

## ■机构观点 | Viewpoints |

### 高善文:2015年前后中国经济增速至少降3个百分点

证券时报记者 吴清梓

近日,安信证券首席经济学家高善文表示,中国经济的潜在增速可能会放缓,未来十年之内的某个时候经济会经历显著的减速,比如在2015年前后经历3个百分点以上的增速下降。另外,2015年之前中国发生通货膨胀的风险明显超过通货紧缩的风险。

对于经济增速下降的理由,高善文认为,刘易斯拐点的跨越、人口红利的降低与消失将会对中国经济潜在增速构成负面影响;过去十年中国经历的异常高速的资本积累看起来也很难维持,同时资本积累对未来经济增长的边际贡献长期来看可能会下降。

高善文认为,2015年之前中国发生通货膨胀的风险明显超过通货紧缩的风险。通货膨胀波动中枢看起来在未来3-5年内很可能向上抬升,这反映着刘易斯拐点的转折和人口红利正在减少的事实,暗示着经济潜在增速将逐步下行的趋势,也在一定程度上与全球大宗商品和农产品价格的高位波动相互纠缠,并可能因为经济周期性的爬升或其他需求冲击而加剧。在这一背景下,房地产泡沫、地方政府融资平台的支付压力与宏观经济政策失误风险这些不确定因素最需要被关注。

高善文指出,在过去十年(2002-2011)的这轮经济周期中,固定资本形成对GDP的占比要显著高于1992-2001年那轮经济周期,无论是其高点还是平均水平都是这样;但就产能过剩和通货紧缩的压力而言,上世纪90年代后期的情况显然要严重得多,这通过对比两轮周期后段银行资产质量的恶化幅度就可窥见一斑。造成这种差异的关键原因是经济的民营化和金融体系的市场化改革初见成效,这显著改善了私人部门储蓄资源的配置效率。换句话说,投资的多少也许并不重要,更加重要的是谁来投资,他是否对结果承担责任?基于这些方面的考虑,2013年前后中国经济面临的风险更多来自于周期性因素,以及潜在增长率放缓的压力;至于过度投资、产能过剩和通货紧缩问题,则没必要非常担心。

此外,高善文还提出对中国经济发展的建议,一、刺激性的财政政策要早日退出,并抓紧清理由此对政府资产负债表带来的潜在损害;二、将总量政策的重心切实从追求增长转向控制通胀,提高中央银行的独立性,提高总量政策的前瞻性,尽量避免严重的经济政策失误;三、加快推进金融市场化,切实推进经济自由化。四、高度重视宏观审慎性监管,充分警惕未来可能的经济波动对金融稳定的冲击。

### 长江证券 4月总体盈利8093万元

长江证券今日公布的4月份经营数据显示,该公司母公司当月取得营业收入为1.05亿元,实现净利润达到3184.53万元。此外,该公司的子公司长江承销保荐公司当月取得营业收入为5677.06万元,实现净利润4908.55万元。合并报表后长江证券总体盈利为8093.08万元。(李东亮)

### 宏源证券 上月净利1.15亿

宏源证券今日公布的4月财务数据显示,按照母公司口径,该公司当月取得营业收入2.83亿元,实现净利润1.15亿元。截至4月底,该公司净资产达到72.87亿元。(李东亮)

### 太平洋证券大股东 2500万股股权解除质押

太平洋证券今日发布公告称,该公司接到第一大股东北京玺萌置业有限公司的通知,玺萌置业质押给百瑞信托的2500万股太平洋证券的股份已到解除期,并已于2011年5月6日在中登公司上海分公司办理了质押登记手续,涉及股份占太平洋证券总股本的比例达到1.66%。(李东亮)

### 国元证券 股东质押1.2亿股股权

国元证券今日发布公告称,该公司日前收到第三大股东安徽省粮油食品进出口(集团)公司通知,安粮集团将持有的1.2亿股国元证券股权(占公司总股本的6.11%)质押给交通银行安徽省分行,用于向该行融资。质押期限自2011年4月29日起至质权人申请解除质押时止。(李东亮)

# 券商海外研究“克隆”内地模式盈利难

证券时报记者 黄兆隆

看着金山,无奈何走不到山前。眼看着海外同行赚取大笔的咨询服务费及佣金,内地券商研究所迫不及待出海却遭遇到盈利模式不清晰的尴尬。

## 艰难的自负盈亏

在人民币国际化的背景下,内地券商卖方研究早已将目光投向受益于此的境外交易市场,搭建围绕研究香港、欧美等交易市场的海外研究部。

不过,一个尴尬的事实是,与国内赚取机构投资者分仓收入的成熟卖方研究市场相比,尚处在摸索阶段的海外研究仍面临着盈利模式不清晰的不利局面。

据了解,当下国内券商海外研究主要盈利来源分为两种:一种是通过服务机构投资者获得咨询服务费用,另一种是通过在港中资券商的分支机构获得合格境内机构投资者(QDII)产品的分仓佣金。但上述两种模式均有其局限性。受海外分支机构匮乏、机构投资者合作力较少、研究人员不足、盈利模式不清晰等因素的影响,内地券商研究所在向海外推销咨询服务时,仍难有优异表现。

目前,海外研究尚处在摸索阶段,公司并未要求海外研究团队短时间内能够自负盈亏。”华泰联合证券副总裁兼研究所所长马俊生表示。

据悉,海外研究难以自负盈亏的其中一个原因是,国内卖方研究的江湖法则并不适用于海外卖方研究。

海外机构投资者更加务实,更注重实际投资回报率,比如荐

股效果证明有价值,他们才会为服务买单,而不讲什么人情关系。”申银万国研究所的相关人士表示。

在此之下,海外卖方研究水平的高低直接决定了其盈利高低。据了解,国内卖方研究服务合同一般一年一签,而海外卖方研究领域则更多适用短期合约,尤其是以单个咨询服务来计算合约。实际上,由于目前尚未形成持久的品牌,市场也并不广阔,国内卖方研究所尚不能对海外机构投资者提供大批量报告的咨询服务。

## 缺人且席位少

缺人啊,这是我们在搭建海外研究团队中面临的一个最突出问题。”马俊生告诉证券时报记者。

据了解,海外研究主要围绕海外市场策略、海外产业周期、海外消费领域等进行。以申万为例,其海外研究团队也不到20人,但日常重点推荐表中包括了100家港股重点公司、50家港股中小公司和其他海外上市公司,其覆盖面仍较为有限。

卖方研究出海所遇到的另一个难题是,国内基于机构投资者给予分仓收入的卖方市场,在做海外研究时并不适用,其最大的瓶颈便在于缺少海外分支机构,难以通过交易席位获得分仓收入。

很简单,没有分支机构,就意味着没有交易席位,机构投资者并不能把钱交到你手上。”长江证券研究所所长张岚表示。

以香港市场为例,开辟该地区子公司的中资券商不到20家,能够获得机构投资者分仓收入也仅有中信证券、中银国际、申银万国、华泰证券、招商证券、国泰君安、海通证券、中金公司等部分券商。



Phototex/供图

## ■相关新闻 | Relative News |

### 中资券商QDII分仓佣金收入微薄

证券时报记者 黄兆隆

在与国际大投行竞争中,中资券商研究所的咨询服务,其被认可度并不高,这从其所获得的QDII产品分仓佣金中能略见一斑。统计占据QDII产品规模近90%的四只QDII产品2010年年报发现,除嘉实海外分配给在港中资券商交易份额超过20%以外,其余三只产品在股票及基金交易中租用中资券商席位的交易额均不足十分之一,其交易总额尚不及高盛或摩根士丹利等一家国际大投行的份额。

截至目前,国内QDII产品数量并不多,加上规模较小,对卖方研究

利润的贡献度并不高。目前,QDII一般都会选择高盛、摩根士丹利、美林等国际大投行作为投资顾问,其分仓收入也因此大多给了它们,中资券商能够分得的收入比较有限。”长江证券研究所所长张岚表示。

据统计,华夏全球去年在其基金交易中无一租用中资券商。而南方全球在基金交易中租用中资券商的席位交易份额情况分别是中银国际0.91%、华泰证券10.46%、中信证券4.78%、建银国际1.58%,合计不到20%,不足高盛一家的份额,其中份额较大的华泰证券主要受益于其为南方基金的股东。

上投亚太去年在交易中租用中资券商席位的交易份额情况分别为中信证券7.02%、建银国际0.19%,支付的佣金情况分别为:中信证券658万元,占据总份额6.43%;建银国际16.44万元,占据总份额0.16%,两者合计仅相当于其交给摩根士丹利费用的一半。

嘉实海外方面,其去年租用中资券商席位交易份额的情况分别为中银国际3.45%、农银国际2.29%、中信证券4.56%、建银国际1.39%、招商证券3.51%、海通国际证券4.39%、中金公司2.48%、国泰君安证券2.77%,合计份额为24.84%。

# 净资本为王 券商奋起融资拼创新

证券时报记者 伍泽琳

有钱才有发展,这对于资金称王的证券行业而言成了生存的信条。目前,券商之间的竞争正逐渐进入高潮,而围绕创新业务提高净资本的再融资需求越来越明显。

据Wind数据统计,截至去年末,106家券商中净资本超过100亿元的有10家,前三名均为上市券商,依次为:中信证券410.5亿元、海通证券324.6亿元、华泰证券216.58亿元。其中,去年2月上市的华泰证券融资超过150亿元,令该券商净资本同比增长153.87%,超越了老牌券商国泰君安和申银万国,跻身前三。

长江证券分析师刘俊指出,就

净资产增长情况来看,在2010年进行融资的券商净资产增幅均比较大。除华泰证券首发(IPO)外,西南证券成功增发融资60亿元;山西证券IPO融资31亿元;兴业证券IPO融资26亿元。

据了解,在目前以净资本为核心的风控监管体制下,净资本水平的高低不仅决定着各项业务规模的大小,而且直接影响着证券公司的监管评级,以及两融、期指套保、直投等新兴业务资格的取得。

根据目前开展两融试点申请的要求,券商最近6个月净资本均要在30亿元以上。此外,根据监管要求,券商为客户提供融资融券服务,对单一客户的融资、融券业务规模不得超过净资本的5%。某上

市券商融资融券业务负责人对此表示,随着两融市场的进一步放开,当大部分券商都获得两融资格时,净资本较高的券商竞争优势将更明显。

截至目前,已有部分券商因为资本实力雄厚而赢在创新业务起跑线上。例如,去年中信和海通的直投子公司所投资项目逐渐进入回报率。中信旗下金石投资去年共实现净利润4.14亿元,同比增长220.93%;海通旗下直投子公司去年实现净利润1.01亿元。这两家净资本雄厚的券商在今年还提出了拟赴港发行H股的融资预案。

净资本过100亿的广发证券仍表示“很缺钱”,并指出目前该公司的净资本实力较弱,不仅与公司的市场地位不匹配,也制约了公司各项业务

的发展。为此,广发证券在去年7月就提出非公开发行A股的应用,拟募集资金总额不超过180亿元。

此外,还有部分券商在2010年报中表示,将通过股票质押贷款、回购、发行债券等多种途径增大公司的资本实力。

根据上市券商年报统计显示,东北、国金、太平洋的净资本分别达到34.5亿元、27.79亿元和17.7亿元。其中,东北证券表示,该公司目前净资本水平仍然较低,尚不能取得融资融券等对净资本水平要求较高的新业务资格,这将限制公司改善业务结构、拓展业务范围和业务规模,对公司下一步发展形成一定制约。而太平洋则在今年提出了非公开增发A股的再融资预案,计划募资不超过50亿元。

### 招商证券 获准成立广西分公司

招商证券今日发布公告称,该公司近日收到中国证监会批复,核准该公司在广西南宁设立招商证券股份有限公司广西分公司,管理南宁、桂林、柳州和玉林的证券营业部。(李东亮)

### 中银国际获《银行家》杂志一项大奖

英国《银行家》杂志2011年“最佳交易奖”评比活动于近日揭晓,中国银行旗下的全资投资银行附属机构——中银国际控股有限公司安排和承销的“远洋地产永久性次级可转换债券全球发行”获得了该杂志颁发的“2011年度最佳股票挂钩债券项目”大奖。

中银国际此次荣膺该奖项的主要依据是:远洋地产永久性次级可转换债券全球发行项目,是中国企业首次采用该种发行方式的成功尝试。(黄兆隆)

### 大连运用信息化手段 检查保险中介业务

大连保监局在保险中介业务检查中运用信息化手段提升检查效能。

据介绍,今年以来,保监局全面掌握被检查单位信息系统使用标准,了解从业务承接到财务核算的全过程信息化处理标准化流程。同时,通过保险稽核信息系统筛选中介业务,精选出销售渠道、经办人、代理人、业务员等信息登记混乱的可疑业务,锁定重点检查对象20余家。此外,利用不同信息系统间逻辑关系进行数据比对,核对同一笔业务在业务系统与收费系统、跟单系统与财务系统、财务系统与收付费系统之间对应关系,核对虚假业务、财务3034笔。最后,通过财务系统追踪资金去向,在财务系统逐项分析各类费用支付明细,针对问题核查对应财务凭证、银行对账单和支票使用登记簿,追踪可疑资金50余笔。(徐涛)

# 太保资产继续寻找保障房投资机会

## 今年PE和不动产投资力争取得突破

证券时报记者 孙玉

在控制通胀、加息预期不断强化的宏观背景下,太保资产今年的“另类投资”将进一步加大水电和风电领域的债权投资力度,力争在私募股权(PE)投资和不动产投资实现具体项目突破,同时继续寻求新的保障房投资机会。

## 不动产投资力争取得突破

太保资产相关负责人近日接受证券时报记者采访时表示:“目前,太保资产正在按照保监会的要求,积极推进股权和不动产投资能力的评估,并在积极研究新的投资产品和投资方式,力争首批完成保监会的能力评估,并在新的业务领域中,如PE投资和不动产投资,实现具体项目的突破。”

目前保险资金已成为资本市场主要的“买方”机构,而参与私募股权基金可以使得保险资金也参与

到资本市场卖方业务中来,一定程度上能够起到对冲投资风险的作用。

而针对保险资金私募股权投资,采用委托投资还是直接投资模式”这一争论已久的问题,太保资产负责人认为:“其实两种方式各有利弊。但考虑到太保集团的实际情况,采用‘委托投资’模式应该更为合适;而且根据保监会对另类投资业务‘产品化、市场化’的要求,委托投资模式也更有利于保险资产管理公司产品创新。”

## 寻求另类投资多元化

控制通胀成为今年我国重中之重,信贷资金整体将趋紧。作为以长期资产配置为主要目标的保险资金,投资基础设施债权计划面临较好的发展机遇。不过,随着加息预期不断强化,企业债、银行协议存款利率持续走高,保险资金对于债权计划这一类产品的需求也受到一

定程度的抑制。

面对今年特殊的市场环境,太保资产相关负责人表示,“太保资产将进一步推动另类投资业务的多元化,分散投资风险。今年,太保资产将努力把握市场机会,进一步加大水电和风电领域的投资力度,在新能源,以及收益良好的收费公路、铁路等交通领域,继续寻找优质项目,对这些关系到国计民生和可持续发展的领域提供支持,并力争在铁路、高速公路、港口等行业领域方面取得突破。”

为了防御利率波动下行带来的风险,太保资产发行的很多浮动利率产品中均设置了5%以上的保底收益率条款,保证了投资人对保险资金负债成本的覆盖。”太保资产表示,目前太保资产所投资的项目均为交通、能源等领域的基础设施项目,具有稳定的现金流,所选择的偿债主体也都具有良好的财务状况和很强的偿债能力。

## 寻找保障房投资机会

在保险资金支持保障房建设方面,中国太保已具有先发优势。今年3月9日,中国太保宣布太保公租房债权计划正式通过了保监会备案,成为保险行业首单不动产债权计划,也是保险资金首次涉足保障房领域。

据悉,太保资产此次的公租房债权计划共募资40亿元参与投资上海地区(集团)有限公司在上海市建设的约50万平方米公共租赁住房项目。太保资产的保障房预期收益率约在5%以上,并由上海城投集团以企业信用给予全额担保。

对于未来新的保障房投资项目,太保资产表示,“下一步,在新的保障房投资方面,太保目前也在多方接触,储备合适的投资项目。在符合保监会监管框架的前提下,以风险可控、投资收益合理为基本原则,太保资产将继续寻找保障房方面的投资机会。”