

# 财富

## 周刊 WEEKLY

理性投资，财智生活

### 财眼看市

## 新三板做市，缺的不仅是私募

桂浩明

两年前，新三板全面实行做市制度，近百家券商参与，为上千家挂牌公司提供做市服务，做市成交由此成了新三板市场中最受关注的交易模式之一。

不过，现在看来新三板做市并未取得预想的效果。一个不容回避的现实是，做市公司与非做市公司相比，并没有表现出太大的优势，无论是换手率还是估值，两者都差不了太多。以致最近一些在新三板的挂牌公司要求退出做市成交的模式，重返以前的协议成交模式。同时，券商作为目前唯一可以参与做市的机构，也面临缺乏盈利模式的问题。在前几年的行情下，券商还勉强可以支撑，到了今年此项业务已经出现大面积亏损。

日前，作为今年新三板市场的一项重要改革措施，管理层制定了有关私募基金参与新三板做市的制度。这样一来，在完成了各项准备及审核以后，私募基金将成为继券商之后的第二类做市机构。在前些天的新三板发展战略高层论坛上，全国中小企业股转系统公司副总经理隋强明确表态，股转系统正在研究围绕市场分层的差异化安排，私募参与做市将很快推出。对这样的举措，市场各方是欢迎的。引入其他机构投资者以增加新三板做市商的数量，在做市商制度还处于起步时期就被提了出来，现在能以予落实，无论对相关制度的完善，还是推动新三板的发展，都被寄予厚望。

但问题也随之而来。从目前公布的相关制度设计来看，对私募基金获得做市商资格，设置了很高的门槛，绝大多数私募基金可能因为这个或者那个原因被拒之门外。依据这个门槛，近期内能有幸成为新三板做市商的私募基金，数量恐怕不会超过10家。在如此大的市场中，就放进去这么几条“鲶鱼”，合格的私募做市机构数量不够，可以说是杯水车薪。

更进一步说，在笔者看来，这两年来新三板做市制度之所以没有取得令人满意的成果，最主要的原因还不是做市商构成的过于单一，而且没有切实可行的盈利模式。特别在行情走弱的背景下，做市商根本无力在合理的位置支撑股价，操作上只能是非理性循环。而就做市商的基本职能来说，要维护相关公司股份的流动性，又受制于各方面的因素，偏偏新三板市场缺乏很好的流动性，因此，一方面做市商操作压力极大，另一方面又力不从心，难以达到预期的目标。现在，开放私募基金做市，由于私募基金没有券商的背景，在提高所交易品种的流动性上就不如券商有更多的利益诉求，至于说在做市过程中实现价格发现与维护，也许私募基金会因为其决策与操作手段的更加灵活而显示出某种优势，但相对于目前十分清淡的成交量，这种优势究竟能否得到有效发挥，就不能不打个问号了。

不管怎么说，引入私募基金成为新三板的做市商是必要的，但这种引入，不能仅仅着眼于简单的数量上的扩张，而要在发挥券商以及私募基金各自长项的基础上，有针对性地解决当前新三板做市中所存在的问题。就新三板市场而言，解决流动性是个很迫切的任务，私募基金参与做市，也需要以相应的流动性为基础，否则也就难以真正施展其能耐。

(作者系申万宏源证券研究所市场研究总监)

责任编辑 陆敏

美编 高妍

联系邮箱 jtbcfzk@163.com

网贷监管细则出台“满月”，各平台标的额和收益率纷纷下调。为求合规，平台各施拳脚，在发展着力点上也出现转移——

# P2P 网贷抢滩消费金融

本报记者 钱箬璇



▲ 业务合规转型和消费市场巨大的发展潜力成为众多网贷平台选择消费金融业务的两个主要原因

▲ 虽然在获客、运营成本上拥有优势，但是如何获得更多个人征信信息以及把控风险，成为考验行业未来发展的难题

老张是一家网贷平台的创始合伙人，《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》(业内俗称“网贷监管细则”)出台后，他仔细认真学习，并组织公司高管们参加了专题学习班，加班加点开会商讨业务调整的具体细节。

借款限额、ICP许可证、银行资金存管……细则里提出了不少新的监管要求。“监管部门给出了1年的整改期限，怎么调整、如何改革成为关系公司生死存亡的问题。”老张在接受记者采访时表示，公司计划将业务重点全部转移到消费金融上。

## 方向抉择——符合转型需求

老张的选择也成为很多P2P网贷平台的共同选择。因为按照网贷监管细则，同一平台个人最多借款20万元，同一法人或其他组织最多借款100万元；不同平台个人最多借款100万元，同一法人或其他组织最多借款500万元。此外，负面清单的第八项规定，禁止平台开展类资产证券化业务或实现以打包资产、证券化资产、信托资产、基金份额等形式的债权转让行为。

“这意味着行业2000多家网贷平台业务必须转型。而潜力大、合规性好的消费金融业务相对更容易符合网贷监管细则要求，因此成为众多P2P网贷平台转型的首选。”盈灿咨询高级研究员张叶霞表示，当前我国经济增速下行压力仍然存在，不少企业经营面临较大压力，相关平台业务存在潜在风险。但消费金融业务不同，随着人们消费理念的改变，P2P网贷平台消费金融业务近年来增长较快，未来市场前景广阔。

“网贷平台布局消费金融业务主要有两方面原因：一是为了业务转型，从对企业借贷转向对个人借贷，二是因为消费金融增长潜力巨大。随着我国居民可支配收入的逐年攀升，经济增长动力由主要依靠投

资、出口拉动向依靠消费、投资、出口协调拉动转变，消费升级趋势明显。”融360网贷研究员韩腾在接受《经济日报》记者采访时表示，我国居民消费需求正从生存必需品消费转向改善型消费。另外，随着80后、90后新生代消费人群的成长，我国消费人口的结构也发生了转化，更多消费者拥有超前消费的观念等，诸多因素都有利于未来消费金融业务的发展。

与此同时，目前我国消费金融仍处于发展起步阶段，与国外成熟市场相比，消费金融市场渗透率较低，未来发展空间大。有机构统计预测，2015年除房贷以外的一般性消费金融贷款余额已接近5万亿元，未来5年的年复合增长率将保持在26%以上，到2020年将突破15万亿元，届时其整体规模将是现在的3倍。这也意味着网贷平台未来在消费金融业务上有着巨大的增长空间。

## 生存法则——差异化求生存

自2009年我国开启消费金融市场改革以来，经历了一段时期的野蛮生长，涌现多元业态，目前按照参与主体划分，大致可分为金融系、电商系和实业系。“参与各方优势各异。比如，金融系胜在资本和风控能力，电商系胜在数据和流量，实业系胜在场景和产品。”韩腾说，“P2P平台如果现在想切入消费金融市场，若无对应环节的资源积累，难度较大。”

“互联网金融与传统金融机构相比，各有优势。在消费金融领域，二者之间存在差异化竞争，在发展时应各有侧重。”PPmoney万惠理财董事长陈宝国表示，传统金融机构服务的对象包括了很多机构客户，其商业模式、市场拓展等方面都比较成熟，而互联网金融企业的客户主要是个体，小而分散的特征非常明显。

陈宝国认为，传统金融机构没有人力

物力覆盖所有的人群，特别是一些中低收入群体享受到的消费金融相关的服务较少，这一群体对应的市场可能会出现迅猛增长。另外，农村消费金融市场目前正处于萌芽阶段，这一领域未来发展潜力也较大。

拍拍贷CEO张俊分析认为，如果网贷机构去争抢信用卡人群的消费金融业务，将面临来自银行和大型互联网公司的竞争，胜算不大，需要走差异化的发展之路。“在我国，18岁至55岁的信用卡适龄人群约10亿人，而信用卡人群目前只有2亿多。对于大量非信用卡人群，无论是银行还是大型互联网公司，都需要时间成本去积累非信用卡人群的数据和风险样本。如果P2P网贷平台在银行上有能力服务非信用卡人群，而不是与银行和大型互联网公司去争抢存量市场的话，空间还是很大的”。

相比其他金融机构，P2P网贷平台优势也很突出，其开展消费金融业务可以实现全线上操作，而商业银行和消费金融公司目前仍以线下模式为主。“全线上无疑具有很多优势。线上模式在获客、运营等成本上有明显优势，且可以快速实现全国化的布局。”张俊说，传统的金融机构大多不区分用户的信用等级，采用统一的风险定价策略，这意味着信用良好的用户要承受与信用较差用户一样的费率成本。而现在一些走在前面的P2P网贷平台在风险保证的前提下，已经可以实现对不同信用等级用户进行差异化定价。

## 痛点不少——征信、风控成难题

记者调查发现，目前已有数量可观的P2P网贷平台布局了消费金融业务。从业务模式上看，主要有两类模式：消费抵押贷和消费分期贷。据美利金融有关负责人介绍，“消费抵押贷实质上只是明确借款额度较小，并不能明确其借款目的，而消费分期贷重要的一点是与消费场景结合，既明确了借款目的，降低了借款额度，同时也满足了有消费需求但消费能力不足用户的需求”。

无论是采取哪种业务模式，要想在激烈竞争中胜出都非易事。“具有成熟信贷风控技术、较强征信能力、良好股东背景的平台，以及拥有较高成交量和人气的平台在互联网消费金融领域有望赢得一席之地。”张叶霞向《经济日报》记者表示，目前我国征信体系并不完善，征信数据的覆盖范围较窄，尤其是目前我国P2P网贷平台尚未纳入央行征信系统。如何获取更多的个人征信信息，正成为开展消费金融业务的难点，而具有征信能力的平台，在个人征信数据的获取上便占有优势。

除了征信难题，风控问题也是业内公认的痛点。张俊表示，互联网金融的实现方式虽然是通过互联网技术，但其本质还是金融，关系到对风险的识别和定价，P2P网贷平台开展消费金融业务也离不开对风险的把控。

张俊进一步解释说，“对机构借贷和对个人借贷是两种完全不同的资产类别，两者的风控模式也不一样，而消费金融针对的是个人用户，一些前期个人信贷业务开展较多的网贷平台会具有一定优势”。

规模大小不同的平台在转型过程中，还应该各自业务的侧重点。“规模大、知名度高的P2P网贷平台，可借助自身积累的流量与数据，在用户体验方面发力。比如一些网贷平台推出的‘大数据智能风控系统’，借助技术降低人工干预成本，提升业务办理效率。”韩腾说，消费金融往往额度较小，客户对于利率成本的敏感度相对较低，对于用户体验方面的敏感度则相对较高。P2P网贷平台在业务流程顺畅度、业务办理速度、信息提示等方面如果服务细节到位，便有望在消费金融领域立足。

韩腾表示，对于中小规模的P2P网贷平台而言，如果要切入消费金融领域，必须走“小而美”的路线，要在细分领域开拓挖掘新的消费需求，同时依赖于特殊的资源导入，如地域性的客户资源、垂直领域的消费场景开拓或者风控优势、特殊的渠道资源等。另外，细分程度高、标准化程度低的消费金融业务，对于很多中小规模的P2P网贷平台来说，也都意味着机会。

## 理财新发现

# 投资分级基金风险加大

本报记者 周琳

据显示，分级B在9月18日至23日内的市场日均交易量仅为32.60亿份，与上一周相比，交易量环比下降38.68%，同比则下降38.76%，整体流动性收缩令市场担忧。

具体产品方面，东方财富统计显示，截至9月28日，今年以来中海中证高铁产业指数分级B场内交易价格累计下跌61.98%，在同类262只分级产品中排名垫底。其单位净值表现由今年4月初的1.193元高位一路下挫至9月28日的0.942元。中海中证高铁产业指数分级(A、B份额之和)净资产由去年7月底成立时的3.51亿元下降至0.09亿元。

在交易集中度方面，市场活跃度排名前25%的分级B份额的成交量占分级B总成交量的比重正在提升。“十一”节前3周，该数据分别为94.78%、95.5%和

95.94%，而在2015年年中，这数据多在90%以下。上海证券基金评价研究中心分析师李颖表示，后市投资者应加大对迷你分级基金流动性风险的关注，购买分级B应重点关注规模变化。

尽管交投并不活跃，但分级产品短期内仍不乏结构性投资机会。在分级B方面，受益于部分板块较好表现，股票分级B的场内交易价格近期呈反弹态势，其中地产分级B凭借高杠杆目的，而消费分期贷重要的一点是与消费场景结合，既明确了借款目的，降低了借款额度，同时也满足了有消费需求但消费能力不足用户的需求”。

从另一个角度看，杠杆份额的折价水平不断提高可能为未来积累潜在价值，即价格回归价值的部分收益。李颖认为，一旦趋势性机会出现，势必增大市场使用杠杆的需求，分级B将由折价转为溢价。例

如，分级A曾在2015年出现“黄金坑”。但目前看，分级B价格修复的趋势尚未出现，整体折价的情况可能还将持续。

在分级A份额方面，9月18日至24日，日均交易量为8.86亿元，已降至历史低点。李颖认为，造成这一现象的原因有两方面：一是分级基金市场的整体流动性收缩带来套利风险加大，套利盘带动分级A成交提升的动力减弱；二是分级A平均价格水平在高位，持有方惜售，进场方畏高情绪较为强烈。

上海证券基金评价中心统计显示，目前全市场分级A流动性加权平均价格上扬0.95%，平均溢价4.75%，仅有两成的分级A隐含收益率达到5%。李颖认为，较高隐含收益率以及流动性高的分级A依旧具备投资价值。从目前市场环境看，未来分级A价格保持相对稳定的概率较大。