建立有效债券市场是金融改革核心

□芝加哥期权交易所董事总经理 郑学勤

中国经济正面临改革攻坚的阶段。这场攻坚战的核心之一，是为经济的进一步发展建立一个科学有效的金融体系。有效金融体系的核心是建立一个集中监管的透明有效的债券市场。

债券市场的多重效用

国内对债券市场的看法普遍还处于比较初级的认识，也就是说，把债券市场主要看作是融资的场所。债券市场（特别是一级市场）的原生功能当然是融资。不过，在现代金融体系里，债券市场（特别是二级市场）的主要功能是发现利率以及考评债务人的信用状况。中国经济的发展已经处于一个需要同国际金融环境接轨，从靠储蓄和持有债务的模式向靠信用和发行债务的模式转变的阶段。这样的转轨能否成功，在很大程度上取决于是否能够建设起一个有效的二级债券市场。

国际经验说明，建立二级债券市场比一级债券市场要难得多。但是，没有一个成功的二级债券市场，金融体制的改革就无法深入下去。可以从几个方面来说明这一点。

第一，人民币国际化。在脱离了金本位的纸币金融体系里，一种货币要成为其他国家承认的国际储备货币，货币发行国需要有一个有相等深度的国债市场。美元资产大约占现有国际储备资产的60%，也就是6万亿美元左右。与此相应，美国现有的国债约9万亿美元。人民币成为国际储备货币的前提是要有一个能够吸收相应债务的活跃的国债市场。

即使在人民币还没有成为国际储存货币，但已成为国际流通货币的情况下，一个有深度的国债市场对币值的稳定也至关紧要。有研究说，同亚洲金融风暴时不同，在这次金融危机中，南美和亚洲国家的货币没有出现大幅度波动，一个重要原因是这些国家建立起了一定规模的国债市场。在国外金融机构大量抽走资金时，国内的债券市场及时将国内储蓄转化成支持本国货币币值的金融资源，避免了货币大起大落以及由此带来的灾难性的连锁反应。

第二，利率市场化。利率市场化的前提是要有一个坐标利率。在现代金融体系中，银行的储蓄利率对人们生活水平影响远没有其他利率高。譬如说，房贷利率、信用卡利率、车贷利率、私人借贷利率、各种金融工具的利率和股市的表现等，都与坐标利率息息相关。在现代金融体制里，活跃有效的国债市场最有可能为社会各种金融产品设定合理的坐标利率。

第三，税制改革。在国内的税制改革中，地方政府发行债务将成为一个不可避免的方向。如果地方债务有一个活跃的债券市场，那么，市场（不只是行政上级）对地方政府的信用、税务状况、收入和政府官员的经济管理能力都会随时有所评价。

第四，深化市场经济。市场经济的深化需要改变银行持有90%金融资产的状况。国内商业银行持有大部分国债。这些债务占据了银行大量的资产。银行资产有两个来源，储蓄和股市融资。随着金融市场的发展，储蓄将不断从银行流入各种金融产品，银行为了保证充足的资本以持有大量国债，只有不断到股市融资。商业银行需要一个更大容量、交易更活跃的债券市场以转移债务。

第五，发展金融市场。债券以及同债券市场相关的利率类金融产品是全球金融市场中交易最活跃和持仓数量最大的金融产品。全球债券市场在2010年的持仓量为95万亿美元。没有一个活跃有效的债券市场作为基础，没有它所提供的利率和信用方面的信息，国内目前讨论和试行的一些金融创新，像债务证券化、房贷证券化以及信用违约产品等，都不会成功。

债市不应以场外交易为主

2009年，G20国家承诺了要将场外交易的金融产品尽可能地转入到场内交易和清算。如何规范债券市场是需要多方面论证的大工程。不过，在这个过程中，理应遵循“顺应历史潮流”的原则。有人以美国为例，认为债券交易应当以场外市场为主。这种看法值得商榷，至少在国债这样的高流动的品种上值得商榷。

美国的国债交易以场外为主是有它的历史原因的。在历史上，美国承销债券的代理商为了赚到最大的价差，不愿意公布价格和数量的信息。一直到本世纪初，电子交易才把这些信息给集中起来。现在，美国债券二级市场交易量巨大，但将这些交易撮合在一起的主要是不具监管功能的电子交易平台。

美国财政部、美国证监会和美联储在1992和1998年两次联合就美国国债市场和它的监管体系进行过研究，向国会作过报告，建立了《政府证券监管条例》（GSR）。因为发行债券的宗旨是要在尽量减少纳税人负担的情况下为政府集资，所以，GSR没有对现有交易模式进行改造，而是由各个监管部门分别对不同的对象（不是交易过程本身）进行监管。这种模式是不是最好的模式，在美国也有不少争论。譬如说，有研究指出，美国国债的现货市场在价格发现方面还不如期货市场有效。不过，在美国的历史积累中，至少到目前为止，它是一个运行有效的市场。但是，这并不等于说，其他国家在建立自己的国债市场时应当模仿这种模式，而不应当直接建立一个债券交易所来交易国债以及其他高流动的债券。美国的金融体系中并不是所有的东西都值得效仿。

欧债危机表明，对一个主权国家来说，如果需要通过发行债券集资，那么，一个集中监管、透明高效的国债市场就关系到能否有效地防止国际金融机构对国家信用状况过度投机的金融安全问题。这一点，在规范债券市场中也应当从长远战略上有所考虑。

■ 记者观察

券业放松管制呼之欲出

□本报记者 蔡宗琦

证券行业发展有望迎来政策暖风。从年初开始，监管层在京沪深等地密集调研，先后与数十家证券公司座谈。下月证券行业将举行一场高规格会议，研讨行业创新、放松管制等。多项创新业务审核也已展开。分析人士认为，证监会推动券业创新的力度和速度都超过市场预期，监管层放松管制可期，券业创新业务开展将面临很好机遇，上半年将迎来提速期。

顺应市场变化，春节后，证监会机构部召集数十家券商高管召开座谈会，搜集整理了来自行业一线的48条建言，对于这些建言，监管层正加紧研究可行性及实施方案，多项政策正在论证和酝酿中。分析人士认为，这意味着行业将迎来“放策底”，诸多行业利好政策呼之欲出。

首先，行业呼吁良久的净资本监管放松应率先破题。为控制行业风险，监管层在综合治理后期出台了以净资本为核心的风控指标体系。这一体系未来有望顺应市场变化进行调整，借鉴新巴塞尔协议精神实施全新的资本监管规定，从而增强行业净资本监管弹性，适度放大证券行业杠杆率水平。证券公司有望腾出更多资金投入创新业务，提高财务弹性乃至负债经营，进一步回归金融机构的本质。

其次，券商呼吁推出更加多元化的创新服务及产品。在既有监管体系中，更多券商有望开展融资融券业务；盘活保证金的现金类产品有望铺开试点；监管层将考虑降低集合理财产品审批门槛，甚至实行备案制，扩大投资范围，推出保本、分级等产品；包括场外市场的柜台业务、取消直投基金上线、推出并购基金、资产证券化产品在内，一批立足服务实体经济的创新业务也有望在上述高规格会议结束后逐一落地。

再次，更多呼吁放松管制的政策建议已进入监管层视野，如证券公司销售更多金融产品、参股其他金融机构、放开非现场开户等。

为顺应市场变局，部分券商已就多项创新业务进行了前期筹备并形成方案上报。对融资融券、并购基金、保证金产品等创新业务，部分券商分别递交试点方案，监管层近期组织多场测试或论证大会，已进入审核阶段，这些业务有望率先推出。

可以预期，这些创新举措的有序推进必将为券业发展带来业绩支撑。尽管一季度上市券商净利润比去年同期下滑近两成，但在证券行业迎来政策底和资本市场健康发展的背景下，券业二季度有望出现业绩同比转正时点，出现行业业绩拐点。

增强经济稳定性 “五箭齐发”应对欧债冲击

□交通银行 连平 陆志明

欧债问题只有通过长期的政治经济改革才能获得根本性的解决，2012年可能维持“危机边缘徘徊，倒逼措施出台”的严峻态势。欧债问题继续深化将会对我国经济产生重要的影响。应对国际经济波动的最有效策略是稳定国内经济，增强内部经济运行的稳定性和自主性。建议采取“稳投资、促消费、缓升值、保出口、走出去”的综合策略应对欧债问题的深化。

欧债深化冲击中国经济

首先，对欧出口的难度进一步提高。欧债问题继续深化很可能进一步降低欧盟市场的需求。一方面，欧元区经济增速下滑，失业率居高不下，居民消费能力有所下降，对我国商品的需求缩减。另一方面，为推动欧元区实体经济复苏，欧盟针对中国输入的商品审查力度将会不断提高，中欧之间贸易摩擦不断增加。再加上美国重新强调出口立国，世界各国之间的贸易摩擦可能扩大。2011年1–11月，中国已遭遇60起左右的贸易调查，中国参与国际经济合作的环境更趋严峻。

受此影响我国出口增速会继续明显下降。如果2012年出现希腊、爱尔兰、葡萄牙与西班牙等国家退出欧元区的极端情况，假定欧元区经济下滑5%，按照我国对外出口总规模增长10%计算，那么到2012年末，我国对欧盟的出口增速可能下降至5%左右，占总出口的比重可能下降到15%左右。从2010–2011年，我国出口同比增速已从31%下降至20%左右，预计2012年可能降至10%左右，平均每年下降幅度高达约10个百分点。

其次，国内资本流入的压力将减轻。2012年如果出现类似希腊那样较大规模的债务减计，将直接影响到欧洲、甚至全球银行体系的资产安全，保守估计希腊、爱尔兰、葡萄牙和西班牙等四国国债减计53.5%将会给银行等私人投资者带来超过5000亿欧元的损失，持有欧债的银行机构将急需补充大量资本金。这一负面效应如果通过金融市场进一步快速传染，将直接冲击到全球金融体系的稳定，后果难以估量。如果欧债形势能维持在目前的状态，则因为国际经济环境趋紧、银行体系不稳以及金融市场动荡，国际短期资本避险需求将会有所增加，资金趋向回流欧美银行金融体系，美元资产将更受金融市场青睐，国内资本持续大幅流入的压力可能进一步减轻。预计2012年新增外汇占款规模将从2011年的2.8万亿显著下降到1.5万亿左右。

第三，人民币汇率可能受到欧元贬值的冲击。如果欧债问题维持可控状况，则欧美对人民币升值的压力较2011年会适度增加，但是如果欧债问题出现急剧恶化并失控，那么世界各国将积极干预外汇市场，施压人民币升值。而在目前国内通胀压力减轻、经济增速持续小幅下行、出口行业普遍不景气的大背景下，人民币升值压力可能有所放缓。

第四，欧元金融资产的持有风险可能上升。与欧债问题国相关的国债、金融债和企业债的风险很可能持续上升，目前希腊10年期国债的收益率已经稳居35%左右。希腊债务减计50%虽然还在协商之中，但一旦成行或者推广将会对欧美金融机构的资产负债表构成严重威胁，并且相关机构资产的持有风险也会急剧上升。按照目前披露的数据，中国银行业持有欧债问题高风险资产的数量较为有限，如中行截至2011年上半年持有葡萄牙、爱尔兰、意大利、西班牙欧洲四国的政府及各类机构发行的债券折合人民币为11.36亿元，比去年减少了10.30亿元，而且并未持有希腊政府和各类机构的发行债券。再加上自问题爆发以来国内银行业已减持了风险较高的债券，并进行合理拨备，总体来看国内金融机构持有欧元金融资产的风险较小并且可控。

内外兼修应对欧债问题

笔者认为，应对国际经济波动的最有效策略是稳定国内经济，增强内部经济运行的稳定性和自主性。建议采取“稳投资、促消费、缓升值、保出口、走出去”的综合策略应对欧债问题的深化。

一是投资需要保持合理的增速。在目前社会保障体系短期内难以健全、消费无法成为支撑国内经济增长的主要引擎，出口又面临外部环境日趋严峻的背景下，投资仍将是拉动经济保持合理增速的主要力量。目前来看，2012年房地产市场调控不会有明显的放松，房地产开发领域的投资可能会趋于下滑。为弥补商品房投资迅速放缓的冲击，可适当考虑加快保障房建设投资。此外，制造业投资方面受出口和企业盈利预期下降也趋于走低。为弥补房地产和制造业投资放缓的影响，可考虑适当加大对基础设施建设的投资，尤其是中西部基础设施建设投资仍需保持一定的增长。另外铁路建设投资去年年底降至–20%左右，2012年可酌情考虑保持一定的增长，以适应国家经济社会发展的需要。当然投资也需要保持合理的增速，我们认为2012年固定资产投资增速以20%–22%左右为宜，从而有助于保证GDP增速达到8.5%左右。

二是促进消费以推动经济稳健增长。中长期政策思路主要体现在加快收入分配制度改革，完善社会保障制度，提高中低收入阶层的收入和消费水平方面。尤其需要稳定实体经济增长，提升就业水平，用消费增长消化国内过剩产能，降低对外部市场的依赖程度，促进国民经济更加平衡稳定的发展。在短期政策层面，前两年建设的保障房将陆续推向市场，2012年住房相关的消费需求可能会有所增加。汽车消费市场在去年下半年已经逐步走出年初刺激政策退出的阴影。2012年，在政策调控层面仍应继续推动收入分配改革，保持货币政策稳健将CPI降低至2.7%–3.3%左右，以提高城乡居民实际可支配收入的增速，增强居民的消费购买能力。2012年可考虑将名义社会消费品零售总额增速保持在17%左右，由于物价压力明显下降，实际居民消费增速将比2011年明显提升。

三是放缓人民币升值速度以相应降低出口行业压力。欧债问题继续深化可能会推动美元升值，进一步提高人民币升值的压力。但目前国内经济增速持续放缓、出口产业经营困难。在通胀压力减轻的背景下，适当放缓人民币升值速度有利于稳定出口和就业增长。2012年人民币汇率宜维持基本稳定，可以采取小幅升值和增强弹性的策略。考虑到经济增长、资本外流和本币国际化等方面可能存在的风险，人民币不宜形成中长期贬值的趋势。2012年人民币对美元升值幅度可考虑控制在3%左右。同时可扩大人民币波动幅度，汇率更多地参考一篮子货币进行调节，引导市场更多的关注有效汇率。

四是保证出口增长不出现大幅减速。2012年欧债问题深化，世界经济减速将导致中国的外贸环境进一步恶化。在全球市场不景气的背景下保证出口稳定增长需要投入更多的政策支持，如企业减税政策调整、鼓励东部沿海地区企业内迁以降低劳动力成本等等。2012年，在中国对外出口同比增速可能降至10%的背景下，可以考虑加强与亚非拉新兴市场国家之间的“南南合作”，进一步扩大出口目的国别的多元性，降低对发达国家出口市场的依赖度。

五是鼓励金融机构和企业扩大海外投资。虽然欧债问题国的金融资产风险较大，但是由于市场低迷，这些国家的一些实体经济资产可能被明显低估，因此当前可以说是中国金融机构和企业扩大对欧元区投资、打破贸易壁垒、提升技术水平和实现产业升级的重要历史机遇。2011年我国对欧盟的非金融直接投资达到42.78亿美元，同比增速高达94.1%。2012年可考虑继续推进中国企业合理的“走出去”，持续扩大对欧元区的投资力度。

以国家资产负债表管理国民财富

□中国人民银行营业管理部 卜国军

今年我国经济增长的预期目标为7.5%，比往年略微调低，主要是要引导各方面把工作着力点放到加快转变经济发展方式上，切实提高经济发展质量和效益上来。因此，应运用会计思维，以国家资产负债表观统领国民财富管理，促进国民财富有效增长。

第一，应管理好国际投资净头寸，提高对外资产收益率。中国国际投资头寸表显示，2011年三季度末我国对外资产达46653亿美元，但70%的资产为收益率相对较低的“外汇储备资产”。从币种看，我国对外资产是处于相对贬值的外汇，而负债大部分是不断升值的人民币。因此，应进一步放松对外投资管理，促进“藏汇于民”，加大对外直接投资和股权投资比重，严格外商直接投资管理，以提高对外资产收益率，降低对外负债费用率。

第二，应提高国内生产总值的质量，促进国民财富有效增长。国内生产总值反映了国民财富的增量，若土地、资源、环境、劳动力等要素廉价参与经济生产，其产生的增加值不能足额补偿其真实价值，经济产出并未有效增加国民财富，因为这些要素资产相当于低价变现，从财富存量变为财富增加值，财富总量实际是下降的。同样，无效率的拆建投资产生的国内生产总值也不能有效增加国民财富，只会浪费宝贵的劳动力和其他资源，丧失发展良机。一个经济高速增长的国家出现“朱富先老”现象，一定程度上是经济增长质量不高的必然结果。此外，应加快推进资源、环境、劳动力等要素价格体制改革，提高国内生产总值的质量，促进国民财富有效增长。

第三，建立国民生产总值（GNP）统计体系，全面反映国民财富增长情况。从境内看，若境内居民机构和个人的净资产增速低于国内生产总值增速，则说明国民财富增速低于境内经济增速，境内外资机构财富增长更快。随着跨境投资的较快增长，国内生产总值已不能准确反映国民财富的增长情况。同时，随着我国对外投资力度的加大，投资收益等境外国民收入也将不断增长。国民收入统计可以较为准确的反映国民财富的变化情况。

第四，应管理好各部门资产负债表，使国民财富增长更具协调和可持续性。2001–2010年，城镇居民人均可支配收入年均增长9.7%，分别低于同期财政收入和规模以上工业企业利润增速7.9和18.6个百分点；农村居民人均纯收入年均增长7.0%，分别低于同期财政收入和规模以上工业企业利润增速10.6和21.3个百分点。居民个人收入增速长期低于财政和企业利润增速，将使各部门的资产负债表不能协调发展，经济及国民财富增长缺乏可持续性。因此，应改革收入分配体制，加快建立综合和分类相结合的个人所得税制，加大财政支出中民生支出的比重，使居民可支配或纯收入增速不低于GDP增速，使国民财富增长更具协调性和可持续性。（本文不代表所在机构观点）

■中银国际证券投资者保护宣传专栏系列五

倡导“理性投资 长期投资”

——过度炒新股、炒小盘股的危害

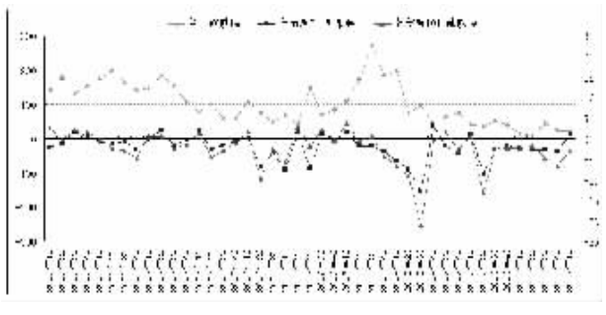
□中银国际证券有限公司 蔡仲光

长期以来，个人投资者热衷于打新和炒新，而从2000年以来的新股上市表现的统计数据来看：

1、打新（上市首日卖出）收益率与股指的趋势有较强关联度，且长期来看，首日收盘价破发的概率不足8%。但是，2011年首日收盘破发的个股数占到了近11年多以来的近8成；在首日收盘破发的个股中，2010年首日收盘破发的个股达到7.6%，2011年首日收盘破发的个股更是达到了26%，打新的风险正逐渐增加，背后的深成原因在于IPO市场效率的提高（如发行制度的改革、询价逐步理性、一二级市场接轨）以及宏观调控下超级大牛市难以再现，更多时候是区间震荡。

2、炒新的风险极大，从2000年以来，新股上市后5日、10日的跌幅平均为 2.01% 和2.43%，且落后同期上证指数2.29 和3.03 个百分点；而从新股上市后5日、10日后收盘破发的概率来看，几乎都为60%。

总之，炒新发生亏损的概率远大于赚钱的概率，而打新的风险也正逐渐扩大。



在炒作小盘股方面，普通投资者通常有以下两种观点：

1、“盘子小，才炒得动”或者“大盘股有基金，炒不动”。这种观点其实隐含了最基本的经济学原理“价格由供求关系所决定”，但股票的供求与实体的供求存在着截然不同的特性：比如实体的购入更多可能是用于消费或者用作生产资料，以后并不能再用于出售，客观上造成了供给的不断短缺，而股票更多时候只能卖出之后才能获利（或录损），造成股票的供给只能扩大，并未缩小。由于股票更多时候只能卖出才能获利，而卖出同样需求相同数量的买入，在这种“击鼓传花”的过程中，一旦买量减小，卖出就会变得极其困难，股价下滑的风险也就极具放大。

2、小盘股成长性好。某些小行业或小产品由于市场潜力巨大，成长性的确较好，但这均需要投资者专注于企业和产业基本面的深入研究；而个人投资者往往仅以“股本大小”，甚至“股票代码以002或300 开头”作为判断成长性的依据，而不具体细分行业及公司产品，这其实一种误解：比如002242九阳股份，虽挂牌于深圳中小板，但其所产豆浆机近年来明显受到需求下降影响而成长性严重不足，而挂牌于上交所的601798蓝科高新，由于产品主要应用于能源领域，成长性更好。

同时，从股东投资回报的角度来看，ROE（股东权益回报率）作为广泛用于衡量公司盈利能力和管理绩效的指标，下图的数据中，我们不难发现，大盘股的ROE通常高于中小盘股。

	扣除非经常损益后的净资产收益率－摊薄（整体法）		
板块名称	2008年	2009年	2010年
中小板综合指数	14.6	14.7	11.6
创业板指数P	27.8	15.1	7.8
上证50指数	13.6	14.4	16.4
上证180指数	13.8	14.0	15.9
大盘指数	13.2	13.7	15.5
中盘指数	8.3	8.5	9.5
小盘指数	4.6	6.1	6.9
高市盈率指数	0.9	1.6	3.6
低市盈率指数	13.6	13.9	15.9
高市净率指数	5.6	11.5	15.0
低市净率指数	12.8	12.7	14.3
沪深300	13.6	13.8	15.6
中证100指数	14.1	14.3	16.3
中证中盘200指数	10.6	10.3	11.0
中证小盘500指数	5.5	7.0	8.4
中证800指数	12.7	13.0	14.8
中证中小盘700指数	7.7	8.8	9.9

—企业形象—

地址：北京宣武门西大街甲97号 邮政编码：100031 电话：编辑部63070331 发行部63070326、63070324 广告部63072603 传真：编辑部63070483、63070480 广告部63071029 零售价格：2.00元 广告许可证：京西工商广字0019号