

低波动率或预示危机 宜提早应对

罗宁

2014年初以来,全球市场波动率总体呈现下行走势,即便是阿根廷债务违约事件以及美联储对加息问题的讨论,也仅仅是激起短暂的波澜,大多数市场波动率指数小幅跳升之后迅速回落至较低水平。截至8月22日,标普500波动率指数(VIX)收于11.47点,再次接近10点以下的极端低水平区间。不少国际投行机构结合历史上数次经济危机,尤其是2008年国际金融危机的经验教训,发出了低波动率之后可能出现的“大危机”的警示。各国监管机构通过各种方式提醒金融机构关注低波动率的风险。那么,低波动率给金融市场以及金融机构带来了什么样的影响呢?

金融机构交易活跃程度受影响

市场只有波动才会产生价格差,才有可能让投资者获取套利空间。波动率太低,意味着价格波动范围很小,投资者交易机会也少。当前过低的波动率、投资者较为一致的预期对金融市场交易业务已经带来了明显冲击。近期美联储、英国央行、日本央行等6大央行公布最

新外汇市场业务调查显示,今年4月全球即期外汇日均交易额平均同比减少约8%,降至4.1万亿美元。其中,全球最大外汇交易中心英国外汇交易额下降了6%至2.4万亿美元,北美外汇交易额同比下降了近20%至8111亿美元。

受此影响,全球各大银行的交易类中间业务收入大幅收窄。美国各大银行最新公布的二季度财报显示,由于货币业务净收入的大幅减少,高盛固定收益、货币和大宗商品客户业务净收入同比减少10%至22.2亿美元;摩根士丹利固定收益、大宗商品销售和交易净收入也从一年前的12亿美元下降2%至10亿美元;此外,花旗和摩根大通的固定市场收益分别同比下降12%和15%,至30亿美元和35亿美元。从国内来看,账户贵金属等交易活跃度也受到明显影响,交易类产品线收入、规模出现较大幅度减少。

市场的低波动性,不足以激起客户使用商品衍生品降低风险的兴趣,银行对冲工具产品的销售受较大影响。据Wind资讯统计,今年上半年美国外汇市场报告经销商场外外汇期权日均交易量较上年同期大幅下降

了37%,外汇互换日均交易量也下降了8%。截至6月末,美国债券市场未偿还CDS单周合约数较上年同期下降了23.5%,未偿还利率衍生品单周交易额较今年年初下降了7.2%。目前国内商业银行对冲工具产品较为有限,所受冲击不大。但银行通常会帮助客户卖出外汇或黄金波动率,以改善客户结构性产品的收益。在VIX指数等波动率指标极低的市场环境下,国内商业银行帮助客户卖出波动率的价格较低、且主要平盘对手外资产行购买波动率的意愿和需求较弱,增加了部分卖出期权产品平盘难度。

低波动率对国内金融市场的影响

总体上看,与世界其他国家和地区的金融市场相比,低波动率对我国国内金融市场的影响相对有限,冲击程度较小。这一方面得益于现有的资本管制对外部市场客观上形成“防火墙”效应,另一方面与国内金融市场产品种类相对简单,尤其是对冲工具较少也有较大关系。值得注意的是,近一段时期随着国内汇率和利率市场化、资本项目开放等金融要素改革不断推进,人民币汇率和利率波动率整体呈现上行态势,与国际市场的低波动性形成明显反差。在此背景下,境外资金在做多与做空人民币问题上分歧有所加大,并可能对国内金融市场形成一定的冲击。

从长期来看,金融市场的上下波动是一种必然的常态,在各类风险的冲击下甚至可能出现巨幅震荡格局,包括波动率产品在内的对冲工具对于稳定金融市场具有重要的意义和价值。随着中国经济金融对外开放持续进行,一方面中国金融市场与国际金融市场联系将更加密切,外部风险对国内市场的影响会更加直接、冲击力更大,国内投资者对防范风险的对冲保值产品需求将明显提升;另一方面在对外投资管制不断放宽的背

间做出选择,只能选择其一。

这是因为,科学界、学术圈里的专家,不仅领着所在单位发放的工资、福利等收入,还从科研项目经费中获得补贴、奖励等收入,如果再在企业兼职或者自己当老板,显然不能专注于自己的科研项目。更重要的是,很多专家在企业兼职或者自己当老板,所在企业的业务与专家的研究领域有很大关联性,很难保证学术研究的纯洁性。

自从2013年10月中组部出台《关于进一步规范党政领导干部在企业兼职(任职)问题的意见》以来,长期存在的“官员独董”现象在今年得到了很大改善,据相关报道,在集中规范清理期内,全国共清理党政领导干部在企业兼职40700多人次,其中省部级干部多达229人次。

之所以要清理“官员独董”,主要是为了防止权力异化。事实上,“官员独董”和“学术老板”的性质是一样,都是利用自己的权力为相关企业谋取利益,不同之处在于,退休官员动用的是自己过去的行政权力资源,“学术老板”利用的是现有的学术权力资源。因此,要像清理“官员独董”一样清理“学术老板”。

据悉,国务院发展研究中心已经要求研究人员辞去所有上市公司独立董事职务,其研究员巴曙松也辞去了民生银行独立董事职务。笔者以为,所有的研究机构 and 高校,都应该要求自己的专家、教授限期辞去在企业的兼职,或者离开老板岗位。只有这样,才能减少学术腐败、科研腐败。

景下,倘若国内金融市场对冲工具缺乏,投资者将“用脚投票”转向国际金融市场寻求相关产品,使国内金融机构面临客户流失的风险。

中资金融机构应对策略

有鉴于此,中资金融机构应抓住我国资本账户尚未完全开放的保护性环境以及当前低波动率冲击全球市场的特殊案例,加强对波动率产品及相关对冲工具的研究,以客户需求为导向,在监管许可范围内积极促进金融创新,尝试开展高波动率资产的相关期权交易,更好地满足市场日益多元化的投资和交易需求。同时,在境内外市场波动率存在显著差异环境下,建立健全内部交易体系,丰富风险对冲手段,提升境内外风险对冲水平,提高盈利能力、扩大盈利来源。

此外,虽然总体上看当前全球经济金融形成“大危机”的条件尚不具备,但低波动率体现出的投资者过度追求高收益、高风险和高杠杆的极端情绪仍然值得警惕。低波动率之下金融市场的“普遍繁荣”的景象可能会随着投资者风险偏好的变化出现较大的转变。全球股市、新兴市场等风险程度较高的市场和区域可能将面临资金大幅流出的冲击,一些被繁荣景象所掩盖的问题可能随之凸显。中资金融机构在密切跟踪市场动态的同时,亦需冷静分析市场情绪及指数走势的变化,高度关注低波动率之后可能出现的风险,提前预判来自外部的汇率风险、交易风险、信用风险等,及早作出应对;此外,还应重视对客户风险提示工作,提前警示国际金融市场可能存在的各种风险。

(作者系经济学博士,供职于工行城市金融研究所)

完善三种机制 净化市场空气

何进

中国经济要保持稳定增长,需要新的动力。这种动力就是在尽可能大的范围内发挥市场资源配置效应,在最大限度内提高资源配置效率,合理确定市场边界和政府边界,充分发挥市场能力。但发挥市场机制的作用,需要公平、公开、公正做保障,需要完善并严格执行三个方面的机制,促进市场体系的正常运转。

完善反市场操纵机制

发改委反垄断局近日表示,日立、三菱电机、不二越等12家汽车零部件厂商因操纵产品供应价格,被处12.35亿元罚款。其中日立和不二越主动配合调查,被免除处罚。

有观点认为,中国针对外资企业反垄断、反市场操纵,影响外商投资,对中国投资信心产生负面影响。这种观点忽视一个重要现象,反垄断、反市场操纵是市场经济国家的普遍做法,任何一个市场经济国家都不会漠视垄断、市场操纵行为的存在。

美国是进行反垄断比较典型的国家,早在1890年就颁布反垄断法《谢尔曼法》,禁止垄断协议和独占行为,后在1914年颁布《联邦贸易委员会法》及《克莱顿法》,对《谢尔曼法》进行补充和完善。美国反垄断法,明确规定了垄断行为的存在会受到罚款、监禁、赔偿、民事制裁、强制解散、分离等多种惩罚。日本也对垄断行为“不客气”,在1947年颁布了《反垄断法》,后来多次对《反垄断法》进行修改,规定对垄断行为进行处理。

垄断、市场操纵最大的弊端在于扰乱正常的经济秩序,减少社会福利,降低市场性机会供给,妨碍价格机制对生产要素流向的引导作用。充分竞争是维系市场活力的源泉所在,是调动市场主体创新积极性的动能所在。市场经济讲究公平、公正,任何违反公平、公正的行为都应该受到抑制和打击。

中国此次反垄断、反市场操纵,消除企业在竞争中的不良行为,有利于净化市场机制运行“空气”,有利于提供一个公平、公正的市场经济发展环境,对包括所有外资企业在内的企业都是有利的。因此,中国反垄断、反操纵不会对吸引外资造成负面影响,反而会进一步增强对外商投资的吸引力。中国今后应进一步借鉴西方发达国家经验,完善和健全反垄断法,严格执行反垄断、反市场操纵机制,尽可能地使市场在充分竞争的轨道上运行。

中国在完善反垄断、反市场操纵机制方面,可以在合理确定跨境收入征税和相关税收管辖权的基础上,引入国际税收治理机制,形成一种新的反垄断、反市场操纵机制举措。

中国后发优势的发挥需要消除市场自发产生的机会供给极化现象,即生产要素趋向机会供给多的区域和人群。产生这种现象的原因包括交通条件落后、制度建设落后、中低收入者就业机会不足、收入再分配政策不完善等。消除机会供给极化现象,发挥后发优势,其关键是要依靠市场机制本身,因为市场主体能敏锐观察到后发地区的成本优势,“边际”增长优势,但前提是后发地区交通条件落后、制度建设落后等逐步得到消除;另一方面还要完善收入再分配政策和收入倍增计划,增加中低收入者的收入。中国政府未来应大力改善落后地区的交通条件,增加落后地区教育、卫生等公共品供给,大的投资项目尽可能地落后区域倾斜,增加中低收入者就业机会,逐步实施财产税制度改革,实施科学的居民收入倍增计划,同时应加快国有企业薪酬制度改革步伐,达到完善机会供给均衡机制的目的。

完善信用体系运行机制

8月19日国务院常务会议决定推出进一步简政放权措施,持续扩大改革成效,有针对性地推进行政审批制度改革新措施。其中包括再取消和下放87项“含金量”高的审批事项;减轻企业负担,再取消19个评比达标表彰项目;等等。

上述措施的实质就是减少政府对市场的干预,让市场轻松运

行,让市场轻松地配置资源。资源配置方式有市场配置和政府配置两种,市场机制被证明是最有效的资源配置方式。政府在处理与市场关系方面,不应过多干预市场,不应削弱市场的公平、公正,应尽量做到少干预市场,充分发挥市场自身作用和功能。事实证明,政府干预市场过多容易滋生腐败。政府行为的出发点应当是服务市场、服务企业等市场主体。这次国务院常务会议所决定推出的上述措施,是正确处理政府和市场关系的一次重要行动。

政府与市场关系的另一方面是政府应制定规则,采取措施维系市场信用。因为从信用角度看,市场经济是信用经济,没有信用的市场经济不是市场经济,市场机制得以有效配置资源的前提就是信用的存在,一个没有信用的市场体系是不能长久的。从新制度经济学角度看,信用的存在可以减少市场交易费用,提高市场运行绩效。市场失败的表现形式有多种,其中信用缺失是最可怕的,因为信用缺失动摇了市场经济的根基。前不久媒体曝光的一些涉及食品安全的案件,是典型的市场经济国家都不会漠视垄断、市场操纵行为的存在。市场信用体系的完善和健康运行,需要市场主体自发性遵守信用,但更为重要的是政府应大力参与市场信用体系建设,提倡建立符合市场经济规范的信用,对违反信用的企业应按照相关法律予以处罚。

完善机会供给均衡机制

据媒体报道,世界贸易组织在日内瓦公布的报告指出,巴西是2013年全球采取反倾销措施最多的国家,全年对进口商品提起诉讼共计39宗。除巴西外,采取反倾销措施较多的国家还包括印度(提起诉讼35宗)、美国(34宗)、澳大利亚(20宗)和阿根廷(19宗)。反倾销措施的采取,对国际贸易发展会产生一定的影响。中国经济未来发展应将精力更多地用于刺激内需上,而要刺激内需,应当发挥后发优势。

中国后发优势的发挥主要包括两个方面:一是把后发区域的弱势转化为优势,使后发区域逐步向发达区域靠拢甚至超越发达地区,中国中西部地区还有很强的增长后劲,还有很大的增长空间;二是提高中低收入者的收入,达到提高内需的目的。中低收入者进入高收入者的行列,可以使后发劣势转化为后发优势。

中国后发优势的发挥需要消除市场自发产生的机会供给极化现象,即生产要素趋向机会供给多的区域和人群。产生这种现象的原因包括交通条件落后、制度建设落后、中低收入者就业机会不足、收入再分配政策不完善等。消除机会供给极化现象,发挥后发优势,其关键是要依靠市场机制本身,因为市场主体能敏锐观察到后发地区的成本优势,“边际”增长优势,但前提是后发地区交通条件落后、制度建设落后等逐步得到消除;另一方面还要完善收入再分配政策和收入倍增计划,增加中低收入者的收入。中国政府未来应大力改善落后地区的交通条件,增加落后地区教育、卫生等公共品供给,大的投资项目尽可能地落后区域倾斜,增加中低收入者就业机会,逐步实施财产税制度改革,实施科学的居民收入倍增计划,同时应加快国有企业薪酬制度改革步伐,达到完善机会供给均衡机制的目的。

(作者系深圳市国家税务局总经济师)

像清理“官员独董”一样 清理“学术老板”

冯海宁

中国工程院院士、中国农业大学生物学院教授李宁日前因因涉嫌将其承担的转基因项目经费转移至名下公司被吉林省人民检察院带走调查。李宁名下有多家生物技术公司,分别在北京和无锡等地。

这一消息见报后,有人称反腐风暴刮进了科学界。虽然李宁案的详情尚未公布,但从报道来看,李宁被调查至少与两个因素有关:一是国家对科研项目资金投入过大,且管理不合理。据悉,转基因专项国家一次性投入有200多万元,最多的时候每年都有二三十亿元的预算,一个课题组可以拿到几百万元。同时又规定两年花完,而实际上花不了这么多钱,这等于是“逼”着相关专家乱花钱,或者转移项目经费。二是李宁名下有多家公司,而且这些公司都与李宁的研究领域有关,容易出现问题。如果李宁转移项目经费这一消息属实,这些公司显然为李宁转移项目经费提供了方便。即使李宁没有转移项目经费,但李宁的公司业务与其研究领域重合,或者公司参与科研项目,也很难保证没有利益输送。

在笔者看来,不管李宁案结果如何,都有必要在科学界、学术界刮一场清理风暴,不但要对那些在企业兼职的科学家、经济学家进行彻底清理,还要对那些一边搞科研一边当老板的科学家、专家进行清理——所谓“清理”,就是限期让这些专家在学术与商业之

严控债务风险成预算法草案四审稿一大焦点



政府债务阳光化,四审现行预算法。卖地收入已减少,偿债压力在增大。滥用赤字求政绩,终留隐患害国家。监督从严行法治,确保公帑刀口花。

赵乃育/漫画 孙勇/诗

统一账户平台倒逼券商提高综合实力

皮海洲

证监会新闻发言人张晓军日前介绍,备受市场各方关注的统一账户平台将于今年十一期间上线,有关业务指南也将于近期发布。而紧随其后,中国证券登记结算公司于8月25日发布了《证券账户管理规则(修订稿)》,明确规定该规则自今年十月一日起实施。

对于中国资本市场的发展来说,统一账户平台的上线有多方面的意义。但对于广大投资者来说,统一账户平台无疑给了投资者一个护身符,有利于保护投资者利益。因为根据统一账户平台的设计,投资者的证券账户由总账户(也叫“一码通账户”)及关联的子账户共同组成。每个投资者只能拥有一个总账户,但同时可以拥有多个子账户,这就意味着目前“一人一户”的限制将被废除。如此一来,每个投资者可以在多家券商

开户与交易,投资者在券商交易平台的选择问题上拥有绝对的主动权,不再“一而终”。在开户与交易的问题上,投资者在与券商的“叫价”之中就占据主动权。投资者最终选择哪家券商交易平台,由投资者自己说了算。并且投资者即便选择了哪家券商开户,这也不是终身制,随后如果不满意,仍然可以选择到其他的券商平台开户交易。

统一账户平台的推出,实际上是倒逼券商提高自身综合实力。对于券商来说,首先意味着“高佣金时代”的结束,意味着“券商佣金联盟”的彻底崩溃。回想今年初国金证券与腾讯合作推出“佣金宝”给予投资者万分之二佣金的时候,不少国内同行对此大加指责,而且来自地方的行业管理部门也没少给国金证券施压。但随着统一账户平台的推出,

“佣金宝”将成为国内券商共同的选择。还想继续实行高佣金政策者,必将被投资者所淘汰。而“佣金宝”类产品的推出将会成为券商发展的一大标志。毕竟互联网金融是国内证券业发展的一大方向。

券商之间的“佣金战”只是券商之间竞争的第一步。而要把投资者留下来,或者要把投资者争夺到自己的交易平台中来,券商服务水平的提高是必不可少。而这种服务水平的提高是全方面的。比如,在对投资者的服务态度上要热情周到,这是最基本要求。又如,交易软件的开发与网络安全,这既是最基本的服务,同时又是十分重要的服务,若因此让投资者感到不满意而失去投资者,那实在是太冤枉。再如,还要给投资者提供高水平的投资咨询与分析,供投资者作出正确的投资决策。对于投资者来说,这一点至关重要。毕竟投资

者投资股票,赚钱才是第一位的。在这个问题上,“佣金宝”推出的“免费赠送价值6888元/年的高端咨询产品,为投资者提供股票投资指导建议”就是一个很好的服务投资者的方式。此外,对于一些机构大户,提供“私人定制”的个性化服务,也是券商们必须要做到的一条。

不仅如此,向不同的投资者提供合适的理财产品,让投资者的资产保值增值,这既是券商服务于投资者的一种方式,同时也是券商自身发展的一种需要。而且这种服务投资者是更高层次的服务,有利于让投资者“把根留住”。

实际上,伴随着券商服务投资者水平提高的过程,也就是券商做大做强的过程。如果能够达到这一最终目标,就是统一账户平台的推出对于券商发展所作出的最重大贡献了。

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。