

财富

周刊
WEEKLY

理性投资，财智生活

财眼看市

债市惊现“萝卜章” 风险防控须加强

梁睿

临近年末，流动性趋紧，债市跌跌不休。行情的变化让不少投资机构措手不及，也让一些违法违规行浮出水面。

国海证券12月21日公告称：“我司认可与与会各方的债券交易协议，愿意与与会各方共同承担责任，同时我司将依法追究相关个人伪造公司印章的刑事责任。今后，各方将继续诚实守信开展业务，共同维护债券市场信用和交易秩序。”

公告虽短，事情却不小。国海证券认可的与与会各方的债券交易协议到底是什么？为什么有人刻萝卜章私签债券交易协议？这和当前的债市又有何关联？在媒体的不断追问下，金融行业内债券代持的灰色利益链条开始浮出水面。

所谓代持，就是让别人代自己持有债券，但不转移实质所有权，代持是一种规避监管的交易方式，有时也会沦为利益输送的通道。债券持有方通过与代持方达成协议，约定将标的债券以一定的价格转让给代持方，经过一定时间再以事先约定的价格由债券持有方赎回。通过代持交易，债券持有方通过支付代持方代持期间的资金使用费，保留了债券实质所有权相关的风险和报酬，代持方获得了代持期间让渡资金使用费，在财务上可以达成双赢。代持的重要作用是放大投资杠杆，一次代持获得资金后，再购买新的债券，再委托代持，如此循环，实现资本收益的最大化。以购买年化收益率5%的债券为例，经过代持加杠杆后，资金年化收益率可以放大数倍。由于部分代持养券行为涉及套利和规避监管，此前管理层曾多次对此进行查处。

为规避监管，代持双方均不愿意签订公开的书面协议，在操作上体现为正常的买卖交易。由于见不得光，此类代持协议被称为“抽屉协议”，大量的这类协议难以通过合规审查，因而盖不了真章。一些投机取巧者就不惜触犯法律底线私刻萝卜章，被戏称为“萝卜章”，“抽屉协议配上萝卜章”便成了代持交易履约的凭据。在2013年6月开始长达3年多的债市牛市中，这种做法让参与各方都赚到了钱，因而被认为是无风险的买卖。在利益驱使下，一些金融机构不惜铤而走险，对违规行为睁一只眼闭一只眼。而一旦债市转熊，杠杆的杀伤力便瞬间爆发，代持机构所持有债券市价低于原交易价格，便要求转让方按“抽屉协议”价格回购，而对于转让方来说，一旦履约便面临巨额损失，自然心有不甘，这也是近期交易纠纷频发引发债市震荡的重要原因。

值得庆幸的是，目前，在监管力量的及时介入和协调下，国海证券主动表态，与有关各方初步达成了协议，紧张的债市交易员们终于松了口气，12月21日债市也以大幅反弹表示“欢迎”。但防风险的弦松不得，尤其在此事件中暴露出的债券交易杠杆过高、券商内控不严、交易行为不规范等问题，要及时亡羊补牢。

刚刚闭幕的中央经济工作会议提出，“要把防控金融风险放到更加重要的位置，下决心处置一批风险点，着力防控资产泡沫，提高和改进监管能力，确保不发生系统性金融风险”。有关金融监管部门也应对金融机构“代持养券”等行为进行进一步排查和规范，把中央经济工作会议的要求落到实处。

责任编辑 陆敏

美编 高妍

联系邮箱 jrbcfzk@163.com

沪港深基金投资“三部曲”

本报记者 周琳



▲ 科学选择沪港深基金，应考察公募基金管理公司的港股研究能力，投资者可选择在市场形象、产品布局、投资业绩和创新等方面在行业处于领先地位的公司

▲ 由于两地市场在投资策略、投资风格和事件驱动因素等方面存在很大差异，普通投资者应该重视港股与A股的差异，防范相关投资风险

深港通于12月初正式开通，50万元的直接参与门槛让小额投资者望而却步，而通过公募基金公司设计的沪港深基金能大幅降低门槛，让本金不足的中小投资者能够间接参与进来，享受到我国资本市场双向开放及互联互通的成果。

东方财富网统计显示，今年以来已有47只沪港深基金成立，仅11月份成立的就超过10只，另有20只沪港深基金正在申请发行。在47只沪港深基金中，混合型（高度灵活配置）占比最大，共有33只；股票型基金有12只，还有低度配置的2只。面对品种繁多的基金产品，投资者该如何选择？又该如何防范投资风险？

考察投研能力是关键

所谓沪港深基金一般是指能够借助沪港通和深港通渠道投资部分港股的公募基金产品。沪港深基金的出现，理论上的最大优势在于扩大了基金产品的投资范围，让相关基金增加了提高收益的潜力。深港通在沪港通基础上，新增了市值在50亿元港币及以上的恒生综合小型股指数成分股，而恒生小型指数成分股今年年初以来涨幅可观。

科学选择沪港深基金，首先应考察公募基金管理公司的港股研究能力。目前市场共有26家公司成立沪港深基金，其中已经发布“沪港深投资先锋”子品牌的前海开源旗下的相关基金数量最多，有11只（A类和C类合并），另有1只发布了招募说明书，数量是市场上第二、第三、第四名基金管理人旗下沪港深基金数量的总和。

“招商基金也正在积极准备一系列沪

港深主题基金，相关主题的公募、专户正在筹备，系统正在调试。”招商基金国际业务部总监白海峰认为，由于沪港深基金的管理人很大一部分是原来A股的投研人员，他们的投资理念、对港股的研究以及投资机构的逻辑主导有所不同，这些增量资金可能会对港股市场产生一些影响。

济安金信基金评价中心主任王群航认为，“对于沪港深基金，更多的基金公司还只是在尝试阶段，毕竟很多公司对于港股的研究能力连短板都算不上，干脆就是空白。因此，在选择相关基金时，应重点考察在市场形象、产品布局、投资业绩、创新发展等多个方面在全行业处于领先地位的公司，这些公司往往具备一定的港股投资研究实力”。

上海证券基金评价中心统计显示，今年前10个月沪港深产品业绩分化严重，业绩最好的华安沪港深外延增长达到27%，前海开源沪港深优势精选及前海开源沪港深蓝筹位列第二和第三名，业绩分别为17%和16.93%，而成立于去年的博时沪港深优质企业则亏损20.93%。绝大多数同类概念基金成立时间都在300天左右，短期内业绩表现并不是很充分。

上海证券基金评价中心分析师高云鹏认为，业绩的差异一方面反映了基金成立时点不同面临的行情不同，另一方面说明管理人的择时能力以及对“双市场”不同标的的把握能力存在差异。

“除业绩之外，投资者更要关注沪港深基金实际操作中所持有的标的，由于目前不少沪港深基金成立时间较短，可供考察的重仓股数据有限。已从披露的数据看，目前多数沪港深基金仍以投资内地市场为主。投资者应慎重选择那些重A股无港股

的概念基金。如果看好港股，主投资港股的QDII基金也可适当关注。”金牛理财网研究员何法杰说。

科学配置相关产品

由于互联互通渠道的开通，沪港深基金产品实际上与目前市场上部分存量QDII产品形成竞争。王群航认为，沪港深基金相比QDII基金最简单的不同点在于申购和赎回。QDII产品申购加赎回基本上需要7至8个交易日，而现在通过沪港深基金，申购和赎回的效率会有很大的提高。通过互联互通机制，基金公司到香港去买股票更方便了。

东方财富网统计显示，目前市场上存量的带有“大中华”“香港”“恒生”名字的QDII基金约有19只，其中，约12只今年以来取得正收益，表现最好的华夏恒生ETF联接涨幅达13.55%，而南方旗下南方香港优选、南方香港成长同期下跌超过8%。

在沪港通推出后，部分QDII基金实际上已经处于边缘化地位，市场申购冷清，基金公司申请到的QDII额度一般难以用完。但是，自今年第一季度开始，在深港利好、海外投资需求旺盛等多重因素作用下，沪港深基金发行火热。今年前三季度相关基金成立数量分别达7只、10只和10只，远高于去年同期。而今年的第四季度前两个月，新成立的沪港深基金的数量达11只，已超过今年前两个季度。

有投资者表示，时隔多年QDII基金发行居然再次出现按比例配售，投资者的申购热情令人惊讶。深港通开行之后，不设总额度限制，对于沪港深基金来说，相当于又增加了较大额度，在一定程度上减缓了QDII额度不足的问题。

从这个意义上看，QDII基金和沪港深基金的存在并不冲突，能够实现互相补充。何法杰认为，“部分投资于大中

华概念股市的QDII产品是否需要转型沪港深基金，这可能由市场、投资收益、规模变动等情况来抉择，而非基金公司能决定。沪港深基金在国内投资相关股票或有一定优势，但在海外投资部分，相信短时间内还是QDII基金更有话语权”。

防范市场差异风险

格上理财统计显示，在过去20年中，内地投资者投资港股的人数占比逐年上升，从1996年占比不到2%，到2015年占比达20%。这说明港股已经得到越来越多国内投资者的认可，乃至出现一定的香港市场“A股化”迹象。

但也有市场人士持不同看法。“A股的特点是估值较高，行业轮动比较快。目前南下的资金大部分还在途中，深港通不再设总额度限制，但考虑到每日额度限制，如果未来半年港股通额度使用达到一定数量，这部分增量资金对于目前港股总市值而言，更多是预期影响，实际最终影响还要看实际流动性的改变，需要进一步判断。目前谈港股的A股化还言之过早。”白海峰说。

前海开源基金国际业务部负责人曲扬认为，目前只是一个起点，随着深港通的开通，5年至5年以后港股的投资者结构会发生较大变化。从中长期看，对港股市场依旧持乐观态度。

王群航预计，“在未来2至3年内，随着市场之间的合作不断加强，市场互相的认识不断加深，沪港深基金的数量将会继续增多，预计至少半数以上的主动权益类基金都可投资于相关市场”。

业内专家提醒，由于不同市场在投资策略、投资风格和事件驱动因素等方面存在很大差异，对于基金公司来说，在开发沪港深产品时不能忽视市场差异，普通投资者也应该重视港股市场与A股市场的差异，防范相关投资风险。

理财新发现

开放式银行理财“突围”

本报记者 钱箬苑

不同于前些年的风光无限，互联网“宝宝”类理财产品如今的日子不太好过。与之相应的却是开放式银行理财产品日益扩大市场占有率，实现逆势“突围”。

“2013年6月，余额宝横空出世，其高收益、低门槛、申赎灵活等特点迅速吸引了投资者的关注，其对接的天弘增利宝货币基金扩张迅猛，成为市场首只规模超千亿元的基金。自此开始，投资者不再仅仅关注产品的收益水平，流动性强弱也愈发受到重视。”普益标准研究员魏骥遥表示，商业银行传统的存款类业务由于在收益与流动性的综合表现上不够理想，因此受到了较大冲击。

记者了解到，事实上，在余额宝出现前，商业银行理财业务已开始逐步从低流动性产品向高流动性产品转型，但转型速度较慢，在与余额宝这种超高灵活性的产品相比时显得较为笨重，同时在收益率上，与余额宝刚面世时相比，也没有足够的优势。不过商业银行相关业务流程已较为成熟，在明确了市场需求后，极快地作出了响应，推出了高流动性且较高收益的开放式预期收益型产品，再加上互联网“宝宝”类产品收益率的迅速回落，银行理

财迅速稳住了阵脚并扩大了这块市场的占有率。

最新数据显示，截至2016年6月，开放式预期收益型理财产品资金余额达9.67万亿元，市场占比高达36.80%，仅次于封闭式预期收益型产品。考虑到2014年年中，此类产品的资金余额不足2.5万亿元，短短2年时间规模便有了接近4倍的扩张，显示出此类产品受到商业银行高度关注的同时，也说明市场对其的认可。

魏骥遥表示，进入2016年后，受经济增速下行影响，互联网“宝宝”类产品及银行系理财产品收益率都出现了持续向下的走势。但整体来看，银行互联网产品收益率仍然保持了相对明显的优势。数据显示，2016年互联网“宝宝”类理财产品收益率向下趋势非常明显，1至11月下滑幅度达0.59%。而现金管理型银行理财产品则表现出较为稳定的走势，平均收益率保持在2.96%，领先互联网“宝宝”类产品0.2个百分点。

“除收益率不占优势之外，互联网‘宝宝’类产品所蕴含的风险也相对更大。”魏骥遥表示，互联网产品投资起点较银行理财低很多，低门槛的特征在提高便利性的

同时也使得平台与投资者之间对信息对称性的追求不高，大幅提高了违约风险。而银行理财产品经历了10年的发展，在监管政策上更为规范，市场对其的监督也相对更为严格，投资者选择预期收益型理财产品所承受的风险极小。

业内人士表示，对于开放式理财产品而言，之所以近两年产品规模能够迅速扩大，除了因为大型银行持续投入这块市场以外，中小型银行的积极参与也极大地激发了这块市场的活力，前置封闭型、定活两便型、滚续型等各类创新产品层出不穷、各展所长。

“对于中小银行而言，大力推行开放式预期收益型理财产品，既能拓展市场吸引流动性需求更高的客户，也能缓解资产端收益持续向下带来的窘境，还能逐步将产品转向净值型，从而摆脱刚性兑付的困境。”魏骥遥说。

值得一提的是，专家表示，开放式预期收益型产品并非是银行理财产品形式演变的终点，逐步培养投资者转向净值型产品，使银行理财真正回归到“代客理财，风险自担”的本质上来，才是银行理财所期望的方向。

在明确了市场需求

后，商业银行极快地作出了

高收益的开放式预期收益型

产品，再加上互联网“宝

宝”类产品收益率的迅速回

落，银行理财产品迅速稳住

了阵脚并扩大了这块市场的

占有率