

北京高华CEO章星：交易功能创造券业下一财富高潮

编者按：国内券商正踏上一个全新征途：极力摆脱通道业务提供商的传统印记，回归投资银行资本中介的根本属性。监管层和从业者均意识到，证券公司须从一个基本不承担风险，坐收通道收入的“地主”转向一个全面经营风险，从管理风险、化解风险中获益的“资本家”。

监管层正着力创造这一全新局面。

中国证监会主席助理张育军指出，券商的五大基础功能即交易、托管结算、支付、融资和投资必须获得实质性突破。位居首位的“交易功能”，是已成为高盛合伙人的北京高华证券首席执行官（CEO）章星最热表的话题，而这一功能正是当下国内券商的最大短板。

证券时报记者 游芸芸

券商的下一轮业务出路是交易、融资和产品，其实是，券商要变身为客户流动性的蓄水池，核心就是要发展交易功能。”北京高华CEO章星如是说。

流通性提供商，风险管理、经营的资本中介商，正是监管层力推的中国券商发展路径。

交易功能是核心

当下中国券业的发展状况是，中国资本市场已进入第三个十年，证券公司的发展却难与全球第二大经济体相匹配。

过去，券商有如高速公路上的收费站，赚着轻松的买路钱。随着其他金融机构的崛起，证券行业已告别暴利时代并感受着边缘化。最无奈的现象莫过于，海外市场惯有的投资银行设计金融产品、商业银行销售的模式，在中国则反其道而行之——信托公司为商业银行设计产品，券商沦为销售终端。

根据当前发展形势，中国证监会主席助理张育军指出，券商的五大基础功能即交易、托管结算、支付、融资和投资必须获得实质性突破。

章星认为，监管层之所以将交易放在首位，因交易是目前行业最为缺失的基础功能，“下一步盘活券业务的三个重要因素是交易、融资和产品，其中核心是交易——提供流动性。”

去年年中，中信、海通、国信、国泰君安、安信和兴业证券6家券商亦集体呼吁恢复证券公司的交易功能。他们表示，为了满足多种交易方式和交易品种的需求，证券公司可提供做市服务。

交易因何如此重要

熟悉投资银行发展史的人都清楚，高盛从名不见经传发展成为全球第一投行，正是凭借其在投资银行各类顾问业务、融资、投资、做市交易及资产管理五大业务上的突破。

高盛近几十年不断发展的做市交易服务，在为市场提供流动性的同时，建立了忠实的客户群，从而使其获得不菲收入。对此，章星的理解是：“大部分收入来自承担风险的做市交易，如场内做标准化的产品交易，场外做非标准化产品交易，这就是高盛与我们差别最大的地方。”

交易为何如此大威力？在缺乏流动性的市场里，由于买方和卖方不一定同时出现或交易同样数量的产品，这种时空差异导致了交易很难实现。做市商的出现，使得不同时间到达的买卖需求具备了成交的可能。

每一个券商功能类似于一个蓄水池。客户卖单时，券商买来存入池子里；反过来再满足客户的买入需求。交易功能一旦实现，证券公司的其他功能就都能够做起来。”章星称。

章星认为，恢复券商交易功能将解决国内资本市场目前缺少的两个功能，一是每个客户都只能跟交易所交易，无法与券商直接进行对手交易；二是投资者购买金融产品后缺乏渠道化解风险。恢复券商交易功能，就是让投资者既能交易场内标准化产品，也能使投资者通过场外市场与交易所进行对手交易，达到利润锁定、化解风险的目的。

例如券商或投资者在场内购买标准证券，如担心价格卖出时下跌，可通过场外市场与对手方交易对冲风险。虽然每单利润微薄，但交易量非常大，因此利润也非常可观。”章星介绍说。

尽管很难获得高盛相关交易收入的准确数值，但接近高盛的相关



资料图

人士称，每年高盛与交易相关的收入达数百亿美元。

既然如此，国内券商恢复交易功能从何入手？中国券商过去二十年所热衷的自营交易业务被章星否定：“市场不好的时候，做自营永远很难战胜市场。券商需要将客户需求和自己的经营风险相结合，与投资者进行对手交易。”

在国外，这种对手交易由投行进行二级清算，场内场外均可进行。但目前国内由于法律法规的限制，暂时只能在场内进行，由此场外市场便被章星等行业人士寄予为拓展券商交易功能边界的首要领域。而这正是中国证监会着力打造的资本市场新领域。

建立交易商市场

在海外，场外市场是指买卖双方不在交易所直接交易金融工具。通俗来讲，场外市场就是交易所之外的无形市场，其与证券交易所的区别在于不采取经纪制，证券交易主要在证券经营机构之间或是证券经营机构与投资者之间直接进行。交易品种既可以是股票、债券、大宗商品等现货工具，也可以是远期、期权、互换等风险转移的非现货工具。

投资人只能通过交易商进入场外市场，可以选择不同的交易商以寻找最优报价。双方交易后，交易所所积累的风险再通过和其他交易商对手交易进行对冲和化解，这是典型的场外市场的结构。”章星强调。 “无论是交易商之间，或者和客户进行对手交易，交易商对价格都有严格的评估和风险控制，避免风险不断积累以至于不可控。”

交易商之间的交易催生了交易商市场。据章星介绍，海外交易商市场将有效保护客户交易意愿和交易信息。海外场外市场投资人以机构为主，其交易量通常较大，对外买卖方信息显示并非投资人，而是交易商，这就能解释为何实际上是高盛客户的投资行为，表面上却显示为高盛大额卖出或买入一些证券的现象。”章星解释说。

客户评估全新挑战

行业人士正期待交易商市场的建立。据了解，实现交易商市场需建立一个类似于中国银行间市场交易商协会，或者国外国际掉期和衍生品协会的组织，以及对所有双边关系进行管理法律框架。其核心是要建立一个市场和交易商之间的统一主协议，主协议的框架下所有交易商共同遵守交易规则，从而实现对手交易。

中国场外市场的建立必定会构建交易商市场，届时券商的活动空间和盈利空间将大幅增加。”中金公司一位董事总经理表示。

1月8日，中国证券业协会已组织起草了《证券公司金融衍生品柜台交易业务规范》、《证券公司金融衍生品柜台交易风险管理指引》和《中国证券市场金融衍生品交易主协议》及配套文件，目前相关规则征求意见稿已向行业征求意见。

对于券商而言，场外市场的建设过程并非一蹴而就，首当其冲是建立起诚信的客户群。对手交易只有最终结算后才算真正完成，而有些非现金交易需要更长的时间和复杂的交易手续，这对客户的诚信度提出了很高要求。券商必须逐个仔细筛选客户，否则如果客户做完了交易不认账，最后只有自己买单。”章星强调道。

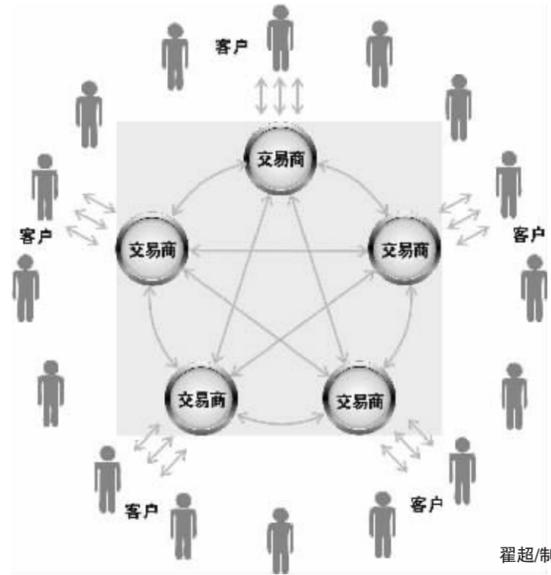
这意味着中国券商的客户分析和评估系统又将面临新的挑战。目前国内券商的客户分析较为初级，且诚信体系尚不完善，挑选和培育特定客户群是不少券商介入场外市场的重要基础。据悉，中金、中信和瑞银、北京高华等券商正在积极筹建相关体系。

反之，券商作为交易商需将客户利益放在首位。只有客户需求满足，交易

商才可能建立起忠实的客户群，才有可能真正拥有流动性。章星表示：“一旦伤害了客户，就一点生意都做不成。”

突破融资和产品环节

通向场外市场业务的另一个障碍



翟超/制图

■ 记者观察 | Observation |

券商场外交易市场差异化雏形显现

证券时报记者 游芸芸

场外市场建设战略上，券商已开始分化。

北京高华证券首席执行官（CEO）章星对场外市场的理解显然与国内刚刚获得柜台市场资格的券商有所差别。

去年底，海通证券、国泰君安、国信证券、中银万国、中信建投、广发证券、兴业证券成为证券公司柜台交易市场首批试点券商。按照《证券公司柜台交易业务规范》，柜台交易是指证券公司与特定交易对手方在集中交易场所之外进行的交易，或为投资者在集中交易场所之外进行交易提供服务的行为。柜台交易业务将以协议交易为主，同时尝试开展报价交易或做市商交易机制。

章星眼中典型的场外市场结构是，券商直接和客户对手交易，再与其他券商进行交易对冲风险。简单来说，客户与客户之间的直接交易不在其理解范畴之中。

1997年前的NASDAQ市场，个人投资者只能与做市商进行交易，无法通

过网上系统与其他投资者直接交易。但近两年海外一些场外市场正在向混合型做市商模式转变，投资者之间的交易模式逐步出现。

章星坚持认为，国内券商拟建的柜台市场不能做成一个个小型“证券交易所”。在他看来，券商如果将柜台市场作为一个连续报价的系统，可能导致价格炒作，损害中小投资者的利益。

另一个担心是，每个券商的柜台市场如标准不统一，全国性的统一市场难以有效形成。加之中小投资者对外场企业的认知粗浅，信披方面的不统一可能导致严重信息不对称，使得交易价格出现严重扭曲。

章星的担心并非没有道理。国内权证市场前几年的末日轮炒作还历历在目，不少投资者往往血淋淋惨败于各个证券标的的博弈，中小投资者在证券投资上一直弱势的局面仍未改变。

普通投资者能否参与柜台市场的争议一直极为激烈。正方认为，只要做好投资者适当性原则和风险提示等环节，一些专业级和高风险承受的个人投资者

是资本金严重不足的现实。交易商为客户提供信用和融资，需要大量的资金进行买卖，但目前证券行业整体资本金不足。中国证券业协会数据显示，截至2012年底，114家证券公司净资产总计为4970.99亿元，平均每家仅43.6亿元。

券商下一步如何才能开拓融资渠道，这是很关键的一个问题，否则场外市场无法做大。”章星称。

业内多家券商也曾积极呼吁恢复证券公司融资功能，提高证券公司资金拆借、回购交易和发行短期融资券的规模。去年底，中国证监会发布《证券公司次级债管理规定》，证券公司在全国银行间市场的融资渠道得到恢复和拓展，短期融资券恢复发行，这些措施将进一步补充券商净资本，并撬动多业务结构。

章星认为，券商融资获得的资金不能用做自营，而是要帮助客户进行融资或交易。“自营风险很难控制，风险波动率很大。但是如果这些钱借给客户，比如客户从券商融资两倍杠杆进行交易，如果风险控制到位，这将是良性循环，不但客户回报可能大幅增加，而且还为券商贡献了交易量。”章星解释说。

除此之外，产品仍是场外市场大发展需要突破的主要瓶颈，场外市场要求产品的多样性以及交易快速和便捷。据了解，即便国内个别券商目前拥有领先的程序化交易手段，但客户能够买到的品种依然太少，基本以股票为主。而场外市场产品品种繁多，涉及不同品种、不同阶段的一揽子资产配置，客户可以任意选择具有需求的品种。

根据海外投行经验，有些交易从客户提出需求到满足仅几天甚至几个小时。章星介绍道：“比如客户上午提出以数十万美元做汇率掉期，双方一旦达成意向，可能最快下午就能进行交易。”

显然，现阶段国内券商在政策和专业程度上均无法实现上述快速交易。章星的担心是，如果很多产品环节需要审批，将延迟场外市场的发展速度。交易双方如果都是机构投资者或专业人士，应清楚各自的风险和需求，逐笔审批并不利于交易效率。”

场外业务争大头

场外市场建立，除了完善多层次市场结构外，券商的业务链条将得到极大延展。据接近高盛人士透露，高盛一些首次公开发行（IPO）或收购兼并收入仅数百万美元，但后期二级市场帮助这些公司进行汇率掉期等结构性衍生品交易，相关收费可能突破千万美元。

章星对此的解释是：“高盛将汇率锁定在客户要求的范围内进行交易，高盛承担风险的同时让客户需求得到满足，然后将风险通过结构性产品与其他交易商进行对冲交易得到化解。这种交易的收入往往比IPO及收购兼并项目的佣金收入要多。”

这就是交易功能释放的能量。相反，国内市场往往忽视了项目后期的延展性收入。在高盛，任何业务不会单独存在，而是属于整个公司战略的组成部分。客户资源贯穿各个阶段，高盛要做的，就是在严格的法律和合规基础上满足客户的多种需求。

但章星强调，券商交易的核心是要承担风险和经营交易，这里最大的误区是交易没有风险，或者有风险就不做。券商通过评估设定一个风险区间，在风险区间内触碰相关条件，不论赚钱亏钱均摊平，最终即便亏钱，风险也在能够承受的范围之内。”

因有战略合作伙伴高盛的支持，北京高华似乎在风险管理和其他创新实现手段上更加胸有成竹。去年北京高华一款利用程序化交易设计指数套利的产品年化收益率达到10%，受到了机构投资者的高度关注。据悉，这款产品可以在极短的时间内同时下单数百只股票并锁定价差。

章星对技术所带来的机会保持一份清醒。“之所以有这个利差是因为中国市场存在极大的信息不对称，如果大家都做套利，那么利差最终就会趋于零，例如美国市场这种机会就非常少。”

与此同时，章星对北京高华身处国内的种种挑战并不回避。“我们有成绩，也有问题。”北京高华借力高盛所设计的一些面对成熟市场机构投资者的产品，在国内以散户为主的市场遇到了水土不服的问题，同时，国内衍生品发展滞后，缺乏足够的风险对冲工具，也使得高华服务质量与预期存在一定差距。

但场外市场对于北京高华这样的公司是个巨大的发展机会。“今后券商比拼的是为客户提供的专业能力，以及在场外市场的综合服务能力。最终我们希望通过对客户仔细了解和分析，能将我们的服务优势尽量发挥到最大。”章星说。

何况，行业无法回避的是来自于一线的大客户需求。日前海通证券率先在柜台市场开售固定收益类产品并得到了市场的高度关注：91天和35天的相关产品分别5.2%和5%的收益率，被市场人士定义为战胜同期银行理财产品的一个亮相之举，而预期5.6%年化收益率的6月期产品仅4天便已售罄，足以证明在券商端被压制已久的客户固收需求有多旺盛。

投资者间的产品转让需求使得部分券商对产品转让持有一份信心。他们认为，炒作产品、价格虚高等问题，可以通过当前净值转让等方式解决。而此前被部分市场人士质疑的柜台市场变身“小交易所”模式、鼓励客户交易从而赚取交易佣金的模式，也可以通过免收交易佣金转向其他综合服务费用来解决。

尽管场外市场建设选择路径的争论还会继续，但不论如何值得高兴的是，券商的差异化发展战略终于从这一刻真正告别纸上口号，而迈出实质步伐了。