



# 适应全流通 监管创新不停步

□本报记者 申屠青南 北京报道

2008年,国内外经济金融形势发生重大变化,资本市场也出现大幅调整。为适应全流通的新形势,维护资本市场稳定,中国证监会因时而变,在证券期货市场监管上探索出了很多创新思路 and 手段。

## 监管也要适应“全流通”

今年以来,随着越来越多的大小非解禁,市场进入全流通时代。根据中国证券登记结算有限责任公司统计,截至11月底,沪深市场累计解禁1238.29亿股,占股改限售股份总量的26.52%。如何规范这些解禁股份的流通,既不能违反股改时两类股东间的“契约”,又要避免大小非集中减持冲击二级市场,两难选择考验着监管部门的智慧。

大宗交易平台的推出是破解这一难题的重要一招——证监会规定,持有解除限售存量股份的股东预计未来一个月内公开出售解除限售存量股份的数量超过该公司股份总数1%的,需通过证券交易所大宗交易系统转让所持股份。引

人和完善这一平台,既没有对大小非的减持作新的限制,又减少了对二级市场的冲击。

“股市已经进入全流通时代,我们的思维不能仍停留在股权分置时代。”证监会有关部门负责人表示。他认为,应该用发展的眼光解决发展中遇到的问题,市场的发展提出了很多新问题,而目前很多制度设计都是在股权分置时制定的,或多或少和目前的市场环境不相适应,需要加以修改,让监管也适应“全流通”。

引入大宗交易平台只是监管适应“全流通”的一个例子。“新老划断”以来,证监会已经着手在对证券领域的法律法规和部门规章进行系统梳理,简化审核程序,取消了不少过时的行政许可事项,并颁布实施《证券期货监督管理信息公开办法(试行)》,提高证监会的监管透明度。

监管适应“全流通”,是个动态的、长期的过程。未来,全流通后资本约束机制如何形成、股权文化如何培育、上市公司利益共享机制如何建立等新问题,还需要监管部门适时根据市场形势变化创新监管制度安排,充实监管手段,提高监管的针对性和有效性。

## 维稳措施频出手

今年以来,自然灾害接二连三、宏观经济持续下滑,国际金融市场动荡加剧,A股市场也深度回调,市值规模明显下降。面对复杂形势,监管部门频频频出手,尽可能维护资本市场稳定。

今年年初,不少上市公司抛出巨额融资计划,严重影响了投资者信心。针对这一情况,证监会新闻发言人指出,再融资不应是恶意“圈钱”行为,他要求上市公司在作出再融资决策前,应慎重考虑筹资规模和筹资时机,慎重考虑投资者的承受能力,证监会也将严格审核再融资申请。这一表态以及没有一起恶意再融资行为被放行的实际结果,有效提升了投资者的信心。

为维护资本市场稳定,监管部门在资金供需上做了很多努力。一方面是有序调节发行节奏,IPO发行家数和筹资额都比去年明显下降。细心的投资者可以发现,9月份以来,IPO的审核工作事实上已经暂停;另一方面继续引导机构资金入市,在鼓励社保基金、保险资金等长期资金扩大入市比例的同时,

批量放行新基金和QFII,截至11月底,今年批出20家QFII资格,各类机构投资者持股市值达流通市值的50%以上,投资者结构的优化,强化了资本市场的内在稳定机制。

面对市场的非理性暴跌,监管部门还提高了大股东增持和上市公司回购的灵活性,多方面出手维护市场稳定。据不完全统计,从8月份发布增持新规以来,124家公司的控股股东发布了增持公告,其中超过6成的被增持公司在大股东发布增持公告以来不同程度上涨;天音控股也打响了上市公司回购股份的“第一枪”。

维稳不仅表现在股指,还表现在交易保障上。无论是年初南方罕见的雨雪冰冻灾害期间,还是“5·12”汶川特大地震期间,证券市场没有一天中断交易,受灾证券期货经营机构全力维护非现场交易正常运行,稳定了市场秩序,稳定了社会情绪,也在最大限度上保护了投资者合法权益。

## “远近结合”来治市

“我们出台措施时要远近结合、统筹兼顾,近期有利于稳定市场、有利于恢复市场信心;远期这些措施都可以形成制度,有利于市

场长期的基础制度建设。”证监会主席尚福林的这一番话,正是证监会出台政策和规则的原则。

今年以来,证监会就创业板上市办法向社会公开征求意见,出台了《上市公司重大资产重组管理办法》和《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》,提高上市公司现金分红的标准,鼓励上市公司现金分红、做好融资融券推出前的各项准备、证券期货市场诚信档案正式运行、着力提高上市公司质量、打击各种违法违规行为……监管部门没有因为市场出现波动而停止基础性制度建设,并且在解决当前问题时,注意为长远发展夯实基础;解决长远问题时,注意对当前市场的影响。

“要有前瞻性和预见性,只要方向正确,就要坚持,不能因为眼前的困难而动摇,注重保持政策的稳定性和连续性。”尚福林表示,只有始终坚持这样的思路,资本市场稳定健康发展的制度基础才会越来越牢固。

经历了2008年单边下跌的投资者也期望着,监管部门能够在不断发展中积极稳妥地解决前进中的问题,促进资本市场稳定健康发展,资本市场在农历牛年中也能“牛”一把!

## 股指期货能否有效控制风险

□广发证券衍生品部

今年以来,相继爆出企业在套期保值合约上出现重大亏损,先是中信泰富在澳元期权合约上的百亿巨亏,然后是国航东航等航空公司在航油套期保值上蒙受数十亿亏损等。这些都让人不得不反思,利用衍生工具进行套期保值的目的是转移风险,为何会出现这么大的问题?作为场内衍生品的重要一员,股指期货能否有效控制交易者的风险呢?

其实,对于这个问题不能以偏概全,因噎废食。据报道,这段时间频频爆出来的衍生品套期保值合约亏损案例,许多合约的交易对手都是国际投行,实质上是属于场外衍生品合约,而非利用交易所产品进行套期保值。此外,其条款设计上主要引入较为复杂的期权结构,与企业的套期保值需求并不完全匹配,而部分企业甚至可能并没意识到其中的复杂性,因此,当市场出现不利变化时,企业遭遇的损失之大出乎意料之外。另外,签订场外合约,企业还需承担交易对手的信用风险,因此场外衍生品的风险更大。

与之相比,股指期货属于交易所场内产品,其合约高度标准化,条款清晰透明,风险也相对可控,而期货市场多年积累的风险控制机制,也有利于交易者管理合约风险。其中,逐日盯市是期货市场控制交易者风险的重要制度。所谓逐日盯市,又称为当日无负债结算制度,指当日交易结束后,每一个交易者账户的盈亏、交易手续费、交易保证金等都要进行结算,结算后,保证金余额低于规定水平时,投资者没及时追加保证金,将面临被强行平仓乃至爆仓的风险。这一机制可以有效防范交易者风险的扩大和积累,把不利变动带来的风险控制在有限的幅度内,也迫使投资者关注账户的动态变化,不至于亏损累积到无法承受的程度。

而中央结算担保制度则是期货市场防范交易对手违约风险的重要措施。与场外衍生品合约不同的是,所有签订期货合约的交易者,其交易对手方都是交易所结算机构,实质上意味着对手违约的风险完全由结算机构承担,降低了交易成本,提高了市场的整体运作效率。

有投资者提出,股指期货尽管简单透明,但实行保证金交易制度带来的高杠杆,也蕴含着较高的风险。事实上,期货市场经过多年的摸索,基本形成较为全面的风险管理制度,中国沪深300指数期货仿真交易,就引入了较多的风险管理制度,如价格限制制度、大户持仓报告制度、风险警示制度以及美国1987年股灾后开创的熔断制度等。

因此,目前出现的衍生品套期保值亏损案例并不能抹煞衍生品尤其是场内衍生品的作用,恰恰相反,这反映了市场需要更为透明和规范的未来保值工具,只有完善国内市场内衍生品市场,才能为国内机构提供更安全和透明的套期保值工具。(文章仅供参造,据此进行投资所造成的盈亏与此无关。)



## 建设银行

## 200亿元支持天津市保障性住房建设

昨日,由中国建设银行控股的中德住房储蓄银行与天津市国土资源和房管局签订了支持天津市保障性住房建设合作协议,承诺在未来三年内,将向天津市保障性住房建设提供总额为200亿元的金融支持,最大限度地支持天津市保障性住房建设。中德住房储蓄银行是中国建设银行和德国施威比豪尔住房储蓄银行于2004年共同投资建立的国内唯一

一家专业从事住房储蓄业务的全国性银行,今年7月21日获批将业务范围扩大到房地产金融、公众存款等领域。天津市政府将按照“限定总额、限定期限、限定受益人群”的原则,为中德住房储蓄银行推出的保障性住房金融产品提供财税优惠政策,并通过该行向中低收入居民和保障性住房开发企业提供相应的优惠和支持。(张朝晖)

## 银监会发布《银行与信托公司业务合作指引》

## 银行不得为银信合作理财产品提供担保

日前银监会发布的《银行与信托公司业务合作指引》对银行与信托公司开展业务合作的经营行为进行了规范,此外《指引》还明确了信托公司可以将信托财产投资于金融机构股权。

《指引》共四章三十三条,包括总则、银信理财合作、银信其他合作、风险管理与控制等内容。《指

引》对银信合作双方应遵守的规定提出了基本要求,对银信合作过程的风险控制制度、业务规范、合作双方的职责边界等作出规定;同时还强调了银行、信托公司应当在各自职责范围内建立相应的风险管理体系。

在防范风险方面,《指引》要求银行不得为银信理财合作涉及的

信托产品及该信托产品项下财产运用对象等提供任何形式担保,要求信托公司投资于银行所持的信贷资产、票据资产等资产时,应当采取买断方式,且银行不得以任何形式回购,要求银行、信托公司进行业务合作应该遵守关联交易的相关规定,并按规定进行信息披露。(张朝晖 张泰欣)

## 经济步入底部区域

# 资本市场机会开始浮现

□本报记者 赵彤刚 北京报道

金融危机贯穿了2008年。但是临近岁末,交银施罗德财富万里行活动给投资者带来了危机也是转机的信心。“全球经济逐渐步入底部区域,资本市场机会开始浮现。”交银施罗德基金经理李立日前在北京站活动中如此表示。

## 存货处理将结束

最新宏观经济数据显示中国经济下滑势头明显,11月份进出口同比已出现负增长,固定资产投资下滑严重,外商投资同比也出现负增长,对通缩的担忧取代了对通胀的担忧,资本市场也出现迅速回调。目前经济情况看起来似乎比较悲观,不过李立指出,经济活动自2007年三季度进入高峰期后自身已有调整要求,必然会由高速增长的状态恢复到正常增长水平。

11月份经济数据之所以比较差,原因是目前整个社会经济活动市场化程度越来越高,每个单独经济体即企业在看到情况不利时,首先要做的事情就是停止采购,加大存货产品销售。10至11月电力消费负增长也表明很多企业已经停止生产,主要是靠出售存货维持经营。“这个过程现在基本快结束了,企业将会重新开始原材料采购、动力消费,并出产新的产品,经济活动慢慢恢复。”

进入今年三季度以来,宏观调控政策出现戏剧性转向。“随着前期4万亿投资方案的出台,以及货币政策转向适度宽松,对经济过度悲观并不可取。实体经济及资本市场在财政、货币及其他政策的配合支持下,已经开始出现亮点。”李立表示。

最近美联储已经将利率降到接近零利率的历史最低水平,同时承诺向经济体注入更多货币来促进经济恢复,这给了市场强有力的信心。根据西方经济学理论,如果不断向经济体注入货币,并将资金成本维持在较低水平,那么经济增速迟早会起来。美联储主席伯南克在对经济的最新展望中表示,在未来6到12个月之内,金融

市场有望见底并开始复苏。“金融市场最困难的时期随着大量货币输入已经过去。”李立认为。

中国经济未来一季度可能还会出现比较差的数据,不过根据今年11、12月份银行信贷增速来看,中国政府正在向经济体注入大量货币,“效果虽然会有一定滞后性,但是在3个月后就也是明年一季度,货币注入刺激经济的效果会显现出来。”李立说,“至2015年左右中国工作适龄人口占比才会开始下降,在此之前中国经济将会维持快速增长。”

## 经济触底三大信号

对于宏观经济最坏时期何时过去,李立认为主要是根据以下三点判断:一是美国当选总统奥巴马在明年1月份上台以后将会迅速抛出经济刺激方案,估计规模在8500亿美元左右,可以帮助美国经济度过困难期;二是美国金融机构开始愿意向实体注入货币了;三是美国房价不再进一步下跌,金融机构也不再因此而减记资产,那么美国经济基本就企稳了。

对于中国经济何时触底,李立认为也是要三个方面:一是4万亿元的财政刺激方案在明年一季度落实情况如何,尤其是项目进展对社会总需求拉动情况;二是货币政策,目前货币利率及存款准备金率都处于相对较高的位置,仍有较大下调空间。如果有必要,央行可以大幅下调存贷款利率及准备金率,向经济注入更多货币;三是关注银行放贷速度,从11至12两个月情况看,每月新增贷款已超过3000亿元水平,而以前平均不过1000多亿元水平。银行贷款增加了三四倍,如果这个势头持续下去,流动性会重新充斥市场,那么资产价格包括股票、房地产也会再度上涨。

“上半年受央行货币紧缩政策影响,浙江一带民间拆借利率一度高达30%至40%,但是目前已经迅速回落至10%左右,市场流动性情况在迅速改善。”李立表示。

## 股市提前探底

股市行情产生需要三个要点,一是宏观经济出现见底迹象,或者说投资者不再担忧经济会崩溃,尽管什么时候起来还难下结论;二是上市公司股票已经跌到比较便宜水平,不管从重置成本还是从与存款、债券收益比较,股票已经出现折扣了;三是流动性又重新释放出来。“当这三个情况满足时,股票市场就具备启动新一轮行情的条件了。”李立表示。

随着政府出台4万亿元投资方案拯救经济,并向经济体输入大量货币,滞后效应会在明年一二季度显现,经济将逐步企稳,证券市场的机会也会开始出现。李立表示,目前上市公司估值已经比较便宜,如银行股市净率已经回落到1.1到1.8倍,而银行资产回报率还是比较高的,因此银行股估值比较便宜。1998年亚洲金融危机时,A股市净率平均在1.4倍左右,现在约在1.6倍左右。但是经过这十年赚1万多元,企业管理、技术、效率等都不断改善,净资产回报率比1998年明显提高。“因此尽管现在估值比那时稍高一些,但仍然是底部区域。”李立表示。

目前货币放松局面已经出现,11月、12月银行贷款增速非常快。虽然宏观经济有望在明年一季度或二季度见底,但是股票市场将会作出预先反应。“股票市场会提前6个月左右探到底部,在今年四季度或明年一季度A股市场底部会出现。”李立认为。

在即将过去的2008年里,A股所有股票与大盘指数走势相关系数很高,大约为0.96左右,也就是说几乎所有股票都随着大盘下跌而下跌。但是,李立指出,如果明年经济不再继续恶化,股票走势将与大盘相关度降低,个股走势将出现分化:有的股票会横盘,有的股票会出现下跌,有的股票则会开始新一轮上涨。

“投资者可以采取三种策略应对这种情况,一是挑选好股票买入持有,二是波段操作,三是对于一路下跌的股票要尽量回避。”李立指出。



交银施罗德基金经理李立回答现场投资者提问

## 债券吸引力逐渐下降

随着央行持续降息,交银施罗德基金经理李立认为,债券市场吸引力正在逐渐下降。

李立表示,一般在股市较好的时候,债券市场不会太好。因为股市好往往意味着实体经济比较好,这时一般是处于加息周期;而股市不好时则意味着经济不好,从而进入减息周期,债券市场会有比较好的表现。

但是随着美联储将利率降到接近零水平,目前减息已经进入尾声。中国利率下调速度与幅度没有美国那么快,虽然中国降息时间略微滞后,不过中国也已进入降息中后期阶段。而且作为新兴市场国家的中国也需要将人民

币利率与美元利率维持一定差额。因为略高一些才能吸引部分资金留在中国,不至于回流美国造成资金抽离。因此,李立认为,国内央行降息也已经进入中后期,债券市场投资吸引力逐渐下降。

自从进入降息周期以来,各种债券收益率水平都在大幅下降。美国联储利率已降到接近零,债券收益率水平也降至历史低点,美国债券投资已经变成鸡肋。

“目前债券虽然还有一定收益,但是正如在吃一条鱼一样,从鱼头到鱼身再到鱼尾,目前已经快吃到鱼尾了。”李立以此比方债券投资。(赵彤刚)

## 欲以股基换债基

□本报记者 赵彤刚 北京报道

尽管寒风凛冽,但是在12月20日举办的交银施罗德基金万里行北京站活动会场,仍然吸引了大量基民。

“股票市场已经看到底部了,虽然许多人对经济看法仍然比较悲观,但是已经反映到股票估值里了,很多公司股票已相当便宜。同时,各国正在源源不断地向经济体注入货币,实体经济将逐步企稳,股市也会出现投资机会。”交银施罗德基金经理李立的演讲,仿佛是冬天里的一把火,让现场的投资者心里顿时暖了许多。

2008年投资者资产保值增值的首要目标是跑赢CPI,但进入2009年在面临通缩风险的背景下,央行不停降息后银行存款收益很低,债券收益率水平也已经降至较低水平。“2009年投资者应该将资产由债券、存款等低收益品种调换到股票或股票基金上来。”李立表示。

“当然,在经济完全转好之前股市会出现比较大的波动,主要是投资者心态不稳。”李立同时提醒说,但是如果从未来三到五年周期看,目前买入股票中期持有,收益率应该不错。

“那么何时将债券基金转换为股票基金时机比较好呢?”现场一位年龄较大的投资者提问。在央行再次大幅降息后,可以逐渐撤离债券型基金。”李立给出了建议。

这位基民向记者表示,他自2001年开始买基金,期间前后还赚了1万多元,“在今年大盘跌到4000多点时果断抛售了股票型基金,整体盈利2万多元,目前手上还有部分债券基金,现在正打算找机会换成股票基金。”

“明年债券基金小机会,股票基金大机会。”李立同时还给投资者提出了明年投资基金策略:明年投资基金不能做波段,因为股票市场明年整体是震荡平衡市,基金经理通过精选行业及股票投资,基金净值有望呈现缓慢回升格局,因此投资基金不适合波段操作。同时,明年基金定投将是一种比较好的选择。

另外,由于目前市场波动剧烈,保本基金也是比较好的选择。“以保本基金来等待牛市,是在震荡市中较为安全有效的选择。毕竟宏观经济依旧未转好,股市风险仍然存在。保本基金的优势在于,通过保本资产与收益资产的动态配置和有效组合管理,确保保本周期到期日的本金安全,同时得以分享股市宽幅波动所带来的投资收益。”

正在发行的交银保本基金受到了投资者欢迎,该基金在基金首发结束后的保本周期内一般将不接受申购申请。该基金担保方是中国投资担保有限公司,托管人为中国工商银行股份有限公司。