

watch | 上证观察家

股指期货上市会减缓股市波动幅度

欧美发达市场的实证经验表明:从长期来看,股指期货交易并不增加现货价格的波动性,甚至有助于股市的稳定。股市涨跌是股票市场本身和经济运行的内在矛盾决定的,期货市场是信号而不是根源。因此,担心股指期货上市会引起股市大跌是没有根据的,也是多余的。

□常清 葛金波

股指期货是20世纪80年代发展起来的新型投资工具,具有价格发现、规避风险、投机、套利等功能,能够有效完善证券市场的功能与机制。随着股指期货上市日期的日益临近,关于股指期货对我国股票市场的影响的探讨却日趋激烈。市场上有很多人认为,股指期货对目前我国证券市场属于利空因素,股指期货将导致股票市场暴跌,加剧股票市场的震荡。但笔者认为事实并非如此,以上观点不仅不能从理论上找到依据,海外市场发生的事实也不能为其提供证明。笔者认为股指期货不仅不会加剧股市震荡,相反股指期货上市将会减缓股市波动幅度。

有些人以韩国为例,对股指期货是股票市场利空因素的观点加以论证。事实上,股指期货上市后韩国的股市的确出现大幅下跌,但孤立地看待这一现象却失之偏颇。

1996年5月3日,韩国

KOSPI200 指数期货上市,韩国股市顺势出现较大幅度下跌,但我们应该分析韩国股市下跌的深刻背景。1995年韩国人均GDP首次超过1万美元,股市也在1995年10月14日创下116.09点的波段高点。由于经济扩张过快,留下了外债过多的隐患。1995年韩国的总外债已经达到破纪录的784亿美元,其中1年以下的短期外债占总外债的57.8%(453亿美元),而当时的韩国外汇储备才327亿美元。外债偿还能力不足严重影响韩国的经济发展,韩国股市从1995年下半年开始转折,1996年全年下跌幅度超过了20%。由此可以看出韩国股指是在熊市当中推出的,股市下跌与股票指数推出并没有直接联系,更何况股市还在KOSPI200指数期货上市前出现较大幅度反弹。

大多数国家的股指期货是在牛市中推出的,由于在股指上市前,市场指标股不同程度的受到追捧,所以不少国家的股市在股指期货上市后市场出现短期的调整,但都很快恢复了市场的牛市趋势。

尽管海内外学者关于股指期货推出对股票现货市场波动性影响的研究结果也存在争论,有些研究认为股指期货推出会增加股票市场的波动性,但大部分认为中长期并不影响股票市场的波动率,甚至会降低股票市场的波动率。

1987年10月美国股市发生历史性大崩盘,美国政府的《Brady报告》和美国证券交易委员会(SEC)的报告就将股市崩盘归罪于股指期货及其带来的指数套利行为。这两个报告提供的统计数据表明,指数套利交易占10月19日S&P500股票交易量的比例超过了20%,而且该比例超过60%的那10分钟正是股价下挫最剧烈的时段。报告还指出,股指期货价格的下跌使投资者产生了股票现货市场将下跌的心理预期,加剧了股市的抛售。但罗尔的报告迅速有力地驳斥了上述观点,文中指出,1987年股市崩盘是全球的普遍现象,没有股指期货的国家也未能幸免;有指数套利交易的五个国家的平均跌幅为21%,低于其他国家28%的水平,因此,股指期

货交易不仅没有助长股市下跌,反而减少了股市波动。包括诺贝尔经济学奖得主墨顿·米勒主持的《CME报告》、美国期货主管单位的《CFTC报告》、美国国会的《GAO报告》等也都认为将股市崩盘归咎于指数套利的证据十分牵强。在随后的几年中,市场研究普遍认为,1987年股市崩盘不是由股指期货交易引发的,相反还增加了股市的稳定性。

因此,减缓价格波动是期货市场的功能之一。最早揭示这一理论的是美国的实证分析学者,他们通过实证分析,得出了一些大宗商品没有进入期货市场之前的价格波动的幅度远比有了期货市场之后要大得多的结论。后来著名经济学家米尔顿·弗里德曼进行了理论说明。

首先,期货交易可以增加市场中交易信息的传递,提供交易双方更完整的价格信息,降低信息不对称性,而且因为期货市场的交易成本相对较低,亦可促进信息传递的速度。因而可以改善市场信息的效率性。

其次,期货市场具有“价格发现”功能。期货价格是套期保值者、投机者和套利者根据自己对未来价格的预期而决定的,因而均衡价格足以反映当时市场预期股指在将来的价格,故其变动隐含众多市场参与者对未来价格预期的调整,从而减缓现货价格的波动幅度。

再次,期货市场保证金交易、低成本的特点,吸引大批套期保值者、投机者、套利者进入市场,提高了市场的流动性,使市场参与人员交易目的和交易方法多元化,从而降低市场价格的波动幅度。

欧美发达市场的实证经验表明:从长期来看,股指期货交易并不增加现货价格的波动性,甚至有助于股市的稳定。在某些情况下,股指期货之所以会对股指的波动有作用,是因为股指期货具有价格发现功能,能改善现货市场对市场信息的敏感性,这种波动是正常的,有利于提高股市的有效性。股市涨跌是股票市场本身和经济运行的内在矛盾决定的,期货市场是信号而不是根源,因此,担心股指期货上市会引起股票市场大跌,是没有根据的,也是多余的。

(作者单位:常清,中国农业大学证券期货研究中心主任;葛金波,金鹏期货经纪有限公司)

voice | 上证名记者

流动性过剩的“脾气”实在难琢磨

□倪小林

只要月度、季度、年度经济数据一公布,流动性过剩问题就要被抛空,供所有研究经济的人士和市场人士评头论足,那些流动性过剩的理由也已经让不完全懂得经济理论的百姓耳熟能详,经过媒体的广泛传播,流动性过剩问题好像越来越成为所有经济问题的根本原因。房价高企不下,股市日日上涨,固定资产投资热火朝天……

流动性过剩既然早被人们广泛关注,采取的抑制过剩的办法也不少,为何它始终站在经济焦点问题的主角位上不愿离开?最近,社科院中国经济评价中心的专家刘煜辉避开了人们老生常谈的观点,谈出了自己的见解。“一切皆在意料之中,只要中国的国际收支继续保持巨额顺差,利率、法定存款准备金率、汇率等各种货币政策工具都将继续它们现在的趋势,可以预见,在今年随后的日子里,如果央行继续多次上调准备金率、利率,甚至将人民币上浮空间继续扩大,都不用意外。”

就是这个“不用意外”之说,让人们感到有些意外。如果笔者没有理解错误的话,那就是说流动性过剩不是什么附着在中国经济上的异物,而是我们经济发展到现阶段综合因素使然,也可以说是我们目前采取的一些调控办法,以及经济运行的一些惯性必然产生的结果。

要解决经济中的任何一个矛盾,首先要弄清楚矛盾由何而来。刘先生的分析使笔者受到启发,他认为现在我们解决流动性过剩的办法与加息成了一对孪生兄弟,行动一致,步伐都一致,越加息流动性问题越突出。此时如果一味遵循加息的原则治流动性过剩,真是有些杯水车薪了。

他认为如果高储蓄和高投资格局不变,国内消费始终活跃不起来,所有努力都难达目标,央行孤军奋战也难有成效。

如果这个观点成立,那么我们现阶段的主要任务除了抑制流动性过剩还需采取吸纳流动性过剩的办法。尽管这样做有风险,可能导致股市进一步热浪滔

滔,房地产价格继续攀升,甚至还会引起其他资产价格的上升,可能还会有物价上涨的风险。我们先不要忙着对于这样的分析进行否定,哈维博士的看法从另一个角度告诉我们,“中国仍在进行经济改革,不断推动的城市化进程以及2010年前人口结构转变带来的‘人口红利’都将推动中国经济持续发展,并进而推动资本市场发展。未来五年,35-54岁年龄人群占中国总人口的比例不断提高,将推动中国储蓄上升,从而使得资本价格上扬,对于资本市场的推动作用不可小觑。”这个推动力是不是就是资金过多,是不是就是流动性过剩的另一种表述?

我们一方面大谈流动性过剩的危害,一方面又在不断重复刘煜辉先生谈到的那些问题,如此看来现阶段的流动性过剩只能视为经济发展的必然过程,目前已经为学者认为是转轨经济必然要经历的痛苦过程。笔者这样说并不是说流动性过剩问题不值得重视,其实全球的经济学家大概都不会承认流动性过剩会给经济带来好处,可是我们对于现阶段面临的流动性问题的确很难自圆其说。责任和执行显然是怪论的两个方面。与其我们从年初就一直在担忧那些一定要出现的经济数据停

滞,不如想办法正确引导流动性向它该去的地方。眼下的流动性肯定不会完全随人意愿得到抑制,即使加息还会继续,即使存款准备金率的条件还是不变,流动性就还会过剩。

近日《参考消息》在同一个版有两条消息很有意思,一是在华南地区我们建了一座大型的购物中心,预计每日10万人次的购买力,但是如今门可罗雀只能达到十分之一的光顾人次。而同一版的下边有一篇文章,说大陆消费者在网购力最强。笔者看来,后中好生奇怪,仅仅是地区差异?这就可以回到刘先生的观点上去了,我们的经济政策是不是在该发力的地方没有足够的措施?流动性过剩的“脾气”真是让人难以琢磨!

尤努斯的“侮辱”观能否让中国企业觉醒

□丰国

2006年度诺贝尔和平奖获得者、孟加拉乡村银行创始人穆罕默德·尤努斯在2007博鳌亚洲论坛上说:“如果做生意只是为了赚钱,这对一个企业家来说是一种侮辱。”

尤努斯建议,做有社会责任和社会目标驱动的公司。这样可以证明,企业家除了追求利润之外还可以做出其他的事情,为全世界其他的人带来一些好处。

“如果做生意只是为了赚钱,这对一个企业家来说是一种侮辱。”尤努斯的观点可谓掷地有声。尤努斯并非第一个表达这种态度的人。在他之前,美国巨富、钢铁大王卡耐基曾经说过:“在巨富中死去是一种耻辱。”这两个著名人物的观点具有异曲同工之妙,更妙的是,两个人都是身体力行者,都为慈善事业作出了巨大贡献。

无论是尤努斯还是卡耐基,都是真正意义上的成功人士,这说明,承担社会责任不仅不会给一个人增添负担,还能帮助一个人走向成功之路。因为,与一味追逐利润的狭隘心态相比,拥有社会责任,具有悲悯情怀的人,更容易赢得民众的支持和爱戴,事业自然也能得到快速发展。这种社会责任感不正是我们的企业和企业家所缺少的吗?

据尤努斯透露,他已接受海南省委副书记、省长罗保铭邀请担任海南省政府特别顾问,努力尝试用“格莱珉”模式帮助解决海南农民发展生产的资金难题。农民要发展,常常面临着资金瓶颈,资金的缺乏使得许多人的梦想破灭。遗憾的是,我国原来的国有银行,却一度出于成本和利润考虑,大量裁减在农村基层的网点。据报道,山西省商业银行县域基层网点撤销率达40%左右,其他地方也大致和山西差不多。

不仅如此,我们的许多银行,还不断抬高门槛,设置各种收费项目,导致本来就处于弱势的小额存款者遭到掠夺。这种做法背离了起码的社会责任感,银行在获得一点蝇头小利的同时,毁损了它在公众心目中的形象。实际上,由尤努斯在中国帮助农民解决发展生产资金难题本身,就应令国有银行汗颜,这难道不是我们的银行自己应该做的事情吗?

尤努斯的“侮辱”观、卡耐基的“耻辱”观,是我国企业和企业家的一面镜子,但愿我们的企业和企业家能够从中发现自己的不足,早日觉醒,把自身的发展与公众的利益联系起来,做具有社会责任感的受人尊敬的企业家。

限价房四大硬伤为调控雪上加霜

□时寒冰

北京民众期待已久的限价(限制价格、居住面积)商品房终于进入实际操作阶段。据报道,北京市限价房的定价原则是:比该地区同品质普通商品房的平均销售价格上浮10%—15%。限价房给很多期待者的第一反应是:“太贵了!”在广州市,限价房给公众的感觉同样是“太贵”。去年8月,广州市国土房管局发布公告称,对位于城郊的广州开发区两块住宅地挂牌拍卖,要求建成90平方米以下中小户型房,房价不得超过6000元/平方米,但地块周边住宅市场均价不到5000元!

限价房是建设部不久前发明出来的一种住房供应形式。按照建设部的构思,限价房的主要任务是满足中低收入家庭自住需求,即解决一部分无能力购买普通商品房、又超过经济适用房购买条件的“夹心层”,从而形成商品房、限价房、经济适用房和廉租房四个层面的住房供应体系。

从表面上来看,限价房似乎有利于公众,四个层面的住房供应体系也引人遐想,然而,华美外表掩盖下的则是另一方情形——它可能给受阻的调控政策再套上一个沉重的枷锁:

第一,力扛房价。限价房价格是在其周边商品房价格基础上降低10%—15%计算出来的,而目前的商品房价格本身就包



含着巨额暴利——开发商与地方政府分享了这份暴利,假如这种定价机制被确定下来,实际上等于变相承认了目前商品房价格的合理性,等于在目前的高房价上装了一个认证标签,在客观上起到了强化商品房价格的作用,如此操作,房市调控还将走向何方?

第二,主次颠倒。为什么要将限价房定位于“超过经济适用房购买条件的夹心层”,而不是定位于“超过廉租房条件而买不起经济适用房的夹心层”?这种定位本身就有主次颠倒之嫌,因为目前最迫切需要解决的是低收入者,而不是“超过经济适用房购买条件的夹心层”的住房问题。并且,把本来应该购买经济适用房的人从社会保障体系中拖出来,纳入到商品房供应体系之中,对他们是否公平?

第三,削弱调控功能。所谓的限价房仍然是商品房,只不过是相当于在商品房的基础上打八五折或九折(以北京的限价房为标准),这种做法将削弱对房价的调控功能。因为,经济适用房和廉租房供应量的增加,有利于抑制房价过快增长。研究表明,经济适用房或廉租房的供应每增加5%,就会迫使房价下降3%—4%。限价房的推出实际上在挤占经济适用房和廉租房的空间,削弱其调节功能。

第四,强化商品房地位。我国房改时的政策框架是:经济适用房承担为普通民众服务的功能,廉租房承担为困难群众服务的功能,商品房承担为高收入者提供的功能。但是,在具体

设立国企改革重组基金有助于深化国企改革

□邓聿文

国资委研究中心副主任李保民日前在出席一个论坛时表示,国资委正计划设立国有企业改制重组基金,首期规模达人民币100亿元。其中央企占40%,地方国企占20%,境外资本占30%,民营资本占10%。基金主要投向央企的二级和三级企业,以及地方大中型国有企业。

国有企业改革到今天,面临着系列难题,其中一个主要问题就是钱少人多。有关调查表明,52%的央企因效益不好难以筹集改制成本,10%的企业债务问题无法解决。

另一方面,国企改革花了多少钱、使用效益如何,也是一个巨大的“灰箱”。目前的国企改革,仍是国资委代表出资人从外部推动的过程,缺乏企业内在动力和外部投资者的介入。

鉴于此,构建一支企业改制重组基金,有针对性地解决一些国有经济的战略性调整和企业改制重组中的突出问题,将具有重要作用。

首先,成立这一基金,将对国企改革发出出资信号,有助于决策者了解哪些国企是有生命力的,从而值得改制;哪些国企是资本不想光顾的,不必再苦苦扶持。

其次,基金有着集合资金、专家理财、市场运作的优点,可以有效集合国有、社会和外资各类资本,在一定程度上满足国企改革、盘活存量资产的需求。

再次,基金为国企进行产权多元化的改制提供一种新的投资主体,可以在产权结构上解决国企结构单一和不合理的问题,规避了国企一股独大导致的决策不科学的困境。

最后,有了国企改革基金,量化的成本与收益便与特定

国企的改制效果相挂钩,这有助于建立起“改制函数”,特别是,基金是市场化的投资机构,资本逐利而又不慎的天性决定了其投向不会唯官马首是瞻,这有助于合理配置资源。

要达到上述效果,就必须对国企改革重组基金进行一个规范的制度设计。因为从基金的股本结构来看,虽然其产权比传统国企有所明晰,但仍将是一事实上的国企,因此,其本身的公司治理如何完善,规模最终能大到多大,以及基金管理公司短期收益冲动与改制见效的滞滞如何等等,这一系列问题将会影响到基金作用的发挥。我认为,对基金的制度设计中,有两条非常关键:

一是防止政府主导。基金不是财政资金,更不是银行资金,因此,在投资对象的选择上,基金应完全按照追逐资本收益最

大化的原则来进行。对于政府有关产业和区域经济发展的目标,基金有责任要服务,但在具体运作上,政府不能介入项目选择和投资决策,要严格按照市场化机制运作。

二是必须明确专家管理。引入有经验、有团队和有业绩的专业机构受托管理基金,是确保基金收益性、安全性和流动性的关键。

总之,国企改革重组基金可视为动员更加雄厚的产业资本、社会资本与金融资本以及人力资本来推进国企改革的一次有益尝试。当前,我国宏观经济良好,政策法规可行,改制融资需求巨大、资金供给充足,成功案例可借鉴,专业化基金管理机构和基金管理人成熟也为设立基金提供了现实可能性。因此,以投资公司为载体设立国企改革重组基金的条件已经成熟,应尽快推出。