

■ 克观银行 | Luo Keguan's Column |

## 平台贷款问题的新猜想



证券时报记者 罗克关

自3月份以来,沪深两市的大宗交易平台交易异常活跃。根据相关统计数据,2月份大宗交易平台成交额只有61.62亿元,3月份这一规模骤然增至143.79亿元。这一趋势在4月、5月和6月得到了延续:4月份成交120.76亿元;5月份创下年内新高,达到155.33亿元;6月份虽然还没有整月数据,但截至21日成交额仍达到了72.09亿元。

另有数据显示,今年以来可统计的国资背景股东通过大宗交易平台转让的交易数量也有40笔之多。虽然无从获知交易价格以推算整体规模,但其中大约有75%的交易是在3月之后完成的,与前述交易额波动趋势基本一致。

为何在近期二级市场低迷的情况下,大宗交易平台——特别是国资背景股东交易却异常活跃?市场人士对此的解读众说纷纭。其中最大胆的猜想,则是将其与地方融资平台新一轮的清理整顿联系起来。因为3月份开始,审计署在全国范围内就政府债务问题展开全口径审计。而恰在此时,无论是银监会还是央行,均不同程度对平台贷款问题表示了新的关注。

由于缺乏准确的统计数据,市场的这一猜测无法成为定论,至多仅能停留在猜测层面。但是,笔者认为,这种猜测仍然值得关注,因为其提供了对于地方融资平台问题新的视角。

自2010年初平台贷款问题逐步进入公众视野时,各方对其风险的分析基本是以项目现金流是否覆盖作为标准的。在这种测算方法下,只要项目本身现金流出现问题,该笔资产就会作为问题贷款纳入监管视野。不独于此,银行对于地方财力的风险评估,亦主要参考财政收支的现金流,来确定借款主体未来的还款能力高低。

从监管角度来说,这种直面问题的监管方式当然是对的。但是,如果我们将视角放得更广一些,将各级政府手中目前持有的各类存量资产也纳入考虑范围内,那么整个平台贷款问题的看法是不是也会变得更加多元化起来?

值得注意的是,瑞银证券中国首席经济学家汪涛在6月初的一份研究报告中也对平台贷款问题表达了类似的想法。在瑞银编制的政府资产负债表,负债端不仅涵盖了目前外界广为关注的中央政府和地方政府的债务规模,同时也涵盖了历史遗留的资产管理平台的未了债务;而在政府可动用的资产端方面,瑞银亦列举了三大块资产:上市公司国有股份市值、其他国有企业资产,还有土地和房地产资产。

这一划分意味着,即便目前在平台公司层面承载的各类贷款资产现金流成为问题,但地方政府手中持有的各类其他资产将不会导致问题恶化。但瑞银亦非常明确地指出,由于目前的问题事涉全局,如何处理并且用多长时间处理依然存在诸多不确定性。

## 工行获准发行380亿次级债券

证券时报记者 邱晨

中国工商银行日前公告称,监管部门已批复同意该行在全国银行间债券市场公开发行不超过380亿元次级债券。

公告显示,工商银行此次发行380亿元次级债是在该行2008年股东大会审议通过的1000亿元次级债发行计划框架下进行的剩余额度发行。

## 国信证券正式加入FIX协议联盟

日前,国信证券被FIX国际协议联盟(FIX Protocol Limited, FPL)接纳为该组织正式成员,成为中国大陆地区加入该联盟的首家证券公司。

FIX国际协议联盟是FIX协议的国际行业性管理协会,主要负责FIX协议的定义、管理和推广。FIX协议是事实上的国际证券电子化交易标准,在交易所、机构投资者和投资银行群体中得到了广泛的应用。

国信证券信息技术总部负责人表示:国信证券加入FIX协议联盟表明了国信证券对于FIX标准的积极态度,有助于国际证券交易标准在中国市场的应用与融合。(游芸芸)

# 重权益轻固收 券商资管跛脚前行

产品线严重失衡,主攻权益类投资的券商理财几乎全盘皆墨

目前,已成立的券商集合理财产品数量虽然已经达到221只,但固定收益产品——货币型产品却仅有5只,债券型产品也只有30只,合计占比不到16%;而混合型、股票型、QDII型等权益类产品数量共有186只,其中混合型产品就高达115只。受发展年限短、青睐于权益类投资、固定收益产品对券商利润贡献较少等影响,券商大多不愿发行固定收益产品。打造全产品线,券商从单科优秀生向全科优秀生转变,是券商资产管理业务发展的大势所趋。

证券时报记者 曹攀峰

在上半年低迷的股市行情下,以权益类投资为主的券商资管发行渐冷,以固定收益见长的银行理财却疯狂吸金5万亿。两者巨大的反差将券商资管产品线的失衡问题暴露无遗。券商资管急功近利导致的重权益轻固收,令正迈入起步腾飞新纪元阶段的券商理财蒙上了一层阴影。证券时报记者调查采访中发现,今年注重权益投资的多家券商其资管业务发展趋缓,而个别产品线齐全的券商却受益匪浅。

### 几乎全军覆没

数据显示,今年以来,主攻权益类投资的券商集合理财产品几乎全盘皆墨,而取得正收益者几乎全部为固定收益类产品。与此同时,可供投资者选择的券商固定收益类产品非常稀缺。

于是,今年理财产品发行市场出现了强烈的反差:以权益类投资为主的券商资管产品发行场面冷清,本欲扩大规模的券商资管,今年前5个月规模微增43亿;而以固定收益类产品见长的银行理财疯狂吸金,今年前5个月吸金高达5万亿。

上述反差已引起券业的重视。受访券商资管业务负责人认为,从满足客户需求和可持续经营角度出发,券商需增加更多货币类和债券类的产品,打造均衡的全产品线是券商资产管理业务发展的大势所趋。

### 产品线严重失衡

我们的君得利2号货币型产品规模已由年初的十多亿增至目前的50亿,达到了规模上限。”国泰君安资管部投资经理黄文卿向记者透露。在今年券商集合理财产品发行冷清的背景下,国泰君安两只货币型产品显得很出彩。

截至目前,券商集合理财产品数量虽然已经达到221只,但是,货币型产品却只有5只,债券型产品仅有30只,这两类产品的占比

只有15.8%。而混合型、股票型、QDII型等产品数量共有186只,其中混合型产品则达115只。事实上,从投资标的角度看,混合型基金与股票型产品几乎雷同。

所谓混合型产品,又可细分为平衡混合型、偏股混合型和偏债混合型三类,当下平衡混合型产品为主流。通常情况下,按照产品设计说明,混合型产品投资于权益类资产和固定收益类资产的比例几乎相等。但在现实运作中,相关产品的管理人往往把大量资金投资于股票等权益类产品。

譬如以权益类投资为主的某券商旗下共有十多只理财产品,其中九成以上为平衡混合型产品。翻阅该公司今年一季度资产管理报告可发现,相关产品80%甚至93%的资产均投资于股票。该券商混合型产品的投资情况在整个资产管理业内具有一定的代表性。

多家券商资管业务负责人均向记者表示,券商理财产品投资股票比较有优势,所以当下主要做好权益类投资。

### 失衡三大原因

受访的业内人士表示,券商青睐权益类投资、固定收益类产品利润贡献较少和资产管理开展年份较短,是券商不太愿意发行固定收益产品的三大原因。

受访券商资管负责人均认为,券商在债券业务、货币业务方面并无优势,券商的优势在于资本市场,因此观念上仍首选做权益类投资;同时,权益类投资能迅速做出成绩。申银万国资管部总经理单蔚良认为,市场永远关注收益率最高的产品,比如私募的规模并不大,但却引人注目,原因就在于此”。因此在这个逻辑下,券商管理团队都乐于做权益类产品,一旦某只产品业绩惊艳,将很快成为市场焦点;对于新涉足资管的券商,也会选择对品牌提升有较大帮助的权益类产品作为主攻方向。

按业内惯例,券商债券型、货



今年以来可计算业绩的172只券商集合理财产品中,仅有18只产品取得了正收益

张常春/制图

币型理财产品基本不提取业绩报酬,且管理费率普遍较低,最低者每年仅有0.33%,仅相当于权益类产品管理费率三分之一。黄文卿表示,管理一只货币型产品与混合型产品的成本差不多,而最终收取的报酬却很少,性价比确实不高”。按照0.33%的管理费率计算,一只50亿规模的货币型产品仅能贡献1650万的管理费;而一只10亿规模的混合型产品,按照通行的1.5%的年管理费率计算,就能贡献1500万管理费,如果再加上业绩报酬,该混合型产品贡献的利润甚至可达货币型产品的3倍。

虽然券商2005年已开始开展资产管理业务,但受制于多种因素,券商资管真正发展是在2009年之后。统计数据显示,涉足资管业务的55家券商中,近一半的券商2010年以后才开始发行产品。因急于树立品牌,大多券商主攻权益类产品。2010年,东海证券和浙商证券旗下权益类产品业绩突出而赚足了眼球。

### 全产品线是大势所趋

然而,青睐权益类投资的券商资管今年却吃了大亏,已有产品陷入亏损,且新产品规模难以提高。但产品线齐全的券商却受益匪浅,如国泰君安大放异彩。在收益靠前的前5只券商集合理财产品中,国泰君安独占三席。

招商证券资管部投资经理申卫国和东海证券资管部投研总监田琰均认为,从券商资产管理产品链角度来讲,确实需要有债券型和现金型产品。

券商如果拥有从低风险近似无风险、到高风险的一整条线的产品,就能够对抗市场波动,正所谓东方不亮西方亮。”单蔚良认为,市场总处在不断变化之中,从券商团队发展和持续经营角度出发,必须有完整的产品线,如果仅有权益类产品,就会死得比较惨”。他认为,券商资管打造全产品链乃大势所趋。

投资者需要什么产品,我们都

### 相关新闻 | Relative News |

## 货币类产品抢眼 券商权益类产品全军覆没

证券时报记者 曹攀峰

截至上周末,今年以来可作比较的券商权益类理财产品几乎全盘皆墨,反倒是债券型、货币市场型等固定收益产品表现抢眼。

Wind数据显示,今年以来可计算成绩的172只产品中,仅有18只产品取得了正收益。其中,10只为债券型,5只为货币市场型,固定收益类产品占比达到83.3%;另外取得正收益的产品中,2只为混合型基金,1只为股票型基金。

分不同类型产品来看,在可计算数据的80只混合型基金理财产品中,平均收益率为-8%,单只产品最大亏损幅度达23.6%;22只股票型理

会尽量提供,不能说我们会炒股票,就只提供炒股票的产品。”国泰君安资产管理子公司总经理章飙表示。

虽然受访的券商资管人士均同意打造全产品线是大趋势,但部分券商认为搞全产品链仍需要时间。在初期阶段,券商资管都倾向于做最拿手的投资,等发展到一定程度,市场发展会逼着券商从单科优秀生向全科优秀生转变。”单蔚良表示。

理财产品,平均收益率为-6.1%,单只产品最大亏损幅度达13.7%;此外,34只FOF型产品平均收益率为-8.3%,单只产品最大亏损幅度达16.2%;2只QDII产品分别亏损8.1%和12.9%。

在权益类产品几乎全线溃败的另一边,债券型、货币市场型等固定收益类产品却逆势上行,取得了相对不错的正收益。有可比数据的29只债券型产品中,10只产品取得了正收益,平均收益率为-0.98%。

值得一提的是,仅存的5只货币型产品不仅全部取得正收益,平均收益率为1.7%,而且在172只理财产品的业绩排行榜前5名中,4只为货币型产品。

## 兴业银行获批发行100亿元次级债券

兴业银行日前公告称,该公司近日收到中国银监会和中国人民银行关于同意其发行次级债券的核准,同意该行在全国银行间债券市场公开发行不超过100亿元人民币次级债券。(伍泽琳)

## 中国人寿16亿增资国寿财险

中国人寿日前公告称,该公司拟对中国人寿财产保险有限公司进行增资。据悉,中国人寿将以16亿元认购财险公司发行的16亿股股份,占财险公司新增注册资本的40%。(伍泽琳)

## 太保独家承保第14届国际泳联世界锦标赛

昨日,中国太平洋保险正式签约赞助并独家承保第14届国际泳联世界锦标赛。据悉,中国太保独家承保本次国际泳联世界锦标赛的多项风险,保险总额达52亿元。(孙玉)

### 应对股市下行考验

## 兴业证券首推投顾业务风控平台

证券时报记者 李东亮

近两个月来股市低迷,让证券投资顾问业务面临风控考验,而签约账户资产大幅缩水更让投顾业务的推广雪上加霜。如何通过后台管理来确保投资顾问对签约账户的风险控制,成为证券业共同面对的难题。信息化风控管理平台由此应运而生。

证券时报记者获悉,兴业证券自主研发的“悦理宝财富管理平台”日前正式启用。该平台实现了投资顾问业务产品池的动态管理和投资顾问荐股收益率记录跟踪,同时通过构建核心产品池、强制投顾向签约账户推荐产品组合、指导投顾对签约账户的仓位进行动态管理三道屏障,对投顾业务进行全面风险控制。兴业证券也成为证券业首家通过信息化平台对投顾业务进行全面风险控制的券商。

### 构建产品池

在投资顾问业务中,投资顾问通过向签约客户推荐金融证券产品来实现投资顾问业务的价值,因此构建支持投资顾问业务的

个性化产品池,将风险超过投资者承受水平的产品排除在产品池之外,成为券商控制风险的首道屏障。

据兴业证券私人客户部总经理朱晓刚介绍,以该公司产品池中的股票池为例,股票池分为备选股票池和核心股票池,进入备选股票池的股票必须具有核心券商增持或推荐以上评级,并通过一定的评价方法筛选出对投资吸引力突出、风险相对较小的品种形成核心股票池。股票池中的所有品种均有研究报告支持,研究报告来源主要是兴业证券研究所,以及外部购买的优秀研究报告。

业内人士认为,组合投资理念的本质在于规避个别品种价格大幅波动对投资收益率的影响。兴业证券等券商的投顾业务信息化平台对于投资组合构建规范方面,做出了相应的规定。

兴业证券投顾业务推荐产品组合必须严守适当性原则、产品化原则、统一性原则和分散性原则。”朱晓刚表示,在识别客户风险偏好、风险承受能力、收益预期等特征的前提下,构建风险收益特征相匹配的投资组合,且投资组合的主要品种应来自于核心股票池、核心

### 组合投资

进行组合投资是券商控制投顾业务的第二道屏障。朱晓刚表示,用财富管理平台强制投资顾问给某一风险承受水平的投资者构建适当组合是目前较优的选择。不过,据朱晓刚介绍,兴业证券投资顾问给客户推荐股票时,数量不得低于相关标准,否则后台会将信息反馈到总部,该公司的财富管理后台也将自动拒绝投资顾问的本次服务。

业内人士认为,组合投资理念的本质在于规避个别品种价格大幅波动对投资收益率的影响。兴业证券等券商的投顾业务信息化平台对于投资组合构建规范方面,做出了相应的规定。

兴业证券投顾业务推荐产品组合必须严守适当性原则、产品化原则、统一性原则和分散性原则。”朱晓刚表示,在识别客户风险偏好、风险承受能力、收益预期等特征的前提下,构建风险收益特征相匹配的投资组合,且投资组合的主要品种应来自于核心股票池、核心

债券池和核心基金池。在实际运作过程中,当核心股票池、债券池、基金池的品种出现调出操作时,投资顾问平台会及时提示投顾对投资组合中的相应品种进行调整。

### 仓位控制

券商在具体开展投资顾问业务过程中,除给客户构建优质投资组合和鼓励投资者进行组合化投资外,将投资者的仓位控制在合理区间和控制单一股票的仓位同样重要,成为券商投顾业务风控的第三道屏障。

国际上著名研究机构布里森研究表明,资产配置对投资组合业绩的贡献十分显著。据朱晓刚介绍,兴业证券“悦理宝”平台即是按照资产配置理念和方法进行优化设计,可以根据不同类别资产在不同阶段的风险收益特征,结合投资者的风险偏好和风险承受能力,制定出个性化的资产配置方案,包括证券类资产配置比例和投资组合。

不过,这并不代表投资顾问对投资者服务时毫无空间。投资顾问可以根据投资者的具体情况,在整体资产配置策略的框架下,对仓位进行小幅调整。”朱晓刚表示。