

# 多位债券大佬落马 债市灰色利益链彻查风暴掀起

证券时报记者 张哲

种种迹象表明,高层彻查银行间市场违规交易的风暴才刚刚开始。除中信证券固定收益部执行总经理杨辉、万家基金经理邹昱以外,昨日山东某银行金融部一元老级人物也受到公安调查。随着涉案人员范围扩大,由商业银行、券商、基金等构成的银行间债券市场灰色生态链也逐渐浮现。

## 固定收益大佬相继落马

据知情人士透露,17日下午,山东某银行金融部徐姓人士被公安调查。据了解,跟之前落马的杨辉、邹昱一样,徐某也是债券市场能够呼风唤雨、人脉资源甚广的大佬级人物。徐某是该银行固定收益元老级别的人物。

同时,根据证券时报记者了解,上海公安前日也对某银行上海交易中心和某券商固定收益部进行了调查。此次案件主要涉及银行间债券的违规代持问题,属于一级半市场层面,目前上海证监局已经令辖区内券商上报各家券商债券代持情况。”业内知情人士说。此外,市场传言,上海一家中小基金公司债券基金经理被要求协助调查,而某券商固定收益部负责人此前因受贿被拘留,疑与债券代持有关。

虽然基金公司也被卷入调查漩涡,但证券时报记者从多家基金公司了解的情况显示,基金公司没有收到相关部门要求上报债券代持的通知。不过,谈及此事,很多基金公司固定收益部人士均持讳莫如深的态度。一位明星债券基金经理接受采访时也表示,等公开信息出来再说。18日是银行间交易员大会,其实债券圈子里面对此次事件议论纷纷,但敏感时期大家都不愿意公开说明情况。”一位基金固定收益人士私下表示。

## 固定收益黑幕 堪比股票“老鼠仓”

事件爆发出来后,银行间债券市场参与各方的灰色利益链也随之曝光。令大家吃惊的是,跟股票的老鼠仓相比,固定收益投资违规黑幕更胜一筹,甚至连一些股票基金经理都叹为观止。债券这块水挺深,因为能够操纵的资金量非常巨大,且又是无本生意。”某基金经理表示,仅是做代持、养券,就能够从

# 丙类户调查牵出邹昱案 基金只是利益黑幕外围

证券时报记者 李浩活

一场由丙类户引发的调查因为涉及公募被迅速放大,尽管对原万家基金经理邹昱的调查尚无定论,但银行间债券市场的黑幕注定要被揭开。有业内资深人士透露,对邹昱被调查的种种猜测,其实都是银行间的旧事。近年来多有查处,但基金鲜有涉案,因为相对于有20多万亿体量的银行间债券市场,基金规模较小,只能涉足外围。随着调查深入,或许会有更多“大鱼”落网。

## 基金公司下封口令

事实上,债券圈从去年底以来就感觉到风声很紧。一句流传很广的玩笑话是,电话一直要开着,要不还以为你被请去喝茶协助调查了。”在小圈子的聚会中,谁接受了调查”是最热的话题,据称前期广东三家大中型基金公司经调查后被证清白。万家事件后,多家基金公司更是对债券基金经理下了封口令,强调在调查诉讼情况不明时,禁止信谣传谣。

不过,业内仍推测出多个版本。一种说法认为,邹昱曾在银行供职,从事固定收益研究,有便利参与一些丙类户的灰色操作,被调查可能与此

中提取丰厚的返点。不像股票老鼠仓还得用资金去抬轿子。”

事实上,银行间债券市场的交易均是大宗交易,单笔交易涉及的资金量一般最少1000万元,有的甚至高达数十亿元。所以尽管从债券交易价格上面来看,都在正常的交易波动范围区间,但只需几十个点的利差,代持人就能够从中赚取丰厚回报。

所谓代持养券,是指投资机构以现券方式卖出债券后,跟交易对手私下签订协议,在将来某一时点以接近当初成本价重新买回该笔债券。以买回债券的期限进行划分,期限较短的称为代持,不断滚动操作、期限长达数月甚至数年的称为养券。

做这块业务的人,很多都有这种情况,在业内也是潜规则。甚至有些地方城投债也存在猫腻。例如,有些城投债价格定得很离谱,但就是有人愿意发,而且一般资质的账户都拿不到,需要到特殊指定的丙类账户处才能拿到。”一位资深债券人士表示,“不过,这些丙类账户往往只是在帮另外一些利益群体代持,从中提取酬劳。这已不是正常意义上的投资范围,涉及更高层次、更严重的经济犯罪和贿赂。”

## 基金公司内控需加强

有债券投资人士提出,基金参与债券代持,跟基金本身投资债券的弱势地位有关。根据《基金法》规定,基金参与银行间市场的资产比例不能超过基金本身管理规模的40%。一些基金经理为了博取更高的收益率,往往有代持养券的冲动。通过多轮代持不断放大杠杆,例如买入债券、找人代持后获得资金,继续买入债券找人代持,杠杆比例不断扩大,基金超额收益更高。

对此,富国固定收益部总经理饶刚表示,基金对银行间债券交易有杠杆比例限制,但交易所市场没有限制,在融资成本相当,或者交易所成本高一点的情况下都会首选交易所系统,因为更加透明、便利,风险可控。饶刚认为,基金风险除了杠杆,还有久期配置,不能单纯说杠杆越大风险越大,有时杠杆越高反而风险不大。

无论什么原因,对基金公司而言,加强对固定收益投资团队的内控控制迫在眉睫。对于基金经理违规代持养券,基金公司能否做到严密的内部监控,有基金公司表示,单纯从交易价格等来看,很难事前监控。债券交易价

格的波动区间非常小,很难从价格上判断债券基金经理做某笔交易是代持、养券,且每一笔单子均涉及不同的交易对手方。”

与此同时,银行间债券交易模式的隐蔽性,也增加了基金公司内部控制基金经理个人从事丙类账户违规交易的难度。现在市场上丙类账户有相当一部分比例的交易是通过代持等模

## 基金只是冰山一角

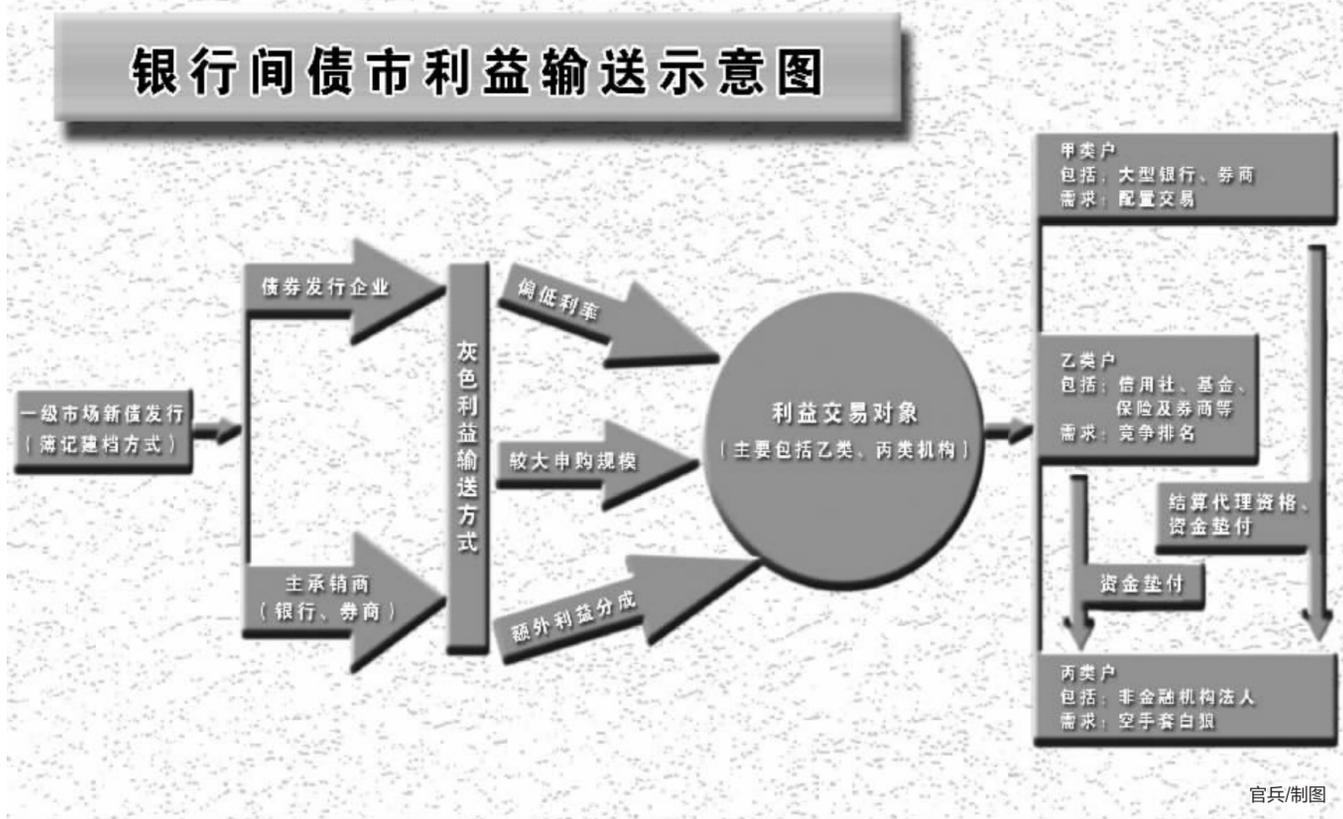
分为非金融机构法人。

2011年富滇银行曝出倒券风波前,银行可以给丙类户垫资,这使得丙类户能靠代持空手套白狼游走于一些灰色地带。不过此后央行已要求各家商业银行暂停丙类户垫资、无实际资金往来的撮合及代持,目前丙类户被调查,注册于中部省市的一家中型券商固定收益负责人也被调查,涉及回扣金额巨大。以资金量、人脉和市场资源而言,基金最多是外围,银行尤其是大行交易员才算真正的核心圈,在前几年丙类户没规范的时候,不排除其中有一些灰色地带。”一位不愿意具名的券商人

士说。

前文猜测的版本都难逃丙类户,目前银行间债券市场的投资者账户分为甲类户、乙类户和丙类户。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,丙类户则大部

编者按:种种迹象表明,高层彻查银行间市场违规交易的风暴才刚刚开始。就资金量、人脉和市场资源而言,基金最多是外围,银行尤其是大行交易员或是真正的核心圈。随着信用社、基金及部分券商频频出事,利益链条或正在由栖身丙类户向乙类户蔓延和变异。这意味着,丙类户的生存空间已所剩不多。



官兵/制图

式来进行的。交易过程和结果在常规的债券交易系统上没有体现。”

值得注意的是,对于从事银行间债券交易的同行来说,彼此对对手方的合作并非完全不知情。有些丙类账户往往是几个熟知的债券大佬共同出资设立,通过该账户盈利所得一起平分。”知情人士说。基金公司只能从内部做出事前的风险提示和警告。

## 中信证券证实 杨辉被带走调查

见习记者 杨庆婉

昨日,中信证券向证券时报记者证实,固定收益部执行总经理杨辉被警方带走配合调查,因为是个

人原因,公司尚未开展针对性自查。有传言称,监管层正全面排查债券交易违规的情况,范围涉及银行、券商、基金等各类金融机构。对此,中信证券称,并不知情。北京一家券商资产管理部负责人表示,丙类户交易的定价机制不透明,存在灰色地带,容易进行违法操作,目前只能等待新的交易制度出台。

上海一家券商的固定收益人士表示,银行间债券市场是一一对一的交易,不是通过定价系统来确定价格,100元的债可以卖99元,也可以卖101元,在价格、交易时间和税收方面的可操作空间很大。

也就是说,交易员有左右价格的权力,而丙类户不排除是从事债券投资基金经理的关联企业,这样的灰色地带容易诱发利益输送。

定价机制不透明,容易引发违规交易。”另一位北京资产管理部负责人告诉证券时报记者,不过券商资管规模远不如基金规模,而且在去年新规出台后才允许做杠杆,类似的情况很少。

上述固定收益部人士称,关于丙类户违规交易的做法业内几乎人尽皆知,但都三缄其口,目前只能等待相关新制度的出台。

记者观察 | Observation |

## 修补政策漏洞 斩断债市利益输送黑手

证券时报记者 朱凯

万家基金和中信证券的涉债业务,或因其两位主要负责人受到司法调查而受损。据了解,事件的导火索是代持、养券以及丙类户背后的利益输送。

## 丙类户变身

关于事件本身,多位市场人士表示,代持或养券更多是一种“公对公业务”,充其量是属于监管的灰色地带,在发达国家也普遍存在。与丙类户现象比起来,根本算不上什么。

实际上,常常冠以“某某投资咨询公司”的丙类户背后,始终与银行机构有着千丝万缕的联系。所谓丙类户,指的是没有资格直接参与银行间债券市场的非金融机构法人,具有“寄生虫”性质,利益的归属在于个人。

为此,央行、银监会等部门近几年不断加强管理,2011年发文要求各商业银行暂停丙类户垫资以及无实际资金往来的撮合、代持等。

丙类户“空手套白狼”的策略,就是利用银行的过桥资金,再完成套利以及事后的利润分成。当然,在债券发行人及承销机构高管之间,往往“渊源”很深。

去年初,上海地区一家咨询投资公司负责人私下曾表示,只要能提供新债额度,上海弄不到钱,可以去北京找。但经过近年来的大力整治,丙类户事实上已在逐渐消亡。

随着信用社、基金及部分券商(皆为乙类户)频频出事,利益链条或正在向乙类户蔓延和变异。这意味着,丙类户的生存空间已所剩不多。

相关人士表示,此次大动作后,接下来应该会直指丙类户背后的真正受益者,他们既缺少合规约束,又是利益输送的最主要来源。从现实来看,隐身

于乙类甚至甲类机构之中的丙类大佬们,其噩梦或已来临。

## 债市割裂的并发症

这些债市涉案的共同点,在于均发生在银行间债券市场。而同样有着新债发行和交易的深沪证券交易所,对此似有天然的免疫力。

实际上,这两个市场监管的人为割裂,既是造成我国债券市场“银行间强、交易所弱”的原因之一,也令债市的利益输送有了温床。后者的症结在于银行间债券的交易对手是可知的,人脉在交易中起到重要作用。

与此相关,债券一级发行中的积弊也为偷油者留下了空间。无一例外,迄今发生过的所有涉债案例,其主战场均为采用簿记建档方式发行的企业债、中票和短融等。而对于采用公开招标方式发行的国债以及政策性金融债等,利益输送根本无法实现。

据资深债券投资人士介绍,簿记建档的主导权在于主承销商,给谁多少以及按照多少利率给,都可由一人说了算。在此背景下,除关系深厚者可从中获利外,商业银行也乐于为此提供灰色资金。市场割裂及发行监管方式的漏洞,使债券市场舞弊案屡禁不止。

此外,两个市场中发行债券的规模也相差悬殊,并导致资金更多涌入银行间市场。现阶段来看,交易所的集中竞价交易方式虽然相对公平,但成交量却难以满足债券的“批发”需求。作为对债市违规整顿行动的配套措施,两个市场应尽快打通,完善相关游戏规则,从改良“土壤”着手去解决问题。

分析人士指出,从国际市场的经验来看,应加强债券发行主体的信息公开程度,同时在交易所市场增大债券融资规模及完善交易规则,“否则,这类风暴只会令市场惶恐不安。”