



IC图片

# 生死一年间:伞形信托启示录

□本报记者 刘夏村

## 最后的疯狂

2014年12月的一天,自诩为“人民币搬运工”的信托经理张华感慨到,自己增加的业务量足以说明A股对于资金的吸引力。

这位负责证券投资信托业务的信托经理说:“以前证券投资信托业务不是很多,我们需要做一些房地产信托等业务才能完成业绩,但自7月份以来,仅证券投资信托业务,特别是伞形信托业务就够我们忙的了。”

事实上,2014年下半年A股市场走牛,以及实体经济面临种种困境,使得包括产业资本在内的众多资金开始转向A股市场,而信托则成为这些资金进入股市的主要路径之一。在这场资金涌向A股的大潮中,无论是对于资金方还是信托公司而言,都更偏爱“伞形信托”这种模式,而这也让伞形信托上演了最后疯狂的一幕。

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信托。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)提供结构化的证券投资融资服务。

业内人士介绍,这种最初用于解决信托证券账户匮乏的业务模式,在2014年渐渐走牛的A股中,又迎来了第二春,其原因则是伞形信托成立速度快、杠杆高、投资灵活等特点。值得关注的是,一些民间配资公司亦隐身其中,并随着日后A股的起伏而备受关注。其交易结构为配资公司作劣后级客户,借助HOMS等第三方交易软件将此伞形信托子单元进一步分仓,向更多的人提供配资服务。通常而言,这种配资业务的杠杆更高,有的甚至达到8-10倍,而客户的风险承受能力有限。而这,也为日后的种种埋下了隐患。

杠杆资金撬动了这场牛市,这场牛市亦让杠杆资金疯狂。到了2015年1月下旬,招商证券预计,伞形信托的规模已达到3000亿-4000亿元。A股的疯狂上涨让监管机构及市场开始担心市场过高的杠杆,2015年春节前证监会整顿券商“两融”业务后,又发文表示“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资服务等形式,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。”事后来看,这只是证监会清理场外配资一系列举措的第一步。4月份,证监会再次下发“禁伞令”,不过,禁令下发之后的4、5月份正是伞形信托业务最为疯狂的时候。

张华说,进入3月份后,伞形信托业务多得做不过来,所以只好将劣后级投资门槛由原来的100万元提升至500万元。另外一家信托公司的数据亦印证了张华的说法。据这家伞形信托业务量排名前三的信托公司官网显示,今年3月,该公司共成立了152只子信托,仅次于去年

其兴也勃焉,其亡也忽焉。

在过去的一年中,此前默默无闻的伞形信托,凭借着较高的杠杆成为资金大潮涌向A股的重要通道,并在投资者、信托公司、券商、银行等诸多利益方的共同作用下,上演了“最后的疯狂”,并终因一场前所未有的持续大跌,在监管机构的强力清理之下迅即消亡。

从兴到亡,证券信托经理张华(化名)经历了这一切。他说,这一年多,就像坐了一趟过山车。

12月份的201只,是去年以来单月成立数量“第二高”。与之形成鲜明对比的是,在这轮行情启动前的2014年5、6月份,该公司仅分别成立4只和11只子信托。

中国证券报记者了解到,5月下旬,逐渐增大的监管压力使得伞形信托主伞无法开立,但存量主伞的子伞继续增加。重重监管禁令之下,伞形信托的疯狂一直持续到6月上旬,而这得益于其利益链条各个环节的“配合”。川财证券在此前的一份研报中认为,伞形信托链条相对应的监管部门分别是证监会和银监会,但仅有证监部门的监管,在利益的驱动下,实质性效果比较弱。

## 杠杆危情

6月,伞形信托的疯狂被终结。在这场史无前例的股灾中,包括伞形信托在内的杠杆资金如多米诺骨牌般爆发危机,并加速了市场大跌。事后来看,这场股灾起始于6月15日,但在更早之前已经有所征兆。

1月19日,可谓是这场股灾的预演。当日,受证监会规范两融等因素影响,A股出现断崖式跳水,截至收盘时大跌7.7%,成为2008年6月11日以来最大单日跌幅,两市近200只股票触及跌停。张华回忆,当天,其公司的伞形信托中有30%的子信托触及部分平仓线。他说:“平时,公司的风控人员都比较轻松,但那天全部加班,紧急通知客户补仓。”

据业内人士介绍,信托公司在交易日收盘后,会对每一个子信托进行监控,如果发现客户达到预警线,会通知对应的劣后委托人在1天时间内追加保障金,如果不追加保证金,信托公司会对相应的子信托进行强制性减仓;同理,如果达到平仓线,则要求客户在1天时间内补足保证金,否则要求客户自行止损或由信托公司强行砍仓。

1月19日的行情亦让另一家信托公司高管心有余悸。他说,如果客户不追加保证金,则需要信托公司强制性减仓,倘若客户持股集中度较高且发生跌停卖出的现象,作为优先级的银行理财资金的安全将受到威胁,届时,尽管信托公司不承担责任,但也要承担向劣后级讨要优先级资金事情,处置较为麻烦,这相对于千分之五的业务费率而言,显得得不偿失。对于A股市场而言,如果包括伞形信托在内的大量杠杆资金遭遇强行平仓,又将加剧市场进一步下跌。

谁料,这样的担心竟一语成谶。经过6月15日的调整后,市场已经极为敏感。6月26日一开盘,大盘便瞬间砸下140多点,随之关于强平场外配资砸盘的预警迅速在股民间流传。此后,大盘就几乎一路向下,市场哀鸿遍野。

不过,张华透露,当日其公司强平的伞形信托规模并不大,只有几千万元而已,大多数客户都及时补足了保证金。中国证券报记者亦了解到,经过26日的暴跌,5家信托公司的信息显示,其伞形信托中触及预警线的占比在10%-30%之间,触及平仓线的占比在5%-10%之间。亦有伞形信托资深业内人士透露,上述5家公司的伞形信托体量较大,据其了解,多数信托公司触及预警线和平仓线的规模远小于上述数字。而且,多家信托公司相关人士透露,当时大多数客户表示愿意补足保证金甚至已经补足了保证金。张华说:“从我接触的客户情况来看,至少有90%的人可以补充保证金。”

然而,更高杠杆的民间配资爆仓,加之对于配资强平的恐慌,使得市场进一步下跌,伞形信托的风险即呈扩大趋势。6月29日,上证综指下跌3.34%,深成指下跌5.78%,中小板指下跌6.61%,创业板指下跌7.91%。当日收盘后,张华说,其公司已近40%的伞形信托触及预警线,风险已经扩大。另外一家信托公司的业务人士亦表示,经过此次大跌,其公司也有三分之一的伞形信托子账户触及预警线,约10%的账户触及平仓线。更值得关注的是,张华发现,29日晚上,该公司触及预警线和平仓线客户的补仓意愿已明显降低。

伞形信托风险账户数量的骤增进一步加大了信托公司的压力。6月30日凌晨1点多,某信托公司证券部负责人在电话中,忧心忡忡地对中国证券报记者说:“如果30日大盘继续大跌,估计就会有30%的场外配资触碰平仓线,而保守估计目前场外配资规模为一万亿元,那么可能被平仓的规模就达到3000亿元。现在客户的补仓意愿下降,后果就是灾难性的。”

加班成为张华6、7月的常态,其公司亦开启了“全员风控”模式,从证券投资部门业务人员到公司相关中后台人员,全部投入到伞形信托的风控工作中。相关人员早上8点半到岗,每隔十分钟检查一次劣后级客户的补仓情况,每天要向银行汇报优先级资金的安全情况,收盘后根据净值情况通过录音电话、邮件、操作系统向劣后级客户通知补仓要求。

## 别了,证券信托?

经历了这场甚至被担心引发系统性金融危机的股灾之后,A股市场的稳定自然受到监管者更为严厉的考量,场外配资因此成了“出头鸟”。

7月12日,证监会下发的《关于清理整顿违法从事证券业务活动的意见》,同日,国家互联网信息办公室也向各地网信办和网站下发通知,要求全面清理“配资炒股”等违法网络宣传广告信息。7月14日,中国证券登记结算公司发布关于贯彻落实《关于清理整顿违法从事证券业务活动的意见》有关事项的通知。

监管机构“金牌”连下,多数信托公司暂停了伞形信托新增业务。然而,让张华始料未及的是,8月末,监管层进一步要求清理存量伞形信托,截止期限是10月31日。监管重压之下,一些券商开始终止伞形信托的接口服务,有的券商甚至“一刀切”计划关闭所有证券信托的交易接口,一时间,曾经的“利益同盟”券商、信托的矛盾公开化,张华则要面对劣后级客户的抱怨、哭泣甚至是威胁。

9月17日,证监会发布《关于继续做好清理整顿违法从事证券业务活动的通知》。尽管这份文件被市场解读为监管态度有所缓和,但伞形信托仍在清理范围之内。严峻的形式让张华不禁感慨:“伞形信托这一业务将要成为历史了。”事实上,中国证券报记者了解到,截至9月30日,多家信托公司的伞形信托即被清理完毕。

更让张华头疼的是,受清理场外配资影响,其公司的证券信托业务整体陷入停滞状态。他说:“与公司合作的几家券商不再为新增证券信托产品的外部交易系统提供交易接口,而是要转接券商PB交易系统,因此近几个月几乎没有开展新的证券信托业务。”

张华的遭遇并非个例。根据监管部门此前规定,证券公司清理场外配资应当与客户协商采取多种依法合规的承接方式,其中之一便是取消信息系统外部接入权限并改用合法交易方式等方法处理,券商PB业务则被认为是一种合法交易方式。中国证券报记者了解到,尽管一些信托公司在9月就开始测试PB系统,但由于涉及技术、利益等诸多原因,目前除小部分公司外,信托转接PB系统进展较为缓慢。

上述种种,让一些证券信托业务人士颇为迷茫。2015年12月的一天,张华在电话里叹气:“没有新业务做,现在只能观望”。