

核心话题

重启特别国债提振市场信心

面对新冠肺炎疫情对经济的巨大冲击,中央明确提出积极应对的一揽子宏观政策措施,积极的财政政策要更加积极有为,将研究推出包括提高财政赤字率、发行特别国债、增加专项债券规模、减税降费等重要措施。从财政数据看,1~2月中央一般公共预算收入同比下降了11.2%,而支出增长了4.7%,收支缺口进一步扩大,财政要发挥逆周期的调节作用,发行债券十分必要。当前,全球经济衰退已成定局,我国经济发展也面临着巨大的困难,此时重启特别国债,体现了财政政策积极有为的取向,向市场释放了积极信号,提振了信心,稳定了预期。回顾历史,中央财政共发行过三期特别国债,分别是:1998年财政部第一次发行特别国债,发行规模2700亿元,期限为30年;2007年第二次发行特别国债,规模为15500亿元,一共分8期发行,期限有10年和15年两种;第三次是2017年,特别国债发行规模6000亿元。其中,前两次特别国债均为新增发行,第三次为再融

文/骆振心



作者为经济学博士

全球经济衰退已成定局,我国经济发展也面临着巨大的困难,此时重启特别国债,体现了财政政策积极有为的取向,向市场释放了积极信号,提振了信心,稳定了预期。

资,由于2007年的特别国债到期,需要续发。

特别国债特别在哪里?主要有三个方面:一是特别国债不计入财政赤字。普通国债一般都是用来弥补收支缺口,平衡财

政预算,因此要在一般公共预算中列入赤字。而发行特别国债并非对预算赤字的融资,因此特别国债不计入赤字,也不在一般公共预算中体现。比如2007年特别国债纳入中央政府性基金管理,在政府性基金收入下增设“特别国债经营基金收入”科目来核算。二是特别国债有特别的用途,向特定的主体发行。第一次发行国债是向工农中建四大商业银行定向发行,用于补充四大商业银行的资本金。第二次国债主要向农业银行发行,筹集的资金用来购买外汇,用于注资中投公司。三是特别国债对应了国家资产。中央财政发行特别国债筹集的资金作为国家资本注入金融机构,形成了主要金融机构的资本金,对应了相应的资产价值。前三次发行的特别国债形成的资产都有较高的收益,特别国债总体使用效果较好,支持了我国一些全局性、战略性的改革,促进了金融体系的健康发展。

从最近的财政政策方向看,债务政策成为主要着力

点,包括提高赤字率、增加专项债券规模、发行特别国债,因为专项债券和特别国债都不会计入财政赤字,三者之间有相对清晰的边界,政策功能有所差别。提高赤字率意味着突破3%的限制,通过发行一般债券包括国债和地方政府债券,筹集的资金用来平衡一般公共预算,用于社会公共服务方面的支出,可以弥补今年因疫情防控而造成无法预计的收支缺口。专项债券要求用于有一定收益的公益性项目,包括棚改、交通等方面,可以助推地方加强基础设施建设。特别国债则主要用于中央的特定政策和特定项目,用于重大的改革事项。

建议特别国债用于四个方面:一是补充政策性银行的资本金。补充国家开发银行、进出口银行和农业发展银行三家政策性银行的资本金,提高主体评级,有利于在国际国内的债券市场获取低成本的资金,进一步扩大政策性贷款规模,支持公共基础设施、农业和企业进出口等,

稳定宏观经济基本面。二是补充大型国有商业银行的资本金。由于受到资本充足率限制,国有商业银行的信贷投放受到了较大的制约。在疫情冲击下,信贷资产质量预计将会有所下降,这将进一步限制商业银行的贷款增长。为解决银行机构明显的“顺周期”行为,需要及时注入资本金,提高商业银行的抗风险能力,鼓励增加对中小微企业的信贷投放。三是建立扶贫专项基金。今年是决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚之年,在疫情的冲击下,一些脱困人口返贫的概率在加大,一些短板弱项要补齐,任务非常繁重。可以比照专项建设基金,设立扶贫专项基金,专项用于扶贫项目的建设,专项用于扶贫项目的建设和扶贫方面的支出。四是建立新基建基金。5G、人工智能、物联网、大数据中心等新基建需要巨额的资金投入,可以建立新基建基金,筛选重点项目注入资本金,再通过贷款贴息等方式,降低综合融资成本,加快新基础设施的建设。

特别国债发行将对金融市

场产生较大的影响,需要货币政策配合,才能顺利发行。特别国债发行面临着几个问题:一是发行规模较大,容易对市场流动性形成挤兑。特别国债发行,将冻结市场部分流动性,需要货币政策配合,比如通过降低存款准备金率、加大逆回购等方式来向市场释放流动性,保持资金面整体宽松,防止流动性紧张导致特别国债供需不匹配的问题,从而降低特别国债的融资成本。二是特别国债对市场的长期利率具有引导作用。特别国债的发行期限相对较长,一般在10年以上。由于国债一般不存在兑付风险,在债券市场上具有定价基石的作用,牵一发而动全身,因此在债券票面利率的确定上,应当充分考虑到当前的金融货币条件,灵活运用拍卖方式,引导市场利率整体下行。同时,在特别国债与一般债券、专项债券的发行上,应当把握好合理的节奏和力度,分期分批地发行,提高财政政策与货币政策的协调性,保持金融市场稳健。

商业点评

瑞幸:闪电式扩张下的致命缺陷

那句老话又应验了:出来混,迟早要还的。美东时间4月2日上午,瑞幸咖啡提交的监管文件显示,董事会成立的调查委员会“吃惊”地发现:公司2019年二季度至四季度期间虚增了22亿元人民币交易额。

之后瑞幸咖啡股价一度暴跌达85%,最后收跌75.57%,收盘价从26.2美元跌至6.4美元。如此巨大的一个锅,瑞幸已经“安排”公司首席运营官刘剑来背。

浑水盯上瑞幸,是一个并不算大的意外。包括笔者在内的不少财经界人士都高度怀疑瑞幸的商业模式不可持续。瑞幸在纳斯达克上市后,2019年5月19日,笔者在社交媒体上评论道:“在A股上市和在纳斯达克上市是两个概念,在A股意味着已经长大成人,在纳斯达克意味着生下来了。后面还有好多坎呢,尤其瑞幸这种本身有重大基因缺陷的,我估计,死于先天性心脏病是大概率。这是一个完全在资本推动下靠伪需求吹起来的泡沫,很快就会溃不成军,

文/刘戈



作者为央视财经评论员

瑞幸的基本商业模式,根本不具备形成“杀手级产品”的基本前提,所谓“闪电式扩张”,实际是闪电式忽悠。

不信大家等着看。”

两个月前,以做空概念股闻名的大空头浑水发布的对“瑞幸咖啡”股票长达89页的做空报告,声称瑞幸咖啡是个骗局,他们获得的报告显示在

2019年第三季度和第四季度,其店面每日商品数分别夸大了至少69%和88%。

这份报告除了分析,更有包括门面录像在内的大量一手资料,可以说是布局深厚、准备充分。报告作者表示,一共动用了92名全职调查员,1418名兼职调查员,收集到了超过2.5万张小票与超过1万个小时的门店录像,同时还有大量瑞幸门店内部的微信聊天记录。其实,老美这血本下得真有些大,有心人只要在任何一家瑞幸咖啡的门店前待上半个小时看看,就能估算出他们把现有的商业模式编下去会有多么吃力。

这份做空报告通过上述素材得出的结论是,瑞幸在2019年第三季度的单店单日物品销售量仅为263件,公司官方披露的数字则为444件,作假程度高达69%。

按照美国相关法律,瑞幸咖啡伪造交易属于典型的虚假陈述,现有的股东会进行集体诉讼,然后追究公司的责任,追究管理者特别是参与造假的管理

者的责任,公司面临高额罚款是必然的,严重的可能导致瑞幸咖啡退市。

瑞幸的发展方式,是典型的“闪电式扩张”。这种理论鼓吹在形成杀手级产品、清晰且规模庞大的市场以及强大推广渠道时,应该通过闪电式扩张实现超高速增长。

按照瑞幸创始人团队的如意算盘,通过疯狂扩张做大品牌知名度,再通过转型到新的商业模式,这种玩法不是没有可能,但步步惊心,掉入深渊的概率太高。

里德·霍夫曼在《闪电式扩张》一书中认为,在闪电式扩张时代,你必须作出一个艰难的决定:承担对公司进行闪电式扩张带来的风险和不安;或者保持现状,但若竞争对手进行闪电式扩张,则可能面临更大的失败风险。显然瑞幸选择了前者。但其实这里又有一个巨大的认识误区,那就是,瑞幸的基本商业模式,根本不具备形成“杀手级产品”的基本前提,所谓“闪电式扩张”,实际是闪

电式忽悠。

2019年7月,印度咖啡大王西达尔塔投河自尽的消息震惊国际商界。从商业模式看其实就是“印度瑞幸”。他在遗言中说道:“非常抱歉,我让所有信任我的人失望了。我抗争了很久,今天决定放弃,因为一名私营合作伙伴强迫我回购股份,我也扛不住压力……”

西达尔塔的咖啡帝国叫“咖啡日”,拥有1800家咖啡门店,每年卖出1.8亿杯咖啡。2019年一季度财报显示,咖啡日实现销售收入7.7亿元人民币,同比增长43.64%,但净亏损2.2亿元人民币。在此之前的12个月时间咖啡日公司进入疯狂借钱阶段,一年内公司欠下了65亿元人民币。私募基金让西达尔塔进行股权回购,是压死他的最后一根稻草。

瑞幸和西达尔塔的区别是,中国的市场潜力预期远远超过印度,同时创始人团队熟悉资本市场玩法,很快就在纳斯达克上市,化解了资金瓶颈。瑞幸咖啡IPO发行价定于17美元/股,

这也意味着公司市值将达到42亿美元。开张不到两年的时间里就上市,瑞幸的成长速度令人惊愕。

为了快速扩张,咖啡日的每一杯咖啡都是赔钱的。这种通过补贴迅速占领市场的商业模式类似于吸毒,一旦沾上很难停下来。互联网经济创造了靠资本补贴积累用户之后再逐渐盈利的商业模式,但其前提是互联网用户极低的边际成本。而这种模式在实体经济中是玩不下去的。毕竟,每一杯不是程序员敲一行代码就能变出来的。昂贵的房租和员工成本也是资本补贴不起的大窟窿。

瑞幸这种完全违背基本商业逻辑的经营模式早晚会上演,只是没想到会这么快。虽然自以为玩转了资本市场,做梦也想不到做空机会会花血本雇一个庞大的团队到每一家门店监控他们的真实营业额。利用庞大的中国市场潜力来蒙投资人,给中国创业企业带来的声誉上的损失是无法估量的。

解读金融

国际基准利率改革稳步推进:SOFR未来可期

40多年来,LIBOR(伦敦同业拆借利率)成为逾350万亿美元金融产品的基准利率,在全球金融服务业中发挥了重要的作用。然而,负责监督发布该利率的英国金融行为监管局(FCA)已经明确表示,它不再强制要求银行在2021年之后继续提交该利率。FCA的声明意味着金融市场已经进入LIBOR过渡阶段,基准利率的改革迈入关键的转型期。

2017年,美联储和纽约联储召集的金融行业组织替代参考利率委员会(ARRC)建议使用有担保隔夜融资利率(SOFR)代替美元LIBOR。作为无信用风险的隔夜担保利率,SOFR来源于日均交易量约1万亿美元的回购市场。纳入利率计算的回购交易包括三方回购、一般抵押品金融回购和通过固定收益清算公司进行的双边国库回购。SOFR市场流动性和深度均显著优于LIBOR,而且更好地反映了更广泛市场参与者的真实融资成本。更重要的是,作为成交利率,SOFR很透明,难以被操纵。但是,SOFR相

文/官佳莹 沈子荣

官佳莹 中信银行金融市场部货币市场交易员 金融学硕士

沈子荣 中信银行金融市场部外汇交易员 经济学博士

启动国际基准利率改革以来,SOFR利率的局限性一度是市场的顾虑所在。但从目前的进展来看,SOFR利率推进速度远超过预期,LIBOR时代的落幕和SOFR的崛起已经是市场导向。

比LIBOR也有局限性。一是SOFR是隔夜利率,缺乏完整的收益率曲线;二是SOFR是回顾利率,而非前瞻利率。

启动国际基准利率改革以来,SOFR利率的局限性一度是市场的顾虑所在。但从目前的进展来看,SOFR利率推进速度远

超过预期,LIBOR时代的落幕和SOFR的崛起已经是市场导向。

以SOFR为基准的金融产品于2018年下半年在金融市场开始交易。在不到两年的时间里,SOFR衍生品市场发展迅猛,市场流动性和市场深度不断拓展。截至2019年四季度,SOFR期货市场参与者已经超过350家,是2018年同期的4倍;日均成交量为42,000张合约,约为2018年同期的4倍;日均持仓量为482,000张合约,而2018年同期为53,000张合约。基于SOFR的利率互换市场已经有27家参与机构,累计交易量超过440亿美元,交易品种期限长达30年。SOFR利率期权于2020年1月6日推出。随着交易品种的丰富,预计SOFR衍生品市场的交易量仍将持续增长。

SOFR利率衍生品市场的发展为形成前瞻性的SOFR利率曲线创造了良好的条件。利用衍生品价格来推断远期利率是市场参与者能够理解的常见做法。美联储的研究人员已经着手利用SOFR利率期货的日收

盘价格来推算未来1个月、3个月和6个月的SOFR利率。研究结果表明,前瞻性的SOFR利率期限结构总体上是向上倾斜的,期限利率的波动性大大低于隔夜利率,期限利率基本上不受2018年年底SOFR利率短暂飙升的影响。隔夜利率的大幅波动反映了一些特殊因素如季度末银行资产负债调整的需求,

而这些因素的影响往往随时间趋于消退。

为了加快过渡期的推进,美联储已经推出了一组官方版本的30天、60天和180天的SOFR复合平均值和“SOFR指数”,2020年上半年有望推出挂钩这两者的金融产品。该产品的推出无疑将进一步夯实SOFR利率市场的基础。

LIBOR退出对现有与LIBOR挂钩的交易的影响取决于交易的条款,尤其取决于“回退语言”(Contract Fallback Language),这决定LIBOR停止后将继续适用的利率基准。相对于无抵押的美元LIBOR而言,SOFR是有抵押的担保利率,两者之间天然存在信用利差。

下转 E4

海淀区市场监督管理局“质量云课堂”持续为企业复工复产“加码”

4月8日晚,海淀区市场监管局“质量云课堂”迎来第二讲,国内资深敏捷教练姜信宝以《敏捷中的需求管理》为主题,在线给海淀区企业分享了敏捷需求管理的相关内容,两个小时的授课时间,吸引了700余名各企业管理人员在线收看。

为满足特殊时期企业质量培训之需,助力企业复工复产,海淀区市场监管局联合第三方机构搭建免费“质量云课堂”,邀请各行业资深讲师在线授课,解读质量管理、企业发展问题。这是海淀区市场监管局直播“质量云课堂”的第二场,第一场已于3月27日上

线。两场直播分别就提高物流效率、降低运营成本、企业如何转型来应对持续不断的变化等内容进行重点解读,累计吸引了1200余名企业管理人员在线观看。

海淀区市场监管局“质量云课堂”的上线,有效减少人员聚集,满足复工复产企业质量管理培训需要,为区内企业顺利复工复产提供有力支持。“质量云课堂”的上线,受到了辖区广大企业管理人员的好评,也受到了北京市市场监管局的高度关注。北京市市场监管局在“首都质量提升在线”网站首页特意增加“质量云课堂”弹窗,进一

步扩大“质量云课堂”的受众范围。

海淀区市场监管局“质量云课堂”可通过以下两种方式免费在线学习。

学习方式一:登录“首都质量提升在线”网站(<http://sdzits.lms.wetbim.cn/cms/>),点击质量云课堂直播预告;学习方式二:关注“北京海淀区市场监管”微信公众号,关注开课通知。



北京市海淀区市场监督管理局专栏