

从通道到收购 期货公司如何成为城投融资 中介的工具

“债圈隐形大哥”余雷是怎样将期货公司变成弱质城投的通道的

期货公司及其子公司私募资产管理业务规模当前虽只有 3000 多亿元，与公募基金、私募基金乃至证券公司资管规模难以相提并论，但超过六成为固收产品，其中不少牵涉弱资质城投结构化融资，不乏个人以此牟取暴利，已引发多方关注，近期报道的“债圈隐形大哥”余雷已成为典型案例。

不过，近九个月来，他所公开任职的中原期货未再新发城债类资管产品。

“余雷很害怕曝光。”业内人士分析称，“一方面现在是对结构化的监管越来越严，通道越来越少了，机构不太敢玩了；另一方面，根据监管要求，期货公司的资管产品备案门槛也提高了。”

据了解，2022 年 6 月中国基金业协会（下称“中基协”）加强了产品备案监管，其中要求备案新产品时须明确产品运行期间是否涉及城投债融资，如果涉及，需要说明是否涉及结构化发行。

一位券商固收信评人士表示，近两年一些中小期货公司资管业务出现异化，沦为城投债结构化通道，规模狂飙。监管 2023 年初曾摸底期货资管的债券类产品，发现很多城投类产品，是通过期货资管向一些散户募资，直接买了城投。因为投资门槛更低，又主打“城投信仰”，一些期货公司的城投债产品通过第三方财富渠道甚至微信公众号直接向个人投资者兜售，出现一定风险外溢。因此，监管一度叫停了相关产品备案，要求压降涉众产品数量，并加强了新产品的备案监管。

I. 起步中原期货

余雷为 80 后，本硕皆就读于上海财经大学，2009 年毕业之后先于国泰君安期货部门工作，后跳槽至中原期货上海分公司至今。中原期货官网于 5 月公示的资管业务债券投资交易相关人员信息显示，余雷是该公司资管部的四位债券投资经理之一，属于投资决策人员。

多位债券私募人士表示，2021 年中原期货有意扩大资管规模时，余雷就在市场间游走，寻找结构合作拉客户。

“明面上他在中原期货还有职位，但这几年的业务范围早就不限于中原期货，而是利用在行业中的资源做结构化，以弱质城投为主，圈内已经做出了‘名气’。”接近余雷的人士称，他首先是通过期货资管

通道为多个“网红”地区的城投发行人结构化融资，后又扩展到其他期货公司 and 市场机构。

据知情人士介绍，余雷早前通过自己控制的私募机构发资管产品，除了用中原期货做通道，后期也拉其他机构下水，每只产品规模不大，稍微大的可能两、三亿元，一般一个产品两三千万元都能发。期限从短期到中长期都有，最短的有一个月，最长的期限有两年。“都是做成标准化产品，很多是面向给个人客户。”

在余雷操控的真假私募公司里，有一部分从业者也来自中原期货，“基本上都是熟人，都是80后，那些通道的合作机构里也都是自己人。”知情人士说。

据了解，余雷涉及结构化的资金是从做委外起家的，从2018年、2019年开始涉足结构化发债至今，几年时间个人财富迅速累积逾10亿元。

“早几年通过从银行那边拿钱放杠杆去做。后来民企结构化发债爆雷、银行的委外资金撤退，余雷们的资金来源除了正常通过银行间市场做回购，一个重要的渠道变成了发行期货资管产品，直接向个人募资。”

除了利用中原期货的平台，余雷在外有更赚钱的“私活”。首先就是和其他期货公司也有合作，如华创期货、金石期货等开辟更多的通道；其次也隐秘地通过私募马甲构建了一个更庞大而隐秘的“结构化+返

费”的城投发债体系。从产品名称看，不少均具有典型的地域特征。

据中原期货大股东中原证券财报显示，中原期货至 2022 年末存续资管计划共 45 只，管理规模期末净值为 40.50 亿元，是 2020 年末的 2 倍。据梳理，2020 年，中原期货资管仅成立 1 只新基金，2021 年和 2022 年各成立了 25 只基金，绝大多数为债券型基金，半数以上产品为“城债”类产品，从名称看又以存在大量债市“网红”主体的山东区域为主，如潍坊等地。

华创期货的城债系列资管产品比中原期货晚一年爆发——自 2022 年 1 月 25 日到当年上半年，突然发了 13 只城债系列集合资管产品，从名称看，地域主要覆盖四川、贵州、山东等。而在 2022 年之前，华创期货备案的所有集合资管产品都没有城投特征，在 2018 年只有 3 只集合计划产品，2019 年为零，2020 年仅有一只。

在这些产品的性质看，期货公司不过是提供了通道，收取千一到千三的手续费。相比私募基金，期货资管产品做结构化最大的优势就是募资门槛低，认购门槛 30 万元即可起步，“相比于私募、信托等均需要 100 万元起步，期货资管的募资难度相对较小。”前述信评人士表示。

II. 期货公司成通道

2015年4月，在央行和证监会的协调下，期货公司及其资管产品可进入银行间债券市场，可以组建债券自营投资团队和资管产品债券投资团队。这也是放进银行间债市的最后一类资管计划。

受访的北京债券私募人士提到，受限于现有规则，除头部债券私募外，大部分私募基金不能在银行间直接开户、进行现券交易，需要走通道，“之前大部分走信托通道，因为信托服务做得好，但规模不能太小，一般有最低费用要求，比如最少一年20万元的费用。这两年有不少私募也用起了期货资管的通道”。

2020年11月，河南省国有大型煤炭企业永煤集团突发违约，曝出海通证券给国企、城投违规结构化发行。2021年1月，被诟病已久的违规“结构化发行”迎来第一个罚单——针对永煤集团违约曝出的违规结构化发债，相关发行人在发行环节购买自己的债券、同时协助相关发行人交易自己发行的债券，破坏了市场发行秩序，交易商协会发布公告，对海通证券及其子公司包括海通期货、海通资管、东海基金予以警告，责令其行全面深入的整改。

从那时起，券商、基金子公司等开始自查，压降结构化发债的规模，“券商、基金不敢给别人提供通道开展结构化业务了。这给了期货公司契机。”有债市人士认为，“结构化业务不是想压降就能压降，都

要嵌套一起做,也不是那么好处置,但可以分散开放到其他机构开户。从时间线上看,期货资管的城投债集合产品异军突起、密集发行正是自 2021 年。

来自中国期货业协会的数据显示,截至 2022 年 12 月末,共有 129 家期货公司可以开展资产管理业务,正常运作的资产管理计划共 2035 只,净资产规模 3148.83 亿元,规模相比 2020 年末增加了约 968 亿元,盘子扩大了逾四成。从产品类别来看,其中规模最高的是固定收益类产品(618 只,规模 2021.86 亿元),占比 64.2%。

从整个期货资管存续产品管理方式结构来看,外部投顾类规模逾千亿元,占比超过 30%。

中基协官网显示,中原期货、华创期货、民生期货、海航期货、金石期货等,同期都备案有不少带有地域特色“城债”字样的集合资产管理计划。从区域特征看,不乏网红地区的弱质城投。“如果穿透查投资者和持有的债券发行人,就会发现大多是结构化发债。”有业内人士说。

“因为大多数期货资管都不大具备主动管理能力,除了头部的几家,后面的这两年都有做结构化业务。”一位原期货公司人士表示,一般期货公司有国企外衣,第三方代销平台更认这个身份,“纯债类的都

不愁卖，通道费用也比之前基金专户、券商资管便宜。”

因为投资门槛更低，又主打“城投信仰”，一些期货公司对应的资管产品通过第三方财富渠道甚至微信公众号向个人投资者兜售，出现了一定风险外溢。此前在多个销售渠道看到了期货公司的多只集合资产管理计划，管理人为期货公司，产品要素包括 30 万元起、年化收益率 7.5%-8.0%、投资于城投平台发行的债券等，其中一些内容已经超出了这些产品在中基协官网的备案信息。事后有关公司曾声明这些产品并非来自该机构，又很难解释为何这些产品的说明书上明明写着机构的名称。其时他们的难言之隐是：他们没有操盘这些结构化城投债的能力，期货公司只是提供了通道，背后另有其人。

业内人士透露，2021 年，有结构化大户私募找了中原期货做通道；由于集中度限制的原因，次年这些城投债又落地到了华创期货等机构。公开信息显示，2018 年，另一结构化大户映雪投资通过信托、期货等通道持有“18 西王 CP001”和“18 西王 CP002”这两只债券约 2.5 亿元。

另一位债券私募基金人士说：“一些私募基金、券商资管或期货资管产品向个人投资者募资，然后去包一只单券，就成了所谓的非标转标，实际风险向散户传导。给客户的收益在 7%左右，自己的综收可能达到百分之十几，但难免涉及地方平台腐败等灰色地带。”

2022年10月中旬后，也就是在余雷牵涉湘潭城投腐败案后，情况有所变化，中原期货未再有债券资管产品备案，仅2023年6月15日备案的一只“中原期货信合1号集合资产管理计划”，是商品及金融衍生品类产品。

III. 隐蔽入股金石期货

有知情人士表示，早期余雷用得比较多的平台是中原期货，“后来就不太用了。去年他悄悄入股了金石期货，估计如果不是出了最近的一系列意外，原本计划后面要用金石期货的通道去搞事情。”

金石期货成立于1995年，注册地在新疆，大股东穿透后是新疆建设兵团国资委。金石期货规模较小，2022年在150家期货公司5类11个级别评价中被评为B类BB级。2022年，金石期货净利润659.88万元，同比下降52.97%。

金石期货高管变动信息显示，在2023年1月9日至1月30日变更了7位高管人员，新进入的高管包括监事会主席王和芹、独立董事陈猛和王凯、董事陈祥兴和谢振宇、监事张荣涛、独立董事、分支机构负责人严石。而严石是上海寰财的原实控人，2023年2月任职金石期货深圳分公司负责人。有知情人士称，前述多位人士均为余雷安排

入职。

余雷通过他人介入金石期货更早。来自国家企业信用信息公示系统的信息显示，2022年6月，金石期货12个小股东集体将股份进行了转让，这12个股东中10个都是自然人，他们持有的股份被转让给了6家PE或咨询公司——湖州弘发股权投资合伙企业（有限合伙）（下称“湖州弘发”）、青岛君嘉企业管理咨询有限公司、江苏予菊企业管理咨询有限公司、盐城安静企业管理中心（有限合伙）、青岛双建企业管理咨询有限公司及上海恒词企业咨询管理合伙企业（有限合伙）。

这6家PE接盘股份都卡在5%以下，似乎有意规避期货公司主要股东“红线”。

根据《期货公司监督管理办法》持有期货公司5%以上股权的为期货公司主要股东。主要股东资质要求严格，需要满足实收资本和净资产均不低于1亿元、或有负债低于净资产的50%、持续经营3个以上完整的会计年度且最近3个会计年度连续盈利、主营业务性质与期货公司具有相关性等条件。该《办法》还明确，期货公司拟入股股东不得存在损害期货公司其他股东或者客户的合法权益以及通过隐瞒等方式规避期货公司股东资格审批或者监管的情况。

在接盘者中,湖州弘发接盘股份最多,持股金石期货股权比例 4.95%,认缴出资额 1188 万元。这家公司可以间接找到余雷与其合伙人的身影。湖州弘发成立于 2021 年 8 月,出资额 1000 万元,最初的执行事务合伙人是上海夸尼私募基金管理有限公司(下称“上海夸尼”),成立于 2016 年,注册资本 1000 万元。该公司的实控人是金早洁,后者通过其实际控制的上海岁星咨询管理合伙企业持有上海夸尼 90%的股权。2022 年 11 月,湖州弘发接盘金石期货股份 5 个月,金早洁和上海夸尼退出,自然人侯文英和其控股的公司接盘,侯文英成为新的执行事务合伙人。

据知情人士称,金早洁是余雷的一位长期合作伙伴,目前也是余雷系的主要平台中宁隆道的监事。据了解,金早洁在余雷控制的公司体系里负责财务。在 2023 年 4 月得知余雷被带走的消息后,她连夜离境到了新加坡。一个月后听说余雷出来了,也随即回国。不过,近期一些迹象显示余雷目前仍失联。7 月 9 日拨打余雷个人手机,显示无法接通。

余雷、金早洁的名字共同出现在一家合伙企业温州柯创投资合伙企业中。企查查显示,该公司成立于 2018 年 5 月,注册资本 3366 万元。余雷和金早洁都是自然人小股东,分别持股 5.9418%、3.4165%。这家公司的第一大股东是成立于 2020 年 8 月的平阳芮正股权投资合伙企业(下称“平阳芮正”),其第一大股东为金早洁,持股 18.6898%。

据了解，金早洁名下关联企业众多，绝大部分为咨询类公司，且多数已注销。在城投结构化融资中，咨询服务类公司一直以来的作用，是以咨询中介之名，行收“返费”之实。近两年城投反腐追缴“返费”后，逐渐有大批此类壳公司注销，遁地逃跑。2021年5月，江苏省就曾发布《关于规范融资平台公司投融资行为的指导意见》，明确提出融资平台公司要加强融资成本管控，禁止以咨询费、顾问服务费等名目，违规向第三方支付各类居间费用。

与此前的操作套路类似，中基协官网显示，在2022年6月新股东进入之后，当年9月金石期货开始密集发行资管计划产品，到今年4月已发行18只资管产品，其中多个名字带有“银政”字样的城债系列集合资管。而在此前，金石期货2017年、2018年只分别发行一个、两个非城债的资管计划。行业对比来看，龙头期货公司永安期货2022年至今仅备案6只资管产品，固收类2只，其余为商品及金融衍生品类。