

■每周酷图与思考 | Chart and Idea |

价格信号促流动性变局  
量变引起质变

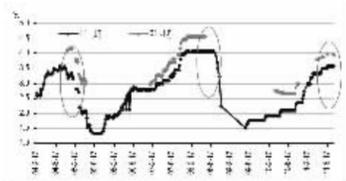
陈李

固定收益市场出现年内最大幅度、最快速的反弹,表明投资者正在对通胀和流动性拐点形成一致意见,这在我们看来对股市比较有利。我们把固定收益市场的反弹看作市场判断通胀和流动性拐点到来的信号。

固定收益市场反弹明显

在过去一个月的交易时间内,国内固定收益市场反弹明显,主要表现在国债、央票等债券收益率快速下降。最近两三个交易日,信用债也开始大幅反弹,诸多交易所封闭式杠杆型债净值快速回升(如150035,150012)。我们认为,推动债市反弹最重要的因素是:商业银行超储资金的逐渐修复使得资金面走向宽松;央票利率收窄增加配置吸引力;通胀预期下行;经济增长预期下行;催化剂是四季度利率产品的净供给远远低于市场先前的预期。历史经验表明,在流动性开始回暖,通胀和经济同时下行阶段,高等级信用债表现最好。如果利率产品的上涨蔓延到信用产品,形成持续上涨的趋势,我们将认为股市接近底部。

2004年以来曾有两次央票一级市场发行利率的下行周期

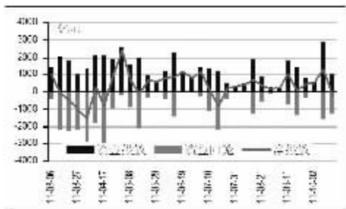


四省市获准进行自行发债试点是拓宽地方政府融资渠道的有益制度创新,但对股票市场的影响很小。地方政府自行发债试点可以一定程度上补充地方土地出让收入的下降。然而,四省市发行债券的规模在百亿级别,相比2010年地方财政收入4.1万亿、土地出让金约2.7万亿来说,百亿规模的地方债作用很小。

量变已引起质变  
流动性维持宽松

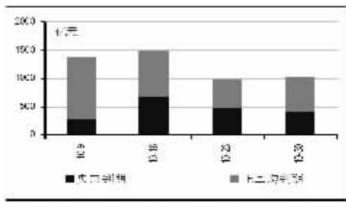
据模型测算,10月底银行超储率基本接近1.8%的水平,处于继续回升之势。我们认为,其中最重要的推动因素在于央行连续向市场投放资金,量变已经引发质变。监管层加大对银行季末关键时点存款波动性的考核,加上理财资金在表内、表外快速转化的现象在减弱,对资金价格的冲击力度弱化。本周到期资金1010亿元,环比上周增加20亿元,我们认为本周流动性继续宽松,月末效应不会很明显。

公开市场操作前周首次实现资金净回笼,规模220亿元



建议关注货币政策微调透露的信号:数量紧缩,价格松动。从上周的公开市场操作来看,我们认为至少有两点需要关注:其一,央行结束了7月中以来连续12周资金净投放的操作思路,上周首次实现资金的净回笼,规模在220亿元。我们认为,在资本市场流动性发生实质性改变以后,央行有意调节市场充裕的资金,实现资金供需的基本平衡。其二,央行下调三年期央票一级市场的发行利率至3.96%,尽管只有1个基点的变化,但是我们认为价格信号至关重要,如果后续操作继续下调发行利率(类似于2004年,2008年),那么紧缩周期真正的拐点就将到来。

本周到期资金1010亿元,主要为回购资金



国内流动性在好转,固定收益市场反弹明显,海外市场流动性持续紧张。上周五,我们邮件再次提醒投资者关注国内固定收益市场反弹对股市的先行指示器作用,主要的逻辑是流动性好转和通胀预期的回落。如果利率市场的回暖延续至信用市场,那么我们继续维持债市是股市的先行指标”的判断。上周货币市场资金价格走势分化,短期资金上行30基点左右,中长期资金价格回落30基点左右,我们认为资金价格的短期回升并非流动性紧张的信号。主要经济圈的票据直贴、转贴利率继续回落,6个月直贴利率回落至7.5%,转贴利率下降至5.8%,创下年中以来的最低点。而海外市场方面显示流动性状况的各项指标在持续走高,主要期限集中在3个月。我们认为,海外债务危机短期内似乎有所平静,但是货币市场流动性依然紧张,投资者依然比较谨慎,机构之间互拆资金的意愿在减弱,投资杠杆在下降。

以直接融资代替间接融资成为解决平衡周期与转型矛盾的最关键政策

地方政府自行发债有助破解经济难题

时伟翔

2008年底以来中国运用信贷、财政双松的刺激政策,启动了新一轮区域规划、产业转型、基础设施改进和扩大民生支出的发展。而刘易斯拐点造成工资上涨,与实体经济转型下资金冲击房地产价格,造成了房价和物价的过快上涨。政府不得不收紧货币,地方融资平台问题开始出现,这也标志着以银行信贷、政府投资、土地财政担保的模式被打断,中国经济增长陷入了一个困局。尤其是股票市场很聪明地预见到了这种情况,在2009年8月份经济刚步入复苏通道的时,央行公开市场的一个小动作,股市就见到了高点。在经济周期最有利于股市的阶段,市场担忧深层次的转型问题;而去年11月份以来,政策逐渐强调转型的重要性,经济周期的下行又对股市造成了巨大的杀伤力。在经济周期与结构转型间,股市持续下跌。这种困局必须解决,并且在过去一轮投资带动经济增长的动力消退之前就必须想出办法,我们认为地方债的发行就是解决这一问题的最好

办法。

面对间接融资死局  
地方债直接融资成突破口

如果经济回落以后,再重启银行货币信贷,增加货币供应,这种模式必然再次推升资产泡沫、工资和物价,而这种模式进行的资金启动难以有效引导转型。所以这条道路基本上被封死。而试点地方政府发债,则通过直接融资代替间接融资,避开了银行的资产质量问题和过去一轮刺激计划的死结,能够形成新的突破。日本通过这一制度改革,保证了在1975-1979年经济最困难时期政府融资的连贯性,直接融资比例提高了15个百分点,保证了经济的平稳。

地方债启动  
可带来4年“缓兵”期

我们选取了日本作为参照的案例,在其列岛改造计划时,大规模的货币投放造成了和我国相同的困局。为保证经济稳定增长,日本通过地方债启动使得转型期的日本有了四年的缓兵期。这四年中日本经济保持了稳定增长,也带动了后来的平稳增长。

地方债筹资奠定转型基础

我国上一轮的刺激计划,信贷资金很大一部分流入了虚拟经济领域和传统产业中,资金的方向并不利于转型。而通过政府债务负担,集中社会资金重点投向保障房、民生、中小企业、农业和新兴产业,引导经济结构转型。相当于政府铺好了转型之路。通过地方债筹资集中社会资金运用到有利于结构调整的方向,奠定了转型基础。

降低银行体系风险

对银行来说,借助融资方式改革,完成两件事情:一个是银行本身,通过融资方式改革,将贷款增速放缓,以此保证货币供应增速(M2)整体保持在一个较低的水平,来压制通货膨胀。M2将形成L型走势。另一方面,通过地方债券发行的利率市场化,带动整个利率的市场化改革。

地方债规模可能的猜想

由于地方债仅处于试点阶段,对于发行方式、进度、都难以具体描述,在这里我们援引日本当时的数据做参考。合理猜想,这一地方政府债务发行是未来五年破解难题的重要一环,尤其是对改变社会融资结构做出

重要贡献。那么我们假定分别提高直接融资5、10个百分点。现在银行贷款53万亿的存量。假定每年10%的增速,则5年后总规模是85万亿的规模。则5个点对应的规模为:5.6万亿;10个点对应着11.2万亿。如果是15个百分点,则是16.8万亿。

地方政府对房地产依赖略降

如果地方债发行顺利,地方政府获

得了新的渠道,则房地产的地位将发生略微的变化。按照上面的规模换算,未来五年新的融资渠道提供的资金将占到现在房地产提供资金的1/3之上。所以房地产的发展方向可能发生变化。

日本当时的情况是:房地产开发商的开发量减少,在房价回落以后,房地产的成交套数出现了上升,价格也随着成交量上升企稳。

(作者系国泰君安证券策略分析师)



救助计划“火力”不够 欧元区经济亟待改革“体质”

编者按:欧美股市一片“涨”声迎来的欧债最新救助计划真的很完美吗?三项救助项目中,仅希腊债务减记直指当前欧债危机的核心,而欧洲金融稳定基金的扩容和提高欧洲大银行核心资本充足率到9%,只是未雨绸缪。近期,“欧元会消失”的声音不绝于耳,但只要各方的政治诉求依旧存在,那么欧元就不会消失。或许,只有当债务违约切实向意大利、法国等大国蔓延时,欧债危机的解决才真正进入攻坚阶段。

何庆明

北京时间27日午间,欧盟理事会和委员会(EC)公布最新欧洲领导人峰会声明,新欧债救助方案主要包括三个方面。

一、2012年6月前欧洲主要银行将提高核心资本充足率至9%。由于欧债危机蔓延,希腊、葡萄牙、意大利、法国、德国的银行都面临资产损失风险,本次峰会明确欧洲银行业将在2012年6月之前提高一级核心资本充足率至9%。该计划涉及欧洲70家大银行,融资总规模约1070-1080亿欧元,遗憾的是本次会议未协商出再融资资金来源,仅是优先从私人部门融资,其次是各国政府。

二、EFSF扩容获准,但要依靠“杠杆”。此前欧洲各国对EFSF扩容问题反复磋商无果,其争议在于德国拒绝继续向EFSF提供资金。本次峰会上,各国同意让EFSF依靠增加杠杆来实现扩容可以说是一个折衷方案,即未来EFSF将以增强发债国信用的方式干预国债市场,以此来增加杠杆的目的。对于杠杆化的程度没有具体规定,大约在4-5倍,同时EFSF将建立一个特殊目的机构(SPV)用来吸收来自私人、金融机构和其它国家的资金作为对EFSF的补充。

三、希腊债务互换(PSI)计划将使私人部门持有的希腊债务减记50%。从声明看,私人部门将在未来希腊债务救助计划中提供更大帮助,私人部门持有的希腊债务将减记50%,较7月提出的债券互换方案时减记21%有较大提高。由此,希腊债务余额/GDP的比值将在2020年下降至120%。

新救助妙招 治标不治本

新救助方案有的放矢对稳定市场信心有积极作用。首先对于希腊债务减记直指当前欧债危机的核心,而对EFSF扩容和提高欧洲大银行核心资本充足率则是未雨绸

缪,对未来可能出现的违约事件对银行、债券市场的冲击建立起防火墙。另外,在声明中指出的促进各国经济增长、整合欧洲财政政策促进更紧密的一体化则可以看作是根治债务危机的措施。

峰会所讨论的问题主要集中在技术层面,对解决欧债危机的关键涉及有限。导致欧债危机的原因是债务经济增长缓慢和区内混乱的财政政策。形成的原因是:各国经济“体质”不一样,因此欧债危机从本质上应是一个经济+政治危机,绝不是一个简单的债务问题。所以解决债务危机的良方应该是促进区内各国经济稳定增长,改变欧元区体制,即建立起统一财政政策,或者增加区内各国经济同质性,亦或者增加区内各国的经济弹性。但遗憾的是,本次会议对促进经济增长措施的讨论非常有限。

“防火墙”火力不够

我们认为未来在欧债救助的行动里再出现大规模资金援助计划的可能性在降低。其原因是:第一,目前仍有能力提供大量救助资金的德国已不愿意再向货币联盟中的难兄难弟们提供资金,具体规定,大约在4-5倍,同时EFSF将建立一个特殊目的机构(SPV)用来吸收来自私人、金融机构和其它国家的资金作为对EFSF的补充。

私人持有的希腊债务减记50%的规模不足。原因是:第一,2011年希腊财政赤字规模可能达到8%,债务余额/GDP的比值有可能达到180%-190%。如果仅是私人持有债务减记50%(目前希腊债务里私人部门持有的比例为68%),那么其债务余额/GDP的比值降至150%左右。按照这个估算,2012年希腊政府的收入中仍

有20%以上要用于应对到期债务和支付利息;第二,2011年希腊经济增长情况及预期。我们认为这样的低速增长可能将维持2-3年,即使到2015年后希腊经济增长能回到3%以上的可能性不大;第三,希腊国有资产私有化进程存在不确定性。因此综合以上,我们认为当前50%债务减记规模并不足以使得希腊债务具有可持续性。

欧洲央行(ECB)仍被排除在外,这不利欧债危机的解决。我们认为,特别是在EFSF扩容是依靠杠杆而非实际增资情况下,ECB应该作为政府债务、银行贷款的最后担保者的身份参与到救助计划中,这是真正能对希腊债务违约扩散效应起到防火墙作用的措施。

希腊国债减记50% 欧债重组走在正确路上

国泰君安策略团队

根据拉美经验,明确而有效的债务重组方案的出台才是欧债问题得以最终解决的希望。而本周欧盟峰会提出的对希腊国债进行50%的减记,债务重组走出了坚实的一步。

我们发现欧债危机和30年前的拉美债务危机有相似之处。首先,这两次债务危机中的债务国对债务货币都没有控制权。拉美的债务是美元,欧洲的债务是欧元。其次,两次债务危机都源于廉价信贷。欧元区边缘国家成为欧盟成员国后,享受了和其风险并不匹配的德国类似的利率水平,举债刺激经济。而拉美国家也在70年代大量举债,获得利率极低的美元贷款。再次,两次债务危机的爆发都是缘自全球金融危机。

在全球出现石油危机时,美国陷入滞胀,美联储主席沃克尔开始大刀阔斧加息,使得经济减缓,失业升高,全球需求下降。对于拉美国家而言,除此之外,最大影响在于债务利率迅速提高,导致其出现还款困难。

1982年下半年至1985年上半年为调整的第一阶段。拉美国家普遍进行紧缩型的应急调整:牺牲经济发展,压缩消费、扩大出口,筹集资金以偿还债务。但这种政策没有从根本上解决偿还问题,反而使国家和企业偿债能力下降,国内经济严重衰退。1985年下半年至1988年是调整的第二阶段。1985年10月美国财政部长贝克在汉城召开的国际货币基金组织和世界银行第40届年会上提出的“减轻世界债务问题压力”的计划方

希腊债务终将进违约程序

我们认为此次峰会扩融EFSF、增资欧洲大银行和减记希腊债务都是为希腊债务违约作铺垫。前两个措施是建立起防火墙,应对债务违约所带来的扩散效应;后一措施则是变相减轻希腊债务违约对市场的冲击力度。

从另一个方面看,只有当债务违约切实发生并逐渐向区内大国意大利、法国等蔓延时,才可能会倒逼欧元区各国拿出救援“底牌”,届时欧债危机的解决才真正进入攻坚阶段。

无论希腊债务问题的发展如何,短期内欧元区的稳定,特别是欧元的存在将毋庸置疑。欧元不仅仅是一个

经济产物,更是一个德国与其它国家为实现各自利益而斗争数十年所得到的政治产物。既是政治产物,只要各方的政治诉求依旧存在,那么欧元就不会消失。

欧元按照当前的方式运行表明其存在“不灵”的因素,因此改革势在必行。我们认为,欧洲各国统一财政将是应对债务问题的良方,但是欧洲各国发展不均衡的问题才是导致欧债危机更加深层次的原因。因此未来欧元区改革是朝着建立统一财政制度+转移支付,还是推进区内国家经济“体质”改革以实现同质化或是实现更加自由的资本,特别是劳动力的转移制度以增加区内各经济体经济弹性的方向改革便值得我们关注。

(作者系平安证券宏观分析师)

新计划把房地产税的起征门槛从40万欧元降低到20万欧元,同时在2011年减少4亿欧元的政府支出。这部分和拉美债务危机第一阶段类似。

2011年7月底,欧盟峰会草案提出针对希腊的“马歇尔计划”:1、向希腊经济提供投资、增长刺激;2、私人部门参与救援有三个选项:债务回购、展期与互换;3、欧洲金融稳定基金(EFSF)可以通过向政府贷款对金融机构进行资本重组;4、向希腊贷款利率约为3.5%;5、EFSF贷款期限从7.5年至至少延长至15年。这部分和之前的救助计划类似,还是借新债还旧债。

如今,欧盟峰会提出的对希腊国债进行50%的减记,正是对应着第三阶段的解决方案,真实的本息减免。对应拉美危机,我们认为,欧债问题已经走在了正确的道路上。

同时,我们担忧第四波危机将是欧洲银行危机。一旦违约出现,欧洲银行将出现重大损失,市场恐慌,银行挤兑风潮出现,进而导致欧洲各国流动性紧张,如同美国当年雷曼兄弟倒闭后的多米诺骨牌效应。而欧洲一旦出现流动性危机,其影响甚至会大于当年的雷曼兄弟倒闭之时。因为,除了德国等欧洲诸国外,美国银行也大量持有欧洲国家国债,这意味着,危机将迅速从欧洲蔓延到美国。

而欧洲银行资本充足度偏低正是我们担忧的原因。但本次峰会提出在2012年6月底前将欧洲主要银行的核心资本充足率提高到9%消除了我们的担忧,欧债问题对资本市场的短期冲击将消除。