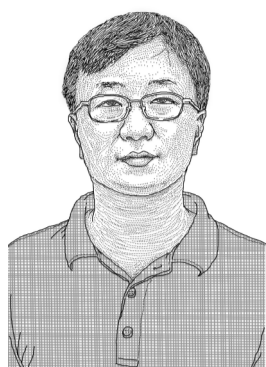


资本观察

# 冷静对待“国内定价权”和“国际定价权”



□上海中期期货公司总裁 党剑 博士

期货市场既是市场经济发展到一定阶段的产物,又是金融市场中为现货服务的最有效的工具之一。经过100多年的发展,在西方发达国家,期货市场不仅成为企业套期保值和风险管理的有效手段,而且成为实现经济平稳运行、实施宏观调控和规避系统性风险的重要场所,甚至有人将期货市场的功能实现作为判别一国经济现代化的标准之一。发轫于20世纪80年代后期的中国期货市场,在历经初期的盲目发展和经年的治理整顿之后,目前已进入规范发展阶段。市场初具规模,功能逐步发挥,部分品种的价格走势引起国际市场的极大关注,已经成为国际期货市场成长最快的成员之一。

## 通货膨胀、“中国因素”与定价权

笔者浸淫期货市场十余年,明显感受到全社会对期货市场最为关注的两个阶段,一个是十年前的1994年前后,另一个便是2002年到现在,两

者的共同之处即是由大宗原材料商品价格的上涨所引起的全社会物价水平的迅速提高。

十年前的期货市场治理整顿,源于1993年35个大中城市食品类价格比上年同期增长34.1%,而1994年物价涨幅又达到创纪录的21.7%。有人将物价上涨的部分原因归结于期货价格的连续窜升,自1994年5月起,国家陆续暂停了钢材、白糖、煤炭、石油(成品油)、菜籽油等一批关系国计民生、价格尚未完全放开的大宗商品的期货交易资格。多年以后,经历了十余年市场经济磨砺的我们才发现,十年前基于需求拉动型的通货膨胀并非由于期货商品价格攀升所造成,而是投资需求增速较高,从而拉升原材料价格导致物价上涨。正是由于期货市场价格发现的功能,对原材料价格的“先知先觉”致使期货市场商品价格的上扬,被人看似具有“国内定价权”的特征,因而导致市场的整肃。

自2002年至今,我国加工制造业的飞速发展带动了国内产业部门对各种工业材料的强劲需求,这被世界各地的贸易商和投机者冠以“中国因素”。

2004年我国铜的消费量占世界的20%,居于世界第二,国内铜的生产量占35%,进口量占65%;2003年中国已经超过日本成为第二大石油消费国,2004年原油进口1.1亿吨,进口依存度约40%;我国是世界最大的大豆进口国,03/04年度进口量1650万吨,几乎全部进口大豆都用于榨油,国内2/3的榨油厂商依赖国外供应;此外,我国对铁矿石、氧化铝、天然橡胶和镍的对外依存度分别达到36%、40%、55%和55%以上,由于国际交易中,作为加工制造业原材料的铜、原油、大豆、天然橡胶等大宗商品的定价是按照该商品“基准期货合约价格+各类升贴水”

这样的惯例来计算。因此,原材料的大量进口和原材料价格走向又一次将期货市场推向全社会的聚集点上。与十年前迥异的是,这一次没有人将物价上涨的原因归结于期货价格屡创新高,但又为期货市场提出了新的目标——中国期货市场要成为国际大宗原材料商品的“定价中心”,拥有“国际定价权”!

## 成为国际“定价中心”只是远期目标

在笔者看来,成为国际大宗原材料商品“定价中心”的目标本身体现了中国企业参与国际市场的强烈兴趣和客观需求,也折射出中国期货市场未来发展的潜力,但市场经济发展毕竟有其客观规律,这个目标中短期内并不容易实现,理由是:

其一,与国外上百年历史的期货交易所相比,国内交易所合约的数量、参与者和覆盖面都难以望其项背,交易所交易规则设计、技术水平和管理能力也都不能同日而语,如果以成为“国际定价中心”为名一味追求交易规模的扩大,并不是建立期货市场的初衷。

其二,国内原材料生产和加工企业难以参与国际期货市场,无法了解国际市场的游戏规则。目前经中国证监会批准的从事境外期货交易的公司,大都是一些国有大型原材料生产和贸易企业,一般企业很难通过正常渠道参与境外期货套期保值业务。无法熟悉国际通行的游戏规则,无疑会制约我国期货市场成为“定价中心”。

其三,国外生产、加工和贸易企业和机构投资者尚不能登陆中国期货市场。长期以来,铜、大豆等品种的国外大型生产、加工、贸易企业不同程度地表达了合法进入中国期货市场

的愿望,甚至某些投资银行、基金也同样对中国期货市场兴趣很大,有限度放开国外生产、加工企业的参与,尝试期货市场的QFII,应该也是成为“国际定价中心”的先决条件。

其四,国内大型投资者(基金、证券、保险公司等)尚没有进入期货市场的制度许可。国内期货市场的投资者中,资金量在100万以下的投资者占有85%之众,投资者结构偏重于中小投资者和自然人的现状,很难体现商品价格的理性预期。没有国内机构投资者参与,我们的“国际定价中心”势必是中、小散户的博弈结果,或中、小散户与国外机构的对决。

## 中国期货市场结构亟待完善

我们以单一的期货品种为例,目前全球铜生产量的70%是按照LME公布的期货价格为基准进行交易的,其年交易量达到两万亿美元。我国有色金属行业,尤其是铜、铝两种商品,从采矿到加工成材,覆盖90%以上的生产、加工和贸易企业全部参考期货市场价格定价(包括LME的价格和上海期货交易所的价格),完全与世界同步;绝大部分有色金属的下游企业由于对期货价格的认同而实现了零库存,而10年前,这个库存数字是3-6个月的生产或加工量。尤其令人欣慰的是,目前产量排名第二的我国有色金属工业,并未由于入世而受到影响,更没有在国际上遭遇反倾销的担忧。有色金属工业的成长,与上海期货交易所铜、铝商品的成长是如影随形的,截至2004年底,上海铜的成交手数是伦敦金属交易所的2.18倍,折合吨后相当于伦敦铜交易量的44%,上海铜价对于伦敦铜价的引导程度也从2001年底的12%,上升到2003

年11月的25%左右,并从2003年11月以来保持在38%左右的水平,由此可见,作为全球第二大的铜期货市场,正在与伦敦铜市场形成“相互引导、交叉影响”的态势,但铜的品种是当前我国期货市场现货企业参与度最高、定价最为权威的一个,其他商品如与铜比肩,尚需时日。

我们再来看市场参与者的一组统计数字。笔者援引国外一项根据48个国家7292家非金融企业2000—2001年的年报所作的统计研究,有将近60%的企业都在不同程度地使用期货、期权等衍生工具。而上世纪90年代中期针对3022家企业的一项研究显示,非金融企业衍生工具的使用率只有25.5%。最近的研究表明,在衍生工具的使用方面,发达国家的比例要明显高于发展中国家,其中经济合作与发展组织(OECD)国家非金融企业的衍生工具使用率达到了63.6%,而非OECD国家这个比率仅有39.9%。这两组数据表明,在期货、期权等市场发展的同时,企业使用衍生工具的广度和深度也都在提高。

对比来看,就笔者所做的统计,2004年列入全国期货经纪公司前三名的一家公司,2003年底和2004年底的法人客户数量分别仅有134个和166个,个人投资者数目分别为1296个和1872个。名列全国三甲的期货公司的机构投资者数量仅有百余,可以想见整个市场的机构参与者数量之少,相比全国范围内各种期货商品的大量生产、加工和贸易类企业,我们市场的稚嫩是不言而喻的。因而,如此参与比例的企业进入期货市场,其定价的可信程度可能要大打折扣,所以,套谈“国内定价权”和“国际定价权”,对于中国期货市场未免有揠苗助长之嫌。

## 记账式三期国债将发行

2季度增发一期20年国债

□实习记者 陈继先 上海报道

据悉,原定于4月20日发行的记账式三期国债推迟到4月26日发行。本期国债为固定利率附息债,跨市场券种,期限5年,以利率招标的方式发行,发行规模300亿。

本期债券推迟发行的具体原因不详。但有市场人士估计,可能与财政部调整2季度国债发行计划有关。财政部昨日公布的新计划表明,2季度新增发行一期20年的记账式国债。

## 央行今日发行500亿票据

□实习记者 陈继先 上海报道

据悉,为保持基础货币平稳增长和货币市场利率基本稳定,中国人民银行将于今日发行2005年两期中央银行票据。其中,第四十六期中央银行票据期限三年,为固定利率附息债券,按年付息,采用利率招标的方式发行,最高发行量350亿元;第四十七期票据期限3个月,最高发行量150亿,采用价格招标的方式发行。

本次发行继续体现出央行强化主要期限票据品种发行,优化票据结构的意图。另外值得市场关注的是,上周3年期票据招标利率大幅下降15个基点后,本周二发行的1年期票据的招标利率又跌破2%,利率下降的趋势似乎还没有结束。

## 工行托管货币市场基金逾900亿

□记者 叶再春 北京报道

中国工商银行消息,工行目前托管的三只货币市场基金总规模达911.14亿份,其中南方现金增利基金份额达420.55亿份。

工行目前已成为国内证券市场托管货币市场基金份额最大的托管行,托管的三只货币市场基金是南方现金增利基金、华安现金富利基金和诺安货币市场基金,其中华安现金富利基金的规模也突破了400亿份。

|                               |         |
|-------------------------------|---------|
| <b>中国社会科学院</b>                |         |
| <b>金融学研究生课程班</b>              |         |
| (免试入学!可申请硕士学位!)               |         |
| 研究方向: 风险投资、房地产、保险、ITB         | 补录5人    |
| 联系电话: (010) 85196085 81417766 | 4月17日截止 |
| 网址: www.casren.com            |         |

## 基金季报管中窥豹,在基金经理们眼中——

# 震荡市场如何继续演绎分化

□记者 徐海洋 龙跃

在一季度的56个交易日里,市场出现了7个上下跳空缺口,整体振幅达13.37%;指数屡屡下探新低,并把市场5年低点定格在1162点;同时,市场内个股分化现象也更加明显。基金经理们是如何评价一季度的市场走势和未来发展变化趋势的?

## 政策变动主导市场反弹

从基金一季报来看,宏观经济走向是大多数基金经理研判市场的出发点。易方达积极成长基金经理分析指出,1月份CPI同比仅上升1.9%,增速连续第五个月回落,人们萌发宏观调控力度可能放松的预期。但二月份CPI同比升幅冲高至3.9%,固定资产投资增速超过24%,增加了市场对宏观调控力度加大的担忧。

易方达策略成长基金经理表示,今年一季度国民经济保持较快的增长速度,银行新增贷款、固定资产投资等经济数据出现一定回落,显示总体经济应该不会出现2004年那种全面过热的趋势。二季度,政府仍会坚持宏观调控,特别是对房地产、钢铁等行业的调控力度逐渐加大。由于全球房地产价格高企,资源价格、大宗原材料的价格均在高位,我们对整个宏观经济发展将保持一定的谨慎态度。

与此同时,基金也指出了政策变动对于市场的影响。景顺长城景系列基金认为,伴随政策预期变化,一季度市场经历了一个从极度悲观到充满期待再到极端无奈的过程。对于未来市场环境的发展趋势,海富通精选基金认为,市场对解决股权分置问题的预期,国际估值标准的压力,以及不断变化的宏观经济走势和政

府政策,将决定下一阶段的市场运行方向。华夏兴安基金则表示,在二季度股市创5年新低后,市场受利好政策预期推动可望出现反弹,反弹力度取决于具体的政策情况。

## 个股分化仍是长期特征

个股走势两极分化是一季度市场最鲜明的特征,这种分化的趋势能否延续也成了基金经理关注的主要问题之一。两极分化能否延续?分化之中又会出现什么样的变化?

对于分化的延续,基金经理们普遍持肯定态度。他们认为,股票走势的分化,是由企业基本面、市场投资理念转变、弱市中投资者对不确定性的担心等因素共同作用的结果。作为理性投资和市场发展的必然结果,个股分化仍将是未来市场的一个长期特征。

但在坚持“强者恒强,弱者恒弱”观点的同时,部分基金也对前期过分剧烈的“分化”,提出了一些新的看法。嘉实服务增值行业基金认为,随着政策面的不断趋暖,以保险资金、企业年金为代表的长期资金将逐步入市,这将使后市热点开始扩散,前期出现的强烈分化特征会在一定程度上弱化。基金泰和也指出,短期内过度剧烈的分化会集聚一定的风险。毕竟,在市场对这批优秀公司充分认同的时候,它们股票的投资价值也在伴随着股价的上涨而不断降低,人们对它们极高的预期将经受未来经营业绩的现实考验。

## 防御策略凸显垄断优势

基于对全球资源品价格持续上涨的担忧,以及宏观调控等诸多政策因素尚不明朗的现实,基金经理们普遍在一季度采取了防御型的

投资策略,周期类、制造类股票以及承受扩容压力的股票,成为了他们重点减持的方向。同时,受成本推动型通胀和汇率升值预期冲击的制造业也面临着较大的压力,因此在一季度减持了这两种类型的股票。

同样是在防御型投资策略的指引下,基金经理们后市看好股票的类型也相当一致。归纳起来,基金经理们普遍看好的股票以周期性不强的垄断型股票为主。在各家基金的一季报中,经营壁垒、资源优势、品牌优势等关键词的出现频率极高,显示出“垄断”在基金经理们的后期选股中占据着重要位置。

众多基金指出,后期更看好那些净资产利润率稳定的企业,主要是那些有“壁垒”的企业。广发稳健增长基金则认为,应关注那些能给投资者以长期、稳定回报的企业,而这些企业大都存在经营壁垒。要么具有自然垄断优势,如机场、港口、公路、矿产资源;要么具有技术优势,如中兴通讯、烟台万华等等;要么具有品牌消费优势,如贵州茅台;或者是全球领先的制造业。

除了具备垄断能力的股票以外,还有一些其他类型的股票也被基金经理们看好。如广发聚富证券投资基金认为,在一些存在分歧和风险的行业存在一定的投资机会,如银行、房地产、煤炭等行业;同时也关注处于景气低谷的周期性行业,因景气度回升或股价过度反应产生的阶段性投资机会;以及预期随着询价制及保荐人制度的推行,新股的投资风险开始下降,投资机会凸现。嘉实服务增值行业基金认为,受股权分置方案试点预期的推动,具有低市盈率、高市净率、高法人股比例的股票将成为市场关注的焦点。

## 招商证券“基金宝”今起发售

□记者 陈劲 深圳报道

记者从招商证券了解到,该公司推出的首只集合理财产品——基金宝今起正式发售,投资者可在招商证券及招商银行的400余家网点认购。

据悉,参与该集合计划的最低金额为人民币10万元。招商证券基金宝推广期计划募集总额20亿份,募集资金总额约为20亿元人民币。

## 长虹背投

# “真实做电视 精致品生活”

遥控器“自由听”键,让您享受HI-FI高保真音响带来炫酷体验。

B5数字高清多媒体背投电视,采用了美国SRS公司的“WOW三维动态环绕声”处理技术,创造出了极具临场感和震撼力的音效,并且可以利用准确的声定位技术,再现出声音的空间效果,让您尽情享受置身专业音乐厅的美妙感觉。DLP数字光显背投运用了杜比数字技术,声音清晰、自然;减少失真,并具有极强的临场感。

**数码相册:“会”声“会”色,人机同乐**

数码产品可以说已经走进了广大消费者的生活中,成为了必不可少的一部分。长虹率先将数码与电视进行了高效的融合。

B5数字高清多媒体背投电视“数码相册”驱动系统,全面适应目前市面上流行的数码相机和数码摄像机存储卡CF/MD/SM/MS/SD/MMC,不需要任何的外接装置,完全可以自动识别,即插即用。能同时实现九个画面的浏览,还可以播放MP3。

**经营顾客心,“阳光网络”**

长虹对消费者承诺“生产没有缺陷的产品”,从设计到采购、生产、营销的整个过程,30000多名长虹员工都把“让消费者用上最好的产品”、“让消费者用上最放心的产品”作为自己的工作目标。“顾客满意”永远是长虹企业核心竞争力中不可或缺的一部分。去年年底,长虹率先开通了4008116666全国统一服务热线,实现市区24小时,郊区48小时快捷上门服务,真正让客户感受到长虹“阳光网络”的无限温暖。

—企业形象—

**视听音效:“余音不绝,绕梁三日”**

有了长虹背投您可以不用再买音响了!长虹最新推出的产品通

# 山东省首届金融不良资产招商推介会

**主办单位: 山东省银行业协会**  
**承办单位: 山东省债权资产交易市场**

- 银行业协会搭建平台, 省内多家银行业金融机构联袂推介
- 债权、股权、实物资产等品种多样
- 银行业金融机构与广大的投资商零距离接触
- 一次难得的沙里淘“金”的良机

从荒芜中孕育希望,在沙砾中发现真金

**会议时间: 2005年4月28日**  
**会议地点: 济南市南郊宾馆俱乐部**  
**参会单位: 山东辖内银行业金融机构 海内外投资商**  
**联系方式: 山东省债权资产交易市场**  
**李明明 郭光海**  
**电话: 86-0531-7080322**  
**86-0531-7080288**  
**传真: 86-0531-7080288**  
**手机: 13793171966**  
**13969056239**