

■眼观四处

## 券商在创新中浴火重生

### ——机构新时代之三

◎李国旺

银河基金管理有限公司市场总监

经历了五年的艰难时世,券商的经营理念从以利润为中心回到了金融服务业的本质——以客户服务为中心,以求在为客户的创新价值中实现利润最大化。这是一种以价值创新为重点,剥离了一切不符合市场客户需求的创新,是建立在现有技术支持的基础上,满足客户需求、提升客户价值但又不会因此大幅提升成本的创新,这样按着游戏规则和客户需求的方向着手,使券商得以实现低成本与差异化。

在证监会的大力推动下,券商的创新与规范化同步实施,比如集合理财业务,表面看与券商传统的资产管理业务相似,但本质已经大为不同。当年的资产管理往往是与客户需求及公司资金混合,如今的集合不仅主、客资金分离,集合理财的资金还是为银行所托管,从而券商的创新业务有了信托业务的性质。资金的所有者、管理者和托管者(监督方)实现了三权分离,进而回避了以往券商资产管理业务可能出现的经营风险。

集合理财看重的是券商的创新能力——能否及时推出适合客户需求而又为市场认可的产品,这是检验券商实力的第一

步。从理论上讲,券商的研究能力特别是产品创新能力是创新的起点,因此,我们对券商的创新研究就从产品创新开始。过去券商被动接受国家规定的IPO产品和国债等产品,现在券商要发展,要取胜,除了组织营销国家规定的产品,更得推出符合市场客户特定时间、特殊需要的产品。这类产品开发过程有时是一种全面的创新,有时却是将内外市场现有产品的重新组合,有时是将现在产品改造或者是增添新的效用。

有了好产品还得吆喝出去。这就得看券商的营销能力了。当然,营销能力高低,不仅看营销理念,即券商从坐商向行商转变,还须看组织创新,即券商的营销组织能否与时俱进,能否将适时的产品及时推销于最需要的投资者手中。虽然集合理财是一种“私募”的产品,但是券商本身就是渠道,通过渠道“私下”推销好像政策还没有规定不允许。

最后,集合理财产品的管理能力是考验券商综合实力的指标。适时的产品推销出去后,关键就看你能否提升价值,能否赚到钱。集合理财是券商主动型的产品,如果管理得好,可以在规定范围内动态发行,券商也就有了取之不尽的利润之源。从某种意义上讲,现在的创新类券商和综合类券商有点类似于高盛等国际著名大投资银行,

可以自动开发产品,集合理财虽然仅仅是创新开始的第一步,但意义非凡,它开创了券商自主权的时代,券商自此从靠天吃饭向自我发展迈出了坚定的步伐,以集合理财为起点的券商创新浪潮为中国券商的成长创造了前所未有的平台,中信、中金、光大等率先创新的券商已经做出了榜样。

当然,证监会的格局更大,券商不仅可以产品创新,还可以试验其他业务创新。随着融资融券业务的发展,券商将改变经纪、IPO、自营的传统格局。经纪业务和自营过去困于行情的束缚,券商可以将经营不善的责任向外推,现在有了集合理财的业务,就可以各显神通了。IPO也是受制于市场冷热的业务,只有少数实力强大者可以将之作为主营业务,一般券商限于人才、实力等原因无缘大盘国企上市的市场利润。虽然由于规则的限制,融资融券主要业务仍将集中于大券商,但也为积极创新的券商提供了新的空间,同时成为回避市场风险的一种有利的杠杆。

在新制度背景下,除了内部服务内容的增长和服务项目的创新外,券商还可以将业务触角伸向四方。笔者认为,随着内外环境的改善,眼下券商处于浴火重生的关口。以券商为中心,中国资本市场经营主体将经历积极的变化。比如以银河证券为起点的银河金融控

股集团不仅经营证券业务,还成立了保险经纪公司和购并期货经纪公司。随着WTO过渡期的结束,中国的券商要与国外同行处于同一“国民待遇”平台上,就得开放银证合作以及券商与保险、期货、基金以及信托等方面的合作。

此外,券商与银行、保险等金融机构组建金融控股集团,相互推销对方的产品,可以将集合理财业务、融资融券业务以及其他创新业务与金融控股集团的资源有效结合,从而通过创新形成低成本下的高利润。券商可以利用自身的专业优势,为金融控股集团内部特定客户提供全方位服务,像高盛、第一波士顿等机构客户服务商一样,为大型机构客户服务。当然,券商从事期货“介绍”客户业务的合法化以及创新和综合类券商购并期货公司,将使券商的现有渠道资源得以更好地利用,经纪业务内容也从营销银行、证券、基金、保险产品到期货产品,从而真正形成“金融超市”,真正以客户为中心,极大方便客户的理财需要。

新一轮整合后,大量的中小券商怎么办?其实,他们多有特别的地域优势,如果重点放在当地市场的优势,对客户实行有效的分割,为特定客户的特定需求提供服务,就能在特定地区、特定业务领域赢得别人无法超越的竞争优势吗?



■乱弹

## 孤独的恪守

◎周洛华

国泰君安投资证券股份有限公司  
并购部副总经理  
上海大学金融学副教授

朴实、厚重、内敛,这些在中国传统文化中被视为至上美德的东西,我从一位基层农村干部身上获得了真切的感受。他是河南省许昌市禹州市发改委主任温荣堂。他长得中等身材,皮肤黝黑,一头卷发,络腮胡子,眼窝深陷。如果在他头上包一块毛巾的话,他就像电视新闻中常常出现的那种西亚地区外国人的形象。

我回国后到禹州开展“有关中小城镇融资平台建设规划”的调研,就是由他负责接待和安排工作的。温荣堂当过县统计局局长,对县里的情况了如指掌,他说当统计局局长就是不能说假话,不能为了领导开心而编故事。他的脑子很好用,记得县里过去几年的大部分数据。

他每次来看我,都显得很疲惫。“陪好,喝好,招待好”这是他常说的话。他经常来去匆匆,忙于接待上级派来的各种检查组、调研组、工作组、视察组等等。他并不抱怨什么,他说来的都是领导,他自己从领导身上“学到许多东西”。

他真心实意地想为禹州的老百姓做点事情,他说现在的县委书记是一个好人,书记快退休了,就想着为老百姓办事情,不想着拿县里面有限的财政去孝敬上级领导,不想着花老百姓的钱去为自己升官,他觉得遇到了“明主”,因此要报效。

我在禹州的调研得到他许多的帮助,他也喜欢和我交谈,他并不像其他干部那样喜欢打听美国的奇闻轶事,他对于美国农民的处境和生活方式更感兴趣。我在那里的调研结束以后,他还来上海看我几次。

每次在上海相见,他脸上都挂着笑容,疲惫的笑容。他也从不像我遇到其他干部那样,总要说一些诸如“你来河南,我一定好好招待你,到了我们县,全是我说了算”等等之类的“豪言壮语”。他只是反复地说“打扰你工作了”,显得很不安。

他还曾经参加过河南省的干部培训团来上海学习,我陪他和其他人去新天地参观。温荣堂在新天地也没有像其他县来的干部那样,面对着隔壁的“一大会址”摇头叹息,发表一番“啧啧”的感叹。他只是在看外滩夜景的时候,轻轻说了一句“这些电费够我们办多少个中学了”。我给他解释这是电厂的峰谷效应,夜晚用电低谷也要维持机组的最低出力,他听不进去,继续摇头叹息。我知道我又说到了他的心事,禹州的发电厂。我知道他梦寐以求的就是拿到电厂的批文。

负责给禹州县办电厂批文是他的中心工作,“去过国家发改委之后,这才真正知道了什么叫做人格”。我相信他受了许多委屈,承受了巨大的压力,县财政指着电厂带来的税收,而他为电厂批文的事情来来回回地跑北京和河南却始终没有结果。

最近我又去了趟河南,他特地从县里赶来见我,因为他记得自己说过“如果你来河南我要全程陪同你”。对于他给我的礼遇,我心里很愧疚。我觉得他总是在维持着一个框架,一种格局,一套礼仪,这是一种已经影响他多年的为人处世的规则。

大约在许昌处于繁荣鼎盛时期的中国古代先哲,曾经说过这样的话:“名实未亏,喜怒为用”。温荣堂很好地实践了这条准则,收藏着自己的喜怒,忍辱负重地去实现一个对于他所服务的人民具有实际价值的目标。他实在像是一个三国时代魏国首都的许昌人,一个实实在在的河南汉子。我尊敬他。

他想要孩子来上海读书,我爱莫能助;他想要我帮他在上海招商引资去禹州办厂,我也无能为力。我总是觉得亏欠他许多,我总是惭愧自己能够帮助他的事情太少。因此,我总是希望他下次来上海时,一定要多呆几天,让我好好招待招待他。

■心有灵犀

## 同是贸易顺差 内涵大有分别

◎袁宜

华东师范大学  
世界经济专业博士生

外汇储备毫无悬念地突破了万亿美元大关,而在贸易顺差和资本流入的推动下,外汇储备的历史新高还将继续改写。但在外汇储备快速增长、人民币升值压力不断强化的背景下,过高的贸易顺差日益受到指责。今年前10个月我国贸易顺差就已经累计达到1336.2亿美元,远超去年全年水平。一时间,扩大内需、加快人民币升值等消除贸易顺差的措施纷纷提出,商务部也拟定了2010年基本实现进出口平衡的目标。

诚然,当前的贸易顺差确实有些虚高,通过一定的政策调整,可以有所降低。但贸易顺差能否如商务部所希望的完全消除?未来一段时期,我国的进出口贸易差额将呈现怎样的格局?这个问题的背后或许隐藏着更加深刻的经济规律。

先来看看贸易顺差是怎样形成的。假定一个社会创造了100个单位的新财富,当期消费了58个单位,投资用去了40个单位,那剩下的2个单位就必须通过净出口的方式卖到国外去,由此形成贸易顺差。若要消除这2个单位的贸易顺差可以有以下几种途径。

一是全面紧缩,少生产些新的财富。如果只生产98个单位,那就不会留下2个单位用于净出口了。但这样做,会造成产能闲置,加重失业压力。况且目前我国的实际情况是,巨额的贸易顺差伴随着许多行业的产能过剩或者潜在产能过剩,如果以压缩生产来控制贸易顺差,必将加剧失业。年轻劳动力因失业而不参与生产,那他年老后的养老金又从何而

来?因此,这种做法绝对是饮鸩止渴。

二是增加投资。如果投资能用到42个单位,就可以消除贸易顺差。但这在当前的中国同样也不行,因为眼下的投资已经火热到需要宏观调控的地步。可以预计,今后一段时期的投资增长速度只会下降,而这反过来又会增加贸易顺差继续扩大的压力。

三是增加消费。如果消费能提高到60个单位,贸易顺差就消失了,这便是扩大内需政策的含义所在。很多人指出,目前我国的消费比例太低了,有长足的提升空间,只要消费比例回升到国际平均水平,贸易顺差问题便可迎刃而解。但这样的国际比较,忽略了人口结构的因素。

一个正当壮年的劳动者,必定会把收入中的一部分储蓄起来以供未来养老之需。如果社会保障体系十分完善,则个人未必会再保留储蓄,但政府必须在当下保留数量相当的储蓄,为劳动者数十年后的退休生活准备养老金,否则便会在未来的某个时刻出现社会性的养老危机。而政府的储蓄,来自于税收,归根到底还是来源于那位壮年当期所创造的财富。对一个社会而言,也有壮年、老年之分,这取决于整个社会的人口结构。人口学家用托(瞻)养人口与劳动人口的比例,即所谓“人口负担比”来衡量整个社会的“年龄”,比值越低,则说明这个社会越“年轻”。一个理性的“年轻”社会,不会将其在当期所创造的全部财富消费殆尽,而是会通过个人储蓄或者政府储蓄(社会保险)的方式,保留部分收入,供养未来。

当前我国的人口结构正处于在负担比例最低的历史时期,社会消费比例较人口结构成熟的国家偏低一些,是正常的。由于生育政策决定了30年后我国的人口结构

将呈现严重的倒金字塔型,人口负担比将上升到史无前例的高位,到那时,试图依靠透支再下一代来解决社会保障的想法是不现实的,因为那一代年轻人将面对数倍于他们的老人和孩子,因此,在现阶段为自己的未来多储蓄一点、少消费一点的选择完全是理性的。所以,我国的消费率低于国际平均水平的现实应该说是基本合理的。

可见,当前阶段我国出现的贸易顺差,而非逆差,在一定程度上,是由我国年轻的人口结构所决定的,是我国社会为未来而在海外储蓄的养老金。当然,这并不排斥对当前虚高的贸易顺差必要的控制,对不合理的分配政策、贸易政策和汇率水平必要的调整。

人口学家预计,按照我国现有人口发展变化曲线,人口总量将于2030年到达最高点,为14.06亿;劳动人口将在2020年左右达到顶点,为9.23亿;而人口负担比将在2010年前后降到最低,此后缓慢上升,至2030年前后进入50%以上的高负担区。由此观之,由人口因素导致的贸易顺差的格局还将持续较长一段时期。而到了十余年后,当我国人口结构逐渐老化之时,我们就需要通过贸易逆差的方式,动用目前向海外储蓄的资产。

这种起因于人口结构周期的贸易顺差,与起因于经济周期的贸易顺差有着本质的区别,由这种顺差所积累起来的外汇储备,其投资运作理念当然也应有所不同。鉴于这笔储蓄资金的动用期是在十多年以后,因而其投资规划完全可以着眼于较长的时期,可以通过适当放弃对所投资资产流动性的过高要求,追求更高的赢利性,比如在一定范围内战略性地投资于有限期的股权投资。

贸易顺差的人口结构周期成分,为我国当前巨额外汇储备中部分资金运作思路的长期化提供了理论支持。

## 谁来为跨行查询收费的“深喉”

◎陈宇峰

浙江工商大学经济学院副教授  
日本早稻田大学21COE-GLOPE研究中心国际研究员  
经济学博士

经过一番策略性的闹腾之后,银行跨行查询收费已是势在必行。

有消息说,银监会已会同国家发改委制订了一个妥协性方案,规定银行卡ATM跨行查询一个月内免费4次;超过4次的,每笔手续费至少0.2元,银联和收单银行各收取0.1元,发卡银行是否再收费由各发卡行自行决定。尽管低于最初的预期,但最终还是达到了他们的收费目标。而且,经过这半年的闹腾,大多数公众都已对此漠然,银行想再提高进一步收费应该不会有什么障碍。

尽管我不想参与讨论,但我还是得去思考这些事件背后的来龙去脉。一开始,我纳闷,作为一个比较稳定的公共网络资源,是谁赋予了他们那么大的权力来收费的呢?但转念一想,不妙!要找个收费的正当理由还不容易吗?而且,对于盈利能力巨大的中国银行体系来说,这点收入似乎还无足轻重!那么,他们急于收费的动机是什么?或者说终极目标是什么?

回顾一下这半年以来的吵吵闹闹,有一个现象特别值得注意:发布收费信息之后,反应最快的是不是公众的反击,而是那些不同银行的态度:光大等一些中小银行赶紧表白不会收取跨行查询费,而那些大银行的态度则未免有些假惺惺:这些费用银联强制让转嫁,迫于无奈。为什么貌似对银行有利的收费政策,大小银行却会有不同的反应呢?最终的市场结果又会是怎样的呢?

实际上,客户在ATM上查询,凭借的是一个庞大的公共网络资源,各家银行也是凭借这个公共网络来完成客户的本行以及跨行交易行为。在公共网

络之外,还有加入这一公共网络系统的各银行终端网络,这样也就构成了一个庞大信息处理以及交易的银行服务体系。不过,由于各银行的规模不一,对客户终端服务人员和设备的投入也不尽相同,比如分理处、ATM以及柜台人员等等。在以前的运作体系中,一旦投入,不管多少,都平等地享用这些网络资源。在市场盈利态势普遍看好的情形下,各银行之间自然会相安无事,因为足够大的市场容量让他们把大部分精力集中在市场扩容上。而且,当初的大银行也没有如此大的吞吐能力。但是,一旦市场达到饱和状态,排挤性的银行同业竞争就难免了。这时,小银行当然希望继续借用大银行便利的终端网络,发展他们的客户,而这是大银行最不愿意看到的,尽管它的网络资源仍处于闲置状态。因此,阻挠也就顺理成章了。

不过,直接拒绝显然不明智,不仅会惹上垄断的嫌疑,而且一旦小银行的游说引起政府出面,结果可能更糟。因此,大银行就可能说服银联出面提出一个双赢方案,也就是现在所谓的“跨行查询收费”方案。没有什么业务网络的银联,作为中立的第三方先提出一个理由是为了迎合国际化惯例,但实际上根据大多数人的事后考察,国际上根本没有这样的所谓惯例,他们不仅不收,反而还会补贴一部分钱返还给顾客。眼见是那个说辞站不住脚,大银行又重新拿出了一个新的理由:为了防止人世之后那些如狼似虎的国外银行竞争者大肆进入。不过,在我看来,这也只不过是一个美丽的“托”而已,难道这0.2元查询费竟有如此威力,能阻挡国际大鳄的进入决心?只要他们想进入中国市场,估计钟伟教授说的2块查询费也根本不成什么问题!真的要命的是那些小银行,如果不想办法加强终端网络建设,再加上外资对大客户的抢夺,随时都有可能走到破产边缘。

任何一个理性的银行客户,在跨行查询费用的约束下,总会重新选择一个最有利于自己的银行卡。很显然,那些拥有发达

■求索