

# 违约频仍 机构博弈“信任重建”

## 期货公司买券商资管产品遭遇“抽屉协议”尴尬

□本报记者 高改芳

机构间的传统“信任”正在打破。

“之前说好的资源交换都不认了。我们也知道很难通过诉讼来行使这些‘抽屉协议’的权力。”某期货公司人士忿忿不平地向中国证券报记者诉苦道,在资管行业的转型过程中,部分管理人不诚信的情况比以往更加频繁地出现,包括资源交换不落实、违背合同乱操作等,市场的波动让这些问更加突出。

有业内人士表示,资管新规各项细则即将落地实施,不仅将改变资管行业的固有生态,也给众多饱受资管行业“潜规则”困扰的从业者带来新的希望。



视觉中国图片

### 机构不按“规则”出牌

某期货公司业务部的小杜(化名)最近颇为烦躁。去年,小杜所在的期货公司购买某券商资管的对冲产品时,说好可以按一定杠杆比例获得期货权益分仓。但券商资管现在不认账,权益远不及预期。“机构之间这种言而无信的尴尬局面,真让人又气愤又无奈。”小杜说。

事情要从头说起。2017年下半年,某券商资管量化投资部负责人郭先生带队,为了推介一款量化对冲产品,到小杜所在的期货公司路演。当时郭先生承诺:如果小杜的公司投上千万元,就从其他的量化产品分仓。

“这意味着,如果我们公司买1000万元的产品,那么券商资管那边其他几只产品的期货交易就在我们公司做。当时说的分仓规模差不多有6000万元左右。”小杜称。

这是比较诱人的条件。小杜所在的公司爽快答应了。但到具体落实的时候,该券商资管方面就没那么爽快了。最终,双方签署了战略合作协议和经纪业务合作协议,约定互换条款。

“我也知道互换条款其实是‘抽屉协议’,到时候真的违约了也不可能拿到台面上打官司的。但行业内大家都是这么做的,都自

欺欺人地认为有了互换条款,大家就都安全了。”小杜说。

小杜透露,和他们公司一样,因为承诺“分仓”而买了上述券商资产对冲产品的还有好几家期货公司。

小杜的公司认购产品后,正赶上市场情况不妙:股市、债市、相关期货品种的表现都不太好,赚钱越来越难。这个时候,该券商资管公司的态度也开始微妙起来:找出种种借口,分仓迟迟难以执行。

不仅分仓没有下文,今年5月,小杜公司购买的对冲产品净值只有1.002左右,但该券

商资管公司还要求小杜“返息”。

“产品募集困难,就不给分仓,少得可怜的收益还要跟我们分。这就是市场难赚钱,大家都难合作。”小杜解释。

中国期货业协会的数据显示,截至2018年6月24日,国内期货公司的数量是149家。这对于一个大约4000多亿规模的市场来说,竞争依然激烈。

“正是由于期货公司业务环境恶化,才会用自己不多的财务资源去做交换。”小杜表示,市场的艰难,加之个别管理人自身的问题,把这些问题更加放大。

### “抽屉协议”纠纷不断

业内人士介绍,当前的资产管理行业“二八分化”非常严重,行业利润被少数几家头部公司占去了80%,真正具备主动管理能力的管理人比较少。于是,不少机构就靠资源交换来做大规模,但这类业务中普遍存在“抽屉协议”。

“抽屉协议”最普遍的是通道业务。在2010年-2012年间,信托公司通道业务报酬率可以达到1.5%-2%。随着券商资管、基金子公司,甚至期货资管的抢食,信托的通道费率降至0.5%左右。券商资管和基金专户都有3000万元的门槛,但期货资管100万元就能做个专户。一时间,“通道”泛滥。

市场波动,“抽屉协议”引发的纠纷不断

出现,通道业务首当其冲。

业内人士介绍,中信信托和工商银行关于“中信古冶项目”兑付问题的“拉锯战”堪称经典。2012年3月成立的“中信·古冶集团铸造产业链信托贷款集合资金信托计划”,募集资金5亿元,向山西古冶实业(集团)有限公司发放贷款。该信托计划无法按期兑付。中信信托称信托计划为银信合作业务,也就是客户和资金都是工行的,中信信托只是通道,工行应当承担兑付责任。而工行方面称,工行只是信托计划的资金代收付银行,只负责信托资金归集和支付,不承担本息偿还、担保和纠纷处理的责任。纠纷至今,没有下文。

业内人士指出,银行之间也有大量的“抽

屉协议”。例如,A银行受贷款政策或信贷额度限制,不能向房产开发商B发放贷款,但A银行又希望做成这笔买卖,那么A银行会找来C银行,C银行出钱购买由券商、信托公司等发行的、实质上是向B发放贷款的资管产品,A银行再为这款资管产品做担保。这个链条上,信托公司、券商和银行私下签的协议,在正式合同中不会出现。其目的就是帮助银行发放贷款,规避监管。但房产开发商如果无法按期还款,银行A、C之间就会出现损失该由哪家承担的问题。

债券代持也是“抽屉协议”集中的领域。例如,机构A买入债券后,转卖给机构B,到期后在将来某一时点重新买回该笔债券。债券

代持一般有三目的:首先是仓位已满,但看好某只债券,投资机构与代持机构约定回购的时间、价格,投资机构获得价差收益和票面利息,而代持机构则获得约定的融出资金利息,即固定收益;其次是为了放杠杆,买下债券后再把债券卖给另一家机构,拿到钱之后再去买债券,相当于进行了两倍杠杆的操作,实际运作的杠杆可能远大于两倍;第三是为了应付监管,例如在考核时将债券暂时转出降低风险资本占用量等,国海证券“萝卜章事件”就让业界震动。

中国人民银行金融稳定局副局长陶玲7月27日曾表示,金融机构资管业务近年来的超高速的发展,是以风险积累为代价的。

### 信用危局待化解

拿不到分仓,还被要求“返息”。“遇到这种情况真是没办法。只能说,钱在谁手里谁是赢家。但金融机构最重要的是信用。大家都不讲信用了,那业务就没法做了。”小杜一筹莫展。

分析人士表示,机构之间通过协商各让一步的情况可能也会增加。代价就是金融机构之间业务增长放缓,利润增速放缓,坏账计提、亏损等情况也会增加。

过去为银行资产出表做“通道”的信托公司,业务增长已经放缓。2018年上半年,62

家信托公司经营收入同比增长2.08%,净利润同比下降2.83%。在资管新规的影响下,信托行业结束高速增长阶段,进入平稳过渡阶段。未来资管新规影响持续,信托行业将面临较大的增长压力。

作为大资管中体量最小的一环,期货资管更是缩水明显。中国证券投资基金业协会的数据显示,截至2018年3月底,期货公司资管业务资产规模为1899亿元。到5月底,更是仅剩1627亿元。

证券公司、基金公司及其他子公司的通

道类资管计划也继续下降。

7月20日,银保监会发布《商业银行理财业务监督管理办法(征求意见稿)》;央行发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》;证监会发布《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法(征求意见稿)》。从发布的内容上看,与资管新规的方向虽然没有大的变化,但是节奏上明显放缓,总体上对银行理财利好明显。

但小杜关心的是,和券商资管的扯皮项

目啥时候能有个结果。他们部门和券商资管的合作短期内不会因任何政策变化而重启。他最担心的是所在部门因此产生的亏损几成定局。

有资管业内人士接受中国证券报记者采访时表示,在产品净值化转型过程中,理财产品打破刚兑后净值趋于波动,对管理人的真实管理能力要求会更高,有助于市场去伪存真。同时,也对资产管理机构的投资能力、服务能力提出了更高的要求,告别之前资源交换“抽屉协议”等粗放方式势在必行。

## 银行理财产品收益率连跌五周

□本报记者 高改芳

用益金融信托研究院最新披露的数据显示,7月23日-29日一周内,银行理财产品发行量共2309款,较前周增加58款;平均预期年化收益率为4.72%,较前周下降0.03个百分点,连续五周下跌,为2017年11月份以来的最低收益水平;3个月以内理财产品发行量占比为21.4%,较前周上升0.72个百分点;保证收益类产品152款,平均预期收益率为4.09%。业内人士表示,当前保本理财发行量减少,但是保守投资者的投资需求并未随之下降,银行理财产品仍以封闭式预期收益类产品为主。

### 银行理财九成将转为净值型

资管新规落地之后,保本理财受到限制,结构性存款被许多银行看作是保本理财的替代

品,出现了快速增长。7月份银行结构性存款增量较上月略有反弹,但中小行的增量则为年初以来首次转负,并拉动整体结构性存款出现负增长,结构性存款跨过了存款贡献率拐点。

普益标准分析指出,从2017年净值型产品的发行情况来看,全国性银行(包含国有大型银行及全国性股份制银行)对行业发展方向更为敏锐,基本都对净值化产品进行了提前布局。18家全国性银行中,有17家已推出净值型产品。相比之下,城市商业银行由于发展方向的不同,推动产品净值化的力度有明显的差异,2017年全年,有净值型理财产品在的城市商业银行数量为25家,相对于城商行总数量的占比偏小。农村金融机构理财业务起步相对偏慢,大多数银行的人才培养较难跟上行业发展步伐,发行净值型产品的银行数量仅为6家。随着监管要求的明确,未来极大可能90%以上的银行理财产品

将转型为净值型产品。

按照《商业银行理财业务监督管理办法(征求意见稿)》,单只公募理财产品销售起点将由目前的5万元降至1万元,单只私募理财产品销售起点与“资管新规”保持一致,但互联网、电子化代销发行空间被约束,银行理财只能通过本行渠道(含营业网点和电子渠道)销售理财产品,且首次必须“双录”。

### 资管产品发行有所回暖

据用益金融信托研究院统计,7月23日-29日一周内,资管产品发行有所回暖,产品发行数量17款,较前周增加了11款,发行规模为5.93亿元,较前周下降了3.47亿元。产品发行数量大幅增长,但产品发行平均规模仅为3488万元,导致总体发行规模较前周有所下降。

从产品的收益情况来看,产品平均收益率

为5.25%,仍处于较低水平。其中,披露收益情况的产品多为收益挂钩型产品,收益受到市场波动的影响较大,导致最高和最低平均收益率有较大的差距。7月23日-29日一周内产品预期收益率上升,主要是资管新规细则征求意见,资管产品投向非标的比例上升,该类产品的收益率高于投向金融的产品。

上周有5家券商共计发行集合资管产品6款,发行规模6.2亿元,所有产品均投向金融市场。券商资管产品平均预期收益率为5.55%,较前周上升0.07个百分点。

7月23日-29日一周内,基金子公司集合资管产品投向继续集中在金融领域。原因主要是,在金融去杠杆的背景下,基础产业和房地产领域的风险上升,企业违约率明显上升,基金子公司出于规避风险的考虑,将资金投向风险相对较小的金融领域。

### 监管明确细则 交易摩擦或减少

□本报记者 高改芳

华宝证券日前表示,相对于资管新规的要求,正在征求意见的系列细则在操作层面有所放松,将在一定程度上缓解当前商业银行面临的压力,降低资产回表过程中交易摩擦对于市场的冲击力度,恢复信用市场信心,并适度缓解当前实体经济面临的信用紧缩压力。而且,细则推出的本身,将对消除市场不确定性、稳定市场预期产生积极影响,能够推动当前部分停滞的业务重新启动。

部分大型基金、证券公司人士甚至认为,银行“委外”重启也不是没有可能。

### 非标压力缓解

7月20日,银保监会发布《商业银行理财业务监督管理办法(征求意见稿)》;央行发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》;证监会发布《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法(征求意见稿)》。

华宝证券认为,与4月份公布的资管新规相比,文件在公募银行理财产品投资非标、过渡期类资管产品的估值等方面相对有所放松,对摊余成本法的应用范围扩大,明确了公募理财和公募基金的一些差异。同时,对过渡期内无法回表的资产做出了一定的安排,由金融机构自主制定整改计划,并且在过渡期内允许适当发行一部分老产品投资一些新资产。

尽管有所放松,但细则均坚持了资管新规的打破刚兑、消除期限错配、拆资金池、压缩并清理存量、去嵌套、强化穿透管理等原则没有变,是资管新规的延续。整体上看,金融去杠杆大方向仍然保持不变,只是考虑到内外复杂的风险因素,政策执行力度上有微调。

分析人士指出,银行资本短缺压力仍在,监管层已经注意到商业银行资本补充困境下的市场潜在风险,预计“强机构”坏资产消化和减记过程带来的市场冲击会相应减弱。但需要注意的是,在当前银行股普遍被净的大环境下,资本补充难度较大。

“弱机构”缩表的加速与信用环境收缩有密切关系。本次对于非标资产在资金供给端给予的放宽,短期内能一定程度地缓解信用收缩压力,从而减缓“弱机构”缩表的节奏和程度。

对于“弱机构”坏资产,政策难改其风险出清结果。此次细则的放松基本都是针对持牌、有条件、符合监管认定标准的金融机构,对于信用收缩环境的利好也集中在有救助希望且符合监管发展思路的资产。对于弱机构坏资产的影响极其有限,不会改变其风险出清的节奏和结果。

对市场来说,非标压力的稍微缓解会带来一定积极效应,短期可能略微修复风险偏好。长期仍然要关注商业银行整体的整改节奏带来的资产腾挪效应和信用再分化。

华宝证券认为,权益市场,短期或许有积极效应。一些暂时困难的企业估值合理后增加了一点吸引力。长期还要看资管新规整改后企业融资渠道变化的节奏,对于依赖金融环境扩张、严重错配的企业来说,警报没有解除。仍然要高度重视排雷,把握估值合理、现金流质量高的标的。

业内人士表示,过去几个月,由于缺乏监管标准而陷于停滞的业务将会在新的要求下逐渐恢复,银行与非银的合作将逐步开展。同时,银行理财资产处置进入清晰化执行阶段。

### “委外”仍有希望

近期,有大型基金公司、证券公司相关人士表示,他们对银行委外又有了信心。

银行都在顺应资管新规进行相关的改革,资管新规对于银行理财的净值和披露方面的要求明显是在向基金看齐。有银行相关人士承认,大基金公司,即使是小账户,每月定期都对估值和进行情况说明,内控和流程很顺畅,很多细节给人感觉比较正规。

某券商固收部人士认为,大部分银行是没法高薪养一大批投研人员的。而最近信用风险的中爆发现,也让市场意识到了信用研究的重要性。很多前期花费更多精力在投研团队建设方面的非银机构,在这方面显然更有优势。

有债券交易员表示,资管新规要求银行设置非银合作的“白名单”,银行对于“白名单”的设置大概率会是管理规模之类的指标,从大到小直接排名。因此,“强机构”还是很有可能拿到银行理财的“委外”单子的。

此前,由于2015、2016年银行理财资金大量委托券商、基金公司等进行投资,但到了2017年投资成绩非常一般,亏损的项目占多数。因此,从去年开始,不少券商资管和基金都表示,委外已经很久都没有进钱了,最近都是净赎回。投资经理更是经常看见某些债券被不计成本地大甩卖,有些银行根本不管高于估值多少BP卖,能有人买已经是万幸,银行就是要钱要赎回。