

# 千亿信托资金池：潜在的“庞氏骗局”？

证券时报记者 张宁

数以千亿规模的资金池类产品今年在信托业界迅速发展。这种资产管理方式被许多信托公司认为能够体现其自主管理能力，并促使其进一步往基金化方向发展。

但争议也随之而来，“资金池”通过期限错配募集资金，以短借长投的方式展开运作，这必然造成借新还旧的现象。部分质疑者认为，在借新还旧过程中，如果持续出现项目收益不能覆盖融资成本的情况，恐怕会形成信托版的“庞氏骗局”。而且即使项目不出现问题，信托机制难以解决的流动性问题也会导致同样的结果。

与此同时，证券时报记者独家获悉，近日监管部门已经召集部分今年大量发行资金池类产品的信托公司进行沟通，以求规范此类产品。

## 千亿“蓄水池”

“资金池”最早是由跨国公司的财务公司与国际银行联手开发，以统一调拨集团的全球资金，最大限度地降低集团持有的净头寸为目的的现金管理手段。之后逐渐被金融机构发展成为以一定配置方式为条件，使池内资金流入流出处于一个相对稳定的状态，将资金用于投资谋利的资产管理方式。银行理财池、基金均为典型代表。

但随着银行理财资金池屡受诟病，在银信途径受阻、资本市场沉寂、市场利率下行等因素的共同作用下，信托版本的资金池也开始大量出现。

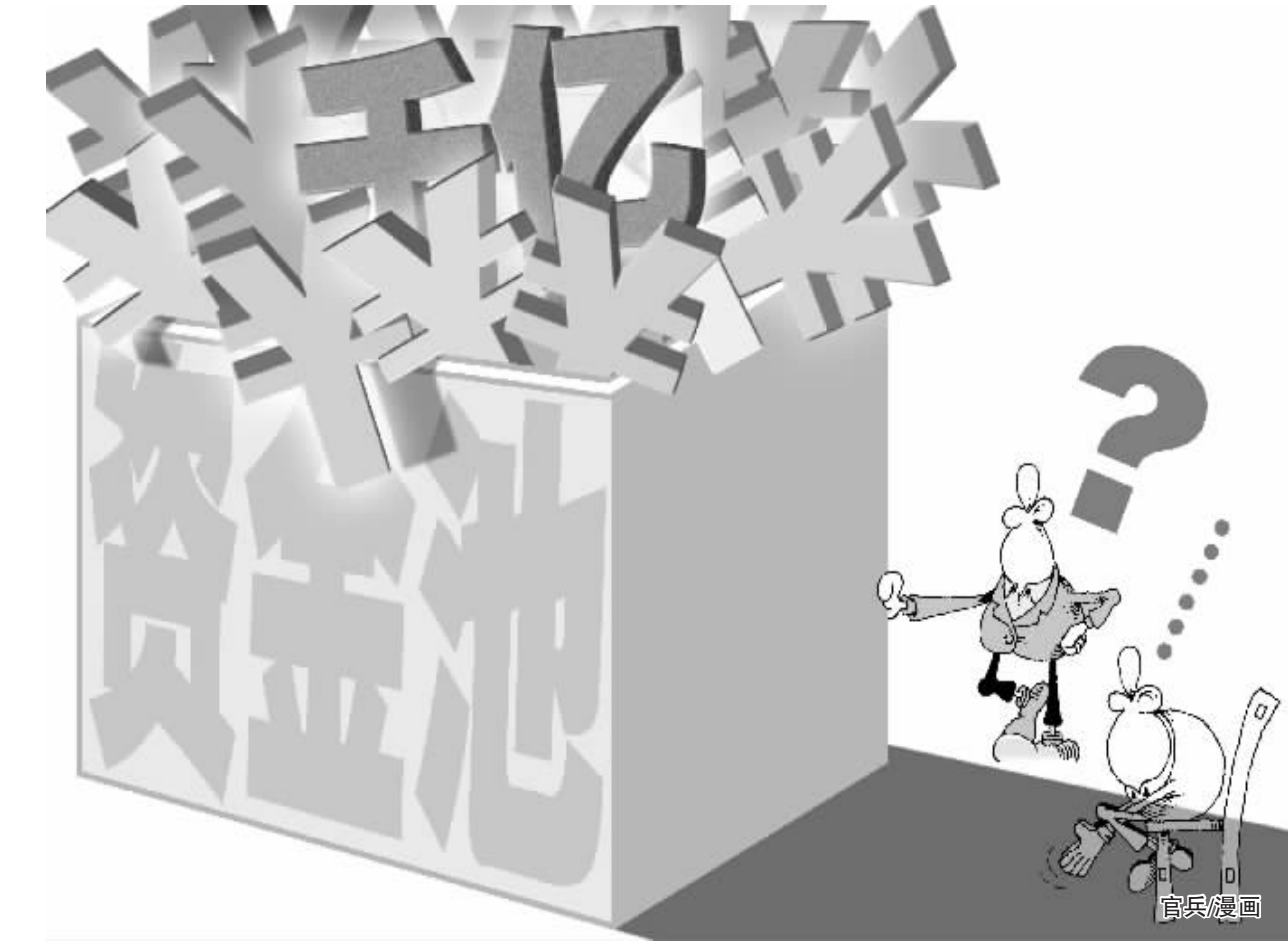
据五矿信托人士介绍，从目前市面上已有的信托资金池模式看，主要有两种模式。

其一，信托公司一次或多次发行信托计划募集资金投向单一项目，信托期内设置开放期，允许委托人申购、赎回，并提供流动性保障，实现短期资金投向长期项目，通过时间错配降低资金成本。即在资金与项目配对上，形成一对一或多对一方式。最典型的如中信·虹道1号贷款集合信托计划，根据安排中信托将在6个月内分12次募集24亿元资金，每期产品期限为6个月。首期产品到期时，随即将以同期限产品接续，实现以6个月短期资金成本向滨州高新铝业公司发放2年期贷款的目的。

而另一种模式更为常见，是信托公司以开放式基金模式发行信托计划，在发行时未确定投资项目，或投资多个项目，或以组合方式投资（可投向其它信托产品，暨信托中的信托），信托期内设置开放期，允许委托人赎回，提供流动性保障。即资金与项目配对上为多对多的方式。

以证券时报记者统计的总体情况看，目前发行资金池产品较多的为中信信托、中融信托、金谷信托、湖南信托、华信信托、华能信托、江西信托、新时代信托、中航信托等国内多家主流信托公司。而信托资金池的资金规模也颇为惊人，仅南方一家信托公司的此类产品，在一年左右的时间内，就已经膨胀到百亿级别。

深圳某信托公司人士表示，行业内几乎每家公司都有2只-3只此类型的产品，总规模估计不下千亿。而之所以信托资金池在短短一年内膨胀得如此之大，大致有三方面原因。“一是资金门槛较低，受小额投资者欢迎。譬如中航、中融信托的天富、金丰系列TOT的购买起步金额一般为50万元，有的甚至低至30万元；另一个原因在于固定收益保底且回报诱人。以中融信托旗下的资金池为例，



1年期不同产品间收益率介于6.1%~8.5%之间，远高于市场上大多数的银行理财产品；第三个原因则是产品期限虽短但资金可自行滚动，投资人所投资金在结束一期资金池产品后，可选择直接滚动到下一期产品中。因此资金池类产品虽然在收益上略低于其它信托产品，却不会出现如其它信托产品因项目断档而造成投资人的资金闲置的局面。”

## 绕开监管？

信托公司对于资金池类产品的热衷主因在于它的效率。据五矿信托人士介绍，资金池的平均融资成本（支付给投资人的收益）为6%~7%，而信托融资成本普遍超过12%。该人士认为，“资金池信托使得信托公司在项目合作谈判时更有议价能力，一旦谈妥随时可以成交。因为拥有资金，不需要谈好项目再募集资金，这可以节省融资方所要承担的募集时间，提高资金效率。”另一方面，资金池产品通过不间断滚动发行的方式，让到期赎回的资金仍可以重新回到资金池中，避免投资人流失。

在供求两端一拍即合之下，信托资金池产品风靡理财市场。然而在风光的同时，对于信托资金池产品引发的市场质疑声在近日也有所升温。

在面世之初，业内就认为资金池产品，尤其是当中占据相当部分信托中的信托（TOT），有绕开当前监管法规的嫌疑。

根据2007年施行的《信托公司集合资金信托计划管理办法》，规定单个信托计划的自然人人数不得超过50人，但单笔委托金额在300万元以上的自然人投资者和合格的机构投资者数量不受限制。”限制投资者人数的出发点，主要是为了确保集合信托的私募性质。

据南方某信托人士介绍，按照TOT的设计结构，先由信托公司向自然人及机构募资形成资金池（即母信托），再投向其它信托产品。

而在投资资金属性定性上，母信托虽可能为多个自然人的资金集合，但属性上却仍视为单一机构。因此按照上述《办法》，一个信托逻辑上可以接受来自数量不受限制的多个母信托）的投资资金。但如果以打通原则，追查资金真实来源，就有可能出现超过50个单笔委托金额300万以下的自然人，通过母信托投资于单

个信托产品的情况。

## “庞氏骗局”之辩

实际上，绕开监管并不是外界最大的顾虑所在，不少质疑者更担心的是，此类产品在借新还旧过程中，如果出现项目收益不能覆盖融资成本的情况，有可能形成信托版的“庞氏骗局”。

五矿信托人士表示，由于资金池信托资金与项目不能形成一一对应关系，没有项目隔离手段，因此任一所投资项目出现风险，都会出现连锁反应。如果信托公司不披露这样的风险，而使用新的资金偿付旧资金，“庞氏骗局”的形成便不是危言耸听。

上述人士认为，如果出现风险的项目只是流动性风险，信托公司能够解决问题，这场游戏或许可以继续下去。可是如果项目不良率持续上升，信托公司在不得已的情况下，用资金池资金用于不良资产处置，一旦出现问题，资金池信托的体量产生的负面影响将远大于单个信托项目。

当然，上述逻辑成立的最大前提在于，信托公司不能很好地识别项目的风险。对此，上海某信托人士认为，信托资金池产品将信托公司资产配置能力和项目管理能力赤裸裸地暴露给市场。而与目前同样饱受质疑的银行资金池相比，在近几年才重新兴起的信托公司在这方面能力尚不如银行。这也意味着，当前信托行业经营此类产品的风险将高于银行。

此外，在投资项目没有发生任何问题的情况下，流动性风险同样有可能出现。从成本收益方面考虑，资金池存在的前提是有持续利差的形成，在风险管理到位的情况下，这种利差最高可达4%-6%。但资金池除了融资成本外，还有发行成本。现有资金池产品多数还是通过银行或者第三方发行渠道融资，按照目前的行情，这些发行渠道从中至少分割掉5成的利差。而在当前实际操作中，有些资金池信托在发行时并未储备好项目或者后期项目跟不上，结果资金到位后迟迟无法产生效益，造成巨大的资金闲置成本。

上述成本叠加，对信托公司流动性管理能力提出了前所未有的挑战。

不过，对于信托资金池支持者来说，“庞氏骗局”则属于夸大其词。

北京某信托人士表示，“庞氏骗局”有两个特征，一是所融资金本身不产生现金流，靠借新还旧；二是承诺无法取得的高收益。但信托资金池却是依靠有项目收益产生现金流；二是靠期限错配获取收益空间，即用短周期较低收益的资金投向长周期、能获得高收益的项目。这种创新实际上是投资人信托产品基金化发展必经的一个阶段。不过该人士承认，流动性风险确实是资金池产品能否持续的关键，这主要是因为所投资的标的本身就缺乏流动性。等到未来组合资产能够被允许转向有流动性和市价的标的时，此类信托产品将可成变身为真正的基金。

对此，五矿信托人士对记者表示，在最初出现“庞氏骗局”前，策划者的初衷也并不是骗钱，只是当项目出现问题后，才走上以新还旧的道路。

## 流动性问题难解

针对流动性问题，目前市场中的资金池信托也进行了对应的产品设计。

据五矿信托人士介绍，通用的做法有三种。一是配置一定数量的高流动性资产：为了解决期间赎回问题，一般资金池信托会约定，保留一定数量资金购买债券、中票、基金、银行理财、同业存款等高流动资产。不过，由于这部分资金的收益率较低，市场上的资金池产品对于流动性资产的配置比例正在逐渐降低。

二是调整收益率。由于资金池信托项目通常持续时间较长，时间跨度中利率波动可能性较大，一旦信托收益低于市场预期必然会引发大额赎回，因此信托公司通常会设定开放期利率调整予以应对。

三是在资金池外提供流动性。出于对资金池投资项目异常、行政干预、市场环境、发行机构能力、利率变化等极端情况的考虑，一般会安排信托公司、发行机构的流动性应急提供机制，即当期发行不足时由机构提供资金予以补足，随后再次开放追加发行。不过，上述人士认为，一旦出现这些情形，这种流动性补充其实很难产生作用，因为一旦恶性循环开始，信托公司又能有多少资本金可以应对”？

市场质疑一直持续，监管层也有所反应。据记者采访多位信托人士获悉，近日监管部门已经召集部分今年大量发行资金池类产品的信托公司进行沟通，而坊间已经传闻，监管部门将出台文件规范此类资金池产品。

## 基建信托逆势火爆

证券时报记者 刘雁

在基础设施信托方面，我们公司推出单一资金计划较多，近期可能也会推出一些集合类的产品。”中部地区一位信托公司高管向证券时报记者透露。

在稳增长的政策基调下，尽管三季度集合信托成立市场持续回落，基础设施类信托融资需求却呈现出持续上涨态势。用益信托统计，9月基建领域成立产品91款共216.51亿元，占总成立规模的37.92%，环比上涨近9个百分点，连续4个月占据融资规模榜首。不仅发行量逆市上涨，该产品的预期收益率亦逆市上扬。

## 基建信托一枝独秀

自7月以来，集合信托产品整体成立节奏明显放缓，成立数量和规模呈现出逐月下降的趋势。据用益信托统计，7月~9月成立的集合资金信托产品数量逐月为429个、353个和318个；成立规模则分别为763.66亿元、600.35亿元和570.89亿元。

实体经济下行、市场利率下降的经济环境对信托市场造成了一定的冲击，影响最为明显的莫过于工商企业信托和房地产信托业务。最新数据显示，9月成立的工商企业领域信托产品仅43款，募集资金59.99亿元，占比仅为10.51%，降至今年以来最低水平。房地产信托业务亦明显下滑，9月共成立37款产品共99.58亿元，占比由7月的19%降至9月的17.44%。

而基础设施类信托的表现却迥然不同，从1月~9月份信托产品成立的数据来看，该领域融资占比总体呈上升趋势，尤其是9月份占比近38%，这使得前9月的平均占比远远超过前8月的水平。

用益信托工作室研究员岳婷指

出，考虑到今年较多项目以财产权信托的形式发行非集合信托类项目，故流向基础设施领域的资金应大于数据显示。

记者注意到，步入6月以来，基础设施信托的成立规模占比便独占鳌头，取代房地产成为融资大户。由于政府平台融资类的产品增多，不少产品都是由政府还款，而此类产品一般都投向基础设施建设。

## 竞争日益激烈

在稳增长的政策基调下，近期发改委加快项目审批进度，仅三季度公布的项目总投资额就超过5万亿元。发改委网站公布的数据显示，10月上半月，发改委共披露24个项目获得审批。

而今年以来严格的房地产调控政策使得以土地财政为主的地方政府财政收入捉襟见肘，另一方面，工商企业融资乏力以及房地产业务受阻，迫使信托公司需要寻找新的业务增长点，如此便成就了今年红火的信政合作。

前述中部地区的信托公司高管表示，最近经济有所回暖，信托公司开始敢做一些风险较低的信托产品，政府信用毕竟高于一般企业，在基建类信托产品中通常有地方财政作为担保”。据了解，近期发行的基建类信托产品多以对地方政府的应收债权为融资标的。

但他同时指出，地方政府融资渠道日益增多，伴随而来的便是竞争加剧，由于信托融资的成本较高，今后地方政府可能会优先考虑银行贷款和发债，其次是资产支持票据，最后才是信托融资。而随着越来越多的信托公司涉足基建信托，未来这方面的竞争也将愈加激烈。

一家江浙地区的信托公司高管则向记者坦言，信托公司对此的看法不一，基建类信托的风险主要取决于地方政府的信用和还款来源，相对来说比较安全，但也需注意地方政府的财力、项目状况等因素对信托产品安全性的影响。

## 宏源证券前三季净赚8.04亿

宏源证券今日发布的三季报显示，该券商前三个季度实现营业收入24.38亿元，同比增加30.1%；归属于母公司的净利润为8.04亿元，同

比增长18.26%。

此外，宏源证券9月份经营数据显示，该券商当月实现营业收入2.29亿元，取得净利润5078万元。（李东亮）

## 黄金挂钩信托产品热销

日前，平安信托旗下一只半年期的黄金挂钩产品到期，半年绝对回报近6.5%，年化收益更达到近13%。在投资机会匮乏的市况下，作为一只风险水平偏低且投资于海外金融市场的信托产品，这一成绩引起业界关注。

公开数据显示，该产品名为“平安财富·君恒稳健三期2号”，于2012年3月23日成立，是平安信托推出的首只黄金挂钩信托产品。产品挂钩标的为SPDR黄金ETF，SPDR黄金ETF是一种追踪国际黄金现货价格的黄金交易所买卖基金，也是目前全球最大的黄金上市交易基金(ETF)。彭博数据显示，SPDR黄金ETF与伦敦黄金定盘价历史走势高度一致，自2012年3月23日以来

相关性更高达0.957。

平安信托相关人士透露，2012年3月，基于黄金现货价格将温和上行的观点，平安信托及时推出该结构性产品，为投资者提供间接参与海外黄金市场投资的机会。

回顾过去半年的国际金价不难发现，金价在3月至9月期间起起伏伏，总体而言，经历下跌、整理、上涨三个阶段。尤其是8月开始，随着各国央行大力推行货币宽松政策的刺激，金价大幅上扬。9月6日，欧洲央行推出“直接货币交易(OMT)”计划，欧债危机得以缓解；9月13日，美联储如市场预期推出第三轮量化宽松政策(QE3)，弱势美元及货币宽松政策的刺激，再次推动金价大涨。

（张伟霖）

## 广发证券即将进入创新活跃期

广发证券日前举办的“投资者走进广发”主题活动中，该公司副总裁罗斌华介绍，广发证券在2004年12月就获得创新试点资格，并在去年制定的五年战略中再度明确创新的重要性，其中已包括四项具体业务。

在经纪业务方面，广发证券原来在199家营业部中有2家是按非现场交易模式构建，实验效果更佳，最近

一次获批的5家新营业部均以非现场交易为主。罗斌华表示，这个策略还会持续；关于股票约定式购回业务，该公司已准备就绪，日前已获上交所批准开展约定购回式证券交易业务；

直接投资方面，该公司正在申报直投基金和并购基金，拓宽直投的盈利模式；另类投资方面，该公司5亿元注册的广发乾和公司已开始投资，预计

还要按小步快走的模式向乾和公司增资，满足业务的需要；资产管理方面，今年开始以创新的方式逐渐实施布齐产品线的战略，年内会取得一定的成效。

其他方面还有一系列创新，目前来看广发公司内部没有资源瓶颈，现阶段采取了全面参与策略，未来一段时间将会是创新活跃期。”罗斌华如是表示。

（李东亮）

## 细致服务,为客户利益着想

——招商证券投资顾问葛鹏介绍



葛鹏，2007年毕业于海南大学工商专业。毕业后进入机械制造行业工作，2008年加入招商证券广州营业部从事证券投资咨询工作。

在实业领域的工作经验使葛鹏更加注重公司基本面

分析，对公司的盈利能力、公司所处行业的运行情况及国家相关政策规定和支

持更加关注，擅长挖掘增长能力持续且比较确定的个股。在投资风格上，葛鹏遵循顺势而为的投资理念，善于从国家政策导向中寻找有价值的投资机会。葛鹏向客户强调控制风险，以获取稳定的投资回报。曾在2011年上半年推荐了贵州茅台（600519）、泸州老窖（000568）、天士力（600535），在下半年推荐了省广股份（002400）等个股，结合行业状况以及个股的走势，进行相对合适的操作，均取得了较为理想的收益。

在日常客户服务工作中，葛鹏以为客户提供全面、客观的财富管理配置服

务为己任，追求成为客户“朋友般的投资顾问”，个性化制定投资建议方案。准确、及时的向客户传导市场动态，全方位提供财富配置产品，培养客户建立自己的交易机制。（CIS）

