

美国国债牛市结束言之过早

王宸

美联储理事、达拉斯联储主席费舍尔不久前指出,“央行的资产负债表必须要有一个实际限制”,“美联储准备进行评估,并有可能改变大规模货币刺激措施”,并表示“这就是国债30年牛市的终结”。高盛首席经济学家简哈祖斯也指出,“9月份开始收紧购债计划显然是有可能的,我想这还是将取决于经济数据”,加之近来美国国债收益率上升,债券天王格罗斯旗下的债券基金出现亏损等,市场中“美国国债30年牛市已经结束”的预测不断扩散。那么,美国国债牛市是否已经结束,所谓的“债券泡沫”一旦破裂会是什么样的,全球市场还会出现债券危机吗?

美联储利率区间的辩证

今年以来,美联储理事们关于停止购债的分歧已经在市场发挥了效应,即美元指数显著回升,欧元和人民币则应声回落。但由于通胀仍处低位,美联储未必减少购买债券后就立即加息,即便随着经济转好、失业率显著回落、通胀预期走高,甚至达到了停止购债的6.5%等诸多门槛,美联储也不需僵化地上调

基准利率,而只需要首先调高最低区间利率的上限,考虑通胀处于2.0%以下的水平,市场实际利率仍然是正利率。因此,可以设想,美联储仅仅上调利率区间的上限,就足以推高联邦基准利率的竞标利率,而市场实际利率则会同步走高。

债券收益率与市场实际利率密切相关,当利率明显上升时,债券收益率同样会走高,即债券的实际价格会走低,一旦如此,所谓的“债券泡沫”就面临巨大的考验,特别是金融危机以来价格不断走高的美国国债,在诸如“财政悬崖”、债务上限等的考验下,可能会出现大幅回落的局面;而美联储购买的抵押贷款债券也可能面临初步反弹后的调整回落,如果美国房地产市场不能支持抵押贷款债券调整趋稳,那么抵押贷款债券在所谓的债市泡沫破裂后仍然可能会再度探底,甚至当房地产市场回落时会再度重演金融危机之初的风暴。如此,则美联储要么选择继续增加购买抵押贷款债券,要么会再度控制联邦基准利率的区间;因此,房产抵押贷款债券是美联储重要的决策依据,也是反映美国国债牛市是否结束的重要风向指标,在房产抵押贷款债券没有走强之前,美国国债牛市

仍能持续下去,美联储也不会减少或停止购买债券的刺激措施。

谁会成为债券市场主体?

从美联储救助金融机构到监管改革,再从美联储购买债券到房产市场复苏,虽然债券泡沫有可能破裂,但由于美国债券市场分为国债、抵押贷款债券和其他各类公司债券等,甚至包括高收益债券市场,因此,美国债券泡沫破裂的风险是十分复杂的,既不可能出现抵押贷款债券再度大幅下跌,更不太可能出现美国国债跌破面值,反而债券泡沫破裂的风险是在美国之外,特别是经过“欧债危机”之后,欧洲经济远未复苏至正常水平,频繁上演债券风暴的可能性非常高;而新兴市场等国家也很可能被国际流动资本冲击,从而跟随欧洲出现债券市场大幅调整的局面。实际上所谓的债券泡沫破裂,是指从美国债券市场大幅调整回落而扩散的全球债券市场的风险,其中欧洲国债危机并未彻底化解,在债券泡沫破裂后,很可能再度成为国际市场的焦点。

债券泡沫的风险所反映的最主要矛盾还是美国监管改革及沃克尔法则,由于这些新规迫使投行等重要金融机构收缩自营部门的规模,而自营部门中的固定收益部分是投行与系统性金融机构的重要部分,新的监管规则陆续实施意味着投行等系统性金融机构会陆续从债券市场“撤退”,以达到监管规定的资本和自营规模水平。当然,投行仍然可以做债券市场的做市商,而不是彻底退出。那么,谁会成为债券市场的主体呢?或者说,监管改革之后谁来为债券泡沫接盘?答案只能是市场投资者,包括对冲基金、资产管理等各类投资机构,债券市场参与主体的变化毫无疑问意味着债券市场的波动幅度将加大。

将土壤治污上升为国家意志

吴睿鹤

清除“镉米”背后的土壤污染,最重要任务之一就是全面会诊土壤重金属污染现状。据报道,我国正在绘制土壤重金属“人类污染图”。涵盖81个化学指标(含78种元素)的地球化学基准网也正在建立。

从前段时间舆论对所谓“毒大米”的反映来审视,大都集中在监管层面与信息公开方面。“镉大米”在监管环节全部失守的情况下,长驱直入,直接走上了餐桌;而相关部门对于超标大米的品牌与生产厂家信息,吞吞吐吐,选择性公开,也引起了网友们的集体吐槽。

产生“镉大米”的根源是土壤污染。去年10月的一次国务院常务会议显示,有关部门此前曾花了6年时间开展全国土壤污染状况调查。该调查提出严厉警告:全国土壤环境状况必须引起高度重视,工矿业、农业等人为活动是造成土壤污染的主要原因。如今,国土与地质部门联手绘制土壤重金属“人类污染图”,这无疑是在寻求治本之策。

事实上,我国土壤污染形势早已变得十分严峻。中国水稻研究所与农业部稻米及制品质量监督检验测试中心2010年发布的《我国稻米质量安全现状及对策研究》称,我国1/5的耕地受重金属污染,其中镉污染耕地涉及11省25个地区。倘若说数据还略嫌直白的话,那

么土壤污染的现实威胁公众早已感同身受:2009年湖南浏阳镉污染,2011年云南曲靖铬渣污染,2011年浙江台州上百村民血铅超标,2012年广州番禺的毒蔬菜,2013年广东镉米……此起彼伏的环境污染事件,已经让公众谈“土”色变。

比起大气污染与地下水污染,土壤污染所受关注度与重视度,远不如前两者。因为,大气污染与地下水污染,直观,容易引发人们的共鸣。而土壤污染缺少直观的感受,不容易被察觉。可是,从目前已反映的问题来看,一旦土壤出现污染,比前两者的后果更为严重。

值得欣慰的是,国家层面已开始意识到这个问题的严重性。2013年1月28日,国务院办公厅公开发布《近期土壤环境保护和综合治理工作安排》文件,指出中国“土壤环境状况总体仍不容乐观,必须引起高度重视”。文件提出了政府近期工作目标,即到2015年,全面摸清中国土壤环境状况并建立例行监测制度,力争到2020年建成国家土壤环境保护体系。

基于严峻的土壤污染现状,国家层面必须借此为契机,将土地污染治理上升为国家意志,从国家层面协调各类政策资源、人财物资源,通过快速有力度的立法和务实行动,让土地污染量化为地方官员考核的必要指标,成为产业结构调整的参数,成为民生幸福指数的变量,彰显让公众规避更多毒大米、毒小麦之类侵害的国家责任。

存量发行值得一试

李允峰

中国证监会6月7日公布了《关于进一步推进新股发行体制改革的意见(征求意见稿)》,向社会各界公开征求意见。此次改革主要围绕推进新股市场化发行机制、强化发行人及其控股股东等责任主体的诚信义务、进一步提高新股定价的市场化程度、改革新股配售方式、加大监管执法力度等五方面进行。

“实话难听”,说好听的一般是损友,说难听的往往不落好,但对于此次新股发行改革,笔者还是想说一些真话。这次改革在力度上依然偏小,同前几次发行改革变化不大,笔者建议尽早发行新股方式上引入存量发行,这对解除投资者对庞大的限售股冲击担忧大有好处,同时大股东存量发行可以让投资者清晰地知道站在大股东角度对公司的估价情况,消除市场新股发行中定价畸形问题。

存量发行事实上就是上市公司市前的股东通过首次公开发行(IPO)减持股票的行为,不同于目前增量发行方式的重要特点是,通过存量发行出售股票的收入归出售股票的股东,而不是发行公司。目前我国采用的发售制度没有考虑存量发行,IPO上市全部是增量股票发行。存量发行可以让部分创业者减持,体现了对创业者的激励机制。存量发行过程中,出售股票的股东与承销商不再是完全的利益统一体,减持股东提高了对发行价进行谈判的动力。掌握企业内在价值信息的内部人将参与IPO定价谈判过程,充分披露公司的信息,存量发行的行为可以让投资者真切地知道公司控股者对公司的真实估价。

存量发行另外一个好处是可以优化当前市场的流通股比例。存量发行使企业的股票集中度降低,增加了二级市场流通股数量和比例,有助于显著降低

IPO溢价,有利于促进该股票二级市场的流动性,也可以减少限售股集中解禁对二级市场股价的冲击。在过去发售的新股中,真正流通的比例只有25%,甚至有很多公司的流通股占总股本的比例不到10%,大量限售股的积压为市场发展埋下了长期的隐患。而一旦采用存量发行,可以减少限售股对市场发展的长期制约,消除投资者对IPO带来大量限售股的恐惧。

当然,很多人担心控股股东利用IPO套现走人,为了避免这一情况,管理层可以出台规定,只允许持有公司股份多年的控股股东在IPO过程中,在不改变控股股东地位的前提下部分减持存量股份,同时必须在招股说明书中披露减持的最低价格和数量。要求控股股东在保证控股前提下存量发行,是为了预防当一级市场最终溢价过高时,控股股东全部套现走人,公司失去持续盈利能力,将公司的经营管

债券泡沫的风险

金融危机以来,债券泡沫破裂最典型的莫过于欧洲国债危机,重债国家国债市场存量已经超过其国内生产总值,从而在触发市场恐慌后,引发国债价格大幅下跌,最终不得不由欧盟央行出面,实施所谓的“货币市场计划”,即欧盟央行承诺为各国国债收益率作担保,在必要的时候欧盟央行将出面购买各国国债。西班牙等一些国家的国债由于市场发行的压力,已经推动社保基金等入市购买国债,正是债券市场投资主体变化的前兆,特别是欧盟实施欧盟央行统一监管银行业之后,类似于沃克尔法则的限制银行自营部门的规则,很可能与美国金融监管改革相似,同样会重新塑造债券市场的投资者格局。

当然,债券泡沫破裂是有各种条件的,并不是简单的全球性的债券市场调整回落,其最重要的一个条件就是央行政策的转向,而一旦如此,全球股市同样会有所反映,所以债券泡沫的破裂亦非单纯全球债券市场的风险,是全球化至今的、世界性的问题,特别是国际资本跨国流动的风险。从这些规律或者分析来看,加强金融监管、特别是加强对国际资本跨境流动的监管至关重要,新兴市场尤其需要如此,才能在经济复苏尚待加快、债券市场泡沫有限的情况下,建立可靠的“防火墙”,防范国际投机资本借全球性债券市场的调整回落,而大规模地冲击一国债券市场或金融市场,才是债券泡沫破裂后全球市场出现债券危机的要害所在。

■缘木求鱼 | Xu Tao's Column |

从红茶菌到胶原蛋白的蹉跎岁月



木木

上世纪70年代末到80年代初,“红茶菌旋风”很是红火了一把。据当年的“专家”考证,这个东西对身体大有裨益,有病治病,没病健身,比如:大能防癌、抗癌、延年益寿,小能减肥、增重、助睡眠、美面容……反正好处是多了去了。

当年还是计划经济当道,职工的身心健康还是许多单位的领导关心的头等大事。在领导们的关心、督促及身体力行的带动下,“红茶菌”的起点相当高,乃至三弄两弄就“被风”了起来。许多有实力的单位,除了发菌种,连制作器皿、红茶、白糖等都统一发放;甚至还要为此展开“生产”竞赛,当年还不太行流行“罚劣”,但奖优搞得还是蛮隆重的。

但可惜的是,饶是保健、治疗功效如此神奇的“红茶菌”,其刮起的“旋风”也就旋了那么三两年,就莫名其妙地倏忽而灭了。这例再次印证了国人做事往往喜欢一窝蜂而少韧性、没长性的特质。不过,“旋风”刮过去,生产工具倒还有剩余价值。本人家里有一个大号的锥形烧瓶,就是当年公家发的“生产工具”之一,“种”了几次红茶菌之后,就一直用来盛凉白开,30多年过去了,质量好得很。

在“红茶菌被风”之前,据说还很盛行过一阵“打鸡血”保健法,本人没亲身感受过,但据老人们讲,彼时,很多对身体健康孜孜以求的人,都会精心饲养一只或几只大公鸡,隔几天就抱上宝贝公鸡去卫生站抽点鸡血打到屁股蛋儿里。“打鸡血”的保健功效据说更为神奇,但奇怪的是,这一阵风儿也不过就刮了那么几天,估计是具体操作时,确实有点儿恐怖而且其间不可控风险过多的原因吧。

“红茶菌”热过之后,日益注重健康的人们一点儿都没闲着,“鹤翔庄”、“气功”、“特异功能”、“香功”等等,百花争艳,让人目不暇接,到了张香玉的“宇宙语”,神功保健法达到巅峰。本人有大学好友深好此道,曾经“有幸”参加过张大师的授功大会,据其描述,现场受众或手舞足蹈、或如老僧入定,或痛哭流涕、或仰天长啸,姿势千奇百怪,神态如醉如痴;大师在场地中央,辗转腾挪、翻来滚去,张牙舞爪,口中“啾啾呀呀”地叨念着神异的“宇宙语”,为花了大价钱入场的信众授功……不过,令人失望的是,张大师巅峰之后没多长时间,居然就被公安逮捕了,罪名是诈骗,后来被判了刑,关了起来。其信徒们大概由于没有看到大师展示曾经吹嘘过的穿墙破壁的神功,估计颇为失望,竟就那么一哄而散了。

从上世纪80年代到90年代,温饱问题解决后,人们的注意力就日益聚焦到健康上,正所谓“温饱思长寿”也。但那时商品经济尚不发达,灵丹妙药们尚未降临凡间,人们也只能苦练“神功”,挖掘一下自身潜力,自我安慰一番。90年代后,随着商品经济的日益兴隆,随着人们收入的增加,随着各类压力的日益增大,各式各样的保健品就如雨

后春笋般冒了出来,什么猴头菇、鱼肚油、螺旋藻、孢子粉、葡萄籽、褪黑素等等,弄得人们心旌神荡,难以自持。

至于这些名目繁多的保健品有没有效果,这还真不太好说。就像《红楼梦》里的王二贴介绍给宝玉的“疗妒汤”,“今日不效,明日再吃;今年不效,明年再吃”,反正吃不死人。大概卖保健品的和吃保健品的都或多或少有点儿类似的小嘀咕在心里。不过,也正是因为这些小嘀咕吧,保健品市场就这么红火了起来。但是,这个时期,众多销售保健品的卖家,也不过就是在“浑浑噩噩”地“卖”罢了,真正把保健品经营成事业的,还是史玉柱。史先生凭借“脑白金”,一炮再红。

说起“脑白金”,就不能不提“褪黑素”。本人一个广告公司的朋友,1997年前后曾经为“褪黑素”的代理商策划过广告宣传,其引以为傲的一句广告词是“给你婴儿般的睡眠”。不过,或许那时需要国人耗费心智的东西还不太多,以致睡不着觉的人还比较少吧,这句广告词并未诱使“褪黑素”的销量大幅增加。现在回头总结,过于写实的东西,因为无法拓展人类深邃的想象,以致总是很难引起人们的兴趣吧。

后来,没过两年,史玉柱把文挡给并不失洋气的“褪黑素”埋汰成土地主似的“脑白金”后再推向市场,或许是亚洲金融危机后遗症使睡不着觉的人大量增加吧,或许是史玉柱绞尽脑汁想出的那句“送礼”的广告词儿把人恶心得睡不着觉,或许是日益复杂起来的社会、市场令人脑筋不够使、亟需重新“武装”一下吧,“脑白金”竟爆红起来,而且一红就是多年。

同样一种东西,不同的忽悠方法,效果竟有云泥之别。估计许多人都有大梦初醒般的感受了。从此,保健品市场正式进入大营销、大策划的火红时代。在这样的背景下,“胶原蛋白”铺天盖地起来,不但不是什么不可思议的事情,甚至也如“脑白金”一般,必将里程碑似地载入保健品市场发展的正史里呢。

这绝非瞎说。虽然,“胶原蛋白”与猪皮、牛皮、驴皮、鱼皮或其他什么动物的皮没啥本质区别,但其高雅而富于科学味道的名字,以及经过工业流水线“开光”后的多种多样的身姿,才有可能成为“林妹妹”们的挚爱。从这个小小的“胶原蛋白”上,倒很能管窥国人身上的一些特质呢——总想走“终南捷径”,总希望依靠某种神奇的终极力量,在不改变既有轨迹的情况下,轻松地“蝶变”。难矣!

另外,明知道“胶原蛋白”与“焦大”们经常大嚼特嚼的肉皮没啥区别,但仍有那么多的公司很“认真”地变着花样儿地“研发”相关产品,其中甚至不乏老字号的医药企业,细想想就难免令人后背冒凉气。以治病救人宗旨的医药企业尤其是老字号医药企业,科学、严谨应该是研发产品时恪守的底线。为了利润,弃守底线,又与满嘴跑火车的张悟本先生有什么区别呢?这样的企业,又怎么能让清醒的消费者放心、让投资者放心呢?

从红茶菌到胶原蛋白,一路走来,保健品市场不断扩大了多少倍,影响了多少人的生活,但在这个历时30多年的扩张过程中,我们也能清清楚楚地感受到诸多的似乎永恒的不变。

焦点评论

热钱正撤离新兴市场



赵乃育/图 孙勇/诗

热钱据传在撤离,新兴市场遇考题。汇率波动更频繁,股市动荡很压抑。中国增长已减速,美国复苏不给力。审慎考察热钱说,盲目跟风易中计。

理抛给投资者。规定只有控股股东可以存量发行的好处可以防止突击入股带来的腐败问题。

为了维护中小投资者在存量发行中的利益,可以借鉴香港股市的做法,引入绿鞋机制,也就是存量发行部分采用超额配售权的方式。这种机制下,若发行上市后一定期间内,二级市场股价低于发行价,由承销商在二级市场买入一定比例股份,若二级市场股价高于发行价,则由发行人以IPO发行价向投资者出售,可以按一定比例向中小投资者倾斜。这一方式的引入,主要基于超额配售权方式可以在市场需求旺盛时,增加供给量。反之,当定价过高,导致需求不足时,可以强化承销商责任,同时对二级市场股价也有支撑作用。

新股发行改革的最核心问题有两个,一个是限售股冲击,另外一个则是新股定价,而存量发行则可以很好地平衡这两个问题。