

# 融资链上层盘剥 渠道方挟金雁过拔毛

在房地产信托领域，银行、信托、第三方理财机构也已介入，除获取原有的手续费外，还通过包销、承销、代销等方式参与其利润分割。

作为主要设计者及合规的融资通道，信托公司无疑赚得最多，当前其收费平均水平是信托融资规模的5%以上。

证券时报记者 张宁

一只披着人类外衣的吸血乌贼，哪里有钱的味道，就毫不留情地把吸管伸向那里。

在基金、房地产、理财市场等诸多领域，银行、信托、第三方销售机构等渠道方已不再满足于原有的手续费收入，正逐步将触角伸至上下游的利润空间以图杯羹之让。

证券时报记者调查发现，除分享基金30%-80%的管理费外，部分房地产高企的融资成本中，仅有五成收益最终为出资人（信托产品购买者）获得，剩下部分则被融资链条上的一系列机构所蚕食，机构盛宴的背后则是潜在的风险在融资链条中的转嫁和扩散。

## 融资成本玄机

在香港上市的内地房企融创中国近日一度成为媒体的焦点。

一则公告显示，该公司携手大业信托发行信托产品进行融资，其信托产品优先受益人的权益是“代价为人民币6亿元另加每年17%回报”，如还款逾期违约，其代价会增至6亿元另加每年23%回报”。此外，融创中国还披露将通过新华信托融资6亿元，其代价是“支付相当于注资总额连同综合成本不超过该金额17%之金额”。据了解，“17%回报”已是目前为止房地产信托产品市场中最高的预期收益。这一度被外界解读为房地产商资金链紧绷，进而饮鸩止渴的典型例。

然而，融创中国“17%”的信托产品并未见诸市面。记者从知情人士处获悉，融创高达6亿元的融资额度最终由杭州商业银行以9%的预期收益率全部包销。与此同时，融创中国与新华信托合作的产品最终预期收益率也仅为10.2%。但与此前相同的是，融创中国实实在在地付出了17%的融资成本。

值得注意的是，融创中国付出的融资成本中五成左右的部分又落入谁的手中？

答案是这部分收益最终被融资链条上一连串的中介机构所蚕食。

超高成本几乎是眼下房企寻求融资时共同面对的问题，但真正出资人（信托产品购买者）的收益却远远达不到那么高的水平。在房地产信托融资成本飙升的情况下，房地产信托的平均收益仅仅微升。两者之间的差额犹如喷泄的血液一样流入了吸血乌贼的口中。

华智咨询研究报告的数据显示，2010年初房地产信托融资成本在13%-14%左右，2010年下半年上升至14%左右，目前融资成本已达20%左右。财汇提供的数据显示，房地产信托平均收益从2010年1月的8.32%增至2011年5月的9.59%，6月份、7月份的平均收益分别仅为9.63%和9.59%。

## 雁过拔毛

目前，银行在代销公募基金上的费率普遍在0.6%-1%之间，此外还收取0.45%-1.2%的尾随佣金。在阳光私募领域，银行除收取1%的代销费率外，还会要求参与私募管理费或业绩提成中20%-80%的分成。在房地产信托领域，银行、信托、第三方理财机构也已介入，除获取原有的手续费外，还通过包销、承销、代销等方式参与其利润分割。

对此，展恒理财相关人士表示，这其中作为主要设计者及合规的融资通道，信托公司无疑赚得最多，当前其收费平均水平是信托融资规模的5%以上。

作为房地产信托销售的主渠道，商业银行的收费定价一般在2%-3%，而第三方渠道承销的定价约为银行费用的一半。部分具备较高销售能力能够包销产品的公司，如诺亚财富，其渠道的借出费用普遍在2%以上。

对于规模较小的非上市房地产公司，大部分还要引入担保机构为拟发行产品“增信”。事实上，据中泰信托相关人士透露，信托公司有不少的业务来源于担保机构。

据介绍，中小房企此前为获得银行贷款，多求助于担保机构进行“增信”。但在当前银行信贷额度不足的情况下，只有寻求更高成本的融资方式。一般融资规模在3亿以内，实力较强的担保机构就能自行消化。如果中小房企需要更高金额的融资，则可通过担保机构联系信托公司发行产品。为了通过信托公司的考核门槛并降低以后的销售难度，设计担保条款提升公司资质定级也就理所当然。在此过程中，担保机构根据融资规模大小，收取费用一般为项目资金的1%-4%。

居间成本如此之高，那么能否不采用信托方式，绕开那些居间的食利群体，以降低整体融资成本呢？然而，信托几乎是除了银行贷款之外，房地产商目前所能找到的杠杆最高、成本最低的融资方式。

据百瑞信托人士介绍，目前能够满足房地产企业大量融资的，主要有银行贷款、信托、房地产基金、委托贷款和民间融资。其中，银行贷款申请难度高，且在目前银根收缩的环境下，中小地产商申请开发贷基本上是缘木求鱼。委托贷款的成本与信托融资基本持平，以上市公司香溢融通今年年初发布的公告显示，其将5000万资金贷款给某开放商时的利率为21.6%。但委托贷款借出金额一般在3亿以内，因为一般企业的闲置资金不会太多，也不大可能将大量资金配置在高风险资产上。”上述百瑞信托人士表示。

至于目前的民间融资和房地产基金，其融资成本往往也不低于30%。

## 食利者盛宴

高企的融资成本，并未降低房地产商的融资热情。而居间的机构，在蚕食开发商所付出或将要付出的近五成利息后，赚得盆满钵满。

据中国信托业协会统计数据，尽管在二季度信托资产环比增幅不大的情况下，当期信托公司在经营收入、利润总额和人均利润的增长幅度仍非常可观。截至今年二季度末，信托公司经营收入余额达172.72亿元，环比增长144.4%；利润总额余额119.1亿元，环比增长152.38%，人均利润余额111万元，环比增长105.56%。记者从多家信托公司了解到，房地产信托业务几乎贡献了各公司约五成的利润。

8月2日，房地产信托产品销售主力之一的诺亚财富发布的二季度财报显示，其净营收为2330万美元，同比增长199.1%；一次性佣金（主要为销售信托产品）的净营收为1800万美元，同比增长204.6%；净利润为890万美元，同比增长367.4%。

海外研究机构罗仕证券也随即对诺亚财富评级调升为“买入”。记者查阅罗仕证券此前的相关报告发现，该机构认为诺亚财富的投资价值之一，就在于国内预期房地产信托计划仍将受到欢迎，因为随着银行信贷受到严格管制，房地产信托已成为房地产业的一个不可缺少的融资渠道。罗仕证券预期在诺亚财富未来销售的产品中，与房地产相关的理财产品将在较长时期内占据较高的比例。

可以说，目前的居间金融机构们正在享受房地产融资潮带来的盛宴。只是在这场盛宴背后，部分人士的“危言”不能不引起行业的注意。

据复地投资集团CEO周纯预测，以目前房地产信托产品的平均期限，一两年内，一旦所涉房地产项目无法承受信托融资年化15%-20%甚至更高成本的压力，房企的倒下或将接踵而至。有多位业内人士认为，近期监管部门通过多种方式收紧房地产信托融资，此举主要在于避免房地产企业的倒闭风险通过信托等融资链条转嫁和扩散。



官兵/制图

## 信托酝酿“保本+股权”产品绕开监管

# 房地产信托利益分配大玩朝三暮四游戏

证券时报记者 张宁

在监管部门严厉打击“假股权”房地产信托的情况下，为绕开监管，不少信托公司正在酝酿全新的信托设计模式——“保本+股权”。

据记者了解，该模式表面上看重新划分了各方利益，其中房地产开发商名义融资成本会降低，并致使信托公司等居间方、投资者（信托产品购买者）的收益也相应降低，但实质上却是通过后分配方式的调整，让各方最终收益与旧模式相比维持不变。

## 新模式更偏重股权

在新模式中，信托公司将更加注重股权的设计。据东部某信托公司人士介绍，此前多数房地产信托运作模式中，一般在信托产品融资完成后，以投资入股的形式向房地产开发商注资，直到项目完成。开发商则承诺在信托产品到期之日，以固定的收益率+本金的形式对该产品进行回购，以实现产品的最终兑付。在此过程中，虽名为股权投资，但从最终利益实现形式上看，却是债权。这也就是业内俗称的“假股权”房地产信托。

上述信托公司人士表示，这实际上是目前房地产信托市场的主流运作模式。一方面满足开发商股权独立、不被其他机构左右的要求；另一方面因此“保本”且高收益的特质受到投资者的欢迎。在此模式下，投资者收益加上居间方的收益，一般来说，国内100强以内的房地产公司，融资成本基本在18%左右，而100强开外的中小房企将更高。

在“保本+股权”的全新模式中，

开发商名义成本或许会降至15%以下。因为产品发售时公布的预期收益率将降低，同时信托公司收取的手续费也将会有一定程度的降低。与此同时，除了信托产品投资开发企业外，信托公司也将以部分自有资金进行跟投；此外，产品设计中还将新增“超额收益”概念，即当开发商项目盈利超过15%时，其超过部分将作为“超额收益”供投资者、信托公司、开发商按一定股权比例分配。

## 朝三暮四游戏

众所周知，进行杠杆融资后，开发商可获得可观的利润，但在上述新模式中，各方却约定了后期的利润分成，从表面上看，开发商总体成本可能会因这部分分配变相提高了许多。但据上述人士介绍，实际上开发商可以通过提高财务成本、人力成本等多种方式隐藏开发项目的最终利润，因此所谓“超额收益”将是人为调整后的数字。因此，投资者、信托公司、开发商三方的最终获益可能接近于原来的“假股权”信托模式下的收益。也就是说，一般开发商的融资成本仍将在18%左右，投资者和信托公司收益可能也基本不变。

该人士坦言，从各方最终所得看，不过是把“朝三暮四”变为“朝四暮三”。之所以采用这种设计方式，其背景在于，监管部门已经加紧了对于房地产信托的管控，尤其在实行“一事一报”后，监管部门重点打击的“假股权”信托将很难通过审批。而这种“保本+股权”模式可能在绕开政策限制的情况下，满足各方需求最大化。

# 诺亚驶离信托 昔日盟友今决裂

证券时报记者 张宁

记者日前获悉，多家信托公司集体拒绝再与诺亚财富开展相关合作。个中主要原因是，中间机构都想重新划分信托产品销售渠道市场。

## 高价的“诺亚财富”

一年前，当诺亚财富作为国内首家第三方理财机构在美国上市时，众多信托公司高管在庆贺宴会上为其祝酒；一年后，诺亚财富公布靓丽半年报之际，携手赚钱的盟友却要闹得分道扬镳。对此，上海某信托公司高管认为，信托公司与渠道之间需要一个利益重新平衡的过程。

而在网络微博上，部分信托从业者对于风波中的诺亚财富没有多少同情。其中一条受到众人关注和支持的微博表示：“我还是觉得只有一家诺亚财富，行业被垄断了，诺亚财富现在叫价比一些股份制银行都高，如果多几家诺亚财富这种规模的第三方，自然会有竞争。联合封杀一下挺好！”

对此指责，诺亚财富却不以为然。诺亚财富首席产品官殷哲称，诺亚财富的平均定价在1.2%~1.5%，银行定价则是自己的2倍左右。

不过，记者从多家曾与诺亚财富合作的信托公司处了解到，其与诺亚财富合作销售产品的费用平均定价一直维持在2%左右，是第三方机构中要价最高的。

诺亚财富销售能力真的很强。多数第三方机构能做的只是部分产品承销工作，而诺亚财富在业内出名的原因是其能够包销产品，这让其与信托公司谈判时占据上风。”北京某第三方机构高管表示。

## 居间机构之争

据了解，诺亚财富近期并无

提高渠道费率的打算，而高出行业水平的收费这些年已是常态。但信托公司已无法容忍这一现象的长期存在。

当渠道商做大后，不可避免将手伸向上游的产品设计，而这触动了信托公司的敏感神经。”上述第三方机构高管坦言。

东部某信托公司人士也认为，真正令信托公司不满的，在于诺亚财富干预到了信托产品的设计环节。诺亚财富经常会要求信托公司提高产品的预期收益率。表面上看，诺亚财富是为产品投资者着想，但实际上是想用产品高收益带来高销售额，通过销售额的扩大，在渠道费率不变的情况下增加诺亚财富自身的收益。”

在此过程中，由于房地产信托的投资者收益和居间方（诺亚财富、信托公司）的收益均来自开发商付出的总成本，若开发商付出的总成本不变，投资者收益率提高并伴随着诺亚财富收益的总上升，受到损害的就只能是信托公司的利益。

在信托公司看来，实际上这种损失是不可向上转嫁的。据上述东部某信托公司人士表示，开发商的融资成本测算时经过信托公司审慎测算的，从各个方面考量其现金兑付能力。其成本增减都可能会对最终的产品兑付造成影响。

诺亚财富之类的理财中介在此间不用承担什么责任，只知道用高收益讨好投资者，一旦不能兑付，他们懒得比谁都干净！”该人士表示。

同时，也有信托公司人士认为，从当前情况看，信托公司几乎是不需要诺亚财富这类的机构参与。目前市场上民间资本十分充裕，且因通胀都有投资需求。在信托投资日益深入人心的情况下，对于一些中小项目，信托公司通过自己组建的渠道就可以融到资金，部分大项目再去借助银行的渠道。而事实上，如中融信托、外贸信托今年已出手组建了专门的财富中心。

## ■记者观察 | Observation |

# 买路钱越来越贵仍然物超所值

证券时报记者 唐曜华

在信贷规模受限之下，背负业绩回报压力的商业银行只有挖空心思拓展中间业务收入来促使业绩保持快速增长。在这个背景下，我们看到，银行的渠道费在不断涨价，其他金融机构的抱怨声也在增加。

先是基金抱怨银行尾随佣金太高，令新基金没法发。接着，又有信托公司抱怨银行代销信托产品中收费太高，造成产品实际收益率大幅缩水。套用香港“巴士阿叔”的话说，“你有压力，我有压力”。

如果说基金尾随佣金涨价，吞噬的是基金公司的利益；代销信托产品的尾随佣金涨价，则直接影响了投资者的利益。因为信托公司并没有因此少拿收益，让渡给银行的一部分收益，则是直接从信托产品收益里扣除。

所以我们经常看到，房地产公司的委托贷款利率高达15%以上，但房地产信托产品的预期收益率却只有10%左右。各个相关机构从中收取不低的费率是导致最后预期收益率不高的主要原因。信托公司收4.5%费率，商业银行收尾随佣金0.45%-1.2%，这意味着信托产品一成立就被划走了5%-6%的未来收益。

在银行看来，增加中间业务收入，摆脱业绩对信贷规模快速扩张的依赖，

是银行目前提倡的业务转型的重要内容。而这努力今年已初见成效。中国银行业协会发布的《中国银行业发展报告（2010-2011）》初称，从今年银行利润驱动因素来看，业务转型推动手续费收入较快增长，中间业务收入占比略有提升。

渠道费在银行初中间业务收入中占不小比例。银行的手续费收入中除了银行卡和咨询顾问收入外，渠道费是另外一项重要收入。从某种意义上说，结算费、代客交易业务收费也是渠道费的一种，而业内人士俗称的渠道费，则是指银行作为销售渠道代销各类金融产品而向其他金融机构收取的费用，包括代销基金、保险、信托产品等等。

相比其他金融机构，银行得天独厚优势是遍布全国的网络，因此挖掘渠道优势被多家银行尤其是大型银行列为重点。

银行上涨渠道费之所以被其他机构接受，从另一个方面反映了其他金融机构、融资方等对银行渠道的依赖；各家机构收取不菲的费用最终为信托产品的融资方所接受，则反映了融资方在信贷紧缩环境下的无奈；而投资者最终接受了被相关机构抽取高额手续费之后的平淡收益，则是当前抗通胀的投资工具非常有限的环境下无奈选择。说它是霸王条款也好，符合国际惯例也好，也许存在就是合理的。