厂长的话

年化10%+的固定“高收益”，外加银行100%无条件承兑的“低风险”，这几年来，票据产品混得是风生水起，其宝座顶端的票据私募，更是许多上市公司所极力追捧的“理财神器”。然而，自去年开始到现在，从中精国投的18亿、良卓的19亿再到近来上海华领的35亿，“票据神话”爆雷不断，兵败如山倒——所以说，这世上哪有什么稳赚不赔的买卖，无非是有心之人精心包装的又一戏码。

35亿票据私募爆雷

市面上有很多理财产品，为了便于融资、揽金，三十六计可谓无所不用其极。

在此之中，“有本事的”无中生有，然后金蝉脱壳；“没本事的”只能浑水摸鱼，偷梁换柱。

9月中旬，据相关媒体报道，上海华领资管总规模35亿的票据私募基金出现了无法兑付的问题。

厂长看了下，其问题产品共有31只之多，全部集中在两个系列的票据基金上。其中，“华领泽银稳健系列票据分级私募基金”有21只，而“华领定制系列银行承兑汇票分级私募基金”有10只，由华领资管直销，恒泰证券作托管人。

从具体的产品信息来看，这些票据产品收益较高，风控措施却乏善可陈。

以泽银系列的1X号产品为例，该产品的业绩比较基准（预期年化）按投资额及期限从7.5%到10.8%不等，远超银行贴现的5%的最高上限。

在项目亮点上，华领还耍了个“偷梁换柱”的小机灵。这个主要投资于“银行承兑汇票及票据收益权”的私募产品，却只单方面强调了“银行承兑汇票的无条件兑付”，而“票据收益权”的风控被有意忽略了。

【华领泽银-稳健[illegible]号票据分级私募基金】：
规模：长期发行
期限：3\6\9\12\18个月
预期年化收益：3个月：100万≤X＜300万 7.5%；300万≤X＜600万 7.8%；600万≤X＜1000万 8.0%；1000万≤X 8.3%
6个月：100万≤X＜300万 8.5%；300万≤X＜600万 8.8%；600万≤X＜1000万 9.0%；1000万≤X 9.3%
9个月：100万≤X＜300万 9%；300万≤X＜600万 9.3%；600万≤X＜1000万 9.5%；1000万≤X 9.8%
12个月：100万≤X＜300万 9.5%；300万≤X＜600万 9.8%；600万≤X＜1000万 10.0%；1000万≤X 10.3%
18个月：100万≤X＜300万 10%；300万≤X＜600万 10.3%；600万≤X＜1000万 10.5%；1000万≤X 10.8%（到期付息）
【资金用途】：
主要投资于银行承兑汇票等票据的收益权或票据收益权金融产品。
【还款来源】：
项目投资收益。
【风控措施】：
结构化设计：优先劣后4:1劣后资金提供25%的安全垫保障优先级投资者预期收益实现。
【项目亮点】：
1)结构化设计：优先劣后4:1劣后资金提供25%的安全垫保障优先级投资者预期收益实现；
2)本基金及基金管理人经中国基金业协会登记备案并公示，合法合规；
3)本基金投资于银行承兑汇票及票据收益权，银行承兑汇票由银行承诺到期无条件兑付（类现金资产），投资者本金安全有保障；
4)知名券商托管，基金运作全程监管，专款专用；
5)国内顶级律所锦天城为本基金出具法律意见书，第三方监督、公开透明；
华领资产作为优秀基金管理人，在16年已荣获成为基金业协会会员单位，并获得中国智慧金融卓越机构等多个殊项荣誉。

至于“银行兜底”的产品为何展期？厂长从不同渠道先后获取了两种说法。

早些时候，据21财经报道，华领将锅甩给了资管新规和托管方，称“受资管新规影响，产品托管方恒泰证券停止执行华领公司兑付划款的指令”。。。这样的说辞也算“别具一格”，要知道托管方按照资产管理人要求，及时办理清算、交割事宜乃是无可动摇的“基本法”，这件事很快也遭到了恒泰方面的否认。

相比之下，第二种讲法应该更为可信——“由于经济环境恶化，票据流通周转效率下降，导致票据收益严重下降，交易对手违约，资金无法回笼，导致产品亏损无法兑付。”

说白了，其实华领做的并不是它极力标榜的银票，而是某交易对手的“商票收益权”。它是以票据标的企业所持有的票据作为依据，来向它的交易对手放款，本质上和承兴国际的供应链金融如出一辙，都是投资市场上最为头疼脑热的债权违约问题。

而就厂长获悉的最新情报，华领方面的兑付方案尚不明确，只知道在九月时，华领方面组织召开了一次投资者见面会，表述了下近期票据市场的“不容易”，并称自己“有能力、有信心应付和化解风险”。

惊雷度现的票据理财

从天眼查可见，这家私募成立于2013年，注册及实缴资本为1个亿，是华领集团旗下的私募基金。其实这家企业早年还捞过不少奖，只是时过境迁，当年的“领军人物”也是官司缠身、麻烦不断，光是“证券投资基金交易纠纷”就被起诉了17起：

法律诉讼 警示信息

该公司 曾因证券投资基金交易纠纷而被他人或公司起诉（17）

该公司 曾因合伙协议纠纷而起诉他人或公司（9）

该公司 曾因合伙协议纠纷而被他人或公司起诉（2）

该公司 曾因合同纠纷而起诉他人或公司（1）

该公司 曾因证券投资基金交易纠纷而起诉他人或公司（1）

该公司 曾因委托理财合同纠纷而被他人或公司起诉（1）

结合中基协的信息，该私募于15年完成私募管理人的备案，机构类型为其他类。值得一提的是，该私募近年来曾两度受到上海证监局的处罚措施，一次是去年年底的“警示函”，还有就是本月初“责令改正”的行政监管措施。

机构诚信信息:	行政监管措施 该机构于2019年9月3日被上海证监局采取责令改正的行政监管措施。 该机构于2018年12月24日被上海证监局采取出具警示函的行政监管措施。		
机构信息			
基金管理人全称(中文):	上海华领资产管理有限公司 投诉		
基金管理人全称(英文):	Shanghai Hualing Assets Co.,Ltd		
登记编号:	P1007578		
组织机构代码:	07647319-7		
登记时间:	2015-01-29	成立时间:	2013-08-27
注册地址:	上海市崇明县崇明县北沿公路2099号2幢305-10		
办公地址:	上海市浦东新区浦东新区花园石桥路66号23楼		
注册资本(万元)(人民币):	10,000	实缴资本(万元)(人民币):	10,000
企业性质:	内资企业	注册资本实缴比例:	100%
机构类型:	其他私募投资基金管理人	业务类型:	
全职员工人数:	11	取得基金从业人数:	8

而从备案产品的性质来看，这家私募对票据可谓“情有独钟”，60多只产品有一半是票据私募。。。如今看来，当初这些无往不利的融资神器，都已成为了上海华领的催命符。

当然，厂长有一说一，华领虽然在宣传细节上搞了些文字游戏，模糊了产品的真正风险，但产品本身（明面上）还是在票据资产上的折腾。。。相比之下，其他爆雷的票据私募就仅仅只是“借名造势”，干的却是自融、甚至是炒股的勾当。

比如出事一年，最近才立案的“头号私募叛徒”——中精国投，它当初打的也是银

行票据的幌子。

厂长这里帮大家稍稍回顾一下。去年6月7日，中精国投的9只票据私募产品无法对付本息，涉及金额共有18亿，据说某机构一家就投了近8亿。

而从产品信息来看，该产品的半年利息为8.3%，1年是9.3%，主要投资于“深圳市鑫程商业保理有限公司持有的特定资产（附带票据质押的应收账款债券等）的收益权”。。。最后证实是外滩控股搞个私募的壳，来给自己自融，这钱压根没和票据搭上关系，而是被拿去炒股了。

与之情况类似的，还有年初发生的良卓大案。

今年3月18日-19日，四家上市公司上海洗霸、四方达、中原内配和康力电梯“联名控诉”，称自家投资的良卓私募因“管理人涉嫌违规”而出现重大违规风险。。。由此，良卓近19亿的票据大雷也随之公布于世。

中原内配集团股份有限公司

关于使用闲置自有资金进行投资理财的进展公告

本公司及董事会全体成员保证公告内容真实、准确、完整，没有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

重要风险提示：

私募基金名称：良卓资产银通 2 号票据投资私募基金、良卓资产稳健致远票据投资私募基金。

私募基金管理人：上海良卓资产管理有限公司

现持有金额：公司自有资金 11,000 万元人民币

特别事项：基金管理人涉嫌违规情形，基金产品存在重大违约风险，可能导致公司相关投资资金不能如期、足额收回，公司将依据企业会计准则及理财本息预计回收情况计提资产减值准备。

和上海华领的情况相似，票据私募也是良卓发行最多的产品。而此次具体涉及到的私募产品共有8只，均为票据投资基金。以“稳银系列”为例，该产品收益按期限、金额从7%-9.5%不等，主要投资于“银行承兑汇票、票据收益权及银行存款”。

产品名称	良卓资产稳银10号票据投资私募基金		
产品类型	契约型基金		
基金管理人	上海良卓资产管理有限公司（管理人登记编码：P1007432）		
基金托管人	上海银行股份有限公司（股票代码601229.上交所）		
投资方式	本基金主要投资于银行承兑汇票及该等票据的收益权、银行存款（包括银行活期存款、银行定期存款和协议存款等各类存款）		
投资收益	期限	申购金额（元）	收益
	3个月	100万-290万	7%
		300万以上	7.5%
	6个月	100万-290万	8%
		300万以上	8.5%
	12个月	100万-290万	9%
		300万以上	9.5%
收益分配	到期兑付投资本金，分配投资收益		
信息披露	会计师事务所定期监督，管理人定期披露基金资产运用情况		

根据内部人员的反馈，这只“低风险”的票据产品是被“挪用”了。。。讲得官方一点，就是“基金管理人过度追求盈利，致使部分资金的实际投向和募集用途发生了越权偏差”。

各位良卓票据基金的投资人，大家好！

周末管理人的突发事件，我们很震惊，同时也很愤怒。我们低风险的票据基金财产被挪用，目前来看财产已经受到了很大的侵犯，我们投资人表示义愤填膺！但难受之余，目前更迫切的是找到一个可行的解决方法，最大程度降低我们的损失。其一，冻结目前管理人的资产处置权利；其二，尽可能将管理人权属清晰的有效资产纳入基金财产；其三，管理人得到公正的相应的法律制裁。但是上述这些计划，都离不开我们投资人的冷静和配合。在此，我们呼吁大家给予我们所有人争取损失最小化的时间和空间，我们的目标从来都是一致的：尽可能多的拿回投资款。

实际上，良卓的这则违约解释很有典型意义——基金管理人为何要冒着风险去挪用资金、“另谋出路”？（自融跑路的不算）其实很简单，因为作为安全资产的票据

，其本身很难达到私募所承诺的预期收益。

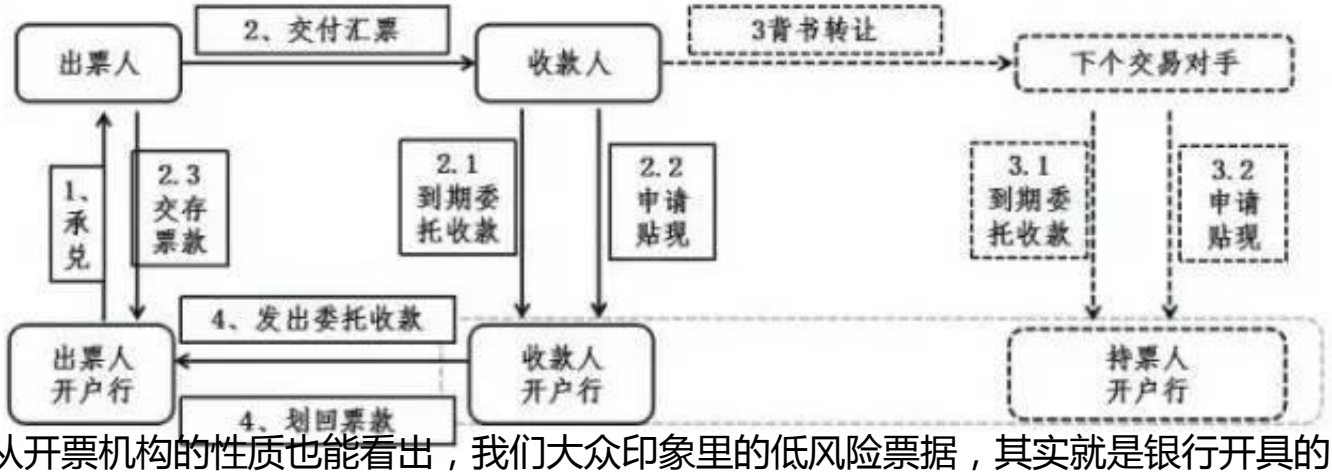
还是以良卓为例，它被爆出的几只票据产品，收益最低也有7、8个点，然而与此同期的小型农商行到期的汇票收益也不过3.5%。。。票据私募想要做出收益，可能要配合贴现、套利等其他手段，而相关的投资风险，也就随着此间流动孕育而生。

“低风险”的猫腻

在讲清期间利害之前，厂长还得和大家讲下票据的概念。

票据，相当于有明确期限的应收账款，同样是“寅吃卯粮”的一种凭证。具体说来，它（这里特指汇票）还分为“银票”和“商票”两类。

银票是企业交付保证金、或拿资产抵押，由银行所开具而来的凭证，这东西才是银行100%承兑的；而商票则是商业公司开具的凭证，最终承兑的也是这家商业公司本身，银行一般不承担责任。当然，某些公司会请银行帮忙做保证兑付，也能起到和银票一样的承兑效果。



从开票机构的性质也能看出，我们大众印象里的低风险票据，其实就是银行开具的银票，因为银行是很难赖账或者破产的（小银行除外）。

与之相比，商票倚重的就是自身的商业信用，这需要相关私募、三方去核实企业真实的资信和承兑能力。对于实力雄厚的大企业来讲，它们家的商票信誉甚至还要高于一般的农商行。反之，中小企业的风险就很大了，一旦它们的资金链断裂，其承兑的商票就会变成一文不值的空头支票。

不过万事也无绝对。比如承兴国际一案，它就是用京东的“假票据”晃了诺亚的眼。。。这就要牵扯到票据风险的另一层面——“操作风险和道德风险”。某些看似靠谱的大企业票据，也会存在“伪造、克隆、掉包”的可能。而据厂长所知，市面

上专门有种“票据中间商”的存在，来为企业“包装”、“装饰”它们的票据。

说完票据本身，再来说说票据的盈利模式。

厂长首先强调一点，现在市面上的票据私募，做的都是华领这样的“票据收益权”。

所谓票据收益权，就是拥有票据收益的权利，包括了票据贴现、出售等其他衍生带来的流水进账。

通常来讲，除了到期拿承兑收益，票据的盈利套路还有套利、质押、换票、委托贸易融资等等，这其中最常见的便是票据套利。

票据套利很简单，就是向银行贴现自己的票据，然后投向于固收利率更高的理财产品。只要两者利率存在倒挂，那么就能从中倒腾收益。这种“融资”的成本要比一般借贷要低，也更为方便。

当然，和其他资产的套利方法一样，票据也一套“空转套利”的玩法，具体就是票据贴现——A银行质押开承兑汇票——到B银行贴现。。。在多次操作中反复赚取固收和贴现之间的利差，这样的作法可以把年化收益做到15%——不过近年来监管严打，相关作法也收敛了不少。

但不管怎么说，这类产品就只有相关票据的收益权，而没有所有权，极为依赖所有权人自己的“本事”。而结合近年来整个资本市场的动荡起伏，出现无利可图，甚至血本无归的情况也并不少见。

对于此类票据产品，大家要格外留心以下几点（如果非要买的话）：

首先，看收益。

收益总是相伴着风险。目前的票据市场行情，8个点以下还能指望下，10个点就是在刀尖起舞了。

其次，看期限。

期限较短的票据收益权产品，可能会出现票据期限长于产品期限的情况，也就是“短借长投”。一旦出现这样的现象，多半还会伴有借新还旧的资产池风险。

第三，看风控。

不能被银行100%承兑的字眼糊弄过去，基本的连带担保和回购协议最好要有。对于前者，可以是出票、持票人的实控人，股东，国企、上市公司。。。至于后者，最好是有实力的第三方，以“保证”收益兑付。

讲到最后，厂长还要提醒大家一点，现在其他类私募的备案要求变得愈发严格，对于“票据收益权”来讲，协会要求“该类基金要在证券交易所进行挂牌”。。。而考虑到挂牌的天之难度，恐怕以后的票据收益权产品，“只会”以银行、券商这种金融机构的ABS为主，私募可能要无法备案了。大家以后遇到此类产品，可以去“资产证券分析网”上按图索骥，以辨真伪。