

PB“台风”登陆 券商“零托管费”拉私募入伙

“中国好私募”进入海选期

□本报记者 梅俊彦

“台风来了，站在风口上的才有可能是赢家，我们希望做好准备。”华南地区一家券商的PB业务负责人对中国证券报记者说。

所谓的“台风”，就是今年席卷而至的券商PB业务。国内的PB业务经历短短几个月发展后，部分券商的业务规模已经达到100亿元。有业内人士认为PB业务将成为券商的下一个蓝海，已经有券商计划尝试在PB业务试点范围内实现融资融券等业务突破。据了解，目前私募客户的托管和产品销售都在券商做，部分券商实际上是“零托管费”，此前信托通道费高达1%—2%，后来一般在千分之六左右，基金子公司为千分之五左右，券商资管可低至千分之三。



CFP图片

抢下一个蓝海 部分券商PB业务量半年破百亿

随着券商PB业务的基础和客户逐渐都到位，PB业务的“台风”正式登陆。

“目前，整个市场扩张的速度很快，第一支对冲基金产品在今年4月份才成立，到现在获得私募管理人资格的机构就超过3000家。今年私募管理的资产可能上万亿。这个速度可能会拓展非常快，我们在这方面做完善的布局。”招商证券相关人士对中国证券报记者表示。招商证券相关人士表示，目前用“托管部的去通道化规模”来估算PB业务的业务量会较为准确，目前其“托管部的去通道化规模”已经超过100亿元。

据了解，海外传统意义上的PB业务是指投资银行向对冲基金等高端机构客户提供集中托管清算、后台运营、研究支持、杠杆融资、证券拆借、资金募集等一站式综合金融服务的统称，是全球顶级投资银行高端机构客户服务的重要组成部分。但是在国内由于基金托管业务长期被银行垄断和对冲基金一直未能阳光化，PB业务此前未曾出现。

2012年底，招商证券在业内首家取得私募基金综合托管服务资格，一举打破商业银行在托管领域的垄断局面。到了2014年，一方面证监会正式批复一批券商可以开展证券投资基金托管业务，券商托管业务的范围正式拓展至公募基金、基金专户、证券公司集合资产管理计划等领域；另一方

面，2013年实施的新《证券投资基金法》确立了私募基金的法律地位，私募基金行业的规模也因此迅速壮大。

记者了解到，自2月7日中国基金业协会启动私募基金登记备案以来，私募证券基金和私募股权基金等各类私募基金登记踊跃，私募基金管理人自此可以直接发行私募基金，而无需借助信托等通道。此前借道信托的模式下，阳光私募由银行提供托管、信托提供账户，券商提供经纪业务，导致私募基金不得不面对费用高、下单慢、效率低等问题。

“从目前的阶段来看，PB业务给业绩贡献最大的是交易佣金和融资融券产生的利息，另外还会带来一点托管费，后台外包收入和参与产品的销售收入都是业绩来源。”招商证券人士表示。

“PB业务光看佣金分两块，常规交易佣金和融资融券佣金。整体来说，PB业务客户的佣金率水平普遍低于常规的零售客户，因为机构在议价上有优势。但是PB本身不是要靠佣金费，PB交易在周转率、交易倍数上相对一般散户会好一些，而且持续性和盈利能力更强一些。培育这些客户，把一些零售客户引导进入一些产品里面去，可能对稳定券商佣金有一些作用。”一位券商人士说。

据了解，有业内人士认为PB业务将成为券商的下一个蓝海，目前海外券商PB业务收入在总收入中的占比在7%至20%左右。

一位证券业分析师告诉记者，以前私募的产品大部分是通过信托或者基金公司子公司专户，或者证券公司资管产品的通道来发，如今私募已经可以自主发产品。从近月的数据来看，已经有几百家私募没有通过信托的通道发产品。

“现在客户的托管和产品销售都在券商做，日后信托这方面业务开展起来比较难一些。现在信托唯一的一个存在理由是跟银行处于同一监管体系，银行可能还会要求一些产品通过信托走，使得这个通道在一定时间内仍然存在”上述分析师说。据记者了解，此前私募通过信托通道发产品，通道费最高达到百分之一，后来一般处在千分之六左右。

“信托、基金子公司的通道作用会有弱化，但是不会完全被取代，因为各自资源不一样。PB业务中的去通道化业务目前来看不太好承接一些表外业务，对冲基金跟银行合作还是跟信托和基金子公司合作不太一样，监管部门不一样体系就不一样，业务、范围监管的倾向有所区别。去通道化业务对他们会有一些冲击，不会起到完全取代的作用。”一位

“我们对PB业务的认识也是逐步了解。国外券商的登记托管是二级托管，分级托管业务，跟我们的交易体系不一样。”一位证券业分析师对记者说。

“纽交所是专家制，纳斯达克是做市商制。例如纳斯达克模式下，客户可以一起竞价交易、券商在交易和登记托管结算方面有完全的自主权，服务机构客户的券商有很多家，于是就有了主券商的概念。客户的证券托管到各家券商里头，主券商帮客户处理一系列后台工作和发布交易指令，所以客户对主券商依赖程度比较大。”上述人士表示。

分析人士认为，上述情形在A股市场上并不存在。在国内，主券商服务尚在起步阶段，国内的对冲基金管理人往往深陷于产品法律

各显神通 差别化策略显现

券商人士表示。

“信托以前存在很多通道化业务，现在正在转型；基金子公司是新出来的，可能就是跟公募基金原来的业务剥离，做一些相对另类的业务。”有券商人士说，“监管的部门不一样，各自受到监管能做的业务范围也不一样。信托和基金子公司目前是我们比较重要的合作伙伴。”

实际上，券商之间的策略不尽相同。2013年12月10日，招商证券在深圳大中华喜来登酒店举行了主券商综合服务平台推介会，招商证券的标语是“寻找中国优秀对冲基金”。记者了解到，招商证券落户于前海的全资子公司“招商证券投资有限公司”在8月15日获得了私募基金管理人资格。目前招商证券投资有限公司投资3亿元，其中相当大一部分将用作对冲基金孵化投资。招商证券投资有限公司将成为招商证券孵化对冲基金的大本营。

“寻找中国优秀对冲基金，是我们所有推介会的核心目标，后面才是介绍我们的IT、托管、孵化各方面的优势，融资融券能力、研究。”招商证券相关人士说。不过并非所有做

PB业务的券商都把对冲基金孵化器业务放到核心的位置。

“孵化器只是PB延伸出来的业务，不是本源。我们也做了私募工厂和精英计划两方面的准备。在精英计划中，我们最近会去华尔街路演，希望吸引华尔街投资机构到A股市场，为他们提供PB业务。目前我们跟全球前几名的交易商已经有实质性合作。”广发证券相关负责人透露。

据了解，国内券商把PB业务翻译为主经纪商业业务和主券商业务两种。“国内大部分券商把PB业务翻译为主经纪商业业务，内部的含义也是主经纪的概念，经纪业务是我们最看重的。经纪业务的范畴不仅仅是通道业务，还包括了投资、融资、托管、结算支付的所有需求，翻译为主经纪商业业务还是比较符合我们的定位。”广发证券相关负责人表示。

据了解，广发证券PB业务专注于打造其交易系统，该系统可以接入客户自主编写的交易程序，其功能除了交易、产品登记、托管、结算以外，还可给客户做业绩归因和风险管理。

高门槛 PB框架内探索融资融券创新

形式、税务安排、估值清算、业绩鉴证、资金募集等繁琐事务，且缺乏有效的杠杆融资，规模和收益率均受压抑。

“机构投资者最重要的两个业务——融资融券也不能放开做。券商不能给客户登记、结算、不能融客户的资金、证券托管也不在券商，整个交易体系都不一样。所以国内PB业务的土壤还需要继续培养。”上述分析师说。

不过，记者了解到，部分券商有向管理层申请在PB业务试点范围内，允许探索向客户融资和托管其证券的业务。业内人士认为，这或许会成为日后的方向之一。

目前，券商做PB业务的门槛相当高。据了解，招商证券定向增发尘埃落定后，随着资本金实力的进一步增强，公司也进一步加大推

进PB业务的力度以保持业内领先地位。“我们在IT系统、托管人员、基础设施等方面的投入都是很大的。投资管理系统、快速交易系统、高速行情系统等核心IT系统已投入使用，目前我们托管及外包两块业务也实现了两套人马分开独立办公，采用两套独立系统估值。”招商证券人士说。

分析师认为，PB业务门槛高并非国内独有的现象。目前高盛和大摩是海外PB业务的主要提供商。有机构也曾经投入巨资尝试进入PB行业，但是效果不是特别好。“PB业务的先发优势是非常重要的，预计大券商和小券商在这块业务上会因为各自的发展策略和条件产生很大的差别。”上述分析师表示。

做市交易有望大幅提升券商收入

□本报记者 梅俊彦

随后各家券商陆续投入资源、配合监管层进行各项测试，经过2个多月的准备，初步确定8月25日在股转系统首批申请做市交易的挂牌公司将采用做市交易。分析人士认为，这意味着我国股转系统做市商业业务的正式起航，券商的场外市场业务也将随着做市商制度进入新的发展阶段。长期来看，可以对做市交易规模及券商的盈利前景做出展望。

助力场外市场发展

今年6月5日，我国的做市商制度的规范性文件《全国中小企业股份转让系统做市商做市业务管理规定(试行)》出台，为我国股转系统开展做市商交易制度确立了操作指引。做市商通过不断买卖来维持市场的流动性，满足公众投资者的投资需求。做市商通过买卖报价的适当差额来补偿所提供服务的成本费用，并实现一定的利润。据了解，做市商制度是不同于竞价交易方式的一种证券交易制度，一般为柜台交易所采用。

分析人士认为，做市制度有利于挂牌公司的价格发现，促进市场发展。

做市业务可以为交投清淡的股转系统提供更多的流动性，从而发挥价格发现的功能，形成挂牌公司的估值基础，合理公开的价格发现机制反过来进一步促进股转系统对投资者和优秀公司的吸引力，助力场外市场的繁荣发展。

监管层人士今年5月表示，全国中小企业股份转让系统挂牌公司数量近期迅速增加，估计未来企业数量可达上万家。分析人士预计，当新三板数量达到10000家后，数量将维持稳定，挂牌企业质量会得到进一步提升，新三板准入制度和退市制度将进一步完善。

券商收入或可提升20%

据了解，做市交易是海外大型投行重要收入来源，当做市交易制度正式引入新三板市场之后，或将成为国内券商未来主要业务收入之一。在传统经纪业务通道式服务中，券商一般靠提供通道来获得佣金收入。而做市商除了交易佣金外，通过自有资金把客户下的单载下来，通过不断与下单的投资者交易来维持市场的流动性，并通过买卖报价的适当差额来补偿所提供服务的成本费用，并从交易价差中获利。

海外大型投行2013年年报数据显

示，做市交易收入已占其总体收入比例近三成，其中，高盛2013年总收入中，做市交易贡献了39%的收入。

招商证券研究报告认为，短期来看，奢望新三板包括做市制度对券商带来大幅盈利是不切实际的。目前一半以上的股转系统股票都没有交易，做市商制度虽然是对交易和流动性的最有利政策，但也需要时间来酝酿和培育投资者。目前个人投资者投资新三板的门槛是500万，机构投资者对新三板还并不了解，无法像对二级市场一样来估算。新三板市场在前期估计仍为PE等创投类投资者的主要领域。

但从长期来看，上述研究报告认为，3—5年的时间跨度内，仍可以对其规模及券商的盈利前景做出展望。假设未来新三板成熟状态达到1万家挂牌公司，每家公司市值约1亿元，市场总规模1万亿元，按照年50%的换手率计算，年交易额5000亿元，按万分之八佣金和2%做市差价(预计主办券商买卖差价不到5%的上限)计算，可实现收入110亿元左右，占2014年券商行业总收入的7%左右。未来随着流动性的提升，挂牌公司估值和换手率逐步增加，预计可提升券商收入20%左右。

上涨催生融资需求 券商两融市场活跃

□本报记者 张莉

随着A股市场行情走暖，融资融券市场规模也呈现出逐渐扩大的趋势，交易也日渐活跃。数据统计显示，上周沪深两市上涨，两融余额环比增加4.48%，达到4824.91亿，增速再创新高。

在券商人士看来，目前市场走强、打新热情高涨消退，加上不断降低的融资融券门槛，使得参与融资融券的投资者大幅增加，也增加了市场的活跃度。在大量资金蜂拥进场，也令不少融资标的出现大幅上涨行情。

融资需求上升

近期，A股市场行情逐渐走出一波明显的反弹行情，随着成交量的不断放大，融资融券市场表现也异常活跃，余额规模屡创新高。据长城证券研究报告显示，上周沪深两市上涨，两融余额环比增加4.48%，达到4824.91亿元，增速再创新高。融资余额持续增长达到4779.92亿元，比前期增加4.45%；融券余额为44.99亿元，比前期增加6.90%。两者余额

占比中，融资余额占比降至99.07%，融券余额占比有所反弹。两融市场上15只ETF的两融余额达到471.26亿元，较前期的458.08亿增加了2.88%。

券商分析人士表示，目前融资融券市场的规模正在迅速扩大，主要和A股市场不断走强有关，此前市场人气低迷，融资融券余额徘徊震荡明显。而目前伴随投资者信心的增强，也在一定程度上刺激了融资的需求，资金进场速度也正在逐步加快。另一方面，此前新股上市新规定有市值的深市融资融券信用证券账户可以参与新股申购，掀起了股民打新热潮，加上券商不断降低融资融券门槛，不断地增加融资融券市场的活跃度。

融资标的行情表现抢眼

有融资客表示，近期炒股资金完全跟随融资融券标的进行投资布局，买入融资余额增幅最大的股票，其获得的投资收益相当可观。实际上，不少散户投资者开始跟随融资客投资标的寻找行情机会，不少融资标的也出现不错的涨幅。

数据显示，永泰能源上周融资余

做新能源汽车要政策更要务实

□ 刘世瑜

汽车行业，新能源话题一直嘈杂不断，最近这一话题又一次升温，起因是，近期出台的《关于加快新能源汽车推广应用的指导意见》(以下简称《指导意见》)中，明确将“消除地方保护主义”列为重点，统一产品标准和目录，规范市场秩序，以“开放”的模式，实现国内新能源汽车的百花齐放。

《指导意见》的出台，估计各车企有喜有忧，扎实搞技术的企业喜，吃政策要扶持、想蒙混过关的企业忧。在《指导意见》之前，从中央到地方，可谓不遗余力地支持车企搞新能源。随之，企业的产品也陆续出现，从下线到试运营，处处热火朝天。但仔细看，外表光鲜的新能源汽车都是当地的“土特产”，鲜有“交叉试验”的情况出现，即便有远赴外地的产品，也很少出现“外来和尚会念经”的情况。

一位行业人士曾对笔者说：“地方保护主义是发展新能源汽车的最大阻碍，在地方保护主义的护佑下，本地车企吃政策的多，干实事的少。”

如今不同了，《指导意见》的出台，让那些滥竽充数的车企露出了马脚，“是骡子是马拉出来遛遛”的时代来了。

欣闻近日河北采购了100多辆上海汽车的荣威550Plugin作为公务用车，我想，这当是《指导意见》出台后的必然结果。

说到，上海汽车，笔者不得不多说两句。这个新能源汽车的迟到者，知耻而后勇，后发而先至。通过5年布局，60亿元的投资，构建了新能源汽车关键零部件体系，建造了世界一流、国内先进的新能源汽车生产基地。2012年，荣威E50纯电动率先实现商业化，进入寻常百姓家；2013年，相应国内新能源政策的荣威550Plugin上市；今年，荣威950PFCV又将燃料电池车推向市场化。

记得两年前，上汽一位市场负责人曾对笔者感叹：“做点实事太难了，尤其做得好就更感觉到困难多。大环境鼓励发展新能源，可地方上处处是壁垒。”如今我想这位人士可以舒口气了。

机会总是留给有准备的人的，企业也不例外。发展新能源汽车，靠政策扶持，更需要务实的态度，这样才能像上汽一样抓住机会。

—CIS—

