

■财经时评

港股投资直通车对内地股市影响有限

港股直通车投资H股对于境内投资者来说,更多的只是一种投资渠道的补充。A股和H股之间不存在简单的套利机会。直接投资港股规模不会快速扩大,但通过QDII投资与港股挂钩的理财产品规模可能会有所扩大。

◎张翼

近日,天津获准试点开放境内居民直接投资香港股市,而日前又有媒体报道“港股直通车”的开通将延迟。鉴于这一政策会分流部分投资者进入香港市场,对内地市场以及投资者决策的影响是目前市场关注的主题。笔者认为,就目前而言,这一政策对内地股市影响有限,就中短期看,即便是各城市都推开港股投资直通,内地居民也不会大规模直接投资港股,更可能以购买与港股挂钩的理财产品进入港股市场。主要有以下三个原因:

内地股市的资金面和各类投资者对A股市场的投资偏好不会出现大的变化。一是目前国内市场资金面总体充裕,只要外贸顺差和人民币升值趋势不变,流动过剩局面就不会出现根本性改变。二是港股投资直通车投资H股对于境内投资者来说,更多的只是一种投资渠道的补充。随着内地优质蓝筹股不断增加,内地股市已具有了中长期价值投资的

基础。三是内地股市具有不同国际其他市场的特点,市盈率、上市公司增长速度、经济发展环境、股东回报方式等都与国际其他主要股市存在不同,国内投资者对A股市场的认知程度和运行规律远比港股和其他国际市场要熟悉,内地股市信息对投资者的对称性远高于港股市场。目前最大的吸引力是港股相对内地股票比较便宜,A股和H股之间存在较大折价,但这种认识随着投资者教育的加强会逐渐理性。

A股和H股之间不存在简单的套利机会,港股股价相对较低并不意味着是赚钱的机会。对于影响A股、H股股价差异的因素,存在许多观点。外汇管制和市场分割两大原因是分析人士经常引用的两大观点,但除此之外,历史因素、股本结构和资金结构也是不容忽视的重要原因。在人民币不能自由兑换和市场存在分割的情况下,A+H公司的两种同股同权的股份之间的价格差别将持续存在下去。然而,外汇管制和市场分割本身可能并不是造成多年

来A股和H股价格出现持续的较大差别的主要原因。除外汇管制和市场分割方面的因素之外,导致A股和H股之间价格出现差别的更加重要的原因还应在于以下几个方面:

一是多年习惯性思维定势。2002年之前是A+H公司出现最多的时段,期间H股市场持续低迷而A股市场持续火爆,众多H股公司总能以大幅高于H股市场价的价格发行A股,并且以较高IPO价格发行的A股在挂牌之后仍然受到追捧,股价再上新台阶。这种历史习惯一直延续到内地A股市场实行IPO询价制度之后。

二是股本结构对于A+H公司两种价格之间的对比状况亦有影响。目前30多家A+H公司的H股股本总数为流通A股股本总数的6倍多,但除此之外,历史因素、股本结构和资金结构也是不容忽视的重要原因。在人民币不能自由兑换和市场存在分割的情况下,A+H公司的两种同股同权的股份之间的价格差别将持续存在下去。然而,外汇管制和市场分割本身可能并不是造成多年

来A股和H股价格出现持续的较大差别的主要原因。除外汇管制和市场分割方面的因素之外,导致A股和H股之间价格出现差别的更加重要的原因还应在于以下几个方面:

抑制“天价”：还市场公平

◎倪小林

近日,首都机场宣布将有1700种商品降价,机场还表示到年底零售品和餐饮业与同档次店面价格一致。北京晨报公布这条消息的当日,新华社发出消息,国家反垄断法2008年8月1日开始实施,对于公众来说这两者都是好消息,虽然看似巧合,我们还是可以得出这样的判断,现今市场公平与价格问题,已经到了必须以法典治市,求得公平竞争环境的时候了。

商品贵贱由商家作主,对于那些完全由市场调节的商品理由很充足,这也给一些地方“随行就市”的商品摇身变成“天价”高档货留下了空间,譬如机场、高档饭店,只要商品进入就像镀金一样,价格立刻背离价值。不过价格专家们认定,这些特殊的商品商品过高,同样涉嫌垄断行为。

众所周知,一般机场的商品价格,普遍比市场同类商品价格高出3到5倍甚至更高,所以才有了“天价”的称谓,其实道理很简单,进机场的人要买商品,会受一定时间和空间的限制,仅此一家别无分店的窘境。所以一进机场的商品,商家长期卖得理直气壮,他们出卖商品时经常叫买主说一句:“嫌贵你不要买!”多少年,媒体频繁曝光“天价”问题,长久得不到解决,最近首都机场的消息传出,很多同样的机场商家虽然有反应,但是依然据理有词地强调自己的特殊性。

关于机场“天价”商品真有特殊原因吗?据媒体报道,首都机场之所以敢于公开承诺自己1700种商品降价,是利用本次航站楼落成,改变了经营管理模式,放弃了过去的“以租代管”、“以包代管”的经营模式,成立一家经营公司自主经营,以便加强对物价的监控。由此看来,价格问题不是不能为,而是想不想为的问题。只要有心想办,敢于变革旧有的经营模式,价格机制就可能发挥作用。

用改革的办法解决市场不公平,价格不公平是多年来我们在改革中积累的重要经验,也是经过实践检验是可行的经验。只是我们对于市场化改革的认识没有跟上经济发展实际。近些年一些商家甚至对于自身改革产生了“审美疲劳”,长期沿用粗放型的“以租代管”、“以包代管”,使得机场很多商品背离了价值,放纵了那些认为自己占有他人无法比拟的市场优势,就可以在价格上为所欲为的商贩,使得诸如机场这样无分店的公共资源,成了用高价勒索公众自己发财的特殊市场。

现在一些机场经营者说,如果商品价格降下来,他们就会赔钱交不起租金。“天价”商品的境遇真的好吗?据媒体公布的调查资料显示,机场商铺经营惨淡一直是商家不愿承认的现实。此次首都机场按照公众需求调整经营方式,实施多层次的经营战略,只是做了一个还原市场规律的选择。

有特殊市场或特殊权利的市场,就不可能有竞争,我们理想的那些90%放开商品随行就市不过是一句空话。如果首都机场的改革先行一步,能够成为抑制“天价”的范本,说明在平抑价格的问题上,我们还有很多事情是可以做的。

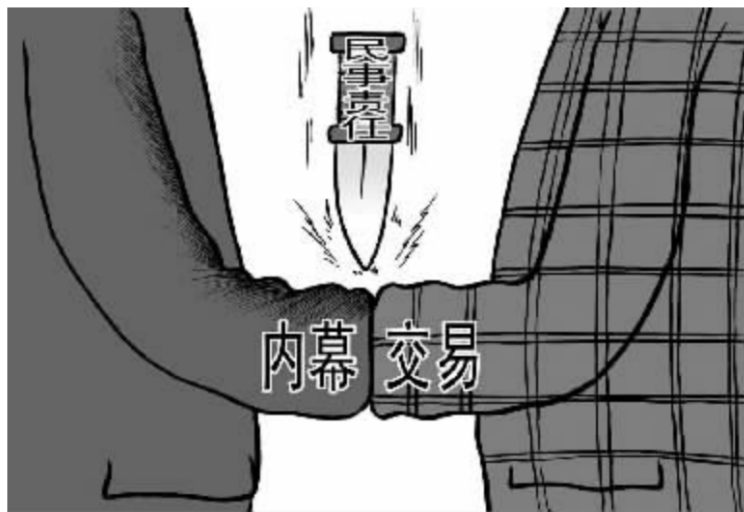
内幕交易承担民事责任利于保护投资者

◎姜素芬

据报道,根据今年新的文件精神,中国各级人民法院在受理证券民事赔偿案件时,范围已经不再仅仅局限于虚假陈述,内幕交易和操纵市场的行为同样可以在法院立案。这与最高人民法院副院长奚晓明在今年5月的表态相呼应。奚晓明指出,修订后的证券法进一步明确规定了内幕交易和操纵市场行为的民事责任,对于投资者对侵权行为人提起的相关民事诉讼,有关人民法院应当参照虚假陈述司法解释前置程序的规定来确定案件的受理,并根据关于管辖的规定来确定案件的管辖。

这意味着投资者维权的大门进一步打开,将有利于维护正常的交易秩序,保护广大投资者的权益,促进我国资本市场的健康发展。

内幕交易行为是指内幕信息的知情人员或者非法获取内幕信息的人员,在涉及证券的发行、交易或者其他对证券的价格有重大影响的信息尚未公开前,买入或者卖出该证券,或者泄露该信息,已获取利益或减少损失的行为。内幕交易的危害非常重大,与一般民事欺诈侵权行为相比,内幕交易损害的人数往往较多,涉及面更广。更重要的是,它会影响到人们对资本市场的信任,对



漫画 刘道伟

资本市场发展带来致命伤害。因此,世界各国都严厉打击这种行为。

从世界范围来看,内幕交易者一般都面临着三种后果:一是行政责任,二是刑事责任,三是民事责任。其中,行政责任处罚的力度较弱,刑事责任则又比较重,违法犯罪行为不达到一定程度不足以承担刑事责任,因此,民事责任制度更受到重视。在国外,民事赔偿的金额远远超过通过内幕交易非法获取的收益,因为只有这样才能产生足够强大的威慑力,使人们通过非法手段获取的冲动受到遏制。

同时,有利于弥补投资者的损失,使受损害的投资者得到救济,而这一点是行政责任和刑事责任制度所欠缺的。更重要的是,民事责任有利于提高民众维权的积极性,投资者通过维权依法追究内幕交易者的法律责任,可以产生出更强大的监督力度,等于在监管机构之外又形成了一个新的监督机制,这有利于强化监管,促使资本市场走向公开、公正、公平和透明。

在国外,内幕交易者所承担的民事赔偿责任非常之重。以美国为例,上世纪80年代,美国华尔街发生

过港股的私募基金,包括证券业专业人士在内,真正懂得、甚至只是了解香港股市的人很少。信息缺乏使得投资者一旦冲动投入,选股不慎,比起内地市场,可能受到更大损失。二是与内地市场自成体系、相对封闭运行不同,完全开放的香港股市国际关联度高,全球投资者都可以投资港股,国际金融、经济变化等都会直接影响股市的涨跌,波动较大。第三,汇率风险的影响。在人民币汇率不断升值的情况下,投资港股收益率要受到人民币对港币汇率变化的影响。第四,香港股市运行风险。香港是一个国际化的金融中心,投资品种非常丰富。港股有几个机制是A股不具备的,如“卖空”机制,不设每日涨跌幅限制,而且实施的是T+0交易,这更增加了交易风险。

随着内地对投资者教育的不断深入,相信广大投资者对港股风险的认识会不断增加,投资港股会较为谨慎。直接投资港股规模不会快速扩大,但通过QDII投资与港股挂钩的理财产品规模可能会有所扩大,因为通过银行、证券公司和基金等专业投资机构参与港股投资的风险相对较低,且收益率较国内储蓄债券等收益率高和较为稳健。

(作者为上海银监局副研究员、博士)

了一起著名的内幕交易案。迈克尔·米尔肯、丹尼斯·利文、伊凡·博斯基等人连续多年在华尔街进行内幕交易活动,美国法院的判决结果是:丹尼斯·利文被判处2年监禁、支付1160万美元罚款;伊凡·博斯基支付1亿美元的罚金,并被判处3年监禁;迈克尔·米尔肯与丹尼斯·利文所在的公司则被判罚6亿美元。如此巨大的赔偿金额,对于遏制内幕交易等违法行为起到了立竿见影的作用。

但是,由于特定阶段的特殊原因,我国法律对内幕交易的民事责任追究长期悬空。2001年9月,最高人民法院曾向全国法院发布通知,宣布对于股民针对上市公司内幕交易、虚假陈述、操纵市场等行为提起的民事赔偿案件暂不受理。

导致民事责任悬空的根源在于过去的《证券法》对内幕交易只规定了行政责任和刑事责任,而没有民事责任。在认识到这些问题后,我国在新《证券法》中对内幕交易和操纵市场行为增加了民事责任,这为各级人民法院在受理证券民事赔偿案件时,将范围扩大到内幕交易和操纵市场行为提供了立案依据,同时,也为广大投资者依法维权提供了更有力的保障。

内幕交易和操纵市场行为承担民事责任,将对促进我国资本市场的健康发展产生深远影响。

■上证观察家

农产品价格上涨农民为何难以受益

今年以来,猪肉、粮食等价格虽然大幅上涨,但农民并没有得到相应的实惠,主要在于生产资料价格上涨和中间环节的攫取,压缩了农民的收益。这需要政府采取措施,确保农民在农产品价格上涨中获取实惠,保护农民种粮、养殖积极性,以保障农产品的充足、稳定供应。

◎吕青

今年以来,猪肉、粮食等价格大幅上涨,但是,最新调查显示,在这一过程中,农民并没有得到相应的实惠。不仅没有得到多少实惠,由于粮食深加工产品(如食用油)价格上涨,农民利益反而受损。这是由多个方面的原因导致的:

农业生产资料涨价,加大了农民的种粮、养殖成本。最近几年,粮价一路上涨,农民种粮积极性很高,但他们反而因农业生产资料涨价而变得拮据,原因是粮价上涨速度没有生产资料价格上涨的速度快。这种现象实际上从几年前就已经出现,即使2006年全面取消农业税也未能有实质性改变。据国家税务总局测算,全面取消农业税以后,全国农民共减轻负担1250亿元,平均分摊到全国近9亿农民的身上,人均有138元左右。但是,生产资料的涨价压缩了农民因取消农业税获得的好处,这与目前生产资料价格上涨抵消粮价上涨的收益,具有很多相同点。

截至目前,生产资料上涨的势头仍然不减,这种状况倘若持续下去,势必会影响到农民种粮的积极性。据报道,黑龙江部分地区种一亩大豆的成本已涨到143元,按亩产150公斤,0.5公斤售价1.2元计算,毛利只有360元,除去人工费几乎无钱可赚。因此,对于生产资料涨价问题,一方面要加大供应渠道,形成市场的有效竞争格局,同时打击操纵市场、哄抬生产资料价格的行为。另一方面,政府应给予农民适当的补贴,尤其是在生产资料上涨较快的年份。

由于饲料价格上涨,农民养猪的成本同样在大幅提升。饲料占养猪成本的70%左右,除此之外还包括防疫、税费等成本。如果饲料成本持续上涨,且上涨速度超过猪肉价格(指农民卖出价格),农民养猪的积极性就会受到抑制。今年的猪肉价格之所以上涨如此迅猛,就是由于2006年许多养猪农户卖猪所得不够弥补饲料成本,不得不宰杀母猪,放弃养猪所致。要解决这个

问题,就需要财政出资给农民一定补贴,弥补农民的损失。事实上,世界上许多国家在面临这种问题的时候都是这样做的。比如德国,政府给每头猪补贴大约30欧元(折合人民币312元),这可以有效防止农民因饲料涨价导致养猪积极性受挫。

农产品涨价农民难以受益的另一个重要原因是相关利润被流通环节攫取。据南方某省调查,在肉价最高的时候,猪肉的收购价每公斤仅8-9元,除去养猪成本,农民获利极其有限。但是,通过收购商、批发商、屠宰、零售等一系列中间环节以后,猪肉价格就达到了每公斤19元(批发环节),等最后到市民手上,每公斤猪肉已经超过了20元。也就是说,流通环节所获取的利润要数倍于农民养猪的收益。

粮食的价格也面临着这个问题。据记者调查,近年做粮食生意的人越来越多,表明粮食经营颇有利润空间,从小商贩到大户再到加工企业,每个环节都要挣钱,每个环节都要确保自己的利

润,经过层层加价,粮价直线上升,而农民却没有机会分享。因为中间商往往压低收购价格,在粮食走低时大量收购并囤积起来,制造供不应求的假象,等粮价上涨后再把粮食供应到市场,种粮农民实际上被人人为地与市场隔离,根本享受不到粮价上涨的好处。

囤积现象同样发生在猪身上。某重庆商人于2006年,在获悉囤积现象的严重性后,国家发改委、商务部和农业部联合发出通知,严厉打击囤积居奇等破坏市场秩序的行为。实际上,这种打击囤积的行为为平常就应该严格、认真去做,真的等到囤积导致物价上涨之后再采取行动就已经非常被动。

多数农产品利润被流通环节赚走是目前我国普遍存在的问题。这种现象不仅抑制了农民的积极性,也破坏了正常的市场秩序,损害了消费者的利益,同时,也容易导致价格的剧烈波动,给社会稳定带来危害。因此,有关部门应该正视这一问题,加大对中间环节通过

■看法

开放资本项目需要更大谋略

◎马红漫

“港股直通车”似乎陷入了“风声大雨点小”的尴尬境地。多家媒体的报道显示,“港股直通车”的开通时间将继续延迟,尚无明确的时间表。

客观地讲,开放境内投资者海外直投,调控部门的政策目的是减轻当下日益严重的外储规模过大的问题,试图通过开启居民境外投资使之有所缓解。“港股直通车”政策出台的背后,是在汇率政策力图保持稳定的大体制下,出于权益之计的需求而做出的非主流性质的安排。但遗憾的是,恰恰由于非体制性突破的制度定位,反而可能会在不经意间成为重大的体制突破的契机。按照已经公布的境外直投的方案,境内投资者购买外汇投资将不受现行的购汇额度限制,而未来的投资收益除个人自己拥有的外汇金额外,都可以结汇。这一看似只是为了方便投资者购汇炒股的規定,在事实上已经单向地开启了中国一直严密管制的外汇资本项下的流动,这就意味着所有的境内资金在理论上都可以获得境外流出的机会,可谓是中国资本项目管制的重大体制突破。

资本项目管制是一把“双刃剑”。当海外金融市场波动的时候,资本管制就好比是一道有力的防火墙,能够避免受到直接的波及。十年前亚洲金融危机时,中国能够免于直接陷入其中,正是受益于资本项目的严格管制。但另一方面,资本项目管制的弊端也很明显,比如监管的成本日渐高企、金融市场资源配置效率的低下、削弱了本国金融业在国际市场上的竞争力等等。因此,学界关于放松资本项目管制的基本观点是,应该在适当的时间逐步放开,但是不宜一步到位,具体开放的步骤要视前提条件的完备程度而定。一般认为,开放资本项下的流动,需要国内金融监管体制的完善、商业银行应对风险能力提高、汇率政策体制配合、反洗钱机制的完备等等多项重大制度性的前提。

而如果按照暂定“港股直通车”的办法来开放资本项目下的流动,则等于让学界的研讨被轻易越过。银河证券的有关人士表示,假设有300万投资者进入香港市场,按照每人5万美元的兑换额度,总量就达到了1500亿美元。而这种测算是非常静态的估计,一旦资本渠道打开,那么就意味着在未来国际金融形势出现动荡的极端情况下,有可能会出现资本大量争相外流的局面,甚至一改外汇储备过剩的现状,引发类似东南亚金融危机时的市场风险。

更为重要的是,在完备的制度规范建成之前,即便仅就“港股直通车”单个项目来说,也可能出现南辕北辙的局面。首先,尽管没有明确的数据,但是中国外汇增加中有相当数量是来自海外“热钱”,这是不争的事实,因而要想缓解外储增加,也需要缓解境外“热钱”进入的动力。从技术层面看,“港股直通车”的开通不仅意味着境内合规资金外流的渠道,对于“热钱”而言,也意味着在非常困难的回流途径随之打开,解决了热钱流入的“后顾之忧”。流出渠道的顺畅反而会成为促进流入的动力,是为南辕北辙之一。其次,海外证券市场风险和交易规则与内地大不相同,再加上每年至少5%的人民币升值水平,谨慎性的投资者未必会积极参与,倒是出于非法目的的资金,比如洗钱资金,会不顾及成本积极参与。由于现行规定对于购汇比例不设限制,从而让非法“洗钱”资金获得了十分宽松的“洗白”机会,这一点也与政策鼓励民间资金海外投资的出发点不符。

资本项目的开放绝非是一个简单的问题,需要从多方面谨慎准备,小心试水推进。只有如此,才能够力求避免其对经济金融运行的重大冲击。如果以“港股直通车”的偶发行为打开资本项目下开放的途径,确实有失周全。而从缓解外汇储备压力的角度出发,根本的瓶颈在于既有的国内经济结构存在明显不足,导致内需无法成为拉动经济增长的主动力,才会让外贸出口才会成为政策调控的头号大患。从这个意义上讲,外储只是形式上的“罪过”,而非体制深层次的病因。所以,在深层次体制问题尚未破局的情况下,即便开放海外证券直投,也只能是治标而不治本。

不法或违规手段获取暴利的查处力度,促使市场低成本、高效率地快速流动。

农民难以从农产品涨价中得到实惠,与过多的税费密切相关。由于我国已经取消了农业税,基层政府依附于农业税之上的各种收费同样不复存在,在这种情况下,他们就开始重新打养殖户的主意,对他们进行乱收费。为了降低养殖户的税费成本,四川省物价局日前向全省发出通知,要求取消在生猪饲养、屠宰和销售环节收取的技术监督管理费、商业定点屠宰管理费、动物防疫耳标费、治安管理费、生猪生产技术改进费、产地出境检疫费、产地出境消毒费、重大疫病防治劳务费等收费项目,停止对农民在生猪(活猪)交易市场收取集贸市场管理费。透过这些已经取消的收费项目,不难看出目前的各种乱收费是何等严重。

农民属于脆弱的低收入群体,确保他们在农产品价格上涨中获取实惠,是保护他们种粮、养殖积极性,保障农产品充足、稳定供应的前提,政府应该加强对中间环节的监管力度,平抑生产资料价格的过快上涨、适当给予农民补贴,确保农民的收益与经济的同步增长保持同步,使他们能够分享经济发展的成果,而不是被边缘化。