

及时化解“券商基金化”苗头

□中国社科院金融所
公司金融研究室主任 张跃文

光大证券引发的“8·16”事件,不仅让市场重新认识到券商完善内控制度的重要性,而且见识了程序化交易和套利策略的威力。根据公开信息,光大证券的策略投资部2012年的营业收入是1.24亿元,不仅超过了投行业务,在各部门考评中更是名列第一,其盈利能力可见一斑。如果复杂投资策略可以给券商带来无风险的额外收益,扩大与此有关的业务规模将是所有券商的理性选择。然而,发达市场的实践告诉我们,没有一种策略能够长期战胜所有市场,基金化趋势有可能将证券公司引入歧途。

券商的基金化,是指券商主要收入来源于资产管理和自营投资收入,业务结构单一化,与基金管理公司相类似,金融中介职能出现弱化趋势。尽管根据证券业目前经营状况,距离基金化仍然很远,但光大证券的“8·16”事件,暴露出某些券商对于复杂投资技术的兴趣,以及扩大资产管理业务和自营规模的冲动。为了防止投行业务、经纪业务这些传统中介业务的弱化,从而降低证券业对实体经济的贡献,有必要及时发现和化解任何的券商基金化苗头。

光大证券在此次事件中所使

用的“市场中性策略”,理论上可以规避市场风险,投资者只需承担证券特质性风险。如果投资者持有的是证券组合,那么单只证券的特质性风险会在一定程度上被分散掉。这一策略支持投资者在风险承受力不变的情况下,大幅增加持仓规模,增强低风险条件下的盈利能力。市场中性策略算不上新事物,创立于上世纪50年代的美国第一只对冲基金——琼斯基金,所运用的就是这一策略。此后,发达市场中的对冲基金和其他机构投资者,开始将这一策略作为股票市场中的主要套利策略付诸实践。根据瑞士信贷集团发布的对冲基金策略指数,上世纪90年代以来市场中性策略为投资者带来年均4.9%的收益,低于对冲基金行业平均水平(8.6%),也低于标普500指数(8.6%)。在过去5年中,这一策略的累积收益为-34.4%,而同期对冲基金总体收益为19.4%,标普500指数则上涨了48.7%。可见,市场中性策略在发达国家基金业的近期实践并不算成功。

笔者这样写,没有贬低它的意思。事实上在琼斯基金时代,市场中性策略确曾为投资者创造了明显优于其他策略的超额利润。只不过自上世纪90年代以来,市场条件已发生了巨大变化,而没有一种

策略能够适应所有的市场条件并且保证投资者赚钱,这也反映出有效率 的股票市场上,赚钱变得越来越困难。投资者必须要根据自己对市场形势的预测,不断调整策略和持仓头寸,才有可能战胜市场。这不仅需要大量的研发投入,同时也需要天才和运气。在光大“8·16”事件使其策略投资部门曝光以后,这个部门的盈利能力或许会令某些券商产生开展类似业务,或者使用复杂投资策略的想法。笔者列出前文的统计数据,目的正是向大家展示海外市场的“市场中性策略”的历史表现,破除某些盲目的“策略崇拜”,将注意力更多地集中到中国市场的实际特征上来。

监管机构支持下的券商创新活动,特别是在证券交易和资产管理领域的创新活动,一定程度上释放了券商积极开展资产管理业务的热情。事实上这部分创新业务所带来的收入也在迅速增长。据中国证券业协会的数据,2013年上半年,114家证券公司的受托客户资产管理业务净收入28.8亿元,超过去年全年水平(26.8亿元);融资融券业务利息净收入66.9亿元,超过去年全年(52.6亿元)。当然,资产管理业务和借贷业务的增长,同市场活跃程度有直接关系,但也不能否认,放松管制和鼓励开展创新业务活

动,为证券业扩大了业务收入规模。目前,从行业来看资产管理业务和自营业务在券商全部收入中的比例还很小。不过我们仍然需要警惕个别券商的激进发展模式,可能对行业稳定带来的不良示范作用,从而引发经营模式的基金化趋势。

这不禁让人想起,2008年金融危机期间,美国大型投资银行由于过分追逐资产管理 and 自营投资收益,深陷利益冲突和欺诈交易的历史表现,就是自美国《1999年金融服务现代化》法案以后,美国监管机构过度放任投资银行扩大资产管理业务和自营业务规模,导致投资银行出现基金化倾向。一方面,投资银行凭借强大的交易能力和资产管理能力,设立投资信托、对冲基金和其他类型的集合投资工具,吸引客户资金,开拓资产管理业务;另一方面,投资银行将自有资金也投入到二级市场交易和某些投资项目中,而且投资规模不断扩大。以摩根士丹利公司为例。2007年,摩根士丹利共获得净收入280.3亿美元,其中,投资银行收入为63.7亿美元,占比23.6%。除此以外该公司的收入基本都与二级市场交易有关,如占比均在23%左右的本金交易和资产管理收入,占比

16.7%的佣金收入等。基金化既为投资银行增加了收入来源,也使其经营业绩更容易受到市场波动的影响。这是次贷危机中主要投资银行很快陷入财务困境的主要原因。金融危机发生以后,美国国会迅速通过《德-弗兰克法案》,明确要求投资银行如欲获取救助必须接受美联储监管,禁止向自设基金内投入自有资金,划清资产管理业务与自营业务的界线。

随着我国证券市场产品和服务的日益丰富,券商的业务结构趋于复杂化,风险管理难度增加,在如何平衡股东利益、客户利益和公共利益方面,将面临越来越多的困难选择。从宏观层面来看,券商作为证券经营机构,肩负的首要使命是更好地为实体经济服务,促进资金在实体经济中有效率地配置。脱离经济基本面的高频交易,以及局限于行业内部的资金循环,往往会催生错误的市场信号和不必要的内生风险甚至资产泡沫。建立在某些交易基础上的业务模式,注定是难以稳固的。目前,券商应更清楚地认识到证券业务创新与其他非金融行业创新的差别,不迷信“舶来”的所谓创新产品和业务模式,将稳健经营放在更加突出的位置,根据中国国情有步骤地拓宽业务领域,这应当也是监管机构所希望看到的局面。

实体企业亟需外汇期货管理汇率风险

□上海财经大学金融学院教授
丁剑平

今年以来人民币汇率强势升值,在6、7月份经历了两个月盘整之后,于8月份创出历史新高,将美元对人民币汇率带入了“6.11”时代。与此同时,中国出口行业却遭受严重的打击。近期国家商务部新闻发言人沈丹阳公布一项调查数据显 示,1000多家受访企业平均出口利润不足3%,人民币升值已明显制约出口。随着人民币汇率形成机制改革的不断推进,人民币汇率浮动风险逐渐加大,企业面临着越来越显著的汇率风险,因此应尽早建设外汇期货市场,帮助实体企业管理汇率风险。

人民币升值冲击出口

出口下滑可能是受到人民币实际有效汇率持续升值的冲击。首先从数据上来看,近期海外经济并未出现继续恶化的情况。但在汇率方面,从去年三季度至今,人民币对美元升值幅度约2.7%,但在美元阶段性走高的背景下,人民币对美元的半绑定却造成这段时间内实际有效汇率的升值幅度超过8%,同期越南、巴西、印度、印尼的汇率均处于贬值趋势中。

考虑到实际有效汇率与出口增速的反向关系,当我们把虚假贸易的成分剔除之后,中国出口企业受汇率上的冲击就可以看出来了。2013年以来,人民币实际有效汇率和出口金额同比增速的反向关系比较明显。苏州市商务局的一份报告也显示,通过相关计算,人民币每升值1%,棉纺织、毛纺织和服装的行业利润率就会分别下降3.2%、2.3%和6.2%。笔者在对浙江省嘉兴市30家中小企业调研中发现,人民币汇率升值是影响企业出口的最重要因素。43%的企业认为人民币汇率波动是影响进出口的主要因素。而企业对于人民币汇率波动的承受能力很差,72%的企业可接受的升值幅度小于3%,仅有两家企业表示其议价能力强,可接受较大幅度的汇率升值(5%以上)。

现有衍生品难符企业需求

从1997年银行推出远期结售汇业务至今,外汇衍生品已经经历了近20年的发展,但是从现有企业使用外汇衍生品的规模来看,衍生品服务实体经济的市场功能还没有得到充分发挥。2012年,全国进出口总值为38667.6亿美元,而同期银行对客户累计签订 外汇衍生品4216亿美元,其中远期结售汇3641亿美元,外汇和货币掉期290亿美元,期权285亿美元,仅占到全国进出口总值的10.9%。目前,企业使用最多的是远期结售汇产品。但是远期结售汇还存在一些不足。

一是综合交易成本很高。综合交易成本包括多个方面,如价差、违约成本和展期成本等,这些成本都很高。银行靠远期产品赚取点差收入,现在银行对普通客户一年期以内的远期结售汇的点差大约在100-200点之间。作为对比,香港人民币离岸市场的无本金交割远期(NDF)价差仅约50点,并且1年之内各个期限的合约价差相似。违约和展期等成本较高,平均而言是汇率的2%-3%。

二是流程繁琐,效率较低。通常企业签订远期结售汇都要经历如下过程:企业向银行询价,双方对价格进行谈判,确定价格后企业准备远期结售汇申请书,银行准备远期风险揭示函、总行对远期结售汇的批准函、支行提供的远期结售汇附件等,双方确认签订后还需经过企业内部审计及银行的层层审核,最终才能完成远期结售汇协议的签订。

三是存在规模歧视。大型客户往往与银行有密切的合作关系,所以在远期价格谈判时占有一定的优势,能拿到银行间市场的价格。但是对于广大的中小企业来说,银行给出的报价相对较差。

四是交易机制不灵活。受到实需原则的限制,企业有规避汇率风险的需求,但却难以或不能及时提供满足实需原则的文件和单据,就无法利用远期结售汇进行风险规避。另外,远期结售汇协议一旦签订就不可撤销,也不可买卖,最终只有交割或违约两种选择,而企业的实际经营情况往往非常复杂,不会完全按照当初的计划发生,这样就承担着违约的可能性。在调研中

企业表示,考虑到远期结售汇的严格限制,企业往往仅对冲20%-50%的外汇敞口风险。

迫切需要推出外汇期货

1972年,美国芝加哥商品交易所(CME)推出外汇期货产品,这是世界上第一个金融期货产品。40多年来,外汇期货已经成为金融市场汇率风险管理不可缺少的工具,并在促进对外贸易、对外投资便利化和服务实体经济方面发挥着重要作用。近年来,海外交易所纷纷推出人民币外汇期货产品,这些都倒逼我国加快发展境内的人民币外汇期货市场。

首先,“实需原则”限制了企业灵活地对冲外汇风险,而外汇期货市场的发展提高了企业的外汇风险管理能力。

大多数新兴市场国家由于汇率管制,在外汇衍生品市场中采取“实需原则”加以限制。这在外汇市场发展初期起到了限制市场投机,维护市场平稳发展的作用。但是随着全球资本流动加剧,汇率波动幅度加大,“实需原则”也在一定程度上阻碍了企业有效规避外汇风险。一方面,企业在进出口贸易过程中,可能进出口金额和时间不确定性,一旦签订远期合约就要到期交割,限制了企业运用外汇衍生品的灵活性。另一方面,随着全球化进程的加快,国内外价格联动趋势明显,企业随时可能面临着汇率波动风险,然而企业却无法利用外汇远期合约对冲这部分经济风险。

外汇期货市场的建立取消了“实需原则”的限制。在外汇期货市场中必须存在着一定规模的投机者,是主动承担风险的交易者。正是由于有大量的投机者的存在,才使得套期保值得以顺利实现,增强了市场的流动性。

以南非市场为例,场外市场中,银行将在与企业签订远期合约之前检查企业的进出口合约,这也就是南非版的“实需原则”。而交割日期不确定或不能履约将使企业无法规避某些已经形成,然而却还没有签订进出口合约的外汇风险。企业可以通过外汇期货市场规避这类风险。另外,国外直接投资项目也倾向于在外汇期货市场对冲汇率风险。根据南非外汇市场现有制度,只有进出口贸易所产生的外汇风险暴露,才能在外汇远期市场对冲风险。2008年之前,这部分风险暴露只能在离岸市场对冲汇率风险,而南非外汇期货市场建立之后,企业或机构投资者也可以通过这个市场规避直接投资风险。

根据市场调查结果,南非外汇期货市场中约20%的交易量来自于实体企业,20%-30%的交易量来自个人的投机行为,剩余的交易量来自对冲基金和银行。调查显示,所有外汇期货市场会员都认为外汇期货市场有助于提高企业的外汇风险规避能力。

其次,外汇期货市场有效降低了企业参与外汇衍生品市场交易成本和信用风险,有助于企业的保值增值。

外汇期货交易采用标准化交易方式和保证金制度,通过结算机构充当交易对手和清算中介,向买卖双方收取保证金,不仅有效地减少了交易中的信用风险,而且提高了市场流动性,使得交易的实现更为简化和高效。外汇期货可以积聚市场流动性,从而缩小场内外外汇衍生品的价差,降低企业交易成本。

根据研究报告显示,印度自从推出外汇期货一年之后,外汇期货市场的买卖价差逐渐缩小,从2008年11月的0.0086卢比/美元到2009年9月的0.0029卢比/美元,同时带动了远期市场的价差从0.0187下降到0.0108。外汇期货市场的充足流动性,显著地降低了外汇市场的价差,从而为实体企业套期保值发挥了积极的作用。

在巴西市场,由于企业的发展很大程度上依靠的是低成本的境外贷款,因此巴西企业受外汇波动影响很大,尤其是在实行浮动汇率制度后,这些企业更加注重对外汇风险的管理。实体企业的需求是促进外汇衍生品市场发展的重要因素。

在国内,随着人民币汇率形成机制改革的不断推进,人民币汇率浮动风险逐渐加大,企业面临着越来越显著的汇率风险。因此,应尽早建设外汇期货市场,有助于增强实体企业抗风险能力,降低汇率波动对其造成的负面影响。

建立货币调节制度 提升监管透明度

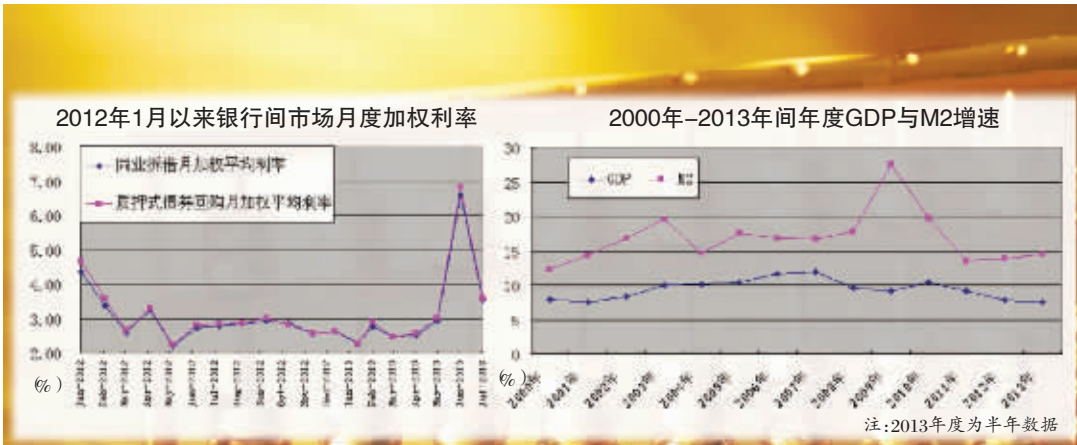
□中国人保资产管理公司 蔡红标

“钱荒”过去快两个月了,目前的反思集中在“金融脆弱性”方面。笔者认为,这并不全面。事实表明,这种看法对金融市场的复杂性缺乏必要的认识,对铁腕收紧流动性带给资本市场的“多米诺骨牌”效应缺乏应有的估计,更关键的是监管层与市场缺乏必要的沟通。应该说,货币市场生态已经因此发生了很大变化,主要体现在以下方面。

货币市场生态发生变化

第一,央行收紧流动性的目标开始实现,资金利率因此出现实质上升。6月银行间市场同业拆借加权平均利率高达6.58%,比5月高出3.66个百分点;进入7月后,拆借利率仍为3.54%,同比高出0.76个百分点,比2012年5月-2013年5月平均2.65%的利率高出89个基点。时至今日,7天回购仍在4.06%-4.5%。可见,今年5月前那样的宽松日子在短期内很难再现。

第二,机构心态发生重大变化,不安全感上升。关于6月资金市场究竟是“钱荒”还是“心慌”,不同的人可能感觉不同,有一点似可肯定,商业银行,尤其是股份制银行和城商行等中小银行,除了法定备付金外,一定会大大增加其自有资金的比例,以应对或有的兑付困境。单纯从此角度看,资金的使用效率无疑会有所降低。当然,这种特别备付金比例的提



高,一定程度上也会降低商业银行的杠杆比例,这自然是央行所乐见的。

第三,资金市场的实际加息,一定程度上不利于实体经济复苏。去年底召开的中央经济工作会议要求,切实降低实体经济发展的融资成本”。但6月以来,由于资金市场的变化,企业贷款利率实际上在提高,即使央行放开了贷款利率下限后仍是如此。银行间市场的回购利率与SHIBOR是一脉相传的,而后者是银行制定企业贷款利率的重要参考,况且贷款资源在中国现阶段仍是稀缺资源。统计表明,商业银行的加权贷款利率二季度环比增加了2个基点。可见,回购利率的上升一定会传递到实体经济。

建立货币调节制度

笔者认为,应以制度或市场清

晰的机制来调控市场,惟有如此,市场才能形成清晰的预期。如果我们的货币政策仅有“相机抉择”,而主要工具又以数量为主,那就如同站在金贸大厦的顶楼看着地面上的游泳池来开关水龙头。

我理解,收紧流动性如仅用量化调整工具的话,理论上就是“量化收紧”(即QE的反方向)。那么,能否建立以货币政策委员会决议的形式,明确告诉市场下一阶段的原则倾向,如“鉴于种种原因,未来的6至12个月内,每月将回收流动性N亿元人民币”?这样市场预期一定会改变,其经营行为也会自觉调整。

此外,监管部门应把总量调控和专项业务调控区分开来。例如,M2过高,那么就降基础货币;社会融资过高,就调整债券发行利率或票据回购贴现利率;如果同业风险

过大,银监会就可发文进行监管。

由此引出,中国是否存在发行的货币过度的问题。实际上,过去4.5年间,国际、国内对此的议论从未停止过。

中国货币自2000年以来,至少有两次投放过度:一是2003年,当时政府对当年发生的“非典”对经济的负面影响估计过于严重,导致当年M2增速高达19.6%,约为年度GDP的两倍;二是2009年,受美国次贷危机的影响,当时国内经济出现较大困难。问题是,当年货币投放远超过经济需求,当年M2增速竟然高达27.6%,约为年度GDP增速的三倍。如此超发货币为过去20年所罕见。不仅如此,2010年当GDP再次出现两位数增长,很大程度上出现经济过热或明显超出自然增长率的情况下,M2增速仍接近20%,是

本轮房价上涨或于明年见顶

□上海易居房地产研究院副院长
杨红旭

当前,房价节节攀升,看涨房价的声音一浪高过一浪。尤其是地王频出,高价地横行,地价推高房价,已板上钉钉。我的感觉是,很多拿高价地的开发商,对后市的预期过于乐观;而很多购房者,对于后市房价大涨,有些过于忧心。

盛极必衰,这是自然界的法理。即便是过去十多年中国房价不断快速上涨,也同样存在着楼市降温与房价下跌的时段。只有理性看待市场,才不至于在市场中掉跟头。正基于此,笔者认为,房地产短周期(未来6个月至12个月的变化)可用于指导房价走势预测。

关于短周期,过去十年已有迹可循。全国房地产开发景气指数,是衡量开发行业体温的“温度计”,能够比较好的反映房地产开发行业的周期性波动。按照“峰值-峰值”的划分法,2004年以来可划分为三个短周期。

第一个周期:2004年3月-2007年11月。这一周期出现两个峰值,都

是106点,谷值是1006,出现在2005年12月。下行历时21个月,上行历时23个月,共计43个月。下行主因是房地产调控,上行主因是经济过热,资本市场疯狂。

第二个周期:2007年12月-2010年3月。第二个周期峰值近106点,谷值是94.74,出现在2009年3月。下行历时16个月。上行历时12个月,共计28个月。下行主因是受国际金融危机影响国内经济下滑,上行主因是政策力度大。这轮跌急涨急,波幅大,历时长。

第三个周期:2010年4月以来。谷值是94.39,出现在2012年9月。下行历时30个月。下行主因经济下滑与房地产调控。在双重打击下,下行时间较长,调整幅度较大。上行主因是货币宽松和经济复苏。这轮周期已经完成筑底,但上行之路不可能像2009年那样又急又快,将在“磨磨唧唧”中上行,预计将于2014年触顶。

接下来,我们再用房价增幅,来印证一下国房景气指数的短周期。按照“峰值-峰值”的划分法,2004年以来,同样可分为三个短周期(按季度)。第一个周期:2004年四季度—

2008年一季度;第二个周期:2008年二季度—2010年二季度;第三个周期:2010年三季度开始。由此可见,两个指标的周期基本一致。第二、第三个周期的谷底,出现房价同比下跌,可见市场调整幅度大,而第一个周期的谷底只是房价涨幅减小。2012年四季度进入第三个周期的后半段,也即上升阶段,2013年基本处于上升通道。但本轮上升过程中,不可能像2009年那样强劲,房价同比增幅难以超过上一轮128%的高点,上升持续时间较长,预计2013年四季度或2014年一季度见顶。

欧美国家的房地产市场,已经历过上百年的周期性变化,经验较多,即便如此,短周期也存在较大的变量。我国房地产市场化,主要始于1998年,只有十几年时间,短周期的规律更加不易掌握,而且受房地产调控影响大。

笔者认为,决定短周期房价涨跌的“四个引擎”是经济、政策、资金和存贷。当前楼市表现也可从这“四个引擎”入手分析。

其一,经济低位企稳。去年三季度,经济增长低探至7.4%,四季度反弹至7.9%,就在大家认为经济见底

反弹之际,今年上半年却出人意料地继续下滑,二季度增幅回落至7.5%。但是,7月的多数经济数据略有起色,8月汇丰中国制造业PMI初值为50.1,重返50枯荣线上方,创4个月内最高水平。这些信号表明,今年下半年经济将企稳。但是中国经济已告别高速增长,明年也仅为8%上下。总体而言,经济面的情况对楼市属中性略偏空。

其二,政策中性。稳增长,客观上要求调控不宜进一步升级。下半年中央层面的房地产调控基本平稳,既不放松,也不加码,但局部政策存在或松或紧的可能,比如市场秩序整顿、推出第二批房产税试点、放松房企再融资、支持首套刚需等。

其三,资金面不喜不忧。从外部资金面看,今年货币供应量明显大于去年,M1同比增幅可能保持在10%上下,而去年保持在6%上下,但是今年1月冲高后,重震荡回落态势,预期明年将弱于今年。从内部资金面看,由于房企销售形势较好,资金回笼量很大,总体资金面宽松了很多。全国开发商资金来源同比增幅今年以来保持在30%以上,而去