

财富周刊

周 刊 WEEKLY

理性投资，财智生活

财眼看市

P2P网贷行业：

“良币”如何驱逐“劣币”？

钱簪旋

近期开展的互联网金融专项整治，又将P2P网贷平台资金托管问题推上了风口浪尖。其实，早在去年7月18日和12月28日，监管部门先后出台的《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》及《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法（征求意见稿）》，均要求P2P网贷平台选择符合条件的银行业金融机构作为出借人和借款人的资金存管机构，去年12月28日发布的征求意见稿更是给出了18个月的整改时间。

蛇打七寸。抓住资金存管问题可谓抓住了P2P网贷平台规范发展的关键。所谓资金存管，其实质就是要求P2P平台不能直接接触客户资金，以达到“保护客户资金安全，不得挪用或占用客户资金”的监管目标。最终目的是为了加强P2P网贷行业的风险防范，促进整体行业规范发展。

作为我国互联网金融的一个重要组成部分，P2P网贷经过多年的发展，已经初具规模。数据显示，2016年7月份，P2P网贷行业单月成交量已达1829.73亿元，环比增加了6.77%，距离单月2000亿元大关仅一步之遥。今年前7个月，P2P网贷累计成交量更是首次在自然年内突破万亿元，是去年同期的2.68倍。

然而，在快速发展的同时，行业内也出现了不少问题，比如：平台跑路、倒闭数量增加；山寨P2P平台频频爆发的非法集资案件；校园网贷恶性事件等。

有专家就曾指出，P2P网贷在前两年发展过于迅猛，巨大的民间金融服务需求吸引了大量的资本涌入，借助互联网的便利优势，很多不具备金融服务能力的机构和个人也纷纷涌进网贷行业，成为了行业发展的风险隐患，经历了这两年的发展累积，风险开始集中爆发。

专家同时认为，这些自身风险控制能力不足的平台跑路和倒闭，对行业的长远发展是有益而无害的。理性的投资人也会认识到，在市场上起主导作用的最终会是那些合规经营、稳健成长的优质平台。事实也是如此。据统计，截至2016年7月底，P2P网贷行业正常运营平台数量进一步出现下降，数量下降为2281家，相比6月底下降了68家，环比下降了2.89%。对比历史数据可以发现，7月份已经创了近一年正常运营平台的新低。但这并未影响7月份P2P网贷的累计成交量创下历史新高。由此可见，P2P网贷行业“去糟留精”的趋势已经出现。

从金融发展的历史来看，任何一项金融创新在发展的过程中，都难免经历早期的乱象，一些不合规的平台或机构浑水摸鱼，扰乱整个行业的发展。金融监管部门也需要时间去了解和掌握金融创新的内在规律和逻辑。

今年被业内称作互联网金融的监管年，P2P网贷也被列为重点监管对象。不难预计，在监管趋严的大背景下，对金融风险的防范将进一步加强。这一过程可能并不轻松，一方面，“害群之马”对整个行业已经造成了很大的伤害，尤其是对合规的P2P网贷平台伤害更大；另一方面，行业标准的建立需要时间，“良币驱逐劣币”需要监管部门、行业协会以及优质合规平台的共同努力，带领整个行业进入正常发展的轨道。

另外，我们还亟需加强金融消费者的教育，要让消费者充分认识到，任何投资行为都是有风险的，高收益、低风险甚至零风险的产品是不存在的。通过开展一系列的金融知识宣传，让投资者充分意识到每一个金融行为可能产生的结果，从而树立科学的理财观和消费观。

责任编辑 陆敏 孟飞

美 编 高 妍

联系邮箱 jjrbcfzk@163.com

创新层推出一月有余，市场格局悄然变化——

分层后的新三板怎么投

本报记者 何 川



▲ 虽然整体交投活跃度依旧低迷，但新三板推行挂牌公司分层后，让众多投资者有了更为积极的预期。在专家们看来，分层只是个开始，其他相关配套政策有望随后推出

▲ 在流动性出现分化的情况下，不同的层级将出现不同的投资机会，投资者既可以在基础层里淘金，也可以在创新层里套利，获取溢价最好的方式当然还是要寻找真正有投资价值的公司

自6月末新三板正式实施分层至今，已有一个多月时间。期间，挂牌企业数量继续保持突飞猛进态势，目前总数已超过了8200家。与此同时，市场交投活跃度低迷，三板成指和三板做市两个指数接连震荡走低，流动性不足困局依然待解。创新层推出后，新三板市场走势为何仍然偏弱？投资者应该如何看待？

分层与流动性

今年以来，新三板市场阴跌不止，截至8月11日收盘，三板成指报收1154.80点，较年初的1448.29点下跌逾20%。自6月27日新三板从盈利能力、成长性和市场认可三个维度将挂牌公司分为创新层和基础层后，三板成指、三板做市这两个指数的区间跌幅分别超过了3%和5%。特别是三板做市指数连续8周下跌，创下自2015年2月以来的新低。

格上理财研究员王萌萌表示，虽然市场分层意味着创新层公司获得一定程度上的“背书”，更容易得到投资者的青睐，有助于公司股票流动性好转和股价上升，但分层本身与市场行情整体走强或走弱并没有必然的联系。“作为市场的一项基础性制度安排，分层更多的是给投资者带来其他相关政策红利的良好预期，给市场传递积极信号”。

行情低迷的背后也折射出新三板整体流动性不足困局依然待解。市场数据显示，分层之后，市场整体交易量和活跃度并未出现持续显著地提升。从成交金额来看，在分层实施当日，新三板市场交易额突破8.5亿元，较前一交易日明显回升，6月28日更是达到10.2亿元，创下近40个交易日以来的最高纪录。随后，市场交易额逐渐回落，目前新三板日均交易额在5亿元至6亿元之间，甚至还不如一家中小板、创业板上市公司的日均成交额。

“分层是解决流动性难题的先决条件，但仅有分层对于提升流动性帮助不大。”企巢新三板研究院院长程晓明表示，由于分层后相关配套制度没有紧随其后，所以市场流动性没有持续显著提高。此外，新

三板与A股市场也有明显的协同共振关系，在A股出现震荡行情和交投清淡的整体环境下，新三板也很难有亮眼表现。

从新三板投资者门槛来看，除了机构投资者之外，个人投资者在经济能力和投资经验上“门槛”依然较高。投资者除了需要两年以上证券投资经验，或者具有会计、金融、投资、财经等相关专业背景之外，个人投资者本人名下前一交易日日终证券类资产市值必须达到500万元以上。从投资者结构来看，截至2015年末，新三板机构投资者数量2.27万户，个人投资者数量19.86万户。

九泰基金产业投资部投资经理王阳认为，市场中的投资者可分为三种类型：产业投资者、财务投资者与投机者，其中价值投资者决定了定价，投机者决定了流动性。新三板投资门槛高企，将具有一定承受能力、能充当投机者角色的部分散户拦在了外面，这是新三板缺少流动性的原因之一。

此外，业内专家认为，作为市场流动性提供商，新三板做市商数量非常有限，目前仅有85家，而且都是证券公司。从选择做市转让的企业数量来看，也仅有1611家，在超过8200家的市场规模中，占比不到20%。这使得现阶段做市商很难充分发挥出活跃市场交易的作用。

配套措施有望跟进

“分层只是个开始，新三板要真正实现交投活跃、价格发现功能，还需要在分层的基础上推出其他相关配套政策。”程晓明表示，一方面，可按照权利义务对等原则，在创新层先行推出公募基金产品进入、适当降低投资者门槛等措施，以引入增量资金。另一方面，应放开非券商机构做市，出台私募机构、基金管理公司子公司和期货公司子公司等做市业务规则，建立合理的做市商竞争机制，增加做市服务的供给。

目前，新三板实施的是“协议转让+做市转让”的交易制度，民生证券新三板研究中心发布研报认为，做市商扩围、形成足够强大的市场对手盘应是新三板未来进一步

发展的第一步，然后才能引入竞价交易制度。从中长期看，创新层可借鉴国外经验，建立“竞争性做市+竞价”的混合交易制度，这对解决新三板流动性不足、做市商数量瓶颈及防范做市商道德风险等问题，都具有一定意义。

中科沃土基金董事长朱为绎表示，目前新三板的交易费用包括股份过户费、转让经手费、印花税和结算费等。其中，转让经手费为万分之五，远高于A股市场。新三板可考虑增加一些新的考核指标，如买卖报价差、平均最小报价数量、成交量、每日平均成交金额等，并与其交易费用等相关成本联系起来，排名靠前的做市商可抵减相关费用，以此激励做市商活跃交易、提升市场流动性。

朱为绎认为，在公募基金产品没有进入新三板市场之前，还可先发行5年期以上的长期新三板私募基金产品，以缓解新三板市场流动性问题。“在去年1月至4月份新三板行情大涨时，许多机构发行了1年期至2年期的基金产品，想快进快出，但现在几乎全被套住。实际上，新三板类似于PE（股权投资）市场的D轮或者E轮投融资，投资者应考虑做长期投资，分段进入、分段退出，在各自优势领域赚取收益。”

在朱为绎看来，目前是发行长期新三板基金产品的良好时机。“一方面，做市商有出货意愿、短期基金产品也面临到期压力；另一方面，一些优质新三板公司股价被低估，许多公司实施定增时也调低价格，不少公司股票的长期投资已经凸显。”

也有业内人士表示了不同的看法。不少专家认为，由于新三板实行相对较低的企业准入门槛和相对较高的投资者门槛，而沪深证券交易所实行相对较高的企业准入门槛和相对较低的投资者门槛，二者在服务企业和投资者方面存在明显差异。

不管未来新三板市场如何改革，市场参与者都不应该期待新三板的流动性与A股市场差不多。

以产业思维寻找机会

虽然目前来看，新三板市场整体流动

性不佳，但挂牌公司分层后，市场格局已经出现明显变化。王萌萌认为，新三板市场流动性将出现分化。“预计未来新三板创新层将成为各项政策利好的‘试验田’，随着公募基金产品进入、适当降低投资者门槛等措施有望在创新层先行先试，创新层与基础层间的流动性差距将逐渐拉大，个股之间流动性分化明显。”

“短期内市场供需格局难以改变，中期将逐步优化，虽然供需格局反转的概率较小，但是新三板市场的交易量分化将始终存在。随着挂牌公司数量的增加和一些明星公司经过市场的检验，未来个股分化也将进一步加剧。”王萌萌说。

就投资逻辑而言，有分析人士认为，从行业角度来看，要坚持以产业思维寻找高景气的细分行业，重点布局教育、医疗、信息技术、金融科技、商业服务和环保等领域；从个股来看，要重点在符合创新层财务标准的企业池中选择，在供需关系没有改善之前，选择进入创新层或者具备进入条件的公司作为投资备选池是一个相对安全的选择。

王阳认为，不同的层级将会出现不同的投资机会。投资者既可以在基础层里淘金，也可以在创新层里套利，关键是根据自身对流动性的要求，来寻找真正有投资价值的公司。他认为，基础层中不乏高成长、有投资价值的企业。相比于创新层企业来说，基础层企业一些还处于初创期，体量较小，但它们的业绩爆发力也许更强。对这类企业的投资虽然风险较大，相应的回报率也更高，很适合对流动性要求低、风险承受能力强的投资者。

此外，基础层还有其独特的差异化溢价机会。根据全国股转公司的规定，每年5月份将调整挂牌公司所属层级，符合创新层条件的基础层公司，将被调整进入创新层，这有望吸引一批赚取基础层、创新层之间溢价红利的投资者。

“在当前市场定价效率不足的情况下，新三板基础层必然存在部分定价偏差的公司。”王阳表示，一些财务数据符合创新层标准，但由于种种原因未能进入创新层的公司，其成长性经过市场验证后，将存在一定的投资机会。

收藏热点

奥运金牌“含金量”几何

本报记者 温济聪

里约奥运会已经拉开帷幕，各国运动健儿对金牌的角逐吸引了各方的目光。拍卖市场上，奥运金牌的拍卖价格也随之水涨船高。

近日，佳士得拍卖行宣布，将在9月份拍卖美国名将罗伯特·亨特1904年获得的奥运会高尔夫球项目金牌。据悉，这枚奥运会金牌材质是纯金，也是奥运会上较为罕见的纯金牌，这枚金牌的预计拍卖价格为20万元人民币。

奥运金牌是否都是纯金打造？据了

解，自从1912年的斯德哥尔摩奥运会之后，金牌就都不再用纯金材质制作。不过，虽然可以不用纯金材质来制作奖牌，但国际奥委会对金牌的含金量也有硬性要求，1978年的奥运会章程明确规定：金、银牌中银的纯度须高于92.5%，金牌中金子的含量不少于6克。且规定奥运会奖牌为圆形，直径不得小于60毫米，厚度不得小于3毫米。

世界黄金协会相关负责人告诉《经济日报》记者，此次里约奥运奖牌是历届奥运中最环保的奖牌，500克重的金牌中只有6

克黄金，主要镀在奖牌表面，其余成分则是循环再用的银，按目前市价，每块金牌价值约600美元。

此次里约奥运会金牌重量为500克，也是夏季奥运会中奖牌最重的一次，几乎是北京奥运会金牌的两倍。不过，虽然重量不及伦敦奥运会和里约奥运会的奖牌，但北京奥运会的“金镶玉”可被称为最豪华的奥运会奖牌，这是因为北京奥运会奖牌在用金、银、铜质地打造的同时，还分别镶嵌了白玉、青白玉、青玉，喻示中国传统化中的金玉良缘。

从拍卖市场的价格来看，虽然奥运金牌的含金量普遍不高，但其拍卖价格却并不低。2013年末拍卖的欧文斯奥运金牌，最终以146万美元成交，创造了奥运单块金牌的最高拍卖纪录。

“如果是国内甚至世界上都知名的运动员比赛获得的金牌，则具有更高的收藏价值。”明富金融研究所分析师沈杨认为，“在收藏奥运金牌时，除了运动员的知名度外，金牌的获得年份、颁发数量、运动项目的受关注程度等，也是决定投资和收藏价值大小的关键。”