

固定收益圈监管风暴持续发酵席卷市场

债市扫黑 多个「圈钱人」被调查

本报记者 许超声

从上周起，一场席卷固定收益圈的债市监管风暴持续发酵，继万家基金邹昱、中信证券杨辉、齐鲁银行徐大祝等被公安部门调查之后，本周又有西南证券固定收益部副总经理薛晨和前工商银行员工马喜德露出水面。一时间，业内人士感叹：资金量巨大的债市“黑金”堪比股票“老鼠仓”。

稽查风暴升级 引发多米诺骨牌效应

股票基金经理违规多是因为老鼠仓事件，但固定收益基金经理则可以开设丙类账户，利用银行间债券交易代持提取返点等方式获得利益。伴随债券“黑金”稽查风暴的升级，固定收益圈越来越多的专业投资人被曝涉嫌违规交易，一时间“代持”“养券”成为众矢之的。

事件的端倪始于4月15日下午2时15分，万家利B突然遭到大笔卖单砸盘。短短半个小时内，万家利B一路下探，至收盘时已跌去2.84%，收盘价为1.268元，创出2011年10月以来最大跌幅。随即，市场传出“万家基金邹昱涉嫌债券代持被调查”的消息。此后，在行业内持续发酵，引发多米诺骨牌效应，继杨辉、邹昱、徐大祝之后，又爆出了易方达基金经理马喜德和固收部副总经理薛晨。不同的是，这两起案子都发生在较早时候，而不是4月。

薛晨落网原因是被曝出涉及持有债券“丙类账户”，市场消息称，其所控制的“丙类账户”中不明收益达到了7000万元。对此，西南证券相关人士回应称，“薛晨早在去年底已经离职，并且离职的相关文件是用快递寄出，离职后再也无法联系到薛晨，对于此事觉得奇怪”。不过该人士却否认了薛晨的案发时间是在西南证券任职期间。

据了解，在西南证券固定收益部任职前，薛晨曾是国海证券的固定收益部北京分部高级经理。不过，国海证券相关人士也表示，“从以往的交易记录上，薛晨没有违规行为。加上‘丙类账户’牟利模式的隐蔽性非常高，而且个人牟利的同时并未给证券公司带来损失，因此很难察觉”。

马喜德现年34岁。案件曝光时



【名词解释】

● 丙类账户

目前银行间市场的投资者账户分为甲类、乙类和丙类，其中，甲类为商业银行，乙类一般为信用社、基金、保险和非银行金融机构，丙类大多为非金融机构法人。丙类账户中不乏由投资经理实际控制为自己牟利的“傀儡”账户。

● 代持养券

债券代持业务是指银行间市场通过不转移实质性所有权的债券交易，而请其他人代持有债券的业务，即指机构以现券方式卖出债券后，跟交易对手私下签订协议，在未来某一时点以接近当初成本价重新买回债券。以买回债券的期限进行划分，期限较短的称为“代持”，期限长达数月甚至数年的称为“养券”。

为易方达基金固定收益部副总经理。有消息称，在2008年3月到12月期间，他伙同湖南当地人士蔡国辉等人利用其拥有的长沙摩根公司作为交易平台，故意串通、互相配合，先后200余次操纵债券买卖，并主要利用银行等公司的35亿资金购买债券，然后再安排长沙摩根公司低价买入、高价卖出，将原本属于上述公司及其他机构的债券利益，输送给长沙摩根公司，获利4900万元。不过，马喜德在案发时便主动自首，并退还了2000多万元的获利，后被取保候审。

“成绩”不大正常 收益或来自“代持养券”

2012年部分债券基金创造的高收益，曾经让同业的基金经理感到吃惊。“2012年一级债基的平均回报是8.13%，但分级债B份额的平均涨幅约20%，有些甚至超过30%。”有基金经理表示，按照基金合同约定的杠杆和季报披露的持仓情况，一些债基业绩突出的程度“有些不正常”，很难理解其高收益来自哪些品种。

事实上，这些无法从报表解读出来的收益，或许就来自“代持养券”。采用“代持养券”的方式，机构可以不断融资放大杠杆，实现一倍以上甚至是两三倍的杠杆。通过回购、质押融资等方式放大杠杆是债券基金常用的手段，但其放大杠杆的比例有所限制，其中银行间市场的正回购上限是

40%，交易所的债券品种则根据标的可以打7~9折。“理论上开放式债基可以把杠杆放大至180%，但实际操作可能只有130%~150%。”

“有些基金经理为了把业绩做得更突出，就会通过放外盘的方式来做大杠杆。”上述基金经理介绍，“放外盘”就是指“代持养券”，放大杠杆的操作可以获得不错的利差收入。“假设债券基金经理看中一只票息为6%的信用债，找银行或者券商等机构代持，只需要支付比7天回购利息高一点的资金成本如3.5%，而基金则可以获得2.5%的利差收入。”

这位经理还介绍，除了利差收入，“代持养券”的另一个优势是可以拿到票息更高的债券品种。“最近两年债券市场都是牛市，信用债品种的收益率持续走低。采用‘代持养券’的方式，可以持有票息更高的券种。”统计显示，2012年一季度的收益率曾高达13%以上，二季度下降至8%~9%，下半年新品种的收益率再度下滑至6.5%~7%。而今年以来的收益率更是下降至6%附近。在信用债品种收益率整体走低的背景下，“代持养券”相当于提前锁定了高收益的投资品种。

防范信用风险 提高犯罪成本以威慑

分析认为，代持养券是目前金融机构之间常见的业务，资金规模大、

有人脉资源优势的基金经理借助其放大杠杆，博取高额收益。然而，这种高杠杆追逐高收益品种的做法，给债券基金的管理埋下了风险隐患。因为“代持养券”对基金持有人而言意味着放大组合的风险。而对基金而言，则面临着表内和表外资产双重“缩水”的危险。

目前基金经理放大杠杆，大多数是将资金集中配置在信用债等高收益品种。持仓高度集中意味着基金的信用风险和流动性风险都很大。虽然中国市场还没爆发真正的信用违约事件，但信用风险一直在累积，迟早会释放。一旦信用风险爆发，代客理财的基金根本无法承担信用风险的损失。

而让业界担忧的不仅是信用风险，还有流动性问题。据介绍，“代持养券”的正循环运转有两个条件：一是债券牛市，二是资金持续申购。一旦债券市场到了拐点，基金面临净赎回，极端情况下会面临资金链断裂的风险。

这次彻查风暴应该给行业带来深刻的教训，并促使债券基金回归低收益品种的本原。那么，究竟该如何杜绝已成众矢之的“代持养券”行为？有分析认为，“代持养券”本身仅仅是一种操作模式，是否合规且先不论，其关键点还是利益让渡的问题，因此，堵是堵不住的。如果是犯罪行为，唯一的办法是大幅提高犯罪成本，真正对违法者起到威慑作用。

债券“硕鼠”杠杆风险猛于虎

一周来，一场突如其来的债券市场监管风暴持续升级。据说，本周三央行召开一次内部会议，各大商业银行的一把手参会，会议重点讨论各大商业银行在债市业务中的内控问题。

一个实际上存在已久的债券代持问题，上升到央行出面，全面监管，有人认为有点小题大做，为什么不早管，突然加大了监管力度？

往深里想这不是小事。债券市场的个别从业人员利用代持行为及丙类账户进行利益输送，这事为什么存在已久大家又见怪不怪？最主要原因是这些债券经理操作的债券

业绩不错，这几年股市不好，但债券很火，很多债券基金业绩相当不错，之所以能获得这么好的业绩，主要是运用了杠杆。债券本来的收益率是固定的，但是，操作中通过反复抵押债券获得更多资金，然后继续买入债券，这样，就把收益放大了。

由于这种杠杆操作获得较大收益，基金、券商、银行就默许了这种操作手段，至于代持过程中可能出现的利益输送，更是疏于监管。问题是，为了自己利益，一些基金经理或

者券商、银行工作人员很可能继续加大杠杆操作，一旦某个债券出现问题导致价格大跌，那么，这种杠杆操作就会给基金带来巨大损失，如果蔓延开来，甚至会给金融市场带来巨大冲击。

这不是危言耸听，2008年美国次贷危机爆发，就爆发在债券市场，其根源就是杠杆操作。美国金融机构的债券操作，杠杆比例非常高，这种操作手段持续了许多年，大家也是见怪不怪，连美国的金融监管机构也没

有觉得有问题。但是，一旦问题爆发，债券价格下跌，由于杠杆比例高，亏损的幅度也就放大了，一些金融机构一下子就资不抵债，破产了。

次贷危机之后，美国金融机构一直在去杠杆化，就是降低杠杆比例，以控制风险。中国金融市场上，由于杠杆化带来的巨大冲击也是有教训的，1995年的“3·27”国债期货事件，万国证券之所以一夜之间垮掉，根本原因也是杠杆比例太高。当时保证金比例很低，意味杠杆比例

很高，加上万国违规操作，比例就更高，一出问题就难以挽回，如果不是高杠杆，万国即使输，也不会亏损那么么大。

因此，债券市场目前出现的杠杆化现象值得高度重视，现在很多人认为中国的信用债至今没有出现真正违约事件，觉得杠杆没有问题，但是，谁也不敢说永远不出问题，像起日债实际上目前就有问题。所以，由代持债券利益输送进而演变的杠杆化，要引起高度警惕，必须监管进行整顿。灰色利益的个人犯罪行为要打击，金融市场的风险更要防范。
连建明