

破解“资产荒”

本报记者 郝亚娟 张荣旺
上海 北京报道

贷款投不出去、理财资金难寻合意资产……“资产荒”成为投资机构2022年开年以来持续关注的焦点。

根据人民银行公布的最新金融数据,2021年12月的信贷数据低于市场预期。分析人士指出,信贷增速下行趋势仍较明显,市

流动性“淤积”金融机构

目前非金融企业增加负债空间较小,对项目投资和扩大生产持谨慎态度,有效融资需求增加较慢。

“企业没贷款需求,开门红的信贷指标没办法完成。”浙江某城商行人士告诉《中国经营报》记者。

“2021年12月新增信贷1.13万亿元,同比少增1300亿元,全年新增信贷合计19.95万亿元,较2020年略高3080万亿元。12月末信贷余额共192.69万亿元,同比增长11.6%,较上月下降0.1个百分点,较2020年12月下降1.2个百分点,低于市场预期。信贷增速下行趋势仍较明显,市场融资需求尚未提振。”植信投资研究院研究员王运金分析。

融资需求不足亦反映在票据规模增长上。国家金融与发展实验室特聘研究员任海指出,社融、信贷数据与实体经济之间的关联性较高,2021年6~12月,票据连续7个月同比持续多增,7个月合计同比多增1.99万亿元,体现为“资产荒”现象。

央行发布的2021年第四季度银行家问卷调查报告亦显示,贷款总体需求指数方面,贷款总体需求指数为67.7%,比上季下降0.6个百分点,比2020年同期下降3.9个百分点。分行业看,制造业贷款需求指数为67.0%,比上季下降0.4个百分点;基础设施贷款需求指数为60.8%,比上季下降2.3个百分点;批发零售业贷款需求指数为62.1%,比上季上升1.6个百分点;房地产企业贷款需求指

场融资需求尚未提振。

一端是资金淤积在金融机构,另一端是市场风险偏好易降难升,是此轮“资产荒”的主要体现。2022年1月18日,央行副行长刘国强在国新办新闻发布会上提出“充足发力,把货币政策工具箱开得再大一些,保持总量稳定,避免信贷塌方”。如何保持信贷稳增长成为迫切要解决的问题,亦是破解“资产荒”困局的关键。

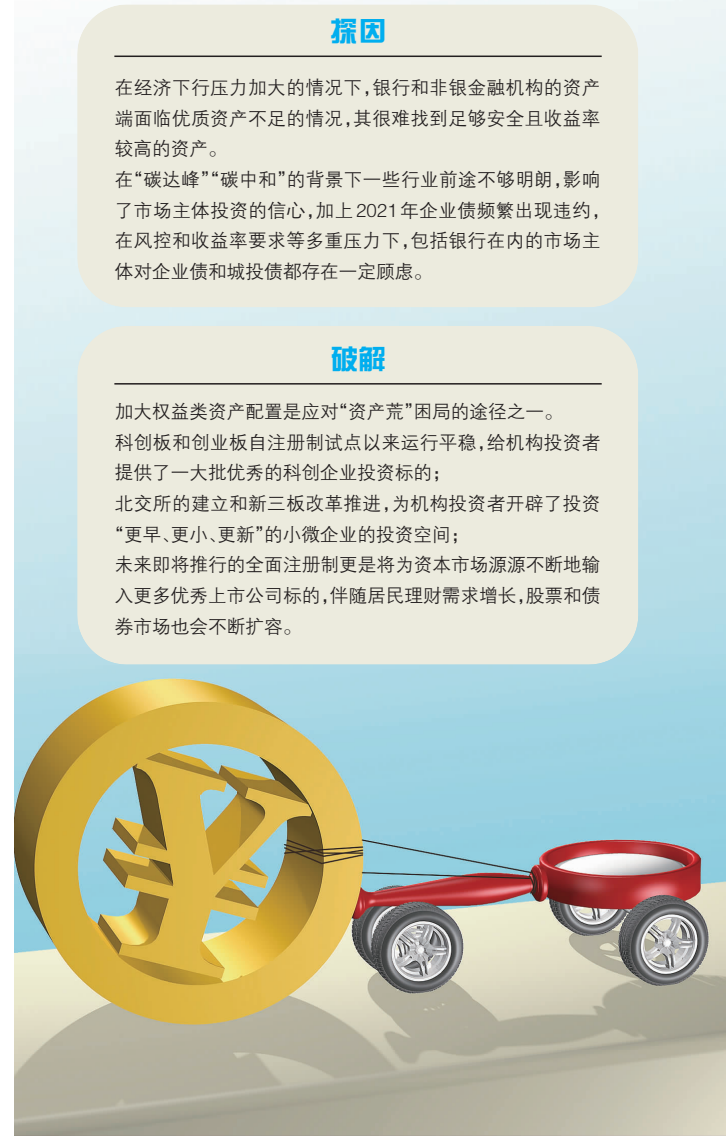
数为44.4%,比上季下降0.9个百分点。

谈及信贷需求不足的原因,中央财经大学证券期货研究所研究员、内蒙古银行战略部总经理杨海平认为,主要有三方面,目前非金融企业债务率依然偏高,增加负债空间较小;实体经济主体出于对疫情等不确定性的忧虑,对项目投资和扩大生产持谨慎态度;尽管新的主体涌现较快,但其有效融资需求增加较慢。

王运金也表示,当前疫情仍在延续,上游物价仍处高位,房地产行业融资情况虽边际改善但仍需保持政策定力,加之年末金融机构的信贷额度限制与信用风险犹在,企业投资扩张的意愿与能力尚未恢复。2022年一季度项目信贷审批需要一个过程,信贷需求尚未完全释放,中长期信贷短期限内还难以大幅增长。

记者采访了解到,除了信贷投放难,理财资金亦面临配置难题。交银理财有限责任公司总裁金旗坦言:“各家机构都感觉到获取合意资产的压力越来越大,这对产品规模和管理规模的扩张带来了非常大的挑战,同时市场风险也在不断触发。预计未来几年这方面的压力会越来越大。”

“总体上,资金宽松与杠杆操作的互相循环,配合票息资产供给缩量及降息预期,2022年第一



本报资料室/图

次“资产荒”已经到来。”招商证券固收团队研报指出,具体来看,在2022年1月的前两个交易周,各类型信用资产成交收益普遍以低于估值收益的形式达成,如此强劲的配置力量并非偶然:一是资金面宽松,有利于杠杆套息;二是股市持续下挫,出于控制回撤的考虑,混合类产品的配置天平会向票息资产倾斜;三是票息资产供给预期较差,这与2021年年末城投债审批再次收紧的传言影响有关,因而2022年初提前布局,以防缩量。

在中国银行研究院博士后王梅婷看来,2022年的资产荒和往年并没有区别,本质都是在经济下行压力加大的情况下,银行和非

金融机构的资产端面临优质资产不足的情况,其很难找到足

够安全且收益率较高的资产。此外,在“碳达峰”“碳中和”的背景下一些行业前途不够明朗,影响了市场主体投资的信心,加上2021年企业债频繁出现违约,在风控和收益率要求等多重压力下,包括银行在内的市场主体对企业债和城投债都存在一定顾虑。

也因此,提振信贷需求成为监管的重点工作之一。2022年1月18日,中国人民银行副行长刘国强在国新办新闻发布会上提

到,充足发力,把货币政策工具箱开得再大一些,保持总量稳定,避免信贷塌方;精准发力,要致广大而尽精微,金融部门不但不但迎客上门,还要主动出击,按照新发展理念的要求,主动找好项目,做有效的加法,优化经济结构。

机构抢配优质资产

央行“放水”叠加资产荒,使得机构抢配优质资产的竞争更加激烈。

1月17日中国人民银行公告称,为维护银行体系流动性合理充裕,开展7000亿元中期借贷便利(MLF)操作和1000亿元公开市场逆回购操作,中标利率分别为2.85%和2.1%,中标利率均下降10个基点。

中信证券明明团队指出,央行呵护经济保持流动性充裕市场增量资金不断,从而导致多数机构欠配压力增大。在宽信用效果验证与货币政策宽松预期再起之前,预计利率仍然难以摆脱波动行情,而近年来典型案例风险在加速暴露,成为当前信用市场的主要矛盾。

上海财经大学高研院“中国宏观经济形势分析与预测”课题组专家、助理研究员王玉琴指出,“在经济下行压力加大的背景下,平均风险水平总体是会上升的。这意味着,收益一定的情况下资产的风险水平是上升的,这会导致风险收益比较低的资产的供给减少。而在需求端,风险偏好是下降的,由此供需差异的持续存在甚至扩大,出现所谓的‘资产荒’。”

“宽松的流动性环境与政策不羁以及资产荒的背景下,企业从银行或债券市场等融到低成本资金的空间被不断放大且便利性也越来越高,但内外环境的不确定性以及实体经济的风险隐患让这些融到钱的企业并没有足够的动力去进一步扩大生产与投资,从而造成被动生产荒与投资荒,以及债务资金闲置的情形。”任海此前撰文指出。

以债券市场为例,东方金诚研究发展部高级分析师于丽峰向记者分析,债券市场“资产荒”是一种结构性的“资产荒”,即债市中能够匹配主流机构预期收益的优质资产供不应求且收益率不断走低,出现信用风险相对较高的资产被主流投资者规避、保持较高利差的现象。

“究其原因,一是近年来随着经济增速下行,债市整体收益率下行,同时传统能够提供较低风险高收益资产的两大类主体:地产和城投融资政策收紧,低风险、高收益资产不断减少;二是包括银行理财在内的资管产品规模持续扩张,债市配置需求增加且产品竞争激烈,对资产收益率有一定要求;三是2018年以来,债市信用风险出现上升,信用分层加剧,尽管风险较高资产能够提供较高的收益率,

且规模不断增加,但被主流机构所规避。”于丽峰如是分析。

于丽峰认为,资管新规过渡期在2021年底结束,2022年理财产品风险偏好或进一步下行,同时由于稳增长诉求上升,货币政策环境将较为宽松,中高评级资产的收益率或进一步下行,在“资产荒”演绎多年,大部分利差洼地被充分挖掘的背景下,2022年“资产荒”的局面可能持续。

分析人士表示,加大权益类资产配置是应对“资产荒”困局的途径之一。植信投资研究院资深研究员张秉文向记者分析,国家层面和监管层面都对“大资产管理市场‘资产池’”有过重要的安排和部署,其中股票市场的注册制改革以及公司债注册制安排都是扩大“资产池”的重要方针和举措。尤其是股票市场,科创板和创业板自注册制试点以来运行平稳,给机构投资者提供了一大批优秀的科创企业投资标的;北交所的建立和新三板改革推进,为机构投资者开辟了投资“更早、更小、更新”的小微企业的投资空间;未来即将推行的全面注册制更是将为资本市场源源不断地输入更多优秀上市公司标的,伴随居民理财需求增长,股票和债券市场也会不断扩容。

具体在配置上,农银理财总裁段兵在公开论坛上提到,预计2022年股票和债券的配置价值更加平衡,可以适当加大权益类资产的配置,因为当前债券的利率整体处于低位,配置价值比2021年显著下降。以理财为例,以当前的利率水平,单纯地配债已经很难满足固收产品客户对收益率的要求,在这种情况下固收业务应更加积极地布局,包括配置转债、股票等含权益类的资产,通过“固收+”等产品形态满足客户的需求。

谈到银行理财收益变化趋势,于丽峰分析表示,理财产品由于资产配置偏重债券,未来的投资收益可能持续走低,随着债券市场收益率中枢的下行和低风险、高收益资产的不断减少,债券配置的整体收益将下行;无风险收益下行和股票市场的不断扩容,未来股票市场将提供更多的投资机会,理财产品在股票类资产上的配置比例将不断提高,投资者可以根据自身的风险偏好,选择“固收+”的产品或是提高权益类理财产品投资占比来提高投资收益。

“雪球”产品从指数“滚”向个股 相关机构遭窗口指导

本报记者 陈嘉玲 北京报道

资管新规正式执行的首周,信托业监管的“第一枪”瞄准了火爆一整年的“雪球”产品。部分涉及衍生品业务(主要是“雪球”类)的信托公司在2022年1月5日下午收到监管窗口指导,随后多家信托公司暂停“雪球”类信托对个人投资者的发行。

降低个人认购风险

近日,部分信托公司向《中国经营报》记者确认已收到监管窗口指导,并且从2022年1月的第三周开始停止向自然人销售“雪球”产品。

据记者了解,目前监管要求禁止发行的是100%投向“雪球”产品的集合信托,只有25%投向“雪球”产品的集合信托暂未受限制。

“雪球”产品的全称是“雪球型自动敲入敲出式券商收益凭证”,是场外期权模型的一种。

目前市场上的“雪球”产品多由券商设计,通过券商资管集合或集合信托计划产品发行。其运作模式是投资者从券商购买收益凭证产品,产品设定固定的票息收益,并通过设置障碍,即敲出价格(区间上限)和敲入价格(区间下限),来约定标的资产的波动区间。根据“雪球”产品的特点,券商作为投资者卖出看跌期权交易对手方。标的上涨时,券商支付费用,投资者赚钱;标的下跌时,投资者承担所有亏损。(详见本报2021年6月7日刊发的《“固收+”衍生品风险敞口滚“雪球”》)

此次银保监会针对信托行业的窗口指导,使得100%投向“雪球”产品的集合信托计划被禁止发行。有市场人士分析认为,这是打响拉平监管体系的首枪,针对信托投资“雪球”产品的后续细则或将出台。未来,信托通道发行“雪球”产品的监管口径或将与券商资管计划相同,即单只资管产品投资“雪球”产品的比例不超过产品净

值的25%,仅全部为专业投资者且单个投资者超过1000万元的封闭式集合计划可豁免。

值得一提的是,由于目前挂钩中证500指数类“雪球”产品报价困难,叠加降低标的风险集中度以及投资者个性化定制化需求,很多券商开始发行挂钩个股的“雪球”产品,但这类产品对投资人而言风险更大。

产品理解上存在问题,所以就给了窗口指导。”华润信托“雪球”产品的一位信托经理对记者表示。早在2021年11月,深圳证监局曾要求各资管公司严格落实适当性要求和持续加强销售行为管控,并严禁使用“保本”“稳赚”等词汇诱导投资者购买或片面强调收益,慎用“最高”“最佳”“最强”等表述等。

某股份制银行一位分行托管部负责人在接受记者采访时指出,“雪球”产品比一般的金融产品要复杂。部分机构在销售时没有解释到位,比如未对投资者可能承担的市场下跌风险进行充分提示、片面强调“高收益”“稳赚不赔”的情况等,很多投资者也只盯着15%、20%的高收益,并未深刻理解产品结构及本质,最终出现亏损时容易引发纠纷。

实际上,自2021年下半年以来,“雪球”产品频受监管指导。2021年8月初,中国证监会机构部向各券商发文,要求强化“雪球”产品的风险管控;2021年9月份,中国证券基金业协会向券商资管部门窗口指导,对券商资管集合产品投资“雪球”类产品作出了不超过净值25%的比例限制,对不符合要求的“雪球”产品不予备案。

上述监管重拳陆续出台后,信托系“雪球”产品一度未受影响,仍可向个人投资者发行100%投“雪球”产品的集合信托。而此轮针对信托公司的窗口指导,则被业内人士解读为“打响拉平监管体系的首枪”。

“由于雪球类产品含有期权衍生品成分,监管可能担心投资者对

实际上,对投资者来说,“雪球”产品结构具有高票息但非保本的特点,当挂钩标的指数发生大幅连续下跌时,投资者可能面临本金较大幅度亏损,属于一类风险较高的产品,因此需要加强对终端投资者的风险提示和适当性管理。

或加剧市场波动

或加剧市场波动

“从监管出台的政策和表述来看,主要有三个关注重点:首要的是保护投资者的利益,第二是券商的风险敞口控制;第三是监管比较担心对冲交易会放大股市的波动。”上海瓴瓴信息科技有限公司联合创始人、研究负责人刘福宸博士在接受记者采访时表示。

实际上,证监会2021年8月向券商下发的文件也认为,“雪球”产品不管是对投资者还是券商都存在一定风险。对券商来说,可能存在对冲不充分和表内亏损的风险。彼时监管指出,目前,证券公司波动敞口缺乏较好的对冲工具,波动率对冲整体较粗糙。同时,当在观察日前后,挂钩标的价格临近敲入价格或敲出价格附近时,证券公司delta(对冲交易的持仓量)、gamma(价格每变动一个单位对应的对冲交易量)等风险敞口将发生剧烈跳动,对证券公司的对冲精准性和交易能力提出了较高要求。

此外,多位受访业内人士在接受记者采访时,对“雪球”产品大热背后的对冲风险表示担忧。他们指出,国内衍生品市场发展仍不够成熟,对冲工具有限,券商如何做到有效对冲很关键。如果市场大跌,标的大面积回撤,期权交易各方会不会出现极端交易行为,对冲会不会失败?如果券商交易平台暴露过大的风险敞口,在极端行情下是不是可能会造成

较大亏损?

“目前无论是场内还是场外,都缺乏波动率对冲的工具。券商波动率的风险处于暴露状态,只能通过压低票息报价进而降低风险。随着‘雪球’规模不断扩大和券商之间竞争不断加剧,部分券商可能将要承担较大的风险。”刘福宸进一步分析指出,“雪球”产品的对冲操作实际是在持续地高抛低吸。当标的资产价格下跌至销售价格附近时,券商将增加买入头寸,甚至超过其名义本金对应的规模。若价格继续下跌,券商可能面临在下跌过程中出现被迫卖出的交易行为,继而进一步加大市场波动。

据中期期货金融期货分析师姜沁此前分析,“雪球”产品最直接影响就是对股指期货提供了大量的多单,导致IC(中证500指数期货合约)贴水收窄。另外,“雪球”产品发行方为负delta、正gamma。指数下跌,delta绝对值增大,需要买入更多的股指期货对冲;指数上涨,delta绝对值减小,需要减少买入股指期货对冲的仓位,因此,“雪球”产品的对冲方式为高抛低吸,会降低基差与行情的相关系数。

信达证券金融工程与金融产品首席分析师于明明,通过定量分析探讨了“雪球”产品对股指期货市场的影响。在他看来,“雪球”产品对市场的影响主要体现在股指期货贴水上,但是做

市商的对冲操作对股指期货市场影响有限,即使在连续大幅下跌的极端行情中,也仅达到40%左右的市场持仓量占比。此外,“雪球”产品本身杠杆有限且最大亏损有限,与部分分析人士进行对比的累积期权类高杠杆衍生品完全不同。

受访信托资深人士也提到,当前来看,极端行情和极端交易均是大概率事件。并且,券商收益凭证业务同样受到监管的额度限制。

除了仅39家券商拥有交易商资质外,收益凭证的发行余额不得超过券商净资本的60%。若以2020年证券业的2.31万亿元净资本计算,收益凭证发行余额上限为1.39万亿元。也就是说,不到5000亿元的“雪球”产品规模,距离这一上限仍有相当大的距离。

上述银行托管部负责人还告诉记者,券商通常不会大规模地去判断方向的交易。比如,他们一端以凭证的名义发出“雪球”,从投资者处聚集到资金;另一端则与做个股、偏好波动大的私募基金开展收益互换等业务;券商从中赚取两端的固定利息差,通常是3%左右。但现在监管一再叫停,资金端减少参与交易,券商报价也只能往下压,也就可能会影响到部分私募基金的交易意愿。

下转 B2