

“代持”灰幕遭遇核查风暴

债基高收益“神话”或将破灭

□本报记者 李良

债市核查风暴猛烈来袭,撕开了固定收益基金经理谋求债券“代持”的灰幕。但若追根溯源,执掌债券基金、货币基金的基金经理们,勇于踏入债券“代持”圈子中的初衷,却只是期望令执掌的基金拥有更高的收益率,在业绩排名中占据更好的位置,吸引更多的客户投资。只不过,贪婪欲望的释放,最终让这个初衷变了色彩。

不得不承认的事实是,由于债券“代持”行为的存在,基金经理们得以不断放大基金运行的杠杆倍数,在近年打造出一个债券基金高收益的神话故事。来自银河证券基金研究中心的数据显示,截至4月17日,短短一个季度有余,一级债基(A类)今年以来的平均收益率已达到3.7%,二级债基(A类)今年以来的平均收益率已经达到3.79%,其中领跑者今年以来收益率竟达到两位小数。这种收益水平,对于偏好低风险的投资者的来说,无疑是极其诱人的。

但债券“代持”核查风暴的不断升级,或将在今年的击碎债券基金的高收益神话。业内人士指出,严查“代持”行为,将会迫使许多债券基金主动降低杠杆,其高收益率必然难以维持,且近期信用债短期出现明显抛盘潮,还有可能引发相关债基净值的下滑,这导致了包括机构在内的众多投资者赎回意愿明显上升。

债券“代持”游走法律边缘

近年来A股市场赚钱效应的缺失,捧红了债券基金。这不仅体现在新基金发行整体低迷的背景下,新债基却动辄迎来数十亿的巨额申购,逐步担纲了新基金发行的主力部队;更体现在债券基金的收益率偏离了大多数人的认知,频频制造出高收益的神话,令众多偏好低风险的机构投资者趋

之若鹜。

正被公安部门立案侦查的万家基金原基金经理邹昱执掌的万家添利分级债基,就一度是债基高收益的代表。在去年,万家添利实现了15.38%的收益率,已可比肩股票型基金中的领头羊,这在普通投资者眼里显然是难以想象的,虽然近年来债券市场表现火爆,但较高收益信用债年利率也不过在6%-9%之间,国债、央票等的利率则更低,债券基金如何实现远高于普通债券利率的收益率呢?

这其中的秘密便是债券基金所采用的高倍数的“杠杆”,它的形成来自于债券的正回购交易。所谓正回购交易,指的是债券持有人以名下债券抵押的方式融入资金,并承诺在日后回购被抵押债券的行为。债券基金执行的符合法律规定也易于被投资者接受,且在监管视线之内的正回购交易,一般发生在交易所债券市场,但这并不是债券基金正回购交易的全部。为了规避有关法律规定,进一步放大杠杆倍数,许多债券基金还寻求场外的正回购交易,通过私下与第三方机构签署协议或口头协议的方式,形成表外的债券“代持”,从而放大持券的规模,并借此博取更高的收益。这种债券“代持”形成的正回购交易,则更多地发生在银行间债券市场。

正是凭借表内和表外相结合的正回购交易,债券基金们显著地放大了杠杆倍数,其最终收益率等同于表内持券的收益率再乘以相应的杠杆倍数,从而实现上文指出的种种债基高收益神话。上海某基金公司固定收益部总经理向记者表示,从理论上,正回购交易甚至可以给债券基金放大十倍甚至更高的杠杆倍数,这让债券基金获取高收益成为可能。“当融资成本足够低的时候,没有债券基金的基金经理能抵挡正回购放大杠杆的诱

惑。一般而言,融资成本和券种之间的收益率决定了放大杠杆带来的收益率高低,而债券“代持”的成本有可能比场内正回购还要低。”该固定收益部总经理说,“但放杠杆是一把双刃剑,并不是杠杆倍数越高越好。一般来说,放到两倍的杠杆就算比较激进的做法了。”

某分析师则向记者指出,相较于场内正回购交易,场外的债券“代持”行为其实属于游走在法律“边缘”的危险游戏。一方面,这种行为曾被监管层明令叫停,只能暗箱操作;另一方面,这种操作转入“地下”滋生了大量腐败行为,触发了法律。一旦被查出,将会对相关债基的业绩和中赚造成巨大冲击。该分析师进一步指出,加杠杆的行为虽然放大了债券基金的收益率波动,但同时也放大了债券基金的风险。如果回购资金链出现断裂,抑或至回购日抵押债券的价格出现下跌,所造成的亏损只能由债基承担,这将会同比比例降低债基的收益率,需要引起投资者的警惕。

“去杠杆化”重击债基

从万家基金的邹昱被调查,至易方达的马喜德涉嫌2008年挪用巨额资金从债市牟利,以及中信建投证券、齐鲁银行固定收益部门人员的落马,均显示出,一场针对债券市场种种不法行为的整肃风暴,正在升级。

而监管层的表态,则进一步明确了市场的预期。在日前的新闻通气会上,中国证监会新闻发言人表示,证监会对债券“代持”行为一直是旗帜鲜明坚决予以打击的,无论是做权益性还是做债券类都不允许这种利益输送的行为。下一步,证监会对这种问题将更加重视,同时基金公司等市场主体则需要对证监会相应的规范制度做进一步落实和完善工作。这意味着,债券基金借助债券“代持”博取高收益的方式将逐渐成

为历史。

业内人士指出,债券“代持”道路的封闭,将会给债券基金们带来一次痛苦的“去杠杆化”过程,而这将显著降低债券基金目前被神话的高收益率。他认为,这将在一定程度上还原基金经理们的实际投资能力,基金经理将更多从专业的角度去进行债券投资,而非冀望于过度放大杠杆来博取潜在风险较高的高收益率。

而某基金经理则指出,债券基金投资中放大杠杆的需求,并不会因为债券“代持”道路的关闭而减弱,但在不能做债券“代持”后,加杠杆的需求会集中涌向场内回购市场,从而推升场内正回购的资金成本,同时降低加杠杆所带来的收益。他认为,从长远情况来看,由于加杠杆途径的减少,以及加杠杆边际效应的下降和未来信用风险的上升,债券基金对于通过正回购加杠杆的意愿将会逐步降低至一个合理水平,而债券基金所追求的收益率水平也将会从目前的盲目求“高”逐渐转为更稳定、更安全的合理收益率。

需要指出的是,从今年以来的债基收益水平来看,虽然债券市场继续上涨的空间大幅缩窄,但众多债基却依然神奇般地创造了较高的收益率。银河证券基金研究中心数据显示,截至4月17日,短短一个季度有余,一级债基(A类)今年以来的平均收益率已经达到3.7%,二级债基(A类)今年以来的平均收益率已经达到3.79%。且这些债基中,不乏收益率达到5%以上者,最高者甚至获得了超过10%的收益率。一旦被追“去杠杆化”后,这些债基的神奇收益率或将难以延续。

行业“洗牌”呼之欲出

债券市场的反腐风暴,不仅堵住了债券基金和货币基金们债券“代持”放大收益率的道路,还

有可能因此引发基金行业一波强有力的洗牌。

业内人士表示,在过去几年的竞争中,基金行业的固定收益领域虽已出现少数品牌认同度较高的领头羊,但整体上并未奠定最终的强弱格局,许多起步较晚的基金公司也纷纷将固定收益提升到重要战略的高度,依然存在着颠覆行业排名的可能。他认为,债券市场的反腐风暴如果进一步升级,有可能会导基金行业中国定收益人才的显著变动,而那些拥有业绩“神话”的债券基金所面临的风险要显著高于其他基金,这或许会诱发一次行业洗牌。

需要指出的是,这种洗牌不仅可能发生在公募基金业,也有可能发生在基金专户领域。据记者了解,近年来,许多基金公司都大力发展固定收益专户业务,并通过分级、加杠杆等方式为客户提供超预期的收益,而这种业务也显然得到了高端客户的追捧,甚至出现了客户自带资金和债券来谋求合作的现象。由于在固定收益专户领域,高端客户更关注投资经理的变动,一旦有明显口碑的投资经理卷入债市反腐风暴中引发人事变动,极有可能因此改写基金公司固定收益专户业务的格局。

上海某债券基金的基金经理则向记者透露,虽然从目前来看,被查处的固定收益基金经理人数很少,但整个行业对查处力度加大的预期强烈,这引发了上周信用债抛盘数量的明显增加,以及部分金融机构开始主动清理债券“代持”业务的现象。“我们所担心的是,这种现象有可能导致恶性循环,比如有些债券“代持”合约难以履行,抑或债券基金收益率因此下滑,进而踢爆行业内的一些黑幕。这对于本来就紧缺的固定收益人才来说,并不是一个好信号。”该基金经理说。

随着某债券基金的基金经理则向记者透露,虽然从目前来看,被查处的固定收益基金经理人数很少,但整个行业对查处力度加大的预期强烈,这引发了上周信用债抛盘数量的明显增加,以及部分金融机构开始主动清理债券“代持”业务的现象。“我们所担心的是,这种现象有可能导致恶性循环,比如有些债券“代持”合约难以履行,抑或债券基金收益率因此下滑,进而踢爆行业内的一些黑幕。这对于本来就紧缺的固定收益人才来说,并不是一个好信号。”该基金经理说。

币强势,不能贬值,一旦人民币出现贬值自我形成的趋势,人民币资产价格会立刻下行,会造成全球的金融收缩。

刘煜辉认为,目前人民币的强势是“脆弱”的强势,很多人以为人民币的强势是市场决定的,但实际上人民币现在的三个价格:离岸价格、在岸价格、远期价格,都不是市场价格,人民币强势会侵蚀经常账,最终补贴和加剧资本外流,刺破资产泡沫,形成全局性收缩压力。

刘煜辉预测,如果中国新一轮通胀真正起来,发生的条件是两个:一是对政府投资冲动抑制失败,政府融资活动重新开闸;二是美元升值和日元贬值动能还没有累积到足够强,也就是外部风险没有升级。

对于今年的投资,刘煜辉表示,国内目前的状态“弱经济+宽资金”是今年做投资最好的状态,可能改变的有两个方向,一是今年要关注下半年债务到期以后债务存续的流动性风险、资金链的风险,二是外部风险的升级,也就是说夏季密切关注美国的就业市场会不会出现突破性改善的趋势,这两点是打破目前宏观状态的两个变数。

对于近期的日元贬值,刘煜辉判断日元接下来进一步拓展贬值空间的概率非常大。如果日元进一步贬值,对于没有弹性的人民币来讲,压力就会急剧上升。这给目前中国造成了一个尴尬的局面,一是要支持经常账,要求人民币弱势应对“日元贬值+美元升值”,但是又要照顾身后庞大的资产泡沫,又要求人民币强势,不能贬值,一旦人民币出现贬值自我形成的趋势,人民币资产价格会立刻下行,会造成全球的金融收缩。

刘煜辉认为,目前人民币的强势是“脆弱”的强势,很多人以为人民币的强势是市场决定的,但实际上人民币现在的三个价格:离岸价格、在岸价格、远期价格,都不是市场价格,人民币强势会侵蚀经常账,最终补贴和加剧资本外流,刺破资产泡沫,形成全局性收缩压力。

■ 今日视点 | Comment

“黑色一周”敲响基金风控警钟

□本报记者 余喆

从万家邹昱涉嫌违法违规被调查,到易方达马喜德被曝涉嫌职务侵占罪被提起公诉,再到南方基金因ETF换购问题被证监会处罚。上周可谓中国基金业的“黑色一周”。密集曝光的负面新闻暴露出基金公司风控漏洞,也给锐意创新求变的国内基金业敲响防范风险的警钟。

三起事件分属不同领域,性质和背景都有差异,但都有前车之鉴。邹昱和马喜德所涉的代持养券等债券投资违规操作,早在2006年就曾让基金公司栽过跟头,当时一些基金公司甚至自掏腰包补上相应损失。ETF在申购赎回环节出现问题也非首次。2009年上海某基金公司旗下ETF就曾因中赚清算出现差错引发套利潮。就在本月初,另一家基金公司旗下ETF也因被借道换购美的电器,受到投资者广泛质疑。

纵有前车之鉴,仍然重蹈覆辙,“黑色一周”折射出国内基金公司在风控方面存在漏洞。特别是在固定收益、ETF等基金公司创新的热门领域,往往暴露出风控问题,更值得深思。实际上,每一个风控漏洞背后,都隐藏着短期利益诱惑。在资产管理规模决定基金公司盈利的前提下,基金公司管理层通常将做大规模作为首要目标,风控往往让位于规模增长,这才导致风控漏洞不断暴露。

周小川表示 一季度GDP处于合理增长区间

4月20日,国际货币基金组织(货币基金组织)国际货币与金融委员会(IMFC)第二十七届部长级会议在美国华盛顿召开。中国人民银行行长周小川介绍中国形势时指出,中国一季度GDP处于合理增长区间。

周小川表示,面对全球经济的不确定性,中国政府加强了宏观调控,同时高度重视结构性改革,经济保持稳健增长,物价水平基本稳定,国际收支更趋平衡。今年一季度中国经济开局平稳,稳中有进,GDP同比增长7.7%,处于合理增长区间。中国政府仍将坚持积极的财政政策和稳健的货币政策,促进经济增长和维护物价稳定。

周小川还表示,为增强基金组织的合法性和有效性,呼吁有关国家尽快批准2010年基金份额和治理结构改革方案,期待基金组织在2014年1月前完成新一轮份额总检查,进一步提高新兴市场和发达国家的话语权。同时,基金组织应继续解决当前监督实践中的有关操作问题,切实

出版业税收优惠政策或年中出台

消息人士日前透露,出版企业税收优惠延期政策已经财政部审核并敲定后上报国务院,预计最快年内有望出台。

此前,财政部发布的《关于继续执行宣传文化增值税和营业税优惠政策的通知》已于2012年12月31日到期。该《通知》主要内容是对部分出版物在出版环节执行的增值税100%先征后退的政策,并对部分新华书店执行增值税免税

3亿美元外国政府贷款投向民生

财政部日前发布消息称,已安排约3亿美元外国政府优惠贷款,支持医疗卫生、环境保护、职业教育等民生领域项目建设,大部分项目位于中西部欠发达地区。

财政部近日通知了2013年度第二批外国政府贷款备选项目变更项目及予以取消项目等事项。财政部每年定期分批次对列入发改委外国政府贷款备选清单的项目做出资金安排,2010年至2012年分

广东顺德鼓励骨干企业并购重组

顺德区政府日前举行“顺德区骨干企业并购发展研讨会”,研讨会邀请了中国证监会上市并购重组处处长王长河、中信并购基金董事总经理徐波、中信证券股份有限公司执行总经理张剑勇并购重组专题报告。区领导王勇、乔吉飞,区加快金融服务业发展协调领导小组成员单位主要负责人,区上市公司及销售收入超10亿元以上骨干企业代表约100人出席了会议。

据悉,2012年,在经济环境仍

先看债券代持问题。历史上货币基金曾因此触雷,但基金公司仍未吸取教训,扎紧这方面的篱笆,其中固然有债券投资多为对手交易,难于监控的系统性因素,但部分基金公司一心做高基金收益,扩大管理规模,恐怕才是对代持风险疏于防范的深层原因。

ETF换购问题同样反映出基金公司在创新过程中忽视风控。近几年,国内基金公司在ETF创新上不乏余力,产品数量和类型呈爆发式增长,但基金公司的ETF管理制度和能力并未跟上,特别是在一些细节处理上明显存在漏洞,这才导致相关问题屡出出现。

经过十五年发展,风控对基金业的重要性已提升到前所未有的高度。一方面,公募基金需凭借完善的风控规避风险,赢得投资者信任,才能强化其大资管理财工具的地位。另一方面,随着新基金法即将实施,国内基金业创新空间已打开,基金公司可选业务范围大幅拓宽,这既为基金业突破瓶颈提供机遇,也给基金公司提出更高风控要求。

例如股权投资、通道业务等新业务领域,并非国内基金公司传统强项,不少基金公司既缺乏人才储备,更缺乏相关风控制度甚至风控意识。一旦发生问题,不但会给投资者带来损失,甚至可能殃及池鱼,影响公募基金形象。从这个角度看,“黑色一周”如果能真正触动基金业,为全行业敲响风控警钟,对行业未来发展不失为一件幸事。

部长级会议指出,近期全球经济增长尾部风险降低。全球经济出现不均衡复苏格局,新兴市场和发达国家经济增长强劲,美国经济出现积极迹象,但欧洲经济复苏势头较弱。主要发达国家应继续推进相关改革,美国应尽快制定清晰、可信的中期财政整顿计划,欧元区国家应加快推进银行业改革和结构性改革,以降低失业率,提高竞争力,日本需要制定切实可行的计划降低债务和促进增长。新兴市场和发达国家应妥善应对信贷增长过快和资产价格上涨的风险,维护金融稳定。

会议敦促相关国家尽快完成国内审批程序,落实2010年基金份额和治理结构改革方案。会议呼吁基金组织充分落实《综合监督决定》,有效整合双边和多边监督,更好地评估全球和国家层面的风险及其对全球经济金融稳定的影响。(任晓)

出版业税收优惠政策或年中出台

由于《通知》执行到期,今年以来税务部门已按正常的增值税率和营业税税率对国内出版企业征税。但等财政部正式发布税收延期政策后,出版企业将在年底获得按优惠政策执行后多缴部分的税收返还。这将增加中南传媒、凤凰传媒、长江传媒、中文传媒等出版企业今年的营业外收入,有助于增厚业绩。(姚轩杰)(相关报道详见A09版)

3亿美元外国政府贷款投向民生

财政部日前发布消息称,已安排约3亿美元外国政府优惠贷款,支持医疗卫生、环境保护、职业教育等民生领域项目建设,大部分项目位于中西部欠发达地区。

财政部近日通知了2013年度第二批外国政府贷款备选项目变更项目及予以取消项目等事项。财政部每年定期分批次对列入发改委外国政府贷款备选清单的项目做出资金安排,2010年至2012年分

广东顺德鼓励骨干企业并购重组

顺德区政府日前举行“顺德区骨干企业并购发展研讨会”,研讨会邀请了中国证监会上市并购重组处处长王长河、中信并购基金董事总经理徐波、中信证券股份有限公司执行总经理张剑勇并购重组专题报告。区领导王勇、乔吉飞,区加快金融服务业发展协调领导小组成员单位主要负责人,区上市公司及销售收入超10亿元以上骨干企业代表约100人出席了会议。

据悉,2012年,在经济环境仍

633万套保障安居工程用地今年落实

□本报记者 张敏

国土资源部消息显示,近日发布《保发展保红线工程2013年行动方案》,部署今年的重点工作任务,其中包括落实633万套保障性安居工程建设用地,严格目标责任考核。

国土部强调,今年将探索建立农村集体经营性建设用地使用权流转制度,促进城乡统一的土地市场建设。部署开展城镇低效用地再开发试点,促进城市更新改造。规范推进工矿废弃地复垦、低丘缓坡地开发试点。

方案》指出,今年将对14个重点城市土地集约利用水平进行潜力评价。落实“十二五”规划纲要提出的单位GDP建设用地下降30%的目标,开展2012年度全国和各省份节地目标下降目标的测评。开展节约用地制度和政策实施情况的专项督察,促进各地全面落实节约集约用地制度。

为完成上述工作,国土部还提出一系列配套改革措施,其中包括完善工业用地供应制度,推进工业用地“先出租后出让”的弹性供应方式,探索存量工业用地退出激励机制;探索支持新型战略性新兴产业的政策,促进企业创新转型;推进旅游产业用地改革等。

在耕地保护方面,今年还将分解下达2013年高标准基本农田建设任务,全面开展500个示范县建设,确保建成1亿亩高标准基本农田。同时还将完善占补平衡政策,适时探索国家重点建设项目补充耕地国家统筹做法。

□本报记者 黄莹颖

4月20日,在由中国证券报社主办的“大资管时代的私募创新路——第四届中国阳光私募基金颁奖盛典暨精英论坛”上,中国社会科学院金融重点实验室主任刘煜辉在高端论坛上表示,国内目前的状态“弱经济+宽资金”是今年做投资最好的状态。

资金面改变或施压债市

今年一季度,存款同比多增2.35万亿,其中企业存款同比多增了1.68万亿,同时一季度社会融资总量同比多增2.26万亿,其中人民币信贷同比多增2900亿,但是信贷以外投放(委托+信托+企业债)同比多增了1.24万亿。刘煜辉表示,一直以来,影子融资相当部分是帮助将要到期债务存续的,接下来可继续观察企业中长期信贷和企业存款的变化(企业存款未必实体经济)。

刘煜辉认为,过去几年影子银行繁荣的原因在于,影子融资相当部分都是为了帮助即将到期的债务存续。2009年、2010年表内信贷投下去很多钱,但是大部分项目建成以后是没有现金流的,收入出不来,债务消除不了怎

么办?只能让它滚动,只能让它存续,这就需要钱,如果从这个视角接下来去观察二季度的中长期信贷和企业存款变化,一季度增加的1.68万亿企业存款,可能有相当部分是进不了市场的。

目前,各指数和原料库存上升的势头都十指不赢,3月份PPI重新拐头至-1.9%。刘煜辉认为,PMI季调后,需求(订单)、生产、产成品库存、原料购进价格趋势全是向下的,原材料库存在3月份也开始拐头下行。产能周期、债务周期或已经进入拐点(顶部)时间窗口,产能与债务是一个硬币的两面。产能过剩在金融层面的映射其实就是债务堆积,今天中国或正在发生的是“债务紧缩需求”(某种程度的资产负债表式的衰退),羸弱需求使得合意的库存水平可能在不断下降。

在资金面上,刘煜辉指出,今年改变目前资金面宽松状态的只有两种场景,一是政府容忍不了经济的下行,融资的门槛再度放松(463号文执行趋向松弛),随着债务供给再度大幅回升,债市将面临很大的下行压力;二是高收益债务工具到期的流动性风险,引致社会融资成本上升。

本不能反映业务的整体风险特征,同时未计入全年数据为抽样范围;关联方审计未保持足够的职业怀疑态度,在发现诸多疑点的情况下未采取进一步的审计程序以识别错报。以上行为不符合《中国注册会计师执业准则》的有关要求。

而天职国际会计师事务所在审计中天证券有限责任公司2010年年度报告中,对关联方的审计未保持足够的职业怀疑态度并实施进一步的审计程序以识别错报,不符合《中国注册会计师执业

刘煜辉表示

“弱经济+宽资金”是今年最好投资状态

强烈关注外部风险的升级

德银预测,按照目前下降轨迹,美国失业率到2014年10月份就能达到6.5%,如果经济在2013年增速超过2.5%,而非目前的2%,失业率的下降可能更快,在2014年初就可能达到这一水平。刘煜辉认为,2013年下半年的某个时点就会出现QE资产购买计划的重新调整。如果下半年出现这个态势,就业市场出现重大改善,一个重要的观察指标就是美国长期国债收益率会出现回升势头。当一个经济的内生动能开始发力的时候会产生几个表征,一是利息跑得比通胀快,实际利率是上升的,二是收入跑得比利息要快,这个时候经济不怕加息,不怕利息的回升,因为经济的内生动力在走强。

对于近期的日元贬值,刘煜辉判断日元接下来进一步拓展贬值空间的概率非常大。如果日元进一步贬值,对于没有弹性的人民币来讲,压力就会急剧上升。这给目前中国造成了一个尴尬的局面,一是要支持经常账,要求人民币弱势应对“日元贬值+美元升值”,但是又要照顾身后庞大的资产泡沫,又要求人民

准则》的有关要求。根据《财政部 证监会关于会计师事务所从事证券期货相关业务有关问题的通知》的规定,“具有证券资格的会计师事务所发生违反本通知规定行为的,财政部、证监会可以出具警示函并责令其整改;对会计师事务所负责人、直接负责的主管人员和其他直接责任人员,可以采取监管谈话、出具警示函、认定为不适宜从事证券业务人员等行政监管措施,并予以公告。”

因此,证监会对中瑞岳华会

□本报记者 毛建宇

中国证券报记者获悉,近期中国证监会对中瑞岳华会计师事务所及其注册会计师王需如、张静、李苏宁采取了出具警示函的行政监管措施,对天职国际会计师事务所及其注册会计师王君、裴志军采取了监管谈话的行政监管措施。

据了解,中瑞岳华会计师事务所据在审计中天证券有限责任公司2007年和2008年年度报告中,经纪业务审计抽样选取的样