

不要动不动就谈“刺激政策”

宣宇

因前期数据普遍差于“预期”,市场上关于推出经济刺激政策的呼声此起彼伏。某财经媒体日前关于11位首席经济学家的一季度宏观经济调查显示,经济学家们对当前中国宏观经济景气度一致性判断为“偏冷”,并预期二季度出台刺激政策。甚至有银行机构经济学家开出降准和降息的药方以刺激“萎靡不振”的中国经济。

这次,恐怕经济学家们的愿望要落空了。在10日博鳌亚洲论坛2014年年会开幕式上,李克强总理再次重申,“不会为经济一时波动而采取短期的强刺激政策”,而是“更加注重中长期的健康发展”。总理指出,只要能够保证比较充分的就业,不出现较大波动,都属于在合理区间;他同时强调,把经济

运行保持在合理区间,是中国当前宏观调控的基本要求,也是中长期政策取向。这里再清楚不过,“合理区间”的基本依据是就业指标,只要就业状况良好,经济下行容忍度就相应提高,就有更多空间和精力放在调结构、促改革和惠民生活上。

总理在去年10月中国工会十六大的公开课上曾指出,经反复测算,要保证新增就业1000万人,城镇登记失业率在4%左右,需要7.2%的经济增长。对于今年城镇新增就业1000万人以上的目标,按照往年超额完成的情况来看(去年城镇新增就业目标是900万人,实际完成1310万人),总体压力并不大,就业压力主要是结构性的。因此,我们判断,在中性条件下经济增速的“合理区间”底线在7.2%,若结构性就业问题解决得好,经济下行容忍度还可以更大。

国家工商总局最近发布的《全国小型微型企业发展情况报告》显示,截至2013年底,我国实有小微企业占企业总数的76.6%,若将个体工商户纳入微型企业统计,则小微企业比重高达94.2%;报告同时显示,小微企业解决了1.5亿就业人口,已成为吸纳社会就业的主要渠道。我们曾反复强调,简政放权和微观放活不仅仅源自新一届政府的政治自觉,同样(甚至更大程度)来自经济转型升级的倒逼压力。

另一组数据显示,2013年新注册企业增长27.6%,其中私营企业新增30%,为十多年来最高,这表明简政放权和微观放活是激发市场活力的利器,同时也是减少权力寻租、铲除腐败的釜底抽薪之策。相比之下,短期刺激政策无法平衡结构性就业压力、产能过剩、节能减排及污染压力等多重目标。

国家工商总局报告同时显示,小微企业普遍面临大企业的“挤出效应”,尤其在宏观经济环境不景气的背景下,各种社会资源向大中型企业倾斜更加明显,进一步挤压小微企业生存空间。因此,在除非出现就业急剧下滑的迫不得已的情况下,已不会再有市场上所谓的“刺激政策”出台。我们判断,经济下行压力越大,简政放权和微观放活的压力和动力也就越大,围绕二者做文章是一切经济政策出发点和落脚点。

在近期市场反复预测和呼吁政策放松的背景下,笔者曾撰文指出,经济转型期政策将以稳为主,转型阵痛更多来自政府放权和经济结构转型本身,这个“痛”必须要承受,而广大中小微企业、市

场活力只会更富活力;反之,因中小微企业活力增强,吸纳就业能力相应提高,经济转型耐力将进一步增强——由此将形成简政放权、微观放活与经济活力不断增强的正螺旋反馈机制,而这正是任何一个经济体转型升级的不二法门。

在此,我们特别重申,当前货币政策没有任何放松的必要和可能性,只有适当的资金使用成本才能有利于资金优化配置,助推经济转型升级,对于小微企业融资难,应主要由专项支持政策来解决,降准和降息对众多小微企业并无更多实质助益。

总之,为保持经济运行在“合理区间”,宏观经济政策作出适当调整,尤其是更多发挥财政政策在改善民生和经济结构中的“积极”作用,发挥稳增长“调节器”作用,本来就是新一届政府宏观调控新框架的一部分,何来“刺激”?正如经济学家左晓蕾不久前批评的那样,“国内外市场人士近两年来对中国经济形势几乎屡犯屡错,不仅对资本市场产生极大误导,还鼓动了市场对政策的不理性期待,却忽略稳增长真正应该关注的问题”。

某些市场人士不顾总理多次明确阐述,一再放炮刺激政策,不知真的误判还是背后有利益因素驱使?在中国经济必须转型升级,且就业形势总体良好,更多需要微观放活来解决结构性就业压力的大背景下,“刺激”二字不提也罢。

(作者为财达证券宏观分析师、经济学博士)

且莫神话名人概念股

熊锦秋

华数传媒4月8日晚间发布定增预案,公司拟以每股22.80元的价格,向云溪投资非公开发行28667.10万股,募资总额65.36亿元,入股后云溪投资持有华数传媒股份达20%,受此消息影响,华数传媒连续涨停。笔者认为,市场对马云概念股过度神话,应重视其中风险。

云溪投资的三位合伙人为史玉柱、云溪投资和谢世煌,三者的出资比例分别为0.9943%、0.0002%、99.0055%,史玉柱和云溪投资为普通合伙人,有限合伙人为谢世煌。云溪投资为注册资金10万元的有限责任公司,其中马云持股99%、谢世煌持股1%。马云在这个投资中收益远高于风险,即使云溪投资经营失败,马云最大损失额度仅是9.9万元;另一方面,马云控股的云溪投资作为云溪投资的普通合伙人,由于普通合伙人承担风险更大,由此享有管理费、利润分配等特权,马云将由此受益。

目前来看,云溪投资参股华数传媒,与阿里巴巴等没有什么关系,甚至可以解读为史玉柱、马云、谢世煌三人种自留地的个人行为。谢世煌在云溪投资中的巨额出资,其资金来自于浙江天猫向其提供的借款,4月8日,浙江天猫与谢世煌签署了《贷款协议》,贷款本金不超过65.37亿元,贷款期限为自提款之日起10年,贷款复合年利率8%。谢世煌需要为此提供贷款担保,包括以其持有的云溪投资的全部合伙企业财产份额向浙江天猫提供质押担保、由云溪投资以其持有的资产向浙江天猫提供质押或者抵押

担保,或者其他第三方提供担保等方式,也即可以用借款收购形成的股票资产、反过来为借款进行担保。当然浙江天猫注册资本仅为200万美元,其贷款给谢世煌的65.37亿元可能还另有其人。

笔者认为,史玉柱、马云、谢世煌三人投资华数传媒即使成行,也未必会持有十年。65.37亿元贷款以及8%的复合年利率,利滚利10年后利息总额为75亿元,这么高的利息一般人会有所顾虑,借贷双方是否会订立提前了结债务关系条款不得而知。事实上,云溪投资此次认购的股票锁定期为36个月,之后就可卖出,截至4月11日,华数传媒股价较云溪投资拟认购价高出50%,云溪投资账面浮盈已经达到30多亿元,而三年之后其利息总额大约为17亿元,到解禁时如在目前价位减持将获得暴利。除非未来华数传媒股价下跌,谢世煌又没有能力偿还天猫巨额债务,那么其持有的华数传媒股票将被当做抵押物砸在浙江天猫手里,由此可能形成浙江天猫与华数传媒之间的持股关系,但这个概率显然比较小。

值得投资者思考的是,未来也不排除这么一种可能性,那就是云溪投资最终没有投资华数传媒,马云等并没有最终入股成功。即使马云成功通过合伙制形式入股,表面上轰轰烈烈,其实没有多少投资,而要提升华数传媒的内在价值也绝非是举手之劳。笔者认为,华数传媒股价连续暴涨数日,如果市场盲目神话和追随名人概念股,将面临一定风险,成熟的投资者应该会理性对待名人概念股,仔细判断标的公司真实内在价值,这样才能规避市场变幻莫测的风险。

3500亿城投债面临兑付 地方政府迎大考



密集偿还城投债,地方政府不开怀。当年融资手笔大,如今还钱麻烦来。泡沫资产成挑战,过剩产能生危害。平台融资要反思,开发慎用太多债。
ICLONG/图 孙勇/诗

资产证券化产品流动性亟待提高

王跃

步入2014后,我国资产证券化业务呈明显加快发展趋势。据悉,由央行与银监会主导的信贷资产证券化已启动第三轮资产证券化发行试点,截至2014年6月底,将审批发行额度为4250亿元,净额度为4000亿元左右的信贷资产证券化产品。而证监会主导的券商资产证券化,截至2月10日,在审项目37只,其中,今年1月中旬申报数量就达8只。

资产证券化最为重要的意义在于提高流动性,因此被看作盘活存量金融资产的重要渠道之一。但在实践中,资产证券化产品的流动性并不乐观。

根据中央结算公司的统计,2013年银行间债券市场资产支持证券年末存量171.39亿元,全年仅发生质押式回购交易1.5亿元,年换手率低于0.01;现券交易与买断式回购无交易记录。相比,去年银行间债券市场平均换手率达到7.56倍,不含质押式回购的平均换手率则达到1.66倍。证券市场的资产支持证券产品流动性也很不理想。据上交所统计,2013年末资产支持证券存量有量5.68亿元,全年无交易记录。而深交所2013年末资产支持证券存量有量77.6亿元,全年交易量0.5亿元,换手率0.25倍。

与之对应的是美国的统计数据。据美国证券业协会最新统计,2013年四季度资产证券化产品(MBS+ABS)存量10万亿美元,全年交易量83.3万亿美元,年换手率达到了8.33倍。

由此可见,我国目前实施资产证券化的结果已经成为用几乎不流动的证券取代了并不流动的资产,并未达到真正盘活存量资产的目的。增加证券化资产的流动性有重要意义,可以取得共赢的效果。首先,增加流动性对于原始权益人而言,可以降低资产支持证券流动性补偿溢价,降低其融资成本。其次,对于投资者而言,则可以保障其投资回报的同时,进行资产风险管理或满足资金调拨需求。再次,增加流动性才能更好地发挥资产证券化产品的金融创新功能。

增加资产证券化的流动性可以采取几方面着手:首先要修订并颁布《资产证券化法》。资产证券化试行多年,但至今并无配套的法律、明确的市场和交易规则、登记托管、信用体系等,另外,多头监管需要改变,应共同建立一套有效的监管体系。在这种情况下,可借鉴韩国模式,由立法机关对资产证券化进行专门立法,确立统一的发行、上市、交易规则。二是要打通两个市场。我国资产支

持证券的发行与交易分为两个市场:信贷资产证券化与资产支持票据(ABN)在银行间债券市场发行与交易,证监会主导的资产证券化在交易所债券市场实现。这两个市场中,中国银行间债券市场是法律规定的境外市场,交易所是场内市场。以前,这两个市场是严格分割的,但是最近有松动的迹象。去年8月,央行提出“引导大盘优质信贷资产证券化产品在银行间市场和交易所市场跨市场发行”。若能真正打通这两个市场,使两个市场在交易规则、产品设计、协同能力方面进一步加强,尊重发行人对发行窗口的选择权,我国的资产证券化业务将会得到长足发展。

三是建立与完善做市商制度。境外成熟债券市场都建立了完善的做市商制度,做市商在维持市场流动性上发挥着重要作用。目前我国银行间市场已由主管部门确定了23家做市商,但是,一方面由于风险收益的不平等使得现有机构对做市业务并不积极,另一方面由于资产支持证券的少人问津使得机构在确定做市券种时基本上不会考虑资产支持证券。而交易所市场尚未正式推出做市商制度,目前只是在固定收益平台推出了一级交易商制度,作用类似于做市商。因此,建立与完善做市商制度,激发机构对

资产支持证券做市的参与热情,这也是管理层应该研究的课题。

四是放宽证券化市场准入标准。我国是受严格金融管制的国家,监管机构的监管思路一直都以金融风险防范为最高原则,但要发展资产证券化,提高产品流动性,就必须放宽市场准入限制。放宽主要来自两个方面,一方面放宽对金融机构市场准入门槛的限制,促使更多的金融机构参与其中,为追逐利润而展开激烈的市场竞争,客观上带来证券化创新的突飞猛进和证券化产品交易的活跃;另一方面,也放宽对客户参与的限制,让更多的投资者参与其中,让他们不仅可以丰富投资品种,也可以在激烈的竞争中享受到更为优质廉价的金融服务。

五是完善评级体系建设,培育并规范信用评级机构。在建立好所有的交易平台和评级机制后,还有重要的一点是建立信用评级制度。通过第三方机构的信用评级,使得交易各方可以根据产品信用等级进行交易,降低投资风险,同时也可以增加其交易量,提高产品的流动性。在这个过程中,可适度引入外部竞争机制,促使评级机构提高研究主动性和业务技能,逐步建立适应中国证券化操作的信用评级规则与体系。

(作者单位:中铁信托有限责任公司)



乍暖还寒公司债

中森通浩私募债未能如期支付利息,成为了国内首只违约的中小企业私募债。继超日债违约之后,2014年春季的债券市场信用风险事件持续发酵。3月份取消或推迟债券发行的公司数量比前2个月明显增多,那些成功发债公司的融资成本也因此上升。黑天鹅的出现,是否造成了公司债违约的蝴蝶效应?信用债失信,又将给债券投资带来怎样的影响?4月12日甘肃卫视播出的《新财富夜谈》节目中,财经评论员叶檀、中海外投融资管理有限公司总裁乔嘉、杭州嘉澳投资风控总监何志翀、东北证券财富管理部副总经理郭峰,与您一起关注乍暖还寒的债券市场。

债券市场倒春寒?

叶檀:投资国债的经历大家都有过,但是你投资过企业债,公司债这些债券吗?我估计大部分人没有。但是最近这些债券都被笼罩在违约的阴影下,你们做资产管理的,能不能说一下这些债现在到底怎么回事?

乔嘉:超日债是一个很典型的案例,它的发行人是上市公司。当时出这个债的时候,我们的客户也曾经考虑购买,但是我们做了信用分析之后,发现该公司应收账款持续升高,现金流持续下降,所以就没让客户买。当一个企业没有现金的那一天,问题就很大了,它走到了今天这一步并不奇怪。超日债事件爆发还切断了部分私营企业的再融资能力,本来有一些公司可以靠借新还旧生存,但是现在这种能力大幅度下降了。

郭峰:对一般投资者来说,注重行业选择就可以规避一些风险。我们可以看到,最近一段时间爆发出违约问题的,超日也好,天威也好,很多都跟光伏产业有关。过去两年光伏行业是一个持续走低的行业,产能大量过剩,行业持续低迷,那么当行业真正到底的时候,有些企业挺不过这个坎,它就会发生债务支付问题,从光伏到钢铁到煤炭,再到一些有色企业都有这个问题。产能过剩的这些企业发行债券,买的时候你就要小心了,我相信现在还是一部分公司发生问题,未来可能会有更多风险不断释放出来。

何志翀:偿还意愿也应引起重视。也许有人认为国企和民企性质不同,偿还意愿也不同,但是我觉得现在是市场经济,我们更应该要分析公司违约的代价是多少,如果违约的代价较小,那么即便是国企违约的概率同样比较大。

乔嘉:就债券购买者本身来说,有很多人是在赌博。有的人是在债券跌到60多元时买的,指望获得暴利。在违约和当初发行时以100元面值买入的人,虽然损失程度可能不一样,但都没有好好分析公司的潜在风险,我觉得他们都是不理性的。

“生人勿近”的中小企业私募债

叶檀:哪些公司违约成本很高,哪些违约成本不高?郭峰:最简单的就是看这个债券有没有担保,有担保跟

无担保、抵押,差别还是很大。天威是有担保的,所以票面利率比超日低。超日债事件导致企业发债利率升高,一些企业投资项目产生的效益都弥补不了利息。

何志翀:这一次非常不幸的一件事就是,中森通浩的担保人是中海信达,它不但担保了中森通浩,还担保了别的债券。结果它出现在法院黑名单里。

乔嘉:中海信达我三年前跟他们接触过,知道他们不太对劲,因为他们没有年检,现在已经进入了失信名单中。但是这个公司曾经给很多公募基金、保本基金做过担保,这一次他们“创新”创得有过了,一个没有什么太大实力的公司为中小企业私募债担保,这一下露出了马脚。

何志翀:还有一个案例就是上市公司西宁特钢,它原本3月6号要发一个中期票据,由于3月5号超日事件爆发,随后评级公司联合资信马上就西宁市特钢的评级展望转换为负面,西宁特钢的中票就暂停了,3月14号重新启动后,它的票面利息达到了9.5%,比原来高了很多。

乔嘉:很多质押担保的债券利率百分之八十几,但是你买不到。买得到的利率百分之十几的,虽然利率只高了一个点,但是公司质量起码差了30%。

叶檀:如果真是好东西,像资产证券化里边的一些好的产品,轮不着咱买,你能买得到的,恐怕质量都不太好,而且还没评级,你也不知道按照什么来参照好坏,普通的投资者应该好自为之。

普通人怎样买债券

叶檀:刚才其实说到风险最大的是中小企业私募债,因为它没有评级,信息不透明。第二个是公司债,如果公司债要违约了,说明它的壳价值也抵不了它的债务了。离政府信用越近,越是大的政府,越是有担保的,它的信用越好,越是大的企业,越是央企,它的信用越好,可以这么理解吗?

乔嘉:是的。这非常不符合市场化的精神,但是这是今天的客观现实。

郭峰:大家都担心说,去年年底统计局公布,我们地方债务的总规模达到20万亿元,听上去好像很多,但是我相信未来的地方债有能力持续经营。另外地方政府有能力发新债还旧债,只要它能够持续发下去的话,这个资金是不会断的。

叶檀:我想问三位,现在咱们能买哪些债券?国债能买吗?

何志翀:能买,但买不着。

叶檀:城投债能买吗?

郭峰:能买,虽然有几个债券出现了风险,但是因为资金选择余地太小,面对超日债风险、天威债风险,公司债收益率并没有明显上升。

何志翀:实际上真正有问题的债券,像天威、中富、华锐这些公司债,它们的跌幅还是比较明显的,因为它们实际上是真正会受违约冲击的债券品种。

乔嘉:信用风险真的出来之后,大家会走向细分,市场把好的债券与不好的债券真正作出了区分。在现在这个时点上,我劝普通老百姓,要是100元只想赚六七元钱,这样的投资就交给基金公司吧,自己别费劲了。因为基金公司买了100只债券,有一个公司倒了并不可怕,如果你只买一只债券,遇到公司破产那就是100%血本无归了。

(文字整理:倪姗姗)

《新财富夜谈》是一档由深圳证券信息有限公司制作、每周六晚23:00在甘肃卫视播出的高端财经周播访谈节目,由著名财经评论员叶檀女士担任嘉宾主持。本版每周一回放该节目主要内容,敬请留意。