

金融工程报告/创新动态研究报告

创新业务步伐加快——证券市场创新动态评析

1、5月初在北京召开的证券行业创新大会有可能使得证券行业进入创新驱动的新时代。“关于推进证券公司改革开放、创新发展的思路与措施”（征求意见稿），一方面明确了证券业未来发展的创新路径，另一方面也从11个方面如加快新业务新产品创新进程、放宽业务范围和投资方式限制、出台措施支持行业创新等方面相对于以往创新力度都比较大。放松管制、减少审批、风险可控等是证券行业未来创新的主导方向。

2、基金产品创新步伐加快，跨境ETF推出已经箭在弦上，华夏香港恒生指数基金、易方达恒生中国企业ETF及其联接基金等两只跨境ETF产品的推出已进入最后冲刺阶段，未来基于货币、债券、商品类等ETF等指数基金产品有望得到大发展，房地产信托投资基金（REITS）、黄金ETF试点等也有望展开。

3、固定收益产品创新力度加大，融资融券转融通业务估计在今年年中推出，资产证券化业务有望重新开启，中小企业私募债有望近期启动试点。估计第一批中小企业私募债不晚于6月推出，可能有数十家券商获得中小企业私募债的试点资格。

4、金融衍生产品业务受到重视，创新发展思路指出，逐步扩大证券自营投资品种范围，直至允许投资所有场内场外证券类金融产品。国债期货目前正在模拟交易，有望年内正式推出。各大交易所正在推出期权模拟交易，期权交易渐行渐进，如大商所启动期权仿真交易，采用美式期权规则；中国金融交易所表示即将推出股指期货期权仿真交易。股指期货、商品期权值得期待，沪深交易所已制订了包括股指期货、个股期权在内的产品方案，适时启动基于ETF和个股的期权产品的模拟交易，备兑权证和认股权证也正在探索中，特别是备兑权证开展值得期待。

5、低风险创新产品正在逐步推广，约定购回式证券交易业务试点范围有望扩大，其满足了实体企业经营流动性资金需求的客观要求，是低风险的创新业务的典型代表。

相关报告

证券分析师：赵旭

执业证书编号：S0550511010005

TEL: (21)20361161 FAX: (21)20361138

证券分析师：

执业证书编号：

研究助理：

执业证书编号：

目 录

1. 基金产品创新步伐加快，跨境 ETF 推出已经箭在弦上.....	3
2. 固定收益产品创新步伐加快，中小企业私募债有望近期启动试点	3
3. 金融衍生产品业务受到重视，期权模拟交易正在进行，备兑权证值得期待.....	4
4. 基于场外交易场内化的低风险创新产品正在逐步推广，约定购回式证券交易业务试点范围有望扩大.....	4

创新业务步伐加快——证券市场创新动态评析

2012年5月7-8日，证券行业创新大会在北京召开，本次创新大会放松了对于券商的监管限制，有可能使得证券行业进入创新驱动的新时代。“关于推进证券公司改革开放、创新发展的思路与措施”（征求意见稿），一方面明确了证券业下一个阶段发展的创新路径，另一方面也从11个方面如加快新业务新产品创新进程、放宽业务范围和投资方式限制、推动营业部组织创新、出台措施支持行业创新，创新政策涉及面宽度，特别是推进力度等方面相对于以往创新力度都比较大。放松管制、减少审批、风险可控等是证券行业未来创新的主导方向，全能综合业务经营模式是证券公司未来的主导模式。在有可能近期推出的创新业务中，融资融券转常规、约定购回、中小企业私募债和金融衍生品（国债期货、资产证券化、备兑权证等）等有望率先推出，本报告试图对这些重要业务产品做一评析。

1. 基金产品创新步伐加快，跨境ETF推出已经箭在弦上

目前基金行业产品创新的步伐进一步加大，目前首只跨市场ETF嘉实沪深300ETF已完成募集，募集金额195亿元。各类分级基金受到投资者的青睐，特别是投资于境外黄金ETF的QDII-LOF产品、债券指数LOF等创新型产品为投资者提供了多样化的资产配置工具。未来基于货币、债券、商品类等ETF等指数基金产品有望得到大发展。值得注意的是，跨境ETF推出已经箭在弦上，跨境ETF是指标的指数所在国家或地区与基金上市交易的交易所所在国家或地区不同的ETF基金，即有国内基金公司发起设立、在国内交易所上市，而标的指数为海外指数，基金份额在国内申购赎回交易而其持有的资产在海外市场交易，国内机构投资者对跨境ETF有潜在的需求。跨境ETF挂牌市场与成分证券市场在交易时区、市场准入、交易品种、交易制度、外汇管制等方面存在差异，其投资风险表现在交割机制风险、汇率风险、利率风险、税务风险等，其中汇率风险尤为突出，汇率大幅度波动导致基金净值发生变化，使得投资者收益存在比较大的不确定性。根据相关消息，华夏香港恒生指数基金、易方达恒生中国企业ETF及其联接基金等两只跨境ETF产品的推出已进入最后冲刺阶段，这两只产品已基本完成审核，但由于是QDII下的跨境产品，两只产品将在原有的人民币申购基础上，可能增加独立使用外汇申购的方式。目前华夏、易方达两家公司正在进行增加外汇申购的技术安排和测试，这两只跨境ETF产品将于近期择机推出。

另外，房地产信托投资基金试点（REITS）、黄金ETF试点等也有望展开，而与股指期货、融资融券业务相关的基金产品创新也正在进行中，为基金产品控制风险奠定了基础。

2. 固定收益产品创新步伐加快，中小企业私募债有望近期启动试点

从国外成熟经验来看，固定收益业务的增长主要是创新业务的增长，而不是传统的手续费收入，做市商业务尤其是利用货币市场形成的杠杆为客户提供流动性和定制性需求的资本中介服务是券商创新的增长点。其中，债券质押式报价回购和现金管理计划等已开始试点，现金管理计划，已有多家券商申报，相对比较成熟，信达证券做的非常好，其针对现金管理计划推出“信达现金宝集合资产管理计划”受到市场的密切关注。在债券质押式报价回购业务方面，国信证券为首家试点公司。另外，在融资融券转入常规之后，转融通迅速被提上议事日程，目前证券金融公司已经成立，估计转融通业务在今年年中推出，券商将从证券金融公司借券，然后转借给客户，赚取息差收入。

证监会和交易所将高收益债券即中小企业私募债作为2012年重点工作，相对于投资级债券，中小企业私募债券具有信用风险较高、收益率较高、债券流动性较低等特点，根据各方消息，中小企业私募债交易平台最快5月底投入模拟运行，试点有望很快开展。根据相关研究，美国垃圾债券的约定收益率水平一般至少比其他相同期限企业债券的利率高3%-4%。中国中小企业私募债券定价估计不低于10%，考虑流动性溢价、担保等因素，高收益债券的票面利率可能在10%-15%之间波动。中小企业私募债发行模式既有特色化又有国际化特点，采取备案制，目前，由上证所与深交所联合制定了《中小企业私募债券试点办法》（征求意见稿），中国证券业协会起草的《证券公司开展中小企业私募债券承销业务试点办法》（征求意见稿）已经下发。门槛低、操作灵活、发行周期短是中小企业债的三大优势，试点初期拟在中小企业比较集中的六个区域进行试点，包括浙江、江苏、北京、天津、上海、深圳，在企业类型上，要求是有自主创新能力的企业、高科技企业、

三农企业，首批试点项目正在推进中。上交所将在固定收益交易平台中推出实时逐笔非担保交收功能。估计第一批中小企业私募债不晚于6月推出，可能有数十家券商获得中小企业私募债的试点资格。由于都是集中在发达地区的中小企业发债，违约概率比较小，投资价值比较高，有望给投资者带来丰厚的回报，但流动性问题不容忽视。

资产证券化业务有望重新开启，目前我国的资产证券化业务具体的实践模式有两种，一种是通过信托的形式，人民银行主导的信贷资产证券化业务，在银行间债券市场交易；另一种是通过券商专项资产管理业务即企业资产证券化，中国证监会主导的非信贷类资产证券化业务，以证券公司专项资产管理的形式开展，在沪深证券交易所大宗交易市场挂牌交易。与西方发达国家相比，我国资产证券化刚起步，相对于美国“发展过度”，我国明显“发育不足”。在控制风险的基础上，券商资产证券化专项业务有望重新开启，信贷资产证券化也有望启动，以优化银行资产结构。

3. 金融衍生产品业务受到重视，期权模拟交易正在进行，备兑权证值得期待

创新发展思路（征求意见稿）指出，在科学调控杠杆率的前提下，逐步扩大证券自营投资品种范围，直至允许投资所有场内场外证券类金融产品；允许具备条件的证券公司依法投资金融期货、商品期货、黄金现货及其他非证券类金融产品，这为金融衍生品的发展提供了广阔的市场。

利率期货、利率期权等金融工具是风险管理的主要品种，国债期货作为一种简单而又成熟的利率风险管理工具，其套期保值和价格发现功能已被市场认可，是全球最主要的金融期货品种之一。目前正在模拟交易，有望年内正式推出。各商品交易所正在推出期权模拟交易，期权交易渐行渐进，郑州商品交易所将报在恰当的时候开展期货期权仿真模拟交易，适时向证监会提出开展正式的农产品期货期权交易的申请。5月7日大商所宣布启动期权仿真交易，采用美式期权规则。中国金融交易所表示即将推出股指期货期权仿真交易，上海期货交易所也在进行铜期权的试验阶段。估计股指期货、商品期权都有可能推出。沪深交易所已初步制订了包括股指期货、个股期权在内的产品方案和业务规则，建立了相对完整的衍生品模拟系统，适时启动基于ETF和个股的期权产品的模拟交易，备兑权证和认股权证也正在探索中。

目前中国证券市场暂时成为了权证真空期，从海外权证市场的发展经验看，备兑权证是我国权证市场未来的发展方向。相对于股本权证，备兑权证灵活性更好，可以满足广大投资者不同层次、不同收益偏好和风险承受能力投资者的需求。从国际经验看，备兑权证的发行主体是证券公司等金融机构，一般信誉好，实力强。备兑权证实施做市商制度，可以为权证产品交易提供流动性支持，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。估计由券商发行的备兑权证可能有所突破，两家交易所就备兑权证的相关规则与多家券商进行了讨论，估计不久的将来对外发布征求意见稿，一些大型券商有望成为即将问世的备兑权证市场主力做市商。

4. 基于场外交易场内化的低风险创新产品正在逐步推广，约定购回式证券交易业务试点范围有望扩大

2011年证券行业推行的“约定回购式证券交易”、“交易所债券质押式报价回购”、“现金管理计划”等三大创新产品试点工作，受到风险厌恶投资者的欢迎。2009年上交所推出债券质押式报价回购业务试点，2011年又推出约定购回式证券交易业务试点，为证券公司发挥资本中介能力提供了手段，基于这两项业务，上交所逐步形成了基于场外业务场内化的低风险创新产品平台。在证券市场大震荡的环境下，低风险创新产品市场非常广阔，满足了投资者需求的低风险现金管理。股票约定式购回在一定程度上缓解企业资金紧张，帮助企业补充短期经营性流动资金，企业用所持有的股票向券商做抵押贷款，一方面为其开辟了一个股权质押的短期融资途径，另一方面，也为证券公司带来高于银行同期贷款利息的手续费收入，拓宽券商收入来源。可见，股票约定回购有助于盘活客户资券资源，是证券公司的创新业务之一和利润增长点。目前上交所已批准了中信、银河、海通三家券商作为股票约定购回试点券商，该项业务盘活上证所上市公司的锁定股票，成

为以上市公司大股东为代表的产业资本融资新途径。上交所准备把约定购回式证券交易业务继续扩大试点范围、试点规模。

值得一提的是，作为试点券商，银河证券推出了“金时雨”的短期融资业务，VIP 客户可通过质押证券，从银河证券取得借款资金。目前世界经济不确定性已给中国经济造成一定的冲击，而中国的大量中小企业从银行获得融资面临艰难挑战，而股票约定回购业务的推出无疑是满足实体企业经营流动性资金需求的客观要求，是一项低风险的创新业务。

表 1 银河金时雨业务相关规定

项目	期间规定
参与客户	开户6个月以上，资产规模500 万以上客户
质押规模	未公布
股票	可质押标的包括上交所流通的股票、债券、基金等、限制清单内标的除外
折算比例	不同的个股有不一样的折算率，一般在50%
期限	最长借款期限182 天，还有28、91 等期限
放款时间	各营业部具体操作
融资成本	与融资融券利率相当，目前约9-10%
资金来源	券商自有资金

数据来源：银河证券网站

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：<http://www.nesc.cn>

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760