

财富

周刊 WEEKLY

理性投资，财智生活

会计师有话说

不可不读的强制退市股风险

彭江

近日，有一只股票格外“耀眼”，它的头上顶着“欺诈发行强制退市第一股”与“创业板退市第一股”两项“第一股”的帽子，这只股票就是欣泰电气。

在多家证券公司的股票交易软件中，都能看到如下弹窗提示：“根据深交所《创业板股票上市规则（2014年修订）》第13.1.8条的规定，欣泰电气股票将于2016年7月12日开市起复牌交易三十个交易日。深交所将在三十个交易日期限届满后的次一交易日对欣泰电气股票实施停牌，并在停牌后十五个工作日内作出暂停其股票上市的决定。”其中，中信证券还特别给出明确的提示：“欣泰电气暂停上市后不能恢复上市，且创业板没有重新上市的制度安排，欣泰电气将成为创业板第一家终止上市的公司，更将成为中国证券市场第一家因欺诈发行被退市的上市公司。”

在重大利空的影响下，7月12日，该股一开市便毫无疑问一路跌停。不过令人诧异的是，跌停当天还创下4008万元的成交额。

随后，有市场消息说，一些“糊涂”的投资者把“*欣泰”当成了新股，错误申购而买入。然而，在第二个交易日（7月13日），开盘后的半个交易日内，换手率高达3.59%，当天又成交了3821万元。

究竟是准谁在购买这只暂停上市后不能恢复上市的股票？

我们先来了解一下欣泰电气的基本情况。今年5月20日，欣泰电气宣布停牌，随后，深交所发布持续警示，“欣泰电气涉嫌欺诈发行及信息披露违法违规行为，受到证监会处罚，存在暂停上市风险。欣泰电气将于2016年7月12日开市起复牌交易三十个交易日，期间将其证券简称调整为“*欣泰”，证券代码和股票价格涨跌幅限制比例不变”。

同时，深交所表示，将于三十个交易日期限届满后的次一交易日（预计8月23日）对*欣泰实施停牌，并在停牌后十五个工作日内作出暂停其股票上市的决定。

根据有关规则，*欣泰在暂停上市后无法恢复上市，在终止上市后无法重新上市。证监会新闻发言人张晓军也公开表示，对欣泰电气欺诈发行正式作出行政处罚，启动强制退市程序，退市后将不得重新上市。

从理论上讲，投资者买入欣泰电气的亏损概率为100%。此前的退市股如“退市博元”和“退市长油”，因为有机会进入股转系统，甚至还有机会再度回到A股，所以资金在退市整理期间有炒作动力。可如今证监会已明确欣泰电气退市后将不得重新上市，炒作的由头已经丧失。

面对如此“黑天鹅”，7月13日，数十家券商为*欣泰紧急行动，通过短信提示、网站公告、客户端公告等方式通知客户，这个*欣泰就是欣泰电气，投资者应规避风险，不要因为换了马甲就不认识了。

笔者还记得曾经在A股市场上一度风靡一时的认沽权证。当年的认沽权证其实在当时的市场环境下，绝大部分的理论价值都是一文不值的，但是几乎每一个认沽权证都受到资金的炒作，吸引了大批投资者买入，大批投资者也因此而遭受损失。

从某种意义上说，退市股与认沽权证类似，目前的市值也明显被高估，投资存在极大风险，投资者不可不识。

责任编辑 陆敏 温宝臣

美编 高妍

联系邮箱 jrbcfzk@163.com

通道业务收窄，投资范围受限，投研能力有待提高——

券商资管逆势谋变

本报记者 温济聪



近日，多家上市券商披露上半年公司业绩，相关资管子公司的营收状况也浮出水面。整体来看，券商资管业务分化较为明显，不少券商资管上半年营收出现大幅缩水。目前，券商资管业务发展面临哪些困境？如何突破困局？

业务萎缩明显

从统计数据来看，上半年营收出现萎缩的券商资管中，海通证券资管最为明显，今年上半年合计营收约为2.6亿元，较去年同期的8.48亿元减少将近七成。其相关负责人表示，业绩提成占营收的比重很大，今年营收下降较多主要是由于市场低迷，而在去年上半年的牛市行情中获得了大约6亿元的业绩提成。与海通证券类似的，还有以权益类见长的东方证券资管和兴业证券资管，其营收较去年同期均出现一定幅度的下降。

而券商资管行业这些年的增长主要来源于通道业务。据业内人士介绍，券商资管从2012年开始进入创新期，行业规模比以前大幅提高，主要缘于与银行合作的通道业务，这也是近年增长最快的业务。

通道业务受限使得券商资管业务受到一定程度影响。目前在包括券商系、公募基金、私募、期货等整个大资管中的总规模（38万亿元）中券商资管占比也不到5%。

对此，兴业证券资管相关负责人表示，这是由于券商资管起步较晚，多数公司没有从发展初期就培育自主管理能力，而是以通道业务为主要业务方向等诸多原因造成的。而统计数据显示，目前通道业务在券商资管业务中的占比仍超过八成，集合理财等主动型资管业务规模占比相对较小。

在信达证券资产管理部执行总监林碧波看来，2011年以前，证券公司资产管

理的投资工具被严格限制在股票、债券、基金等传统的证券品种范围内，投资方式单一，同质化严重，严重抑制了资产管理业务的创新发展活力。2012年“一法两则”（《证券公司客户资产管理业务管理办法》、《证券公司集合资产管理业务实施细则》和《证券公司定向资产管理业务实施细则》）的修订，一定程度上放开了证券公司资产管理产品的投向限制，使得这种情况有所改善。

“不足的是，虽然定向资产管理业务的投资范围得到较大程度的放开，但集合资产管理业务投资范围依然受限，这在一定程度上导致了‘一法两则’实施后，证券公司定向和集合资产管理业务发展的不均衡。2014年，新基金法实施生效后，证券公司大集合产品停止发行，只允许发行投资者参与门槛为100万元的小集合产品。券商集合资产管理产品投资范围的约束和投资者参与门槛的设置，一定程度影响了券商集合资管业务的开展。”林碧波介绍。

“一方面，国内券商资管起步较晚。相较于银行、信托、保险等领域，发展时间较短，行业各方面资源积累较为薄弱；另一方面，券商资管渠道比较单一，较多依靠经纪业务为主的营业部，集合理财产品销售端后劲不足。”齐鲁资管公司相关负责人说。

资管形态独特

券商集合理财等资管业务具有其自身的独特性。信达证券研发中心副总经理刘景德认为，与银行相比，券商资管可进行跨资本的资产配置；与保险相比，券商因拥有大量高风险客户，拥有差异化竞争优势；与信托相比，券商可协同经纪和投行业务，与其他金融机构实现资源优势互补。虽然特点和优势凸显，但券商集合

理财等资管业务同样面临“成长中的烦恼”。

广发证券资产管理有限公司总经理付竹在接受《经济日报》记者采访时表示，就监管领域而言，监管对券商集合理财产品的投资范围、适当性销售等有明确规定，产品投资范围相比其他资产管理机构仍存在一定局限性，同时受“不可以向非特定客户进行产品推介”这一规则的限制，广大投资者对券商资管产品的认识程度有限，投资者教育工作相比公募基金仍存在一定差距。

林碧波认为，在我国分业经营、分业监管的大背景下，证券公司开展的集合资产管理业务虽然具有典型的信托法律关系性质，但在实际业务过程中，其并未纳入信托法的调整范畴，这使得证券公司资产管理业务的法律关系在业内一直存在争议。券商集合资产管理业务在新基金法生效后，参与门槛提升至100万元的高标准，但投资范围仍受到较大约束，只能投向场内标准化投资标的及集合信托计划等，与信托计划及基金子公司专项计划相差较大。

齐鲁资管公司相关负责人同样认为，目前尚未从法律层面将券商资管产品明确为信托关系，券商集合理财产品资产无法进行有效风险隔离和保护，从而制约了业务的进一步发展。

“从自身业务发展来说，提升投研水平、加强风险控制，拓展对于不同资产类别的投研与风控能力，仍是券商资管业务发展的重中之重。此外，如何拓宽销售渠道、挖掘市场潜力也是券商资管需要考虑的问题。”付竹说。

“随着国内宏观经济增速有所下行，信用风险压力越来越大，券商资管的风险识别能力有待进一步加强；而目前券商集合资管业务类型不够多元化，较为单一和同质化，这也是制约其不断发展的瓶颈之一。”齐鲁资管公司相关负责人说。

华东地区一家大中型券商资管子公司负责人更是直言，目前券商资管属于“非公非私”“半公半私”的独特资管形态。和公募相比，门槛高得多，获客较难；无法公开宣传产品、营销及销售渠道均相对狭窄；受限于法规，无法发行商品主题产品、场内交易型产品等一些近几年飞速发展的产品类别。

另外，从盈利模式上看，公募基金公司收入来源是管理费，券商资管的主要收入来源是超过业绩基准的业绩报酬，这就导致在牛市的时候公募基金公司发行权益类产品的动力更足、易于收获较大的管理规模，而券商资管则更倾向于在熊市发行权益类产品，通过低位布局获取绝对收益，来提高公司盈利能力。此外，与私募相比，券商集合资管的机制不够灵活，监管也更趋严厉。由此来看，券商集合理财业务还有很长的路要走。

亟需深练内功

虽然发展面临不少困难和瓶颈，但在业内看来，这些都是“成长中的烦恼”，也是成长的必经之路。

谈及未来，付竹认为，卓越的长期投资能力将是未来资产管理机构的核心竞争优势。“经过反复思考，我们认定业务追求的应该是长期的、稳定的绝对回报，这将考验资产管理机构的长期投资能力。现在大家都追求低风险、高收益，整个资管行业都比较浮躁，但我们必须保持清醒，追求的目标必须要清晰。”

林碧波也认为，研究分析、投资和交易能力是资产管理业务不可或缺的能力，较强的研究能力为投资和交易提供基础保障，这也是投资者非常看重的一面。券商资管要不断提高主动管理能力，提高投资研究水平，才能促进证券公司资产管理业务更好地为投资者服务。

“做好产品线方面的战略布局很重要。”付竹表示，为客户提供多元化的产品和大类资产配置，是券商资管公司另一项长期竞争优势所在。应在长周期内为客户提供多元化产品及多元化配置，与客户的资产一同成长，分享收益，这也是券商资管业务非常重要的转型方向之一。

刘景德认为，资管业务还应向实体经济领域不断拓展。券商集合资管应以投资业绩为核心，完善投资、考核机制的力度，开发出更多绝对收益、融资类理财产品。

由于资管通道业务监管趋严、利润空间小而竞争却很激烈，券商资管倘若延续过去发展路径，必将不利于长期持续发展，应不断收缩通道业务规模，出路仍在“主动管理”层面。

齐鲁资管公司相关负责人认为，券商资管需要深练内功，加强主动管理能力，兼顾收益性和流动性，提供高竞争性产品；积极开发新渠道，在原有的营业部渠道基础上，拓展银行、保险、第三方销售等渠道，开发高净值客户。

林碧波表示，“一方面，要加强客户和市场分析。资产管理业务受众范围广，在开展业务前应做好客户心理分析，研究其生命周期、顾客活动周期；进行市场分析，把握投资者理财需求和市场导向，实现向‘以客户为导向’的转变；另一方面，要走差异化发展道路。改革创新趋势下将加速券商经营格局分化，全能大型投资银行以及专注于特色领域的差异化券商是未来行业主要力量。大小券商将形成差异化的经营模式，在强者恒强的竞争局面中，中小型券商要坚持具有经营特色的差异化发展道路”。

“魔镜”为何不再神奇

吴益生

曾几何时，M1曾经是可以预测“涨涨涨”的“魔镜”。

2012年以前，狭义货币M1（主要是现金、企业活期存款、机关团体活期存款）的快速上升一般预示着股票市场即将回暖，尤其是当M1增速明显高于M2增速的时候。

但是，自去年以来，“魔镜”的光环消失。M1与股市不再同步上涨，虽然M1近半年多来持续保持高速增长，股市的表现却差强人意。那么，为什么M1“魔镜”不再神奇，将来它的魔力是否还能恢复？

过去，M1之所以有预测魔力，主要是因为它的增速提升往往意味着企业存款活化，暗示企业对未来经济预期的好转，并有望增加投资，而投资增加将改善经济基本面；同时，M1快速上升往往还与宽松货币政策和积极财政政策有关（贷款和债券融

资到位增加企业活期存款，财政支出增加提升机关团体活期存款），预示流动性状况的大幅改善。基本面和流动性（预期）的双重改善，会推升资本市场价格。

但是，去年以来，这一逻辑发生了变化。M1上升不再能预示基本面或流动性改善。

首先，企业活期存款增加的一个重要原因是居民买房，居民存款和银行贷款流向房地产企业和建筑业。近半年来，居民长期贷款（主要是买房按揭）占比持续较高，同时企业长期贷款占比较低。也就是说，企业整体投资意愿不高，企业预期并未发生好转，M1上升并非定期存款向活期存款的转化。

还有另一角度可以印证这个观点，招商证券首席宏观分析师谢亚轩认为，房地产和建筑业的手持现金增速最高，而非金融其他

行业（比如零售、纺织服装、钢铁等）的货币资金同比增速处于历史较低水平，并且企业债净融资规模为负。

也就是说，目前房地产和建筑业现金流充裕，但由于行业景气度并不乐观，因此投资意愿并不强，而其他行业可用资金并不多。另外，目前居民存款增速较低，消费需求不足，也难以吸引企业增加投资改善供给。

其次，M1上升的同时，流动性没有那么充裕。当前货币政策相对中性，以补缺口为主，财政政策保持积极，但积极财政真正用于新增投资的似乎没有那么多。谢亚轩认为，年初至今虽然企业活期存款改善，但地方债券发行的主要目的是为了偿还到期的存量政府债务，其中大部分是用于置换银行贷款。今年5月份，机关团体存款

上升5825亿元，远高于4月份的2317亿元，但仍低于4月未置换的地方债务约6500亿元。全年来看，2016年，地方政府负有偿还责任的债务到期的规模在3万亿元左右，预计将发行地方债券超过5万亿元，其余部分可能被用来偿还未来到期的部分，这意味着可动用的资金并不如看上去那么多。

那么千道一万，虽然M1保持高速增长，但企业投资意愿不强，居民消费意愿不足，再加上只是看起来比较充裕的流动性，“魔镜”的预测魔力自然就失灵了。

考虑到居民买房后挤压了未来的消费空间，政府部门又面临债务置换压力，货币宽松受限，在此背景下，“魔镜”要想续写神奇，企业投资意愿能否持续提升将是一个重要的衡量指标。