

# 并非所有质押都是直接融资 机构曲线化解股权质押风险

□本报记者 周文静

“质押方是信托或者券商时，会存在平仓线或者警戒线，而质押方是银行时，并不存在这个概念。”长江证券分析师武丹分析。银行人士向中国证券报记者表示，事实上，部分上市公司在银行做股权质押通常都是与信贷业务相联动，或是以信贷发放的质押物形式完成，而这类信贷也占用银行的信贷额度，并非所有质押都是融资，这类资金不存在被平仓的问题。

A股市场的持续下跌导致各方担忧资金的安全，其中关于股权质押的风险讨论被频频推上风口浪尖。机构人士认为，短时间内在大范围被平仓、抛售的现象还不会出现。对于场内股权质押，上述人士分析，不同于此前杠杆配资因触发平仓线而被强平，股权质押的主体为上市公司，信誉和议价能力较强，一旦股价持续下跌有可能触发平仓线时一般会与券商机构进行协议处置。截至目前，有近十家上市公司股权质押已触发平仓线，公司则通过申请停牌补充保证金或增加其他质押物，与出资机构协商处置。

## 银行：部分质押不是直接融资

“部分上市公司在银行做股权质押通常都是与信贷业务相联动的，如信贷业务。一般其公司主要存款在哪个银行或者购买了哪家银行大额度的理财，其他很多业务就会在哪家银行做。目前市场上提到的股权质押，事实上银行在给上市公司发放信贷额

度要求其用股票充当一个质押物，这也是比较常见的。”深圳一家银行内部人士说，在A股市场下跌震荡时并不是所有股权质押都将面临所谓的平仓、爆仓风险，只是银行贷款质押物价值缩水而抬高了贷款回收的风险。该人士表示，一般非主板或者负债率过高的公司一般在银行做股权质押都是关联交易居多，并非单独质押业务。

数据显示，2015年场内、场外股权质押共计6978笔。其中以银行、信托公司直接做的股票为场外质押。国金证券测算，场外股权质押市值约3.35万亿元，若按市场平均4折的打折率，2015年金额约1.3万亿元。场外部分构成初步统计，其中银行占两成，信托公司占两成，其他则主要为大股东做并购或其他交易时进行的股份质押，一般不涉及融资。此外，银行做场外质押，大多会占用公司在银行的授信，如果触及平仓线，可能会通过授信方法，而不是在二级市场处置。

国金证券表示，如果市场持续下跌，造成场外的融资类股权质押触及警戒线的话，由于这类质押是在中登公司办理股票质押程序，即使下跌，场外质押也只能通过司法程序解决，无论是否有强平公证，涉及到法院纠纷立案，至少需要1.5—2个月才能出判决结果，处理时间长，短时间内大范围被平仓、抛售的现象还不会出现。

## 券商：场内质押五成为限售股

场内质押则主要通过券商机构来做交易，通常为股票质押式回购交易。国金证券研究报告测算，场内质押约3371笔，初始交

易金额约6500亿元，占比50%。国金证券董波表示，场内大概有6000亿—6500亿初始交易金额，其中至少5成左右为限售股，抛不掉，即便违约也要等到股票解禁期满来处置；剩下为流通股，有相当高一部分是董监高锁定，每年有25%抛售限制。

对于是否触发平仓线而引发抛售，相关人士表示，一方面控股股东、董监高质押股份抛售受到减持规定约束；另一方面，不同于此前杠杆配资因触发平仓线而被强平，股权质押的主体为上市公司，信誉和议价能力较强，一旦股价持续下跌有可能触发平仓线时一般会与券商机构进行协议处置。“现在部分公司已经快要触发平仓线，公司申请停牌，一般是通过补充保证金或增加其他质押物，与出资机构友好协商的方式进行处置。”业内人士透露。

有券商认为，目前短期内不会出现大面积平仓动作，股票质押市场绝大多数融资方是上市公司大股东、控股股东、关联方、董监高，在触及预警线和平仓线的时候，一般会与证券公司协商解决。对于上市公司减持抛售，1月出台的减持新规要求，上市公司大股东在三个月内通过证券交易集中竞价交易减持股份的总数，不得超过公司股份总数的百分之一。同时，上市公司大股东计划通过证券交易所集中竞价交易减持股份，应当在首次卖出的15个交易日前预先披露减持计划。

## 公司：停牌暂缓补仓压力

开年至今，上市公司因股权质押停

牌的数量有所增加。截至目前，有近10家公司因面临触及警戒线而停牌。机构人士认为，上市公司通过停牌使得账面价值不再下降时，暂缓补仓压力。而补仓机制中，融资方往往要通过补股权或者补现金的方式。若是质押股份占总持股数较高，融资方只能选择补现金的方式，目前股份质押比例达100%的上市公司约有35家。

对于风险方面，部分券商机构认为，选取沪深300为基准指数，从相对占比角度讲，目前股权质押整体的风险还处于可控的状态。国金策略李立峰团队称，平仓线水平以下的个股市值占质押市值约2.4%，站在沪深300指数2940点为例，市场出现系统性风险可能性仍非常低。对于个股投资者而言，甄别个股风险比关注市场整体风险显得更加重要。

在静态假设（资金拆借方不作为）前提下，关于股权质押在三种情景下的压力测算，沪深300指数分别下跌0.10%、-20%所对应的平仓压力市值分别为656亿元、1331亿元、3013亿元。李立峰测算，跌幅为0情况下触及预警线和平仓线的市值占比分别为6.32%、2.41%，其平仓的压力市值约656亿元；在跌幅为-10%的情况下，触及预警线和平仓线的市值占比分别为12.23%、4.89%，其平仓的压力市值约1331亿元；在跌幅为-20%的情况下，触及预警线和平仓线的市值占比升至了21.13%和11.06%，其平仓的压力市值约3012亿元。

34个百分点。

未来基金投资策略方面，好买基金研究中心认为，上周五市场迎来强势反弹，但经济下行压力较大。央行的公开市场操作继续推进资金面的充裕以及流动性的稳定，不过短期仍需注意市场情绪尚未稳定以及企业盈利能力未有明显好转。在这种情况下，可适当注意把握结构性机会。天天基金研究中心认为，基金投资上，大宗商品可能迎来极好的投资机会。在股市大幅调整的情况下，由于金融市场流动性充裕，资金轮动效应，大量资金就可能会从期现两个市场参与商品阶段性行情。在国际市场，国际投行已经开始唱多2016年大宗商品行情。

## 中证金牛指数追踪

### 上周金牛混基指跌5.85%

□本报记者 刘夏村

34个百分点。

未来基金投资策略方面，好买基金研究中心认为，上周五市场迎来强势反弹，但经济下行压力较大。央行的公开市场操作继续推进资金面的充裕以及流动性的稳定，不过短期仍需注意市场情绪尚未稳定以及企业盈利能力未有明显好转。在这种情况下，可适当注意把握结构性机会。天天基金研究中心认为，基金投资上，大宗商品可能迎来极好的投资机会。在股市大幅调整的情况下，由于金融市场流动性充裕，资金轮动效应，大量资金就可能会从期现两个市场参与商品阶段性行情。在国际市场，国际投行已经开始唱多2016年大宗商品行情。

# 停牌股前程未卜

□本报记者 徐金忠

Wind资讯数据显示，截至2月1日，两市共有257家上市公司停牌中，其中不乏圣莱达、金亚科技、华信国际、长城信息、长城电脑等长期停牌股、高位停牌股。此外，近期，宝硕股份、宜华木业等高位长期停牌股，虽携各种利好复牌，但难挡市场下行的大环境，屡屡出现连续跌停等情况。

停牌股的命运难料，已经让持有它们的基金机构“爱恨交织”，甚至是“恨多于爱”。近期，已经有不少基金产品发布公告调整长期停牌股票估值方法。公募基金人士表示，调整长期停牌股估值方法属于“规定动作”。但是在目前的市场环境下，虽然停牌股复牌后或能带来二级市场利好，但是复牌“见光死”的压力很大。停牌股还让一些基金产品的流动性“吃紧”，基金换仓调仓需求迫切之际，长期停牌股如“骨鲠在喉”。此外，一些基金产品在长期停牌股上被迫踩线“双十限制”，从而面临合规要求。长期停牌股让基金机构“很受伤”。

## 停牌股“隐忧”

1月27日，自去年3月9日一直停牌的宝硕股份携发行股份购买资产并募集配套资

# 公私募爱恨交织

际，更是心存忧虑。

此外，统计数据显示，截至去年底，有48起基金出现持有单只个股市值超过净值10%的情况，涉及25只个股和45只基金，更有3只基金持有单只个股超过20%。《公开募集证券投资基金管理办法》规定，一只基金持有一家上市公司市值不得超过基金资产净值的10%；同一基金管理人旗下基金合计持有一家上市公司股份不能超过该公司股份的10%，如今这一“双十限制”频现被打破的情况。查阅资料发现，在突破“双十限制”的公募基金产品中，受个股东长期停牌以及自身规模缩小等因素夹击的情况并不少见，“被迫踩线”的基金产品不少。虽然踩线“双十限制”有相应的“合规窗口”，但长期停牌股在复牌后，可能面临基金集中减持以达到规定的情况。

“高位停牌、长期停牌的股票目前已经成为机构手中的‘尴尬的筹码’。一方面不知道个股复牌后将带来什么、遭遇怎样的市场大环境；另一方面，长期停牌股成为基金合理估值、合规运行方面的压力；第三则是对后市行情有判断之后的调仓换仓也面临长期停牌股的尴尬存在，这样会带来连锁反应，基金经理等需要在其他有流动性的投资标的上进行取舍。”一家私募机构投研人士认为。

## 泰达宏利：

### 市场已到布局时机

□本报记者 曹乘瑜

加快，全面深化改革的动力正在继续释放，支撑中国资本市场向好的大逻辑并未发生根本性变化。从市场面和经济面整体分析，投资者此时理应大胆采用逆向思维，市场越是下跌反而预示着安全性在不断提高。

据了解，正在发行的泰达宏利同顺大数据基金即是一只以量化投资方法为主，结合同花顺大数据的混合型基金，该基金主要采取大类资产配置策略，同时从基本面、市场行情、互联网大数据等多个维度对上市股票进行全方位立体化分析，构建量化多因子选股框架，通过分散持股降低风险，力争为持有人赚取超额回报。

泰达宏利基金凭借投研团队丰富的专业能力和市场研判经验，在股市低点时发行的产品均取得了不错的市场成绩。WIND数据显示，泰达宏利成长、泰达宏利周期、泰达宏利行业精选、泰达宏利风险预算混合四只混合型基金截至2015年底成立以来累计净值分别达1006.16%、670.67%、581.93%、367.44%，这四只基金成立时的上证指数均仅为1000多点；而成立于近几年的泰达宏利中证500指数分级（2011）、泰达宏利逆向策略混合（2012）几何平均年增长率也稳定在22.72%、27.21%，此时上证指数也都在2000点到2500点之间浮动。

## 中欧基金赵国英： 城投债值得关注

□本报记者 李良

那些大概率能纳入政府债务，以市政建设、基建、保障房、环境治理等职能为主的，并可以享受地方债务置换福利的城投平台更是值得关注。此外，一些符合国家战略发展方向，并已形成良性发展机制、公司财务稳健且持续盈利能力强的发债企业也值得关注，如医疗健康、环保、传媒文化行业等新兴产业中的部分债券。对于2016年可能的降准时点，中欧基金赵国英认为，还需要参考地方债发行节奏以及汇率贬值对外汇储备消耗程度等因素。

# 分级基金下折潮再袭

□本报记者 黄淑慧

2016年以来A股市场持续调整，分级基金下折潮再度袭来。截至1月底，已经有17只分级B基金触发下折，还有约20只基金处于警戒范围内。如果市场延续跌势，这批分级B也难逃下折的命运。

## 下折潮再次出现

东方财富Choice数据显示，截至1月底，2016年以来已先后有17只分级B份额触发下折。其中1月28日更是分级基金的集中下折日，当天共有9只基金触发下折阈值，包括分级基金中规模较大的富国军工。

虽然本轮下折潮已经开始蔓延，但警报并未完全解除，仍有不少基金徘徊在下折阈值之上。据集思录根据盘面测算，2月1日收盘后，逼近下折阈值的包括煤炭B级、金融B级、证券B级、成长B

## 下折后的情绪缓解或有助市场企稳

值得注意的是，尽管市场已经历了多次分级基金下折的洗礼，但是仍有不少投资者在基金已经确认下折后还在盲目买入分级B并酿着巨大亏损。1月29日周五是富国军工的下折基准日，开盘后停牌一小时，并把军工B改名为“军工B”，提示投资者该只分级基金已下折。然而当天市场出现反弹，“军工B”当日竟然成交172万手，成交金额达5232万元。由于其自身溢价率较高，进场博反弹的投资者只能承受溢价损失。

不过，除了军工B（150182）、军工B（502005）外，其他B份额溢价率较低，下折直接损失较小。

对于后市，一些业内人士认为，这波分级基金下折潮可能尚未终结。根据兴业证券研究员董瞳测算，截至上周末，存在下折风险的分级B（下折距离不足10%）仍有21只，下折警报尚未解除。对于自身溢价率较

低、高杠杆的分级B，或是许多投资者博反弹的首选。然而目前股市走势尚未明朗，不建议重仓配置。

但也有分析认为，下折后的情绪缓解或有助市场企稳。中信建投证券研究报告称，在市场暴跌伊始，分级基金接近下折但还未下折之时，投资者已经对其未来下折可能产生的抛压形成一致预期，进而多数人会回避甚至提前抛售该分级的持仓股票，于是恐慌情绪加速了该板块下跌的速度。这有些类似于熔断机制所产生的“磁吸效应”，对下跌恐慌的一致预期一旦形成，速度便会进一步加快。而下折后的情绪缓解或有助市场企稳。自去年6月份以来出现过两次集中的分级基金批量下折，第一次是去年7月9日前后，第二次是去年8月24日前后，均为市场的阶段底部。事后分析，如果大规模的分级品种确定下折，对下折恐慌的情绪得到释放，可能反而有助于市场阶段企稳回升。

# 京东白条今年首期ABS融资20亿元

## 获三倍认购

□本报记者 曹乘瑜

日前，京东金融公布，“京东金融—华鑫2016年第一期白条应收账款债权资产支持专项计划”（简称“京东白条2016第一期ABS”）发行完毕，发行规模20亿元，计划管理人为华鑫证券有限责任公司。这意味着，京东金融的京东白条ABS发行已实

现常态化，同时，京东金融大数据征信体系向更多领域输出的能力日趋成熟，将征信数据变现为信用资产，为市场提供优质的资金配置资源。

“与获得稳定的现金流和融资来源相比，京东金融做京东白条ABS产品的意义在于风控能力的输出。这几年我们一直在做三件事，风控、账户、连接，这是我们的核

心竞争力。”京东金融相关负责人说。据悉，“京东白条应收账款债权资产支持专项计划”是国内资本市场首个基于互联网消费金融的ABS产品，其第一期已经于10月28日在深交所挂牌，规模8亿元；2015年12月，在深交所发行了“京东白条二期应收账款债权资产支持专项计划”，规模12亿元。此次，“京东白条2016第一期ABS”分