

# 券商股现涨停潮 行业龙头料继续领跑

□本报记者陈健 实习记者 罗晗 戴安琪

10月22日,券商股全线涨停,板块涨幅达10%,成为A股普涨中的最强音。业内人士认为,近日国务院释放积极信息,一行两会公布多项利好政策。多重新增资金预备入市,但宏观经济方面的风险依然存在,目前市场增量业务整体较少,行业竞争更趋激烈,而这些因素有利于行业龙头券商。

## 券商板块全线涨停

招商证券非银团队认为,本周一,A股强劲大涨,券商股在上午交易时段就全线涨停,主要有三大因素推动,一是“政策底”基本显现;二是股票质押风险渐有缓解;三是市场风险偏好重燃热情。

信达证券金融行业研究员王小军对中国证券报记者表示,整体看,券商板块涨停的主要原因有三个:首先,股权质押风险的暂时缓解。上周,监管部门积极表态,重点提到化解股权质押风险,而该业务对应的压力最大的就是券商。股权质押业务,一般反映在买入返售金融资产科目,随着市场调整,该科目资产不断减少,这影响券商净资产和盈利水平,进而压制券商股行情。其次,从本周一券商股走势看,开盘伊始有部分券商股涨停,后来是板块全部涨停,市场的反弹带动券商股行情向好。整体看,市场如果持续反弹对券商的经纪、两融、自营等业务都会有提升。最后,估值处于历史低位,券商股净资产率在今日反弹前,也刚刚略高于1倍。

上周,上证指数一度跌破2500点,创下2449.20点的近期低点。上周五,国务院和一行两会集体发声,A股当天即有所回暖,上证指数涨幅达2.58%。上周五,银保监会还发布了《商业银行理财子公司管理办法(征求意见稿)》,理财子公司发行的公募理财产品可直接投资股票。20日,《个人所得税专项附加扣除暂行办法(征求意见稿)》出炉,当日晚间,证监会表示支持优质企业参与上市公司并购重组,将IPO被否企业筹划重组上市的

间隔期从3年缩短为6个月。

某券商人士认为,监管机构连续发声、出台措施利好股市,银行理财子公司和保险资管要给股票质押排雷,对券商是大利好。

“10月20日,中国证监会发布公告,将IPO被否企业筹划重组上市的间隔期从3年缩短为6个月,此举大幅增强了券商盈利预期,加上部分券商股已经破净,本周一诸多利好共同助推了券商股的全线涨停。”华北某基金人士表示。

国泰君安非银团队表示:“近期我们观察到包括深圳在内的多地,均针对股权质押风险推出了相应的解决方案;特别是高层针对相关风险的讲话,使得我们对政府后续进一步在股权质押风险的化解方面推出更多的‘解决方案’抱有信心。这将有利于缓解市场对于股权质押业务的过度担忧,也有利于此前被股权质押风险压制估值的券商板块的估值修复。”

## 继续看好龙头券商

今年以来,A股市场表现低迷,券商股亦未能幸免。同花顺FinD数据显示,年初至今,申万证券板块平均跌幅达30.96%,浙商证券、财通证券和第一创业,跌幅已超过一半。甚至多家上市券商股已破净。截至10月22日收盘,共有9家上市券商股净资产率小于1,包括海通证券、光大证券、长江证券、兴业证券等。

据中国证券报记者不完全统计,从2008年至今,券商板块单日涨幅超9%的情况至少出现20余次,主要集中在2008年和2014年。

对券商股后续行情,王小军认为可能整体并不乐观。因为中长期看,证券行业集中度提升是趋势;行业竞争格局看,目前市场增量业务整体较少,行业竞争更趋激烈,而这些因素有利于行业龙头券商。

分析人士指出,龙头券商拥有较强的资本实力、丰富的机构客户资源和完善的风险控制制度,在传统业务的存量竞争及创新业务的牌照申请上均占得先机,将逐步受益于行业马太效应。

## 险资:主抓减税和质押风险缓释主线

□本报记者 程竹

近期,监管层政策频出,显著超出市场预期。多位险企人士认为,“政策底”逐渐显现,造成前期超调的流动性风险正在妥善化解,多措并举显著提振市场情绪和信心,市场短期将大幅反弹。

多位险企人士表示,监管的新思路,一是表明监管政策对股市的信心和态度,二是保险资金可以设立专项产品参与化解上市公司股票质押流动性风险,且不纳入权益投资比例监管,说明监管进一步放开险资的权益投资比例,三是表明上市公司股票质押流动性出现了一定的风险,需要沉着应对。

华北某保险资管人士表示,此次新措施表明监管政策对股市的看法,股指、估值已经调整到一个相对合理的位置。在监管利好渐次推出的背景下,随着股市的调整,预计险资将加大对权益投资的力度和进度,这次险资的投资,将会获得良好的收益。

业内人士指出,保险资金股票投资具有仓位水平递增、以大蓝筹为主要标的、总体呈现净买入的特点,为资本市场提供了长期稳定的资金来源。经过这些年的发展,保险机构已经成为我国资本市场的重要机构投资者,在深化资本市场改革、优化投资者结构、稳定资本市场等方面发挥了积

## 中信建投:关注券商板块短期博弈机会

□本报记者 徐昭

中信建投证券非银研究团队22日表示,近期国务院金融稳定发展委员会、一行两会及沪深交易所先后发声,从稳定市场预期、推进市场改革和化解市场风险的三个维度阐明了监管层底线思维。展望四季度,随着“政策底”日益明确,券商板块有望在近期走出反弹行情。

中信建投认为,受益于资金面改善,市场行情及交易活跃度短期内触底反弹,券商经纪、权

极作用。

一位保险资管人士称,总的来讲,A股市场已经具备较好的长期投资价值,但短期情绪的持续修复还需要政策进一步落地,以及经济下行趋势得到有效扭转。

相关数据显示,截至今年9月末,保险资金运用余额15.87万亿元,投资股票和基金的规模分别为1.30万亿元和0.89万亿元(合计2.19万亿元),占保险资金运用余额的比例为8.17%和5.58%(合计为13.75%)。

某大型保险系资管机构认为,“政策底”初步显现,导致前期超调的流动性风险正在妥善化解,多措并举显著提振市场情绪和信心,市场短期将大幅反弹。行业方面,今后将主抓两条主线:一是质押风险缓释主线,监管对股权质押强制平仓灵活处理,政府和国资也正耗资百亿元化解质押风险,已出纾解政策的北京、深圳等地民企受益最为确定,同时估值受此压制的券商股短期也有较大博弈空间;二是减税降费主线,个税起征点提高及专项附加扣除最受益的是月收入1-2万的人群,那么可选消费的逻辑可能更顺。另外从博弈层面,受益于质押风险缓解的券商股短期弹性极佳,但行情大概率演绎较快、较猛,建议交易灵活的投资者择机参与。

## 安信资管张亚非:债市配置价值持续凸显

□本报记者 王蕊

进入10月,债券市场走出了此前两个月的调整区间,连续走出了一波上涨行情,截至目前已连续三周出现上涨。安信资管固定收益投资总监张亚非日前接受中国证券报记者采访时表示,经济环境和货币政策的利好,整体判断债市后市行情相对乐观。她继续看好短端利率处于低位情况下利率债方面的投资机会,以及市场风险偏好尚未明显改变前的中高等级信用债。

张亚非表示,进入10月之后,央行降准使得银行间流动性变得宽松,叠加宏观基本面因素相对利好债市,使得债券市场迎来一波连续上涨,且整体来看,未来一段时间内,债市的乐观行情将会

持续。

张亚非认为,今年以来,此前偏紧的货币政策转向宽松,未来银行可能仍会通过降准来向市场释放流动性,预期货币市场流动性宽松的格局大概率不会改变。从估值角度来看,虽然经过一轮利率下行,整个债市估值跟年初相比吸引力没有那么大,但仍具有一定的配置价值。且当前投资者风险偏好普遍较低,提升了债券资产的配置需求。她说:“从中长期来看,前期通胀因素也对债市形成了一定的扰动,但根据我们内部分析测算,通胀短期内仍旧风险可控。”

## 风险偏好尚未下沉

“现在还是看好利率债,还有中高等级的一些信用债。”张亚非告诉中国证券报记者,三季度短端利率整体下行明显,现在基本上达到了2015年至

2016年的一个低点,在未来流动性宽松的格局下,短端利率可能下行的空间有限,重点关注利率下行从短端向长端的传导,也即长端利率或将迎来向下空间。信用方面,由于市场信用格局在实质层面的改善仍需要时间,银行、资管等机构投资者风险偏好尚未得到有效提升,因此暂时对信用债保持谨慎,仍关注中高评级信用债。

张亚非表示,整体来看,低等级、弱资质的信用债或许仍旧面临较大压力。因此目前仍偏向精选中高评级信用债来进行资产配置,继续对信用风险做好防范。“从大类资产配置角度来讲,目前尚未看到企业信用发生实质性改善的信号,后续仍要关注宽性举措的生效,进而判断下沉信用资质的拐点是否到来。”她指出。

在今年信用风险加速爆发加速释放的背景下,不少资管机构都加强了对投资者的教育,并将

## 养老金管理效率待提升

### 专家建议扩大长期资金投资范围

基础,进入专门的第三支柱账户的资金都能享受税收优惠,而不区分资金具体流向,还应该进一步完善税收优惠的方式和力度,并将多元化的投资产品和投资工具共同纳入第三支柱建设过程中来。

董克用指出,推动第三支柱的发展需要加大税收力度,扩大覆盖面。目前,个税的起征点,从3500元调到5000元,会对原来享受第三支柱的税优人群造成一定的影响。例如,根据纳税人数的口径,个税起征点3500元,对月收入6000元以上的人群参与第三支柱有积极动力,但个税起征点提高5000元,月收入8000元以上才有动力,个税起征点3500元,潜在的覆盖人群大概0.79亿到1.3亿之间,每年的最大缴费规模为4000亿元至6000亿元之间。起征点提高至5000元后,潜在人群会降到4500万,最大的规模可能在2000亿元至3000亿元之间。

“因此,我们将来可以考虑1000块钱作为税前向第三支柱缴存,也就是说可以考虑参考健康保险一样,鼓励更多人来参与,同时,最后领取也不要征税了。”董克用说。

中国养老金融50人论坛核心成员姚余栋称,除了第三支柱税收政策需要调整外,养老金投资管理模式亟待进一步理清。目前,14个省份进行基本养老金委托投资运营,2017年基本养老金投资收益率为5.23%。虽然,基本养老金采取保底保收益的模式,但以合同为期限的资产配置,投资趋于保守。这不利于基金长期保值增值和积累壮大。养老金产品丰富但同质化严重,难以满足客户多样性需求。由于投管人的配置需要,产品线都呈现高度的相似性,以混合型、固收型产品为主。

“此外,市场监管存在不足,扰乱养老服务金融正常秩序,由于目前,我们没有针对养老服务金融的专门法规,现有制度主要零散分布在各个部委出台的各种支持养老服务业、保险业等政策之

中,相关机构对其业务范围、从业机构、服务标准等没有界定和规范。”姚余栋认为。

### 扩大长期资金投资范围

专家指出,体系完善后,要创新养老金管理产品和模式,适当扩大养老金投资范围。在保障养老金资产安全性的前提下,最大限度地提高养老金的投资收益。

董克用认为,一是要发挥养老金长期资金的优势,目前国内养老金市场化投资无论是在考核还是投资理念上都趋于短期化,不利于基金的保值增值,应借鉴国际经验通过创新养老保障管理产品、养老金产品等方式进行长周期投资,克服短期资产波动和流动性低等风险以获取长期风险溢价。二是要适当扩大企业年金和职业年金的投资范围,应考虑进一步将其他一些投资品种,如非公开定向债务工具(PPN)、同业存单、港股通、资产证券化等纳入年金投资范围。

尤为重要的是不可忽视第三支柱资金的配置。报告预测,第三支柱个人养老金附属功能将为资产管理行业注入新鲜血液。据预测,第三支柱全面落地后每年增量规模约2000亿元,与保险产品、公募基金和银行理财总资产量相比仍然很小,但是养老金第三支柱对于资管行业的影响不容忽视。

中国保险资产管理业协会执行副会长兼秘书长曹德云指出:“保险资金是大资金,长资金,持续稳定的资金,大量去投资跟医养健康相关的产业或者服务业。这种资产负债匹配管理内涵和外延的丰富性就扩大了,对延长保险业的产业链是有益的。这就决定了保险机构在负债端通过各类的保险产品,给大家提供医养健康等领域的风险保障和服务上的便利,通过资产端、通过投资,对养老产业、养老服务业的投资,加强民生建设。”

曹德云建议,各类金融机构要在组织形式、产

信用风险管理提升到一个更加重要的位置上。张亚非介绍,安信资管通过外部引进和内部培养的方式,搭建起了较为完善的信用研究团队,并建立了内部信用打分体系,不单纯依赖外部评级机构。投后追踪管理方面,通过对定期财报、市场舆情等信息的监控,安信资管建立了从预警到调仓的整个流程机制,今年以来在违约频发的情况下,始终保持零踩雷。

此外,针对近期中市场上短久期债券备受机构青睐的现象,张亚非指出,随着监管机构对货币型基金的监管趋严,投资者转而选择中短期债券产品来满足相关投资需求。而由于资管新规将过渡期划定至2020年年底,为了债券的到期期限不超过这一节点,老产品更倾向于配置短久期债券。叠加今年上半年短端利率整体处于较高水平,短久期债券的配置价值也相对凸显。

## 开发贷投放回暖 房企融资进一步分化

□本报记者 高改芳

中国人民银行日前公布的数据显示,截至今年三季度末,人民币房地产贷款同比增长20.4%,增速与上季末持平。在政策性住房建设不断加快以及开发贷提取的滞后效应带动下,开发贷成为房地产贷款市场的亮点之一,继续呈现较快增长态势。三季度末,房地产开发贷款同比增长24.5%,较去年同期增加9.44个百分点。

交通银行金融研究中心预计,未来随着棚改货币化政策调整的效果逐步显现,房地产开发投资将受到一定影响,进而对房地产贷款和房地产开发贷款的增长形成一定的制约。同时,开发商的融资能力进一步分化:大型房企的融资实力仍旧强劲,中小企业融资难度更显著。

### 地产信贷投放回暖

今年第三季度,受降准等货币政策的影响,金融机构加大了信贷投放。人民银行公布的数据显示,本外币非金融企业及机关团体贷款余额88.07万亿元,同比增长10.0%,增速比上年季末高0.7个百分点。三季度末,房地产开发贷款同比增长24.5%,较去年同期增加9.44个百分点。

上海市场的情况与全国一致。人民银行上海总部的数据显示,前三季度上海金融机构新增境内非金融企业本外币贷款投向房地产业和建筑业的贷款分别增加1196.64亿元和317.27亿元,同比分别多增320.57亿元和1258.96亿元;投向制造业、交运仓储邮政业和租赁商务业的贷款分别增加297.95亿元、277.64亿元和248.02亿元,同比分别少增110.59亿元、225.22亿元和1198.13亿元。

前三季度上海市本外币房地产开发贷款增加696.57亿元,同比多增129.21亿元。按贷款投向分,本外币住房开发贷款和商业用房开发贷款分别增加384.21亿元和341.75亿元,同比分别少增92.14亿元和多增43.92亿元;保障性住房开发贷款增加166.22亿元,同比多增2.75亿元。9月末,保障性住房开发贷款余额同比增长22.6%,增速同比上升1.6个百分点。

同时,三季度末人民币个人住房贷款增速继续较上季末下降0.7个百分点,比去年同期回落8.3个百分点,下降趋势已经形成。不过,交行金融研究中心认为,受住房与土地供应结构调整,推进棚改货币化安置,以及人才引进等多项政策的刺激,未来房地产市场将表现出一定的韧性,有利于个人住房贷款在平稳中有序发展。

上海市场上,今年第三季度个人房贷回暖比较明显。前三季度上海市本外币个人住房贷款新增462.85亿元,同比少增1016.48亿元;其中第三季度新增187.82亿元,环比多增43.64亿元,同比少增102.27亿元。

### 房企仍缺钱

虽然信贷投放有所回暖,但房产开发商的资金“饥渴”仍难解除。

国家统计局日前披露的2018年1-9月份房地产开发企业到位资金情况显示,1-9月份,房地产开发企业到位资金121882亿元,同比增长7.8%,增速比1-8月份提高0.9个百分点。其中,国内贷款18041亿元,下降5.1%;利用外资43亿元,下降61.7%;自筹资金40596亿元,增长11.4%;定金及预收款40259亿元,增长16.3%;个人按揭贷款17522亿元,下降1.2%。

上海中原地产市场分析师卢文曦称:“上述数据很说明问题了:贷款速度放缓,房产商主要还是靠自救。自救的主要方式就是卖房。”

开发商的融资能力也进一步分化:大型房企的融资实力仍旧强劲。据克而瑞数据,今年1-9月,行业排名前十的房企融资额为1655亿元,同比减少27%,若是剔除中国恒大的影响,其余前10强房企的融资额同比增长14.4%,在融资收紧的情况还是有充足的融资实力。排名前11-30强的房企整体融资额高达3941亿元,同比减少0.58%,平均融资额达197亿元,是融资最多的一个梯队,这些房企目前大多处于规模再增长的阶段,资金需求强烈,但在目前情况下,融资压力有所增加。前50之后的企业平均融资规模47亿元,明显低于其他梯队企业,虽然同比增长率较高,但是增量有限,且增幅不断在收窄,该梯队企业上半年的融资额同比增加近23%,进入第三季度则同比基本持平,下半年以来前50强之后有发债的企业只有5家,中小企业融资难问题更加显著。

### 优化养老金融产品开发

在扩大长期资金投资范围同时,现有的养老服务金融产品创新性不足,养老金产品丰富但同质化严重。专家建议,充分挖掘不同群体的养老金融潜在需求,不断加强养老金融理论研究和产品创新,将产品目标导向明确指向通过增加老年收入进而提高其老年生活品质上来。

董克用提出,进一步加大政策支持力度,提高养老产业融资效率,一是明确养老产业发展方向,提高融资效率方面,相关部门宜承接相应职责,出台专门针对“医养结合”的产业政策,并联合其他部门为医养结合型养老机构提供相应的财政、税收、土地、准入等方面的政策,促进以老年人健康为中心的医养结合型机构的发展;另一方面,国家在鼓励养老企业用股权、收益权、应收账款等进行质押贷款的同时,要积极鼓励成立产业基金。在防止多层基金嵌套、降低基金投资风险基础上,降低养老产业基金进入门槛,以基金的手段推动产业发展。

近期发布的《中国养老金融发展报告(2018)》(简称“报告”)建议,要明确以账户制为