



数十万亿元规模的资管资金在股市、债市、楼市里涌动潜行，怎样的逐利冲动，使之疯狂？追踪那些“聪明”的钱的动向和操盘手法，有助揭开中国金融市场的潜在风险隐患。

“聪明”的钱

文 | 本刊编辑部

“假如给我一个支点，我就可以撬动整个地球！”这是古希腊科学家阿基米德流传千古的名言。“杠杆定律”也成为重要的物理学理论。

如果把“杠杆定律”用于金融市场会怎样？金钱永不眠。“聪明”的钱总会流向它觉得“舒服和安全”的地方，并会用杠杆撬动数倍乃至十倍、百倍的收益。但杠杆也是一把双刃剑，稍有不慎，就可能酿成金融风险。

2017年初春，乍暖还寒。在中国金融市场，一场由央行牵头、一行三会对资管行业去杠杆的监管风暴降临。央行发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》内审稿，在市场上迅速扩散，并产生很大的影响。核心内容包括：其一，打破原有按照三会的分业监管规则，把理财产品、信托计划、公募基金、私募基金、证券公司、基金子公司、期货公司、保险资管等都划入监管范围；其二，全面统一杠杆比例要求；其三，严禁多层嵌套，限制委外通道业务。



“聪明”的钱总会流向它觉得“舒服和安全”的地方，并会用杠杆撬动数倍乃至十倍、百倍的收益。

数十万亿元规模的资管产品，银行理财规模最大，险资、券商资管和基金子公司业务增长最迅速，它们将何去何从？股市、债市、楼市，资金涌动潜行，怎样的逐利冲动，使之疯狂？英大金融记者深入一线采访调研，追踪那些“聪明”的钱的动向和操盘手法，独家披露一幅去杠杆下的资管浮世绘，意在揭开中国金融市场的潜在风险隐患。

股市：隐形配资

股市配资加杠杆自2014年券商的融资融券放开，才被投资者广泛了解。随后，2015年的一轮大牛市，就得益于股市的配资行为，被市场称为“杠杆牛”。据北京一位私募基金经理回忆，当时许多互联网金融公司、P2P公司，把网上借贷资金池中的钱腾挪出来，通过成立信托产品、资管产品，加上3倍甚至更高的杠杆流入股市。而银行理财产品也不甘寂寞，通过伞形信托，配资去炒股票。但很快，也正因为监管层清除场外配资，股市出现了“千股跌停”，这种高杠杆的产品，亏损8个点就要补充保证金，如果无法提供，就会被强制平仓。

2016年的“宝万之争”，则是股票二级市场的杠杆并购经典案例。“门口的野蛮人”宝能强行收购万科所用的资金，就隐现着资管的影子。剖析宝能系突袭收购万科动用的资金，可以看到通过9个资管计划，宝能系将万科近10%的股份收入囊中，并购资金包括保险资金、融资融券、债券在内；再细看资管计划，优先一劣后安排中，优先级份额大部分资金来自银行理财资金。

有说法称宝能系用20倍杠杆与王石对垒，而姚振华却认为实际杠杆倍数仅为1.7。不管怎样，前期收购资金来源于前海人寿的保险资金，金额达104.22亿元；之后由券商资金接棒，宝能自有资金39亿元，以1:2的杠杆撬动券商资金78亿元，合计金额117亿元；最后银行理财资金入场再加杠杆，组成约232亿的资管计划购买万科股票。没错，资金均来源于保险、证券和

银行等正规的金融机构。

2015年，“千股跌停”使得股票配资熄火，资管行业开始面临严重的“资产荒”。找到“低风险”的高息资产成为各大资管机构的头等要务。从“宝万之争”事件看，显然，他们找到了这么一类资产，即杠杆并购融资。不过，央行的内审稿规定银行不能直接把钱给客户去炒股票，贷款的方式也更加麻烦。

于是，“聪明”的钱换了新思路，采用“股票收益互换”工具最大限度地从资本市场获利。“上市大股东吃肉，我们喝汤。”某券商资管经理张飞鸿（化名）如是说。

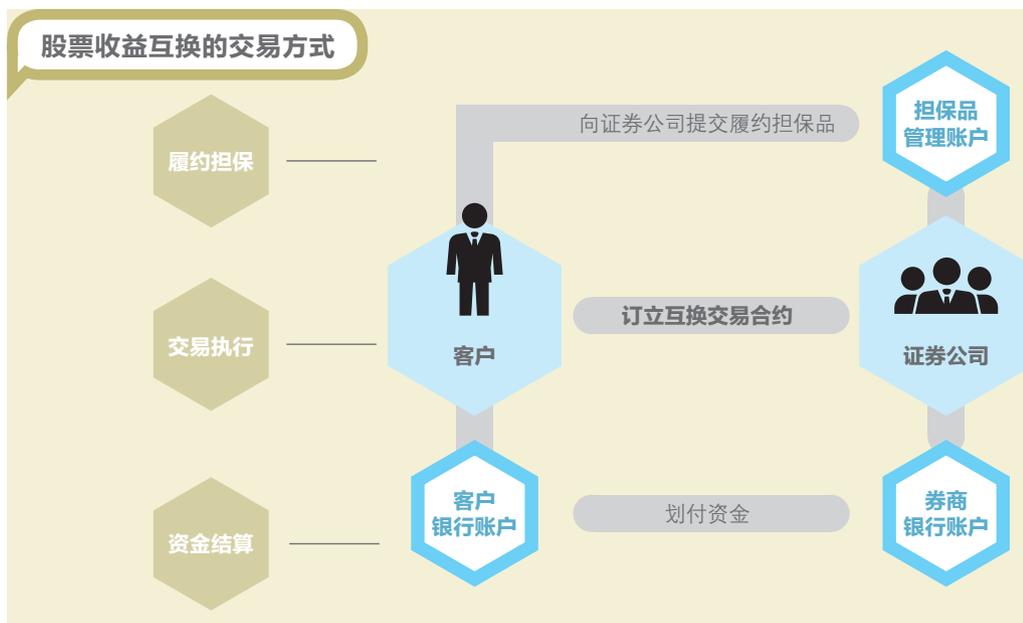
这样的资管产品被市场称为“结构化产品”，一般是上市公司实际控制人、高管出资做劣后方赚取浮动收益；资管产品的资金做优先方，提供2倍或更高的杠杆，赚取固定收益。资管产品通过低位认购定增的股票，拿到筹码，待股价上涨解禁之后卖出获利。

股票收益互换交易采用场外协议成交的方式，一共三步曲：第一步，券商借钱给大股东，大股东支付年化约7%~8%的利息；第二步，大股东用借来的钱购买自己的增发股，然后把股票交给券商代持；第三步，等定增解禁时，券商把持有股票的所有收益或者亏损还给大股东。

张飞鸿继续说：“一方提供固定收益，另一方提供浮动收益，两种收益类型之间的交换，实际资产不发生转移。收益互换类似场外衍生品非标业务，需要大股东与券商机构单事单议，不会有统一标准。”

当下股市定增的机会，就是“聪明”的钱认为舒适和安全的地方。张飞鸿正在做的单子是一个三年期创业板股票的定增项目。“现在监管层对三年期定增的结构化产品管得非常严，不像一年期定增的结构化产品可以通过信托渠道来实现，股票收益互换实际起到的是融资作用。”

“这家公司大股东出资2亿，认购自家公司即将增发的股票，定增价每股为50元，共400



资料来源：中信证券

万股。因为大股东是 PE 出身，对行业非常熟悉，该行业处于爆发期前夜，他对增发后的股票价格非常有信心，希望获得更多股票未来上涨的收益，但又不想占用自己太多的流动资金，便想到收益互换这一招。”

张飞鸿让所在的券商借来 400 万股该公司的定增股（相当于 2 亿元股票市值），大股东每年向券商支付年化 8% 的固定成本；待三年定增解禁时，股票还给券商，而股票上涨的收益或下跌的损失均由大股东承担——即用固定的利息成本，向券商交换了股票的浮动收益或者亏损。

券商用资管资金购买股票，大股东的资金就省下来。在此过程中，大股东需要存放 25%~50% 的保证金，实际等于动用了 2 至 4 倍不等的杠杆，所以被视为一种间接的定增配资。

在上述这单交易中，当三年定增解禁时，大股东股票如果能获得翻倍正回报，付给券商三年共 24% 的资金成本，再付给私募基金一定的

通道费，自己利用杠杆资金会获得大约 60% 的资产收益，年均回报 20%，这几乎可与股神巴菲特的收益可并驾齐驱了。

“而从另一个角度看，以年化 8% 的成本借三年，这相当于这支定增基金一开始的净值就为 0.76 元，能否保证三年后基金净值在水面之上，这完全取决于定增股的稳定收益。只有对股价有极大信心的大股东才敢玩儿，毕竟还有股价不能上涨的压力和风险。”张飞鸿说。

2016 年证监会执行新八条，资管产品投资债券可做到 3 倍杠杆，投资股票则不能超过 1 倍。这压制了资管公司的杠杆，因此，想做杠杆只能去找信托公司，信托的价格应声上涨。“如果走信托通道，依然可以做到 5 倍杠杆，只是成本略高。也就是劣后出 20% 资金，夹层出 13% 的资金，银行出 67% 的资金，利率在 6 个百分点左右。信托是归银监会管理，银行做信托产品等，并不需要银监会或证监会的审批，只需要自身控制风险即

正是有一些平台打着“优选债权计划”之类的旗号，层层嵌套，层层转移债权，资产最终投向不明，酝酿了金融风险。

可，虽然有监管，但很难穿透。”一位信托内部人士说。

用一支资管产品买到股票后，转做股权质押，融到的资金再去投资其他资管产品，配资加杠杆，取得的资金再次去买股票，这就是“多层嵌套”。如果为了帮助大股东买单一股票，就需要做双层信托嵌套。上层信托是劣后加银行资金的结构化产品，再把这个信托产品投入另一支信托中，这样，在第二层信托中就显示为单一投资者，才能够全仓买单票。正是有一些平台打着“优选债权计划”之类的旗号，层层嵌套，层层转移债权，资产最终投向不明，酝酿了金融风险。

据估计，目前总体资管行业100万亿的规模，其中大约一半属于相互嵌套。如何把握穿透的尺度，并且跨监管机构进行抽丝剥茧式核查底层资产是最难点。很多产品，包括银行、券商、基金等用互相嵌套的方式来进行监管套利。内审稿统一监管的思路是对的，要严禁多层嵌套，限制委外通道业务。

债市的“萝卜章”

自2011年7月以来，央行一直在降息，加上资产荒，使得债券价格节节攀升，因此债市一路走牛。但从2016年10月下旬开始，由于资金面趋紧，债市转头向下，连续大幅下跌。导致“债券代持”这种带杠杆的赚钱方式风险集中暴露。

何为“债券代持”？用坊间流传的“三国代持债券”的段子来说明，通俗易懂：刘备买了100万债券，持有利息5%。他嫌收益太低，就让诸葛亮联系了曹操，说我这100万债券以90万的价格卖给你，但并不是真的卖给你，咱们说好了，你曹操只是帮我持有，债券涨了跌了都算我的，你付给我的90万，我每年按3%付你利息。

刘备又拿着这90万又去买债券，然后再联系孙权帮忙代持，于是孙权出80万买下刘备的债券。刘备再拿着这80万又去买债券，然后再

联系袁绍……最后的结果是，刘备虽然本金只有100万，但却实际持有了将近1000万的债券，加了10倍的杠杆，如果债券市场继续向上，债券到期刘备要发大财的。

然而，万事就怕“万一”。偏偏这个“万一”就在债市爆发了，债券价格大跌，曹操、孙权、袁绍都慌了，要求刘备按照当初的协议，把这些债券以原价买回去。刘备一看亏惨了，就说当初和你们签合同用的是诸葛亮私刻的萝卜章，不算数，我已经报警抓诸葛亮了，然后曹操、孙权、袁绍都疯了。

资金在不同机构之间流转，每过一道金融机构就要收取一定的费用，而金融机构只有放大杠杆做投资，才能套取收益。一旦市场发生逆转，击鼓传花到某家机构手中时，这家机构没有获利空间，杠杆加不上去，就会发生违约。

上面说的就是，震惊业界的国海证券“萝卜章”事件，超过22家机构卷入其中。张某、郭某二人，以萝卜章和国海证券的名义，与其他机构展开代持业务，但由于债券价格大幅下跌，买回债券就意味着巨额亏损，而这样的亏损显然不能承受。对国海证券而言，也不愿承担这一事件造成的所有亏损。

于是，整个行业都疯了，都害怕自己手中的代持债券协议上的章是假的，于是挤兑风波接踵袭来，债券继续下跌，进入恶性循环。萝卜章之所以把整个债券市场搞得惊魂不定，原因只有一个：杠杆折了，打破了行业潜规则，影响到庞大的债券代持业务。

债市的风波不断，国债期货套保需求就越强烈，但现券市场上存在卖券难的情况，于是国债期货就成为机构对冲风险的有力工具。对保险和银行来说，进入期债市场，不但有制度限制还有流动性的限制，于是便衍生出了“代套”行为。

一位业内人士告诉记者：“代套一般通过委外来做，即银行或保险等没有期债交易资质的机构，请有套保资质的如基金、资管等机构，

10倍

通过多轮债券代持，杠杆可以加到10倍。如果债券市场继续向上，到期必能获得巨大收益。



数据来源：Wind

发一个理财产品做国债，而银行、保险等机构买理财产品，并按约定收益率支付给对方一定报酬。”

“这些风险看似由不同的金融机构承担，实际上并没有真正分散，反倒是因为资金链条拉长，一旦产品开始违约，风险就最终会传递到银行体系内。”一位银行从业人员坦言。大家对其中的风险心知肚明，但只要每家机构在链条上还能有套利空间，就会无视风险，继续“玩”下去。

现在整个行业都在反思“债券代持”模式。溯本清源，资管流向债券的最大风险，用深圳某券商固定收益部人士的原话说：“这就是杠杆的毁灭性力量。”

楼市的“紧箍咒”

“聪明”的钱最爱楼市！当前实体经济虽疲软，银行对此吝惜贷款，但对楼市却很大方，

房贷成了最优质的香饽饽。再因为有去库存政策的支持，不动产抵押还被银行认为是安全的资产。

“很多房地产企业通过正常的贷款拿不到资金，就转道信托计划。”英大金融记者深入信托圈，了解到：“信托公司为房地产成立一笔信托计划，同时银行发行理财产品，将理财产品的资金通过券商、基金公司、保险公司等资管计划与信托计划对接，形成一条向楼市输血的金融产业链。一般房地产企业通过信托计划获得资金的年利率为15%左右。”

在中央定义“房子是用来住的，不是用来炒的”这一背景下，一道道“紧箍咒”正在掐死“聪明”的钱流向楼市的通道。不妨换一个角度来看问题，也可以通过这些“最严监管政策”管中窥豹，察觉到金钱是如何玩转楼市的。

2017年2月13日晚间由中国基金业协会发

楼市融资“闸门”一再收紧

监管指导意见要求，不允许房地产企业通过再融资对流动资金进行补充，募集资金不能用于拿地 and 偿还银行贷款。



2016年8月

房企的融资门槛已经收紧，公司债发行门槛提高。



2016年9月

以上海为代表的土地市场资金监管进一步严格。政府相关部门要求开发商申报土地竞买的资金需为自有，且要提供证明。



2016年10月

国家发改委正式下发《关于企业债券审核落实房地产调控政策的意见》，要求严格限制房地产开发企业发行企业债券融资，用于商业性房地产项目。



2016年11月

监管层再对券商资管、基金子公司等资管产品输血房地产项目的情形进行了特别的约束。证券期货经营机构设立私募资管计划，直接或间接用于房地产价格上涨过快的16个城市普通住宅地产项目，暂不予备案。



2016年12月底

中国银监会召开2017年全国银行业监督管理工作会议，会议再次强调“分类实施房地产金融调控”。

2017年1月10日

基金业协会出台私募基金4号文，禁止私募以5种形式参与16个城市房地产投资。



2017年2月

资料来源：根据公开资料整理

布的《私募资产管理计划备案管理规范第4号》，一把火烧向私募资管产品，严控私募资管投资房地产市场的行为。4号文最重要的看点是五种不予备案资管产品：一是委托贷款；二是嵌套投资信托计划及其他金融产品；三是受让信托受益权及其他资产收（受）益权；四是以名股实债的方式受让房地产开发企业股权；五是根据审慎监管原则认定的其他债权投资方式。

而8个月前，保监会在其官方网站公布了《关于加强组合类保险资产管理产品业务监管的通知》，一口气给保险资管产品上了八道紧箍咒，禁止出现以下情形：一是发行具有“资金池”性质的产品；二是发行具有“嵌套”交易结构的产品；三是向非机构投资者发行分级产品；四是向机构投资者发行分级产品，权益类、混合类分级产品杠杆倍数超过1倍，其他类型分级产品杠杆倍数超过3倍；五是在产品下设立子账户形式进行运作；六是未明确产品投资的基础资产具体种类和比例，笼统规定相关资产的投资比例为0至100%；七是以外部投资顾问形式将产品转

委托；八是委托托管银行分支机构作为产品托管人。

不言自明，上述这些就是“聪明”的钱如何借助资管流入楼市的渠道！就在记者即将截稿本篇文章之时，传来重大消息：中央和国务院在冀中白洋淀画了一个大圈，称之为“千年大计”的“雄安新区”，又一个春天的故事正在拉开帷幕。

政策红利，如天降甘霖。“聪明”的钱，却如野兽嗅到了血腥，在政策公布后，炒房团队涌入雄安新区。政府早有防备，将所有的楼盘、二手房、中介门店都封禁，停止销售。但这依然没能挡住“聪明”的钱热情，据某媒体报道：炒房团携带数百万现金，当下就和房主签订“私下协议”；一位内蒙古大老板，一口气花7200万买下8层楼……

这场盛大的食利盛宴背后，则是去杠杆、去泡沫、防范资金空转、引导资金脱实向虚进入实体经济的迫切任务。□

（本文由本刊主笔马力执笔）