

# 券商重启质押业务态度谨慎

## 质押风险趋于缓解

□本报实习记者 戴安琪

中登公司数据显示,截至3月1日,全市场有股票质押的企业共有3374家,较2月1日减少21家,市场质押总股数6284亿股,较2月1日减少36亿股。业内人士表示,近期市场表现强劲和此前推出政策利好,一定程度上缓解了质押风险。不过,此前大部分机构亏损严重,短期内机构对于重启质押业务仍持谨慎态度。

### 多重利好缓解风险

为化解上市公司特别是民营上市公司的股票质押风险,今年1月18日沪深交易所发布《关于股票质押式回购交易相关事项的通知》,优化违约合约展期安排,对用于纾解质押风险的新增股票质押回购作出特别安排。

除政策利好外,A股市场持续回暖。2月上证综指涨幅达到13.79%,月涨幅为2015年5月以来的高。在多重利好下,股票质押风险日趋缓解。中登公司数据显示,截至3月1日,全市场有股票质押的企业共有3374家,较2月1日减少21家;市场质押总股数6284亿股,较2月1日减少36亿股,质押总市值为5.13万亿元。

深交所此前发布的《2018年度股票质押回购风险分析报告》指出,股票质押风险主要由市场价格波动、股东持股比例质押、出资方风控调整不及时等因素助推而成。2018年两市主要指数波动较大,部分股票价格下跌明显,其中,14.2%的股票跌幅超过50%,58.9%的股票跌幅超过30%,导致相当数量的股票质押回购合约跌破约定的履约保障比例,股东补充担保不及时或未及时购回产生

违约。此外,部分股东持股质押比例高,股票价格大幅波动时缺乏追加担保能力,部分出资方在质押股票流动性发生变化时未及时调整风控等,都加剧了股票质押风险。

### 最坏预期或已过

尽管近期市场的强劲反弹使得股票质押风险趋缓,但业内人士表示,目前质押业务的重启还需谨慎考虑。

据统计,目前有35家证券公司涉及股票质押业务,其中,海通证券质押公司数量最多,达278家,其次为华泰证券、国泰君安。申万宏源质押公司数量最少,仅为8家。一位券商资管人士称:“目前我们对质押业务还是很谨慎的,此前的一堆问题尚未解决。短期内不可能放开,而且大家对春季行情是否能够连续分歧很大。”

## 粤财控股首席风险官俞勇:

# 合力突围 构建全面风险管控体系

□本报记者 张凌之

“风险管控能力的提升需要外部监管和内部管控共同作用,形成体系化合力。”粤财控股首席风险官俞勇日前在接受中国证券报记者采访时表示,金融控股公司在经历二十多年的试点探索之后迎来新的发展阶段,未来金融控股公司风险管控体系的构建和转型需要和其他领域的转型协同推进。在大数据时代,金融控股公司的风险管控还需要更加重视对数据的积累、管理和开发,提高从数据中识别风险、运用大数据技术管控风险的能力。

### 风险管控两大困境待解

中国证券报:与单一金融机构相比,金融控股公司有哪些突出特点?

俞勇:金融控股公司的业务范围涵盖银行、证券、保险、资产管理、信托、基金等金融领域,与单一金融机构相比,这种模式具有以下特点:一是在控股公司的性质和经营范围方面,金融投资控股公司不经营任何具体业务,仅以股权为纽带,通过对子公司的投资控股实现管理职能和关联交易管控。二是在控股公司的功能定位方面,控股公司重在明确方向、制定规则,创造整体协同价值,负责履行资本筹集、战略规划、合规监督、品牌经营、整体协同等核心职能,不参与、不干预子公司的日常经营管理。三是在管控边界方面,控股公司派驻人员参与子公司董事会及下属专业委员会,通过子公司董事会对子公司进行管理和控制,集团成员不与子公司管理层交叉任职。子公司均拥有独立的法人资格、董事会和管理团队、薪酬体系,实行专业化独立经营,形成天然的防火墙。四是风险管控体系方面,控股公司通过子公司董事会制定重大决策,通过合规问责、风险内控等

环节强化监管部门的要求,在计划管控、审计合规、风险内控、高管问责等核心经营领域,构成对子公司的管控。

中国证券报:金融控股公司风险管控目前存在哪些困境?

俞勇:金融控股公司风险管控能力的提升,需要外部监管和内部管控共同作用,形成体系化合力。但长期以来,这方面存在两个典型的困境:一是金融分业监管框架下的套利空间。对越来越多追求“全牌照”的金融控股公司来说,实质上仍然没有明确的监管责任主体,协作监管的力度不够。在以分业监管为主的政策框架下,一些金融控股公司利用监管政策漏洞和分业监管套利空间迅速壮大起来,更有甚者利用多种金融牌照大肆进行违法违规经营活动。

二是金融控股公司自身风险管理能力不足。由于外部监管缺失和经验不足等原因,目前大多数金融控股公司并未在集团层面建立起较为完善的风险管理体系框架。同时,在外部监管不完善的情况下,缺少足够的动力去建设防火墙并避免利益输送,更遑论积极主动提升自身风险管理能力。总体来看,当前国内的金融控股公司在全面风险管理能力建设上还有不少“历史欠账”,在未来新的监管规则出台之后可能要经历一段“补课”时期。

### 构建全面风险管控体系

中国证券报:我国的金融控股公司应该建立怎样的风险管控体系?

俞勇:当前我国金融控股公司的发展正处于历史转型期,面临的转型任务不仅包括风险管控,而且涉及资本运营、公司治理、集团管控、业务协同、科技驱动等诸多领域,风险管控体系的构建和转型需要和其它领域的转型协同推进。总体来说,金融控股公司需要在资本约束理念下,坚持风险与业务发

展相协调、风险与收益相匹配的基本原则,推动从单一风险管理向全面风险管理、从控制风险向主动经营与管理风险、从资产负债管理向资本管理、从简单关注风险指标向全过程风险管理、从经验定性管理向定性定量管理结合、从静态创利和不良考核向动态风险调整后收益考核等的一系列转变。

在具体的构建目标上,金融控股公司应该着眼于构建全面风险管理体系。这一体系应该具备:边界清晰、差异授权的治理架构,体系完善、执行有力的制度政策,节点清晰、控制完备的管理流程,量身定制、应用到位的工具系统,激励相容、价值引导的绩效考核机制,专业高效的团队和稳健的风险文化。

中国证券报:如何管控金融控股公司在关联交易方面的风险?

俞勇:应该说关联交易本身并不是监管完全禁止的,也并非一定造成损失。但在现实当中,关联交易往往和监管套利冲动联系在一起,确实容易因为违规或风险传染导致风险爆发,因此在金融控股公司需要重点管控的一类风险,在具体操作上有系统性的安排。一是建立关联交易管理架构。在公司治理层面,要明确股东大会、董事会重大关联交易审批职能,监事会关联交易监督职能;董事会下要设立关联交易控制委员会,统筹关联交易管理,控制关联交易执行。二是明确关联交易审批权限与流程。明确授信类与非授信类关联交易业务经办机构及审批部门职能,按关联交易业务性质归属对应的业务主管部门审批。三是完善关联方信息管理。关联方识别遵循实质重于形式的原则进行界定,明确规定关联法人、关联自然人(包括内部人及其近亲属)的范围,以及关联方信息报告、管理职能等。四是做好关联交易界定及分类。按照监管规定,关联交易金额分为一般关联交易和重大关联交易,要

华泰证券认为,当前股票质押风险已得到较充分的释放,券商最坏预期已过。制度安排边际宽松旨在防范和化解股票质押回购风险,保障市场稳健运行。券商强化业务风控准入,预计制度放松不会引致券商盲目放大业务规模,未来股票质押规模仍将延续边际收缩趋势。

万联证券则表示,沪深两市交易所的《通知》旨在拉长质押业务久期,通过以时间换空间的思路给予股东更强的风险处置灵活性,市场对于券商资产质量的担忧情绪进一步缓解。从历史经验来看,券商行情的启动有两大基础,分别是监管政策的边际放松和流动性环境的边际改善。就当前时点而言,这两方面基础正在逐步形成,尽管业绩的拐点仍需等待,但基本面企稳修复的预期正在不断强化,券商资产质量问题也获得较大缓解。

求经办单位主动识别、查询关联方信息库,在工作流程中增加“本交易是否属于关联交易”的条款,并获取对方声明,法律事务部门对关联交易业务提供咨询与审核。除此之外,还需强化关联交易的监督稽核,注重关联交易合规宣导培训,兼顾关联交易审批效率和监管要求,防范大股东及关联方资金占用等。

### 金融科技驱动风险管控升级

中国证券报:在大数据时代,金融控股公司的风险管控需要如何升级?

俞勇:传统的风险管理手段以政策、制度、流程等定性方法为主,风险识别等工作中对经验性主观判断的依赖程度比较高,这显然不能支撑金融控股公司更多元化和更复杂的业务结构。在大数据时代,金融控股公司的风险管控需要更加重视对数据的积累、管理和开发,提高从数据中识别风险、运用大数据技术管控风险的能力。

运用大数据管控风险,首先需要重视数据基础设施建设。金融控股公司不仅要擅长从数据中挖掘财富,还要能够从数据中发现风险。必须适应大数据时代风险管理的要求,统一规划风险数据集市建设,形成风险指标数据共享交换的平台,实现各风险应用系统数据的共享和交换,为量化风险管理能力的提升夯实基础。

在量化风险管理的具体工具上,金融控股公司应在建设风险数据集市的基础上,进一步开发风险仪表盘和统一客户视图等工具。通过增加客户识别、客户拆分与归并、客户信息整合等功能,以提升对于单一客户风险敞口水平的管控,切实提高风险管理效率;并为后续的风险计量和资本管理奠定基础,进一步提升风险管理水平。

在原有业务基础上,深耕已覆盖的细分行业和领域,做专业化的资产证券化主动管理者,以创新、效率为宗旨服务各类客户,成为为这些细分行业提供金融服务的口碑券商。

上述负责人表示,深耕行业,做精品业务,不仅有利于开展进一步的业务创新,也可以挖掘更多的业务机会。截至目前,国金证券累计发行规模约650亿元,发行单数超60单,各类基础资产类型占比较为均衡,整体资产表现良好。公司2019年的业务布局将主要聚焦:针对个人消费者的汽车融资租赁资产证券化,公司在这方面深耕多年,有丰富业务经验;供应链类资产证券化业务,供应链类资产证券化如应收、应付类资产的证券化,这是服务实体经济的重要方式,也是未来发展方向。

略:把握权益市场带来的正股较大的向上波动空间对弹性转债个券的带动,以博取转债市场里更高的相对收益空间。”黄文涛预计,个券将持续开始有所分化,由于转债中的弹性品种向下波动性亦较强,且流动性较差,应重视对已有较高涨幅的弹性品种的左侧仓位逐步兑现,以及高位品种向低位品种之间的轮动转移。

东北证券分析师李勇指出,转债市场已出现了一批高价个券,债底保护已逐渐削弱。如今转债的价值更多要靠正股价值来支撑。当前对于传统债券投资者而言,通过转债市场博取权益市场收益显得尤为重要。

“投资逻辑或许已在悄然改变,之前我们曾提醒投资者注意高价个券,如今放眼望去,市场上多是高价转债。电子、通信、计算机等行业开年以来涨幅较好,未来能否继续领涨还需拭目以待。在转债上涨、估值提升的背景下,投资难度在不断加大。”李勇说。

## 5家新增 7家退出

# 大病保险资质调整

□本报记者 潘昶安

近日,银保监会在官网公示了城乡居民大病保险(简称“大病保险”)经营资质名单,与2013年公布的首份名单相比,新增5家公司,另有7家公司从名单中离开。

业内人士提示,大病保险属于社保,商业重疾险属于商业保险,二者在属性、被保险人和支付方式等方面有本质上的不同,不具有大病保险经营资质,并不意味着不能履行商业重疾险的保单义务。

### 大病保险资质首调

日前,银保监会调整并公示了大病保险经营资质名单。这是在2013年银保监会公布首份名单之后进行的第一次调整。具体来看,此次公布的经营大病保险的人身险公司共17家,财险公司共15家。与2013年初次公布相比,此次有5家公司新进入名单,另有7家险企离场。新增的5家公司分别为东吴人寿、吉祥人寿、利安人寿、泰康养老、国元农业。7家从名单中剔除的公司为平安人寿、富德生命人寿、华夏人寿、国华人寿、亚太财险、华泰财险、天安财险。

对于调整的原因,多位保险公司人士认为,或与经营大病保险的一系列条件有关。根据中国保监会2013年印发的《保险公司城乡居民大病保险业务管理暂行办法》,保险公司开展大病保险业务应具备十项基本条件,包含注册资本不低于人民币20亿元或近三年内净资产均不低于人民币50亿元;专业健康险公司上一年度末和最近季度末的偿付能力不低于100%;其他保险公司上一年度末和最近季度末的偿付能力不低于150%;在中国境内连续经营健康保险专项业务5年以上,具有成熟的健康保险经营管理能力等。此外,还有同一保

证监会议2月28日审核通过了云南白药、青松股份两家公司的重组方案。云南白药于2018年11月2日发布重组预案,今年2月28日过会,历时不到4个月。投行人士认为,目前并购重组市场发生的最重要的变化是审核提速。同时,定向可转债用于并购重组的案例也逐渐增多。

### 审核明显提速

Wind数据显示,2019年前两个月,共有13单并购重组方案上会,其中11单过会。除去云南白药外,美的集团重组方案也审核迅速,美的集团2018年10月24日披露重组预案,2019年2月20日过会。

南方某中型券商内核负责人认为,目前并购重组市场发生的最重要的变化之一是审核提速。

### 回归产业逻辑

事实上,自2018年10月以来,并购重组审核就在加速。“并购重组市场环境宽松了,市场就会随之回暖。”北方一家大型券商并购业务负责人李想(化名)向中国证券报记者表示,目前,并购重组市场呈现两大趋势:一是产业并购提速,通过市场化并购,推动行业整合和转型升级,催生新的业绩增长点。二是重组上市或升温。2018年11月5日至15日,A股市场出现三单重组上市案例,沉寂多时的重组上市出现升温迹象。

证监会此前推出“小额快速”并购审核机制后,作为首单并购重组“小额快速”案例,拓尔思发行股份购买资产事项,于2018年10月18日无条件过会,该项目从受理到过会,全程不到15个工作日,耗时大大缩短。业内人士指出,“小额快速”并购重组审核机制的落实是证监会推进并购重组市场化改革的重要表现,对于优质上市公司收购优质小额标的,大幅提高了审核效率。

### 创新支付工具

自证监会公告试点定向可

险集团公司在一个大病保险统筹地区投标开展大病保险业务的子公司不超过一家的规定。

吉祥人寿此前偿付能力低于监管红线,但在2019年1月3日,吉祥人寿增资方案获批,其核心偿付充足率和综合偿付充足率均跃升至达标线上,此次顺利入选大病保险经营资质名单。多位险企人士表示,名单几家险企资质变动或多或少与其经营条件有关。

### 重疾险保单暂不受影响

对于此次资质调整,有投保人担忧,自己投保的重疾险保单是否会受到险企失去大病保险经营资质的影响。

实际上,尽管名称上都与重大疾病有关,但大病保险和商业重疾险有着本质上的区别。一位华北地区人身险公司负责人指出,大病保险和商业重疾险在属性、被保险人和支付方式等方面不同。从属性上看,大病保险属于社保,目的是解决“因病致贫”、“因病返贫”等问题,而商业重疾险是商业保险,是社保的补充手段。大病保险的被保险人是参加城镇居民医保与新农合的居民,而商业重疾险的投保人只要满足保险公司的要求,就可以通过购买重疾险享受保障。从支付方式来看,商业重疾险的费用由投保人自行承担,大病保险的费用则是从医保费用中划拨,不需另外支付。

投保的险企不再具有大病保险经营资质,是否对投保人重疾险保单有影响?中国社会科学院保险与发展研究中心秘书长王向楠认为,最大的影响是,一家公司经营不规范(表现为综合评级较低)而失去大病保险经营资质,公司声誉可能受到影响。但是这离不能履行商业重疾险的保单义务还隔着很远,有些不再具有大病保险经营资质的保险公司,其商业重疾险有较高的性价比。

## 创新工具 并购重组审核提速

□本报记者 郭梦迪

转债并购支持上市公司发展后,近期定向可转债被引入并购重组的案例频频出现。

2月25日,长春高新称,公司正筹划发行股份、定向可转换债券及支付现金方式购买长春金赛药业股份有限公司30%股权,同时,拟向不超过十名特定投资者非公开发行股票及/或定向可转债债券募集配套资金。

北京某大型券商相关业务负责人王伟(化名)称,引入定向可转债作为并购重组支付对价的工具具有十分重大的意义,这将使并购重组交易各方的选择更加多元化,并购交易方案更加灵活,有利于更好地满足和匹配交易各方的诉求、平衡交易各方的利益,进一步促进并购重组交易活跃度的提升,进而激发市场活跃度、提振市场信心,也有利于并购重组更好地服务于实体经济、促进产业整合。

### 回归产业逻辑

“随着整个A股资本市场估值体系、投资逻辑的转变,目前并购重组市场渐趋理性。过去某种意义上基于非上市资产证券化或估值套利,的交易逻辑已经越来越弱,上市公司更多地站在产业整合、协同效应的角度去看待交易,并购重组正在回归产业逻辑,进一步发挥其产业整合这一最本源的功能,在提升产业集中度、优化产业资源配置、提升上市公司资产质量等方面扮演着越来越重要的角色。”王伟指出。

有券商人士预计,随着并购重组审核流程不断优化,并购重组市场活力将进一步被激发,上市公司产业并购,特别是高新技术产业并购将进一步加快,产业转型升级提速;上市公司和市场更趋成熟,理性 and 谨慎,“忽悠式”、“跟风式”重组不断减少,并购重组质量不断提升,整合成功率更高、效果更好。

李想认为,未来将会有越来越多的优质实体企业能够通过并购重组进行资源的优化配置,加快实体经济转型升级的步伐。

## 国金证券:做专业化资产管理者

□本报记者 陈健

国金证券资管相关负责人表示,资产证券化业务发展迎来精耕细作时代,券商需要进一步加强主动管理,深耕已覆盖的细分行业和领域,转变原来以产品管理为出发点的管理思路,做专业化的资产管理者。

### 发展环境日趋好转

上述负责人介绍,资产证券化业务虽然经历了快速的发展,但相比债券市场以及我国存量资产情况,仍处于初级阶段,无论是去杠杆还是盘活存量资产,资产证券化都将是一个重要的金融工具。相比而言,国内资产证券化产品规模占整个债券市场

的比例仍然很小,资产证券化业务仍有很大发展空间。随着从业人员专业化程度的提升,市场环境的改善以及资产种类的突破创新,资产证券化业务必将迎来大发展。

该负责人指出,当前资产证券化业务发展面临相对不错的环境。从资产证券化产品本身看,不仅有主体信用还有资本本身的信用保障,比纯信用的债券产品有优势;发行方面,去年资本市场处于相对不稳定状态,很多企业面临短债流动性问题,现在企业通过资产证券化产品融资的利率有所下降,反映市场有所好转;此前资产证券化产品二级市场交易不活跃,流动性较弱,投资人买入大部分持有至到期,现在,随着监管层陆续在出台相关政策(如《上海证

券交易所债券质押三方回购交易业务指南》),二级市场的流动性有所提升,预计随着二级市场的活跃,越来越多投资者可以进行转让、质押融资等。

### 深耕精品业务

上述负责人预计,2019年,国内资产证券化业务的竞争将进一步加剧,相对于传统金融产品,资产证券化业务对各管理人在组织架构搭建、资产管理能力、行业经验等方面有更高要求。

该负责人介绍,资产证券化业务涉及尽调、甄别企业、资金回流、违约处理、兑付等各项工作。基于对资产证券化业务发展的看好,公司正在继续招聘,扩大团队规模。公司将

## 转债涨幅波幅增大 投资者喜忧参半

□本报记者 孙翔峰

近日A股市场持续走强,带动可转债市场“随风起舞”。截至3月1日,中证可转债及可交换债指数年初以来已经上涨37.73点,涨幅为12.3%。业内人士分析,转债行情转好主要得益于正股行情表现出色,随着正股逐步冲高,回调风险越来越大,转债的投资难度也逐步增加。

### 行情火爆

可转债成交额近期急速放大。Wind数据显示,上周,2月24日至3月2日,全市场转债已经成交487.76亿元,环比增加了195亿元,环比增幅为66.78%。

可转债行情的发力让一些投资者大吃一惊。尤其是2月25日,在A股成交破万亿,近300只个股涨停的火爆行情带动下,121只正常交易的可转债仅有辉丰转债和泰晶转债微

幅下跌,其余全部上涨,占比高达98.35%。其中,特发转债和东财转债一天内分别上涨36.25%和20%。“一天赚了一年的钱。”一位可转债投资者对中国证券报记者坦言。

“这说明市场对可转债对应的正股行情预期比较好。”中信证券分析师余经纬对中国证券报记者表示,可转债具有“T+0”和没有“涨跌停”的特点,在行情波动较大的过程中,投资者会将预期反映在可转债中,导致行情波动较大。

比如2月25日东财转债的正股东方财富当天涨停,一些投资者在涨停板无法买入东方财富的情况下,转向购买东财转债,在资金和预期双重推动下,东财转债当日上午涨20%。

不过,可转债下跌起来也不客气。2月26日,特发信息高开低走,虽然收盘仅下跌0.76%,却带动特发转债当天下跌26.34%。

“转债的价格会承担溢价率的波动风险,还会承担股价波动的风险,所以在行情

比较激烈的情况下,转债的波动会放大。”余经纬说。

### 投资难度增加

在2月火爆行情下,新上市的可转债首日全部上涨,结束了近年来一直破发的局面。Wind数据显示,2月份以来共有4只可转债上市,其中,冰轮转债和平银转债首日上涨均超过14%,维格转债和联泰转债稍弱,首日上涨在6%左右。

转债的赚钱效应让不少投资者蠢蠢欲动。但业内人士表示,转债行情可能已经告一段落,投资难度在逐步增大。

中信建投分析师黄文涛认为,2019年应是熊市转牛市的中间阶段,而非单边走势的大牛市。基于利空出尽后的利好频出,市场做多情绪高涨,行情可能会一步到位,之后可能会迎来较大幅度的回调。

“从转债来说,首先就是坚持弹性策