

光大乌龙指 监管担何责

■ 曹中铭/文

如果说 2009 年 10 月 30 日、2010 年 4 月 16 日这两个日子会载入中国资本市场史册的话,那么 2013 年 8 月 16 日同样应享受此“待遇”。不过,前者分别是创业板首批 28 家公司挂牌以及股指期货上市的日子,而后者则是光大证券乌龙指引发市场“地震”的日子。同样是载入史册,背后的意义显然大为不同。

727 亿元的巨额资金,导致上证指数瞬间从 2074 点被拉升至 2198.85 点,上涨 124 点,最高涨幅达 562%,而触及涨停的蓝筹股亦多达 71 只,这便是 8 月 16 日光大证券乌龙指导致的恶果。股指暴涨蓝筹“暴动”,当许多投资者还沉浸于大牛市开始启动的幻想中时,事实却给予他们重重的一击。而初步核查表明,光大证券自营的策略交易系统包含订单生成系统和订单执行系统两个部分,因存

在程序调用错误、额度控制失效等设计缺陷,并被连锁触发,导致生成巨量市价委托订单,乌龙指亦因之而发生。

在境外市场中,乌龙指并不少见。如 2010 年 5 月 6 日下午 2 时 47 分左右,一名交易员在卖出股票时敲错了一个字母,将百万误打成十亿,导致道琼斯指数突然出现千点的暴跌。又如去年 8 月,纽交所交易公司 Knight Capital 系统出现技术故障,令多达 148 只股票异常波动,45 分钟内公司产生 4.4 亿美元的损失。这些乌龙指最终都会产生同一结果,即投资者为之付出沉重的代价。

光大证券乌龙指其实也一样。因为股指瞬间大幅飙升,情况不明的股市投资者纷纷跟风买入,由于买在高位,而且还是 T+1 交易制度,那些当天买入的投资者即遭到套牢。股指期货方面,因股指瞬间大幅上涨,空头平仓

遭到重大损失。股指暴涨之后,因尾盘出现下跌,高位做多者同样亏损,期指呈现出多方均被绞杀的格局。乌龙指不仅影响到股市、期指,商品期货同样受到波及。当天下午开盘后,包括沪铜、橡胶、焦炭等在内的诸多品种均大幅低开。因此,光大证券的乌龙指,使股市、期指、商品期货等均受到影响。

作为乌龙指的“始作俑者”,光大证券在发现套利交易出现异常后,一方面将蓝筹股换成 ETF 基金的方式卖出,另一方面在期指 IF1309、IF1312 合约上做空,累计高达 7130 手。光大证券之所以做空期指,按其自身的说法是对冲风险。实际却是赤裸裸的内幕交易。在光大证券乌龙指发生后,除了上交所与光大证券,市场上其它各方均不知发生了什么,光大证券利用其乌龙指的信息优势在期货指上开空仓,明显属于内幕交易行为。即使是为了对冲乌龙指的风险,也难逃内幕交易的嫌疑。

其实,即使光大证券乌龙指是因为系统的因素造成的,其行为亦属于操纵市场。一来动用了超过 70 亿元的巨额资金,二来股市发生较大的震荡,三来为数众多的投资者出现损失。鉴于此,光大证券必须对投资者的损失进行赔偿。

乌龙指事件的发生,表面上是光大证券本身的原因,如公司治理结构紊乱、内控机制形同虚设、风险防范意识差等。但是,作为监管部门,无论是中国证监会还是上交所,均同样难辞其咎。2004 年前后的券商整顿,包括南方、华夏等“资本大鳄”纷纷轰然倒塌,券商行业亦步入分类监管时代。遗憾的是,乌龙指悲剧仍然发生了。

中国证监会的通报显示,在核查中尚未发现人为操作差错,但光大证券该项业务内部控制存在明显缺陷,信息系统管理问题较

多。因公司治理、内控等原因导致券商出现倒闭潮,在这一切的背后,其实是监管的缺失与缺位,光大证券“内部控制存在明显缺陷”,光大证券固然须担责,作为监管部门难道不需要担责吗?

不仅如此,在境外市场频频出现乌龙指并导致重大损失出现后,国内监管者其实并没有引起重视,更没有采取防范措施。因此某种意义上讲,即使是光大证券不出现乌龙指事件,在其它券商身上同样有可能发生,因为监管方面的原因,国内券商出现乌龙指,其实早已“被注定”,只不过是时间的早晚而已。

光大乌龙指既已发生并造成损失,除了实施核查找出原因之外,对光大证券、相关责任人员进行严惩亦是应有之义。当然,最重要的还在于,监管部门应该吸取教训,认真研究对策,以防止类似事件的再次重演。

(来源:中国新闻周刊网)

资产证券化不是杀伤武器未来不可替代

■ 鲁政委/文

2008 年美国的次贷危机,给资产证券化在我国的发展投下沉重的阴影。笔者试图通过回顾资产证券诞生和发展的历史,展示资产证券化在化解金融机构资产与负债流动性失衡风险过程中所不可替代的重要作用。

资产证券化的发展历史,始终与美国房地产市场融资问题紧密相连。在 1980 年代之前,美国住房抵押市场中最主要的贷款者是储贷机构。从资产与负债的流动性匹配角度,住房抵押贷款属于长期限、低流动性资产,由储贷机构提供更为稳健。

然而,这种稳定负债匹配低流动性资产的如意监管安排,在低通胀时期运行稳健,但最终被 1970 年代突如其来的高通胀和利率市场化风潮彻底冲垮了,最终在 1985-1990 年间爆发了“储贷机构危机”,约 1500 家储贷机构倒闭。

储贷机构危机本质上源于资产的低流动性与负债的高流动性之间的严重失衡。正是意识到这一点,自 1980 年代储贷危机开始现出端倪之初,美国的资产证券化就开始显著加速。

由此可见,缓解资产与负债之间的流动性失衡,是资产证券化得以诞生并蓬勃发展的最根本原因。以这种视角来观察中国,当前发展资产证券化的迫切性无疑是空前的。

2003-2010 年间,中国银行业贷款中中长期

贷款的占比逐年提高,从 37%左右一直提高到 60%,此后虽有下降,但到 2013 年 4 月仍在 54%左右。而这与美国利率市场化风起云涌的上世纪七八十年代如出一辙,由于投资渠道不断多元化,市场主体对资金收益更加敏感,即使是定期存款的期限约束也越来越弱,中国银行业却面临着越来越大的存款外流压力。

在通胀预期高企、利率市场化风潮逼近之下,中国商业银行资产和负债流动性的失衡问题正日益尖锐化,长期回避资产证券化将可能积累系统性风险。

作为解决存款性金融机构因长期贷款而造成的资产和负债流动性失衡的“法宝”,1980 年代之后美国的资产证券化快速发展,基础资产也从早期的房地产抵押贷款,迅速扩展到汽车贷款、各类设备租赁等所有能够产生预期现金流的中长期贷款上,并形成了普遍流行的“发起-分销模式”。

虽然美国资产证券化的基础资产种类日益丰富,但以房地产为基础资产的资产证券化,即使是在比重最低的时期也在七成以上,高的时候甚至在九成左右。2007 年,随着美国房地产市场二十多年牛市的终结,房价进入下降通道,单纯依赖房价上涨来维系偿付能力的次级抵押贷款人出现违约,基础资产市场的崩塌最终诱发了资产证券化市场的崩盘,CDO、MBS 等资产证券化产品由此被推到了危机“元凶”的“审判台”上。这一事件,也直接冲击和改变了不少国内政策制定者对资产证券化的思维和立场。

作为危机“元凶”之一,资产证券化到底应不应该重获新生? 2011 年 2 月美国财政部和美国住房与城市发展部联合向国会提交的报告《改革美国住房融资》给出了明确回答:“作为与银行信贷的配套措施,资产证券化应当继续在住房融资中起主要作用,只是应当增加风险自留,提高信息透明度和进行其他重要改革。”而从市场来看,在经历 2008 年的低谷之后,现在资产证券化的发行量也正在恢复之中。

毫无疑问,这种恢复并非简单的卷土重来,而是出现在对此前资产证券化的“发起-分销



模式”进行反思和改革的基础上。

具体来说,监管机构认识到,在此前“发行-分销模式”下,资产证券化的一些环节未能充分尽到控制风险的义务。针对这些问题,2010 年 7 月正式签署生效的《多德-弗兰克华尔街金融改革法案》(以下简称“法案”)及其他机构出台的配套措施,对资产证券化的监管进行了重大改革,主要包括以下措施:

第一,推行风险自留机制。法案规定,资产证券化机构发起人在向第三方转让或出售的资产支持证券中必须保留一定比例的经济利益,通常要求是自留不低于 5%的信用风险,并且对于该部分信用风险不得采取直接或间接对冲措施。为避免发起人自留 5%的信用风险缓冲垫被频繁击穿而损害投资人利益,配合法案的要求,美国货币监理署还对可纳入资产证券化的基础资产贷款的首付款比例、贷款-价值比等给出了明确规定。这将有效避免危机前那种发起人明知有风险却通过证券化来恶意“甩包袱”的行为,遏制了发起人的“道德风险”。该机制将覆盖住房抵押贷款证券(CMO)、债务担保证券(CDO)、债券抵押证券(CBO)、基于 ABS 的 CDO 以及 CDO2 等市场上主要的证券化品种。

第二,消除评级机构的误导。2008 年危机前次贷证券受到追捧,在很大程度上也是受到评级机构虚高评级的蛊惑,法案对评级机构可能存在的资产证券化评级过程中可能存在利益冲突也做出了一系列改革。废除了 1970 年以来一直沿用的公募证券发行必须获得 SEC 认可的评级机构评级的强制要求,鼓励投资者自行判断;同时要求评级机构披露评级方法;提高评级机构认证机构组织中独立董事的比例。

第三,提高信息透明度。配合法案的要求,SEC 修改后的监管规则要求:发起人在资产证券化首次发行和整个存续期间,都需定期披露其整体和资产池中单笔资产的情况;本机构持有该证券化资产的情况;为让投资人有足够时间进行独立分析,首次发行时相关信息必须提前 5 个工作日对外披露。事实上,提高透明度不仅仅是危机后监管规则的新要求,其实也是危机前的市场选择。2008 年之后,结构简单的现金型 CDO 占比就总体处于上升态势,而结构较为复杂的混合 CDO、合成型 CDO 则总体呈下降态势。

纵观人类金融演化史,其实就是一部金融工具从“大规模杀伤性武器”向常规武器转化的历史。资产证券化也必将如此!所幸在美国次贷危机爆发前我国没有大规模开展资产证券化;同样幸运的是,美国次贷的发生,也为我们现在更稳健地利用资产证券化提供了宝贵的经验和教训。

利益驱动非公募增长飞速 基金热衷赚“快钱”?

■ 刘庆华/文

随着上市公司中报的密集出炉,近日又有博时、南方、华泰柏瑞等 5 家基金公司上半年的盈利状况浮出水面。整体来看,在上半年经营情况已揭晓的 14 家基金公司中,大部分基金公司净利润同比实现正增长,但值得注意的是,公募业务资产规模却同比下降。分析人士认为,目前非公募业务尤其是专户业务已成为基金公司利润增长的重要来源。与公募业务相比,专户业务赚钱更快。

博时、南方净利润增长

8 月 21 日招商证券公布的中报揭开了博时基金上半年的盈利情况,而此前华泰证券的中报则披露了南方基金的上半年经营状况,两家大型基金公司今年上半年净利润均同比实现增长。至此,6 家千亿级别的基金公司中,已有两家的盈利情况出炉。

招商证券中报显示,截止今年二季度末,其持有 49%股权的博时基金总资产 1969 亿元,净资产 1503 亿元;上半年实现净利润 246 亿元。按权益法核算,今年上半年招商证券从博时基金获取长期股权投资收益为 1.21 亿元,占招商证券上半年净利润 10.47 亿元的 11.5%。

与去年同期相比,博时基金上半年净利润实现正增长。数据显示,去年上半年,博时基金总资产 1781 亿元,净资产 1347 亿元,实现净利润 2.08 亿元,今年上半年净利润的同比增幅 1827%。

而日前华泰证券披露的中报显示,其持有 45%股权的南方基金今年上半年盈利情况与博时基金旗鼓相当。截止二季度末,南方基金总资产 32.10 亿元,净资产 23.53 亿元。2013 年上半年,南方基金实现营业收入 9.57 亿元,净利润 262 亿元。华泰证券获得投资收益 1.03 亿元,占其上半年净利润的 8.5%左右。

与去年同期相比,南方基金的营业收入和净利润实现双增长。去年上半年,南方基金实现营业收入 8.28 亿元,实现净利润 1.94 亿元,今年同比增幅分别达到 15%和 35%。

数据显示,截止二季度末,南方基金和博时基金管理的公募业务总资产净值分别为 1247.93 亿元和 1051.48 亿元,排在所有基金公司第 4 位和第 5 位。

次新公司发展艰辛

中小基金公司中,华泰柏瑞、招商基金与财通基金的盈利情况也揭晓,其中华泰柏瑞净利润增幅高达 55%,而财通基金作为次新基金公司和小公司的代表,仍陷亏损的境地。

除南方基金外,华泰证券还控股了华泰柏瑞,持股比例为 49%。今年上半年,华泰柏瑞总资产达到 504 亿元,净资产 462 亿元。2013 年上半年,华泰柏瑞基金公司实现营业收入 1.37 亿元,与去年同期 1.14 亿元的营业收入相比,增长了 2018%;上半年实现净利润 3050.44 万元,而去年同期净利润为 1960.38 万元,增幅高达 5561%。

作为第一家中外合资的基金管理公司,招商基金的大股东招商银行上周六披露的中报显示,截止二季度,招商基金总资产 892 亿元,净资产 6.73 亿元。2013 年上半年,招商基金实现营业收入 315 亿元,净利润 8000 万元,而去年同期营业收入和净利润分别为 275 亿元和 7292.42 万元,分别同比增长 14.55%和 97%。

而与大中型基金公司相比,小基金公司的生存之路仍然艰辛。持有财通基金 30%股权的升华拜克中报显示,财通基金仍陷亏损之中。财通基金成立于 2011 年 6 月,今年上半年公司实现营业收入 2770.47 万元,净利润仍然亏损 1815.87 万元,而去年同期营业收入和净利润分别为 6968 万元和 -189304 万元。尽管营业收入增长 4 倍,但净利润仍无明显起色。

专户业务或成重要增长点

截止 8 月 21 日,已有 14 家基金今年上半年盈利情况浮出水面,整体看,大多数基金今年上半年净利润同比实现正增长,盈利出现回升迹象。其中净利润增幅较大的有兴业全球、华泰柏瑞、南方基金、天弘基金则扭亏为

盈。而纽银梅隆、财通两家基金公司仍处于亏损状态。

不过值得注意的是,在净利润实现正增长的基金公司中,不少公司管理的公募业务资产净值相比去年却是下降的。以增长较快的华泰柏瑞为例,WIND 数据显示,去年二季度末,华泰柏瑞管理的公募业务资产规模为 367.19 亿元,而今年二季度末,这一数值降至 29480 亿元,降幅达到 19.7%。招商基金管理的公募业务资产规模也由去年上半年的 547.39 亿元降至今年上半年的 493.53 亿元。

从招商银行披露的一组数据或许可见一些端倪:去年上半年,招商基金共管理 25 只开放式基金、4 个社保组合、18 个年金组合、23 个专户理财组合和 1 个 QFII 组合,合计管理资产规模 802.82 亿元。今年上半年招商基金共管理 32 只开放式基金、4 个社保组合、13 个年金组合、29 个专户理财组合、1 个 QFII 组合,合计管理资产规模 831.52 亿元。对比发现,招商基金开放式基金和专户理财成为其规模增长的主要动力。但同时 WIND 数据也显示,尽管开放式基金数量上升,但规模却由 524.39 亿元降至 456.91 亿元,这似乎也说明,其净利润增长的主要来源或许正是专户理财组合。“一定程度上可以说基金公司目前的利润增长来源是非公募业务,特别是专户业务。专户业务产品种类繁多,契约严格,主要针对高净值客户以及企业,收益性一般要高于公募产品,由于没有银行的尾随佣金,因此成本较低。有一些小的基金公司可能公募上的产品不是特别多,但是专户业务扩张迅猛。像去年成立的基金公司红塔红土根本没设公募产品,但是专户规模扩张挺厉害。发公募赚钱慢,专户就快多了。”德圣基金研究中心一位分析师告诉记者。

以财通基金为例,截至 7 月末,财通基金已成功发行 80 只专户产品,累计管理规模约 66 亿元。而 WIND 数据显示,其公募业务仅有 16 亿元的规模。同时基金业协会公布的数据也显示,基金非公募业务飞速增长。截止 7 月末,总规模为 1043213 亿元,与去年 12 月份非公募业务的规模 756452 亿元相比,今年上半年非公募业务增长了 2867.61 亿元,增幅达 38%。可以猜想,非公募业务尤其是专户业务已成为基金净利润的重要增长点。

接单易回款难 造船业被欠款近千亿元

■ 王佑 王馨梓/文

因金融危机影响及国际航运贸易市场的衰落,去年起全球船舶行业就陷入了低谷。今年以来这一局面仍未缓解。

中国船舶工业行业协会(下称“中船协”)近日表示,今年以来,中国船舶行业的总计应收账款已接近千亿元,同比增长 83%,而企业的利润总额也大幅下降。据记者测算,今年 7 月,中船协重点监测的 80 家主要船舶企业实际利润仅 2 亿元。

应收账款高企

中船协分析称,按目前的船价指数,中国造船企业接单已基本没有什么利润了。

本报记者结合相关数据统计发现,上个月,全国重点船舶企业的造船完工量是 432 万载重吨,实现营收 168 亿元,但利润总额仅 2 亿元。

与此同时,中国的造船企业手中堆积了大量的应收账款,高达近 1000 亿元人民币。以中国船舶(600150.SH)为例,其 2012 年第一季度和 2013 年一季度营收分别为 624 亿元、38.1 亿元,营收降幅为 39%;其应收账款虽然有所下降,但仅从 10 亿元降至 8.71 亿元,降幅仅 13%。

另一家国有船舶公司——广船国际(600685.SH)的情况也类似。2013 年的第一季度其应收账款为 7.34 亿元,比 2012 年同期降了约 10 个百分点。但是营业收入在今年一季度的同比下则则高达 50%,至 91 亿元。

一位江苏当地造船企业财务部负责人表示,现在船价跌得十分厉害,有些船企不愿对已签好的船舶降价,因此会与船东僵持着,交船会很缓慢。2013 年 7 月,中国船舶企业完成出口交货值 134 亿元,同比降低了 35%。

中国船舶一位高层也告诉记者,船价确实下滑得非常快,以往一艘 1 亿美元的船,现在都可能下降到 6000 万美元甚至更低一些。

船舶价格的不断下跌,此前曾令中国船舶计提减值,去年该公司计提了 1883 亿元之多。

经营性现金流严重不足

除了应收账款较高之外,船企的实际经营现金流也并不好。如果船舶价格长期低位徘徊的

话,那么企业很容易出现资金链的断裂。

广船国际在今年一季度时收到了 124 亿元的现金(通过销售商品及提供劳务所得),但其在“购买商品、接受劳务支付”的现金上,有 175 亿元的高额支出(且与去年类似),支出较高令该公司“经营活动产生的现金流量”净额为 -6.85 亿元,达到了 5 个季度以来最低值。

中国船舶在今年一季度“销售商品、提供劳务等”获得了 363 亿元的收入,但实际购买商品、接受劳务支付的现金则为 435 亿元人民币,其经营活动产生的现金流量净额为 -7.45 亿元,情况同样不妙。“入不敷出”的现象,与目前造船资金支付方式改变有关。

一艘船假设从某年的 1 月开始准备,并用一年时间造好的话,船企在建造之前可收到船东 20%到 30%的预付款,随后船企需要阶段性地垫资,但都可从船东那里拿到每个阶段(如下坞、建造、出坞及试航)的付款,国内银行也愿意协助船企在此期间融资。但现在,一方面船东手头很紧,预付款支付后,需由船企自行垫付剩余大量资金,同时船企从国内银行获得经营性贷款也并不容易。中船协也表示,现在银行等机构已将船舶产业作为信贷重点调控的行业,部分银行权限被上收,同时项目贷款也不予发放,令船企艰难前行。

除了融资困难外,船企的各类开支也不低。以广船国际为例,相比去年一季度,今年同期除了销售费用降了近 50%(至 571 万元)之外,其财务费用、管理费用的变化都都很有限。而 500 万元销售费用的减少,对于广船国际这样一个季度营收 9 亿多元的企业而言,作用并不大。

虽然今年 1-7 月,中国承接新船的订单达 2976 万载重吨,同比大增了 155.7%,但是中国船舶前述高层认为,这种增长是在船价已跌到了谷底而产生的反弹。因而,订单的增长,是由于部分船东愿以超低价来订船的结果。但是,“订单增长之后,你付出的多,收入的少,实际拿到的现金也很少,这就是行业的残酷现实。”

他说,目前中国船企的另一大挑战还在于日元的大幅贬值。中日船舶以往竞争就很激烈,金融危机后日本企业开发了很多新型环保型船舶,受市场热捧。虽然中国公司也在积极转向 LNG、化学品船和 LPG、油轮等新船型,但是今年以来日元就贬值了 20%以上,日本新船的定价也随之降低,其环保型船舶也更受追捧,中日的竞争也就更加激烈了。