

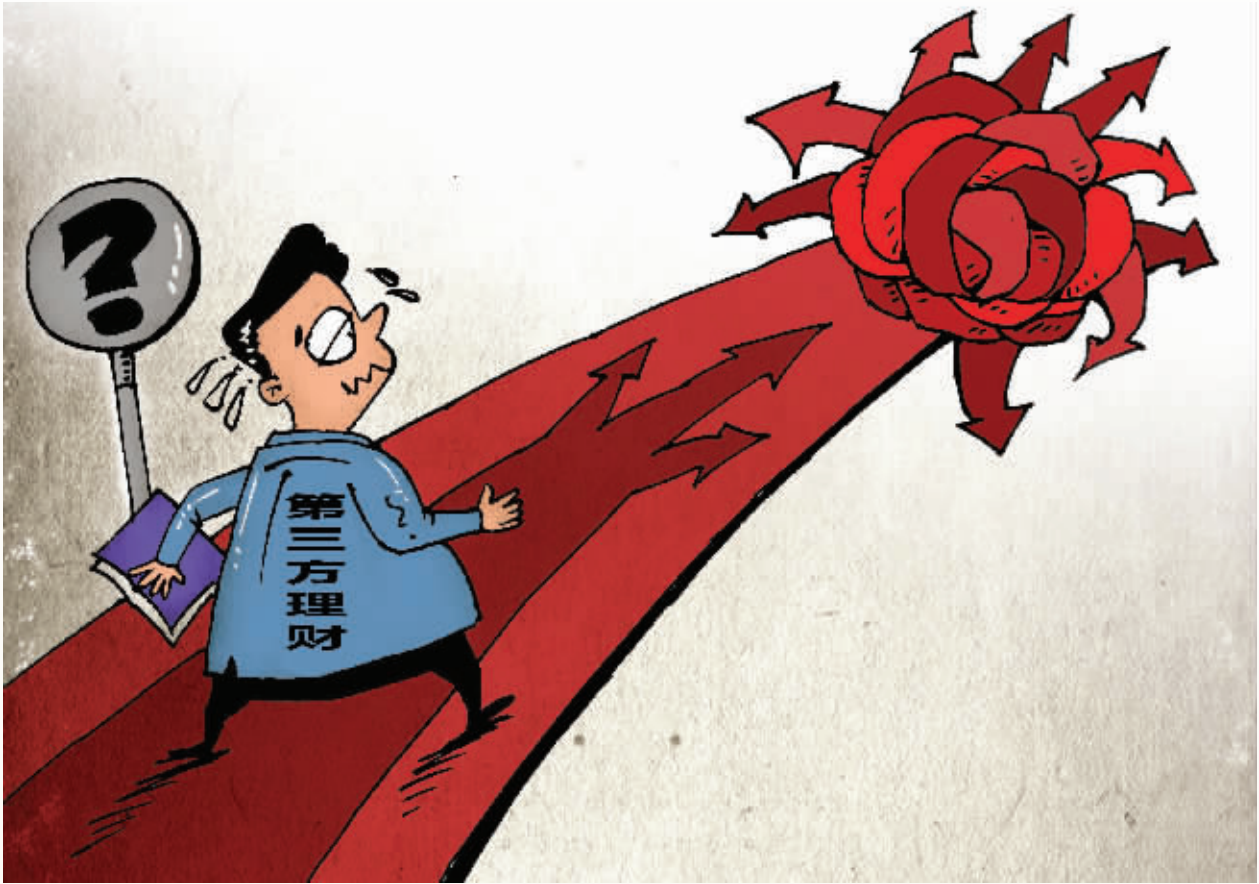
信用风险持续暴露 第三方理财公司在“囧途”

□本报记者 高改芳

辉山乳业的债务违约、中弘月月盈一号专项私募基金延期……违约事件的频繁发生，使得第三方理财公司的产品不断逾期，引发市场担忧。

某长期从事债券投资的机构人士赵雷（化名）表示，第三方理财公司所投资的债权，通常为没有评级的“垃圾债”，利率高，风险高。在流动性充足的市场环境下，这些投资可能会给投资者带来不错的收益，但在市场缺乏流动性的时候其风险会大规模暴露。

“连金融机构的信用风险都在持续暴露，这些第三方公司面临的问题就更大。这也符合市场预期。”赵雷称。



视觉中国图片

第三方理财机构频频爆雷

辉山乳业上百亿元债务危机从2017年爆发至今仍未有解决方案。歌斐资产募集、管理的“创世优选一号”及“创世优选二号”投资基金，成立于2016年3月30日，两款产品所募集5亿元资金投资于收购辽宁辉山乳业集团（沈阳）有限公司（简称“辉山集团”）所持对辉山乳业（中国）有限公司的应收账款债权，期限一年。共有200多名投资人购买了上述私募基金，但无法兑付本息。歌斐资产是美国纽交所上市公司诺亚财富旗下的资产管理平台。

临近年关，投资者开始加紧“维权”。投资者质疑的焦点在于，歌斐资产是否对辉山乳业项目进行了负责任的尽职调查，是否与债务人共同欺骗投资人，是否对适合的投资人销售了适合的投资产品，在产品逾期的事件中该承担怎样的责任。

而歌斐资产方面则认为投资者的“维权”干扰了问题项目的下一步处置，投资者通过维权来达到给歌斐资产“施压”，无非是想让公司“刚兑”。

实际上，在纽交所上市的第三方理财公司近期不少都遭遇了投资者的“维权”。宜信财富管理公司（简称“宜信财富”）旗下的喆颢资产管理（上海）有限公司（简称“喆颢资产”）、诺德基金管理有限公司（简称“诺德基金”）共同募集、管理的喆颢诺德定增1号私募证券投资基金因净值近乎“腰斩”而被投资者追责。

2017年10月，中弘股份（000979）和钜派投资共同设立的2+2个月年化9%的“北京中弘月月盈一号专项私募基金”，由上海易德臻投资管理有限公司（有限合伙）（简称“易德臻”）负责管理，原定于2018年2月23日、24日到期。目前仍未兑付。延期公告显示，此次逾期涉及的钜派客户存续资金为1.182亿元。

由易德臻负责管理的钜安盛通债私募基金也被曝逾期。该私募基金成立于2017年3月23日，募集资金主要通过基金管理人指定银行向安徽盛通重工机械有限责任公司发放委托贷款的形式进行债权投资。债务缠身的上市公司盛运环保（300090）持有盛运重工25.78%股份。该私募基金也被曝违约。

对于投资者更愿意“打横幅维权”而不是通过法律诉讼，上海社科院金融法律专家涂龙科律师指出，投资者通过法律途径维权并不容易。对经济犯罪的案子，公安立案非常谨慎；如果是走民事诉讼的话，时间长成本高，而且官司赢了不一定能执行得到，所以很多人不愿意通过民事诉讼。

企业高杠杆融资恶果显现

模式是代销金融机构的产品，收取中介费，但利润微薄。随着国内居民财富的增长，越来越多的第三方理财公司向提供综合金融服务的财富管理机构转型，开始自主发行、自主管理产品，从而获取更丰厚的收入。但这也凸显了监管缺失，第三方机构专业素养有待提高、道德风险巨大的问题更加突出。

赵雷认为，包括辉山乳业、中弘股份、盛运环保等在内的大型民企违约并不意外，发生债务违约的公司债券收益率一直畸高，即业内所称的“垃圾债”，风险并不是一夜之间暴露的。这些企业通常依赖非标债券融资，即非标准化债权，是除了交易所及银行间债券等标类债权融资之外的融资，包括信托计划、券商资管产品、基金子公司资管产品、私募的明股实债融资、P2P网贷融资等等。

赵雷梳理了近一两年的债券违约的主体，他发现这些主体一般都是大型机构，在地方可能还是知名企业。

2016年前后，有些高风险的私募债是通过各地金融资产交易所，即所谓的“四板市场”、第三方理财机构募集的。这些机构给投资人的承诺回报在年化8%左右。而私募债违约率大约4%，也就是说这些机构的收费要在4%以上才能覆盖成本。如果再考虑保荐人的奖金、提成，有些私募债的最终成本可能高达15%以上。

这些最终违约的明星企业，一个最大的共同点是大举投资，巨额担保。这些公司大多缺乏稳健的经营和比较可靠的财务实力，凭借概念或包装在2015年股市大行情后股价得到大幅拉升，市值虚高。这些公司投融资随意性较高，缺乏财务约束，不仅对外贷款、发债，其主要股东还普遍将持有股票进行质押回购套现。当流动性环境改变时，这些企业普遍会陷入债务危机。

在相关产品违约之后，“打破刚兑”自然是必须进行的投资者教育，但是投资机构在其中又该承担哪些责任、受到哪些处罚、由哪些部门来监管，也是亟待解决的问题。

第三方机构转型压力大

随着今年4月“资管新规”的落地，以及备受市场关注的《商业银行理财子公司管理办法》于12月2日出台，赵雷认为，市场上鱼龙混杂的各类理财牌照黯然失色，更有利于监管。他说：“未来，只要管住银行，就管住了资管。”

赵雷表示，首先，对合格投资人的门槛更高。银行理财子公司成立后，高净值客户、合格投资者可能有相当一部分会被“分流”至信用等级更高、产品更稳健的理财子公司。“资管新规”规定，合格投资者是指具有2年以上投资经历，且满足以下条件之一：家庭金融净资产不低于300万元，家庭金融净资产不低于500万元，或者近3年本人年均收入不低于40万元；最近1年末净资产不低于1000万元的法人单位；金融管理部门视为合格投资者的其他情

形。合格投资者投资于单只固定收益类产品的金额不低于30万元，投资于单只混合类产品的金额不低于40万元，投资于单只权益类产品、单只商品及金融衍生品类产品的金额不低于100万元。

其次，银行成立理财子公司之后，可以发行理财产品对接以前因为政策限制而无法直接投资的优质资产。这将使得第三方理财机构获得好项目的机会更加稀少，甚至连“销售”这些优质资产的空间也在收窄。

“本来在投资端第三方机构做的项目就是银行等金融机构‘挑剩下的’，未来这个情况会恶性循环。这将是第三方理财机构面临的最大挑战。”某投资公司相关人士认为。

不过，也有金融科技表示，未来允许银行

理财子公司通过互联网销售产品，是给他们拓宽了合作渠道。“我们在2019年会上线一些消费金融产品。”该人士透露。

业内人士表示，《理财子公司管理办法》明确规定，银行理财子公司可以通过国务院银行业监督管理机构认可的其他机构代理销售理财产品。也就是说，未来合格的互联网理财、第三方理财机构都有可能成为代销机构，金融市场的发展会更全面协调。

不过，市场秩序的建立或将伴随着已有风险的“出清”。考虑到2015年—2016年获得融资的低评级发行人债务将在2018年—2019年陆续到期，在严监管环境下，低评级债的配置需求大幅减弱，信用风险在2019年仍会持续显现。

明年银行信用成本料上升 TMLF确立长效机制

□本报记者 高改芳

资产质量问题成为市场对银行板块投资最重要的评判因素。万联证券指出，在政府财政压力不断上升以及房地产开发商现金流可能进一步恶化的情况下，明年这些传统低风险或者相对低风险的贷款的不良率有进一步上升的可能。与之相应的是，银行的信用成本也将上升。

12月19日，央行宣布创设定向中期借贷便利（TMLF），进一步加大金融对实体经济，尤其是小微/民企等重点领域的支持力度。天风证券认为，TMLF确立长效机制，或将稳定银行和小微/民企的政策预期，进一步疏通信贷传导薄弱环节，资产质量悲观预期或有缓和，利好银行板块。

上市银行净利增速或下降

万联证券认为，从相应行业不良率的变动情况看，制造业和批发零售业的不良率已经高于2008年的水平，房地产相关贷款、基建类贷款以及个人贷款的不良率也已接近2008年—2009年的水平。

息差方面，2018年由于表外融资受阻、信用收缩以及信用风险上升，表内贷款的平均上浮比例年化值已创出了十年新高。虽然第三季度的平均贷款上浮比例有所下降，但是在美国加息周期的大背景下，国内融资渠道短期内无法有效拓宽，即便融资需求下降，融资利率下行的空间不大，持续时间也不会太长。负债成本方面，存款增长仍是主要决定因素。2018年存款定期化趋势和表内化趋势明显，对公存款的增速快速下降，除了受政策影响外，企业信用扩张放缓是主因。因此，存款成本易升难降。

规模方面，万联证券预计明年社融规模增长19万亿元，其中，新增人民币信贷在15万亿元，表外信托和委托贷款压降放缓。银行总资产的增速略有回升到7.5%。息差水平小幅下行2—3个基点，其中中小银行负债端压力大于大行，因此下行弹性更大；信用成本将小幅上升到1.14%的水平。对银行整体业绩进行测算，预计2019年银行板块整体归母净

利润同比增速在6%附近，略低于2018年的7%。

“精准滴灌”小微企业

天风证券指出，2018年初至今，央行四次降准、财政部扩大小微贷款利息免征增值税的范围等措施，加上这次的优惠利率TMLF，对银行向小微/民企放贷的正面激励进一步加强。TMLF的特殊之处在于：额度与各家银行支持实体经济的力量和需求挂钩；期限相对较长，考虑到两次续作，实际上相当于三年期，而MLF一般是3个月、6个月、1年；“定向”给符合标准且具备增加小微/民企贷款潜力的大行、股份行、大型城商行；利率比MLF便宜15个基点。

天风证券认为，TMLF的特点决定了其能起到的作用：建立按需供应的长效机制；精准投放给支持小微/民企力度较大的银行；补贴银行的小微/民企贷款成本。在不新增监管目标的前提下，来自央行的长期稳定低成本资金，因其不计入同业负债占比，或将从成本和结构两方面缓解银行负债端压力。长期稳定低价资金供应，稳信用也稳预期。

业内人士表示，保证小微/民企的商业可持续性的前提是，信贷支持也要有可持续性，而这取决于银行对政策的预期。当银行也不确定支持小微/民企的政策要持续多久时，就会倾向于博弈心态。TMLF是对前期大力支持小微/民企行为的奖励，但并非一次性奖励，而是一种长效激励机制。符合条件的银行投放小微/民企贷款后，就可以向央行申请低成本TMLF，负债端的后顾之忧得以缓解。后有“皮鞭”（“两增两控”），前有“胡萝卜”（TMLF），银行支持小微/民企力度料将加大。小微/民企对融资环境的稳定预期，也有助于其投融资决策长期化，长远来看对其经营发展有利，信用风险也将得到缓解。

“TMLF确立长效机制，或将稳定银行和小微/民企的政策预期，进一步疏通信贷传导薄弱环节，资产质量悲观预期或有缓和，利好银行板块。”天风证券指出。

交通银行总行副行长侯维栋：

金融科技提升银行市场竞争力

□本报记者 高改芳

12月20日，交通银行总行副行长侯维栋在“交通银行2018陆家嘴·资产证券化高峰论坛”上表示，金融科技本身就是融合的产物。科技进步为金融业的发展带来了新的机遇。对金融业，特别是商业银行而言，最大的变革和机遇就是数字金融、数字银行。通过数字化、智能化的手段，来识别客户，计量风险，提高效率，提升银行的市场竞争能力。

银行向金融科技方向发展

侯维栋表示，金融企业将逐步向金融科技公司的方向发展。首先，金融机构的管理者、经营者要增强科技的意识，要懂IT，会IT。要具有IT的思维和广阔的视野，不断地提高对科技应用的重视程度和对前沿科技的敏锐嗅觉。其次，要秉承开放包容的态度与合作共赢的理念，加强合作，与金融同业、金融科技公司分享发展的经验和成功的模式，形成资源共享、优势互补。可以说，在技术不断进步，金融快速发展的今天，未来的竞争力不是竞争，而是合作，所以未来的金融企业将更像一家金融的科技公司。

“金融的本质是以‘信’为基，经营风险，金融科技的诞生，并不意味着金融本质的改变。”侯维栋指出，金融科技的发展，不仅没有改变这一本质，而且更有利于金融行业提升信用管理的水平和风险经营的能力；有利于提高效率，服务客户。应该说金融科技是在金融本质驱动下不断融合与升级的产物。

当前，从金融业来讲，大家普遍关心的金融科技的几个热词包括云计算、大数据、人工智能和区块链。区块链，它是基于一个数学问题演化而来的。区块链技术的模式与应用，应该说现在在市场上是比较热门，很多的研究机构和企业都做了区块链技术的很多尝试。

侯维栋认为，区块链能够通过防篡改和高透明的方式，以去中心、去信用化的操作来提高金融业务的服务效率和准确性，从而帮助金融系统和金融企业降低成本、控制风险。如今，各个行业都在寻找和搭建区块链的应用场景，可以说，金融业最为适合的，因为金融业

是以信用为基础的，许多痛点都是可以

通过区块链这种方式来解决的。以商业银行为例，区块链在银行的典型应用场景，可以包括数字货币、支付清算、数字票据、供应链金融、资产证券化等等。

在当前诸多因素的影响下，金融区块链的一种可行的探索是，通过内部的

试验与联盟合作相结合的方式，将区块链作为“互联网+”的一种工具来进行

推广应用，可以说区块链在金融行业的

成功运用和真正的落地，离不开业界的

共识、信任与合作。

科技助力资产证券化

昨日，交通银行依托区块链技术打造的国内首个资产证券化系统——“链交融”正式上线，首批用户同步上链，由交通银行主导的资产证券化业务生态圈——“陆家嘴资产证券化联盟”宣告成立。“‘链交融’正是在新的金融发展需求，技术进步诉求和金融科技融合要求之下所做的积极探索和有益的尝试。”侯维栋说。

交行“链交融”基于分布式理念和区块链技术的证券化系统，依托第三方专业机构重点布局企业资产证券化业务，将原始权益人、信托、券商、投资人、评级、会计、律师、监管等参与方组成联盟链，有效连接资产端与资产端，利用区块链技术实现ABS业务体系的信用穿透，从而实现项目运转全过程信息上链，使整个业务过程更加规范化、透明化及标准化。

实际上，早在今年9月，交行就成功上线了亚洲首单区块链技术CLO项目交盈2018年第一期RMBS。它突破了传统证券化技术中信息不对称、客观性不足、定价与风险不匹配等瓶颈，每个区块链节点的智能合约由联盟链成员共同制定，版本一致、规则透明，熨平了传统项目中理论模型与现实操作间的巨大鸿沟。

近年来，国内资产证券化市场发展迅速，仅2017年各类资产证券化产品发行总额超过1.4万亿元，预计2018年市场规模有望再创新高。证券化作为一种内涵丰富、功能多元的金融工具，在扩大公共产品和服务供给，服务实体经济，拓宽企业融资渠道等多个方面发挥着积极作用。