

# 迎难而上 券商大集合改造进行时

□本报记者 张凌之 郭梦迪

中信证券日前在其官网披露了“中信证券假日理财集合资产管理计划变更生效暨中信证券六个月滚动持有债券型集合资产管理计划资产管理合同生效的公告”。业内人士透露,这是行业内首只转型完毕的大集合产品。此前,中信证券、国泰君安证券和东方证券已收到监管部门同意集合资产管理计划合同变更函。

从2018年开始,一些券商在思考如何在不影响整体管理规模的前提下,对大集合产品进行转化。不过,中国证券报记者了解到,不少券商资管人士表示大集合改造仍比较困难,问题主要集中在公募牌照申请不易、与投资者沟通解释不便,以及处置资产过程中可能暴露风险等方面。

## 多方面加快改造

“由于相关业务指引要求大集合产品在2020年末改造完毕,所以从2018年开始,众多券商就在思考如何在不影响整体管理规模的前提下,对大集合产品进行转化。”某中型券商资管人士李蒙(化名)表示,目前各家券商对大集合产品的改造办法主要有两种:一是自然到期结束,并争取在结束之前使大集合产品中的投资者转移到小集合产品中;二是转为公募产品,

但如果3年合同期届满公司还没有取得公募牌照,产品就有可能被采取规模管控等措施。

某上市券商资管业务人士表示,公司主要从制度、流程和产品三个方面进行大集合改造,现已基本完成,就等监管批文了。

东证资管相关负责人介绍,在东方红7号公募化改造的过程中,公司多次与监管部门沟通,在充分考虑投资人利益的前提下,对产品费率结构、业绩报酬、封闭周期等方面进行了一定调整。后续公司将尽快启动东方红7号的合同变更程序,正式转型为东方红启元灵活配置混合型证券投资基金。

记者了解到,今年8月初,监管向中信证券、国泰君安证券和东方证券下发同意集合资产管理计划合同变更函。其中,中信证券和东方证券各1只产品获批变更,国泰君安证券有2只产品获批变更。

## 渴望公募牌照

大集合产品的存在对券商资管而言是非常宝贵的。考虑到大集合产品的投资起点大多为5万元或者10万元,与一般私募资管产品的投资门槛相比低了很多,因此券商都比较看重大集合产品。记者了解到,有无公募牌照直接决定了大集合改造的难易程度。

“为了保持竞争优势,规避业务短板,券商

资管尤其是大型券商资管均纷纷申请公募业务管理资格。”李蒙透露,公募资格的获批,既有助于承接原有的大集合中的资金,使得券商资产管理规模不会因为大集合产品的改造而出现规模明显缩减,而且也有利于券商或券商资管子公司建立公募资管产品线,将目标客户群由高净值客户扩大至普通投资者群体。

但是,很多大券商囿于“一参一控”的限制,无法申请公募牌照。李蒙介绍,目前券商公募牌照的受理速度放缓,很多券商上报公募材料后,处于不断反馈、不断补正材料的阶段,没有获得牌照的明确时间表。

公开资料显示,目前有包括东方证券、华泰证券、中泰证券等在内的13家证券公司具有公募牌照,但大集合产品规模较大的券商大多没有公募牌照。

此外,监管部门鼓励未取得公募基金管理资格的证券公司通过将大集合产品管理人更换为其控股、参股的基金管理公司并变更注册为公募基金的方式,提前完成大集合资产管理业务规范工作。但对一些券商而言,按照这一方式改造存在难度。“从利益上讲,要我们将辛辛苦苦培育出来的产品移交给控股或者参股的基金公司,我们是不情愿的。”某没有公募牌照的券商资产管理部负责人王敏(化名)坦言,不排除有些证券公司在体系内会统筹安排移交事宜。

## 逐步暴露隐藏风险

除“一参一控”带来的挑战之外,对一些券商来说,大集合改造工作并不轻松。“大集合存量改造对公司来说是个很大挑战。目前清盘的产品,需要找到每一个投资者,然后跟他们去解释。由于每位投资者都有个性化问题,因此必须雇用大量客服,而无法用人工智能去替代。”南方某券商资管人士表示,尽管感到投资者教育的压力非常大,但是依然会坚定地做下去。

此外,王敏指出,在产品处置过程中,也有一些风险因素需要考虑。大集合产品如果要提前清盘,就需要告知客户,而一旦客户不同意资产规模大幅减少,资产就不能变现,可能面临一定的流动性风险。

李蒙则告诉记者,受申请公募牌照进度的影响,大集合产品的整体改造速度和最终效果将不及预期,部分券商资管的大集合产品很可能最终无法实现平稳转化。而随着到期时间临近,这些大集合产品中隐藏的风险很可能会逐步暴露。

上述东证资管人士表示,在基金法框架下的公募化改造,赋予大集合产品更加清晰的法律定位,终结了大集合产品“非公非私”的尴尬境地。大集合产品纳入公募基金管理的统一监管体系,实现标准化、规范化的公募化管理,有利于长期利好行业健康有序发展。

## 壮丽70年 奋斗新时代 礼赞经济巨变

# 安居梦照进现实 “房住不炒”点题高质量发展

□本报记者 张玉洁

1978年,我国城市人均住房建筑面积仅有6.7平方米,缺房户占城市总户数的47.5%。2018年,城镇居民人均住房建筑面积达到39平方米。40年间,我国城市人均住宅建筑面积增长了逾5倍。

新中国成立70年,尤其是改革开放以来,百姓的安居梦正成为现实。同时,我国房地产行业已成为经济发展的支柱产业之一,在促进经济发展和居住环境改善等方面发挥了重要作用。

## 告别住房短缺

动迁之前,上海人吴先生一家三口挤在老城区的一个亭子间里。一张小小的桌子,做饭时是案板,吃饭时是饭桌,写作业时是书桌。拥挤逼仄的石库门、阴暗潮湿的味道、因空间紧张而剑拔弩张的邻里关系,构成了吴先生幼时关于居住的全部印象。

1978年之前,中国的城镇住房基本属于福利性住房,行业发展缓慢。尤其在北京、上海等人口密集的大城市,经历了一轮人口的大增长后,居民住房普遍紧张,居住环境普遍恶劣。1978年底的一份报告显示,1977年底全国城市缺房户占居民总数的17%,平均每人居住面积不足2平方米的拥挤户达89万户。仅在上海的棚户区就住着100多万人。

住房制度改革迫在眉睫。房地产行业改革的一系列理论探讨和实践由此展开。在这一时期,万科、恒大等房企先后成立。

1998年7月中央正式发布文件,决定自当年起停止住房实物分配,建立住房分配货币化、住房供给商品化、社会化的住房新体制,中国由此进入了住宅全面商品化的时代。

“我们经过了近20年的探索,到1994年形成了初步的政策框架,在1998年终于形成了城

镇住房制度改革的基本框架。”中国房地产业协会会长冯俊表示。

2002年,通过拆迁,吴先生一家终于住上了单独厨卫的电梯房。

多个国家层面政策文件定调后,房地产行业迎来了高速发展的时期。

国家统计局发布的《改革开放40年经济社会发展成就系列报告之八》指出,改革开放40年来,我国住宅建设规模大幅增加,有效改善了人民的居住条件。1998—2017年我国房地产开发投资累计完成85万亿元,年均增长21.4%;2017年我国全社会住宅施工面积65亿平方米,是1997年的4.4倍。

中国社会科学院发表的《中国住房发展报告(2018—2019)》显示,中国居民已基本告别“蜗居”时代,进入“适居”时代。

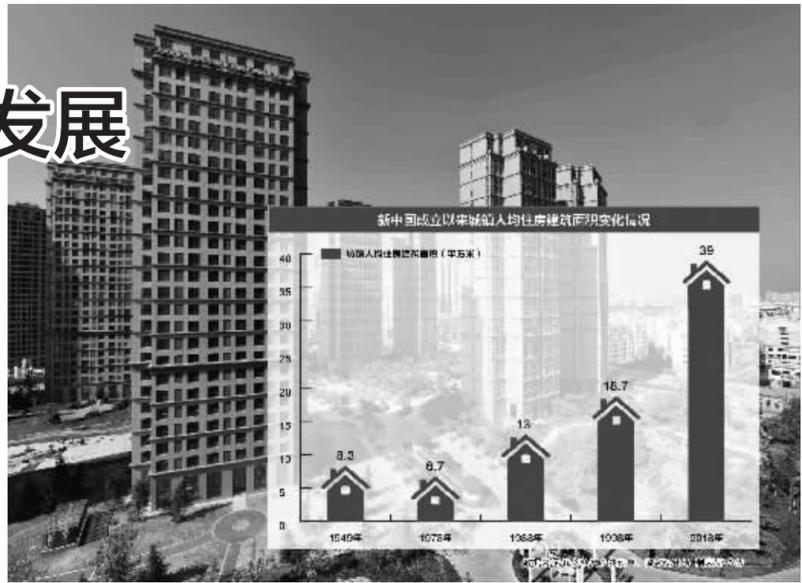
中原地产首席分析师张大伟表示,房地产行业的发展满足了人民群众改善居住空间和环境的需求。此外,房地产的发展也带动了其他产业发展,促进了当地经济良性发展。

## 坚持根本定位

不过,在房地产行业蓬勃发展的情况下,部分区域房价高企备受关注。

冯俊认为,改革开放以来,房地产业发展为改善群众居住条件,为经济增长做出了积极贡献。但是,住房投资品属性过强,住房的基本属性在一定程度上被扭曲,一些炒房现象干扰了房地产市场的健康运行。不少中心城市,房价上涨的速度比居民家庭收入增长的速度快,居民家庭的住房杠杆率不断上升,居民负债过高,也影响了居民其他消费增长的能力;资金过度向房地产业流动,加剧了经济脱实向虚。

张大伟表示,高房价的产生与社会资源分配、城市发展不均衡、银行的信贷大量流入房地产等因素有关。土地财政短期内难有替代模式,加之经



新华社图片

济周期的波动,房地产经常被用作短期刺激手段,因此核心城市房地产价格始终处于高位。

2016年底,房地产市场进入了一轮强调控周期。2016年底中央经济工作会议首提“房住不炒”;2017年2月,中央首提“研究房地产长效机制和基础性制度安排”。一系列高规格表态和政策,体现了中央对解决好房地产市场问题、加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制的信心和决心。

## 迈向高质量发展

目前,我国房地产行业的规模已经达到15万亿元。经过多年的发展,房地产业的发展逻辑和格局正在发生改变。尤其是在“房住不炒”的政策主基调下,房地产暴利时代逐渐落幕,楼市将进入下半场。作为国民经济支柱产业,关系到上下游60多个行业,房地产行业如何实现高质量发展?

中国恒大总裁夏海钧认为,调控政策是

“组合拳”。房地产企业一定要坚持“房住不炒”,满足居民刚性居住需求,行业就会实现稳定、健康发展。

夏海钧同时指出,未来中国房地产行业健康发展,仍有三个关键有利因素。“首先,中国的城镇化率仅50%多,欧美等国家和地区则达到80%。我国还有20%的增长空间,每年增长1个百分点就是1400万人口进城。二是中国目前人均居住面积39平方米,欧美则为80平方米,这个增长空间就是我们的需求。三是旧城改造。20%的老房子要拆迁,每一个地产商将来都不能回避这个问题。”

张大伟则认为,调控房地产不可能一蹴而就,过去几十年积累的问题要慢慢缓解。房地产行业的高质量发展应坚守“房住不炒”的根本原则,房地产等长期房地产调控政策应该加快出台。房地产行业长期健康发展,一方面要减少对土地财政的依赖,另一方面要降低居民对房地产作为投资品的依赖。

# 业内人士:减税降费应与税制完善有机结合

□本报记者 彭扬

多位业内人士日前在“中国发展高层论坛2019专题研讨会”上表示,大规模减税降费对经济产生积极作用。未来如何增强信心,进一步稳定企业预期,将是减税降费政策完善的重要方向之一。同时,减税降费与改革要有机结合,形成一揽子方案。

## 着力发挥稳预期功效

国务院发展研究中心宏观经济研究部副部长冯俏彬表示,通过对1万家中小微企业的调查表明,目前减税降费受益面非常大。在所

得税方面,中小微企业受益面达到百分之百;增值税虽复杂一些,但受益面同样非常广。”

“从短期观察,大规模减税降费对经济产生积极作用。”中国财政科学研究院党委书记、院长刘尚希认为,增值税税率降低的措施对一些行业企业的影响是多方面的,如利润增加、研发费用增加、雇佣人员增加、工资提高、生产规模扩大、销售价格下降等。但从整体看,经济下行压力依然较大,企业预期不稳仍是突出问题。如何增强信心,进一步稳定企业预期,是当前宏观政策,也是减税降费政策完善的方向。

刘尚希表示,稳预期不仅要考虑市场预期,也要关注稳定地方政府的中长期预期。事

权与支出责任划分、收入划分、地方税体系健全、可持续养老保险等方面的改革都是难题,要有前瞻性考虑,加快启动相关改革。

## 不断完善税制改革

中国投资咨询有限责任公司首席经济学家刘以雷表示,长期看,以政府收入做减法换取企业效益做加法、市场活力做乘法是显著增强经济创新能力,提升综合竞争力的关键举措之一。

刘以雷表示,要进一步优化营商环境。经济和社会发展实际情况要相适应,要提高减税降费的政策效率。

# “降息”三部曲有望渐次奏响

## “降息”条件成熟

LPR形成机制改革后,贷款利率换锚,降低MLF利率从而降低LPR在本质上与原先降低贷款基准利率的效果相似。某种程度上说,降MLF利率就是降息。

当前,适时降息的条件正变得成熟。首先,国内经济下行压力加大,逆周期调节需加大力度。其次,海外一些央行纷纷放松货币政策,中

外利差明显扩大,为我国货币政策更注重内部均衡创造更好条件。最后,降息约束在逐渐减弱。一方面,房地产融资渠道全面收紧,解决了降息的一大掣肘。另一方面,8月人民币汇率贬值风险已得到较充分释放,减轻了降息可能引发汇率大幅贬值的顾虑。

可以说,降息“路线图”已逐渐变得清晰。在完善LPR形成机制,实现贷款利率换锚之后,适时通过降低MLF利率以进一步降低实体贷

款利率的可能性在增大。机构认为,“LPR机制完善—LPR基准推广—MLF小幅多次调降”的降息三部曲将先后奏响。即便9月MLF利率不下调,未来择机下调的可能性也在上升。

当然,考虑到市场利率并不高,且仍需兼顾稳定汇率、稳定物价、结构性去杠杆等宏观目标,未来即便包括MLF利率在内的公开市场操作利率出现下调,预计也会是以碎步缓行的方式呈现。

## 财经观察

### 降准不是楼市“盛宴”

近4年来首次“普降+定向”的降准,无疑是逆周期调节力度加大的最佳注脚。有必要强调的是,降准带来的资金面宽松和银行资金成本下降,不能与刺激房地产挂钩,更不会演变为楼市“盛宴”。在“房住不炒”的基调下,楼市调控将继续从严,参照贷款市场报价利率(LPR)的房贷利率将保持稳定甚至略有上升。

今年以来,监管部门多次重申“房住不炒”调控基调,在经济下行压力加大的背景下,仍明确提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。此次降准旨在不致增加金融机构支持实体经济资金来源,降低银行的资金成本,从而通过利率传导降低实际贷款利率,加大对小微企业、民营企业的支持力度。因此,刺激房地产本来就不是包括降准在内的货币调控的本意。

但市场对于楼市可能直接或间接受益的疑虑尚存。对此,监管部门已未雨绸缪,并将继续采取综合措施,严控资金违规进入楼市。一方面,在此次降准之前,房地产融资已大幅收紧,监管部门多管齐下,严查银行资金通过影子银行渠道,或违规挪用并购贷款、经营性物业贷款等资金流入房地产市场,严查信托资金直接或变相为房地产企业融资。银行等金融机构也已收紧房地产类融资。另一方面,在此次降准之后,监管部门将继续强化监管,加强银行信贷资金投向管理,全年保持对金融乱象治理的高压态势。可以说,资金违规进入楼市的渠道已基本被封堵。

同时,值得关注的是,房贷利率在LPR改革后将保持稳定或者有所上升。央行明确,首套房贷利率不得低于相应期限LPR,二套不得低于相应期限LPR加60个基点。从近期招行深圳地区房贷利率挂钩LPR来看,首套房、二套房均较原利率有所上浮,尽管幅度不大,但显示楼市调控仍然从紧。可以预期,在北京等其他一线城市及热点城市,房贷利率不会轻易下调,会保持与原本水平基本相当或者略有上浮。

在防范资金违规进入楼市的前提下,降准释放的资金方能更为有效地流入其他实体经济部门。监管部门需要考量的是如何畅通从宽货币向宽信用传导的渠道。在银行流动性更为充足、资金成本下降的情况下,如何进一步激励银行信贷有效投放,应成为政策完善的重点。(费扬生)

## 专家称 进出口走势将保持韧性

海关总署8日公布数据显示,8月,我国进出口总值2.72万亿元,同比(下同)增长0.1%。其中,出口1.48万亿元,增长2.6%;进口1.24万亿元,下降2.6%;贸易顺差2396亿元,扩大41.8%。专家认为,进出口走势料保持韧性。后续出口有望平稳化,9月增速有望小幅回升。稳增长政策释放将稳定进口增速。

交通银行首席经济学家连平表示,虽然外部环境不确定性仍存,美欧经济景气度呈下行态势,全球制造业PMI持续下降,但并不用对我国进出口走势过度悲观。连平认为,“不悲观”的底气在于,一是中国产品竞争力较强,具有快速转向的能力;二是出口市场多元化格局初步形成,对欧盟、东盟及“一带一路”沿线国家和地区出口将保持增长;三是稳外贸措施有望持续加强。

前8个月,我国外贸进出口主要呈现以下特点。一是一般贸易增长且比重提升。二是对欧盟、东盟和日本等主要市场进出口增长,对“一带一路”沿线国家进出口增速高于整体。三是民营企业进出口快速增长,所占比重提升。四是机电产品、劳动密集型产品出口均保持增长。五是原油、煤、天然气等商品进口量增加,铁矿砂、大豆进口量减少,大宗商品进口均价涨跌互现。

展望未来,兴业银行首席经济学家鲁政委表示,目前来看,“抢出口”效应已经弱化,外部不确定性影响也有所钝化,有助于后续出口平稳化。此外,8月PMI新出口订单回升或折射9月出口有望小幅回升。从重点进口商品观察,鲁政委表示,当前我国工业生产偏弱使工业品进口增速下滑,但积极的财政政策及稳物价需求正带动相关原材料及消费品进口增长。(赵白执南)

## 分红回购双轮驱动 夯实价值投资基础

(上接A01版)并向3家市场质疑较大、多年未分红的公司及8家具备分红条件但不分红或分红较少的公司发出了监管工作函。上交所表示,部分公司具备分红能力而长期未分红,对于此类公司,上交所将继续加大监管力度,督促其向投资者发放必要的现金红利。存在恶意不分红的,将提请证监会派出机构实施现场检查。

## 优化价值投资环境

分析人士指出,现金分红和回购是上市公司回报投资者的重要方式,也是引导投资者长期价值投资的基础。

魏伟认为,当前我国A股市场分红正在发生积极变化。整体来看,随着政策的进一步加持和A股市场价值投资逻辑持续强化,投资者对分红、回购的预期将提高,未来将有更多上市公司实施股份回购和现金分红。这将进一步吸引以长期盈利为目的的价值投资者入市,形成良性循环。

潘向东指出,随着我国资本市场不断对外开放,上市公司国际化程度加深,将会通过分红和回购等方式提升吸引力。分红和回购有利于优化价值投资环境。

分析人士认为,如今,监管部门已将分红与长线投资相关联,拟上市企业在披露招股书(申报稿)时,须清楚写明公司上市后利润分配的规划。魏伟表示,目前以提高上市公司质量为核心的资本市场改革正在全面推开,预计上市公司的回报能力将逐步增强,在此基础上,将继续增加回报工具并设计简单可行的决策程序以满足投资者日渐多元化的需求。