

票据融资何以深受市场关注

编者按:1月信贷数据出台后,人们都不约而同地将目光集中在激增的票据融资上。于是“商行借助票据空转扩大规模”,“企业借助票据套利”等各种各样的观点纷纷在市场传播。就在央行17日公开市场三个月正回购量猛增至1200亿元,创下其历史最高记录后,A股市场连续2日大跌,跌幅累计达7.65%。那么,什么是票据融资,票据融资何以成为搅动市场的“风火轮”?

◎夏敏仁

票据融资又称融资性票据,指票据持有人通过非贸易的方式取得商业汇票,并以该票据向银行申请贴现套取资金,实现融资目的。根据《中华人民共和国票据法》等相关法规,票据的签发、取得、转让及承兑、贴现、转贴现、再贴现应以真实、合法的商业交易为基础,而票据的取得,必须给付对价。也就是说,从严格意义上讲,我国现行法律、法规是禁止纯粹融资性票据的。但现在以“票据贴现”为名义的票据融资普遍存在,不论是银行还是企业都乐于从事和参与票据贴现业务。究其原因

因,笔者认为与以下几方面相关:

其一,从释放自有资金的角度讲,通过签发或背书转让实现的票据支付功能本身也蕴涵了融资功能。其二,正常情况下,票据融资会在银行和企业之间形成双赢局面。一方面,银行通过提供票据贴现服务既可以向持票人、出票人分别收取一定的贴现利息和手续费(费率约为万分之五),又可以从出票人处吸纳一定的存款(通常依据不同信用等级收取不超过票面金额30%的承兑保证金),还可以持票向其他银行办理转贴现或向中国人民银行申请再贴现。另外,从数据统计上来说,

承兑汇票作为表外授信业务,虽不计入商业银行信贷规模,但在流通中以票据货币的形式出现。而一旦持票人将票据贴现,该票据就成为货币,计入商业银行信贷规模,而追求信贷规模扩大效应是商业银行十分热衷的。另一方面,因贴现率(一般情况下,贴现利率比贷款利率低2到3个百分点),融资代价和难度相对较小,持票人通过贴现可以及时获得现金,加速资金周转,降低财务成本,甚至还可规避汇率风险。

目前,我国存贷款利率还没有完全市场化,对贷款利率实行最低限制,但贴现和转贴现利率已基本市场化,由市场供求决定。这样,即使加上银行承兑汇票万分之五的开票手续费,融资性票据获取资金的成本还是大大低于一般贷款(如今年1月部分期限的银行贴现利率仅1.4%左右,低于半年期存款利率1.98%)。贴现利率的倒挂于是给一些企业带来了套利机会,他们一方面向银行办理票据贴现,另一方面将所得资金再继续存入定期账户,以此博取利差。因此,企业从降低融资

成本与套利的角度出发,往往编造贸易背景,获取银行贴现资金。

其三,银行承兑汇票贴现资金的使用易于“逃避”银行及监管部门的监控。由于银行承兑汇票业务主要风险在开票行,融资性票据贴现资金相当于开票行的信贷资金,贴现行通过查询证实了票据的真实性后,贴现资金基本没有风险,一般被视为企业自有资金,贴现行基本不对贴现资金的使用进行监控,尤其是企业在异地他行贴现。这样,融资性票据贴现资金使用很容易逃避银行和监管部门的监控,为企业不受限制地随意使用,信贷规模一经放松,票据融资“井喷”可想而知。从1月的信贷增长来看,票据融资就增加6239亿元,占新增贷款的41.59%,而超过半数以上的票据融资增长还是属于银行意愿拉动型。因此,1月票据融资的大量增长,部分反映了银企间的上述利益取舍。

2月17日,公开市场三个月正回购量猛增至1200亿元,创下了其历史最高记录。另外,3月期央票发行频率加快,市场疑为资金回笼加快,就此推测,央行此举可能意在通

过微调短期流动性,适度平抑连月突飞猛进的票据融资。而17、18两日A股市场突然大变脸,大跌近8%,似乎与此不无关系。

事实上,股市大跌与央行票据回笼“纯属巧合”,更主要的原因是A股短期涨幅过快,在技术上有调整的需要。另外周边市场连续震荡下调的间接影响也是原因之一,将之与公开市场操作力度加大牵扯在一起过于牵强。

央票发行频率加快的主因是由于去年央行为平抑通胀、紧缩流动性而发行了巨量的央票。上周到期央票和正回购量合计达到了1565亿元,比前一周增加了1125亿元,为2月份的最大单周资金释放量。显然,上周公开市场回笼资金力度增加显然与到期资金大量释放有关。其对市场的影响是有限的,属结构性的微调,并未改变整体资金面宽松的大局。因为,从今年年初至今,公开市场仍然向市场净投放资金量约为2600亿元,1季度银行间市场流动性充裕的局面并不会得到根本改变。(作者为财政部材料所博士后 中信建投宏观分析师)

金融危机背景下如何做好家庭理财

◎江海证券 李晓枫

家庭的理财规划应当从生命周期角度综合考虑家庭的风险承受能力、投资偏好,以及经济环境和市场的变化情况。在金融危机的背景下,做好家庭理财规划显得意义更为深远。

首先,要强化对债券和货币市场理财产品的关注。全球金融市场的剧烈波动,提示投资者应当重点选择风险较低的投资品种,而债券和货币市场理财产品属于稳健型理财产品,值得投资者在2009年重点关注。债券和货币市场理财产品一般投向银行间债券市场上流通的央行票据、国债、金融债等,这类理财产品一般涉及多个投资标的。也有少数理财产品投资于短期融资券或企业债,像中信银行近期发行的中债理财产品的投资标的,产品募集资金投向为即将到期的短期融资券。

目前,从债券和货币市场理财产品投资领域来看,大幅降息推动银行资金成本骤降,考虑到年初隔夜回购利率往往大幅下降,预计2009年货币市场利率将继续下行。对于投资组合发行的债券和货币理财产品,作为主要配置的非信用类产品收益的下滑会影响到相应理财产品的收益,投资者应关注其投资对象的收益变化,适时操作以规避收益下滑的风险。

其次,证券市场仍然是投资者管理财富的重要平台。我们认为2009年证券市场存在着可供谨慎选择的投资机会,其原因主要有:一、政策支持将极大地促进投资者信心回暖,如果经济刺激政策在2009年中期之后效果明显,宏观经济状况好于此前的悲观预期,会带来弥补过度悲观预期的纠错性行情。二、随着适度宽松的货币政策逐步实施,将为市场注入大规模流动性,在市场认为金融危机逐渐缓和的情况下,银行开始投放信贷,整个金融市场将会出现较为充裕的流动性支持,这将推升股票、地产等资产价格。三、由于资本市场在国民经济中的地位越来越重要,这一方面关系着普通民众的财产性收入,并因此影响着国内消费;另一方面又影响着企业的融资来源,因此,不排除未来进一步出台利好的支持。

但是,股票投资风险较高,如果宏观经济符合预期,甚至好于预期,那么在低估值水平下将产生较低的投资机会;如果宏观经济和企业盈利状况低于预期,投资者就需要注意风险并果断止损。对于不熟悉股票市场和又偏好高风险高收益的投资者,可以重点考虑基金投资。在选择基金时,尽量选择大型基金公司的具有丰富投资经验的基金经理执掌的混合型基金,因为混合型基金既可以分享到股票市场的上涨收益,又不至于因为股票仓位过高而损失惨重。

第三,结构性理财产品要熟悉其投资标的。2009年全球经济将可能面临“低利率、低通胀、低成长”的局面,储蓄或者投资于稳健型产品的收益偏低,而资本市场又风险较大。在这样的市场环境下,保本型或者保证最低收益型结构性理财产品将发挥其自身的优势,保证资金的安全,获得可能的高收益。但是,结构性理财产品的设计较为复杂,因此投资者需要关注这类理财产品的设计结构,同时,由于结构性理财产品通常挂钩于多个市场标的,投资者对于相关市场也应该加深了解,选择自己较为熟悉的标的。

平衡风险收益 以战略眼光选配公司债

◎兴业证券 盛海

随着股市赚钱效应的不断显现,各路资金纷纷减持债券而转投股市,并造成国债指数和企债指数从历史高位连续向下调整。根据中央国债登记结算公司的统计数据,2009年1月末基金的债券托管量为10951.88亿元,较去年末减少878.02亿元;而去年9月份以来,基金单月债券托管增量便呈持续回落态势,去年12月份托管增量仅为34.77亿元。与此同时,券商和保险等机构也相应减持了债券资产。1月末证券公司债券托管量为923.35亿元,较去年末减少371亿元,减幅达到28.66%;保险机构债券托管量为13755.56亿元,减少195.54亿元,为连续第二个月减少。

在连续两个月的世界金融危机中,投资大师巴菲特的伯克希尔·哈

萨维公司因大手笔投资一些全球知名的公司债券而受到国际资本市场的关注,并且就在今年还出现了多起大手笔购买公司债券的行为。

从国内外机构投资者不同的举动中,投资者应该得到良好的启发:公司债等固定收益类产品是一种在不同经济环境和市场情况下,平衡投资组合的风险与收益,并提高投资安全性的资产。作为资产投资的相对安全地带,债券等固定收益类产品投资应该贯穿于人生的理财规划当中,而随着投资者年龄的增长和家庭风险偏好的下降,债券等固定收益类产品的投资比例还应该有所提高。

从市场运行格局来看,近期沪深股市进入震荡调整阶段,而债券市场又开始了震荡上升,其中上证企债指数近日又创出历史新高;因而,回笼股市的潜在风险,追逐相对稳定的债券类产品有望成为大资金的首

选。另外,近期以新债、次新债为代表的信用债券交易异常活跃,2月18日、19日两天,在深圳交易所上网发行的华菱钢铁企业债及怀化城投债开盘便被投资者申购一空。2月16日刚刚上市的心兴债券也在上市首日上涨3.13%的基础上,继续大幅上涨。

笔者认为,这种“火爆”的场面与以下两方面因素密不可分:1、许多企业清理压缩库存工作基本完成,资产负债率得到改善和信用违约率相对处于较低水平;2、目前发行的很多公司债券以AA+级别的债券居多,票面利率也明显高于国债、金融债等产品,而此类债券也正迎合了市场的需求,不管从收益率还是信用风险来说,其性价比都相对较高。

从近期新债上市的表现来看,“打新债”的收益不容忽视。据分析,目前新股上市基本都会有1.5%左右的收益,而新债发行后,一般1个

月即可上市交易,这样年预期收益率正常情况下可以达到15%左右,而新债上市跌破面值的情况目前来看极少出现,因此投资者可以获取相对低风险固定收益。

另据WIND统计数据,2009年以来,截至2月19日,已发行和公告发行计划的企业债发行额达到238亿元,金融债发行额达到597亿元,加上中期票据606亿元、短期融资券541亿元,累计融资额达1982亿元。随着债券市场的不断扩容和企债指数的向下调整,以战略眼光配置公司债或许正当其时。但需要注意的是,尽管我国还很少出现债券违约的情况,而且公司债的收益率一般比较高,投资者也要看到其背后可能出现的风险,在选择公司债的时候,要做好信用分析,最好还是选择AA+级以上或有实力企业担保的公司债。

■理财教室

美林的“投资时钟”与大类资产选择

◎东航金融 李茜

美林的投资时钟是一种将经济周期与资产和行业轮动联系起来的方法。这种方法将经济周期划分为四个不同的阶段——衰退、复苏、过热和滞胀,每个阶段都对应着表现超过大市的某一特定类别资产:债券、股票、大宗商品和现金。

在衰退阶段,经济增长停滞,通胀率处于低位,企业盈利微弱且目实际收益率下降;央行降息以刺激经济,进而导致收益率曲线急剧下行;因而债券是最佳选择。在复苏阶段,经济刺激政策发挥作用,GDP增长率加速,企业盈利大幅上升。这个阶段是股权投资者的“黄金时期”,股票是最佳选择。在过热阶段,企业生产

能力增长减慢,开始面临产能约束,通胀抬头;央行加息以控制通胀和过热的经济;因而大宗商品是最佳选择。在滞胀阶段,GDP的增长率降到潜能之下,但通胀却继续上升,股票表现非常糟糕,现金是最佳选择。

“投资时钟”理论在我国资本市场也得到充分验证:

在2005年四季度——2007年二季度,通胀温和上行,在四种资产中,股票是最佳的投资资产,股市经历了前所未有的牛市,当然在2007年三季度的经济过热阶段,股票仍然是很好的投资标的,股指继续大幅上涨,并达到这轮牛市的顶部。

在2007年三季度——2007年四季度,经济增长在高位,通胀水平也在较高水平,并继续上行。各类资产中

大宗商品是最好的投资标的。虽然股票在2007年三季度仍上演了“最后的疯狂”,但已脱离理性,并在2007年10月创造历史高点后掉头向下。大宗商品表现最强,原油价格不断上行,当然原油更大的涨幅在后面的滞胀阶段,从2008年开始加速上行,并创下历史新高147美元/桶的记录。

在2008年一季度——2008年二季度的滞胀阶段,现金是较好的投资标的,当时有“现金为王”的说法,企业纷纷收缩生产规模变现获取现金流。

在2008年三季度——2008年四季度,经济增长率大幅下滑,通胀压力缓解,央行为了刺激经济不断降息,这段时间内债券是最好的投资资产,从2008年8月份开始,债

券开始大幅上涨。

需要说明的是,投资时钟各类资产交接的拐点并没有明确的界限。比如在2007年第三季度,股票仍然延续上涨的惯性;而在2008年一季度和二季度,大宗商品也是最好的投资资产。

进入2009年以来,我们看到通胀已经不是问题,CPI已经处于历史底部。根据投资时钟理论,目前正处于经济衰退和复苏交接处。顺着投资时钟的方向,股票是下一个最好的投资资产,对于股票的大牛市行情何时到来,只不过是时间问题,可能就此涨上去,也可能震荡筑底,进入一段时间后才能涨上去。但对于长期投资者来说,如果确定下一个最好的投资标的是股票资产,那又何必在乎等待的时间的长短呢?

■投资三人谈

供需仍处弱平衡 煤炭板块重点关注三类机会

主持人:小张老师

嘉宾:招商证券研究所煤炭行业首席分析师 卢平 大成积极成长基金经理 王维钢

小张老师:投资者应该如何看待煤炭行业的周期性,对此类周期性行业一般采取什么样的投资策略?

卢平:作为大宗商品,始终摆脱不了周期的宿命,其周期外在体现为价格的周期。而煤炭周期最重要的变量是需求,周期的启动和结束都是源于需求的大幅变化。

从历史上看,煤炭行业大概6年是一个完整的周期:由于新建煤矿3年左右,所以周期是上升大约3年,下降约3年。煤炭行业此轮上升周期从2001年开始,已经7年了,除了宏观经济持续向好外,另外也由于国家大量关闭小煤矿后,整个周期延长。

王维钢:作为大宗商品,煤炭行业的投资策略就是追随煤炭价格的投资策略。煤价上涨周期是投资煤炭的黄金时段,最好的投资策略是持有。在煤价下跌周期中,最好的投资策略是回避。

小张老师:煤炭市场拐点逐渐显现,而影响煤炭市场的诸多不确定因素仍然存在,对未来两年煤炭供求以及煤价走势如何判断?

卢平:未来两年,煤炭供给将稳定增长而需求增速下降,煤炭面临供过于求态势,限产或维持弱平衡。根据我们测算,2008—2010年煤炭产量分别为27亿吨、29亿吨和31.3亿吨。同期需求分别为27.1亿

吨、28.5亿吨和30.1亿吨。2009—2010年分别过剩0.4亿吨和1.1亿吨。如果关闭小煤矿力度加大,或通过限产,则有可能保证未来两年的弱平衡。

小张老师:在2008年4季度,煤炭企业大股东纷纷增持股票或以资产换股权,这在一定程度上反映了大股东对公司前景的认可,而二级市场煤价在此之后却持续出现深幅调整,如何看待这一现象?

王维钢:由于煤价呈现下滑趋势,煤炭股票深幅调整,产业资本和金融资本似乎有完全不同的理解。但我们认为,产业资本看的更为长远,而金融资本比较短视。从长期来看,煤炭股票已经具有较好的投资价值,很多股票已经跌破了企业的重置成本,甚至跌到重置成本附近,短期出于对煤价下滑的担心,对金融资本而言可能仍然不是较好

的投资标的。

小张老师:对2009年煤炭行业有什么投资建议?

卢平:由于下游需求的持续下滑,煤炭价格从高位回落,在煤价下跌周期中,建议投资者观望为主,维持行业中性的投资评级。但我们认为,2009年煤炭行业仍然存在三类投资机会:超跌反弹机会、重点合同电煤提价的机会和母公司资产高价换股权的整体上市机会。中国神华和中煤能源的重点合同电煤占比较大,其重点合同电煤并没有随2008年现货价格大幅上涨,我们预计2009年电煤价格仍将有一定程度的涨幅。2008年12月召开产运需衔接会虽然未果而终,我们认为2009年重点合同煤仍有提价的可能性,提价幅度在于政府的偏向,初步判断提价幅度应该在30—40元/吨左右,2009年两公司业绩仍能保持稳定增长。

上证理财学校·上证股民学校 每周一刊出

要投资 先求知 有疑问 找小张老师



电话提问:021-38967718 96999999 邮箱提问:xzls@ssnews.com.cn 来信提问:上海浦东杨高南路1100号(200127) 在线提问:http://school.cnstock.com/

活动预告 上海证券报

股民学校 理财大讲堂

上海证券报股民学校

国都证券上海长阳路营业部授课点 时间:2月28日13:30 授课内容:3月市场热点前瞻及板块解析 主讲人:王治强、杨仲宁 地址:上海市杨浦区长阳路1510号(近眉州路) 联系电话:021-65705256 兴业证券上海天钥桥路营业部授课点 授课内容:技术指标的运用——人气型指标篇 时间:2月23日15:10 地址:上海天钥桥路93号8楼 讲师:陈君 热线电话:021-64270288

第一创业证券长沙营业部授课点 时间:2月28日 授课内容:月度投资策略报告会 地址:长沙市韶山中路568号雨花证券大厦三楼 热线电话:0731-5514139 第一创业证券上海张杨路营业部授课点 时间:2月28日 授课内容:投资理财系列知识讲座(4) 地址:上海张杨路707号32楼 热线电话:021-58362250

■小张老师信箱一周精选

股市好转 是否意味着经济见底回升

姜珊问:牛年以来,股市连续上涨,这是不是意味着我国经济已经开始见底回升了?

江海证券上海营业部黄岑答:人们常说股市是经济的晴雨表,因而股市若在一个较长的期间内向上稳步回升,可以认为是经济向好的一个趋势性指标;而如果股市仅仅是在一定区间内的反弹,则多种因素都可以导致这种情况的出现,比如政策效应的兑现、流动性充足的推动等。

目前来看,构成这次大盘上涨的因素主要包括国内宏观经济指标出现回暖迹象、流动性集中释放、以及行业振兴等国家利好政策的接连出台。而流动性的可持续性以及宏观经济回暖程度就成为此次反弹能否形成反转的重要因素。

通过对金融数据的研究发现,虽然1月份信贷增量超过1.6万亿,但主要是由短期融资票据所拉动的,中长期贷款也是集中在国家基建项目上;而与企业产能扩张相关的中长期贷款并没有出现明显上升,表明私人部门投资仍然低迷。此外,央行近期加大正回购力度、贸易顺差由于全球经济放缓而受到挑战,及贸易保护主义抬头等因素都将构成未来基础货币以及信贷增速继续上行的压力。从实际数据来看,尽管1月份去库存进展迅速,但是进入2月后步伐明显放缓。因此目前还没有足够的证据证明股市已经反转,经济是否已经见底回升还有望进一步观察。

指数基金有什么优点

游客83968问:最近关于指数基金的新闻频频出现,那么什么是指数基金,与其他基金相比有什么优点?

国都证券上海长阳路营业部答:指数型基金是一种以拟合目标指数、跟踪目标指数变化为原则,实现与目标指数同步成长的基金品种。

指数基金与其他基金的区别在于,它跟踪股票和债券市场业绩,所遵循的策略稳定,它在证券市场上的优势不仅包括有效规避非系统风险、交易费用低廉,而且还具有监控投入少和操作简便的特点。具体来看:1、费用低廉。这是指数基金最突出的优势。费用主要包括管理费用、交易成本和销售费用三个方面。由于指数基金采取持有策略,不用经常换股,这些费用远远低于积极管理的基金,虽然从绝对额上看这是一个很小的差异,但是由于复利效应的存在,在一个较长的时期里累积的结果将对基金收益产生巨大影响。2、分散和防范风险。一方面,由于指数基金广泛地分散投资,任何单个股票的波动都不会对指数基金的整体表现构成影响,从而分散风险。另一方面,由于指数基金所盯住的指数一般都具有较长的历史可以追踪,因此,在一定程度上指数基金的风险是可以预测的。3、延迟纳税。由于指数基金采取了一种购买并持有的策略,所持有股票的换手率很低,只有当一个股票从指数中剔除的时候,或者投资者要求赎回投资的时候,指数基金才会出售持有的股票,实现部分资本利得,这样,每年所缴纳的资本利得税很少(在美国等发达国家中,资本利得属于所得税纳税的范围),再加上复利效应,延迟纳税会给投资者带来很多好处,尤其在累积多年以后,这种效应会愈加突出。