

伞形信托总体无恙 杠杆资金风险可控

投资者不宜以豪赌心态用高杠杆炒股

□本报记者 高改芳



CFP图片 制图/尹建

市场走弱 两融“大考”

□本报记者 朱茵

“两融业务应该能够经受得住市场考验。”昨日,一位券商信用业务部负责人表示,券商信用账户杠杆率在1比1至1比2之间。如果市场在前几日的连续急跌之后能够企稳,则场内强行平仓的案例不会引发连锁反应。

强平暂难集中爆发

有券商表示,两融基本上是匀速入场,大面积平仓的可能性不大。根据交易所130%的追加保证金红线,当仓位股票价值平均连续下跌30%左右后,或触发强行平仓风险(视具体账户的杠杆率决定)。周五暴跌后,虽然大部分融资盘不会立即追加保证金,但如果股市进一步下挫,部分融资盘的风险或陆续暴露。

申万宏源认为,两融目前尚处于较为安全的状态。如果市场能够在这个点位附近企稳,尚不至于出现大面积风险。如果快速跌至3600点附近甚至更低,两融将面临较大风险。3月到5月底指数从3200点上涨到4900点,当前指数为4100点左右,从最高点下跌了20%,尚未大面积触及预警或平仓线。结合调研情况看,发出预警和强行平仓的案例仅仅是个别现象。但如果大盘接下来继续快速下跌,在3600点左右,6月上半月平均成本为4900点的两融资金将面临预警甚至平仓,净增量为800亿元左右资金。到3450点附近,平均成本约在4600点左右的两融资金将面临预警甚至平仓。5月全月净增量两融为3000亿元左右。

申万宏源首席策略分析师王胜对场外配资市场的状况进行了测算分析。王胜认为,经过详细测算,民间配资公司全国约为10000家,平均规模约为1-1.5亿元左右,保守估计民间配资公司规模总体约为1-1.5亿元左右。伞形信托+单一信托资金规模约为7000-8000亿元左右。除此之外,可能还有一些互联网P2P配资等新的商业模式,难以统计。因此,整个场外配资市场规模约为1.7-2万亿元左右。他表示,这些资金加速入场的时间大约在2015年3-5月,增量资金约为1.2万亿元左右。

他还表示,2月份调研的情况显示,当时场外配资存量并没有这么大,约为5000-6000亿元的水平,因此3-5月份的增量约为1.2万亿元左右。结合信托渠道的调研,目前场外被预警或者面临被强制平仓的带杠杆账户占比大约为8%-15%。如再有1-2天恐慌式全面跌停状况发生,面临被强制平仓的占比会迅速增加至25%以上,考虑由此带来的负反馈作用,系统性风险较大。因此,结合监管层的态度,可以初步判断目前这个位置临近安全红线附近。

市场进入震荡期

多数机构表示,市场或将持续震荡一段时间。瑞银证券表示,不排除相关政策继续出台,以稳定市场预期。预期较高的政策集中在两方面:其一,新增“国家队资金”入市(如地方养老金等);其二,监管暂时放松(如证监会暂缓配资清理等)。但A股市场中期内面临的下行风险至少包括:一是房地产投资增速持续下滑,造成地产上游、中游周期性行业的需求不足;二是实体经济融资成本居高不下,制造业资本开支意愿长期低迷;三是资金撤离国内市场,叠加人民币汇率、房价波动,风险逐步积聚。

国金证券表示,随着从总量放松到定向放松,流动性在边际上发生了变化。6月份公募募集资金较5月大幅下降,高管大量减持,IPO节奏依旧。此外,市场大跌也同样给广大投资者进行了风险教育,降低了预期。因此,整个市场或许仍需要一段时间进行休整,直到上证综指重新站稳五周均线,建议投资者维持五成以下仓位,等待大盘企稳。在板块配置和行业选择上,建议关注国企改革、地产以及金融等。

王胜表示,即使大盘出现反弹,在短期反弹后过高杠杆资金将择机撤退。公募从过度集中持股走向均衡配置将导致市场赚钱效应减弱。尽管经过大幅下跌,年内翻倍股票仍比比皆是,场外增量资金短期进场条件尚不充分。市场仍需要时间恢复元气,指数3个月以内可能走出类似日经225在2013年5月之后的长期震荡横盘走势。从“听风就是雨”的牛市思维过渡到“精选个股”,投资者风险偏好下降。

业内人士认为,本轮快速调整已经临近尾声。虽然投资者信心的恢复需要较长时间,行情的企稳整理也需要较长时间,但急风暴雨的调整已经差不多了,当前以静制动未必不是好选择。

资深信托人士日前向中国证券报记者介绍,其所在公司的结构化证券投资信托,即俗称的伞形信托,很少有4、5月份成立的,所以到目前为止没有爆仓,只是浮盈变薄而已。据悉,多数信托公司的情况均如此,但个别激进的信托公司4、5月份发的伞形信托产品的确出现了爆仓案例。

分析人士表示,融资融券之类的杠杆是很正常的金融工具,在海外成熟资本市场中一直存在。不应把近期市场下跌归罪于杠杆,但对普通投资者而言,抱着赌博心态用高杠杆炒股是不可取的。

个别产品被强行平仓

“信托公司对股市与结构化信托产品还是有风险控制经验的。到目前为止,绝大多数信托公司并没有出现伞形信托爆仓的情况。”上海某大型信托公司人士介绍。

也有信托公司人士承认,近期股市连续暴跌,一些4、5月份成立的伞形信托产品被强行平仓,但只是个别现象。

信托业内人士邓举功介绍,伞形信托业务从2003年就已经出现了,属于合法合规的业务。只是随着股市行情的波动,客户需求有所增减。目前牛市配资已经非常成熟和便利。

所谓“伞形”信托,是指在结构化信托的基础上发展创新而来,由一个信托母账户下设若干个子账户。母账户真实存在,是唯一的股东账户,每一子账户为虚拟账户,且各自单独核算,具体的操作由子账户完成。每个子账户又分为优先级和劣后级投资人,由不同的人操作。从结构上看,类似“伞”形。

具体操作上,有融资需求的客户拿出自有资金充当信托产品的劣后级。如果股票投资出现亏损,这部分劣后资金先承担;如果盈利,除去给优先级客户的固定收益外,其余的超额盈利部分全部归劣后级客户。这就是常说的结构化证券投资信托。

目前信托公司在开设证券账户上并无限制。所以有融资需要的客户甚至不需要到券商开户,就可

以直接找信托公司,利用结构化信托或伞形信托进行融资炒股。

“就是客户与信托公司共同设置一下用户名和密码,信托公司给客户一个U盾,通过互联网与信托公司的交易信息系统,客户就可以在信托公司开立的证券账户上炒股了。”该人士介绍。

一般信托公司都会设定警戒线、止损线。如果当日客户股票市值跌到90%以下,信托公司会电话提醒客户。如果跌到80%以下,会通知客户及时补充保证金。如果资金没有及时补足,会被强行平仓。信托公司也会对客户单一股票持仓比例做出限制。

“其实,很多时候优先级和劣后级客户都是我们信托公司的。银行愿意认购信托公司的信托产品的优先级。”该信托界人士介绍。

最近爆仓的伞形信托产品很多是4、5月份新成立的。因为从4月份以来,有经验的客户就已经嗅到了市场的风险,所以这部分产品的占比非常低。由于近几天市场超跌,有些1:3配资的被强平不及时的话,会亏到优先级客户端。

某股份制银行公司金融部相关人士介绍,银行端的最高配资比例从最初的最高1:3降到现在最高1:2.5。目前银行最担心的一种情况是,已经在银行做了配资的客户(信托产品中的劣后级投资者),再到券商处去做两融。“站在银行的角度看,我们还是希望大盘好调整一下,及早释放高杠杆的风险。”该人士称。

新设伞形信托受限

但信托公司人士也承认,设立新的伞形信托已经受到限制。目前看来,上述措施让他们规避了大盘下跌的风险。

“主要原因还是劣后级的客户4月份开始就比较难找了。因为券商的融资融券分流不少客户,且许多私募基金到证券业协会备案后自行发行类似产品。以前券商会推荐,但现在证监会严控伞形信托风险,券商给信托公司推荐的后级客户大幅度减少。”信托公司相关负责人说。通过伞形信托进入股市的资金一直不是这轮杠杆牛市的主力资金。

根据中国信托业协会5月份发布的《2015年一季度中国信托业发展评析》,今年一季度末,证券投

资(债券)信托规模约为1.26万亿元,仍是证券投资信托的最大去处,而证券投资(股票)信托规模仅约为7770亿元,证券投资(基金)信托规模为1864亿元。可见,证券投资(股票)信托和证券投资(基金)信托的总和也不过9600亿左右。这当中伞形信托的占比就更少。作为对照的是,前段时间融资融券余额却连创新高。

“目前股市杠杆更多是券商的两融业务,而不是伞形信托。结构化信托(包括伞形信托)早就有了,但在市场中的占比一直较低,不足以推动此次大牛市。两融,尤其是融资,是这波牛市的主要资金来源。”邓举功认为。

杠杆风险总体可控

而目前两融业务风险总体可控。

中国证券金融公司日前就两融问题表示,证券公司融资融券业务风险总体可控,强制平仓的规模很小。压力测试表明,在目前市场情况下,融资融券业务整体维持担保比例仍然远高于预警线,沪深两市25日至26日两个交易日因维持担保比例低于130%而强制平仓金额不到600万元,风险仍然可控。

有市场人士认为,近期股市下跌幅度较大主要原因是场外配资强制平仓规模较大。中国证券金融公司对此认为,一般认为场外配资主要通过恒生HOMS系统接入证券公司交易系统,其杠杆高于证券公司融资业务,平仓规模也高于证券公司融资业务的平仓。据了解,沪深两市近两个交易日通过

□本报记者 李良

在今年前五个月A股的高歌猛进中,借力高杠杆,分级基金着实火热了一把。来自东方财富网Choice金融终端的数据显示,在一波接一波的发行热潮下,截至昨日,全市场已经有168只分级基金,资产净值高达3150亿元。而在此前A股的飙涨中,许多杠杆基金因为杠杆放大效应,成为了投资者眼中的“香饽饽”。

不过,在6月以来的市场暴跌中,杠杆基金“双刃剑”的另一面也逐步展现出来。以创业板B为例,截至昨日收盘,该基金6月份的跌幅已经高达46.03%,较此前的高点接近腰斩。对此,有基金分析师指出,投资者要正确认识杠杆基金的“杠杆”意义,在市场出现单边下跌时,杠杆基金的下跌幅度可能会超过市场。

高杠杆成“双刃剑”

对于许多投资者而言,对分级基金的认识始于杠杆基金的强劲表现。在去年至今年的上涨行情中,诸如证券B、创业板B等杠杆基金的飙涨,让许多资金蜂拥而入,分级基金的规模急速扩张。

不过,伴随着最近股市连续重挫,杠杆基金作为“双刃剑”的另一面也逐渐展现出来。在指数不断下跌中,杠杆基金的跌幅也令人瞠目结舌。

截至昨日收盘,除了创业板B本月高达46.03%的跌幅外,中小板B在6月份也暴跌了36.41%,若以月内最高点计算,跌幅高达44.8%。此外,诸如转债B、互联网B等众多杠杆基金,以月内最高点计算,截至昨日收盘的跌幅都超过了40%。对于投资者来说,此时的杠杆基金,展现并非而是上涨时的高杠杆“放大效应”,而是相较于指数更大幅度的下跌。

某基金分析师向记者表示,杠杆基金

■ 记者手记

严格实施投资者适当性制度

□本报记者 王辉

在市场恐慌心理持续蔓延的背景下,近期A股市场短时间内出现了急速杀跌。尽管市场在自身运行过程中有着合理的内在调整需求,但场外、场内资金去杠杆压力不断放大,无疑在很大程度上加剧了本轮“多杀多”行情的“踩踏效应”。分析人士指出,去年下半年以来持续在灰色地带徘徊的各类场外配资、场内两融等业务的不规范发展,是导致本次市场持续下泄的一项重要原因。相关业务“野蛮生长”的背后,则充分折射出现阶段我国资本市场投资者适当性制度在实施层面的不足。

起源于美国的投资者适当性制度,其设立的根本初衷,就是要根据不同投资者知识、经验、年龄、财务状况、风险承受能力的差异,严格约束相关金融机构对投资者销售风险合适的金融产品,提供投资所能够承担对应风险的投资工具。例如,在产品的适当性方面,金融机构在销售产品时,应承担相关尽责及“把关筛选”的义务。对于高风险的金融产品,必须只能开放给经验成熟且能够承受风险的投资者。而这种对于客户类型实施有差别的适当性管理,在前置性保护投资者利益的同时,事实上也在很大程度上保障了相关金融产品的平稳发展。另一方面,对于瞬息万变的各类金融市场而言,有效的投资者适当性制度,无疑也大大减轻了市场在各类敏感时期的波动性。

的高杠杆属性虽然带来了高收益的机会,但同时也蕴含着较大的投资风险,尤其是在市场出现单边下跌的情况下,持有杠杆基金的投资风险会迅速加大。因此,对于普通投资者而言,买卖杠杆基金之前,一定要充分评估自己的风险承受能力,寻找合适自己风险承受力的品种买卖。

扩张潮或告一段落

在此轮牛市中,分级基金迎来了难得的发展机遇,扩张潮一浪高过一浪。不过,伴随着市场近期的重挫,分级基金的扩张步伐或放缓。

来自东方财富网Choice金融终端的数据显示,全市场已经有168只分级基金,资产净值高达3150亿元。而在2013年,仅有97只分级基金,资产总净值也不过1052亿元。这意味着,在牛市的推动下,短短一年半时间,分级基金数量虽然只增长了73%,但资产净值规模竟增长了约2倍。

某分级基金的基金经理向记者表示,从去年7月份开始,部分行业分级基金的强劲表现,为今年分级基金发行的大跃进提供了坚实的基础。他指出,诸如证券B等多只分级基金在去年的飙涨,并反复上折,引发了大量场外资金的介入。而今年以来,许多拥有狂热概念的杠杆基金也多次出现上折,进一步刺激了投资者的热情。“除了发行数量和发行规模攀升外,投资者对于分级基金各种‘玩法’逐渐熟悉,场外资金频频入场套利等也是刺激分级基金规模迅速扩张的重要原因。”该基金经理说。

不过,有分析师认为,在市场近期出现单边下跌的背景下,分级基金的扩张步伐或将放缓。因为杠杆基金超越指数下跌的表现,会令投资者对介入杠杆基金有所警惕。如果基金公司能够开发出切合市场热点的新产品,仍能受到投资者的青睐。

从新兴市场近年来的投资者适当性制度实施经验来看,许多起步较晚的金融市场,都曾遭遇过因投资者适当性制度未严格执行,而导致风险承受力较低的投资者,进入了高风险的市场。例如,韩国曾经曾在股指期货市场、商品期货市场上因开放度过高,导致大量风险意识较低、投机赌博心理较重的中小散户进入了风险极高的期货投资领域。大量投资者在遭受投资损失的同时,也在某些特殊时期,急剧地放大了市场单边波动风险。

对于同样发展历史较短的中国资本市场而言,自2009年10月创业板市场设立以来,投资者适当性制度相继在创业板市场、股票指数期货市场、融资融券业务、股指期货市场等多个领域进行了较为严格的实施。从过往几年的整体实践情况来看,管理层始终把握严格监管的底线,相关业务基本得到了健康平稳的发展。值得注意的是,具体到本轮牛市而言,场外伞形信托、灰色配资乃至不合法的银行资金都通过不同渠道,进入了原本风险承受力较低的普通投资者手中。在大量场外资金为部分投资者违规“加杠杆”的同时,许多证券公司在经营业绩的单边驱动下,也放松了对场内两融业务投资者适当性制度的执行标准。上述加杠杆行为,极大地助涨了各类投资者、尤其是中小散户的投机赌博心理,也为股票市场的健康运行埋下了巨大隐患。投资者适当性制度仍需有关各方进一步严格实施。