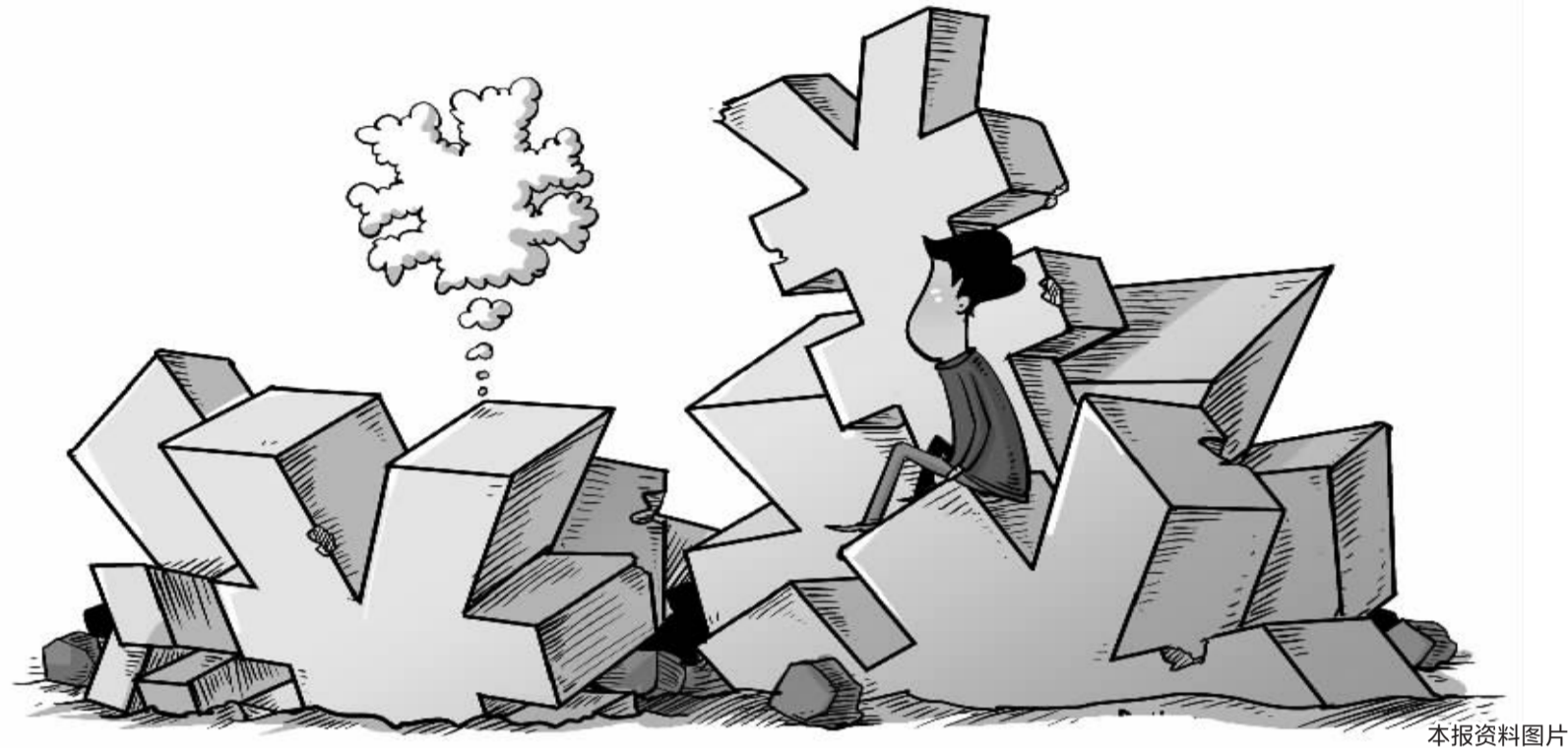


# 收益互换年中已经收紧 券商融资创新业务点刹

□本报记者 张莉 周文静

上周,券商融资类收益互换业务叫停的消息再次引发市场担忧。券商人士分析,从试点开始,融资类收益互换业务多针对机构或企业客户开展,各家券商准入门槛较不同,此前不少上市公司定增融资、企业员工激励等资管产品运用股票收益互换操作实现杠杆融资以及锁定套利,而近期则有险资通过股票收益互换融资当上了“门口的野蛮人”,还有大股东利用此类操作大手笔买入自身股票实现拉升。

不过,机构人士表示,从二级市场表现来看,叫停融资类收益互换新增业务的影响实质有限,且对新增规模作出规范。事实上,从今年年中清理配资开始,该项业务已经出现收紧。而券商两融、分级资管计划、融资类收益互换等多项券商内含杠杆结构业务遭遇反复清理,实际也成为券商融资业务创新的“转折点”。据业内人士分析,考虑近期多家券商违规融资遭罚,存在扣分降级的可能,券商内部业务创新也将受到影响,券商后续业务开展的不确定性风险较高。



本报资料图片

## 收益互换成配资暗道

11月25日,来自中证协公布的场外证券业务开展情况显示,中信证券自4月至9月的场外衍生品数据出现误差,造成累计虚增互换业务规模1.06万亿。尽管中证协及中信证券均表示将对上述误差数据进行核实并升级调整,但其中涉及的券商收益互换业务却因“高杠杆倍数”、“新型配资通道”等特点而被市场各方炒得沸沸扬扬。

11月26日,多家券商陆续收到通知,不得通过场外衍生品业务向客户融出资金,供客户交易沪深交易所及新三板上市、挂牌公司股票,就类融资收益互换业务采取严格限制措施。据中证协网站披露的消息,目前开展的融资类互换业务实际演变为杠杆融资买卖股票的行为,存在一定风险。

所谓收益互换是券商提供给客户的柜台交易合约,客户与券商签署互换协议后,可按照协议约定就特定股票的收益表现与固定利率进行收益交换,客户与券商互为交易对手方。作为券商的一项创新业务,收益互换于2012年底启动试点,首批获得试点资格的有中信证券、中金公司、中信建投证

券、银河证券、招商证券、光大证券等六家券商。在2014年底,则由20余家券商均参与到收益互换的业务中。

“收益互换和场外期权、收益凭证都是场外衍生品里面的业务,理论上就是券商和客户之间的一个对赌,不需要发生购买股票的真实交易行为,在实际操作中,券商也会通过自营盘实际购入来对冲风险。”某中西部券商融资类业务人士介绍,券商互换业务本身是基于保证金的交易来提供交易杠杆,其收益结构设计和杠杆比例都会根据不同的客户来进行不同涉及,而且可以挂钩两融之外标的,杠杆比例一般在两倍以上,特殊客户也出现过5倍的杠杆,“在伞形信托的分仓配资清理后,很多有配资需求的机构客户会通过收益互换渠道进行融资,但现在在监管对杠杆融资限制较多,很多券商已经开始收缩业务。”

在11月27日例行发布会上,证监会新闻发言人张晓军表示,在实践中,部分证券公司利用收益互换业务实际上演变为一种配资行为,偏离了衍生品作

为风险管理工具的本源。为了规范业务,证券业协会根据有关规则对证券公司做出了要求,不得通过场外衍生品业务向客户融出资金,供客户进行交易。

不过,因此前场内去杠杆及清理配资对市场影响较大,此次针对券商收益互换业务连番发声,再次触动了市场的“脆弱神经”。11月27日,在收益互换业务叫停、三家券商遭罚、IPO重启等多重利空影响下,A股市场再次出现大跌走势,当日大盘指数跌幅超过5%以上,创三个月以来最大跌幅,券商板块领跌。

对此,中证协在11月29日发布紧急说明,称此次“叫停”仅限于融资类收益互换,停止新增,存量继续履行,但不延期。按照中证协要求,证券公司对融资类收益互换业务的清理主要包括四个方面,一是停止新增此类业务;二是存量业务可按合同继续履行,但不得延期;三是对于客户的融资需求,可以通过融资融券业务在场内规范进行;四是其他满足客户风险管理等合理需求的场外衍生品业务仍可正常、规范开展。

## 杠杆定增套利空间受压

华南某券商人士表示,此次下发的禁令主要针对股票融资类权益互换业务,对其他非融资类权益互换业务如挂钩看涨看跌大盘、个股等权益互换的业务不造成影响。“最初,上市公司在做定增以及员工持股时会与券商进行股票融资权益互换以融得资金,后来发展到投资二级市场的大机构或者上市公司股东方也会找券商通过权益互换进行融资,比如有寿险公司在二级市场通过收益互换增持,有上市公司通过股票收益互换融资2亿多。”上述人士表示,这种做法比较激进,通过杠杆获得大笔资金进出市场,也容易对股票价格造成波动。

业内人士认为,早期券商在给上市公司做定增等资管产品通过收益互换为其融资时,一般锁定期限在两年甚至三年以上,而期限较长的产品适合做远期套利锁定。机构人士分析,以定增和IPO锁定期的股票就能通过收益互换的操作锁定收益。例如一投资者参与C上市公司定增2亿,自有资金6000万元,通过收益互换协议,券商为其提供配资1.4亿元,

投资者向券商融资卖空该股票,即可达到锁定期套利目标。上述业内人士表示,这种方式短期内不会对股价造成大幅的波动,不少公司通过股票收益互换去实现公司的市值管理。但在业务模式慢慢清晰后,各类机构开始通过股票收益互换借入资金做短期的买卖以及资本运作,这与最初进行产品创新时的初衷渐渐不一。

“对于上市公司通过股票收益互换业务开展定增以及员工持股,其杠杆也在三到五倍之间,在业务叫停后,只能通过其他渠道融资。”东兴证券分析师齐瑞娟向中国证券报记者表示,以险资、私募以及券商自营盘等各类机构纷纷通过股票收益互换的资金进入二级市场,这类资金实属杠杆资金,而此类资金并不稳定,容易对市场的安全造成异常波动。可以预见,在此业务叫停后,只有通过自有资金去做定增,而无法再通过杠杆配资去做定增锁定套利。

目前券商开展的收益互换业务交易对手主要有四大类:私募基金和一股投资机构、上市公司、银

行、保险及公募基金。“如果是私募机构客户,往往需要提供灵活的做多或做空杠杆工具,一般是从增发融资套利、大宗交易减持以及量化产品等涉及收益互换服务模式,而上市公司则主要针对股权融资、股票保本、市值管理、股权激励等方式;如果是银行或保险公司,则会有相关权益类的理财产品或包含对冲策略的收益互换产品提供。”上述券商人士表示。

“收益互换的目标客户是机构,其门槛也比较高,净资产要求至少在3000万元以上,”齐瑞娟表示。中信证券资料显示,收益互换客户门槛除了净资产要达3000万元外,还要求机构投资经验不低于3年,且信用良好无违约记录。“资金主要还是来自银行,券商在其中扮演通道,从银行处以较低的成本获得资金后配资给客户,赚取通道费用以及利差。此外,股票互换类产品均通过券商自营盘或资管操作,资金可以自由投资,只要投资能力较强就能获得投资收益。”某券商内部人士表示。

险控制非常强调,此前也出现过券商业务创新过程中产品违规的问题,在放开券商通道业务和融资创新产品的同时,也需要考虑整体系统性风险暴露的可能。在当前的市场环境下,监管对券商创新业务可能会有所收紧,预计后续还会出现对券商业务的从严规范和违规的处罚。”接近监管层方面的人士透露。

今年以来,由于涉及场外配资和两融业务违规,多家券商受到重罚,业内担心,被罚券商或将在后续评级中被大幅度扣分并形成大幅度降级。据了解,当前券商评级将会对券商后续业务的开展有多方面影响,其中评级结果将被作为申请增加业务种类、新设营业网点、发行上市等事项的审慎性条件以及确定新业务、新产品试点范围和推广顺序的依据。在资金使用方面,不同级别的证券公司所获得银行资金授信额度和缴纳投保比例也会出现不同。业内人士分析,评级的下降会影响券商业务的开展和品牌影响力,不少业务后续创新空间将可能受到限制,进而间接的影响业绩。

## 私募资管场外配资遭查

□本报记者 周文静

继“伞形”信托被清理后,监管层对市场杠杆资金的清查仍在持续。近日,证监会下发《关于规范证券期货经营机构涉嫌配资的私募资管产品相关工作的通知》(简称《通知》),要求清理整顿私募资管产品的配资。业内人士表示,近期叫停融资类收益互换和清理私募配资均体现了监管部门意在保持合理杠杆水平。

### 严查私募场外配资

日前,证监会下发清查私募基金配资的《通知》,提出各证监局在中国证券投资基金业协会前期摸排数据的基础上,督促辖区证券期货经营机构进一步甄别、确认涉嫌配资的相关私募资管产品。同时,明确了需规范的三类私募基金产品范围及标准,相关数据核实与后续清理规范应按该既定标准进行。

证监会新闻发言人张晓军表示,分类推进清理规范工作,坚决清理私募资管产品中下设立账户、分账户、虚拟账户等情形,有序规范涉嫌配资的优先级委托人享受固定收益、劣后级委托人以投资顾问等形式直接执行投资指令参与股票投资的私募资管产品。此外,持续关注利用“一人多户”、线上转线等新型场外配资及其风险,督促各证券期货经营机构建立健全识别、监测、防范场外配资活动的工作制度和流程。

证监会表示,此举是为为进一步做好清理整顿违法从事证券业务活动工作,巩固前期清理整顿工作成果,根据《关于清理整顿违法从事证券业务活动的意见》等有关规定,《通知》旨在前期清理整顿工作基础上,进一步全面排查证券期货经营机构涉嫌配资的

私募资管产品情况,继续按照“摸清底数、突出重点、疏堵结合、稳妥处置”的原则,有序推进清理整顿工作,促进资本市场长期稳定运行。

### 高速发展背后

中国基金业协会官网刚刚公布一份失联(异常)私募机构名单,在这份名单中,包括华天国泰、中融坤瑞、中元宝盛等12家私募基金公司。业内人士介绍,备案制的实施彻底激活了民间资金成立私募的热情。截至2015年10月底,基金业协会已登记私募基金管理人21821家。已备案私募基金20853只,认缴规模4.89万亿元,实缴规模4.04万亿元。截至2015年10月底,私募基金管理人按基金总规模划分,管理正在运行的基金规模在20亿元以下的21388家,20-50亿元的260家,50-100亿元的88家,100亿元以上的85家。

根据相关规定,基金业协会对私募基金备案信息不做实质性事前审查。公示信息不构成对私募基金管理人投资管理能力、持续合规情况的认可,不作为基金资产安全的保证。据了解,该批12家“失联(异常)”的私募机构中,一些私募正是去年兑付危机频出的有限合伙企业。不过,在这些失联私募机构中,大部分为投资一级市场的股权投资私募基金。

“一些私募机构在做股权投资基金时也进行结构化的配资,尤其此前是股权众筹在线上兴起的时候,一些产品也在加杠杆。”业内人士表示,与股权类私募集中投资实体企业、房地产等项目不同,从事股票、债券等二级市场投资的证券类私募在失联名单中仅有一家。相对而言,从事二级市场投资类的私募“跑路”风险相对较小。

## 不确定性风险提升 券商股短期承压

□本报记者 张莉

11月27日,A股上演“黑色星期五”,沪指大跌5.48%,深证成指暴跌6.31%,券商板块也再次出现集体跌停。业内分析认为,券商违规遭查、两融业务降杠杆、自营盘减持限制放开、融资类收益互换新增叫停等多重利空事件出现,给市场情绪造成了负面影响。

分析人士认为,今年以来,多家券商因业务违规屡屡遭查,除了需要面临的巨额罚金之外,证券公司降级风险也会来临,券业内部管理漏洞也开始暴露,行业整体都将面临动荡,而券商股的不确定性风险提高,短期较难出现大行情。

### 多家券商面临降级风险

上周,三家排名靠前的大型券商因业务违规而遭监管调查事件引发市场剧烈反应,而此前在场外配资清理整顿阶段,四家券商已经出现违规而被立案调查,并最终受到处罚。从具体业务上,监管部门先后要求券商限制分级资管产品杠杆、上调两融保证金比例、暂停收益互换新增业务等去杠杆操作,其形成的利空因素对二级市场也产生了不同程度的影响。

分析人士认为,除了券商业务违规可能被罚之外,还将面临扣分降级的处罚。有券商人士表示,尽管最终处罚决定没有出现,但如果上述遭调查的券商被处罚内容较多、程度较大,将可能面临降级的情况,而一旦进行降级,则意味着涉及的券商机构后续业务开展受到较大负面影响,品牌和行业地位也会同时受损。

除此之外,今年各家券商的高管变动也变得极为频繁,这也成为券商行业整体动荡的又一因素。十月以来,国海证券、国泰君安、开源证券以及东兴证券等多家券商高管

陆续离职,中山证券出现包括原总裁在内的四名高管集体辞职情况,离职原因均为“个人原因”。

财经证券分析人士贺宛男表示,当前大券商屡屡出事主要有两方面原因,一是业务开展过猛,缺乏法规意识;二是不少进行杠杆交易、股权融资、创造结构产品等服务的券商往往具备资格试点。

### 短期存在调整压力

由于券商行业屡屡遭遇“黑天鹅”事件,券商股整体的不确定风险也开始抬高,有观点甚至提出,券商股将进入冬天。从二级市场表现来看,在上周大跌当天,券商个股资金流动量放大明显,尤其是融资投资者主动减仓离场,令券商股成为融资流出的重灾区。分析人士表示,在多重利空因素的影响下,短期券商股可能整体面临调整。

申银万国证券研究所首席市场分析师桂浩明表示,在降杠杆措施不断的情况下,券商多方收益的渠道受到抑制,同时对成交量放大构成某种压力;同时由于市场利率回落以及资金出借风险意识提高,券商资管业务和通道业务的利润也开始被不断压缩。除此之外,券商个股的管理也开始令人不安,核心管理人员出问题将导致公司出现震荡,“券商股恐怕是处于不确定性比较高的时期,这不能不影响到其估值”。

不过,对于券商股的长期走势也不乏乐观预期。东兴证券表示,在资本市场改革的背景下,包括注册制改革、新三板分层和转板制度的推出与完善、资产证券化创新发展等长期红利,将推动证券公司从传统的通道服务商向资本中介商、财富管理商转型,对证券行业的中长期发展充满信心。伴随两融等市场利空的消化,短期事件影响无碍券商股向上走势。