

# 伞形信托带火配资公司 伞中有伞门槛低到2000元

配资市场陷入无序状态,价格战也愈演愈烈,部分银行已开始收紧伞形信托业务

证券时报记者 杨卓卿

“杠杆牛市”是本轮A股行情的重要标签,作为杠杆资金两大推手的券商两融与伞形信托,当下正处于规范之中。

一些民间杠杆的野蛮生长却在意料之外,伞形信托下应运而生的配资公司就是其中一例,这些配资公司显然也充当着股市的资金推手。

证券时报记者调查发现,去年年中以来,各类配资公司如雨后春笋般生长。这些配资公司以自有资金充当伞形信托劣后级,通过特定交易系统,再将伞形产品的优先级及劣后级合并升级为优先级资金,以1:5甚至更高的杠杆比例,将“伞中伞”分拆销售给不同投资者,资产门槛最低者仅为2000元。

## 伞中有伞

陈贺(化名)是深圳某投资公司的骨干。他所在的公司,就是2014年四季度才刚刚成立的一家配资公司,通过特定交易系统,从伞形信托中获利公司的主营业务。

与网贷(P2P)公司不一样,我们是通过自有资金购入伞形信托一定份额,通过1:3杠杆获取更多资金,通过特定交易系统,我们将这部分劣后资金和标配优先级资金合并升级为“伞中伞”的优先级。再以1:5的杠杆比例,将“伞中伞”分拆销售给低净值客户。”陈贺说。

例如,该配资公司以300万元自有资金购入伞形信托产品劣后级,产品杠杆比例为1:3;凭借伞形信托,该公司以300万元自有资金,成功撬动了900万元来自银行的优先级资金;通过特定交易系统,配资公司将合计1200万元资金合并升级为“伞中伞”的优先级资金;再通过最高1:5杠杆将“伞中伞”的劣后级资金,即240万元分拆销售给投资者。

据陈贺介绍,配资公司主导的“伞中伞”,对资产门槛要求极低,这也是催生此类配资公司遍地开花的重要原因。

与融资融券及伞形信托相比,配资公司为“伞中伞”劣后级投资者设置的资产门槛多数仅为万元级,更低者甚至将单个投资人的最少出资额设置为2000元;配资公司设置的杠杆比例也十分灵活,1:5是行业惯例,1:10也不在少数;这类配资公司为“伞中伞”劣后级投资者设定的交易规则也十分灵活,投资者可以只持有1个月,参与金额不高的情况下,也可以做到单只股票100%持仓,到期之后我们将这部分份额转卖给其他投资者。”陈贺告诉记者,低门槛、高杠杆、时间自由及仓位由配资公司主导,是这类伞中伞的突出优势。

## 大量存在

伞形信托并不是资本市场的新鲜事物,但这类配资公司确实是

2014年年中才大量出现的。具体数量目前并没有明确统计,但业内人士共识的是,这类公司正大量存在着。”华南地区某大型信托公司证券投资信托部门负责人称。

陈贺告诉证券时报记者,比起2014年年中便嗅到赚钱先机拉开业务战线的同行,他所在公司只能说是“后来者”,这类配资公司的大量存在,也是伞形信托在本轮行情发行数量猛增的不可忽视因素。”

陈贺介绍称,配资公司从中赚取的利润主要包括两部分:其一是息差,其二是券商返佣。

即便是通过自有资金购入伞形信托劣后级,配资公司也需承担超过8%的年化资金成本,当然,我们分拆售出“伞中伞”劣后级资金所收取的配资费用更高,年化成本不低于18%。其中的利差便是我们的主要赚头。”陈贺称,市面上各家配资公司收取的配资费用并不一致,但运行路数大同小异。

另据证券时报记者了解,如果配资公司自有资金雄厚,可直接从银行配资,如可使自身的配资成本更低,但也不低于7%。而由于资金规模庞大,“伞中伞”劣后资金的销售也需要更多时间。

从银行配资到位时起,配资公司便要承受资金成本,时间对我们来说很重要。即便“伞中伞”劣后资金最终都能销售出去,花费时间也不能过长,否则大量成本就要由我们承担。”陈贺解释称,配资公司非常忌憚时间成本,所以往往先接触客户,对劣后资金规模及可接受的杠杆比例有了初步判断后,再去接触相关金融机构配资。

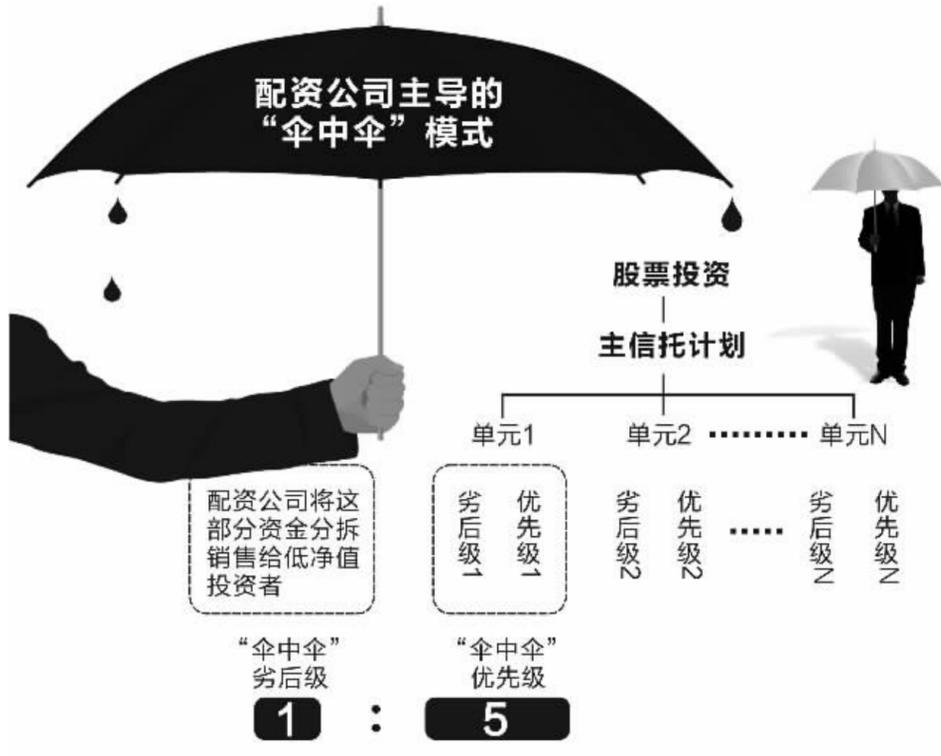
返佣是配资公司的另一利润来源,一般由配资公司与伞形信托产品对接的券商营业部达成协议,可获得万分之二到万分之三的交易佣金返点。

据介绍,配资公司的大量存在已催生出完整的业务链条。通常情况下,配资公司仅需与信托公司或者券商营业部接触,确定配资成本、交易佣金返点比例及系统通道费用即可。信托公司或券商营业部负责协助配资公司购入伞形信托劣后级,并通过特定交易系统形成伞中伞。配资公司只需负责“伞中伞”的劣后资金分拆销售。

## 风控疑团

实际上,在为A股市场导入大量资金,为牛市推波助澜的同时,伞形信托也被认为是A股市场种种雷区的制造者。面对伞形信托猛增的势头,部分银行开始收紧对伞形信托的配资业务。

1月27日,光大银行总行首先做出加强股票配资业务风控的决定,将股票结构化产品,即伞形信托的最高配资杠杆由1:3降至1:2.5,该杠杆对应的预警线、平仓线调整为0.93、0.88。另据证券时报记者了解,招商银行从2015年年初亦开始



将伞形信托劣后资金门槛大幅提高。

招商此前确定的伞形信托配资劣后资金门槛为500万元,这也是去年四季度以来我们重点推介的业务。今年初开始,我们将劣后资金门槛已提高至2000万元,总部也不再要求我们将伞形信托作为重点业务推介。”招商银行深圳分行人士透露。

2月3日,证监会证券投资基金业协会发布文件,禁止证券公司通过代销伞形信托、P2P平台、自主开发相关融资服务系统等形式,为客户与他人、客户与客户之间的融资融券活动提供任何便利和服务。

值得一提的是,尽管伞形信托正受到来自多方面的压力,证监会方面至今尚未对信托公司的伞形信托业务发布任何政策约束。

南方某中型信托公司证券投资信托部门总经理表示,由于光大银行是此前为伞形信托配资最多的银行,该行降低最高配资杠杆,意味着不少与之合作的信托公司也必然调低业务杠杆比例,比如陕国投近期便将伞形信托最高比例由1:3调至1:2.5。

另一方面,证监会今后是否会针对伞形信托出台一些政策,一些信托公司对此存颇多疑虑,但眼下还是信托开展业务的好时机。”上述人士称,目前市场上从事伞形信托业务较多的信托公司包括云国投、五矿信托、中融信托、厦门信托等。

我们可以理解监管层及相关机构收紧伞形信托风险敞口的用意,包括配资公司自身其实也在交易过程中设置了预警线和止损线。”陈贺称,对于小额投资者来说,配资公司惯常采用的1:5杠杆率风险确实较高,前

## “伞中伞”模式特征

- 1 低门槛**  
单个投资人出资额最少 仅需2000元
- 2 高杠杆**  
1:5是行业惯例, 1:10也并不在少数
- 3 时间自由**  
投资者可以只持有1个月
- 4 仓位灵活**  
参与金额不高的情况下, 单票持仓比例可以达100%



洽谈业务的也以股市老手为主。

另据证券时报记者了解,越来越多配资公司的产生,已使这一市场陷入无序状态,价格战也愈演愈烈。

最初配资公司收取的配资费用年化约24%,市场竞争者增多后,各家收取的费用也逐步下行,目前市场平均费用水平已降至18%左右。”陈贺说。

## 影子银行的转身

证券时报记者 程林

近期由信托业协会公布的68家信托公司财务数据令业界喜忧参半。

乐观的数据有,2014年末,信托行业管理的信托资产规模再创历史新高,达到了13.98万亿元,单家信托公司平均规模为2055.88亿元,总规模较2013年末的10.91万亿元,同比增长28.14%;较2014年三季度末的12.95万亿元,环比增长7.95%。

从营业收入看,2014年末,信托业实现经营收入954.95亿元,相比2013年末的832.6亿元,同比增长14.69%;信托业实现利润总额642.3亿元,平均每家信托公司9.45亿元,利润总额相比2013年末的568.61亿元,同比增长12.96%。

但令行业不安的是,信托公司不少核心数据出现下滑趋势。比较明显的是,资产规模增幅出现明显回落,比较2013年末46.05%的同比增长率,2014年同比回落了17.91个百分点;2014年末,信托业实现人均利润首次出现了负增长,301万元的人均数据相比2013年小幅减少4.65万元。

需要指出的是,从信托业收入结构看,2014年度,融资类信托占比首次降到了40%以下,为33.65%,相比历史上的最高占比,即2010年的59.01%,降幅高达25.36个百分点;与此同时,投资类信托和事务管理类信托的占比则稳步提升。

2014年度投资类信托占比为33.7%,相比历史上的最低占比,即2010年的23.87%,增幅高达9.83个百分点;2014年度事务管理类信托占比为32.65%,首次突破了30%,相比历史上最低占比即2011年的12.75%,增幅高达19.9个百分点;相比2013年末19.7%的占比,提升12.95个百分点。

自此我们可以发现,融资信托一枝独秀的既往局面已经得到根本扭转,融资信托、投资信托和事务管理类信托“三分天下”的格局得以形成。

这意味着,在各信托公司或主动、或被动的业务转型驱动下,在经济大环境的改变影响下,信托业正在从过去外界争议的“影子银行”角色转身。

此前,尽管各信托公司,包括银监会人士在内,均不承认信托是“影子银行”的代表,但是,在过去多年里,正是以信托贷款为代表的、与“影子银行”高度相似的非银行融资活动,以及由此隐含的刚性兑付,推动了信托业规模的快速增长。

在过去,融资类业务在信托业一枝独秀,有其深刻的历史背景和市场需求。其一,主流融资市场,包括银行信贷市场和股票市场限制过多,导致大量融资需求得不到满足,进而催生出信托融资为主导的业务模式;其二,自2008年之后,我国A股市场长期低迷,由此催生了信托业融资信托业务以具有固定收益特征的非标准化债权资产为主要的配置模式。

但是自去年以来,外界因素发生了根本性的变化,这直接导致我国信托公司类贷款业务的重要性不断降低,长期围绕信托业的“影子银行”阴影正在消除。

一个因素是信托违约案例不断增多,特别是近期以佳兆业等为代表的地产黑天鹅事件接连发生,这对信托公司的财产安全、品牌形成了巨大的威胁,不少信托公司因而已在中长期收缩融资类项目,转向投资类和事务管理类业务。

第二个因素,是我国信托公司的规模和实力已经发生了根本性变化,经过多年利润积累和不断增资扩股,资本实力已发生变化。2014年末,信托业实收资本为1386.52亿元,同比增长24.18%,平均单个信托公司的资本已超过20亿元,这使得信托公司对融资业务风险越来越敏感,加之多数信托公司为国资背景,宁可少做、不可出事,成为一种必然的选择。

第三个因素是A股从去年四季度开始发生了大幅反弹,过去求稳的信托客户纷纷退出固定收益类产品,转而选择高风险高收益、具有浮动特征的权益类产品,信托公司借势推广各自的私募基金业务、理财业务。

与此同时,以事务管理驱动的服务信托业务,比如消费信托、年金信托、养老信托等也均有显著发展。信托业务的日益多元化,对应的是投资者多元化的资产管理需求和高净值客户的财富管理需求,宏观上预示了信托业转型发展的根本方向。

# 中国版REITs脚步临近 信托公司围观多参与少

证券时报记者 蔡恺

中国版REITs(房地产信托投资基金)正渐行渐近,与REITs有“血脉”关联的信托公司却难言兴奋。政策未明朗以及实力资源弱等因素,信托公司未来参与REITs的进度很可能落后于其他金融机构。

## 券商积极探索REITs

作为房企盘活资产、拓宽融资渠道的有效工具,REITs在中国地产圈的呼声颇高。德信资本董事长陈义枫对证券时报记者表示,REITs是地产金融化的体现,作为资产证券化的工具,需要以未来有持续稳定现金流的资产作为基础,因此

REITs的标的通常为写字楼、商场等,REITs将给持有较多成熟商业物业的房企提供融资和变现渠道,盘活流动性较差的不动产。

近期有市场消息称,一线城市正在编制REITs试点方案,有望近期初步编制完成,并启动发行和交易试点。REITs在国内已出现了有益探索,可归纳为三个方向:一是真正意义上的REITs,但在中国境内还不具备发行条件;二是专项资管计划;三是私募性质的准REITs。嗅到REITs商机的金融机构已有所行动,参与机构以券商为主。

第二个方向的项目案例包括欢乐谷主题公园入园凭证收入专项资管计划、海印股份专项资管计划,分别由中信证券和中信建投证券操刀。

第三个方向的典型案例包括中信金石基金操刀的中信启航专项资管计划,以及高和资本的中华企业大厦项目。

REITs虽被称作“房地产投资信托基金”,依信托理念而生,与信托公司有亲近血脉,信托公司也一直对REITs有兴趣,然而实际探索却并不多。

## 信托有先天优势

中融信托创新研发部曾撰文称,相比其他金融机构,信托公司对房地产介入较深,开展过大量商业地产的经营性物业抵押贷款及商业物业租金收益权业务,有客户资源与项目经验;另外,REITs是资产证券化产品,在结构设计上必然存在SPV(特殊目的载体)作为破产隔离用途,信托特有的资

产隔离功能是其制度优势。

纵使信托公司在REITs上有先天优势,却鲜见付诸实际。用益信托首席分析师李琦称,这包含多方面原因:信托公司投研实力总体弱于券商,可动用资源也比较少;更为重要的是,REITs的监管办法尚未明确。

格上理财研究中心分析师曹庆展表示,REITs在我国面临的最重要问题是监管,目前为止我国REITs仍没有明确的监管部门,也没有完善的法律法规,其次是我国缺乏信托财产登记等制度。

一位负责资产证券化业务的券商投行人士表示,国内目前没有针对REITs的税收优惠政策,在物业资产转让和投资者购买产品两个过程中各方都需要缴纳较高税费,这使得产品

净回报率很难达到市场要求。

但也有信托公司迈出了第一步。平安信托较早探索“基金化”房地产信托产品,此前曾推出“磐石”系列全功能房地产信托基金;同时该公司也具备人才、经验优势,早在2009年就曾主导平安人寿收购伦敦劳合社大楼。

平安信托一位内部人士对记者表示,公司在地产领域耕耘了很多年,如果REITs有市场需求及政策指引,公司绝对可以第一时间推出相关产品。

但上述人士也指出,一些信托公司开展REITs的一些缺陷,一是动力不足,很多信托公司依赖通道业务,对于地产运营这种主动管理型业务缺少动力;二是REITs是公募产品,而信托公司产品都是私募性质,向来是以满足高净值客户的需求为主。