

watch | 上证观察家

# 适时推出股票类衍生品有助市场发展

我国金融期货市场以机构投资者为主要参与主体,以机构投资者的需求为导向。深入研究机构投资者主流的投资管理技术,全面了解其投资管理对股票类衍生品提出的多方面需求,适时推出有针对性的产品,应该是我国制定股票类衍生品发展战略的一条重要思路。随着市场的发展,管理经验的积累,市场参与者的成熟,有关限制性措施可逐步放宽,允许机构投资者将股票类衍生品作为资产配置工具来使用。

□杨光华

我国资本市场已进入一个新的发展阶段。在新形势下,如何逐步推出各种股票类衍生品,通过产品创新完善我国资本市场功能,保障资本市场稳定发展,是摆在市场各方人士面前的一个现实课题。投资策略调整使金融衍生品在机构投资者的投资管理中扮演着越来越重要的角色,随着机构投资者资金规模的增大,他们对特定金融衍生品的需求日益增加,各国交易所也将机构投资者调整投资策略看作一次难得的历史机遇,纷纷开发设计符合特定投资策略的股票类衍生品。

例如,机构投资者规模的增大,使大盘蓝筹股上的投资竞争日益激烈,获取超额收益越来越困难,机构投资者开始向小盘股市场寻求机会,但又不愿承担小盘股的市场风险,需要能对冲掉小盘股市场风险的金融工具,以获取小盘股市场的积极收益。针对这种需求,很多交易所推出以小盘股指数为标的股指期货,如拉塞尔2000股指期货,或

行业指数,如IT行业股指期货、金融期货等。

股指期货常被基金经理用来增强组合收益。市场波动大时,基金经理有较多的投资机会;市场波动小,基金经理获取超额收益就有难度。此时基金经理可以以持有的股票组合为基础,卖出股指期货,以放弃一部分股价上升时产生的收益为代价,赚取期权费。例如,在市场平稳时,采用“顶部宽跨式”期权策略是基金经理获取超额收益的重要手段。

股票期货对机构投资者设计、实施投资策略具有重要作用。首先,它有利于形成个性化投资基准。机构投资者的投资基准可能与股指期货的标的指数不同,单纯用股指期货对冲风险存在偏差。利用股票期货可以对市场基准进行调整,将某些股票从基准中剔除,使投资基准个性化,风险管理更为精确。其次,它可以为机构投资者快速实施板块轮动

投资、相对强弱投资等策略提供便利,也被广泛应用于实施“可转移的阿尔法”投资策略。

通过对股票类衍生品市场分析与机构投资者策略调整互动关系的分析,我们可以得到以下启示:

第一,能否满足机构投资者的特定需求,对股票类衍生品市场的发展非常重要。我国金融期货市场以机构投资者为主要参与主体,以机构投资者的需求为导向,深入研究机构投资者主流的投资管理技术,全面了解其投资管理对股票类衍生品提出的多方面需求,适时推出有针对性的产品,应该是我国制定股票类衍生品发展战略的一条重要思路。

事实上,我国的机构投资者也面临着投资策略的调整问题,这种调整同样为股票类衍生品的发展提供了契机。以基金业为例,在规模迅速增大的同时,传统投资策略面临日益严峻的挑战。传统投资策略是通过深入的公司和行业分析,精选个股,自上而下进行资产配置。在基金规模不大时,这种投资策略能取得较好的效果,但是当基金规模增长到一定程度,传统投

资策略就会逐步暴露出局限性。对于大基金来说,少数个股不能容纳大规模的投资,必须进行投资的分散化。如果不对投资策略和技术进行相应的调整,在投资分散化过程中,就不易正确权衡每项资产对投资组合的预期收益贡献和预期风险贡献,往往承担许多不必要的、没有获得补偿的风险,最终导致投资业绩的不稳定。所以大基金更为重视形成一种自上而下的投资管理框架,更为重视管理投资风险,需要利用各种股票类衍生品实现精确的风险管理。

第二,股票类衍生品已不仅仅是一种风险对冲工具,它的资产配置功能越来越受到重视。随着新的投资策略和投资产品的开发、风险管理技术的突破,股票类衍生品正在被有机地整合入新的投资管理框架,成为机构投资者有效实施积极资产配置、进行组合再平衡、消除投资组合风险等必不可少的金融工具。可以说,正是资产配置功能的强化,才促成了近年来股票类衍生品市场的繁荣。

我国目前出台的关于机构投

资者参与股指期货的有关规定中,对机构投资者的交易行为进行了严格限制,股指期货主要是被限定为一种套期保值工具。在我国金融期货市场的起步阶段,采取审慎的态度是完全必要的,但随着市场的发展,管理经验的积累,市场参与者的成熟,有关限制性措施可逐步放宽,允许机构投资者将股票类衍生品作为资产配置工具来使用。这不但会促进股票类衍生品市场的发展,也有利于满足机构投资者的各种不同需求,完善资本市场的机制和功能,进而推动资本市场的发展。

在股市高涨的时期,股票类衍生品的资产配置功能可能不被重视,但世界上没有只涨不跌的股市,在股市陷入低迷、投资收益下降的时候,机构投资者就会在股票类衍生品中寻找投资机会,利用股票类衍生品设计各种增强收益的投资策略和投资产品,届时股票类衍生品的资产配置功能将会极大增强。

鉴于股票类衍生品的资产配置功能越来越重要,在考虑推出何种股票类衍生品时,可以从机构投资者用来增强收益的各种投资策略入手,分析其设计和实施策略需要何种股票类衍生品,然后有针对性地开发设计,满足其特定需求。

(作者为中央财经大学研究生)

## 13.6亿元骗贷何以轻易得逞

□王平

曾经登上“2004胡润百富榜”和“福布斯内地富豪榜”的河南首富孙树华,因提供虚假资料,骗取银行贷款13.6亿元,涉嫌经济犯罪,已被公安部门立案侦查。

层出不穷的骗贷案一直困扰着我国金融系统。孙树华骗贷13.6亿元为什么能够成功?

首先,在贷款程序中,银行在资信调查和贷款审批环节把关不严,导致骗子轻易得逞。孙树华惯用的手段就是利用土地使用权套取,要违规办理和变通,要重复使用。匪夷所思的是,2004年,孙树华的华林集团将已抵押给农行淮阳县支行的3宗土地,重复抵押给浦发银行郑州分行,套取贷款资金8600万元;2005年3月,又将已抵押给中信银行郑州分行的2宗土地使用权,重复抵押给农行淮阳县支行。上述2宗土地使用权证均为虚假证件。银行在资信调查和贷款审批环节暴露出的漏洞之大令人震惊。

其次是内外勾结。截至目前,由于银行内部人员做“内应”造成的骗贷案占了相当大的比例。北京中正公司的法定代表人陈坤等三人,在两名银行职员的配合下,两年内从建设银行、光大银行、中信实业银行骗走1.4亿元。在这起涉案金额高达13.6亿元骗贷案中,同样有银行内部人员的身影。调查发现,孙树华骗取的贷款,“转入农行周口市分行行长董学之的专职司机陈峰个人账户700万元”。

骗子骗贷屡屡得逞,是我国银行管理不力,缺乏内部控制、审计不严格等导致的必然结果。在我国不少银行,一笔贷款虽然要经过层层把关,但一般只有基层的信贷员负责对贷款人的资信和贷款材料的真实性进行调查——甚至,有的贷款直接是领导指示信贷员去办理,在这种情况下,信贷员其实也不再对贷款人的资信和资料进行调查。

至于其他审核流程往往只是走走场,且主要是行政审查而非技术性审查,风险控制几乎完全掌握在信贷员手中,这是导致一些诈骗分子与银行信贷员勾结就能成功骗取贷款的主要原因之一。另一方面,银行自身财务管理机制滞后和审计的不及、不严格,以及早发现问题的,导致骗贷者不仅能够成功骗贷,而且能够连续数次骗取巨额贷款。

13.6亿元骗贷案再次给银行敲响了警钟,倘若不及时改进,类似骗贷案可能还会重演。

## 袁隆平的建议有利于稳定粮价

□陈军华

被誉为“杂交水稻之父”的中国知名科学家袁隆平院士,近日建议国家适当提高粮食收购的最低保护价,他说,现在的最低保护价是72元一担谷,太低了。粮食价格太低,影响了农民种粮的积极性,“谷贱伤农”,这对保障国家粮食安全很不利。再好的技术,再好的品种,农民不愿意种,粮食也出不来。“我想呼吁一下,把最低保护价提高到100元,这样农民就有较多的利润,种粮积极性就更高了。”

袁隆平院士的建议是非常务实的。从去年开始,粮价上涨问题就开始引起社会各界的关注。北京市自去年下半年以来,面粉价格涨了24.3%,大米价格涨了24.9%。今年4月19日,国家统计局公布的数据显示,一季度食品价格上涨6.2%,其中粮食上涨6.7%,肉禽及其制品上涨15.1%,蛋上涨24.1%,鲜果上涨6.2%。

粮价上涨还引起了连锁反应。粮食价格自今年年初开始上涨以后,也带动饲料价格上涨,饲料的直接生产成本增加,这积极促使猪肉和蛋类价格上涨。在上海,目前的猪肉批发价格达到每公斤16元,同比上涨七成左右,达到近年来的最高点。截至目前,全国已有多地猪



刘道伟漫画

肉价格涨至历史最高点。粮价之所以上涨与粮食产量有着直接的联系,粮食供应量减少必然导致粮价的上涨,而粮食供应量的减少与农民种粮的积极性降低有着直接的关系。近年来,由于经济的快速发展为农民工提供了许多就业机会,不少农民到大城市打工,种粮的吸引力在降低。另一方面,农业生产资料价格上涨过快,加之我国的粮食最低保护价过低,农民种粮的积极性受到影响。

也正因为这一点,使得袁隆平院士的建议显得非常重要和及时。但也有人认为最低保护价提出异议,认为粮价应该由市场来调节,并认为市场调节不会伤

害到农民的利益。这其实是一种愚见。规避风险是本能的选择,在没有最低保护价政策的情况下,农民将面临着非常大的市场风险,一旦遇到粮价大幅降低,农民的利益就会受损,其种粮的积极性就会遭到打击,进而导致粮价上涨。粮价上涨虽然能够刺激农民种粮,但是,这种市场调节有着相当大的不确定性风险:对种粮的农民而言,一旦粮价下降,投入就无法获得期望中的收益,甚至导致亏损。对于国家而言,一旦粮价因供应不足而快速上涨,很容易引起恐慌,危害社会稳定。

因此,粮价不能完全由市场来调节。实际上,即使在市场经

济发达的国家,政府也不敢把粮价完全交给市场来调节,而是采取各种措施来鼓励农民生产粮食。比如,美国实行的“无追索权贷款”,就近似于我国的最低保护价。美国政府先制定出农产品支持价格,农民据此将农产品抵押给农业部农产品信贷公司获取贷款。倘若市场价高于支持价格,农民就将农产品拿到市场上出售;如果市场价低于支持价,信贷公司无权索回贷款。除此,美国还对农业生产进行大量补贴,近10年来,美国联邦政府用于农业补贴方面的总开支高达1700亿美元到1900亿美元。而且,美国的这种补贴政策是在法律的刚性条款约束下进行的。如美国2002年通过的《新农业法案》,就对“直接补贴”、“反周期收入支持补贴”等作出了明确规定,最大限度地保护了农民的利益,也使得美国成为一个农业高度发达的国家。

与农业高度发达的国家相比,我国农业分散、农民的抗风险能力弱,财政对农民的补贴有限,如果政府不通过设定最低保护价的方式保护农民的种粮积极性,粮价的波动就会加大,社会的稳定就容易受到威胁。因此,袁隆平院士提高粮食收购最低保护价的建议值得有关部门研究和借鉴。

## 基建浪费在不断蚕食民生空间

□余钊

日前公布的数据显示,6年来,我国医院门诊和住院病人医疗费用每年增长幅度基本在7%—9%左右。医疗机构转嫁成本导致患者负担加重,必然导致医疗纠纷增加。以广东为例,2003年全省报告医疗纠纷1102件,2005年就上升到1709件,这两年增长速度更快。二是通过裁减护理人员来压缩成本。医疗轻护理、重技术轻护理现在在我国极为常见,护士人手普遍比较紧缺。这直接导致医疗质量的下降和医疗服务水准的降低,大大增加了医疗事故发生的几率。

高校基建浪费的相关成本,同样转嫁到了学生家长身上。在过去6年中,教育乱收费有5年在各类价格举报中位居第一,只有1年是位居第二,持续成为群众举报热点。乱收费增加了学生家长的负担,使他们苦不堪言。另一方面,高校深受债务之困,一些学校在建成豪华校舍之后,连利息都没有能力偿还,就减少在教学与科研领域的投入,造成教

学质量的下降,影响了学生综合素质素质的提升。

当然,危害最大的还是政府主导的基建浪费现象。政府的基建投入相当一部分来源于财政,而财政主要是被用于为纳税人提供公共服务,解决教育、医疗、社会保障等民生问题的。当财政用于基建工程,必然蚕食公共福利的空间,使公众的利益受到伤害。

另一部分政府的基建投入来自于集资和各种乱收费。据报道,江西省高安市田南镇政府为建豪华办公区,要各个煤矿捐资,少则几万元,多则几十万元。民众除了依法纳税和依法承担部分费用之外,并没有为政府浪费行为埋单时,它的做法就背离了公共财政首先应为民服务的根本宗旨,很容易引发民众

的不满,在某种程度上造成公权力与民众之间的隔阂。因此,温家宝总理在今年3月作《政府工作报告》时强调:“要严格控制行政机关新建、扩建办公大楼,严禁建设豪华楼堂馆所,切实规范公务接待行为,堵塞管理漏洞,努力降低行政成本,建设节约型政府。”

无论是学校、医院还是地方政府,热衷于基建扩张,除了政绩的考虑,恐怕与基建过程中的回扣等腐败交易也不无关系。应该认识到,公共财政的核心就是为民众提供优质的公共服务,学校的核心工作就是提高教学与科研水平、医院的核心工作就是为患者提供优质服务,背离核心宗旨,降低服务水平却在基建上大肆浪费,乃是一种主次颠倒的错误做法,这些做法对百姓民生问题构成了严重威胁和伤害,蚕食了民生空间,因此,应当严厉禁止这种愈演愈烈的基建浪费行为,迫使有关利益主体走出自身狭隘利益的局限而以大局为重。

voice | 上证名记者

## 我们需要善待散户投资者

□乐嘉春

现在,我们倡导加强投资者风险教育是非常及时和必要的,这体现了监管部门爱护、善待散户投资者的拳拳之心。为什么这样说呢?眼下,“A股市场已进入散户时代”这一时髦话题非常流行,但“散户时代”的说法本身却透露了歧视散户投资者的信息。按照这一说辞进行推理,偏好“追涨杀跌”或缺乏证券投资常识的散户投资者大量涌入股市,是造成当前A股市场非理性投资趋势及局部性泡沫现象的一大原因。尤其是当散户投资者被迫被抬高成了A股市场主角时,所有的“脏东西”便纷纷扔向了无辜的散户投资者。且不说这种说辞本身在认识上是极其片面的,而且还忽视了散户投资者的投资大智慧。

笔者以为,所谓“散户时代”其实是一个彻头彻尾的伪命题,A股市场自始至终是机构投资者主导的一个投资市场,根本就不存在什么“散户时代”。

仔细分析,支撑“散户时代”这一说辞有两个基本依据:一是近几个月来沪深两市开户数持续快速上升,并已突破了1亿户大关。有人就简单地开账户数来预估的入市资金量,估算出当前散户投资者入市的资金规模,并得出了目前散户投资者的资金规模已远远超过机构投资者分析结论。这一结论是杜撰“散户时代”这一说辞的主要依据之一。但问题是散户投资者的入市资金多寡是否能推导出目前A股市场已由散户投资者所主导?其实,这种推理本身是值得存疑的。

二是根据当前A股市场盛行题材股炒作而非蓝筹股投资,就简单地认为这是由于散户投资者的资金实力超过机构投资者的市场博弈结果,结果是散户投资者成了非理性投资和制造股市泡沫的“罪人”。其实,这种说法也是不合理的。今年以来,蓝筹股尤其是权重蓝筹股面临了较大的估值压力,一些题材股

## 利用投资者教育重振“黄埔军校”雄风

□周俊生

中国证监会和中国证券业协会最近分别发文,就投资者教育和风险揭示工作做出更细化的部署,中国证券业协会并且发布了《投资者教育工作指引(试行)》。这是管理部门在近期指投资者教育工作所采取的进一步的步骤。由于目前的市场已处于相对的高位,管理部门的这一举措在市场中引起了一定的争议,不少人将其视为管理部门打压指数的行为,这种舆论反映到市场上,便引起了市场指数的跌幅震荡。

其实,投资者教育并不简单地等同于风险教育。在证券业协会的《指引》中,就投资者教育工作的目的、原则和宗旨进行了详细的阐述。《指引》第六条明确:“投资者教育的主要内容包括:(一)普及证券基础知识。(二)宣传金融证券方面的政策法规。(三)揭示证券市场投资风险。(四)介绍各种证券投资产品和自身投资偏好和风险承受能力,选择适合自己的投资品种和投资策略,树立正确的投资理念。(五)公示合法证券经营机构的基本信息。(六)接受投资者的咨询,处理投资者的投诉。”由此可见,风险教育固然是投资者教育的一个重要内容,但并不是它的全部内容,目前的市场舆论将其与风险教育划上等号,其实是一种严重的误读。当然,在目前指数高企的情况下,多强调一些市场风险,使投资者减少盲目入市冲动,也是完全有必要的。

中国资本市场的不断走牛,在社会上产生了广泛的“马太效应”,越来越多的民众参与到市场之中,据报道目前的A股账户已经超过1亿。对于这种现象,我们首先应该给予充分的肯定。中国的经济正在高速增长,而股票市场已经无可争议地成为最具财富效应的一个要素市场,每一个中国人,都有权利来分享这种财富的增长。在目前储蓄利率与CPI倒挂的情况下,进入股票市场来保证自己财富的有效增值,应该说是一种明智的选择。但是,我们又应看到,在目前急剧扩张的投资者队伍中,有不少人对市场的认识

和ST股便成了市场资金回笼估值压力的投资对象。

那么,问题是当前A股市场趋势为什么会朝着这个方向演变?或者说,谁能先知先觉地洞悉到“市场先生”的情绪变化?笔者以为,肯定是机构投资者而不是散户投资者,散户投资者只是市场趋势变化的一个追随者而已,绝非是市场的主导者。这说明,并非是散户投资者,恰恰是市场各种力量(主要是机构投资者)形成一致信念的交易结果,直接导致了当前A股市场的趋势变化。从这个角度分析,任何以“散户时代”名义强加给散户投资者身上的诸多非议与责难都是不公的,也是经不起推敲的。

当然,我们也不要忽视散户投资者的投资智慧。尽管股市财富效应是刺激他们入市直接原因之一,但也不可否认他们已经有意识或无意识地认识到,买卖股票将是他们获取人民币升值时期资产增值及分享我国经济增长丰硕成果的最有效手段或工具之一,这恰恰体现了散户投资者的投资大智慧。

这说明,散户投资者的金融意识已经觉醒,在当前存款利率仍接近于负利率水平下,与其将钱放在银行里生息,还不如投向股市。这是一种聪明中的理性选择,因为散户投资者中的大部分人也都是比较清醒的投资者。

当然,投资者入市有风险,因而加强投资者风险教育是必要的,其宗旨是提醒投资者在证券投资中能尽可能地少犯错误,并在“错误”中学会理性投资或掌握证券投资知识。事实上,从“错误”中学会合理的证券投资方式并非是散户投资者的专利,巴菲特是如此,索罗斯也是如此。

如此看来,现在我们不是要贬低或歧视散户投资者,而是要善待散户投资者,而是要想方设法地鼓励他们积极入市。或许,时间会告诉我们,A股市场最终会站在散户投资者一边。