城投债风险隐现 债券型私募减仓过年

证券时报记者 张伟霖

随着城投债收益率不断下行，部分债券投资机构认为这一投资品种正在累积风险。而近期监管部门表示要加强影子银行监管，也令投资机构担心债市资金面会因此受冲击。不少债券型私募基金经理接受证券时报记者采访时表示，近日已大量抛售城投债。

债券型私募大佬减仓

“我们已减持了大部分城投债，目前仅保留部分资质上佳、主要由经济发达地区发行的城投债。”债券型私募基金大佬杨爱斌对记者说。

鹏杨投资总经理杨爱斌此前曾担任华夏基金固定收益部投资总监，据他介绍，目前他管理的资产规模超过30亿元。杨爱斌说，他管理的私募基金今年8月份大量买入城投债，由于城投债有政府兜底风险的预期，加上收益率较高，堪称是优质投资品种。这也导致9月份之后，城投债成为诸多机构哄抢的目标，整体市场呈现供需两旺、交投活跃的景象。

正因为需求旺盛，在多轮火爆买盘推动下，致使城投债收益率下行，目前收益区间降至6.5%~7.2%。而在早前，城投债的收益率基本在7%以上，收益率高时曾一度达到8%。即便如此，据记者了解，在近期认购城投债的路演中，也曾出现了机构争抢而导致“一券难求”的局面。

杨爱斌认为，城投债收益率的安全边际在7.4%~7.6%之间，现在市场上已很难再找到合适的标的债券。他说，近期监管部门相关负责人表示将要加强影子银行监管，而这部分资金当中有不少是此前哄抢城投债的主力，监管部门对这部分资金的限制将使债市资金面受冲击。

洛肯国际总经理石鑫杰同样对未来市场有所担忧，该私募目前已减持了大量城投债。石鑫杰表示，城投债的流动性不是太好，一旦配置过多或许会出现类似去年6月份想卖而卖不出的情况。

城投债风险隐现

经历2010年、2011年平台期后，今年城投债的发行迎来了2008年之后的第二次爆发。Wind数据显示，今年前11个月的发行总规模已突破万亿元，超过去年全年增量的两倍。

从月度走势看，城投债真正持续放量始于今年8月。8月~11月城投债月均发行量增长接近1400亿，明显高于此前的水平。11月份的增量虽然略有下降，但也超过了千亿元。这让城投债的存量快速增加，突破了2.3万亿元。

繁荣过后，城投债市场的部分风险有所暴露。最突出的现象是新增城投债的整体评级逐步下移。造成这一现象的原因也很简单，城投债发行量扩大的过程，也是越来越多地方政府融资平台进入债券市场的过程。发债主体从省级平台扩大到市级甚至县级融资平台，必然带来债券评级下降。

Wind数据显示，在目前新增的城投债中，高等级城投债的占比已明显下降。AAA级城投债占比从年初时的20%降至目前的10%，AA+级占比也从近40%降至30%以下。

部分债券型私募基金人士对记者表示，目前更值得注意的是，随着城投债发行量井喷，不但机构争抢债券，评级机构之间也在争抢项目。这就不排除会出现评级机构为争抢项目而故意拔高项目评级的问题，例如资质本来只有AA-却评为AA，但设定的收益率却不发生变化，这将是投资人未来一段时间可能要面对的风险。

明年红火与否需看政策

另外一个问题是，目前地方政府融资平台还款能力依然有限。Wind数据显示，目前超过2000只城投债对应着近700家地方政府融资平台公司。以资产规模为权重，计算出来的这些公司2011年资产收益率（ROA）仅为3.0%，远低于同年发行的城投债6.6%的平均票息率。

对此，光大证券分析师徐高认为，这意味着城投公司用超过6%的成本借来的资金，只能产生3%的回报率，在做着亏本的生意。仅凭城投公司本身，城投债的偿付是很难保证的。而这也是为什么地方政府担保是城投债得以发展壮大的必要条件。

而有私募人士认为，目前地方政府仍依赖于“土地财政”。明年城投债红火与否还需看宏观政策，而在目前政策尚不明朗的情况下，减仓无疑是相对较好的选择。

IC/供图

■相关新闻 | Relative News

险资抛售债券 企业债首当其冲

证券时报记者 潘玉蓉

作为保险资产配置重头戏的债券，近期却遭到了保险资金大幅减持。申银万国证券分析报告显示，保险资金仅11月份就减持了1473亿元债券。而在10月份，险资仍处于增持债券的状态。

首选抛企业债

申银万国研究部门根据中债数据统计发现，保险资金11月份大幅减持债券。其中，减持国债240亿元，减持政策性金融债350亿元；信用债方面，则大幅减持企业债400亿元，而中票则增持68亿元。

申银万国分析师表示，保险公司的减持行为，反映了保险机构对后市相对谨慎的看法。与其他机构在此段时间的增持或观望的态度相比，保险机构的表现最为谨慎。

自2005年以来，保监会发布了十多项关于债券投资的规定或通知，投资债券的种类和比例不断扩大。今年7月，保监会下发了《保险资金投资债券暂行办法》（简称《暂行办法》），提高了无担保企业债券的投资上限，将投资比例由不超过该保险公司上季末总资产的20%上调至50%，同时投资该类债券同一期单品种的份额由10%上调至20%。

但是，在本轮减持中，企业债成为险资抛售的首选。一位保险业分析师认为，这或许与今年出现的企业债违约风险预警有关。标普今年8月份发布的一份报告称，今年前8月，该机构跟踪的企业债发行人中已经有52家出现违约，违约率远远高于往年。

险资流向新领域

《暂行办法》是保险投资新政13条中最早落地的一条。此后的3个月左右，保险资金投资股权和不动产，投资有关金融产品，参与金融衍生产品、股指期货交易和基础设施债权投资计划的相关规定陆续出台，保险资金迎来了一次大松绑。

有迹象表明，险资进入这些新型投资领域的速度在加快。明石投资管理公司执行总裁高峰认为，保险资金进入私募股权投资（PE）领域的趋势正在形成。据他透露，明石投资发起和管理的蓝色经济区产业投资基金，已获得了生命人寿保险出资的10亿元投资，成为国内第五只获得保险机构注资的股权管理基金。

保监会对险资进入股权投资领域持积极支持态度，颁发相关投资牌照的速度明显加快。据记者粗略统计，截至目前，已有中国人寿、中国平安、太平保险、太平洋保险、新华保险等5家保险公司获得了保监会颁发的股权投资牌照。日前，泰康人寿出资9.68亿元认购了中信信托的“中信·聚信汇金”产品。广发证券分析师对记者说，这是保险新政出台后保险资金与信托合作的首单。根据10月份出台的新规，保险资金可以投资信托计划、银行理财产品等金融产品。

记者日前还从业内了解到，泰康人寿在广州生物岛拿地筹建养老社区的事项已基本谈妥，该公司在海南建养老中心的计划也在推进当中。业内人士表示，养老地产已成为保险业掘金的新领域。

■记者观察 | Observation

IPO堰塞湖 带来的改革契机

我国资本市场与产业平台对接的问题在于工具过于单一，只有IPO一家独大，千军万马过独木桥势必造成堵塞。据此，加速完善和推介我国的债券市场、新三板市场以及产业并购市场，对接800多家拟上市公司的需求，此时正是绝佳的契机。

证券时报记者 程林

堰塞湖是指山崩、土石流或熔岩堵塞河谷或河床，储水到一定程度而形成的湖泊，通常为地震、风灾、火山爆发等自然原因造成，但也有人为因素如炸药击发、工程挖掘造就而出。现在，中国首次公开募股（IPO）市场已形成了一个规模庞大的堰塞湖，犹如达摩克利斯之剑高悬A股市场之上，给各方造成困扰。

有关统计数据显示，截至12月23日，在中国证监会IPO排队待审的企业总数高达837家。其中，创业板为330家，主板、中小板507家。IPO堰塞湖何时破解、如何破解，引起市场各方思考和探讨。

记者认为，IPO堰塞湖问题，确实给市场造成压力，但任何问题的由来并非无缘无故，相反，如果正视一系列深层次问题，分步骤建立长期的疏导战略，则IPO堰塞湖有望成为后续一系列改革的基础和契机。

其一，IPO堰塞湖问题，显示我国庞大的产业链条对资本市场的渴望。从过往历史看，我国IPO最早是额度制，每个省可分得几个额度，主要分配给当地大中型国有企业；随后采用通道制，一家券商有几个通道，券商出于利益考虑，倾向于选择融资额较大的公司；目前实施的则是核准制，A股市场向各种类型和规模的产业资本开放。可以看到，从最初只服务于国有大中型企业到目前初步具有现代资本平台特征，我国A股市场只用了短短10多年时间，这本身就是很大的进步。而IPO堰塞湖问题，则是企业融资需求被彻底打开的必然现象。

但是，我国资本市场与产业平台对接的问题在于工具过于单一，只有IPO一家独大，千军万马过独木桥势必造成堵塞。据此，加速完善和推介我国的债券市场、新三板市场以及产业并购市场，对接800多家拟上市公司的需求，此时正是绝佳的契机。

例如，我国台湾市场为内地新三板市场建设提供了有价值的经验，自2004年起，我国台湾要求拟上市公司，需先在兴柜市场登陆运行6个月后才可以着手准备上市，挂牌采取备案制，登陆时无实质审查，但要求证券公司在1年前开始辅导，并由证券公司判断何时进行挂牌申报并承担后续辅导责任。兴柜市场的作用，一在于减少对主板的冲击；二在于为创新、有潜力的中小企业提供筹集资金的重要通道，其对于科技企业并没有盈利要求。

其二，由于一、二级市场存在巨大差价以及巨额承销费的冲动，我国现行IPO体系下，券商、拟上市公司、私募股权投资（PE）形成了天然同盟，其共同利益和目标就是让企业高价上市，且绝大多数指向A股市场。由于欧美金融危机以及国内经济周期性调整，部分行业和公司受到的打击很大。那么，为了实现共同目标，虚报、做高业绩顺利通过发审会，便成为个别公司的选择。这类作假公司倾向于在A股上市而非境外，很大原因在于境外造假成本太高。

以我国香港地区为例，近日，香港证监会提出四大改革内容，其中一条为，若招股文件出现失实陈述，保荐人将要负刑事责任，最高罚款70万港元并入狱三年，预计明年10月1日生效。在香港上市的洪良国际，因为虚报盈利，被香港证监会勒令停牌和冻结资产。最终，洪良国际将上市筹集的近10亿港元资金退给投资者，保荐人兆丰资本被罚4200万港元，并被撤销保荐人资格。

相比之下，我国现阶段对于A股造假的打击力度还有待提高。现在国内投行和PE粗放式、激进的业务模式，本身就隐含了与企业合谋的诱因。假设罚款额不高、对业务影响不大，那对相关机构、企业和个人是没有威慑力的。因此，在制度上借鉴海外经验，对财务造假行为进行严格、明确处罚，甚至对造假合谋者的处罚上升到刑法，也是值得考虑的。在另一个层面，应该尊重经济周期和行业特点，在强化信息披露和风险揭示的基础上，允许企业有正常的业绩波动，对创新型企业的资金需求和资金使用不必强求统一，以增强市场的弹性和包容力。

其三，800多家公司云集A股堰塞湖，存在即是合理。为何如此热衷于A股，一定程度上反映出目前市场的弊端：那就是投资者风险判断能力不足、新股市盈率偏高。

从数据层面看，证监会本次新股发行改革已获得很大成功。2010年，我国A股的首发市盈率为59.1倍，2011年为45.95倍，而2012年A股的发行市盈率降至30倍左右。但是，从国际成熟市场看，美国市场的IPO平均市盈率是15倍左右，即使考虑我国属于新兴市场，目前A股的新股市盈率也是偏高的。从近期浙江世宝的上市交易首日数据看，A股股价相当于H股股价近8倍，很大原因在于其A股流通盘很小，由此带来投机机会。

我国A股市场炒新、炒小、炒ST股和炒重组股，投机成分大的问题长期挥之不去。其根本原因，很大程度在于退市制度和做空机制并没有流畅运作，只有冰冷的退市才能让狂热的投资者吸取教训，只有做空机制的建立才能让对公司价值的怀疑者有发掘负面信息的驱动。至2011年，沪深交易所已依法终止了40多家公司股票上市，但对比我国2400多家上市公司来说比例还是太低，近期监管部门正朝着这一方向推动改革，是值得肯定的。而在做空机制上，我国传统上倾向于敌视做空，认为这不利于稳定。但做空本来就是市场一个不可或缺的平衡环节，有利于市场信息的均衡，短期的不稳定反而带来长期的稳定，目前针对单个公司或一揽子公司的A股做空套利模式还有待进一步完善，这些都是建立一个成熟市场的关键环节。

监管部门鼓励券商人才激励机制创新

证券时报记者 桂衍民

随着证券公司创新业务的推进，核心人才队伍短板显现。监管部门相关负责人近期在上海调研时表示，证券公司需要进一步研究和制定人才配备机制。这位负责人还引用高盛合伙人制的资料，鼓励国内证券公司加大核心人才激励机制创新。

鼓励人才激励机制创新

上海某券商高管透露，监管部门相关负责人近期在调研该公司时明确表示，希望国内证券公司继续向国外优秀投行学习，制定自身的发展目标，明确实现目标的路径，要保证公司的战略思路、市场定位清晰可行。

相关负责人特别强调，证券公司的董事长、总裁重要责任是培养人才，研究和制定人才战略，监督人才机制、人才配备和人才激励的落实和执行。这位负责人说，目前国内证券公司要加快核心人才队伍建设，要改变核心人才的激励约束机制，落实股权激励、合伙人制度，建立强大的董事会等机制。

“最好能吸引一些国际化的人才，例如引进美国、日本和印度等地的国际化人才，包括券商副总裁等也可以找外籍人士来担任。”这位负责人说。

一家猎头公司业务经理向记者介绍，国内券商目前对人才的激励机制主要还停留在薪酬激励和级别激励两个层次，激励手段比较单一，还往往存在注重短期效果等问题。同时，普通员工、核心人才和管理层的激励手段缺乏差异化，对核心人才并没有特别的激励方式，很多平庸的人在岗位上依靠熬年限也能享受加薪、提职待遇。

“这种过于简单的激励模式，也影响了券商主要骨干和核心人才的工作积极性，也使得券商的发展缺少创新动力和业绩提升能力。很多骨干和核心人才在加薪提职无望后，只好转移平台，这也是目前证券业人才频繁流动的重要原因。”上述猎头公司业务经理介绍，国内市场化程度高一点的券商激励机制情况相对较好，而不少国企控股的券商激励方面的短板尤其明显。

高盛合伙人制值得借鉴

“高盛之所以强大，是因为拥有一个300多人的合伙人团队。”上述监管部门负责人说，国内券商要培养一批具有国际竞争力的一流投行，就需要打造类似于高盛的核心人才团队。

目前国内券商员工薪酬主要由基本工资、年终红利和长期福利三部分组成。基本工资的确定主要依据市场供需量、岗位效益、员工从业经验、员工自身技能水平和学历水平等来确定。年终红利则主要依据公司盈利水平、部门效益情况以及个人年度表现来确定。长期福利一部分是公司依据法律法规给员工缴纳的各类费用，有的券商还为员工购买商业保险等。

据了解，在高盛的激励机制中，核心人才的待遇除了包括类似于国内券商的基本工资、年终红利、长期福利以及提升职级外，主要还包括股票激励计划、特定奖励计划和合伙人薪酬计划。股票激励计划类似于国内企业管理层股权激励，主要针对非合伙人的内部员工，高盛的内部持股比例一度高达80%；合伙人薪酬计划主要针对合伙人，高盛上市以后，仍然保持着合伙人制度的一些特点；特定奖励计划奖励的对象为高盛董事会或由其任命的特别委员会选取的雇员，后者一般属于做出了出色业绩的员工。

“学习高盛的机制，国内券商还有很长的路要走。”某金融机构人力资源部负责人说，证券行业是一个智力资本和货币资本都很重要的行业，甚至智力资本往往表现得比货币资本更重要。因此，券商要将创新业务做大做强，加强核心人才队伍建设及激励尤为迫切。

海通证券 柜台市场业务方案获确认

海通证券今日公告称，该公司近日收到中国证券业协会《关于同意确认海通证券公司柜台市场实施方案备案的函》，对其报备的柜台市场实施方案予以备案确认。据了解，海通证券是首批参与该业务试点的7家券商之一。

据了解，柜台交易业务将以协议交易为主，同时尝试开展报价交易或做市商交易机制。柜台交易产品定位为私募产品，柜台交易市场建设初期配合资产管理业务创新，以销售和转让证券公司理财产品、代销金融产品为主。交易产品种类遵循先易后难的原则，且多为券商自己创设、开发、管理的金融产品。（黄兆隆）