

新基金公司“券商交易模式”常规化 公募托管格局迎来“三国杀”

□本报记者 王蕊 叶斯琦

2019年2月初，监管部门下发的《关于新设公募基金管理人证券交易模式转换有关事项的通知》(简称“《通知》”)称，新设公募基金管理人证券交易模式转换相关工作已由试点转入常规。一时间，券商经纪业务部门积极接触以公募基金为代表的各资管机构，资管机构开始衡量交易模式转变的利弊，而银行也在暗暗衡量券商加深介入公募业务可能带来的市场冲击。

业内人士表示，该政策将对公募基金、券商、银行等参与方的交易、风险管理带来深层次影响。一方面，监管机构打击各类违法违规行为得到了有力支持，证券公司经纪服务业务拓展迎来新契机；另一方面，基金托管和佣金格局可能改变，以银行为主的基金托管市场出现松动，传统“奶酪”或遭蚕食。



视觉中国图片

意在提升交收安全

根据《通知》要求，新设公募基金管理人管理的各类产品参与证券交易的，应当委托证券公司办理。已直接进入证券交易所交易的公募基金管理人(含主要承接原存续业务的新设公募基金管理人)管理的各类基金产品，原有证券交易模式可暂不调整，相关交易活动由上海、深圳证券交易所按照相关规定管理。鼓励上述基金管理人在新发行基金产品时采用新交易模式进场交易。

《通知》称，基金产品管理人可选择一家或多家证券公司开展证券交易，并遵守以下要求：一是按照证券交易金额计算和支付交易佣金，交易佣金不得与证券公司销售业绩、保有规模等挂钩；二是妥善控制头寸分布；三是原则上应当使用证券公司提供的交

易终端进行证券交易业务，但经证券公司评估同意其使用自身投资管理系统接入交易的除外；四是对证券交易指令进行检查，确保符合本公司风险管理要求后发出委托指令，主动避免可能的异常交易，积极配合证券公司的交易管理行为。

据中国证券报记者了解，此前监管部门已经探索试点公募基金采用证券公司交易模式。在传统的托管人结算模式下，基金公司租用券商交易单元，交易指令从基金公司的交易系统直接发送至交易所，后续结算由公募基金托管人即银行承担。而在新模式下，券商首先作为经纪商为公募产品开立资金账户；然后通过集中交易系统对公募产品的交易进行实时验资验券，确保在资金账户中有足额资金执行交易指令；同时也

向管理人、托管人等提供结算数据和对账单，用于产品估值；并与中结算签订结算协议，承担作为结算参与人的相关职责，并协助监管进行异常交易行为的监控。

“相比于传统的托管人结算模式，公募采用券商结算的最大差别就是在于验资验券。”一家上市券商机构相关负责人莫以琛(化名)说：“实时验资验券为产品交易提供了信用保障，交收安全性进一步提高，这也是监管推行券商交易模式常态化的一个初心。”

莫以琛透露，从产品角度来看，如果将来公募基金放开参与两融业务，那么选择券商进行产品的托管和结算，会比银行托管结算更加便利。

国信证券经纪事业部李心月在接

受中国证券报记者采访时表示，公募基金券商交易结算模式相比于传统的托管人结算模式，核心要点是将公募基金纳入证券公司经纪业务管理体系，由证券公司承担交易控制与结算职责；而传统模式下公募基金的交易控制，以公募基金的事前自律控制机制及托管人的事后控制机制为主。随着中国证券行业的发展和日渐成熟，规范化的市场对券商端把握各类基金产品整体风险也提出了更高的要求。

上海证券基金评价研究中心负责人刘亦平告诉记者，新模式强化了券商交易责任，同时增强了券商和基金公司之间的联系。此外，新模式下券商聚集交易和托管于一体，有利于基金公司的运作体验，也有助于倒逼券商增强自身实力。

公募三大隐忧待解

业内人士表示，对于新的交易模式，基金公司仍存在一定担忧。

一是担忧效率。在券商结算模式下，交易数据实际上是从中国结算统一传递到作为经纪商的券商，然后再通过券商分拆出公募基金的交易数据发送到托管行，而此前交易数据是直接通过券商通道发送到托管行。虽然券商结算模式使得交易安全更有保障，但有业内人士担心，交易环节的增加会影响交易效率。记者从多家资管机构了解到，托管人结算模式下，公募基金交易室可以在下午四五点就收到交易所反馈，现在采用券商结算的话，可能需要等到晚上七八点。

事实上，公募基金采用券商结算，对经纪商的交易和结算系统、交收能力、风险内控等都提出了更高要求，是对经纪商综合实力的考验。莫以琛告诉中国证券报记者，考虑到公募交易信息的保密要求，经纪商必须设立专门的岗

位，打造独立的柜台，将公募数据与散户数据隔离开，分别进行交收。与此同时，公募券商结算对系统的要求更高，需要加大投入，不断开发和完善系统各业务模块，对于体量较小的券商来说，这样的成本投入很难支持，因此业务开展步履维艰。

不过，有券商人士表示，就试点期间的实际情况来看，券商结算在公募基金公司T+0估值、交易安全和交易效率、资金效率等方面都可以得到有效保障。“我们的产品运作一切顺利，合作券商在运作过程中还优化了系统，提高了效率，发送给管理人数据的时间比一开始提前了。”此前参与试点的新成立基金公司人士向中国证券报记者表示。

据了解，此前进行券商结算试点的6家新成立基金公司目前产品运作良好，试点券商也从中积累了不少经验，目前进一步扩展业务的能力已经

具备。

二是担忧券商的销售能力。北京一家基金公司副总经理在接受中国证券报记者采访时就表示，目前监管只是对于新基金公司提出了要求，对于此前成立的公司则是鼓励。因此，是否要转为券商交易模式，他们目前还在观察。他坦言转变模式的动力不足。这是因为，如果要银行代销公司产品，银行一般会提出托管要求。而转为券商交易模式，券商一般也会提出托管要求。这就意味着如果转为券商交易模式，有可能失去银行这一代销渠道。“相比银行，券商的销售能力差太远了。”他说。

“公募倾向于选择结算服务更快、投研服务更好的经纪商。”有券商人士称：“尤其是在渠道代销方面，如果不能完成一定量的基金销售任务，将很难获得公募基金的青睐。”

众所周知，银行在公募产品的代销

方面有着券商难以匹敌的天然优势，而渠道销售能力则直接决定了公募产品的首发规模和公司总管理规模。这意味着，如果券商销售能力未能提升，券商结算模式将很难在存量公募中推广。

三是担忧分成模式不利。有基金公司相关人士就直言：“我们与银行合作时，采取的是管理费分成模式。在这种模式下，我们根据真实收入，按照一定比例与银行分成，怎么算至少都不会亏。但和券商合作时，有的券商要求按照销量分成，这对基金公司比较不利。”

另有业内人士指出，随着券商交易模式常态化的推进，经纪佣金的分配格局也将随之改变。在过去20多年间，券商研究所与基金公司建立了“研究换佣金”的通用业务模式，然而随着券商对公募的介入程度逐渐加深，基金公司分配交易佣金可能会挂钩更多衡量标准。

头部券商厉兵秣马

针对公募基金的上述担忧，券商亦在制度、能力方面积极准备，力争不要错过这一发展主经纪商服务业务的重大机遇。

李心月介绍，国信证券在交易清算系统、信息隔离等方面已经做了充分的准备。一是指定专门的营业网点、配备专门的业务团队服务于公募基金；二是以现有高效、稳定、业务齐全的交易清算系统为基础，独立部署专用于公募基金的交易清算系统；三是搭建独立的B2B网关系统作为统一的接入平台对接公募投资管理系统，提供独立专线和VPN等交易链路，并以“公募基金管理人+托管人”为主体提供独立交易单元；四是通过

人员、权限、系统、数据、物理、运营等各方面的信息隔离，保障公募基金公司信息安全；五是为公募基金提供算法交易、高级订单、定制风控等特色服务。同时，制定公募基金券商交易结算模式管理办法、经纪服务指引、结算流程等规章制度，确保各环节落实到位。

另有券商人士告诉中国证券报记者，券商以往坐享经纪业务，忽视金融产品销售能力建设，导致渠道代销成为业务发展的一大短板。证券公司已经意识到这一不足。现在，相关政策在倒逼券商做出变化，券商行业内的马太效应或将显现。对于公募券商结算业务本身而言，目前业内不少券商在技术上已没

有阻碍，主要问题在于中小券商的综合实力难以与大券商相比，更难以从银行手中分得一杯羹。

中国证券报记者从某银行托管部门了解到，银行也对券商结算模式的常态化保持慎重，尤其是一些之前托管公募份额比较多的银行，担心自身份额会外流到券商手中。但该银行托管业务人士也表示：“说到底，基金托管业务还是要靠渠道和人脉，这一点短期内不会有大的改变。”

“我们现在当然也在努力去推券商结算，但据我所知，进展比较一般。”南方某券商机构托管部人员表示，综合来看，目前券商结算推进难的原因主要

集中在两方面——银行代销和基金分仓。“分仓佣金是基金公司的重要资源，刚成立的新基金管理人还好说，分仓佣金规模不会太大，也没有已经建立稳定合作的券商伙伴。但对于老基金管理人来说，过去一直是优先选择跟自己关系较为密切、服务较好的券商，如果券商结算模式要推行开来，肯定要打破现有的利益格局，这个转变短期内很难实现。”

有券商人士呼吁，一方面，银行仍可作为托管人参与到公募业务中；另一方面，公募基金管理人、银行、券商三方还可探索更深入的合作，未来的合作模式值得期待。

基金“以销定托”短期难改

□本报记者 王蕊

合计5819.59万元，仅占全部公募托管费67.44亿元收入的0.81%，另外66.86亿元的市场大头则被27家银行瓜分。另一方面，券商托管也存在着明显的收入差异。具体来看，2018年，国泰君安共揽入托管收入为2117.18万元；招商证券排名第二，托管收入为1435.96万元；中信建投则收获837.72万元的托管收入，排名第三。与此同时，华泰证券和中金公司2018年仅获得了12.55万元和55.99万元的托管收入。

银行瓜分99%基金托管份额

一直以来，银行在公募托管业务中处于垄断地位，据证监会官网，截至2月19日，全市场共有38家公募基金托管机构，其中证券公司11家，银行27家。Wind数据显示，截至2月19日，券商的公募托管份额合计为1481.44亿份，占12.94万亿公募托管份额的比例仅为1.14%。值得一提的是，托管规模排行前20名的全部是银行，托管规模最大的券商国泰君安仅位列第21名。

具体来看，排名前三的券商分别为国泰君安、中信建投和招商证券，托管规模分别为603.80亿份、394.37亿份和309.27亿份。而与此形成对比的是，共有16家银行基金托管份额超过1000亿份，其中工商银行、建设银行、中信银行和交通银行四家银行的托管规模甚至越过万亿大关，分别为2.00万亿份、1.88万亿份、1.74万亿份和1.35万亿份。

而根据2018年公募基金年报，11家券商公募托管费收入

根据《通知》，券商拓展相关业务的主战场仍是短期内难带来较大业务增量的新发基金市场。国泰君安证券非银刘欣琦团队测算，假设2019年新发行基金产品规模9000亿元，平均托管费率0.1%，包括销售服务费及尾随佣金在内的销售费用率0.5%，按照新发行基金产品采用券商托管的规模比例为10%、20%、40%、60%测算，将为券商带来托管费和代销收入增量0.9亿元至32.4亿元。由此可见，短期内公募券商交易结算模式带来的业务增量尚不明显。

“当前公募托管市场‘以销定托’仍是主流，银行强大的代销能力与客户资源决定了其在公募托管市场的垄断地位，这对券商公募托管业务提升市场份额提出较高要求。”刘欣琦指出，券商结算模式下将提高券商公募托管竞争优势，预计销售能力强的券商将获得更多市场份额，有益于托管费、代销收入等主经纪业务增收，但“以销定托”短期难以改变。

公募基金券商交易结算模式

利好头部券商和电子板块

□本报记者 叶斯琦

位券商人士说。

分析人士认为，券商交易结算模式利好头部券商，但这更多体现在中长期层面。短期来看，基金托管、分仓的格局变化对上市券商业绩影响有限。

电子板块料受益

分析人士称，在推进券商交易结算模式的过程中，券商的后台系统亟待升级。因此，电子板块的部分标的也有望受益。

中长期利好头部券商

分析人士表示，在公募基金券商交易结算模式下，券商可充分发挥其专业性，为公募基金公司提供快速交易系统和平台、交易分析管理、对冲交易产品、证券研究咨询、融资融券业务、基金代销业务、基金托管业务、风险管理、业务咨询等一揽子综合金融服务，未来前景广阔。此外，由券商层面进行实时验资验券、监控异常交易，把握和管控交易全貌，能更好地适应监管需求及金融市场未来发展趋势。

不过，业内人士也提醒，公募基金券商交易结算模式的推行是公募基金公司和券商双向选择的过程，优质基金公司、优质基金产品的重要性将进一步凸显出来；优秀的券商同样会受到更高认可，获得更多机会。

“虽然原则上券商都可以开展此项业务，但公募基金公司在合作券商的选择上将对券商清算交收、交易服务、代销、研究、托管等综合金融服务能力进行考量，综合实力强的券商将在业务开展方面更具优势；这也将推动证券公司更进一步地整合资源，利用自身的专业优势，强化对于公募基金等专业金融机构的综合金融服务能力。”华南一

东吴证券认为，券商交易结算模式由试点转入常规，将带动券商经纪业务和托管业务的发展，推动券商打造交易、结算、托管、投研、代销一站式机构经纪服务，长期而言对中后台系统的行业格局有一定影响。新结算模式涉及各参与方使用的系统，包括投资管理系统、券商集中交易系统、风控管理系统、清算估值系统、托管系统等，在机构希望获得一站式服务的趋势下，相关标的有望明显受益。