

2019年欧元区的“内忧外患”

□ 杨一资本首席经济学家 何帆 杨一资本全球宏观研究院副院长 朱鹤 杨一资本全球宏观研究院实习研究员 陶宏伟

不确定性进一步增强

2019年,欧元区各领域的不确定性会进一步增强。这种不确定性既来自于欧元区外部环境的变化,也来自于欧元区内部的挑战。

首先,外需走弱或对未来欧元区整体复苏造成较大压力。作为典型的外向型经济体,上一轮欧元区复苏很大程度上来自于出口的强劲增长。出口对欧元区经济增长拉动作用明显。2017年,净出口对欧元区整体经济增速贡献达到1.4%,2018年至今净出口对欧元区经济增速拉动下降至1.2%。目前,欧元区的最大出口国家是美国,其次是中国,而中美两国未来的需求都面临一定的下行压力。

美国方面,共和党在失去众议院多数席位后,特朗普财政扩张政策将受到一定程度遏制,前期财政政策效果逐渐弱化,2019年美国经济增长动能或弱于2018年。中国方面,2019年仍将面临来自需求端的压力。外需走弱背景下,欧元区2019年出口增速或进一步下滑。从欧元区出口商品方面来看,经济增速下滑使得未来全球汽车需求或进一步下滑,这对欧元区出口尤其德国是一个令人担忧的信号。

除了外需压力,全球贸易保护主义抬头也对欧元区出口带来较大的不确定性。2018年6月,欧盟与美国之间采取了针锋相对的贸易政策。尽管近期欧盟与美国之间贸易冲突有所缓和,但两者关于汽车关税的问题仍悬而未决。贸易保护政策不仅提升欧元区企业出口成本,也为企业生产带来了较大的不确定。根据德国ifo研究所预测,美国如果对欧盟征收25%汽车关税,德国整体经济将损失约50亿欧元,大概为德国GDP的0.16%,意大利则损失约为5.8亿欧元,占GDP的0.03%。但这只是直接的数值测算,贸易保护政策对供应链的影响是难以提前预估的,由此带来的间接影响很难计入预测模型,因此,市场可能低估贸易保护主义及相关政策对欧元区的负面冲击。

其次,意大利民粹主义政党坚持财政扩张政策也为欧元区债务国的财政改革前景蒙上阴影。财政扩张最有可能带来两个后果:债务增加和利率上升。未来,意大利债务将继续增加,这让市场十分担忧意大利政府债务的可持续性。

无论是从领先指标还是GDP数据来看,欧元区都面临复苏乏力的挑战。展望2019年,欧元区将面临更多的不确定性。欧元区市场或迎来云谲波诡的一年,成为全球金融市场上最值得关注的风险源之一。如果贸易保护主义、美联储加息等外部冲击形成叠加效应,欧元区可能会出现金融动荡。



本报资料图片

意大利政府当前债务水平高达133.1%,仅次于希腊的179.7%。从意大利公布的2019年财政预算草案来看,其财政扩张诉求有很大一部分来自于纯粹的福利支出而非结构性改革,这对于拉动经济作用和降低意大利政府债务水平有限。意大利政府高企的债务水平也引发了主要评级机构对意大利主权债评级的下调,其中惠誉对意大利主权债评级仅为BBB,高于垃圾级(BB级及以下)一个级别。

另一方面,意大利扩张财政政策或进一步推高意德利差,对原本脆弱的意大利银行业造成冲击。在扩张财政路径和欧央行停止资产购买计划背景下,意大利国债市场面临的供需矛盾要远大于德国。从以往数据来看,意大利每年国债发行规模基本都在3000亿欧元以上,远高于德国。从供给端来看,在扩张的财政政策下,意大利2019年国债发行数据势必高于2018年;从需求端来看,欧央行2018年底将停止资产购买计划,同时调整再投资比例。意大利银

行业已经持有大量的本国国债,占总资产比例约为11%,远高于欧元区其他国家银行业水平,其中圣保罗银行持有意大利国债头寸高达393亿欧元。除了来自新增国债的压力,意大利2019年也将面临着3493亿欧元的到期债务压力。当前意德十年期国债利差已经从2018年9月财政预算草案公布之前的240BP上升到当前的310BP左右,而2019年意德利差或将进一步扩大,这对刚从危机中缓过来的意大利银行业势必造成冲击。

此外,意大利坚持财政扩张或许会引发其他国家的效仿。意大利2019年总体2.4%的赤字水平虽然没有超过马斯特里赫特条约规定的3%红线,但是其2019结构性赤字水平相较于2018年上升了0.8%,明显不符合欧盟稳定增长公约。同时,意大利政府关于经济的预测没有得到第三方独立机构(意大利预算办公室)的确定。如果意大利出现实质性财政扩张而欧盟委员会不做任何处理,这或许将引起其它增长乏

力的欧元区国家效仿。

最后,欧央行始终坚持相机抉择的货币政策立场,对未来货币政策操作缺乏必要指引,进一步提高了市场的不确定性。2017年,欧元区的强势复苏使得市场认为欧央行或将在2018年转向紧缩的货币政策,然而2018年欧元区经济增速下滑则使得未来欧元区货币政策愈加不明朗。尽管欧央行明确将在2018年12月底停止长达四年多的资产购买计划,但欧央行仍将到期债券进行再投资以保持充足的流动性,德拉吉也反复强调2019年夏天之前不会出现加息操作。

货币政策空间还有多大

欧央行未来实质性的货币紧缩政策仍然要取决于欧元区通胀水平和整体经济状况。欧元区从2017年至今的这一轮通胀上行主要归功于原油价格的上涨,但不论欧元区总体还是各个国家,剔除原油价格影响后的核心通胀始终保持在1%的较

市场化方式化解股票质押风险

□清华大学经济管理学院教授 谢德仁 长江证券股份有限公司信用业务部经理 王康 武汉大学经济与管理学院助理教授 廖珂

制度背景与发展现状

质押是经我国《担保法》、《物权法》确立的一项担保制度,是指债务人或者第三人将其动产或权利移交债权人占有,将该动产或权利作为债权的担保。股票质押则是指债务人(出质人)以股票为担保品,以一定折扣率从债权人(质权人)取得资金,并约定在未来返还资金和支付利息、解除质押的交易。股票质押中的相关股份无需过户,原股东仍可继续享有出席股东大会、提案、表决等权利,这为上市公司控股股东在融资的同时不丧失公司控制权提供了制度保障。至于质权人,2013年以前,主要银行和信托公司;2013年5月沪深交易所和中登公司发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法(试行)》之后,券商也加入质权人的主力军。

得益于市场资金面的宽松等因素,股票质押业务的发展步伐在2015年大幅提速。仅就场内质押而言,全市场合计待购回本金规模从2015年底的7000亿元,发展到2016年底过万亿元,再到2018年3月股票质押新规颁布之前的峰值1.6万亿元,最终形成了“无股不押”的局面。WIND数据显示,截至2018年10月26日,股票质押业务的部分市场数据如下:从标的证券数量来看,共有2483家企业存在股票质押,占A股整体数量超过70%;从质押股份市值来看,累计质押股票的总市值为4.54万亿元,占A股市场总市值比例约为9%;从大股东质押比例来看,A股上市公司控股股东累积质押数量占持股比例超过70%的有864只股票。其中,有506只个股的控股股东累计质押数量占持股比例超过90%。更有123只个股的控股股东累计质押所持股份数量占持股比例达到100%。

股票质押标的质量视角

我国资本市场中股票质押风险产生的原因主要在于:一是出质人的资产与负债错配,即出质人利用股票质押融资来进行短借长用,造成资产与负债的时间错配。梳理典型案例可以发现,不少大股东将股票质押融资所获资金用于并购扩张、定向增发、股权投资等高风险、长周期的用途。由于单笔质押回购期限一般不超过一年,大股东不得不进行“借用过桥资金-解除质押-重新质押-偿还过桥资金”的循环融资操作,一旦金融机构信用收缩,其他融资渠道的信用可获得性降低,导致出质人在循环融资受阻时,就会出现股票质押风险。

二是出质人自身的杠杆过高,补充质押能力不足。如前述,A股上市公司控股股东累计质押数量占其持股比例超过70%的有864只股票。其中,有506只个股的控股股东累计质押数量占持股比例超过90%;更有123只个股的控股股东累计质押所持股份数量占持股比例达到100%。当股价下跌触及预警线乃至平仓线时,在仅接受股票作为合资格抵押品的情况下,出质人无额外的股票补充质押,场内质押的质权人(主

在A股走低背景下,上市公司股票质押业务流动性问题引起有关方面的高度重视。监管层、地方政府和资本市场相关方已提出和正在采取了一些纾解措施。在笔者看来,应采取一种市场化纾解、即在严格区别股票质押标的的质量基础上进行的“弃救结合”的风险纾解措施。

要为证券公司)也无法接受债权人其他财产作为抵押品,客观上迫使证券公司不得不平仓抵押品以降低自身风险,无形中对市场整体造成了压力。

但更深层次来看,股票质押标的质量不高是形成和放大股票质押风险的关键底层因素。股票质押的标的是股票,而股票的质量在于其价值。股票的价值取决于公司的股东价值创造和资本市场的估值水平。资本市场牛熊转换,股票的估值水平自然也随之高低起伏。长期来看,估值水平之高低取决于资本市场的基础资金成本,并不为上市公司及其大股东的主观意志所转移;公司所能够影响的只是其股东价值创造能力。

因此,决定股票质押风险的根本因素在于公司的股东价值创造能力。如果公司股东价值创造能力强,即便遭遇熊市,市场整体估值水平下降,但因其业绩好,其股价下跌幅度还是会相对更小,其发生股票质押风险的概率就会很低(毕竟30%左右的股票质押率给予银行和券商等质权人的安全边际已经相对充裕)。此外,对于股东价值创造能力强的公司而言,即使由于出质人的资产和负债时间错配而导致股票质押风险爆发,也会有许多资本愿意来“帮忙”,为其市场化解除风险,而不会放大股票的市场波动风险。

那么,从抵押品的视角来看,什么样的股票质量算高?其一自然是估值水平不能太高,比如市盈率在行业中位数左右;其二是公司股东价值创造能力强。对于后者,笔者认为,一个股东价值创造能力强的公司一定是符合高质量发展标准的公司。长期来看,一个高质量发展的公司应该有着持续现金增加值创造力,应该是自由现金流量(经营活动净现金流量+投资活动净现金流量-利息支出)大于股权资本成本的公

司,应该是经营活动净现金流量大于或至少等于“利润(假定利润都来自主营业务)+利息支出+折旧与摊销(含资产减值损失等)+股权资本成本”的公司。在我国资本市场中,一个符合这一高质量发展标准的公司就是股东价值创造能力强的公司,其股票除非估值水平太高,否则就属于高质量的股票。

市场化纾解股票质押风险

何谓市场化纾解股票质押风险?笔者认为,市场化纾解股票质押风险就是,在严格区别股票质押标的的质量之基础上,“救应救,弃应弃”。换言之,市场化纾解股票质押风险不是一视同仁去救助所有有风险的出质人和质权人,而是“有所弃、有所救”。“弃”的是低质量的股票质押标的的出质人和质权人,“救”的是高质量股票质押标的的出质人和质权人。“弃”就是严格按照股票质押合约来进行合法处置,出质人若不能补充质押或提供还款资金,就应该被强行平仓;“救”则是由包括所谓纾困基金在内的各类资本通过市场化合作来帮助出质人渡过股票质押危机。

如前述,当高质量的股票作为质押标的时,即便因出质人流动性原因或者市场的确发生系统性金融危机而出现股票质押风险,还是会有很多资本将之视作投资良机而主动参与,这就是市场化纾解股票质押风险的具体表现。

因此,市场化纾解股票质押风险一定是在严格区别股票质押标的的质量的基础上所进行的“弃救结合”的纾解,是出质人和质权人参与风险分担(为各自的道德风险和运营不当付出代价)的纾解。需强调的是,“弃”作为一种“烈度”较大的方式,是市场化纾解股票质押风险的题中应有之义。“弃”与“救”应该都是市场主体经过合理的得失比较之后的自愿行为,是市场化纾解股票质押风险不可或缺的一体两面。

当以高质量股票作为标的而进行的股票质押出现风险时,其估值水平一般已经下降,此时纾困基金前去救助出质人,就不会产生二次金融风险。而对于那些以低质量股票作为标的所进行的股票质押出现风险时,即使估值水平看似已经下降,但其实还是偏高的,因为其公司不具有持续的股东价值创造能力,这类公司的股票承担主体的转移。既然如此,就不应以牺牲纾困基金投资者和纳税人的利益为代价无差别地救助这些公司及其大股东。

有一种观点认为,纾困基金进行救助的目的旨在保护因大股东股票质押出现风险的而蒙受损失的中小投资者。在我们看来,这是一种在逻辑上站不住脚的看法。本文分析发现,近期市场上出现大股东质押爆仓风险的股票往往

质地较差。

股票质押风险的市场化纾解应立足于对股票质押标的的质量评估。为此,笔者对2017年1月1日-2018年10月30日发布了控股股东及主要大股东(持股5%以上,且为前十大股东)股票质押遭强制平仓或触及平仓线公告的上市公司进行了统计分析,具体如下:

截至2018年10月30日,共有123家上市公司发布类似公告(以下简称这些公司为“出险公司”,其中控股股东出险公司110家,主要大股东出险公司13家)。从这一数据来看,绝大多数上市公司大股东股票质押风险目前是可控的,“爆仓”与“平仓”仅仅是局部现象。

笔者进一步对上述123家出险公司过去5年(2013-2017)的股东价值创造能力和估值水平与非金融行业其他公司(简称为非出险公司)进行了分析。结果发现,总体上,在2013-2017年间,无论是相较于全市场,还是相较于同行业的其他上市公司,这些出险公司均呈现出股东价值创造能力较差以及估值水平较高等特征。

具体而言,将出险公司与非出险公司主要指标的中位值进行了对比。结果发现,一是虽然出险公司的资产会计利润回报率为正值,但他们的资产现金利润回报率(“经营活动净现金流量-折旧与摊销与资产减值损失-利息支出”/年初年末总资产平均值)在2013-2017年间一直为负值,2017年更糟糕,下降至-5.1%。这说明这些公司的应计利润(即权责发生制基础上的净利润)“含金量”一直很低或为零,大都为“纸面”富贵。这也说明这些出险公司的经营活动净现金流量连投资成本都无法完全收回,甚至连利息支付都覆盖不住,它们符合前述所界定的低质量发展公司特征,公司本身也属于结构性去杠杆的目标企业。而非出险公司的资产现金利润回报率虽然也很低(也一直低于其资产应计利润回报率),但在2013-2017年间一直是正值,从中位值比较检验来看,出险公司的这一指标一直比非出险公司显著地差。此外,我们也统计了出险公司和非出险公司2013-2017年的自由现金流量(经营活动现金净流量+投资活动现金净流量-利息支出),虽然出险公司和非出险公司都是一直为负值,但前者的自由现金流量在统计上是显著低于非出险公司。

二是出险公司的资产应计利润报酬率(净利润/年初年末总资产平均值)中位值从2013年的2.4%下降到2017年的1.8%,且过去5年中,除了在2015年出现了该指标昙花一现式的改善,其余各个年份均持续显著地低于非出险公司。

三是出险公司的资产负债率在2013年末的38.5%上升至2017年末的46.5%,且在2017年出现明显的上升,并显著地超过非出险公司。

四是无论是市净率、市盈率还是市值/EBITDA,这些出险公司2013-2016年间都是

低水平。随着欧佩克和俄罗斯的增产,2019年原油价格对欧元区通胀影响或减弱,这也意味着欧元区通胀更多要看来自薪资水平增长的证据。

然而摆在欧央行乃至全球央行面前的挑战是,当出现新一轮经济衰退时,货币政策的空间还有多大?欧央行目前持有的资产已经高达4.63万亿欧元,远高于美联储的3.67万亿欧元(4.146万亿美元),其通过资产购买计划已经持有总计约为2.54万亿欧元的债券资产,通过PSPPP(Public sector purchase programme)计划持有的国债规模达到2.09万亿欧元。庞大的资产负债使得欧央行如果未能在下一轮衰退时及时瘦身,数量型货币政策将面临较大掣肘。而利率政策方面,当前欧元区基准利率已经保持在0%的较低水平,未来的可操作空间更小。

除了来自经济方面的不确定性,欧元区还将面临来自政治方面的不确定性。一方面,作为欧元区稳定核心的德国将迎来“后默克尔时代”。2018年,黑森州选举的失利导致默克尔宣布不再担任基民盟主席,尽管默克尔仍希望担任总理,但决定权已经掌握在未来基民盟的新任党主席。默克尔失利的背后反映的是民众对德国当前政策的不满。最新的民调数据显示,默克尔所在的基民盟和基社盟组成的联盟支持率在2017年大选时的33%下降到近期的26%,而绿党则从大选时8.9%的上升至22%。

另一方面,民粹主义政党在欧元区总体政治舞台的影响力将逐渐变大。英国将在2019年3月29日之前完成脱欧,而欧洲议会则将于2019年5月改选,欧盟委员会主席也将在欧洲议会改选完成后重新选举。欧洲议会和欧盟委员会主席总体选举结果或许是可以预测的,但是更值得注意的是,民粹主义力量即使没有执政,也会迫使在位的欧洲各国政府和欧盟就起关注的议题作出反应。

综上,围绕欧元区2019年的主题仍将是来不确定性。无论是来自经济方面的不确定,还是来自政治方面的不确定,都对欧元区复苏和稳定构成了不小的挑战。不确定的经济增长和政治因素将使得2019年欧洲金融资产波动或将更大于2018年。(本文仅代表作者观点。在任何情况下,文中信息或表述意见均不构成投资建议)

结论

对于我国资本市场所面临的带有系统性金融风险可能的股票质押风险之纾解,除了在防范出质人资产和负债错配、杠杆过高方面采取措施和改进包括大股东股票质押融资用途信息披露在内的相关制度安排外,更应该采取市场化的纾解方法。市场化纾解股票质押风险的关键在于严格区别股票质押标的的质量(公司的持续股东价值创造能力是否强),然后有所弃、有所救。因此,市场化纾解是“弃救结合”的纾解,是出质人和质权人都要为自身的道德风险和运营不当付出代价的纾解。

从数据来看,我国目前面临的股票质押风险是局部可控的。至于市场化纾解的具体方法,可以包括各级政府设立纾困基金发挥作用,但是纾困基金本身需要增强透明度、改进治理,明确退出机制和遏制道德风险。(本文不代表作者所在单位的观点)