

国债期货将深度影响股市运行

■ 特约记者 肖玉航

近日,中金所发布《关于 5 年期国债期货合约上市交易有关事项的通知》,确定了 5 年期国债期货合约上市交易有关事项。通知称,5 年期国债期货合约自 2013 年 9 月 6 日起上市交易,首批上市合约为 2013 年 12 月、2014 年 3 月及 6 月合约,挂盘基准价、可交割国债及其转换因子由中金所在合约上市交易前公布。时间因素显示,资本市场将迎来新的金融衍生品——国债期货。笔者通过观察认为,其对股市的影响将深远而具有预期性,并非是影响不大。

对于国债期货上市对股市的影响,业内不少人士认为影响有限,但从中国现实情况而言,由于国债期货对于金融利率市场化的影响及关联机构的参与性风险影响来看,其不确定性的变化对于股票市场而言,深刻而具有较大的传导预期,在某种程度上会对股市的运行形成心理与现实性的冲击。

我们以历史上“327”事件来看,“327”国债期货事件的主角,是 1992 年发行的三年期国库券,该券发行总量为 240 亿,1995 年 6 月到期兑付,利率是 9.5%的票面利息加保值贴补率,但财政部是否对之实行保值贴补,并不确定。

1995 年 2 月后,其价格一直在 147.80 元和 148.30 元之间徘徊,但随着对财政部是否实行保值贴补的猜测和分歧,“327”国债期货价格发生大幅变动。以万国证券公司为代表的空方主力认为 1995 年 1 月起通货膨胀已见顶回落,不会贴息,坚决做空,而其对手方中经开则依据物价翘尾、周边市场“327”品种

价格普遍高于上海以及提前了解财政部决策动向等因素,坚决做多,不断推升价位。

1995 年 2 月 23 日,做空的辽国发抢先得知“327”贴息消息,立即由做空改为做多,16 时 22 分 13 秒,空方主力上海万国证券在最后 8 分钟内砸出 1056 万口卖单,使当日开仓的多头全线爆仓。当日晚上,上交所确认空方主力恶意违规,宣布最后 8 分钟所有的“327”品种期货交易无效,各会员之间实行协议平仓。笔者观察当时国债期货与股市运行发现,一个是火爆之极,一个是低迷下沉,而最终的结果是多个股市主力——中经开、万国证券、辽国发等均在国债期货市场上元气大伤,当时股票市场的主力机构之一万国证券亏损巨大不得不与申银证券合并,部分机构不得不在股票市场减仓应对挤兑,从此万国证券消失。可想而知,市场主力在期货市场上的火爆交易恶斗,对股票市场影响之大。

另一个方面,笔者认为国债期货对股市的影响将来自于参考指标及心理预期变化。从国债期货本身来看,国债期货属于金融期货的一种,是一种高级的金融衍生工具。它是在 20 世纪 70 年代美国金融市场不稳定的背景下,为满足投资者规避利率风险的需求而产生的。国债期货本身是一个利率衍生品,它肯定会影响利率,它对利率市场的影响,还不是简单影响某一个利率,而是整个利率市场化,是整个利率体系很重要的环节。

作为一个成熟的市场经济,利率的市场化是很关键的一块。在中国目前我们各个市场上,可以看到比如像信贷市场,像存款利率、贷款利率一般由央行强制制定,这块是一个管制利率,是一个非市场化的利率。这与市

场经济利率仍有较大的差别。

目前推出国债期货是完善利率市场化的一个重要推手,但国债期货所建立的基础是利率市场化并不明显的环境之中,而美国推出国债期货之时,利率市场化及金融机构退出机制已非常完善,加之监管与交易手段的跟进,这是美国国债期货能够不断发展的重要原因,因此笔者判断,两者起点与金融机构改革的基础不同,因此国债期货在上市后,将可能对利率市场化形成重要影响,而由于整个金融机构体系仍然固有模式较为明显,且金融机构参与的风险变化会不断的因各种因素而传导到股票市场,因此中国推出国债期货的时间、基础与运行环境,在某种程度上相对国际成熟市场经济的资本市场而言,将面临更大的市场波动影响,其对利率市场化的影响将成为投资者重要的投资参考指标,而各种对冲影响,自然会深度的反映到股票市场之中。

总体来看,中国国债期货品种时隔多年的再次推出,但其对利率市场化的深度影响,历史上大的金融机构的事件,加之国债期货合约设计本身存在着一边干,一边完善的可能,其将对债券市场投资、金



光大“认罚消灾”释放了什么信号

■ 章玉贵/文

在经过两周的调查之后,证监会对“816”光大乌龙指事件作出了处罚决定:光大证券的当日行为被定性为内幕交易,总裁徐浩明等 4 位相关责任人受到警告、罚款及终身禁入证券市场。光大当日非法所得不仅悉数上交,还被处以 5 倍罚款,共计 52328 亿元。此外,光大证券还被停止从事证券自营业务(固定收益证券除外),证监会并提示投资者可以提起诉讼依法要求赔偿。

从证监会对光大乌龙指的市场追责来看,其反应不可谓不迅速,仅用了两周时间就给了投资者一个初步交代。这与 2008 年发生

的那场金融危机爆发 19 个月之后,美国证券交易委员会(SEC)才“鼓起勇气”,向华尔街“带头大哥”级金融集团——高盛宣战,形成了鲜明对比。相关罚单不算太重但也不轻。例如,光大此次领受的 5 亿元罚单与高盛当年付出的 55 亿美元相比,显然不在一个量级,但是高盛 2010 年的利润高达 835 亿美元,所以区区 55 亿美元的罚款对高盛来说算不了什么;但 5 亿元的罚单对光大来说,差不多相当于去年的一半利润,肯定会对全年业绩造成较大影响。

姑且不论证监会的相关处罚决定是否恰当以及处罚本身有何标本意义,单就事件属性以及爆发的时间节点来看,这起中国证券市场上的首例乌龙指事件其实已经暴露出作

为证券市场主要玩家的券商以及监管部门本身存在的诸多值得深刻检讨的问题。

首先,按照证监会的说法,光大证券此次是由于交易系统错误,致使策略投资部开展的 ETF 套利交易出现重大乌龙事件,导致 A 股市场大幅波动。基于此,光大证券的风险内控系统存在重大缺陷毋庸置疑,另一方面,在事件发生之后,光大证券理应启动应急响应机制,但光大证券采取的却是降低自身风险的做法,构成内幕交易,造成信息误导,因而存在多项违法违规行为。从技术层面来说,或许可以将其归结为偶然事件,但真实世界本身不应作为金融实验室而存在,也不是网游天地!光大投资策略部的操盘手当天的行为,

绝不是一个乌龙指就能做出解释的,本质上是拿市场和投资者当游戏场所。尽管证监会提示投资者可以事后索赔,但索赔效果和索赔成本可想而知。因此,光大证券需要给市场和投资者交代的,不仅仅是几亿元的罚款和相关责任的承担,而是光大证券本身作为市场主体,其合格与合规性有多大?其存在的必要性有多大?

其次,作为监管机构的证监会,在此次乌龙指事件中的表现并不十分专业与尽责。笔者理解证监会希望尽快平息乌龙指事件风波以稳定市场信心的心理,也相信证监会在后续的工作中会采取相关补救措施。不过,证监会显然对事件本身有点措手不及,基于此,更

对内在机构投资者的深度影响,而就股票市场未来发展趋势来看,机构投资者不断增加已成现实,其行为与风险演变将直接或间接的深度影响到股票市场,因此对于投资者而言,需要清醒的保持认识。

上市公司并购趋于活跃 审核效率有望提高

并购重组作为企业在资本市场上做大做强的重要工具,近几年受到越来越多上市公司的重视。为了研讨并购重组的最新政策和发展趋势,帮助企业了解在并购实践过程面临的关键问题以及相关的解决方案,中国资本市场学院分别针对中小板、创业板举行了三期上市公司董事长(总经理)并购重组研讨班。

研讨班邀请了来自证监会、深交所的专家领导以及实务部门的领军人物分别就并购政策及环境、并购战略、交易结构设计及融资安排、跨境并购与并购整合等中小板、创业板企业在并购重组中关心的问题,从宏观及微观的角度进行了深入剖析和解读,贴近实际需求,具有实务性。另一方面,主办方提前调研设计,甄选境内外对课题有成功实践经验的专家团队,与每位备选专家逐一沟通,使研讨班具备专业性。

并购重组面临六大问题

中国证监会上市公司监管二部负责人表示,未来经济发展主导力量应该是产业的转型升级,调整结构,以及转变发展模式。随着上市公司利用并购重组持续增长的意愿越来越强,资本市场成为并购重组比较有效的平台。然而,并购重组市场发展还是有不尽如人意的地方,比如管制过多、存在繁多的行政审批,严重影响并购操作的效率,增加了企业的成本。

相关负责人就并购重组总结了存在的六大问题:

一是并购重组的行政管制还是太多,虽然经过多轮改革取消简化了并购重组行政许可,但距离市场主体的希望仍然有一定的差距,对于并购重组的实际需要也有很大的差距。

二是很多企业并购重组仍面临“双跨”的难题,就是跨区域、跨所有制的并购推动比较困难。

三是对民营企业的行业准入还存在很多门槛,有些并购不能进入那个领域,所以

导致一些市场化的整合不能完成。

四是金融支持力度依然不够到位。虽然也有并购贷款,但是操作性不强,市场积极性也并不是很高,从资本市场的金融支持来看也是不足的,包括大部分的并购重组还是用股份和现金来支付。一些金融工具的运用还不够多元化,不能够满足并购重组实际的需要。

五是企业并购重组的成本还是比较高,包括职工安置、环保、社会成本,以及税收方面的成本也比较高。

六是并购重组的中介机构,投行服务质量仍然有待提高,这涉及投行整个盈利模式的转变,当前投行过多关注通道业务。

据了解,证监会目前正酝酿进一步简政放权,把市场能做的交给市场,今后将实现并购重组审核过程全程公开,使并购重组的确定性越来越强。二是针对融资的问题,进一步推出一些新的工具,包括优先股、定向可转债、并购基金的推动,从而更好地服务交易本身。三是在并购定价方面,或将给予更多的弹性和时间窗口,为并购重组提供更好的便利。四是探索实施并购重组审核分道制,对好的公司、好的项目实行快速审核甚至豁免审核,从而实现对并购重组相关主体市场化的激励约束。

这些举措将按照总体论证、分步推进的原则来进行,并购重组的效率会有较大的提升。目前,监管机构正在不断地对其所制定的政策进行反思和完善,这些政策的演变过程实际上也就是监管机构解放思想的一个过程。

业内呼吁:进一步完善并购细则

在研讨班上,与会的上市公司负责人纷纷就关心的问题与监管层进行交流沟通,涉及如何界定并购重组中出现的股价异动、并购重组市场化定价、发行股份限制以及业绩承诺等多个方面。

有上市公司负责人表示,重组方面需要报批的比较多,是否能进一步减少需要

审批的事项,比如只要上市公司不发行股份的,即便是买卖资产,只要是现金交易的都可以不用审批直接放行。对此,有监管层人士回应,将按照简政放权的要求制定修改相应的制度,豁免审批的条款有望增加,这将是修订完善相关政策思路的重要方面。

当前并购重组的定价规定较为刻板,业内多有诟病。有上市公司负责人表示,重组定价规定比较死,发行股份、购买资产是主要的潮流,资产的定价一般都要评估,股份的定价一般为 20 个交易日均价就锁死了。特别是中小企业,因为市场化并购多,在重组历程比较长的时候,20 个交易日均价很难表现出合理价格,建议将时间窗口拉长,并且允许调整一次价格。此外,还有业内人士提出,可以允许交易双方协商定价。

就调整交易价格的问题,与会专家认为,这其实还有着对大盘发生剧烈波动及系统性风险的考虑,假设并购重组实施前大盘突发系统性风险,交易股票的价格大跌,那么不对价格进行调整的话,交易显然很难达到。因此,适当允许对价格进行调整是比较合理的,当然还需要配套明确具体的操作细则,比如具体明确董事会什么情况下调整、股东大会有什么样的授权等。

关于股价异动尤其是涉及并购重组的股价异动在几期研讨班上被屡屡谈及。有上市公司负责人疑虑:上市公司股价出现异动的原因多种多样,并不一定是内幕交易,比如行业景气提升、政府政策支持等因素都可能对公司股价造成影响,进而触发连续 3 个交易日收盘价格涨幅偏离值累计达到 20%的异动标准。因此,上市公司发生股价异动,就要求做出未来 3 个月内不筹划重大资产重组、收购、发行股份等行为的承诺也有必要继续论证。市场环境瞬息万变,好的并购标的、并购时机往往不会等人,因而需对股价异动分为一般异动和重组异动区别对待。

(来源:证券时报)

推“T+0”须同步调整 股市三大税费政策

■ 皮海洲/文

随着“816”光大乌龙指事件的发生,市场上要求推出“T+0”的呼声甚高。尤其是上交所新闻发言人在 25 日召开的新闻发布会上表示“从保护中小投资者权益、体现市场公平性的角度,我们认为有必要进一步抓紧研究论证股票‘T+0’交易制度”,这让投资者进一步看到了“T+0”推出的希望。

面对“816”乌龙指事件,那些追高买进股票的投资者因为不能进行“T+0”交易,他们在随后股价的下跌过程中只能任人宰割,当时这些投资者盼望逃生的那份心情是不难理解的。实际上,在股指期货实行“T+0”;在机构投资者可以通过 ETF 平台进行间接“T+0”操作,而且机构投资者还可以进行融券操作,同样相当于间接 T+0 的情况下,本着公平公正的原则,对股票交易实行“T+0”是很有必要的。

不过实行“T+0”,有必要同步调整股市的三大税费政策,即股票交易佣金、印花税与红利税政策。

应该说,对于“T+0”的呼吁,多年来市场上一直都不曾真正平息过,包括每年的“两会”,一些财经界的委员们也是多次建言恢复“T+0”。但“T+0”一直都没有推出来。在推出“T+0”的问题上,管理层一直保持慎重。毕竟中国股市是一个投机盛行的市场。如果再推出“T+0”,让投机炒作资金每天可以反复利用,这只会进一步加剧 A 股市场的投机炒作气氛,让市场的投机炒作如虎添翼。这与最近多年来管理层一直倡导的价值投资明显是背道而驰。也就是说,“T+0”交易的一个巨大弊端就是助长市场的投机炒作,这是管理层所不愿意看到的。

而“T+0”助长的投机炒作有一个巨大的负面影响就是加剧股市的失血。在保持股票交易佣金与印花税收取比例不变的情况下,投资者做“T+0”交易的次数越多,投资者支付的佣金与印花税也就越多。在推出“T+0”的背景下,投资者支付的佣金与印花税金额翻倍,这几乎是没有悬念的。这也意味着投资者本金流失的加快,也即股市失血加剧。特别是在

深入的调查也是必不可少的。世人不应忘记,高盛的那次认罚消灾,让人很难不相信美国证交会的那种“高举轻打”不是和高盛合演的一曲极为逼真的双簧戏?因为在崇尚法治和实证依据的美国,如果没有充足的证据,像美国证交会这样严肃的监管机构,是轻易不会拿智商、情商和政府公关能力超强的华尔街金融大鳄说事的。

在金融市场上,信息是交易过程中的关键因素。从公司治理的角度来看,信息披露的准确、及时和充分是像光大证券这样的上市公司对投资者应尽的责任。如果刻意隐瞒,则如同欺诈,因此,市场期待证监会要对光大证券一查到底,而非爱恨相加,下不了狠手。

股市资金面紧张的情况下,这种失血加剧对于股市行情的演变将构成很大的负面影响,其最终结局只能是导致股票重心的下移。

因此,为了减少“T+0”交易带给股市的负面影响,这就有必要对股市的税费政策作出调整,尤其是对三大股市税费政策作出调整。券商被认为是“T+0”交易的最大受益者,其原因就在于“T+0”交易可以带来券商佣金收入的成倍增加。也正因如此,在推出“T+0”交易的同时,首先需要大幅降低券商佣金的收取比例。统计数据显示,2012 年券商佣金的平均水平为 0.804‰,在推出“T+0”后,券商佣金的平均水平大可降到 0.4‰以下。或者维持目前佣金收取的比例不变,将双向征收改为向卖出方单向征收。

与此同时需要降低的是股票交易印花税。虽然目前股票交易印花税已经实行了向卖方单边征收的政策,但 1‰的税率在世界范围内并不低,特别是世界上很多国家的股票交易已经取消了印花税,所以,我国股票交易印花税的调整还是有较大空间的。实际上,早在一年之前,证监会有关部门负责人就曾表示“证监会正积极协调有关部门研究降低印花税”,而在推出“T+0”的情况下,降低印花税就更有必要了,有必要将 1‰的税率降低到 0.5‰以下。否则面对“T+0”带来的交易量的翻倍增长,印花税将会拿走大量的股市资金。

至于调整或取消红利税差异化征收政策,这不仅关系到增加投资回报问题,在推出“T+0”交易的情况下还涉及到监管者思路的统一问题。毕竟 T+0 交易是支持短线投机炒作的,而红利税差异化征收政策又对短线投资者的红利所得税征收惩罚性的重税,两项政策明显不协调。特别是红利税差异化征收政策视短线炒作为“有罪”,这缺少法律的支持。因为就法律来说,不论是长线投资还是短线投机,只要这种行为没有违法违规,是都被允许的。也正因如此,对短期持有者的红利所得税征收“重税”是有违法理的。因此一旦推出“T+0”成真,则有必要统一监管思路,调整或取消红利税。