

## ■瞭望驿站

文·箫雨

## 微软将创纪录发行108亿美元债券？

据彭博社报道，微软计划发行公司史上纪录的108亿美元债券，以利用上投资者对于高评级企业债券的需求带来的机遇。

知情人士周一透露，微软将分六批发行108亿美元债券，包括一笔总额为22.5亿美元、40年期的债券。这些债券的收益利率较30年期美国国债收益率高出153个基点。微软此前计划发行70亿美元债券，但随后上调了规模。

知情人士称，除了40年期债券，微软还将发布5年期、7年期、10年期、20年期以及30年期债券。

微软周一在提交给美国证券交易委员会(SEC)的监管文件中称，发行债券所得收入将用于一般企业用途，可能包括资本支出、股票回购、收购以及债务偿还。

微软是少有的几家拥有最高“3A”信用评级

的企业之一，正受益于市场对于最安全债券的需求的增长。根据美银美林3A评级美国企业指数显示，拥有最高信用评级的企业的借债成本降至2.36%，而过去十年的平均值为6.3%。

“在当前环境下，像微软这样的公司将总是能够获得其他公司无法获得的一定程度的需求，”资产管理公司Janney Montgomery Scott LLC企业信用分析师乔迪·鲁瑞(Jody Lurie)表

示，“很明显，投资者正寻求利用现金进行有效投资。微软拥有大量现金储备，但是该公司不想错过机会。”

彭博社编制的数据显示，微软上一次发行债券还是在2013年12月。微软当时发行了总额为80亿美元以美元和欧元计价的债券，创下纪录。

微软发言人托尼·伊博拉蒂(Tony Imperati)没有回复置评请求。

## 国内首个股票期权产品上市

## 多元化投资与风险管理时代来临

文·本报记者 姜晨怡



2月9日，上海证券交易所首个股票期权产品——上证50ETF(Exchange Traded Funds, 交易型开放式指数基金，通常又被称为交易所交易基金)期权合约揭牌上市。这一产品的出现被认为是境内资本市场进入了全新的期权时代。这不仅意味着上海证券交易所成为境内第一家产品线横跨现货与衍生品市场的综合型交易所，也标志着中国资本市场向纵深发展，更加完整完善。

股票期权是国际资本市场成熟而基础的金融衍生产品，是精细化的风险管理工具，是多层次资本市场的重要组成部分。目前全球已经有50多家交易所上市了期权产品，排名前二十的证券市场，除我国沪深交易所外均有股票期权产品。什么是股票期权基金？这对于我国向完善的资本市场迈进又有着怎样的影响？对普通投资者意味着什么呢？

## 市值规模全球第二 产品结构仍较单一

近年来，我国资本市场发展迅速，市值规模已跃居全球第二，但产品结构单一等问题仍较为突出。股票期权是丰富资本市场产品的重要环节。上证50ETF期权作为我国首个场内期权产品，其推出标志着我国资本市场期权时代的来临，也昭示了一个即将来临的多元化投资与风险管理新时代。

期权作为一种风险管理工具，投资者只需支付一定的期权费，便可以在约定日期区间内按协议价买入或卖出一定数量相关股票(或ETF)。其被称为“股市保险”，可以以小博大把风险锁定在一定范围内。业界分析认为，此次率先试点上证50ETF期权，预计待平稳运行后，未来个股期权、指数期权等其他金融期权也会陆续面世。

股票期权起源于1970年代初的美国，是国际资本市场上基础性的、成熟的风险管理工具。2013年，全球主要交易所的衍生品合约成交中，期权占据了半壁江山。证监会表示，发展股票期权业务，对于完善资本市场价格信号功能、丰富风险管理工具、提升资本市场定价效率、倡导价值投资和建设我国蓝筹市场具有重要意义。

从海外市场期权上市后的表现来看。在短期，美国、日本、香港等大部分市场的期权标的表现为上涨，仅欧洲和巴西表现为下跌。但在长期，除了美国表现为较高的溢价外，其他国家期权标的表现均较为中性。市场波动方面，各个国家推出期权后，期权标的的波动率均出现较大的上涨，成交量也大幅攀升。

普华永道预期，2020年全球交易所交易基金(ETF)的市值规模将至少是目前的2倍，达到5万亿美元以上。这一显著的增长主要由于各类型投资者持续将ETF整合在投资组合中，以及基金管理机构不断发起更多ETF产品。该机构预测，由全球专业金融投资者管理的资产将以每年6%的速度增长，2020年将达到100万亿美元，而ETF的占比将愈来愈高。

## 央行降准释放出哪三大鲜明信号

流动性是主要手段，情况变化后，货币政策工具必然要跟着调整。中国社科院金融所银行研究室主任曾刚分析，这次降准直接释放出的流动性大约6000亿元，能够弥补因近两月外汇占款减少导致的流动性缺口。“水位变化了，把蓄水池里的水放出来补充到正常水位，谈不上是强刺激。”

正式上市交易的合约总数为40个，包括认购和认沽两种类型，4个到期月份(3月、4月、6月和9月)和5个行权价系列。

虽然可以笼统地把央行此次举措称为“降准”，但更加准确的概括是“全面降准+定向降准”。

央行在下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点的同时，对小微企业贷款占比达到定向降准标准的城市商业银行、非县域农村商业银行额外降低存款准备金率0.5个百分点，对中国农业发展银行额外降低存款准备金率4个百分点。

全面降准，虽然是近三年来的第一次，但之前央行也实施过；定向降准，去年央行实施过两次；而“全面降准+定向降准”这是第一次，这样的组合，必然有所考虑。

“我们将继续保持战略定力，实施积极的财政政策和稳健的货币政策，不会搞‘大水漫灌’，而是更加注重预调微调，更好实行定向调控，确保经济运行在合理区间，同时着力提升经济发展的质量和效益。”李克强总理日前在瑞士达沃斯演讲，显然有助于我们更加准确把握这次

降准的政策意图。

央行研究局首席经济学家马骏分析认为，这次在全面降准的同时推出定向降准，体现了继续加大结构调整力度、支持小微和“三农”等薄弱环节和重点领域的意图。

作为宏观政策的货币政策，要想获得微观实体的有效响应，需要定向发力、精准施策。

如果说全面降准是为了及时补上流动性的缺口，避免出现全局性流动性紧张，那么定向降准显然是有针对性地加强对小微、“三农”等结构调整重点领域的支持，夯实基础、补上短板。

更重长远性：利好实体经济平稳发展

作为南京一家金属制品加工企业的财务总监，乐清勇听到降准的第一反应是“这下扶了实体经济一把”。他这两天在和银行联系，觉得贷款额度确实松了一些。

“经济下行企业很困难。如果银行抽贷借贷，企业就可能倒下去了；如果能够扶一把，就有可能帮企业渡过难关、转型升级。”乐清勇告诉记者。

实体经济是国之根基，货币政策乃至各类宏观政策都为之服务。分析货币政策，显然要找准支持实体经济这一最重要的焦点。

“中国人民银行将继续实施稳健的货币政策，保持松紧适度，引导货币信贷和社会融资规

于1表示对市场看好)，与当天50ETF上涨趋势一致。总体上看，期现联动关系良好。

此外，从实际情况看，全上证综指收涨0.62%，上证50指数上涨1.79%(涨幅远超过上证综指)，表明市场对50ETF期权总体认可，也表明我国股票期权的推出与成熟市场推出股票期权情况。

由此，普华永道的观点认为，发展中市场的ETF会有很高的增长率，特别是亚洲地区，虽然目前亚洲市场只占全球ETF规模的7%，但增长率将会最高。随着人民币国际化，资金流动将会进一步加快，促使亚洲成为全球最重要的资产管理市场之一。“虽然亚洲ETF市场仍处于相对早期的发展阶段，较为分散，但亚洲地区投资者众多，经济正处于增长阶段，中产力量兴起，金融服务业亦正在转型演变中。这些因素将对未来几年亚洲区域ETF市场的增长带来重大贡献。”普华永道分析师这样说。

## 金融衍生品交易属专业投资者领域

事实上，期权交易拥有较高的投资门槛，而这也决定了其高风险的特点，投资者在参与投资的过程中需了解、熟悉交易规则、规律。近年来多种金融衍生品交易的诞生，加速了我国资本市场的成长。然而，期权交易属于金融衍生品交易，业内认为未来将属于专业投资者的领域。

股票ETF期权是国际资本市场成熟的衍生工具，在我国却是全新的产品，其组合应用十分复杂，既是管理风险的工具，也可能造成新的风险，是把双刃剑。对此，证监会主席肖钢表示，如何趋利避害，用好这把双刃剑，发挥好其独特的作用，仍需要市场参与各方共同努力。

上交所总经理黄红元介绍，股票期权是一种复杂的风险管理工具，在我国是新兴事物，投资者不熟悉，需要一个学习、了解的过程。因此，股

票期权上市初期，上交所设置了较高的投资者门槛和严格的风控措施，不预期试点初期交投活跃，也不预期期权功能会立即展示，而是立足长远，确保顺利起步、平稳运行。“相信在实践中，随着投资者经验水平的提升，期权的功能一定会得到越来越充分的显现。”黄红元这样说。

“很多投资者关心的期权平价无风险套利交易其实并不适合于普通投资者。其中很重要的一点就是交易成本，包括手续费成本、价差成本、财务成本，这三者对于普通投资者来说都偏高。”中国量化投资学会期权分会副会长徐正平说，事实上，该类策略本来就不是普通投资者应用的，而是做市商通过被动做市获得无风险的平价套利，就当前情况做市商就不需付出手续费成本和价差成本。

## ■专家观点

## 黄仪全：中国金融衍生品市场的又一进步

随着中国第一只股票期权产品今日在沪上市，中国新兴的金融衍生品市场又向前迈出了重要一步。投资者将可以在上海证券交易所交易上证50ETF股票期权，获得更为丰富的投资产品的同时拥有了管理风险的新工具。

股票期权的上市标志着中国资本市场的重要发展，也是中国金融改革和市场自由化进程的重要一环。此前，股指期货交易与做空机制的引入为今天股票期权产品的上市奠定了良好基础。流动性对于这一新的投资工具能否充分发挥积极的作用，推动中国资本市场的强劲发展至关重要。而确保流动性的前提之一就是市场参与者——包括投资者与做市商——拥有强有力的工具来帮助分析市场波动，评估投资策略，监测头寸信息并管理潜在风险。

股票期权在海外主要金融市场上已经是非常成熟的产品，全球金融专业人士在交易过程中受

益于透明的市场信息和可信的分析工具。这些正是我们的长处所在。我们提供的服务在帮助投资者精准定位套利机会，制定期权投资策略，使他们更加有效地对冲风险或利用市场波动所带来的机会方面发挥着重要作用。

过去的几个月里，我们欣喜地看到国内的机构投资者们无论是资产管理公司还是券商，都在积极储备关于股票期权交易的必要知识，完善系统，了解海外的成熟经验。我们举办的专门针对股票期权和中国衍生品市场的研讨会成为今年最受欢迎的活动。

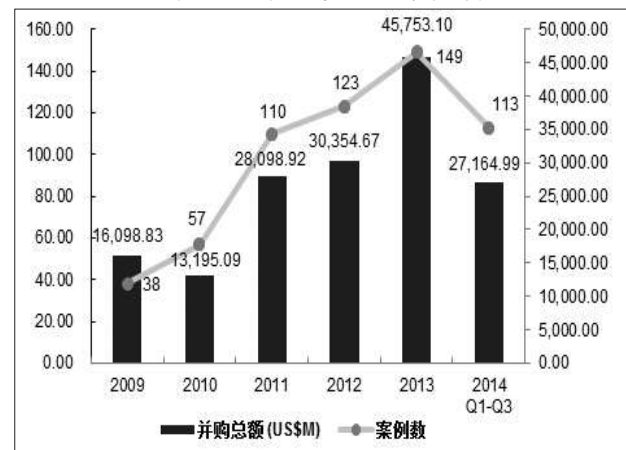
接下来，还有什么值得期待？中国市场已成为国际投资追逐的热点。中国的金融改革正在不断深化，我想未来，全球投资者都将寻找机会参与到中国市场当中，并寻求新的工具来对冲这个全球最活跃股票市场上的风险。(专家系彭博中国总经理)

## ■图说市场

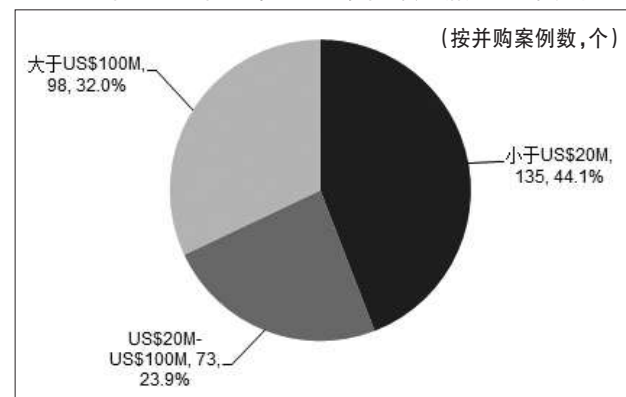
2007年—2012年中国汇率变动与对外直接投资净值比较



2009年—2014年Q3中国企业海外投资趋势



2012年—2014年Q3中国企业海外投资价格范围分布统计



数据来源：清科集团

## ■资本市场

## 央行：去年社会融资规模122.86万亿

初步统计，2014年末社会融资规模存量为122.86万亿元，同比增长14.3%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为81.43万亿元，同比增长13.6%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为3.47万亿元，同比增长4.1%；委托贷款余额为9.33万亿元，同比增长29.2%；信托贷款余额为5.35万亿元，同比增长10.7%；未贴现的银行承兑汇票余额为6.76万亿元，同比下降1.8%；企业债券余额为11.69万亿元，同比增长25.8%；非金融企业境内股票余额为3.80万亿元，同比增长12.7%。

从结构看，2014年末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的66.3%，同比低0.4个百分点；对实体经济发放的外币贷款余额占比2.8%，同比低0.3个百分点；委托贷款余额占比7.6%，同比高1.0个百分点；信托贷款余额占比4.4%，同比低0.1个百分点；未贴现的银行承兑汇票余额占比5.5%，同比低0.9个百分点；企业债券余额占比9.5%，同比高0.8个百分点；非金融企业境内股票余额占比3.1%，与上年持平。



## ■金融创新

央行宣布降准已经一周。随着时间的推移和更多信息的披露，人们对降准的时机选择和背后的宏观政策意图，有了更加准确、全面的把握，此次降准越发清晰地显现出三大信号。

更主动：因应形势变化预调微调

观察宏观政策抉择，离不开分析政策出台的国内外大环境。而此次降准，显然是在国内外经济、金融环境发生较多变化情况下出台的。就在中国央行宣布降准之前的一段时间里，全球金融市场和发达国家货币政策出现了比较明显的波动和分化：美元走强、货币政策趋紧，欧元低迷、货币政策扩张。身处全球经济一体化中的中国经济，难免受到波及。

“我们经济和金融体系发生的一个非常明显的变化，就是国际收支虽然经常账户保持较高顺差，但资本与金融账户出现一定程度的逆差。”央行研究局局长陆磊坦言，2014年中国资本与金融账户出现960亿美元逆差，折合人民币出现5000多亿元的结构性流动性缺口。

“这种结构性缺口需要有一些政策工具加以弥补，而且不是简单通过日常公开市场操作能够有效弥补的。存款准备金率下调，可以使整个银行体系一次性增加足额的流动性，对冲掉流动性缺口。”陆磊解释说。

顺差带来的外汇占款此前一直是央行释放

保持经济平稳健康发展，货币政策可以有所作为，但更多要靠调结构、促改革。陆磊直言，必须兼顾稳增长和转方式、调结构、促改革之间的平衡，不能单纯地依赖宏观政策当做是保持经济持续健康增长的主要手段。

至于未来的货币政策，陆磊透露，会根据经济运行指标，按照松紧适度的原则，进行相应的操作。(据新华社)