

# 沪伦通渐行渐近 头部券商争抢“入场券”

□本报记者 赵中昊 陈健

随着近日证监会就沪伦通监管规定公开征求意见和上交所方面的表态,沪伦通渐行渐近。中国证券报记者采访发现,已有大型券商在积极备战沪伦通业务。对国内券商尤其是头部券商而言,跨境业务将迎来重大机遇。沪伦通在托管、保荐和交易三大环节带来业务机会,其中保荐和交易环节的做市或将是主要的收入来源。

有券商投行人士指出,沪伦通一方面将上交所优质企业推向国际金融市场,有利于提高企业知名度和估值水平;另一方面引进伦敦交易所优质企业,便于国内投资者进行全球优质资产配置。



视觉中国图片

## 头部券商直接受益

8月31日,证监会就《上海证券交易所和伦敦证券交易所市场互联互通存托凭证业务监管规定(试行)》公开征求意见。同日,上交所表示,沪伦通项目的相关对外准备工作正式进入全面启动阶段。下一步,上交所将尽快发布业务规则,牵头开展市场就绪准备工作。

中国证券报记者了解到,目前已有券商启动了沪伦通业务的相关准备工作。“我们公司衍生品交易部正在申请沪伦通做市资格,问题应该不大,投行部门暂时还没有消息。”供职于北京的某大型券商的刘伟(化名)对记者表示,他透露,中金公司等部分大型券商早就在布局相关业务。对此,记者也向中金公司相关业务人士进行了求证,对方表示公司确实在准备沪伦通相关业务。

“我们公司投行目前没有什么动作,做市业务也暂时没有申请。”供职于东部某中型券商的张成(化名)对记者表示:“作为中型券商,沪伦通存托凭证的发行大概率不到我们;做市业务方面,公司目前还没有研究是否申请,但基本上都会去申请的,我们的香港子公司业务做得还可以。”张成认为,符合做市业务资格的券商应该不算少,但相关展业许可大概率

上还是会最终被头部券商获取。

“据我了解,我们公司目前还没有任何与沪伦通相关的展业计划。”南方某中小型券商人士李莉(化名)告诉记者,公司目前还没有香港子公司,海外业务经验不多,可能不符合申请要求。

刘伟认为,国内券商或将担任沪伦通存托人的角色,负责存托凭证的承销发行、自营做市、经纪以及跨境转换工作。在监管要求方面,上交所《关于启动沪伦通做市业务市场准备工作的通知》对券商设定了九大条件,其中具有三年以上开展国际业务的经验、分类结果最近两年为BBB级别以上、承诺公司研究团队对其做市CDR(中国存托凭证)标的提供专门研究的条件将多数中小券商排除在外。

“大中型上市券商更适合存托人角色,但在境外做市团队、海外研究方面仍需改进,以满足实际业务开展需求。”刘伟表示,在准备工作方面,存托人需要协助境外基础证券发行人完成存托凭证的发行上市,为此需要着力提升跨境经营能力和证券承销保荐能力;此外,存托人需提前购买基础证券以建立初始流动性,这需要消耗大量资本,为此需要进一步夯实资本实力。

## 券商聚焦保荐交易业务增量

“承销保荐业务收入是券商参与沪伦通最主要的收入增量,托管业务收入和经纪业务收入也将贡献一部分收入增量。同时,券商的全球资产配置也将打通,不出国门即可通过CDR分散国别风险,这将加快券商财富管理业务的转型和发展。”刘伟称。

兴业证券非银分析师董天驰对记者表示,类比于CDR,沪伦通有三个环节可以给券商带来业务机会,即托管、承销和交易。在托管环节,券商负责托管DR对应的现股,在承销环节券商负责审核公司资质、发行DR并进行销售;在交易环节则作为做市商或交易通道。券商在每个环节的合规性、投资者适当性、业务效率等方面都有新的要求和新的准备工作要完成。

高盛公司认为,在沪伦通业务中,券商的盈利主要来自承销保荐、做市和经纪三个方面。具体来看,承销保荐方面,DR的上市需发行人聘请券商来承销保荐,提供尽职调查、财务顾问以及与证监会的沟通等服务。值得注意的是,与正常的IPO保荐

费相比,发行DR的保荐费率可能更低,因为DR发行上市没有股权融资功能,上市流程应该比一般IPO更简单。

华北某券商投行人士表示,沪伦通落地,将给券商投行业务带来多渠道收入来源,例如并购和再融资业务,特别是西向业务,国内上市优质公司可以直接在伦敦交易所融资,拓展上市公司融资渠道,为国内上市公司海外开拓、并购等提供了资金便利。

做市方面,券商可以赚取DR转换交易的做市价差。合格券商将为CDR转换提供做市服务,倘若券商能够在做市过程中进行适当的风险定价和对冲,他们将能够从做市的买卖价差中获利。经纪方面,存托凭证在上交所进行交易时,券商也可以收取交易佣金。由于市场竞争度较低,“沪伦通”初始的佣金率可能高于“陆港通”。

高盛公司认为,券商保荐和经纪业务的收入将更加明显,但一般来说,由于增值服务较少,利润会相对较低。将来,如果经纪人能够利用跨境衍生品交易策

## 跨境资金流动相对有限

业内人士表示,沪深港通是两地的投资者互相到对方市场直接买卖股票,“投资者”跨境,但产品仍在对方市场。而沪伦通是将对方市场的股票转换成DR到本地市场挂牌交易,“产品”跨境,但投资者仍在本地市场。在监管方面,沪港通采取额度限制,每日额度为520亿元人民币;而沪伦通采取挂牌数量限制,不得超过中国证监会核准的数量上限。

供职于某合资券商的孙明(化名)认为,沪伦通可交易标的股票相对较少,跨境资金流动影响有限。沪伦通与陆港通的关键区别在于交易标的资产。对于“陆港通”而言,标的资产是双方股票交易所的原始上市股票,通过交易自发形成跨境资金流动。而对于沪伦通而言,标的资产则是基于原始上市股票发行的存托凭证。

“这就导致了沪伦通相对于陆港通的两个差异。”孙明认为,首先是有限的跨境资金流动。预计沪伦通交易的资金流将由存托凭证(DR)转换和存托凭证在对方交易所交易两部分组成,但只有前者产生跨境资金流。在DR转换的初始阶段,尤其是DR刚被创建时,交易量将相对较大。但当DR池变得足够大时,预计交易将主要在池内进行,而不是进行转换,除非DR与原始股票之间存在显著的估值差距或存在明显汇率波动。因此,沪伦通的跨境资金流动将低于陆港通。

其次,可交易的股票池较小。沪伦通潜在可交易股票池取决于存托凭证的上市,而这受相应证券交易所的上市流程审查影响较大。因此,在沪伦通下,初始可交易股票池将远小于陆港通(在2014

“凭借跨境业务和风险定价能力的优势,中金公司和中信证券可能从沪伦通中受益最多。”某外资券商人士表示,虽然目前出台的措施仅为券商参与沪伦通提供了一些模糊的标准,但可以预见,DR上市交易的潜在主要参与者将是那些有资格获得CDR保荐、并拥有跨境自营交易许可证的券商。

前述外资券商人士称:“基于沪伦通上市交易过程的本质,我们认为,在沪伦通的东向业务方面,中金公司和中信证券相对于同行更有优势,因为它们在跨境融资及交易方面都拥有特许经营优势,这将使他们更好地吸引伦敦交易所上市公司发行DR。此外,它们通过场外期权业务和跨境金融衍生品业务建立起来的强大风险定价能力将使它们能够更好地管理资产负债表风险,并提高CDR交易做市业务的盈利能力。”

刘伟期望沪伦通年内可以成行。他认为,作为沪伦通预期引入标的,伦交所富时100成分股拥有较长时间的上市履历,各项制度均较为完善,不存在新经济企业所面临的经营规范性问题、信息披露问题和公司定位问题,更适合直接引入A股市场。

略为机构或财富管理客户提供更具差异化的产品,那么做市业务的盈利潜力将更大。“然而,无论是行业层面还是公司层面,国内DR上市交易对中国券商的营收贡献都不会太高,这主要是由于我们预计在沪伦通运营初期的业务量较小。”高盛表示。

就沪伦通涉及的标的来看,光大证券研究所海外市场首席分析师秦波指出,一开始可能不会像沪深港通一样推出之初就有数百家上市公司可以交易,因为沪伦通涉及到的每一具体标的的CDR或GDR(全球存托凭证)的发行问题,每一标的相关的DR准备都需要时间,因此一开始大概率是在部分试点公司中施行,比如一家或数少的几家公司,然后在更多符合条件的公司中逐步推广。

值得注意的是,在海外GDR的上市交易方面,中国券商的收入主要来自海外券商投行交易对应A股的GDR的佣金。某些在英国拥有投资银行牌照的券商(如中金公司和海通证券)或可以参与GDR在英国的承销、经纪业务。

北京某中型券商投行人士周正(化名)认为,作为在上海交易所和伦敦交易所两个交易市场的中介和桥梁,券商必须熟悉和理解两个市场的基本情况、交易规则等。一方面,券商将上交所优质企业推向国际金融市场,有利于提高企业知名度和估值水平。另一方面,引进伦敦交易所优质企业,方便国内投资者进行全球优质资产配置。长期来看,券商在国际化程度提升的同时,A股的估值水平、市场估值结构也将逐渐与世界接轨。

## A股“入摩”权重翻番 机构青睐大金融

□本报记者 陈健

8月31日A股完成了纳入MSCI(明晟)指数后的再次调整,本周首个交易日正式生效。受A股纳入MSCI指数影响,北上资金正加速进入,看好外资青睐的大金融等板块。

### 吸引北上资金加速流入

8月13日,MSCI在季度审议报告中对A股纳入MSCI中国指数的名单和市值进行了调整,于8月31日收盘后新加入10只A股成分股,调整完成后,A股成分股将有236只。与此同时,此次调整将A股纳入比例由2.5%提升至5%。

海通证券上海分公司首席投顾瞿时尹对记者表示,A股纳入MSCI指数,最直接的影响就是吸引外资流入,这从沪深港通北上资金数据就可以看到。这其中被动模拟MSCI指数所带来的加仓,也不排除有主动看好A股加仓的。

东兴证券预计,此次纳入比例提升将带来约500亿元的资金,未来若整体纳入,或将为A股市场带来2万亿元的增量资金,外资对A股的影响有望进一步加深。

数据显示,自6月份A股纳入MSCI指数以来,截至8月底,上证综指累计下跌11.96%,但北上资金一直呈净流入态势;期间,北上资金累计净流入5716.29亿元。而受MSCI二次调整的影响,北上资金在8月份呈现加速净流入态势,8月份净流入额达354.5亿元,较7月份增加24.5%,连续六个月持续净流入。而今年前8个月,整体北上资金累计净流入2241亿元,较2017年同期的1459.3亿元增加53.6%。

瞿时尹指出,长期来看,A股纳入MSCI指数,对A股内在投资逻辑有较大影响,如价值投资理念、绝对收益理念的提升。

### 关注低估值大金融板块

A股纳入MSCI指数带来增

量资金的同时,也催化了相关概念股的投资机会。据相关机构统计,2017年6月21日自MSCI首次宣布将A股纳入MSCI新兴市场指数和全球基准指数以来,226只MSCI概念股涨幅相对大盘有超额收益:截至9月3日,去年6月22日以来,MSCI概念股累计涨幅为-6.47%,而全部A股区间涨幅为-21.24%。从机构持股变化看,机构对226只成分股的持股量从2017年一季度的17525亿股增加到去年年底时的18477亿股,增幅5.43%。

光大证券分析师刘均伟指出,由于MSCI指数与沪深300指数相似,一般选择规模较大、流动性较好的股票,MSCI指数样本股与沪深300成分股的重合度较高。沪深300指数最易受到MSCI指数纳入效应的明显影响。经过测算,2018年6月A股首次纳入MSCI指数的调整生效日后,短期内沪深300指数相对于市场指数具有显著超额收益。

刘均伟建议关注此次调整生效后的短期投资机会。参考2018年6月首次纳入效应的强度,预期在调整生效日后10个交易日依然有2%左右的超额收益。这部分超额收益主要来自指数基金的调仓行为和部分投资者的跟随行为。

瞿时尹表示:“在当前市场震荡状态下,外资的表现远比内地资金坚定,这个值得我们反思。”受外资影响,国内部分投资机构预计也会逐渐把思路转向绝对收益为主。从投资机构的角度来看,目前比较好的包括银行、保险等金融股,消费类还没真正到配置的好时机,建议等待;周期龙头由于受到积极财政政策的影响,还是会有机会的。

也有机构认为,总体看,近期北上资金加仓主要是大金融与消费股板块。这表现为北上资金仍然认为A股目前具有合理的配置机会。因此,建议投资者积极关注低估值的大金融板块。

## 券商上半年业绩分化明显

□本报记者 赵中昊

近日披露的半年报数据显示,32家上市券商上半年归母净利润合计340.23亿元,同比下降23.10%,其中,资管业务结构优化、业绩靓丽,经纪业务表现稳健;市场持续低迷拖累业绩,自营与信用业务大幅缩水。具体来看,2018年上半年经纪、投行、资管、利息、自营以及其他收入分别占比26%、10%、11%、10%、24%和18%;而去年同期分别为25%、12%、9%、13%、29%和11%。

业内人士认为,当前券商业务创新较为困难,券商更多的是在夯实现有业务的基础上,努力落实现务转型。其中,PB业务将是券商经纪业务转型探索的一个重要落脚点,尤其是在服务私募客户方面尤为重要。

### 龙头券商“强者恒强”

数据显示,券商业绩分化明显,大型券商业绩显著好于中小券商。32家券商中净利润正增长的只有5家,分别是中信证券、中原证券、华泰证券、东兴证券和申万宏源证券;中信建投、华西证券净利润降幅小于10%;东吴证券、国海证券、长江证券、第一创业、东方证券、方正证券、国元证券和山西证券净利润降幅大于50%,太平洋证券上半年仍亏损,但较去年同期有所收窄。

业内人士认为,券商收入结构调整与上半年自营权益类资产投资收益大幅下滑、IPO被否率高、两融余额同比减少有关。值得注意的是,各大券商积极拓展其他类型业务,如国际业务、互联网金融业务等,亦相应提升了其他业务收入的占比。以海通证券为例,报告期内

其自营收入同比下滑了57.08%,投资收益含公允价值变动同比减少25亿元,严重拖累其上半年业绩。但海通上半年国际业务收入高达20.7亿元,同比增长9.6%,目前在收入占比上已经达到18.9%,成为公司最重要业务板块之一。近年来,海通证券通过收购整合海通国际证券、海通银行,设立自贸区分公司,建立了业内领先的国际业务平台。

### 券商艰难转型

海通证券认为,当前券商业务创新较为困难,券商更多的是在夯实现有业务的基础上,努力落实现务转型。其中,PB业务将是券商经纪业务转型探索的一个重要落脚点,尤其是在服务私募客户方面尤为重要。

具体来看,PB业务有利于证券公司拓展机构客户,促进证券公司业务机构化、产品化的发展,还能推动证券公司整合资源、建立较为完善的以客户需求为导向的综合性服务体系。更重要的是,PB业务能够为证券公司带来新的利润增长点,有利于改变“靠天吃饭”现状。海通证券认为,预计2018年PB业务收入345亿元,约占券商总收入的12%。

天风证券认为,无论在轻资产业务领域还是在资本驱动业务领域,龙头券商竞争优势都极为明显。而创新业务领域,譬如新经济企业上市、CDR、跨境业务等,龙头券商获得政策倾斜明显。加上新的证券分类评级管理办法使得龙头券商在新业务拓展上更具优势,证券行业将迎来强者恒强的时代。