

LTRO没有让欧洲摆脱危险循环

长期再融资计划 (LTRO) 难以扭转欧债危机, 因为它解决不了欧洲主权债务和银行业危机中的核心问题, 这项旨在缓解欧元区银行间融资压力的举措, 在部分欧洲银行眼里, 成新一轮套利盛宴。

这项计划可能因下述原因无法达到目的: 一是银行使用 LTRO 作为融资工具, 但并没有义务必须购买主权债券; 二是欧洲银行对主权债券的风险敞口巨大, 如果市场情绪再度下降, 投资者将会投机押注银行不会大量购买主权债券; 三是一旦消除了借贷成本升高的压力, 相当于失去了真正解决危机的动力。

张莱楠

面对愈演愈烈的欧洲主权债务危机和流动性危机, 欧洲央行的政策立场正在逐步软化, 欧洲央行宣布再次启动期限长达三年的长期再融资计划 (LTRO), 同时敦促欧洲银行提出贷款申请以满足其贷款需求, 这被视为欧洲央行缓解欧元区金融体系所承受压力而做出的新努力之一, 但长期再融资计划并没有让欧洲摆脱危险循环。

长期再融资计划是欧洲央行比较传统的政策工具之一, 为缓解银行流动性, 欧洲央行推出 3 年期再融资操作行动, 市场一直希望这次 LTRO 项目等同于对银行的变相救助。可以说, 此次释放出的资金量是有史以来长期再融资操作中最大的一次, 超出了 2009 年 6 月份一年期贷款操作创下的 4420 亿欧元的纪录高点。当时欧洲央行提供了 4420 亿 1 年期欧元贷款以应对流动性不足, 曾经起到了不错的效果。这次, 欧洲央行长期再融资计划的推出同样引发了市场的热烈回应, 并掀起欧洲主权债券市场的购买热潮, 西

班牙拍卖 3 个月国债平均收益率 1.735%, 认购率由上次的 2.8 倍增至 2.9 倍, 大大低于上次拍卖收益率 5.11% 的水平, 而二级市场西班牙 10 年期国债收益率 2 个月来首次一度跌落 5%, 主权债券的借贷成本大幅下降, 这还是欧债危机恶化几个月以来的首次。

当前, 全球主权债务高悬, 金融业在“法杠杆化”、政府也在“法杠杆化”, 市场和政府都缺流动性, 靠谁来为其债务融资买单? 真正靠市场进行融资的渠道并不畅通, 今年二季度以来, 欧洲债务国家以及欧洲银行业的信用违约互换 (CDS) 溢价持续上涨, 这意味着更大的风险补偿和更高的债务融资成本。欧债危机发展到今天最大的问题是不太可能从正常渠道进行大规模融资。为降低重债国借贷成本以及承担风险担保人, 欧洲央行已经无法避免地要通过直接购买国债充当最后贷款人的角色。

尽管欧洲央行至今还一再坚持不会触碰这个“底线”, 但现在推出长期再融资计划实际上就是变相的量化宽松, 而未来欧洲央行可能还会有比较激进的行为。一般而言,

央行资产负债表的状况决定着金融货币政策的空间。从央行资产负债表的构成看, 西方国家中央银行资产方最重要的科目之一是政府债权, 美联储、日本央行的政府债权占比分别为 86.06% 和 63.32%, 欧洲占比仅为 21.48%, 从这点看, 欧洲央行未来有量化操作空间。根据欧洲央行公布的最新数据, 欧洲中央银行的资产负债表总规模已经达到了 3.2 万亿欧元。一旦欧洲金融形势出现恶化的话, 欧洲央行的政策立场可能继续出现软化。

但是, 长期再融资计划恐怕难以扭转欧债危机, 因为它不仅解决不了欧洲主权债务和银行业危机, 这项旨在缓解欧元区银行间融资压力的举措, 在部分欧洲银行眼里, 却变成新一轮套利盛宴: 一是银行使用 LTRO 作为融资工具, 但并没有义务非得购买主权债券, 二是欧洲银行对主权债券的风险敞口巨大, 如果市场情绪再度下降, 投资者将会投机, 押注银行不会大量购买主权债券。三是正是不断攀升的借贷成本促使欧盟领导人采取行动应对危机, 而一旦消除了借贷成本升高的压力, 相当于失去了真正解决危机的动力。

欧洲央行的设想是, 商业银行大量申请 LTRO 后可避免收缩其资产负债表。不过, 银行可以利用上一回的 1 年期 LTRO 从事利润丰厚的套利交易——利用得到的低息贷款去购买政府债券。假设银行买了短期意大利国债, 并将其质押给欧洲央行, 那么银行将获得欧洲央行较低的 LTRO 借款利率和较高的主权债务收益率之间的差额。比如, 当前欧洲银行可以从欧洲央行以 1% 的成本借贷, 然后购买 5% 的主权债, 这中间 4% 的套利成为银行业的套利收入。

数据显示, 12 月 21 日 523 家欧元区银行向欧洲央行共借入 4890 亿欧元 3 年期低息贷款, 金融市场分析认为, 此次套利交易规模至少占贷款额度的半数以上。银行可能会将多余流动资金存放在欧洲央行的隔夜存款工具中, 因担忧对方银行的信用, 银行更愿意将资金存在欧洲央行而不是借贷给其他银行。数据显示, 欧洲银行们将 2100 亿欧元 (4890 亿欧元中, 只有 2100 亿欧元是净流入银行的) 中的近一半, 即 820 亿欧元都存到了欧洲央行账户。

长期再融资操作改变不了欧债危机的风险转向。政府明年还需要巨额融资, 欧元区政府的 AAA 评级依然受到威胁, 依然还有很多不确定性。2012 年是欧洲主权债务融资到期高峰年, 而欧洲银行业仅在 2012 年第一季度就有 2300 亿欧元的债务到期, 偿债高峰的来临让流动性再次面临巨大压力, 全球金融体系将面临新一轮大规模的融资考验。

此外, 救助欧元区银行的重任, 欧洲央行能负担多少还值得担忧, 欧洲央行推出的 3 年期 LTRO 就像在加倍押注, 它可以不让欧洲银行融资危机转危为安, 但也将进一步的金融风险都集中于欧元区的各国央行和私人银行, 意味着欧洲央行资产负债表也面临着恶化的可能性, 如果那样, 那么欧洲央行也将背负着巨大的坏账风险。通过债务货币化或是债务风险转移依然难以根本解决欧洲债务危机, 等待欧洲的将是不可避免的马拉松式的危机。

(作者系国家信息中心经济预测部副研究员)

焦点评论

别陷入十年涨幅为零的统计误区

孙清岩

最近, “上证指数 10 年涨幅为零” 成为一个舆论热点。笔者不喜欢凑热闹, 一人多的地方就会自觉闪开, 一方面由于本人瘦小, 怕被挤倒, 失了尊严; 另一方面, 本人喜欢安静, 相信独处更便于自由而独立地思考, 但有一点可以肯定的是, 自己绝不是小波笔下那只特立独行的猪。

10 年前的 6 月 14 日, 上证指数创出了 2245 点新高, 10 年后的 12 月 14 日又跌至这一点点位, 媒体的渲染和一些所谓专家和专业人士的点评, 让大多数投资者有些坐不住了。这时候正巧有人和我探讨关于指数涨幅与收益率的问题, 我也非常愿意把所知与他人分享, 尽管所知有限。

上证指数 10 年涨幅为零, 是不是就意味着上证指数的收益率为零? 之所以提出这个问题是因为看到有的文章在误导读者, 这也不能全怪他们, 因为记者及专业人士也错了, 上证指数 10 年涨幅的确是零, 同时, 某某基金 10 年净值及价格累计涨幅两三倍也是事实, 人家也没有说上证指数 10 年收益为零 (从这一点看专业人士还是有点专业水准的)。只是, 把这两个不能类比的東西放在一起, 很容易让人产生一种错觉——上证指数 10 年收益为零, 而你一旦这样认为, 他们的目的便达到了, 如果你再马上去买 10 年净值涨幅达到了两三倍的那只基金, 则他们目标就是超预期了。

上证指数是一种综合指数, 而且是纯价格指数, 与之相对的是全收益指数。我们一般所说的股票价格指数都是指纯价格指数, 如沪深 300 指数、中小板指数、上证 180 指数、上证 50 指数、深证 100 指数等, 但同时还有一个全收益指数与之对应, 即沪深 300 全收益指数、上证 180 全收益指数、上证 50 全收益指数、深证 100 全收益指数, 但这个不太为人所熟悉。

纯价格指数与全收益指数主要区别就是对样本股分红派息的处理方式不同, 当有样本股分红派息时, 纯价格指数在除息日不予修正, 任其自然回落; 而全收益指数则在除息日照除息参考价予以修正。举个简单的例子, 如果某个指数只有一个样本股, 当这只股票年底每 10 股送 10 元时, 即 1 股分红 1 元, 假设除息前一日收盘价格是 10 元, 指数是 100 点, 除息日当天该股票收盘价格也是 10 元 (这里不考虑涨跌幅限制, 因为当天股票涨了 11.11%), 则用纯价格指数法计算, 除息当天的收盘指数还是 100 点, 而用全收益指数法则是 110 点, 指数较前一日涨了 10%。如果你持有这只股票, 你除息日的收益也是较前一日涨了 10% (不考虑税收), 从这点可以理解成全收益指数的涨幅就是指数的收益率。

在计算全收益指数时, 一般指数价格与全收益指数是不同的, 如深证 100R 在 12 月 22 日的收盘 3095 点, 而深证 100P 在 12 月 22 日收盘 2791 点, 全收益指数要比纯价格指数高一些。

那么是不是上证指数的全收益指数就会比我们最常引用的上证指数高呢? 我没有做过测算, 也不敢妄言, 不过理论上肯定是要高些。那么, 假如全收益指数比大家常说的指数高 10%, 是否可以说 10 年上证指数累计收益 10%, 这也很难站住脚, 因为这在全统计上不具有可比性。这便引出了另一个思考。

记得几年前看到一本书, 是美国人达莱尔·哈夫写的, 名字是《How to lie with statistics》, 中文名是《统计数字会撒谎》, 据说还是一本畅销书。书中揭露了大量用统计数字说话时, 看似科学权威, 实则误导, 甚至造假骗钱的案例。就拿 10 年上证指数涨幅为零来说, 乍一看好像挺对, 可再一想呢? 我们知道指数是个时点指标, 一时一变的, 用 2001 年的最高点与 2011 年的最低点 (或次低点) 比, 实在不具可比性。其次, 2001 年上证指数与现在的上证指数样本股不同, 还有, 样本股中的可流通股也不一样, 那时还没有这么多大盘股, 如中石油, 四大银行等, 那时的可流通股也少得可怜, 而现在则全流通了 (尽管事实并非如此, 但那时要好多了) 等等, 这些都没有可比性, 而把不可比的东西放在一起进行比较得出结论也就可想而知了。如果有人非要比较呢? 我觉得首先要确定一个统一的时点, 要么是 12 月 14 日 (上证指数 2001 这一天是 1675 点), 或者是 6 月 14 日 (上证指数 2012 这一天是 2730 点), 为了更具可比性最好还要把最近 10 年上市的公司都剔除。

如果这样完善可比性之后, 2011 年的点位数仍较 2001 年的点位数还低呢? 那一定是电脑和人脑都出了问题。

(作者单位: 深圳怀新投资公司)

地方密集拜会铁道部说明啥

毕晓哲

媒体报道, 2012 年铁路投资将减少 2000 亿。近日地方官员密集拜会铁道部, 以确保本地区铁路项目不会在下一年被砍掉。

这种密集拜会铁道部的做法有着“跑部钱进”的影子, 但笔者以为更与重大项目的风险和责任分担机制缺陷有关。在国内重大民生工程建设上, 除了社会效益经济效益俱佳的成功决策, 也有很多投资“失败”决策。几年前国家审计署就有这方面的披露, 每年因决策失误造成的经济损失高达一两百亿元。据世界银行估计, 从“七五”到“九五”的 15 年间, 我国的投资决策失误率在 30% 左右, 资金浪费及经济损失大约在 4000 亿至 5000 亿元。值得反思的是, 重大工程项目决策失误后, 为何大多数决策者可以顺利地“拍拍屁股走人”。

拥有重大决策权却缺乏相应决策失误责任, 必然是谁跑得快谁给谁的投资就多, 俗话说“会哭的孩子有奶吃”。

在决策之后的问责中, 更严重缺少对花钱的地方政府的连带责

靠不住的宽带与看不懂的重庆啤酒

中国上市公司舆情中心

上周, DCCI 互联网数据中心发布了一个中国宽带用户调查, 结果显示中国大多数宽带用户的实际网速, 明显低于运营商提供的名义带宽, 也就是说大家现在用的是“假宽带”。报告一出, 引发网友高度关注。在微博平台上, 一天之内就有过万条相关微博评论此事。相关新闻, 也位居门户网站网站的点击榜前列。虽然运营商之一中国电信迅速地进行了回应, 亦有教授学者帮忙解释, 但网友并不怎么买账, 继续在网上传达愤怒、批评。比如一篇题为《北邮教授驳斥“假宽带”论 称我国网速快价格低》的报道, 位列搜狐新闻当日点击榜前列, 网友评论数则位居第一。几千条网友评论中, 绝大多数都在地轰这位教授的观点。

“假宽带”一事, 算是当前网络舆论生态的一个典型案例。互联网时代, 信息快速传播, 网民信息占有量快速提升, 舆情当事人讲得不靠谱的, 很容易被揭穿; 过去权威的传统媒体、专家学者乃至有关部门, 在互联网上

其权威性被大大消减, 网民更愿意相信一些网络意见领袖的看法; 网民匿名地发表信息, 观点和表述往往非常尖锐; 网民习惯快速表达观点, 其判断所依据的事实可能是片面的甚至是不准确的; 网民的容忍度在降低, 对政府、企业等舆情主体的要求在不断提高……

上周康菲石油再度遭到舆论抨击。起始原因就是康菲石油有关人士在接受华尔街日报采访时表示基本没有证据表明溢油对环境造成了影响。康菲方面或许是觉得, 美国媒体的采访中国人不大可能会看到? 可是网络之上信息传播如此之快, 转头康菲的抵赖之词就在网上广泛传播, 新一轮的舆论批评就此兴起。

在资本市场领域, 上周有关地方养老金入市网络讨论, 也非常热烈。社保基金理事会戴相龙会长上周在接受采访时对养老金入市表达了赞同。在网络上较受欢迎的财经评论员叶檀等人, 则发表了反对的观点, 认为养老金现在入市太危险。中国上市公司舆情中心则在“舆情时评”栏目提出观点, 社保能入市, 养老金为啥不

能? 在网友议论中, 有两个具体观点被较多提及: 一个是期待养老金等长期资金能够入市带动市场走好, 另一个则是担心养老金也出现亏损。如果跳出养老金入市不行的具体判断, 网友们的意见其实是再次表达了对当前股市低迷、对之前股市乱象的不满。只要市场走出困局, 相信大家也会欢迎养老金入市。

最近数周, 重庆啤酒一直是互联网上的热门公司, 上周该公司又出现了要求罢免董事长、跌停后打开、再次停牌等多个动作。媒体持续挖掘各类内幕和嫌疑, 还有一些网友也撰写了长篇的分析, 公司董事长、主持项目的科学家、神秘资金操控者, 均成为舆论怀疑的对象。针对最近的停牌安排, 好些网友称之为“赌神 II 即将上演”。近期证监会的“零容忍”监管风暴, 受到许多网友的赞扬和认可, 不少网友也表示, 重庆啤酒这事

太不透明了, 希望证监会能够好好查查此事, 为股民解开谜团, 还市场一个公平。

中国平安上周披露再融资计划, 也引起舆情波澜。此次平安再融资规模为 260 亿, 相对 2008 年那一次再融资来说, 规模小了很多, 但对当前这样一个疲弱的市场环境来说, 仍是不小的金额。公司推出的融资方式为可转债, 应该是已经考虑了投资者的承受问题。但公众仍然表达了较为强烈的不满, 认为平安数次再融资, 均未充分考虑市场承受力, 总是让市场“不安”, 作为一家大型公司, 这种做法是不负责任的。此次网络舆论所提出的大公司融资的社会责任, 的确是一个问题。平安遇到了, 其他的大公司也可能遇到。如何更好地安排融资节奏和方式、如何更好地与公司股东及更广大的市场参与者沟通, 这事值得大公司们好好琢磨。

(执笔: 叶月章)

一周财经舆情札记

警惕原始股诈骗陷阱

资本市场藏狐鼠, 行骗借用原始股。号称上市有暴利, 意在放线钓大鱼。投资务必循规矩, 爱财切忌犯糊涂。面对画饼慎出手, 以免将来抱头哭。

任山藏/漫画 孙勇/诗

原始股: 购买即将上市公司的股权称为购买原始股。《证券法》规定, 公开发行业务, 必须依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门核准或者审批; 未经依法核准或者审批, 任何单位和个人不得向社会公开发行股票”。

投资者教育 漫画专栏

