

Opinion · column

融资融券不能跛足而行



黄湘源

融资融券推出在即。但根据现有规则,在1700多只股票中有幸进入融资融券标的的证券池里的,还不到5%。笔者在此特别提出这一点,如果相关券商自身库存缺乏过多,融券业务恐怕很难开展起来。如果有些券商嘴上讲融资融券,实际想的或者事实上所能做的,只是融资而不融券或多融资少融券的话,那将产生跛足而行的格局。对此,不能不早作预警。

跛足而行的融资交易,会让人想起以前曾有过的透支交易。对于不同的投资者来说,“有人锦上添花,无人雪中送炭”,自然加剧股市的两极分化,这是单边市的交易规则所决定的。假如两人的透支交易不仅时段相近,而且所买卖的股票也基本相同,但是,前者融券持仓量大,后续资金也多,而后者则只有一两个目标股票,且一直保持满仓交易的状态,那么,经验告诉我们,前者在实际操作中不用用T+0的方法来调整持仓结构和成本水平,后者则一筹莫展。当某目标股票走势发生出人意料的变化时,前者依然可以“堤内损失堤外补”,一边卖出原来就在手里的股票,一边又用借来的资金去抄底,而后者则由于连本带利都押在该股票上,一旦既没有新的资金来源去低位买入摊薄成本,又无法通过借入股票的方式来弥补被迫平仓的损失,就只能眼睁睁地接受两手空空的结局了。这样的两极分化,与其说是前者融资后就一直风调雨顺,而后者则“屋漏偏遭连夜雨”,不如说是制度设计上对资金供应条件不同的投资者所人为制造出来的交易手段和策略的差别性限制所致。在这个先天不足的市场上,任何不公平现象的发生都是与制度设计上的不周全分不开的。

融资融券,要是缺了融券的功能,便意味着投资者除了可以用借来的钱去买自己想买而暂时没有能力去买的股票之外,并不能改变只有当股票价格上涨时才能获利,而在股票价格下跌时,就只有割肉止损的格局。所以,只融资不融券的单边机制,是违背了融资融券作为一种互为补充的市场机制之所以具有生命力本质的,在相关规则的制定过程中,我们要特别小心堵住此类漏洞,不能让其顶着融资融券的名义鱼目混珠。融资融券真正的魅力,就在于融券功能对融资

功能的补充,而不仅仅是信用交易杠杆效应。对于“单边做多,一做就套”的沪深股市来说,融资融券的互为补充,意味着在为市场提供新的资金来源,在促进市场交易活跃的同时,还可以增强股票流动性功能,使证券价格更充分地反映投资者对股票实际投资价值的预期,帮助投资者规避单边交易机制所带来的不确定性风险,真正有可能实现让投资人不论上涨下跌都能够获利。

为什么有人“一提起融资就眉飞色舞,一提到融券就谈虎色变”?在笔者看来,无非还是那种过于迷恋单边主义的政策市情结在作怪。诚然,假如允许“裸卖空”,假如券商还能像过去那样操纵股价,那么,具有做空机制的融资融券的引入,确实将有可能在股市引起一场难以预料灾难。但是,目前我国即将试点的融券交易,要求投资者先借入股票再卖出,卖出的前提条件是投资者证券账户中必须要有真实股票,不允许无交收担保的卖空。此外,在试点阶段,不仅对券商实行了门槛较高的准入标准管理,监管部门还将通过“窗口指导”和前端控制等方式,对某些有可能利用杠杆操纵股票价格的投机者加以必要的限制。换言之,融资融券的做空风险是可控的,大可不必过于紧张。需要限制和抵制的是操纵股价操纵市场的违法违规行为,而不是融资融券的做空机制。

其实,只融资不融券,或多融资少融券,短期内固然能使得交易活跃,增加券商利息和佣金收入之利,又可暂时避免融券交易经验不足的麻烦,少承担一些做空的风险,但从长远的全局利益来看,则不利于完善沪深股市的市场机制。在这方面,无论是过去权证交易的发行机制,还是如今创业板的发行定价,都是有教训的。要是过多考虑券商和机构的眼前利益,却不当地忽略了全局的利益公平和长远的利益平衡,把融资融券只是当成券商的一种新盈利模式,不唯无助于整个市场机制的改善,在某种利益机制的综合作用下,反而有可能为券商联手机构或大户操纵市场提供特定的空间。借鉴国外发达市场的经验,笔者以为,对融资融券的信用管理,不妨分给银行或专门的证券金融机构打理,券商只管客户经纪和交易,以免融资融券过深地陷入券商的利益泥潭而难以自拔。

(作者系知名市场评论人)

介绍一张长期投资配方



孙谦

对于用心专一的投资者,从长期运作的角度,最关键的莫过于怎样把资产配置到不同门类的投资工具上。这比挑选哪只股票或哪个项目哪栋房子更重要,道理很直白:坐进一条快船,要比辛苦地划一条慢船更为有效,不过行动起来却并不容易。回望多年来的投资经历,发觉许多年,包括笔者自己,问题恰就出在这个环节上。传统的智慧以为,处理好股票和债券的比率就算是理想资产配置的关系,比如年龄20,就是你投资债券的理想百分比,55岁时,最好把35%的资产配置在低风险的债券上。这样的指引,未免太粗也太浅,尤其是在金融海啸肆虐之后,证券投资的环境已然大变,即使市面能够逐渐恢复到旧有规模,交易也不会重蹈原来的覆辙。就好比泰国普吉岛在海啸后地貌已大变,要在海滨原地重建旧房,既属不智,亦无可能。

笔者在这里向各位读者推介一个“配方”,它来自默罕默德·埃尔-埃里恩(Mohamed El-Erian),一位著名投资经理的见解。51岁的埃尔-埃里恩,现任世界最著名的债券投资基金PIMCO的CEO和首席投资官,在美国投资界声名赫赫。其“配方”大致如下(这个处方是写给在美国职业投资经理人的,我做了一些简化)。(见附表)

埃尔-埃里恩的基本着眼点是:
○美国公司的竞争力及盈利水平多半来自他们在海外的运营,为何不直接到那里的市场去投资股票?

○注意美国企业股票仅占到组合的15%,一个非常有特色的比例。埃尔-埃里恩认为,其中最值得长期投资的,只是盈利前景稳定、品牌卓越的跨国大公司的股票,因为他们无论在产品服务还是财务数据,质量都比较有保障。

○因为通货膨胀的趋势,眼下极低的利率、美元趋软,必使美国债券看跌,加上联邦政府可以随意加印,国债供应事实上并没有硬约束。在更大的范围里,国际债券的情况也好不到哪里去。

○投资房地产能够较好地对抗通货膨胀,在新兴市场里,这方面的需求尤为显著。

○新兴经济体市场经济的崛起,构成了对资源商品和基础建设的强劲需求,因此他们价格的上升,趋势在所难免。

○必须与时俱进向前看和调整,新的机会将不时出现。

资本市场和投资规则都发生了结构性

附表

股权 60%	债券 15%	实业 25%	机会产品 10%
美国股票 15%	美国国债 5%	房地产 5%	例如:
其他发达市场股票 15%	国际债券 10%	商品期货 10%	新趋势产品
新兴市场股票 15%		和通货膨胀率挂钩债券 5%	新能源,通市场低
非上市企业股票 5%		基础设施投资 5%	估的债务工具,等等

变化,从发生到形成,经历了相当长的过程,本次危机将其凸显了出来。根据笔者的理解,埃尔-埃里恩的组合配方所依据的逻辑,包括如下几则:

1. 以美国为中心的世界经济已被显著分化。在制造业和资源业,这早已是尽人皆知的事实。美国靠金融服务业在全球数钱和分钱,特别是为自己攫取高额利润的格局,在这次金融危机里也已严重受损。
2. 美元汇率的软化将是不可挽回的,而由美元带动的通货膨胀将在世界范围内抬头,虽然暂时还在被政府的强制干预和对美元的观望压制着。
3. 信贷和资本的国际流动将变得困难,虽然需求依然在。记忆中的教训和期望中的风险,使得人们过于谨慎甚至畏缩。
4. 通货膨胀的前景迟早要令利率反弹,对于债券,尤其是国债长期收益的影响显然是负面的。
5. 新兴市场对欧美的商品出超,然后只能把巨额的外汇存款存放在美元发达国家是国债,连同欧元英镑,被迫荒唐的低价成本透支消费管理。这个“荒唐的循环”正在消失之中,中国、印度、巴西等国正积极谋求迅速扩增从根本上还未得到满足的国内基本需求。
6. 新兴市场国家的庞大民众对丰裕生活的追求,必将构成对能源和矿产的大幅需求,自然资源的价格因而必将上扬。
7. 在适于居住、工作、发展的地区,房价的腾升将尤其可观。无论如何,房产抗通货膨胀侵蚀的能力,将远远胜过银行存款。

埃尔-埃里恩提出的“配方”属通用型,对“认真的”长期投资者今后的投资组合,应都能有些指点意义。笔者所谓“认真的”,在于,1.不玩玩而已,像赌球、买彩票那样以玩乐和刺激为主;2.不以某时段的盈利来衡量投资绩效,并非赚得多越好。总之,不是just-for-fun型,也不是just-for-money型。

比“资产配置”本身也许更重要的是,还须确立一个目标。即便你坐进了一条快船(甚至不必花力气去划),然而船要载你驶向哪里?是为了退休安度晚年?是为了孩子的高等教育?是为了实现人生的某种志趣?是为了计划中的买房?等等,换言之,你要在哪里下船?

投资而不确立目标,投资者就无法确定自身应承担怎样的风险,计算就,结果很可能冒过度的风险,到头来还是得不偿失。

(作者系美国加州州立大学(长堤)商学院教授)

Forum

上证论坛

欧元区何去何从成了今年一大悬念



陈东海

自启动之后就那些非议美元和不满美国生活方式的人寄予厚望的欧元区,在2010年急速地跌落了下去。欧元近1个月来日线图上日线几乎呈90度下跌,但似乎欧元区的官方人士都对此听之任之,没有任何出手干预的迹象。目前,希腊、爱尔兰等国已经破产和退出欧元区的临界点越来越近。按计划,希腊的全国大罢工就要在2月24日举行,作为对雅典政府试图通过加税来削减财政赤字而努力。欧元区的经济问题,正在日益演化为社会问题。如果这个势头蔓延开来,将给才过11岁生日的欧元区带来重大疾患。

建立欧元区,其实有三个层面的意义。其一,是“欧元之父”罗伯特·蒙代尔建立统一的区域货币可以降低货币兑换的成本的考虑。其二,是欧盟各国出于自大的心理试图对抗美国和美元的考量。其三,是一些欧盟的边缘国家出于大树底下好乘凉的借光思想。由这三种思想集合和建立起来的欧元区,不是货币区自然形成的结果,而是出于政治和不成熟的经济思想而仓促建立起来的。其实,货币兑换的成本是经济运行中微薄的、自然的成本,不是非要消除不可的成本。

更麻烦的是,在欧元区目前的结构设置下,债台高筑的欧元区国家,难有解决之道,债务风险正渐趋无限化。由于战后几十年的福利主义政策,欧元区的福利和人工成本非常高昂,因此,欧元区的制造业在全球化中渐渐失去了市场,失业率由此高企,目前已达到10.0%,希腊等国已接近20%。由于欧元区各国没有货币工具,无法通过货币贬值来提高经济的竞争力,因此各成员国只有眼着看失业率节节高攀而没有有效的解决办法。而在失业率攀高的情况下,为了对付高昂的财政赤字,就只有通过加税这样一种自残的办法,结果是既不能有效消减财政赤字,还可能造成经济更加萎缩、社会矛盾尖锐化。

欧元区的先天不足,还表现在其结构设置上的致命缺陷。欧元区有统一的中央银行来管理区内的货币政策,但是没有统一的中央机构来管理区内的经济政策,其经济政策和财政政策,交由各成

员国自己来管理。这样,就是一家中央银行对应于16家政府和财政部门,在博弈中根本就无法协调起来。由于各成员国的经济状况,发展程度差别很大,各国的财政政策自行其是,统一的货币政策,相当于要男女老少、高矮胖瘦的人都穿同一件衣服,难度委实太高,总免不了磕磕碰碰。由于欧元区统一的货币政策无法适合各成员国的需要,各成员国只有借助财政政策来调节经济。

就拿经济衰退和失业来说,为了刺激经济,在不能使用货币政策和汇率政策的情况下,欧元区各国就只有靠财政一条腿走路的办法来图脱既衰既退。因此,因为遭遇金融危机冲击,最近欧元区国家普遍出现了高额财政赤字和高额主权债务。2009年,希腊政府赤字占GDP比例达12.7%,爱尔兰约为10.75%,西班牙也超过了10%。而根据预测,法国2010年预算赤字将占GDP的8.2%,欧盟经济火车头德国也将占GDP的5.5%。这样,2010年欧元区总体赤字可能会超过GDP的7%,远远超出了欧盟《稳定与增长公约》规定的3%限制。

更麻烦的是,在欧元区目前的结构设置下,债台高筑的欧元区国家,难有解决之道,债务风险正渐趋无限化。由于战后几十年的福利主义政策,欧元区的福利和人工成本非常高昂,因此,欧元区的制造业在全球化中渐渐失去了市场,失业率由此高企,目前已达到10.0%,希腊等国已接近20%。由于欧元区各国没有货币工具,无法通过货币贬值来提高经济的竞争力,因此各成员国只有眼着看失业率节节高攀而没有有效的解决办法。而在失业率攀高的情况下,为了对付高昂的财政赤字,就只有通过加税这样一种自残的办法,结果是既不能有效消减财政赤字,还可能造成经济更加萎缩、社会矛盾尖锐化。

就这样,金融危机后的高财政赤字,

高债务负担、高失业率的“三高”难题,让欧元区的隐患暴露无遗。不光希腊、爱尔兰等欧元区边缘国家深受“三高”之累,即使德国等核心国家也深受困扰。因此,如果那些边缘国家加入欧元区的优点逐渐被加入后的麻烦所超越,那将最终把欧元区拖入生死存亡的危险境地。失业率高企,很可能是压垮欧元区的最后一根稻草。希腊即将开始的大罢工,就是一个危险的先兆。

根据以上的分析,欧元区的痼疾似乎不可逆,从长期来看,欧元区最终的解体,并非危言耸听。何况欧洲央行也曾专

门发文,威胁那些可能要退出欧元区的国家:推出欧元区就必须退出欧盟。但是,不管各成员国不断加紧控制经济和财政政策,令欧盟在整体上难以发挥有效应对危机需要的政治领导力,眼下欧盟却绝不会允许希腊或其他国家退出欧元区,或者容忍欧元区解体。欧盟领导人和欧洲中央银行几乎肯定会在必要时采取措施,为希腊等国提供担保或贷款,支持他们采取减少财政赤字等措施。

问题是,2010年,欧元区能最终闯过主权财务危机这道关吗?
(作者单位:东航国际金融)

转变重点应在发展第三产业

王勇

新的一年,中国加快经济发展方式转变的重点,笔者认为,应是发展第三产业。

经过长期探索,现在我们对我国经济发展规律的认识取得了新的重大进展,形成了科学发展观,也就是,必须从最广大人民的根本利益出发,努力实现经济社会全面、协调和可持续发展。这样的发展目标以及由此所决定的发展方式,是经济增长方式难以全面涵盖的。党的十七大报告提出的转变经济发展方式的转变,包括了更多内容:在需求结构上,促进经济增长由主要依靠投资、出口拉动向依靠消费、投资、出口协调拉动转变;在产业结构上,促进经济增长由主要依靠第二产业带动向依靠第一、第二、第三产业协同带动转变;在要素投入上,促进经济增长由主要依靠增加物质资源消耗向主要依靠科技进步、劳动者素质提高、管理创新转变。

当前,无论是出于实现经济的可持续发展,还是着眼于维护我国战略利益以及社会的安定,加快转变经济发展方式,建立内外平衡的开放型经济体,已成为当务之急。2009年中央经济工作会议已明确将调结构作为今年我国经济工作的重中之重。调结构是转变经济发展方式的最主要途径,而调结构重在发展第三产业。

在后金融危机时期,大力发展第三产业意义重大。首先,第三产业是连接就业和经济发展的重要纽带。第三产业具有生产与消费统一,点多面广、小型分散,易于吸纳劳动力的特点。第三产业可以吸纳大批劳动力就业,在西方发达国家,其对就业的贡献率在70%以上,在我国东部发达地区的就业贡献率也非常高。在现实情况下,第三产业对解决就业、开辟市场起着越来越重要的作用。其次,第三产业是产业结构调整的一个重要方面。第三产业的好与坏直接影响国民经济水平与质量,体现出部分对整体的影响以及结构优化能使整体发挥最大的功能。而且有利于社会的全面发展和进步,有利于提高人民生活水平。再次,第三产业是发展低碳经济最突出的标志之一。低碳经济是在可持续发展理念指导下,通过技术创新、制度创新、新能源开发等多种手段,尽可能地减少煤炭石油等高碳能源消耗,减少温室气体

排放,达到经济社会发展与生态环境保护双赢的一种经济发展形态。而第三产业是典型的低碳经济产业,它一方面是积极承担环境保护责任、实现国家减少温室气体排放指标要求的产业;另一方面更是调整经济结构、建设生态文明的现实途径。所以理应承担为实现经济发展与资源环境保护双赢的必然选择。

基于中国的现实情况,笔者以为,发展第三产业需要走跨越式道路。

首先,要采取分类指导和突出重点的原则。在新的一年里,政府应根据第三产业内部各行业的性质、特点,在国民经济增长中的地位及其经营管理、盈利水平等因素,采取区别对待、分类指导的原则,科学地确定第三产业的行业发展重点和优先顺序,综合第三产业中的行业区域比较优势,寻找和培养那些具有现实优势和潜在优势的产业作为发展重点。

其次,坚持产业结构序列的优先化模式。也就是既要遵循产业结构演变的一般规律,努力实现三大产业转移的依次推进,使第三产业比重随着经济发展和产业结构的调整而“水涨船高”,更要跨越产业更替和转换的梯度序列,力争形成以第三产业率先起飞的态势,携带动整个经济的发展,从而把第三产业的发展定位在较高的起点上。

再次,要坚持依靠科技进步。当今世界,电子计算机在第三产业的渗透最为广泛,第三产业已成为拥有计算机最多的部门,由此产生的影响十分巨大。所以,要加大第三产业中的科技含量,明确科技促进第三产业发展的远期目标和近期重点。当前的主攻方向,除了努力实现城市交通通信的现代化外,还要加快电子计算机在商业外贸、金融保险、信息管理等领域的应用,以促进第三产业规模、服务质量和经济效益的显著提高。

另外,资本市场要在促进第三产业发展中发挥重要作用。我们需要充分利用资本市场优化资源配置的功能,进一步加大对第三产业的支持力度,鼓励各类三产企业资源与资本市场有效融合,推动建立和完善以企业为核心,以市场为导向,以资本为纽带、产学研相结合的第三产业创新体系。

(作者系中国人民银行郑州培训学院教授,经济学博士,银行业改革与发展研究中心主任)



谁来为中小基民“打工”?

公募基金明星经理陆续跳槽去了私募基金,为大户们理财。不少基金公司以延迟支付年终奖限制基金经理出走,一些公司则试图用“团队”抹去明星的光芒。但想走的基金经理还是很坚决。其中的缘由,值得监管层深思。
漫画 刘道伟

为分红保险利益返还机制打几个补丁

詹昊

兼具保险功能和一定的投资理财功能的分红保险,自从2000年首次推出以来,以其特有的吸引力已逐渐成了寿险的主流产品。据统计,2008年,分红保险保费收入超过了3650亿元,约占寿险总保费收入50%;2009年一季度,分红保险保费收入在寿险中的占比达到了73.5%。

分红保险有“全差分红”与“费差之外的其他差分红”两种基本的分红模式,前者将来自于所有来源的盈余全部参与分配;后者则除费差之外,将其来源的盈余予以分配。不论采用哪种分红模式,利益差的水平对于最终的分红都具有显著的影响。2007年,保险公司在资本市场获利甚丰,行业的投资收益率达到10.9%,于是,各家保险公司对分红保险也就相应确定了较高比例的分红率,部分保险公司的分红率达到了8%以上;2008年,资本市场一片惨淡,行业的投资收益率仅为1.91%,保险公司的分红率相应也就较低。

2009年2月,十一届全国人大常委会第七次会议修订了《保险法》,极大地拓宽了保险资金运用的渠道。保险资金不仅可以用于银行存款、买卖债券、股票、证券投资基金份额等有价证券,而

且,也可以运用于投资不动产和国务院规定的其他资金运用形式。可以预见的是,随着保险资金运用的范围进一步扩大,保险资金运用的收益率可能会逐步提高,从而产生较高的利益差。相应的,分红保险的保单持有人在享有保险保障的同时,也就有可能分享到更多的分红利益。

为了规范分红保险的利益返还,相关监管规定,保险公司每一会计年度向保单持有人实际分配盈余的比例,不低于当年可分配盈余的70%;可分配盈余的确定应有一个客观的标准,遵循一贯性的原则。为了保证红利分配的可持续性,分红保险中还需要提取特别储备,用于平滑未来的分红水平。

但是,从实际操作来看,因为分红保险的控制率、精算过程和结果均由保险公司分配,虽然“每一会计年度向保单持有人实际分配盈余的比例不低于当年可分配盈余的70%”的限制,保险公司仍具有较大的选择余地,最终的分红结果难免受到保险公司的商业道德、市场营销需要等多方面因素的影响。普通的保单持有人,对分红保险的分红率只能“雾里看花”,无从了解其核算的过程。一旦分红率的结果公布,只能被动接受。分红保险业务报告可以对保险公司形成一定

制约,不过,其主要目的在于保险监管机构监管保险公司的需要,普通保单持有人难以接触和理解分红保险业务报告。

虽说这些年来我国保险业发展十分迅速,但整体来看,我国的保险普及率还不高。与世界其他国家相比,保险深度与保险密度都还处于较低水平。这不仅与社会公众的保险意识不强等方面的原因,也有社会公众对保险的了解与信任度不够、保险产品竞争力不够等方面的原因。特别分红保险等兼具保险与投资理财功能的人身保险新型产品,由于其具有特殊的运作方式,远不如银行储蓄、证券投资等理财方式直观、明了。在收益水平上,分红保险有时甚至低于同期银行储蓄利率,而作为利益直接关系人的保单持有人却无从了解其中的原因。

由此,笔者认为,为进一步规范分红保险的运作,保障保单持有人的利益,进而促进分红保险的发展,需要在以下两个方面完善分红保险的利益返还机制:

其一,加强对分红保险利益返还的规制。分红保险的利益返还,绝非保险公司对保单持有人的“恩赐”,而是所有投保人基于分红保险的经营收益而理应分享的。目前,相关监管规定对分红保险的利益返还规定得极为简单。因此,有

必要完善相关监管细则。在最为核心的分红核算上,应以保单持有人的利益为首要衡量标准,提高分红水平并强化分红率核算的强制性,保证保单持有人能最大限度地分享分红保险的收益。

其二,增强分红保险利益返还的透明度。对于金融产品而言,透明是获得信任最好的方法。在分红保险的运作过程中,保险公司需要强化运作的透明度,以一定的方式向保单持有人合理披露相关信息,尤其是与分红率的核算与确定、特别储备的积累与使用等情况相关的信息。保险监督管理机构应严格监管保险公司的信息披露情况,保障保单持有人充分了解分红保险的具体运作情况。

短期来看,完善分红保险的利益返还机制,或许会减少保险公司的收益,提高保险公司的操作成本。但从长远来看,分红保险的规范、透明运作,将会有效地提高分红保险相对于其他金融产品的竞争力,增加分红保险产品的吸引力,最终受益的还是保险消费者。而且,有效的信息披露,还可大大提高社会公众对分红保险的了解与信任度,从而极大地节约保险公司的展业成本。

(作者单位:特华博士后科研工作站)