从期权大幅波动看市场制度待完善之处

熊锦秋

期权市场刚刚开张不久,有两个交易日出现合约大幅波动。2月11日上证50ETF期权两个合约遭遇“乌龙指”,盘中暴跌99%并触发熔断,价格异常系做市商中信证券在午间调整报价参数报单导致大幅偏离理论价值;2月13日下午开盘时,部分做市商调整了对几个50ETF期权合约报价,导致实际成交价格偏离开盘价达50%,触发熔断机制,另外该日也发生一起个人报错单事件。13日证监会新闻发言人表示,投资者对期权市场不熟悉,期权功能发挥还有待完善。

期权合约价格动不动就跌到开盘价50%甚至1%,这与期权独特的交易制度有关。期权合约的涨跌停板制度与股票不一样,其涨跌停板并非“期权合约”前收盘价的上下10%,其决定方式更为复杂,比如期权合约最大跌幅为“合约标的”前收盘价的10%,注意,这里用词是“合约标的”而非“期权合约”;目前期权合约包括“50ETF购4月2400”等56个、价格绝大多数都在0.2元以下,而合约标的为“华夏上证50ETF”,近来其价格在2.3元以上,按此计算,一些期权合约的跌停板价格甚至为负值,此时按《上交所股票期权试点交易规则》,“计算出的合约跌停价格低于最小价格变动单位的,合约跌停价格为最小价格变动单位”,期权合约的跌停价位为期权最小变动价格单位、也即0.0001元。这就是说,期权下跌最大可以跌到接近于0的地板价0.0001元。

另外,期权交易还实行熔断制度。在连续竞价交易期间,合约盘中交易价格较最近参考价格上涨、下跌达到或者超过50%,且价格涨跌绝对值达到或者超过该合约最小报价单位5倍的,该合约进入3分钟的集合竞价交易阶段;最近参考价格,是指期权合约在最近一次集合竞价阶段产生的成交价格。由于跌停板较为宽松,加上目前市场流动性不足,期权变动幅度很容易超过“最近参考价格”50%,并触发熔断制度。

从上述规定可以看出,当前期权熔断制度尤其是涨跌停板制度的设计似乎还过于宽松,这是产生前述事件的一个主因,建议收窄涨跌停板,比如最大跌幅设计为“合约标的前收盘价×5%”,当然最大涨幅的制度设计更为复杂,但也应该比原来稍微收窄一些。同理,期权熔断制度的熔点设计,也不应过于宽松,要防止期权价格“上天入地”的情况产生。

值得关注的是,在11日、13日两个不同的交易日,由于做市商错单或主动调整报价,都引起期权价格大幅波动,说明做市商对期权价格的巨大影响。如何确保这种影响不是出于市场操纵,这需要相应的对策。应该说,这方面《上交所股票期权试点做市商业务指引》有所约束,比如规定做市商不得利用做市业务进行内幕交易、市场操纵等违法违规行为;做市商存在操纵期权市场或合约标的市场等违法违规行为的,可以取消其做市商资格。但关键的问题是,并没有详细的规则来判定做市商的交易行为是属于价格发现还是乌龙指、或是市场操纵。

其实,个股或ETF期权作为股市衍生品,它有自己独特的运行规律,目前《证券市场操纵行为和内幕交易认定指引》适用对象是证券市场,《期货交易管理条例》也只是原则性规定了5种操纵行为类型,笔者觉得这些规定对期权市场或许都不太适用,笔者建议对具有特殊性的期权市场建立单独的市场操纵以及内幕交易行为认定指引,尤其是做市商与一般投资者存在区别,有必要建立做市商操作行为与内幕交易的相应认定办法。

另外,几十张期权合约就可将期权价格杀低到触及熔断制度,说明ETF期权市场流动性不足,投资者数量还比较少,这一方面是因为市场门槛较高,另一方面是因为有些投资者对期权市场认识还不足、不敢贸然进入,期权价格与标的股价、执行价格、利率、到期时间、波动率等有定量关系,专业性极强,不是一般人搞得懂,有人把买期权比喻为买保险,对于大型机构投资者,利用好期权,可以趋利避害,在控制风险基础上将投资收益最大化,这需要交易所、证券公司等中介加强期权方面知识传播培训,从而加快期权市场的培育和扩大。

滴滴、快的合并背后的隐忧

余丰慧

2月14日,滴滴打车与快的打车联合发布声明,宣布两家正式战略合并,滴滴打车CEO程维与快的打车CEO吕传伟将联合担任CEO,滴滴打车总裁柳青担任合并后公司的唯一总裁。

这次合并,双方从开始谈判到最终达成合并意向历时22天。从向社会放出合并消息看,仅仅20几个小时。滴滴快的闪电合并将成为“中国并购史上最经典的一页”。

合并可以避免恶性竞争,不再依靠烧钱来占领市场、争夺客户,因此对两家企业来说是明智之举。对司机和乘客来说,虽然补贴可能下降甚至消失,但消费者不用再在两者之间为难地进行选择,从“省心”角度看,也算是件好事。

从此前二者比赛进行烧钱看,貌似这次合并就是为了停止这种可怕的烧钱行为。但是,两家公司疯狂烧钱,效果和利益也是非常明显的。它使得司机和乘客以最快时间认识了网络叫车软件,两家公司的服务因此迅速占领市场、进入百姓视野,对传统方式带来挑战,也方便了乘客。一定程度上说,滴滴和快的网络叫车软件突袭而来,特别是后来专车服务的出现,正在撼动目前死板一块的出租车市场,使得改革出租车服务方式成为社会一致的呼声。如果没有滴滴和快的二者疯狂烧钱,这些都不会出现。所以说,二者的烧钱没有白烧,烧钱最起码起到了广告效应。

阿里、腾讯两家公司在车辆服务领域由冤家到儿女亲家是一件大事情。两家公司合并成功不仅仅影响快的和滴滴两家打车公司,对阿里和腾讯这对多年来在多领域在进较量的冤家之间的关系发生一个较大的变化。或许这次合并暗示着两家巨头不再搞恶性的竞争,例如,微信和支付宝会寻求在更宽领域进行合作而不是争斗。这样的话,不仅对两家巨头有利,而且也给客户和消费者带来利好。两家巨头合力合作将对传统经济领域带来巨大挑战,互联网金融对传统银行的挑战将进入白热化。

不过,被誉为“中国并购史上最经典的一页”的合并背后也有隐患,值得关注。一是会否形成自然垄断。截至2014年12月,中国打车App累计账户规模达到1.7亿。滴滴打车与快的打车分别以56.5%、43.3%的比例占据中国打车App市场累计账户份额领先位置。合并后的新公司在中国打车App市场份额中的占比将超过90%。根据《反垄断法》的规定,经营者的市场份额达到二分之一以上,即可推定具有市场支配地位,显然滴滴和快的合并后市场份额远远超过二分之一,具有市场支配地位没有疑问。

但是,具有市场支配地位,与是否利用市场支配地位谋取垄断利益是两个概念。只要二者合并没有利用市场支配地位去损害消费者利益,打压竞争对手,就不会被反垄断调查。高科技行业发达的美国通常对高科技公司合并垄断现象采取了最大容忍。因为这些公司没有让效率损失,这些公司创新力极强。保护效率和创新是美国这几年对高科技公司涉嫌垄断“高抬贵手”的原因。这个动向值得中国注意。没有谁能轻易坐稳霸主,虽然二者合并后处于市场支配地位,但其它巨头正在虎视眈眈。例如:百度与美国叫车服务公司Uber一旦达成参股合并协议,那么,很快就又会出现新的巨头。

此次合并的另一个看点在于,合并之后的内部事务如果妥善处理,也就是利益上如何恰当处理。股权如何划分?从目前没有公布公开股权构成看,一定是谈判上有纠纷和难度。滴滴打车CEO程维与快的打车CEO吕传伟将联合担任CEO的一山容二虎现象,今后会否出现裂痕?“合并后,两家公司在人员架构上保持不变,业务将继续平行发展,并将保留各自的品牌和业务独立性。”那么业务领域如何划分?是按照板块还是按照地域?两个品牌独立运行,会否降低司机和乘客的选择体验呢?内部一系列问题处理上非常棘手,处理不当就会预留很大隐患。

总之,这起合并案对行业具有深远的影响,而面临的内部现实问题也需要双方拿出智慧来应对解决。

焦点评论

湖南基层政府统计造假:5.8亿产值报44亿

赵顺清/图

国企改革不应是简单的强化国有经济

贺军

有消息称,国企改革的顶层方案经过数轮讨论和修改,有望在今年“两会”后出台,国企改革混改门槛将进一步放宽,竞争性领域所有制资本参与的股权比例限制也将进一步放宽。国资投资运营机构可以根据自身需要,或根据投资收益最大化引入战略投资者,不要求绝对控股。除央企改革外,地方国企改革也在升温。31个省份在地方“两会”中都提出了2015年地方国资改革的蓝图,包括“混合所有制改革”、“兼并重组”、“分类改革”、“整体上市”、“国有资本投资公司试点”等内容。

在我们的研究团队看来,中央要求推动国企改革的决心很大,力度很强,但国企改革仍有一些根本性的问题不明确。我们认为,在最新的国企改革方案制订之前,需要把一些前提性的问题搞清楚:

第一,国企改革的目标是什么?国资委曾总结中央对国有经济发展和国企改革的看法有“四论”:一是命门论,即国有经济是“命门”。二是“基础论”,即国有经济是党执政的重要基础。三是“加强论”,国有企业只能加强,不能削弱。四是“防流失论”,不能在一片改革声浪中造成国有资产流失。据此有人认为,国企改革的根本目标就是做大做强,强化国有经济的支柱性地位。

不过,如此理解国企改革过于偏颇。“命门”固然重要,但命门也很脆弱,捅破了就一钱不值。如果把国有经济视为执政基础,那占中国经济60%以上的民营经济就更是国家经济基础了。此外,加强国企并不等于继续做大国企规模,收缩规模、提高质量、转换国有资产形式,也是做强国企的重要方式。国企改革更重要的任务是配合市场化改革,如果国企改革不能给中国的市场化带来好处,那么改革的方向就错了。

第二,异化的国企应该如何改革?我们在多年以前就提出“国企异化论”,称国企已经异化为局部人的利益集团。中央巡视组对央企的巡视证实了这一点。仅2014年就有14名央企高管落马,而全国有超过70名国企高管落马。专项巡视发现,国企关联交易、利益输送链条层出不穷,触目惊心。部分央企领导人员背靠企业这棵“大树”,通过子女、亲属或其他关系人大行关联交易,“靠山吃山”、“靠船吃船”、“靠煤吃煤”、“靠油吃油”,只要手里有权力、有资源,都可以通过花样百出的关联交易方式,实现利益输送。2014年央企营业收入规模达25.1万亿元,实现利润1.4万亿元,负债超过66万亿元。经营效率其实相当低。

更重要的是,国企的这些问题大部分都是体制性的——正是由于国企体制,国企才变成了谁都想咬一块的“唐僧肉”,成为利益输送的源头!对于“异化”严重的国企来说,现有的国企改革方案是否能治病救急?需要谨慎思考。

第三,国企改革的思路是什么?现在热门的是混合所有制改革。国资委提出,国企改革要打破“五种界限”,即所有制、层级、系统、产业及国界限制。但从现有混改的实际操作来看,混改的核心是希望把社会上的钱“圈”到国企那里,帮助国企发展。不过,社会资本对于为什么要进国企?能交换到什么利益?如何保障投资权益?仍然带有很多疑问。

在我们看来,国企改革一是增量改革,二是存量改革。在存量改革上应改变国企管理形式,尽早从管企业转向管资产。而增量改革应该放开市场,国企向少数行业和领域集中,不要再跑马圈地,新生的市场应该放开竞争。国企改革的核心应该有利于市场化改革,而不是简单的强化国有经济。

(作者为安邦咨询高级研究员)

以就业歧视调控人口太不应该

郭文婧

据媒体报道,部分央企近日在其官网上挂出“人社部严控在京单位接收应届毕业生”的消息称,各中央单位在2014年基础上指标压缩17%,并严格限定年龄,毕业当年本科生不超过24岁、硕士生不超过27岁、博士生不超过35岁,于是,不少已经签约的毕业生,因“超龄”无法解决户口而不得不面临解约。

严格控制特大城市人口规模,并无不妥。但结果重要,过程同样重要,以何种方式来调控大城市人口规模,事关公平、事关科学。越是要严格控制特大城市人口规模,越不能以牺牲社会公平正义的形式来实现。

如果单从北京自身的利益考虑,将有限的进京指标,给那些年轻化、高素质且属于北京市紧缺专业的应届毕业生,毫无疑问是最有利的。但是,我们别忘了,北京是首都,其一举一动在全国都具有示范意义,北京可以通过就业歧视来调控人口,其它城市、其它单位也都可以“有样学样”,最后结果,很可能是反就业歧视的所有努力都白费了。正是在这个意义上,人们一再呼吁,首都更应该是“首善”之都。

我国存在形形色色的就业歧视,其中尤其以性别、年龄、社会出身的歧视为盛。虽然2008年实施的《就业促进法》填补了我国反就业歧视的法律空白,但法律规定模糊,缺乏操作性,同时缺乏救济渠道,使规定形同废纸。

就业是《宪法》赋予公民的权利。保障就业公平不仅具有重要的经济意义,更具有广泛的社会意义。现代法治国家纷纷选择立法来反就业歧视,只有“职业要求的需要”才可存在例外,否则劳动者就可起诉雇主。而“职业要求”也已基本法律化了,就业歧视得到了较好遏制。面对像北京这样公然的年龄歧视,我们除了继续呼吁尽快制定我国的《反就业歧视法》之外,似乎别无办法。

大城市调控人口规模的最好办法就是疏解城市功能,而不是就业歧视。以限制年龄为手段进行就业歧视显然就只是着眼眼前、着眼局部的懒政。难道不搞就业歧视,北京可持续健康发展的问题就不能破解了?既想要调控人口规模快速见效的政绩,又舍不得放弃非首都功能中的一些“肥肉”,自然只能出此下策。“改革先行,有序配套”,我们乐见北京在疏解非首都功能中采取切实措施,让人口规模调控自然而然,而不是让基于地区私利的就业歧视大行其道。

2015年股市楼市“双牛”可期

李宇嘉

一般认为,流动性增加时期,股市和楼市都会出现上扬,例如2005~2007年、2009年以及2012年12月~2013年一季度。但是,在同样的流动性环境下,二者也会出现“背离”。例如,2010年~2013年,社会融资总规模年均涨幅在20%左右,但这一时期股市陷入漫漫熊途,而房价却迎来史上最大涨幅。再如,2014年下半年以来,传统货币投放和工具创新不断,股市迎来“疯牛”行情,但房价却一路下跌。

综合目前经济形势看,2015年货币政策将比2014年更加宽松。央行在2014年四季度货币政策执行报告中表示,“要增强主动提供基础货币的能力,更加注重松紧适度”,这意味着,不管是传统的公开市场净投放、创新工具,还是降准、降息、货币政策宽松的频率和力度上将会比2014年更甚。那么,在新一轮货币政策宽松下,股市和楼市在2015年共舞于“牛市”之中,还是再现“背离”?

先看股市。降准“股市必定涨”的心理预期落空了,这其中既有监管因素,也有资金供需的因素,但更为重要的是,改革驱动实体经济回升的信号暂未出现,股市不可能在实体经济疲软的框架内一直“牛下去”。上证综指在3400点下方徘徊一个月,正是前景迷茫的情况下多空双方博弈的结果。

再看楼市。尽管国家统计局的房价指数跌幅收窄,一线城市开始回暖,但截止到2014年12月,70个大中城市房价指数连续8个月下跌,68个城市房价下跌;全国商品房待售面积6.2亿平方米,同比增长21%,比2011年增长了1.3倍;35个城市新建商品住宅存销比为14.3个月,全国消化周期更长。另外,2014年楼市“暖冬”势头减弱,2015年1月份的成交量环比12月整体下滑了20%以上,重点城市则下降30%以上。

因此,在新一轮货币宽松时期,股市和楼市会不会呈现史上从来没有过的“双熊”的局面?笔者认为,这一概率比较小。今年1月中旬以来,股指近10%的下跌,主要原因就在于管理层打击非法和过度的杠杆融资。打击杠杆操作,尽管短期内会减少流入资金,让股指承压,但从中长期看,财税、金融、国企、政府职能、打破垄断等关键领域的改革不仅已经破题,而且“开弓没有回头箭”,这将释放巨大的改革红利,驱动实体经济盈利能力回升,带来股指继续修复的机会。若改革红利叠加盈利拐点能够兑现,真正的牛市行情是压不住的,哪里有压力,哪里就有反弹。近期调整既是打击投机的过程,也是释放利空的过程,2015年的“慢牛”行情有望到来。

从美国、日本、香港以及前两个流动性宽松时间的中国股市和楼市之间的规律看,股市和楼市走向正相关,楼市滞后股市4~12个月。正相关在于两者共同受流动性的影响。以美国为例,金融危机后,狭义货币M_1的增速从2008年9月份的2%上升到2009年1月份的19%,创22年新高,这是推动道指反弹和房价在随后去泡沫并在2012年回升的主要动力;同样,日本和香港的M_1增速,则分别在1989年和1997年快速下降,这成为促发股市和楼市调整的主要原因。

楼市变动之所以滞后股市4~12个月,一是因为楼市的资产属性和流动性较股市差,股市对流动性的弹性(敏感性)比楼市更强。资金面一旦变化,股市立即反应,但楼市从市场预期变化到成交量回升,再到房价变化的周期较长;二是与股市或楼市的结构性问题有关。当股市存在严重的体制性问题障碍,或楼市过分透支需求,存在严重泡沫,则当股市(楼市)开始回升市,楼市(股市)将仍旧处于去泡沫或调整的过程。

2014年7月份以来,之所以出现“股牛楼熊”的背离行情,就在于楼市在2009~2013年年均20%左右的量价“疯长”,积累了大量的泡沫,即使是限购退出、限贷松绑、各地救市不断,也无法阻止库存攀升的局面。同样,2010~2013年“股熊楼牛”的背离皆因结构性。“股熊”一是因为产能过剩、改革进展小,二是经济处于“三期叠加”痛苦阶段,三是刚性兑付不破,全社会无风险收益率居高不下。这一时期,楼市之所以火热,主要原因在于改革无法突破,新经济无法“破茧”,不得不依赖房地产和基建,政府对房地产隐性担保使得社会资金流向楼市。

今年1月5日,地方政府性债务甄别截止,新《预算法》已启动实施,地方债务紧约束效应显现,刚性兑付进一步打破,无风险收益率下降,风险偏好上升,流动性驱动和估值修复的“牛市”行情开启。对楼市而言,尽管投资于楼市的产业资金回归“正业”,但在去除行政干预,不再承担工具功能后,将真正迎来行业本色做主的新时代。城镇化在推进,刚性需求仍旧存在;存量房屋质量和公共配套较差,改善性需求潜力巨大;个性化、差异化消费时代带来,楼市结构性机会不容忽视。从前面分析看,二者正相关且楼市运行滞后于股市4~12个月,股市从去年7月份见底回升,楼市去年10月份开启“暖冬”行情,作为风向标的重点城市率先回暖,似乎验证了这一规律,2015年股市楼市“双牛”可期。

(作者单位:深圳市房地产研究中心)