



利益链难断 新业务潜行 伞形信托入市现状调查

□本报记者 刘夏村

新年增速下滑

业内人士认为，监管层收紧伞形信托业务旨在降低A股杠杆。实际上，作为成就此轮“杠杆上的牛市”的重要力量，伞形信托一方面促进了市场的活跃度，一方面亦放大了市场风险，因此其动向不得不察。

所谓伞形信托，即在一个主信托账号下，通过分组交易系统设置若干个独立的子信托，每个子信托便是一个小型结构化产品。信托公司通过其信息技术和风控平台，对每个子信托进行管理和监控。虽然共用一个信托账号，但每个子信托都是一个完全独立的结构化信托产品，单独投资操作和清算。其交易结构是：在原有的股东账户和信托账户下（一级母账户），通过设立二级虚拟子账户的方式，来为多名资金量有限的投资者（劣后受益人）提供结构化证券投资的融资服务。

伞形信托并非这轮牛市的产物。早在2009年，信托证券账户开户一度被叫停，一些信托公司为解决信托证券账户匮乏问题，遂使用了伞形信托这一模式。但随着信托新开设证券账户重新放开，伞形信托便寂寂无声。

一位证券信托部门负责人透露，就其观察而言，早在2013年下半年，产业资本通过伞形信托进入A股的迹象即已显现，且以金融股为重点配置方向。多家信托公司业务人士则向中国证券报记者表示，更大规模的资金通过伞形信托进入A股起始于2014年7月份，此后一度呈现爆发式增长。

一家该业务规模位居行业前三的信托公司的数据亦与前述表述相符。中国证券报记者通过统计该公司网站“信息披露”中相关伞形信托子信托成立情况后发现，在2014年5、6月份，分别成立4只和11只子信托；在行情启动的7月份则成立了35只；在随后的几个月中，其子信托的成立数量分别为71只、101只、138只、93只，到12月时达到201只。

不过，绝大多数信托公司并不会就其伞形信托的成立情况进行披露，所以目前伞形信托的规模状况仍是一个谜。信托业内人士估计，2014年12月末，伞形信托的存续规模为2000亿元，而来自券商最新的估算认为，其规模则为3000—4000亿元。

值得注意的是，来自多家信托公司的相关业务人士透露，元旦后伞形信托的发展增速开始下滑，但新成立规模及数量依旧保持增长态势。

不过，近期监管层一系列降杠杆措施则让增量资金的不确定性因素增多。川财证券在日前的一份研报中认为，2015年的杠杆增速将有显著的下降，整个资金面将会从2014年的增量博弈局面向存量博弈局面转变。国泰君安亦在报告中表示，自1月中旬起，一行三会分别对于信贷和杠杆资金进入股票市场的隐患进行排查。综合考虑监管部门近期政策在边际上的变

A股降杠杆的另一只监管政策靴子已然落地。

近期，市场上流传的一份来自证监会的文件表示：“禁止证券公司通过代销伞形信托、P2P平台、自主开发相关融资融券服务系统等形式，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。”多家信托公司的相关业务人士对中国证券报记者证实，确有这样一份文件。

伞形信托作为撬动此轮牛市的重要杠杆之一，其劣后级客户多由券商提供，而前述文件的相关规定是否会将这一“杠杆”拦腰截断？

中国证券报记者了解到，从目前情况看，券商对此文件的理解、执行程度并不相同，有券商公司全面叫停了伞形信托新增业务，但也有券商还在做已成立伞形信托下新增子信托业务，所以禁止作用并不显著。实际上，在伞形信托业务中，已经形成了一条包括劣后级投资者、券商、信托、银行在内的利益链条，彼此互有所需，互有所求。据相关信托业务人士透露，在经过年前爆发式的增长后，近期伞形信托增速出现下滑，但绝对数继续保持增长态势。

不过，一些研究机构认为，监管层一系列降杠杆措施，将导致增量资金入市逻辑在短期内被打破，2015年杠杆增速将有显著下降，A股或重回存量资金博弈局面。

动，短期内资金成本下降的线性外推式的预期将受到影响，甚至可能转变为无风险利率短期内的上升。这一因素的变化导致增量资金入市逻辑在短期内被打破。国泰君安认为，“证监会禁止代销伞形信托，进一步确认了监管态度变化。”

禁令下“偷生”

伞形信托还能做吗？这几天，信托经理张华（化名）正在为手里几单初步达成合作意向的伞形信托业务焦虑。

这是张华他们团队第一次做这一业务。自从2014年7月A股走牛以来，证券投资信托，特别是伞形信托业务开始升温，加之传统的房地产信托、基础设施信托业务陷入困境，一些信托公司及业务团队开始将目光转向这一领域。

张华他们团队即是如此。本以为借着伞形信托业务可以开拓新的盈利空间，但不料，一份来自证监会的文件打乱了他们的计划。这份文件表示，禁止证券公司通过代销伞形信托、P2P平台、自主开发相关融资融券服务系统等形式，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。事实上，在伞形信托业务中，大多数客户均来自于券商，因此其地位至关重要，所以文件流传之初，一些市场人士担心伞形信托被“腰斩”。

不过，中国证券报记者了解到，从目前情况看，该文件的禁止作用并不显著。一位从事伞形信托业务的资深信托经理表示，这一文件并非针对信托公司，所以在信托公司层面，伞形信托业务可以照常开展，而各家券商目前对此文件的执行尺度松紧不一。

他进一步解释道，在伞形信托业务中，信托公司与券商仅就伞形信托的主信托签署代销协议，子信托并不签署，所以文件“禁止证券公司通过代销伞形信托”将使新开设的伞形信托销售受到限制，但并不影响已成立的主信托下新增子信托业务；但文件中“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”这句话表述较为宽泛，得看各证监局及证券公司如何理解和执行了。

他透露，目前某大型券商已经叫停上海地区所有新增伞形信托业务，但也有券商尚能做已成立主信托下新增子信托的业务。

另一家位于华南某地的信托公司相关人士亦透露，目前与其合作的券商中，有一家已经从激励考核中取消了伞形信托一项，所以这家券商的营业部已经没有动力去做伞形信托业务了。不过，他也承认，文件下发后，依旧有从券商过来的“单子”。

利益链起底

“天下熙熙，皆为利来；天下攘攘，皆为利往”。禁令之下，伞形信托新增业务尚能“偷生”，其原因亦无外乎如此。

一方面，股市升温，伞形信托的诸多优势受到不少杠杆资金投资者的青睐。据业内人士介绍，目前可供投资者选择的杠杆模式包括融资融券、单一账户结构化信托、伞形信托。同样是结构化证券投资信托产品，单一账户模式的产品由于需要开立证券账户等原因，其成立时间

大概得花费一周左右。相比之下，由于伞形信托下面的各子信托无需重新开户，所以成立时间一般仅为一到两天。另外，相比融资融券，伞形信托的投资范围更为广泛，包括主板、中小板和创业板，甚至对ST板块也可投资。相比单一账户模式，由于伞形信托中所有子信托共用一个证券账户，所以就可规避对单只股票的仓位限制。按照银监会的规定，结构化信托持有单个股票不能超过信托资产净值的20%，但在伞形信托中，对于每一个子信托而言，只要整个大账户没有超过限制即可。目前，一些投资者希望只买一两只股票，而一些信托公司亦放宽了其伞形信托中子信托的仓位限制条件，因此深受这类投资者欢迎。

在一些业内人士看来，伞形信托更大的魅力在于其较高的杠杆率。据多位信托业内人士介绍，目前伞形信托的杠杆率最高可为3:1，而融资融券的杠杆率仅为1:1。同时，值得注意的是，在伞形信托中，劣后级一般由实际的投资者担任，而优先级则来自于银行理财资金，其配资成本近期保持在7%左右，低于融资融券8.6%的行业标准。这就意味着，通过伞形信托，“劣后”可以控制最多3倍的较为便宜的银行资金用于A股投资。

另一方面，在满足相关投资者需求的同时，开展伞形信托业务的相关机构亦能够在这一业务链条中分得一份羹。在伞形信托业务链条中，主要是证券公司、信托公司和银行三类机构，相对应的监管部门分别是证监会、银监会。具体而言，券商了解到客户杠杆投资需求后，再寻找信托公司渠道，由后者发行信托计划，对接银行理财资金，并指定挂靠到券商营业部，融资方可进行操作。

在这一链条中，券商往往是伞形信托业务的发起方，其利益诉求也是赚得交易佣金；信托公司在其中赚取千分之五左右的通道费，虽然费率较低，但规模做大后信托公司的收入亦较为可观；作为优先级客户的银行理财资金，亦有着相当的积极性。例如，对于伞形信托的配资“大户”光大银行，中金公司就在一份研报中就指出：光大银行明确表示，2015年将继续增加理财对股市权益类投资的占比。考虑到理财余额每年以40%左右的速度增长，2015年理财权益类投资余额的增长将至少在50%左右。银行增加权益类投资的背景是理财规模快速增长，债券利率整体下行。同时，原先高收益率的非标资产难觅，所以银行必须寻找替代性的高收益率资产。权益类投资特别是两融收益权、伞形信托的风险很低，是理想的替代性高收益率资产。

川财证券在此前的一份研报表示，禁止证券公司代销伞形信托，而伞形信托需求本身就是从证券公司发起的，证券公司有相应的利益诉求，如果仅仅是代销可以不签署相关的代销协议并不构成实际操作上的禁止意义。川财证券认为，伞形信托链条相对应的监管部门分别是证监会和银监会，仅有证监部门的监管，在利益的驱动下，实质性效果比较弱。