

明年A股 将面临危机四伏的洗礼

肖玉航 / 文

2013年即将过去,在过去的一年里,即有主权重股票的熊跌,也有创业板、主题投资板块的牛起,股份分化的时代随着市场化的推进,即将进入到2014年。笔者通过2013年多个基本面变化及未来演变来看,总体认为2014年股市将会随市场化深入而面临洗礼,也可以说危机四伏、熊股将量产。

两大危机信号不可忽视

回顾2013年两个重要危机信号来看,笔者深感2014年股票市场的分化或风险将继续深化。一个是今年6月的所谓钱荒式下跌;另一个则发生在当前。本周一,中国银行间市场基准回购利率刷新今年6月“钱荒”时的记录,7天质押式回购加权平均利率盘中一度触及9.8%,超过了今年6月该利率9.29%的最高水平,7天与14天Shibor当日双双大涨逾100基点,均超8%。这两个重要数据信号

的变化,笔者认为是一种金融危机的前兆。它往往是一种信托违约或资金市场面临风险来临的信号,对于此笔者认为2014年很可能再次上演,而是否演变成为一种信用违约式的发展,则要密切观察。

债务风险的演变将延伸至股市

近年来经济刺激所形成的增长模式,其同时也使得中国债务规模出现水涨船高。其中被称为史上最大规模、最彻底的地方债审计已过去四个月时间,审计结果依然没有公布。中华企业家联合会会长保育钧12月14日对媒体表示,地方债务迟迟不公布很可能是由于审计结果超出中央预期。地方债可能超过20万亿人民币,接近2012年GDP的50%。

同时研究发现美国债务规模也创历史新高。美联储(FED)公布的数据显示,2007年8月,美联储资产负债表规模仅为8690亿美元,而至2013年12月11日当周末联储资产负债表负债规模为3.951万亿美元,可以说债

务规模陡峭式上行轨迹明显。众所周知,在2008年,美国爆发金融危机。轨迹图显示,2012年、2013年美联储资产负债表规模呈现90度上行,债务上行难以持续或风险急速增加。

从中国债务规模与经济增长的态势来看,具体有多少债务目前谁也无法说清。而仅从债务规模与GDP的比值来看,可以推测规模应该较大。今年初,国际清算银行(BIS)的数据显示:目前中国的私人债务占GDP的比重已经攀升至比过去10年高出12%的水平,已经超过了数次金融危机爆发前的债务峰值,比如1989年的日本,1997年的韩国,2007年的美国以及2008年的西班牙。文章称,自2008年以来,中国的公共与私人债务总额暴增至GDP规模的200%,这一比例在所有发展中国家来说是史无前例的,乐观的政府和舆论丝毫没有觉察到债务问题对金融体系与经济增长所施加的风险。从机构研究报告来看,部分机构预计2014年中期中国债务规模/GDP的比值有望增至250%的水平。

市场化竞争将使机构淘汰与信用违约不断

市场化是一种优胜劣汰的竞争,也是一种真正的经营能力的较量。目前来看,我国证券机构依然保持绝对的国有化,但随着政策与市场化推进,国有证券机构的运营风险急增,特别是一些理财产品过多、资产管理内控不佳的公司。相关数据显示:2012年我国银行针对个人发行的银行理财产品数量达28239款,同比增加2584%,发行规模达2471万亿元,同比增长45.44%。可谓是规模日益庞大,并成为各大银行与信托合作的主要业务之一。2013年虽然国家对此有所规范,但利益与业务扩张,使得影子银行规模不断增加,其间的各类理财包括房地产基金、应收账款等也都成为其变相的一种理财产品。

大量的资金沉淀于风险投资市场,而后续资金一旦失眠,则兑现风险将立刻体现出来,信用违约将导致的风险正在日益扩大之

势,无论是房地产信托基金,还是各种理财产品、股票型投资基金,目前来看,其承诺或发行的受益正面临信用违约的冲击。利率市场化导致的钱荒布局,800家A股IPO排队及2000家左右的新三板市场对资金的渴望、债务风险的此起彼伏、产能过剩与环境污染的尖锐矛盾等都将使和市场化竞争艰巨而具有极大的风险。

笔者预计,随着经济面与金融面的不断演变,信用违约将绝不是温州、鄂尔多斯等地的专利,部分金融机构将出现淘汰与出局的现象将成为市场经济中的正常。

总体而言,笔者认为在即将到来的2014年,由于经济层面与金融杠杆等不确定性因素的累积与演变,市场化推进中将会产生非常之大的不确定风险发生,而中国A股市场面临巨大的风险洗礼将成为市场波动的推手。可以预见,随着市场化的不断推进,市场机会的后面将会量产熊股,而这些熊股的下跌将体现空前规模与幅度,至于市场的投资者要远离垃圾股,在把握机会的同时,注重资金的安全性为第一要务。

A股市场公平交易之路曲折漫长

肖玉航 / 文

2013年即将过去,回顾2013展望2014年,发现中国A股市场的公平交易之路仍较为曲折。光大证券事件、一些明显的对倒交易、基金普惠的乌龙交易等仍不时出现,而即将到来的2014年又将有新股上市与发行,而通过A股市场交易体制来看,新股的交易机制难尽人意特别是新股首日的交易机制具有明显的非公平交易体现。

“公平、公正、公开”是证券市场的原则,而公平交易是构成中国A股市场最为关键的一个因素。

研究观察发现,许多事件的发生,都与公平交易密切相关,也事关投资者利益。比如

2013年8月光大证券8.16事件。近两年来,随着股指期货、ETF套利、融资融券等新型交易手段的出现,其明显利于机构投资者,而使得广大中小投资者无法实现风险与收益的当日对冲。显然形势变化与交易制度违背了公平、公开、公正的原则,8.16事件的出现,使得大的机构投资者可以运用ETF套利资金对冲风险与收益,而当日介入的中小投资者,则相对而言则失去止损机会,在股指期货波动、套利模式增加且波动性较强的A股市场,现行的T+1交易制度,明显暴露出交易制度的缺陷。因此从公平交易及市场自身修复的角度而言,在股票市场规模、套利模式、对冲机会等变化较大的现阶段,推出T+0交易制度没有技术与法律上的障碍,时机相对成熟。但事实是,尽管当时管理层有大的表态研

究推进,但目前来看,新股交易制度难有大的变化仍然累积着问题,困扰着公平交易的实施与改进。

我们通过研究2014年市场交易机制发现,新股的交易体制特别是首日上市明显体现出一种非对等性的非公平交易制度,这主要体现在上海主板市场,深圳相对完善与相对对等公平。2013年12月19日,N浙能的上市,可以说是新股上市的预演,只不过交易机制仍为老式。而从日前上海证券交易所未来新股上市首日交易规定来看,体现出明显的非对等性。

上海市场规定:集合竞价阶段有效申报价格不得高于发行价格的120%且不得低于发行价格的80%;连续竞价阶段有效申报价格不得高于发行价格的144%且不得低于发

行价格的64%。收盘前,即14:55至15:00有效申报价格不得高于当日开盘价的120%且不得低于当日开盘价的80%,超过有效申报价格范围的申报为无效申报。研究认为上涨不得高于120%,下跌不得低于80%是一种人为的干涉多空平衡规则的行为。其收盘前的有效报价又出现不得高于144%、不得低于64%简直就是一种拍脑袋行为,破坏的市场交易规则的公平性。笔者作为研究中国资本市场20多年的分析研究人员,感觉此项规定或破坏了规则的对等性,具有利益偏向性,将在未来造成非公平交易体现或伤害投资者利益。

纵向对比世界主要资本市场来看,新股的涨跌对等性或无限制涨跌交易原则明显,这些充分尊重了多空市场的博弈,体现了一

种公平交易。世界主要资本市场对于交易规则特别是股票上市规则都保持对等性,其并不会因为新股上市而开先河,由于国际主要资本市场的新股首日交易与老股票没有不同,当天上涨多少或下跌多少并不会出现人为的限制,更不会出台不对等的涨幅交易不同规则。

总体来看,三公原则的关键是公平处于第一位置,如果体现市场公平的交易机制不能适应市场,其公开与公正的原则也将大受影响,难以实现。目前来看,交易体制方面所体现的缺陷或不足已非常明显,在市场规模日益增大,机构投资者队伍建设加快及风险与收益对冲增多的A股市场,公平交易机制的完善是当务之急,而目前来看,其发展之路依然非常曲折与漫长。

信贷资产证券化碰上市场高利率

周鹏峰 / 文

2013年启动新一轮信贷资产证券化试点后透出的信息相比去年有大不同。据知情人士透露,目前监管层一致希望试点加快推进,机构对监管审批进展也相对乐观,而不可控的市场因素却成为银行推进信贷资产证券化面临的新挑战。

发行利率明显走高

“可以查查进出口银行的发行情况。”对于目前利率走高对信贷资产证券化产品发行的影响,某银行投行部人士昨日如此提醒上证报记者。

公开资料显示,中国进出口银行12月9日发行2013年第一期进元信贷资产证券化产品,该产品资产池未偿本金余额10.4亿元,加权平均贷款年利率为6.08%,最后分为优先A档、优先B档两档发行,额度分别为8.32亿、0.83亿,但令人惊讶的是,两档发行票面利率分别高达6.8%、7.5%。

即以发行票面利率与资产池加权平均贷款年利率比较,进出口银行此笔信贷资产证券化产品发行有约0.72-1.42个百分点的“贴息”。

时间回到一年前,市场则是另一番模样。2012年9月,国开行发行2012年第一期

开元信贷资产支持证券化产品,该资产池加权平均贷款年利率为6.27%,分为优先A-1档、A-2档、A-3档、A-4档,据市场人士透露最后该四档产品确定的发行利率分别为4.10%、4.40%、4.53%和4.70%,而优先B档的利率为5.68%。

即此轮信达资产证券化发行完毕后,国开行仍留有约2个百分点左右的收益。但今年情形大不同,稍早发行2013年第一期资产证券化产品的国开行虽不至于“贴息”发行,但所余收益亦是大幅收窄。

今年11月18日,国开行再次率先启动第三轮资产证券化发行试点,发行“2013年第一期开元铁路专项信贷资产支持证券”化产品,额度为80亿,该产品基础资产池加权平均贷款年利率为5.84%,但招标发行中标利率则高达5.6%,也即国开行就该笔信贷资产收益仅余0.24个百分点收益,相对去年大幅收窄。

机构备感压力

临近年末,银行间市场流动性紧张推高市场利率,这也让获配额度的机构在发行时不得不更多考虑市场的承受能力。据消息人士称,国开行今年已审批的信贷资产证券化额度为200亿(包括上述已发行的80亿),国开行之所以未一次性发行完毕,市场环境便是一大主要因素。据透露,国开拟将该200亿

额度分80亿、60亿、60亿三期发行。

“国开行这一安排或是考虑到市场的承受能力,发行太大怕市场无法接纳。”上述人士称,国开行在此轮试点中共分得1000亿额度,另800亿获配额度发行仍未提上日程。

值得指出的是,信贷资产证券化得以积极推进的一个重要原因是有利于盘活存量,目前我国银行业、金融机构总资产约140万亿,信贷资产约70万亿。

“现在额度是在那了,但市场环境很关键。”中诚信国际副总裁吴进近日在接受上证报采访时也认为,如果市场利率持续高企,第三轮4000亿试点规模要按时发完有难度。因为此轮银行基础资产基本上要求为优质资产,贷款利率本不高,与此同时,资产证券化产品发行利率又高企,大幅挤压银行收益,发行或有障碍。

据了解,第三轮4000亿额度包括新增3000亿试点规模、存量到期腾出的额度以及第二轮试点余留的额度。

在今年9月召开的一次有关部署证券化后续推动工作的内部会议上,央行相关人士曾明确提出第三轮信贷资产证券化产品要确保在2014年6月30日发行完毕。

“市场环境没法控制,我想大家还是尽量去做,但如果市场不配合,肯定会有些压力。”吴进说。

中央财经大学中国银行业研究中心主任

郭田勇认为,市场利率走高最直接影响的是大型银行发行信贷资产证券化产品的积极性,因为大型银行对应的多为大型企业贷款或项目贷款,贷款利率相对较低,而中小银行受影响相对要小,因其中小企业贷款占比更高,且面临的流动性压力更大。

监管协调不再是障碍

不过,在市场环境相对不配合的情况下,对第三轮信贷资产证券化试点监管的态度则明显更积极。受此鼓励,目前银行以及中介机构对监管审批效率都颇为乐观,而此前,监管协调问题是导致第二轮信贷资产证券化试点受阻的一个重要原因。

据知情人士对上证报记者透露,去年试点的500亿额度中,约有200亿截至目前仍未发行且已作废(作废的额度现已重新纳入试点规模,各机构需重新申报),重要原因之一即是央行与银监会对登记托管地意见的不一致。

“央行希望登记托管地为上海清算所,而银监会则希望放在中债登,银行无所适从,不得被迫搁置发行计划,其中股份制银行受影响最大。”知情人士对上证报记者称。

而今这一问题已不是障碍。据该人士称,“现在监管一致希望加快速度,态度很坚决,内部协调工作做得比较好,比如国开行这单

就很快。”

据透露,经协调后,目前央行与银监会已明确统一要求登记托管地为中债登。在今年9月召开的相关内部会议中,央行相关人士也明确表示,央行和银监会的双审批制度依然保留,但银监会和央行将以会议纪要方式提出提高审批效率的方法。

此外,在监管审批效率提升的同时,第三轮试点开放性也更强,比如此轮外资行也可以申请加入试点。

市场人士称,此前虽未明确说外资行不可以参与,但实际上外资行在与当地银监局的沟通中,并没有得到过明确的态度,但现在是在明确表示“可以”。

对于新一轮资产证券化试点,此前银监会创新部主任王岩岫也说,要坚持市场化运作的原则,在银行业、金融机构有实际业务需求和项目准备充分的情况下,鼓励多类发起机构参与此项工作,研究小微、个人消费信贷等新型的基础资产加入资产证券化,包括汽车金融、消费型金融产品都可以参加这项工作。

另据了解,目前也有银行考虑在交易所试点发行信贷资产证券化产品,以前信贷资产证券化产品发行地仅局限于银行间市场,目前也仍以在银行间市场发行居多。就监管而言,目前银行间市场以及交易所通道均已放行。