

8 股市基金 Stock-funds

货币基金：低风险≠无风险

■ 周琳

刚刚过去的 2017 年第一季度,看似无风险的货基市场不都是好消息。先是货币基金资管规模快速缩水。2017 年第一季度的货币基金资产净值比 2016 年第四季度减少 3070 多亿元,降幅高达 7.10%。除此之外,其他类型基金都在增长。后是部分货币基金产品曝出因参与投资违约被迫“自掏腰包”垫付的潜在风险事件。

结合此前征求意见逾 1 个月时间的《公募基金流动性管理规定》,货币基金的流动性安全引起了投资者的广泛关注。素来以低风险、收益稳健见长的货币基金是否真的安全?

流动性担忧依然存在

最近,中融基金管理公司十分焦虑。今年一季报显示,中融现金增利货币市场基金在 2016 年底参与的一笔债券质押式逆回购业务,因交易对手方“新沃基金—乾元 2 号资产管理计划”未履行回购义务,基金管理人使用固有资金垫付该笔逆回购业务到期本息——换句话说,由于遇到违约事件,公募货币基金管理人被迫自掏腰包垫付赔偿投资者。

除了违约垫付,货币基金历史上也有过亏损的案例。如 2006 年 6 月 8 日晚间,泰达荷银货币基金当日每万份基金净收益为-0.2566 元,2006 年易方达货币基金的当日每万份收益为-0.0409 元。事实上,为了应对赎回,货币基金日常的垫资压力并不鲜见。

所谓垫资,即部分货币基金为满足投资者 T+0 或其他赎回交易周期,用自有资金应对赎回。“货币基金最初成立时垫资压力很小,随着规模日益增大,开始出现限制申购。申购门槛可能抬高至每天上限 100 万份。同时,在赎回方面,过去是随意赎回,目前也设置了一定额度。尽管如此,部分货币基金依然出现不能按期赎回、收益波动较大、互联网营销不规范等问题,这也是其规模波动、数量增长乏力的内在原因。”金牛理财网研究员官曼琳说。

过去,每当季末、年末“钱紧”时间点,大



额赎回发生时,部分大型基金公司的货币基金垫资额度可能被“打爆”。通俗地说,基金公司已无力垫资,干脆暂停 T+0 赎回。

分析违约垫付事件,即货币基金与债券基金一样,可以通过回购等方式融资,再利用这部分资金投资到高于回购利率的产品,从而形成杠杆,放大收益。大多数货币基金会采用杠杆的方式来获取超额收益,但为了更好地保护投资者,货币基金的杠杆比率受到严格约束。

“投资者一般把持有货币基金等同于银行存款,其实不然。”官曼琳说,货币基金没有任何存款保险为其提供担保,一旦投资出错、市场利率发生急剧变动或者基金出现巨额赎回,货币基金可能会跌破面值。这虽然是小概率事件,但不是不可能发生。

风险不可不防

总体来看,货币基金可能遇到的风险主要有三方面。首先是常见的流动性风险。货币基金流动性风险产生有几方面原因:一是基金所投资品种的剩余期限。组合的剩余期限越长,流动性风险一般也会越高。二是基金杠

杆运用比例。杠杆高则流动性风险也会随之增大,遇到巨额赎回,杠杆比例较高的基金可能面临流动性风险。三是基金经理操作不慎或者违规操作可能导致的流动性风险。

其次是收益风险。货币基金采用摊余成本法定价,即计价对象以买入成本列示,按照票面利率或协议利率并考虑其买入时的溢价和折价,在剩余存续期内平均摊销,每日计提损益,这为基金每日净值归 1 提供了估值依据。理论上,如果市场环境一直保持基金购买证券时的环境不变,则摊余成本法计算的价值与货币基金持有证券的公允价值一致。但市场环境时刻变化,这种定价方式使得货币基金按照市场公允价值计算的资产存在一定的偏差,甚至亏损。例如,一只面值为 1000 元的 60 天到期的证券,买入成本为 994 元,摊余成本法计价会在其到期日之前每天将其价值提升 0.1 元[(1000-994)/60=0.1 元],并不考虑市场变化,所以摊余成本法实际上忽略了潜在的市场风险。

再次是管理操作风险,这与基金经理日常的职业操守密切相关。天弘余额宝基金经理王登峰表示:“货币基金经理需要将流动性风险管理放在首位。对于投资策略而言,流动

性、收益性和风险性这三者不可能两个都好或者全都能保证。”

“除了上述传统风险点之外,2015 年以来股市、债市等基础市场波动带来的流动性风险以及 2016 年委外基金赎回的潜在风险,都需要基金管理人和货币市场基金投资者重点关注。”华泰证券研究员沈娟说,由于委外定制型基金持有人结构高度集中,机构同质化,资金呈现“大进大出”特点,市场突变情况下赎回行为高度一致,可能给基金投资运作带来较大压力。

回归现金管理工具属性

正因为货币基金存在多个风险点,监管层日前发布的《公募基金流动性管理规定》(征求意见稿)要求对可能的漏洞实行排查和规范。

申万宏源证券分析师王胜认为,“公募基金流动性新规旨在重点加强对货币基金流动性管理,有助于降低系统性风险。相比一般开放式基金的流动性要求,货币基金对持有人集中度、风险准备金以及标的投向限制要求更为严格。若单一投资者持有基金份额比例超过基金总份额的 50%,在满足一般开放式基金要求基础上,货币基金还需要满足‘采用公允机制估值法核算,不得采用摊余成本法; 80%以上的基金资产需投资于现金、国债、央票和政策性金融债券以及 5 日内到期的其他金融工具等高流动性资产’硬性要求。”

沈娟表示,新规重点加强货币基金市场流动性管理,有助于督促货币基金管理人改变收益和规模导向,降低系统性风险,回归现金管理工具属性。

钱景财富创始人赵荣春认为,目前同业理财产品中大多将货币基金作为流动性管理工具。例如,2016 年年底出现的债市调整,由于债券代持引发的短期流动性风险导致部分货币基金被赎回,使得整体资金利率上行。加强货币基金流动性管理,不仅有助于提升基金管理人职业操守水平,而且有利于防控金融去杠杆背景下导致的系统性风险。

IPO 常态化与发审趋严态势“双确立”

■ 刘慧

IPO 在经历了 2016 年的提速后,常态化发行已经成为资本市场惯例。IPO 在常态化的同时,发审趋严态势也随之确立。

今年以来,IPO 节奏基本稳定在每周核发 10 家企业首发申请。与此同时,过会企业在发审环节的否决率逐步上升,证监会对首发企业核准率进一步下降。

公开数据显示,2016 年前三季度,共有 162 家企业上发审会,10 家被否决,否决率 6.2%;2016 年第四季度,共有 107 家企业上发审会,8 家被否决,否决率 7.5%;2017 年至今,共有 175 家企业上发审会,19 家被否决,否决率上升至 10.9%。

首发企业核准率下降至新低也同样证明了发审趋严的态势。2016 年第四季度,证监会共审结首发企业 153 家(包括核准、撤

回和否决申请三种情形),其中核准申请 131 家,14 家在审企业撤回申请,8 家企业被发审委否决,核准率为 85.6%;2017 年至今,证监会共审结首发企业 217 家,其中核准申请 158 家,40 家企业在审撤回申请,19 家企业被发审委否决,核准率降至 72.8%。

证监会主席刘士余曾表示:“我们有信心解决所谓的‘堰塞湖’问题……新股发行不在家数多一点、少一点,关键是企业质量。”

业内人士认为,IPO 常态化与发审趋严态势的“双确立”印证了监管部门对于 IPO “堰塞湖”的治理思路。IPO 数量的升高和核准率的降低同时表明,首发企业没有出现“萝卜快了不洗泥”的现象。

为了提高上市公司质量,在严格审核把关的同时,加强 IPO 现场检查也成为证

监会工作重点之一。

证监会新闻发言人张晓军介绍,证监会于 2016 年第四季度开展了首次 IPO 企业现场检查工作。2017 年该项工作将继续开展,督促发行人提高信息披露质量,督促中介机构勤勉尽责,防止带病申报,严把资本市场入门关,对 IPO 中的违法违规行为发现一起查处一起,促进资本市场健康有序发展。检查中发现的涉嫌违法违规的相关线索会移送证监会稽查部门处理。

对于上市公司质量、业绩波动的问题,证监会相关负责人表示,在发审过程中监管部门将本着依法合规的基本原则对上市公司进行审核,对于非周期、非正常的业绩波动进行关注,在法律和政策框架下严把上市公司质量关。下一步,监管部门也将进一步提高发审环节的透明度,及时回应市场关切。

大型商业银行将设普惠金融事业部

■ 林远 张莫

国务院总理李克强 5 月 3 日主持召开国务院常务会议,决定提高中央财政自然灾害生活补助标准,加快因灾受损民房恢复重建;确定支持社会办医和健康旅游发展的措施,满足群众多层次多样化健康需求;部署推动大中型商业银行设立普惠金融事业部,聚焦小微企业和“三农”等提升服务能力。

会议认为,瞄准群众多层次多样化健康需求,推进医疗领域简政放权,放管结合、优化服务,大力支持社会力量提供医疗服务,是深化医改、补上短板、改善民生的重要举措。会议确定,一要鼓励社会力量举办全科诊所和独立设置的医学检验、康复护理等专业机构,促进有实力的社会办中医诊所、门诊部等跨省市连锁经营。吸引境外投资者合资合作兴办高水平医疗机构。二要对社会办医实行一站受理、并联审批、网上审批。连锁经营医疗机构可由总部统一办理工商注册登记。对符合规划条件和准入资质的社会办医不得以任何理由限制,个体诊所设置不受规划布局限制。实行医师区域注册,促进有序流动和多点执业。三要围绕提高社会办医服务质量,探索包容而有效的审慎监管方式。严厉打击租借执业证照开业、承包科室、虚假广告、非法行医等违法违规行为。会议提出,要促进健康、旅游、养老等深度融合,引导社会资本投入,鼓励开发高端医疗、中医保健、康复疗养、休闲养生等产品,加快培育和健康发展健康旅游市场。

会议指出,普惠金融事关发展和公平,有利于促进创业创新和就业。按照《政府工作报告》部署,着力推进供给侧结构性改革,



推动大中型商业银行设立聚焦服务小微企业、“三农”、脱贫攻坚及大众创业、万众创新的普惠金融事业部,可以提高金融服务覆盖率和可得性,为实体经济提供有效支持,防止脱实向虚。会议明确,大型商业银行 2017 年内要完成普惠金融事业部设立,成为发展普惠金融的骨干力量。按照商业可持续原则,采取专门的信贷评审、风险管理、资源保障、绩效考核等机制,下放信贷审批权限,实行专业化经营管理,严格落实小微企业贷款增速不低于各项贷款平均增速、户数和申贷获得率不低于上年同期水平的要求。国务院相关部门要完善税收优惠、风险补偿、差异化监管等措施,并与促进“双创”等政策相衔接,发挥财政担保体系对发展普惠金融的支持作用,合理提高小微企业、“三农”、扶贫等业务不良贷款容忍度,对普惠金融业务符合条件的金融机构可在货币信贷政策方面给予一定激励,支持商业银行完善服务网络。各项措施协同发力,用普惠便捷的金融服务促进就业扩大、经济升级和民生改善。

记者了解到,截至目前,已有中国工商

银行、中国建设银行、中国农业银行三家国有大行宣布成立普惠金融事业部,中国银行也在酝酿近期成立普惠金融事业部。

恒丰银行研究院商业银行研究中心负责人吴琦告诉《经济参考报》记者,《政府工作报告》明确提出鼓励和支持商业银行成立普惠金融事业部。近年来,商业银行对实体经济的融资服务,尤其是中小微企业和三农企业的服务短板日益凸显。成立普惠金融事业部,扩大普惠金融服务覆盖面,提升服务深度和广,是商业银行提升服务实体经济能力,缓解中小企业和三农融资难题的客观要求。大中型银行成立普惠金融事业部,也需要相关政策法规的完善和支持,比如社会信用体系建设,农村金融生态环境优化,农户金融意识培养等。此外,大中型商业银行发展普惠金融还要重视两点:一是商业可持续,切实做好社会公益和商业收益的平衡,做好风险防控;二是注重造血式扶持,在解决融资难题时,发挥银行信息、渠道、财务顾问的优势,切实增强中小微企业和三农企业的自身的造血能力。

签约逾 7600 亿元 市场化债转股全面提速

■ 刘丽靓 陈莹莹

在去杠杆的背景下,市场化债转股正全面提速。中国证券报记者获悉,截至 4 月 19 日,市场化债转股签约金额为 7672 亿元,实际实施金额为 592 亿元。目前监管部门正进一步细化市场化、法治化债转股相关措施,从而最大程度地支持供给侧改革、实现企业降杠杆。

专家认为,随着股份制商业银行债转股业务子公司的设立和民营企业债转股的提速,粗略估计本轮市场化债转股市场总规模将以万亿元计。下一步应尽快细化政策,在债转股对象、实施机构、优先股、价格折算、资本市场退出等方面都要有明确规定,建议制定债转股条例。

两月签约逾 3000 亿元

今年以来,四大有商业银行组建债转股专项资产管理机构,有媒体报道称其中两家已获批。近日,兴业银行成为第一家涉足本轮债转股的股份制银行,与鞍钢集团签署 100 亿元债转股基金合作协议。

5 月 2 日,建设银行分别与营口市国资委、营口港务集团及沈阳市国资委、沈阳机床集团签署市场化债转股合作框架协议。建行将牵头分别与营口港务集团、沈阳机床集团开展市场化债转股合作,总金额分别为 200 亿元和 100 亿元。4 月 19 日,建行与南钢股份签署《关于深化降杠杆暨市场化债转股业务合作的备忘录》。根据南钢集团、复星高科、南钢钢联与建行总行先前签署的总额 100 亿元的去杠杆业务合作协议,建行与南钢股份增量债转股项目的首期 30 亿元资金已到位。

今年 3 月全国两会期间,银监会主席郭树清透露,截至 2 月上旬,市场化债转股签约金额 4300 多亿元,实施金额 400 多亿元。中国证券报记者获悉,截至 4 月 19 日,市场化债转股签约金额为 7672 亿元,实施金额为 592 亿元。照此推算,最近两个月的签约金额超过 3000 亿元。

国泰君安分析师李少君表示,四大有商业银行成立债转股专项资产管理机构,拟开展交叉债转股,同时得到山东、云南等地方政府积极响应,今年债转股将仍是热点。此外,在新一轮债转股实施过程中,政府对设立债委会的模式给予了肯定。截至去年底,全国已成立债委会共 12836 家,涉及用信金额约 14.85 万亿元。债委会设立后,银行、企业、地方政府和其他利益相关者通过自主协商、自主谈判,寻求最佳的债务解决方案,不但达到了“共赢”,也可以较好地避免信息不对称所引起的道德风险。预计债委会将成为下一阶段债转股实施的重要形式。

部分项目存落地难题

从目前数据来看,债转股实施金额不足签约金额的 8%。业内人士表示,受制于法律条款、资本占用、退出机制等方面因素,一些债转股合作项目存在落地难题。

在建行行长王祖继看来,这或是债转股业务推进中的一个必经阶段。他表示,债转股首先要有一个方案,方案的执行需要一个过程,不管是真正以股权方式介入还是以融资方式介入,降低企业当前的融资成本,调整其负债结构,都需要时间,企业和银行都要走一些必要的程序。

分析人士指出,债转股所需资金期限一般为 5 年以上,通过银行理财资金对接存在期限错配问题。要解决这一问题,可发行原则上与项目实施期限一致的市场化债转股专项债券,但其规模不超过项目合同股权金额的 70%。同时,实施机构也在以多种渠道寻求长期资金。考虑到监管部门对部分金融机构投资股权有资本占用的要求,银行通过与企业协商后,在募集社会化资金时会建议投资者按 5 年期设计投资安排。

建议进一步细化政策

中国政法大学破产法与企业重组研究中心主任李曙光对中国证券报记者表示,近年来关于债转股的政策体现了监管部门市场化改革的决心和魄力,但债转股是一项复杂的系统工程,需要在具体操作层面细化政策,使债转股这一药方能够对症下药,达到去产能、去杠杆目的。

他指出,目前债转股法律依据尚不足,还存在一些法律障碍,一是转股的对象应是好企业,而不是坏企业,债权人成为股东后应能够真正获利;二是债转股能不能作为出资有待研究;三是债转股是转优先股还是普通股,债权人能否进入企业领导班子,都有待明确;四是债转股实施机构涉及的金融牌照、金融监管需要研究,银行成立相关资产管理公司如何与原来的业务区分、如何建立防火墙等问题也有待研究。此外,价格折算、表决机制、资本市场退出、回购、转售等方面都应有明确规定。他建议,制定债转股条例,同时修改《公司法》和《商业银行法》。对于一些负债累累、长年亏损、扭亏无望的企业,不能希冀通过降杠杆解决问题,应坚决依法破产清算。