

经济周期下的中国互联网金融前景

Future



张常春/制图

陈光磊

互联网金融是一类宏观资产配置

央行《中国金融稳定报告 2014》显示,互联网金融整体规模接近 10 万亿。支付机构共处理互联网支付业务 153.38 亿笔,金额总计达到 9.22 万亿元;全国范围内活跃的 P2P 网贷平台已超过 350 家,累计交易额超过 600 亿元;非 P2P 网贷增长迅猛,仅阿里金融旗下三家小额贷款公司累计发放贷款 1500 亿元。

互联网金融发展新阶段,我们当更关注移动支付、云计算、社交网络以及搜索引擎等互联网工具作为支配性或主要宣传、交易媒介,实现资金融通、支付活动和信息中介等业务的新金融服务。

互联网金融主要模式有以下六种。其中,互联网与金融渗透结合度较弱,重点利用互联网技术提升传统金融服务便捷度的有三种:1. 信息化金融机构,通过采用信息技术对传统运营流程进行改造重构,实现经营管理全面电子化,建设自助、电话、手机和网上银行构成的电子银行立体服务体系。2. 互联网金融产品服务销售平台,采用“搜索+垂直比价”的模式,利用互联网进行金融产品服务的销售;基金公司直销平台产品;以及银行端现金管理工具。

远近有别



陆文杰

瑞银证券的中国策略分析师们近期与一百多家机构投资者对下半年 H 股市场的前景和沪港通等问题进行探讨。

金融股估值吸引力

目前 A 股对 H 股折价率接近历史最高值,尤以金融行业为甚。H 股不少银行、保险、券商自 5 月初以来有一波明显上涨,而 A 股则相对表现平淡,致

行机构,借助通信、计算机和信息安全技术,与各大银行签约,在用户与银行支付结算系统间建立连接的电子支付系统。

而互联网与金融相互渗透较紧密,互联网具有鲜明刺激金融市场产品和服务发展、形成传统金融市场以外新市场、带动资金流动的模式有三种:1. P2P 网贷模式即点对点借贷,由网络信贷公司提供平台,借贷双方自由竞价交易。资金借入人获取利息收益并承担风险,资金借入人到期偿还本金,网络信贷公司收取中介服务费。2. 大数据金融,即实时分析海量非结构化数据,为互联网金融机构提供客户信息,预测客户行为,合理规划金融机构和金融服务营销和风控。3. 众筹模式,利用互联网和 SNS 传播特性,宣传展示创意与项目,通过“团购+预购”的形式,在网络平台上募集项目资金的模式。

立足于上述模式,形成了互联网金融理财的新趋势,即基于各类型平台中形成的各类型现金流,以普惠、快捷、高收益为特色,建构于互联网这一渠道的新兴理财趋势。包括:以余额宝、零钱宝为代表的集支付、收益、资金周转于一身的理财产品;以微信理财模式为代表的合作理财产品;以人人贷优先理财计划、陆金所稳盈-安 e 贷为代表的 P2P 平台理财产品;基于大数据金融规划预测衍生的理财产品;基金公司直销平台产品;以及银行端现金管理工具。

使目前两地上市的金融股 A 股普遍低于 H 股股价 15% 以上。这在沪港通即将于 10 月启动的背景下尤其令人费解。

欧美投资者在三四月份的科技股调整后,更趋于价值投资,适逢中国货币政策明显宽松,金融股的估值优势就开始体现出来。例如中资银行的优先股,因其较高的股息收益和较低的信用风险,被看作债券的良好替代品。而中港的投资者对金融股股价的驱动因素则有不同关注。影子银行违约风险尚无消退迹象,民企老板不时跑路,金融股“价值”的确定性值得存疑。而我们的观点更接近于后者,对政策刺激并不寄予厚望,且认为沪港开通后,H 股金融股相对 A 股的溢价将会收窄。

对科技股的风险偏好

今年年初,很多欧美投资者对中国科技股的投资主题还乐于挖掘,中小

目前互联网理财产品主要集中于货币市场基金,基本符合互联网金融各模式对流动性的高度需要以及中国经济宏观滞胀的背景。货币市场基金收益率与各类互联网理财产品收益状况高度相关,货币市场基金监管规则成为规范互联网金融的重要政策着力点,货币市场基金成为承接互联网金融催生的流动性资金的主导载体。因此,关注和把握货币市场基金对于判断分析互联网金融未来发展具有重要意义。

经济周期下的中国互联网金融

我们按照消费者物价指数(CPI)和国内生产总值(GDP)增速划分了四个经济周期来进行中国宏观经济周期和资产配置的分析,并没有采用产出缺口作为增长状态的衡量指标。

从划分的经济周期来看,自 2000 年开始,中国经历了四个经济周期,持续时间分别为 15 个月、45 个月、51 个月以及 51 个月。将经济周期进一步细分为复苏、过热、滞胀、衰退四个子阶段,则从 2000 年开始,中国已经经历了 15 次子阶段。

中国当前处于第四个经济周期的滞胀阶段,GDP 增速放缓的同时伴随着通货膨胀率升高;从各个阶段的持续时间来看,自 2001 年第二季度以来,每一轮经济周期中滞胀与衰退阶段占据的时间越来越长,表明中国经济形势从长期来看总体存在下行趋势,并且存在着持续的通胀压力。

盘股若是投资题材有吸引力,他们并不介意其流动性略差。但最近欧美投资者对中国科技股的关注则更多转向 50 亿美元市值以上的行业领先者,因其盈利模式更为确定,经营记录有迹可循。然而,中港的投资者在五六月对科技股的风险偏好明显上升,最近两个月上市的一批 5-20 亿美元市值的科技、医疗、环保类股票,股价表现大多颇为亮丽。

我们看好 H 股下半年的新经济板块。其主要原因是认为消费者,尤其年轻一代,对高品质和创新产品和服务的购买意愿强烈。欧美与中港投资者对于科技股的风险偏好并无对错之分,但其中分歧确实提醒市场,市值较小的科技企业尤待时间证明自己,当前市场环境下,自下而上细致甄别公司的技术水平和创新能力十分必要。

国企改革的虚实之分

无论欧美还是中港投资者都普遍

从资产配置来看,投资时钟理论在资产配置上的表现一般。在 15 次子阶段中,实现最高收益率的资产与投资时钟理论的预期不符的阶段有 7 次,分别是 2000 第一季度到 2001 第一季度,2001 第二季度到 2001 第二季度,2004 第三季度到 2006 第三季度,2006 第四季度到 2007 第四季度,2007 第三季度到 2008 第一季度,以及 2009 第三季度到 2009 第四季度。

通过引入库存周期进行适当调整,有助于提升资产配置与宏观经济间联系的准确率。具体以库存周期将四个经济周期进行对应调整:主动补库存—过热,被动补库存—滞胀,主动去库存—衰退,被动去库存—复苏,则资产配置与宏观经济间联系准确率显著提升,二者间对应关系更加明确。

我们计算调整后各时期四大类资产实际收益率发现,四大类资产的实际回报率符合投资时钟的预测。但由于中国的货币(现金)在滞胀阶段的收益较高,从来拉高了货币的平均收益。整体而言,在所有经济周期资产实际回报率无显著差异,跟美国的情况类似。主动补库存—过热,被动补库存—滞胀,主动去库存—衰退,被动去库存—复苏。

而中国经济在每一个阶段中的实际资产回报的具体情况表明:各类资产的回报率偏离投资时钟的波动时有发生。中国宏观经济与资产配置关系整体符合投资时钟规律,但在不同阶段与美国存在一些差异。不同时期资产回报率最高的是:1. 过热时期—大宗商品;2. 滞胀时

认瑞银证券的观点,国企改革能否突破是中国股市熊牛的关键因素之一。他们都问同一个问题,迄今的改革到底几分是空谈,几分将对企业盈利有实实在在的影响。其中差别是,不少中港投资者在获得这个问题的明确答案之前已经愿意投资相关股票,欧美投资者则更多在等待改革显现成果。我们认为国企改革步步为营,确实会逐渐由虚转实,对经营稳健又有改革潜力的公司,不妨及早介入。

综合以上,对 H 股市场的远近之别,或许有助于解释近期国际资金流入香港的趋势,而这类配置型资金流入的持续性则取决于中国政策刺激的强弱变化,新经济企业的盈利波动,国企改革步伐快慢等因素。瑞银证券对下半年 H 股投资主张看淡刺激政策,看重新经济成长潜力的策略,也预期未来香港市场的资金流向将印证我们的观点。

(作者系瑞银证券 H 股策略分析师)

期—货币;3. 衰退时期—债券;4. 复苏时期—股票。

投资时钟模型所反映的宏观经济周期与大类资产配置对应关系基本符合中国宏观经济周期与资产配置,但与美国宏观经济周期和资产配置的对应关系和收益率差异程度存在一些差异,中国具有自身特点。不过总体上,无论中美都符合投资时钟模型。

未来前景预测

从宏观资产配置角度,对于中国互联网金融的未来发展我们进行如下的初步预测。

政策环境方面,由于监管当局持续发声与规范性文件出台,市场已经对可能出现的政策监管措施形成较为充分的预期,且从监管当局针对互联网金融的监管态度判断,互联网金融监管长远方向在于规范而非抑制。社会生活方面,互联网成为人们日常生活方式一部分已经成为必然趋势,尤其是随着 80、90 年代出生的一代逐渐成为消费主力群体,互联网交易方式和金融渠道得到更为广泛的应用不可阻拦。技术层次领域,基于当前互联网金融机构对于基础技术、产品创新设计等多角度的高投入,移动互联网、云计算等技术不断发展,技术领域摩尔定律支撑的革新速度初现端倪,技术层次上对于互联网金融的深化发展也不会构成限制。

因此,我们判断宏观经济基本面向

成为影响互联网金融发展的重要环节,尤其是宏观经济基本面影响货币市场基金的发展,进而从宏观资产配置角度影响互联网金融发展的渠道,将越发扮演未来互联网金融发展的关键角色。

基于前述对于美国货币市场基金发展与经济周期的相关结论,以及该结论在中国适用性的检验,我们得到较为一般性的结论:当宏观经济处于衰退或复苏阶段,货币市场基金基本能够维持一个较为稳定的弱增长速度,且衰退阶段对货币市场基金增长的支撑好于复苏阶段;而当宏观经济进入过热阶段对货币市场基金增速有较强抑制作用,尤其是近年来数据表明随着金融创新与政策变动,过热阶段导致货币市场基金规模收缩的可能性加大。相反,滞胀阶段对于带动货币市场基金扩张具有显著的作用。

结合当前中国宏观经济基本面,我们预测近一两年内中国难以进入过热的经济阶段,当前存在经济下行风险与通货膨胀的双重压力,介于衰退阶段与滞胀阶段之间,这也是中国互联网金融和货币市场基金出现前期迅猛发展近期出现回调和部分收缩的重要原因。短期内,中国经济临界于衰退与滞胀阶段的局面可能难以打破。因此,我们判断互联网金融与货币市场基金发展维持当前增长水平出现小幅波动可能性较大。但若未来宏观经济明确转向衰退阶段,这一局面将被打破,货币市场基金与互联网扩张水平可能出现下降。

(作者系宏源证券研究员)

公车改革不妨引入淘宝拍卖



吴比较/制图

证券时报记者 朱凯

《关于全面推进公务用车制度改革的指导意见》及《中央和国家机关公务用车制度改革方案》7 月 16 日向社会公布后,“取消使用的车辆将如何处置”这一话题,顿时引发了社会热议。被誉为“车改第一人”的湖北省统计局副局长叶青接受媒体采访时表示,网络拍卖可以让车价更为合理,更有利于国有资产保值。

据方案要求,本次公车改革,将取消副部级以下领导干部用车和一般公务用车,取消的车辆将通过公开招租评估,引入拍卖机构,通过公开拍卖等方式公开处置。

湖北省统计局副局长叶青认为,网络拍卖可以让车价更合理。拍卖时把车辆购买时间、行驶里程、折旧损耗等指标明确标注,通过公开拍卖让公车保值。

北京大学中国社会与发展研究中心主任邱泽奇表示,公车改革之后,不排除部分地方由于公车规格超标,最终直接将公车进行内部拍卖处理的现象。而通过淘宝等网络拍卖平台进行公开拍卖,不仅可以给予普通人平等参与拍卖的知照权,也会让公车改革本身变得更为透明。

在公车改革的进程中,不少城市都在试水网络拍卖。山东枣庄,103 辆超标公务用车将于今年 7 月 23 日进行网络公开拍卖。而据记者了解,上海市早在 2012 年就开始了网络拍卖的试水。

2013 年 2 月,上海市奉贤区的公务用车制度改革,全区涉改党政机关、事业单位共 307 家的 1645 台机动车,并委托上海产权交易所进行公车拍卖。拍卖的车型以帕萨特、桑塔纳居多,行驶里程从 6.7 万到 20 万公里不等。当时,上海产权交易所与淘宝拍卖平台

进行深度合作,遂将上海市奉贤区的三期政府公车在线上首次进行拍卖。由于整体拍卖的车辆多达 1645 台,公车网络拍卖在 2013 年 2 月至 4 月分三期举行,三场拍卖总共吸引 4858 人参与竞拍,最终成交 1474 台,总成交金额超过了 1.5 亿元。

相关负责人表示,网络拍卖提高了成交率和增值率,利用竞价机制控制了黄牛的价格操作,把车辆转让给真正需要用车的老百姓。

与传统拍卖相比,网络拍卖体现出明显优势。首先是扩大了竞拍范围,创造了良好的竞拍环境。传统拍卖公告的受众面窄、地域性强,而淘宝网拥有其他平台无法比拟的客户群,并且竞拍过程不受任何人为因素干扰,大幅度减少了串标等的可能性;其次,淘宝拍卖可真正实行零佣金;再次,网络拍卖能够杜绝暗箱操作。由于所有信息均在网上发布,所有竞买人接受的信息一致,有效排除了信息不对称等人为因素。拍卖过程在众网民的围观下进行,全程处于公开状态。

据淘宝拍卖有关统计数据,截至 2014 年 6 月,共有 14 个省份的 496 家法院入驻淘宝拍卖平台,拍卖总成交额已超过 72 亿元。同时,零佣金制度为用户节省 2.6 亿元的成本费用。据统计,浙江省在 2013 年司法网拍的机动车成交率达到 96%,最高溢价率甚至达到了 1045%。

北京大学法律经济学研究中心联席主任、北京大学国家发展研究院研究员薛兆丰表示,公车改革是好事,但关键是能否执行到位。公车改革实施的效果,有一个可行的衡量角度,可以从淘宝拍卖平台上看公车的数量会不会大幅增加。增加了,则表明公车改革效果明显。