

8月“麻辣粉”上桌 本周流动性投放料加码

税期高峰已至,7000亿元“麻辣粉”(MLF,中期借贷便利)回笼在即、逾5500亿元政府债券蓄势待发……本周,流动性将面临多重因素的叠加扰动。分析人士指出,着眼于“跨周期调节”,前瞻性应对经济运行挑战,预计央行将采取综合措施,维护流动性合理充裕,搭配运用公开市场逆回购与MLF操作仍是大概率事件,同时将加大对科技创新、小微企业、绿色发展等领域的定向支持力度。

● 本报记者 张勤峰

短期流动性面临多重考验

不考虑央行操作的话,本周银行体系流动性将面临多重考验。首先,8月税期高峰已至。作为季度中月,虽然8月的税收走款规模无法与7月相比,但在月中税款清缴入库的高峰时点,其对短期流动性造成的边际影响仍不容忽视。据统计,过去3年,8月财政存款平均增加2094亿元。

其次,7000亿元“麻辣粉”即将到期。今年下半年,MLF到期明显增多,继7月4000亿元MLF到期后,8月到期量进一步增至7000亿元。市场普遍分析,7月央行全面降准,有对冲三季度MLF大量到期的考虑,虽然此次降准释放的资金量约1万亿元,但被7月税期、MLF到期等吸收之后,释放的增量资金有限,料无法完全对冲8月MLF到期的影响。

最后,8月下半月政府债券加快发行的预期开始兑现。今年地方债发行偏慢,积压待发行规模大,不少机构预计8月、9月将迎来发行高峰期。目前各地披露的8月地方债计划发行量合计超过1万亿元,但8月发行起步慢,后续需加快速度。据海通证券测算,截至8月12日,8月已发行1661亿元地方债,已披露未发行规模达10492亿元。最新数据显示,本周地方债计划发行量已超过3700亿元,有望刷新今年以来单周发行量纪录,再加上国债,全周政府债券发行量将超过5500亿元。

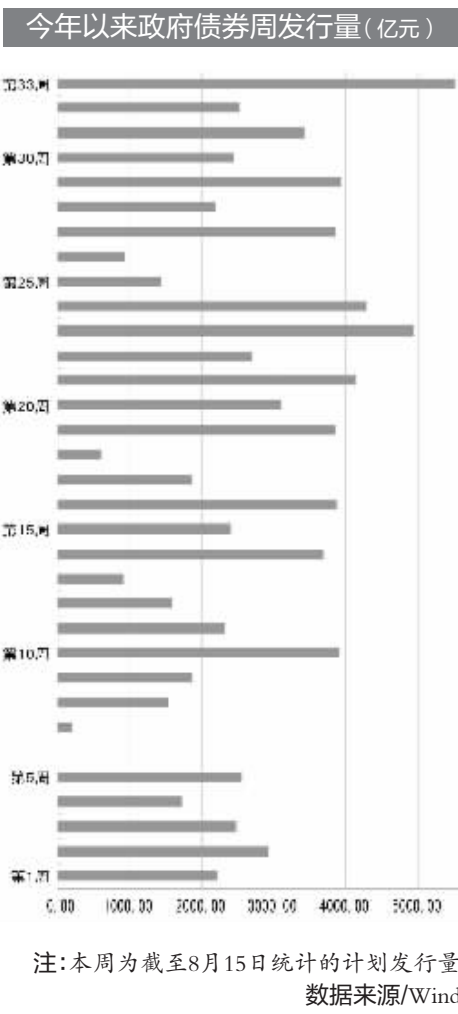
鉴于上述多方面因素造成的基础货币回笼总量远超过1万亿元,且在时点上交织叠加。市场人士认为,要保持流动性合理充裕,以及货币市场平稳运行,仍有赖于央行适时提供流动性支持。

逆回购与“麻辣粉”双管齐下

短期流动性供求压力显而易见,央行给



新华社图片



予必要流动性支持几无悬念,可能动用的工具和手段则成为近期市场热议的话题。

降准并未被排除在讨论范围之外,但可能性微乎其微。8月,地方债加快发行,更大规模MLF到期,加上财政税收等因素,与7月降准时的情形颇有几分相似。然而,历史上连续两个月降准的例子少之又少。目前经济仍保持稳定恢复态势,短期再次降准理由不充分,且政策信号过于强烈,不利于维持稳定的政策预期。

机构分析,央行大概率会搭配运用公开市场逆回购与MLF操作进行对冲。一方面,公开市场逆回购操作作为短期流动性工具,定位于调节流动性边际波动,熨平税期、债券发行缴款等的影响本就在“职责范围”之内;另一方面,MLF每月中操作实现常态化,而8月有大量MLF到期,续做在情理之中。

可以预期,面对短期多种因素扰动,公开市场逆回购操作有望适时放量,更大悬念则在于8月到期MLF会不会被完全续做。中信证券固收首席分析师明明认为,7月降准或继续置换部分8月到期的MLF,8月央行或不实施足量续做。

有业内人士提示,近期银行同业存单利率大幅走低,并已明显低于MLF利率,这为金融机构实现低成本融资提供有利条件,相应也减轻了MLF操作的压力。截至8月13日,1年期股份行同业存单发行利率为2.68%,低于1年期MLF利率20基点以上。这意味着,大中型银行通过发行同业存单融资,比直接向央行借钱成本更低,增添了8月MLF不足量续做的可能性。

继续增强调控前瞻性

近期同业存单利率明显低于MLF利率,说明“降息”的预期已经出现。分析人士认为,降准是对未来经济运行不确定性增多的前瞻应对,表明“稳增长”在政策考量中的权重再度上升,类似动作可能具有一定持续性,但也要避免宽松预期过度发酵。

7月降准虽被定义为“常规操作”,但蛰伏的降准工具被重新唤醒,货币调控的想象空间也随之打开。此次降准之后,对于MLF利率、LPR(贷款市场报价利率)下调的预期均已出现。

分析人士指出,7月降准的宏观背景在于,全球疫情仍在持续演变,外部环境更趋复杂严峻,国内经济恢复有待稳固。在这一背景下,调控部门要做好宏观政策跨周期调节,统筹做好今明两年宏观政策衔接,保持货币政策稳定性,增强前瞻性、有效性,保持经济运行在合理区间。

着眼于“跨周期调节”,前瞻性应对经济运行风险挑战,机构预计,四季度存在再降准可能性,但“稳”的基调没有变,“降息”的出现有待更强催化剂。

在平安证券首席经济学家钟正生看来,未来结构性宽松工具可能被率先使用,全局性宽松工具则需要视财政发力情况、经济下行压力、美联储货币政策动向而综合评估。

从这个角度分析,近期市场利率过快下行,一定程度上是市场预期走在了政策前面,倘若在8月MLF利率上得不到印证,市场预期可能需要适度纠偏。

纸浆期货影响力增强 “走出去”发展空间可期

● 本报记者 周璐璐

中国已逐渐成为全球纸浆最大的消费市场。中国证券报记者日前调研得知,受当前复杂的宏观环境及行业变革影响,纸浆价格波动周期变短,上下震幅变大,传统的贸易模式已经很难适应当前的市场发展。无论是浆纸一体化生产的头部大型纸厂,还是中小型纸品加工厂,都面临价格剧烈波动带来的经营风险。

对于产业而言,产融结合是大势所趋,纸业也不例外。“纸浆期货推出之前,当时内心满怀憧憬又有点忐忑。现在回头看,积极参与和运用期货工具无疑是最好的选择。”厦门国贸纸业有限公司总经理刘志滔说。

借助期货工具抵御周期性风险

对于纸浆期货,在2018年上市之前,刘志滔的内心是憧憬又忐忑。

“憧憬的是衍生品工具的引入,为企业规避价格波动风险提供了更多的工具;忐忑的是新的业务模式对传统贸易带来的冲击。当时行业内以观望居多,一方面希望乘着纸浆期货上市的东风业务更上一层楼,另一方面又对期货市场的风险有所敬畏。”刘志滔表示。

不过,毫无疑问的是,对于公司积极参与纸浆期货交易一事,刘志滔认为是正确的选择。

刘志滔表示,当前纸浆价格波动周期变短,上下震幅变大,传统的贸易模式已经很难适应当前的市场发展。纸浆期货及时推出,通过发挥其套期保值功能、价格发现功能,对纸业市场的平稳运行发挥了巨大作用。

据了解,2020年初,在经历了前期一整年单边下行的行情后,市场环境逐渐回暖,SP2005合约价格反弹至4700元/吨,同期纸浆进口成本约4550元/吨。但突如其来的新冠肺炎疫情对市场预期带来了冲击,一时间对下游纸张的需求形成利空。

为了应对突发事件引发纸浆需求下降带

来的价格下跌风险,国贸纸业对在途货物进行了卖出套保。待2020年4月份货物到港后,以4500元/吨的价格销售现货,同时在4580元/吨的点位进行平仓,现货亏损50元/吨,期货盈利120元/吨,合计期现盈利70元/吨,不仅规避了突发公共卫生事件对市场冲击造成的跌价风险,还实现了一定的收益。

“基差定价配合套期保值模式,也是国贸企业在价格下跌时利用期货市场盈利弥补现货市场亏损的一个方式。2019年5月,纸浆库存居高不下,现货价格处于下跌通道,工厂采购远期货物的意愿较弱。彼时针叶浆进口成本在5040元/吨,到货时间为7月底,SP1909合约价格为5130元/吨,由于市场信心不足,远月货物较难锁定给下游客户,于是在进口货物采购同时,在期货市场上建立了保值头寸。7月底下游客户的采购意愿回暖,企业通过与下游工厂协商,约定以‘SP1909合约价格-50元/吨’为该批货物的销售价格,最终通过点价以4500元/吨成交,从而通过基差定价配合套期保值,既规避了价格进一步下跌风险,又获取了基差交易的盈利。”谈及期货工具带来的真实益处,刘志滔打开了话匣子。

期现结合助力企业跨越式发展

事实上,对于产业而言,产融结合是大势所趋,纸业也不例外。

谈及产融结合,刘志滔向记者说了八个字:“期现结合,相辅相成”。“以前我们主要靠天吃饭,价格涨得好的时候日子好过,价格跌的时候不敢采购,这种经营模式导致企业体量无法做大。有了期货工具之后,我们可以根据下游订单量决定进口量,同时在期货市场进行保值,这样就可以放心把企业的规模做大。”刘志滔说。

国贸纸业还巧妙地利用期货交割功能,让企业的经营更加精细化。在2021年第二季度,由于纸浆价格一直处于历史高位水平,而下游

生活用纸企业的产品由于竞争激烈,难以通过提价消化原料价格的涨幅,工厂开工率大幅下滑,原料需求骤降,库存的累加又增加了他们的持货成本,企业通过期货市场卖出交割,一定程度上缓解了经营压力。

采访中,记者了解到,国贸纸业作为纸浆产业的贸易服务商,深耕行业二十余载,始终致力于在上下游之间搭建桥梁,提供产品购销、物流运输、供应链金融等多方位的服务。而目前,其正在利用金融衍生品工具来做好稳产保供,确保供应链不中断。“因为有金融衍生品管理价格波动风险,我们可以进口纸浆卖给工厂,工厂加工后我们再从工厂拿货来做经销,为整个供应链做好承上启下的作用。”刘志滔说。

国贸纸业纸浆事业部总经理黄东东进一步表示,与传统套保的纯粹规避风险不同,一方面,期现结合注重风险管理,另一方面,期现结合强调通过现货和期货构建资产组合的方式实现企业盈利。“在制订套保计划和决策的过程中,我们主要从现货敞口头寸、基差强弱、套保点位和套保比例等方面去评估,从而确定套保的计划。”

纸浆期货上市后,国贸纸业进一步完善了风险管理制度和流程。

据刘志滔介绍,在风险管控方面,一是要严格按照套期保值思路进行操作,套期保值总量要以现货量为基准,平仓时机也要与现货采购同步进行,切忌期货头寸超过现货头寸、严禁将套保头寸变为投机头寸。二是套期保值作为企业规避价格风险管理的重要手段,其评价标准不应是期货头寸是否盈利,而应是否实现规避风险为目的。三是套期保值要科学制定参与计划和应急方案,期货和现货操作要协调统一,避免技术性保值失败。

另外,国贸纸业坚持“高授权、强审计”的原则,即在公司严格审批的套保计划框架下结合市场的动态变化情况,进行相应的交易操作,审计部门对套保方案的执行情况(包括开

平仓是否符合计划标准、期现是否同步进行)进行单单审计,对于期现交易的合规性给予严格管控。

“走出去”发展空间大

中国作为全球纸浆最大的消费市场,纸浆期货的价格变化对于国际市场的报价具有一定的指向作用。“纸浆这个行业,国外浆厂的议价能力较强,我们没有太多的议价空间,只能被动接受。他们涨我们也跟着涨,纸浆期货推出之后,国外浆厂正逐步参照我国的价格进行定价。”刘志滔表示。

在刘志滔看来,国内纸浆期货影响力与日俱增,“走出去”的发展空间可期。“目前,挪威浆纸交易所纸浆合约的交割结算价已采用上海期货交易所纸浆期货的价格。随着市场参与者的进一步增加,国内纸浆期货的影响力进一步增强,未来必将有很大的国际化发展空间。”刘志滔说。

在全球化大背景下,纸企将积极推进产融结合,在国际化的舞台上提升核心竞争力。

黄东东表示,当前大宗商品的国际定价方式发生了重大改变,借助期货市场的定价方式得到了产业企业的认可。企业在衍生品市场同国际接轨是大势所趋。龙头企业能够取得优势地位,很重要原因就是积极参与了全球商品期货市场,将经营风险有效对冲,保证企业的持续稳定健康发展。不过,黄东东也表示,对于衍生品的利用,应客观谨慎的识别风险,合理合规地加以运用,与现货业务紧密结合,相辅相成,为业务保驾护航,提质增效。

据刘志滔透露,国贸纸业在现有业务的基础上,向行业上下游拓展延伸,通过合资经营或者并购等方式,提升市场竞争力。未来拟在主要林浆纸出口国设立分支机构,拓展业务的广度和深度,打造全球性的购销网络。同时,国贸纸业也将继续借助纸浆期货“走出去”的东风,实现跨越式发展。

■深交所“财务视角看行业”投教专栏 通信行业开启万物互联新时代(下)

上篇介绍了通信行业的发展历程、整体情况和行业特点,本篇来谈一谈通信行业财务表现基本特征以及主要财务指标情况。

通信行业准入壁垒高,迭代发展快,周期性明显,行业特点突出。通信行业财务表现可重点关注上游资本开支、增长类指标、核心技术能力、商誉减值等方面。

一、从上游资本开支及变化情况分析行业发展阶段

通信行业周期性较为明显,一般来说,上游运营商资本开支决定了当前通信行业发展所处阶段。

在3G周期,国内三大运营商合计资本开支在前三年呈上升趋势,第三年到达顶峰后平稳下滑。2007年至2011年,根据三大运营商各年推介材料及年报,资本开支分别为1974亿元、2552亿元、2799亿元、2375亿元、2547亿元。在4G周期,资本开支呈现相同规律,2013年至2018年,资本开支分别为3384亿元、3769亿元、4386亿元、3562亿元、3083亿元、2869亿元。在5G周期,2019年为5G元年,2019年至2020年,资本开支分别为2999亿元、3330亿元,三大运营商资本开支逐年递升,预计2021年资本开支为3406亿元,或将达到5G投资峰值。因此,投资者可基于上游运营商资本开支情况以及变化趋势来判断行业发展情况。

二、从营收增速和归母净利润增速认识上游资本开支对产业的传导效应

增长类指标中可重点关注营收增速和归母净利润增速,这两项指标可体现上游资本开支对产业的传导效应,也能分析公司业绩增长情况。

在4G周期,上游运营商合计资本开支从2013年开始逐年递增,到2016年回落。以某公司年报数据为例分析产业传导效应,2014年运营商业务营收增速为16%、2015年增速为21%、2016年增速达到24%,2017年增速降至3%、2018年增速降至-1%。在5G周期,上游运营商资本开支2019年开始上升,该公司2019年运营商业务营收增速增长至4%,2020年增速为0.2%(受疫情影响有所下降),公司增长与资本开支增长情况是相匹配的。

三、从研发投入情况了解公司核心技术能力

盈利能力指标主要包括毛利率、净利率、研发费用等,一个公司的护城河、商业模式、竞争能力等主要体现在这些指标上,这些指标同时也反映出公司核心技术能力。

通信行业准入壁垒高,迭代发展快,周期性明显,企业只有不断投入研发才能保持行业竞争力。以某公司年报数据为例,2009年开始,其研发费用逐年增长,2014年投入408亿元,2018年投入1015亿元,2020年投入1419亿元。持续的研发投入为该公司带来多项5G核心专利以及较高的市场占有率。根据专利数据公司IPIytics2020年2月发布的最新5G专利榜单,该公司拥有的SEP(标准必要专利)达到3147件,位居榜首。

四、关注商誉情况增强风险意识

通信行业属于周期性行业,公司业务在成熟期后往往进入下行期,部分公司为熨平发展波动,会收购通信行业外的公司,并因此产生商誉。

2020年,通信行业总体商誉为215.61亿元,占总资产比例为1.72%,占净资产比例为3.36%。如果被收购企业计提商誉减值,将直接影响公司财务利润,投资者应树立理性投资、价值投资理念,提高风险防范意识和专业分析能力。

4G改变生活,5G改变社会。作为经济社会数字化转型的关键基础设施,5G时代让通信行业又一次成为市场关注点和舆论焦点。5G商用一年来,中国5G行业快速发展,网络建设方面正在稳步推进,产业生态也在不断走向成熟。期待5G能推动实现人与物、物与物的万物互联,开启科技造就美好生活的新时代。

(本篇由海通证券研究所朱劲松、张峥青供稿)

(免责声明:本文仅为投资者教育之目的而发布,不构成投资建议。投资者据此操作,风险自担。深圳证券交易所力求本文所涉信息准确可靠,但并不对其准确性、完整性和及时性做出任何保证,对因使用本文引发的损失不承担责任。)