

# 个股期权宜采用混合型做市商制度

熊锦秋

近日,《股票期权交易试点管理办法(征求意见稿)》出台,其中第八条规定股票期权交易可以实行做市商制度,承担为股票期权合约提供双边报价等义务。笔者认为,个股期权做市商制度应该直接明确为混合型做市商制度。

目前交易制度主要有三种形式,即竞价交易制度、做市商制度以及处于两者之间的混合交易制度。竞价交易由买卖双方交易中心以买卖双向价格为基准实行撮合交易,它又包括连续竞价方式和集合竞价方式;其优点在于市场透明度高,交易成本较低,监管难度低,风险小。做市商制度由做市商不断地向投资者双向报价,并接受公众投资者的买卖要求,这个制度的最大优势在于确保市场流动性和交易成功,但市场透明度较低,做市商在其中拥有信息等方面优势,并有可能损害投资者利益。对做市商制度的监管难度大,同时,市场风险也相对较大。混合交易制度是做市商制度与竞价交易制度的折中,采用的是指令驱动机制,做市商有义务进行双边报价,但其报价指令下达后,需

要和其他投资者的指令一样按价格优先、时间优先的竞价原则进行排序,做市商没有成交优先权,投资者交易的对象既可能是做市商,也可能是其他投资者,这个制度的市场透明度较高,市场流动性强,做市商操纵市场风险较小。

目前全球大部分期权市场都引入了做市商制度,之所以引入做市商,是因为如果期权合约流动性不足,容易造成客户交易成本过高、无法及时开平仓、价格过度偏离等问题,做市商制度有利于增强市场流动性、提高价格稳定性。但由于在传统做市商制度中,存在做市商利用信息不对称的优势地位侵害其他投资者权益的情况,原先采用传统做市商制度的市场逐渐引入了竞价交易制度,做市商制度逐渐演变为混合型做市商制度。前段时间,上交所开展的期权全真模拟交易采用的也是混合交易制度,不过,在《意见稿》中,只是模糊地提出“实行做市商制度”;笔者认为,我国个股期权市场应该发挥后发优势,直接明确采用混合型做市商制度,在此基础上还应该有所创新。

比如,在混合型做市商制度中,

如何吸引做市商参与,是个需要解决的问题。为此有关方面提出拟对个股期权做市商实行系列优惠措施,包括交易费用、结算费用和税收等费用减免,适当降低做市商保证金要求、放宽持仓限额,允许做市商充分利用信息优势等,在最后一条款中,做市商可以查阅交易期间所负责的个股期权和标的证券所有档位的委托报价和数量,这个做法类似目前新三板做市商制度。新三板做市商事先报出买卖价格,而投资人在看到报价后才能下达订单,新三板为做市商提供其做市股票实时最高10个价位的投资者买入限价申报价格和数量、最低10个价位的投资者卖出限价申报价格和数量等信息,以及为该股票提供做市报价服务做市商的实时最优10笔买入和卖出做市申报价格及数量等信息;而新三板投资者所能看到的报价信息,主要是即时行情中显示的“做市商实时最高3个价位买入申报价格和数量、做市商实时最低3个价位卖出申报价格和数量等”。

也就是说,将来个股期权实行的做市商制度,或与新三板类似,做市商看到的报价信息与投资者可能有所不同,既包括做市商的报价,也包括投资者的报价,而投资者所能看到的,或许就只有做

市商的少数几档报价,做市商具有掌握更多交易信息的优势,而且交易所允许做市商利用这种优势,以补偿其双向报价做市可能产生的损失。笔者认为,作为对做市商回报,对做市商交易费用等方面予以减免政策可以大胆采用,但上述做市商可以看到投资者底牌,而投资者处于“小黑屋”之中的游戏模式,对投资者很不公平,应该极力避免。既然个股期权采用混合型做市商制度,且做市商交易指令和投资者的指令一样按价格优先、时间优先的竞价原则进行排序,建议在报价信息显示方面,对投资者和做市商应该一视同仁,各方看到的应该是同样的显示界面。

此外,如果个股期权采用混合型做市商制度,还应注意加强对做市商的监管。借鉴美国等成熟市场做法,应该加强对做市商的做市义务履行情况的考核,对于无故持续没有履行义务的做市商要取消和更换;对做市商的报价是否合理也要鉴别,要防止做市商通过合谋维持较大价差损害投资者利益,防止做市商利用自身特殊地位变做市为操纵市场。

## 焦点评论

# 国际局势缓和方能解除俄银行危机

余丰慧

12月5日,俄罗斯总统宣布一项针对该国银行业的外汇救助计划,即当该国银行业陷入困境时,储备资金可用于救助受困银行。

俄罗斯银行的情况用内忧外患来形容再恰当不过了。从内部看,俄金融系统已经举步维艰,俄银行业没有足够的抵押品获得美元,俄私营部门也需依靠国家资助才能生存。今年6月份以来,卢布汇率下跌约40%,卢布贬值大幅提高了俄罗斯银行业的偿债成本。从外部看,俄罗斯银行业在2015年面临约500亿美元的偿债压力,到2016年仍有850亿美元的债务到期。目前,俄罗斯银行业的外债总额高达1920亿美元,自1998年俄罗斯金融危机以来上涨了10倍。同时,西方国家的轮番制裁也严重限制了俄罗斯银行业获得外国融资的能力。欧盟表示,自8月1日起,将禁止欧盟投资者购买上述银行发行的期限90天以上的债券及其股票。美国方面也禁止美国银行业向俄罗斯大型银行、能源和国防三行业提供到期时间在90天以上的贷款,而这三大行业是对俄罗斯经济至关重要的行业,禁令意味着一批对俄罗斯经济有重要影响的公司需要寻找新的外国融资渠道。

卢布大幅度贬值导致还债成本大幅度提高,外部巨额债务接连到期,俄罗斯银行特别是国有银行遇到了空前困难。而雪上加霜的制裁切断了新的融资渠道,老债务又将到期。俄罗斯银行乃至整个金融体系都陷入了历史上少有的困境。

最为致命的是俄罗斯外汇体制对国内经济金融的重创。俄罗斯已经实行了近20年的外汇走廊体制,即有管理上限的浮动汇率制,与目前中国外汇管理体制差不多,其本质还是盯住美元的固定汇率制。但在这一轮石油冲击中,这一外汇体制事实上已经“瓦解”。受国内外经济影响,特别是国际制裁影响,卢布已经贬值40%,俄罗斯为了维持固定汇率耗了大量外汇,仅今年以来就已经减少约900亿美元外汇储备,耗费整个外储的五分之一。在此情况下,俄罗斯央行不得不提前宣布实行卢布浮动汇率,即市场化汇率制。较此前计划的2015年1月1日提前了两个月。

笔者认为,未来俄罗斯在外汇政策和国内货币政策掌控上可能面临更大困难和挑战。俄罗斯已经于2006年7月1日实行卢布可自由

兑换。这几年在汇率走廊体制下,虽然货币可自由兑换,但汇率由俄央行掌控。卢布汇率转向浮动的情况,结合自由兑换,国内货币政策可能将被国际货币的美元汇率以及美国货币政策调控所左右与控制,货币政策也将陷入被动。截至12月1日,俄罗斯有外汇储备3610亿美元,目前看尚能抵挡一阵子。

必须看到,俄罗斯金融危机背后是实体经济出现了大问题。石油是俄罗斯经济的支柱,俄40%的财政收入来自石油出口。国际原油价格“跌跌不休”,面对持续下跌的石油价格,欧佩克组织(OPEC)本应该减产调节价格,但11月28日却做出了“不减产”的决定,使得纽约原油期货价格收盘暴跌,报收于66.15美元每桶,创下5年来新低。国际原油价格将近一半的跌幅,对俄罗斯经济造成了重创。俄罗斯因西方制裁损失约400亿美元,因油价下跌又损失900亿-1000亿美元。如果油价进一步下跌,俄明年可能还要损失2000亿美元。这种状况如果持续下去,那么,俄罗斯一边要偿还巨额外部债务,另一边还债来源的出口创汇额度却在急剧下降。这不仅威胁到俄罗斯的财政,而且正在威胁到俄罗斯的外汇储备以及体制。

日前,俄罗斯总统普京罕见地提议使用国家储备(也就是国家财富基金,NWF)来救助国内银行,这一举动预示着俄罗斯经济确实到了最危险最困难的时刻。不过,动用国家财富基金也只能解决一时的问题,而不是治本之策。与此同时,俄罗斯总统普京近期多次表示无意与西方国家对抗,制裁只能是两败俱伤,已经表示出了在乌克兰东部问题上“妥协”的意思。特别是在会见过境的法国总统奥朗德时,双方在乌克兰东部问题上消弭了意见分歧。早日结束乌克兰东部的国际纠纷和对抗,也许是俄罗斯摆脱经济金融困境的治本之策。

当然必须看到,虽然俄罗斯银行等金融体系面临重重危机,但仅从外汇储备看偿还国际债务还是有保障的。3610亿美元外汇储备足以保证俄罗斯在2015年偿还所有外债。

俄罗斯经济能够走上正常轨道,对于包括中国在内的金砖国家、新兴市场国家以及包括德国在内的欧洲国家都是重大利好。希望在国际社会的共同努力下,特别是俄罗斯要在国际关系中采取务实路线,使其早日摆脱目前的经济金融困难或者说危机。

# 从房产税试点失败汲取教训

冯海宁

据媒体报道,因房产税存在较大争议,中央已确定停止房产税扩围,转为推进房地产立法工作。届时,包括重庆、上海在内的已试点房产税的城市,将全部按照新法实施。今年从放弃房产税的试点,到启动房产税立法工作,说明此前两地的试点失败了。

自从重庆和上海于2011年开展房产税试点以来,此后不断传出房产税将要扩围的消息。然而,今年再也不提这个说法了。有专家因此认为重庆与上海的房产税试点失败。中国房地产及住宅研究会副会长顾云昌也认为,“上海和重庆在试点房产税过程中有很多问题,在抑制房价及增加地方税收方面的作用不大,因此无法在全国推广。”既然种种迹象表明房产税扩围已经停止,这意味着之前两地的试点基本宣告失败,没有达到预期的目的,那么,该从这种失败案例吸取什么教训?

其一,试点方案本身设计不合理。针对多套房、高档房在房产保有环节征收房产税,这并没有什么错。而重庆与上海的试点方案则存在很多问题,比如说,征收范围过窄,税率设置偏低等。虽然说处于试点环节的房产税允许各种尝试,甚至也允许试点失败,但试点方案设计明

显的缺陷是失败的根源。其它要取得成功,就必须高度重视试点方案的设计,只有方案合理,试点才存在成功的可能性。

其二,对住宅征收房产税的法律依据没有进行充分的调研和宣传。虽然上海与重庆征收房产税时,制定了地方暂行办法,但依据不明确,饱受舆论质疑。今后任何改革,必须要在法律层面上打好基础。

其三,房产税试点“单兵突进”失败几率大增。舆论早就指出,我国房产税收费征收存在很多问题,税费多而杂,存在重复征税等问题。2008年多位全国政协委员在两会提案中指出,房地产税费达50余项,涉及25个部门,政府各种税费占总房价的30%左右。只有彻底清理不合理税费,系统设计房地产税制,房地产税制改革才能成功。单一的房产税试点改革,注定会是一个失败结局。

在笔者看来,任何领域的税制改革都应该从房产税试点失败吸取一些教训,比如说,改革方案要充分论证,改革举措要有法律依据,改革要有整体安排等。虽然说改革需要试点,试点要允许失败,但也要意识到,失败是要付出时间等成本的。如果能从失败案例中充分吸取经验教训,试点多少有些价值,但如果没有充分吸取经验教训,试点就没有任何意义。

## 股市发飙式上涨,多家险企踏空陷两难



股市行情大逆转,险企心头烦不烦?踏空已然伤业绩,追多或将招隐患。风险偏好提升,买者自负要承担。估值泡沫争又起,是进是退很艰难。

郭喜忠/漫画  
孙勇/绘

# 彩票公益金使用应高度透明

莫开伟

近日,国家审计署对18个省(市)开展了彩票资金审计工作。福彩和体彩发行20多年来,累计销量已超过1.7万亿元,提出的彩票公益金已超过了6000亿元。但公益金总体去向成谜,在局部可看清使用方向的地方,也是问题重重。

众所周知,彩票本质是通过政府特殊事业向社会募集公益基金,其目的不是经营牟利,更不是赌博娱乐,而是通过人们买彩票补充公益开支不足。按照《国务院关于进一步规范彩票管理的通知》规定,彩票公益金不得低于35%,并规定彩票公益金一半上缴中央财政,一半留在地方。上缴中央部分按60%、30%、5%、5%比例,分配至社保基金、专项公益金、民政部和国家体育总局;留在地方,也规定用于“扶老、助残、救孤、济困、赈灾”等5类公益事业。然而,从目前看,不管是中央还是地方,在使用上都存在问题。如2013年中央政府彩

票公益金决算总数为303.08亿元,而用于补充全国社保基金总数为276.65亿元,比例超过90%。而用于社会福利、体育、教育、残疾人、农村医疗救助等事业则少得可怜。而地方在彩票公益金使用上,不仅效益低下,而且乱象丛生,据披露,存在三大类问题:一是趴在账上睡觉或沦为“小金库”。二是被挪用盖大楼、买车等。三是挪用作办公经费,甚至用于发放部门工资。

正由于使用管理不规范,滋生了彩票腐败行为,有的向关系户输送利益,有的甚至购买豪华游艇。可见,理应是“取之于民、用之于民”的公益金,却沦落为权力部门自肥的“唐僧肉”,不仅使福利及体育事业资助力度减小,也违背了“扶老、助残、救孤、济困”宗旨,使彩票业合法性受到质疑。尤其购买彩票的主力为农民工,而社保基金恰恰和这群人无关系,把农民工的钱,花在和他们无关的社保基金上,彩票管理部门的做法,无疑辜负了大众对彩票公益金的

期望。

造成彩票公益金使用乱象频现,一是相关部门在使用公益金上权力过大,缺乏监督制约,使公益金使用变了味,成了牟取部门福利的“小钱柜”。二是在使用分配上缺乏法律强制性,使各种乱象失去法律惩治威慑力,也使公益金成了一块任由权力部门摆弄的“橡皮泥”。三是民间社会机构、民众无法参与资金使用和项目全程监督,使资金使用变得“神秘莫测”,规章监管成了一种摆设。为此,要确保我国彩票公益金使用规范,不至于成“一头雾水”,关键要提高公益金使用透明度,引入社会监督力量,可向台湾学习,对彩票发行采取公开招标方式,提高公众监督参与度和话语权,把公益金投入的所有项目和全过程纳入公示范围,实现资讯公开,对运用效果进行考核,不留任何漏洞。同时,加强法制建设,把公益金使用纳入法治轨道,提高违法使用成本,增强法治威慑力,铲除彩票滋生腐败的土壤,确保彩票公益金使用运行在健康轨道上。

# 中信银行菁英卡 终结储蓄卡无感时代

借记卡作为银行服务客户的重要介质之一,成为了银行零售转型中重要的发力点。事实上,所有的金融活动都以它为核心,而非信用卡,通过借记卡,银行可以提供全方位综合金融服务。但借记卡只变脸不变功能的现状早已让客户“无感”。对于大部分普通客户来说,借记卡的功能停留在简单的“存、取、刷”。而且在互联网金融的孕育下,支付、理财都有更多选择,借记卡对于他们来说正在逐渐丧失吸引力。因此,突破借记卡同质化的僵局,打造借记卡独有的吸引力,或许能打开一扇通往客户群体的大门。主题借记卡嫁接明星互联网产品 瞄准“菁英”人群

近日,中信银行正式推出全新借记卡产品——中信菁英卡,主打青年群体。该卡整合了中信银行此前大力打造的支付APP异度支付、工资理财产品“薪金煲”、全程不落地的网络贷款三大产品。这三款产品被誉为触网先锋中信银行的大作,异度支付包含了二维码支付、NFC支付、全网跨行收单等子产品,绑定银行卡后即可实现无卡支付;薪金煲则是可以随时取现,随时消费的宝宝类产品,实现了理财、消费两不误的金融体验;而中信银行的网络贷款则是依靠大数据、云计算等技术手段分析客户资信状况,可在短短几分钟内在线提取贷款资金。不仅如此,菁英卡持卡人还能享受专属理财产品、基

金、保险等,独享更高的收益。全方位满足了青年群体的支付、理财、贷款的需求。中信银行的这三款明星产品恰恰是迎合青年群体移动支付、工资理财、贷款全线上快速审批等需求和习惯,同时配合菁英卡为青年群体打造的专属理财产品,相信这四者嫁接一张菁英卡上之后,就能产生一股化学反应,让这张借记卡对消费者的吸引力大大提升。大数据时代下的跨界融合 借记卡步入3.0时代

在借记卡1.0时代,它只是存折的替代品;借记卡2.0时代则以各类卡通粉丝卡为代表,在借记卡外形上大做文章。而在大数据背景下,银行透过分析并对借记卡功能和服务进行的突破则将其带入了3.0时代。其重要的标志就是“跨界”二字,即银行以大数据分析为指引,走出金融本身的疆域,为客户寻求更丰富的生活服务。以往,特权是只有财富客户才可以享受到的服务,现在为了抓住更多普通年轻客户,银行开始谋求更多元的跨界,为他们打造特权。这一定能让借记卡的使用体验感形成一个飞跃,当然也只有不断地提升体验才会带来更多忠诚的客户。

中信银行在打造菁英卡的增值服务时,就基于大数据,对青年群体的兴趣偏好进行分析,并发现线上娱乐、学习提升是青年群体关注度很高的两项内容。为此,中信银行

跨界联合爱奇艺、明星作家、读书平台为客户提供“0元线上观影特权”、“菁英读书会”等亮点增值服务。其实,正是这些被消费者所喜爱的多元化服务,才是让他们对银行卡有“无感”到“有感”的关键因素。“有感”并不难 与客户“一起玩”让他们爱上银行

说到底,客户对银行“无感”,一方面是因为消费者感受不到权益,一方面是银行与客户缺乏互动。

借着本次菁英卡的发布,中信银行大胆突破,一改以往酒店“讲话会”的模式,将发布会改为户外路演,让金融理财、爱奇艺VIP观影、菁英读书会等服务一一落地,变为一个又一个体验区,和年轻人一起“玩”了起来。只要在现场,消费者就能感受到完整的服务链条。

在了解菁英卡产品功能和它突破过去的玩法之后,我们不难看出,中信银行打造的不仅是一款客户需要的产品,更是让客户有感受的、被打动的一种服务。不论是符合80后、90后互联网理财习惯的宝宝类产品,还是年轻人喜欢的免费在线观影权益,或者是一次给思想充电的读书会,都是着眼于给客户群带来快乐和提升的那些生活细节。相信如此贴心的菁英卡定能让客户爱上银行。

这样的一张菁英卡,你想要么?这样的银行,你爱么? (CIS)

**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。