

信托资金池受限 银行资金欲改道券商而弃信托

编者按：被金融机构热衷浇灌的资金池模式如今已走到了十字路口。因期限错配、项目不透明等原因，资金池饱受“庞氏骗局”的指责，部分信托资金池日前已接到监管部门的窗口指导。

商业银行对于不期而至的监管显然已有了新的规避举措，即转而借道券商平台设计“偏房资金池”，部分银行混乱的多头管理以及资金池暗箱操作的隐性风险是否会转移到券商的资管业务，令业界为之担忧。

证券时报记者 张伟霖

近期火爆的信托公司资金池如今正走在舆论的风口浪尖上，“庞氏骗局”则成了信托资金池产品的代名词。业内预计，基于来自监管的压力，银行此前在信托公司建立的资金池项目资金将可能率先撤离，并转向券商的平台。这一出口的转移很可能意味着，银行是将混乱的多头管理以及资金池暗箱操作的部分隐性风险转移到券商的资管业务平台。

穿越时空的黑洞

据证券时报此前报道，目前信托的资金池产品规模已接近千亿元。而这其中，除了信托自营的资金池项目外，也包括部分实际上由银行主导的在信托公司建立的资金池产品。

据摩山投资董事长严骏伟介绍，传统意义上的银行资金池产品是由金融市场部（部分银行称为资产管理部）主导，但目前部分银行的其他部门，如私人银行部、投资银行部、个人金融部，甚至包括各地的分行也纷纷通过信托公司设立资金池。业内将银行金融市场部的资金池形象地称为“正房资金池”，其他部门则相当于“偏房资金池”。

对于银行业内出现非主管部门纷纷抢食资金池业务的现象，严骏伟认为，这主要是看到了资金池在业务操作上的便利，此类产品成立后，无论在资金端还是项目端上都有着无可比拟的效率优势。然而受制于银行内部分工，这些部门及分支机构只能寄生于外部，其基本操作模式是：先由信托发行资金池产品，但项目采集和资金募集工作均由上述各银行部门负责，在利益分配上自然也由这些部门主导，信托公司只收取通道费用。

不同的是，这些在信托公司建“偏房资金池”的银行部门与分支机构，却能游离于银行总部的监管体系，同时也不在监管部门的管控范围，这无疑将导致监管部门此前对于银行资金池的监控无法得到彻底落实。

据广发银行某人士表示，对于银行的资金池，事实上自去年以来监管部门就已经进行了监管，要求资金池产品要做到单一理财产品对应单一资产，做到每个产品都单独配置资产且独立核算，而不允许再出现“一对多”的形式，以避免银行的资金池通过以期限错配、发新偿旧的方式来满足到期兑付。

但这些“偏房资金池”却能游离于监管之外，因此在资金与项目配对上，存在暗箱操作的可能。在严骏伟看来，这些偏房就如同是“穿越时空的黑洞”。

不过，这些建立在信托公司的“偏房资金池”正面临着新的冲击。

据证券时报记者了解，监管层目前正在制定相关政策以规范信托公司的资金池业务。对此有信托人士预计，这将迫使银行各部门此前在信托公司建立的“偏房资金池”浮出水面，也将使这类资金在近段时间率先撤离，并转向券商的平台。

这有如银信业务转型后的历史重演。”上述信托人士表示。在监管部门规范信托的银信业务后，银行为寻找同业业务新出口，迅速与正在进行资管创新中的券商达成共识，形成了目前银行同业业务中，银信合作与银证合作并举的格局。

但这也可能意味着是将目前部分银行混乱的多头管理以及资金池暗箱操作的隐性风险转移到券商的资管业务中。

“准基金”向基金变革

曾就职于民生银行金融同业部的严骏伟，是国内最早从事设计并运作银行资金池的专业人士。据严骏伟介绍，当时他们将资金池业务叫做“准基金化运作业务”，“与基金最大的不同点在于，资金池不披露净值，在资金投向上也只是简单地预设投资范围。”严骏伟说。

在收益的核算上，此类“准基金”更像是刚性兑付的固定收益类产品，而非基金化的非保本产品。

正常来说，银行理财产品的预期收益本应是通过计算资金池对应资产的综合收益而确定的，但在实际操作中更多情况却是预期收益与其对应资产实际收益脱钩，更多是参考了同业水平、同期储蓄存款利率以及同类产品的综合收益水平而定。

然而作为资产管理和投资理财产品，实际投资所对应的资产运作结果往往是有赚有赔。当资金池项目赔钱而导致实际收益和预期收益不符甚至实际收益为负时，一些银行理财产品在投资者赎回时往往不按净值计算，发生亏损也不予确认，最终使得“预期收益”成为了保底且必须支付给投资者的“固定收益”。

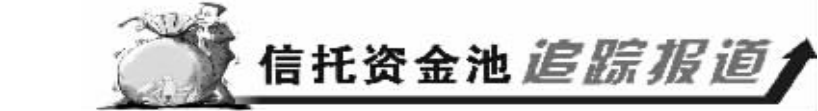
为实现刚性兑付，“借新还旧”成为了必然举措，“庞氏骗局”的质疑也开始不绝于耳。对此，上海某信托公司高管认为，资金池模式只是银行理财业务发展的一个特定阶段，最终导向应该还是彻底的基金化。

据记者了解，目前已有部分银行如工商银行已经摒弃资金池模式，初步向国际上通行的净值型投资组合资产管理模式转型，产品单独核算，投资组合按照产品说明书进行配置。

严骏伟表示，目前资金池产品整



体的市场体量已经十分庞大，监管部门不可能采取“一刀切”的方式整顿。而基金化则是缓解资金池产品风险的重要切入点，但这对金融机构的后台系统，尤其是信息技术（IT）系统提出了巨大挑战，需要各类从事资金池业务的机构增加相应投入。



政信业务风行县镇融资平台 风控标准呈降低之势

证券时报记者 张伟霖

被信托公司当成是重头业务，并成为今年发行市场“黑马”的政信合作业务，目前并无减缓发行节奏的迹象。值得注意的是，最近一段时间以来，部分信托公司在该类产品合作方的选择上，正有进一步朝基层县镇扩散的趋向，风控标准上有降低之势。

政信业务发行猛增

据证券时报记者粗略统计，10月以来，由于节假日因素，集合信托产品发行较此前月份有所减少，截至上周末共发行了48款集合信托，其中信政合作产品发行了17款，约占35%。而今年前三季度，共发行基础产业类信托产品676个，规模总计1306.86亿元，与去年同期相比数量和规模分别增长了131%和114%。

从合作模式上，目前信托公司与地方融资平台的合作主要采用“类资产证券化”模式。如某城投公司对当地政府拥有一笔应收账款，由该城投公司将这笔应收账款委托给信托公司设立财产权信托，信托公司根据城投公司委托，将财产权信托分为若干等份，转让给投资者。城投公司可通过信托计划将债权提前变现，以缓解流动性压力。

据上海某信托公司人士表示，今年地方融资平台借道信托十分盛行，部分地方的融资额度甚至已经超过了“旧债”，即此前来自于银

行渠道的融资。相较银行贷款来说，地方融资平台从信托公司融资要更容易，但银行也并非完全远离地方平台融资，部分银行会通过信托项目将资金间接投向于地方平台项目，如银行理财资金购买的信托资金池产品中就有部分资金投向了地方融资平台。

上述人士表示，业界有观点认为，过多地涉及融资平台业务将使得风险向信托公司集中，但从目前的市场状况来看，监管层对于政信合作的规模增长未采取限制措施。目前对信托公司涉及地方融资平台业务的监管，主要参照《关于加强2012年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》，即严格对照监管部门拟定的“地方政府融资平台名单”，但对于已经退出该名单的融资平台，并未禁止信托公司为其提供融资。

风控标准降低

今年上半年，不少信托公司都表示对于该类业务的运作，会严格遵照商业模式，将风控放在首位，但值得注意的是，近段时间以来，部分信托公司却有降低风控标准的趋势。

据记者了解，此前信托公司一般会选择与东部地区财政实力较强的地方政府合作，同时也会要求当地城投公司提供额外担保，比如土地抵押等。但近段时间在该类产品的操作上，部分信托公司的合作方有进一步朝基层县镇扩散的趋势，同时亦不再追加额外担保。这意味着还款来源将单纯依赖政府信用，资金风险开始加大。

如今年10月份，仅国元信托发售的两款政信合作集合信托，就分别

投向县级地方投融资平台和市区级地方平台业务。

其中，铜陵县城乡建设投资开发公司的债权投资集合信托计划，购买的债券投向于地方平台项目，如银行理财资金购买的信托资金池产品中就有部分资金投向了地方融资平台。

巢湖市诚信投资开发有限公司的债权投资集合信托计划，购买的是巢湖市诚信投资开发有限公司的应收账款，债务人为巢湖市经开区财政局。而在信用增级方面，两款产品的推介书上均只是标明由当地财政部门提供“连带责任保证担保”，但却未提供具体抵押实物。

深圳某信托人士对记者表示，他并不认同过分在县域一级挖掘政信合作项目的方式，因为目前房地产行情支持下的土地财政并不可靠，县级政府的土地出让金收入更难言稳定。该人士认为，如果信托公司是作为融资平台盘活旧有债务而进行信托产品的发行，监管层会维持容忍的态度，但如果信托公司由此新增过多债务，则该业务将要面对的政策风险就很难预测。

从收益率来看，政信合作信托是目前理财市场上的明星产品，年化收益率大部分在10%左右，最高则达到了12%，基本达到同期银行存款利率的3倍甚至更高，但市场对于部分针对不发达地区募资的政信产品却反应冷淡。上述深圳信托人士对此表示，目前甚至形成了某种风控标准的潜规则，即政信合作产品必须在融资地发售。在甘肃酒泉、山东梁山等地，当地政府部门均有为该类产品当地发售护航的临时措施出台。

16家信托公司入围险资受托人名单 部分险资有望曲线入市

证券时报记者 张伟霖

近日出台的险资新政，明确了保险资金可投资集合资金信托计划，而根据对担任受托人的信托公司的有关要求，结合信托公司2011年的年报数据来看，目前符合受托要求的信托公司共有16家。这当中包括平安信托、华润信托、中诚信托、重庆信托等。

随着险资系列新政的出台，保险资金投资渠道首次对包括银行理财、信托计划和券商理财在内的产品开闸。由此业内预计，约有千亿元资金有望流入信托和券商，其中部分最终有望流入股市。

保监会日前发布的《保险资金投资有关金融产品的通知》中，明确了保险资金可以投资境内依法发行的商业银行理财产品、银行业金融机构信贷资产支持证券、信托公司集合资金信托计划、证券公司专项资产管理计划、保险资产管理公司基础设施投资计划、不动产投资计划和项目资产支持计划

一位不愿具名的保险资产管理公司高管称，据与同业的交流，信托、券商理财产品等投资渠道的放开，预计将能吸引2%左右的保险资产。按照保监会公布的数据，保险业资产总额已超过6万亿元，这意味着约1200亿元资产有望流入信托、券商。而由于信托与券商均有部分业务，如阳光私募产品与券商集合理财的标的均指向二级市场，因此预计其中部分险资将有望最终流入股市。

据证券时报记者了解，华润信托、平安信托等此前开发投向阳光私募的TOT（信托中的信托）产品时，认为这类产品的波动率与市场表现均符合险资的投资要求，曾有引入险资等机构资金的预期。据称当时信托公司虽向保险机构有过推介行为，但由于政策限制，目前此类TOT产品仍只是自然人或其他投资机构的投资标的。

值得注意的是，从保监会对信托公司的要求，担任受托人的信托公司应当具有完善的公司治理、良好的市场信誉和稳定的投资业绩，上年末经审计的净资产不低于30亿元人民币”来看，根据2011年末各信托公司公布的年报数据，目前符合该条件的信托公司合共有16家。这当中包括平安信托、华润信托、中诚信托、重庆信托、中信信托、上海信托、江苏信托、中融信托、建信信托、华信信托、昆仑信托、中海信托、外贸信托、华宝信托、兴业信托、国元信托等。

信托公司	注册资本（亿元）	排名	净资产（万元）	排名
平安信托	69.88	1	136.50	1
华润信托	26.3	3	88.00	2
中诚信托	24.57	7	87.85	3
重庆信托	24.39	8	78.90	4
中信信托	12	32	71.41	5
上海信托	25	4	52.29	6
江苏信托	24.83	6	51.13	7
建信信托	15.27	16	46.97	8
昆仑信托	30	2	46.08	9
中海信托	25	4	42.83	10
外贸信托	22	9	39.60	11
华信信托	20.57	10	36.10	12
中融信托	14.75	23	33.21	13
国元信托	12	32	32.87	14
兴业信托	12	32	32.18	15
华宝信托	20	11	30.76	16

16家入围信托公司基本情况

吴比较/制图

■ 记者观察 | Observation ■

草根第三方又遇信托代销抢滩者

证券时报记者 张伟霖

不少券商已开始大举杀入信托代销市场，对于众多草根第三方理财机构来说，这并不是个好消息，除了应对那些拥有金融牌照的信托系第三方理财机构的冲击，还将饥肠辘辘地迎接券商这一新进强劲对手的挑战。

据证券时报记者了解，目前长江证券已与交银国际信托结成战略合作伙伴，华福证券也与兴业信托迅速签署了战略合作备忘录。在券商创新新政的指引下，券商与信托公司已率先在代销领域打开了合作口子。

在信托产品代销业务上，早于去年已有部分大券商如中信证券等有过类似尝试，早期合作则始于证券类阳光私募产品，而在政策未放开之前，该类业务要凭“产品推介业务”面目示人。

对于券商的销售能力，信托公司也较为看好，券商可望凭借网点优势获取信托代销业务的较大份额。以非保本的阳光私募类产品为例，过去两年券商的销售均轻松过亿。此外，券商的经纪人数量目前也远高于信托公司的直销人数，进行信托业务的“闪电”后，其销售能力将不亚于信托公司本身的直销能力。

据长江证券分析师刘俊测算，综合考虑代销金融产品的规模增速，未来券商代销信托产品规模将在万亿元以上，代销收入可望达到160亿元，而未来券商代销各类金融产品的总收入合计约为

190亿元（含基金代销收入），净利润将达120亿元。

券商抢滩代销市场，意味着草根第三方理财洗牌的开始。

此前，第三方公司普遍的销售策略是以信托产品为主，同时辅之以私募股权投资（PE）产品及二级市场产品。大部分第三方理财机构的信托产品配置比重在70%以上。根据平安信托的调查显示，国内投资者当前仍以“产品导向”为主，为此脱胎于信托公司直销团队的第三方机构有着得天独厚的优势，其典型者如与中融信托同一股东且大部分管理层来自于中融信托的恒天财富。在恒天财富某部门负责人看来，今年上半年，该公司代销的信托产品有七成来自于中融信托，销售总规模已经超过了中融信托直属的财富管理部门。

对于草根第三方而言，日子恐怕会愈加难过——上架的信托产品数量下滑且产品质量普遍不佳。面对券商的抢滩，目前作为第三方主要收入来源的代销佣金已有下降势头。一般来说，实力较强的第三方销售信托产品的佣金为1%~3%，其中一年期产品为1%，两年期为2%，三年期则为3%。如此设置佣金有两方面原因：一是期限长的产品，融资成本较高，能承受更高佣金；二是对第三方来说，投资者购买一年期产品，三年内可能有多次交易，可提供多次佣金，而三年期产品则可能只有一次交易。随着竞争的加剧，目前的佣金率已经有所下调，除了一年期维持1%不变外，其余两档平均下降了0.5个百分点。