

watch | 上证观察家

# 突发性事件考验股指期货风险控制

与股票现货市场相比,股指期货市场的价格变动更易受投资者预期的影响,在出现突发性事件时,其反应强度往往高于现货市场,股指期货的价格变动幅度可能高于股票指数的变动幅度,表现出一定的“超调性”或“反应过度”特征。提高证券交易印花税之类的突发性事件在股市中屡见不鲜,股指期货市场风险控制体系的完善可以极大增强交易所应对突发性风险的能力。

□杨光华

证券交易印花税调整的消息对股票市场造成了较大冲击。当日,沪深股市分别下跌6.5%和6.2%。那么,如果当日有股指期货交易情况将会是怎样呢?这是一个很重要的问题。因为,从股指期货仿真交易情况看,当日行情也随之大幅波动,4个合约的价格跌幅分别为5.3%至7.6%不等,突发性事件造成的风险对股指期货的风险控制体系提出了严峻考验。

与股票现货市场相比,股指期货市场的价格变动更易受投资者预期的影响,在出现突发性事件时,其反应强度往往高于现货

期货市场,股指期货的价格变动幅度可能高于股票指数的变动幅度,表现出一定的“超调性”或“反应过度”特征。

股指期货的这种价格运动特征,可能与机构投资者的操作策略有关。与股票现货市场不同,由于没有红利收入,股指期货交易在某种程度上是一种“零和交易”,一方盈利,另一方就会亏损。从事投机交易的机构投资者,只有在交易对手爆仓或认输时,才能获取高额投机利润,所以他们的一个常用操作策略,就是利用题材,借题发挥,大幅推高期货价格,达到使交易对手爆仓的目的,股市中的突发性事件往往就是最好的题材。机构投资者

的这种操作策略,会使股指期货的价格变动幅度高于均衡值,表现出“反应过度”的特征。

在仿真交易中,由于没有机构投资者的刻意操纵,股指期货价格的“过度反应”特征还不明显,在正式推出股指期货的交易后,就不能不考虑人为因素产生的影响。在出现突发性事件时,这种人为因素会加大期货价格的波动幅度,给市场的风险控制制造压力。

对股指期货价格的“反应过度”特征认识不足,会导致风险控制体系设计方面的失误。比如,股指期货合约最初的保证金比例设计为8%,是因为当时认为股票指数几乎不可能出现达到

涨跌停板的情况,8%的幅度基本可以覆盖股票指数的变动。事实证明这种观念与实际不符,在股指期货的仿真交易中,曾多次出现期货价格达到涨跌停板的情况,由于保证金比例仅为8%,一度造成大面积的客户爆仓。

原来的风险控制办法规定,在期货价格连续同方向变动达两个停板,即20%以后,可以实行强行平仓、强制减仓等风险控制措施。经过认真分析可以发现,这些措施很难达到预期的效果。

在市场出现突发性事件时,考虑到机构投资者的人为因素,期货价格出现一个停板甚至两个停板并非没有可能,两个停板后期货价格的变动幅度将达到

20%,由于保证金比例为8%,投资者即使只使用三分之一的资金,两个停板后也会爆仓,交易所还没来得及采取强行平仓、强制减仓等风险控制措施,可能已经发生了严重的风险,起不到应有的防范和化解市场风险的作用。

令人欣慰的是,中金所对股指期货合约与风险控制办法进行了及时完善,修改后的股指期货合约将保证金比例由8%提高到10%,对涨跌停板进行了100%的覆盖,新的风险控制办法增加了期货价格变动达16%时强制减仓的规定。经过修改和完善,股指期货风险控制体系方面的漏洞已在很大程度上得到了弥补,市场安全性明显提高。

提高证券交易印花税之类的突发性事件在股市中屡见不鲜,股指期货市场风险控制体系的完善可以极大增强交易所应对突发性风险的能力,人们有理由相信股指期货会平稳顺利地推出。(作者为中央财经大学研究生)

## 节约能源需要政府引导

□王杰

日益紧缺的能源正在困扰着人类,如何最大限度地节约能源正为越来越多的国家所重视。与国外相比,我国居民的节约意识还比较落后。一项针对十亿千户消费者的调查显示,我国家庭节能空间巨大,47%的家庭认为“自己在日常生活中存在浪费现象”,31%的家庭在日常生活中的“大手大脚”消费,煤、电、气、水费支出,但没有采取节约措施。

节约意识的普及需要政府不遗余力地宣传、引导,在这一点上,美国的做法尤其值得借鉴。美国政府对于节约意识的宣传可谓无孔不入,他们有针对性地深入到社会的各个层面。笔者去美国旅游的时候,曾收到当地政府印发的一本小册子,详细列举了各种节约常识,比如:“养鱼的水千万别倒掉,用来浇花,花会更艳。”这种言简意赅的提醒相信会有不错效果,但在我国却鲜有地方政府这样做。

其实,即使政府不作出强调,大多数家庭也都懂得节约的重要性,只是苦于相关知识的欠缺和节能设备的滞后。比如,我国的家用电器产品能耗比国际水平高出25%至60%,如果采用节能光源,再把国内现有的1.3亿台冰箱全部换成节能冰箱,两者相加节省的电,就相当于省出一个多三峡水电站的发电量。

而这一切并不能依靠家庭来解决,需要政府通过税收优惠等措施,鼓励节能产品的研发、生产和推广,有时候甚至需要政府直接投资来进行。比如,从2006年开始,苏州市拿出1000万元资金,对4万户家庭的老式水龙头、马桶进行免费改造,计划用三年时间把全市10万户的节水器具全部改造完毕。政府出钱给百姓免费更换节水器具,是建设节约型社会的务实之举——全苏州10万户需要改造的家庭仅在马桶用水上每月就可以节约近13万吨自来水,政府的这个投入可谓是一本万利。

当然,在节约方面,政府官员应该担当节约型社会的引领者。近年来,英国许多高官都在节能方面用心摸索,首相换上了节能灯;保守党党魁卡梅伦改骑自行车上班;伦敦市长肯·利文斯顿为了省水,连续15个月小便不冲马桶。这些做法有的虽然让人发笑,却都是令公众记忆犹新的节约典型,而公众的效仿必然推动节约型社会的建设步伐。遗憾的是,我们的一些政府部门却往往成为浪费的引导者。北京市的一项调查显示,48家市、区政府机构2004年人均耗能量、年人均用水量和年人均用电量分别是北京居民的4倍、3倍和7倍。

民以官为范。我们建设节约型社会的一大障碍是:个别地方政府一方面铺张浪费,一方面又试图让民众养成节约的习惯。这是一种不切实际的荒诞逻辑。节约资源需要全社会共同努力,更需要政府以身作则,大力扶持节能产品的研发和推广,为民众节能提供方便。

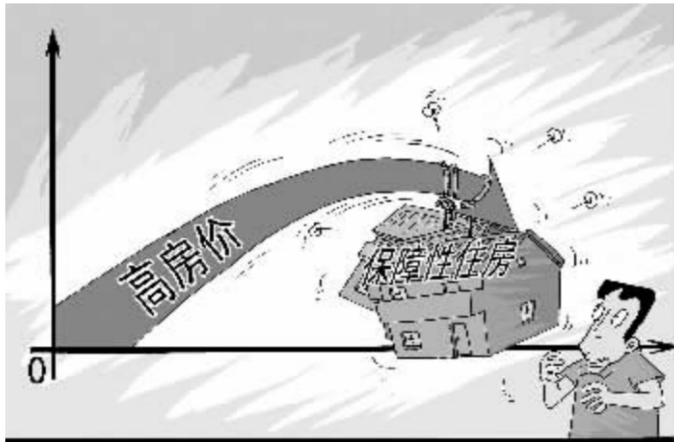
## 房市调控须增加保障性住房供应

□陈予军

房价虽经两次调控依然保持坚挺状态,但一些地方的房价仍在快速上涨。目前的房价走势大致呈现出三个特点:其一,二线乃至三线城市取代一线城市位居涨幅前茅。比如,今年前四月,在70个大中城市中,北海市新建商品房销售价格凭借23.5%的涨幅位居榜首。其二,前期经历过调整的城市,房价重新步入上涨轨道。如上海的房价,在经过两年来的低迷后重新走强。其三,是逆势上涨。典型的如北京,在调控过程中房价屡创新高。

在国家出台调控政策以后,一些无房户曾寄予厚望,他们宁肯租房也要等房价调下来。然而,目前的情况令这些人颇为失望。不少地方的房价不但没有因为调控而下跌,反而逆势上涨,偏离民众的实际购买力越来越远。这不仅加剧了民生问题的严峻性,也容易伤及政府的公信力。那么,是什么阻碍了调控?

一些地方政府对房市调控的认识主要停留在行政手段方面,出台的调控措施带着行政色彩。比如,南京市最近出台了一个“核价新政”:规定尚未销售面积部分按“一套一价”所标示的最高价格,应低于2007年5月14日前该楼盘实际成交



刘道伟 漫画

的最高价格(特殊套型除外),说得明白点就是:住房售价只能降而不能升。这种行政调控手段看似严厉却存在明显漏洞。有房地产开发商就坦言,新规定与此前楼盘定价方式相比并没有根本性的变化,只是在定价的过程和手续上变得稍微繁琐一点而已,在如何定价、如何调整浮动幅度上仍是开发商说了算。

事实上,不少地方政府对保障性住房的基本定义都没有弄清楚,而是根据自己的价值取向对其作出理解和判断。一些地方甚至推出限价房来取代经济适用房和廉租房,就是对保障性住房政策的扭曲。住房保障主要是依赖政府的财政投入来进行。像廉租房,所有投入基本上都是由政府来完成,租金也只是象征性的收取。因此,

房市的过度依赖,抑制房价的过快上涨。研究表明,廉租房或经济适用房的供给每增加5%,就会迫使房价下降3%-4%。反之,则会推动房价上涨。我国最近几年的房价上涨与保障性住房供应的短缺密切相关。凡是房价上涨快的城市,保障性住房的供应量必然不足。

因此,我国的房市调控至今未能取得明显效果,调控政策执行者的理解能力和执行力度是重要因素。但问题的根本出在保障性住房供应不足这一关键问题上。加大保障性住房供应量可以逐步解决低收入者的住房问题,降低无房户对市场(包括购房和租

房)的过度依赖,抑制房价的过快上涨。研究表明,廉租房或经济适用房的供给每增加5%,就会迫使房价下降3%-4%。反之,则会推动房价上涨。我国最近几年的房价上涨与保障性住房供应的短缺密切相关。凡是房价上涨快的城市,保障性住房的供应量必然不足。

事实上,不少地方政府对保障性住房的基本定义都没有弄清楚,而是根据自己的价值取向对其作出理解和判断。一些地方甚至推出限价房来取代经济适用房和廉租房,就是对保障性住房政策的扭曲。住房保障主要是依赖政府的财政投入来进行。像廉租房,所有投入基本上都是由政府来完成,租金也只是象征性的收取。因此,

房市的过度依赖,抑制房价的过快上涨。研究表明,廉租房或经济适用房的供给每增加5%,就会迫使房价下降3%-4%。反之,则会推动房价上涨。我国最近几年的房价上涨与保障性住房供应的短缺密切相关。凡是房价上涨快的城市,保障性住房的供应量必然不足。

■ 雅玲随笔

## 金融开放度与量涉及内部安全外部稳定

□谭雅玲

中美新一轮战略对话已经结束,虽然它的结果是我们主观的承诺和意向,但从外部特别是来自美国的压力来看,中美之间的问题并非只是汇率主导的矛盾,而是市场经济阶段、背景的差别所致。中美之间供给经济、数量经济、数量经济与质量经济、消费经济与投资经济、模仿经济与主导经济的本质区别是两国当前问题难以解决和协调的根本所在。回想2005年以来金融市场对美国经济的忧虑,对货币政策的争论的反复性调整至今,美国经济依然保持相对稳定,并没有发生实质性的变化,未来短期也不可能有什么实质的变化,理由和支撑就在于美国经济的韧性和活力,这是别国包括我国经济是不可承受和做到的。而当前我国经济处于关键与敏感阶段,经济结构的问题和金融矛盾的压力,并没有随人民币升值速度而加快而有改观,反之一些层面的问题与压力进一步上升和扩大,我国经济惯性上涨有所脱离国情实际和条件。一方面是自身经济结

构调整不足;另一方面是外国投资、贸易或生产行业的“渗透”拉动或自身需求而为。因此,虽然美国存有越来越大的贸易逆差,但美国经济主导或影响却在进一步扩大,美元贬值策略形成的内部稳定和外部紧张就说明美国竞争力与利益需求的实质涵义。而我国存在日益增加的贸易顺差,但我国内部贸易结构矛盾和外部贸易争端在扩大,人民币升值不仅没有解决贸易结构长期以来的效率问题,反而使我国的效率收益,反之对贸易深层次的改革有所阻碍,量大质低依然是我国与外部的差异焦点。

我国人民币升值超出日本当年日元升值的恶果,虽然经济衰退没有出现,但它不仅没有产生经济理论指导通常通货紧缩局面的出现,反之扩大了通货膨胀上涨压力,经济与社会问题将超出经济理论惯性表现,未来出现的或许是一种新的经济问题和状况。而美国却超出自身经济实力现实,将问题转移至一个发展中国家,甚至是一个世界经济不稳定的国家。至今美国依然没有承认我国的市场经济地位,但却要求

支持美国所给予我们的金融开放压力,主要体现在金融领域强化以人民币作为重要攻击目标的战略与策略,其主旨在于最终伤害人民币信誉。因为无论美国自身市场模式、市场效率、市场效率、市场产品、市场机制、市场主导等许多层面,美国政府、美国金融机构以及美国政策的影响力都十分突出,美国需求经济、投资金融、质量经济、规模金融已经形成经济全球化和金融一体化的世界主宰,但从信心、信誉上却难以强于我国人民币,全球对人民币的信赖程度超出对美元的信任,美元信誉信用地位在下降,美元贬值的市场惯性和美国经济问题与压力下充斥市场,全球储备格局转变单一,重点依存美元成为一种倾向,美元与人民币信用的反比是促成美国强制人民币升值和加快金融开放的根本原因。而人民币升值与金融开放结果在市场趋势引导中成为一种美好的愿望预期,却存有更大的风险,最终导致人民币失信的危机可能是一种战略或竞争焦点的“筹划”。

从我国金融改革的节奏与效率看,我国的金融基础并不

支持美国所给予我们的金融开放压力,主要体现在金融领域强化以人民币作为重要攻击目标的战略与策略,其主旨在于最终伤害人民币信誉。因为无论美国自身市场模式、市场效率、市场效率、市场产品、市场机制、市场主导等许多层面,美国政府、美国金融机构以及美国政策的影响力都十分突出,美国需求经济、投资金融、质量经济、规模金融已经形成经济全球化和金融一体化的世界主宰,但从信心、信誉上却难以强于我国人民币,全球对人民币的信赖程度超出对美元的信任,美元信誉信用地位在下降,美元贬值的市场惯性和美国经济问题与压力下充斥市场,全球储备格局转变单一,重点依存美元成为一种倾向,美元与人民币信用的反比是促成美国强制人民币升值和加快金融开放的根本原因。而人民币升值与金融开放结果在市场趋势引导中成为一种美好的愿望预期,却存有更大的风险,最终导致人民币失信的危机可能是一种战略或竞争焦点的“筹划”。

从我国金融改革的节奏与效率看,我国的金融基础并不

## 建立国有资本经营预算制度的难点

□邓聿文

5月30日,国务院常务会议研究部署试行国有资本经营预算工作,决定从2007年开始在中央本级试行国有资本经营预算,地方试行的时间、范围和步骤由各省(区、市)及计划单列市人民政府决定。这表明国企只上缴税金不缴红利的时代将一去不复返。

虽然就全国而言,当前还没有建立统一的国有资本经营预算制度,但之前北京、上海、深圳、长沙等地对此进行了相关探索。从它们的经验来看,最关键的是国有资本经营收益的分配权如何使用且必须得到有效的监督。本次国务院常务会议也提出了编制国有资本经营预算要统筹兼顾、适度集中,相对独立、相互衔接、分级编制、逐步实施的三原则。将地方的探索与国务院提出的原则结合起来,笔者认为,建立国有资本经营预算制度,难点是要正确处理好以下关系:

首先,是如何理顺国有资本经营预算与公共预算的关系。公共预算收入的主要来源是税收,主要用于社会的公共支出。国有资本预算的收入则是凭借国有资本取得的投资收益和资产转让收入,主要按照市场经济的一般准则和根据国有经济结构战略性调整及增强国有经济控制力的要求,投向关系国家安全和国民经济命脉的关键行业和重点领域,实现国有资本的增值。两者的目的虽然不一致,就此而言,国有资本应形成相对独立的预算体系,但从国有资本收益的性质来看,它的所有者也是全民,因此其收益也必须归全民。不过,正如一些学者所指出的,由于正如其不能像股票持有者那样直接获得股票收益,也不能在不满企业业绩时“用脚投票”,而只能依靠国家的公共财政支出间接受益,因此,国有资本收益必须纳入国库,然后通过国家的公共财政

才能能回归于全民。

其次,是如何协调出资人与企业之间的利益关系。由于长期不向国家分红,国企已经习惯了税后利润分配在企业内部循环作为国家投资的模式。这对于那些对国家有突出贡献企业来说,问题不大,因为国资委可以

场交易的复杂性和隐蔽性,拥有巨大和便捷交易渠道的机构投资者常常能起到操纵市场,尤其是操纵个股走势的作用。在中国股市以往的历史上,这种事例已经屡见不鲜,有多家机构投资者因操纵《证券法》等法规而受到严重处罚,有的甚至在造成了无可弥补的损失后不得不关门大吉。在今年以来波谲云诡的牛市行情中,机构投资者对行情的推动起到了关键性的作用,但其中暴露的问题也不容忽视,一些个股出现的异常走势中,机构投资者的违规操作历历在目,相信它们一定会受到监管部门的严厉查处。

## 机构投资者要“在商言责”

□周俊生

中国人民银行5月30日发布的《2006中国金融市场发展报告》指出,机构投资者已经成为我国金融市场的主体。这个结论是符合我国目前金融市场的实际的。随着我国金融市场投资者结构的不断完善,机构投资者队伍正不断壮大,除银行、证券公司、基金公司、保险公司等非银行金融机构和企业等非金融机构参与金融市场外,程度正在快速提高。

对于我国证券市场来说,机构投资者早已成为市场主体,更是一个不争的事实。央行报告介绍,我国共有基金公司58家,管理各类基金307只,合格境外机构投资者(QFII)累计批准机构达55家。央行所提供的数据截至去年年底,相信到目前,这个数字应该有所增加。除此以外,社保基金、保险资金和企业年金进入中国股市的速率也在不断加快。这表明,今天的中国股市已经成为一个拥有多层次机构投资者市场,它们对市场发挥的影响力正越来越大。

尽管在近期有论者认为目前的中国股市已经进入“散户时代”,但这种说法实际上是已经发生事实实验的。机构投资者已经成为中国股市的中坚力量。众所周知,机构投资者的规模都很大,一个机构所拥有的资金常常是数以几十亿计,它们在市场上能够发挥的能量,是不了解其内情的人所难以想像的。在股票市场上,机构投资者的动作常常能起到左右行情的作用,它们的动向也常常成为散户投资者追踪的目标。因此,拥有巨大能量的机构投资者如何在市场中摆好自己的位置,按照《证券法》以及监管部门的要求规范运作,尤其是在市场操作中不越规,不逾矩,是必须认真考虑的一个重要问题。

从本质上来说,机构投资者是一个“商人”,“在商言商”是它的天性,在市场上寻找到每一个机会,最大限度地攫取其中的利益,应该是机构投资者追求的目标,而且无可非议。但是,由于市

依照《公司法》行使出资人权利,包括分红权是清楚的。现在的难点在于,中国的国有企业尤其是绝大部分央企,不是依据《公司法》而是《全民所有制工业企业法》注册的,也即属于《企业法》调整的范围,而1988年出台的《企业法》不可能有出资人的概念,只有政府主管部门的概念。所以,对于这部分企业,国资委作为出资人的分红权能否落实还存在疑问,特别是一些特大型企业,这个问题尤为突出。

再次,是如何处理国有资本经营预算的编制主体关系。目前对国有资本经营预算的编制主体存在较大分歧。由于国资委监管范围并未涵盖全部国有资产,且国资委主导编制会出现出资人与监管者的角色矛盾,即政府对企业的监管职能与企业的投资职能混淆,可能会造成新的政企不分。对此,国资委认为,国有资本收益应由国资委管理,但实行收支两条线,由财政部负责批准预算给国资委。事实上,国资经营预算不仅仅是财政部和国资委两家的收入,而是财政部、国资委和发改委的收入,应该有一个超越部门利益之上的机构,比如,成立国务院预算委员会,由它来建立相关监督和审核机制,以防止部门随意性过大、自由裁量权过大;同时预算支出必须向全国人大汇报,单独审议,这样才有利于监管。

最后,是如何用好国有资本预算收入这笔支出。按照财政部提出的不高于15%的企业利润作为红利上缴,这部分红利收入也将多达1000多亿元。因此,这笔国资投向哪些领域,也存在一个效率问题。总的来讲,国资收益作为公共资源,使用上主要投向公共投资和经济建设两大领域。前者主要用于补充社会保障等民生方面,后者主要用于产业发展规划、国有经济布局和结构调整、企业技术进步等方面。从试点地方的情况来看,国企红利则首先用于支付改革成本,然后是国有资本投资,再后是支持政府公共财政支出。这也说明,在中央和地方将会有不同。地方上主要用于企业改组成本的支持,中央则主要用于包括国企战略调整以及对重要企业补充资本金等方面的资本性支出。

场交易的复杂性和隐蔽性,拥有巨大和便捷交易渠道的机构投资者常常能起到操纵市场,尤其是操纵个股走势的作用。在中国股市以往的历史上,这种事例已经屡见不鲜,有多家机构投资者因操纵《证券法》等法规而受到严重处罚,有的甚至在造成了无可弥补的损失后不得不关门大吉。在今年以来波谲云诡的牛市行情中,机构投资者对行情的推动起到了关键性的作用,但其中暴露的问题也不容忽视,一些个股出现的异常走势中,机构投资者的违规操作历历在目,相信它们一定会受到监管部门的严厉查处。

因此,机构投资者已经成为市场主体的时候,有必要向它们提出一个要求,机构投资者固然应该“在商言商”,还应该提倡“在商言责”。这也就是说,机构投资者不能只是以做一个成功的市场操盘者为目标,还必须肩负推动市场健康发展的责任。机构投资者是伴随着中国股市的发展而成长起来的,它们曾经在不同阶段得到了政策的某种照顾,因此,要求其担负一定的社会责任,并不是很高的要求。我们经常说机构投资者是市场的“定海神针”,但是,目前现实的情况并不完全如此,有的机构投资者为了商业利益而放弃了社会责任,比如前几年某些证券机构挪用客户保证金,利用巨额资金做庄炒股,现在的某些机构投资者与上市公司联系过度紧密,利用内幕信息炒股,在市场上制造了许多不公平,所有这些都是与机构投资者应该承担的社会责任格格不入的,最终也往往会损害到机构投资者自身的商业利益。

提倡机构投资者“在商言责”,并不是要求他们放弃“在商言商”,而是要求他们在攫取商业利润时能够遵守法律,要求他们面对巨大的商业机会能够取之有道,而不是利用自己掌握的先天优势来操纵市场,操纵股价,甚至利用内幕交易来制造市场的不公平。一句话,机构投资者的运作规范了,发展健康了,也就是中国股市的运作规范了,发展健康了。