

# 融资成本飙升 “钱荒”侵蚀券商利润

## 资金限制成新瓶颈 融资渠道亟需拓宽

□本报记者 杜雅文

“现在僧多粥少,不仅价格上升而且也不一定能够批下来。”伴随钱荒来袭,多位券商人士告诉中国证券报记者,公司开展的股权质押融资及融资融券业务的利率也随之水涨船高。不过为了维系客户,一些证券公司牺牲息差,仍尽力维持原价。有分析人士认为,拓宽融资渠道,使其以尽量低的成本融取更大规模资金,已成为证券公司以至整个行业扩展的关键点。

### 融资利率“水涨船高”

“最近满脑子都是借钱的事。”华南某大型券商融资融券部负责人表示,此前通过两融债权收益权转让,从银行的融资成本为6.5%,但现在已经上涨到7%,一些中小型券商融资成本高达7.5%。另一位券商营业部相关人士透露,最近他和银行谈的融资利率都在7.4%以上,比之前有了不小幅度的增长。在这种情况下,客户的融资利率也不得不“水涨船高”。

“此前股权质押融资给客户的利率可以到8%、8.2%、8.3%都做过,但现在一律不能低于8.5%。”该人士说,这项业务发展迅猛而公司资金紧张,目前有几十个项目在排队等待审批,即便客户同意利率上调也不能保证一定批下来。业务刚启动时业内还曾出现过7%的利率,现在已经不可能再有。另一家上市券商相关负责人也表示,融资业务以前能给予客户一定折扣空间,现在已经全部取消。

“我们的两融业务给客户的利率尽量维持原价8.6%。”前述华南某大型券商融资融券部负责人表示,暂时未调整利率主要考虑到“钱荒”可能是暂时的,而客户关系是需要长期维系的,所以目前靠压缩自己的利差来维持客户端价格稳定。因此,最近出现的“钱荒”对公司当月利润侵蚀比较大,但拉平来看对全年业务的利润影响仍属有限。不过,该负责人还表示,如果资金紧张的局面明年仍长期不能缓解,则将根据市场整体反应来决定是否调整。

中国证券报记者了解到,自今年6月启动股票质押式回购业务以来,该项业务取得快速增长。此外,融资融券业务随着门槛降低、融资融券标的多次扩充,业务规模也迅速增长,占证券行业净资本规模的比重已超过60%。然而,今年不断出现的“钱荒”现象使得资金成本快速上

升,为维系客户,证券公司又普遍对客户的融资利率缺少灵活的变动机制,使其息差业务的实际利润受到较大影响。

### 利差收窄 券商利润承压

多位分析人士认为,证券公司融资渠道的限制和市场资金成本的变动,将成为影响证券公司2014年杠杆、成本乃至利润的主要因素。广发证券分析人士称,2013年下半年以来,市场利率持续攀升,在国内推进利率市场化背景下,预计市场利率可能会持续处于较高水平。目前,证券公司债务融资成本较2013年年初已显著提高,如2013年1月份中信证券发行短融的利率为4.09%,而12月份发行短融的利率已大幅提高到6.40%,上升2.31个百分点,尤其是部分证券公司当前高利率环境下发行长期限债券,未来将面临持续的高资金成本压力。同时,两融等“重资产”业务收益率紧盯基准利率上浮固定幅度而缺乏弹性,导致利差面临收窄压力。

信达证券非银行业首席分析师王松柏表示,一方面由于融资融券的规模扩大、质押式融资等息差业务的兴起,证券公司的资金使用渠道扩张,自有资金从冗余状态逐渐过渡为稀缺状态。在这一背景下,从2013年起,负债端已经取代原来的业务端,成为证券公司加杠杆的实际瓶颈。另一方面,存款利率市场化的演进节奏加快,使市场整体资金成本(特别是短期资金成本)处于较高水平,使证券公司财务成本上升。如何以尽量低的成本融入更大规模的资金,成为证券公司以至整个行业扩展的关键点。而这一扩展遇到两个方面的限制:首先,证券公司的常规负债渠道仍然相对缺乏,限制较多。目前各券商使用较多的负债方式主要是短期融资券,而对公司债、次级债、收益互换等使用较少。部分券商尝试通过场外产品渠道进行负债,但目前的规模和影响都还较小。其次,由于存款利率市场化的大背景,2013年的资金整体偏紧。在此背景下的融资规模增加,给证券公司增加较大的成本压力。

### 创新力度需加大

为拓展资金来源,证券公司多管齐下不断推陈出新,不仅与银行合作探索两融债权收益权转让,还通过发行资管产品及股权质押回



IC图片

业务对接,以吸纳更多的资金。

12月23日,财通证券发布的质押宝1号集合资产管理计划宣布成立,其投资范围主要为股票质押回购。该计划获得踊跃认购,募集资金总额共计2.02亿元人民币。此前,海通、华泰、齐鲁、招商等证券公司也已经通过集合计划、定向计划参与股票质押式回购业务。此外,一些证券公司还通过变更原有集合计划的投资范围,以吸纳资金。如国信证券于12月10日发布《国信金理财8号集合资产管理计划合同条款变更的公告》,将中小企业私募债、股票质押式回购等创新业务纳入该集合计划的投资范围之内。

在两融业务方面,一些券商还开始资产证券化的探索。此前,招商证券和广发证券相继发布公告,称两家公司将展开合作,分别以对方融资融券债权通过券商专项资管计划进行资产证券化,从而补充快速发展的融资融券业务所需资金。

截至12月23日,证监会发布的信息显示,除广发证券的“招商证券融出资金债券”、招商证券的“广发证券融出资金债券”两个专项资产管理计划的申请材料已接收外,海通证券申请的“齐鲁证券融出资金债权X号”、齐鲁证券申请的“海通证券融出资金债权X号”也已经在审批过程之中。

有券商负责人表示,相比发行资管产品,向银行直接转让两融债权收益权更为简便。而且资管产品要收取托管费等费用,成本比从银行融资约贵0.3%到0.5%。不过银行也有额度限制,而通过资产证券化产品融资将是不错的尝试。

王松柏表示,从国际经验来看,除了长期借款、短期借款等借款形式的债务融资外,回购负债、金融工具负债等其他业务形式的负债占据很大比重,而这些负债方式在目前的中国证券公司中依然受到较大的限制,规模较小。资金限制已经取代业务限制成为加杠杆的实际瓶颈。

# 价格大棒“乱舞” 互联网货币基金收益分化

□本报记者 曹淑彦

有人将2013年称为互联网金融元年,那么,互联网基金的开始应该从6月余额宝的横空出世算起。余额宝上线之后,如今货币基金的比拼已进入白热化阶段,网易这个互联网金融的后来者,最近已将收益提高到10%以上,补贴+货币基金收益飙升,共同推高了这场竞赛。那么,余额宝之后,触网的货币基金是否真的在收益上能够战胜传统货币基金,从统计情况来看,分化较为明显。

### 货币基金走高提升筹码

互联网理财大战如火如荼,百度百发凭借收益8%起成功募集到30亿元,东方财富旗下天天基金网收益开价到10%,也很快用完额度。网易来袭,直接喊出在货币基金收益上补贴5%。其实,这些互联网理财背后都只是货币基金产品,货币基金收益的走高为这场收益大战提供了筹码。有基金业内人士透露,其实这些互联网理财高收益中,并不需要贴很多钱,只要能在好的时机谈到大约8%的协议存款,补贴的资金基本不需要再出了。

临近年关,货币基金收益不断走高,目前7日年化收益率最高者已经超过7%。根据银河证券12月24日统计数据,货币基金(A类)的七日化收益率超过7%的为嘉实活期宝货币和广发天天红货币。截至12月24日,今年以来货币基金(A类)收益排名第一的是工银货币,南方现金增利货币A、华夏现金增利。

### 明显分化

从余额宝上线之后,以余额宝为代表的互联网货币基金,包括为互联网定制的产品、与互联网亲密合作的基金,到底收益如何?目前

来看,与全行业同类货币基金产品相比,天弘增利宝货币的确收益领先,也有的互联网货币基金收益表现一般。

同花顺统计数据 displays, 今年下半年以来截至12月24日,万份基金单位收益均值中(只包括A类、B类和R类份额),中欧货币A、工银货

币以及天弘增利宝货币3只最高,紧随其后的是南方现金增利A、广发货币A和招商现金增值货币A。而有几只互联网货币基金的同期万份收益均值却相对较低。金牛理财网的货币基金收益排名也体现了同样的现象,剔除货币的B类份额,下半年以来截至12月24日,收益率前三的货

币基金分别为中欧货币A、天弘增利宝货币和工银货币,一些互联网货币基金排名处于中等。

而且,为吸引眼球,一些互联网金融产品在宣传上突出收益,在公开资料中放入诸如“红包奖励”、“送集分宝”、“补贴”等,这些行为引起高收益能否持续的质疑。

## 货币基金开启互联网份额定制

□本报记者 曹淑彦

互联网金融风潮下,连货币基金的份额都“分家”了。传统货币基金份额经常分为A、B两类,其中A类主要针对普通投资者,B类适合大客户或者机构。近期基金公司对于互联网逐渐重视,并加大直销力度,产品设计上也开始出现所谓的R类份额、B类份额等货币基金份额,代表着产品互联网化。

### 货币基金份额定制化

提起今年10月28日刚出现的华夏现金增利E或许还有投资者不熟悉,但是对百度理财B或者百赚并不陌生,这两个百度理财的先行产品所对接的货币基金正是华夏现金增利E。华夏现金增利E单笔申购申请最低限额为0.01份, E类基金份额通过华夏基金指定的电子交易平台办理申购、赎回等业务。

而百度与嘉实合作的百发,所嵌入的产品是嘉实一个月理财债的E类,该基金份额分为E类和A类,E类基金份额通过基金管理人指定的电子交易平台办理申购、赎回等业务。

其实在今年8月13日万家基金就已发布公告,万家货币基金实施份额分类,新增B类份额和R类份额,其中B类份额申购起点500万,R类基金份额目前仅限通过直销渠道的特定投资群体进行申购,8月15日开始生效。

除了明显为互联网平台“定制”,有基金公司还为机构直销“定制”。例如今年3月4日成立的易方达天天理财货币基金,该产品也是分为A类、B类和R类份额,其中R类基金份额仅限特定投资群体通过基金直销中心认购。根据易方达天天理财货币基金的招募说明书,特定投资群体指依法设立的基本养老保险基金、依法制定的企业年金计划筹集的资金及其投资运营收益形成的企业补充养老保险基金(包括全国社会保障基金、企业年金单一计划以及集合计划),以及可以投资基金的其他社会保险基金。如将来出现可以投资基金的住房公积金、享受税收优惠的个人养老账户、经养老基金监管部门认可的新的养老基金类型,易方达可在招募说明书更新时或发布临时公告将其纳入特定投资群体范围,并按规定向证监会备案。该产品R类份额

首次申购最低金额为5万元,A类份额如果通过直销中心,也是5万元起。

### 低费率带来高收益

为互联网渠道定制的份额是否具有突出的收益?

从同花顺统计的数据来看,8月15日-12月24日期间的万份收益总额,万家货币A、B、R分别为162元、171元和170元,可见直销的R类份额收益显著大于A类份额。易方达天天理财货币R自成立以来截至12月24日,累计日万份收益不仅超过A类份额,而且也略胜于B类份额,3个类型份额的累计日万份收益分别为322元、342元和343元。而华夏现金增利A、E两类份额的收益一样。

业内人士分析,其实货币基金专门分出一类互联网份额,与传统货币基金份额的区别主要在于,销售渠道,前者依赖直销渠道;申购/赎回的门槛不同,一般低于传统的1000元门槛,目前最低的门槛已经降至0.01元;费率不同,这也是收益差异的主要原因,由于渠道主要是通过直销,R类份额免销售服务费,收益就会更高。

## 信达澳银基金：1月流动性有望改善

目前,流动性成为压制A股的主要因素。近期,在年末银行资金考核、A股IPO重启、新三板扩容、美国启动QE退出机制而央行连续多期停止逆回购操作等多项因素的联合作用下,资金面收缩及市场流动性紧张情绪蔓延,导致市场连续9天下跌。而进入本周,市场终于止跌企稳,告别连跌尴尬。

近日,央行不断向市场释放维稳信号,安抚市场情绪。上周央行已连续3天通过SLO(短期流动性调节工具)累计向市场注入超过3000亿元流动性。本周二,央行相隔三周后重启逆回购,在公开市场中开展290亿元7天期逆回购操作,表达了央行有意舒缓银根的意图。尽管资金价格仍惯性上行,但因央行持续注入增量资金,资金面正朝着改善的方向发展,同时,央行信号的释放,有利于缓解市场的资金压力情绪,本周资金紧张状况或有所缓解。信达澳银基金认为,前期流动性的紧张状况持续超出预期,但资金紧张更多表现为结构性问题,且1月份起流动性有望再次充裕。

对于后市,信达澳银基金认为,在流动性预期有所缓解的背景下,短期A股市场有望迎来超跌反弹。当前,经济基本面仍处于平稳运行之中,改革正在稳步推进,随着流动性紧张预期的逐步释放,主板市场的跨年度行情,仍然值得期待。

在板块配置方面,信达澳银建议精选景气高确定性行业进行战略布局,比如医药生物、食品饮料、电力设备、铁路运输等,另外国防军工、国企改革、自贸区扩容等主题投资领域也是值得积极布局的重点方向。(郑洞宇)

## 万家稳增债基金业绩领跑

据银河证券统计,截至12月20日,普通一级债基金业绩过去3个月几乎全线告“负”,而万家稳增是唯一正收益债基。万家稳增A的收益为0.41%,在同类65只普通一级债基中排名第一,而万家稳增C的业绩为0.31%,同样在39只同类基金中排名第一。从2013年来看,万家稳增在同类产品中排名前1/5。

万家稳增基金经理唐俊杰表示,万家稳增能够保持正收益,得益于不断调整仓位,每次市场反弹就加大出券力度,缩短久期,警觉转债存在的风险而维持低仓位甚至零仓位,很好规避债券及转债的大幅下跌,净值也因此得以平稳。他表示,固定收益类产品首先要始终以追求绝对收益为目标,其次波动性要小,基金净值尽可能维持稳定。此外,在发生债市系统性风险时,收益率回撤的幅度可控、不能过大。而现在万家稳增的持仓结构非常健康,只要未来有机会,将会非常便捷切换至有机会的品种。(李良)

## 华泰柏瑞上证红利ETF张娅:红利投资因子渐显魅力

12月16日启用新编制规则的上证红利指数正式生效,跟踪该指数的华泰柏瑞上证红利ETF日前也相应完成调仓。华泰柏瑞上证红利ETF基金经理张娅表示,考虑到A股市场经过几年的调整已跌至估值10倍左右的大周期底部,再叠加来年中性偏紧的货币环境,以及可预见的国企改革预期,红利这个过去长期被A股投资者忽略的投资因子未来将会真正显示出它的魅力所在。

张娅称,一方面,随着经济转型,投资者会越来越多地发现原来某些高成长行业渐次步入成熟期,而这些行业中的相应上市公司为保持在市场中的基本吸引力和基本畅通的融资功能,预期将会明显提高现金分红,从本质上抬高A股市场长期投资和配置价值。另一方面,随着中国版401K计划的初步亮相,市场参与者结构也将逐渐发生明显的变化,机构投资者以及机构资金中的稳定配置类资金的参与比例将会上升。这既从供应端鼓励上市公司提升分红回报,又从需求端鼓励基于红利回报的配置类投资,在如此市场结构演变的大背景下,预期“红利”因子将开始为A股投资者所真正重视并被实质性运用。(黄淑慧)

## 申万研究修订行业分类体系

根据中国经济和A股市场最新发展,申万研究所近日对现有申万行业分类体系进行修订,将于2014年1月1日正式实施。

据悉,新版行业分类更细致,各级行业数量大幅增加。申万一级行业从原有的23个增加到28个,二级行业从原有的85个增加到104个,三级行业从原有的205个增加到227个。此次修订主要是因为中国经济成长与结构转型推动市值行业结构变化;新兴产业市值增长迅速,行业分类未能充分凸显其重要性;产业链投资逻辑发生分化,子行业股价表现相关度改变;优化投资、研究管理和产品开发适用性等几大原因。

本次调整对一级行业的调整主要包括对部分原一级行业进行整合、剥离和拆分。将原金融服务拆分为银行和非银金融两个一级行业,将建筑建材的两个二级行业(建筑材料、建筑装饰)升级为一级行业,将TMT类的信息设备、信息服务等两个一级行业整合为传媒、计算机和通信三个一级行业,将交通运输主要拆分为国防军工、汽车两个一级行业,将电气设备从机械设备中独立出来成为新一级行业。(朱茵)

### 复牌抛压或引发套利机会

# 银华金瑞隐含收益率达6.94%

□本报记者 郑洞宇

12月25日,银华金瑞、银华鑫瑞完成不定期份额折算复牌。当天,银华鑫瑞二级市场价格收于1.033元,涨3.09%;银华金瑞下跌6.40%,成交高达8738万份,位居全场分级基金A类份额前列。分析人士认为,银华金瑞目前隐含收益率高达6.94%,在同类基金中处于较高水平。

在昨日完成不定期份额折算后,银华金瑞

复牌收于0.936元,市场人士认为,复牌首日下跌的主要原因是银华金瑞的部分持有人建仓成本比较低,在折算完成后的复牌首日可能不计成本地卖出兑现收益,短期抛压使其场内交易价格折价率约为6.40%。假如投资者以昨日收盘价0.936元买入,实际的年化收益将达到6.94%,在永续类分级基金排名前列。可见,短期抛压造成的价格下跌带来难得的买入机会。

银华资源基金经理马君表示,分级基金A

端的定价相对成熟,即市场上有一个较为合理的价值中枢,因此,如果折价率过大会吸引资金涌入,从而使价格恢复到合理水平。

市场人士表示,特殊事件往往伴随着优质的投资机会,分级基金不定期份额折算前后就伴随着多重投资良机,下拆前的A类份额套利机会已为投资人熟知,而折算后短期抛压带来的投资良机还没有引起足够的重视,银华金瑞折价率约为6.40%,其日交易额达到8141万元,

相对其他分级产品每日几十万的交易额来说,拥有其他同类基金不可比拟的流动性优势,因短期抛压带来难得的投资机会及套利空间。

此外,发生下拆后,投资者的偏好将更多转向A类份额。以第一只发生不定期份额折算的分级基金——银华中证等权90分级基金为例,在发生折算后,A类份额银华金利交易价格,即从折算后的0.861元一路涨至1.14元,涨幅近20%。