



牛顿的困惑，
现在可以从学理上来解释了

从财富的来源和财富创造方式的角度，滕泰把人类追求财富的历史划分为生态财富、硬财富、软财富三个不同时代。软财富时代人与人之间的关系，既不像农业生态财富时代那样围绕土地和血缘关系展开，也不像硬财富时代那样围绕工厂、企业和契约关系展开，而以软资产、人的无形精神世界为核心展开。牛顿炒股亏损后感叹：“我能计算出天体运行的轨迹，却难以预料到人性的疯狂。”牛顿的困惑，恰可用软财富论来解释。在软财富世界，软财富乘数效应有可能是无限发散的，也可能是有限发散的，还有可能发散到一个极限后开始逆转，反向运动变为收敛——而这个反向运动的逆转点可能是随机出现的——人们只有在事后才能知道。

A7



2014.12.11 星期四



责编 杨刚 e-mail: szgjc@ssnews.com.cn 美编 单凌韵

“去杠杆”将为股市长牛夯实基础

在混合所有制等改革方面获得突破是股市长牛根本所在

A2

美国汇率制裁新风险引爆点何在

企图以WTO争端解决机制取代IMF解决人民币汇率问题

A3

指数改变的背后是资金迁移

□古朗努(Ronald Gould)



■今日全世界市场中绝大多数的机构投资者所从事的是一场永恒的战役，即力图达到不跑输基准指数的成果。因此，一个指数的改变通常意味着投资资产的投资组合的改变，而投资组合的改变意味着金钱的移动，而且是相当大一笔的金钱。

■对于国内外投资者而言，近期启动的沪港通就是一种很可能造成指数改变的刺激。主要指数的提供者，将增加与中国有关之资产在其中一些指数中权重的可能性在逐渐升高。上述改变无疑会影响投资者的投资组合，并促使机构投资者增加中国股票资产在他们投资组合中的比重。

■随着投资者对中国股票投资比重的增加，中国股票的估值水平和融资成本也可能会相应发生变化。这些改变必将为中国的企业带来正面影响：一方面，他们得以进入规模更大的资金池；另一方面，也可能有助于进一步提升中国证券市场在公司治理和监管等方面的水平，进而增加投资者的信心。

数千年来，人类已展现出一种深刻的需要，即评量自己与他人的行为表现。这一需要的呈现方式各异，比如保持游戏中的分数，或是计算战役中敌人伤亡的数目。这种评量的过程时常影响我们做事的方式，因为我们的行为受到“够得上”最佳方式的欲望的影响。这样的行为效果，没有比股票市场中的投资者行为更为明显。

尽管只有少数投资者回避指数间的比较，而仅仅关注某种程度的绝对回报，但今日全世界市场中绝大多数的机构投资者所从事的却是一场永恒的战役，即力图达到不跑输基准指数的成果。多数的投资者，不论是被动的或是积极的参与者，着眼于将他们的投资组合绩效和一个指数基准对比。如此一来，一个指数的改变，通常意味着投资资产的投资组合的改变，而投资组合的改变意味着金钱的移动，而且是相当大一笔的金钱。

机构投资者服从于这些投资基准的纪律，主要是因为他们的客户，即那些拥有金钱的人想要知道他们的经理人表现如何。无法达到相对令人满意的结果，将造成资产拥有者把资金交给不同的经理人，或尝试一条不同的投资途径。这些未必是一件坏事，但我们应该认识到，资产其实是受投资指数基准和它们如何运作影响的。

《上海证券报》并非学术期刊，市场指数的运作方式对于其读者而言似乎是一个相当深奥的话题。然而，这一主题却深刻影响着中国市场的参与者、指数提供者、甚至政府政策者的行为。设计并管理市场指数的人会根据特定的标准和方法去开展工作，其目的在于让指数的使用者信赖评量的标准并信任这一结果。为满足投资者的需要，指数的提供者，如大摩指数(MSCI)、金融时报指数(FT Indices)等，都尽力去设计出有效而可靠的基准指数，让投资者获得正确且可复制的比较基准。可复制是指数一项重要的衡量标准，如果在实践中，投资者无法投资于你设计的基准指数中的标的，那么你正面临错配的风险。而这一问题，正是我们在中国证券市场关注的问题。

像在中国这样的市场上，投资者需面对很多限制，多个交易所和多种指数的存在以及多变的政策，这些无疑都是促使指数建构方式改变的因素。投资者、市场运营者和政府决策者所面临的问题在于，他们能够或应如何做才能鼓励指数因上述情况变化而改变，并让指数有效评估其追踪的市场。主要指数的改变会带来潜在的大额度资本流动和投资组合变动，因此上述情况的变化会对投资者产生重要影响。

对于国内外投资者而言，近期启动的沪港通(沪港股票市场交易互联互通)就是一种很可能造成指数改变的刺激。因此，这一机制对于国内外投资者都非常重要。连同近期中国企业在境外市场上市(如阿里巴巴在纽约上市)的事件一并来看，主要指数的提供者，例如大摩指数和富时指数(FTSE)，将增加与中国有关之资产在其中一些指数中的权重的可能性在逐渐升高。上述改变无疑会影响投资者的投资组合，并促使机构投资者增加中国股票资产在他们投资组合中的比重。

随着投资者对中国股票的投资比重增加，中国股票的估值水平和融资成本也可能会相应发生变化。这些改变必将为中国的企业带来正面影响：一方面，他们得以进入规模更大的资金池；另一方面，也可能有助于进一步提升中国证券市场在公司治理和监管等方面的水平，进而增加投资者的信心。市场准入限制往往是国际指数提供者首要顾虑。目前，中国监管部门也清楚意识到，对于市场和外汇的管制是让中国市场被完全纳入国际指数的主要障碍。中国监管部门正有步骤地逐渐消除上述障碍，而这也让中国市场离“被完全纳入国际指数”的那一天越来越近。当投资者能够在无限制的情况下买卖更多公司股票，他们会期望指数具有代表性。

不可避免地，随着中国在新兴市场资本中所占的比例越来越大，其他新兴市场国家也会考虑由此对其所造成的影响。但如果这些新兴市场国家能因应时势变化而推出正确的新政策，那么达成“双赢”局面并非不可能。

(作者现任博誉顾问集团主席，曾任巴克莱银行资产管理部副主席、英国金融服务管理局高级顾问)

亚洲证交所国际化急起直追

□李述德



证券交易所的功能是服务投资大众，搭建企业筹资平台，藉由提升服务量能来强化投资及筹资的综效，并藉由提供投资人更多元的金融商品、更公正的交易制度来提升整体市场规模。

随着信息技术与通讯技术发展的日新月异，人与人之间的联系更加便捷，地域疆界藩篱逐渐被打破，市场间的区隔越显无形，投资者投资的机会与选择也变得更多，形成交易无国界及资金国际化之现象。资本市场顺应科技进展，强化市场间的连接，提供投资者更便捷多元的选择，乃全球资本市场未来发展之必然趋势。

为增强市场间连接，不少欧美主要交易所过去很长一段时间通过并购方式拓展业务范围，为本国交易所投资者提供参与外国资本市场的便利。例如，2006年6月，纽交所(NYSE)与泛欧证交所(Euronext)达成合并协议，组建全球第一家横跨大西洋的纽交所-泛欧证交所。此举有效降低了两家交易所交易成本，为投资者投资外国证券市场提供更方便条件。Euronext在2007年全年处理的NYSE上市证券之交易量创纪录地达到5.59亿股，同比上升了19.2%。

亚洲地区各证券交易所逐步迈向国际化是一条必经之路。在全球化的趋势下，未来亚洲地区各证券交易所不仅需深耕本土市场，也需走出去，加强与境外交易所的合作，如此更能带动本地及亚洲经济发展。

然而，与欧美地区之交易所不同，在亚洲地区，受限于监管等原因，区内的各交易所不易通过收购或合并等方式实现降低跨境证券交易成本、吸引外资投资本地证券市场之目的。因此，为因应市场发展趋势，各交易所逐步实行推动交易链接、合作开发商品等方式，以期强化市场。国际化的效果诸如：东盟6国7个交易所于2012年已组成了东盟交易所(ASEAN Exchanges)进行连线交易。此外，东京交易所与香港交易所，新加坡交易所与香港交易所亦已进行了交易链接，今年11月17日启动的“沪港股票市场交易互联互通机制”(简称“沪港通”)。亚洲区各大证交所能交易的商品越来越多元，显示区内证交所更趋国际化。

亚洲地区各证券交易所逐步迈向国际化是一条必经之路。在全球化的趋势下，未来亚洲地区各证券交易所不需深耕本土市场，也需走出去，加强与境外交易所的合作。此举将提供投资者更多元之商品选择，更便捷之交易结算机制，更实时之信息披露，以吸引更多国内外的投资者参与本地证券市场，如此更能带动本地及亚洲经济发展。

(作者系台湾证券交易所董事长、世界交易所联合会(WFE)董事会成员)

沪港通提升A股进入国际资本指数机会

□胡懷心



11月17日启动的沪港通是中国内地资本市场国际化的新起点，也为环球投资者掀开了另一新的篇章。

QFII(合格的境外投资者)自2003年开始推行，并为中国内地不断引入高素质的国际资本。至2014年初，已有近两百家机构通过QFII持有逾520亿美元的A股，同期，机构通过RQFII持A股金额亦逾290亿美元，占沪深两市流通总市值的比例近5.5%。11年来，上述政策让国际投资者日渐了解中国资本市场的操作，更提升了他们对中国投资的憧憬。

目前全球经济仍处困难时刻。今年以来，国际货币基金组织(IMF)已两度下调全球经济增长速度预测至3.3%。与此相对，中国仍能保证其GDP维持在7%左右的稳健增长，再加上国企及政经改革拥有可预期的红利，国际资金对中国投资态度更积极。在中国香港与美国挂牌的中概股满足了部分投资者投资中国经济的需求，A股对于他们来说则是更大的宝藏。上海证券交易所交易的股票包括尽享盛誉的白酒名牌、拥有“工业4.0”概念的制造商，以及国内各种小型智能控制器企业。

目前，QFII对境外投资机构进行严谨审核，且投资门槛较高，对欲进入中国内地的境外资金来说，是一个“求大于供”的市场，它们中大多数也只能望洋兴叹。

沪港通的开通为国际投资资金增加了另一个可供买卖A股的平台，能够让更多高素质机构投资者做更全面与灵活的部署，也间接地强化人民币投资产品的深度发展。由此看来，沪港通的后发优势不可估量。

美国收视最高的财经电视台CNBC播出的11月10日至17日一周“十大趋势”节目中，三大趋势是围绕沪港通主题的，其中包括如何参加沪港通、沪港通将提升购买A股的热潮、买中国股票的新渠道。由此可见，外资对A股的关注是非常高的。

中国A股至今仍未进入任何国际指数。但许多股市指数不仅是多国退休基金管理沿用框架，也是日益风行的ETF(交易所买卖基金)的投资指引。随着买卖A股渠道与活跃度的增加，国际资本指

如MSCI将A股纳入指数是指日可待的。中国股票目前占MSCI新兴市场指数的20%，即便该指数选择性地将A股，上述比重也将上浮至30%。韩国与中国台湾股市自2008年至2009年起已被MSCI列入拟提升为“成熟市场指数”的观察名单中，但MSCI在今年的评审中指出，因韩国和中国台湾两市的监管及市场流动性止步不前，评审委员会放弃了将这两地股市上调的意愿。韩国和中国台湾股票目前占MSCI新兴市场指数约27%。

MSCI今年6月明确表示，将会开始对中国A股进行评估，并有机会将近200只A股纳入MSCI新兴市场指数。MSCI强调，中国的股市日趋成熟。他们认为，过去一年中国在监管方面作出努力，为国际投资者进入市场创造了便利，例如放宽合格境外机构投资者的申请门槛，加快了QFII审批速度。同时，他们在今年6月的咨询文件中指出，中国股市规模庞大，而且短期内可能有更明确的监管方案，但在资本流动、配股分配以及税收透明度等方面仍有待改进。沪港通的新渠道及时改善了资本流动与税务问题，提高了A股进入MSCI指数的机会。若将A股纳入MSCI新兴市场指数，会使国际投资资金将更多资源投入中国。因为国际退休金、共同基金与ETF大多以MSCI为基准，因此MSCI指数的权重变化备受关注。目前约有1.4万亿美元资金紧贴MSCI新兴市场指数，若中国股票在该指数中的权重得到提升，则绝对会获得全球市场关注。

沪港通启动数日，有评论只基于双边总额度未全耗而认为这个新平台“动力不足”，这实属过虑。在沪港通代名人制度下，以香港为基地的基金需要获得相关机构认可才能买卖A股。目前超过60%的香港基金均在欧盟各国注册，法律与托管手续仍未厘清，只能耐心旁观。目前沪港通“不太冷，不太热”的情况更能确保交易安全度，有效调控资金流动，从而进一步巩固根基，提升更有力的沪港通。随着更多国际投资机构在法律安排上处理妥当，国际资金参加沪港通买卖的热情就会显现为推动A股市场发展的另一支重要力量。

(作者系华兴证券董事总经理兼亚洲股票市场部主管)