

# 民间资金凶猛入市 惊人杠杆野性难驯

## 银行理财对接资管计划 在线配资转型“资金批发”

□本报记者 张莉

伴随A股市场天量规模交易的常态化，杠杆资金带来的市场风险也正成为市场的担忧。尽管通过提高两融门槛及收缩银行理财对接伞形信托的限制措施，监管层此前已减缓杠杆资金的入市速度，但面对市场普遍的乐观情绪，资金凶猛入场的态势并未发生变化，场外配资的杠杆仍在不断放大。

有私募人士透露，银行入市资金的渠道并不仅限于券商两融及伞形信托，部分银行开始倾向于购买基金子公司、私募机构或其他金融机构的结构化产品来获得投资收益，银行理财资金也借上述机构的资管计划或有限合伙基金通道“曲线”入市。与此同时，不少专职互联网配资业务的平台也开始转型“资金批发商”角色，将来自线下配资公司、城商行乃至实业资本的资金拆分、放大杠杆分配给客户，令大批增量的民间资金源源不断输入市场。

据熟悉配资业务的人士分析，目前民间资金入市的通道日渐多元化、模式花样翻新，大量带着高杠杆的资金带着“野性”飞奔进场。对于参与资金产品售卖的资金转让方和“资金中介”而言，并不存在太高的杠杆风险；但对于资金需求方而言，由于杠杆率过高，其承担风险也将被放大数倍，一旦遭遇市场放量暴跌的局面，激进融资客恐怕难逃爆仓危机。



银行资金入市渠道多元 结构化产品模式翻新

“在这波牛市行情下，外围的新增资金推动成为普遍共识。目前，虽然监管层主要盯紧两融杠杆资金投放，银行也开始逐渐收紧伞形信托的配资比例，但这并不意味着杠杆的缩小；相反，银行资金入市的通道非常多元化，资金规模也非常庞大。”深圳某私募人士说。

今年以来，监管层加紧对券商两融业务的检查，并明确规定禁止券商通过代销伞形信托等方式，为客户提供融资类相关服务。与此同时，不少大型商业银行也开始逐渐收紧伞形信托杠杆比例，一种针对银行资金高杠杆进入股市的氛围悄然形成。不过，在多数市场人士看来，由于市场上涨行情带动普遍的乐观预期，也同样刺激各路资金加速跑步入场，而银行资金成为这批资金大军的主力之一。

“现在很多大客户来认购私募产品的资金都是带着结构化产品的特点，他们会根据资金的操作风格和风险承受来选择合适的伞形结构和杠杆比例。市场上伞形信托产品的需求非常丰富，而银行通过发行理财产品募资，认购信托计

划优先级收益权获得固定收益，而劣后资金则由客户自己承担。”深圳某私募人士表示，通过对接伞形信托银行的收益往往可以达到8%以上，而出让给理财客户的成本在5%左右，由此便可以获得3%以上的利差，“尽管不断有收紧伞形产品的市场传闻，但银行自身也会有变通办法，调整杠杆、增加资金成本，银行的理财资金就会间接输入到二级市场。”

不过，为了降低市场对伞形信托的过度关注，通过对接来自其他金融机构的结构化产品逐渐成为银行资金进入市场的又一种新模式。据熟悉结构化产品设计的人士分析，这类产品运作方既可能是券商资管、私募机构也可能是期货公司或者基金子公司，通过共同设立资管计划或者有限合伙基金，来投资二级市场。与伞形信托类似的操作，银行负责提供优先级资金，而机构则负责认购劣后级资金。“比如有限合伙的形式，因为运作比较灵活、审批流程相对简单，银行仅负责提供资金、获取收益，并不介入产品后续投资决策，这类产品的存在形式非常多。”

## 在线配资业务爆棚 新型“资金批发商”活跃

“最近市场行情上涨太快，很多客户都来平台咨询配资业务，我们平台股票配资的业务量几天来都在不断刷新纪录，以前1亿元的交易额现在只需要三四天左右就可以做到。”深圳某配资平台专员感叹，由于市场情绪对牛市行情的乐观预期，配资产品逐渐成为大众投资者寻找杠杆资金的热门渠道。“因为互联网配资能够保证高效快速帮助客户进行配资，而且门槛非常低，加上有些配资的杠杆也可以做到五倍左右，越来越多的客户倾向于来平台找资金。”

值得注意的是，随着这种互联网配资业务的日渐火爆，不少曾专注分散化寻找民间资金进行对接融资客户的平台开始对自身模式进行转型，成为各类金融机构乃至线下配资公司、民间资金方的“资金批发商”，彻底将平台转为股票配资业务的“资金中介渠道”。

曾在深圳某金融机构负责配资业务的林先生介绍，分散化的资金配置模式由于规模小、客户不集中，造成交易量很难迅速推高。为

改变这种方式，目前不少平台选择新增券商、民间资产管理公司等第三方机构，平台自身化身为“资金批发商”，通过融资交易放大杠杆，在机构方获得资金之后再批发给下游的散户投资者。

“这种资金成本基本在7%左右，如果是一些大型资金方，资金成本虽然会有抬高，但也可以通过大规模的资金批发获得收益。”据林先生透露，目前在线平台的合作机构非常多元，平台杠杆率虽然高，仍然不缺乏资金来源，“比如有些城商行自身资金出表的需求比较强烈，就会通过过桥贷款资金或其他闲置资金的形式源源不断地提供给互联网平台，令这些平台的交易规模可以在短时间内冲击百亿元甚至千亿元的成交量。”

据上述配资平台负责人分析，由于获取资金来源的方式发生转变，平台实际上已经转为类配资公司，不少民间理财资金和信托公司可以直接寻找平台做相应的伞形结构产品。“在这种平

台和机构对接的配资过程中，配资人需要付出18%左右的融资成本，而平台自身大约占据4%左右的息差，收益的总额则交由出资方、银行或者信托等其他机构瓜分。”

由于在线配资业务的日益膨胀，一些专职为机构资金寻找渠道的“资金中介”也开始日渐活跃，并在这条资金产业链中承担重要的角色。据林先生介绍，有些配资平台还会招募一些原本在券商、信托等机构的从业人员作为他们的撮合方，“比如一些原来券商的人出来做配资，由于手中握有大量的客户资源，和营业部关系也会不错，在这种行情下就会跑出来当资金中介，把资金作为商品一样转手出售，自己只赚取其中的配资息差，就可以获得不错的回报。”

据业内预估，如果将结构化产品中的劣后资金和夹层资金计算在内，通过银行、配资平台入市的增量资金目前已经接近万亿水平，如果牛市行情持续时间较长，这部分资金则有可能超过券商两融规模。

## 实业资本借道进场 高杠杆配资风险高

干脆利用手中闲置资金向配资方提供资金或自身充当劣后资金，来赚取资金上的息差。”

不过，庞大的民间资金加杠杆进场也引来普遍的担忧。据了解，当前市场上结构化产品相对普遍，杠杆倍数往往超过券商两融的常规杠杆。以伞形信托产品为例，1:3和1:5杠杆的伞形信托产品比比皆是，而部分通过结构化设计达到1:8杠杆的伞形信托产品也并非少数。对于在线配资而言，杠杆的上限更是不断提高，有些激进的平台甚至将部分杠杆上限放大到十倍左右。

然而，对于融资客而言，高杠杆的背后无疑隐藏着巨大的风险。举例而言，某投资人自身有10万元，配资50万元，杠杆五倍，亏损警戒线则为本金的50%，止损平仓线为本金的70%，如果配资人投资组合亏损下跌11%就会被要求追加保证金，否则平台就会强行平仓。而如果杠杆被放大到10倍，则持仓组合下跌7%左右，投资者就得

面临血本无归的局面。

不少从事配资业务的人员普遍认为，无论是线上配资还是线下配资，资金提供方和中介平台赚取的是固定息差收益，风险可以通过强制平仓、提高止损线等方式进行严格控制。而对投资者而言，越来越高的杠杆的配资无疑是一个风险极高的投资行为，一旦遭遇市场暴跌的情况，融资客就会难免爆仓危机。

市场人士认为，越来越多的高杠杆资金进场，在强化市场波动的同时，也会在无形中破坏牛市整体的走势，长期而言，将会出现一损俱损的局面。上述配资平台负责人也坦言，由于配资业务量增长迅猛，给平台的风控形成庞大的压力，“近期已经收到监管部门的提醒，警示配资风险的爆发，我们下一步考虑在杠杆上有所调整，同时平台会实时监测投资人的持仓情况，并建议配资人做合适的杠杆，以防止投资者过于激进的操作。”

## 市场情绪亢奋 资金持续进场做多

□本报记者 张莉

近期A股市场行情表现普遍乐观，各路资金蜂拥入市局面仍在持续。券商机构认为，大批外围增量资金的持续入场，正在不断推高大盘指数的惯性上涨，而从新股开户、基金产品发行、两融规模等指标上看，这种资金入市的态势仍会持续，市场做多情绪浓烈。

市场人士认为，当前一些低价、低持仓、低估值的板块有望后续在资金推动下具备大幅上扬空间，投资者可适当跟随资金进行做多布局。而与此同时，指数连续冲高之后，短期调整风险正在上升，创业板个股表现有所分化，资金回撤明显。

### 资金加速流入股市

近期市场成交活跃，成交量不断放大，A股市场赚钱效应日益凸显。而从各类指标看，外围增量资金大批进场的脚步并未停歇。据有关部门公布数据显示，3月9日至3月19日，投资者日均新开股票账户数17.7万户，较去年12月日均新开12.9万户水平明显上升。而年初至3月19日，沪深两市股票日均成交金额6446亿元，市场活跃度保持较高水平。其中，自然人投资者交易金额占全部交易金额的90%左右。

中金公司研报显示，日均新增账户数快速回升，重回14万户以上，账户活跃度也处于15%以上的较高水平，客户保证金规模飙升至1.7万亿元，创下历史新高，单周转入资金净增8000亿元；融资融券余额近一个月增2500亿元，正是资金的持续入场，不断推动当前大盘指数的惯性上涨。

尽管资金入市热度普遍高涨，但业内人士认为，资金入场的趋势仍将继续，市场热情还处于早中期，并未出现过热

状况。海通证券分析，对比当前市场与2009年、2007年上证综指高点时，全部A股PE分别为19.9、36.1、53.5，年化换手率分别为398%、489%、903%，交易活跃度分别为12.5%、19.2%（07年无此数据），由于上述指标并无出现过热，整体而言市场仍处于中期阶段。

### 跟随资金流向布局

券商机构普遍认为，由于市场流动性普遍向好，增量资金入场节奏有望持续保持高位，在这种乐观的市场情绪下，资金变化及流向决定板块后续表现的趋势。中航证券表示，目前考虑到市场情绪亢奋，对于基本面和估值等因素的关注度有所下降，目前资金的变化以及账户活跃情况逐步成为决定市场信心和方向的决定性变量。

与此同时，近期A股市场普涨格局不断出现，市场交投活跃，增量资金在各个板块的布局及走向也成为后续市场关注的重点。市场人士建议，在行情预期乐观的背景下，投资者可以跟随资金变化进行投资策略选择。华泰证券表示，短期增量资金大幅流入股市的背景下，交易型投资者可以关注“三低”和融资买入主线。低股价、低持仓、低估值的“三低”主线在资金推动的市场趋势中具有大幅超额收益。

不过，由于指数连续走高，短期调整风险也开始不断上升，值得投资者警惕。从市场面看，不少短期融资获利盘的大幅撤出也造成部分个股走势的剧烈波动，需警惕短期调整的风险。渤海证券认为，4月份将挂牌的中证500股指期货品种可能对小盘股产生一定影响，做空机制的引入，将使小盘股有所分化，在对冲的作用下，部分长期成长性不明确，且估值明显高估的小盘股恐将面临调整风险。

## 银行理财结构性产品大增

□本报实习记者 周文静

普益财富数据显示，上周53家银行共发行709款理财产品。其中保本浮动和保证收益型理财产品共173款，市场占比为24.40%；非保本型理财产品共536款，市场占比为75.60%。从产品类型来看，投向债券和货币市场类产品307款；组合投资类产品共计368款；上周发行融资类（包含票据资产、收益权、信贷资产和信托贷款）产品0款；结构性产品共计34款，较上期增加22款。

招商银行对中国证券报记者表示，今年将继续保持以债券等固定收益品种为主的投资，逐步加大对权益类资产的投资比例，适度回避房地产和大宗商品等资产；从资产期限上看，逐步加大对3-5年长期债券和短期债券等固定收益资产的配比。业内人士认为，银行理财经过前几年追求规模的阶段，现在慢慢开始精细化，不再只为利差一味发行非标产品，而要从被动管理向主动管理转型，提高银行自身的资管能力，未来银行理财产品将以净值型产品为主，固定收益类产品将继续收缩。

招商银行对中国证券报记者表示，今年将继续保持以债券等固定收益品种为主的投资，逐步加大对权益类资产的投资比例，适度回避房地产和大宗商品等资产；从资产期限上看，逐步加大对3-5年长期债券和短期债券等固定收益资产的配比。业内人士认为，银行理财经过前几年追求规模的阶段，现在慢慢开始精细化，不再只为利差一味发行非标产品，而要从被动管理向主动管理转型，提高银行自身的资管能力，未来银行理财产品将以净值型产品为主，固定收益类产品将继续收缩。

### 结构性产品大增

以招商银行为例，截至2014年底，该行净值型理财产品余额2426.49亿元，较年初增长461.87%；报告期内发行结构化理财产品423只，发行规模1001.31亿元，报告期内全行结构化理财产品余额283.89亿元，较年初增长16倍。

招商银行表示，2014年推出多种债券类净值型产品及高收益结构化理财产品，受到市场欢迎；亦能提高银行投资管理水平。在利率下行、流动性环境整体宽松的环境下，银行需配置高收益资产，加大信用债投资力度；同时根据产品流动性建立差异化资产配置策略，理财产品收益水平较高。

招商银行认为，资产管理业务是银行业务板块的重要组成部分，也是其应面对利率市场化、提高中间业务收入占比的有效手段。数据显示，2014年招行全年累计开发理财产品12580只，同比增加272.96%，全行实现理财产品销售额7.29万亿元。截至2014年末，理财产品运作资金余额9080.78亿元，较年初增长30.08%，其中表外理财产品运作资金余额为8314.72亿元，较年初增长42.74%。

益普财富数据显示，上周城市商业银行发行204款；股份制商业银行发行

249款；国有控股银行发行195款；农村金融机构（包含农村商业银行、农村信用社）发行61款；外资银行发行0款。从产品周期来看，1个月以下期理财产品19款；1个月至3个月期理财产品357款；3个月至6个月期理财产品198款；6个月至1年期理财产品114款；1年以上期理财产品21款。

其中，固定收益类人民币理财产品中，城市商业银行的平均收益为5.35%，位居首位。国有银行发行193款，平均预期收益率为4.84%；股份制商业银行发行217款，平均预期收益率为5.25%；城市商业银行发行204款，平均预期收益率为5.35%；农村金融机构发行61款，平均预期收益率为5.14%。

### 更多银行资管业务或“出海”

按产品货币种类来看，上周人民币理财产品686款，较上期减少38款；美元理财产品13款，较上期减少1款；澳元理财产品4款，较上期减少1款；港币理财产品3款，较上期增加1款；欧元理财产品2款，与上期持平；英镑理财产品1款，与上期持平。

业内人士表示，在人民币国际化、资本管制逐步放松的大背景下，随着国内居民对海外资产配置需求的加强，未来或有更多国内银行资产管理业务“出海”。

3月，平安银行推出“平安跨资产优化配置指数”，涉足全球的股票市场、外汇市场、固定收益市场等。平安银行称在“平安指数系列”稳步运行一段时间后，将推出与平安指数挂钩的一系列结构性理财产品。

平安银行资产管理事业部有关人士分析，2015年国内的理财市场将呈现两个主要特点：第一，政策监管方面，2014年末银监会下发的《商业银行理财业务监督管理办法》，旨在建立银行理财业务的新框架，力求从根本上解决理财业务回归资产管理本质，促进更多净值型和结构性理财产品陆续推出；第二，国内理财产品实际收益率方面，近期央行频繁向市场注入资金并实施降准等一系列举措，使得国内整体资金面宽松，固收类理财产品收益率下行压力增大，而放眼全球，受美元日渐走强和全球量化宽松政策影响，表现稳健的海外市场无疑将吸引更多的投资者进行资产的全球化配置。