

# 梧桐宝再玩拆分魔术 百万门槛变两万

□本报记者 曹淑彦 刘夏村

借助互联网打信托拆分“算盘”的不止“信托100”一家,近期一个名为“梧桐宝”的互联网理财产品出现在微信平台,借助它投资基金子公司专项资管计划的门槛骤降至2万元。该产品属于一家名为梧桐理财的互联网企业,其官网介绍,梧桐理财首创了信托、资管等私募产品的个人收益权投资模式。

据悉,购买资管计划,信托的门槛由100万元降至2万元的“魔术”,原理是梧桐宝拆分了资管、信托的收益权,然后供个人之间转让交易。对于这种新型拆分模式,信托人士认为,不同于“信托100”的明显违规,拆分收益权钻了法律的空子,属于打擦边球。基金子公司对此则较为担忧,表示并未与梧桐理财有过代销合作,并且对其行为并不知情,有公司已经提出希望下架挂购该公司资管计划产品。

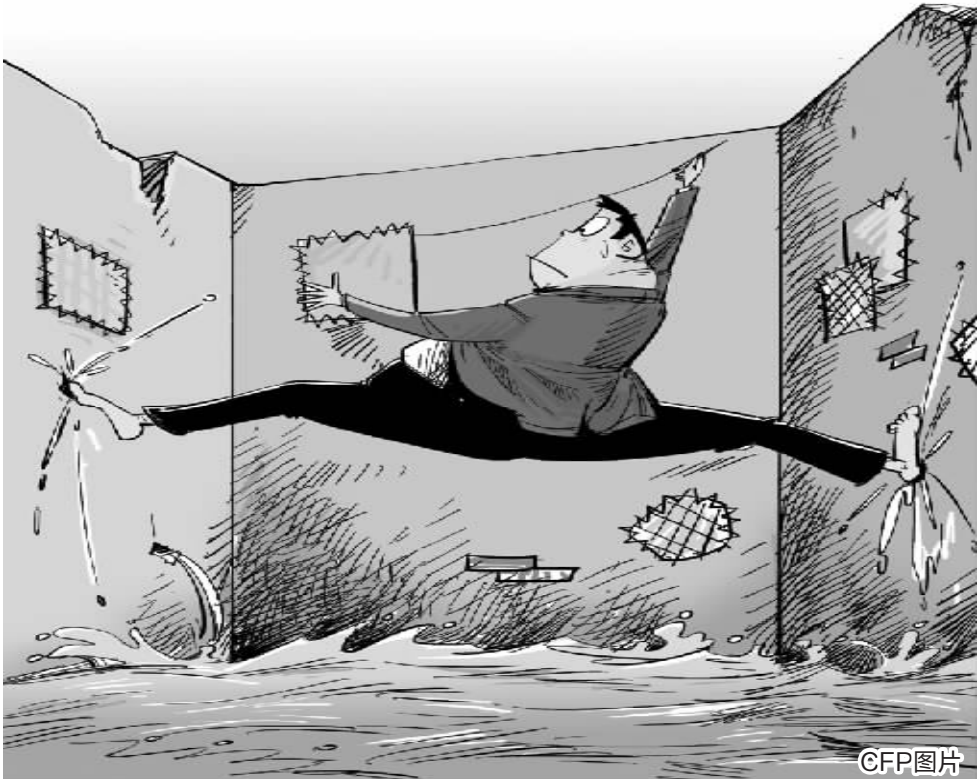
## 玩拆分 合规性和安全性存疑

“梧桐宝,2万=100万,8%—10%预期收益,灵活变现,100%本息回购。”这是梧桐理财网关于梧桐宝的宣传信息。2万元显然比信托100的百元起点高了许多,但仍与非公开募集产品所要求的100万元门槛相差甚远。通过梧桐宝,投资者可以2万元的门槛享受到非公募产品8%—10%的收益,这成为该平台最大的吸引力。

根据梧桐理财网信息,梧桐宝是梧桐理财网会员专享的互联网理财产品,投资于信托计划等个人收益权份额。2万元起投;当日购买,当日计息,预期年化收益率8%—10%;当日买次日即可转让。梧桐理财网表示,该模式是梧桐理财网首创的信托、资管等优质私募产品个人收益权投资模式。具体流程是:信托持有人通过梧桐理财网,将个人收益权转让拆分和交易,投资人投资于拆分后的收益权份额。正是“拆分”之举,引发了业内人士对其合规性和安全性的争论。

梧桐理财网创始人及CEO陈恳表示,梧桐宝模式与信托100完全不同,类似于平安陆金所,是个人财产权益的转让,且限于合格投资人之间。“第一,我们是转让,个人收益权转让,人和人之间的财产权益的交换;第二是私募,我们每个标的都不超过49份,一般为30—40份;第三是合格投资人,每个份额有最低的门槛,且投资人对应的是合格投资人;第四,平台就是平台,本身不是交易主体;第五,资金流和我们无关,完全是提供第三方支付服务。”陈恳表示,在梧桐理财平台转让信托或资管计划,持有人还是原来的持有人,只不过,持有人自己转让了其中的财产收益权益。“人和人之间的权益转移,受到民法和合同法的保护,可以此提起收益权要求。而且,我们转让个人收益权的时候,需要持有人完全委托自己的收益权益,如果违法,本身需要承担民事甚至刑事责任。”

从梧桐宝当前在售的产品来看,梧桐宝个人收益权1003期,起点2万元,投资收益率8.28%,并有“本息回购和本息保障”。该产品挂钩的是一家基金子公司的专项资产管理计划。根据其他第三方销售机构信息,该资管计划的投资门槛是100万元起,预计收益率10%以上。对于中间的收益差,分析人士认为,可能



用于支付梧桐理财平台的各项费用。

陈恳表示,作为平台,梧桐理财平台盈利并不依靠赚利差,平台赚取的是服务费。梧桐理财向出让方收取转让服务费,为转让本金的1%—2%。“转让费单独收取。转让方也可能贴钱转让,平台不参与分利。”“我们的营业范围就是金融信息服务。如果客户有需求,我们完全交给信托或者基金子公司,他们去服务。我们绝对不会截留客户信息。”陈恳再次强调,“我们只是一个互联网流量平台,负责引流。”

然而,中国证券报记者向梧桐理财客服了解详情时,一位客服人员的表述是:“我们的产品都是正规的信托产品,由商家购买过来,再放在我们的平台上进行转让。比如说,信托产品周期比较长,有些人急用资金,就会转让信托。”并且表示,“我们有一部分自购产品。”

当中国证券报记者再次向客服求证时,另一位客服人员则表示,公司并没有自购产品,且目前公司销售的仅为基金子公司的资管产品。陈恳也表示,梧桐理财定位平台,不会成为交易对手,不参与转让产品。

梧桐理财网显示,委托转让个人收益权,所有转让收益权均经过梧桐理财网进行风险审核,并配合梧桐理财网进行持有人变更或设立监管账户。

## 擦边球 收益权与受益权之辩

据了解,目前为信托、资管计划提供转让平台的公司已有多家,包括专门的第三方转让平台、第三方理财公司以及信托公司等机构,提供信托受益权转让服务。而梧桐宝的拆分“创新”之处引发很多业内人士的“费解”,并认为,其模式虽然与信托100不同,但仍涉嫌打擦边球。

关于拆分的数量,据梧桐理财网客服人员表述,“相关法律规定,信托最多只能拆分成

50份,不同于‘信托100’,我们的产品是以一份两万元以上进行拆分的,拆分绝对不会超过50份。”对此,一位资深信托业律师表示,“这样的说法并不准确,可以有多少投资者与可不可以拆分完全是两个问题。”事实上,根据《信托公司集合资金信托计划管理办法》的规定,单个信托计划的自然人人数不得超过50人,而这是指整个信托计划而非信托份额。

某信托公司法务人士表示,根据《信托公司集合资金信托计划管理办法》的规定,信托计划存续期间,受益人可以向合格投资者转让其持有的信托单位。信托公司应为受益人办理受益权转让的有关手续。“信托受益权进行拆分转让的,受让人不得为自然人。机构所持有的信托受益权,不得向自然人转让或拆分转让。”

对此,梧桐理财人士表示,梧桐宝的模式并没有拆分信托受益权,拆分的是信托持有人的收益权,符合合同法和民法,合法合规性方面没有问题。其中,梧桐理财网的作用类似P2P,只是一个平台,为委托人也就是信托或资管计划的持有方,提供个人收益权的转让。

而前述信托法务人士认为,对于信托收益权的拆分,法律并没有明确规定,可谓是钻了一个法律空子。某信托公司高管认为,信托是一种金融产品,而拆分信托受益权的收益权,算是一种金融衍生品,但这样的机构显然不具备发行金融衍生品资格。

工商注册信息显示,梧桐理财网的运营公司——上海紫桐金融信息服务有限公司于今年3月11日成立,注册资本425万元,经营范围为金融信息服务(不得从事金融业务)、投资咨询、商务信息咨询、市场营销策划、公关活动策划。

## 风险难控 基金公司要求下架

无论是信托还是专项资管计划,普遍要求

投资门槛在100万元以上,才符合有关规定关于合格投资者的要求,而“拆分”化整为零之后,投资者的合格性成为重要问题。

根据《信托公司集合资金信托计划管理办法》,信托计划的委托人应当为合格投资者,“合格投资者,是指符合下列条件之一,能够识别、判断和承担信托计划相应风险的人:(一)投资一个信托计划的最低金额不少于100万元人民币的自然人、法人或者依法成立的其他组织;(二)个人或家庭金融资产总计在其认购时超过100万元人民币,且能提供相关财产证明的自然人;(三)个人收入在最近三年内每年收入超过20万元人民币或者夫妻双方合计收入在最近三年内每年收入超过30万元人民币,且能提供相关收入证明的自然人。”基金子公司的专项资产管理计划也有类似规定。根据证监会公布实施的《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》,特定客户是指“委托投资单个资产管理计划初始金额不低于100万元人民币,且能够识别、判断和承担相应投资风险的自然人、法人、依法成立的组织或中国证监会认可的其他特定客户”。

上述信托高管认为,拆分信托受益权的收益权,使得信托的投资者在客观上扩大,而且面向不特定的公众,严重偏离了监管层的监管要求。梧桐理财网在其官网上,有声明建立合格投资人制度,每一个投资人均需要是合格投资人,而且提供相关的资产文件。但据客服解释,梧桐理财网目前并不对投资者资产进行验证,只要投资者能够支付2万多份的份额购买资金,就能投资所谓的“信托”。

陈恳表示,梧桐理财网对合格投资人有一定要求,目前是推广期的尝试,“即使是2万元,我们要求也是类似银行理财的合格投资人。购买梧桐宝,类似购买银行理财,也需要合格投资人,不过资产规模要求不一样。银行理财的基础资产中,其实也包括大量的信托收益权资产,也没有要求银行理财的客户提供信托购买的合格投资者要求。”

另一个值得注意的问题是,投资者在购买梧桐宝产品时,首先要支付上家利息,这意味着,由后来的投资者为上一个投资者支付持有期的利息,后面再有转让以此类推。分析人士认为,后来者将承担更大的风险,如果最终信托或资管计划出现问题,那就是最后接棒的投资者来承受全部风险,而前面的投资者则早已实现收益兑现。

前述信托法务人士亦对中国证券报记者表示,这类产品存在风险隐患。首先,收益权的规模无法确定;其次,一旦相关信托产品发生兑付危机,扩大的投资者数量亦将使风险扩大。

对于梧桐宝当前在售的挂钩基金子公司产品,相关基金公司人士表示,没有听说过梧桐理财,也没有合作关系,梧桐理财并没有直接购买公司的产品。对于梧桐宝的拆分模式,该人士表示担忧,“第三方理财市场比较混乱,有的是一层一层承保,基金公司和第三方合作,然后第三方可能把销售量再分包给其他小一点的销售机构,这样导致基金公司只能控制直接合作一端的销售机构的行为,但是其他的却保证不了。所以,就算拆包卖也是违规,我们会向梧桐理财要求下架我们的产品。”

# 债市春暖 债券基金“且行且珍惜”

□本报记者 田露

2014年初以来,债市暖春在迟疑中逐渐展开。截至目前,多数债券型基金今年以来取得了正收益,相比去年的惨淡,形势已然逆转。但不少基金经理认为现在货币政策取向并不明朗,因此在目前的投资操作中,他们仍不敢采取全面的进攻策略,“且行且珍惜”成为目前债基金经理的普遍心态。

## 多数债基获正回报

目前多数基金公司的基金一季报已经披露,根据天相投顾的数据,股票型基金投资回报依然难尽如人意,而固定收益类型的基金产品则风景独好,其中,债券型基金一季度末共取得了61.43亿元的利润,而去年第四季度,该类资产则亏损了68.70亿元。

实际上,债券型基金不仅一季度业绩较好,根据Wind资讯统计的数据,截至4月20日,593只债券型基金(银河分类)中,仅21只基金出现投资亏损,而包括今年刚成立的一批债基在内,共有568只基金取得正回报,盈利债基的比例高达95.78%。

总体来看,出现亏损的债基不少都是可转债基金。而且,除不多的几只债基出现5%、6%的亏损之外,其余亏损多控制在1个百分点以内。而从取得正回报的产品来看,有56只基金目前的净值增长率超过4%,其中,部分分级债基进取端甚至取得了8%、9%或10%以上的回报。相比2013年的一片惨淡,今年以来债券型基金的表现的确可圈可点。

显然,这也与年初以来的债市回暖关系密切。不过,记者注意到,对于债市接下来是否还能保持良好状态,各机构的看法不大一致。在临近披露的基金一季报中,基金经理们对于后市

的态度都有些暧昧。

## 心态普遍谨慎

对于目前的情况,上海某公司的债基金经理表示,现在市场方向比较模糊,难以看清。

“去年的货币政策应该说是一种顺周期的调控,即当GDP下行、经济出现放缓势头时,并不刻意进行刺激,反而在资金面上比较注意规避宽松取向,所以才会出现‘钱荒’。但是今年一季度的情况有所不同,当经济下行时,逆周期的调控手段再度出现,关于‘稳增长’的基调也频频被提起。这样我们就看到资金面比较宽松,最近一段时间的银行间回购利率明显较低。但这样低的资金利率还会持续吗?大家心里是有疑虑的。”这位基金经理说。

他向记者表示,实际上,最近几年,国内经济政策一直在“稳增长”和“调结构”之间摆

动,以前还有一个明确的取向,但现在取向越来越难以把握,有些可能只是临时性的手段。天平究竟往哪边摆,市场参与者心里没谱。“如果二季度PPI摆脱下行势头,PMI数据也开始改善,央行还会维持目前中性偏松的资金局面吗?我们心里还是有疑问。”该位人士说道。

有业内人士也告诉记者,目前基金经理在操作过程中普遍带有防守心态。虽然在债市上涨的过程中投资杠杆杆加上去了,但大多只在110%、120%左右,而且也没有选择长的久期,这显然还不是积极的牛市心态。

另外,今年以来的回暖行情,主要发生在信用债方面,其中以城投品种最为火热,而利率债的收益仍普遍处于历史高位。考虑到货币政策走向的不明朗,二季度利率债可能仍呈现震荡走势,而城投债方面,可能也到了需要渐渐谨慎、边走边看的阶段。

# “沪港通”有望抬高保险股估值中枢

□本报实习记者 李超

分析人士认为,“沪港通”对保险行业基本没有直接影响,但能够最大程度缩小A/H股价差异,推动保险股估值中枢出现上移。同时,随着沪港直通的扩大和外汇管制的放松,保险资金大量持有的蓝筹股将受益,险资有望迎来更多港股投资机会。

## 推动保险股估值修复

资料显示,国内4家保险公司中国人寿、中国平安、中国太保和新华保险都在A股和H股上市,意味着将来“沪港通”投资者均可投资。该举措对保险股的影响可谓立竿见影。中信建投证券分析师魏涛认为,互联互通机制试点的消息发布后,由于保险板块H/A股具有较高的溢价率,使得A股市值大涨。最近半年,平安和大

保的溢价率在30%—40%之间,人寿在20%—30%之间。“沪港通”相关消息一出,保险H/A股溢价率迅速缩小。

平安证券分析师缴文超、刘欣琦认为,“沪港通”对保险行业基本没有直接影响,但是鉴于此前A/H保险股存在估值差异,“沪港通”的推出虽然难以抹平A/H股溢价,但却能够最大程度缩小二者之间的股价差异,尤其是在A股保险股长期低估的基础上,“沪港通”能够推动保险股估值中枢上移。2013—2014年保险行业的恢复具有持续性,这种行业性趋势的变化将支持保险股的估值中枢在催化剂的基础上出现回升。

国泰君安分析师赵湘怀认为,保险A股将迎来历史性投资机会。从历史数据看,保险A股长期折价。而由于内地、香港在投资者构成、风格偏好和上市牌照等方面的差异,保险股老三

家的A/H折价长期较其他板块更深。沪港直通车将给保险A股带来增量国际资本,平抑两地价差,保险精算价值估值体系将重新确立。

华融证券分析师赵莎莎认为,“沪港通”的落实有助于A股险企股价上扬,估值抬升,但具体是否会实现A、H股同价,要视情况而定。从消息发布当日情况看,各股出现大涨之后,中国平安、中国太保、与中国人寿的A、H股负溢价仍然较多,对应当日H股收盘价,仍存在20%以上的向上空间。

## 保险投资迎来良机

赵湘怀认为,“沪港通”落实后,从标的和 markets 看,保险投资收益将提高。随着沪港直通的扩大和外汇管制的放松,保险资金大量持有的蓝筹股将受益于此,有助于体现保险股的高弹性。同时,保险资金在总资产15%的范围内可投

资境外资产,“沪港通”也给险资带来更多港股投资机会。

赵湘怀表示,一方面,直通范围有限:“沪股通”包括上证180指数、上证380指数成份股,以及A+H股票;另一方面,A股大盘蓝筹与国际市场的相对估值较低,而创业板相对估值较高。

缴文超、刘欣琦认为,上涨后保险股价存在支撑,溢价抹平会更加注重基本面。虽然“沪港通”准备阶段需要6个月时间,但是市场存在预期,可能在“沪港通”之前抹平A、H股溢价,因此保险股的上涨会存在支撑。但是一旦溢价扣除摩擦成本套利空间减小,保险股再次上涨的动力将主要来自基本面。

未来A股保险股会追随H股,H股未必追随A股。在现有资本不能自由流动的情况下,未来A股市场仍然是独立的,因此“沪港通”的存在会使得A股保险股受H股影响的程度更大。

## 浦银新经济发行

□本报记者 田露

当下,中国经济正进入转型升级和结构调整的关键期,浦银安盛基金紧紧围绕转型期主题投资机遇,于4月23日起正式发行浦银安盛新经济结构混合型基金,投资者可通过交通银行、浦发银行、浦银安盛直销中心及浦银安盛官方网站等渠道认购。

据了解,浦银新经济结构混合型基金投资股票的比例占基金资产的0—95%,其中投资受益于新经济结构,包括新城乡结构、新需求结构、新产业结构相关行业股票的比例不低于非现金资产的80%。从该基金投资策略来看,新的经济结构包括新型城乡一体化结构以及新需求结构、新产业结构,以及传统产业转型所带来的投资机会等。该基金拟任基金经理为蒋建伟,Wind数据显示,截至4月18日,蒋建伟管理的浦银安盛价值成长股票基金今年以来总回报为9.53%,在同类365只普通股票型基金中排名前1/16。而自蒋建伟2010年7月21日任职以来,该基金的总回报率也达到32.12%,获海通五星评级。

## 银联携手易方达

## 推企业版余额宝

□本报记者 常仙鹤

近日,银联联手易方达为中小企业主和个体工商户量身定做的企业版余额宝已在全国范围内正式上线。该产品运作平台是银联商务的“天天富”,目前,易方达旗下易理财货币基金已对接该平台,为企业提供便捷的现金管理和增值服务。

据介绍,银联商务“天天富”平台是银联商务有限公司面向企业,特别是中小微企业和个体工商户推出的综合理财平台,瞄准企业短期闲置资金的收益需求。使用银联商务POS机业务的合作商户,只需与银联签署一份线下协议,并登录银联在线商户服务门户网站提交开户申请后,就可以使用“天天富”业务自助开通智能理财。“天天富”最低申购金额低至1元,购买无需任何手续费,支持T+1日赎回到账。另外,通过银联商务“天天富”平台购买的货币基金所获收益无需缴纳任何税目,同时该平台的资金由银行全程监管,企业资金账户安全可得到充分保障,交易安全可靠。

易方达相关人员透露,银联目前拥有200多万服务商户,年处理交易流水超过2.5万亿元,双方的合作是一次突破性尝试,将为广大中小企业和个体工商户提供十倍于活期存款的现金管理工具。

## 银华日利套利机会显现

□本报记者 郑洞宇

据悉,场内货币基金银华日利在“五一”小长假前不会暂停申购,即在4月30日的交易时间内都可以申购和交易,成为目前为数不多的在节前不会暂停申购的货币基金。

今年“五一”小长假将有4天休市期。按照惯例,大多数货币基金会选择在4月28日甚至更早便暂停申购,而一些“宝”类货币基金虽然不会暂停申购,但实际上在假期的申购是无法享受假期收益的。这也意味着投资者可能需要提前将资金买入货币基金。而作为场内货币市场基金,银华日利在交易时间内均可在场内申购、交易,最大限度地提升了资金使用效率。不过,由于银华日利特殊的净值计价方式,如果投资者选择银华日利,需在4月29日15:00之前申购,才可享受长假期间的投资收益。

另外,作为场内交易型货币基金,银华日利在二级市场实行T+0交易,而每到长假前,银华日利二级市场通常呈现溢价状态。套利资金可利用一二级市场的价差进行套利,来换取无风险收益。

## 万家基金:

## 沪港通利好180指基

□本报记者 李良

沪港股票市场交易互联互通机制试点获批,给A股市场注入了新的活力。试点初期,沪股通的股票范围是上证180指数、上证380指数的成份股,以及在上交所上市的A+H股股票,这令相关指数基金备受关注。对此,万家180指数基金的基金经理吴海指出,上证180指数权重股集中在大盘蓝筹股,沪股通的开通在估值方面对180指数提供了有力支撑。而沪股通的影响并非仅是价差收敛这么简单,更是一个两地投资理念、估值理念、交易习惯等碰撞和交融的过程,因而影响是长期和深远的。

吴海进一步指出,价差是个相对概念,受多重因素影响,沪股通不代表沪市蓝筹一定会涨,但可以肯定的是,这扇窗的打开,对提升内地市场的定价效率、客观认识蓝筹股的投资价值、压制炒小盘炒成长的交易偏好等,都将发挥重要作用。

分析人士则认为,目前投资者可以尝试对指数成份股进行跨市场套利,但由于内地投资者直接投资港股并无实质限制,预计半年后再通过沪股通进行套利的机会并不大。对于普通投资者而言,由于关注股市时间较少,在专业知识和技能方面也相对不足,作为中长期配置,180指数基金已经初具投资价值。