

2015年11月24日 星期二 总第4387期



分析专栏

给中信证券留条发展之路

优选信息

| | |
|---------------------------|----|
| 外资投行警告中国私营部门债务风险上升..... | 2 |
| 多因素促使国内房企公司债规模激增..... | 3 |
| 离岸投资者依然不看好人民币..... | 3 |
| 中国版“穷人银行”正遭遇困境..... | 4 |
| 设立中国版国家住房银行仍有难题待解..... | 4 |
| 《大气十条》实施会给区域带来多大收益? | 5 |
| 外媒称中国取消对券商自营股票交易的限制..... | 5 |
| 经济减速可能是中国研发投入未达目标的主因..... | 6 |
| 私募机构跑路掀起兑付危机..... | 6 |
| 外国政府出资推动创新的经验教训值得借鉴..... | 6 |
| 造船企业实际利润仍在走低..... | 7 |
| 19个省份陆续公布养老并轨实施办法..... | 8 |
| 港元比过去更需要维持与美元挂钩..... | 8 |
| 下一季度可能发生哪些“黑天鹅”事件? | 9 |
| 美联储加息决策的政策标准..... | 9 |
| 全球债券市场违约风险急剧攀升..... | 10 |



欢迎关注
安邦咨询 (ANBOUND)
官方微信平台

ANBOUND

网站
www.anbound.com.cn
邮箱
aic@anbound.com.cn

订购热线
010-56763000
010-56763018

服务热线
北京 010-56763028 成都 028-68222002
上海 021-62488666 杭州 0571-87222210
深圳 0755-82903344 重庆 023-86968538

【分析专栏】

【给中信证券留条发展之路】

在今年金融领域的反腐败行动中，中信证券成为一个负面典型。这家一度中国规模最大的券商，因为多名高管团队涉及违规行为而被查处。由于事涉中央救市大计，因此对问题的查处格外严厉。

中信证券为此付出了重大代价。首先是多名高管被带走调查，相关的业务被迫调整，对业务产生重大打击。按照上市公司再融资的有关规定，高级管理人员出事，3年之内不能再配股增发，而这对资金需求度较高的券商来说是致命伤。其次，中信证券董事长王东明因此事提前辞职，虽然名义上是主动辞职，但很显然受到了中信证券问题的牵连。不过，最大的损失还不是这些，而是中信证券的品牌受到重创。中信证券曾有志于做“中国的高盛”，但估计中信证券关注的是高盛的规模，而不是高盛对于自身品牌和服务近乎严苛的管理。

在高管为此付出代价以后，中信证券作为机构的命运如何，同样令市场关注。

中信证券作为国内最大的券商之一，曾经有志脱离中信集团“单飞”，此事应该也得到大股东中信集团的首肯。今年以来，中信集团已两次减持中信证券的股份：1月16日，中信集团减持34813.17万股中信证券，其持股比例也从20.3%降至17.14%；6月份H股增发后，中信集团的持股比进一步被稀释至15.59%，退居为第二大股东，第一股东变更为“香港中央结算有限公司”，即H股非登记股东所持股份。据了解，在年初减持完成之后，中信集团就已不再将中信证券的权益并表，未来也不排除中信集团在中信证券的持股继续降低。显然，中信集团有意在弱化对中信证券的影响，按这个趋势发展下去，最终可能会放手中信证券“单飞”。还有公开信息显示，中信证券有意实行MBO（管理层持股）。

不过，现在中信证券管理层接连出事，“单飞”已经是不太可能，而MBO（管理层持股）的前景更是不可能了。如此一来，中信证券过去定下的发展大计都会付之东流，今后可能面临完全不同的发展之路。

对于今后中信证券的前景，目前业界有一种传闻称，中信证券被重组的可能性很大，监管层还没有对中信进行处罚，按照以往的惯例，对于出事的券商都是采取重组的做法。比如过去的万国证券出事之后，被申银证券重组为申银万国证券；君安证券出事之后，被国泰证券重组为国泰君安证券。按这个路子，中信证券的重组似乎也不可避免。

不过，在安邦咨询（ANBOUND）研究团队看来，对中信证券并不一

定要采取重组方式。在一个公司机能正常、业务正常的情况下，重组公司实际上是一种破坏性的做法，这很可能意味着毁掉中信证券这家机构。与国内其他券商相比，中信证券的业务和机构都比较完整，维持一个完整的中信证券，对于股东和市场来说是合适的，对于政府来说也是合适的。类似的大型金融机构如果不是业务出现巨大问题，都有完整保留的价值。

在我们看来，对中信证券的处理可以采取人与机构分开的原则。管理层出了事，由管理层来负责，涉及违法的则依法处理。但对于中信证券这一家机构，则不一定在这次事件中一棍子打死，以破坏性的重组来处理机构。考虑到中信证券的各个业务条线都比较稳健，可以采取高层换血的方式来实现内部调整，而不是机构重组。

2015年是“十二五”时期的收官之年，2016年将是“十三五”时期的开局之年。在十八大以来持续两年多的反腐败之后，中国在多个领域都将进入重建与发展时期，既包括党政班子的重建与完善，也包括国企改革的进一步深化，还包括各类国企与金融机构的重建与发展。因此，保留类似中信证券的金融机构，对于未来的重建与发展是有好处的。

最终分析结论（Final Analysis Conclusion）：

建议有关部门以人与机构分开的原则，把人员违规处理与机构处置分开，保留一个独立完整的中信证券，给它一条重新发展之路。（AHJ）[返回目录](#)

【优选信息】

【形势要点：外资投行警告中国私营部门债务风险上升】

近日，彭博援引摩根大通经济学家 DAVID HENSLEY 及其团队的分析称，新兴市场企业及家庭债务负担高企，大部分原因是由于中国出现的债务不平衡，如果将中国剔除，新兴市场非金融行业私营部门债务对 GDP 的占比，在金融危机之前远低于发达经济体。在金融危机之后，剔除中国的新兴市场债务对 GDP 的占比，增加了超过 20 个百分点，与危机前发达国家情况相似。此外，新兴市场债务增速有所放缓，摩根大通称这主要是因为美元升值，导致以美元为主的借债成本上升。新兴市场债务的增长受到银行的限制，因为不良贷款增加以及融资环境恶化，银行收紧了放贷条件。此外，新兴市场净资本流入大跌，今年也有可能在十年来首次出现资本净流出。在债务增长放缓以及债务去杠杆行动的影响下，新兴市场经济增长放缓，而发达经济体经济则获得增长动能。摩根大通认为，新兴市场全面的债务去杠杆危机也不太可能发生，因为中国将会继续允许债务累积。

HENSLEY 团队认为中国倾向于保持债务相对强劲增长，年增速会超过 10%。从中国私营部门债务累积的状况以及中国经济硬着陆可能带来的破坏性溢出效应来看，这增速值得注意。尽管债务的增加能为新兴经济体以及国际经济增长前景带来短期正面效果，但是这确实建立在牺牲长期金融稳定的基础之上。（RDLG）[返回目录](#)

【形势要点：多因素促使国内房企公司债规模激增】

自 6 月公司债放量发行以来，房企公司债发行规模不断扩大，成为债券市场最为活跃的群体。中指院统计数据示，截至 10 月末，已有包括恒大、融创、龙光、世茂等 52 家房企成功发行公司债，发行规模达到 1814.24 亿元，相比 2014 增长了接近 16 倍。分析称，三大因素促就了本轮的规模发债潮。其中，政策放松是催生本轮发债热潮的重要推手。由于政策原因，房企公司债自 2009 年起经历了长达 5 年的停顿状态，直至 2014 年证监会开始逐步放开上市房企发债。今年初，债市《公司债券发行与交易管理办法》出台，通过简化公司债审批流程缩短发行时间，并扩大公司债的发行主体，直接降低了房企发债难度。而公司债新规明确表示，满足一定条件的公司债券可以进行质押式回购和竞价交易，新制度大大提高了公司债在二级市场的流动性及交易效率，使得债券市场在需求端得到保障。另一方面，宽松的市场环境激发了房企债市融资需求。2014 年 11 月至今，央行已经连续 6 次降息、5 次降准，市场上大量的流动性使债市资金较为充裕，债券发行利率不断走低。数据表明，今年房企公司债发行利率普遍介于 4%~8% 之间，10 月份房企 5 年期公司债平均发行利率为 4.16%，环比下降了 12%，相比年初更是大幅下降 32%；与同期限银行贷款利率相比，低了 15 个百分点。与此同时，由于房地产市场下行压力较大，受国际信用评级下降影响，房企海外融资经历前两年的高峰期后，自 2015 年初开始遇冷，境外融资难度加大，这也促使多数海外上市的内地房企转向内地资本市场融资。三季度，50 家龙头房企海外融资仅为 135 亿元，同比下降 53%。（RWX）[返回目录](#)

【形势要点：离岸投资者依然不看好人民币】

受美元买盘强劲的挤压，周一（11 月 23 日）离岸人民币兑美元一度至 6.43 附近，创下 9 月 24 日以来最弱水平。德国商业银行（Commerzbank）表示，离岸投资者依然不看好人民币，预计人民币跌势将持续至 2016 年。周一美元/在岸人民币中间价定于 6.3867，为 8 月 31 日以来最高，出乎市场意料。亚洲市场交易员表示，看到至少两家中资大行大量抛售美元/在岸人民币，以期稳定市场。交易员称，人民币中间价下调引发的离岸人民币跌势延续至欧洲和美国交易时段。离岸人民币对在岸人民币折价 0.66%，两地汇差为 430 点左右。今年 8 月 11 日以来的在岸和离岸人民币汇差均

值为 350 点左右，年初至 8 月 10 日的均值在 58.4 点左右，德国商业银行称，这表明离岸投资者对于中国增长前景可能较为悲观。中国政府依然青睐有管理的浮动汇率水平，德国商业银行预计美元/离岸人民币年底前最高将涨至 6.45 附近。摩根大通进行的一项调查显示，逾 70% 的受访客户预计在岸人民币明年将再跌 2%-5%，多数受访者预计跌势将集中在第二季度，不过不会一次性下跌，而是逐步走低。（RWSQ）[返回目录](#)

【形势要点：中国版“穷人银行”正遭遇困境】

2006 年，孟加拉国的银行家尤努斯和他所创办的孟加拉乡村银行，获得诺贝尔和平奖。尤努斯的一大杰出贡献，就是开办和发展了“穷人银行”，人们无需抵押无需担保，就可申请小额贷款，它被看做是真正解决农民贫困、实现农民富裕的重要模式。同一年，江苏盐城市，出于几乎同样的目的，进行了农民资金互助合作社的试点，并打出了“农民自己的银行”的宣传标语。这一中国版的“穷人银行”广受农民欢迎，在盐城各乡镇遍地开花。江苏省农业产业发展研究中心课题组数据显示，到 2014 年，盐城全市已有 138 个资金互助合作社，吸收 20 多万户农民入社，吸纳社员股金和互助金 24.08 亿元，累计向 38 万农户（次）投放 150 亿元。然而，因部分合作社挪用资金投资失败，引发挤兑倒闭风波，盐城多家农民资金互助合作社关门歇业。据报道，盐城某区成立的 24 家农民资金互助合作社中，总共有 9 家关门歇业。几乎与之同时，在江苏连云港、南京等地，亦出现多家农民资金互助合作社倒闭现象。连云港市灌南县 4 家农民资金互助合作社的 1.1 亿元存款被挪用、涉及 2500 多名储户，导致 4 家合作社无法正常兑现农民存款。南京高淳区砖墙镇农民资金互助社被立案调查，该资金互助社吸收了大量储蓄存款，约有 300 多名“储户”，共 3200 万元资金无法兑付。在不少人的眼中，农民资金互助合作社异化为一个融资平台，农村的钱不断被吸纳上来，大量流向非农产业，这显然违背了它成立的初衷。据报道，作为“盐城模式”的开创者，近两年来，盐城市各级政府不少精力被合作社倒闭后遗症所牵扯。相比于最开始的大力提倡，“倒闭风波”后，盐城市政府对农民资金互助合作社的发展显得格外谨慎。

（RWX）[返回目录](#)

【形势要点：设立中国版国家住房银行仍有难题待解】

日前国务院法制办公布的《住房公积金管理条例（修订送审稿）》中，首次允许发行住房公积金个人住房贷款支持证券，这被市场认为是为国家住房银行设立铺路。而国家住房银行的真正设立，仍然需要更高层次的顶层设计。业内人士指出，随着近年来公积金制度漏洞的逐渐暴露，公积金应有的作用不断被弱化，改革住房公积金制度的呼声越来越高。在此背景下成立国家住房银行，将有效盘活多年沉睡的公积金沉淀资金，推动住房

消费需求的增加。此外，全国住房公积金贷款风险准备金接近 800 亿元，其中 500 多亿元为超额拨备，可转化为住房银行资本金。“虽然国家住房银行设立的条件已基本具备，但目前仍处研究阶段。”住建部政策研究中心研究员赵路兴表示，住房银行的设立意味着事业单位的公积金管理中心将改制成为金融机构，一方面，管理所属权难定，另一方面，是否具备金融管理能力也是未知数。此外，目前住房公积金主要由地方公积金管理中心管理支配，如果设立国家住房银行，那么地方利益将受到影响；当前的住房公积金主要存入中国建设银行的账户中，一旦建立住房保障银行，资金池发生改变，也将带来重大利益调整。因此，赵路兴指出，国家住房银行不仅仅是公积金条例改革便可以解决的，而是需要更高层次的顶层设计。

(RWX) [返回目录](#)

【形势要点：《大气十条》实施会给区域带来多大收益？】

首份《大气污染防治行动计划（2013-2017）实施的投融资需求及影响》分析报告近日发布。报告由环境保护部环境规划院和南京大学组成的专家工作组统计、分析、测算、总结完成，是中国清洁空气联盟秘书处（清洁空气创新中心）在能源基金会的支持下发布的。报告显示，我国大气污染防治行动计划实施的直接投资需求共计 1.84 万亿元，与之前预计的 1.7 万亿增加了 8%。其中，京津冀、长三角、珠三角三大重点区域分别需要 2490.29 亿元、2384.69 亿元与 903.58 亿元。报告指出，目前中央财政的对大气污染防治专项资金的投入规模在 2013 年和 2014 年分别为 50 亿和 100 亿元，这与《计划》实施的投资需求相差巨大。报告分析了《大气十条》实施的社会经济影响，并指出长三角地区所获的直接效应最大为 2782.03 亿元，京津冀地区所获的收益仅为 35.66 亿元，远小于长三角和珠三角，主要是因其淘汰落后产能量较大，其导致的负效应抵消了大部分环保投资拉动的正效应而导致。该报告同时指出，我国大气污染治理存在投资总量严重不足、过度依赖政府财政性投入、融资渠道单一等问题，如不能形成稳健有效的大气行动计划实施的投融资机制，则大气行动计划实施所需的资金投入水平就无法保障，因此 2017 年三大区域以及全国大气行动计划目标就难以实现。(RWX) [返回目录](#)

【形势要点：外媒称中国取消对券商自营股票交易的限制】

据华尔街日报 24 日援引消息人士称，中国取消对券商自营股票交易的限制，允许券商持有自营股票交易净空头头寸。中国曾在 7 月份要求券商保持自营交易多头头寸。大智慧通讯社曾报道，在股灾期间，监管层倡议券商等机构“主动承担责任，采取保持每天股票自营净买入措施”。据报道，7 月初，21 家证券公司合计出资 1200 亿元用于投资蓝筹股 ETF。根据当时的说法，上证综指在 4500 点以下，在 2015 年 7 月 3 日余额基础

上，证券公司自营股票盘不减持，并择机增持。当时暂停了的 IPO 近日也将重启。根据证监会 11 月 6 日公告，暂缓发行的 28 家公司将在年内完成发行，其中，已经履行缴款程序的 10 家公司先行启动。目前沪指徘徊在 3600 点附近，较 8 月最低点涨了 26%。（LWX）[返回目录](#)

【形势要点：经济减速可能是中国研发投入未达目标的主因】

根据国家统计局 11 月 23 日公布的数据，2014 年中国共投入研究与试验发展(R&D)经费 13015.6 亿元，比上年增加 1169.0 亿元，增长 9.9%；研究与试验发展(R&D)经费投入强度（与国内生产总值之比）为 2.05%，比上年提高 0.04 个百分点。但是仍未达到“十二五”提出的占 GDP2.2% 的目标。据报道，分地区看，2014 年研究与试验发展(R&D)经费支出最多的 6 个省(市)为江苏(占 12.7%)、广东(占 12.3%)、山东(占 10%)、北京(占 9.7%)、浙江(占 7%)和上海(占 6.6%)。研究与试验发展(R&D)经费投入强度（与地区生产总值之比）达到或超过全国平均水平的有北京、上海、天津、江苏、广东、浙江、山东和陕西等 8 个省(市)。近年来，中国研发经费投入总量呈不断上升趋势，先后超过英国、法国、德国和日本，成为仅次于美国的世界第二大科技经费投入大国；研发投入强度与发达国家 3%-4% 的水平相比虽然还有差距，但呈逐年提高的态势。我们认为，近些年中国经济增速持续下滑，企业效益也急剧恶化，政府财政收入增速也大幅下滑，这可能是导致中国研发投入占比未达到既定目标的主要原因。（RWX）[返回目录](#)

【形势要点：私募机构跑路掀起兑付危机】

9 月 29 日基金业协会发布公告，为了加强私募基金管理人的自律管理工作，基金业协会从本通知发布之日起实施“失联（异常）”私募机构公示制度，当私募机构出现一些情形时，将会被认定为“失联（异常）”。11 月 23 日，也就是在建立起失联（异常）私募机构公示制度的 50 天后，基金业协会公布了一批失联（异常）私募名单。在这份名单中，包括了 12 家私募机构，按照注册地分类其中 9 家在北京，一家在深圳，一家在苏州，另一家在湖北。这 12 家私募分别是：华天国泰、中融坤瑞、中元宝盛、融易融、银河瑞盈、中投华融、万弘基金（苏州）、湖北奥信创业投资、幸汇财富、洲海鸿润、北京幸福财富投资以及深圳中星基金管理有限公司。该批 12 家“失联（异常）”的私募机构中，一些私募正是去年兑付危机频出的有限合伙企业，比如其中的中元宝盛（北京）资产管理有限公司。随着私募机构“失联”，投资者兑付无门，面临巨额损失。（RWSQ）[返回目录](#)

【形势要点：外国政府出资推动创新的经验教训值得借鉴】

伦敦政治经济学院国际事务研究所主任、欧洲复兴和开发银行前首席

经济学家伯格洛夫近日表示，政府出资创新应谨慎。伯格洛夫认同政府在创新方面应有角色，尤其是在教育和基础研究方面，也可以在一些特殊领域，给予一些资金上的支持。但是他认为，在制度建设较弱的国家，此类出资促动创新的计划效果往往不好。他以俄罗斯为例称，在 2007 年设立的俄罗斯纳米公司（RUSNANO），一开始致力于发展俄罗斯的纳米行业，但是之后逐步扩展到太阳能、生物制药、基础设施等领域，成为了一个准主权财富基金，用纳税者的钱来投资。欧洲复兴和开发银行曾被邀请与该公司联合投资，但是几年后回头看该公司持股的上市公司的组合，它们的管理成本比其他上市公司高十倍，给太高的工资，运作效率太低，整个投资组合的表现“很可怜”。而且，该公司一度还曾由俄罗斯最有能力、最有权力的俄罗斯改革派领导，但是仍然演变成一个较大的失败。伯格洛夫表示，此类想法一开始可能是个好主意，但是通常出现的情况是，一旦开始，其扩张就很难控制。政府类机构在这方面显现的软预算约束是一个很严重的问题。此类计划的成功要求有一个“强政府”——一个能够说不的政府。他进一步表示，此类计划要取得成功，关键是承诺并践行在几年后逐步撤回政府的出资，以色列就是一个好例子，该国政府设立的支持基金对创新活动提供了早期支持，撬动私人部门的资金。伯格洛夫说，俄罗斯政府基金的投资方式也曾经反复，接替他担任欧洲复兴和开发银行首席经济学家的 SERGEI GURIEV 曾领导这一基金，并试图让该公司主要进行直投，而不再通过基金的方式。GURIEV 从该基金离职后，该基金又回到原来的投资模式上。这么多年下来，该基金计划可能产生了一些效果，但是总体上，“可以说是很多的努力花在了一个没有多大效果的计划上”。中国在这方面情况或许比俄罗斯好，伯格洛夫表示，不过，中国目前的研发投入占 GDP 百分比略高于 2%，是个“体面的水平”，但是远没有到可以浪费的程度。（RWX）[返回目录](#)

【形势要点：造船企业实际利润仍在走低】

日前，中国船舶工业行业协会发布消息称，1 至 10 月，全国造船完工 3287 万载重吨，同比增长 15.4%。10 月底，全国规模以上船厂手持船舶订单 13201 万载重吨，同比下降 14%，比 2014 年底下降 11.6%。10 月当月造船完工量和新承接订单量同比分别增长 45.8% 和 79%。1 至 10 月，全国完工出口船 2892 万载重吨，同比增长 18.1%；承接出口船订单 1789 万载重吨，同比下降 64.4%；10 月末手持出口船订单 12601 万载重吨，同比下降 13.9%。出口船舶分别占全国造船完工量、新接订单量、手持订单量的 88%、87.8% 和 95.5%。造船企业营业额虽然有所好转，但实际利润却在走低。1 至 9 月，全国规模以上船舶工业企业 1448 家，实现主营业务收入 5628.5 亿元，同比增长 4.2%。其中船舶制造 2883.9 亿元，同比增长 5.7%。船舶配套业 720.9 亿元，同比增长 9.2%。船舶修理业 154.7

亿元，同比下降 7.5%。规模以上船舶工业企业实现利润总额 134 亿元，同比下降 30%。（RWSQ）[返回目录](#)

【形势要点：19 个省份陆续公布养老并轨实施办法】

2015 年 1 月国务院印发《关于机关事业单位工作人员养老保险制度改革的决定》，并从 2014 年 10 月 1 日起实施。目前，已有黑龙江、四川、山东、上海、江苏、福建、吉林、辽宁、山西等 19 个省份陆续公布实施办法。人社部社会保障研究所所长金维刚说，按照国务院工作部署，在今年年底之前，各省级地区都应当出台实施方案，随后组织实施。不过，并轨涉及一系列相关政策以及操作问题，各地情况存在差异，所以各地启动实施会出现一定的“时间差”。梳理各地养老“并轨”实施意见，发现各省份都按照国务院决定，统一确定养老保险个人缴费为本人缴费工资的 8%，但对于个人缴费工资基数的表述有所差异。还有一些省份的方案在缴费上明确了延迟退休人员的“个性化”规定。改革前参加工作、改革后退休的“中人”，数量庞大，在机关事业单位人员中占绝大多数，这部分人的退休待遇将有何变化？记者调查发现，国家规定为“中人”发放过渡性养老金，并为“中人”设立 10 年过渡期，其间实行新老待遇计发办法对比，“保低限高”：如新办法计发的基本养老金低于老办法，按老办法补齐；新办法高于老办法，高出部分分年度按比例予以封顶限制。调查宁夏、江苏等多省区社保部门发现，各地在“保低限高”原则下设计的方案都能够保证广大“中人”的退休待遇基本不降低。（RWSQ）[返回目录](#)

【形势要点：港元比过去更需要维持与美元挂钩】

随着人民币国际化进程持续，港元与人民币的关系问题再次被提起。早已退出江湖但在内地还有不小市场的投资家罗杰斯日前表示，如果人民币能够自由兑换，港元便再没有存在价值，因为全国只使用一种货币会更有效率。罗杰斯认为，当人民币能够自由兑换，港币就会完成其历史任务。因为那时如果港币继续存在，将会增加交易费用，进行交易时需要多一重兑换手续，效率随之降低。而随着科技的发展，他相信，未来世界上大部分交易所将会消失，改而电子自动化交易，当中包括港交所。他还表示，香港未来需要继续保持对外放开，吸纳人才及资金，才能保持发展优势。在我们看来，罗杰斯谈港元消失并不是什么新观点，这只是根据经济与货币关系一般之论。我们要指出的是，过去谈港元消失的理由比现在要充足，但当前的环境和形势出现变化，事情就没有这么简单。如果中国经济不好，经济增速持续下行，人民币也出现贬值，那么香港为什么要选择用人民币呢？香港的价值在于其独特性，它是自由港，在当前和未来相当长一段时间，保留港元并维持港元与美元的挂钩，对香港来说更有价值。（AHJ）[返回目录](#)

【形势要点：下一季度可能发生哪些“黑天鹅”事件？】

法国兴业银行（法兴）最新一季度的全球金融市场“黑天鹅”榜单揭晓，英国退出欧盟和中国经济硬着陆两大“黑天鹅”事件冲击市场的风险几率最高，分别为 45% 和 30%，美联储加息太迟的风险几率为 10%。今年 5 月英国首相卡梅伦赢得大选后，英媒爆出首相官邸人士的消息，称卡梅伦可能将退出欧盟的公投提前到明年，以避免与 2017 年法国和德国的大选“撞车”。上周欧盟委员会主席容克表示，英国脱欧不会发生。而早在三季度中期，华尔街机构就在警告，新兴市场经济如果陷入资本外流、本币贬值、经济下滑、资本外流加剧的恶性循环，可能拖累全球经济重陷衰退。“黑天鹅”事件大多出乎主流预期，若其成为现实，通常会引起市场负面的连锁反应，甚至引发市场大震动。美国“9·11”恐怖袭击、瑞士央行放弃欧元兑瑞士法郎汇率下限均属这类事件。法兴认为，英国退出欧盟可能令其他欧洲国家的经济产生连锁反应，中国的硬着陆（或者还加上新兴市场的危机）有可能掀起足以导致全球经济衰退的市场冲击。但法兴预计，中国硬着陆不会自动引起全球经济衰退，因为其影响亚洲以外发达经济体的主要传输渠道是间接的金融渠道，中国回应硬着陆的政策质量很关键。此外，法兴提到三种可以推动市场积极发展的正面“风险”：投资与贸易势头走强、财政宽松增加、改革可能进入快车道。（RWX）[返回目录](#)

【形势要点：美联储加息决策的政策标准】

美联储将在 12 月 16 日的联邦公开市场委员会（FOMC）会议上提高基准利率，似乎已经是尘埃落定。自 10 月 FOMC 会议以来，美联储官员们不断发表意见一致的系列言论，与上次 FOMC 会议声明一起，都释放了加息时机已经成熟的信号。高盛美国首席经济学家 JAN HATZIUS 及其团队指出，美国正在经历“龟速复苏”，但他们预计，美联储明年共将加息 100 个基点，或“每季度加息一次”。不过，尽管 12 月加息市场似乎已经达成共识，但对于后续行动的步伐会有多快，市场上仍有争论。美联储官员近期则一再表示，加息的幅度和步伐都将依赖于数据。这意味着，由于市场对美国经济在今年及以后路径的不同观点依然存在，美联储实行紧缩政策的幅度和步伐，都将受到争议。高盛警告称，目前债市反映出的价格约为 55-60 个基点，如果美联储加息的步伐快于预期，市场可能会受到惊吓。值得注意的是，美联储给出了加息标准——“整体经济只是温和增长，工业部门停滞，以及全球环境不确定”的时候会加息？HATZIUS 在报告中解释：尽管基金利率七年来一直停留在零，但在这表象之下发生了很多。在经济衰退之后的几年里，这项最标准的泰勒规则（TAYLOR RULE）示，FOMC 应将利率降至零以下。现在，鉴于经济自 2009 年来取得的进展，即使是相对谨慎的泰勒规则也要求尽快提高利率。这项规则最好地描述了

美联储主席耶伦的观点——从温和失业率以及零平衡基金利率（ZERO EQUILIBRIUM FUNDS RATE）来看，FOMC 应该在 12 月或 1 月的会议上加息。至于美联储加息的步伐，HATZIUS 认为将受到三个因素的影响：（1）通胀回到 2% 的美联储目标的程度，（2）金融市场对于首次加息的反应，以及（3）经济增长是否仍然在趋势之上。不过，鉴于 2015 年弥漫在市场上的各种不确定性，HATZIUS 补充道，如果“金融环境收紧程度超出预期，或增长放缓，或通胀未能如预期般反弹，FOMC 可能会推迟进一步加息。”（LHJ）[返回目录](#)

【形势要点：全球债券市场违约风险急剧攀升】

全球债券市场违约案例今年急剧攀升。据标普统计，今年已经有 99 家跨国公司出现违约，攀上数十年来第二大违约“高峰”，仅次于 2009 年金融危机时期 222 件违约，其中美国公司占到 62 起。新兴市场债券违约共有 19 起，为全球第二大违约市场。欧洲、日本、加拿大紧随其后。尽管中国市场龙煤集团、云维股份、山水水泥等多家大型国资企业出现信用风险事件，但由于地方政府支持，目前判定违约的公司仅山水水泥一家。对于违约最为频繁的美国信贷市场，标普称，投资者对美国信贷市场越发担忧，在低息货币时代企业大量贷款。评级为垃圾债的公司债已经从 40% 上升至 50%。美联储加息预期更是让大批公司面临经营环境变差，收入下降，高负债的压力。OPEC 组织成员国为保市场份额拒绝减产的背景下，石油和大宗商品价格持续下滑使美国小型能源供应商承压。美国今年五分之一的违约发生在能源和自然资源领域，包括俄克拉荷马州 MIDSTATES 石油公司、油气勘探商 SANDRIDGE 能源公司和 PATRIOT 煤炭公司。据巴克莱银行数据，美国公司垃圾债的平均收益已 2014 年初为 5.6%，现已上升至 8%。（RWX）[返回目录](#)

【调整与修正】

【每日数据】

本数据仅供客户参考，不作为投资依据

最新股市行情

| | 日期 | 收盘指数 | 涨跌点数 |
|-----------|--------|----------|-------------------|
| 上证指数 | 11月24日 | 3616.11 | +5.79 (0.16%) ↑ |
| 深圳成份指数 | 11月24日 | 12694.86 | +108.17 (0.86%) ↑ |
| 沪深 300 指数 | 11月24日 | 3753.89 | +0.55 (0.01%) ↑ |
| 香港恒生指数 | 11月24日 | 22587.63 | -78.27 (0.35%) ↓ |
| 恒生国企股指数 | 11月24日 | 10156.63 | -72.80 (0.71%) ↓ |
| 恒生中资企业 | 11月24日 | 4171.37 | +9.34 (0.22%) ↑ |
| 台湾指数 | 11月24日 | 8400.14 | -85.59 (1.01%) ↓ |
| 日经指数 | 11月24日 | 19924.89 | +45.08 (0.23%) ↑ |

| | | | |
|-----------|-----------|----------|------------------|
| 上证 B 股指数 | 11 月 24 日 | 377.45 | +1.56 (0.42%) ↑ |
| 深成份 B 股指数 | 11 月 24 日 | 6966.13 | +31.61 (0.46%) ↑ |
| 英国金融时报指数 | 11 月 23 日 | 6305.49 | -29.14 (0.46%) ↓ |
| 德国法兰克福指数 | 11 月 23 日 | 11092.31 | -27.52 (0.25%) ↓ |
| 法国指数 | 11 月 23 日 | 4889.12 | -21.85 (0.44%) ↓ |
| 美国道琼斯指数 | 11 月 23 日 | 17792.68 | -31.13 (0.17%) ↓ |
| 纳斯达克指数 | 11 月 23 日 | 5102.48 | -2.44 (0.05%) ↓ |
| 标准普尔 500 | 11 月 23 日 | 2086.59 | -2.58 (0.12%) ↓ |

最新外汇牌价：2015 年 11 月 24 日 5:30pm

| | | | | | | | |
|-----|--------|------|--------|------|--------|----|--------|
| | 1 美元 | | 1 美元 | | 1 美元 | | 1 美元 |
| 人民币 | 6.3893 | 丹麦克郎 | 7.0035 | 瑞典克郎 | 8.7156 | 台币 | 32.639 |
| 日元 | 122.87 | 加拿大元 | 1.3359 | 欧元 | 0.9404 | 澳元 | 1.3902 |
| 港币 | 7.7496 | 新加坡元 | 1.4167 | 瑞士法郎 | 1.0183 | 英镑 | 0.6613 |

| | | | | | | | |
|-----|--------|------|--------|------|--------|----|---------|
| | 1 欧元 | | 1 欧元 | | 1 欧元 | | 1 欧元 |
| 人民币 | 6.7949 | 丹麦克郎 | 7.46 | 瑞典克郎 | 9.2682 | 台币 | 34.7083 |
| 日元 | 130.63 | 加拿大元 | 1.4203 | 美元 | 1.0634 | 澳元 | 1.4775 |
| 港币 | 8.2413 | 新加坡元 | 1.5065 | 瑞士法郎 | 1.0828 | 英镑 | 0.7031 |

伦敦国际银行间拆放利率 (LIBOR) 11 月 20 日

| | | | | | |
|------|----------|----------|----------|----------|----------|
| | 一个月 | 二个月 | 三个月 | 六个月 | 一年 |
| 美元 | 0.21150 | 0.29550 | 0.38210 | 0.61865 | 0.94735 |
| 英镑 | 0.50631 | 0.53575 | 0.57125 | 0.7295 | 1.03088 |
| 日元 | 0.04214 | 0.05357 | 0.07357 | 0.11929 | 0.22257 |
| 瑞士法郎 | -0.79200 | -0.80300 | -0.80600 | -0.78000 | -0.69500 |
| 欧元 | -0.15357 | -0.11857 | -0.10357 | -0.03357 | 0.06214 |

LIBOR 数据为伦敦时间每日下午 2:00 之后提供 (国内媒体转载)

香港银行同业港元拆息 (%) 11 月 24 日

| | | | |
|---------|---------|---------|---------|
| 隔夜钱 | 1 个月 | 3 个月 | 6 个月 |
| 0.04071 | 0.19286 | 0.37486 | 0.55000 |

HIBOR 数据由香港银行公会于每日早上 11 时 (香港时间) 后公布

上海银行间同业拆放利率 2015 年 11 月 24 日 11:30

| | | |
|-----------|------------|---------|
| 期限 | Shibor (%) | 涨跌 (BP) |
| 隔夜 (O/N) | 1.7850 | 0.00 ↑ |
| 1 周 (1W) | 2.2850 | 0.20 ↑ |
| 2 周 (2W) | 2.6370 | 0.40 ↑ |
| 1 个月 (1M) | 2.7000 | 0.10 ↓ |
| 3 个月 (3M) | 3.0500 | 0.40 ↑ |
| 6 个月 (6M) | 3.2000 | 0.00 ↑ |
| 9 个月 (9M) | 3.2500 | 0.00 ↑ |
| 1 年 (1Y) | 3.3503 | 0.00 ↑ |

NYMEX 原油期货价格每桶 41.75 美元 (11 月 23 日收盘价)

ICE 布伦特原油期货价格每桶 44.83 美元 (11 月 23 日收盘价)

COMEX 金=1066.8 美元 (11 月 23 日收盘价)

1 人民币=5.1092 新台币 100 人民币=14.72 欧元 100 人民币=15.65 美元

[外币 100] 美元 638.88 英镑 966.21 日元 5.1989 港币 82.44 澳元 459.32 欧元 679.35 (中国银行 2015.11.24)

声 明

安邦咨询是从事财经及公共政策领域策略分析和风险研究的独立智库机构，本研究简报是基于对公开信息的动态跟踪研究及安邦研究人员的调查撰写的信息产品，不能将其视之为规范的研究报告或结论。鉴于信息科学的基本属性，更不能将其视为等同于媒体的新闻传播。

本研究简报所载的信息、工具、观点及预测，反映了安邦研究团队截至研究简报发布当日信息所做出的判断，只提供给客户作决策参考之用，不构成任何对客户投资或购买建议，也不能被视为向客户作出的投资邀请。客户应自主作出决策并自行承担风险，作为独立的第三方机构，本公司不会承担客户的投资损失或分享客户的投资收益。

本研究简报作为通用型的信息研究产品，所提供的服务可能并不适合个别客户，也不构成对客户个性化的咨询建议。如果客户有特殊的决策咨询需求或信息需要，建议客户以个性化定制方式获得本机构的单独服务。

本研究简报是具有知识产权的研究产品，仅向特定的签约客户传送。未经安邦咨询的书面授权，本研究简报不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他机构或其他人（包括同一集团中的非直接签约机构对象），或以任何侵犯本机构版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本机构的商标、服务标记及标记。

新闻媒体基于学术研究和观点讨论而对本研究简报的引用受到鼓励，但这种引用必须以不损害本研究机构的知识产权和商业利益为前提。新闻媒体对研究简报的引用应该获得本机构公关传媒部的许可，但不得对本研究简报的观点进行有悖原意的引用和修改。

有关问题的来源、讨论或争议，请使用“电话咨询”（TELEPHONE CONSULTING）及“在线咨询”（ONLINE CONSULTING）服务，直接向研究员咨询。电话咨询：010-56763019，在线咨询：research@anbound.com.cn。客户就有关问题如果需要更为规范、详细的研究报告，请与研究部联络，电话 010-56763019，研究部主管贺军（高级研究员）。

鉴于市场上出现假冒及转发安邦产品的现象，特此声明：安邦咨询向正式客户提供的所有产品，只通过如下邮箱发送：anbound@anbound.com.cn、anbound@anbound.info、anboundmail@vip.sina.com、anbound@anbound.com，客户也可从安邦官方产品网站（www.anbound.info）获得。从任何其他途径收到的产品，都不能代表安邦产品，安邦咨询概不负责。以上邮箱只作为发送邮箱，客户反馈请回复 aic@anbound.com。

©2015 Anbound Information Corporation. All rights reserved