■记者观察 Observation

钱先生,到哪里去了?

证券时报记者 杨冬

进入9月份以来，沪深两市日成交量大多维持在1000亿元左右。相对于A股24万亿元左右的总市值，这是个令人尴尬的数据。

与此同时，目前投资者对于A股的投资意愿正在持续下降。中登公司披露的数据显示，8月末A股持仓账户数为5709.84万户，占全部A股有效账户的42.21%，环比下降0.27个百分点，为今年内最低水平。

再来看一组数据，据国家统计局披露的数据显示，今年1至8月份固定资产投资18.06万亿元，较1至7月份回落0.4个百分点。业界预计未来固定资产投资增速有可能继续放缓。

此外，在严格的房贷政策下，眼下房地产市场成交也较往年清淡了很多。以上海为例，据媒体报道，即使在目前“金九银十”的传统旺季下，上海楼市9月份前20天成交量却创下了近5年来的新低。

既然这些敏感的资金从股市、楼市和实体投资等几大“容器”中流出，或者流入速度减缓，那么到底流向了哪里?

从目前官方或商业机构的研究结果来看，我们无法从中得到一个准确且系统性的答案。不过，我们依然可以从宏观及草根层面来窥探真实的流动性之谜。

先看美元大涨对中国资金流向的引导作用。美国近期推出的“扭转操作”引发了全球金融市场的剧烈震荡，亦即美元大涨，大宗商品大跌。据统计，自8月初至9月23日，美元指数从74急剧攀升至78.5，与此同时欧元对美元汇率急剧贬值。

虽然自8月份以来，人民币对美元依然保持着较快的上升势头，9月26日人民币对美元中间价为1美元对6.3735元人民币，再创汇改以来新高。但在9月份美元进入升值通道后，人民币短期升值压力或潜力将会大幅降低；况且中国经济在经历持续紧缩后，增长速度放缓已在所难免，支撑人民币升值的基础已不再那么坚固。

换一个角度来看，即使人民币资产短期内出现升值，对于那些在全球范围内配置资产、对风险更加敏感的资金而言，是不是就更愿意选择遍布全球的美元资产呢?

近期美国黑石集团首次撤资中国楼市的举动或许代表了资金的取向：黑石集团将其在上海Channel 1购物中心95%的股权，作价14.6亿元人民币予以出售。另据港交所9月16日披露，黑石通过抛售中国中铁H股套现3亿港元。

再来看全球大宗商品大跌对中国资金流向的引导作用。9月23日，国际市场以美元计价的白银暴跌近17%，黄金暴跌近6%，伦敦期铜、期锌暴跌超4%，原油价格跌破80美元大关。

可以确定的是，全球大宗商品的重挫对中国输入型通胀的缓解将起到极大作用。另一方面，这也将对中国大宗商品的投资增长带来负面影响。可以想象，中国作为全球大宗商品主要生产国之一，价格的下跌对资金的挤出效应将较为剧烈。

那么，这些被挤出的资金又将流向何方?事实上，国内那些平均利润率同样出现下滑的行业的资金也面临着“出口”的选择。

以外贸出口企业为例，随着人民币升值、人力成本攀升及欧债危机所导致的全球消费需求下滑，中国大量外贸出口企业的利润率出现了急剧下滑。据记者获悉，深圳关外来料加工企业在2000年左右的利润率还有15%，但目前有一定数量的工厂利润率已接近于零。

另一方面，民间借贷异常火爆，高额的利息吸引了大量来自于企业、个人甚至一些金融机构的资金。据民族证券研究员陈伟的调研显示，目前民间借贷中，个人对个人（P2P）和担保公司、典当行的模式最为风行，甚至部分房地产中介公司也干起了资金借贷的副业。

广东社科院专家黎友焕此前曾对记者表示，“珠三角地区民间借贷的火爆已经到了令人发指的地步。”

而一些银行贷款流入民间借贷市场也饱受诟病。一位业内人士称，“资金从银行流到企业、担保公司再流到民间借贷，已经形成一个完整的产业链。”

此外，商业银行表外业务的快速发展也导致了流动性“凭空消失”。陈伟指出，许多居民储蓄存款变身为银行理财产品后，银行往往将这部分表外资金用于购买债券或同业拆借，此时虽然基础货币没有减少，但货币乘数却降低了，这就令流动性看起来减少了。不过，这部分消失的流动性仍存在于金融工具或市场中，但不存在于居民储蓄或投资中。

值得警惕的是，这种资金流向的非常规化、脱监管化趋势无益于实体经济的发展，且蕴含着极大的风险。近期多起民间借贷资金链断裂现象应引起相关监管部门足够的重视，政府应当大力拓宽资金的投资渠道，用强大的执行力落实民间资本“新36条”，鼓励民资进入垄断行业。

平安融券卖出日增5倍 券商淡定未下架

券商两融部门认为,平安利空传言无危险性

证券时报记者 曹攀峰 邱晨

历史总是不断地以类似的轨迹重演。2008年9月26日，中国平安跌停。时隔三年后的9月26日，中国平安再次以接近跌停的方式演绎。

不同的是，2008年，融资融券尚未正式推出，很难从中窥探出灵敏资金的逻辑；如今，在大跌的同时，中国平安的融资融券量也表现出明显异动。公开信息显示，在这一次大跌中，中国平安的单日融券卖出量创出了42万股的历史新高，较前一个交易日暴增近5倍。

融券卖出量日增5倍

两融再次展现了市场风向标的作用。在这次大跌之时，中国平安的融资融券数据表现出明显异动。

据上海证券交易所最新公布的数据显示，9月26日，在90只融资标的证券中，中国平安的融资买入额居于首位，达到1.1亿元，融资偿还额也高达1.11亿元；而其融券卖出量更是放量大增，日内卖出量高达42万股，较前一个交易日的7万股暴增了5倍。而从更长时间的跨度来看，自从推出两融业务以来，中国平安42万股的单日卖出量也创下其历史新高，紧随其后的是今年8月9日的19.6万股。受当日融券卖出量大增影响，中国平安的融券余量也达到29万股，相较前一日10万股左右的余量增加了近2倍。

方正证券分析师邓焜认为，平安9月26日融券卖出量突然放大5倍，说明仍有部分嗅觉灵敏的投资者利用融券这个工具进行获利。但从数据对比看，平安融券额仅占其融资额的十分之一，仍显较少。

中国平安未被下架

值得注意的是，券商两融部门在面对中国平安此次大跌时的表现，与上次双汇发展爆发瘦肉精事件时的表现可谓大相径庭。

证券时报记者查阅了多家券商网站后发现，9月26日中国平安出现利空传闻消息时，中国平安的股票在许多券商的融券标的池中仍呈现“可交易”的状态。换句话说，投资者仍可以从券商处借出中国平安的股票用以做空套利。

回顾今年3月份，在双汇瘦肉精事件曝光前，多家券商融券标的池均存在双汇发展的股票。但在事件发生后，仅一天内几乎所有券商就将双汇发展撤出了融券标的池。

“这次平安还没有达到双汇事件的程度，9月26日晚间平安就对传闻进行了回应，27日平安港股随之出现了10%的涨幅。”国信证券两融业务相关人士称，在评估了中国平安利空传闻后，券商认为目前的危险性并没有达到需要将其撤出融券标的池的程度。

据国信证券上述人士介绍，通常券商的融资融券业务部门都有一套风险评估机制。在一件重大事件发生后，首先将由券商的研究所对事件作出调查和评估。如果研究所的评估结果显示，事件的危险性已经超过了警戒线，那么融资融券业务部门会紧急将涉及该事件的公司券种从标的池中撤出。

资料图

75券商两融集训 豪门时代将终结

证券时报记者 李东亮

备受市场关注的两融业务资质券商扩容一事再向前迈进了一步。昨日，75家尚未开展两融业务的券商在北京接受了培训。相关监管部门在培训会上要求，为配合两融业务试点转常规，各家券商务必做好交易、结算和技术准备工作。

接受证券时报记者采访的多家券商负责人表示，集中培训有利于券商短期内熟悉两融业务。一旦参加培训的75家券商陆续取得两融业务资格，大中型券商垄断两融的“豪门时代”即将终结，而两融业务试点转常规的工作也有望加速推进。

不过业界也预计，75家券商参与两融业务仍将按照申报一家审核一家的原则进行，并非一定要对这75家券商一次性同时放开。“开展两融业务的券商扩容在即，但具体哪家券商能通过最后的审核，关键取决于业务准备的情况。”深圳一家券商人士说。

记者获悉，在本次由中国证券业协会主办的培训会上，沪深证券交易所、中登公司以及相关监管部门分别就两融业务的交易、结算与技术准备以及两融的审核与监管要求，对75家券商进行了专题培训。期间还有部分已试点券商就两融业务的试点经验作了介绍。

实际上，为适应两融业务转向常规的需要，相关监管部门已调整多项行政许可条件，其中包括了删除《证券公司融资融券业务试点办法》中关于申请人的净资本应当在12亿元以上的规定，而对净资本等风险控制指标，也只要求达到常规监管的标准。

不过，据记者了解，相对于前三批试点券商，尚未开展该项业务的75家券商风控和研究水平均有所欠缺，存在对两融业务进行培训的需要。“相关监管部门就两融业务，对这75家券商采取集训的方式，其意在于加快券商参与两融业务的进度。”中国民族证券融资融券业务人员表示。

截至9月26日，沪深两市融资融券余额达到345.98亿元，较年初增加171%，但增速已出现逐月放缓趋势。“市场不景气仅是原因之一，25家试点券商业务规模瓶颈已现。”海通证券两融业务负责人表示，券商托管的客户资产规模和董事会对公司的授信额度已成为该项业务规模增速趋缓的限制因素。

投行对企业募资运用应少用预测数据

在管理层变动的问题上，监管部门强调，因国企股东变化而引发的董事、高管人士变动，在审核时是可以接受的，但要有一定的安排保证其基本稳定。

证券时报记者 邱晨

今年第三次保荐代表人培训会议近日在兰州召开。据证券时报记者从参加培训的多位保荐代表人处了解到，相关监管部门在会上就涉及企业首发审核方面的问题给予了进一步解释。

关于企业首发非财务审核方面，相关监管部门指出，投行在审核企业的规范运行时，应该关注董监高、实际控制人是否受到未公开的行政处罚，尽职调查过程中也要有相应的调查程序。监管部门特别提及，企业如若聘请了历史诚信有污点的独立董事，将会对发行人形象造成损害。

在管理层变动的问题上，监管部门强调，因国企股东变化而引发的董事、高管人士变动，在审核时是可以接受的，但要有一定的安排保证其基本稳定。而在企业实际控制人的认定方面，原则上股份代持不能作为实际控制人的认定标准。对这种情况的判断应特别严格，除非具备有说服力和权威性的证据。

另外，在企业募集资金的运用方面，监管部门表示，投行应尽量少用预测性的数据，如迫不得已，应在招股书中提示投资者注意。

而在企业首发财务审核方面，监管部门也对备受关注的股份支付问题作了进一步的解释。

监管部门表示，投行在审核企业财务时，首先应对是否适用股份支付的判断过程和理由进行说明。股份支付的核心是为了换取服务，对象不仅限于员工，还包括供应商、合作方等，服务也不仅仅针对未来的服务。因此股份支付的范围比股权激励更大，股权激励一定适用于股份支付。其次，企业为了解决股份代持、落实虚拟持股计划等行为，可以不适用于股份支付。

而在对公允价值的判断上，监管部门指出，企业在报告期内有股权投资（PE）的，均需作为公允价值的重要参考指标，公允价值可以在PE价格的基础上适当向下修正，但要具备合理的理由。

我国证券业正酝酿突破瓶颈

吕哲权

证券业的发展，总是在总结经验教训、突破瓶颈中实现的。我国证券业所经历的残酷竞争，可以成为下一轮发展、升级的宝贵财富。

15年格局变化:万花筒式起伏

从1996年到2010年的15年间，我国共有37家证券公司曾经名列利润榜前10名。具体来看，15年中入列利润榜前10名达到15次的只有1家，入列9~14次的有10家，入列2~4次的有8家，入列1次的有18家，意即2/3以上的公司未能在一半时间内保持前10名的位置（见图1）。

证券公司位次竞争激烈，每隔5年约有一半公司出局和入局。比如，从1995年到2009年期间利润前10名排行榜中，2000年与1995年相比出局5家（意即入局5家），2005年与2000年相比出局4家（意即入局4家），2010年与2005年相比出局6家（意即入局6家）。

残酷竞争磨练超强生存能力

证券业的优胜劣汰，全世界皆然。

美国投资银行以股东权益为标的，1971年前10大投资银行（美林、Bache、所罗门兄弟、Paine Webber、杜邦、迪恩维特、Loeb Rhoades、Allen、Walston、H&W-Hemphill）到2008年全部出局，第十一大投行高盛跃升为第一。

我国证券业经历的优胜劣汰、“剩者为王”的竞争，其残酷性浓缩了美国等国家的几十年甚至上百年，“剩者”提高了规范经营意识，磨练了超强的生存能力和经营管理能力。2007年以来，证券公司经受住股市急涨暴跌的考验，没有出现以往的大面积亏损和流动性危机，便是例证。

稳定态下酝酿着变局

2007年起，证券业进入规模为王的时代。在活跃的市场中，行业竞争呈现胶着状态，强者不强、弱者不弱。2009年净利润前10名的证券公司，仍然是2007年的前10家，第一梯队没有落后者，也没有跃升者，只是排名出现细微变动。在此之前，净利润前10名的证券公司，2007年与2006年、2009年与2008年相比，只有2家出入；2010年与2009年相比，仅有1家出入。

这种竞争格局的稳定态，一方面是在监管治理、市场洗礼的压力下，证券业走向规范经营、风险管理的可持续之路；另一方面也表现为疲态，保守地固守着通道服务的商业模式。股市久盘必动，格局久稳必变。2010年证券业业务指标、财务表现的排名，已经出现新的征兆，预计“十二五”期间的证券业，将通过创新和进取冲击现有的格局。

突破瓶颈的条件正在形成

首先，我国证券业已夯实基础。通过客户保证金第三方存管、净资本管理、综合治理等方面的措施，证券业的经营风险、业务操作风险已大大降低，特别是“十一五”期间行业净资产与净资本得到大幅充实，自我承担风险能力已大大增强，发展基础已经得到夯实，从而为“十二五”期间的发展奠定了基础。

其次，“剩者为王”竞争中的“剩者”是精英。经历了2002年到2005年的优胜劣汰与2008年全球金融海啸的证券业，对行业本质的理解已非往日可比，总结的经验教训已经融化为公司基因，总体的经营管理能力和风险管理已上了一个台阶。

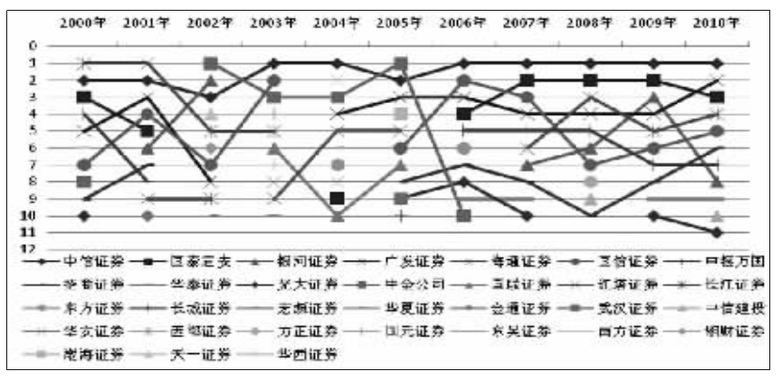
第三，发展空间巨大。几乎可以肯定地预测，到2020年，中国国内生产总值（GDP）规模可以达到100万亿元（根据清华大学胡鞍钢教授的团队研究成果，2030年中国GDP规模大体是美国的2倍到2.2倍）。届时，中国股票市值达到100万亿元、债券余额达到100万亿元，应是大概率状态。大市场孕育大行业、大公司，证券业可以展望实现相对GDP的超额增长。

第四，内外部的条件正在成熟。从客观角度来看，根据我国“十二五”规划对资本市场的要求，证券业需要新的商业模式来适应。同时，证券市场规模的扩大，多层次资本市场的形成进展、监管理念的创新导向、证券业资本金相对雄厚等，为证券业探索新的商业模式提供了内外部条件。

最后，证券业正在形成若干助推力。2009年以来，创业板的开设及推进、融资融券和股指期货的推出，成为证券业转型的引爆点和助推力，全行业正在经营重点、竞争优势及盈利模式等方面形成差异化的商业模式，改变同质化竞争、高度依赖市场周期的格局。

（作者系中信证券首席战略专家）

图1:2000年~2010年利润前十公司



吕哲权/制图

证券业战略观察/Prospect (10)