炒股的诱惑。而从目前的制度来说,除了对用自己的股东账户违规炒股的现象可以采取有效措施管制外,要想从根本上解决这个问题,还有很大的难度。对此,我们必须有清醒的认识。

因此,对于上市公司高管违规炒股,我们固然应该采取制度和技术"双管齐下"的积极措施,杜绝"傻人"犯"傻错",但我们更要认真对付的是高管中的"聪明人"。如果对一些高管利用家人、亲友的股东账户违规炒作本公司股票的现象束手无策,对高管将内幕信息透露给家人、亲友,从中渔利的现象束手无策,那资本市场就将只能处于混乱之中,市场的公正性也无从谈起。我们一方面要加强对上市公司高管的道德自律教育,另一方面也要针对市场现实制定更为严格的管制措施。也许我们无法到达理想的终极目标,但我们不能放弃这种努力。

监控重污染企业 要防止流于形式

□王平

国家环保总局首个国家重点环境监控企业名单日前出炉,此次确定的国家重点监控企业共计6066家。

重点监控有利于对污染企业造成一定的压力,然而,其效果令人难以乐观。首先,环保总局确定的直接监控的重污染企业,执行者依然是各级地方环保部门。各级环保部门负责把国家重点监控企业作为监测、统计、执法监督和污染治理的重点。众所周知,重点污染企业不仅对环境危害巨大,同时对于地方GDP的增长和干部政绩的考核也意义重大,各级环保部门的人财物大权皆掌握在地方政府手中,它们对地方政府言听计从,在地方保护主义观念的影响下,地方环保部门其实很难有所作为。

实际上,在招商引资的大潮中,一些环保部门也被政府要求去招商引资,这些环保部门甚至亲自把一些重污染企业引入,在这种情况下,地方环保部门还怎么对污染企业实施有效监控呢?而且,未见环保总局出台促使地方环保部门认真负责的制度性约束,倘若地方环保部门不必为所监控污染企业的所作所为承担后果,那么,地方环保部门就有可能对上阳奉阴违,监控就有可能流于形式。

更重要的是,惩罚性赔偿的缺位使得污染企业的违法成本过低。去年两会期间,全国人大代表王锡武算了一笔让人震惊的账。他在国家环保总局挂牌督办的黄河沿岸一家重点污染企业做调研时发现,去年这家企业应当缴纳排污费116万元(实际上只交了36万元),加上环保部门对其的罚款4万元,这家企业一年违法排污总成本为120万元,违法100年也不过1.2亿元。但是这家企业的环保要达标至少需要投入1亿多元。为此王锡武说,"违法成本与守法成本真是天壤之别。",对于污染企业来说"宁愿认罚也不治污"是目前的普遍现象。

这正是我国环保执法的软肋。在美国法律史上,曾有公司因污染环境被判赔50亿美元——美国历史上最高额的惩罚性赔偿判决,诸如此类的惩罚性赔偿机制足以令污染企业引以为戒,更何况相关责任个人还有可能被判刑。但是,我国环境违法的最高罚款金额只有100万元,污染企业的违法违规成本之低使其失去了应有的惩戒功能。

最近几年,国家环保总局为保护环境做了大量工作,但由于受制于我国法律"先天性疲软"、环保系统人财物为地方政府掌控等因素,环保工作依然举步维艰。倘若这些弊端不解决,直接监控重污染企业很容易流于形式。

教育乱收费屡禁不止的隐性原因

□陈予军

4月3日,国家发改委通报了2006年全国价格举报情况,指出,2001年-2006年6年中,教育收费有5年在各类价格举报位居第一,1年位居第二。2006年,教育乱收费以27637件位居查处价格违法案件首位。不执行"三限"政策违规收取择校费、赞助费,"一费制"外自立项目乱收费,以改制为名举办"校中校"、"校中班"乱收费等现象成为民众反映的主要问题之一。国家发改委称,从群众反映看,一些举报问题已是多年顽疾,甚至是查了又犯、犯了再查,仅靠查处价格违法行为难以从根本上解决问题。

与连续20多次实施药品降价公众依然难得实惠一样,教育乱收费的屡禁不止成为发改委另一重要任务。提到乱收费,人们自然会把板子打到政府财政投入不足方面。正如国家发改委所言,主要是存在教育资金投入不够,需要通过推进体制性改革和调整相关政策加以根治。

发改委所言不虚。教育投入占GDP的比重是衡量一国教育投入水平的重要指标之一,研究表明,当人均GDP达到800美元-1000美元时,要实现教育与经济的良性循环,公共教育经费占GDP的比重下限为4.07%-4.25%。我国人均GDP早在1998年就已经超过了800美元,现在已经超过了1000美元,但公共教育经费占GDP的比重仍在4%以下,很多年份甚至在3%以下。

但是,除了教育投入不足的问题,与其他隐性因素也有关系。以这次发改委公布的数据为例。2006年,全国各级价格主管部门查处价格违法案件84760件,查出违法所得33.42亿元,实施经济制裁22.23亿元,其中,退还用户8.31亿元,没收违法所得12.58亿元,罚款1.34亿元。

在"实施经济制裁22.23亿元"中,各级价格主管部门没收违法所得金额12.58亿元,加上罚款所得的1.34亿元,比退还用户的8.31亿元还多出67.5%。从这个角度来看,各级价格主管部门在某种程度上也是乱收费的间接受益者。实际上,对于查出来的乱收费,更应该直接退还用户,因为他们是乱收费的直接受害者,因为乱收费的具体来源非常容易查明。但是,有关部门在处理查处的乱收费时,最常见的选择是"没收非法所得"。这种处理不仅对乱收费的受害者造成了不公,也容易促使有关部门故意睁一只眼闭一只眼,纵容乱收费,等其发展起来再予以"没收"。

据一些教育专家保守测算,10年来教育乱收费总额已超过2000亿元。这是一个非常庞大的数据。近年来,教育乱收费从来都没有停止过,在不少地方还愈演愈烈,教育乱收费连续5年在各类价格举报中位居第一就是一个最明显的证明。因此,面对屡禁不止的包括教育在内的各种乱收费,除了解决财政投入不足问题之外,从执法的角度来看,也必须改变目前价格主管部门将大部分乱收费"没收"的执法模式,而变成以退还受害者为主。否则,价格主管部门就成了各种乱收费的既得利益主体之一,阻碍对各种乱收费的根除。

事实上,不久前发改委在择校费上的态度就饱受质疑。今年两会上,全国人大代表郭泽深在提交的有关建议中,要求尽快取消公办学校收取择校费的做法。在此之前,广州市有关领导也明确表态,广州将在条件成熟时取消择校费。然而,发改委日前却突然发出通知,要求各地进一步降低择校生择校收费标准,学校按规定收取择校费后,不得再向择校生收取学费。这一通知被指在变相为择校费放行。

价格主管部门应该从公众利益出发,摒弃部门利益因素,公正执法,把查处的乱收费退还给受害人。否则,有关部门与乱收费之间的利益联系太深,乱收费就不可能真正得到治理。

■雅玲随笔

不必过于担忧美国经济前景

□谭雅玲

包括美元利率与美元汇率在内的美国经济一年来一直是国际金融市场关注的焦点话题,导致一些市场价格指标大幅波动,例如今年美国股市在2月27日和3月13日的两次重挫。但是,美国经济并没有发生实质性变化,如何认识这种阶段性的短期市场调整特征,这是值得我们认真思考的。由此,可以帮助我们认识美国经济问题对全球经济影响,确定应对方略。

第一,目前市场过于担忧美国房地产问题,但实际上美国房地产未必在严重恶化。美国房地产市场近期出现的次优抵押贷款问题,不仅引起了美国官方对美国经济的关注与争论,而且还由此引起了全球金融市场的剧烈波动。

美联储前主席格林斯潘认为,美国次优抵押贷款市场的违约上升风险可能会波及其他经济领域,但目前尚难发现美国房地产市场已出现疲软迹象。其实,美国房地产市场之所以会出现疲势,似乎应归因于高房价,而非抵押贷款质量下滑。因为,美国房价已大幅上升,导致投资者难以承受调高后的浮息贷款利率。从这个角度分析,美国次优抵押贷款风险并不是一个小问题。

笔者认为,美国房地产市场所出现的问题只是低端客户问题,对美国房地产市场的整体影响仍相当有限。在目前对美国经济前景的诸多争论中,市场恐慌的心理因素突出了炒作的市场影响力。不过,目前美国经济或金融并没有发生什么实质性的变化,尽管次优抵押贷款风险依然突出,或许还会成为美国的一个社会问题,但其对经济和金融的影响仍然有限。因为,美国经济前景依然稳定和稳固,美元调整是一个基本的市场趋势。

第二,美国房地产泡沫被夸大了,其实际影响要低于过去的网络泡沫冲击。目前美国经济出现衰退的可能仍较小,因此,美国房地产市场可能出现的调整影响要远低于2000年时美国网络泡沫的冲击影响。

为什么这样说呢?一方面,两者性质不同。因为,与新经济产业所产生的泡沫作用与影响相比,传统经济产业泡沫的冲击与影响相对较小。更重要的是,目前美国房地产风险仍处于可控之中;另一方面,两者的市场影响也不同。就目前而言,美国房地产问题只是一个局部性问题,当年美国网络泡沫的影响却是整体性的。因此,两者对美国股市的影响也相差较大。当然,美国经济规模较大,美国经济的调整仍需要视时间和条件而定,但目前美国经济依然稳定和稳健,市场炒作对美国经济而言是利少弊多。

第三,超出市场炒作的传统思考范围,关键是要"引导"美国政策变化。目前,美联储与金融市场对美元利率前景的预期依然分歧较大。一方面,市场投资者认为,美元利率将继续上升。因为,美国经济景气向好,也不排除石油价格会上涨。因此,目前美国通胀压力依然风险较大。与此同时,美联储对利率调控的目标依然是控制和防范控通胀,但美联储对美元利率的调整节奏并没有对美国经济产生实质影响。也就是说,美联储对美国经济的忧虑完全超出了对美国经济的实际表现的关注程度。

另一方面,美联储官员认为,美国的通胀是可控的,而经济下降是目前美国经济面临的主要风险,并主张维持利率的相对稳定,甚至还暗示了降息预期。因此,每次例会之后,美联储对经济的忧虑要大于对通胀压力。因为,美元利率已达到"相当水平",且其变动幅度与节奏的敏感度也在上升,美元利率变动所面临的责任或风险也在扩大,这导致美联储对利率政策的抉择格外谨慎。因此,美国经济的周期性变化以及全球经济的复杂性,不仅难以用传统经济金融理论来解释或说明现实的经济问题之困惑,而且还会导致美联储的货币政策抉择处于艰难之中。

(作者系中国银行高级研究员)

煤电联动的成本 岂能都由公众承担

□陈随有

本来就争议不断的煤电价格联动,去年电力行业又占了大便宜:据国家电力监管委员会的一名官员日前透露,电力企业在去年的煤电联动中净赚超过400亿元。据介绍,电力企业在去年的煤电联动电价上涨中总共获利522亿元,刨除煤价上涨成本83亿元,实际净赚439亿元。

电力企业为何经过煤电联动就"乌鸦变凤凰"了呢?是电力企业通过缩减成本、挖掘潜力完成的吗?如果真是这样,倒令人庆幸了。事实却是,电力企业借助煤电联动的东风,悄悄将成本"加量"转嫁给了消费者。去年6月28日,国家发改委发文实行煤电联动,将全国销售电价平均每千瓦时提高2.5分钱,并对各省(市)电网销售电价每千瓦时平均提价标准提出指导:湖北省2.61分、甘肃省0.99分、辽宁省3.18分、吉林省3.37分等。

但是,各地在具体执行时却加大了调价幅度:湖北省的调价方案是涨6.5分,是国家指导价的两倍多;甘肃省是3分,是国家指导价的三倍多;辽宁省是4.37分,是国家指导价的一倍多……几乎所有省市的电价涨幅都大大超过了国家的指导价。值得一提的是,煤电联动本来是煤炭与火电企业的联动,但在联动过程中,水电企业也跟着上调电价,大发联动财。

煤炭和电力两大行业由于条块分割的政府管理体制,双方缺乏利益联动机制,形成了一个畸形的价格体系,一方面是随时处于变动之中的市场化煤价,一个是受到政府严格监管还没有完全放开的电价。煤电联动是把市场化的煤与尚未市场化的电通过某种机制联系起来,挽救火电企业的困境,使电价也逐渐像煤炭那样走向市场化。煤电联动正是走向市场化的一个过渡环节,在这个过渡过程中,火电企业应该尽快通过降低成本,提高效率,提高服务质量,摆脱亏损状态。

遗憾的是,由于有关部门在监管方面的不作为,国家的指导价格被随意突破,电力企业大肆向民众转嫁成本。这些电力企业在脱困实现盈利的同时,也失去了一次自我革新、自我提升的机会。如果火电企业的利润建立在向公众转嫁成本的基础之上,那么,煤电联动带来的可能并不是火电企业自身竞争力的提高,而是重新培养起它们的依赖性和惰性。倘若真的如此,煤电联动的意义又在哪里呢?

煤炭行业人士纷纷指出,实行煤电联动政策以来,燃煤的电力行业与煤炭行业相比,收入和利润增长并不同步,电价涨价幅度,总是超过煤价的上涨。由于在煤电联动中占了大便宜,日前有报道称,中国电力企业联合会已向国务院建议及时安排有关部门进行煤电价格联动方案测算,"由于国家发改委一贯支持电力涨价,今年仍然有可能要实行第三次煤电联动"。

摆脱困境应该是火电企业自身努力的结果,而不应是转嫁成本的结果。如果第三次煤电联动或者此后的煤电联动,都以向公众转嫁成本来完成,这种联动的结果只能是那些处于垄断地位的企业坐收渔利,其结果既不公平,也对促使企业竞争力的提升无益。

其实,我们经常面临着这样的困惑。教育产业化的结果,是一些贫困家庭的子女上不起学;医疗市场化的结果,是相当一部分人看不起病;住房市场化,是许多人买不起房子……如今,煤电联动的成本也悉数转嫁给了公众,这其中隐含着一种无法表述的悲凉。

如果每个行业都通过成本转嫁的方式完成自身从亏损到盈利的角色转换,公众必将承受更多,其结果必然是抑制他们的消费能力,影响我国内需拉动战略的实现。