

券商业务创新不能因噎废食

余磊

光大证券“乌龙指”事件持续发酵。此事件暴露了个别券商在量化套利交易业务方面的风控风险以及跨市场监管制度建设方面存在的问题,证监会决定对光大证券立案调查,但由此也引发了市场对监管层加强券商创新业务整顿、甚至暂停创新业务的担忧。最近两天,券商股的走势远远落后于大盘蓝筹板块,整体表现低迷。

追溯光大证券“乌龙指”整个事件过程,起因于光大证券策略投资部的套利业务风控缺失,在套利策略订单生成系统存在缺陷的情况下,未对可用资金额度进行有效校验控制,直接将市价委托

发送至交易所。证监会公布的初步核查结果认为,尚未发现人为操作差错,但光大证券该项业务内部控制存在明显缺陷,信息系统管理存在较多问题。

我们认为,光大证券“乌龙指”事件是在中国证券市场国际化、监管及制度建设不断完善的大背景下,券商在业务创新过程中,由于风控体系、信息化建设存在缺陷而发生的个案。历史上金融市场

的乌龙指事件屡有发生,其处理过程可以作为借鉴。2005年12月8日,日本瑞穗证券公司经纪人在卖出J-Com公司股票交易过程中的重大操作失误,引发投资者恐慌并导致东京证券交易所陷入混乱。在日本证监会机构随后的善后工作中,瑞穗证

券、东京证交所明确了相应责任并付出巨额赔偿,其后,东京证交所计算机交易系统问题得到解决。2010年5月6日,美国一交易员在卖出股票时将百万误打成十亿,导致道琼斯指数出现近千点的暴跌。事后为避免类似事故重演,美国证交所完善了“熔断机制”并将适用范围扩大至所有美国上市公司。

可见,“乌龙指”事件在成熟的国际金融市场也会发生,它体现券商的经营风险,它主要是在金融监管制度、信息系统方面存在内在缺陷的情况下,由突发事件引发的。而每一次“乌龙指”事件为解决,都更好地提升了金融市场的监管水平,促进了金融市场发展。

此次光大“乌龙指”事件,集中反映的是个别券商内部风控存在的问题,尚不构成行业系统性风险,更与券商业务创新无必然因果关系。因此,我们应该辩证地看待这一事件,不能因为“乌龙指”事件就得出它是业务创新惹的祸这一结论,进而对金融市场化改革和业务创新产生怀疑。

在利率市场化、资产证券化以及人民币国际化的背景下,证券行业对外面临着跨境国际资本的竞争,对内需要满足服务实体经济、促进经济转型的要求,从增强自身业务能力和抵御国际金融市场风险的角度而言,业务创新成为券商发展的必然。

实际上,正是创新业务的开展让中国资本市场和券商重新焕发出活力。在政策宽松、行业创新能得以激发的双重作用下,证券行业逐步脱离原有经营模式,证券公司财务顾问业务、投资咨询

业务、资产管理业务、融资融券业务均出现了跨越式增长,经营业绩显著改善。中证协统计114家证券公司上半年经营数据显示,上半年证券行业共实现净利润244.7亿元,同比增长约8.1%。这是证券行业自2010年以来,上半年净利润首次实现同比增长。同时,今年上半年,114家公司中有99家公司实现盈利,盈利率达86.84%,比上年显著上升7.8个百分点,也好于2011年水平。

业务创新作为券商发展的新引擎,在未来多层次资本市场建设以及金融服务实体经济的过程中将发挥巨大动力。在经济全球化背景下,中国金融市场的国际化不可避免,面临跨境国际金融巨头竞争以及跨境资本流动风险,消极地守是守不住的,国内券商只有加快业务创新,提升业务能力,强化风控及制度建设,尽快做强做大,才能增强抵御国际金融市场风险。

当然,我们也需要关注业务创新过程中的风险管理。光大证券“乌龙指”事件无疑给正在转型路上的券商敲响了一记警钟:业务创新是把双刃剑,创新的同时也伴随着各类风险,任何时候都不能忽略风险控制。

我们认为,券商业务创新更不能因噎废食。相信在证监会介入下,光大证券“乌龙指”事件将有一个明确的说法及善后措施。该事件也必将促进我国证券市场监管制度的不断完善,在更高的层次上,提升券商整体风控水平及业务创新能力。

(作者系天风证券董事长)

住房限购令可考虑有条件退出

周俊生

近日,有关浙江温州市为住房限购政策“松绑”的消息广受关注。与前两年一些地方悄悄放宽住房调控政策即被上级部门叫停不一样的,浙江省有关部门尽管对此表示调查,但并没有立即叫停,更上级的住建部等对口的相关部门更是对此未置一词。

尽管温州市有关方面强调此次对限购政策只是局部的调整,不再设置时间节点限制,因此并不意味着限购政策的“松绑”,但是这一事件仍然像在平静的水面里投下了一块巨石,激起了难以平息的连锁反应。据悉,一些与温州类似的城市也已经开始考虑放松已经执行了两年之久的限购令。

住房限购,是本轮房地产调控中推出的一项以行政手段直接干预市场的政策,全国先后有48个大中城市推出了版本各异的住房限购令。这一政策的用意是针对当时房地产市场过于火热的投资投机力量,希望通过将这股力量驱逐出市场来达到降低房价或者减缓房价上涨势头目标。但是,这种行政干预强化了政府在微观经济上的参与力度,在一定程度上扭曲了正常的市场机制,因此并不值得提倡,住建部自己也认为这是不得已而为之的一项政策。

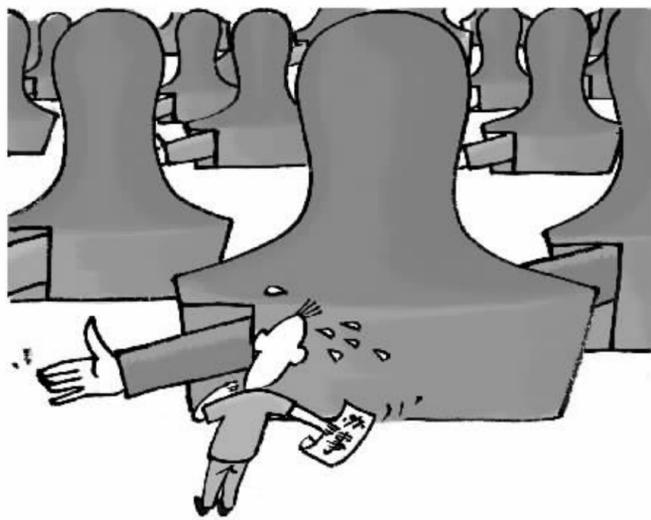
限购令的推行,将原来活跃的投资投机力量基本清除出了市场,但是,房价上涨的势头却并没有改变。这表明,造成我国住房价格过高最重要的原因,并不在于投资投机力量的炒作。随着最近两年来经济结构的变化,各个城市之间的房价走势已开始出现了分化。其中北上广等特大城市由于凝聚了相当丰富的经济、政治、文化资源,产生了明显的人口导入功能,越来越多的异地人口的涌入导致住房供应难以满足需求,支撑房价居高不下。而二三线城市则由于人口的流出,使房价失去了支撑。内地一些

中小城市,由于购买力减弱,已经出现了空城现象,大量新建楼盘无人问津,尽管这些地方的房价还很高,但在市场规律的作用下,未来出现下跌是必然的。但对于北上广之类的特大城市以及一些省会城市来说,由于供求紧张关系不可能出现逆转,在可预见的未来还不会出现这种情况。

具体到温州来说,这是一个民营经济活跃的地区,但在近两年的经济衰退中,民营经济受到的打击最为沉重,这对温州的经济增长影响很大。今年上半年,温州的GDP同比增速为7.4%,较上一季度下降0.3个百分点,温州的国有资本本来就势单力薄,由此可证明温州的民营资本正在溃退。因此,温州此次松绑限购令,有舆论认为这是温州市当局希望用刺激房地产市场的举措来拉动经济,因而对其提出了批评。但是,活跃房地产市场与拉动经济并不是对立的,需要警惕的只是在地方经济不振的情况下,像以往那样利用行政的力量来拉抬房地产市场,使两者的关系出现扭曲。

为了让未来的房地产调控更有效,对现有调控政策进行适当的调整是必要的。从根本上说,房地产市场既然是一个市场,就必须承认并且尊重市场规律,类似限购这样的行政干预政策的使用要十分谨慎。就目前来说,针对不同城市之间房地产市场出现的变化,对限购令也应实行门类别的管理。像北上广这样的大城市,由于需求太过强盛,导致其房地产具有长期的投资价值,因此限购令应继续执行,甚至可以考虑将其转化为一种长效机制。但是,对于一些供给过大、需求不足、销售不畅的二三线城市来说,限购令已经起不到什么正面作用,反而在一定程度上遏制了正常的刚性需求,导致更多流动性很强的就业人口外流,因此可以考虑有条件退出。

武汉一学生为申请助学贷款需盖26个公章



民间办事盖章难,层层设卡为哪般?可怜百姓奔波苦,最恨公仆服务慢。行政效率要改进,审批流程当缩短。权为民用有阻力,重启改革闯大关。

王铎/漫画
孙勇/诗

焦点评论

■ 算法经济 | Li Bin's Column |

鼓励投机不是改革方向



李斌

继放行国债期货之后,监管部门近期表示,正在研究恢复股票交易的T+0制度以及开设个股期权交易。据媒体报道,推出信贷资产证券化的可行性也在研究之中。这反映出目前出现了一种系统性的政策取向,就是要重新鼓励金融投机活动。笔者认为,在目前经济形势之下,这个取向是不正确的。既然这些举措的可行性只是在研究之中,那么我们就抓紧时间来“建言献策”吧。

重新鼓励投机活动的意图之一,似乎是监管部门认为目前股价偏低,并且担心其会进一步下滑,因此认为有必要“刺激刺激”。那么,我们就先来看看当前的市况。8月15日,上交所平均市盈率为10.71倍,深市主板为19.22倍,深市平均为26.12倍。同日,香港联交所主板为10.56倍,美国标普500指数为18.94倍。境内外相比较,A股市场的估值并不低于境外市场。上海与香港市盈率较低的原因,都在于国企大盘股。市场对国企估值低,是对国企治理不断退化所投出的反对票。

如果除去这个特殊因素,则目前中美股票的估值大体相当。更需要考虑到,标普500指数发布150年以来,其市盈率大多数时候都位于15倍附近,只有很少的时间位于20倍以上。因为美联储实行超级宽松政策,美国股市目前接近于高估值区,这才导致它追上了中国股市的估值水平,而我们却把当前的水平定义为低估值区,这种看法定适当吗?至于股票的换手率,由于流通股的急剧扩张,A股的换手率近年来已经大幅度下降,但目前仍约是发达市场的两倍左右。也就是说,A股的交投仍然是很活跃的,并不需要进行刺激。

令人不解的是,管理层不顾以上的简单事实,长期地、不遗余力地把我国的股价维持在高位,真不知道有什么正当的理由?说是要保护投资者利益,高股价所损害的不正是投资者的利益吗?说是鼓励价值投资、长期持股,T+0与股票期权不正是在人为地刺激交易量并鼓励短期炒作吗?既然股价低,企业为什么还争先恐后地申请上市呢?这不正是对“股价低”这一判断的无情嘲笑吗?股价这么“低”,企业上市都如此踊跃,股价炒高以后,IPO的压力岂不是更大?

让我们再设想一种理由:鉴于股票发行注册制也正在官方的研究之中,因此可以推测,这些举措也许是用于为注册制的推出进行“配套”的。果真如此,那么笔者要说的是,监管部门不仅多虑了,而且正好把事情弄反了。注册制不是消灭市场活力的,它恰恰是归还市场自由并激发市场活力的关键举措。目前的审批制实际上在以国家的信誉作为股票发行提供背书,以致股价虚高。只要这种背书取消了,届时,任何股票的质重都会处于受怀疑的地位。市场经过一番博弈与自我调整之后,实际能够发行出去的股票数量,必然不会很多,必然只有少数真正质地优良的企业,才能发行股票。上市公司的质量提高了,估值基准下降了,这就是非常良性的调整过程。所以,注册制绝不可怕,它是投资者的福音,也是股票市场走向

真正繁荣的起点。以“保护投资者利益”为使命的监管机关,请擦亮眼睛,明辨是非,不要屈服于投机者的叫唤,也不要再舍本逐末,“曲线救国”,还是抓紧时间让注册制尽快地到来吧。

目前要警惕的是有人借题发挥,借力打力,注册制还没有搞,注册制的效果也还不确定,却先让刺激政策先行,那些掌握内幕政策消息的人,先来炒作一番,捞上一票。这样的教训已经太多。一波炒作过后,留下一个烂摊子。金融原本是为国民经济服务的,结果变成了国民经济为金融服务。真正要办的正事儿,最终再次被拖延。退一步讲,注册制推出之后,假如市场还不够活跃,届时再搞诸如T+0、个股期权交易等“与国际接轨”的事自然不迟。还是那句话,改革的次序要正确。既然有“超阶段行事”的闲情逸致,就更应有首先把基础打好的积极性。一面管制市场,一面大搞衍生品,只会给权力的变现提供快速通道。

鼓励投机的政策方向,反映了目前经济改革领域顶层思维的混乱状况,以致病急乱投医。笔者再次强调,中国经济与中国改革改革的头等大事,是土地与房产。截至目前所推出的各项政策,都试图绕开这个中心问题。房地产改革延迟一天,泡沫就对经济多伤害一天,泡沫的毒疮也就长大一寸。不要以为,毒疮的尺寸有个最大值,到了这一点也就不再扩大。毒疮将会一轮又一轮地深化,它对经济、政治、社会与心理的影响是无穷无尽的,全社会终将因此而付出巨大代价。现行的土地政策是反智的,很荒唐,务必要从根本上予以废除和重建。对此,无论政策界还是学术界,认识得都还不够清楚,不够充分(诸如搞“土地当量交易”的建议,不过是“五十步笑百步”而已)。任何回避土地问题的改革方案,都将是不得要领的,最终也只能在不得人心走向失败。

金融改革只能从属于土地改革,要为土地改革让路,并为土地改革保驾护航。在土地改革落地以前,除了股票发行注册制等十分良性而紧迫的改革举措之外,金融领域可以暂时消停。折腾多了,必然横生枝节,干扰主题,使整个局面变得不可知不可控。鼓励投机的政策像是在试图给经济加装“危机放大器”,这是在绝中国经济的后路。

最后再来说说“信贷资产证券化”。它的鼓吹者说,有了这个工具,银行的资本充足率就不成问题了,银行也就不需要不断地进行股本融资了。我想了半天,怎么也想不明白。我认为,这样的观点实际上是在公然哄骗社会大众。“信贷资产证券化”意在倒腾银行贷款,把简单的事情搞复杂,最后闹到真正对贷款负有责任的人脱逃罪责,闹到大部分人都明白所以,以便让骗子们钻空子,让有权对资产交易点头的人暗地里收取不法利益。美国次贷危机与“证券化”直接有关。华尔街玩弄金融,不仅自取其祸,也让美国经济多次罹难。试问,如果没有来自金融领域的灾祸,美国经济哪里还会有什么其他大的祸端呢?因此,笔者想大声疾呼,如果真的要认为中国经济是“新兴加转轨”的话,那现在就让“信贷资产证券化”见鬼去!假如存款的流失削弱了银行的放贷能力,那就让银行的信贷部门放假休息!贷款转让业务实际上在我国存在多年了,证券市场也就不必再对其“拔苗助长”,火上浇油了。

“信贷资产证券化”另一个理据在于对过高的M2的治理(所谓的“盘活存量”)。对此,笔者再次重申:要治理的是通货膨胀,而不是M2,M2本身无需专门予以治理。把M2作为一个“问题”来治理,就好比不允许长相不好的人上街。真正急需盘活的存量是房屋和土地,而不是货币。请不要再张冠李戴、避重就轻了,行吗?

■ 舆情时评 | First Response |

“8·16事件”警示证券现货交易结算重要性

黄兆隆

“8·16事件”足以载入A股史册,A股市值总计14万亿,光大用72亿资金,撬动大盘上涨3.2%,十几分钟时间市值增加3418亿元。一次误操作引发的消息面混乱,导致大量资金跟进,市场的蝴蝶效应表现得淋漓尽致。

这种情况充分反映了A股市场的脆弱性,不仅仅说明光大证券存在风控短板,A股市场的交易规则也存在缺陷,缺乏突发事件的应急机制。据不完全统计,股指期货因这一事件爆仓资金量超过60亿元,创下了历史记录。另据中国上市公司舆情中心观察,在光大证券停牌前,市场出现各种传闻,并引发大量不明真相的投资者跟风炒作该股,跟风者蒙受了损失。

一个颇为尴尬的现实是,8月16日最能体现A股特色的不是11时6分那一波惊心动魄的拉升,而是11时30分

前10分钟的第二波拉升。因为这第二波拉升将中国股市博傻、投机、热衷跟风炒作内幕消息等恶习展现得淋漓尽致。在光大证券没有认错前,各方势力为上涨找出了各种借口,投机跟风的资金汹涌而入。若非光大证券的公告,多空鹿死谁手尚未可知。

光大证券无疑是此事件首要责任人,但与之相关的机制缺陷也应引起反思。如果交易所能够紧急停止交易,启动突发事件应急机制,查明真相,及时公告,也许后果就不会这么严重。

除缺乏应急机制外,此次事件也严重暴露了现行证券结算制度的缺陷。据笔者调查了解,交易所、中登公司围绕机构客户的程序化下单系统存在设计缺陷,尤其是机构下单时的清算制度并非与散户即时清算的制度一致,而是可以延时交易,这无疑放大了机构的信用风险。在该事件中,光大证券信用风险被暴露无遗。据光大证券助理总裁杨赤忠解

释,该公司策略投资部设定的单笔交易规模仅为8000万至2亿元之间,由于系统出错,使得套利系统在二级市场中疯狂扫单,并在一瞬间击穿了光大证券保证金账户,以常理推断,这种交易是不被交易所系统所认可的。

对比历史即可发现,“8·16事件”与“327国债期货事件”有类似共同点,即交易系统均为延时清算,使得多空双方即使没有充足资金头寸,却依然可以疯狂加码导致事件走向失去控制。没有资金可以进行交易就是一种信用交易。信用交易势必带来风险这是常识,所以全世界股票市场均采用非信用现货交易制度。“327国债期货事件”发生时,我国还没有相关法律。1998年我国颁布证券法,2005年修订后的证券法第四十二条明确规定:“证券交易以现货和国务院规定的其他方式进行交易。”由于国务院没有规定其他交易方式,并且按照国际上证券市场风险控制规范要

求,证券市场必须采用现货交易方式,即在无资金情况下不能交易。

由此可见,我国证券交易结算规则还没有完全按照证券法规定进行。这种不对称设置对于广大投资者而言,是较为不公平的,尤其是交易所系统无法在第一时间内检查到光大证券不正常的扫单行为并告知市场。

亡羊补牢,为时不晚,把责任仅仅推给光大证券不是解决问题的根本办法,需要解决的是将存在风险隐患的信用交易制度转变成真正的现货交易制度。必须按照证券法规定,重新制定防范风险的现货交易结算制度。

总而言之,“8·16事件”提醒了我们:A股市场在基础设施方面存在脆弱之处,在强调创新之前,应该做好防火墙和安全垫的设置。而这对于目前风起云涌的互联网金融业,同样也是一种警醒。

(作者系中国上市公司舆情中心观察员)