

# 股市杠杆必须透明

□芝加哥期权交易所董事总经理 郑学勤

金融的核心是借贷和信用，借贷和信用是杠杆，杠杆的本质是风险，风险透明是金融稳定的关键。在过去的半个世纪，滥用金融杠杆是新兴国家发展的障碍，也是发达国家陷入通缩的原因之一。

美国在历史上有过多次股灾，但因为股灾而导致经济危机的只有1929年的股市崩盘。在此之后，美国股市崩盘是经济危机的反映，但不是起因，而且股市恢复也较快，原因就是对股市杠杆的监管较为严格。

美国股市的融资率是50%，杠杆率是一倍。日本股市的融资率是30%，杠杆率更高一些。美国今年5月客户证券保证金账户中的融资余额总数为5417亿美元，而美国股市的总市值大约为24万亿美元，这个比例在历史上已经是高位，理由是宽松货币政策。日本股市总的融资比例在12%—13%。不过，日本股市融资有6个月的时间限制，而且只能用于交易所

批准的股票。

美国在1929年危机中吃了大亏才学乖。1934年之前，美国没有证监会，美联储也没有可以依据的法律。美联储曾经提出要对融资进行限制，当时最大的券商国家城市银行则表示，如果联储设定限制，他们会为其他券商提供无限制的贷款。从金融杠杆中获得最大好处的自然是中介商。不管借钱的是输家，对中介来说，中介费和利息都落袋为安。有的公司当时甚至搭壳上市，发派4%的股息，再按15%的利息将股市中集到的钱融资给股民。

融资只有一个方向可以赚钱，那就是股市上涨。威廉·佛勒尔在1870年写的《华尔街10年》中说，融资包含股市投机本质，就是这个意思。在正常股市中，融资是同融券卖空相抗衡的市场力量，而1929年的美国股市不是正常的股市。融资的人把融来的钱大量投在所谓的“股票”上，也就是那些用来作为筹码抛来抛去，不会长期持有的股票。

1929年股市崩盘给了监管者若干教训：第一，融资必须限制，不能让过度的泡沫稀释持股大众的财富；第二，融资必须透明，否则会引起市场恐慌；第三，股市的融资信用必须同其他金融信贷隔离，否则股市波动带来的信贷违约会危及整个金融系统。从1933年《格拉斯-斯蒂格尔法案》颁布之后，银行的资本和借贷能力就不允许随股市的涨跌而变化。

在美国，交易所不允许像“伞形信托”和“配资”这样的融资存在还有一个原因，那就是风险披露。不透明的组合产品最终总是将最大的风险配置给最没有能力承担风险的人。中小投资者在把握杠杆交易风险方面往往没有足够经验。美国有两种证券账户：现金账户和保证金账户。融资交易的资金在保证金账户中，经纪商进行专门风险管理。对客户在场外的配资，经纪商是无法管理风险的。

股市需要有融资，不过，美国总融资余额很少有超过总市值2%的时候。认为中国股市

震荡是对强化融资监管引起的，恐怕有些牵强。A股市场近期日转手金额同股市市值的比例非常高。国外有人举例说，A股两个市场5月28日的转手金额是3800亿美元，当天美国股市（市值是中国市场的两倍）的转手金额是2430美元，英国股市才90亿美元。在这种对比下，很难说中国股市需要更多资金才能发现合理价格。

中国金融业正在出现巨大变革，各个金融机构的盈利模式也在发生深刻变化。这种情况在美国也出现过。美国在利率市场化开始时，传统银行的盈利急剧下降。1979年银行的利差收入是5.5个百分点，到1994年时只有2.6个百分点。传统的信贷机构因此开拓各种新的盈利渠道，影子银行应运而生。在国内，发行“伞形信托”和“场外配资”的也是影子银行。由于股市的崛起，各种资金必然会想方设法从牛市中分一杯羹。在这种情况下，坚持股市杠杆透明，保证风险可睹、可量和可控，尤其重要。

## 全球大类资产继续“挤泡沫”

□中国国际经济交流中心副研究员 张茉楠

随着美国经济持续全面复苏，以及耶伦笃定年内加息的表态，美国量化宽松政策作为全球影响最为广泛的货币政策正在转向，从而很可能步入“后QE时代”，这也标志着当下乃至未来几年时间里，全球将不可避免地将要迎接新的金融结构和金融周期的冲击，大类资产首当其冲。

今年以来，美国就业市场正逐渐接近充分就业，薪资上行压力对核心CPI上行有支撑，使得市场对美联储9月份加息的预期大大增强，黄金白银下行趋势将日趋明显。特别是近日受耶伦在联储政策会议上重申今年加息言论刺激，全球金融投机者削减贵金属多头寸，投机性黄金净多头寸上周骤减39%，至史上最低水平。白银、钯金、铂金合计净多头寸跌16%，同样跌至史上最低。

美联储退出量化宽松，以及美元走强将对大类资产价格配置产生重要影响，其大类资产价格也面临着去金融属性（被动降杠杆）、挤泡沫、回归基本面的过程，而这个过程势必对大类资产配置产生重大而深远影响，甚至可能产生新的冲击波。

首先，美元步入强势周期重振了以美元为主的新一轮货币信用体系的影响力。欧元、日元的货币信用在逐步下降，全球外汇储备资产中美元配置比例持续上升。鉴于美元在决定全球流动性方面的核心作用，一旦掌握全球货币“总闸门”的美联储结束资产购买计划之后，全球的货币基数将由停滞转为下降，势必导致总体“资金池”水位下降，从而使得全球经济和金融格局发生深刻的转变。

一是全球资本流向新兴经济体资本减少甚至回流。国际金融协会（IIF）认为，2014年从新兴市场流出的跨境资本将增至1万亿美元，并将2014年流入新兴市场资本规模从2013年的1.145万亿美元下调至1.112万亿美元，为2009年以来最低。而新兴组合基金研究全球公司（EPFR Global）统计显示，2014年以来从新兴市场流出的资金已达131亿美元。

二是石油美元缩水也对资本流动产生影响。过去十多年，石油输出国和生产国的大量“石油美元”都流入到全球各国特别是新兴市场当中。石油美元的流入为全球金融系统提供了流动性，刺激了资产价格上涨。数据显示，2012年全球流动性投资（如国债、企业债券和股票）的石油美元达到5000亿美元的高峰，石油美元投资占新兴经济体GDP总和的21%，相当于这些经济体发行外债规模的21%。根据国际金融协会的报告，随着国际油价暴跌和石油美元的大幅缩水，预计新兴市场能源出口国2014年在全球市场的净撤资额将高达80亿美元，这是18年来首次净撤资。

其次，美联储加息直接影响美债收益率。由于当前美元与美债利率一同回升，呈现出明显的正相关性，势必大大抬高全球融资成本。根据IMF预测，2014年发达经济体的总债务为50.95万亿美元，规模同比上升2.32万亿美元；发达经济体的负债率为108.32%，同比上升0.66个百分点，债务风险依旧困扰着发达经济体。又有统计数据显示，全球债务总负担（包括私人部门债务和公共部门债务）占国民收入的比例从2001年的160%，升至金融危机爆发后2009年的近200%，到2013年更是达到215%。当前，美元已经进入强势周期，将会提升许多以美元计价的新兴经济体海外债务风险，并推升全球债务负担和融资成本上升。

2008年金融危机后，新兴市场的非金融类企业的海外发债规模出现了急剧飙升，其本质大多是新兴市场大企业利用离岸子公司通过在离岸市场发行的债券、跨境货币贷款来进行资金套利交易。根据国际金融协会测算，2014—2018年所有新兴国家需要展期的企业债务将达到1.68万亿美元，其中约30%以美元计价。如果美元进入升值通道，新兴经济体债券展期成本将显著上升，债务风险将随之升温。

最后，美联储货币政策从非常态回归常态的过程中，大类资产中的大宗商品将通过美元升值效应、美元流动性收缩效应及其“进口-购进价格-PPI-CPI”的渠道，影响全球价格总水平，并引发基础产品和大宗商品价格的新一波下跌。大类资产投资逻辑将发生转变，避险资产和安全资产会重新占据投资主导地位。

美国与全球其他国家和地区不平衡性复苏，加剧了全球各国宏观政策周期的大分化。美联储退出QE，意味着量化宽松周期开始转向常态周期。随着美元进入强势周期，以美元计价的新兴经济体海外债务风险暴露，将增加全球经济金融的溢出风险，加重部分新兴经济体国际债务的偿债负担。

中国目前处于降息周期，若美联储提前加息，将进一步扩大国内外利差，资本外流压力将对居民部门、企业部门和政府部门资产负债表造成很大的冲击。中国必须高度重视美联储加息风险，防范其货币政策变化的“溢出风险”带来的全方位影响。这样看来，加快中国资本账户开放并不是一个特别合适的时机。

## 辩证看待互联网金融新监管时代

□中国社科院金融所研究员 杨涛

7月18日，央行等十部委联合发布《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》，这一备受瞩目的政策终于落地。伴随互联网信息技术对于金融业的冲击日益凸显，现有的政策与规则越来越难以涵盖各种新兴组织、产品和服务，也出现了大量创新的“空白区”和“灰色地带”，因此进行监管制度的“打地基”就变得非常迫切。

该《意见》出台后引起了各方的广泛热议，就其内容来看，既有一些原则性的描述，也存在许多颇具建设性的亮点。应该说，在各方认识和监管思维一直存在模糊的情况下，《意见》出台意味着“后互联网金融时代”的到来，即进一步明确各类互联网金融活动的基本游戏规则，努力实现金融创新、服务效率与风险控制、安全稳健等目标的协调，也推动传统金融业与新兴机构共同致力于创新。

但需要看到的是，虽然《意见》在一定程度上弥补了政策空白，但是对其实际价值和作用却难以高估。从“承前启后”的视角来看，该意见更多体现为“承前”，即落实政策层提出的促进互联网金融发展的思路；但在“启后”方面还有所不足，需要不断进行深入细致的探讨和完善。

《意见》存在的主要问题有几方面。一是行业管理的旧思路没有从根本上打破。众所周知，互联网信息技术对于金融的影响，作用于金融机构、金融产品、金融市场、金融制度等多个要素层面上，且在优化支付清算、资金配置、风险管理、信息管理等基本功能的同时，事实上已在促使金融子行业之间、金融与实体经济之间的融合。这些融合都使得传统的金融行业边界变得日益模糊，因此，各监管部门都更多摒弃了机构监管思路，而从功能监管的角度入手，着力应对业务与产品创新中的风险控制与功能拓展。由此来看，不仅《意见》所定义的互联网金融行业范畴及所属类型还缺乏缜密的研究支撑，而且

各自纳入现有分业监管框架的模式，也无法应对互联网金融活动跨行业、跨市场、跨时空的特征。实际上《意见》所提的“科学合理界定各业态的业务边界及准入条件”，在现实中往往难以达到。

二是与国际主流的互联网金融监管方式尚未完全吻合。由于互联网信息技术对于货币与金融的影响深远，而且带来的许多变化往往处于金融体系的不同层面，因此通常无法笼统地制定一部覆盖所有互联网金融活动的法规。就国外监管实践来看，以PC互联网和移动互联网支付为代表的新兴互联网支付、P2P网贷和网络股权众筹等投融资模式、互联网风险管理与信息管理等，其所具有的组织与产品设计、内在风险特征与监管重点截然不同，因此各国往往采取分别应对策略，或是制定新的规则，或是修订和完善已有规则，如果掺杂在一起，只能是成为互联网金融的“大杂烩”。此外，在各国都面临虚拟货币、数字货币或电子货币对金融体系带来的冲击之时，《意见》似乎也应对此有所考虑，因为在“前景不明”的情况下，多国都是以政策表态而非法律形式来加以引导。

三是《意见》的定位应该是原则性、指导性的政策，不应该太具体，否则就会由于涵盖面过大，而出现一些值得商榷之处。例如，《意见》所列的各类互联网金融业态，有的是中介组织层面的要素，有的则是产品和业务层面的要素，并非处于同一层次；能否把P2P网络借贷和网络小额贷款这两种截然不同的业态，硬性地揉在一起来看待，也值得思考；股权众筹被等同于网络股权众筹，而在美国的JOBS法案中，实际上股权众筹发行人不一定是网络平台，发行途径也不一定是互联网；信托作为一种私募性质的制度安排，能否大规模推动其基于网络的产品发展，是否会导致具有非法集资性质的逆向资金流动等；互联网消费金融是否简单等同于消费金融公司开展的业务。

四是《意见》更多是表达政府政策支持

的发展方向，而非制度意义上的“法律基础”，更谈不上是互联网金融的“基本法”，还无法解决影响我国互联网金融发展的许多根本性问题。一方面，作为纲领性的政策文件，有些指导思路的合理性还值得商榷，例如，鼓励符合条件的优质从业机构“上市融资”，这里不仅又陷入为股市赋予“政策性”的旧思路之上，而且就美国的LENDING CLUB等典型机构来说，上市后必然在资本的利益追逐下，使得大机构、大投资者、大客户成为主导，似乎距离P2P的本来理念愈发遥远。这里不是说我国不能出现大型的互联网金融机构，也不是说互联网金融机构做大做强了一定就不再服务小微，而是说作为一个倾向性的鼓励政策，在当前是否具有普遍合理性，毕竟我们最迫切需要互联网金融来解决现有金融体系的小微“短板”，而非更多的“巨无霸”。另一方面，当未来《意见》与某个领域的发展实践可能出现矛盾时，相应的具体制度创新则需跳出《意见》的局限。例如，《意见》提出“互联网支付应始终坚持服务电子商务发展和为社会提供小额、快捷、便民小微支付服务的宗旨”，实际上与非银行支付机构的状况混在了一起。如美联储在2015年初发布的《美国支付体系提升战略》中，已经充分关注网络新兴电子支付在大额交易活动中的作用。

为了有效构建互联网金融的制度与监管体系，在《意见》的基础上，可以在三个方面继续加强和完善。

首先，需要进一步细分不同互联网金融业态的具体监管思路。我们看到，《意见》尚未理顺和覆盖现实中混乱的互联网金融概念范畴，实践中有诸多的组织机构、产品、渠道等要素掺杂在一起，各自的业务运行与风险特点差异较大，难以进行一致性监管。对此，还需要在深入梳理合理的业态划分基础上，进一步落实相应监管细则。特别需要注意的是，监管细则的制定必须跳出监管主体分割、围绕机构对象的传统思路，真正以功能监管、业务监管为主，通过加强

监管协调和配合，真正解决互联网信息技术所导致的混业型金融创新带来的潜在风险与不确定性。

其次，需要着力解决不同互联网金融模式背后的根本矛盾。例如，在P2P网贷等基于互联网的资金配置活动中，之所以会产生各种无序现象，归根结底还是背后的民间金融缺乏有效引导和法律规范。只有加快推动以民间借贷为主的民间金融走向阳光化、合法化，才能促使P2P网贷行业发展真正跳出民间金融的某些乱象，着力推动技术与服务创新。再比如，第三方支付领域虽然在整个互联网金融业态中相对比较规范，但近年来也还出了一些问题和风险。究其根本，也是因为伴随互联网信息技术对于电子支付方式、渠道、清算模式等的冲击，使得原有规则越来越难以适应整个零售支付市场的快速变化，因此同样需要在“打好制度根基方面着力”。

最后，亟需构建多层次的监管协调机制。一则，我们仍然认为现有的“归口管理”模式不一定最佳，但是在既定格局下，加强部门协调就成为重中之重。实际上就许多互联网金融业态来看，都难以简单纳入到现有分业监管框架之中。无论是积极蓬勃的有益创新，还是“挂羊头卖狗肉”的灰色创新，过去都主要发生于不同监管部门的视线交叉或空白领域。就此而言，如果下一步的细则落实变成各监管部门“各管各的孩子”，显然难以达到有效监管的目的。二则，许多投融资类互联网金融业态无法纳入到现有自上而下的监管框架中，而且各地方情况千差万别，因此地方金融监管机制的介入也非常重，重在明确地方政府在其中的责任、权利和义务。三则，互联网金融的发展应该以自律监管为重中之重，因为一方面，制定和完善法律予以约束往往是最终不得不采取的手段，其成本最高、效率最低。另一方面，在各国都面临互联网金融形态不断变化的时代，“一步到位”的规则显然难以形成，更需要以自律来构建良好的发展生态环境。

## 别误解了股指期货

□北京金融衍生品研究院首席宏观研究员 赵庆明  
北京金融衍生品研究院助理研究员 宋有为

近年来，随着我国金融市场的改革和创新，融资融券、分级基金、股指期货、ETF期权等新型金融工具不断涌现。与新工具的逐渐丰富和其专业性、复杂性相伴的是金融市场的信息量成倍增加。庞杂的信息让投资者应接不暇的同时，也让投资者对金融衍生工具的理解处于似懂非懂的状态，导致相当一部分投资者将股票下跌带来的损失归咎于金融衍生工具。其中，近期因股市波动而受到指责最多的是股指期货。在这里有必要谈一谈股指期货，解开大家心中的疑惑。

股指期货是什么，网上和书上都有大量描述，不再赘述。我们需要讨论的是，作为一种金融衍生工具，股指期货到底有什么作用，其涨跌变化到底代表着什么，对股票市场到底有什么影响，这也是广大股票投资者最应该了解的问题。

众所周知，股票市场的大盘指数反映的是市场当前的整体走向。过去投资者对大盘未来走势的预判只能用来交流和讨论。而股指期货上市后，由于其交易的是大盘指数的未来值，机构投资者和部分个人投资者就可以通过股指期货市场上的交易行为来表达对后市的预判。因此，股指期货的涨跌变化代表着对股票市场未来走势的预判。

那么这个预判信息来自于哪里，根据是什么？必然是股票市场目前的走势和运行状

况，是影响股票市场走势的各种内外因素。真正左右股票市场未来走势的动因只能来自股票市场本身，而股指期货不过是如实地反映了市场对未来行情的预判，并不能决定行情走向。同时，这也决定了股指期货对预判信息的反映机制，不会因股市行情的牛熊转变而改变。因此，所谓“股指期货导致股市下跌”的论断经不起推敲。

不论是之前的股市大涨，还是近期的股市大跌，股指期货都不是引发股票市场走势的动因。对公开数据进行大致匡算的结果，也能够支持上述论证。

截至2015年6月30日收盘，A股市场沪深两市总市值约为58.46万亿元，其中流通市值约47.19万亿元。同日，股指期货三大品种单边持仓量总计约25.76万手，对应的持仓面额约为2637亿元，从多空双边合算来看，实际对应的持仓面额最多也仅有5274亿元。也就是说，假设所有股指期货投资者的持仓目的均为套期保值，目前股指期货的持仓总量所能对应的最大股票持仓量，占A股流通市值的比例也仅有1.12%。

当日，沪深两市股票账户数合计约1.86亿户，其中近一年内进行过交易的账户约为1.04亿户，而近一个月内进行过交易的账户为0.81亿户。考虑到普通投资者通常在沪深两市同时开户，因此我国近期参与股票交易的总人数约为4000万人。而股指期货总账户数约为25万户，其中活跃账户在2万户左右，占A股投资者总数比例不足千分之一。

因此，无论是从持仓量上看，还是从市场

投资者开始关注以股指期货为代表的新型金融工具。在面对股市大跌引起的亏损时，股票投资者能否静下心来，理性看待金融衍生工具的作用，对于分析当前、决策未来都是至关重要的。对于任何一个投资者来说，亏损都不能称得上是一件让人高兴的事，但是更重要的是，不能被亏损带来的负面影响遮蔽了双眼，在一些错误论断的影响下人云亦云，失去了金融投资最为依靠的理性分析。

从另外一个角度来看，广大股票投资者对于股指期货的指责，恰恰说明了股指期货的重要作用受到了更广泛的关注。但投资者不应仅在下跌行情中关注，而更应该持续关注和学习股指期货反映预判信息的机制，这样才能更好地理解乃至使用股指期货这一利器。但这一切必须基于投资者对股指期货知识的全面深入学习，基于权威的数据和理性的分析逻辑，而不是网上经不起推敲的评论。这将极大地考验股票投资者对股指期货相关知识的熟悉程度，以及甄别有效信息、进行理性分析的能力。

对于此，建议广大股票投资者多阅读和学习中国期货业协会、中金所等权威机构发行或发布的有关股指期货的书籍、市场规则、研究报告等材料，通过交易所以及其它官方指定媒介获取市场数据作为分析基础，真正深入了解到以股指期货为代表的新型金融工具。同时，在对股指期货等金融工具足够熟悉的基础上，有风险承受能力的个人投资者和机构投资者可以适时、适度地参与股指期货市场来进行风险管理。