

# 监管层昨日急令券商上报风险实况

投资者参与融资融券的情况成摸底重点

证券时报记者 张欣然 李东亮

昨日,A股市场狂欢后突然暴跌,上证指数振幅超过8%,深证指数振幅超过9%,不仅让投资者坐了一把过山车,监管层也紧急致电券商了解市场剧变对各项业务的影响。据了解,监管层要求各券商提供对后市的走向观点,以及包括自营、固定收益和资本中介在内,各项业务应对市场暴跌的数据。

## 监管层摸底业务数据

经多家券商证实,昨日陆续接到来自监管层的电话,要求提供后市走向观点和各项业务应对市场暴跌的数据。

招商证券一位高管表示,上证指数单日暴跌5.43%在历史上的牛市中也曾出现过。此次能引起监管层的如此关注,是因为本轮牛市带有高杠杆的特点,因此融资融券、股

权质押等资本中介业务首当其冲受到关注,自营、固定收益等业务算是普通关注水平。此外,监管层还要求各大研究所提供市场观点,但券商普遍认为,市场观点只是辅助性的工具,落脚点还是在一旦市场走势转向,将对证券业各项业务造成的冲击。在后市观点上,尽管市场出现暴跌,但是券商依旧看好明年的行情。

其中,华泰证券表示,短期股市面临继续调整的压力,但央行的态度不同于去年“钱荒”,正常来说,跌幅相对有限,对于股票市场而言,融资融券毕竟是一个杠杆工具,它既能放大收益,也能放大损失。正如国金证券12月5日发布的风险提示所述,融资融券业务具有杠杆交易的特点,投资者需充分认识杠杆交易既能放大收益,也能放大损失,请谨慎参与融资融券业务。

广发证券、招商证券等多家券商人士称,目前已做好迎接杠杆牛市暴

示,融资融券部门已要求全员在岗,维护系统稳定,做好投资者教育等工作。

此外,监管层还要求各大研究所提供市场观点,但券商普遍认为,市场观点只是辅助性的工具,落脚点还是在一旦市场走势转向,将对证券业各项业务造成的冲击。在后市观点上,尽管市场出现暴跌,但是券商依旧看好明年的行情。

其中,华泰证券表示,短期股市面临继续调整的压力,但央行的态度不同于去年“钱荒”,正常来说,跌幅相对有限,对于股票市场而言,融资融券毕竟是一个杠杆工具,它既能放大收益,也能放大损失。正如国金证券12月5日发布的风险提示所述,融资融券业务具有杠杆交易的特点,投资者需充分认识杠杆交易既能放大收益,也能放大损失,请谨慎参与融资融券业务。

广发证券、招商证券等多家券商人士称,目前已做好迎接杠杆牛市暴

3450点之间”,招商证券表示,看多低估值蓝筹的估值修复,中小市值和成长股的整体性机会相对不太乐观。

## 两融风险应警惕

针对监管层关注的两融类风险数据,据证券时报记者调查显示,昨日市场剧烈波动,但是并没有出现集中要求两融客户增加保证金的情况。中信证券、兴业证券、方正证券、航天证券、长城证券、国泰君安等多家券商经过昨日下午下跌后,需要追加保证金的两融客户只是个别现象,并未出现急速剧增的情况。但相较以往而言,需要追加保证金的投资者数量提升了20%。

部分业内人士表示,这些需要追加保证金的投资者并非单纯因为市场昨天一天的下跌。

两融客户追加保证金从预警到平仓之间,券商一般会预留10%~20%缓冲地带。”深圳某上市券商两

融业务人士称,除非涨停板买入,股价又跌至跌停板,通常情况下的单日下午跌并不能让投资者达到追加保证金的程度。

按照目前券商向投资者提供的担保水平,维持比例通常在180%以上,而平仓线一般在135%左右,因此之间有20%以上的空间。

如果投资者维持担保比例低于平仓线,必须在2个交易日日内追加担保物,使担保比例达到上线,否则将会被证券公司强行平仓。”长城证券融资融券部副经理陈晓芬称,投资者参与融资融券应量力而行,不应一次性把全部“家底”都拿去充当保证金。

两融平仓的情况短期不会太多,但投资者通过P2P、小贷等渠道放高杠杆融资被强平的可能性极大”,上海某中小券商经纪业务负责人表示,从11月底开始,各券商纷纷调高融资融券保证金比例意在控制融资融券业务风险,保护投资者利益。

## 新规影响 企业债发行被迫放缓

证券时报记者 杨庆婉

中国结算关于企业债回购风险管理的影响迅速从二级市场传导至一级市场。证券时报记者获悉,考虑到债券利率上浮融资成本上升,原拟于近期发行的一单企业债选择推迟发行时间。

日前,中国证券登记结算有限责任公司出手管理企业债风险,不接受AAA以下企业债质押,防范地方性融资平台债务。

受此影响,昨日几乎所有的可转债都出现不同程度的下跌,国金转债跌幅最大,在10%左右。债券收益大幅震荡,早盘受到中国结算利空政策的影响,基金主力砸盘,将收益率推至最高点,后来收益逐渐回稳下行,午盘随着A股大跳水,现券收益继续下行。

民生证券表示,城投债收益率上行,利率债收益率和资金利率也均有上行压力,但对债市的冲击远大于股市。”据悉,影响实际上已从债券二级市场传导到一级市场,出于对企业债利率上扬的担忧,已有投行承销的企业债暂缓发行。

华南一家投行承销的企业债,本已在12月初披露招募说明书,因考虑到市场影响利率必须上调,成本将随之增加,所以,最终打算将发行节奏放缓。

债券的票面利率为Shibor基准利率加上基本利差,基准利率为发行公告日前5个工作日一年期上海银行间同业拆放利率Shibor的算术平均数”,一家华南券商固定收益部人士表示,利率调整还得上报发改委和央行备案,暂缓一段时间再视市场情况而定。

据了解,上述暂缓发行的债券信用等级为AA,发行人主体长期信用等级为AA-,这正在中国结算不接受质押的企业债范围内。

海通证券首席经济学家李迅雷:

# 中国股市存在结构性泡沫



“股市存在结构性泡沫”  
“2015年市场向上趋势不变”

“油价涨跌对经济的影响是非对称的”  
张轶春制图

证券时报记者 梁雪

随着大盘成交每日创出天量,昨日A股市场上演“过山车”行情:午盘后沪指一度创下3091点的4年新高,涨幅超过2%,但随后跳水200点至2900点下方,跌幅超5%,深成指也由涨转跌,两市振幅近9%,超过150只股票跌停。

市场加剧震荡的同时,市场对A股未来的走向也在分化,投资者的疑问在增加。一边是经济增速下行、传统行业不景气、大宗商品价格不断下滑、经济转型速度未及预期;另一边是宏观的经济政策改革带来新的预期,一带一路、自贸区建设、注册制改革、利率下行热钱流入,未来市场的机会和风险在哪里?带着投资者关心的诸多问题,证券时报记者对海通证券副总裁、首席经济学家李迅雷进行了采访。

## A股仍存在泡沫

证券时报记者:在2014年中国经济论坛上,您提出过:“我国A股存在一定泡沫”,并指出该泡沫还会持续。这与近期市场普遍认可的“股市反转基础坚实”的市场观点背道而驰。能否阐述您提出的“A股仍存在泡沫”观点背后的分析逻辑?

李迅雷:今年可谓是“股债双牛”,债券收益率一路向下,股市方面却连银行股也开始暴涨。就债券市场而言,债券的收益率目前处于历史均值,是一个合理值。而股市则不同,存在结构性泡沫。比如,创业板、中小板已经上涨了2年之久,属

于结构性牛市。截至12月4日,静态市盈率已分别达到74倍和44倍,而美国纳斯达克100指数尽管也屡创新高,但其市盈率为25倍。换言之,中国创业板的市盈率是美国纳斯达克的3倍;而与此相对应的是,美国3年期国债收益率只有1.07%,而中国3年期国债收益率则已达到3.6%。我们提到的还仅是公开市场的利率水平,由于中国是利率多轨制,其无风险利率需参照银行理财产品,甚至信托产品的收益率水平。

此外,除了创业板和中小板,A股主板同样存在一定的泡沫。例如,深圳主板的市盈率已达到24.2倍。尽管沪深300的市盈率只有12.78倍,上证A股的市盈率为14.17倍,但12月5日,沪深A股主板市盈率的 median 为40.1倍,而美国道琼斯指数和标普500指数对应的市盈率中位数分别为20.4倍和21.4倍。可见,即便是估值水平相对低的主板市场,其估值水平也不便宜。这意味着,沪深主板的1514家公司中,一半的股票市盈率超过40倍,即便是超过30倍的股票家数,也达到902家,即A股主板中60%的公司估值水平都偏高,存在不同程度的泡沫。其平均市盈率之所以不高,是因为权重较大的银行、石化、煤炭、钢铁、电力等大市值板块的市盈率水平较低。因此,这轮行情的大幅上涨,主要还是靠银行、石化等大市值、低市盈率板块的攀升。从这一角度来看,指数大幅上涨的同时,大部分股票下跌(所谓“满仓踏空”),有其一定的合理性。

长期以来,我国股票的供给成本都很高,这也决定了二级市场很难实现估值的理性回归,所以,绝大部分A+H或A+B股票的A股溢价较高,更不用说纯A股公司了。这主要是中国资本市场为了维稳,而采取过多管制所造成的。另外一个原因是A股市场是典型的散户市场,个人投资者交易量要占到80%以上,故市场投机的氛围较浓厚,绝大部分市场参与者在追求价差收益而非红利回报,未来10年,这一格局恐难以改变。

证券时报记者:对于明年的资本市场,您有着怎样的预期?

李迅雷:展望2015年,利率下行、改革推动风险偏好上升的趋势未变,经济转型以稳中求进方式推进,大类资产配置转向股市,市场向上趋势不变,即所谓的“旭日东升”。

首先,从基本面来看,2012年~2014年年中,经济不温不火,盈利没有趋势变化,股市陷于存量资金博弈行情。2014年7月后,此种格局有所改变,投资者更关注改革、创新带来的盈利改善预期,GDP(国内生产总值)短期波动已经不是关注焦点,利率下行背景下,增量资金入市。这一点从2014年下半年工业增加值同比增速向下、股市上涨中可验证。此外,从美国、日本两轮牛市对比中可以看到,GDP不是盈利改善的唯一路径:美国1942年~1968年、1980年~2000年,日本1950~1961年、1967~1989年分别经历了两波牛市,除了利率下行背景一致外,第一波均是经济复苏带动盈利扩张,而第二波均是在GDP中枢下行背景下发生的。因而,明年在“一带一路”思路的带动下,经济稳中求

进,但企业盈利局部改善可期。

再者,从大类资产配置来看,伴随无风险利率的下行,资金配置股市的趋势愈发明显。

## 新一波资金在入市

证券时报记者:12月7日,两市的成交金额已破1万亿元,且早在12月3日,已出现券商两融紧急追加额度、证券营业部火爆等情形。而此前,普通的每日成交量是2000亿元至3000亿元。在您看来,这些新增进股市的资金从何而来?

李迅雷:这些新增进股市的资金主要来自源于理财资金、产业及海外资金。

目前,在我国,股票占家庭资产的比例仅为2%,是美国的十分之一。以当前的具体数据来看,我国居民储蓄约为47万亿元,理财和信托总规模约为25万亿元,A股自由流通市值只有12万亿元。其中,理财及信托中投资股市的资金占比也非常小。

然而,伴随着无风险利率下行及理财监管政策的推进,理财等资金会加速进入股市。这主要涉及三个方面:首先,私人银行及机构客户理财产品可直接投资股市;第二,在房市低迷的背景下,股市有望取代房地产和融资平台,成为风险配置的首选;第三,随着理财刚性兑付打破以及净值型产品取代预期收益型产品,对于一般性的个人理财产品而言,除了以结构化产品优先级的形式进入股市外,理财产品的无风险收益将显著下降还会驱动更多资金离开理财市场,直接流入股市。

此外,产业及海外资金持续流入

我国股市。2014年起,产业资本进入股市的节奏明显提速。今年上半年,A股共有29家上市公司公告与PE/VC等产业资本合作,成立并购基金。预计这些并购基金的总规模达260亿元。而2013年全年却仅有7家上市公司公告成立并购基金,且总规模只有58亿元。另外,产业资本频繁参与A股定增,甚至举牌上市公司,亦彰显出产业资本加速进入股市的态势。

与此同时,沪港通正式开启以及人民币国际化的加速推进,将吸引更多的境外资金流入A股市场。2013年末跟踪MSCI新兴市场指数相关基金总规模达到了3960亿美元,如果A股纳入MSCI,按照13.6%的权重,初期以10%的折算因子测算,短期将带来340亿元资金入市。

此外,杠杆交易仍有提升空间。目前,市场融资余额超过8000亿元,但从台湾的经验来看,融资交易余额市值占比高峰时达5.12%,我国如果按照标的券流通市值18.2万亿元保守估算,融资余额可达到9300亿元;如果按市场流通市值计算,则高达1.4万亿元,券商净资产约为7000亿~8000亿元,杠杆率约为2.6倍,仍有进一步提升的空间。

## 油价下跌产生非对称影响

证券时报记者:作为一个能源大国,在近期油价大跌的环境下,您觉得石油下跌对中国的经济产生怎样的影响?原因何在?

李迅雷:近期油价下跌的大背景是当前全球经济尚未完全走出金融危机的阴霾,增长前景依然疲弱,对石油的需求较为平淡,而美国页岩油产量快速增长,原油产量处于30年高位,俄罗斯和OPEC不减产,全球石油市场供给过剩的局面料将持续。

对于中国来讲,外需不像2008年那次油价大跌时急剧转差,而是较为温和,因此油价下跌对国内经济影响较为正面。中国是原油净进口国,油价跌首先可以削减能源和原材料成本,对制造业盈利是利好,也利于扩大贸易顺差。其次,可以在一定程度上刺激居民消费和企业投资,但消费和投资行为受油价不确定性的影响而受到制约,传导需要一定的时间。对于货币政策来讲,油价下跌导致PPI(生产者物价指数)降幅扩大趋势更加明显,也制约CPI(居民消费价格指数)上行,给货币宽松留下空间,但同时也加剧了通缩风险。

整体上看,我们不宜对油价下跌对经济影响持过度乐观态度。从历史上看,1986年国际原油价格显著下降,而工业化国家并未出现明显的经济增长,而上世纪70年代两次石油危机导致的油价飙升却导致经济大幅下滑。所以,油价涨跌对经济的影响是非对称的。

## 加强债券质押回购监管 股市不会产生重大影响

昨日,就中国结算周一发布《关于加强企业债券回购风险管理相关措施的通知》以下简称“通知”事项,证券时报记者采访了中国结算相关负责人。该负责人称,由于债券市场和股票市场相对隔离,市场属性、投资者结构、资金偏好等相关方面有较大差异,股票市场不会因此受到重大影响。

相关负责人表示,从最近两周新增入库的回购质押券的数据来看,投资者提交新增入库质押券数量不大,总体呈减少趋势,上周整个交易所市场新增入库量面值仅50亿元左右,其中从证券公司渠道提交入库的量更小。本次通知针对新增入库的控制不会对市场造成重大实质性影响。

此外,该负责人称,“通知”自发布之日起,上交所系统即可实现交易前端限制相关企业债券新增入库,深交所系统目前则暂不支持此项功能。因此,如果结算参与人未对其客户进行限制,其客户有可能继续将通知中规定的深圳市场企业债券提交入库。对此,中国结算将对相关债券进行事后强制出库,并可能会造成欠库情况。各结算参与人要根据通知要求及时做好自身风险管理,并向相关投资者明确通知要求,防止不符合要求的企业债券新增入库。如出现强制出库并导致欠库,结算参与人要采取措施及时补库。(曾福斌)

## 非银机构 加入银行间外汇市场大军

证券时报记者 孙璐璐

昨日,国家外汇管理局(以下简称“外汇局”)正式下发《关于调整金融机构进入银行间外汇市场有关管理政策的通知》(以下简称“通知”)。此前10月中旬,外汇局就《通知》相关内容发布征求意见稿,此次文件正式下发,其内容与征求意见稿大致相同。

《通知》将于明年起正式实施,意味着原有的银行间外汇市场参与主体从银行业金融机构和企业财务公司等扩大至全部境内金融机构,即包括券商、保险、信托等在内的非银行金融机构也将加入银行间外汇市场的参与“大军”。

值得注意的是,与此前的征求意见稿不同的是,此次《通知》并未提及“非银行金融机构只能与银行间外汇市场做市商开展交易”,意味着非银行金融机构可以在银行间外汇市场直接开展交易,而不仅限于通过做市商进行交易,此举表明相较于征求意见稿而言,《通知》放宽幅度进一步增大。