

Opinion

■周洛华专栏

推融资融券,我们尚缺一个基本前提



为维护资本市场的长期稳定,在开放融资融券之前,必须先开放备兑权证,这样才能在A股市场上同时表达股价和波动率。绝对不能在不知晓波动率的情况下,直接推融资融券,那简直就是不负责任的举动,将会导致无法估量的严重风险!

市场上近些日子盛传融资融券马上要推出了,两市相关的板块闻声随即上涨。但是,传闻归传闻,相关的业务指导条例却始终没有发布。我要说,管理层对于融资融券的这种审慎态度是正确的,而市场上各大机构对于融资融券的解读反倒很成问题。

首先,融资融券本身并不是救市工具,不能将其理解为救市之举。其次,有机构预测的所谓管理层救市路线图也是错误的,他们推测先有融资融券,然后就是股指期货。这个传说中所谓的救市路线图,根本违背了金融学的基本原理。

融资融券业务之所以难以快速推出,是因为我们现在的市场无法在“全过程,全对冲”条件下对融资融券的利率给出定价。想一想,如果我们不能确切知道融资的成本是多少,又怎么能去推融资融券呢?如果在现有手段下我们还无法测算究竟应该用什么

么代价向交易对手提供融券的业务,我们又怎么去推融券业务呢?

有经济学家提出:应该让市场上的双方协商确定融资融券的利率,这是多么可笑言论。假如你经营一个加油站,在出售汽油的时候,你与客户讨价还价,想通过供求关系解决问题,但是你始终不知道你购买汽油时候的成本,要等到一年以后,再由中国石油突然向你宣布和你的结算价格。在这样的情况下,你怎么去和你的客户讨价还价呢?你敢形成所谓的供求关系吗?同样的故事放在今天的局面就是:如果要开放融券业务,对外融出股票的机构究竟应该收取多高的利率呢?他其实承担了在这一年融券期内股票下跌而不能抽身的风险,他的账户上已经没有股票可以抛售了,要等一年以后他才能重新获得这些股票,这期间,假如股票暴跌,他一点办法都没有。这家机构必须要有一个对冲的工

具才能做融券业务,否则他到底承担了多少风险连他自己都不知道,这种业务难道还能开放吗?

机构所需要的对冲工具,在这里就是备兑权证。对外融出股票的机构需要立即观察当前股市上该股票认沽权证的价格,作为他们收取的融券利率的底线。因为他们如果融券出去,就马上可以买入一份认沽权证对冲自己的风险,如果一年之后该股暴跌,他们手里的认沽权证已经暴涨,他们便没有损失,如果一年之后股票暴涨,他们收回了融出的股票还有额外的利润。因此,融券之前必须要有这样的备兑权证。

再来看融资的情况,有人说融资可以先行试点展开,那我要问:你究竟用什么利率去融资?难道中石化化的风险和招商银行的风险是相同的?你融资之前,还得有一系列的问题要解决:保证金多少?利率多少?向你提供

融资融券的机构必须要回答这样几个问题,其中最关键的问题仍然是:你投资对象的风险有多大?而这个问题在没有备兑权证的情况下,也是不可能知道的。

所以,现在我们可以得出结论:融资融券之前,必须先开放备兑权证。但是,问题又来了,上海大学的本科生都可以告诉你,将认沽权证和本国债按照一定比例组合起来,就可以复制成一个股票。如果有了国债回购和认沽权证,我们就可以合成一个个股期货,而将沪深300的个股期货按照个股在指数中的权重组合起来,我们就可以完全合法地利用现有的工具复制成股指期货。因此,一旦开放备兑权证,加上我们已经有的国债回购机制,我们事实上已经同时开放了融资融券和股指期货。

为什么在国内外成熟市场上融资融券不是一个主流的品种呢?就因为他们的备兑权证市场非常活跃,人们可以通过权证市场来合成各种工具,根本就不需要融券这样复杂的交易安排了。在本栏以前的文章里,我曾反复谈到一个观点:资本市场需要同时表达当前价格和未来波动率两个指标,否则就是在积累风险。我们应从“国九条”出发,把制度建设作

为重中之重,而不是把一些花里胡哨的工具作为炒作救市的题材。

由上述的分析可知,市场上现在流传的有关政府先推融资融券再推股指期货的所谓救市路线图,实在是根本行不通的。而要推融资融券,前提是必须有备兑权证,否则我们就无法知道融资融券的成本。而一旦有了备兑权证,我们就可以在A股市场上同时表达了股价和波动率。有了这两个基本要素,我们其实同时开放了融资融券和股指期货。而且,我敢肯定的是,在备兑权证开放的情况下,融资融券的交易恐怕是非常清淡的。

特别需要强调的是:绝对不能在不知晓波动率的情况下,直接推融资融券,那简直就是太不负责任的举动,将会导致无法估量的严重风险:参与其中的机构都无法知道自己的风险,难道不是最大的风险吗?对股民指手画脚的一些“专家”往往对金融学基本原理不甚了了,这不能不说是长期以来困扰中国股市的一个大问题。为维护资本市场的长期稳定,我深切希望政府决策层能够尽力排除这些人为的干扰,不要再向股民鼓噪什么融资融券是救市举动之类的言论了。(作者系上海大学房地产学院院长)

“特事特办”

◎诸葛亮早

突如其来汶川大地震,使得不少四川上市公司在人员、资产、经营等方面损失惨重,也使得公司在后续发展中面临不少困难。近日,多家四川上市公司高管通过媒体呼吁,希望监管部门、银行等受灾公司开辟再融资的“绿色通道”,帮助公司渡过难关。

这些“呼吁”不是“作秀”。比如,监管部门对上市公司再融资有多种硬性指标要求,但这次地震灾害却打乱了一些公司的发展规划,导致其达不到有关指标的要求。在这种情况下,再融资也就成为一道难以跨越的“坎”。一家四川上市公司去年去向增发收购了大股东持有的一个项目。监管部门审批再融资时,需要参考前次募集资金的使用效果。但这次地震,无疑会使这个项目的工程进度、效益都受到影响。至于还有一些四川上市公司在上市或股改之时承诺,将在规定时限内进行现金分红。但这次地震使公司现金流非常紧张,这种情况下进行现金分红,无异于对本来疲惫不堪的上市公司再进一步“抽血”;如果不按照此前的承诺进行现金分红,则又是一种明显的违规行为。公司对此忧心忡忡。凭心而论,与前一段时期的“救命”相比,当下的上市公司呼吁开辟融资的“绿色通道”,实际上反映了抗震救灾进程的深入,抗震救灾与经济发展已经在“两手抓”。

在这种情况下,一些四川上市公司呼吁开辟再融资的“绿色通道”,显然凸现出一种责任感。它们没有把“灾害”做借口的说词和效率降低的挡箭牌,而是一边抗灾一边谋划发展,对这样的上市公司,我们对它们“特事特办”,是题中应有之义。这不是给它们“吃偏饭”,而是对于特殊时期出现的特殊情况和问题采用的特殊解决办法。这种“特事特办”,在资本市场的其他领域已经在实行了。中国人民银行、银监会日前决定对受到地震灾害影响的四川、甘肃、陕西、重庆、云南等重点省市实施恢复金融服务的特殊政策,对灾区不能按时偿还各类贷款的单位和个人,不催收催缴,不罚息,不作不良记录,不影响其继续获得灾区其他救灾信贷支持。保监会的领导为现场指导灾后保险理赔工作,提出“对于责任明确的要快速理赔,对于责任免除的要研究通融赔付的统一口径,特事特办”,“只要客户提供投保人的姓名、性别、年龄等基本资料,不需要保单,核实后都能得到及时赔付。”有的投保人全家都遇难了,相关保险公司在核实有关人士身份以及确认相关理赔信息后,及时将赔款交付给了客户的亲戚。在尽量满足救灾资金贷款方面,中国工商银行董事长姜建清近日明确要求,积极支持地震灾害中受损严重而又与人民生活和国家经济息息相关的行业和企业,对电力、电信、公路、铁路等部门抗震救灾的流动资金贷款需求实行特事特办,积极支持,及时审批。凡此种种,无不说明,我们对相关上市公司的“特事特办”,就是在讲究时效的前提下,找到了一个妥善的解决办法,既保护相关上市公司的利益,同时也保护好广大投资者的利益,并且尽可能做到二者利益的高度统一。

不过,我又以为,倡导“特事特办”,对相关上市公司反而提出了“特别”的要求。何为“特事”,为什么要“特办”,必须“扎扎实实”,来不得半点马虎和水分。为了使资产投资行为特别是再融资更能符合客观需要,能获得最佳经济效益,在“特事特办”之前,应对拟投资的项目再进行一次可行性研究。其主要任务是论证新建或改、扩建项目在技术上的可行性和经济上的效益性,并预测投资后的经济效益,为投资决策提供可靠的依据。可行性研究,特别要关注自己所在地区的自然特点,要在主体功能区的规划之下审视融资与再融资行为,凡是地震带和山体滑坡带,原则上已经被列为禁止开发区的,融资与再融资行为必须慎重;有些受灾地区尚属于限制开发区,相关的风险提示必须是充分又充分,否则,我们还要为此付出相当大的成本与代价。灾后的融资与再融资,要按照科学发展发现的要求进行科学决策。

地震灾后审计亟待完善

◎陆志明

连日来,来自海内外华人华侨以及国际友人的善款正在持续发往地震灾区,而如何合理合规,充分地用好善款,将全球捐助者的心愿落到实处,当是相关职能部门必须尽到的职责。为确保救灾资金、物资按要及及时到位、严格管理和合理使用,审计署近日决定,将组织对汶川地震救灾资金和物资进行审计。

灾后审计的重要性不言而喻。首先,就救灾捐款的可持续性而言,灾后审计无疑是保障捐助信心之本。纵观近日网友对募捐善款最为关切的话题,捐款的合理去向是其中主要的关注焦点,同时这也是部分民众在捐款时有所顾虑的主要障碍所在。

如何有效地审计监管善款的运用,敦促相关部门为使善款得到尽可能的合理使用而做出调整,防范善款被违规挪用使用,不仅是政府审计部门所应尽的责任,更是实现社会公众赈灾捐助善举的根本保障。与此同时,有效的审计监管与整治措施相结合也是今后再行赈灾捐款的基础。只有打消了捐助者的顾虑,才能吸引更多的善款。

其次,就政府的危机公关能力而言,灾后审计也是维护政府形象的保障。此次汶川地震灾害之后,中国政府的迅速反应和及时救援,获得了世界各国媒体的普遍认可,这在很大程度上扭转了自今年年初以来部分世界舆论对中国政府的一些偏向。汶川地震使世界各国,包括一向以“民主、人权”说事的美国政府清醒地看到了中国、中国政府近年来在改善民主、人权方面显而易见的进步。

没有例外,灾中拯救医疗、灾后恢复重建的审查统计,历来都是世界各国政府赈灾过程中的难点与重点。有效的审计监管不仅有利于将有限的资金运用到保障灾民的实处,同时廉洁高效的救灾运作也能最有效地提升中国政府的形象。杜绝腐败,合理的善款资金运作将是民主与人权改善的重要见证,同时也将给夸夸其谈,借人权问题向中国发难的某些国际势力最好的回击。

一般而言,灾后救援与重建审计的原则应是透明、公正、效率。一是必须将资金流入与分配使用的信息公开化,防止出现暗箱操作,善款资金运用不明的情况。查处隐瞒、截留、挪用捐赠资金和倒卖捐赠物资等问题,促进完善社会捐赠管理运行机制,提高捐赠资金和物资的使用效果。二是必须保证善款能公正地分配到每位受灾民手中,严防出现人为的随意分配,资金浪费现象,更不能出现借私舞弊、优待亲友的现象。查处挤占挪用、贪污、私分、克扣救灾资金等问题,促进救灾资金专款专用;三是必须提高善款利用的效率,将资金运用到灾民最需要的地方。从目前来看,解决灾民衣食住行等切实困难是当务之急。

在这些基本原则之下,还应进一步加强审计监管的力度,将未来灾后重建纳入到审计的范围之中。尤其是对涉及灾民家园重建计划的基础设施修复工程,必须严防出现建筑工程随意发包,将国家资金与筹借善款随意用于公款消费或私人侵占等丑恶现象。保证灾后重建工程的“公开、公平、公正”,积极运用善款资金吸引更多投资者与建设者进入灾后重建工程,以实现运用合法监管促进重建效率提升的目标。

对灾中救援医疗、灾后恢复重建的审计监督,是政府抗震救灾工作不可分割的一部分,同时也是消除捐赠各方顾虑,保障推动救援工作持续深入进行不可或缺的重要组成部分。国人殷切期待国家审计部门充分发挥审计职能,尽最大可能维护政府与社会各界共同的救援努力成果。

赈灾也可采取市场化运作方式

◎熊锦秋

汶川大地震,造成损失无数,受灾群众临时的衣食住行问题需要解决,家园需要重建,公共设施也需要恢复,千头万绪,如果政府什么事情都要插手,难以顾及全面,效果也未必理想。笔者认为,市场经济发展到今天,赈灾受灾群众和灾后重建也应充分发挥市场无形之手的功与作用,以此提高赈灾效率。

市场化赈灾方法的主要构想如下:

合理界定受灾群众的受济等级。首先按不同地区地震的损害程度来划分受灾群众的不同受济等级,越靠近震中受灾越严重的地区,受灾群众接受赈济的等级也应越高。其次按受灾群众原居所的居住环境来划分受灾群众的受济等级,对处于断裂带、易受泥石流侵扰等不宜人类居住地区,受灾群众受济等级也要相对高些。再次按区域不同发展程度确定受灾群众受济等级,比如在县城包括购房成本等在内的生活成本要高于乡镇,那么县城民众受赈济等级也应适当高于一般乡镇。

将赈济受灾群众资金直补到受灾群众手中。根据受灾群众接受赈济的不同等级,将国内外募捐所得资金按人头分阶段直补,以家庭户为单位分户发放,同时对“三孤”人员确定额外专项救济。政府要及时



公布灾区重建资金缺口,引导社会各界积极募捐,并将所募资金及时分批直补给受灾群众。另外,中央财政今年将安排700亿元(明年仍将安排)作为灾后恢复重建基金,在剔除公共设施建设和专项补贴等资金后剩余的部分资金,也可按上述同样办法分批直补。

将赈济资金合理分类。赈济给受灾群众的资金,可适当划分为“房屋建设资金”、“创业资金”、“恢复生产资金”等类别。受灾群众领到的“房屋建设资金”必须用于居所的修复或重建;“创业资金”主要为非农人口谋生计提供启动资金;“恢复生产资金”主要为拥有土地的农业人口恢复农业生产提供启动资金。所有资金均专款专用,尤其是“房屋建设资金”,

除非受济人能够提供材料证明自己住房问题已获解决,否则该账户内的余额不能提作它用。

在资金规定使用范围内受灾群众可自由支配使用。比如说拨付到受灾群众“房屋建设资金”补助账户内的资金,到底是用于损毁房屋的修复,还是用于新房自建甚至是购买新房,应由受灾群众自主慎重选择;再进一步,受灾群众要用“房屋建设资金”购买何家房地产公司开发建设、何种质量的楼盘也应由受灾群众自主选择,要让市场来发挥资源配置与优胜劣汰作用。如果某受灾人所居房屋地震后只是出现裂缝,经过适当修复完全可以放心入住,那他完全可以选择修复,既节约利用了资源,同时也是对注重质量的建设者与使用者的

■上证观察家

如何应对日益严峻的高油价困局

高油价可能会持续较长时间。从长远来看,我们应该学习欧洲和日本,把节省能源、提高能源的利用率作为重中之重。现在,欧洲与日本之所以对高油价的承受能力远远超过美国,就在于此。要节约能源,必须限制公车数量,同时,我们应该更严厉地规范、限制乃至禁止高耗能产业的发展,以逐步降低对石油的依存度。

◎魏巍

国际油价近日连续飙升。由于美国原油商业库存下降,5月24日,纽约商品交易所原油期货主力合约在亚洲电子盘交易时段冲破了135美元/桶。

在高油价问题上,欧佩克现在与美国的的关系比较紧张。美国希望欧佩克增产,平抑油价,即通过欧佩克发挥的调节作用减轻自己所面临的高油价压力。但是,欧佩克对美国的压力已经不再像过去那样言听计从。

其一,现在,国际油价遭到爆炒,尤其是在美元持续贬值且仍可能继续大幅贬值的情况下,各色投机资金云集石油。如果欧佩克提高产量增加的供应量不能流到市场,而是落入庞大的投机资金手中,那么,欧佩克将彻底地丧失投资资金。对油价一言九鼎的将不再是欧佩克而是投机资金。实际上,由于投机资金越聚越多,欧佩克对油价的调控作用已经丧失大半。据报道,行权价高达160美元/桶的7月到期美式原油期货的持仓量高达25805手,在所有行权价的看涨期权中排名榜首。这意味着部分投机资金已看好原油价格会在7月份达到160美元/桶的高价。

其二,诚如欧佩克秘书长巴德里所说:市场上有大量石油,库存很高,相当于大约53天的消费量”。如果欧佩克继续增长,有可能使得囤积原油期货者手中掌握更多的石油,一旦炒作退潮,大量的囤积石油突然释放到市场,将使油价从上涨转向大落,而油价的大起大落并非欧佩克所乐见,更确切地说,欧佩克尤其不喜欢看到油价大落。实际上,大起大落的情况在以往已经屡见不鲜,油价上涨——美国施压——欧佩克增产——油价下跌……在这一过程中,美国毫发无损,而欧佩克被动地承担风险,现在,聪明起来的

为,随着油价达到每桶120美元到每桶150美元的高位,能源消费占消费者全部消费支出的比例正在快速上升,当这种比例升到一定程度时,消费将出现萎缩,从而对经济增长造成严重影响,最终结果是原油需求下降和油价回落。

我认为,这种看法忽略了投机因素。即投机环节所囤积的石油可以导致实际供应量的萎缩,这与消费的萎缩互相消解,使供需关系遭到扭曲,使得市场自身存在的对价格的天然调节功能无法发挥作用。

还有人认为,可替代能源的发展,将逐渐降低石油的重要性,并最终促使油价的回落。现在看来,这最多只能算是一个美好设想。以生物能源为例,过去普遍认为,世界油价大幅攀升为生物能源的发展提供了充足的动力与空间。作为一种替代能源,生物能源的发展将必然影响到以石油为主的化石能源的供求格局。但是,事实却是:用于制造石油替代品的玉米等的价格,比石油价格上涨的速度更快,使得生物能源的发展空间不是变大了而是变小了。世界银行曾计算过,用玉米生产生物乙醇能节省全球2%的石油消耗,但却也同时造成粮价上涨30%左右。粮价上涨加大通胀压力,使得石油吸引更多投机资金进入。同时,由于对石油的消费量增长过快,生物能源的发展甚至不能满足新增的需求。同样,煤变油等新技术,也无法真

正抑制油价,道理显而易见,煤价格的上涨速度并不比油价慢。

在目前国际油价持续飙升,与国内油价之间的差距日益拉大的情况下,原油进口压力将越来越削弱石油企业的进口、炼油动力,而供应的减少有可能进一步减少市场中的成品油供应,甚至在局部地区造成油荒。由于通胀指标高位运行,对油价的调整可能一发而动全身,但是,在国际油价持续飙升的情况下,对油价的适当调整是有必要的。当然,我们可以采取更保守的措施:一是小幅调整油价。二是根据国际油价的走势给予国企财政补贴。两项措施相结合,以缩小与国际油价的价差,确保我国油企的生产积极性。

这种建议只是权宜之计。应该认识到,作为世界第一人口大国,我国更没有必要发展生物能源。事实上,2007年6月,国务院在召开的可再生能源会议上,玉米变乙醇项目已经被正式叫停,燃料乙醇的原料已由粮食转为非粮。从长远来看,我们应该学习欧洲和日本,把节省能源、提高能源的利用率作为重中之重。现在,欧洲与日本之所以对高油价的承受能力远远超过美国,就在于此。要节约能源,必须限制公车数量,要求政府官员以乘坐公共交通工具为主,这既可节约大量能源,也为民率先垂范。同时,我们应更严厉地规范、限制乃至禁止高耗能产业的发展,以逐步降低对石油的依存度。(作者系经济学博士)