

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是在与其他业务联动的，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

度时要求其用股票充当做一个质押物，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业务居多，并非单独质押业务。

数据显示，2015年场内、场外股权质押共計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范围平仓动作，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，一般会同证券公司协商解决。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所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

公私募爱恨交织

的困境也就可以迎刃而解，但也可能继续面临不理想的市场大环境，到时候可能更坏。对很多机构来说，拿着长期停牌股，忧虑更多一点。”广发基金人士表示。

圣莱达、金亚科技、华信国际、长城信息、长城电脑等停牌“钉子户”中间，有新时代信托、华宝信托时节好雨24号集合资金信托、汇添富移动互联、汇添富民营活力、鹏华医疗保健等“陷身其中”。仅华信国际一个个股，就吸引了7只汇添富基金产品以及全国社保基金一一七组合等投资其中。

尴尬的筹码

一般而言，上市公司停牌筹划重大事项、重大资产重组等，除非是出现重大变化，公司股票一旦复牌将迎来二级市场的追捧，而如今，对停牌这样的可好可坏的未知数，基金机构却更多表现出“忧从中来”。

近期，工银瑞信、富国基金、新华基金、泰达宏利、长信基金、申万菱信等调整长期停牌股的估值方法。上述广发基金人士介绍称，调整长期停牌股估值方法是合理合规的需要，既是为了反映长期停牌带来的估值影响，同样也是为了达到监管等的要求。但不同于此前，此次公募基金公司面临的是高位停牌、长期停牌的个股，在合理合规之

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、金融地B、证券B基、成长B

级、带一B等，距离下折母基金需跌的幅度分别为0.63%、2.87%、4.13%、4.49%、4.94%。

伴随着分级基金频频下折，分级基金规模也进一步萎缩。西南证券研究员黄仕川分析表示，分级基金下折之后，往往伴随着高赎回率，根据历史经验来看，赎回的比率约为70%，基金会因为投资者的赎回而减仓，给二级市场带来抛压。据测算，1月28日下折的分级基金所导致的抛压主要集中在军工板块，抛压额约为90亿元，鉴于目前市场成交量较低，90亿抛压可能会给军工板块带来不可忽视的影响。

自去年6月以来的三次下折潮之后，分级基金的整体市场规模也已经大幅缩减。根据国信证券统计，截至1月29日，股票型分级基金共992.2亿元。与2015年6月鼎盛时期相比，分级基金的景况早已不可同日而语。

京东白条今年首期ABS融资20亿元

获三倍认购

现实常态化，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产配置资源。

“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表示。

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

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%的情景下，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%的情景下，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。

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运作管理办法》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”频频被打破的情况。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。

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。

为优先1级（75%，AAA评级），优先2级（9%，AA评级），优先3级（6%，A+评级），次级（10%）资产支持证券。其中，优先1级15亿元、优先2级1.8亿元、优先3级1.2亿元资产支持证券由机构投资者认购，次级2亿元由原始权益人自持；优先1级资产支持证券票面利率为年化3.92%，低于当前市场上已经发行的同类产品利率。

■ 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

上周，沪深两市双双收跌。其中，上证综指收于2737.60点，跌178.96点，跌幅为6.14%；深证成指收于9418.20点，跌693.36点，跌幅为6.86%；沪深300指数收于2946.09点，跌167.37点，跌幅为5.38%；创业板指数收于1994.07点，跌155.52点，跌幅为7.23%。受市场下跌因素影响，上周股票型基金下跌7.04%，混合型基金下跌6.08%。同期，中证金牛股票型基金指数下跌6.6%，中证金牛混合型基金指数下跌5.85%。自金牛指数发布以来，沪深300指数累计上涨9.32%，2只中证金牛基金指数跑赢沪深300指数超过约

建信基金修复鑫丰回报C净值

□本报记者 徐文擎

2月1日，建信基金履行承诺，对鑫丰回报C类份额净值进行修复，修复后2月1日的份额净值为1.040元。记者了解到，目前建信鑫丰回报处于暂停申购状态，不会发生因基金净值修复造成的投机套利。

建信鑫丰回报C类份额净值于1月29日出现大幅波动引发关注。1月31日，建信基金发布公告，澄清建信鑫丰回报C大跌的原因是巨额赎回后，根据基金合同和现

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。

建信基金修复鑫丰回报C净值

有常规净值计算方法，对小数点后第四位进行四舍五入进位导致的。2月1日，即此事发生后的第一个工作日，建信基金完成鑫丰回报C类份额的净值修复工作。

业内人士认为，此次建信鑫丰回报C类份额净值出现单日大幅波动，是在现有估值方法下出现的特殊事件。建信基金本身勤勉尽责地履行了受托人义务和责任，并积极采取了保护投资者的有效措施，投资者在此特殊情况下未产生损失。

泰达宏利：

市场已到布局时机

□本报记者 曹秉瑜

A股市场连续下跌，不容置疑的是，逢低买入是投资市场经过多年实战经验“淘练”出的不变真理。历史经验表明，凡是在市场低点发行或在市场大幅下跌过程中成立的基金产品，往往能够获得长期可观的投资业绩。

2008年，上证指数整体处于下滑状态，当年10月28日达到最低的1664点。统计2008年8—10月份所有成立的共12只混合型基金，一年之后截至2009年10月31日，这12只基金的平均收益率为57.3%；截至2015年12月31日，这12只基金的平均复权单位净值增长率为198.6%。最近一次的指数快速下跌是在2013年12月—2014年的1月末，上证综指从2250点跌至2050点，当时成立的19只混合型基金，一年之后截至2015年1月31日，这12只基金的平均收益率为22.1%，而截至2015年12月31日，这12只基金的平均复权单位净值增长率为70.28%。

泰达宏利基金认为，目前看2016年开局以来已跌去20%—25%，市场也已跌破之前“6·15”暴跌行情的低点2850点，按照A股运行规律，投资者已然不需再过度悲观，相反现在正是进行长期布局的好时机。

现今中国经济运行总体平稳，结构调整的步伐逐步

中欧基金赵国英：

城投债值得关注

□本报记者 李良

1月份，债市仍延续去年12月以来的配置热情。对此，中欧基金赵国英认为，在当前市场环境下，需关注短端收益率的高企或将制约长端利率下行的空间，纵使资产配置热情依然踊跃，但市场预期一旦发生变化或将引燃不稳定情绪。在大类资产配置方面，城投债依然值得关注。

从投资的角度看，中欧基金赵国英认为，在信用债的大类资产配置上，依然可以重点关注城投债，尤其是

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。从市场者和经济面整体分析，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，结合合同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公司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

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。