

[mini+](#) [博客](#) [周刊](#) [图片](#) [视频](#) [数据](#) [English](#)[首页](#) [经济](#) [金融](#) [公司](#) [政经](#) [世界](#) [观点](#)[更多](#) | [科技](#) | [地产](#) | [汽车](#) | [消费](#) | [能源](#) | [健康](#) | [环科](#) | [民生](#) | [ESG](#) | [数字说](#) | [比较](#) | [中国改革](#) | [专题](#) | [讣闻](#)

请输入要搜索的信息

财新网微信

[订阅](#)
[电邮](#)

金融我闻 >正文

因从事与私募基金无关业务 结构化发债首创者暖流、蓝石收警示函

2026年01月08日 07:27

简 繁 听报道

AI猜你想问

两家私募基金首创的所谓“资管投行化”模式，即作为资产管理人的私募基金在没有投行牌照的情况下兼营类投行业务，在2018年即被曝光



图：视觉中国

英文报道

CSRC Warns Two PE Firms in Bond Market Enforcement Push

相关报道

【财新周刊】结构化发债揭盖子 | 特稿精选

【财新周刊】新沃通道连环套

涉结构化发债和代持 交易商协会对三家信托公司作出自律处分

余雷案余波 涉违规结构化发债多家私募基金被处分之后

神秘百亿结构化发债巨头浮出水面 处罚如何真正落实

城投结构化发债本金遭私募败光 数亿国有资产如何追回

【金融我闻/张宇哲、王娟娟】在业内首创结构化发债模式的昔日头部**债券私募基金——蓝石资产管理有限公司**（下称“蓝石”）、**天津暖流企业管理咨询股份有限公司**（下称“暖流”），在时隔多年后，收到了证监会的监管警示函。

2026年1月5日，天津证监局接连发布两份警示函称，经查实，蓝石和暖流在从事私募基金业务活动中，存在从事与私募基金管理无关业务的情形，违反了《**私募投资基金监督管理暂行办法**》第四条第一款的规定。

具体而言，该条款规定“私募基金管理人应当遵循专业化运营原则，主营业务清晰，不得兼营与私募基金管理无关或存在利益冲突的其他业务”。

根据《私募投资基金监督管理暂行办法》第三十三条的规定，天津证监局决定对两家公司采取出具警示函的监督管理措施，记入证券期货市场诚信档案，并要求其“认真吸取教训，加强相关法律法规学习，提高规范运作意识，杜绝此类违规行为再次发生”。

财新了解到，自2019年起，中国证券投资基金业协会已陆续不再给蓝石和暖流备案新的私募资管产品。

此前，因在私募基金业务活动中存在多项违规行为，2024年12月天津证监局对暖流出具过警示函，具体问题包括未按基金合同及时向投资者披露基金定期报告、

财新数据通

被报道企业 被报道人物

中信出版集团股份有限公司

中信出版集团

法定代表人: 陈炜

5小时前被财新报道

彭凯平: 你的自我不只是你自己，它就在你周

围 | 荐书

财新网微信



中国远洋海运集团有限公司

中国远洋海

法定代表人: 万敏

2026/02/18 被财新报道过

航运大并购：德国集装箱巨头赫伯罗特42亿美元收购以星航运

阿里云计算有限公司



法定代表人: 郑俊芳

2026/02/17 被财新报道过

字节跳动AI应用豆包密植入春晚 红包互动

电邮

亿次 | AI狂飙

查看更多

编辑推荐



阿根廷劳工改革引爆万人示威 警民混战20人被捕



显影 | 百年广州站开启全高铁时代

金融 | 因助贷业务不规范 六大出行平台被约谈

政经 | 司机醉酒后激活辅助驾驶能否脱责？

世界 | 特朗普正式废除气候危害认定以降车价

消费 | 外卖战致美团股价折损过半 亏损超230亿

封面报道 | 贵金属狂潮

财新网主编精选版电邮

样例

财新网新闻版电邮全新升级！财新网主编精心编写，每个工作日定时投递，篇篇重磅，可信可引。

请输入您的邮箱地址

订阅

财新名家

胡一帆: 在贸易谈判逐渐推进下谨慎前行

罗志恒: 特朗普“对等关税2.0”的变化与影响

顾文军: 半导体要不要反内卷

视频



未及时填报并更新管理人及从业人员信息、未按时向基金业协会报送审计的2023年度财务报告，以及未妥善保存基金投资决策记录。

1. 失联的实控人

在对暖流出具警示函的同时，天津证监局还对时任暖流总经理程鹏出具警示函，因其对公司违规行为负有责任，违反了《私募投资基金监督管理暂行办法》第四条第二款的相关规定。截至目前，蓝石和暖流的核心高管，有的失联被带走，有的被限制高消费。企查查显示，暖流及其法定代表人自2024年12月起被限制高消费。

据财新独家获悉，蓝石的实控人饶美秀已于2024年10月起失联。从当年11月截至财新发稿前，饶美秀的微信无人回应、电话无法接通。

2024年1月，蓝石的关联公司、另一家债券私募基金[蓝石致远投资有限公司](#)（下称“蓝石致远”）被中国证券投资基金业协会注销私募基金资格，注销时已清算17只基金产品。另外企查查显示，成立于2014年2月的[北京盈昱丰泽企业管理公司](#)于2024年8月注销；该公司由饶美秀全资持股。据业内人士透露，这家公司是给蓝石收返费的。

企查查显示，饶美秀在前述蓝石的两家关联公司均持股80%。饶美秀曾任中金战略研究部分析员，也有一定的家庭背景。蓝石的另一位主要股东朵元此前已基本把股权转让给了饶美秀，其个人也处于长期失联中，业内认为“他早就躲起来了。”

蓝石成立于2012年，是饶美秀从[中金公司](#)出来联合几个老股东所创立，朵元后来接手几位老股东的股权，成为饶美秀的合伙人。在蓝石的鼎盛时期，交易员出身的朵元负责投资，饶美秀负责募资，客户关系基本来自饶美秀。比如蓝石很早就拿了[工行](#)委外，是因为工行在2015年白名单制度之前就和蓝石有合作，因此被默认在白名单内。蓝石起初发展势头很猛，而朵元在蓝石发展最好的2016年就想要申请公募牌照，但始终未能如愿。

在[大连机床](#)案爆发前，蓝石的业绩如日中天，产品规模约400亿元左右，加上放的杠杆，持有近1000亿元的债券；到了两年前几近凋零时，规模则缩减到几十亿元。

大连机床危机可追溯到2016年12月，“16大机床SCP001”彼时到期未能按期兑付，随后大连机床十余只债券接连陷入违约，也让重仓的蓝石损失颇为惨重。

2021年，蓝石告大连机床和[兴业银行](#)成为北京金融法院第一案，最终法院认定蓝石存在收取返费行为，获赔比例定为20%，兴业银行作为中介机构承担10%的赔付责任，将蓝石从事结构化发债业务、收取返费的行为彻底坐实（参见财新我闻2021年4月22日《[北京金融法院1号案 蓝石告中介机构大连机床债虚假陈述能否成立](#)》）。

2. 结构化发债争议

蓝石、暖流因首创“结构化发债”模式而“崛起”，在债市备受关注。

博客

唐涯：镀金时刻：近期市场成色与变数

知识分子：HPV疫苗进入免费接种的“最后冲刺”，能成功吗？

孙长忠：当前美国经济的微妙状态

聂辉华：“层层加码”的底层逻辑是什么？

吴晓波：“理财税”来了？



最新文章

19:25 韩国前总统尹锡悦一审被判无期 法庭认定发动内乱罪名成立

订阅
电邮

12:33 湖北宜城一烟花爆竹店爆燃致12人列含5名未成年人

22:57 特斯拉无人驾驶出租车Cybercab下线 美国正在制定自动驾驶法案

21:46 卢浮宫破获大规模门票诈骗华人网络十年致1000万欧元损失

14:25 航运大并购：德国集装箱巨头赫伯罗特42亿美元收购以星航运

11:02 习近平复信美国友人：中美人民交流合作的愿望不会改变

06:59 春节AI应用红包战火热 “千问帮我”总数50亿次、元宝全网抽奖36亿次 | AI狂飙

22:04 英国拟降低中国公司赴英上市审计要求

20:57 美国欲对外国造商船和进口货物加税 10年最高可收1.5万亿美元

18:14 孟加拉新政府就任 “穷人银行家”尤努斯秉政18个月功成身退

据财新此前独家报道，暖流和蓝石首创的所谓“资管投行化”模式，即作为资产管理人的私募基金在没有投行牌照的情况下兼营类投行业务，并在短短两三年里，规模迅速膨胀，成为中国债券型私募基金第一梯队。这一模式就是后来在债市迅速大行其道的违规“结构化+返费”发债，成为弱质债券发行人掩盖自身真实财务状况的续命工具，大量私募、融资中介潜行其中，期货公司、信托公司、公募基金子公司等都是通道与马甲。



“结构化+返费”发债模式被监管部门察觉，始于2017年5月下旬，公募基金[新沃基金](#)因通道业务连环违约被证监会处罚，揭开了案中案。2016年12月，新沃基金的通道产品“乾元二号”债券质押回购违约，因持有大连机床的债券违约而起；背后的委托人孟繁铭2016年底前任职蓝石资管投资总监（参见《财新周刊》2017年第21期《[新沃通道连环套](#)》，此后孟繁铭因私自开设账户收取返费，又陷入蓝石发起的诉讼。

订阅
电邮

当时据财新报道，一位曾在蓝石工作过的人员估计，蓝石少数高管独占从信用债发行人处获得的“返费”累计超过10亿元，仅蓝石致远就在2016年度从[冀中能源](#)、[山东焦化](#)、[新疆广汇](#)等14家公司获得返费收入2亿多元（参见财新我闻2018年7月3日《[蓝石的复刻危机 | 债券私募乱象调查之二](#)》、《财新周刊》2018年第26期《[债券私募返费的秘密](#)》）。

从2018年开始，蓝石由于被置于媒体的聚光灯下，据称此后结构化项目做得不多。但是因对蓝石、暖流未及时采取监管措施，结构化发债的做法在业内一度泛滥开来，发行主体从弱质的民营企业集团、国企，转向了陷入资金饥渴症的城投平台，加剧了地方隐性债务的迅速膨胀，直至今天，地方债务在经历了几轮化债之后，仍然处于难以付息的恶性循环之中。

结构化发债严重干扰了市场定价，涉嫌虚假陈述，这类中国式不透明、以私相授受为特点的隐蔽违法违规和腐败行为，是债券市场的一种异化。除了私募基金和各类资金掮客在里面收取利益，包括机构在内很多投资岗的经手人员也私下收取返费，比如后来被重判的中信建投投行骨干房蓓蓓（参见财新我闻2025年12月22日《[因债券返费获重刑 投行承销骨干的灰色歧途与身份之辩](#)》），实际构成隐蔽巨大的利益共同体，并长期游说相关监管部门说这是市场行为。

因此，虽然业内对此一直十分关注，但监管很长一段时间内对结构化发债的态度并不明朗。直至2023年，中国证券投资基金业协会发布了《私募证券投资基金管理指引》，才明确禁止结构化发债，要求私募基金管理人及其股东、合伙人、实际控制人、员工不得参与结构化债券发行，不得直接或者变相收取债券发行人承销服务、融资顾问、咨询服务等各种形式的费用。

3. 迟到但不能缺席

近几年来，债券主管部门加大了对结构化发债的处罚力度，特别是2025年以来，两大债券主管机构央行旗下的交易商协会和证监会分别对违规结构化发债祭出十几份罚单。

收到交易商协会自律处罚最多的是债券私募基金，如[上海良牧投资管理公司](#)、[北京恒瑞惠达投资管理有限公司](#)、[上海钉铃基金](#)、[相驭管理咨询（上海）有限公司](#)

司、蒙森（上海）投资管理有限公司、深圳前海玖瀛资产管理有限公司等；也有信托公司云南信托、山西信托、中融国际信托因为结构化发债的通道大户而被处罚（参见财新网《涉结构化发债和代持 交易商协会对三家信托公司作出自律处分》）；还有期货公司如中原期货，以及协助其操盘结构化发债的三家私募基金复熙资管、上海寰财、江苏煜宁（参见财新我闻2025年8月2日《神秘百亿结构化发债巨头浮出水面 处罚如何真正落实》，2025年8月10日《余雷案余波 涉违规结构化发债多家私募基金被处分之后》）；涉及多家地方城投发行人如金堂县兴金开发建设投资有限责任公司（下称“兴金开发”）及其母公司成都东进淮州新城投资集团有限公司、镇江市风景旅游发展有限责任公司等。



证监会以及中基协发布的警示函亦以债券私募基金最多，如竹润、晋蓉、上海钉铃基金、青岛祺顺投资管理有限公司、上海同量等；发行人涉及成都市融禾投资发展集团有限公司等。

订阅
电邮

业内认为，从现有的处罚案例来看，滞后的监管处罚措施很难起到威慑作用。目前看，监管处罚的多是数年前的违规行为，处罚力度也比较有限，而且处罚的名目都不一样，比如交易商协会以自融、“收取利息之外的其他费用”“收取发行人提供的财务资助”等违规原因自律处分；证监会是以“按照他人指令购买债券”监管处罚；中基协的处分则是以私募基金管理人违反“兼营与私募基金管理无关或存在利益冲突的其他业务”，或私募基金管理人管理和运用私募基金财产“未恪尽职守、诚实信用、谨慎勤勉”。

结构化违规发债引发的乱象延续经年，在业内看来，违规结构化发债已有欺诈发行之嫌。但迄今为止，监管未将之明确性，对助推结构化的从业者处罚不力、个人未被处以禁业。即便相关私募被叫停了备案新产品，也不影响部分机构的创始人或者原公司员工换个马甲、换个法定代表人，重操旧业。

“真正给予结构化发债关键打击的是纪检、经侦等部门，但也主要是从腐败角度入手。”一位债市资深人士表示，要么是纪检严查城投融资腐败连带牵出从事结构化发债的违规人员如余雷案（参见《财新周刊》2023年第26期封面文章《城投债灰色网络》）；要么是经侦以操纵证券市场罪对结构化发债相关人立案如柳州案（参见财新我闻2025年4月23日《多家债券私募负责人被带走追责 牵涉何地何案由》）；或由审计署对企业的业务审计中牵出，如前述中信建投房蓓蓓案。

汉坤律师事务所律师刘冬曾发文分析，结构化发行侵害市场对债券的价值发现功能，相关参与主体涉嫌“操纵市场”的证券违法犯罪行为，而刑事责任追究的“共犯”范围不限于直接行为主体。理论上，若发行人构成操纵市场罪，协助甚至主导有关过程的关联企业、金融产品管理人、投资顾问等，都可能成为犯罪行为的共犯，成为有关刑事报案、侦查的对象。**财**

作者：张宇哲、王娟娟

音频：财小新

图片：视觉中国

线索: jinrong@caixin.com

责任编辑: 凌华薇 | 版面编辑: 邱祺璞(ZN026)

加关注

826.7万

评论区 4



发表评论得积分

财新网微信



分享到: | 评论仅代表网友个人观点, 不代表财新网观点

发布



azb2023

前些年的监管缺位导致了今天的地雷战

2026-01-08 20:11 · 上海

1 · 回复

订阅
电邮

学习新发展理念

是年年获中国证券报社评选出来金牛奖的那个蓝石吗?

2026-01-08 13:38 · 北京

2 · 回复



Cindy8926

这个问题说了这么多几年了, 到现在都没能明确定性, 都一直处罚不力, 是不是监管投鼠忌器?

2026-01-08 13:34 · 上海

1 · 回复



路在何方MK

金融应该要严管

2026-01-08 11:16 · 辽宁

1 · 回复

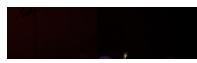
图片推荐



纪念阵亡同胞还是政治表达? 乌克兰选手因“照片头盔”被禁赛



中国完成首次火箭一级箭体海上打捞回收任务



中央芭蕾舞团原创芭蕾舞剧《红楼梦》: 中西合璧的美学重塑



记者手记 | 米兰冬奥: 狂欢与落寞同场

视听推荐



【商旅对话】英国驻华贸易使节倪乐思: 中英两国应在互补性基础上携手共赢



【财新时间】宋向前: 时间是有效的



《爱你老去, 一点就惠》职场喜剧爆笑上线【特别呈现】



加华资本宋向前: 当年轻人“足不出户”, 中国消费正在走向两极

财新网所刊载内容之知识产权为财新传媒及/或相关权利人专属所有或持有。未经许可, 禁止进行转载、摘编、复制及建立镜像等任何使用。

京ICP证090880号 京ICP备10026701号-8 | 网信办备案110105862729401250013号 | 京公网安备 11010502034662号

广播电视台节目制作经营许可证: 京第01015号 | 出版物经营许可证: 第直100013号

Copyright 财新网 All Rights Reserved 版权所有 复制必究

违法和不良信息举报电话 (涉网络暴力有害信息举报、未成年人举报、谣言信息): 010-85905050 13195200605 举报邮箱: laixin@caixin.com

关于我们 | 加入我们 | 啄木鸟公益基金会 | 意见与反馈 | 提供新闻线索 | 联系我们 | 友情链接

财新传媒
Caixin Media