

# 宏源证券杯“寻找资本市场新动力”有奖征文

 宏源证券  
HONGYUAN SECURITIES

网址: <http://www.hysec.com>  
电话: (010)62267799

## 动用外汇储备 增持H股

□中国社科院金融研究所博士后 赵文广

面对日益庞大的国家外汇储备和内地在香港上市的很多H股市盈率只有几倍,股价低于净资产的比比皆是的情况,笔者认为,在世界金融及资本市场动荡不安的今天,中国庞大外汇储备到境外投资将面临着巨大的经营风险和压力,因而拓宽国家外汇储备用途需要有新思路,而动用国家外汇储备增持H股利国利民。

从今天我国庞大的外汇储备来看,我国外汇储备的现有规模实际上已经远超过满足于可测、可控、可承受的国际支付需要,对于超出用于稳定汇率部分的外汇储备,有必要在坚持外汇管理“三原则”的基础上,进一步拓宽外汇储备用途,扩大外汇储备中股票基金等权益类资产,尤其在关系到国家经济安全的能力与金融两大战略领域外汇储备更要有所作为。中投公司的成立,应当说对完善我国的外汇储备管理体系具有非常重大的意义,在一定程度上改变了我国外汇储备管理长期以来比较侧重流动性和安全性的资产配置特点,开始积极追求富有竞争性的投资回报。但中投公司目前由于自身定位及人才结构所限,其投资的兴趣更多地集中于金融领域,过度偏重于金融股权的投资,目前越来越像一个超级金融控股公司了。

时下金融危机令全球股市暴跌,金融类资产大幅缩水,用以衡量上市公司估值的PE和PB两个重要指标显著降低,由此引发了中国外汇储备是否去“抄底”华尔街和用外汇储备成立“平准基金”买A股的大讨论。笔者以为,与其现在动用外汇储备去“抄底”华尔街和买A股,还不如动用外汇储备去香港“抄底”H股。

首先,用外汇储备增持H股将进一步拓宽国家外汇储备的用途,使外汇投资获取富有竞争性的投资回报。美国金融危机引发全球股市暴跌,香港市场极度低迷,目前香港恒生指数和国企指数的估值水平都不到10倍,已经远低于美国上市公司的估值水平,这样就为外汇储备投资H股及红筹股提供了绝好的战略性的投资机会。就笔者熟悉的在香港上市的电力能源股而言,作为中国的战略性资源,如按重置成本衡量,已经被严重低估。另外,在香港与内地同时上市的中国远洋是国内最大集装箱航运公司,母公司中远集团是世界第二大的综合性航运企业,三季度末每股净资产高达5.85元,预计08年每股利润在2元以上,而H股市价一度跌至2.25元(按人民币计价),用外汇储备增持这样优质公司的股票能有多大的风险?在全世界看好中国,投资中国的今天,我们的外汇投资与其远涉重洋去持有收益极低的外币债券甚至还冒着升值贬值的风险,或者去华尔街投资一些我们根本不了解的公司且无法掌控的市场,不如在低价位增持被严重低估的H股及红筹股,切实起到有效分流我国外汇储备的作用。笔者坚信,随着世界经济的复苏和市场的回暖,必将为外汇储备带来富有竞争性的投资回报,从而实现外汇储备保值增值的目的。

其次,用外汇储备增持H股既稳定了香港股市,也稳定了A股市场,有助于夺回A股的定价权。由于中国有许多公司既在香港市场发行H股,又在沪深发行A股,由于历史原因,A股一直对H股保持着溢价。据统计,截至11月20日,A-H股溢价率已经接近70%,两市差价进一步拉大,比价效应对A股市场的投资者心理影响巨大,H股的高折价必然拖累A股的走势。由于香港与内地股市存在着A+H的传导机制,加上香港是一个高度国际化的市场,特别是美国股市的涨跌必然影响到香港股市的涨跌,进而影响到A股市场的走势。在经济金融全球化的今天,美国发生金融危机,固然对中国经济有影响,但美国如果因金融危机真的一蹶不振了,难道中国经济就不能接过美国经济的领跑接力棒吗?如果说十九世纪是以英国为中心的世纪,二十世纪是以美国为中心的世纪,那么二十一世纪有望迎来以中国为中心的世纪,因此我们对未来中国经济发展前景大可不必太悲观。如果我们动用外汇储备增持H股及红筹股,对于稳定香港股市将发挥至关重要的作用,将有力促进香港与内地更加紧密的经济联系,有助于构筑香港与内地共同的经济防御体系,以减少全球金融风暴对我国金融及资本市场造成的冲击,进而对稳定A股市场也会收到意想不到的效果,从而夺回A股的定价权,真可谓一举数得。

## 宏源证券杯“寻找资本市场新动力” 有奖征文启事

今年是改革开放30周年,我国证券市场建立的第18年。为进一步解放思想,研究制约我国资本市场发展的问题,探索我国资本市场健康发展之道,本报特举办宏源证券杯“寻找资本市场新动力”有奖征文活动。希望社会各界人士为资本市场的持续健康发展,为国民财富的增加献计献策,一起探索资本市场发展的新动力。

稿件基本要求:原创论文,观点鲜明,文字通俗流畅,围绕“寻找资本市场新动力”这个大主题展开,内容可涉及与资本市场相关的方方面面,字数在3000字以内,来稿请投yg3721@263.net。来稿将在本报网站([www.cs.com.cn](http://www.cs.com.cn))刊登,优秀作品将在前沿视点版面发表。

征文活动结束后,本报将邀请专家评审,获奖作品从本报编辑部初选的30篇稿件中评出。其中,一等奖2名(奖金各2万元),二等奖5名(奖金各1万元),三等奖10名(奖金各5000元)。

□芝加哥期权交易所董事总经理  
郑学勤

在过去的30年,金融市场中发生的最重要的变化之一,是机构投资者的发展成型。大量的储蓄在逐步脱离商业银行这个主要金融中介机构的过程中,转入了投行、退休基金、人寿保险、共有基金、证券代理经纪商、期货基金、对冲基金、主权基金和私募股权基金等新兴的金融中介机构的管理之下。所谓的“脱媒”并不是真正的脱离中介媒体,而是将钱交给银行之外的金融机构来管理。机构投资者通过金融创新,利用提高市场效率、转移市场风险、降低运作成本等手段,稳定了资产价值,提高了投资回报。在美国,发展到今天,离开了机构投资者,证券市场、保险市场、退休金制度和信用体系都会分崩离析。衍生品市场的出现和发展,更加突出了机构投资者的重要。由于衍生品内在的复杂性和风险性,离开了机构投资者在产品设计、推广教育和控制风险方面所做的工作,任何金融衍生品都不可能成功。

如果从交易所开始交易算起,金融衍生品市场到今天只不过30多年的历史,同衍生品市场一样,现代意义上的机构投资者还处在非常年轻的阶段。这次金融危机在暴露出一些衍生工具存在的问题的同时,也暴露出了若干机构在使用这些工具中的问题。不过,应当指出,这些问题几乎全都出在交易所之外的场外交易中。换句话说,它们同缺乏适当的监管有着紧密的关系。

这次金融危机,虽然严重程度不及1929年经济危机,但是,它超出了所有经济学家和金融界人士的生活经验,打破了绝大部分风险管理模式的底线系数。它出现在全球经济全球化的巅峰。就在这次危机爆发之前,美国财长保尔森曾经说过,他从来没有看到过美国经济的发展出现过如此良性状态。到今天,世界资产缩水十多万亿美元之巨,各国政府数百、数千亿地向市场注资。格伦斯潘、保尔森和伯南克全都承认低估了这次风险的严重性。《金融时报》11月26日刊登了一篇文章,指出除了教皇也许例外,无论是在政府、金融机构,还是学术界,几乎没有一个人预见到这次危机的整体严重性。直到目前,谁都不知道应当构建一个什么样的框架来将正在倾斜的大厦给支撑住,将它扶直。

这次金融危机实际上反映出的是一个历史阶段的转折点。在过去

## 与民同富 与市同荣 —透过金融危机看机构投资者的社会职责

机构投资者像是一个社会金融系统发展中的“基因”。它们可以保存对资产合理价值的认识,将金融知识的进化继承和传递下去。一个国家监管的宽松程度取决于机构投资者的成熟程度。在一个没有监管障碍的全球市场里,机构金融知识的优势和金融运作的技巧将决定财富的流向和贫富的差异。从这个意义上说,机构投资者的成熟关系到国家金融的安全。因此,机构投资者认清自己的社会职责,调整致富的心态,以服务实体经济为目的,以与民同富,与市共荣为宗旨,这才是发展壮大的根本出路

30的时间里,经济全球化给全球人民带来了巨大的财富。推动这个经济全球化的主要引擎,是以美国同中国之间的经济互动关系为代表的一种经济模式:发达国家向发展中国家转让制造技术,发展中国家向发达国家提供廉价商品和债务。廉价的商品使得有可能在长时期内保持低利率而不必担心通货膨胀;轻易到手的债务使得信用特别是房贷超现实膨胀,刺激了非理性的消费。这次金融危机是这种经济模式出现破裂的一种表现。

中国用4万亿元人民币的投资来拉动内需,是已经在朝建立一种新的经济模式方面迈步;美国和欧洲政府向市场注资,基本上还是在拯救银行体系和信用制度,将经济拉回到原来的正常运行的轨道上。这次金融危机更准确地说是信用危机。借钱本身并不一定坏事。信用制度是市场经济的生命线。问题是借钱借到了没有能力偿还的地步。在这种将信用变成泡沫的过程中,以房贷方面的衍生工具无疑是起了推波助澜的作用。

这么说并不等于是在这次金融危机之后金融衍生品的作用会减小。衍生品的存在已经成为今天世界经济和金融运作中的一个不得不正确对待的现实。举个简单的例子来说,很难想象在今天这样动荡的市场里,不进行大豆期货和期权交易的榨油厂或者不进行石油期货和期权交易的航空业,在3、5年之后还会生存。今天世界上场外和场内交易的衍生品价值将近600万亿美元,也就是说,地球上的每个人,不论大人和小孩,平均要摊到10万美元。在世界的经济和金融活动中,这是一个想躲都躲不开的现实。要防备也好,要介入也好,都需要有成熟的机构投资者。

没有机构投资者的衍生品交易是不可能成功的衍生品交易。那么,在这次金融危机中美国的机构投资者起了些什么作用呢?

在这次危机出现之前,全球的证券化产品有80%是美国的金融机构发行的。光是在发行以居民房贷为担保的证券化产品,金融机构得到的盈利和收费大约为1000亿美

元。它们在利用金融工具最大限度地将泡沫用力吹到每一个能够吹到的角落这方面,无疑起到了其他人起不到的作用。

在现代金融体系里,机构投资者是一个有机的构成部分。它们应当是社会金融体系中每个层次上的神经、血管和韧带。但是,在这次金融危机到来的时候,金融机构作为一个整体,失去了对金融体系的支撑作用。换句话说,它们有闯祸的能力,没有收场的骨架。在政府同市场之间失去了本来应由机构投资者提供的缓冲地带。于是,颓势变得一发不可收拾。

在这次金融危机之后会出现什么样的新的金融格局,现在已经可以看出一个大概来了。我们会面临这样的特点:(1)不确定性;(2)波动性;(3)资本积聚同投资机会的不平衡;(4)全球资产的分散化。

在应付这样的新格局中,交易活动无疑是调节的枢纽,而衍生品仍然是有效的资本运作工具,因为它们的灵活性、杠杆力和低成本。因此,机构投资者仍然是财富的重要掌门人。

在处理这次金融危机中,几乎可以肯定会出现三个新的趋势:(1)监管的革新——改变50多年来沿用的监管哲学、监管机构和监管方法;(2)交易活动的集中化——清算和部分交易集中到交易所;(3)金融机构盈利率的降低——“盈利私有化,亏损社会化”会有所扭转。

金融机构的存在体现了一对矛盾的组合:一方面,机构自身是想要盈利;另一方面,这些机构之所以能存在下去,是因为它们适应了某种社会的需要。世界上第一个股票交易所的出现在阿姆斯特丹,是因为荷兰为了摆脱西班牙而独立,需要集资的场所。任何金融创新都不是为了创新而创新,而是为了钱。借钱的需要有地方低代价地借到钱,有钱的想要让闲钱获得更大的收益;社会需要有效的集资,资本需要合理的流动;资产需要发现合理价值,持有资产的需要规避风险。出现高利贷是因为没有银行的存在来满足急需用钱人的需要。从某种意义上说,这次金融危机中的金融机构之所以能够走得这么远,是因为这

样的金融泡沫适应了美国政府需要同时满足伊拉克战争,全民拥有房产的政策、维持经济增长、降低通货膨胀和减税等各方面的要求。金融机构通过运作资本而牟取盈利,但是如果它们盈利活动过度地背离了它们的社会机制,那么,就会威胁到它们自身的存在。

由于衍生品的“四两拨千斤”的放大作用,运作衍生品的机构投资者特别反映出了这对矛盾冲突,这次金融危机就是一个典型的例子。在美国,在付给所有的受雇者的收入中,大约每12块钱中有1块钱是付给在金融界工作的;在英国还要高,大约是每10块中有1块。哈佛大学2007年的毕业生中,20%的男生和10%的女生预期他们会到银行去工作。从常青藤学校毕业的学生,到金融界工作的工资平均要高出到其他行业的3倍。索罗斯去年的收入是29亿美元。即使在金融危机爆发之后,纽约有一个对冲基金的经理,宁愿放弃公司许诺的2亿多美元的报酬,跳槽到其他公司工作。如果众多机构的CEO这些管理财富的人,每年的收入可以高达几亿甚至几十亿美元,而世界上生产财富的有将近10亿人每天的生活水平只是1美元左右,那么,这个体系一定是出了问题。

我们可以将机构投资者的职能归结为这么几条:(1)在机构集资中为大众积累财富;(2)在自身牟利中为社会配置资本;(3)在追求风险获利中化解社会系统风险;(4)在金融创新中提高资本运作效率;(5)在寻求机构的相对优势中稳定社会资产合理价值;(6)在提高机构竞争力中为社会积累金融知识和技能;(7)在机构的成熟中为国家提供金融安全;(8)在积累自身金融盈利中保存实体经济成果。

这里列举的是一些机构投资者在实现盈利和自身发展的过程中,同时满足它们的社会职责的一些典型的例子。今年5月我在上海参加“陆家嘴金融论坛”时,媒体报道了“基金要讲政治”的说法。不少基金经理当时表示很不以为然。他们觉得基金就是商业实体,应当以自身的盈利为目的。事实上,机构投资者并不只是商

业经营者。如果看一下上面列举的每一项的前半段,它们是机构投资者作为商业运作实体而想要做的事情。但是,如果看一下每一项的后半段,那么,可以看出,如果机构投资者的商业运作无法满足后一半所描写的杜会职责,那么,这样的机构作为一个整体是没有前途的。如何调节好这两者之间的关系,寻求一个合理的平衡,将会是这次金融危机之后机构投资者发展的一个方向。

机构投资者像是一个社会金融系统发展中的“基因”。它们可以保存对资产合理价值的认识,将金融知识的进化继承和传递下去。一个社会中个体投资者的眼界在很大程度上受机构投资者眼界的影响。一个国家监管的宽松程度取决于机构投资者的成熟程度。在一个没有监管障碍的全球市场里,机构金融知识的优势和金融运作的技巧将决定财富的流向和贫富的差异。从这个意义上说,机构投资者的成熟关系到国家金融的安全。

我们说衍生品交易不会消逝而只会越来越发达是有一定根据的。世界上最大的衍生品合约是利率产品(包括债券以及以房贷为抵押的证券)和汇率产品。这并不是偶然的。衍生品行业真正兴旺起来,是在20世纪70年代后,这也不是偶然的。这些都同20世纪70年代初美元同黄金脱钩有关。自从布雷顿森林体系失效,纸币金融开始实施以来,世界上所有的资产价值都只是相对价值。绝对价值不复存在。货币是目前世界上最大的衍生品。每天的日交易量都在2万亿美元到3万亿美元之间。要发现资产的相对价值,化解风险,交易是重要的手段之一。衍生品一方面可以将具体资产的某种属性剥离或抽象出来,譬如说,商品期货将商品的价格属性剥离出来,股指期货将整个股市的价格运动抽离出来,另一方面可以通过杠杆力而降低交易成本,增加资产的流动性,因此,衍生品的交易就在各个领域里空前活跃起来。如果说,在这次金融危机之前,不少机构和政府仍然处在“美元就是钱”这种幻觉之下,那么,在这次危机之后,特别是在美国大兴举债,美元很可能贬值的趋势下,利用各种手段包括衍生品交易来化解金融风险的倾向只会加强而不会减弱。

从这个意义上说,机构投资者认清自己的社会职责,调整致富的心态,以服务实体经济为目的,以与民同富,与市共荣为宗旨,这才是发展壮大的根本出路。

## 发展保本型理财产品是当务之急

□项杰 李明 ■

去年以来市场的大跌让很多投资者损失惨重。这在某种程度上凸显出国内市场可投资的金融品种单一、金融衍生工具匮乏的现状。金融创新不足,产品不够丰富一直以来是国内证券市场存在的一个系统性问题。在美国金融危机爆发之后,监管部门对金融创新产品的态度会更加审慎。我们认为,发展保本基金等保本型理财产品是当务之急,丰富这种理财产品无疑会增强投资者信心,为资本市场的持续健康发展增加动力。

我们认为,从丰富产品结构的角度讲,保本基金更适合中国国情。保本基金于20世纪80年代中期起源于美国,随后在全球范围内得到蓬勃发展。普遍的运作方式是由基金管理公司自己设立保本基金产品,银行提供担保。亚洲金融危机以来,香港投资者的风险意识大为增强,加之股市表现不佳,银行存款利率一再降低,投资者迫切需要一种既安全又有可能带来额外回报的投资工具。保本基金较好地满足了这一市场需求,因而快速发展起来。2000年3月香港基金市场出现了第一只保本基金。香港尽管不是最早推出保本基金的地区,但却是在世界上保本基金最为集中并且发展最为健康的地区,国际上众多知名投资管理公司都在香港推出了

不同类型的保本基金。根据香港证券及其他事物监察委员会和香港投资基金公会公布的统计数据,截至2008年三季度末,香港市场中存续的各类保本基金193只,占市场中所有基金的9%,保本基金总规模为540亿港元,占所有基金的21%左右。尽管保本基金目前在香港基金总数中的占比仍不高,但毫无疑问它是香港基金市场近几年最大的投资热点,其绝对数的增加对维持整个基金业基金总数的稳定贡献极大。

国内保本基金的发展应该从2003年南方基金发行的南方避险增值基金开始算起,不过,鉴于当时监管部门对基金“保本”承诺的谨慎态度,南方避险增值刻意避免了保本的概念,只是在募集说明书中做了相对模糊的表述。2004年银华基金发行的银华保本增值第一次向投资者明示了保本的概念,可以说是我首只真正意义上的保本基金。目前,市场上共累计发行了8只产品,随着03、04年发行的保本基金保本期的陆续到期,多数保本基金已经转成其他基金产品,目前市场中现存的保本基金有5只,这两年新增的只有去年发行的金元比联宝石动力和刚刚募集完成的南方恒元保本基金。相比于国内市场中436只基金产品,保本基金只占1.14%,从资产管理规模看只占比0.8%左右,与香

港等基金行业发展较为成熟的资本市场相比,这一比例明显偏低。保本基金市场发展的缓慢,固然有这几年国内证券市场行情好,投资者风险偏好较高等因素的影响,但最主要影响因素还是市场中可投资的金融品种单一,以及投资者对保本基金认识不够和担保环境不理想。

从保本基金的运作机理来看,技术保本有一定的假设前提,即要求投资管理人恪尽职守,严格按照既定的操作纪律进行投资操作,这些操作规则往往过于复杂,而同时又赋予投资管理人一定的主动操作空间,这样投资者将不可避免的面临着投资管理人的道德风险和操作风险。这些风险恰恰是一般投资者无法衡量和监控的。所以,目前市场中出现的保本基金产品,一般在交易结构中都会引入一个有实力的第三方。为产品设计双重保障机制:技术保本和担保保本。当基金管理人发生道德风险时,技术保本机制失效,担保保本机制发挥作用。

将第三方担保人引入进来,为保本基金提供保障机制的同时可以有效降低投资者和投资管理人的交易成本;对于投资者来说,投资决策前不用再费时费力的研究复杂的保本技术,即便在投资运作期间,也不必过分担心基金的向下风险,只需关注担保人的实力即可。一般来说,基金

公司在产品设计初期选择担保人时就会对担保人的实力进行详细的考察,同时在保本周期内,基金公司也会对担保人的信用能力和偿付能力进行持续的考察;另一方面,对于产品发行方来说,投资者容易理解产品,这样也就节约了发行方同投资管理人的沟通成本。另外只要担保人认可,产品的操作技术可以更加灵活一些。

在实际操作中,第三方担保人

其实已经不仅仅只起到信用增级的作用,还可以承担更多的风险管理职责,扮演外部市场监管者的角色,最大程度地保护投资者的利益。

首先在交易结构的设计中,将投

资者、投资管理人、担保人的利益统一起来。我国《担保法》中规定“保证是指保证人和债权人约定,当债务人不履行债务时,保证人按照约定履行债务或者承担责任的行为”。将此法律关系套用到保本基金的交易结构中来,基金公司作为保本承诺人承担未来的保本义务,担保人对此保本承诺承担连带责任。这样的机制设置,可以有效将投资管理人、担保人、投资者的利益统一起来,最大限度地保护投资者的本金安全。

其次,担保人作为风险承担者,

从保护自身利益的角度出发,在选择合作对象即基金公司时就会充分考

察其投资管理能力和风险控制能力;

在产品设计过程中,担保人也会从风