

信贷资产质押再贷款试点扩围激起口水战 别吵吵:不是QE也没有7万亿

证券时报记者 杨庆婉

昨日,受央行释放流动性影响,沪指放量涨3.28%,创业板涨4.5%,两市近200股涨停。

尽管如此,各方对央行扩大信贷资产质押再贷款试点是否“中国版QE”这一问题仍争执不下,形成了两大阵营。

双方观点激烈交锋。一方认为,所谓7万亿与中国式量化宽松(QE)都是不存在的,信贷资产质押再贷款试点扩大是为了降低社会融资成本,支持实体经济发展,无关总体的资金宽松;另一方则认为,此举为再贷款提供合格抵押品,在某种程度上缓解信用风险,并补充基础货币,可解读为QE。

哪来的7万亿?

在降准预期下,央行周末扩大信贷资产质押再贷款试点范围,在山东、广东的基础上扩大到上海、天津、辽宁、江苏、湖北、四川、陕西、北京、重庆等地。

这一举动被迅速解读为中国版QE。喜投网董事长黄生的《7万亿来了,更重大的中国式QE来了》一文阅读量达百万。但是,很多专家和学者随即反驳认为7万亿强烈刺激政策缺乏逻辑,且央行此举并不能解读为中国版QE。

民生证券固收李奇霖表示,7万亿信贷投放的测算逻辑源于存款基数乘以存贷比。但须明确的是,当前制约银行信用投放的并非存贷比。存贷比放松本质上作用于银行负债端,仍是为抚平市场资金利率波动,与7万亿无关。

有些学者认为,信贷资产通过央行认证的标准无从知晓,这种情况下货币宽松规模也难以估算。如果非要估算,也远不到万亿的级别。

申万宏源李慧慧认为,从试点情况看,去年的投放规模并不大。2014年山东发放9单,广东发放3单,规模都未超过20亿。今年两省信贷资产质押再贷款的试点总规模预计将分别突破50亿元。扩大试点后,乐观估计今年11省份总规模在500亿元左右,远未达到所谓“万亿”水平。信贷资产质押再贷款并不能替代传统货币政策,现阶段基础货币投放缺口仍需降准对冲。

是否QE?

关于央行此举是否中国版QE的讨论,同样争执不下。

以黄生为代表的观点认为,理论上最大可以释放的信贷空间大致可以估算为7万亿,这不是QE,因为存贷比废除所释放的信贷资金,已经过经济活动的映射,只是普通的货币。但是,信贷资产再质押,尤其是地方政府债质押再贷款就是QE。QE的表现形式非常多样,可以是央行发行钞票来购买股票、国债,也可以购买其他债券或商品等。虽然表现形式不一,但是QE的本质是扩大基础货币的数量。只要基础货币的数量在没有对应实体财富的情况下增加,就是QE。

另一方则坚决认为,这不等于QE。华创债券团队就旗帜鲜明地否定,认为这肯定不是QE。因为QE是央行买资产,而信贷资产抵押再贷款是说银行拿信贷资产抵押给央行借钱。国金证券马鲲鹏表示:这并不等于7万亿强刺激,不等于QE,更不等于解决坏账问题。”第一,信贷资产质押再贷款的主动权在商业银行而非央行;第二,QE是美联储直接购买商业银行表内的次贷相关资产、缓释银行有毒资产压力,而信贷资产质押再贷款是商业银行主动向信贷资产向央行质押获取资金,两者在方向、因果关系上截然相反;第三,可供质押的信贷资产是优质资产而非不良贷款,此举与解决银行坏账问题没有关系。

李奇霖认为,真正的QE有3个特点,信贷资产质押再贷款均不满足。第一是央行的主动性。信贷资产质押再贷款释放的规模由银行需求量决定,主动权在银行,而非央行,而QE是央行预先确定规模,具有强制性。第二,资金期限永久性。信贷资产质押再贷款释放的基础货币具有期限,央行资产负债表不是永久扩张,而QE是永久性的。第三,QE资金成本几乎为零,而信贷资产质押再贷款是有成本的。不过他同时表示,央行保持资金面宽松的意图是真的。

信贷资产质押再贷款试点扩围之行业观点

喜投网董事长 黄生:
虽然表现形式不一,但是QE的本质是扩大基础货币的数量,只要基础货币的数量在没有对应实体财富的情况下增加,就是QE。

申万宏源 李慧慧:
并非全面放水,更不是中国版QE。再贷款一直是央行货币政策工具箱中的重要部分,信贷资产质押再贷款本质上还是再贷款。将之等同于QE有些言过其实。

国金证券银行业分析师 马鲲鹏:
QE是美联储直接购买商业银行表内的次贷相关资产、缓释银行有毒资产压力,而信贷资产质押再贷款是商业银行主动向信贷资产向央行质押获取资金,两者在方向、因果关系上截然相反。

民生证券固收 李奇霖:
解读为7万亿强刺激和中国式量化宽松,缺乏逻辑上的严谨性,与事实也有不相符之处。但尽管如此,央行此举系资金面宽松的意图却是真的。

华创债券:
是不是QE?肯定不是,QE是央行买资产,而信贷资产质押再贷款是说银行拿信贷资产抵押给央行借钱。

郑加良/制表 周靖宇/制图

利率市场化最后一步可望加速落地

证券时报记者 罗克关

认知心理学里有个很著名的实验叫选择性关注。大概的意思是,同一件事情如果关注积极的一面,就会有很大概率向积极的一面发展。有关货币政策的群体心理,类似的情况也很常见:只要大家都相信政策是往这个方向走,那么几乎不需要任何实质内容,市场就会展开自己的逻辑。

周六下午,央行宣布扩大信贷资产质押再贷款试点范围。此刻恰逢市场有降准预期,这一消息迅速被舆论放大为中国版量化宽松(QE),还有模有样地推导出了总的货币宽松规模。这就是一个典型的选择性关注过程,因为大家都太期待降准了。

但是,只要稍有政策常识,就不难盘点清楚央行本次推广信贷资产质押再贷款试点的真实用意。

根据人民银行分行短期再贷款管理办法,辖区内金融机构申请短期再贷款的合格质押品界定非常清楚,包括国库券、中国人民银行融资券、中国人民银行特种存款凭证、金融债券和银行承兑汇票等。而所谓的信贷资产质押再贷款试点,则是从2014年开始,部分地区的中小银行还可以再增加一种合格质押品——经过央行内部

评级认定的优质信贷资产。

哪些信贷资产可以通过央行认证?市场无从知晓确切的标准。这种情况下,该如何估算一个确切的货币宽松规模?另外,一般情况下,再贷款是在银行无法从其他渠道获得流动性支持后才申请,只要考虑到这一点,就可以知道这不是一个常规工具。正常的情况是,央行再贷款的窗口会一直开启,但机构不到万不得已不会申请,因为一旦申请就等于向市场宣布——我的流动性有问题,快撑不住了!

因此,推广信贷资产质押再贷款试点,只是央行丰富自身操作工具的一个动作,与实际的资金宽松没有必然联系。即便在非常情况下,央行主动通过这一渠道释放流动性,也是定向和定量的释放,无关总体的资金宽松。这一措施与上个月央行宣布在存款准备金考核中引入弹性机制是一样的,都是旨在增强金融体系应对突发事件冲击的能力。而且,央行早在年初发布2014年四季度货币政策执行报告时,就已经明确表示今年将逐步推广这一试点了。

现在关键问题是,在当下这一时间窗口,多措并举提高金融体系应对突发事件冲击是否有具体的指向?记者认为,在下个月国际货币基金组织

(IMF)即将启动人民币加入特别提款权(SDR)的审议之时,境内的利率市场化最后一步可能将加速落地,甚至不排除出现立等可取的局面。原因很简单,在汇率改革齐头并进的情况下,利率改革没有可能也没有必要裹足不前。

另外,由于美联储加息的脚步暂缓,未来一个季度里,人民币承受的贬值压力有所降低,给最终放开利率上限提供了一个难得的时间窗口。不用过多考虑跨境资金的流动压力,意味着最终放开利率管制上限可能引发的震动将更加可控。外汇市场传来的消息也显示,曾经一度拉大到数百点的境内外汇差,在最近几个交易日已经被迅速抹平,人民币短期的贬值预期基本上已经烟消云散。

央行选择在8月份宣布改革汇率中间价形成机制,实际上也能就此管窥当下全球央行政策博弈的一些逻辑。假如不是抢在美联储议息会议之前抛出汇率中间价改革的问题,全球市场或许就不会产生如此剧烈的震动并最终导致美联储按兵不动,但是,我们目前面临的政策权衡空间可能会更狭窄。在人民币成为国际货币体系中不容忽视的一份子之后,变被动为主动或许是有利的一种姿态。

平安好房电商平台新房销售破1000亿

证券时报记者 潘玉蓉

中国平安旗下的互联网企业平安好房近日宣布,其电商平台新房销售规模突破1000亿,成为继房多多后国内又一个房产销售达千亿规模的电商平台。

作为平安集团互联网战略布局的重要组成部分,平安好房去年5月份在上海正式上线。上线之初,平安好房CEO庄浩“消灭中介”的说辞,曾经引发舆论与业界一片哗然。此后,平安好房以“互联网+金融+房产”的理念,推出好房宝、好房贷、装修贷、车位贷、税

费贷等产品赢得市场关注和肯定。今年以来,平安好房开始在电商平台发力,6月份平台销售破百亿。国庆长假一过,电商平台销售数据达到1039亿,在新房销售领域呈现爆发式增长。

作为一家新兴的房地产电商平台,平安好房形成了独特的O2O业务模式,其线下合作涉及房企百强中三分之一以上的开发商。同时,平安集团内部85万寿险代理大军亦成为其与购房用户的接触点。和传统的房地产电商相比,平安好房有着很强的金融DNA。购房准备金增值服务加具备蓄客功能的

“好房宝”与购房首付分期产品的“好房贷”,目前被业内评价为运作最佳的购房金融服务产品,使用规模接近50亿元。免息装修贷、车位、契税分期付款等增值金融服务也收获诸多好评。

平安集团总经理任汇川近日表示,要积极推动平安集团核心金融业务和互联网金融业务协同并进。房地产从开发到销售都是一个金融密集型的产业,平安好房进入千亿平台销售规模势必对平安的核心金融业务产生很大影响。此外,还可能为平安产生超过10万名有效用户,实现从非金融到金融的迁徙。

招商证券英国子公司开业

招商证券(英国)有限公司昨日在伦敦开业。这标志着招商英国正式开始为客户提供全球商品交易服务。

据招商英国首席执行官简耀光介绍,招商英国专注于向中国以及国际大宗商品企业和金融机构提供24

小时不间断的全球商品交易服务,产品涉及基本金属、贵金属和能源等。

招商证券总裁兼首席执行官王岩表示:招商英国的成立,进一步强化了招商证券的国际业务平台建设,同时也有利于推动落实招商局集团的“产融结合”发展战略。(李东亮)

解围新三板流动性 分层制度难言妙方



国信证券 刘海洁

2015年以来,中小企业挂牌新三板热情不减,自年初至9月底已有近2000家企业挂牌。但新三板也面临诸多问题,其中,最重要的是流动性危机。随着股转系统内部不断透露出分层制度将在年内落实的消息,业内普遍认为,分层制度是解决流动性困境的良方。

多数机构预测,分层制度不仅有利于改善优质企业的流动性,而且可以使企业估值得到充分挖掘,为整个市场带来“鲶鱼效应”。但是,分层制度真的能够成为解决新三板流动性困境的妙方吗?

根本上讲,新三板市场建立及扩容的重要目标,是解决中小企业融资难的问题。对于新三板市场的当前格局,可以从以下几方面分析:

首先,根据万得资讯统计,截至9月底,2015年以来新三板市场累计成交额达9722亿元,其中,协议转让2635亿元,做市转让7087亿元。协议转让的前20家企业累计成交1334亿元,占比51%;前100家企业累计成交2086亿元,占比79.1%。协议转让的企业共有2764家,这意味着,不足0.8%的企业占据超过50%的成交额,3.6%的企业占据近80%的成交总量,剩余95%以上的企业基本没有成交量。做市企业成交5414亿元,占比76.4%。不足10%的企业占据了76.4%的成交量,另外90%以上的做市企业成交寥寥。

其次,从募集资金的角度看,定增是企业的重要融资渠道。根据万得统计,自年初至9月末,新三板市场共有资本实施定增1338家次,累计完成定增额592.2亿元。前20家大规模定增总计217亿元,占比36.6%。且此类定增往往是由优质企业发起,其

中,中科招商累计完成定增109亿元,占整个市场的18.4%。多数企业未能通过定增募集到更多的资金。

第三,从投资汇(PEVC)来看,新三板市场共有260家企业获得PEVC投资,累计投资金额49.4亿元,而获得投资金额超过5000万的只有31家,占整个PEVC投资的近70%,其中近90%的企业获得的投资金额低于5000万元。绝大多数企业没有获得PEVC的青睐。

因此,新三板市场是良莠不齐、差距悬殊的企业集合体。中小企业融资难的问题并未得到根本解决。分层制度就是在这样一个格局之中,人为地构建一个金字塔形的框框。

可以预见,分层制度的出台并不能解决流动性问题。但两个结果可能会逐渐显现:

第一,处于金字塔下层的企业,也是绝大多数企业,将变得更加无人问津,最终可能遭到市场的彻底淘汰。恐怕将会有不少企业反映:“新三板的牌”是“白挂了”。90%以上的企业不能通过分层制度获得流动性,将导致大量企业挂牌新三板失去意义。

第二,金字塔顶端的企业将遭到爆炒,“三板妖股”可能出现。前期A股大跌,大量资金从主板流出,努力寻找投资标的,哪怕一个小的成长点都会引来资金的炒作。新三板二级市场没有涨跌幅的限制,一级市场没有锁定期的要求,许多投资者恐怕将抱着赚钱之后迅速离场的心态,爆炒某些公司的股票,导致其股价暴涨暴跌。资本洪流的大起大落更容易冲击具备成长性的企业。妖股的兴风作浪最终损害的不仅是投资人的利益,也会给企业带来危害。但是,从另一方面讲,机构迷恋分层制度的原因也恰在于此,在主板亏损的机构更有动力在新三板市场“赌一把”,获得咸鱼翻身的机会。

以上两个结果也是分层制度难以解决新三板市场流动性困境的原因。说到底,资本市场的赚钱效应源于实体经济的利润溢出。当前,实体经济普遍低迷,多数金融机构的胃口注定难以满足。民生证券研报显示,实体经济的投资回报率已下降到3.67%,连融资成本都不能覆盖,融资也越来越呈现出庞氏特征。这种情况下,资本市场越来越具有赌场的特征。

没有资本市场的彻底改革,没有经济增长方式的根本转变,中小企业融资难的问题恐怕会持续更长的时间。而新三板市场的流动性困境也远远不是分层制度能够解决的。

排名前X家(家次)	协议转让 累计占比	做市转让 累计占比	完成定增 累计占比	PEVC投资 累计占比
20	51%	40%	37%	58%
50	67%	64%	46%	83%
80	75%	76%	52%	—
100	79%	82%	56%	—

注:①“完成定增”项为前X家次,其余为前X家。
②本统计(除PEVC投资外)均由2015年1月1日至2015年9月27日,其中协议转让263.5亿元,做市转让708.7亿元,完成定增592.2亿元,PEVC累计投资49.4亿元。PEVC投资统计截止时间为2015年9月27日,无时间上限。

刘海洁/制表 周靖宇/制图