

Observer | 上证观察家

当市场或部分投资品种出现严重的流动性不足,或基金公布的净值比真实价值严重高估时(比如“复牌门”事件),可能出现恶性局面,造成基金持有人利益的惨重损失。我们建议,应允许基金公司考虑启动暂停赎回机制,做好相应信息披露,确定合理的暂停赎回期限,以最大限度维护投资者的整体利益。

从高估到低估:硬币另一面已翻开

——应对基金“复牌门”的几点建议

◎辛翌

市场持续下跌的环境下,近期宏达股份、许继电气、天一科技等一些长期停牌股票复牌后出现大幅补跌行情,连带重仓这些股票的基金净值严重下跌,有些对净值的影响能达到几个百分点以上,相应地基金持有人蒙受不少损失,这就是所谓的“复牌门”事件,已经引起了市场强烈关注。

当前阶段,沪深市场波动较大,系统性风险显著,股票停牌一段时间后,市场格局可能已有巨大变化,于是复牌后股价的大幅补涨或补跌就成了家常便饭。而熊市中由于基金持有者一些长期停牌股票,而停牌前的股价不能反映当前股票真实价格,从而基于停牌前收盘价计算出的基金净值也可能严重偏离真实的基金净值,造成高估。

鉴于基金公布净值出现了失真,高估了真实净值,一些机构投资者以及聪明的个人投资者就会提前赎回停牌股票占比较大的基金的份额,这样做,即使是长期基金投资者看起来也可无厚非,因为他们还有机会待日后股票复牌、基金净值充分反映了真实的价格后再行买入。而伴随持有人

赎回份额的增加,停牌股票所占基金价值的比例会越来越高,未赎回的持有人平均分摊的损失就会越来越大,基金净值就会越来越高估,从而引发更大规模的赎回。最终基金份额缩小,那些没有赎回的持有人,承担所有原持有人的整体损失。这不仅是不公平的问题,如果基金份额缩水太多,甚至可能出现恶性局面,造成基金持有人利益的惨重损失,对基金运作来说也造成很大的麻烦,除了净值大幅受损外,甚至会出现流动性风险。

因此,针对“复牌门”事件有必要探索当前基金估值与申赎制度中的缺陷,并探讨保护持有人利益的有效措施。

先让我们来看看海外经验,美国次级债危机以来,由于基金持有的某些品种流动性较差,价格严重扭曲,遭遇巨额赎回后,这些基金被迫以更低的不合理的价格卖掉这些品种,或者根本就无法成交从而也就没有现金应付赎回需求。对此,欧美很多基金都采取临时的暂停赎回措施,以避免投资者因“过度赎回”对基金整体投资价值造成负面影响。比如汇丰集团德国分公司曾宣布,暂时停止旗下2亿欧元的资产证券化

基金的赎回业务;美国贝尔斯登公司曾宣布暂停旗下1只规模为8.5亿美元的对冲基金的赎回;法国巴黎银行曾宣布在市场流动性恢复之前,暂停旗下3只资产型证券投资基金的申购和赎回。

借鉴海外经验,我们建议当市场或部分投资品种出现严重的流动性不足,或公布净值与真实估值严重高估时(比如“复牌门”事件),应允许基金公司考虑启动暂停赎回机制,做好相应信息披露工作,确定合理的暂停赎回期限,以最大限度维护投资者的整体利益。

还可以考虑的措施有,可收取短期的高额赎回费,以增加先赎回的机构和个人的交易成本,但增加的赎回费用归入基金资产用以弥补未赎回的投资者的亏损。也可以考虑强化信息披露,以及探讨采用合适的公允价值定价方法。毕竟,对于某些信息披露较为充分的股票,公允价值定价还是适用的。至少可以通过强化信息披露,使得基金持有人能尽最大可能享用知情权。最后,在制度层面上,我们呼吁改进与完善某些固有的制度;比如完善国内的停牌制度,尽量缩短停牌时间,停牌方式更为灵

活,信息披露更为详尽等等。

两年前,沪深市场就曾掀起过类似“复牌门”的惊涛骇浪。当时的背景和现在正好相反。牛市中股指持续上涨,股改财富效应明显,因股改停牌的股票复牌后,往往出现大幅补涨。由于某些基金持有较多股改停牌的股票,造成公布净值的低估,新进入资金以低估的公布净值申购后,摊薄了原有持有人的利益。当时根据证监会的通知要求,基金公司纷纷采取了暂停申购的方式作为应对之策。

如果我们将牛市中的暂停申购与现在的“复牌门”现象放在一起比较,会发现两者在本质上是一致的,是一个硬币的两面。两者都源于基金公布净值不能反映真实净值;而两者的差别在于前者反映了公布的基金净值低估于真实净值,后者是反映了公布的基金净值高估于真实净值;前者导致了短期套利资金可能摊薄了原有持有人的利益;后者导致了先赎回的持有人掠夺了未赎回持有人的利益。因此,追本溯源,认清本质,解决之道才能迎刃而解。

(作者单位:兴业全球基金管理有限公司)

多哈回合最新谈判难过“农业补贴”关

◎李春顶

WTO多哈回合今年的谈判于昨日在瑞士日内瓦举行,此次谈判将力争在农业补贴及农产品和工业品市场准入等未决问题上达成协议。

多哈回合是WTO的首轮全球多边贸易谈判,发起于2001年11月,经历了6年风雨沧桑和艰难跋涉,终因各方利益的冲突和矛盾,于2006年7月27日最终宣布全面中止。去年1月,经过多方努力,谈判在多种不确定因素的阴影下再次恢复,去年10月的日内瓦会议还是在一片责难和唏嘘声中结束。今年原定于5月19日的谈判又被推迟到了7月21日,虽然有欧盟等多国的努力周旋,因存在众多的不确定,前景依然不容乐观。

此次谈判事关多哈回合的前途命运,一旦无果而终,2009和2010年将是更大的未知数。美国和欧盟的政府更替在即,如果进入新一届政府阶段,前期的谈判和协议将被重新审视,必然需要耗费更多时间和努力。同时,在全球性通胀和世界经济增长放缓以及贸易保护主义势力抬头的背景下,多边贸易自由化和市场的开放会给各国带来重大利好,推动全球贸易和合作,有助于各国经济走出阴霾,增强投资者的信心和良性预期。

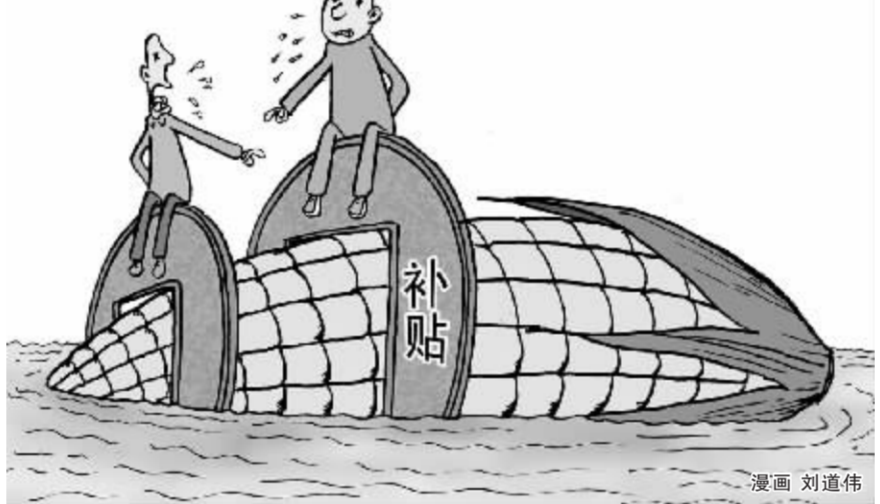
然而,多边贸易协定给予各国经济的

效应是不对称的,少数国家利益的可能受损将阻碍协议的达成,也即经济学中所谓的局部理性导致全局非理性。实际上,由于农产品具有商品、政治和投机三重属性,以及农业补贴的“囚徒困境”均衡存在,决定了农业谈判将十分艰难。

从博弈论角度来说,农业补贴是一个“囚徒困境”,各国都难以放弃补贴而达成一致。“囚徒困境”博弈论中的一个经典案例,说的是两个同伙被抓,但警方并没有确凿的证据将其治罪,只有采用引诱其招供的策略,规定如果一方招供,则可以减轻处罚,判处1年徒刑;而如果自己不招供但另一方招供,则加刑至6年;如果双方都招供,则各判刑3年;但如果双方都不招供,则只能无罪释放。这样的规则下,囚徒双方相互合作且拒不招供是最好的结果;但由于各方都担忧另一方会招供,所以均衡的结果必然是双方都主动招供。

对于实行农业补贴的发达国家来说,由于农业补贴的方式多样,很难监控和阻止,所以发达国家之间由于担忧一旦自己取消补贴但他国并不履行,则自身损失更多,故而都不愿意取消补贴达成一致。

“囚徒困境”的存在是多哈回合一难难以形成决议的重要原因之一,再加之农业补贴的取消对于各国的不对称影响以及对



于部分国家可能的利益损害,更加大了谈判的难度。且从目前的国际经济形势看,多重不利因素也在威胁多哈回合的成果。

第一,粮食和原油等大宗商品价格的飙升引起了各国对粮食等基础商品的重视和警觉,在粮食欧佩克和大米欧佩克呼之欲出的情形下,发达国家保护和保护的力度可能进一步增加,此时希望发达国家在农业补贴上让步,恐怕较为困难。第二,在全球通胀和世界经济增长面临下滑风险的时期,贸易保

护主义倾向将有所增长,这对贸易自由化谈判很不利。第三,欧盟内部存在分歧,欧盟贸易部长会议在审议多哈回合谈判最新妥协方案时,法国等国强烈反对削减农业补贴,对欧盟贸易委员曼德尔森施加压力。

凡此种种,此次多哈回合谈判无果而终或再次搁浅的可能性极大,预计在农业等实质问题上很难达成一致,而在无关紧要的议题上可能会形成一定的共识。(作者系复旦大学世界经济系博士生)

Column | 专栏

汇率形成机制改革依然任重道远

在央行完善人民币汇率形成机制改革的七个子目标中,有四个正在接近目标,而有三个则基本没有达到目标。现在看来,人民币对美元的汇率定价不够灵活,市场供求关系在定价过程中的作用还不突出,汇率参考一篮子货币来调节的特性需要增强,汇率的弹性急需扩大。

◎周昆平 唐建伟

人民币汇率改革整整三年了。当初央行新闻发言人回答“为什么要进行完善人民币汇率形成机制改革”时,提出了七个“有利于”的汇率改革子目标。目前来看,这七个子目标中,“有利于贯彻以内需为主的经济发展战略,优化资源配置;有利于保持进出口基本平衡,改善贸易条件;有利于促使企业转变经营机制,增强自主创新能力,加快转变外贸增长方式,提高国际竞争力和抗风险能力;有利于充分利用“两种资源”和“两个市场”,提高对外开放的水平”这四个目标正在接近,“有利于增强货币政策独立性,提高金融调控的主动性和有效性;有利于保持物价稳定,降低企业成本;有利于优化利用外资结构,提高利用外资效果”三个子目标基本没有达到。

最显著的收获是以内需为主的可持续发展战略取得初步进展。从去年开始,消费超过投资和出口成为经济增长第一拉动力,今年以来进口增长持续超过出口,逐渐向进出口平衡的目标迈进。上半年进口同比增长30.6%,比出口增速快8.7个百分点,与此同时,贸易顺差比去年同期下降11.8%,净减少132.1亿美元。

难能可贵的是,我国一些出口企业顶住了压力,通过转变经营机制和自主创新,不但生存下来,而且提高了国际竞争力和抗风险能力。2005年人民币开始升值之后,我国出口商品价格指数持续下降,但去年以来这个趋势渐渐有所改变,虽然出口增速在下降,但大多数出口产品的价格指数开始上升,而且升幅都超过汇率升值幅度,这表明我国出口商品的国际议价能力在提升。这是我国一些出口产品国际竞争力增强的表现。

人民币升值促使我国企业出口结构持续升级。近年来,工业制成品在出口结构中的比例持续上升,初级产品占比在持续下降。在工业制成品中,机械及运输设备产品的占比逐年提高,今年以来,机械及运输设备产品占出口总量的比重由去年的47.5%进一步上升至49%;而附加值相对较低的消费品和原料类制品占比较去年则分别有所下降。今年上半年,高新技术产品出口增长21.8%;机电产品出口增长25.4%,而传统大宗商品出口的增长明显放缓。

汇改三年来,大量中国企业抓紧本币升值之机,实施“走出去”战略拓展国际市场,从2002年到2007年,中国对外直接投资增长了近7倍,年均增速60%,对外直接投资净额从世界第26位劲升到第13位,居发展

中国家首位;今年首季,我国对外直接投资为193.4亿美元,同比增长高达35.3%。

七个“有利于”中的其他三个没有实现目标,原因当然是多方面的。

首先,由于国际环境的变化和人民币升值的预期导致大量外资流入中国,加剧国内流动性,央行为了对冲过剩流动性被动卖出外汇的行为,使货币政策的独立性受到一定程度影响。

其次,由于人民币汇率弹性偏低,在缓解输入型通胀方面,近两年汇率工具还没有发挥出其应有的作用。当然,稳定物价并不能仅靠汇率升值来实现。

最后,由于短期资本流入规模加大,也使国内利用外资的结构未能优化。去年我国由非顺差及实际利用外资所带来的外汇储备月增加额为104.37亿美元,而今年上半年,这类外汇储备月增加额为295.30亿美元。这说明,在贸易顺差以及我国实际利用外资之外的因素所带来的外汇储备增长较快,而这部分外汇储备恰恰是流动性最强、波动性最大,并且大部分都源于短期套利国际资本。短期资本流动的高度不可控性,加剧了国内金融市场的动荡和不安,易导致金融风险上升。

人民币汇率制度改革重在人民币汇率形成机制的改革,而非人民币汇率水平在数量上的增减。从目前的情况看,人民币汇率形成机制改革依然任重道远。

第一,在人民币汇率形成过程中,市场还没有发挥出其应有的基础性作用。人民币国内仅人民币对美元汇率是境内形成的,而人民币对非美元货币汇率是境外形成的非美元货币对美元汇率与人民币对美元

汇率套算而成。但是目前我国关于人民币对美元的汇率定价不够灵活,市场供求关系在定价过程中的作用还不突出,并且对人民币对外币交易价的浮动幅度有严格限制。

第二,人民币汇率参考一篮子货币来调节的特性需要增强。截至7月16日,人民币对美元中间价较汇改前升值21.48%,然而对其他几种主要货币升值幅度却很小甚至贬值;同期人民币对日元较汇改前升值12.48%,对欧元则升值7.81%;对英镑的汇率较2006年8月1日上升8.98%(人民币对英镑中间价自2006年8月1日起开始公布),同期人民币对美元则升值17.03%。人民币升值的这种非均衡性在有效汇率的变动上体现得更为明显。根据国际清算银行的数据,截至今年6月,人民币有效汇率指数较三年前上升9.74%,大大低于同期人民币对美元20.66%的升值幅度。三年来,人民币升值钉住单一美元的特征并未明显减弱,正是由于这方面改革的进展有限,致使我国货币政策工具的选择和运用比较被动,在很大程度上受美国货币政策走势的牵制。

第三,人民币汇率的弹性急需扩大。尽管三年前提出了要实行“有管理的浮动汇率制度”,然而目前银行间即期外汇市场人民币对美元交易价的浮动幅度不能超过5%,银行间即期外汇市场非美元货币对人民币交易价的浮动幅度不能超过3%,人民币汇率弹性仍然过小。而在目前国际通胀压力上升和不确定性因素增多的国际形势下,灵活的汇率机制有利于我国更从容地应对国际经济、贸易、投资和政治环境的变化,符合中国国情和中国经济持续快速发展需要。(作者单位:交通银行发展研究部)

如果资本市场对法律没有信仰

◎刘春泉

因贪污和挪用公款近亿元,且拒不说明赃款去向,中国银河证券有限责任公司北京望京西园营业部原总经理杨彦明,被法院以贪污罪和挪用公款罪判处死刑。该案经发回重审,法院日前再次对杨彦明以贪污和挪用公款两次之罪,判处死刑。杨因此成为中国证券界被判死刑第一人。

中国目前的法律体系应该说已比较完整了,不少立法也吸取了其他国家的经验。现在的问题不是无法可依,而是有法究竟依不依的问题。中国资本市场在表面上和形式上讲法律,可私下里情形究竟如何呢?在最近爆出的太平洋证券上市丑闻中,主要涉案人物都是资本市场的高手,有的还曾任证监会稽查局长、资深律师,要说他们没有法律知识,那是难以让人相信的,关键是法律在他们手中不是一种信仰,而是实现目的一个道具。

上证指数过山车般的暴涨暴跌已有了几个轮回了。早期,有人呼吁立法治市,公司法、证券法出台后,局面并无大的改观;四年连续阴跌期间,有人又提出股权分置是病根,当时在一次研讨会上,笔者就提出股权分置不是中国股市四年阴跌的根本原因,不能寄望于股权分置改革解决中国股市的根本问题;还有人提出法律不完善,这几年法律修订了,也生效了,股权分置也改革了,结果呢?2007年中国股市一飞冲天,2008年中国股市又跌进深渊。最近又有人发出制度救市的呼声。

过去,没有法律,还可以通过立法给投资者以希望,如果有法律却不信仰,甚至玩弄法律于股掌之间,那么,何以给市场信心?何以服民望?

中国经济最近30年的基本面有目共睹,但是股市却总是很难反映经济现实,股市是经济的晴雨表的说法,在中国似乎还不太灵验。究竟中国股市这种脱离经济基本面的暴涨暴跌的根本原因是什么?

笔者以为,根本原因是市场潜规则胜于显规则,作为显规则的法律往往并不怎么管用。法律不能成为最低行为规范,就会沦为事后追究的工具。企业上市融资圈钱成为暴富的捷径,投资者等市场主体缺乏可预见性,老百姓好不容易存点钱来投资,买的股票动不动是别人做好了局的圈钱工具,你还无可奈何。“把有限的生命,投入无限的被套等待中”。

要解决股市的问题,功夫要在股市之外。因为股市之所以暴涨暴跌,根本原因是法律不太起作用。行为缺乏可预见性,资本和权贵勾结,其收获之丰富,远大于法律风险的预期。法律要起作用,司法要有公信力。不是说在法治的市场上就没有风险,而是出现风险后,能够及时予以规制,不会让投资者丧失信心。(作者系北京市广盛律师事务所上海分所律师)

官员要管住自己的嘴

◎诸葛良早

上周两次新观点被迅速澄清的事情,令市场人士感慨系之。一件是:周一报载,“国家外管局负责人称,不存在国际热钱流入”,周二,外管局办公厅澄清,“外管局负责人不代表外管局的观点”;周二报载,“商务部建议国务院减缓人民币升值速度”,周三又有澄清,“这不代表商务部的观点”。新观点发表在前,澄清的权威声音回应于后,“历史上从来没有出现过如此舆论混乱,自相矛盾,颠三倒四的情况”,由此造成资本市场上的投资者滋生迷茫、恐慌的情绪,实在是“顺理成章”之事。

我们现在已经有了《政府信息公开条例》。《条例》规定,行政机关应当将政府信息主动公开,通过政府公报、政府网站、新闻发布会以及报刊、广播、电视等便于公众知晓的方式公开。《条例》还规定,各级人民政府应当建立健全政府信息公开工作考核制度,社会评议制度和责任追究制度,定期对政府信息公开工作考核、评议。政府信息公开工作主管部门和监察机关负责对行政机关政府信息公开的实施情况进行监督检查。公民、法人或者其他组织认为行政机关在政府信息公开工作中侵犯其合法权益的,可以依法申请行政复议或者提起行政诉讼。

无论从新闻发言人制度的视角还是从政府信息公开的视角看,政府官员管住自己的嘴,哪些该说,哪些不该说,哪些要通过便于公众知晓的方式说,都要通过法律的要求,容不得有任何个人的随意性。至于有些官员通过“赶场白吃白喝、乱吃乱喝,更意味着在信息的发布上,不能信口开河,那不是苛求,而是对政府信誉负责,那就更应当别论了。

更是对人民利益负责。

我们现在已经有了政府部门新闻发言人制度。一些政府意见要由新闻发言人统一对外说发布,不能由政府官员随意在什么场合发表。不要忘记,我们的制度管理还相当不完善,预设的缺陷不少,政府官员中,官员被所谓专家愚弄的事件同官员自作聪明事件时有发生。这种缺陷,只能通过健全新闻发言人制度并且不折不扣的实施来克服。

我们想到了《政府信息公开条例》。《条例》规定,行政机关应当将政府信息主动公开,通过政府公报、政府网站、新闻发布会以及报刊、广播、电视等便于公众知晓的方式公开。《条例》还规定,各级人民政府应当建立健全政府信息公开工作考核制度,社会评议制度和责任追究制度,定期对政府信息公开工作考核、评议。政府信息公开工作主管部门和监察机关负责对行政机关政府信息公开的实施情况进行监督检查。公民、法人或者其他组织认为行政机关在政府信息公开工作中侵犯其合法权益的,可以依法申请行政复议或者提起行政诉讼。无论从新闻发言人制度的视角还是从政府信息公开的视角看,政府官员管住自己的嘴,哪些该说,哪些不该说,哪些要通过便于公众知晓的方式说,都要通过法律的要求,容不得有任何个人的随意性。至于有些官员通过“赶场白吃白喝、乱吃乱喝,更意味着在信息的发布上,不能信口开河,那不是苛求,而是对政府信誉负责,那就更应当别论了。