

watch|上观观察家

股指期货对冲风险并不能“左右逢源”

作为一种高效的风险对冲工具,股指期货的出现,将给中国证券市场带来积极的变化。不过,目前市场上有一种误解,认为大机构可以“玩转”权重股,在A股、H股、股指期货市场之间“左右逢源”,两头获利。对此,且不说其中可能涉及的操纵市场的问题,仅从资金、流动性、市场结构等角度进行分析,就可以发现,这种跨市操作方式其实并不可行。

□李艳

随着中国资本市场的快速发展,市场对股指期货面市的呼声也一直高涨,一些机构对这一新型投资工具抱有十分高的期待。作为一种高效的风险对冲工具,股指期货的出现,将给中国证券市场带来积极的变化。不过,目前市场上有一种误解,认为大机构可以“玩转”权重股,在A股、H股、股指期货市场之间“左右逢源”,两头获利。对此,且不说其中可能涉及的操纵市场的问题,仅从资金、流动性、市场结构等角度进行分析,就可以发现,这种跨市操作方式其实并不可行。

基于对股指期货推出的预期,有人提出两种盈利操作模式:一是在股指期货推出之前,单边做多股票现货市场,尤其是做多指数成分股中的大权重蓝筹股,比如占指数权重最大的银行股,待股指期货推出后,采用借现货高位卖空期指的方式对持有的大权重股进行对冲来锁定收益,同时高位抛售股票现货实现现货、期货两个市场同时盈利;另外一种则是A+H股模式下的

跨境套利,考虑到沪深300指数中部分大权重成分股如工商银行等同时为H股上市公司,将H股股票价格作为A股股票运行的风向标,通过拉高H股价格从而间接影响A股同类股票及行业板块价格,带动上证综指、沪深300等境内A股指数走高,然后在高位做空股指期货同时抛售大权重个股,最终实现现货市场与股指期货市场同时盈利。

笔者认为这两种操作模式都难以成真。若利用第一种操作模式,首先会面临巨额资金缺口风险。由于沪深300指数采用自由流通量法编制,避免交叉持股造成收益和市值重复计算从而引起指数成分股的杠杆效应,即计算指数所用的市值和流通市值的比率。杠杆效应越高,说明市场的实际变化通过指数被放大的程度越高,如上证综指前五大权重股的平均杠杆效应为22倍,而沪深300指数前5大权重股的平均杠杆效应为1.1倍。假定指数中只有前5大权重股股价变化,其他股价保持不变时,拉动上证综指上涨10%需要517亿资金,而拉动

沪深300指数涨10%则需要3016亿资金,是前者的近6倍,而目前市场上沪深两市单日成交额最大不过3000亿元。由此可见,通过拉高沪深300指数权重股来撬动指数上涨需要的资金数额巨大,单个投资者想借助这种操作模式进行盈利将面临着巨额的资金缺口风险。

其次,这种操作模式还面临着流动性风险,即在大多数投资者预期一致时,市场上会缺乏交易的对手而引发流动性风险。即使市场上由于羊群效应的存在,导致大多数投资者预期一致,在股指期货推出前,众多投资者单边做多权重个股很容易,资金面的问题解决了,但是股指期货推出之后,投资者,特别是大多数投资者一致做空股指期货和股票现货时,将会面临着很大的流动性风险。试想,在投资者一致看空大市的情况下,谁愿意承担下跌的风险,作为交易者来承接被抛出的空头股指期货合约与明显被高估的股票现货呢?因此,如果大多数投资者一致看空后市,资金量虽然会很大,但市场上会因

为缺少承担风险的交易对手而造成流动性风险,致使期货与现货头寸都无法卖出,这种盈利操作策略无法成功实现。

再看第二种操作模式,首先这种操纵模式假设股票市场本土定价权由H股掌握,H股价格能够引领A股价格。笔者认为,这种假设在以前可能成立,但在A股股权分置改革顺利完成、人民币汇率机制进一步完善之后,国内资本市场基本面发生了很大的积极变化,特别新股上市后H股回归、工商银行A+H股发行使A股市场重获生机,目前中国证券市场总市值已经超过15万亿,位居全球前列,在国际市场上具备一定的影响力。中国股市市场的崛起使得A股对H股的影响力越来越大,特别是随着H股回归境内上市,股票市场的本土定价权逐渐回归A股市场,今后两市的互动关系将由H股单独引导A股,逐步转变为A股与H股互动相关,甚至A股价格引领H股价格。单从股票价格来看,比如工商银行、中国银行、中国人寿等大蓝筹股目前A股股价都高于

相应H股股价。由此来看,建立在H股价格引领A股价格的假设在目前的市场状况下难以成立。

其次,若是通过拉高H股股价从而影响内地相应股价,借股指期货推出在两个市场同时做空,将面临极高的资金成本。比如工商银行,由于其在H股可流通的股份数量远超过A股流通股数量,拉高H股上涨10%,大约需要资金357亿元,是拉高A股上涨10%所需要的资金数量的3倍还多。同时,由于A股价格与H股价格相关性仅在0.6以上,即使将H股价格拉高10%,A股价格也未必能同步达到10%的涨幅。毕竟境内A股的最大流通股持有者是境内的基金、保险等机构投资者,其具有自己独特的操作策略、操作方向,在人民币尚未实现自由兑换的前提下,境外资金若要合法参与国内市场,需要经过审批,以OFII的身份加入,截至目前OFII获批额度不超过100亿美元,不足国内基金总规模的十分之一,若以地下资金的形式操作,将面临严格的监管风险。这些都会大大增加操作成本。

最后,这种操作方式同样存在流动性风险。因此,如果进行跨境操作,资金成本及与国内机构投资者的博弈结局不确定将导致通过H股间接影响A股市场的操作方式难以奏效。

信息公开首先要求信息准确

□冯玉国

《中华人民共和国政府信息公开条例》将于明年5月1日起实施,该条例规定,依法公开政府信息是各级行政机关的一项“重要职责和基本义务”,明确政府信息“以公开为原则、以不公开为例外”,以保障公民依法获取政府信息,实现公众对政府工作的知情权、参与权和监督权。

信息公开有利于促使政府逐渐走向透明,但是,目前,在信息公开方面存在着一个非常严重的问题,即信息的不准确,如果信息本身就是有问题的,那么,公众的知情权就无法得到保障。

以房价为例,前几天,国家统计局和北京市统计局、北京市建委在今年北京房价数据问题上发生了严重冲突,前者说北京房价一、二月份涨了7.3%,后者说涨了17.3%,后者的涨幅竟然是前者的一倍还多。广州的房价数据相差更离谱,广州市国土房产局说该市3月份房价下降了9.1%,而国家发改委则说上涨了8.6%。

显然,有关部门都做到信息公开了,而且是主动公开的,问题是,对于这种相差千里、互相抵触和背离的数据,公众即使知道又如何了解真相呢?又如何作出准确判断呢?因为大部分人并不具备专业知识,也无法自己去核实相关数据的准确性。这些充满不确定性的信息即使公开,对公众也没有多大用处,反而徒增烦恼。

因此,信息的准确性是信息公开的一个非常重要的前提,只有准确或基本准确的信息,才能真正使公众的知情权得到保障。

信息之所以出现乱局,是有两个重要原因导致的。一是有关部门工作不细致,或者信息网络技术跟不上发展,导致原始数据和原始信息的收集不完整,相关信息误差太大。二是有关部门深受自身利益局限,在收集或统计相关信息的时候,倾向于搜集对自己有利的信息,而排斥那些对自己无利的信息,导致信息与实际情况相偏离。

要解决这一问题,也必须从两个方面入手。一方面,严厉要求政府有关部门提高责任感,改进信息收集技术,加强信息的完整性和准确性。另一方面,要采取强制措施,促使有关部门走出自身利益的局限,在收集和发布信息时,以公共利益为重。同时,须对信息发布不及时、不准确的政府部门予以严厉问责,促使他们不仅做到信息公开,而且做到公开的信息是准确的、可信的、有参考价值的。

规划随意更改是最令人痛心的浪费

□陈随有

为避免一些地方政府及其领导人违反法定程序,随意干预和变更规划,近日提交十届全国人大常委会第27次会议初审的城乡规划法(草案)中规定,经依法批准的城乡规划,禁止擅自修改。对此,建设部部长汪光焘在作草案说明时表示,规划不能因为地方领导人的变更而变更,更不能因为个别领导人的意见而擅自修改。

在西方发达国家,城市或乡村规划一经制定,并且得到议会的批准,便具有了法律效力,任何人只能执行而不能随意更改。即使更改也必须拿出详尽论证报告,经过议会的同意,如果是比较大的更改,甚至要经过市民投票表决。西方国家之所以如此要求,主要是为了保持规划的完整性和连续性,避免因规划反复修改造成巨大浪费。

为了确规划与实际相符,便于被遵守,西方国家的城市规划一般都非常细致。以德国为例,德国政府允许居民个人建房,在德国许多城市,居民个人住房或合作建房的比例高达30.9%,这对政府规划提出了更为严格的要求,因为倘若规划不到位,就可能影响城市建设的顺利。但是,德国政府很好地解决了这一问题,他们在制定规划的时候做得非常具体。比如,某一地



块,应该建什么样的房子,屋顶的颜色是什么样的,坡度有多少度,屋檐有多少厘米等等,都非常精确。

更令人不可思议的是,德国连建房前应该种植什么样的树木——大型树冠的树木还是中型树冠的树木,都有明确规定,而这样的规划都是经过科学、严谨论证的。有了这样的规划,无论是个人自己建房,还是由建筑公司建房,基本都是大同小异,能够确保规划的整体性得到充分保障。相比之下,我们的许多规划就做得非常粗糙,伸缩性太大,这本身为更改规划创造了条件,因为规划不更改就难以使用,这种规划本身的弊端导致我国规划常被随意更改。

现在,我国许多城乡在做规划时已经比较细致,但是,这仍然阻止不了规划被随意更改。根据我国法律规定,规划是引导城乡发展的法定依据,重大规划要报经同级人大根据法律程序进行审定,一经批准就具有法律效力,任何单位和个人都无权逾越、擅自更改,修改规划必须依法根据程序进行。但是,目前地方一把手的权力过大,缺乏制约,并且人大主任常常由当地一把手兼任,导致人大对规划的制约作用常被架空。

而且,政绩工程的观念在现在的官员心目中根深蒂固,他们为了在短期内做出政绩,往往对前任的规划推翻重来,本人所在的城市就是一个典型的例子,前任市委书

记搞了一个西开发区,投资巨大,一个完整的开发区眼看就要发展起来。这时候,市领导换了,新任市委书记提出充分发挥本地优势建设东开发区,于是,西开发区遭到遗弃,许多快封顶的高楼成了烂尾楼,早期的投资者苦不堪言。

规划的随意更改是最大的浪费,因为规划的更改往往牵一发而动全身,牵涉面非常广,浪费极其惊人,有些规划常常就是因为领导一句话就更改了。比如,上世纪90年代,时任阜阳市地委书记的王怀忠,提出了一个将阜阳建成淮北大都市的梦想,他认为必须将阜阳机场扩建成一个可以开通国际航班的大机场。于是,他不顾其他领导成员反对,圈地数千亩作扩建机场之用,投资从最初规划的6000万元追加到后来的3.2亿。由于客源不足,飞机场被迫关闭,成了野鸟们的乐园,而当地民众不得不因此背上沉重的负担。

今天建明天拆,“换一届领导换一个规划”的现象在眼下非常普遍,如何做到在换领导时不改规划,以确保规划的延续性,是一件非常困难但又极其重要的事情,这对立法者是一个严峻挑战。但是,无论如何,不能听任规划随意更改的现状持续下去,否则,由此造成的巨大浪费将成为我国城市化进程中难以承受之痛。

国际金融市场中长期因素应深入研究

□谭雅玲

当前国际金融市场价格变动很多,美元汇率的大幅度下挫,美国股市的大起大落以及资源价格的潜在新突破,其中包括道指上涨接近13000点历史新高,国际黄金价格接近7000美元,国际石油价格上涨接近70美元等等,使得国际金融市场发展趋势难以把握,进而对国内金融战略、货币政策战略、金融应对战略以及军事、外交战略核心的强化是美国主导与霸权,表面上影响的是市场价格变化,但其最终目标将是维持和巩固美元地位与作用,进而增强美国经济实力与金融规模。如从国际石油角度看,

美国石油战略部署的提升,以及商业库存数量的波动,都是形成今年以来国际石油价格起落差扩大的根本因素。国际石油价格最低价格为49美元,最高价格为68美元,而美国石油商业库存的变量以及石油战略储备的增加是影响石油价格走向的基本因素。而从货币汇率组合角度看,美国应对外汇市场上欧元、英镑以及日元的不同走势,显示其战略意识与布局的“巧妙”。美国货币政策战略十分注重美元资产组合的涨跌搭配,不是一跌全跌一涨全涨,如美元资产表现价格的汇率与美元利率,美元汇率存有争论或迷失,但美国金融市场与美元资产价值依然难以脱离,并继续是国际金融主导力量。

经济政策需求。目前美联储与金融市场之间对于美元利率前景依然有分歧性见解,一方面是市场投资者认为美元利率将继续上升,因为经济利好突出,石油价格上涨不能排除,而实际

于全球的1/3,美国股票和债券市场占据全球总量的40%,美国证券市场市值相当于西方7国证券市场总量的60%,美国投资银行占证券市场业务份额的70%,美元作为国际货币和储备资产在国际贸易中占66%的比重,在国际储备资产占66%的比重。世界贸易所联合会第一季度数字显示,截至2006年底,全球股票市场上的股票总市值达到50.6万亿美元,比2005年同期增长23%,其中纽约证券交易所的股票市值为15.4万亿美元,列全球首位,较上年同期增长了15.9%。尽管美国经济与美元利率,美元汇率存有争论或迷失,但美国金融市场与美元资产价值依然难以脱离,并继续是国际金融主导力量。

经济政策需求。目前美联储与金融市场之间对于美元利率前景依然有分歧性见解,一方面是市场投资者认为美元利率将继续上升,因为经济利好突出,石油价格上涨不能排除,而实际

voice|上证名记者

对信息操纵者必须严惩

□郭凤霞

4月24日,在中国股市上是一极平常的一天,但又是令不少投资者大为吃惊的一天。一大早,一些证券机构的重点客户纷纷收到一条“人民日报明天将发社论”的短信。接着就有一份题为“人民日报社论”的文章在网上迅速传播。正当上证指数在3700点上方高歌猛进之时,这则不胫而走的传言立即引起了市场的巨大恐慌,抛盘随即大量涌出,当天股指出现了巨量的宽幅震荡。

据《深圳商报》记者报道,他们当天即向《人民日报》内部人士进行了核实,该报并没有发表股市社论的打算。该报评论部一位负责接线的记者好像已经接到了很多询问电话,还没听完记者的问题就说:“没有这事,完全是谣传”。那就是说,这是有人故意散布管理层要打压股市的谣言。

这就令人疑窦丛生,这些人为什么要造谣。从这件事情的起因来看,显然是一班别有用心的人,故意掀起人民日报社论的大旗,来达到做空股市的目的,本着良好的意愿来分析,是有人希望通过这种特殊的方式,来对那些坚持做多、一路看好的投资者发出一份警告。首首乐观,“大牛不言顶”,风险意识淡薄确实不可为,但如果换个角度来追究,也完全可以看作是空方放出的“烟雾弹”,是希望通过股市震荡和投资者的恐慌减仓,来骗取部分筹码。

近年来,利用互联网这类新技术手段进行恶搞的案例有增无减,如果说“一个带血的馒头”、“鸟笼山剿匪记”这类恶搞缘起于人们文化思想和审美意识的冲突,仅限于吸引网民的眼球,引发网上广泛争议,那问题不算大,只是浪费一些口水罢了。而现在利用人民日报社论来进行恶搞,让众多股民身陷“八卦阵”中,动摇对股市的信心,从而赔出大量“真金白银”,那就不

可能为其专门“开小灶”,给予其他证券公司所不能得到的好处。其实,在我国目前的证券公司高管队伍中,确实有一些是从原来的主管机关转过来的,有的还干得有声有色。但可以肯定的一点是,他们能够胜出,绝不是仅仅依靠原有的资源,而是成功地转换了角色,依靠证券公司自我的力量打拼市场。在证券行业激烈的市场竞争中,他们与其他非主管机关出身的人员其实是站在同一起跑线上,原来的身份从来没有成为他们争夺市场份额的“独门武器”。相反,我们也见到过某些证券公司,虽然确实有来头很大的具有“主管机关工作背景”的人担任要职,并且以此作为吸引人们眼球的招牌,但由于在业务经营中管理混乱,违规事件不断,照样难逃在市场竞争中被无情淘汰的命运。

政府官员弃政从商,早已经不是新鲜事。在市场经济体制刚刚建立起来的时候,一些企业,尤其是民营企业对于原来在政府部门工作的人到企业任职十分欢迎,以致在一些地区曾经出现了不少“红顶商人”。随着政府部门对官员“下海”的规范化,特别是随着市场经济体制的日渐成熟,这种“红顶商人”的光环效应正在淡去。几年前,浙江某地曾有一位因为在选举中未能如愿当上市长的官员高调“下海”,一时成为众多企业争抢的对象,新闻媒体也争相报道,但几年下来,企业并没有因此而上了台阶,而那位被委以高职的“新闻人物”,也未能给企业带来滚滚财源,最终还是黯然离开。这也说明,官场上的人,不见得就是商场上的高手。

“让上帝的归上帝,让恺撒的归恺撒。”具有“主管机关工作背景”的人转入加盟证券公司是个人的自由选择,我们没有必要对他们说三道四,但如果证券公司对此抱有太多“暗箱期望”,难免是会落空的。

越来越火热的资本市场,使证券公司摆脱了前几年的低迷局面,抓住目前的有利时机争取企业的大规模发展,在竞争激烈的证券业占领制高点,已经成为我国证券公司的共识。最近一段时间,在媒体上不时可以见到证券公司的“招贤榜”,一场人才大战正在业界悄然展开。

日前见到一家证券公司的招聘启事。该公司特别注明,在他们招募的投行工作人员中,特别欢迎“具有主管机关工作背景或熟悉相关部门沟通工作的人员,待遇优厚。”不知道目前正在主管机关工作的人员,看到这样的招聘启事,是不是会心动,然后行动?

证券公司为什么青睐“主管机关工作背景”的人员,为此不惜用高薪、高职来挽留他们,答案不难找到。在主管机关工作过的人,在工作中积累了丰富的经验,随着他们转移到证券公司,这些人脉资源也就转移到了证券公司中,可以为公司所用。因此,证券公司对这类人员青睐有加,其实是看中了他们身上的这部分“无形资产”。如果目前美元利率节奏与水平并没有对美国经济产生实质性的影响,美国2006年第四季度依然保持2.5%的水平,全年经济增长维持3.3%,高于2005年的3.2%,因而美联储所关注甚至自我“炒作”的美国经济忧虑完全超出美国现实表现。另一方面美联储官员认为通货膨胀可控性稳定,经济下降是主要经济金融风险,主张维持利率相对稳定,甚至暗示降息的预期。美国经济周期带来的经济阶段性凸起,而全球市场环境带来的经济复杂性增加,更有传统经济金融理论难以解释的现实问题的困扰,进而使美联储货币政策的综合性上升,策略技巧受到国内外的制约,而全球化的国际环境将使美联储处于艰难抉择时期。