

聚焦 FOCUS 券商资管万亿规模冲刺进行时

# 券商资金池业务并未叫停 资管规模破万亿在即

资金池业务飙升的规模受到市场高度关注，监管部门为此在 10 月底进行了调研摸底，以了解各类资产的投资范围及发展情况，或许是这一举动引起了券业的不安。

截至目前，券商资管规模已超过 9735 亿元，其中，集合理财资管规模约为 1635 亿元、定向资管超过 8000 亿元、专项资产管理计划超过 100 亿元。

证券时报记者 黄兆隆

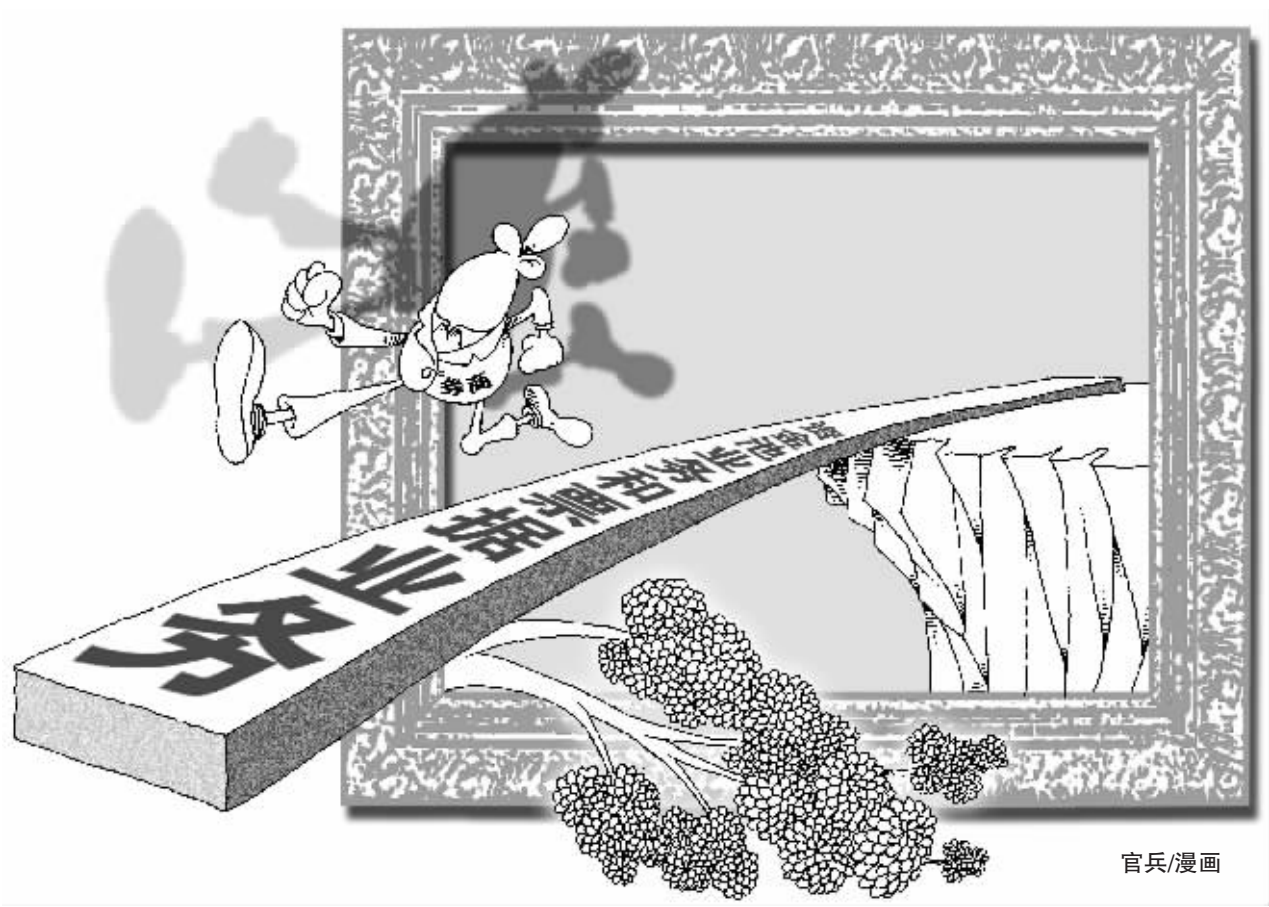
借助票据、资金池等业务的膨胀，券商资管今年实现规模的华丽转身，11 月份资管总规模逼近 1 万亿元大关。

不过，迅速壮大的资金池业务也面临着潜在的政策风险。日前，有传言称北京和深圳两地叫停券商资金池业务，在市场上引起不小的波动。证券时报记者向相关监管部门求证后获悉，该项业务并未被叫停，上述监管部门仅进行电话和面谈了解该项业务的进展情况。

## 定向资管超8000亿

统计数据显示，券商定向资管规模已超 8000 亿元，其中以银证合作业务为主，包含票据业务和资金池业务。而其资金来源正是由商业银行提供的理财资金，投资标的则是各大商业银行持有的银行承兑汇票、应收账款以及其他投资项目。

政策放宽使得券商资管能够利用定向资管承接票据业务和资金池业务，这种规模扩张对券商而言，或许是一个发展契机。Wind 数据显示，截至目前，集合理财资管规模约为 1635 亿元、定向资管超过 8000 亿元、专项资产管理计划超过 100 亿。由此可以得出，券商总资产管理规模



已超过 9735 亿元。这意味着，券商资管规模从 2011 年年末的 2819 亿元飙至近万亿元，增长了 2.5 倍。

飙升的规模引起市场的高度关注，监管部门为此在 10 月底进行了调研摸底，了解各类资产的投资范围及发展情况，或许是这一举动引起了券业的不安。”知情人士称。

不过，深圳某大型券商资产管理部总经理助理表示，潜在的政策风险显而易见，如果监管部门暂停信托承接票据业务和资金池业务的话，或许也会在不久的将来出于监管风险的考虑，暂停券商做这项业务。”

## 信托的接力棒

券商资管规模今日的暴增类似信托业的翻版。据了解，目前券商资金池业务模式与此前的资金池信托产品相近，后者的模式为，向投资者发行产品时，没有明确揭示投资标的，募集资管完成后建立的资金池由信托公司自主管理运作。

深圳某大型券商资管部门人士介绍资金池业务时说，券商资管通过发行产品对接银行的资金池，项目、资金都由银行来兜底。券商资管实际只扮演了通道中介角色，在项目真实核查的情况下，应该没有什么风险的。”

据了解，过去资金池业务和票据业务主要由信托公司来做，信托公司通过此类业务，管理的资产规模在两三年内得以迅速增长。但监管层考虑到影子银行的风险，暂停了相关业务，银行于是找券商开展合作。

信托借助银信合作做到数万亿规模，券商资管同样能做到，甚至能做得更好。”上述深圳券商资产管理部相关人士说。

## 搅动财富管理市场

资管产品规模的跃增有助于提升券商资管的品牌，但这也使得不少券商资管更倾向于扩增规模，而非提升投资水平。然而，资产管理追求的

应该是绝对回报。”上海某大型资产管理公司负责人说，为银行打工并不是券商资管的未来。”

在他看来，过度追求规模扩增或许会改变券商资产管理原有的生态。

北京证监局相关人士表示，资金池业务及票据业务的增长，券商资管在其中只发挥通道作用，而非专业投资优势，这种模式处于金融市场运行价值链的最末端，有可能被市场边缘化，会导致券商或被其他金融企业（如银行）吞没。”

对金融行业而言，这一跃增或许将影响到商业银行、证券公司、信托公司之间的合作，尤其会影响到证券公司、信托公司业务层次和规模对比。

乐观估计，在政策完全放开的前提下，券商资管规模或许可以超过信托公司，但通道业务并不是未来的创新方向，这只是券商资管做大规模的工具而已。”深圳证监局相关人士表示，资产管理创新应该走差异化的路线，业务侧重点要与公募基金、信托公司不一样，才能形成自身核心竞争力。”

## 借道券商定向资管 银行超5600亿资产转表外

证券时报记者 黄兆隆

庞大的银行信贷资产，正加速寻找转移表外的渠道。过去，这一渠道主要被信托占据，如今，券商资管大有取而代之的势头。

证券时报记者日前获悉，迅速膨胀至 8000 亿元的定向资管资产中，有超过七成来自承接商业银行转移出来的资产——规模超 5600 亿元。

## 两驾马车

一年前，没有券商人士能预料到券商资管今年能实现近 7000 亿元的增量，如今，这已成为现实。在政策放宽的前提下，利用定向资产管理业务中的“两驾马车”，券商资管一跃成为近万亿级的机构。这两驾马车分别是银证票据业务和资金池业务。

前者的代表为宏源证券，后者的代表为国泰君安。最新统计数据显示，国泰君安证券资产管理规模超过 1600 亿元，宏源证券超过 1400 亿元，两者占据券商资管规模的头把和二把交椅。

不过，券商开展银证票据业务和资金池业务时多少有点“心里没底”。

券商做银证票据业务时一般比较低调，不希望被外界关注。”上海某大型券商资管部门负责人表示，因为业务中可能涉嫌违规的操作，比如票据业务中的转贴现。”

以票据业务为例，按规定，纸质商业汇票贴现后，持票银行只能将票据转让给其他银行、财务公司或人行。如果买断银行票据的转贴现行为，则涉嫌违规，为了不触碰该政策红线，可见的银

■记者观察 | Observation |

## 券业资金池业务不是庞氏骗局

一直以来，各家券商对证券业开展资金池业务讳莫如深。这源于市场对该项业务存在“庞氏骗局”的非议——这也是市场对证券业资金池业务的误解。其实，券商资管采用的是估值发行制度，不可能会出现“庞氏骗局”。

而市场上对证券业资金池业务的种种非议，正是沿用了对银行业和信托业资金池业务的质疑。在银行业和信托业的资金池业务模式中，一般用发行多只产品募集来的资金池，去投资包含多种投资组合的资产池，从而导致难以核算单只产品的收益，并且按照预期收益进行保本发行。

而这与证券业资金池业务存在较大差异。首先，券商资管开展的资金池业务规模相对较小，比较容易进行相应的资产评估。此外，按照相关规定，券商资管产品的首次发行和持续营销发行过程中，必须按照存量资产的估值作为份额资产的净值，而后续认购则需按照此净值支付现金，这与银行、信托发行理财产品滚动发行中采用的预期收益率存在本质区别，这就保证了证券业开展资金池业务时必须估值，进而避免了兑付风险。

比如，同样在资产池的盈利能力较预期大幅下降的情况下，当银行发行理财产品吸纳资金时，由于采用无需估值的预期收益率发行模式，新进入资金仍可能支付与原投资者同样的对价进入资金池；但是，在证券业估值发行模式下，由于有项目的资产净值作为参考，

证票据业务大多投资票据收益权。

## 资管成影子银行

对于商业银行而言，谋求的是信贷资产转表外。如果银证票据业务投资于票据收益权，则无法替银行完成票据出表。如果不能出表，银行就不会花钱与券商合作，券商资管规模也很难在短时间内实现飞跃。”上海某大型券商研究所银行业首席分析师告诉记者，券商资管必须想方设法找到出表的路径。”

据了解，票据贴现性质等同于变相贷款，银行每做一笔票据贴现都必须入表，使用的是信贷额度。如果券商资管愿意参与贴现，就为银行完成了票据资产出表，从而调剂出更多额度放贷。”民生银行深圳分行相关人士表示。

## 资金池流动性存疑

券商资金池业务也能帮助银行转移资产，据了解，券商资管一方面可以扮演财务顾问角色参与银行资金池业务的投资管理；另一方面推出类资产管理信托产品，其利率较低且投资期限短，一般被设计成每半月或每月开放。

这类产品收益率一般不高，在 6% 左右。但因投资分散、申购赎回灵活，还是会受到较多资金的青睐。”深圳某大型券商资产管理部总经理助理表示。

不过，这一模式的资金流动性仍有待解决。没有后续资金进入，如果赎回较多或者资金到期，则难以承接可能出现的资金链断裂。”第一创业证券副总裁苏彦祝表示，除非是实现短期投资产品长期化，不停地发短期产品来续上前面的产品，但这会面临较大的监管风险。”

## 券商资管格局急剧分化 京沪深三足鼎立不再

深圳券商资管规模目前远落后于北京、上海当地券商

证券时报记者 李东亮

受益于银证合作业务规模剧增，目前国泰君安证券和宏源证券两家券商资管业务都已达到千亿级规模。然而，深圳各家券商资管仍在原地踏步，总规模均不及上海、北京的一半。业界人士表示，北京和上海如今已成为名副其实的两极，此前的京沪深三足鼎立之势不复存在。

面对此状况，一时间急坏了中信证券、招商证券、国信证券等被抛在后面的深圳本地券商，于是跑银行、制订方案、协调内部各部门成为这些券商近期工作的重中之重，毕竟银证合作业务规模同样参与中证协受托资产排名，而该排名有助于券商品牌塑造、上市融资或再融资。

## 深圳本地券商暂处劣势

证券时报记者调查结果显示，中信证券、国信证券、招商证券、世纪证券等深圳本地的券商，要么对银行合作业务浅尝辄止，要么还没有开展银证合作业务，尚处于相关方案的内部讨论阶段或刚开始和银行接洽，甚至有券商对此业务仅是“有所耳闻”。

从当前情况看，在这场银证合作万亿规模蛋糕争夺战中，深圳本地的中信证券、招商证券、国信证券和世纪证券等大中小型券商已全面落败。

中信证券、招商证券和国信证券等券商资管人士表示，它们已尝试相

对简单、在银信合作中已经成熟的票据业务，但尚未涉足只有个别券商开展的资金池业务或类资金池业务，因而资管业务规模相对较小。

记者获悉，深圳辖区的一些中小型券商创新步履蹒跚，要么仍着眼于此前的股票投资和债券投资，对其他券商已开展规模达 6000 亿元的银证合作业务缺少关注，要么就等待监管政策予以明确，给创新发展自设了门槛。

对此，深圳本地多家券商资管负责人表示，一向以机制灵活、创新理念领先著称的深圳券商，已沦落到“呆滞”的地步。其中，有券商自身的问题，比如过分稳健经营思路的桎梏和过分注重销售的限制；另外也有一些监管方面的差异，比如深圳在银证合作刚刚浮出水面时，深圳相关监管部门即召开会议进行摸底，但深圳券商却误读了其中含义，而放慢了该项业务的步伐。

我们公司起了个大早，却赶了个晚集。”深圳本地某上市券商资管业务人士表示，尽管事后证明深圳相关监管部门召开上述会议只是为了摸底，并没有叫停该项业务的意思，但被媒体渲染了一下，再加上各家券商谨小慎微地揣测监管部门可能要叫停该业务，因此深圳券商就给自己戴上了脚镣，尽管率先开展了银证合作业务，但却在原地踏步而被同行远远甩在后面。

不过，接受采访的多数券商人士也表示，后发有后发的好处，至

少可以知道监管层对创新业务的容忍度已大幅改变，深圳本地的中信证券和招商证券等拥有大集团背景的券商还是可以在银证合作业务中占有一席之地，依然存在赶上当前领先者的可能。

## 多元格局初现端倪

有业内人士表示，如果说哪家券商是今年证券业明星，恐非国泰君安证券和宏源证券莫属，千亿级规模的受托资产让业界瞩目。但如果说哪家券商的资管业务是业界公认的贵族，则恐非中金公司和中信证券莫属，均超过 200 亿元的养老金和企业年金的受托规模也让这两家投行成为业界翘楚。

不过，千亿级的规模为国泰君安证券、宏源证券带来荣耀的同时，也带来了争议。荣耀在于，尽管银证合作业务具有期限短、费率低、规模大的特点，但仍能作为受托资产纳入中证协对证券业资管业务的排名中。但争议声也不绝于耳，其中也包括监管部门的聲音，业界认为，银证合作业务快速拓展是在银监会叫停或限制部分银信合作业务之后，也就是说这种业务在银监会看来属于不合规，或者不利于国家宏观经济调控。而如果在证券业大规模开展银证合作业务，有可能给证券业带来负面影响。

此外，有不少业内人士认为，证券业的资产管理业务应该直接对接实体经济两端的融资者和投资者，而不应该是目前银证合作业务

## 招商视点

今日沪深两市窄幅震荡，上证综指收报 2079.27 点，涨 0.49%；深成指收报 8391.9 点，涨 0.42%；创业板指数收报 676.6 点，涨 0.58%。全天成交额略高于上一交易日，两市主板共成交 787 亿元。

今日延续上周弱势震荡格局，维持在此轮反弹以来下轨附近，成交量未见明显放大，盘面上看，金融股、周期股等基本稳定，地产行业上周成交环比受高基数影响有所下降，但同比增幅扩大，多数城市均价小幅下跌，整体上价量平稳，短期内政策加码阶段性缓解，为板块持续反弹提供较好背景，在权重板块中，地产板块表

## 纠结中等待

现相对较优。

另一方面，受十八大提出“美丽中国”概念，以及珠海航展开幕影响，相关环保、节能、军工等个股活跃，在一定程度上带动了人气。

消息面上相对平静，上周五公布的重磅经济数据显示宏观经济稍有企稳迹象，国内需求、产出和工业品价格均出现回升，实体经济量价齐跌的阶段有望过去。预计十八大不存在实质性的经济刺激政策，因此市场的运作将取决于近期数据的好坏，本月 22 日将公布 11 月份汇丰 PMI 预览值，经济是否真正回升将得到验证。

短期内指数企稳有望展开小幅反弹，但考虑到会后仍将受到 IPO 恢复发行等利空面影响，反弹空间不可过于乐观，趋势性的反弹机会仍需等待经济回升信号逐步明朗，以及企业盈利能力的恢复。（CIS）

智远理财 财富管理计划

专业的投融资资讯

专业的交易方式

专业的增值服务

专业的投研团队

专业的增值服务

www.newone.com.cn

400-955555

招商证券

China Merchants Securities