

# MLF利率普降并不意味降息短期将至

多位专业人士称,央行仍将综合运用多种货币政策工具维持稳健而宽松的货币政策

证券时报记者 梅苑 马茂贤

美联储议息会议宣布维持利率水平不变,中国央行前日下调了各期限中期借贷便利(MLF)询价利率。两件看似孤立的事件或许透露出国内货币政策调整信号。

有市场人士称,鉴于外围环境宽松,理论上的合理降息时点或已出现。央行本月初的降准已经说明央行对汇率的担忧已式微,而美联储加息预期的变弱,的确给国内货币政策操作带来更大空间。”汇丰环球研究大中华区经济学家王然昨日表示。

但不少经济学家认为,MLF利率普降并非意味着降息将至,美联储不加息也只是“暂时”,人民币中长期贬值压力仍然存在,未来央行仍将综合运用多种货币政策工具维持稳健而宽松的货币政策。

## 引导中长期利率回落

3月16日,央行就MLF操作向部分银行询量,并下调了3个月、6个月和1年期各期限利率25个基点。

这是2016年以来央行第三次下调MLF利率,且MLF降息的期限范围不断扩大。

今年1月份,央行下调了6个月期限MLF利率;2月份下调了6个月和1年期MLF利率,而本次则是全线下调。与年初相比,6个月MLF利率累计下调65个基点至2.6%,1年期累计下调50个基点至2.75%,3月期累计下调25个基点至2.5%,连续引导中期利率回落,降低银行资金成本,变相释放结构性宽松和积极降息信号。”国泰君安首席固收分析师徐寒飞称。

平安证券固定收益部副总经理石磊称,央行已经通过下调MLF利率表达政策倾向,即通过微调引导中长期利率下行,稳定短期资金利率。

石磊还表示,MLF利率与短期资金利率不一样,一般是1个月以上的中长期利率,商业银行一般将这一利率当作类信贷业务资金成本,所以央行调降MLF利率的意图在于引导实体经济融资成本下降,并期冀商业银行能以更低的资金成本支持实

体经济。

## 短期内不具备降息条件

梳理近期世界主要国家货币政策最新动向,首先是欧洲央行大放水,美联储昨日议息会议亦宣布维持现有利率水平不变,中国央行则下调了各期限MLF利率。有市场人士表示,在外围环境宽松条件下,人民币对美元贬值压力有所减弱,理论上而言,此时国内或存在降息时点。

接受证券时报记者采访的多位研究人员称,短期之内很难全面降息,但央行将继续倾向于综合运用各种货币政策工具。

王然对证券时报记者表示,其实央行有一整套工具,不只是降息降准以及MLF操作,七天回购利率等,从政策工具的操作性来讲空间都很大。3月初降准,其实是央行显示了一个信号,对于汇率已经没有那么担心,的确给接下来的货币宽松带来了更大的可能。

九州证券首席经济学家邓海清表示,目前还不具备降息的合理时点和空间,首先,降息本质上还是要跟着通胀

走,不能进行与居民消费价格指数(CPI)相背离的操作;其次,短期汇率压力确有放松,并不意味着美联储加息政策将取消,如果国内此时采取全面降息,将导致人民币对美元贬值压力再次酝酿。

石磊亦认为,短期之内很难全面降息,在经历去年物价水平下行之后,今年物价水平呈现走平或者小幅回升的趋势,另外前两个月货币信贷放量,实体经济层面亦企稳,所以整体来说,短期之内很难全面降息。

渣打银行(中国)资深中国经济学家颜色则称,今年不会降息,即使外围压力变小,也不会降息,但预计年内有可能降准3次~4次。

颜色表示,首先,虽然外围相对宽松,整个市场对人民币的信心略有恢复,但总体还是偏悲观,人民币中长期依旧存在贬值压力,并非高枕无忧;其次货币政策工具箱中,全面降息对汇率是有直接冲击的,“稳增长”基调下,汇率不能出现太大波动;其三,目前基准利率的重要性减弱,调降基准利率的指向性太明显,完全可以通过MLF利率下调等手段引导中长期利率下行。

■克观银行 | Luo Keguan's Column |

# 债转股痛点及难点在哪？

证券时报记者 罗克关

银行资产“债转股”的消息传出之后,市场人士有弹有赞。

理论上讲,这是比较传统的以“时间换空间”的不良资产处置方式,对于一些行业周期比较长,而当下又确实比较困难的企业来说,不失是一个可行的解决办法。

但在现有政策框架下,“债转股”的这个过程存在复杂的技术问题,并不是很容易整体把握。银监会主席尚福林对此亦不讳言,明确称此事“需要经过一系列制度设计和技术准备才能推开”。

由于债务融资大多数情况下是中短期融资,因此从企业的角度来说债转股意味颇深。当下因为周期问题而掉入财务陷阱的公司,从资产负债表的角度来说,主要是资产端的运用出了问题,导致负债端承担了巨大的偿债压力。债权变为股权,前期投入的资金可以沉淀下来长期使用,直接降低了短期的财务成本。这种重组可以帮助企业造血,让现金流重新运转起来。

但对银行来说,这个过程却存在很多的限制。先不论商业银行法是否允许银行直接持有企业股权,单从债转股这个过程而言,就面临很多挑战。最直接的挑战是,债权转为股权后,如何将这笔债务从银行的报表中一笔勾销?是直接用拨备核销减记,还是有其他处理办法,目前不得而知。

根据银行贷款损失准备计提指引,专项准备中损失类贷款的计提比例是100%。通俗地说,就是每1块钱没有希望收回的坏账,都要银行用1块钱利润去抵充。如果直接实施核销,银行要在表内先把等额拨备扣除挂到账外,什么时候收回来了再进到表内算作利润。

这还只是对利润的影响。对资本占用的影响更甚,根据商业银行资本管理办法,银行对一般企业贷款的风险权重是100%,而对被动持有的企业股权在处置期内为400%,超出处置期限为1250%。这是什么意思呢,1

块钱的债权变成1块钱的股权,对银行的资本占用是非常惊人的,实施后是实施前的4倍。被动持有超过2年,资本占用更是最初的12.5倍之多。

如果按照这个流程走,债转股对商业银行而言是一剂不得不咽下去的苦药。先是要实实在在拿利润去抵充坏账,继而还要占用更多的资本,换来的只是企业财务状况的松绑。松绑后的企业未来能不能顺利度过周期,用未来的现金流去覆盖前期操作的所有成本,依然还是个未知数。

尽管在核销环节和资本占用上,监管部门有可能通过一系列的制度设计来平衡商业银行付出的成本,但整体来看,债转股并不是商业银行最合适的资产处置手段。也正基于此,这个手段也不会成为未来银行处置不良资产的主要出口,只有一些关系到经济全局并有相当市场占有基础的企业,才适合通过这种方式去浴火重生,因为要度过经济周期还存在太多不可预测的风险。

但从目前来看,中国银行业金融机构应对不良贷款冲击的能力还是相当强的。一方面,商业银行的拨备和资本实力都在上一轮周期中大大增强。为处置不良资产而成立的资产管理公司,目前也都消化完上一周期的问题。不良资产证券化的适时重启,以及其他各层次资产证券化所累积的经验,也都是这一轮不良贷款处置所可资利用的资源。

另一方面,尽管企业的债转股会给商业银行带来一定的财务负担,但实际上银行报表中真正的心腹之患——地方政府债务问题,早在去年就已经启动了大规模的置换。从技术上讲,通过发债去置换地方政府的存量债务,这也是一种资产证券化的处置方式,只不过不是债转股,这是债转债,银行放弃了一部分利息收入,但是换来了更稳定的资产质量。

从这个角度来讲,债转股的启动,实际意味着政府债务问题的解决取得突破后,终于可以腾出手来处置另一部分问题,这其实是一个积极的信号。

# 今年以来8家险企增资9次 中小寿险公司成增资主力军

证券时报记者 赵春燕

今年以来,已有8家险企合计进行9次增资,其中珠江人寿就进行了两次。有业内人士对证券时报记者表示,年后增资的险企以中小型寿险公司为主。

上述8家保险公司包括珠江人寿、天安人寿、信泰人寿、天安财险、中国人寿保险(海外)、渤海财险、前海人寿以及利安人寿。其中,天安财险增资至125.3亿元,天安人寿注册资本增至95亿元。

珠江人寿相关人士向记者表示,连续两次增资主要是因为,公司业绩在2015年实现了快速增长,消耗了相应的资本金,考虑到未来业务扩张的速度,需要提前做好资本金准备。

该人士还告诉记者,珠江人寿目前已经在推进第三次增资计划,如果顺利的话,将在2016年完成。”

此前,珠江人寿曾公开表示,截至2015年末,该公司全年实现保费收入211亿元,资产规模达到339亿元,成立3年即实现了盈利。该公司2015年实现净利润4230万元。这也打破了保险公司成立7年~8年才能实现盈利的普遍现象。

与珠江人寿类似,天安人寿2015年实现净利润0.39亿元,同比减亏2.98亿。

北美精算学会精算师、东吴证券研究所田昶向证券时报记者表示,一家寿险公司从新设立到实现盈利,中间大致需要经过7年的时间,基于偿付能力的要求,股东就需要不断向保险公司再注入资本。

对于保险公司近期频繁提升注册资本,有观点认为,这或许和“偿二代”马上要实施有关。不过,田昶表示,“偿二代”即将实施并不是险企增资的主要原因,这实际上只是表明目前市场上有很多比较新的寿险公司。

值得注意的是,去年底保监会曾宣布,“偿二代”将于今年一季度正式实施。偿二代实施后,监管层对一家保险机构的最终评价指标,是风险综合评级。这是由偿付能力充足率的达标度和稳定性而得出的一个分数。

而保险机构上述指标的信息披露真实度和完整性,以及声誉等也将影响到综合评级情况。也就是说,未来保险公司可以通过提高风控能力,减少最低资本要求来提高偿付能力充足率,而不再局限于增资、发债等传统途径。

# 山水水泥清盘可能性小 对冲风险CDS呼之欲出

证券时报记者 孙璐璐

去年末开始的山水水泥新旧董事会之争仍然悬而未决。这场由股权控制引发的“商战”已导致山东水泥多期境内外债券违约。

如何避免踩雷、对冲信用风险成为当务之急,以信用违约互换(CDS)为主的信用风险对冲工具呼之欲出。证券时报记者获悉,目前央行正牵头外汇交易中心研究在银行间债券市场推CDS,不少银行也开始着手准备。

业内人士表示,随着债券市场刚性兑付的打破,仅靠信用衍生品并不足以保护债权人,完善债券违约后清偿的司法环境,通过法律制度充分保障债权人的知情权和参与权才是关键。

## 清盘可能性较小

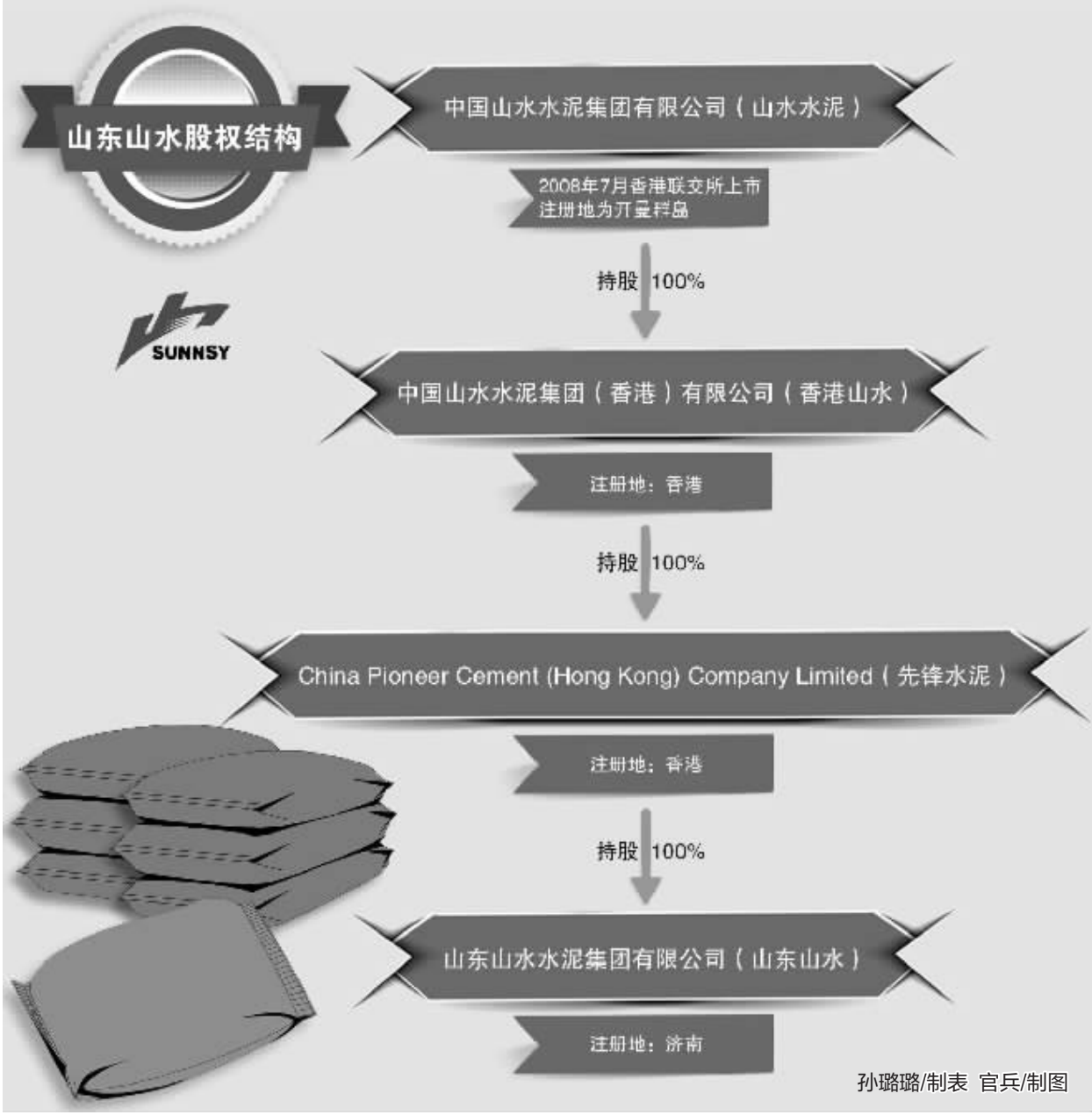
证券时报记者从昨日召开的“中国山水控股子公司山东山水法律追责”新闻发布会上了解到,作为山东山水的集团母公司,山水水泥正在向第一大股东天瑞集团寻求融资方案。目前天瑞集团已经提供规模上亿的贷款,优先用于偿还境内外债务利息;山水水泥也正与债权人沟通,希望可以将相关贷款展期。

原定于3月14日偿还的境外债券现已确定延期。3月15日,在港上市的山水水泥发布公告称,3月12日收到天瑞集团函件,仍在就代偿票据做最后筹资安排,宣布延长要约结算日期。根据公告,天瑞代偿票据总额约为5.1亿美元,其中包括2020票据约4.85亿美元,以及2016票据0.25亿美元未清偿部分。在之前的3月10日,天瑞集团代偿了2020票据的半年应付利息。

上述两起境外票据提前到期,是因为山水水泥实际控制人发生改变,触发提前偿还条款,并引发交叉违约。2015年3月,山东山水在发行一期5亿美元票据时,出于对山水水泥控制权不确定性的担忧,约定当控制权变更管制时,公司需在30天内按101%溢价回购该票据。

山水水泥董事阎正为对证券时报记者表示,申请清盘的司法程序相对复杂,山水水泥不太可能面临清盘的威胁。按照美国的法律,提出清盘申请的债券持有人需满足一个条件,即当季持有债券规模达25%以上,才可向债券信托人提交加速还款要求;再由债券信托人向集团公司注册地所在的法院提交清盘申请。

因此,这就涉及两个难点,一是境外债券持有人无权直接提交清盘申请,债权人的持有规模较为分散,很难有能力向信托人发起加速还款要求;



二是清盘申请的提交涉及美国、开曼群岛(山水水泥注册地)两地的法律要求,因此申请程序较为繁杂。”阎正为说。

## 债券偿还能力尚可

在境外债券违约之前,山东山水自去年11月以来已有3期境内债券违约,其中20亿元的超级短期融资券违约,成为国内首例违约的超短融案例。阎正为称,截至目前,超短融的利息已经支付完毕,现正在筹集债券本金的偿付资金。

自天瑞集团通过二级市场大量购买山水水泥股票,成为第一大股东后,天瑞集团就面临着无法与旧董事会完成交割的困境。虽然山水水泥层面已完成新董事会接替,但山东山水的新董事会交割仍无实质性进展。

阎正为称,新董事会已进驻山东山水,山东山水和子公司已经恢复生

产,但目前最大的困难仍在于前董事会没交出公司章程和相关财务资料,山东山水新董事会未能在济南市工商局完成股东变更。

控制权之争引发的债券违约虽然让投资人一时束手无策,但不少业内人士表示,由于山东山水基本面较好,待到控制权尘埃落定之后,之前违约的债券都可能会得到清偿。

兴业证券固收团队相关人士表示,山东山水总资产为335亿元,假设将应收账款、其他应收款、商誉全部扣除,账面资产对负债的覆盖率达到1.4倍。再考虑到该公司在山东和辽宁具有较强的市场竞争力,对负债有一定保障。

## CDS呼之欲出

有业内人士表示,自从中国债券市场在2014年打破刚性兑付后,不少投资人担心自己会不会成为下个“踩

雷”人。债券违约的原因千差万别,但对投资者而言,所希望的都是对冲风险,减少损失,CDS也就呼之欲出。

所谓CDS,是指CDS的买方在有抵押下借款给第三方(欠债人),而又担心欠债人违约不还款,就可以向CDS的卖方购买一份有关该债权的合约。买方会定期向卖方支付一定的费用,卖方则承诺在合约期间,若所指定资产出现信用事件时,会向买方赔付相应的损失。

证券时报记者获悉,目前央行正牵头外汇交易中心研究在银行间债券市场推出CDS,不少银行也开始着手准备。光大证券固定收益首席分析师张旭称,CDS可以在保留资产所有权的前提下向交易对手出售资产所包含的信用风险,实现了信用风险的分离和交易,可以平抑对冲信用风险,化解系统性风险;且有助于金融市场价格发现功能的发挥和增加债券市场的流动性。