

未来的流动性将紧而不缩

黄付生 胡艳妮

流动性迎来政策拐点

上半年中国银行业放贷近7.4万亿元之后,7月份银行放贷迅速下降到3500亿左右,伴随着人们对天量信贷流向的质疑,以及监管当局对银行信贷风险的重视,人们普遍认为,中国的流动性过剩即将迎来拐点。

我们认为,中国的货币供应将继续充足,流动性仍将保持宽松,但将迎来政策拐点。政府及监管当局对银行的信贷的调控将会转向。从银行信贷资金自查、审计署即将审计银行的信贷资金流向情况、银监会收紧商业银行的资本金、加强二套房贷政策的执行等系列举措可以看出,我们的货币政策正在转型。在全年经济增长能确保达8%,全球经济明确复苏的背景下,监管层开始更加重视资金的风险,而非大规模放贷保经济增长。但宽松的货币和财政政策不会变化,流动性充裕将会持续。

通过测算,我们认为,未来银行每月的贷款在3000亿至4000亿左右,中国全年的信贷可能不会超过10万亿,会在9.2-9.8万亿的规模。通过对各家银行的调查判断,8月份的信贷必将会超过7月份,可能会在5000亿左右的规模。尽管未来几个月信贷规模相对于上半年大幅缩水,但这种变化对经济的发展是健康的,随着监管机构调控方向的转变,加强对信贷资金流向的监管,加上宏观经济的逐步回暖,企业的经营情况将会改善,必将会分流、引导有一部分资金流入到实体经济。未来银行信贷必将会严格审贷,资金的投向也会更

合理有效。另外,今年1-7月,银行的票据融资高达1.5万亿,这部分票据到期后,超过50%的票据在今年将会陆续转成贷款,这部分规模也将近8000亿。所以,可以断定,今年余下来的时间,中国的货币政策将会是“紧而不缩”。

中国如何面对流动性过剩

为应对此轮经济危机,各国都采取了投放大量货币刺激经济的手段,但中外差别巨大。美国实行量化宽松的货币政策,包括欧盟各国、英国和日本在内的金融发达国家他们面临的是信贷紧缩,即商业银行不进行放贷,居民贷款意愿降低。中国正好相反,资金通过商业银行大量投向市场,商业银行有很强的贷款冲动,导致流动性过剩在经济体系内循环,由于实体经济盈利能力微弱,这种流动性活动空间被削减,其在虚拟经济中影响力便被放大,从而导致了资产泡沫的膨胀。而在商业银行系统内,各家银行的资本金快速下降,银行的风险开始暴露,这又促使银行通过发行次级债、定向增发等手段补充资本金。如果中国经济超预期复苏,这部分资金流入实体经济,可能会很快提升中国经济的景气度,产能过剩、经济过热的风险便会提前到来;如果中国经济复苏坎坷,大量的流动性便会在虚拟经济中循环,所以中国的流动性过剩是充满风险的。

当前,行业和银监会及时调整政策方向,未雨绸缪,疏导和调控银行信贷资金,为未来的货币政策解决流动性过剩难题创造了时间和空间。

我们谈流动性,海外资本流入不容忽视,尽管至今没有明确的数据和定义。无论是通过外汇储备测算热钱的规模,还是从商业银行的外汇占款,海外流入香港的资金剧增等先贤都可以看出,布局中国和输入中国的流动性源源不断。大部分人都会认为,中国经济率先复苏,活力十足,吸引国外热钱的流入,但这只是结果而不是原因。

今年以来,人民币已经中断了升值步伐,7月以来,还呈现贬值走势。热钱享受人民币升值收益的因素已经不复存在,人民币的贬值也在侵蚀着这些资金的收益。人民币的利差收益和资产膨胀收益是吸引人的主因。当前,人民币的绝对利率高于美日欧,中国已经有严重负利率国家变为正利率,实际利率高达4%,远远高于美日欧各国。另外,在通货紧缩条件下,中国国内大量的流动性必将推升资产价格,资产泡沫的收益十分可观。我们相信,短期内国际资金流向不会逆转,将会有更多的海外流动性流入中国,这也支撑中国未来的流动性仍将是宽松的判断。

市场向业绩支撑转化

不容否认,相当一部分信贷资金通过各种渠道流入了股市和楼市,这些资金和中小投资者储蓄资金、海外热钱以及当时的通胀预期的推动下,股票和房地产市场迎来了一轮流动性推动的行情。

随着政策的转向,强化了这部分违规资金的操作风险,前期的获利盘落袋为安的冲动日益强烈。随着7月份信贷数据及相关宏观数据的刺激,

加上陆续披露出的上市公司的中报业绩增幅弱于预期,从而导致了从3478点到2761点的中级调整。先前的通胀预期板块的资源资产板块跌幅居前,7月份以来经济复苏及出口恢复的中游和出口收益板块没来得及过多表现便被市场的调整所终结。

这轮调整基本标志流动性推动行情的终结,未来的市场将向业绩支撑的行情演化。上市公司的中报即将披露完毕,尽管二季度环比增幅明显,但仍显著低于市场的预期,特别是银行股,激增的信贷并没有显著提升银行的业绩。但是,经济复苏的趋势已经确立,美日欧等中国主要出口国的经济将会日趋明朗,中国内外交困的压力将会骤减,企业的盈利必将得到显著改善。未来市场的上涨,必将会得到上市公司业绩的支撑,市场的估值也将建立在基本面上。

从宏观的角度来看,市场将会重新沿着行业的盈利路径进行演绎,先前市场板块的无序炒作、板块的快速轮动将很难重现。机械、零售消费、食品饮料、电力、煤炭等行业中业绩确定、成长性好的上市公司必将会有所表现;交通运输和航运业将会明显收益与出口复苏,弹性相对较大;银行的绝对和相对估值都具有明显的优势,新增的大量贷款必将增加银行下半年的业绩,但未来的坏账风险将是影响其业绩的最大不稳定因素。

(作者单位:中信建投证券)

焦点评论

审计报告不妨再透明一点

马涤明

23日,审计署发布的第11号审计结果公告公布,10个省区市被挤占挪用的财政支农资金已归还渠道7.53亿元。其中,归还挪用于建房买车的财政支农资金4084.93万元,约占挪用于建房买车违规资金总额的70%,其余挪用于建房买车的违规问题正在整改之中。国家审计署在对10个省区市支农资金审计中移交的线索查出涉案人员达26人。

挪用5837.4万支农资金用于建房买车,曾引发了舆论的强烈关注与声讨;现在这件事有了下文,令人欣慰。但审计报告语焉不详,仍让人困惑不已。比如,70%的资金究竟是如何归还的?向检察、纪检部门移交的什么案件?建房买车的问题在不在移交之列?

违规资金问题总是走不出“犯错误就改,改完再犯”的恶性循环,就因为犯错误的成本太低了。而且所谓“犯错误”不过是民间“定性”,官方通常只做“纠正”或“整改”的处理。比如,挪用支农资金建房买车,公众会觉得问题很严重,但是责任人是否被处理、如何处理的,问题从来就不透明。我们能听到的情况,总是笼统地

说“移交多少人”、“追究多少人”;而这“多少人”都是什么人,都与什么问题有关,现在看来好像是一种机密。10个省区市支农资金违规总额26.93亿元;“涉案人员”26人,2人被立案调查,23人受到党纪处分,两者间存在怎样的关系,这个问题如果能详尽一些,我们也了解到违规资金究竟是个什么样的成本;每每语焉不详,那么我们揣测的空间就越来越大。比如,“26个亿,26人被查”,是不是可以理解为:平均每一个亿的资金只有一个人出来担责?更多的违规资金问题是否无人担责?这正是“改完再犯”的主要原因。

再有,挪用5837.4万元用于建房买车,具体都是哪些部门?审计署一边毫不留情地曝光,一边却又为这些部门保密;这不利于违规者改过自省,也不利于社会监督。特别是如何归还的问题,地方会不会拆东墙补西墙,如果只是资金数字的整改,而不纠正既成事实,那么接下来的便可能是,生米做成熟饭的手段将被屡试不爽。

实话实说

财经漫画

股指宽幅震荡



朱慧卿/图

铲除PE道德风险滋生的土壤

李允峰

据报道,由国家发改委起草的股权投资私募基金(PE)管理办法已于不久前上报国务院,正等待批准。新的股权投资基金管理办法草案,在总结国家发改委近年对于PE管理的经验上,已经纳入了发改委备案制度。对于PE的管理者而言,在发改委备案,意味着取得了向全国社保基金融资的资格。

私募股权投资,简称PE,是指投资于非上市股权,或者上市公司非公开交易股权的一种投资方式。私募股权投资的资金来源,既可以向社会不特定公众募集,也可以采取非公开发行方式,向有风险辨别和承受能力的机构或个人募集资金。由于私募股权投资的风险较大,信息披露不充分,故往往采取非公开募集的形式。

由于PE最后要通过转让企业股权才能实现价值增值,有越来越多的PE管理者把A股市场当成了PE的退出市场。方源资本总裁、前淡马锡中国区负责人唐葵表示,以后A股市场势必成为国内私募股权基金退出的主流市场,这是不可逆转的趋势,虽然现在还是冒着绿芽。在投资的时候,不少PE已经把A股上市作为基本的退出考虑。

投资当然有风险,如果说PE一旦在投资企业的过程中发现项目出现问题,面临收不回投入的成本,则有可能联合企业作假,甚至包装上市,这样就能够使得各家投资PE顺利实现收回成本,甚至是获得巨额利润,而把问题企业推向资本市场。这正是PE的最大的道德风险。

一些公司在上市后发生业绩变脸的现象并非少见,中小板的安纳达、粤传媒等均是上市后不久或出现业绩预警或出现业绩预亏,这种现象是不利于投资者

提升对资本市场信心的。而创业板即将上市,相信会有更多的PE投资的公司登陆创业板,及早防范PE公司的道德风险有助于减少创业板公司的风险,更有利于资本市场长远健康发展。

在防范私募股权基金道德风险上,笔者认为首先是要由财政部门出面,设立专门的金融机构进行管理。从国际管理的经验看,PE是一种金融资产,PE组织是一种促进货币从投资者手中流入到企业的中介机构。从这个角度讲,对私募股权基金的监管完全可以落实到金融层面上来,因此,建议管理层在金融部门设立一个专门的PE管理中心机构,用来规范不断壮大规模的PE投资行为,并对其中的风险进行跟踪和有效约束。

其次,在公司上市前应该对PE投资设立的公司严格审查,发审委应该放慢审批速度,拿出一定的时间到企业实地考察一下,或者组织专业财务人员对公司的帐目进行审查,防止包装上市的现象出现在创业板。当然,我们在防范私募股权基金道德风险上,也不能仅仅依靠发审委,在PE项目投资之前就应该对其所投资项目进行定期或不定期财务审计,并能够形成档案跟踪记录,这样能够及早发现问题防范风险。

此外,对于即将出台的股权投资基金管理办法草案,要广泛征求广大工作在PE行业领域和法律领域等领域的专家学者意见,就如何建立私募基金管理人市场准入及备案管理制度,如何建立基金经理业绩、高管人员职业操守记录制度,以及明确PE的禁止性条件及罚则,信息披露规范等监管规则进行完善,彻底铲除PE可能发生的道德风险滋生的土壤。

提升资本充足率有利防范金融风险

姜山

近期市场再度下跌,其主要因素是投资者担心流动性出现收紧。据报道,上周银监会向各银行征求了补充资本充足率管理办法的意见,该意见对于主要商业银行的核心资本充足率做出了较以往更为严格的规定,并拟将银行同业持续的次级债和混合资本债自附属资本扣除。尽管目前多数银行都能满足这一办法所作出的要求,但对于资本充足率要求的提高,毫无疑问将会影响到未来银行的放贷能力和放贷意愿,也将对市场流动性产生重要影响。

资本充足率这一以往并不被市场重视的指标之所以为监管层日益关注,其主要因素在于去年以来的全球金融危机和今年上半年国内过猛的信贷投放。由于在金融危机中,大量满足巴塞尔协议资本充足率要求的银行出现危机,甚至倒闭破产,使市场对于协议规定的指标是否合理,能否顺利应对金融危机冲击

产生了普遍的质疑。通过观察本次金融危机中的欧美银行表现可以看出,巴塞尔协议拟定的资本充足率指标的确有其不适当性,特别是在部分风险资本的权重设置上有值得商榷之处,核心资本充足率达标并不意味着银行有充分的抗御系统性风险的能力。正因如此,美国政府在针对大银行所进行的压力测试中更多的强调金融业的有形股本权益指标,并要求银行通过发行新股方式补足维持最低限度的资本与现有资本之间的差额。

相比欧美银行业,中国的商业银行在本轮危机中之所以没有受到太大的冲击,其主要原因是我国银行业相对封闭,也没有大规模的次贷产品,虽然金融危机对于进出口行业及其相关产业的确有所冲击,但国家的4万亿经济刺激计划及时拉动了其他产业,宏观经济因此很快出现见底回升,银行也因此没有遭遇到大规模的信贷违约威胁。我国的几大

国有商业银行在2000年之前大幅剥离不良资产之后轻装上阵,其后的上市融资补充了银行的权益资本,对于引发金融危机的衍生产品参与度也不高,各项风险指标都显著优于国外同类商业银行水平,因此国内的银行业顺利度过金融危机的影响并不令人意外。

为了支持国家的经济刺激计划,在适度宽松的货币政策的指引下,商业银行上半年进行了大规模的信贷投放,这一做法也隐藏了极大的风险。出于防范金融风险的角度考虑,提高银行核心资本充足率水平的要求,将银行互持的次级债和混合资本债自附属资本扣除,将会显著提升银行抵御经济波动所造成的金融风险的能力,减少在现有的资本充足率计算框架下,因为某一银行出现问题而导致其他银行出现连锁性资本充足率不达标的可能性,从而防范金融风险。

央行前副行长吴晓灵近期表示,信

贷投放现在面临两难境地,如果不采取信贷控制将会埋下重大隐患,如何正确地贯彻适度宽松的货币政策是摆在决策层面的一个棘手问题。在不适宜直接压缩信贷的情况下,通过改变对于银行资本充足率的要求,提升银行自身的抗冲击能力,既能避免部分银行无视自身风险承受能力而过度放贷,又能在风险可控的情况下继续为相关的经济刺激计划提供必要的支持,可以视为一个有效的折衷手段。从长远看,提升资本充足率的要求水平,降低商业银行未来面临的金融风险,也将有利于银行业的稳定健康发展,是完善金融监管的题中应有之义。

(作者系东航金融注册金融分析师)

经济时评