

56家券商通过两融测试静候评审

证券时报记者 曹攀峰

自去年底两融业务由试点转常规之后，证券时报独家获悉，目前已有民族证券、第一创业等56家券商通过了沪深证券交易所及中登公司举行的两融业务联网测试，目前正在等待两融业务方案的专业评审。

业内人士表示，2012年两融业务迎来大扩容几无悬念，而各券商也在积极学习试点券商的业务经验，激励政策很大程度上决定了券商两融业务的未来空间。

静候批复

因看好两融业务的美好“钱”景，券商备战两融业务积极性颇高。2011年10月底，监管层决定两融业务由试点转常规，市场各方对两融业务扩容有较强的预期。

按照流程，券商申请两融业务资格必须过“三关”：一是沪深证券交易所及中登公司联合举行的联网测试；二是通过联网测试的券商向中证协提交融资融券业务方案并通过专业评审；三是券商正式向证监会申请融资融券业务资格。在获得证监会的批准后，券商就可以开展两融业务。在部分地区，开展此业务的券商营业部还要接受当地证监局的现场检查。

去年底，已有56家券商通过了“两所一司”的联网测试，年前我们已经上报了专业评审材料，现在就等待评审结果。”某券商信用交易部的一负责人表示，通过联网测试的券商应该都会上报专业评审材料。

如不意外，上述56家券商均在等待专业评审的批复。

激励政策影响

去年下半年以来，就不断有其他券商向我们请教一些两融业务的经验。”某上市券商两融业务部门的人士透露，部分券商则尝试从公开资料中寻找发展此业务的线索。

据北京某券商两融业务的负责人透露，该券商曾根据公开资料对25家已开展试点的券商运营情况进行详

细分析。从各券商两融余额变化曲线、证券交易量曲线中发现，两者运行的趋势往往不一致。

有些券商两融余额上升很快，但交易量却随着行情下降，这说明虽然资金、标的券都被融了出去，但却都被套住。有些券商上述两条曲线趋势相同且同步上升，甚至部分券商交易量曲线在两融余额曲线之上，这说明该券商客户交易频繁，利息收入和交易佣金收入将全面上升。如果是第一种情况，那么券商的佣金收入将受影响。”上述北京券商的相关负责人表示。该负责人还表示，在开展此项业务过程中，中小券商尤其关注的是激励政策的设计和投资者教育工作的开展情况。

另一券商的两融业务负责人表示，与普通的交易业务相比，两融业务牵扯的部门较多。两融业务部门既是管理部门又是业务部门，且开展此项业务需要动员营业部的积极性。那么如何设计有效的制度，合理分配两融业务收入，调动两融业务部门与营业部的积极性尤其重要。”

有多位业内人士表示，激励政策设计很大程度上决定了两融业务开展的空间。此外，两融作为一项高风险业务，如何开展相应投资者教育工作也摆上上述56家券商的议事日程。

■相关新闻 | Relative News |

两融业务能为券商贡献10%净利润

经纪业务收入下滑、自营业务亏损之际，两融业务在诸多创新业务中的表现可谓独树一帜，正成为减缓券商业绩下滑的重要抓手。

券商两融业务自2010年开闸以来，其发展可谓突飞猛进。两融余额由推出首日的655万，跃升至昨日的370多亿，增加5690多倍。开展两融业务的券商收获可谓颇丰。

Wind数据显示，2011年首个交易日两融余额为129亿，最后一个交易日余额为382亿。据此粗略计算，2011



CFP/供图

年两融业务可为券商贡献利息收入25亿元；同时，在2011年间共有2900亿的融资买入额，根据3%的双边佣金率计算，两融业务可为券商贡献8亿元的佣金收入。两者相加，两融业务可为开展此项业务的25家券商贡献约33亿元收入。对于其他业务增收无力的券商而言，这笔收入可谓可观。

根据申银万国分析师何宗炎的研究，2011年券商两融业务对上市券商的利润贡献率很大，其中，海通证券和光大证券的贡献率可达7%；招

商证券、兴业证券、广发证券和华泰证券的贡献率在4%~5%之间。

何宗炎判断，如果2012年开展两融业务的券商队伍扩容，那么两融业务对券商净利润的贡献会在10%以上。当两融业务运行成熟后，全行业两融交易额占沪深两市交易额10%时，两融业务收入将能达到400亿，这相当于2010年全行业经纪业务收入的40%。数据显示，美国、日本、台湾地区和香港信用交易占总交易额的比重可分别达到20%、15%、24%和40%。 (曹攀峰)

■记者观察 | Observation |

两大措施推动投行回归本色

证券时报记者 邱晨

进入2012年以来，舆论和业界对新股发行体制改革的讨论颇为热烈，进一步深化新股发行体制改革已呈“山雨欲来风满楼”之势。要想让新股发行的天平在发行人与投资者之间实现平衡，就必须首先从两个方面入手：一是存量发行缓解超募；二是自主配售实现风险共担、利益共享。

存量发行

长久以来，超募收入一直是投行与发行人的利益链条中重要的一环。数据显示，2011年我国A股新股发行超募资金达到1727亿元，超募比例为273.7%。据投行人士透露，投行从超募资金获取的提成比例通常高于承销费率。根据目前投行平均约为7%的承销费率估算，去年投行因超募而带来的收入至少可达120亿元。

因此，从缓解超募收入、抑制高定价的角度来看，实施存量发行制度和投行信披制度，将能够有效削弱投行与发行人之间纠缠不清的利益链条。

在海外成熟市场中，存量发行亦被证明是一种有效的发行方式，主要可分为两种：一种是在公司首发(IPO)时，大股东对外出售一部分股份，亦即“增量发行+存量发行”；第二种是公司上市后老股东通过一定的方式减持股份。

以一家股本1亿股的公司为例，根据现行规定，新股发行时比例不得低于公司总股本的25%，为此公司需要发行约3333万股新股才能达到25%的公众持股最低比例。但在实施存量发行后，原始股东拿出10%的股票参与发行，那么公司要达到标准，只需要再发行2000万股新股即可。由此，新股发行的超募规模将大大下降，超募对投行的吸引力也将下降。

事实上目前许多中小企业IPO时，并不希望发行太多股票导致股东权益被过分稀释，但却受制于25%的比例限制。”中银国际某投行人士表示，“一旦实施存量发行后，这一

现象有望得到缓解。”

自主配售

在与多位投行人士交流的过程中还发现，投行缺乏自主配售权，已经成为制约投行建立与询价机构长期战略关系的重要瓶颈。

所谓自主配售权，是指投行在承销新股发行时有权利自主选择配售机构，买卖关系将由市场化机制决定——价高者得，量大多得。这样，投行就有能力在新股发行时保证积极参与询价的机构获得他们想要的股份，有利于两者之间建立长期稳定的战略关系。

需要注意的是，在给予投行自主配售权的同时，必须扩大网下配售的比例。因为给予投行自主配售权是一把双刃剑，这会进一步加强投行在新股发行环节的话语权，在目前网下发行量较少的情况下，会让投行获得更大的寻租空间。

从整体上看，这与现阶段我国券商的财富管理没有成型有很大的关系。在我国，券商的财富管理才刚刚启动，还处于摸索阶段，同一家券商内部各个业务部门常常处于单打独斗的局面。这与海外成熟投行还有很大的差距，海外投行能为一家重要的机构客户提供包含经纪、投行、资管、研究等多方面成熟的整体服务，并实现各个部门的利益共享。

如果国内投行想要构建类似国外成熟投行“各部门共享利益”的业务收入链条，就必须从公司层面考虑如何培养自己的机构投资者，照顾客户的多方面利益，而不能任由各个部门继续“各自为政”。届时，扩大自主配售权将进一步提高投行的市场化配售能力。从这个角度来看，目前我国券商正全力打造的财富管理中心，是投行构建与投资者共赢局面的重要桥梁。

另外，有业内人士建议强制投行实施信息披露制度。投行必须定期公布其最近发行业务情况，内容应涉及近期承销的股票发行情况、承销收入和股票发行后的表现。

通过这样一份信披公告，公众将能有效地监督投行的承销发行情况。其中，一些承销股票经常出现破发的投行将浮出水面，有利于投资者在“打新”时回避这类投行。

■衍生品市场资金动向 | Trend |

融资余额连降3个交易日

证券时报记者 李东亮

截至昨日，沪指已连续4个交易日收在2350点左右，与此同时两融市场融资余额则出现高位回落态势。

沪深证券交易所公布的最新数据显示，上周后三个交易日两融市场融资余额分别为364.13亿元、363.44亿元、362.26亿元。而上周二的融资余额为364.8亿元，可见融资余额已连续3个交易日回落。

数据还显示，上周五，两市融资买入额为22.98亿元，较上周四下降8.53%；融资偿还额为24.15亿元，

较上周四下降6.44%。受此影响，两市融资余额小幅流出1.17亿元。在周五融券市场上，投资者融券卖出较为积极，数据显示，两市融券余额达到9.75亿元，较上周四上升4.21%。

而两市信用交易明细数据则显示，上周五，包钢稀土、铜陵有色、中信证券、五粮液和兴业银行分别位列融资买入前五名，融资买入额分别达4881.9万元、4630.3万元、4608.2万元、4014.3万元、3410.8万元。而受昙花一现的芜湖拯救“楼市”政策影响，万科A上周五涨幅近2%，当日遭到投资者融券卖出2783.74万元，成为当日两市融券卖出额最高的股票。

5家券商系期货公司席位 增持2117手期指空单

证券时报记者 李东亮

距离主力合约IF1202交割日仅剩4个交易日，投资者昨日加速移仓至近月合约IF1203。公开数据显示，主力合约单边持仓量降为26783手，较上周五下降1845手，而近月合约单边持仓则上升为23080手，较上周五增加4805手。

数据显示，伴随着主力合约的移仓过程，在主力合约和近月合约上，除华泰长城期货减仓55手空单外，中证期货、国泰君安期货、海通期货、上海东证期货持仓空单量前五名的券商系期货席位纷纷加仓空单，分别加仓空单617手、1187手、66手、247手，合计加仓空单量达到2117手。

中证期货期指首席分析师刘宾认为，沪指已经在2350点位徘徊数日，

上周券商系席位空单持有量则表现较为平稳，增减持仓空单量变化不大，显示券商系资金心态较为谨慎。而昨日突然大幅增持空单量逾2100手，则显示券商系资金对后市的谨慎心态或许已经变为悲观。

券商系期货公司席位 期指空单前5名

(2月13日)

期货席位	空单量(手)	空单变化(手)	净空单(手)
中证期货	7527	617	5398
国泰君安	6287	1187	3235
华泰长城	4289	-52	1820
海通期货	4189	66	1750
上海东证	2384	247	(低法计算)

注：因主力合约和近月合约处在加速移仓过程中，故合并计算。

李东亮/制表

■特写 | Feature |

研究员的一天：国债期货仿真交易首日

证券时报记者 朱凯

2012年2月13日，“新”国债期货启动仿真交易首日。尽管真实交易已暂停达17年之久，但业内对于它的重生仍充满了期待，不过其中仍是喜忧参半。

匡弘逸(化名)是北京一家大型券商自营部门的研究主管。随着国债期货仿真交易锣声敲响，他忙碌的一天又开始了。早上9点，他在即时聊天软件中告诉证券时报记者，虽然这不是真实交易，但它的意义十分重大。与17年前的旧国债期货最显著的差别，在于新国债期货所对应的交割标的，不再是单只现券，而是某种期限的名义标准国债，即标准券，将不再易于被“控盘”。

上午10点不到，国债期货TF1203合约出现了自开盘以来的剧烈波动，最低下探到96元，最高攀至99.25元，期间波动达3.39%，接近±2%的涨跌停限制。而在上午收盘前的1个小时内，价格波动渐渐收窄至0.1元左右。

下午1点开盘前，记者在电话中询问匡弘逸，上午仿真交易做下来，最大感受是什么？他回答道，国债期货3%的保证金，如果做到极致，1天的最大收益可达到66%，这个的确很有诱惑力。随后，他询问记者在下午能否帮忙弄一下今天的高频交易数据，他说想逐笔深入研究一下。

匡弘逸告诉记者，国债期货作为一个新事物，如果能让它回归到价值投资的轨道，自然是做债人最大的期

望。他说，作为一个兼具债券与期货性质的投资品种，债券投资者希望它更像债，期货投资者则希望它更像期货，最大的担心则是到头来什么都不像，像股票一样被炒作。

国债期货仿真交易第一天，下午3点15分收盘时，TF1203、TF1206和TF1209三个合约全线上涨，其中TF1206合约涨幅最大，达0.81%，上涨了0.79元。

到了晚饭后，匡弘逸的即时聊天软件仍显示为在线。对于他中午关于高频交易数据的“要求”，记者无奈地告知帮不上忙。

匡弘逸打来电话说，他想跟踪较长一段时间内的交易数据，1天、2天的数据可能没多大用处。这样做除了想要挖掘国债期货的内在运行规

律，为今后真实投资提供参考价外，更多是想通过对交易特征的梳理，了解各种类型交易者(或机构)在仿真交易中存在的问题。然后，再结合他自己多年来对国外国债期货的研究，将来为监管部门提供一些有价值的书面建议。

初步看来，将来要交割的现券如何转化为标准券，在官方公布的合约规则中似乎没有阐明，此事困扰了我一天。”匡弘逸表示，一旦交割，现券的价格会不会受到大机构的操纵，这方面希望能有更有效的监控手段。

最后，他告诉记者，未来打算根据已有的公开交易数据，对规则中4至7年固息国债的现金流折现方式及不同年限现券的折算比例，进行一番研究，并最终将这一策略嵌入到自动交易软件中去。

中国交建IPO实现两大亮点 战略配售+换股考验投行承销能力

证券时报记者 邱晨

本周三即将启动A股首次公开发行(IPO)程序的中国交建，其发行过程中的战略配售与换股吸收合并两大举措，成为目前业内关注的焦点。

据了解，中国交建在此次发行时启动的战略配售颇为引人注目，而在过去两年里仅有农业银行和光大银行在IPO发行中采用了战略配售。相对于农业银行和光大银行分别高达255亿股和70亿股的发行规模，中国交建本次发行只有50亿股。

对此，此次发行的主承销商中银国际资本市场部相关人士称，原计划要发行200亿股，所以当初决定启动

战略配售。其后基于对市场行情的担忧，缩减了发行规模，但战略配售计划仍然保留。”证券时报记者获悉，目前占本次发行规模20%份额的战略配售已经完成，战略投资者认购反应比较好。

据上述人士透露，战略配售效果比较理想与中国交建已在香港上市有很大关系，有H股价格作为参考指标，战略投资者进行估值也相对容易。”

有投行人士表示，在通常的情况下，新股实施战略配售难度相对比较大。战略投资者不能参与定价的过程，还要面对一年的新股锁定期。要找到这类投资者的难度比较大，对承销商的要求也比较高。”北京某券商投行人士表示，通常只有实力较强

的大型券商具备这样的配售能力。”

据深圳某券商投行部的一人士分析，承销商在战略配售时要寻找的投资者与参与网下询价的普通机构投资者有较大的差异。诸如，战略投资者在投资思路上与询价机构不同，战略投资者通常对于上市公司所处行业比较熟悉，甚至可能是处于上市企业产业链上下游的企业，这类投资者相对比较稳固。而目前参与网下配售的询价机构中，不少是着眼于二三级市场溢价的金融机构，这类机构参与新股认购往往有较强的投机心理。

按照发行方案，中国交建将于IPO发行同时换股吸收合并旗下上市公司路桥建设，换股比例为路桥建

设的换股价格/中交股份的换股价格。

这是首次有企业在IPO发行的同时，实施换股吸收合并。以往都是在企业上市后，通过增发实施换股合并。”中银国际资本市场部人士称。据悉，在本次换股吸收合并中，中交股份将向路桥建设的股东(除中交股份及其四家全资子公司外)提供现金选择权。

据投行人士透露，在IPO发行中实施按比例换股，考虑的重要因素是被收购方当时的股价。

路桥建设目前股价不算高，这应是中国交建选择换股吸收合并的原因之一。”某合资券商投行人士表示，此前金隅股份曾计划在IPO时换股吸收太行水泥，但因当时太行水泥股价太高而作罢。