

股债双牛远未结束

□中国社会科学院教授 刘煜辉

货币宽松作为资产负债表调整不可或缺的润滑剂,“再通胀”是避免债务螺旋通缩的政策共识。所以“再通胀”某种程度上会演化成权益资产扩张甚至出现泡沫化,这是一个修复高负债部门资产负债表的过程。资本市场应该成为最重要、最核心的市场。更重要的是,一个强大的资本市场不仅是经济转型的需要,也是激发全社会企业家能力与国家创新能力的需要。从这个意义上讲,中国证券市场“股债双牛”还远远没有结束。

重塑国家资产负债表

《人民日报》日前刊发“权威人士谈经济形势”文章,其中提到“防风险就是稳增长”。从这个意义上说,时下宏观政策的关键是重塑国家资产负债表,概括为三句话:第一,重构资产端,即完成资产置换(结构转型),用一套高附加值资产去替换地产链资产;第二,封闭负债端,即封闭地方政府和国企部门等软约束主体的债务规模,地方债务实施余额管理,控制增量,债务增长速度不能超过经济增长速度,存量实施债务置换滚动运行,避免债务出现流动性危机;第三,扩张权益端,即“债权经济”向“股权经济”转化是国家战略的重点,支持一个活跃和繁荣的证券市场,积极推进债转股和加强国有资本的市值管理政策。

货币宽松作为资产负债表调整不可或缺的润滑剂,“再通胀”是避免债务螺旋通缩的政策共识。“缩”的核心是什么,是(广义)财政收缩,即过去软约束主体的收敛。只要(广义)财政收缩和整固能得到制度上的保障,未来物价通胀重新形成强趋势性的概率不高(不排除阶段性的扰动,如猪肉价格),相反,人口因素的变化、汇率超调等因素会持续贡献“缩”的因子。

所以“再通胀”某种程度上会演化成权益资产扩张甚至出现泡沫化,这是一个修复高负债部门资产负债表的过程。现在精明的企业家都开始明白,未来一段时间窗口期第一要务是融资,既然市场对风险资产的偏好那么好,就尽可能融资,高价卖给市场,把自己企业做实,这样才能在未来新一轮竞争中掌握发展的主动权。

朴素的市场动机往往会带来有效率的资源重构,这就是市场在资源配置中发挥主导性作用。资产负债表修复了,再看主体是否有新的扩张冲动,才会产生物价通胀的压力。这又涉及到这些软约束主体自身的改造和体制改革。硬化预算约束,真正在社会上建立起对投资和债务负责责任的机制。相信我们不会走老路。

股票高估值的市场体制因素

过去一年中,股票市场传统蓝筹股估值的提

升大体上与市场利率中枢下行的节奏和幅度是匹配的。市场利率自2013年9月后,回落了300个基点。比如三年期国债收益率从6%降到了3.4%;短端利率降幅更加明显,货币市场利率隔夜利率重新回到了1%,7天Shibor也回到了2%以下。地产股万科市盈率从7.2倍上升到了11倍,而大型银行股市盈率从5.2倍上升到7倍。

小型股票高估值应该更多看到其背后的市场体制性因素。小股票的牛市起始于2012年底(而非去年下半年),小股票牛市某种程度上对应的是产业资本并购活动的繁荣。长期以来,由于证券化过程行政管制和低效率,所以小股票某种程度被异化为PE/VC的平台公司,大量的新兴和转型产业资产没有顺畅渠道证券化,所以投资者愿意把钱交给这些上市的平台,让他们再去整合经济中的相关合意资产。市盈率的推高是基于公司能不断通过外延式购买场外资产来降低未来市盈率的预期。

现在主板市盈率30倍,净利润增长率为7%;中小板市盈率为70倍,净利润增长率为13%-14%;创业板市盈率为120倍,净利润增长率为25%。如果创业板要在5年内能向主板的30倍看齐的话,意味着其利润率复合增速要高达50%。内涵式增长肯定是不可能的,只能靠并购。

对于一个PE/VC的平台,但凡没触动小股票高估值逻辑的因素都不是扎破股价泡沫的“针”。只有场外资产证券化方式和便利性发生改变,比方说刨开新三板,在场外实现真正意义的注册制,市场自然才会顺畅,这个逻辑就被根本触动。因为场外要证券化的需求,正是这些小股票不断外溢并购的“粮食”。如果他们找不到粮食,或者找的成本越来越高,股价高估值的逻辑就撑不住了。

因此,加强法治建设、打击内幕交易是必要的。问题的核心是场外还有大量证券化的需求,重点在场外市场的建设要给每一个想创业的人以股本融资的机会,给每一个股份制的企业以多轮融资、逐步成长的机会。这样才能够实现大众创业、万众创新。

为了避免冲击主板,技术上推出可以设计

周全一点,比方说交易制度可以实行分层交易制度,遴选好的成熟企业进入集中竞价,甚至转板。不要刻意将新三板定义为一个小股票的市场,什么企业都应该可以挂牌,例如私募基金管理平台、PPP、地方性银行,不光是发行股票,也可以发行转债等结构性产品。为重塑国家资产负债表,既然决定放水,一定要为未来放出一个有效率的资源配置的机制(多层次资本市场)。

其他缓解泡沫的办法,比如发展港股市场,实现互联互通。考虑到A股的小股票有太高的势差,技术上设计缓和一下冲击也不是太难。可以有计划有序扩大港股通标的范围,又不涉及资本项开放和外流(这个不同于换汇到境外炒港股),如此慢慢港股发展成一个以A股为影子的市场(定价权的异位)。港股这么大体量,至少可以消化相当长一段时间,不用被泡沫逼着走。

股债双牛未结束

准确地预测顶部多少要靠运气。但我们认为,A股运行的中枢在不断抬升,这是一个相对确定的状态。改变中枢抬升的趋势,需要有一些大的宏观条件发生变化,否则过程还会继续。

与过去20年历次股票上升不同的是,中国正在经历地产大周期拐点,这是我们理解的出发点。过去十多年形成的地产链经济中,每年货币增量相当大比例被消耗在这里。2013-2014年,一手商品房销售额占当年M2增量比例高达60%以上,这个比例会逐步向30%-35%的水平回归,即2007年之前的水平。这意味着,未来数年从地产链溢出的货币增量相当于一个持续放大的水泵。

我们可以简单盘算一下未来数年中国的货币供求。货币增速(12%)与经济增速剪刀差还在发散,总量上依然是钱多。然后我们再看结构:大量货币增量会从房地产链条持续流出;庞氏债务的维持(2014年债务利息已经显著超过GDP增量,现在开始想办法比如通过债务置换来减少货币的耗损,而且央行还要通过货币投放予以支

持);新兴产业的货币需求扩张尚待时日(同时景气上升周期行业,传统债务需求不高)。综合上面几项下来,金融市场化资产配置压力面临系统性上升。

笔者不太同意由于债券供给上升导致了目前的利率压力(因为这个供给并非自新增加的货币需求)。当前利率的蹉跎和纠结,表象上看是股票牛市挤压了债市,实质还是因为要保的庞氏债务规模太大(刚兑的担保圈设定得太大),导致股票的风险调整后收益系统性偏高,大量吸收地产链溢出的货币,股票对债券的吸金能力占压倒性优势。刚性兑付不触动,利率中枢下行过程不会太顺畅,而股票上升的确也存在走着走向泡沫化的风险,即估值上升与利率中枢下行的节奏脱节。比如,上世纪90年代的日本,地产下行周期中,日经指数代表性股票的市盈率长期维持在50倍以上。

在市场经济环境中,金融资源的配置效率决定了社会资源的配置效率。间接金融中银行主导金融资源的配置,银行的经营管理水平影响着社会资金的配置效率;而直接金融中市场主导金融资源的配置,资本市场的完善程度影响着社会资金的配置效率。

就目前体制而言,无论是体制软约束,还是识别风险的技术能力,金融资源全交给银行配置是不胜任的,最后很可能是道德风险堆积(刚性兑付)。过去两年影子银行的非理性繁荣是一个不成功的实践。

决策层很可能也意识到了这一点。在经济转型的关键期,传统银行信用业务越来越面临资产荒,创造条件鼓励商业银行积极拥抱资本市场,这或是化解刚性兑付一种战略安排。随着经济证券化率快速提高,或许我们能找到打破刚兑更从容、更有效的办法。

资本市场应该成为市场经济国家最重要、最核心的市场,在配置社会资源方面起到主导性作用。更重要的是,一个强大的资本市场不仅是中国经济转型的需要,也是激发全社会企业家能力与国家创新能力的需要。从这个意义上讲,中国证券市场“股债双牛”还远远没有到结束的时候。

当“农业”站在“互联网+”风口



CFP图片

□国务院发展研究中心 高伟

站在“互联网+”的风口下,让一些传统产业感觉冷飕飕,其实这是误解。“互联网+”里的“+”追求跨界融合,发展新形态、新业态;不是“-”,更不是挤出、零和博弈。从这个角度看,“互联网+农业”是在互联网与农业结合中创造新的价值,让农业这个老树发新芽,长壮枝,保持勃勃生机。

“互联网+”也不是一阵风,它更像潮水。当“互联网+”这股大潮对传统产业漫灌后,哪里效率低洼,就会留下更多潮水。传统农业虽然市场巨大,但用户分散、交易成本高、信息不对称严重,是典型的效率“洼地”。只要“互联网+”潮水流入的预期收益高,就会吸引更多社会资本注入。

农业借助互联网,对市场、产品、技术、资源等信息进行广泛收集和综合分析,重塑整个农业产业链,可向社会提供更优质的农产品、更低廉的销售渠道和更完善的售后服务,其重点环节有以下几个方面。

以客户为中心,促进农产品销售模式升级。企业存在的目的和意义是创造顾客。“互联网+农产品销售”,让农产品实现从田间到餐桌的全程透明度,改变农产品消费市场,吸引和聚集了大批消费者。例如,在恩施市“大山鼎”高山蔬菜网上,有机蔬菜经常供不应求。大量农民和合作社变身网商后,将自家或收购的农产品进行网络销售,面对的市场更大,议价能力更强。“互联网+农产品销售”还可减少销售环节,降低销售成本,让生产与消费之间的鸿沟逐步消除。我国农产品流通产业规模约为10万亿元,如果“互联网+农产品销售”能广泛运用,将大大节约社会资源。

促进农业生产智能化。“互联网+农业生产”改造着传统农业生产方式,使农业生产更加自动化、精准化、可追溯,减少人力、降低成本,进而实现农业生产的标准化。湖北省长阳县开发的“手机导航种植系统”集成侧土配方、作物栽培、病虫害诊断等技术,实时指导农业生产,让全县10%的农户受益。

促进农资电商转型。农资产品包括农机、化肥、农药、兽药、种子等,其中大部分品种可以标准化,符合多次购买特征,适合电商模式销售。“互联网+农资市场”,可从生产、流通、营销、服务等各方面改善农资供应。

改善农村金融服务。“互联网+农村金融”覆盖面广,取得了很大成效,在小额信贷和农业保险领域格外明显。过去一年,新增的农村余额宝用户超过2000万,增收7亿元。在农业保险方面,通过互联网的信息采集能力以及大数据分析能力,可显著降低农业保险赔付率。

在以上“互联网+农业”模式中,都蕴藏着巨大商机,互联网与农业结合看起来是很般配的婚姻,但结婚后如何幸福生活,获取实实在在的收益,还需处理好各种关系,家和才能万事兴。

第一,尊重农业生产规律。互联网进军农业要做好长期投入的准备,切不可急功近利搞“闪婚”。网易养猪就一度成为笑谈,“强东大米”也偃旗息鼓。一些高科技大佬进军农业后之所以碰壁,主要是因为没掌握农业生产规律,更缺乏持之以恒的决心。

第二,加强管理,降低成本。在“互联网+农业”的竞争中,最终胜出的将是高效的管理,以此来保障高品质的产品和低成本的企业运营。目前大多数农产品电商主打生态、有机、原产地可追溯等高端农产品定制服务,价格反而高于实体店,损害了电商的竞争力。因为农产品市场竞争比较充分,利润率平均化快,想挣大钱不容易。

第三,积极创新,保证质量。产品质量是基石,只有不断开发新产品,打出品牌,才能使“互联网+农业”富有持久的生命力。而一些电商平台的产品质量良莠不齐,赔付困难,侵害了消费者的利益,肯定被淘汰。

第四,尊重农民,发挥农民的主体地位。对农民好,与农民共赢,才能保障“互联网+农业”长期稳定运营。“互联网+农业”需要接地气,推广农民容易掌握、实用的操作技能,让新技术扎根田间地头。当然,农民也需要主动拥抱互联网,掌握和运用互联网技术。

总之,“互联网+农业”是对传统农业的大变革,在解放农业生产力的同时,农业生产关系也需与之适应并做出相应调整。这是一把“双刃剑”,有成功,也会有失败。广大农民和涉农企业如何根据自身特点,选择与“互联网+”的最佳接入点,需要认真思考。

产品+平台 公募基金基金管理公司的下一战

□国资委研究中心副研究员 黄亚玲

证监会最新统计数据 displays,截至2015年第一季度,基金管理公司的公募基金资产规模已达5.24万亿元,基金产品总计2027只,两项指标均创历史新高值,在大众理财方面,公募基金已经成为继银行存款之后的第二大大众投资方式。

互联网技术深刻影响基金管理发展

在公募基金产业业务欣欣向荣的同时,互联网技术应用率的提高和金融管制的放松,改变了金融业态和市场竞争环境,从而深刻影响了公募基金基金管理公司的发展趋势。

一是从需求层面看,尽管新的大众理财产品层出不穷,但是仍然难以满足投资者的多元化需求,尤其是基于互联网大数据开发大众的理财产品一直供不应求。对于投资者而言,收益率不再是选择理财产品的唯一标准,产品的功能、时效、包装、体验、文化等特征对投资者的选择也产生决定性影响。以著名的余额宝为例,其本质是货币基金,但因为兼具实时网上购物、支付宝转账等生活消费服务功能,深受投资者喜爱。

二是从供给层面看,越来越多的非传统金融机构开始进入金融市场,尤其是以互联网、云计算、大数据、物联网等行业的企业在互联网金融领域的“野蛮生长”,直接推动了我国金融创新从“自上而下”向“自下而上”的转变。比如P2P、众筹、金融网销、第三方支付、供应链金融等,尤其是基于互联网技术的第三方理财平台正快速兴起,通过现金换流量的方式已经占据了较大的市场份额,比如数米网、好买网、天天基金网等。以东方财富网为例,截至2015年3月31日,共上线85家基金公司,共计2190只基金产品,其中互联网金融电子商务平台共计实现基金认购及定期定额申购交易7648277笔,基金销售额1264.39亿元。与公募基金管理机构相比,这类第三方平台在体系灵活度、IT/运营能力上存在比较优势,已经成为传统公募基金管理机构直销渠道强有力的竞争对手。

显然,投资者需求和市场环境的变革对公募基金管理机构传统基金业务带来了一定的冲击和威胁,但是,金融业态的演进催生了新的行业机会,传统公募基金管理机构向互联网金融业务的转型势在必行。从实践来看,目前公募基金管理机构的互联网金融业务主要有以下两种模式。

第一种以产品为核心的“互联网+基金”业务。这种产品模式的实质是研发以互联网为基础的的新型基金产品,最常见的有三类:一类是以“互联网+”概念股为主要投资方向的主动投资的偏股型基金,这类基金产品以移动互联网为主要投资方向,通过精选TMT行业或在传统行业中与移动互联网有关的优质个股,比如汇添富移动互联网主题基金。第二类是与“互联网+”相关的被动指数基金,比如景顺长城中证TMT150ETF、富国中证移动互联网指数基金等。第三类是以大数据为基础的基金产品。基金管理人利用搜索引擎网站、知名门户站、电商平台等互联网企业的大数据,构建专业的量化分析模型,从互联网公司提供的改良信息数据中提炼出与投资行为相关的信息,并以此作为基金投资决策的依据。比如广发中证百度百发策略100基金、南方大数据100基金和博时淘金100基金等。

第二种是以平台为核心的“互联网+基金”业务。目前,基金公司通常采取成立互联网金融部或是另行设立基金销售子公司的方式,建设互联网销售网络平台。目前已经有两家基金公司成立了销售子公司,分别是嘉实基金于2012年3月所设立的嘉实财富和国金2014年1月设立的国金通用财富,为客户提供购买各类金融产品的服务平台。基金公司的销售平台所售金融产品不仅包括母公司产品,还包括其他公司的理财产品,销售的产品包括债券、信托、公募基金、私募基金、基金子公司资管计划等。从两家基金销售子公司的运营情况来看,公募基金仅是子公司销售的部分产品,信托计划、基金子公司资管计划、私募基金等私募基金才是销售重点,而对应的高净值个人客户以及机构客户成为其重点服务对象,销售渠道主要是官网、手机APP、微信平台、线下柜台、自助设备等。这种自建平台的好处是可以获得直接用户,用户认知度和粘性较高,在自主构建的技术平台上可以实现更多的创新。

深度挖掘互联网大数据

事实上,从价值链的角度来看,上述两种业务分别位于价值链的前端和后端,同时是附加值最高的环节,也是公募基金的核心竞争力所在。但是,从当前实践来看,公募基金管理机构的互联网金融业务还面临着一些发展瓶颈,主要表现在以下几点。

一是大数据利用率不高。无论是产品还是服务平台,当前公募基金的互联网金融业务还面临

着一个明显的问题是对大数据的深度挖掘和应用不够,服务平台技术含量低,数据的精准性和实效性较差,整体利用率不高,对互联网金融核心大数据的应用更多地停留在概念层面。

二是产品和服务同质化严重。目前公募基金管理公司的产品和服务趋于同质化。一方面,现有的互联网基金的产品模式只是初步实现了以互联网为概念的投资组合配置,尚未深度利用互联网技术对市场需求进行深度挖掘;另一方面,基金管理平台目前自建平台提供的服务还是以提供金融产品的交易平台为主,而这种交易平台无论是在客户端设计还是在用户体验上同质化现象较为严重,难以突出平台的核心竞争优势。

三是产品与渠道悖论。基金平台的建设面临的一个主要困境是产品与渠道的悖论。一方面,销售服务平台的产品供应、投资顾问以及信用评级功能,类似于金融超市的导购功能,发挥了渠道作用;另一方面,对于渠道商而言,好的基金产品议价能力较强,销售平台在定价上不存在优势,而劣等的基金产品议价能力虽然较弱,但是又会影响平台的声誉。因此,仅仅把服务平台作为渠道,基金公司的所有权优势难以得到发挥,未来随着金融产品差异化程度的加深,这一悖论会更加凸显。

要解决上述这些问题,公募基金管理机构必须深度挖掘互联网大数据,坚持以产品为核心,以服务为抓手,提高产品研发、销售以及售后服务这几个环节的经济附加值。

细分市场。一个明显的趋势是,无论是高净值客户还是大众投资者,对产品和服务的需求越来越个性化和多样化,公募基金的产品和服务要突破产品同质化的瓶颈,必须深度细分市场。一方面,按潜在投资人的人口统计变量细分市场,比如年龄、性别、消费习惯、生命周期、家庭规模、家庭生命周期、健康状况、教育和职业规划、性格偏好、可支配收入等,为基础细分市场,对于机构投资者,则可以按机构性质、投资目标、发展周期、投融资需求等为基础细分市场,在此基础上进行产品研发设计;另一方面,通过与电商或是其他具有客户规模优势的互联网企业合作,以大数据为基础来识别用户的特征,据此有效推送产品和服务。

创新产品。产品创新可以有效突破产品同质化的瓶颈,就目前的金融监管框架来看,基金的产品创新可以分以下入手:第一,资产配置策略。资产配置组合决定了产品的收益率,利用大数据提高对国内外经济形势预判的精准度,并在

此基础上建立各类资产配置策略模型,比如反熊市或是经济形势下行的资产配置策略;第二,产品功能。余额宝、招财宝这类产品说明大众理财产品一个发展趋势,即理财产品不仅可以具备投资保值的功能,同时还可以兼具消费、支付、信贷等多种功能,这些功能的定位和融合取决于产品的定位。此外,还可以通过给理财产品设置更多的应用场景,丰富产品的功能性,增加产品的事后性和趣味性,从而提升用户的活跃度和体验;第三,交易制度。互联网时代的用户尤其注重效率,基金产品可以通过缩短交易和变现的周期,打通产品快速转化通道,实现交易制度的创新,比如考虑采用T+0、D+0等交易方式。在交易费率方面也可以考虑分层模式,差异化的方式来满足不同客户的需求,比如广发基金的C计划费率,一经推出在市场上就获得较好的反响;第四,投资门槛。调查显示,中等收入群体的收入结构趋于优化,投资动机也越来越明显,但是从现行的理财产品来看,高端净值产品门槛过高,而大众投资理财产品又难以满足中等收入群体多元化的投资需求,此所谓“高不成低不就”,据此,可以建立多层次的投资门槛,解决中等收入群体的尴尬投资境地。

扩大服务边界。无论是设立互联网金融部还是销售子公司,公募基金管理机构自有平台的建设应该不仅仅只是一个纯粹地金融超市平台的建设,还应该把整个销售服务贯穿价值链始终。比如深化投资顾问服务,目前传统基金管理机构对直销平台供应的研究和投入还不足,投研与直销平台之间的关联还不够紧密,直销平台很大程度上还处于被动接受产品的阶段,而事实上这一服务可以贯穿整个平台的运营环境,通过把基金公司现有的投研团队引入线上销售平台,实现私人定制。当前移动互联网的时代是一个以用户为主的时代,唯有高频、海量、零距离地接触用户,才能形成用户粘性,这就要求基金投资理财必须从被动型向主动型转变,提升从售前到售后的用户体验,并通过大数据观察用户投资行为和波动趋势,在此基础上建立数量模型,以此反推和预测用户的投资行为和预期。

当然,仅仅通过上述措施并不足以解决公募基金管理机构所面临的所有问题,比如金融互联网人才短缺、跨部门协作效率不高、对外业务和自有平台资源开发存在冲突等,但是有一点需要确认的是,在互联网技术引领的经济时代,随着产品和平台的相互依存度的提高,任何转型战略都必须以“产品+平台”作为核心,脱离彼此的发展注定只能是“长短腿”的跛足前行。