

■特写■Feature■

大宗交易：谁在月光下疾行？

证券时报记者 李东亮

每个群体都有其自身价值，对于我们这个群体来说，自身价值就在于让大宗交易得以实现。”北京某大宗交易买方机构负责人李强(化名)向记者表示。长期以来，大宗交易给人们的印象总是灰色的，似乎大宗交易的买方总是不喜欢在阳光下亮相，却更像是一个月光下疾走的神秘人。

李强表示，对于大宗交易，最大难度在于寻找客户，潜在客户多为上市公司大股东，少数是上市公司高管。但无论是何种类型的客户，他们的目标是一致的，即要求短时间内出手大额股权。但是，国家大宗交易制度的设计，是要避免对二级市场股价的冲击，因此要求大宗交易的买方要起到平滑股价的作用。但买方的“托市周期”多数只有3~5个交易日。

除非股东承诺日后释放利好，我们的持股周期绝不超过5个交易日。”李强称，吃大宗交易这碗饭的人越来越多了，大家各据优势，寻找项目的途径也各有不同。但主要渠道有三种，一是通过上市公司董秘，二是通过券商，三是通过上市公司大股东。”

李强表示，由于大宗交易的买方需求远超过卖方供给，因此，很少有卖方主动找买方，除非有特别的背景。“买家很重要！”李强称，多数买方机构是没有上市公司股东资源的，有时股权出售方又极为分散，这就需要广布眼线寻找客户，撮合大宗交易的撮客也就应运而生。这些撮客包括上市公司的董秘、券商营业部的总经理等。“撮客给我们提供线索，我们按成交额为其提供一至两个百分点的回报。”李强介绍说，这是行业潜规则。

其实这个行业还是有科技含量的。”李强不无得意地表示，我们会给客户多种方案，减持量和减持时间的选择、折扣的计算以及所得税率的变化都是设计方案要考虑的因素。确定减持量主要考虑对股价的影响；减持时间的选择、折扣的计算主要考虑买卖双方利益的分割；选择减持地点是因为各地方的所得税率不同，我们要及时了解各地方政府的税收动态信息。

此外，大宗交易折扣率的高低也很重要。2010年，沪深两市的折扣率平均为6%，今年，各类股东的减持力度虽有所加强，但买方资金仍严重供过于求，因此，平均折扣率已降低至5.46%。李强表示，他给出的报价主要考虑解禁量与日均成交量的比值、公司盈利能力以及股价高低，计算公式非常复杂。

有时候难免还会产生内幕交易嫌疑。”李强压低了声音说，购买股权一般和大股东沟通上市公司的信息，有些信息的确非常敏感。个别股东甚至承诺日后释放利好，但要求买方机构溢价收购股份，最离谱的要求溢价率高达10%。有些买方机构愿意接手这样的股权，但我们几乎不敢触碰内幕交易。”

上期所理事长王立华：白银期货将适时推出

在日前金瑞期货承办的第四届中国有色金属现货·期货互动峰会上，上期所期货交易所理事长王立华表示，上期所将适时推出白银期货，以增强期货市场服务实体经济的功能。

王立华表示，有色金属行业和期货市场共同发展的经验表明，期货市场不仅促进了有色金属行业市场化定价机制的形成，降低了整个产业的运行风险，同时在促进产业升级、调整产业结构等方面起到积极作用。有色金属产业规模不断扩大，相关企业套期保值需求日益增加。“上期所今后将更加注重发挥虚拟经济服务实体经济的作用，探索现货和期货协同发展途径，稳步推进产品和业务创新，进一步拓展市场发展的广度和深度，服务产业发展。”王立华说。

分析人士指出，白银期货的推出，将有利于相关企业通过套期保值对冲价格大幅波动的风险，有利于发挥期货市场的价格发现功能，同时也有利于增强中国在国际白银市场的定价权。(郑吉桐)

建行发行纯旅游类联名卡

建设银行日前与途牛旅游网携手合作，在泰州溱湖国家湿地公园举行“途牛旅游龙卡”首发仪式。

“途牛旅游龙卡”是专门面向广大旅游爱好者发行的国际标准信用卡。它具有境内外通用、先消费后还款、最长享受50天免息期等功能和特点。此外，该卡持卡人还享有会员折扣、双重积分回馈、专享促销活动等特别权益。该卡实现了信用卡和会员卡功能的合二为一，使持卡人既可享受建行信用卡提供的服务，又可享受途牛旅游网会员的各项权益。(郑晓波)

银行推证券保证金理财产品揽存款

证券时报记者 唐曜华

9月底的临近，也意味季末时点的即将到来。对银行而言，原本就暗流涌动的揽存之战，在季末时点更为白热化。据证券时报记者了解，各家银行为此频繁出招，除了常用的存款送礼等招术外，还将目光盯住了证券公司的客户保证金，推出证券保证金账户资金购买理财产品功能。

意在存款

此前，投资者动用自己的证券保证金账户里的资金购买银行理财产品，需要先从事务公司端进行银证转账，待证券账户资金转入银行存款账户后才能购买银行理财产品。

招行最新推出的一个理财功能无需划转，直接实现以证券保证金账户资金购买理财产品的操作。

在招行的理财产品购买页面上，投资者可直接输入保证金账户购买数量。在保证金账户购买数量栏填入金额后，可直接划转证券保证金账户资金购买理财产品，将转账和购买两个步骤合为一步。

值得一提的是，如果该项功能只提供单向的划转，如果购买理财

产品失败或者赎回理财产品，那么资金不会自动退回证券保证金账户，而是保留在存款账户。

对于该项功能的推出，业界评论不一。一方面，该功能确实有方便客户之处；但另一方面，有分析人士指出，银行此举其实意在存款。央行多次上调存款准备金率，已让中小银行流动性普遍感到吃紧，目前用理财产品吸引存款的做法也就比较普遍了。”深圳某大型国有银行金融机构部副总经理称。

据记者了解，此前国内银行并非未盯上保证金存款。每到月末季末，银行纷纷给客户发短信，提醒客户将证券保证金账户资金转入活期账户。

事实上，不久前央行的一项新规令银行存款更加吃紧。央行要求商业银行将包括信用证保证金存款、保函保证金存款以及银行承兑汇票保证金存款等三类保证金存款纳入存款准备金的缴存范围。据媒体测算，该项举措冻结资金规模可达9000亿元。

同业存款成本高

虽然上述三类保证金存款不包



资料图

括证券保证金存款，即证券保证金存款不纳入存款准备金的缴存范围，但证券保证金存款对银行而言属于同业存款，存款利率由银行和券商协商确定，存款利率大幅高于活期存款。证券保证金作为证券公司的同业存款存在银行，存款利率大概在1.3%~

1.6%左右的水平。”深圳上述大型国有银行金融机构部副总经理称。

招商银行一人士也称，国有大银行议价能力强，跟证券公司议定的同业存款利率略低一些，小银行开出的存款利率则略高一些。失败来说，扣掉给客户的利息后，证券公司有1

个百分点的息差空间。”上述经理称。

银行显然不愿将该部分息差拱手让人。若投资者通过上述功能将证券保证金账户资金购买理财产品后，那么购买理财产品失败、赎回理财产品的资金，则以活期存款的方式留在存款账户，银行支付的年利率仅为0.5%。

券商集合理财产品不足一成赚了钱

证券时报记者 黄兆隆

根据财汇资讯统计，截至9月16日，券商集合理财产品平均年内回报率为-7.5%。在200多只可统计的产品中，仅有18只理财产品取得正收益，占比不到一成，有44只产品收益率明显落后于大盘，28只产品亏损幅度超过14%。

今年以来，沪深两市总体表现不尽如人意，截至上周大盘指数下跌约11.6%，这客观上造成券商资管产品收益情况不佳。

值得一提的是，在今年以来收益率排名前十的产品中，创新型产品占据五个席位，其中，国泰君安君享量化系列占据三席，中航证券金航系列占据两席。

套利产品之所以表现不俗，是

因这类产品在投资运作中积极捕捉市场出现的各种低风险套利机会，包括股指期货套利、交易所交易基金(ETF)套利、上市型开放式基金(LOF)套利、创新基金套利、事件套利、转债套利等，具有较高的安全边际，能够有效规避二级市场系统性风险。

例如，以套利为主的中航金航1号产品积极参与新股申购套利和资产重组股票套利，同时也积极寻找其他大宗交易的套利机会。截至9月16日，该产品今年以来绝对收益6.12%，在200多只券商集合理财产品中排名前列。

而目前被引入到券商资管产品中的量化投资策略主要有对冲交易、固定比例投资组合保险策略(CPPI)和指数化投资三种，其

中，被更多券商所看好的是对冲交易。以国泰君安君享量化系列为例，该产品一经推出即受到投资人热捧，发行仅用了不到两周时间就宣告结束募集。

据财汇资讯统计，国泰君安量化系列三个产品及中航证券旗下金航3号也均进入今年以来理财产品收益率排名前十行列。

中航证券资产管理部负责人表示，由纯股票投资收益回报产品唱主角的时代或许已经过去。可投资品种、交易策略及交易工具的日益丰富，令集合理财产品创新的版图正逐渐显现。

此外，越来越多的资金目前也开始将目光投向A股定向增发市场，而各路资产管理机构也恰逢其时地成立“定增基金”，试图在定向增发市

场寻找新的投资机会。

目前，除东方红资产管理旗下产品东方红-新睿1号以外，中航证券也推出了金航5号，专门投资于定向增发。

定向增发资管产品盈利概率大，是吸引资金高度关注最主要的原因。据好买基金网统计，在纳入统计范围的461只产品中，定增项目的平均收益为120.26%，指数的平均收益为26.02%，超额平均收益为94.24%，远远战胜了市场。该统计是以自2006年1月1日到2011年5月9日之间发布增发预案公告的公司作为统计样本，假设投资者在增发发行日根据增发价买入，并持有1年(假设项目锁定期为1年)，以该阶段的投资收益作为该项目的投资收益。

深发展 升级供应链金融服务

深圳发展银行近日在北京发布“财富1+N”现金管理产品。该产品适应了供应链管理日趋强化和企业现金流趋紧的形势，为企业跨越式发展的现金管理服务提供支持。

深发展公司产品管理部总经理金晓龙表示，每家企业在管理“资金池”时，都面临着在保障供应链正常运转的前提下，如何将资金集中理财收益最大化的选择，这无疑需要银行提供将“资金池”与“供应链融资”有机耦合的新产品。该行新推出的这款现金管理产品的竞争优势正在于可以为供应链企业提供协同“资金池”与“供应链融资”的特色产品及IT平台，突出为供应链企业提供商流、物流、资金流、信息流协同匹配服务，以及“资金池”对“供应链融资”的支持、信息整合服务。(于扬)

美国证券业交易驱动型商业模式的形成



吕哲权

美国证券业收入结构的变化，可以理解为商业模式转变。从以手续费为主向交易驱动型的转变，主要是从上世纪60年代末启动，到上世纪80年代进入转折点。转变的原因，既有经营环境变化的冲击，也有制度改革驱动，更有证券业主体的主动或被动适应。

经营环境变化的冲击

在上世纪60年代中期到上世纪80年代中期，直接冲击美国证券业的经营环境变化，可以归纳为两个：一是股市的变化，二是机构投资者兴起。

二战结束后，美国股市迎来约20年的牛市，道指从1945年末的193点一路走高，1954年越过1929年的高点，1966年1月接近1000点；之后，一直到1982年，道指在600点~1000点横盘徘徊；1983年道指才实质性突破了1966年高点。在牛市局面下，美国证券业需要适应交易量急剧扩大的局面，提高后台处理能力成为行业共同面临的问题；在横

盘并随时下滑的市场环境中，证券业需要解决收入来源问题。

机构投资者的兴起，是改变美国证券市场结构的重要力量。1963年，美国印第安纳州一家约7000人的企业关闭，发生了多数员工无法领取多年积累的养老金问题，引起了政府、社会对养老金领取问题的广泛关注。1965年，美国总统设立的委员会提出关于养老金制度改革报告，1974年通过了《员工退休收入保障法》(ERISA)。该法的讨论和实施，对证券市场产生了各方面的影响：一是机构投资者成为市场交易的主力，1969年开始超过了个人投资者的交易量；二是明确了机构投资者作为个人投资者的受托者的责任和规范；三是机构投资者兴起对证券业提出了广泛而深刻的要求；四是促进了投资理论的研究及应用，资产组合、指数基金成为大量采用的投资方法；五是资产管理迅速增长且呈多样化趋势。这些影响，直接对证券业经营方式产生了冲击。

上述两大变化，对证券业最直接影响是引发资本危机。证券业税前利润从1971年的13.7亿美元下降到1973年的0.8亿美元，纽约交易所会员中约三分之一的公司(Q20家)陷入资本危机，其中129家破产或被合并。

制度改革对证券业的冲击

经过多年的争论与准备，美国于1975年实行手续费率自由化，并于1982年引入储架发行制度。

手续费率自由化，终结了183年的固定手续费制度，手续费率呈持续下降且多样化态势。美国证券业的收入结构开始出现手续费收入比例下降、交易收入比例上升的结构性变化。1968年到1986年，手续费收入占比从60%下降到21%，而交易收入比例则从12%上升到27%。

储架发行是一篮子登记发行制度，一次登记证券发行计划以后，在两年内可以随时发行。引入储架发行制度，直接冲击了华尔街原有的格局。上世纪80年代末，约90%的债券发行不采用承销团方式，代之有能力的投资银行单独、直接向机构投资者承销；承销承销项目的竞争力中，“关系”的分量下降、销售能力成为关键；新的竞争者开始攻占传统大行的客户，1983年所罗门兄弟取代摩根占据承销榜首；在证券业组织中，销售交易部门的地位相对于投资银行部门开始上升。

经营环境的变化与制度改革，打破了美国证券业的传统格局，引发了从上世纪70年代中期开始的创新竞争，走向产品、服务多样化的时代。

证券业的主动或被动适应

首先是企业制度的改革与资本扩充。美国投资银行行业的起始组织形式是合伙人制(1953年以前纽约证券交易所会员资格的前提是合伙人制)。在经营环境与制度改革对资本扩张的压力下，大公司从上世纪70年代中期开始，陆续改制为股份公司并上市。

其次是建立适应机构投资者要求的经营体系。包括扩充研究分析队

伍；建立适应大规模、频繁交易的系统；吸收最新的投资理论研究、推出以金融工程为基础的创新产品；交易驱动型商业模式逐渐占上风，手续费业务更多地融入了资本中介的因素。

美国证券业通过约20年的转型，到上世纪90年代初一举夺回了被日本证券业在收入、利润等指标方面领跑的位置，并在90年代以后凭借金融创新与全球化，拉开了与其他国家

证券业的差距。

审视目前我国证券业的现状，总体上接近于上世纪60年代末美国证券业的状态，其未来的演进方向与路径，可以比较肯定地展望，将是浓缩美国证券业20~30年的历程。时间可以压缩，阶段无法逾越。

预告：下一期本专栏文章标题为《商业模式的讨论与实践(1)》。(作者系中信证券首席战略专家)

图1:道指走势图(1954年~1983年)

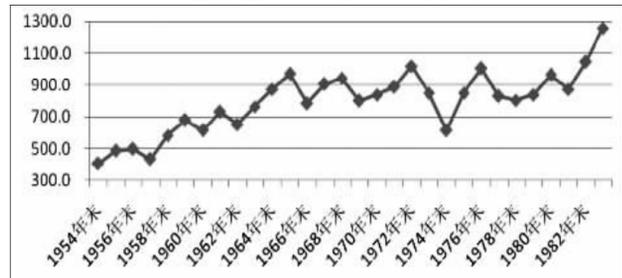


表1:美国证券业部分大公司上市时间、上市地

公司名称	公司类型	上市地点	上市时间
MERRILL LYNCH & CO	综合类券商	纽约证券交易所	1976年
EDWARDS (AG) INC	综合类券商	纽约证券交易所	1983年
BEAR STEARNS	综合类券商	纽约证券交易所	1985年
PAINE WEBBER	综合类券商	纽约证券交易所	1985年
MORGAN ST DEAN	综合类券商	纽约证券交易所	1993年
LEHMAN BROS HLD	综合类券商	纽约证券交易所	1994年
GOLDMAN SACHS	综合类券商	纽约证券交易所	1999年

(图表均由本文作者提供)