

# 配资业务清查进度再起底：五类场外融资仍暗度陈仓

李维 报道

有关A股的场外配资业务的清查已有月余,但各类配资业务所受影响却并没有市场想象中大。

在监管层通知券商暂停为与配资业务有关的HOMS系统账户提供接口服务后,虽然部分非机构类账户遭到平仓或清出,但仍有一些场外配资业务尚未在此轮“杠杆清理行动”中受到明显冲击。

据记者不完全统计,私募基金、非HOMS系统分仓、人工盯盘、单一资金结构化信托、信用或抵押类贷款等五类场外融资模式仍在正常开展。

事实上,前述多种配资业务所受冲击之所以较小,与其存在绕开券商端口摸底、超越证监监管范畴等情况不无关联,而针对A股市场杠杆的收缩与伸展,监管部门、金融机构、配资公司、融资客户亦在国内分业监管的边界处上演着一场场博弈。

## 五类场外融资“仍存”

从5月末到6月中旬,监管层已屡次对券商配合开展场外配资活动的情形进行通知叫停,而伴随其到来的,则是A股6月15日至19日一周跌幅达13.45%的回撤。

需要注意的是,在6月12日至19日的连续下跌中,虽然部分与HOMS相关的配资账户受到了开户券商的清理,而部分场外配资账户也曾遭遇平仓,但A股市场的配资业务并未就此绝迹。

记者调查了解到,私募基金、存量伞形信托、单一资金结构化信托、人工盯盘、信用或抵押类贷款等五类场外融资模式仍在正常开展。

其中,通过已备案的私募基金所开展的配资业务模式,或成为在此轮配资清理中“幸免”的一种较为安全的模式;在该模式下,配资公司发起设立一只专门用于配资的私募产品,由配资客户认购劣后份额,其认购资金则作为配资交易的担保品。

而同此前伞形信托相比,该模式的劣势在于优先级份额无法来自于银行资金,而必须依托私募或第三方财富公司的渠道进行销售募集。

北京国资旗下一家大型券商营业部经理吴辉表示,私募基金模式下的配资业务之所以并未受到较大冲击,原因在于券商难以对私募基金背后是否存在配资行为进行查清。



“因为有的私募本身就on需要有交易员来分仓操作,特别是对于一些偏好做日内回转交易的私募,他们也在使用HOMS系统,所以很难分别哪些是分仓,哪些又是配资”,吴辉坦言。

而另一方面,虽然增量的伞形信托开户遭到券商叫停,但存量伞形信托和单一资金结构化信托在正常运行,而银行则亦在该项业务中扮演资金供给方角色,而银行自营、理财资金入市目前也并未受到银监机构的管控与限制。

“招行、光大等多家银行的配资业务仍在开展,包括一级市场的结构化和二级市场的配资都有在做。”北京一家中型券商非金融研究员表示,“目前银监会并没有对银行资金投资配资优先级给说法,不过从风险看,这类投资是有劣后担保的,实际风险是可控的。”

与此同时,采用非HOMS系统或采用人工盯盘开展配资业务,亦成为某些配资公司的选择。

“HOMS现在比较严,改用其他的配资软件不容易被查到,但被查的风险也是存在的。”上海一家配资公司负责人称,“如果遇到比较严的券商,就需要采取人工盯盘的方法,但相应的配资资金价格也将提高。”

此外,面向个人的信用或抵押类贷款也正在成为场外入市资金的一部分,虽然此前监管层曾对该类信贷资金流向进行摸底,但据业内人士透露,查清该类资金是否流向股市尚有难度。

“现在不少银行推出了针对个人的消费贷或房贷,这个资金用途通常是旅游、结婚、家庭装修等,但如果疏于对信贷资金流向的管控,则有可能导致该类信贷资金违规入市”,北京一家股份制银行个贷经理表示,“这类资金的特点是单笔额度较小,笔数较多,所以排查的工作量也比较大。”

## 分业监管暴露“真空地带”

在业内人士看来,之所以多种场外配资模式未能被监管层所悉数摸底,究其宏观原因与国内金融业分业经营、分业监管的既定监管框架不无关联。

“实际上和国内的分业监管环境有关”,一位接近监管层人士坦言,“证监系统只有权对证券经营机构进行管理,但场外配资业务的开展主体并不是券商,而是信托公司或配资公司”。

事实上,从此轮监管层对场外配资业务的清剿路径来看,证监系统的通知仅限于要求券商营业部不得代销伞形信托、不得为场外配资业务提供数据接口、交易服务等便利,并未对场外配资资金来源、通道等环节进行限制。

仅对场外配资业务的账户交易进行限制,恰与分业监管下,证监系统无法对场外配资现象采取直接监管措施有关。

“证监能够做的是在券商的交易端对配资业务进行限制,主要方法是管住以HOMS为主的分仓系统下的配资账户,但这只是配资业务的环节之一。”前述非银金融

研究员表示,“配资的其他环节,例如资金供给、募集、分配额度、交易通道等,这些往往在证监序列以外运行,是证监会没法控制的。”

而除分业监管存在的局限性外,场外配资屡禁不止的更深层次原因,在于该业务背后各利益相关方的监管套利。

事实上,当下监管层对场外配资业务的清剿,与配资公司的扩张冲动、证券公司的佣金收入期望、银行资金的生息资产配置以及融资客户放大杠杆的投资需求均相矛盾。

“一方面配资业务的有些环节是目前监管层无法触及的,另一方面,配资行业仍然存在较大的市场空间,这必然导致场外配资不会被根除”,“清理配资只能带来两种情况,一是短期内配资业务的开展成本会提高,二是从长期看,新的成本更低的配资模式还会被创新出来”。

而在配资公司人士看来,由于两融业务尚无法满足所有客户的融资需求,配资行业在一定时间内仍将持续存在。

“配资说到底是一个市场自愿行为,如果融资融券能够满足客户的杠杆需求,那么为什么还会存在场外配资呢?”沪上一家以私募基金模式开展配资业务的公司合伙人认为,“A股的活跃度可能还会提高,届时场外配资的市场需求可能还会提高。”

在其看来,监管层应正视配资行业存在的现实,并进行疏导、规范,而不是“一刀切”式的叫停。

“有需求才会产生相应的市场,监管层应该做的是对行业进行立规范,而不是全部禁止,何况行业内部本身也鱼龙混杂,亟待规范化”,前述合伙人表示,“比如和投资者适当性管理有关的配资客户门槛约束;比如有没有第三方资金托管,配资公司是否具有挪用客户资金的便利条件,这种问题应该被监管部门所重视”。

而有分析人士指出,在目前行业大框架仍为分业监管的条件下,对配资行业进行立规范尚存难度。

“关键的问题还是归谁管,有些配资公司的模式是P2P,有的则是通过信托在银行渠道拿资金作批发,这部分监管对口部门显然是银监会,但银监并不需要对股市负责”,前述非银金融研究员指出,“现实的矛盾在于,金融混业在资金和通道层面已经真实发生了,但相应的监管安排并没有跟上这个节奏,于彼时的通道业务是这样,于当前的配资业务也如此”。

# 中国设立3000亿保险投资基金 基建水利将受益

卢晓平 姜隅琼 报道

金融服务实体经济再添新手段。6月24日召开的国务院常务会议决定,设立3000亿中国保险投资基金,重点投向重大基础设施建设和“一带一路”国际产能合作项目,降低社会保险费率、改革商业保险资金运用方式等手段,以金融创新更好服务实体经济。

## 险资上阵“稳投资”

中国保险投资基金将按照市场化专业化运作和商业可持续原则设立。基金采取有限合伙制,规模为3000亿元,主要向保险机构募集,并以股权、债权方式开展直接投资或作为母基金投入国内外各类投资基金,主要投向棚户区改造、城市基础设施、重大水利工程、中西部交通设施等建设,以及“一带一路”和国际产能合作重大项目等。

“用长期稳定的资金支持打造公共产品和服务的经济新引擎。”国务院常务会议如此说明设立中国保险投资基金的初衷。

会议还决定,适当降低社会保险费率,为企业减负定向调控,有利于稳增长、促就业。从10月1日起,将工伤保险平均费率由1%降至0.75%;将生育保险费率从不超过1%降到不超过0.5%;工伤保险和生育保险基金超过合理结余的地区应调低费率。预计每年将减轻企业负担约270亿元。

目前,我国经济下行压力较大。自去年11月以来,央行连续三次降息,推动社会融资成本下降,支持实体经济健康发展。最新统计数据显示,今年前5个月投资同比增速下滑至11.4%,5月固定资产投资到位资金同比增速放缓0.9个百分点。这说明资金来源有限及信贷投放机制不畅限制投资回升。

业内人士分析,此次国务院提出成立保险投资基金,以保险创新手段配合货币政策,可谓“兄弟齐心,其利断金”,既能防范风险,同时紧扣国家服务实体经济要求。

## 英美基础设施主力来自险资

保险资金具有投资期限长、资金量稳定、成本较低的特点,是经济建设的重要资金来源。从国际上看,英美等发达国家的机场、港口、铁路、高速公路等基础设施,大量依靠保险资金投资建设,其中美国的比例高达70%。

上周末,主管投资的保监会副主席陈文辉在青岛财富管理论坛上发言指出,保险资金正在加大服务实体经济力度,长期投资投向实体经济领域,发挥资本金作用,改善目前实体经济融资难融资贵的情况。至今年5月,保险机构累计发起设立了226项基础设施的投资计划,近8000亿资金。项目覆盖全国27个省市,包括铁路、高速公路等项目,也包括城镇化改造项目。

“保险资金可以缓解融资成本过高的问题。保险资金是为赔付和保险到期抵付提取的准备金,通常是要追求绝对收益,不能过度追求收益大的产品。截至去年末,保险业发了七千多亿保险基础设施的投资计划,加权预期收益率是6.47%,相比目前处于高位的实际社会融资成本加权利率7.4%,以及信托超过10%以上的收益水平,应该说还是比较低的,可以在一定程度上缓解实体经济融资成本较高的问题。”陈文辉说。

随着我国保险资金运用改革的深化,保险资金运用渠道明显拓宽,配置方式趋于多元,保险已经成为资本市场的重要机构投资者、基础设施建设的重要资金提供者。据测算,未来20年,我国保险业可以直接为基础设施和不动产提供累积24万亿元投资,加上以债券等方式的投资,共可以为城镇化建设投资72至84万亿元。

# 机构市占率下降 港股现A股化势头

岑智勇 报道

自从沪港通于去年11月27日开通后,内地中小投资者开始投资港股,初期主要是投资内地知名以及具有政策概念的股份,直至今年3月27日,中国证监会允许公募基金投资港股通股份后,港股成交明显增加,资金投资方向变得更广泛,除了上述类别外,还会投资在香港独有的企业,以及估值较内地同业便宜的企业。

自3月27日后,港股的成交量明显增加,更在4月9日出现2939.1亿港元成交,创了历史上最大成交的纪录。根据港交所公布的数据,在10大最高单日成交额榜中,前8位都是来自2015年4月,可见在沪港开通后,尤其是公募基金入市后,港股的成交似乎出现了结构性变化。整体而言,2015年4月的每日平均成交金额为2000.97

亿港元,虽然5月份成交略为回软,但每日平均成交金额仍有1552.01亿港元,仍较沪港开通前高。

从另一个角度看,自从沪港开通之后,A组行(即市场占有率排第1至14名的联交所参与者)的市场占有率,有下降的趋势。根据港交所的资料,在2014年11月,A组行的市场占有率为54.03%,但到了2015年4月,A组行的市场占有率已下降至51.31%。取而代之的是,B组行(即市场占有率排第15至65名)及C组行(市场占有率排第65名以后)的市场占有率,由去年11月的34.25%及11.72%,分别升至2015年4月的36.1%及12.59%。

从上述数据可见,以机构投资者为主的A组行,他们的市场占有率在沪港开通之后持续下滑,而单一机构的最大市场占有率也由7.1%下跌至6.35%。然而,期间港股的

成交金额却持续增加,而成交都流到去以中小投资者为主的B组及C组行去。换句话说,就是机构投资者在港股市场的参与度下降,而中小投资者的参与度则上升,虽然未至于出现港股“A股化”的现象,但不能否认有这种趋势。

值得注意的是,自从内地公募基金可以投资港股后,港股成交显著增加,这亦影响到市场占有率的变化。在2015年3月,A组、B组及C组行的市场占有率分别为53.55%、34.57%及11.88%;在2015年4月,A组行的市场占有率下跌,C组行的市场占有率出现升幅。在C组行中,单一机构的最大市场占有率亦由0.25%升至0.27%。要解释这种情况,其中一个可能性是多了零售及个人投资者入市,并都经由C组行去进行操作。另一个可能性,是2015年4月的市场集资金额达601.53

亿港元,较上月增加75%;其中配售及供股的金额,分别由3月的94.18亿港元及18.25亿港元,增加至4月的134.57亿港元及67.33亿港元,这或会为C组行带来更多生意机会。

值得关注的是,在2015年5月,市场集资金额达1797.35亿港元,较4月份再升1.97倍。若上述推论成立的话,C组行在5月份的市场占有率或会进一步上升。

从另一个角度看,6月22日是端午节翌日,当天港股正常开市,但A股休市。当日恒指收报13383.68点,升197.63点,但大市成交只有905.76亿港元,明显低于平日。由此可见,在缺少中资的参与下,港股的成交量明显缩减。可见,中资资金对港股的重要性日渐提升,话语权亦随着成交量的增加而提高。

# 中概股回归监管变革时刻表：沪深证交所领衔多层市场对接

谷枫 报道

中概股私有化背后,是监管层以及顶层设计对红筹架构企业监管思路的变化。在国家推动资本市场改革和创新的大背景下,红筹回归也势必将成为注脚。

对于境外上市的企业来说,2015年是回归元年,绝大多数企业由搭建VIE架构变成了拆除VIE架构。

对于监管层以及监管政策而言,2015年也是思路转变的一年。无论是从国务院的顶层设计还是部委出台的文件来看,与此前相比都有了实实在在的变化。

## 政策变革时刻表

6月4日的国务院常务会议上,国务院总理李克强表示要推动特殊股权结构类创业企业在境内上市。这也是国务院常务会议首次就特殊股权结构类发声。而这一时间点正是中概股私有化进行得如火如荼之时。

另外,4月20日召开的《证券法》修订草案中,亦有4个条款专门对境外企业在境内上市作出相关规定,而此举亦被视为监管层

为境外企业境内上市所预留的“顶层设计”。

除了顶层设计之外,各部委也在酝酿政策变革。

6月19日,工信部发布了《工业和信息化部关于放开在线数据处理与交易处理业务(经营类电子商务)外资股比限制的公告》(下称“196号文”),通告称,在全国范围内放开在线数据处理与交易处理业务(经营类电子商务)的外资股比限制,外资持股比例可至100%。此举被认为VIE模式回归A股的部分障碍得以清除。

事实上,工信部的监管政策变化正好能代表监管思路的变化。

早在2014年,工信部与上海市人民政府联合发布《关于中国(上海)自由贸易试验区进一步对外开放增值电信业务的意见》,意见提出信息服务业务中的应用商店业务、存储转发类业务等两项业务,外资可独资经营;在线数据处理与交易处理业务中的经营类电子商务业务,外资股比放宽到55%,而此前外资的持股比例红线是50%

2015年1月13日,工信部再次发布了《关于在中国(上海)自由贸易试验区放开在线

数据处理与交易处理业务(经营类电子商务)外资股权比例限制的公告》,“决定在上海自贸区内试点放开在线数据处理与交易处理业务(经营类电子商务)的外资股权比例限制,外资股权比例可至100%。”

“结合之前的文件看,不难看出工信部对于外资的限制在逐步放开,从另外一个层面理解便是对于特殊股权结构的限制在逐步放开。”北京一家人民币基金的投资经理说道。商务部也在抓紧出台《外国投资法》,1月19日,商务部公布《中华人民共和国外国投资法(草案征求意见稿)》,向社会公开征求意见。

值得注意的是,草案的第十五条明确了“外国投资”的概念,其中通过合同、信托等方式控制境内企业或者持有境内企业权益,这表明VIE架构企业被列入外国投资的范畴,也意味着将被正式纳入监管。

一位环球律师事务所的律师便指出:“今年开始明显开始看出监管层主动监管的态度,从顶层设计到部委出台法规和文件,这些都是积极的变化。”

## 多层次资本市场对接

在境外市场私有化或是拆除VIE架构对于企业来说目的很直接,这便是回归国内的资本市场。

而2015年来,在监管思路变化下,国内的多层次资本市场正在打开双臂拥抱VIE架构的企业。

目前,除了新三板以外,VIE架构企业必须拆除架构才可以登陆国内的资本市场。实际上,VIE架构的拆除也让该公司变成了境内公司,而无论是IPO还是注册制都与境内的公司无差异。

但事实上,上交所和深交所也正在酝酿直接的对接,也就是之前国务院常务会议所说的支持特殊股权结构类企业在境内上市。

记者从一位投行人士处获悉,上交所战略新三板上报方案的上市规则可能会为红筹架构的企业预留回归空间。

上交所发行部周大勇也在日前表示,对于大量在美国上市的企业,特别是很多公司存在的VIE架构,相关部门针对其中的互联网企业有可能采取一些特殊的政策,把他们引入国内上市,相关部门也在研究是否可以借用自贸区的特殊地位逐渐把这些企业引入

国内上市。

另外,深交所总经理宋丽萍在6月18日也表态,深交所将研究解决特殊股权结构类创业企业制度性障碍,加快创业板改革创新,积极落实国务院的相关部署,多渠道的提升创业板的包容性和灵活性。

“目前上交所和深交所尚尚在研究层面,具体最终是否能够通过直接接纳特殊股权结构的企业尚不得知。但是监管层既然有表态,对企业就是利好。”北京地区一家大型券商投行部人士讲道。

除了上交所和深交所之外,新三板也已经完成了接纳特殊股权结构企业的工作。5月初,新三板挂牌了第一家纽交所上市公司全资子公司合全药业,其实际控制人为纽交所上市公司药明康德。(药明康德于2007年3月16日在开曼群岛设立),合全药业也是第一只没拆除红筹架构回归的企业。

其实早在2013年,证监会便表态股份有限公司申请股票在新三板挂牌,不受股东所有制性质的限制,而此次合全药业挂牌也证明了红筹架构企业目前在国内登陆资本市场的可行性。