

两融赚钱又费钱 券商发债忙筹钱

□本报记者 张勤峰

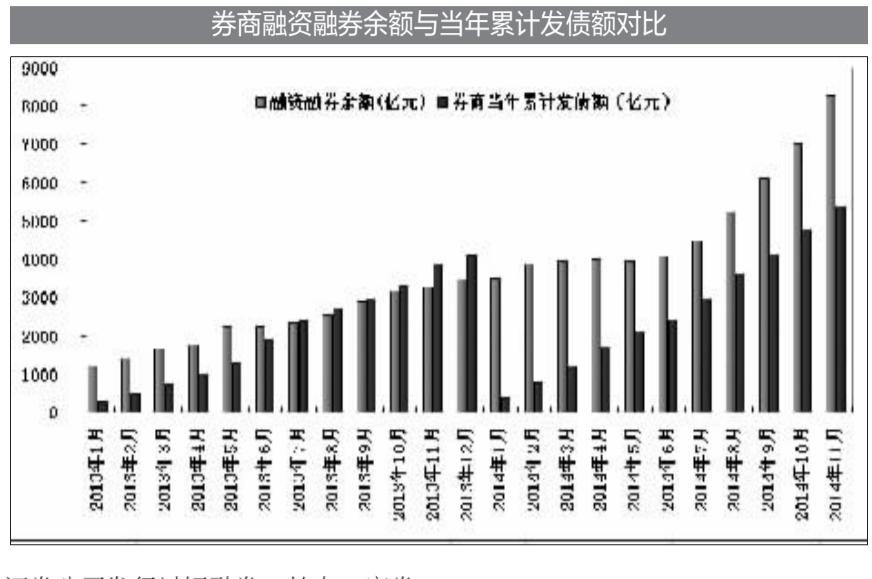
统计显示，今年证券公司短融券发行额有望突破4000亿元大关，加上证券公司次级债、公司债，今年券商发债规模逼近6000亿元，再创历史新高。发债量节节高增，成为融资融券等资本中介型业务快速发展背景下，券商资金饥渴症的鲜明写照。市场人士指出，伴随着资本中介业务蓬勃发展，券商债务融资规模预计将继续扩张，与此同时，在相关政策有所放松的背景下，券商可能谋求继续拓宽融资渠道，一波股权融资热潮也有望掀起。

发债井喷 短融发行破纪录

12月16日，西部证券、财通证券、东吴证券先后发布公告称，将于本月19日分别公开招标发行5亿元、4.5亿元和10亿元的短期融资券。据统计，截至12月19日，今年已发行的证券公司短融券合计238只，面值总额为3950.9亿元；本月16日到19日，尚有8只证券公司短融券正在或即将发行，计划发行总额为90.50亿元。若无意外，到本周结束，今年证券公司短融券发行额将突破4000亿元大关。

进一步的统计显示，2012年5月底，招商证券发行了40亿元短期融资券，标志着暂停逾6年的证券公司短融券正式恢复发行；2012年其有四家券商发行了15只、面值总额531亿元的短融券；2013年证券公司短融券发行量为131只、面值总额2905.9亿元。

不难看出，近年来证券公司短融券发行规模持续呈现井喷式增长。这一方面缘于供给大户持续滚动融资，另一方面则得益于发行人主体多元化，更多中小型券商加入到发行队伍中。据最新数据统计，今年以来，已有39家



证券公司发行过短融券，其中12家券商是今年新晋发行人。其中，有7家券商短融券发行量突破10只，主要为中信证券、招商证券等老牌供给大户；同时，齐鲁证券、东兴证券、财通证券等中型券商正日渐成为短融券供给队伍中的活跃分子，今年的发行数量均达到8只以上。

除了短融券，今年券商其他债务融资工具发行量也出现较大幅度增长。数据显示，今年以来中信证券等十余家券商还在交易所市场通过公开或定向方式发行了85只共计1922.25亿元的各类证券公司债，发行频次和规模在近几年也是最高的。其中，国泰君安等6家券商还试水发行了7只共250亿元的证券公司短期公司债券，而这是今年交易所市场刚刚推出的创新融资品种。

总体来看，今年券商发行的各类债务融资工具合计已超过5800亿元，再创历史新高，全年有望逼近并挑战6000亿元大关。而据Wind统计，截至12月15日，根据证券业协会的统计，2013年全国115家证券公司实现营业收入1592.41亿元，其中融资融券业务贡献了184.62亿元的净收入，占比11.59%，已成为券商各项业务中仅次于经纪和自营的第三大主营业务。而据Wind统计，截至12月15日

创新业务爆发掀起“吸金潮”

券商发债额爆发式增长，源于券商对资金的渴求，而这又与券商业务转型密不可分。市场人士指出，行业规模扩张与业务结构转型，使得券商资金需求增加，甚至出现资本消耗加速，而拓宽融资渠道，正好切合了券商提升财务杠杆、提高资金使用效率和支持业务创新发展的需要。

2012年以来，随着证券行业创新大潮的开启和监管部门各项创新政策的落地，券商各项新业务陆续展开、百花齐放。其中，融资融券、约定购回式证券交易、债券质押式报价回购一类的资本中介型业务发展迅猛，并很快产生经济效益。

根据证券业协会的统计，2013年全国115家证券公司实现营业收入1592.41亿元，其中融资融券业务贡献了184.62亿元的净收入，占比11.59%，已成为券商各项业务中仅次于经纪和自营的第三大主营业务。而据Wind统计，截至12月15日

日，券商两融业务余额已达到9560.75亿元，其中融资余额为9492.93亿元，较2013年末的3404.73亿元增长了近两倍。可以预料，今年两融业务收入在券商各主营业务中占比有望进一步提升。

融资融券等资本中介业务收益稳定、风险较小，已成为各家券商重点发展的方向。不过，资本中介型业务让券商尝到“甜头”的同时，此类业务的快速扩张，也使证券公司面临着大量的资金消耗，在此背景下，举债等外部融资方式就成为券商加杠杆倚重的渠道。中信证券其2014年中报中披露，公司通过发行次级债券、短期融资券，开展收益权转让、转融通业务等方式，不断加大融资规模，截至今年二季度末，财务杠杆率已从今年初的2.5倍提升至3.1倍，以大力支持资本中介业务发展。

分析人士指出，未来伴随着资本中介业务进一步蓬勃发展，券商对于资金，尤其是低成本资金的渴求将越发显著，发债主体范围及融资规模预计还将继续扩张。与此同时，由于券商举债规模持续快速增长，净资产对发债额度的限制正在显现，未来券商可能谋求继续拓展融资渠道。

值得一提的是，今年以来，监管机构逐步表现出放宽券商融资限制、拓宽券商融资渠道，允许券商适度合理提高经营杠杆的态度。比如，今年交易所允许券商发行短期公司债券；再比如，国信证券日前正式启动IPO招股进程，打破了近两年来券商股IPO的空白，意味着券商股权融资的大潮正在形成。

华安证券在其2015年券商行业策略报告中预计，随着资本抑制放松，券商资产规模将有望大幅提升，行业转型加速长期资金“饥渴”的券商在未来三年可能迎来一波以股权融资为先导，负债融资跟进的“吸金潮”。

人民币短期贬值空间有限

□安信证券固定收益部 袁志辉

俄罗斯央行临时开会决定将基准利率从10.5%上调至17%之后，12月16日俄罗斯卢布继续疯狂贬值10%以上。2014年至今，俄罗斯已经累计六次加息，基准利率从5.5%一路上升至17%，之前投入超过800亿美元外汇储备也未能阻止卢布累计贬值49%。由于近期人民币也持续走软，市场于是担心人民币汇率会否跟随新兴市场货币开启深度贬值。

从即期汇率表现看，今年1至5月份，人民币曾累计贬值超过3%，6月份之后伴随宏观经济企稳，人民币步入短期升值，而近期随着央行开启实质性降息周期，人民币再次快速走低。利率回落、经济低迷，人民币贬值具有宏观层面深刻背景，但是我国与俄罗斯等其他新兴市场国家具有显著差异，短期贬值空间有限。

汇率本质体现的是一国投资回报率的变化及资金利率差异，但是在短期仍不可避免的受到央行的干预。由于人民币汇率形成过程中，市场发挥的作用越来越大，那么人民币的走势理论上应该跟随市场波动，尤其是中长期。

未来一到两个季度，我国宏观经济将逐步完成从筑底到缓慢回升的过程。四季度以来，财政政策、货币政策持续宽松，微刺激效应逐步显现，宏观经济呈现触底企稳。虽然近期汇丰、中采PMI持续回落，但是部分工业品价格呈现量价止跌甚至小幅回升态势，比如水泥价格从11月中旬的底部累计反弹超5%，暗示下游终端需求的缓慢改善。从近期中央经济工作会议定调来看，明年政府稳增长政策将以托底为主，短期内基建投资对经济走势影响较大。如果考虑政府有效的政策支持，积极财政政策助推基建抬升，持续改善的货币金融条件将优化制造业投融资环境，随着主要经

济体投资的恢复，宏观经济或在明年二季度后期或下半年出现复苏企稳。而俄罗斯面临石油等支柱产业的崩塌，宏观经济增长陷入停滞，投资回报率极低，本国汇率缺乏有力支撑。

国内外息差水平是影响投资回报率的重要因素。当前欧美发达国家的基准利率为零利率。俄罗斯在本次紧急加息6.5个百分点之前，基准利率为10.5%，CPI达到9.1%，实际利率仅1.4%，因此卢布的息差非常窄。而人民币息差虽然自年初以来持续回落，但若以银行理财5%附近的类无风险利率相比较，与发达国家的息差依然可观。

虽然宏观投资回报率是决定汇率的中长期本性因素，在短期实际操作中，央行对外汇市场的干预较为明显，对汇率走势影响也较大。有时央行会根据一系列政策目标来干预汇率，使得最终汇率走势与市场力量相反。12月初以来，人民币兑美元即期汇率与中间价走势完全背离，即期汇率加速贬值，且香港离岸汇率贬值速度较在岸略快，而中间价持续升值。考虑到央行维持汇率双向波动、外汇市场资本流动稳定的政策意图，预计短期内央行干预汇率的概率增大。同时，考虑到我国外汇储备规模接近俄罗斯的10倍，资本项目仍有适当管制，人民币汇率短期急速单边下跌的概率不大，贬值空间有限。

在国际范围内，美元步入上升周期较为确定，但人民币未必有暴跌的必要。目前来看，考虑到潜在经济增速的差异，6-6.5的水平仍较为接近均衡汇率。从技术形态上看，即期汇率有进一步贬值空间，但是即期汇率与中间价汇差超过1000基点的统计概率极低，而目前两者汇差已有800基点左右，因此，考虑到中间价走势，即期汇率继续贬值且突破6.30的难度很大。(本文仅代表作者个人观点)

