

券商PB系统“水土不服” 大量单一结构化信托产品提前终止

证券时报记者 杨卓卿

一场清理风波,不仅让伞形信托成为历史,也将合法合规的单一结构化信托产品置于无比尴尬的境地。

据证券时报·信托百佬汇记者了解,目前伞形信托产品已基本清理完毕,大量单一结构化信托产品也因不适应功能尚不完善的券商主经纪商业务(PB)系统交易,主动提前结束。

由于第三方交易系统迟迟未获中证协认证通过,新增单一结构化产品发行基本处于停滞状态。

存续产品 必须在PB端口交易

2015年8月底,证监会针对场外配资再出重拳,发文要求券商彻底清除违法违规的配资账户,并要求清理整顿工作原则上要求在9月30日前完成,个别存量较大的公司不得晚于10月底前完成。

在这场清理风波中,伞形信托产品“终止”毫无商量余地,优先级委托人享受固定收益,劣后级委托人以投资顾问等形式直接执行投资指令的单一信托产品亦被列入清理名单。正常合规的结构化信托产品得以“保全”,但该类结构化账户必须放弃使用外部信息系统下单,采用券商自身的PB等端口进行交易。

所谓券商PB业务,即指面向对冲基金等高端机构客户提供集中托管清算、后台运营、研究支持、杠杆融资、证券拆借、资金募集等一站式综合金融服务的统称。

值得一提的是,该业务的基础在于券商托管。

券商PB系统 功能尚不完善

值得一提的是,从表面看来,单一结构化产品在本次配资清理风波中被监管层“网开一面”,但在实际操作中陷入无比尴尬的境地。

也正因如此,近段时间信托公司单一结构化产品规模急剧缩水,新产品发行基本停滞。

此前证券投资信托产品所用的恒生、铭创等第三方交易系统,不仅具有程序化追保、平仓功能外,还可以通过DIY程序进行有选择的策略交易。而多数券商的PB业务目前发展则相对迟缓。

据悉,目前券商PB系统水平分化较大,部分券商可以实现为机构提供复杂产品设计、虚拟子账户估值、高水位法计提业绩报酬、单个投资者单笔计提业绩报酬和投资收益等个性化的服务,一些券商则还停留在分仓、计算净值、清算等基础功能。

更让信托方难以接受的是,与之合作的部分券商尚未开发PB业务,根本没有PB系统。

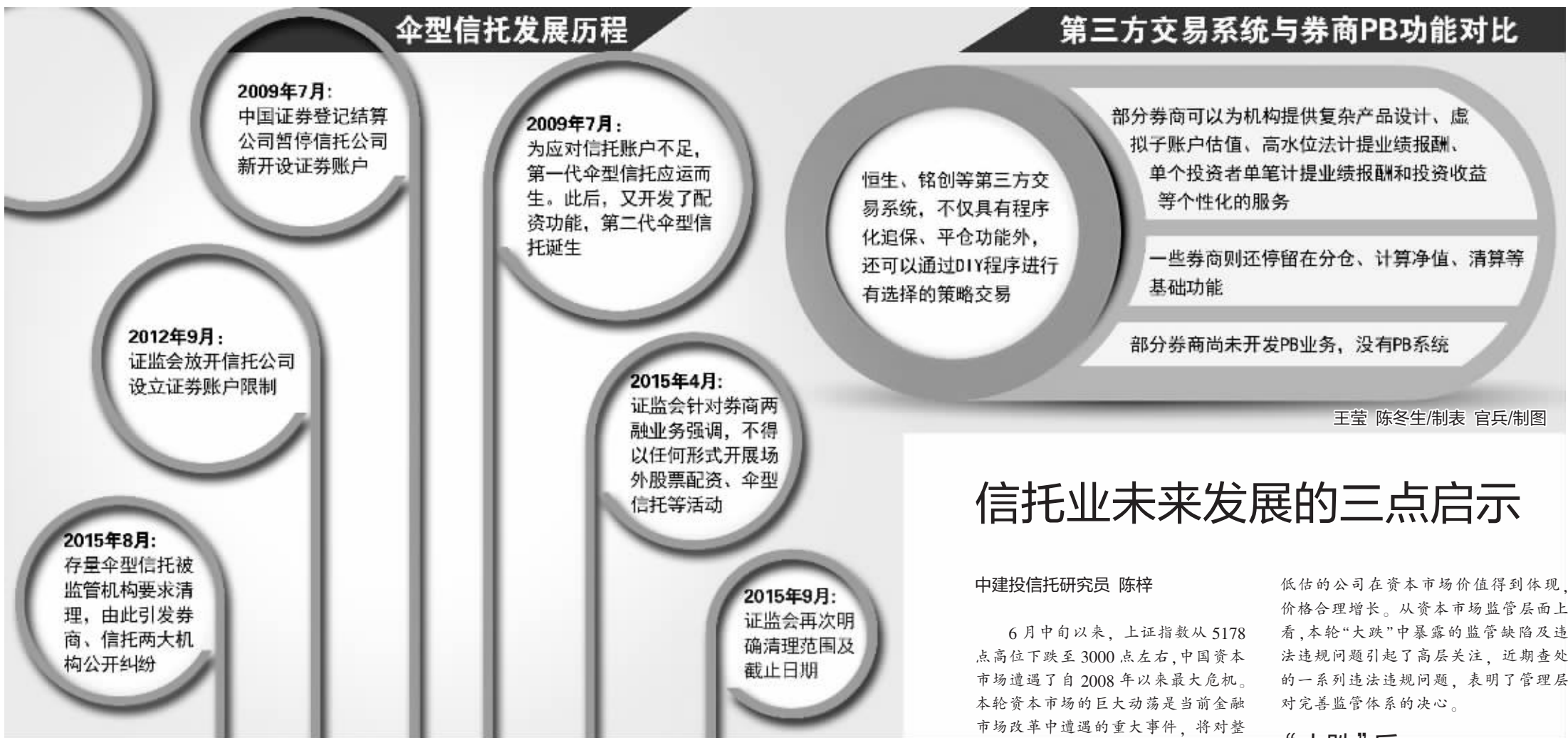
大量单一结构化产品 提前终止

据证券时报·信托百佬汇记者了解,由于无法适应功能尚不完善的券商PB系统交易,大量结构化信托产品选择提前结束。

“我们没有一只结构化产品转由券商PB系统交易。”一位中型信托公司证券投资业务部门相关人士称,由于券商PB系统无法满足公司此前设定的产品风控要求,公司一直劝说客户提前终止产品,除了账户中仍有停牌股票的产品,基本均已提前结束。

正因如此,上述人士所在部门托管资金由100亿缩水至不足20亿元。部门此前托管产品包括伞形信托和单一结构化,两者比例各占一半,目前剩余的资产两者均有。”他说。

另有信托公司相关人士透露,部分设有PB系统的券商选择直接关闭单一结构化产品端口,有的也允许存续信托产品按照他们认可的方式整改,继续交易。但这种方式今后能否得到监管层认可我们并不确定,所以在主观上也给客户提示过风险。”



新增结构化产品 陷入停滞

实际上,在大量单一结构化信托产品提前结束的同时,新增产品发行亦陷入停滞。

数位信托人士表示,出现这种情况包含多方面原因:一方面,券商PB系统无法满足信托方交易、风控等要求,信托公司普遍倾向清理结构化产品;另一方面,券商如今具有清算、托管等一系列资格,完全可以跳过信托公司直接与客户架起业务联系,很多信托公司认为接入PB系统其实是为券商输送客户资源。

“每一单业务都像给他们介绍客户,这种一锤子买卖我们才不做呢!”北京一位中型信托公司证券投资业务

部门负责人表示,目前他所在的公司仅保留少量结构化产品,同时将业务重点放在定向增发产品和自营业务。

南方某信托公司相关人士向记者反映,业界对外部系统重新接入券商热切期盼,但这个尴尬的时点实在不愿意多做。

另有业界人士观点更为悲观:这种结构化业务风险很大,我们都不敢做了。”

第三方系统重新认证 杳无音讯

按照监管层此前表达的监管旨意,今后外部系统仍有接入券商的可能。

今年6月12日中国证券业协会发布的《证券公司外部接入信息系

统评估认证规范》指出,若券商需要使用外部接入信息系统,应当经协会评估认证。券商已使用外部接入信息系统的,应当在自查整改完成后报协会评估认证。

在此前券商、信托的沟通中,券商方面也表达过此类意思。如广发证券就发给中融信托一份《关于暂停外部信息系统接入权限的告知函》显示,其将于9月18日收市后暂停外部信息系统接入权限,并在完成清理后根据贵司请求报中国证券业协会申请评估认证”,并告知中融信托“可以继续通过自有的网上交易平台及手机证券平台进行操作”。

一位信托公司相关人士称:券商、第三方系统等目前的精力是在处理清理场外配资遗留的问题,第三方系统重新认证没有时间表,而且若真前往中证协评估认证,相关第三方系统是否能够通过也是存在变数的。”

伞型信托昔日辉煌戛然而止

证券时报记者 王莹

伴随着监管层今年多次提示场外配资和伞型信托的风险,8月底,一则通知最终令伞型信托成为历史。

伞型信托缘何而起

2009年7月,中国证券登记结算公司暂停了信托公司开设新的证券账户,引起了业内不小的震动。

由于当时火爆的牛市行情,阳光私募发行产品的需求十分强烈,一时间证券类信托一户难求。为了解决信托账户不足的问题,伞型信托由此应运而生。此后,则更多地是为了满足配资,快速设立账户而设。

2012年,证监会放开了信托公司设立证券账户的限制,此时,基金子公司、券商资管管制也得以放松,导致了通道业务竞争加剧。由于可以从事此类通道业务的机构日益增多,信托公司和其他机构纷纷打起价格战,通道收入降幅明显。

此外,基金子公司不受银监会对于结构化信托在单票比例等方面的限制,在一定程度上,基金子公司利用低费率及低风险的优势抢夺着信托客户。

近两年,银行配资业务规模发展迅速,信托公司同为银监会的监管,银行转向与基金子公司合作此类业务。在此背景下,信托公司不得不大力开展伞型信托业务以夺回失地,伞型信托从原本解决账户不足的问题,转而向快速成立标准化产品发展。

特点鲜明发展迅速

伞型信托是结构化证券类信托的一种,由证券公司、信托公司、银行等金融机构共同合作,为二级市场的投资者提供投融资的投资产品。通常,每个子账户最低参与规模为100万元。

其名字来源投资结构,在一个信托计划下面,通过交易系统拆分成多个子账户,通常一个母账户可拆分为20个左右的虚拟账户。子账户间彼此独立进行投资运作和结算,但公用一个证券账户运行股票市场投资。

伞型信托的快速发展,与其一带多的证券子账户、较高的杠杆比例和较为广泛的投资标的密不可分。

每个虚拟子账户都由优先级客户和劣后级客户组成,优先级资金主要来源银行的理财客户,这部分客户将享有合同所规定的固定收益。劣后级客户主要分成三类,自然人客户居多,还有私募机构、投资管理公司以及大型集团的资产管理子公司。

设立过程方面,由于伞形信托下设的各子信托无需单独开户,通常投资者加入伞形信托仅需一到两天。而融资融券业务因单一账户模式,开立账户往往需要七天左右。

杠杆比例方面,此前市场上,优先级和劣后级金额的比例主要分为1:1、1:1.5、1:2、1:2.5以及1:3等,这也意味着劣后投资者可以2倍、2.5倍、3倍、3.5倍和4倍的杠杆进行股票交易。较高的杠杆比例,无疑是吸引劣后端资

金的重要原因。

投资限制方面,伞形信托所投资标的范围大大超过融资融券。除主板、中小板和创业板个股,伞形信托可以参与两融账户无法触碰的ST板块,亦可以参与封闭式基金、债券等投资品种的交易。

成本支付方面,融资融券需每月支付利息,伞型除了信托管理费和银行托管费外,对于优先级的利息,不用每月支付,可以到期后一次性进行支付。

此外,该账户可做到“阅后即焚”,不会在金融机构系统中留下痕迹。投资者撤出账户后,将会立即进行资金清算并注销账户,随后,配资公司将建立一个新的分仓单元为新的投资者提供服务。在一定程度上,解决了劣后投资者希望隐藏身份的问题。

追涨杀跌不容小觑

较高的杠杆可谓是把双刃剑,当股市出现单边大幅下跌时,为保证优先级利益,在触及信托公司所设的警戒线或止损线时,劣后级若不及时追加保证金,将会被强行平仓。

因此劣后级投资者在交易中格外敏感,当市场出现下跌时,伞型信托的劣后级投资者抛盘倾向十分明显,往往成为股市大幅波动的导火索。

多数信托公司表示,伞型信托已基本清理完毕。从某种程度上,伞型信托在中国资本市场的发展中,曾经扮演了重要的角色,也曾有过一段辉煌的经历,该业务逐渐消亡的同时,信托业更值得期待的创新产品有望产生。

信托业未来发展的三点启示

中建投信托研究员 陈梓

6月中旬以来,上证指数从5178点高位下跌至3000点左右,中国资本市场遭遇了自2008年以来最大危机。本轮资本市场的巨大动荡是当前金融市场改革中遭遇的重大事件,将对整个金融市场未来的发展走向产生重大影响。信托行业作为金融市场的重要参与主体,大跌也深刻地影响着行业未来走势。

“牛市”的迫切性与“大跌”的必然性

在本轮“牛市”在启动之初便被赋予了“国家牛”、“改革牛”、“资金牛”以及“杠杆牛”等诸多色彩。前二者揭示了“牛市”启动的必要性;而后二者也暗示了“大跌”发生的必然性。单纯以“大跌”后果否定“牛市”的发展逻辑显得过于武断。

本轮资本市场兴起的必要性固然迫切,但在发展的过程当中却发生了重大偏差,这也在很大程度上促成了“大跌”发生的必然性:

首先,从资金来源上看,杠杆资金成为了本轮行情的重要推动力量。其中券商融资融券规模从年初的1万亿元上涨至6月份的超过2.4万亿元,而高杠杆民间配资业务的加入,则进一步加大了市场的杠杆风险,并直接引发了“快牛”乃至“疯牛”行情。违法配资活动的清理也成了“大跌”的直接诱发因素。

其次,从资金流向来看,本次A股市场上涨主要以中小创等企业为代表,而具有较好业绩支撑的蓝筹板块并未受到应有的青睐。无业绩支撑的高估值公司的大量堆积,为大跌埋下了严重隐患。

金融改革 因“大跌”受挫非停止

期待资本市场繁荣的市场需求长期存在。在过去较长的时间内,国内经济发展主要以“杠杆+投资”驱动,银行信贷等间接融资是社会融资主要形式,股权融资等直接融资占比较低。杠杆上升与产能过剩严重,引发了风险在实体经济及金融部门不断积聚,影响国民经济长期可持续发展。让市场在资源配置中起决定作用,通过市场机制的完善引导资本流向实体经济,支持实体经济发展是我国未来金融市场改革的重要方向。这些举措离不开长期繁荣的资本市场的有力支撑。

支撑资本市场繁荣的市场基础已经形成。2014年下半年以来,随着多次非对称降息,我国利率市场化进程明显加快。存款保险制度、大额存单制度等制度的推出,为利率市场化背景下商业银行实现充分竞争奠定基础。随着无风险利率的下行,推动利率市场化进程的关键一环——市场风险溢价合理体现至关重要。

支撑资本市场发展的政策与监管机制在不断完善。从经济政策层面上看,随着全面深化改革的不断深入,多项政策改革红利未完全释放,之前被

低估的公司在本市场价值得到体现,价格合理增长。从资本市场监管层面上看,本轮“大跌”中暴露的监管缺陷及违法违规问题引起了高层关注,近期查处的一系列违法违规问题,表明了管理层对完善监管体系的决心。

“大跌”后 信托的机遇与挑战

信托作为资本市场的重要参与主体,“大跌”及其未来的走向均对信托行业未来走向产生深刻影响,这种影响除了直接影响证券投资信托业务外,还表现在对信托资金来源、资产配置,乃至整个行业业务模式等多个方面。

首先,“大跌”之后证券投资信托亟待重新定位。证券投资信托的重新定位一方面来自信托行业关于证券投资信托业务的重新思考,另一方面更来自于监管层乃至整个资本市场对该类型业务的重新定位。关于伞型信托乃至整个证券投资信托业务的发展,信托公司一方面要反思自身业务;另一方面作为市场参与主体,期待市场对该类型业务有更进一步认识,期待更加全面、稳定和审慎的市场监管。证券投资信托对于丰富证券市场参与主体,活跃市场交易,引导专业化投资等方面的积极作用,证券投资信托尤其是伞型信托在投资者准入、投资者风险教育等方面存在的缺陷,需要进一步完善。

其次,“大跌”深刻地影响市场资金的流向。在“牛市”兴起之时,信托产品销售尤其是自然人客户销售遭遇了一定瓶颈。自8月份开始,随着资金大量从股市撤离,以信托为代表的高收益类固定收益产品陷入了“资产荒”境遇。信托行业应充分认识到这仅是市场权宜之计,未来大类资产配置从低风险类固定权益类资产的转变的趋势并未改变。在利率市场化、利率下行乃至负利率时代,这种趋势将进一步加剧。同时值得警惕的一个现象是,类固定收益市场产品收益虽有所下降,但在资产端的资产利率下降速度明显快于理财产品收益率,也即意味着类固定收益产品的利差收益在加速收窄,这对未来信托行业经营构成了严峻挑战。

最后,“大跌”深刻影响信托资产的配置格局。在“投资+信贷杠杆”驱动模式下,信托资产的配置长期以房地产及市政等领域债权投资为主。未来随着多层次资本市场的完善,利率市场化与无风险利率的下行,以及房地产市场与市政基础设施建设领域市场环境的变化,信托资产传统的配置方式从长远来看不可维系。未来信托公司在继续深耕传统投资领域之外,积极寻求包括PE投资、定向增发、并购重组、新三板投资、量化对冲等嫁接资本市场的合作契机,谋求新的发展机遇,借力资本市场的未来繁荣实现转型;从资金的具体投向上看,要摆脱对房地产及市政基础设施领域的过度依赖,以寻找新的信托资金配置领域;从信托资金的具体运作方式上看,要摆脱单纯的债权投资模式,在利率下行背景下,积极拓展投资类业务,实现信托资金在投资运作过程中的风险溢价,在新的经济发展环境下为投资者创造稳健的投资收益。