

妥善利用后发优势推动券商自主创新

本报评论员

创新是券商发展永恒的主题。刚刚在北京闭幕的证券公司创新发展研讨会，再度引发业界对券商业务创新的高度关注。这次会议达成了诸多共识，为中国券商开拓创新提供了新思路。

尽管深知创新的重要，但创新不足长期以来却是困扰中国券商发展的瓶颈。过度依赖经纪业务“靠天吃饭”、同质化竞争严重、差异化与个性化服务欠缺，是中国券商的“阿喀琉斯之踵”。在全球经济形势复杂多变、资本市场面临深刻变局的今天，中国券商必须在推进创新方面有所突破。小而言之，创新是提升中国券商竞争力、从而确保其生存发展的关键所在；大而言之，创新也是中国经济转型战略透过资本市场对券商提出的历史使命。

目前，在各方热议中国券商如何创新的时候，有两个统计数字屡屡被提及。一是，截至2011年末，中国银行业、保险业和信托业总资产分别达到

113万亿元、6万亿元和4.8万亿元，而中国证券业总资产仅为1.57万亿元。二是，截至2011年11月底，中国证券全行业总资产不到美国高盛公司的三分之一，净利润仅与美国摩根士丹利一家公司相当。这两个统计数字固然让中国证券业界觉得不甚光彩，但也表明中国证券业还有很大的发展潜力，而要想尽快将发展潜力变成现实，就必须走创新发展之路。

与金融业头号强国美国相比，中国券商的差距和不足是明显的，尤其是在创新能力方面。但是，中国券商总是怀揣着要追赶甚至超越美国一流券商的雄心，从中国券商在进行同行业务的跨国对比时，最爱用高盛、摩根士丹利等作为参照对象，就可见一斑。这是好事，说明中国券商志存高远，有利于激发中国券商变差距为动力，在创新的道路上奋发有为。而发挥“后发优势”，当可成为中国券商开展创新的战术选项。

从日前闭幕的证券公司创新发展研讨会所达成的共识看，中国券商应从五

大领域开展创新，即“在综合业务领域培养独特竞争力”、“在经纪业务领域探索特色化经营之路”、“在投行业务领域完善投行业务产业链”、“在资产管理业务领域实现创新发展”、“在对外开放领域实现资本市场国际化”。这五大领域的创新，都不必“摸着石头过河”，世界顶级券商的成功经验，比如做市商制度、个性化金融产品设计、社区经纪商以及折扣网上经纪商模式等，中国券商都不妨大胆借鉴。

在用人制度方面，世界顶级券商为招揽并留住优秀人才而采用的员工持股计划和股权激励机制，中国券商也不妨借鉴采用。因为拥有优秀的人才，是券商开展创新的重要保障。

世界顶级券商因过度创新而导致的惨痛教训，中国券商也应该吸取，并须臾不忘。打着金融创新的旗号，以设计复杂的金融衍生品蒙蔽客户，攫取不义之财，是2008年金融危机爆发的一个重要诱因，也让雷曼兄弟、贝尔斯登、美林等始作俑者遭到破产和被对手吞并的惩罚，可谓殷鉴不远。

重复过去的错误，具体而言，要把握几项原则：一是严格区分私募和公募，逐步完善投资者适当性制度；二是永远不要做自己不不懂的产品；三是不取不义之财，不能蒙蔽、欺骗客户；四是要将风险敞口始终保持在可控制的范围内；五是时刻做好经营状况向最坏方向发展的准备。与此同时，证监会发布《关于推进证券公司改革开放、创新发展的思路与措施》（征求意见稿），酝酿给事前审批松绑，为中国证券业创新发展留足市场空间。这些讲话和举措，实际上已经充分体现了妥善利用后发优势，积极推动券商自主创新的智慧与理念。

应该看到，中国资本市场自建立以来，一直都在利用后发优势并享受到它带来的成果。股指期货和创业板的引入，就是近年来两个最经典的案例。而从中国券商业务创新这一层面看，已经推出的QDII理财产品和正在推广的投资顾问制度等，也是借鉴学习欧美发达国家证券业的结果，不过，由于多方面的原因，其中一些创新之举的后发优势并没有体现出来。这也说明，“后发”并不必然意味着“优势”，要想让“后发”成为“优势”，还必须有良好的制度安排和周密战略设计。

证券公司创新发展研讨会闭幕了，但是中国券商为创新而进行的思考永远不会结束。我们期望，以此次证券公司创新发展研讨会达成多项共识为契机，监管层、业界、学界等各方力量能知行合一，后发争先，将这次研讨会上掀起的“头脑风暴”，汇入托起中国券商创新之舟的“蓝海”！

■舆情时评 | First Response |

“房闹”是演给谁看的闹剧

马建勋

从上周周末开始，曾经在媒体上消失了一段时间的“老业主维权”又回到了媒体的视线中，他们喊口号、拉横幅，献花圈，甚至上演全武行，同时还收获了一个“房闹”的身份。但是作为看客，我想应该问一句，是什么让老业主变成了“房闹”？

纸面或者网络上讨伐“房闹”很容易，但是回到现实中——用“房闹”们的说法是：“如果你买的房子半年跌下去三四十万怎么办？”我会承认自己是有私心的。假如我也有这样一个“闹一闹，免费车位到”的维权机会，干嘛不去呢？换句话说，我很难相信“房闹”中没有一个人不知道“楼市有风险，购买须谨慎”，没有一个人不明白任何一个商人都不会对商品价格下跌负责。既然他们能走上街头，我们不禁要问一问，究竟是什么原因，能把老业主变成“房闹”？

这次杭州房闹事件中，确实有开发商愿意送车位，免物业费，这就说明“房闹”的诉求得到了客观的支持。实际上，从2011年底开始，杭州、深圳等城市，老业主围观、大闹售楼处理由，已经转到了房屋质量不过关、物业服务不到位、小区的小学学位虚假宣传等方面。这只能说明，开发商在建设和销售过程中，本身就存在着诸多猫腻。

开发商具有普通消费者没有的专业知识，利用信息不对称做一些“跑冒滴漏”的事已不足为奇。但是，在过去房屋快速升值，容易转手的环境中，这些质量瑕疵很容易被消费者的利弊均衡所忽略。而在楼市调控下，自住型消费者多了，长期居住的消费者多了，追求三、四居室大户型一次到位的消费者多

了。在新的环境里，他们自然对房屋的价格和质量格外挑剔，一旦在价格下降的楼市中抓到开发商的质量瑕疵，那就没有什么方式能比补偿价格差更好了。

细细想来，无论是老业主“花冤枉钱”的心态也罢，房屋的质量瑕疵也罢，不闹能不能解决问题？你多想一步就会明白。实际上，正是我们的法律和政策环境，才把“闹”变成了老业主们最理性的选择。

你看历年的央视“3·15”晚会，房屋质量年年上榜，但实际上，能走到诉讼程序的却很少。不仅仅是业主搭便车的心态导致“公地的悲剧”，更重要的，相关法律条款的操作性不高，缺乏强制力，业主很难收集到有力的证据，等等。这个时候，业主自然会想到“不妨闹一闹”——如果通过媒体的关注，最终让行政的力量介入，是不是就能很快解决问题？更何况，业主维权都是集体行动，在各地政府的“稳定压倒一切”的管理思路下，整齐划一的行动最容易取得效果。当然，业主也明白什么是见好就收。

原本正常的法制途径行不通，但是有了行政力量干预就能迅速解决，这就是屡试不爽的“用非常手段解决常见问题”。到后来，也许每一个业主都会忘记他们之所以要去“闹”开发商的第一个原因，只记住了“会叫的孩子有奶吃”，只记住了“只要针对开发商，自己就是受害者”。理性在私欲面前，总是很脆弱，为争取利益不妨搏一搏，说不定就能捞到好处。

房闹是不是“老业主”们本色出演的一出滑稽戏？我估计今后越来越难以分辨。

作者系中国上市公司舆情中心特约观察员



最高法:公民受损可直接起诉垄断企业

最高法定条款，旨在支持反垄断。垄断经营架子大，民众消费心头寒。市场经济拒霸王，自由竞争拆门槛。法律条款已明确，执行切莫演空转。

赵顺清/漫画
孙勇/诗

从航油套保重启看中国衍生品市场发展之路

刘鸿雁

据报道，东航、国航申请航油套保的相关业务已经得到批复。2008年，我国曾禁止航空公司参与航油套保业务。面对高昂的油价，中国企业终于要拿起金融工具来为经营活动保驾护航。但是此前为什么要禁止航油套保业务呢？这就不得不提到“中航油事件”。

中航油（新加坡）是中国航空油料集团的子公司，2001年在新加坡交易所上市，在其前总裁陈久霖的带领下一度业绩辉煌。2003年下半年开始参与石油期货期权交易，初期交易是获利的。但自2004年油价飙升开始，陈久霖认为高油价不能持续，在油价高于30美元时，中航油（新加坡）开始卖出做多期权，也就是做空油价。然而天不遂人愿，2004年下半年油价已经涨到50美元以上。在集团自救不及的情况下，所有合约全部在高位平仓，以巨亏5.5亿美元了结。

回顾中航油事件，我们可以看出，中国金融衍生品市场存在两大症结，既

缺制度，又缺人才。

缺制度在中航油（新加坡）做空油价初期表现的尤为突出。中航油作为一个进口油品的企业，为了防止日后油品价格上升对自身带来损失，应该在衍生品市场上做多油价，也就是应该持有期货多单、或者买入看多期权、卖出看空期权。然而操作者贪心重，自以为是，认为高油价不可持续，套保转为投机。2004年中航油在国际市场大肆做空，最后5200万桶的持仓早已超过公司业务覆盖能力。这种初期打算投机、亏了之后以赌徒的心态放手一搏的状况在企业套保过程中十分普遍。很多企业被衍生品市场的高利润所诱惑，不甘于套保所得微薄利润，走向投机的不归路。事后陈久霖分析，公司虽然制定了《风险管理手册》，但对于期货期权之类的衍生品业务并没有详细的规定。制度缺失是造成个人行为损害企业权益的主要原因。

缺人才则表现在多个方面。陈久霖将操作完全委托于澳籍交易员，在发生初步亏损后，又听从高盛的建议，将仓位展期。在事发之后，集团开始介入，

并征求多家投资银行的意见。但并没有听取巴克莱银行的正确建议，而是选择高位斩仓。国际金融危机中本就是弱肉强食，而没有足够的专业经验，就如同小儿持金行于闹市，必然受到金融大鳄们的狙击。

如耻而后勇，然而几年过去了，中国金融市场仍然受制于这两点的束缚。

在制度上，中航油事件之后，国家颁布了禁令，禁止航空公司参与航油套保业务。然而在全球化的今天，金融市场的风险不是闭关锁国就可以规避的。据报道，过去一年国航、东航都没有进行套保对冲，结果去年一年油价上涨带来的成本增加已经超过其一年内获得的净利润。衍生品是把双刃剑，用不好会伤及自身，但不用也同样会束手待毙。

在人才上，真正懂期货的人才仍然十分稀少，与国际市场接轨的更是寥寥无几。根据中期协的统计，截至2010年底全国期货从业人员仅为30106人，硕士学历占10.19%，博士学历占0.33%。而且由于期货行业薪资较低，工作环境不够稳定等原因，离职率较高，2010年中层管理人员的离职率为16.64%。

中国金融衍生品市场要获得快速健康的发展，就必须从制度、从人才上下功夫。

首先，要统一认识。不能再把金融衍生品视为洪水猛兽，更不能因噎废食，将衍生品关闭在国门之外；其次，要加快开放衍生品市场的步伐。目前，我国企业要参与国际金融市场，只能通过国外公司代理。国外公司保密性差，我国企业的持仓、买卖等关键数据往往落入对手的手中，这对我国企业是极为不利的。放开期货公司的境外业务势在必行。再次，人才培养是重中之重。近几年，在大合约等政策的影响下，期货交易量下降，期货公司利润普遍下滑，没有利润的研发部门自然也会受到削弱。对此，证监会、中国期货业协会等政府机关和行业组织应该加大对期货人才的支持和补贴力度，出台各种措施，促进人才流向期货行业、人才留在期货行业。

只有经过上述努力，若干年后，在国际金融市场上中国企业才有可能不再看高盛等金融大鳄的脸色，才有可能拿起衍生品这把利剑去保护自己的利益。

(作者单位：永安期货研究院)

■元来如此 | Xiao Guoyuan's Column |

不能指望用社保来刺激消费



肖国元

“扩大内需”是近年来最热门的词汇，上至中央政府，下至黎民百姓，人们念念不忘，几乎成了口头禅。它不仅饱含着强烈的生活欲求，也成了政策导向的指南，更是经济学家大展拳脚的学术前沿。原因无他：1、改革开放30多年来，中国经济虽然总量快速增长，但过分依赖投资、出口的粗放发展模式仍然延续着，民众的生活并没有同步得以提升；2、2008年肇始于美国的金融危机以及后来频频发酵的欧债危机打击了中国的出口贸易，以致传统的仰赖出口的发展模式面临严峻的挑战而难以维系。因此，改变经济增长方式、调校经济发展目标就成了当务之急，摆在了我们面前。由此，由消费、投资、出口组成的“三驾马车”中的消费走进人们的视线。

至于如何扩大内需，主流的观点似乎高度一致，认为“内需增长缓慢以致消费受到抑制的主要原因，在于社会保障缺口或不足”。社会保障问题直接增添了民众眼前的消费顾虑，以致他们捂紧钱袋，不敢消费。因此，要扩大内需，最有效的办法是建立和完善社会保障体系，以解除人们的后顾之忧。也是在这样的思想指导下，近年来，社会保障体系建设风起云涌，保障覆盖面不断扩大，保障项目逐渐增多，社保缴费水涨船高。在社保体系建设中，人们的憧憬与期待是可想而知的。这其中，自然包含对内需的促进作用。

不过，这种做法究竟能在多大程度上起到刺激消费、扩大内需，从而进一步改变经济增长格局的作用，仍是一个未知数。而基本的逻辑演绎可能更清晰地显示出问题的另一面。

我国进入市场化改革30年来，虽然经济不断波动，制度时时变革，利益关系的调整与人们的行为选择等也是多变不居，但宏观上，国内生产总值（GDP）年增幅在9%上下，格局一直持续了近30年。在9%的增长格局下，消费、投资、出口对GDP增长的贡献大体上呈现出“三分天下”的特征。这是说，与其他消费占比高的国家，比如美国比较，虽然我国的消费对GDP的贡献度偏低，有很大的提升空间，但是消费的大幅增长与急剧扩大不是短期内可以做到。也就是说，消费不仅仅是态度与意愿问题，也不仅仅关乎消费本身，要改变消费意愿以及与此有关的行为取向，还有待于其他起决定性作用的影响因素。

在此，美国经济学家米尔顿·弗里德曼的消费理论也许有助于我们看清问题的实质。弗里德曼提出过一个“持久收入理论”，认为居民消费不取决于现期收入，而取决于居民的消费倾向与以前最高收入的关系，而是取决于居民的持久收入。弗里德曼认为，居民收入分为持久收入和暂时收入。持久收入是指在相当长时间里可以得到

内得到的收入，一般用过去几年（至少3年）的平均收入来表示。暂时收入是指在短期内得到的收入，是一种暂时性偶然的收入。弗里德曼认为消费水平取决于持久收入，消费者不会对所有的收入变化做出相同的反应。如果收入的变动是永久性的（比如被晋升到一个可以提供更可靠的更高的收入岗位上），那么人们就可能会消费所增加的大部分收入。另一方面，如果收入的变动具有明显的暂时性（比如一次性奖励等），那么所增加的收入的相当大部分就会被储蓄起来。因此，人们是根据持久收入来安排消费，而不是根据暂时性收入来安排消费。

持久收入理论说明了长期中消费水平的决定性，并且这样的消费具有很强的稳定性。这不仅与国外分析长期消费统计资料所给出的结论是一致的，似乎也与我国经济30年来“三分天下”的基本格局相吻合。这是持久收入理论带给我们的最大启示。其次，弗里德曼认为，持久收入不仅包括劳动收入，而且还包括财产收入。因此，持久收入理论认为，消费不仅取决于工作收入，而且还取决于财产性收入。这似乎又暗合着前些年政府提出的提高民众“财产性收入”的政策主张。因此，照持久收入理论来看，要增加消费，扩大内需，最根本的出路在于持续性地提升人们的长久性收入，包括财产性收入，而不是其他办法。

进一步，在持久收入理论指导下，我们能更清楚地看到，社会保障体系建设在短期内对刺激消费并不会有明显的作用。相反，它还会减少民众的可支配收入，压抑人们即期的消费欲望，降低现时消费水平。

社会保障体系是一个庞大的系统工程，包括失业保障、医疗保障、养老保障以及教育住房等其他社会公共福利保障。我国社保体系建设起步晚，基础薄，要想建成一个有效的体系，需要很长时间的努力与巨大的资金投入。因此，指望社保体系短期内能解决民众的后顾之忧，是不切实际的。另一方面，社保体系建设实际上是存钱用于保障未来的需要。即从现时的收入中扣除一部分，用于将来的养老防灾。因此，本质上，社保体系的建设是以牺牲现时消费为前提的。按照现在的做法，类似“五险一金”的社保支出超过了工资收入的15%；若加上其他诸如企业年金、追加保险等，有些人的社保支出甚至占到工资收入的20%。

由此，我们可以看到事情的两面：其一，社会保障虽然有助于解除人们的后顾之忧，有助长消费的潜在功能，但是，社会保障有一个“先存钱、后消费”的过程，不仅短期内起不到刺激消费的作用，相反会压抑眼前的消费；其二，人们的消费水平与消费倾向取决于持久性收入，只有有保障的、高水平的、持久的收入才能真正保障大规模、高层次的消费水平，让消费升级到成为促进经济增长、促进社会发展的引擎。

因此，摆在我们面前的问题是，不能指望社保短期内刺激消费，而是要进一步深化改革，为增加民众的持久性收入创造条件，让财产性收入成为常规收入的重要组成部分。否则，刺激消费、扩大内需就是一句空话，就像悬在天空的明月，虽令人遐想，但永远处在不可及的愿景中。

联系我们

本版文章如无特别申明，纯属作者个人观点，不代表本报立场，也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论，请打电话给0755-83501640；发电邮至pp118@126.com。