

财富管理新格局和信托业的未来
New pattern of wealth management and
the future of trust industry

2012中国信托业发展报告

CHINA TRUST INDUSTRY DEVELOPMENT REPORT

由平安信托、二十一世纪传媒旗下《环球企业家》、《21世纪经济报道》联合发布



平安信托
PING AN TRUST



21世纪经济报道
21st CENTURY BUSINESS HERALD

版权声明

《中国信托业发展报告（2012）》的所有图片、表格及文字内容的版权归平安信托和21世纪传媒（《环球企业家》《21世纪经济报道》）联名所有。没有经过平安信托和21世纪传媒联名书面许可，任何组织和个人，不得使用本报告中的信息用于商业目的。如需转载和引用请注明出处。平安信托和21世纪传媒取得数据的途径来源于公开资料或相关机构和个人授权使用的非公开资料，如果有涉及版权纠纷问题，请及时联络平安信托和21世纪传媒。

联系方式

平安信托有限责任公司

深圳市福田区福华路星河发展中心大厦12、13楼

全国统一总机：86 400 886 6338

传真：86 755 82 415828

邮编：518048

广东二十一世纪传媒股份有限公司

地址：广州市广州大道中289号南方传媒大厦A塔25-26楼

邮编：510601

北京

地址：北京市朝阳区曙光西里甲6号时间国际8号楼北楼19层 邮编：100028

电话：+86 10 59540818

目录

3	致谢
4	观点摘要
8	第一章 九问中国信托业
32	第二章 信托之魅
40	第三章 中国信托业的前世今生
48	第四章 信托公司业务与信托产品
58	中信信托：以“双无”理念探索综合金融服务
66	第五章 信托公司逐鹿高端财富管理市场
77	平安信托：做中国最大的高端财富管理商
87	第六章 中国信托产品投资者行为分析报告
94	第七章 中国信托业在2011年
104	第八章 信托公司的战略定位及转型策略

致谢

本报告是平安信托与21世纪传媒（《环球企业家》《21世纪经济报道》）共同智慧的结晶。

作为一家坚持“受人之托，代人理财”本位的信托公司，平安信托希望为加强社会公众对信托的认知，展示一个更加开放和透明的信托业贡献力量，同时为中国信托业的发展，乃至整个中国资产管理和财富管理行业的发展，提供前瞻性的思考。

21世纪传媒长期以来致力于客观记录中国信托业改革发展进程，架设信托行业与社会公众沟通的桥梁，同时发挥舆论监督的作用，揭示和批判信托行业存在的不规范现象，切实保护包括信托投资者在内的金融消费者的利益。

平安信托和21世纪传媒于半年前成立联合课题组，展开对中国信托业历史、功能定位以及未来发展趋势的研究。在研究过程中，课题组力求“跳出信托看信托”，从中国金融业改革发展，金融市场建设，资产管理行业发展的宏观视野来审视信托业。同时，对全球高端财富管理市场，国外的信托机构和信托业务进行了有针对性的研究。

报告为研究中国信托产品投资者的行为特征，抽样调研了平安信托的700多位客户。我们要向参与此次调研，认真回答调研问卷的投资者致以诚挚的谢意！

报告在研究过程中，我们还得到了监管部门、研究机构、信托公司的大力支持。它们包括：（排名不分先后）

中国银监会

中国信托业协会

国元信托

百瑞信托

北京信托

长安信托

华宝信托

华融信托

华润信托

吉林信托

建信信托

上海信托

五矿信托

新华信托

兴业信托

英大信托

中诚信托

外贸信托

中海信托

中粮信托

中融信托

中信信托

中国人民大学信托与基金研究所

《信托周刊》

用益信托工作室

……

这些机构对本报告的支持包括：接受调研访谈、提供研究所需的数据资料、派员加入研究团队等。

报告在研究过程中还引用了大量公开发表和部分非公开发表的学术研究成果，我们尽量在“参考文献”中予以列示。部分非公开发表的学术研究成果和内部资料无法进行列示，我们对这些成果的提供者同样致以诚挚的谢意！

观点摘要

■ 中国信托公司的持续高速发展主要得益于：中国经济在过去20年保持高速增长，使得国民财富迅速积累，居民对投资理财的需求迅速增加；在分业经营、分业监管的金融体制下，信托公司相比其它各类金融机构，投资范围最为广泛，投资方式最为灵活；持续的银行信贷规模管控环境下，信托公司满足了企业的融资需求；大量高素质人才加盟信托业。此外，中国银监会对信托业的科学定位和监管，也是信托业快速发展的重要原因。

■ 银信合作：银行、信托优势互补，催生了银信合作；银信合作成就了信托的“5万亿时代”；融资类银信合作的本质是“曲线”信贷资产证券化；受限制的只是融资类银信合作，投资类的银信合作仍有巨大的空间；银信合作是信托业的“祖业”，但难以成为“主业”。

■ 中国的证券公司目前还仅仅是“证券投行”，信托公司是中国的“实业投行”，是能够整合运用几乎所有的金融工具，满足企业一揽子金融需求的投资银行。信托公司提供直接债务融资工具，总量达到上万亿；信托公司是中国最大的非标准资产证券化服务提供商；信托公司能够整合运用几乎所有的金融工具。

■ 信托公司和私人银行，已成为中国高端财富管理服务最主要的两大提供商。目前，二者之间既有竞争，也有合作，合作大于竞争。竞争主要体现为对高净值客户的争夺，合作主要体现为共同研发产品，以及私人银行代销信托产品。私人银行依托其母体有庞大的客户基

础，而信托公司在产品设计上拥有独一无二的灵活性；信托公司和私人银行争夺高净值客户是必然趋势；当前财富管理市场“产品驱动”特征明显，信托公司具有先发优势。

■ 信托产品的收益率长期显著高于其他同类理财产品，并不必然意味着信托产品蕴含着更大的风险。资本管制与币值低估是包括信托产品在内的国内金融产品高收益的基础性来源；在利率“双轨制”下，信托产品收益更接近真实市场利率水平；能整合运用多种金融工具的信托计划，在更深的层面上把握了风险，并获得显著高于债务融资的收益；杠杆化策略与结构分层是信托产品重要的高收益来源；跨市场套利机会的存在是信托高收益来源的重要组成部分。

■ 《证券投资基金法》修订未动摇私募证券投资基金与信托公司合作的基础，但信托公司须强化服务能力。证券公司发力资产管理业务加剧理财市场的竞争，也拓宽了信证合作的空间。基金公司“松绑”，进入实业投资领域，打造“投融资平台”，消减了信托公司跨市场投资的独占优势。中小企业私募债对融资类集合信托计划有替代效应。信托公司“制度红利”加速消减，资产管理行业竞争规则亟待统一。

■ 信托行业需要向自然人投资者兑付的房地产信托余额低于3000亿元，兑付的高峰期是在2013年上半年。绝大多数房地产信托抵押物足值，流动性不足。信

托公司拥有的风险化解手段较多，房地产信托整体风险可控。

■ 今天的信托公司和历史上多次被清理整顿的信托投资公司有着本质的不同。“第五次清理整顿”后，中国信托业已经完成“推倒重来”，重新定位为“受人之托、代人理财”的专业机构。中国资产管理、财富管理行业“爆发式”增长的时代已经到来，中国的金融资产正在快速重构之中。“受人之托 代人理财”的信托业生存的土地日益肥沃。

■ 对照金融稳定理事会的定义，中国的信托公司不属于“影子银行”的范畴。信托公司置于银监会的严格监管之下，所募集的资金主要投向了实体产业和金融市场的基础投资品（如股票、债券、货币市场工具等），没有从事高杠杆的复杂衍生品交易，也没有“以钱炒钱”脱离实体经济而自我循环。2010年8月起，银监会对信托公司开始实施净资本监管，信托公司的杠杆率已经得到有效控制。

■ 中国存在独立的信托业是基于历史传承和分业经营的体制安排。尽管存在独立的信托业，但信托公司并没有“垄断”信托制度。

■ 中国信托业在中国金融体系中的重要价值在于：促进储蓄向投资的转化，提高金融体系运行效率；信托是天然的产融结合工具，服务实体经济具有突出的优势；信

托公司已成为中国的金融产品创新基地；信托公司满足了居民的投资理财需求，创造了巨额的财产性收益。

■ 2009-2011年，信托公司全行业累计分配信托收益分别为552.29亿元、678.04亿元、1177.51亿元。信托公司通过专业运作信托资金，分享了实体经济发展的成果，所获得的收益，绝大部分都分配给了投资者，信托公司只收取了有限的信托报酬，真正体现了“受人之托代人理财”，理财成果主要归受益人所有。

■ 现代信托制度是对中国传统的财产权制度的一次革新，它在很多方面突破了中国传统财产权制度的限制，丰富了和发展了财产权制度。信托的制度创新具体体现为现代信托的六项基本法律规则：权利与利益相分离、信托财产独立性、信托存在的连续性、信托目的自由性、受托人职责的法定性、信托责任的有限性。

■ 中国信托业和中国的改革开放相伴而生，承载着金融体制改革和促进社会经济发展的历史使命，信托业本身的诞生就是中国金融体制的一大创新，同时信托业也成为孕育中国后续其他金融业态的母体。但在当时中国所处的经济发展阶段内，信托行业功能定位、监管环境以及社会需求都面临特定局限，造成了全行业先后五次被清理整顿，走过了一条历经坎坷的发展道路。

■ 在我国金融业目前实行分业经营、分业监管的体制下，信托公司是唯一可跨越货币市场、资本市场和实

业领域投资的金融机构。信托在实现其管理财产的过程中，由于具有设立方式多样性、信托财产多元化、信托目的灵活性、信托受益权组合多样性等特征，无论是投资范围，还是在资金运用方式上，均具有明显优势。

■ 对信托公司发展财富管理业务的建议：发展直销渠道需要和产品制造能力相协调；产品制造能力不稳定的信托公司可以设立第三方理财公司；强化自主资产管理能力，结合自身特点形成特色资产管理能力；稳步提高资产配置能力；提前布局财富传承市场。

■ 绝大部分信托产品投资者年龄集中在30-59岁之间，尤以40-49岁之间居多。40-49岁之间的信托产品投资者占比达到40.5%。私营企业主和企业中高级管理人员是信托产品的主力投资者。八成以上投资者在2007年以后开始信托产品投资，2011年以后，信托产品投资者新增尤其迅猛。

■ 高达77.4%的信托产品投资者有过购买房地产信托产品的经历。

■ 约3/4的信托产品投资者实现了9%以上的平均年化收益。未来三年内，约2/3的信托产品投资者计划增加信托产品购买金额。

■ 半数以上信托产品投资者金融资产总额超千万。信托公司与私人银行客户重合度高达67.6%。

■ “刚性兑付”预期在23.7%的信托产品投资者中存在。

■ 中国高端财富管理市场“产品驱动”特征明显，在评述私人银行和信托公司的关系时，55.1%的投资者认同“谁能提供好产品，我就选谁”。

■ 信托公司在具有较大不确定性的经营环境中，内部存在较大的风险管理压力，外部面临着更加激烈的市场竞争，现有的以融资为主的业务结构难以持续，未来必须确定更清晰和可执行的发展战略，有效控制风险，提升核心竞争力，加快业务转型，才能生存和实现可持续发展。

■ 未来中国信托公司发展的主要机会或市场领域主要集中于：私人财富管理；商事信托服务；投资（资产）管理。信托公司未来发展必须回归信托本源，实现从主要从事信托贷款和债权融资业务的机构，向主要依托信托制度，面向高净值客户提供财富管理，向各类集合投资产品提供信托服务，向各类资金提供专业投资（资产）管理服务的财富管理和资产管理机构转型。

■ 信托公司应根据自身的资源禀赋和发展理念选择适合自己的发展道路，可供选择的方向包括：专业私人财富管理信托公司；专业的金融信托服务机构；以投资管理为主的专业信托公司；综合性的信托公司；金融控股集团。

■ 无论选择怎样的发展方向和转型策略，信托公司都应在以下几个方面持续加以改善，才能适应未来发展的需要：提高专业投资（资产）管理能力；增强开发和服务高净值客户的能力；加快信息化建设步伐；加强研究与创新和人才的培养。

研究团队

学术顾问	何佳	香港中文大学中国金融发展与改革研究中心主任
学术顾问	周小明	中国人民大学信托与基金研究所所长

研究总监	李振华	《环球企业家》副主编、《21世纪经济报道》金融版总监
------	-----	----------------------------

首席研究员	郑智	《21世纪经济报道》资深记者
-------	----	----------------

高级研究员	金智勇	平安信托产品研发部总经理
高级研究员	顾攀	平安信托风险管理部总经理
高级研究员	刘兵	平安信托私人财富管理部总经理
高级研究员	阙振宇	平安信托企划部副总经理
资深研究员	贺颖彦	《环球企业家》记者
资深研究员	刘兰香	《21世纪经济报道》记者
资深研究员	范璟	《21世纪经济报道》资深记者
资深研究员	廖灵君	《环球企业家》记者

特约高级研究员	程卫东	中国社会科学院欧洲研究所副所长
特约高级研究员	罗靖	百瑞信托副总裁
特约高级研究员	李荻	新华信托副总经理

研究事务助理	姚懿文	北京大学光华管理学院金融学硕士
--------	-----	-----------------

第一章 九问中国信托业

一、信托资产规模年增万亿，动能何来？

2008年底1.22万亿；2009年底2.01万亿；2010年底3.04万亿；2011年底4.81万亿；2012年6月末5.54万亿。2008年以来，中国信托业的信托资产规模几乎每年以约一万亿元的增长不断刷新纪录(图1-1)。

信托业管理的资产规模已经远远超过公募基金行业(2011年底证券投资基金资产净值2.19万亿元)，直追保险业资产规模(2011年底保险资产总额6.01万亿元)。

中国信托公司的持续高速发展主要得益于：

1.中国经济在过去20年保持高速增长，使得国民财富迅速积累，居民对投资理财的需求迅速增加。

众多理财产品中，固定收益类信托产品受到投资者的追捧。

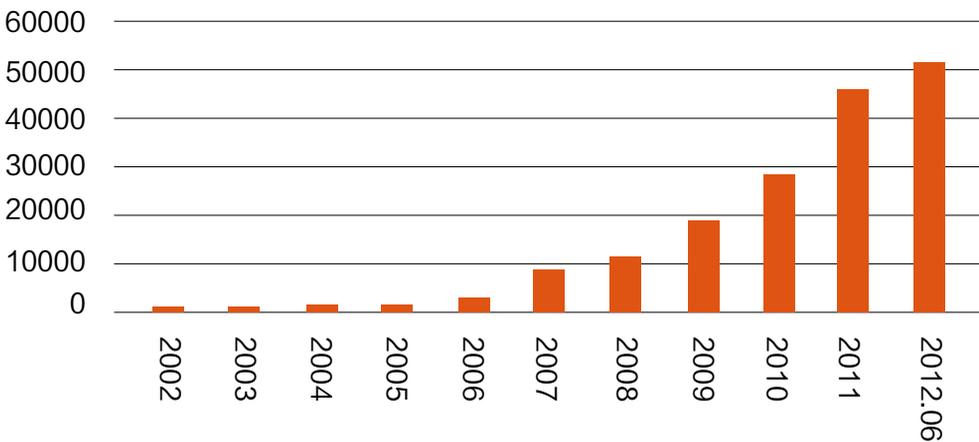
2.在分业经营、分业监管的金融体制下，信托公司相比其它各类金融机构，投资范围最为广泛，投资方式最为灵活。

近年来，各类金融机构大规模与信托公司合作开展资产管理和财富管理业务。比如，银行的理财业务部门与信托公司合作，开展银信理财合作业务；银行的私人银行部门与信托公司合作，合作开发并代销集合信托产品。

3.持续的银行信贷规模管控环境下，信托公司满足了企业的融资需求。

2008年四季度国家“四万亿”经济刺激计划出台后，银行开始大规模的信贷投放，但2009年四季度以来，国家开始逐步控制信贷

图1-1信托公司信托资产规模(亿元)



规模增长。在偏紧的信贷融资环境下,企业能够承受较高的融资成本,加之信托资金使用的灵活性,实业企业对信托融资的接受程度和实际需求都大大增加。

4.大量高素质人才加盟信托业。

近年来,不少信托公司建立了市场化运作、市场化激励机制,吸引了大量商业银行、证券公司、基金公司的人才“回流”信托业。信托公司形成了“自下而上”创新动力。

此外,中国银监会对信托业的科学定位和监管,也是信托业快速发展的重要原因。2007年,银监会对《信托公司管理办法》、《信托公司集合资金信托计划管理办法》进行了系统修订,进一步明确了信托公司“受人之托、代人理财”的定位。同年,银监会非银部牵头组织拟定了信托公司未来发展规划:力争在3-5年时间内使信托公司盈利模式发生较大转变,成为真正体现信托原理、充分发挥信托功能、面向合格投资者,主要提供资产管理、投资银行业务等金融服务的专业理财机构。

二、银信合作业务:到底该如何看?

广义的银信合作,泛指银行和信托公司的各类合作,比如银行代理推介信托计划,托管信托计划资金等。通常所说的银信合作,实际是指银信理财合作,是指商业银行将客户理财资金委托给信托公司,由信托公司担任受托人并按照信托文件的约定进行管理、运用和处分的行为。

2010年7月,银信合作规模过2万亿,对国家的信贷规模管控造成一定干扰,银监会一度暂停银信合作业务,随后出台一系列监管政策,限制“通道类”融资类银信合作业务。

在信托公司自主管理能力不强的状况下,商业银行确实存在利用银信合作规避贷款规模管控的嫌疑,一定程度上隐藏了银行的信贷风险。但是,细究投向融资类资产的银信合作业务一度盛行的特殊原因和背景,不难发现,银信合作存在有其客观必然性。

1.银行、信托优势互补,催生了银信合作。

中国银行业的理财业务萌芽于2004年左右,2005年,银监会颁布《商业银行个人理财业务管理暂行办法》,银行理财业务在中国从无到有,快速发展,截至2011年底,银行理财产品余额达到4.57万亿元。但是,银行理财计划一直缺乏明确的法律地位,加之分业经营,使客户无法得到银行真正意义的资产管理服务。

与信托公司合作,是银行发展理财业务的现实选择。银信合作实际是“双层信托模式”。银行首先以理财产品为载体,与投资者建立委托代理关系,在获得投资者委托的基础上,以委托人的角色与信托公司签订资金信托合同,在信托合同中以单一委托人的身份设立信托计划,并最终将投资者的资金投资于各类资产。

由于信托公司可以跨货币市场、资本市场、实业领域投资,且投资方式灵活多样,银行理财资金通过信托,全面打开了投资范围。同时,对银行而言,也实现了理财资金的独立管理,与银行自营业务实现风险隔离,从而提高了理财业务的投资能力与风险管理水平,为银行发展资产管理业务,做大中间业务提供了基础。

在银信合作业务中,信托公司仅仅提供“受托人”服务,信托资金按委托人(银行)的要求就行运用,并不体现主动管理。信托公司收取的手续费非常低廉,通常只有千分之几乃

至万分之几。但是，银行理财资金量庞大，且信托公司不承担实质性的风险，因而银信合作业务受到信托公司的欢迎。

2. 银信合作成就了信托的“5万亿时代”。

信托业管理的资产规模开始“爆发式”增长是在2007年。2007年底，信托业管理的资产规模从上年底的3600多亿元，增长到9621亿元，重要的原因正是银信合作“打新股”产品的盛行。

当时，股市在多年的“熊市”行情后，随着股权分置改革的实施，启动了一年大“牛市”，打新股成为几乎稳赚不赔的生意。银行理财计划不能“开户”申购新股，但是信托计划可以，于是银行就把理财资金委托给信托公司去“打新股”。银信合作“打新股”产品在2006-2007年曾让银行理财产品的投资者赚得“盆满钵满”，但此后，随着股市的下行，此类产品风光不再。

银信合作“打新股”产品，第一次成就了信托业管理资产规模的快速增长。以中信信托为例，其2006年底的信托资产规模仅为385.51亿元，但2007年底飙升到1961.93亿元。

“打新股”风光不再后，融资类银信合

作开始盛行。2006年左右，融资类银信合作的交易结构即被开发出来，即银行将理财资金委托给信托公司，然后信托公司按银行的要求购买信贷资产，或者对指定的客户发放信托贷款。

2009年下半年，银行信贷规模开始受到较为严格的控制，银信合作呈现持续增长态势，2010年7月达到峰值2.08万亿元（其中融资类业务为1.40万亿元，占比67.3%）（图1-2）。

此后，随着银监会一系列监管政策的实施，银信合作业务规模开始回落，到2012年6月末，银信合作余额1.77万亿，占信托业受托管理资产规模的31.95%。

可以说，没有银信理财合作，就没有今日信托业5.54万亿的受托管理资产规模，也没有银行理财业务今日的繁荣。

3. 融资类银信合作的本质是“曲线”信贷资产证券化。

中国的信贷资产证券化始于2005年，2007年国务院批复扩大试点，2008年美国次贷危机引发全球金融危机后，信贷资产证券化实际陷入停滞。但是，商业银行对信贷资产证券化始终有巨大的需求：一方面，在信贷规

图1-2 银信合作业务趋势图

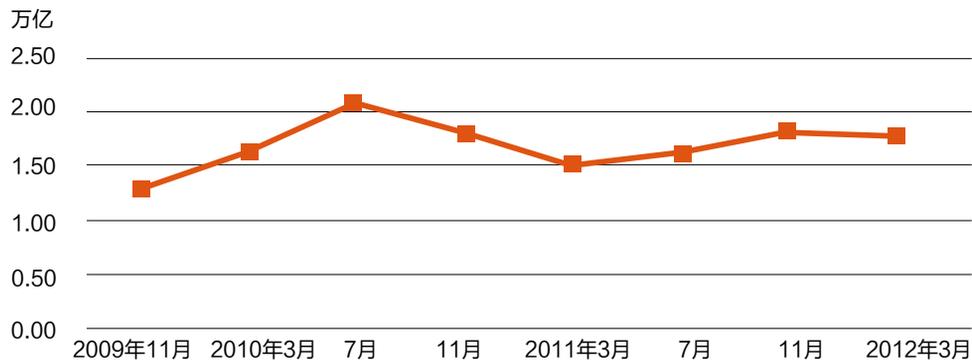
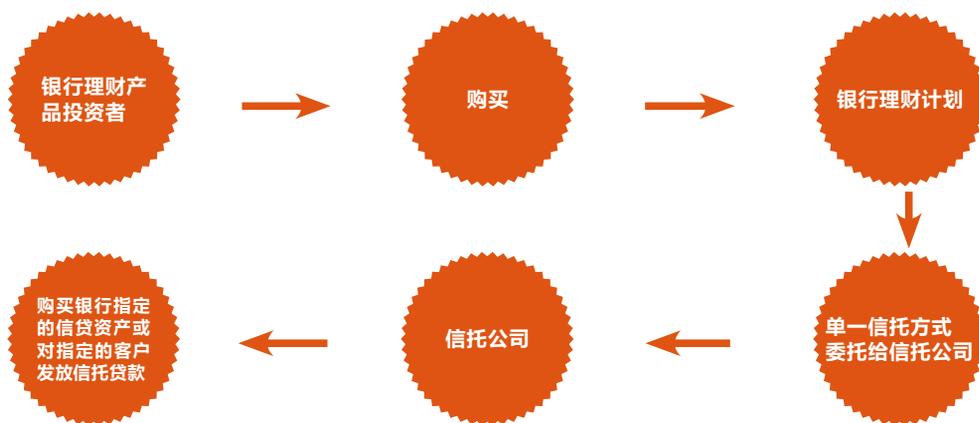


图1-3融资类银信合作交易结构图



模管控的背景下，银行希望将信贷资产卖出，为新的贷款发放腾出“额度”；另一方面，银行希望卖出部分信贷资产，管理流动性，减少资本占用，满足监管指标。

同时，规模快速增长的银行理财资金，也需要找到更多的投资标的。银行理财以固定收益产品为主，高度偏好投资于货币市场工具、债券和信贷资产。在成熟的金融市场，银行理财计划可以直接购买信贷资产支持证券（图1-3）。

但是，由于我国信贷资产证券市场规模很小，尚处于试点阶段，加之银行也有通过资产“表外化”规避监管的动力，银行开始借用信托平台，“曲线”进行信贷资产证券化，并将这种“产品”卖给自己的理财客户。

纵观银信理财业务近几年的发展，可以看出银信合作理财产品是中国利率市场化和资产证券化发展进程缓慢、企业直接融资市场欠发达和投资者投资渠道匮乏的背景下，银行、信托合作创新的产物。

应该看到，融资类银信合作业务的主导

力量始终是商业银行，而不是信托公司，信托公司只是提供了制度平台，且这种业务的存在是合法的。银信合作不是所谓的“影子银行”，也不能因为信托公司开展了此类业务，而将信托公司视为“坏孩子”。

从信托公司这个“端口”来监管银信合作业务，遏制银行的“资产表外化”和监管套利之举，效果虽然直接，但也并非治本之策。

实际上，在银监会出台种种政策限制融资类银信合作业务之后，银行很快转向金融资产交易所，以银行理财计划名义直接购买信贷资产，或者银行理财计划委托银行的分支机构发放委托贷款。2012年上半年，银行变银信合作为“银证合作”或“银证信合作”，即将银行理财资金委托给证券公司，对接其资产管理计划，投资于信贷资产和票据资产。

4. 受限制的只是融资类银信合作，投资类的银信合作仍有巨大的空间。

2010年7月，银信合作规模超过2万亿之后，银监会出于管控信贷规模，防范银行“资产表外化”潜藏风险的目的，口头叫停了银信

合作业务。此后，又出台《信托公司净资本管理办法》，在配套的净资本计算标准中，通过对融资类银信合作业务设定高达10.5%的风险资本系数，达到限制此类业务的目的。

但是，银监会并非全盘否定银信合作业务。事实上，银信合作对于商业银行和信托公司发挥各自优势，开发金融创新产品，丰富我国理财市场的产品种类，满足我国居民不断增长的理财需求，具有重要的意义。

投资类银信合作业务，仍然有巨大的发展空间。比如，部分中小银行资产管理能力较弱，可以将理财资金委托给信托公司，由信托公司投资于货币市场工具、债券、各种具有稳定现金流的权益类资产等。

银信合作的变化在于，原来那种信托公司仅仅充当“通道”的融资类业务，受到限制，银信合作需要“去信贷化”，信托公司未来要靠自己的资产管理能力，吸引银行理财资金。

如果信托公司靠自主资产管理能力吸引到银行作为客户，管理银行理财资金，这样的银信合作不仅不应该受到限制，还应该受到鼓励。

5. 银信合作是信托业的“祖业”，但难以成为“主业”。

纵观世界各国的信托业务，都分为两种：一种是受托机构只是充当单纯的“受托人”，并不积极主动管理资产，这类业务实现的是委托人的特定目的；另一种是受托机构在“受托人”职能基础上，附加资产管理、财富管理其它职能。两类业务都有其存在的合理性和价值。

在银信合作业务中，即便信托公司只是按照银行指定的用途，运用信托资产，充当的是单纯的“受托人”角色，这类业务也是合法

合规的，只是在特定期限，可能不符合国家宏观调控的方向而已。

对于中国的信托公司而言，银信合作业务是“祖业”。即便日后坚定走向自主资产管理、财富管理道路的信托公司（如平安信托），都曾较大规模地开展过银信合作业务。在2007年“新两规”出台，信托公司完成实业资产清理，苦苦探寻“出路”的一段时间里，银信合作业务贡献了大部分的信托业务收入。

但是，信托公司必须意识到，低附加值的银信合作业务难以成为“主业”。在此类业务中，资金和项目源均由银行控制，交易结构也由银行主导，信托公司的资产管理能力无从体现，所获得的手续费收入也必然是微薄的。并且，此类业务一旦规模过大，影响到了宏观调控，必然受到“打压”。

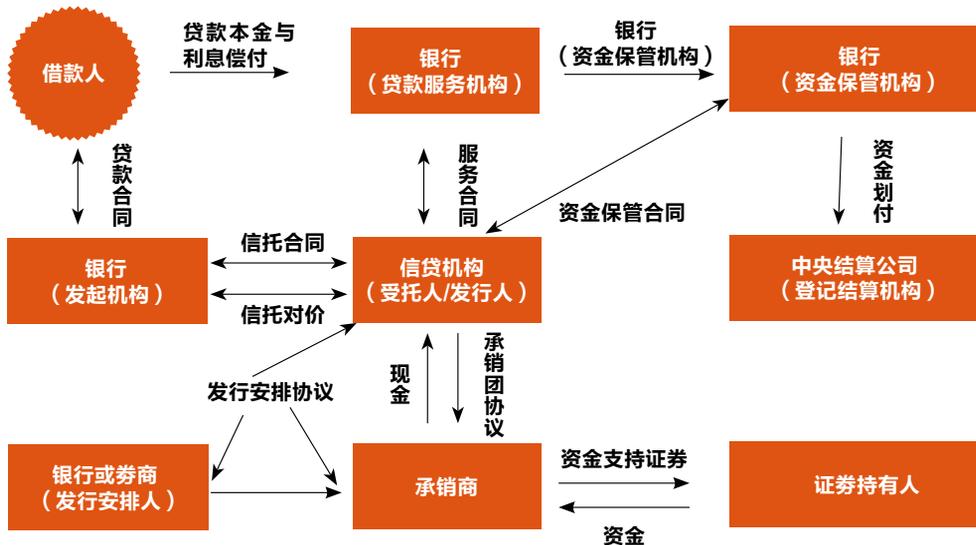
三、为什么说信托公司是中国的“实业投行”？

中国的投资银行通常是指证券公司，但是证券公司整体实力尚不够强大，其投资银行业务局限于股票发行、公司债券承销、财务顾问等，能够创设的多元化投融资工具明显不足。

本轮金融危机中，国际上的大型投资银行受到重创，即便如此，我国的证券公司与之相比，仍然差距很大，截止2011年11月底，我国证券行业全行业总资产不到高盛公司的三分之一，净利润与摩根士丹利一家公司相当。

通过将国内各类金融机构的功能与国外的投资银行对比，可以发现，证券公司目前还仅仅是“证券投行”，而信托公司是中国的“实业投行”，是能够整合运用几乎所有的金融工

图1-4 信贷资产证券化各机构关系图



具，满足企业一揽子金融需求的投资银行。

1. 信托公司提供直接债务融资工具，总量达到上万亿。

信托公司通过发行信托计划募集资金，为企业提供债权融资（如贷款），是一种直接融资行为。信托公司本身不负债经营，与信托产品投资人之间不是债权债务关系。债权债务关系发生在企业与特定的信托计划之间，而信托计划背后对应的是特定投资人。

从某种意义上说，融资类信托计划是一个基于特定项目的高收益私募债券，弥补了中国债券市场功能的不足。

2. 信托公司是中国最大的非标准资产证券化服务提供商。

我国标准的资产证券化产品，主要是信贷资产证券化。其交易结构为：银行业金融机构作为发起机构，将信贷资产信托给受托机构，由受托机构以资产支持证券的形式，在银行间市场，向投资机构发行受益证券。其中的

受托机构，就是信托公司（图1-4）。

资产证券化已经成为信托产品设计中常见的思路之一。在资产证券化的理念下，任何未来确定的现金流都可以“打包”出售。只是由于信托产品是私募产品，还没有统一的二级市场，且在证券化的过程中，没有引入评级机构等中介机构，流程还不够标准化，信托公司利用资产证券化理念设计的产品，还只能称为非标准资产证券化或类资产证券化。

举例而言，某企业拥有一处已经在出租的成熟商业物业，该企业将此物业未来若干年的租金收益权委托给信托公司，设立财产权信托，同时委托信托公司将此财产权信托分为若干份额，出售给投资者，就是一种典型的准资产证券化。

在2012年以来信托公司开展的政信合作业务中，大量采用了资产证券化的产品设计思路。交易结构为，已经退出银监会地方融资平台名单的城投公司，将其对当地政府

的应收账款委托给信托公司，设立财产权信托，信托公司再将此财产权信托份额化，卖给投资者。

此外，银信理财合作投资于信贷资产，其本质是银行通过信托平台“曲线”实现信贷资产证券化。

3. 信托公司能够整合运用几乎所有的金融工具。

信托资金的运用范围横跨货币市场、资本市场、实业领域，投资方式涵盖债权、股权，和二者之间的“夹层”，以及各类资产的收益权，信托产品设计的灵活性独一无二。基于目前分业经营、分业监管的金融体制，信托公司是中国所有金融机构中，最具创新潜力的金融机构，真正比肩国外的大投行（图1-5）。

随着证券公司在证监会的支持下，掀起创新浪潮，证券公司正在走向真正的投资银行；沪深交易所推出的中小企业私募债和银行间债券市场推出的非公开定向债务融资工具（PPN, private placement note）对融资类信托计划都有一定的替代效应；银行间债券市场即将推出的非金融企业资产证券化产品——资产支持票据（ABN, Asset-Backed Medium-term Notes）也将与信托公司从事的类资产证券化服务构成竞争……这一切变化都在消减信托公司作为“实业投行”的绝对优势，但是，信托公司产品设计的灵活性，仍

然是其它金融机构难以企及的。

这是国外的很多大型金融机构（包括投资银行）对中国的信托公司有着浓厚的兴趣，积极谋求参股信托公司的原因，也是近年来不少怀着做真正投资银行家梦想的金融人才纷纷加盟信托公司的原因。

四、高端财富管理：信托公司PK私人银行，谁执牛耳？

几乎与信托公司步入发展快车道同时，2007年起，中资商业银行纷纷设立私人银行。时至今日，信托公司和私人银行，已成为中国高端财富管理服务最主要的两大提供商。

目前，二者之间既有竞争也有合作，合作大于竞争。竞争主要体现为对高净值客户的争夺，合作主要体现为共同研发产品，以及私人银行代销信托产品。

继银信理财合作之后，私人银行和信托公司的合作正如火如荼，但是，双方也在暗暗较劲，银行在提高产品研发能力，而信托公司也在不断拓展直销渠道，提高客户服务水平。

1. 私人银行依托其母体有庞大的客户基础，而信托公司在产品设计上拥有独一无二的灵活性。

信托公司和私人银行发挥各自的优势，

图1-5中国各类金融机构可投资的范围比较

	信托公司	证券公司	基金公司	保险公司	银行
货币市场	✓	✓	✓	✓	✓
债券市场	✓	✓	✓	✓	✓
股票市场	✓	✓	✓	✓	
信贷市场	✓				✓
实业投资	✓	✓		✓	

图1-6外资参股信托公司一览

信托公司	外资金融机构名称	持股比例	外资股东地位
新华信托	巴克莱银行	19.50%	第2大股东
苏州信托	苏格兰皇家银行公众有限公司	19.99%	第2大股东
杭州信托	摩根士丹利国际控股公司	19.90%	第2大股东
华澳信托	麦格理资本证券股份有限公司	19.99%	第3大股东
兴业信托	澳大利亚国民银行	16.83%	第2大股东
中航信托	华侨银行	19.99%	第2大股东
紫金信托	住友信托银行	19.99%	第2大股东
方正东亚信托	东亚银行	19.99%	第2大股东
百瑞信托	摩根大通	19.99%	第3大股东

数据来源：信托公司2011年年报；信托公司官方网站。

已形成相对成熟的合作模式：私人银行在全市场采购产品，配置给客户，而信托公司供应产品。商业银行的公司银行（投资银行）部门提供项目源，信托公司设计产品，私人银行代销，正在形成一条完整的产业链。

依托“全牌照”的优势，信托公司可以为客户提供几乎任何类型的理财产品。目前商业银行的私人银行所提供的有高收益特色的投资产品大多需要借助信托、证券、PE等机构的帮助。近年来创新的私募证券投资基金、私募股权基金、艺术品基金和红酒基金等都选择了集合资金信托计划作为桥梁。

2. 信托公司和私人银行争夺高净值客户是必然趋势。

要成为真正的高端财富管理机构，需要具备两大要素：一是产品，丰富的金融产品线是资产配置的前提；二是客户，掌握客户资源是核心竞争力的体现。

近年来，信托公司逐步意识到，单纯依靠私人银行和第三方渠道发行产品，无法走上真正的财富管理道路。信托公司定位为“受人之托 代人理财”，如果连客户的面都见不到，也有违受托人的责任。一些定位为提供财

富管理服务，而不仅仅是资产管理服务的信托公司，纷纷下大力气建立自己的理财经理队伍。

《中国信托业发展报告（2012）》课题组针对信托产品投资者的调研显示，67.6%的信托产品投资者同时是私人银行的客户。根据估算，50%以上的信托产品投资者金融资产总额超千万，这些高净值人群必然也是私人银行定位的服务对象。在高净值客户的争夺上，信托公司和私人银行“必有一战”。

3. 当前财富管理市场“产品驱动”特征明显，信托公司具有先发优势。

中国尚处于财富快速积累的阶段，高净值客户追求资产增值的诉求非常明显，对财富管理机构的忠诚度尚在培育之中。

通常而言，目前的财富管理机构是先有产品后找客户，而不是先有客户的委托，再找产品进行资产配置。虽然高净值客户也会考虑财富管理机构的品牌、增值服务等因素，但当信托公司和私人银行同时对客户进行营销时，客户通常的选择是“谁有好产品，我就选谁”。

这使得拥有好产品成为“王道”，特别是

固定收益类的信托产品，预期收益率显著高于同类理财产品，受到投资者的追捧。在面临冲突的情况下，信托公司必然首先将好产品留给自己的直销客户，而不是供应给私人银行。

但是，必须看到，信托公司如果没有好的投资能力，其制度优势无从发挥，并且，信托公司在产品设计上的先发优势也只是暂时的、相对的。

不同的信托公司有不同的定位，有的定位偏重财富管理，有的定位偏重资产管理，有的定位偏重单纯的“受托人”服务。私人银行可以和信托公司合作介入产品开发，而市场上总会有信托公司提供这样的“平台”。很多案例显示，私人银行在产品开发中占据了一个非常强势的地位。

4. “私行无产品 信托无服务”评价的启示。

尽管前路漫漫，但中国的财富管理从“产品驱动”走向“客户驱动”，直至客户愿意将大部分资产委托给财富管理机构进行资产配置，将是可预见的。

就目前的制度规定，只有信托公司可以单一信托方式接受客户委托，提供综合的财富管理服务。私人银行只能向客户推荐投资理财理财产品，尚不可以直接接受客户委托全面为客户构建投资组合和进行资产配置。

但是，未来若允许私人银行接受客户的全权委托，在其账户名下为其配置资产，银行将能便利地为客户提供财富管理服务，而且能提供账户管理、支付结算等信托公司不具备的其他服务。

随着国民财富的增长和高净值客户的增多，高端财富管理服务在中国将有更大的需求。未来，监管机构放开对商业银行私人银行业务的诸多限制，赋予其更大的灵活性，是完全可能的。

就现状而言，商业银行的私人银行和信托公司的财富管理，都还停留在“卖产品”的初级阶段，这是由目前的市场需求特征决定的。但是，和信托公司相比，私人银行率先开发了各种增值服务，涉及健康养生、品质生活、子女教育等，而信托公司在这方面的能力还非常欠缺。

“私行无产品 信托无服务”的市场评价虽有偏颇的一面，却也反映了私人银行和信托公司从事高端财富管理的诸多尴尬现实，信托公司和私人银行要做真正的高端财富管理，都还有太长的路要走。

五、信托产品的高收益何来？

一般而言，风险和收益总是对等的，为什么信托产品的收益率长期显著高于其他同类理财产品，这是否意味着，信托产品蕴含着更大的风险？

通常意义上所说的高收益信托产品，指的是固定收益类集合资金信托计划，该类信托计划具有100万元起（大多数产品投资门槛为300万元）、3至5亿的平均规模、年化10%左右的收益水平、1到2年的存续期等特征，同时因其具有“刚性兑付”的预期，在高净值客户中形成了广泛的号召力。

那么，这种集合信托的高收益从何而来呢？是否具有可持续性？规模化、稳定性的高收益，大致可归因于以下几类：

1. 资本管制与币值低估是包括信托产品在内的国内金融产品高收益的基础性来源。

资本管制下的中国，就像竖起了一个无形的大坝，把境内外的资本市场隔绝了起来，在全球视角下，境内人民币的流通形成了一个封闭的内循环。由于其封闭性，这条无形的大

坝也就面临着两条不同的水位线，人民币作为一种高息货币形成了一个相对较高的水位线，境外的美元、日元等可自由流动的资本则处于较低的水位。

当前，十年期美国国债也不过是在2%左右的收益水平，主要国家的基准利率不断下调后甚至接近于零，近十年来的境外资本市场的流动性处于历史上最充沛的水平。可以想象，一旦解除了资本管制，大批“热钱”迅速涌入，没有了流动性溢价，快速均衡后的结果，必然将我国主要资产的回报水平拉回到一个相对较低的全球平均值。

币值长期低于均衡水平是推升国内通胀水平的重要因素之一，而长期的温和通胀不断制造流动性、推动国内资产价格水平创造一个又一个新的高峰。

2.在利率“双轨制”下，信托产品收益更接近真实市场利率水平。

由于融资类的信托计划在发放信托贷款时，无需参照人民银行制定的基准利率上下浮动限制，可以在不高于基准利率4倍的范围内灵活设定利率水平，其高收益性有了合规性的基础。

GDP高增长之下，社会总体投资回报较高，信托资金相对于受到更严格管制的银行信贷资金，更多分享了实体经济增长的成果。信托公司扮演了利率市场化先行者的角色，信托产品收益更接近真实市场利率水平。

由于银行渠道的融资长期面临着利率管制、信贷规模控制、信贷资金使用限制等问题，相对高成本的信托渠道融资成为了像房地产、矿产能源等资金密集型行业的另一个重要选择。这有信托从业人士不懈努力、积极拓展业务的因素，更是分业监管下信托的制

度化优势之一。

3.能整合运用多种金融工具的信托计划，在更深的层面上把握了风险，并获得显著高于债务融资的收益。

商业银行发放的信贷资金属于纯债权的性质，风控手段集中于抵押和担保，无法持有或阶段性持有股权、投资附带期权等。

信托公司有金融行业的“轻骑兵”之称，是境内唯一可以跨货币市场、资本市场和实业领域的金融机构。信托平台可以集成所有的金融工具，包括股权、债权、股债混合、可转换股权、可转换债权等。

以地产信托为例，信托公司就创设了股权附带回购或回购权利、特定资产收益权、信托计划作为有限合伙人等等灵活的资金运用形式，满足了融资方需求的同时，更深入到融资企业内部，资金运用手段更先进，风控措施更充分、多样。信托具备控制更大风险的能力，顺其自然地获取了较高的投资收益。

再以股权质押融资为例，信托公司可以设专岗采取逐日定市的策略，实时进行风险监控和预警平仓操作，银行则很难有类似的安排，券商虽然有类似业务但限制太多、标的范围太窄，无法取得市场的广泛认同。

4.杠杆化策略与结构分层是信托产品重要的高收益来源。

金融的魅力所在即是对稳定的盈利机会提供杠杆支持，低成本的高杠杆率是艺术更是挑战。当然，杠杆操作是双刃剑，在放大了盈利的同时也存在血本无归的可能。

杠杆策略在信托产品中的典型运用即信托产品的结构化分层。结构化分层是信托最常用的产品内部增信措施，又经常被称为一种有限本金保障机制。优先受益权信托份额通常向高净值客户和合格投资者销售，次级

受益权则定向由融资方和交易对手认购。在偿付顺序上,次级受益权劣后于优先受益权受偿,但所有剩余利益均归于次级。

作为融资方和交易对手的次级委托人,出于对项目的熟悉和投资能力的自信,通常愿意在事前约定将部分高收益让渡给提供了杠杆支持的优先投资人。以证券结构化信托为

例,在2:1(优先级:次级)的杠杆比例下,次级委托人(通常是投资顾问)愿意付出的融资成本平均在10%左右,相当于定存利率数倍的回报率对优先级投资人具有相当的吸引力。

5. 跨市场套利机会的存在是信托高收益来源的重要组成部分。

不但货币市场、资本市场和实业投资具

表1: 首批中小企业私募债发行情况(6.8-7.8)

债券代码	债券简称	发行企业性质	期限	发行总额(亿元)	票面利率(%)	所属wind行业	主承销商
125000	12苏镀膜	民企	2	0.5	9.5	材料Ⅱ	东吴证券
125001	12百慕债	中央国企	1.5	0.2	8.5	材料Ⅱ	中信建投
125002	12宁水务	地方国企	2	2	9.4	公共事业Ⅱ	平安证券
125003	12钱四桥	民企	2	1	9.35	运输	平安证券
125004	12新宁债	民企	2	1	7.5	公共事业Ⅱ	国泰君安
125005	12同捷01	中外合资	3	1	8.15		国泰君安
125006	12凡登债	民企	3	1	8.05	材料Ⅱ	国泰君安
125007	12天科债	地方国企	3	1	7.3	软件与服务	国泰君安
118001	12嘉力达	民企	3	0.5	9.99	能源Ⅱ	国信证券
118002	12德福莱	民企	3	2	9.3	耐用消费品与服装	国信证券
118003	12巨龙债	民企	1	0.2	13.5	技术硬件与设备	中银国际
118004	12拓奇债	民企	1	0.28	9	材料Ⅱ	平安证券
118005	12浔旅债	地方国企	3	0.5	8.9	消费者服务Ⅱ	国信证券
118006	12中欣01	民企	2	0.2	10	材料Ⅱ	浙商证券
118008	12中欣02	民企	2	0.3	10	材料Ⅱ	浙商证券
118009	12九恒星	民企	1.5	0.1	8.5	软件与服务	中信建投
118010	12锡物流	地方国企	2	2.5	9.5	资本货物	平安证券
118011	12森德债	民企	3	1.5	8.1	耐用消费品与服装	国泰君安
118012	12浙富立		3	0.8			国海证券

数据来源:wind

有明显不同的风险收益特征，金融的若干子市场之间也具备截然不同的高收益机会。

比如，普通存款客户面对的银行储蓄市场仅能提供年化0.3%的活期利息水平，但银行间的同业拆借市场的隔夜拆借利率就始终维持在2%—3%的年化水平。实业市场经常遵循以账面资产估值的法则，而资本市场的市盈率水平通常是20到30倍，市净率水平在2到10不等，两者的水位差过于明显，跨一级和二级市场的套利机会吸引的各类创投与私募股权投资已经达到了惊人的4.77万亿。凡此种种，不一而足。

信托产品能充分发挥跨市场投资的优势，将投资者带入到他们自身不能轻易介入的机构投资者市场，攫取相对高的收益。票据和信用证信托即是近期的典型案例。

6. 信托高收益来源的其他因素。

作为一种兼具资金募集优势和高度资金运用灵活性的合规金融安排，信托还可以通过若干方法获取安全边际非常高的相对高收益。比如，“信托+LP”、第三方参与的受益权转让安排、对接券商定向资产管理计划等交易模式的创新；组合投资、遴选优秀投资顾问等资产配置与交易能力的发掘；突破管制或进行监管套利；发挥大客户资金优势进行单一产品定制化等。

六、券商创新、基金“松绑”、中小企业私募债推出，对信托业影响几何？

2012年以来，我国多层次资本市场建设明显加快。《证券投资基金法》修订接近尾声，私募证券投资基金将获得明确的法律地位；中小企业私募债正式在沪深交易所推出，反响热烈；证券公司正在证监会的支持下，大

力发展创新类业务，特别是资产管理业务；证监会正在修订有关法规，拟将基金公司的投资范围由证券市场拓宽到实业领域。

资本市场的这些新举措，大大改变了中国资产管理行业的竞争格局，深刻改变了信托公司经营的外部环境，压缩了信托公司的“制度红利”空间，呼唤信托公司自主管理资产能力的提升。

1. 《证券投资基金法》修订未动摇私募证券投资基金与信托公司合作的基础，但信托公司须强化服务能力。

2012年7月11日，全国人大公布了《证券投资基金法(修订草案)》，将私募证券投资基金纳入调整范围。该法案一旦获得通过，私募证券投资基金在我国将有明确的法律地位，且豁免注册，仅要求其事后报备。

在获得明确的法律地位之后，部分私募证券投资基金公司将不再和信托公司“联姻”，而是自己在市场上募集基金。但是，整体而言，私募证券投资基金与信托公司合作的基础并未动摇。

私募证券投资基金公司与信托公司合作发行的证券投资集合资金信托计划，被称为“阳光私募”。其交易结构大致为，信托公司通过发行信托计划募集资金，私募证券投资基金公司担任投资顾问，将信托资金主要投资于证券市场，并定期向投资者披露投资业绩。

“阳光私募”的产生，绝不仅仅是为了解决私募证券投资基金的合法性问题，即使不借助信托，其还可以有限合伙企业、公司制形式存在，为什么还要和信托公司合作呢？

首先，在“阳光私募”的结构中，信托公司控制交易账户，设置“预警线”、“平仓线”，并将资金保管于以信托计划名义在保管

银行开立的专用账户,资金的安全性和规范性大大提高。加之,信托公司作为持牌的正规金融机构,其声誉和可信度大大超过私募证券投资基金公司,这使得其和信托公司合作之后,募集资金的效率大大提高。

其次,信托公司在“阳光私募”业务中,不仅仅是“租借”牌照,其本质是提供托管、登记、估值、清算等“后台服务”。要提供这些服务,需要大量的IT、人力等方面的投入,私募证券投资基金公司没有必要“另起炉灶”,将“后台服务”外包给信托公司,集中精力于投资研究,是现实的选择。而信托公司也需要提高自己的服务能力,才能吸引私募(图1-7)。

2.证券公司发力资产管理业务加剧理财市场的竞争,也拓宽了信证合作的空间。

在2012年5月的“券商创新大会”上,证监会提出11条推进证券公司创新发展的思路与措施。其中对信托业外部经营环境可能产生较大影响的包括:鼓励证券公司发展资产管理业务,将集合资产管理计划由“审批制”改为“备案制”,并扩大投资范围;证券公司由仅能代销公募基金产品,扩大至可代销各类合规金融产品(包括信托产品在内)。

2.1券商重新“醒来”,将改变资产管理行业竞争格局。

截至2011年末,证券公司受托管理资金本金总额为2818.68亿元。这一规模与银行理财(4.57万亿元)、信托(4.81万亿元)、证券投资基金(2.19万亿元)、各类创投与私募股权投资(4.77万亿元)相比,明显不在一个“量级”。

在过去的几年里,熊市漫漫使得券商理财客户普遍亏损,大量流失。2011年,券商发行的集合资产管理计划普遍亏损10%以上。

在其它金融机构的理财业务发展得如火

如荼之际,券商好似在“沉睡”。这既有产品审批周期较长,资产投向、产品设计等众多方面受到监管部门严格限制的客观原因,也有券商创新能力不足,产品同质化严重,投资能力欠佳的主观原因。

但是,券商的潜力巨大,券商“醒来”将极大地改变整个资产管理行业的竞争格局。

首先,集合资产管理计划由审批制改为备案制后,效率将大大提高。证监会在2012年5月召开的“券商创新大会”上表示,已报请国务院审改办取消集合资产管理计划审批项目,审批取消后改为备案制,过渡期内审批采取简易程序。

其次,证监会正在修改有关规定,拟扩大券商理财产品的投资范围、允许产品分级、降低投资门槛、减少相关限制。对“大集合”产品,投资范围放宽到短融、中票、本金保证型理财产品以及正回购等;对“小集合”产品,投资范围放松到证券期货交易所交易的产品、银行间市场交易的产品、经金融监管机构审批或备案的金融产品等;对定向和专项理财,允许投资者与证券公司自愿协商,合同约定投资范围。

在本轮理财市场的“爆发式”增长中,银行和信托公司因为提供固定收益类产品而受到投资者青睐,反观公募基金和券商理财产品,因为依赖股票二级市场投资,正好股市又持续低迷,因而增长乏力。

“大集合”产品投资范围放宽到短融、中票、本金保证型理财产品以及正回购等,将为券商改变对股票市场的依赖,开拓固定收益类产品的广阔新天地,创造条件。

2.2信证合作潜在空间巨大。

券商“醒来”,既加剧了理财市场的竞争,更拓展了信证合作的空间。

首先，证券公司代销信托产品，信证双方可实现优势互补。

截至2011年底，证券行业共拥有5000多家营业部，从业人员26万人。营业部原来主要靠经纪业务生存，财富管理业务是其转型的重要方向。证监会正在制定《证券公司代销金融产品管理规定》，拟允许证券公司代销经国家有关部门或者授权机构批准、备案发行的各类金融产品。

《规定》一旦发布，券商将可以像商业银行的私人银行那样全市场采购产品，配置给自己的客户。目前，一部分券商（如中信证券）已经开始开展为信托公司推介合格投资者的业务，一部分券商正在进行内部机构改革以应对新趋势的到来。

对于信托业而言，这是一大利好。由于信托公司被定义为私募机构，目前不能设立分支机构，且在异地产品推介上受到多重限制。信托公司普遍缺乏自己的产品直销渠道，过去主要靠银行、第三方理财公司代销产品。券商大规模加入信托产品发行，使得信托公司又多了一个可合作的渠道。

其次，证券公司可以和信托公司合作开发产品。

举例而言，券商正在辅导一家企业上市，这家企业需要债务融资，券商完全可以将企业推介给信托公司，信托公司和券商共同为该企业设计一个信托融资方案，并由券商代销该集合资金信托计划。

又如，券商的一个大客户，需要融资投资于股票市场，券商可以将该客户推介给信托公司，信托公司为其量身定做做一个“结构化”的证券投资集合信托计划（比如优先：劣后=9:1），该客户的资金购买次级受益权，优先级受益权向社会投资人发售。

2005年，银监会出台《商业银行个人理财业务管理暂行办法》，商业银行正式进军理财市场，当时信托业内也曾有一些悲观的预期，但事实证明，正是银行的加入，使得理财市场进一步深化，通过银信合作，信托公司取得了长足的发展。2011年底，银行理财产品余额4.57万亿元，信托业受托管理的资产规模为4.81万亿元，其中银信合作高达1.67万亿元。

在整个资产管理行业快速发展的过程中，各个金融主体之间有竞争，更有合作，竞争的结果不是“你死我活”，而是“你中有我，我中有你”。

3.基金公司“松绑”，进入实业投资领域，打造“投融资平台”，消减了信托公司跨市场投资的独占优势。

2007年11月，经国务院批准，证监会正式启动基金管理公司“特定客户资产管理业务”（俗称“专户理财”）试点，实质是基金公司试点进入私募领域。

此后，“专户理财”从单一客户资产管理业务（俗称“一对一”）发展为单一客户和多个客户资产管理业务（俗称“一对多”）并存。截至2012年5月底，在72家已成立的基金管理公司中，共有71家取得特定资产管理业务资格，其中40家开展了特定资产管理业务，管理账户527个，管理资产1018亿元。

2012年6月29日，证监会就修订《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》征求社会意见。根据《办法》征求意见稿，拟允许基金公司通过设立专业子公司开展专项资产管理业务，并允许专项资产管理计划除投资股票、债券、证券投资基金、央行票据、短期融资券、资产支持证券、金融衍生品、商品期货外，还可以投资非上市公司股权、债权类资产、收益权类资产以及中国证监会认可的其

他资产。

可投资非上市公司股权、债权类资产、收益权类资产，意味着基金公司通过设立专业子公司，可进军实业投资领域。这打破了信托公司跨货币市场、资本市场、实业领域投资的独占优势，基金公司和信托公司的投资范围逐渐趋同。

“专项资产管理计划”可投资于非上市公司股权、债权类资产、收益权类资产，意味着基金公司在传统的资产管理业务之外，增加了投融资平台的功能。这将极大地考验基金公司对信用风险的识别和管理能力。基金公司长期从事股票、债券二级市场的投资，对实业企业信用风险的把握能力，还有待培育。

《办法》征求意见稿还显示，证监会拟打破“专户理财”投资者人数不得多于200人的限制。《办法》原规定，基金管理公司为多个客户办理特定资产管理业务（俗称“一对多”）的，单个资产管理计划的委托人人数不得超过200人。证监会拟将这一规定修改为，“基金管理公司为多个客户办理特定资产管理业务的，单个资产管理计划的委托人人数不得超过200人，但单笔委托金额在300万元以上的投资者数量不受限制。”

这一修订效仿了银监会对集合资金信托计划投资者人数的规定。2007年1月颁布的《信托公司集合资金信托计划管理办法》规定“单个信托计划的自然人人数不得超过50人，合格的机构投资者数量不受限制”，2009年2月，银监会将这一规定修改为“单个信托计划的自然人人数不得超过50人，但单笔委托金额在300万元以上的自然人投资者和合格的机构投资者数量不受限制。”

合格投资人投资基金公司“一对多”产

品人数限制的放开，将使得此类业务募集资金的效率大大提高。在投资者人数被限定的情况下，单只产品的规模往往受到很大限制。从信托公司的情况来看，2009年2月放开集合资金信托计划合格投资者人数限制，极大地推动了集合信托业务的发展。

4. 中小企业私募债对融资类集合信托计划有替代效应。

中国版的“垃圾债”（“高收益债”）于2012年6月8日正式出炉，当日，上交所完成首单中小企业私募债的发行。截至7月6日，沪、深交易所共发行了19只中小企业私募债，融资规模18.5亿元。中小企业私募债单只规模在1000万到2.5亿元之间，期限在1-3年之间，票面利率在7.3%-13.5%之间（表1）。

中小企业私募债反响热烈，试点地区已由之前的北京、上海、天津、广东、江苏和浙江6省（市），扩展到重庆、湖北和山东。

融资类集合资金信托计划的本质是一个由信托公司承销的，以信托贷款、股权投资附加回购等方式将资金运用于特定项目的高收益私募债券。中小企业私募债对融资类集合资金信托计划有一定的替代效应，对面向中小企业的信托融资业务有一定冲击。

按沪深交易所发布的规则，中小企业私募债不仅欢迎银行、券商、保险公司、信托公司用自有资金投资，也欢迎它们的资产管理产品投资，包括银行理财、券商资产管理产品、投连险、信托计划等。

券商发展资产管理业务的强烈动机，加上其所承销的中小企业私募债有信息优势，将使得券商集合资产管理计划可能成为中小企业私募债的主力投资者。

而信托公司也可以设计结构化产品投资中小企业私募债。比如，可以借鉴结构化“阳

光私募”产品的思路,由投资顾问公司认购次级,银行理财资金认购优先级,设立信托计划,投资于私募债。投资顾问公司利用杠杆放大收益,而银行理财资金相当于资金融出,可以获得稳定收益,在有止损线设定的情况下,银行理财资金的安全性也较高。

5.信托公司“制度红利”加速消减,资产管理行业竞争规则亟待统一。

随着金融市场的日益完善,以及各类金融机构争相加入资产管理业务的竞争,信托公司的制度红利将消减得越来越快,信托公司必须强化自主资产管理能力,提高客户服务水平,才能在未来的财富管理(资产管理)市场上占据一席之地。

举例而言,2012年上半年证券公司的资产管理业务规模快速膨胀。截至6月末,证券公司受托管理资金本金总额从年初的2819亿元,飙涨至4802亿元,增幅高达70%。重要的原因在于,银行和证券公司创新出了银证合作的交易结构,取代了银信合作。

在这类银证合作中,证券公司和银信合作中的信托公司一样,并未提供主动的资产管理,而仅仅是提供了一个“通道”,即银行将理财资金委托给证券公司,设立专项资产管理计划,进而投资于票据资产和信贷资产。

目前,银监会对信托公司实行净资本管理,信托公司从事此类“通道”业务的成本越来越高,而证券公司却无此限制,在从事此类业务上具有优势。

各类金融机构之间的良性竞争,有利于推动整个资产管理行业的发展,但值得关注的是,目前资产管理行业行业分割比较严重,监管标准不尽一致。

银监会拟允许基金公司设立设立专业子公司开展专项资产管理业务,投资非上市公司

股权、债权类资产、收益权类资产,实际上是允许基金公司进入信托公司的传统业务领域。

但就在证券公司、基金公司进入信托公司传统业务领域之时,信托公司进入资本市场的路径却依然受阻,这是显失公平的。

目前信托计划不能开设证券账户,信托资金投资股票市场受阻;相关监管部门不允许信托计划作为拟上市公司的股东,是制约信托公司PE信托业务开展的最主要的障碍。

七、房地产信托兑付压力究竟有多大?

随着房地产调控的持续深入,限购政策导致成交量下降,银行开发贷收紧加剧开发商资金链紧张,必然影响到为其提供资金支持的信托公司。

2011年下半年以来,房地产信托风险已成为市场关注的焦点,部分项目显现风险苗头,建设进度或销售进度偏离预期,开发商不能按期偿还信托融资,信托公司被迫注入新的流动性,或者引入金融资产管理公司和地产基金“接盘”。一时间,传言此起彼伏,大有“山雨欲来风满楼”之势。

银监会对房地产信托业务的监管力度也一再升级,2011年下半年以来,先是要求所有的房地产信托项目实行逐笔“事前报备”,再逐个监测房地产信托项目,要求信托公司做到对房地产信托项目兑付风险“早发现、早预警、早处置”。对有兑付风险的项目,提前6个月设计风险化解方案。

时至今日,融资类的固定收益房地产信托产品,还没有出现一起未能兑付的案例,但“保兑付”牵扯了信托公司巨大的精力,也带给信托行业深刻的反思。

1. 需要向自然人投资者兑付的部分低于3000亿元。

中国信托业协会公布的数据显示，截至2012年6月末，房地产信托余额为6751.49亿元，占全行业受托资产总规模的12.81%。

需要注意的是，6751.49亿元房地产信托余额中，包含开发商以资产认购信托计划劣后受益权的部分。因而，信托公司真正需要兑付的金额远低于此数。

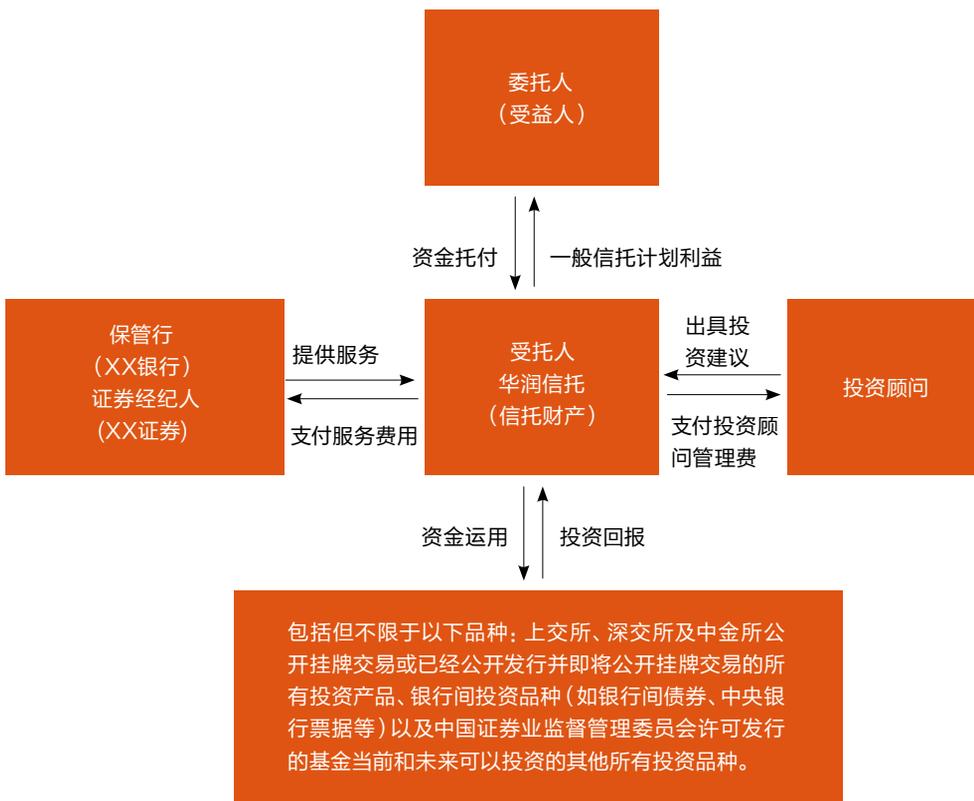
信托行业通行的标准是，房地产项目融资抵押率不高于40%，也就是说，假定一个房

地产信托产品采用结构化的“大信托”模式设计，开发商以资产认购的部分不低于40%。

扣除这一部分之后，还要扣除以单一资金信托（委托人包括银行理财计划，各种机构投资者等）方式投资房地产信托的部分，才是信托公司真正要向自然人投资者兑付的。

根据《中国信托业发展报告（2012）》课题组综合多个渠道来源数据进行的测算，信托行业需要向自然人投资者兑付的房地产信托余额低于3000亿元，兑付的高峰期是在2013年上半年。

图1-7：华润信托阳光私募的“四方监管”模式



房地产信托密集发行主要是在2010年及2011年上半年。2010年1季度末，房地产信托余额才仅为2351.29亿元，2010年末增加到4323.68亿元，2011年6月末继续增加到6051.91亿元。此后，由于银监会开始加大监管力度，加之房地产调控的大环境，房地产信托余额快速增长的势头得到遏制，到2012年6月末为6751.49亿元。

房地产信托产品的期限多为2年左右，以此测算，2011年上半年新增的1700多亿元房地产信托中的大部分将在2013年上半年兑付，加上2010年发行的2年期以上的信托产品，预计2013年上半年将是房地产信托兑付的高峰期。课题组从其它渠道获得的数据也支持这一结论。

2. 抵押物足值，流动性不足。

房地产信托项目在房地产调控的背景下，出现“问题”，原理非常简单：部分房地产信托资金主要用于房地产项目的前期投资，信托融资偿还依赖后续银行信贷资金注入，而房地产调控政策之下，银行开发贷资金因为种种原因迟迟未能注入，有的开发商在银行虽然拥有大量授信，但是银行并不实际放款；部分房地产信托在为开发商提供建设资金，房子建起来之后，遇到限购政策加之市场观望气氛浓厚，房子不能如期销售实现还款，也就不能如期偿还信托融资。

但是，应该看到，绝大多数信托公司控制了足值的抵押物。信托公司为房地产项目融资，通行的规则是抵押率必须低于40%，偏谨慎的公司一般规定抵押率必须低于30%。在“大信托”的模式下，房地产项目公司100%的股权都控制在信托公司手里，财务印章、银行账户均由信托公司掌握。

因而，大多数房地产信托面临的风险不

是价值风险，而是流动性风险。这也是金融资产管理公司和地产基金愿意“接盘”的原因，补充新的流动性之后，一旦能“挺过去”，等到房地产市场回暖，这些项目本身是有价值的。

3. 风险化解手段较多，房地产信托整体风险可控。

在信托公司控制了足值抵押物的情况下，风险化解主要就是注入新的流动性。目前，部分信托公司已经在发行基金化的产品，为暂时遇到流动性问题的开发商提供新的融资，让其先还掉原来的借款。

信托公司之间基于市场化的选择，也有互相“接盘”的情况。值得注意的是，这类“接盘”，互相救助的色彩较淡，主要还是“接盘”方看中了项目本身的商业价值。

金融资产管理公司“接盘”，一般也不是直接从信托公司手中把房地产项目公司的股权买走，而是通过下属的平台给开发商进行一笔新的融资，让开发商先偿还掉信托融资，抵押物转移到金融资产管理公司手里，如果新的融资到期后开发商不能偿还，就处置抵押物。地产基金“接盘”与之类似。

在房地产信托兑付迫在眉睫，且又不能找到第三方提供流动性支持的情况下，多是由信托公司的大股东出面提供流动性支持，方法与前述类似。

不到万不得已，信托公司不会动用自有资金提供流动性支持，或者从投资者手中收购信托受益权。作为金融机构，信托公司必须高度重视市场声誉。

目前，房地产信托兑付压力较大的信托公司在国有资金的运用上都非常谨慎，不再进行流动性较差的长期投资，主要配置银行存款和高流动性的债券资产，目的就是以备不时之需。

由于房地产市场调控，房地产信托产品所投资的项目出现了流动性问题，信托公司采用多种手段帮助化解风险，力求投资者不受损失，是信托公司充分履行受托人职责的表现，不应该被理解为强化信托产品的“刚性兑付”。

若房地产信托产品最终不能实现预期收益，甚至出现本金亏损，如果是信托公司未能履行好受托人职责，比如，尽职调查存在失职，项目过程管理不善，信息披露不充分等，信托公司应动用信托赔偿责任准备金，甚至动用资本金赔偿投资者，而如果投资出现损失是因为市场原因，则风险应该由投资人自担。

八、今天的信托公司和历史上历经多次整顿的信托投资公司，有什么样的不同？信托公司是中国的“影子银行”吗？

（一）今天的信托公司和历史上多次被清理整顿的信托公司有着本质的不同。

在中国的金融业态中，唯有信托业是割裂了历史的延续性而完全重新加以设计的，这是信托业容易被误解的主要原因。

在第五次清理整顿后，信托业已经“推倒重来”，有了清晰的定位，并逐步崛起为中国金融业的四大支柱之一。

目前，中国共有66家信托公司，这些信托公司和历史上的信托投资公司除了名称中均含有“信托”二字外，其功能、定位及所从事的业务，所面临的外部环境，均有了本质的不同。

1. 中国信托业是个“早产儿”。

在全社会私人财富还极度匮乏，“无财

可理”的时代，中国现代信托业就随着1979年中国国际信托投资者公司的成立而诞生了，在信托业发展的前20年，信托投资公司“除了信托，什么都做了。”

事实上，当时对信托投资公司的定位原本就不是“受人之托 代人理财”。

改革开放初期，邓小平希望荣毅仁这位“红色资本家”出山，借助荣氏家族在海外的影响力，为国家的经济建设引进急需的资金和技术。

据信，旧中国的信托业非常发达，荣毅仁对“信托”有一定的了解。当时，人民银行派出一个工作组出国考察归来，也认为设立一家“信托投资公司”，能够承载引进国外资金和技术，参与国内经济建设的诸多功能。

由此可见，信托业诞生的年代中国没有财富阶层，没有要素市场，没有私有财产，是改革开放的需要催生了中国信托业。

中国国际信托投资公司及之后各地建立的一大批信托投资公司，其主要目的实际包括两个：一是探索在银行之外开拓引进外资及国内融通资金的新渠道；二是在高度集权的计划经济、传统的金融体制之外，引入具有一定市场调节功能的新型组织机构，进一步推动经济体制、金融体制的改革。

彼时的信托投资公司颇有些像今天的地方融资平台，承担着为地方经济建设筹集资金的重任。比如，“xx省国际信托投资公司”，一般都是该省最大的政府投融资平台。

改革开放初期，整个中国的金融体系基本还只有人民银行一家，可以说，金融体系的改革是从设立信托投资公司开始的。

2. 此信托非彼信托，中国信托业已经完成“推倒重来”。

1999年2月开始的国家对信托投资公司

的第五次清理整顿，被称为信托业的“最后一次清理整顿”，或曰“推倒重来”。信托公司重新定位为“受人之托、代人理财”的专业机构，不再从事银行和证券业务。

2001年10月1日《中华人民共和国信托法》正式实施，信托制度在中国得到正式的确立。该法和2002年5月9日起施行的《信托投资公司管理办法》、2002年7月18日起施行的《信托投资公司资金信托管理暂行办法》，构建了信托业的基本法律框架。

信托投资公司“洗心革面”的一大标志是完全退出存款市场。《信托投资公司管理办法》明确规定，信托投资公司不得办理存款业务，不得发行债券，不得举借外债。不得以经营资金信托或者其他业务的名义吸收存款。这使得信托投资公司不能再像以前那样在海外大量发行债券，不能再像以前那样大量从银行拆借资金，也不能再吸收所谓的“信托存款”和“委托存款”。

同时，机构数量大大减少。第五次清理整顿完成后，有210多家机构退出市场，59家获准重新登记，13家拟保留未重新登记。信托牌照至今未在此基础上扩容，近年来新成立的信托公司主要是当时“13家拟保留未重新登记”的，后来重新获得登记。

第五次清理整顿完成之后，信托业在“受人之托、代人理财”的业务上进行着艰难的探索，后来也出现过德隆系信托、庆泰信托等风险事件，但信托业如何定位的问题已基本解决。

德隆系信托事件所反映出的问题是，信托公司替股东融资，从事逆向关联交易，具有极大的危险性；庆泰信托、金信信托等事件则反映出，如果信托公司挪用信托财产，也可能陷入“万劫不复”的境地。

针对这些经验和教训，2007年，银监会启动对信托投资公司的全面改革，修订出台了《信托公司管理办法》和《信托公司集合资金信托计划管理办法》（即“新两规”）。此后，“信托投资公司”在清理完实业资产后，逐步更名为“信托公司”。

“两规”修订的基本理念是：严格限制关联交易，禁止逆向关联交易，解决了向股东进行利益输送的问题；固有资产和信托资产分离，信托业务和固有业务的人员、账务也严格分开，解决了挪用信托资产的问题。提出合格投资者标准，定位高端理财市场；严格限制负债（仅允许净资产20%的同业拆借）；禁止一般企业股权投资，仅可做金融股权投资（PE除外）；投资者风险自担，不得保本保底。

同年，银监会非银部牵头组织拟定了信托公司未来发展规划：力争在3-5年时间内使信托公司盈利模式发生较大转变，成为真正体现信托原理、充分发挥信托功能、面向合格投资者，主要提供资产管理、投资银行业务等金融服务的专业理财机构。

3. “受人之托 代人理财”的信托业生存的土壤日益肥沃。

如果说中国信托业是“早产儿”的话，那么，现在，信托业赖以生存的土壤真正肥沃了。

一方面，随着居民财富的快速积累，满足信托合格投资者门槛的投资者数量快速增加。另一方面，中国资产管理、财富管理行业“爆发式”增长的时代已经到来！

中国的金融资产正在快速重构之中。这一过程在国外成熟市场早已经经历，就是存款大规模从银行体系“流出”来，进行投资理财。

存款“流出”来之后，要么在银行理财，要么在基金和券商，要么在PE和VC，要么就在信托。截至2012年6月末，金融机构本外币存款余额90.88万亿元，假定未来再分流10%，整个资产管理行业就可以有9万亿的增量市场空间。

过去5年，不仅仅是信托业，银行理财也得到了飞速发展。2005年，银行理财业务才正式诞生，2007年，银行理财产品发行额不到0.8万亿，此后一路飙升，2008年发行额上升到3.7万亿左右，2009年发行额增长到5万亿，2010年发行额达到7.05万亿，余额2.5万亿。2011年上半年，银行理财产品发行额达到创纪录的8.51万亿。2011年底，银行理财产品余额达到4.57万亿元。

截至2011年底，证券投资基金资产净值2.19万亿，银行理财产品余额4.57万亿，信托资产4.81万亿，保险资产6.01万亿，各类创投与私募股权投资4.77万亿。

在过去5年，信托业成为中国资产管理行业的“领跑者”之一，未来随着金融脱媒加剧，金融资产重构，信托业还有巨大的发展空间。

（二）信托公司不是“影子银行”

“影子银行”被认为是本轮金融危机的“罪魁祸首”之一。由于信托公司与银行开展银信合作业务，2010年曾对国家的信贷规模管控造成一定干扰，因而有观点认为信托公司是中国的“影子银行”。

2011年，金融稳定理事会从广义和狭义两个层面对“影子银行”进行了定义。广义的“影子银行”是指在传统银行体系之外涉及信用中介的活动和机构。狭义的“影子银行”是指可能引起系统性风险和监管套利的非银行信用中介机构。

其中，“影子银行”导致系统性风险的因素主要包括期限转换、流动性转换、不完全的信用转移和高杠杆等四个方面；监管套利是指由于对银行和“影子银行”监管尺度不一致，导致“影子银行”业务大量开展和金融体系风险积累。

中国的信托公司置于中国银监会的严格监管之下，信托公司所募集的资金主要投向了实体产业和金融市场的基础投资品（如股票、债券、货币市场工具等），没有从事高杠杆的复杂衍生品交易，也没有“以钱炒钱”脱离实体经济而自我循环。银信合作所投资的基础信贷资产相对是优良的，这些信贷资产的投向主要是基础设施建设和国有大中型企业。2010年8月起，银监会对信托公司开始实施净资本监管，信托公司的杠杆率已经得到有效控制。

对照金融稳定理事会的定义，中国的信托公司不属于“影子银行”的范畴。

九、中国为什么会存在独立的信托业？

信托业在中国金融体系中的价值何在？

（一）中国存在独立的信托业是基于历史传承和分业经营的体制安排

信托制度在英国起源后，传播到全世界，在不同的国家和地区，基于不同的文化传统和法律框架，信托业态有所不同。

在英美国家，虽然也存在独立的信托公司，但是信托业务主要由其它金融机构兼营。中国为什么会存在独立的信托业，为什么只有信托公司可以经营信托业务呢？

1. 历史传承是中国存在独立的信托业的重要原因。

改革开放初期，整个金融体系基本只有中国人民银行一家的时候，中国的信托业就已正式恢复了。此后，历经30多年的改革发展，中国形成了银行、证券、保险、信托等多元化的金融机构体系，多层次的资本市场体系，以及功能日益完善的金融市场体系。在这个过程中，中国信托业虽然历经沧桑，被整顿达五次之多，但扮演了金融改革的“先锋”角色。

历史上，信托投资公司最多时曾达到上千家，在为国家经济社会发展做出重要贡献的同时，也因为盲目发展、乱拆借乱投资而积累了大量风险。

亚洲金融危机爆发后，中国政府下决心解决金融领域存在的巨大潜在风险。1999年2月，国家对信托公司进行第五次清理整顿。此次清理整顿之后，虽然机构数量锐减，但信托业得以保留下来，并回归了“受人之托 代人理财”的本业，与银行业、证券业实现了分业经营、分业管理。

2001年10月1日，《中华人民共和国信托法》正式施行，信托制度在中国得到确立，信托公司的存在有了法律基础。

今天的信托公司与历史上的信托投资公司，既有着历史传承，又在功能上有着本质上的区别。但这种历史传承，是中国存在独立的信托业的重要原因。

2. 我国分业经营、分业监管的金融体制安排，决定了独立信托业的存在。

1993年12月25日国务院作出的《关于金融体制改革的决定》明确，对保险业、证券业、信托业和银行业实行分业经营。此后，中国逐步建立了分业经营、分业监管的金融体制，中国银监会负责对银行业和信托业的监管，中国证监会负责对证券业的监管，中国保

监会负责对保险业的监管。

现行《商业银行法》第四十三条规定：商业银行在中华人民共和国境内不得从事信托投资和证券经营业务，不得向非自用不动产投资或者向非银行金融机构和企业投资，但国家另有规定的除外。

现行《证券法》第六条规定：证券业和银行业、信托业、保险业实行分业经营、分业管理，证券公司与银行、信托、保险业务机构分别设立。国家另有规定的除外。

现行《保险法》第八条规定，保险业和银行业、证券业、信托业实行分业经营、分业管理，保险公司与银行、证券、信托业务机构分别设立。国家另有规定的除外。

2003年中国银监会成立之后，国务院明确，信托业由银监会负责监管。银监会2007年出台的《信托公司管理办法》规定：设立信托公司，应当经中国银行业监督管理委员会批准，并领取金融许可证。未经中国银行业监督管理委员会批准，任何单位和个人不得经营信托业务，任何经营单位不得在其名称中使用“信托公司”字样。法律法规另有规定的除外。

由此可见，我国分业经营、分业监管的金融体制安排，决定了独立信托业的存在，并在相关法律中，进行了明确的规定。

3. 尽管存在独立的信托业，但信托公司并没有“垄断”信托制度。

《信托法》只是对信托法律关系进行了规范，并未就信托机构做出具体的规定。

2001年10月1日起施行的《信托法》第四条规定，“受托人采取信托机构形式从事信托活动，其组织和管理由国务院制定具体办法。”我国本应在此后出台《信托业法》或者《信托机构管理条例》，但因为种种原因，被

搁置了下来。

尽管我国目前实行的是分业经营、分业监管的金融体制，也存在独立的信托公司，但信托公司并没有垄断信托制度本身。比如，《证券投资基金法》就明确承认证券投资基金所采用的是信托关系。

但受限于有关法律规定，除信托公司和基金公司之外的金融机构在从事资产管理业务时，事实上也使用了信托关系，却不愿承认，也不敢承认。

比如，2005年以来快速发展的银行理财业务事实上采用了信托关系，但由于《商业银行法》对于银行从事信托投资业务的禁止性规定，《商业银行个人理财业务管理暂行办法》将银行理财的法律关系界定为“委托—代理”关系。“委托—代理”无法真正实现资产隔离。银行理财究竟是否必须适用信托关系，尚值得商榷，但至少，在中国现行的法律框架下，若适用信托关系，具有诸多便利性。

中国的资产管理行业正在飞速发展，但缺少“顶层设计”，突出的表现是法律关系的统一，监管割据且监管标准不统一。

（二）信托业在中国金融体系中的价值

1. 促进储蓄向投资的转化，提高金融体系运行效率。

中国是世界少有的储蓄大国，截至2012年6月末，本外币存款余额高达90.88万亿元，但是，储蓄向投资的转化还不够顺畅、不够理想。以银行间接融资为主导的金融体系，具有一定的脆弱性。

一方面，实体经济领域，特别是中小企业、“三农”、战略性新兴产业等亟待扶持的领域存在“融资难 融资贵”的问题；另一方面，庞大的民间资本找不到好的“出路”，居

民不甘心存款忍受负利率，但在股市持续不景气，房地产调控的背景下，找不到合理的投资渠道。

信托公司一手连接着理财市场，一手连接着实体经济，能够以市场化的方式，把社会资本集中起来，在实体经济不同领域和企业发展的不同阶段进行资本的优化配置，从而把资源引导到国民经济最需要和最有竞争力的环节，提高金融体系的运行效率。

“十二五”规划明确提出，要加快多层次金融市场体系建设，显著提高直接融资比重。信托公司是中国的“实业投行”，对企业提供的融资属直接融资范畴。

2. 信托是天然的产融结合工具，服务实体经济具有突出的优势。

信托资金的运用方式涵盖股权、债权，介于二者之间的“夹层”，以及各种收益权投资，这就使得信托公司在服务实体经济时，能够整合运用多种金融工具，通过灵活的交易结构设计，为企业量身定做融资方案。

由于风险控制手段的多元化，特别是可以通过入股，介入融资方的公司治理和日常运营，信托资金可以进入一些银行信贷资金不愿介入，不适宜介入，但实质风险可控的领域。

目前市场上的各种产业基金，从事的多是Pre-IPO投资，以股权投资方式进入企业，等企业上市后“套现”。

信托公司目前发行的集合资金信托计划，非常适宜做成解决产业发展过程中一揽子金融需求，帮助产业做大做强真正的产业基金。

信托资金通过股权投资的方式进入企业之后，既可以通过介入公司治理和监控公司日常运营，控制风险，又可以使得企业承接债务融资的能力得到成倍提高。之后，企

业既可以选择寻求银行信贷资金支持，也可由信托提供债务融资（如信托贷款）和夹层融资（如可转债）。信托公司对产业方的扶持，既包括提供资金，也包括改善企业的股权结构，优化公司治理，并通过整合中介机构提供智力支持等。

例如，通过助力“龙头”企业展开并购，可以实现产能的集中，通过对企业提供技术改造资金支持，可以促进产业优化升级。

在山西“煤改”过程中，信托资金就显示了独有的优势。在煤炭企业的并购过程中，由于采矿权抵押问题，银行难以提供贷款支持，而PE也因为煤炭企业上市前景不明朗，进入非常谨慎。信托资金的介入，既解决了煤炭企业整合过程中并购价款的支付问题，加速了并购的过程，又提供了煤炭企业技术改造所需的资金。

不过，整体来看，信托公司目前设立的集合资金信托计划，存在期限短、规模小的问题，今后可探索设立中长期的“私募基金型信托计划”，并在资金富集的市场（如银行间债券市场）挂牌交易。

3. 信托公司已成为中国的金融产品创新基地。

由于信托资金的投资方式非常灵活，可以“包容”所有的交易结构安排。这使得，信托公司成为中国的金融产品，尤其是理财产品的创新基地。

比如，“阳光私募”产品，不仅使得私募证券投资基金的运作实现了“合法化”，还通过警戒线、强制平仓线的设置，以及信托资金的独立托管，大大提高了私募证券投资基金运作的规范性、安全性。“阳光私募”模式的创设表明，很多合情合理，但尚不合规的金融行为，可以通过信托平台实现“阳光化”、规范化。

又如，通过信托受益权的分层，可以

满足不同风险偏好资金的投资需求，实现信托产品的“内部增信”。信托公司创新出了一种俗称“大信托”的融资模式，即融资方用自己的资产（比如项目公司的股权）认购信托计划的次级，社会投资者用货币资金认购优先级，次级为优先级提供担保。这样，信托计划就可以实现100%控制项目公司，信托公司可以掌管项目公司的财务印章、银行账户等，可确保融资方和信托公司按照约定的资金使用方向、进度进行投资。

这些产品设计思路，为中国资产管理行业的其它金融机构，比如银行理财、证券公司、基金公司以及私募股权投资基金等大量借鉴。

4. 信托公司满足了居民的投资理财需求，创造了巨额的财产性收益。

胡锦涛总书记在十七大报告中首次提出，创造条件让更多群众拥有财产性收入。财产性收入很大一部分来源是投资理财。

在过去几年，在众多的理财机构中，信托公司为投资者创造了实实在在的收益。

据统计，2009—2011年，信托公司全行业累计分配信托收益分别为552.29亿元、678.04亿元、1177.51亿元。而同期，信托公司全行业实现的信托业务收入分别为84.38亿元、166.86亿元、346.06亿元，信托公司全行业实现的净利润分别为122.31亿元、158.76亿元、234.01亿元。

这一组数据充分说明，信托公司通过专业运作信托资金，分享了实体经济发展的成果，所获得的收益，绝大部分都分配给了投资者，信托公司只收取了有限的信托报酬，真正体现了“受人之托 代人理财”，理财成果主要归受益人所有。

第二章 信托之魅

信托，作为一种财产管理制度，在观念与制度上起源于罗马法，但真正奠定它作为普遍适用的为他人管理财产的制度，是英国的信托法律与实践。

经过历史变迁的洗礼，信托超越了它的英国原型，在保持其核心交易结构的同时，向适应社会需要的更灵活的制度发展。

在类型上，它不再只是英国长期以来的不以盈利为目的的民事信托，而是向商业信托方向发展；在空间上，它走出了英国，被20世纪以来商业日益强大的美国所采纳，并经由美国传向日本、韩国等大陆法系国家。放眼世界，信托已成为很多国家和地区一种普遍适用的制度，并日益推陈出新，适用于各种创新的交易结构。

中国现代信托业虽然已经有30多年的发

展历史，但在很长一段时间，对其存在的功能和价值，认识上一直存在模糊之处。2001年以后，中国颁布了《信托法》，确立了规范的信托制度；加上中国经济持续快速发展，使社会财富急剧增长，从而造就了巨大规模和发展潜力的信托市场。

信托，作为一种具有高度灵活性与可塑性的财产管理制度，既具有制度上的魅力，也具有实践价值上的魅力。信托在财产管理领域的潜力，将如同人的想象力一样，永无止境。

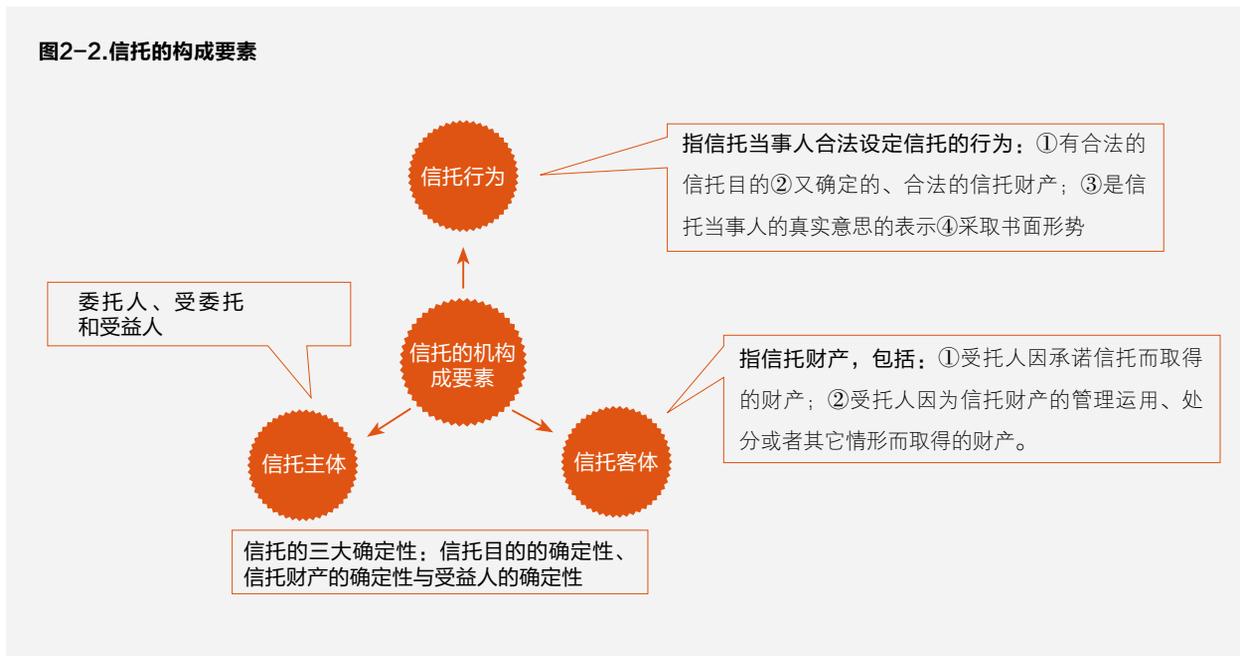
一、信托是一种适应社会需要的财产制度上的创新

尽管信托是一种广为承认的法律制度，人们对信托的基本法律构造有着大体相关的

图2-1.信托关系示意图



图2-2.信托的构成要素



理解,但是,对于何为信托,人们并没有统一的定义。

我国《信托法》第2条规定:“本法所称信托,是指委托人基于对受托人的信任,将其财产权委托给受托人,由受托人按委托人的意愿以自己的名义,为受益人的利益或者特定目的进行管理或者处分的行为。”

从信托的核心构成上看,信托关系是由委托人、受托人和受益人三方面的权利和义务构成,是围绕着信托财产的转移、信托财产的管理和信托利益的分配而形成的。

从设立层面来看,在信托关系中,委托人需将其财产权委托给受托人,一旦委托人依法将信托财产委托给受托人且受托人承诺接受信托,信托便宣告成立。信托有效设立后,受托人将以自己的名义管理和处分信托财产,但信托财产本身及其所生的任何利益并不归

于受托人,而是由受益人享有或者用于委托人指定的特定目的,如公益信托等。

正是基于信托的结构,信托能够跟随时代的步伐,不断调整自身的功能,使之能够满足时代的需要。实际上,随着商业信托的日益发展,现代信托已超越了传统信托,传统的财产转移功能日益弱化,信托功能向以财产转移与财产管理并重的方向发展,而且财产管理的功能日益重要。这一发展趋势正契合了现代社会的需要。

现代信托制度是对中国传统的财产权制度的一次革新,它在很多方面突破了中国传统财产权制度的限制,丰富了和发展了财产权制度。信托的制度创新具体体现为现代信托的六项基本法律规则:

1. 权利与利益相分离。即信托财产的所有权由受托人享有,但信托财产的利益由受益

人享有。受托人拥有信托财产的所有权并加以管理、处分，不是为了自己的利益而是为了受益人的利益。受益人的对象和受益人享受信托利益的范围则由委托人通过信托目的和信托文件加以确定。

2. 信托财产独立性。信托财产虽然由受托人享有法律上的所有权，但不属于受托人的固有财产，信托财产独立于受托人的固有财产。在他益信托场合，信托财产还独立于委托人的固有财产；如果信托文件有约定，信托财产还可以独立于受益人的固有财产。信托财产独立性的规定，旨在确保信托财产的安全，以充分实现信托目的。

3. 信托存在的连续性。信托设立后，除非信托文件另有约定，否则，信托不因委托人和受托人的死亡、终止而终止，也不因受托人的辞任、被解任而终止；在遗嘱信托中，信托还不因受托人的欠缺而不成立。发生上述情况时，应按照信托文件的约定或法律的规定，选任新的受托人继续管理信托，直至信托期限届满或信托目的实现。

4. 信托目的自由性。委托人设立信托的目的是自由的，只要不违背法律的禁止性规定或者违背公共政策和社会利益，委托人可以为各种目的设立信托。信托目的自由性集中表现为委托人可以自由确定信托财产的管理目标、管理方式以及受益人的范围、受益权的内容和受益人享有受益权的条件，从而充分实现委托人转移和管理财产所要达到的目的。

5. 受托人职责的法定性。在信托中，受托人不仅要遵守信托文件约定的各项职责，还必须遵循法律规定的各项职责。而且，现代信托中，受托人的法定职责还呈现三个发展趋势：一是法定职责的积极化。现代信托法不仅要

还要求受托人履行对信托财产的积极管理职责，这主要体现在现代受托人投资职责的法定化；二是法定职责的高标准化。现代信托法要求受托人以更高的标准履行法定职责，主要是对受托人忠诚和谨慎管理义务的强化；三是法定职责的强制化。除非法律允许可以以信托文件的约定加以排除。

6. 信托责任的有限性。受托人管理信托对内会产生对受益人的责任，对外会产生对信托财产交易对手的责任。无论是对内还是对外责任，只要受托人无过错地履行了自己的约定和法定职责，均以信托财产为限承担有限责任。只有在受托人履行职责有过错的情况下，才会以自己固有财产承担责任。

作为一种创新的财产转移与财产管理制度，与传统财产转移制度（主要是赠与、继承与买卖）与管理管理制度（主要是委托代理、投资公司和有限合伙等）相比，信托具有一些独特的优越性，特别是：

一是整合性。信托是将财产转移功能与财产管理功能整合为一体的新型制度，既可以用于财产转移，又可以用于财产管理，还可以同时用于财产转移和财产管理。而传统的财产转移制度只能用于财产转移，不能用于财产管理；传统的财产管理制度则只能用于财产管理，不能用于财产转移。

二是灵活性。由于委托人设立信托的目的是自由的，可以在信托财产的管理结构和信托利益的设置方面附加各种各样的条件，因此，信托在应用上具有空前的灵活性。而传统的财产转移制度在财产转移时通常是即时的转移，传统的财产管理制度在管理结构上则通常是法定的，因而，难以在财产转移和财产管理方面附加可以达成财产权人特定目的的各种条件，从而使其在应用上比较僵化，缺乏

弹性,灵活性不够。

三是稳定性。由于传统的财产转移制度在财产转移时通常是即时的转移,因而难以有保障财产权人转移财产所要达成的目的稳定性机制;传统的财产管理制度,除投资公司和有限合伙外,委托代理随时可以解除,因此也没有稳定的管理机制。而信托在法律上因有存在连续性的设计,因此,信托设立后可以不因各种意外情况发生而终止,从而确保委托人能稳定地实现自己的信托目的。

四是安全性。传统的财产转移制度由于实行的是即时的财产转移,因此,财产转移后,难以保障财产接受人不因自己的品行和能力方面的缺陷而使财产蒙受损失;传统的财产管理制度中,管理各方的职责由于采取法定主义,而且法定的职责通常是原则性的,因此容易发生损害当事人利益的“内部人控制”现象。而通过设立信托,因有信托财产独立性的特殊设计以及受托人约定职责和法定职责的双重设计,而且受托人的法定职责非常具体明确,因此,信托在保障信托财产安全和受益人利益方面较之传统财产制度更具有可靠性。

正是因为信托制度的独特性与优越性,它能适应社会经济形势的变迁与社会对财产管理的需要。中国改革开放三十多年来,国民经济和个人财富持续增长,居民理财意识逐渐增强,中国的资产管理市场一直并将继续保持快速增长的势头。信托的独特构造及其优越性,为其在资产管理市场占有一席之地打下了良好的制度基础。

二、信托制度创新具有多重实践价值

正因为信托是一种创新性的财产转移和财产管理制度,所以通过其实务应用,信托

便产生了巨大的、良好的社会效应。信托的积极社会效应体现在:信托在实务应用上通过推陈出新、不断创新而产生出了引人注目的实践价值。信托的实践价值是其制度创新与功能的现实表现,是其制度功能实现的社会效果。

信托的实践价值主要体现在现代信托的两大应用功能上:目的型应用功能和工具形应用功能。

(一) 目的型应用功能

信托制度的一个巨大优越性就是:只要不违法,委托人可以为了各种各样的目的设立信托,从而使信托在应用上具有巨大灵活性,几乎可以与人类的想象力媲美,信托的创新力也正源于此。

因此,由于信托目的的不同,信托可以派生出极其丰富的应用功能。从实践看,信托的目的型应用功能主要有:

1、传承功能。在英美国家,传统上多运用“隔代信托(Generation-skipping Trust)”与“累积信托(Accumulation Trust)”,以确保财产在家族之间的代代传承。所谓“隔代信托”就是委托人仅将信托财产的部分利益授予其继承人(父母、妻子和儿女),而将信托财产的主体利益授予给孙辈。所谓“累积信托”就是将信托财产的收益不予分配,由受托人归入信托财产本金。隔代信托与累积信托相结合,不仅可以使家产长久传承,还可以积累巨大的家产。

2、保障功能。为特定的家庭成员提供生活保障一直是信托的传统应用功能。在英美国家,委托人广泛利用“自由裁量信托”和“保护信托”,以实现这一目的。自由裁量信托的特征在于:信托文件本身并不确定受益人的具体信托利益,而是授权受托人根据具

体情况加以确定和分配。据此，委托人可以赋予未来最需照顾的家属（如境遇不好而贫穷的家属）以更多的保障。而自由裁量信托与保护信托的联合应用，更可以保障具有浪费习性的家属的生活。

3、风险管理功能。由于信托财产具有独立性，因此，信托也被广泛运用于各种交易的风险管理，成为一种新的风险管理工具，发挥风险管理功能。在国际上，大型项目如海底电缆铺设、跨海大桥建设具有建设周期长（通常在10年以上）、建设资金大的特点。在如此长的建设周期中，如果将建设资金直接拨付给相关建设主体，一旦该建设主体发生财务危机甚至破产的情形，则因建设资金没有与建设主体的表内资产进行有效的风险隔离，有被其债权人追索的危险，从而影响项目的正常实施。为解决这一问题，通常会将建设资金交付信托，由受托人根据建设进度拨付资金，一旦期间相关建设主体发生财务危机，因信托财产具有独立性，建设资金就不会被其债权人追索，而交由新的建设主体继续进行，如此便能确保项目的顺利实施。

利用信托财产独立性特点，信托还被广泛用作担保的一种替代形式，用来管理交易风险，确保交易安全。在交易双方没有信用基础的买卖交易中，买方会担心：一旦交付货款，卖方有可能不交付货物或交付的货物不合格；而卖方也会担心：如果交付了合格的货物，买方有可能不支付相应的货款。为解决这一问题，买卖双方可以将货物和货款作为信托财产设立信托，由受托人按照买卖合同的约定予以执行：如果卖方交付了合格的货物，则由受托人向卖方支付货款，并向买方交付货物，否则，由受托人将货款退回给买方或将货物退还给卖方。如此，交易风险得以有效

规避。

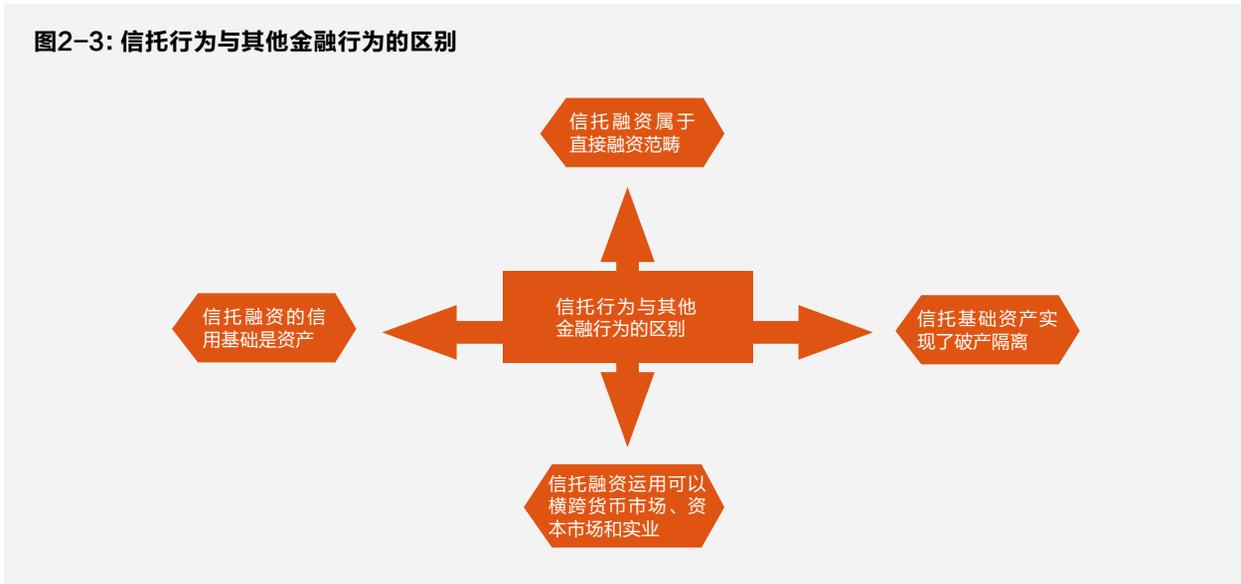
4、公司治理功能。现代公司治理的核心有两个：一是保护小股东的利益；二是建立有效的激励体系包括股权激励。现代信托适应公司发展的需要，也被普遍应用于公司治理的完善。在美国，首先创设了“表决权信托”，用以保护小股东利益。表决权信托在美国极为流行，用途甚广。举凡稳定公司管理、协助公司重整、防止相竞争的其他公司控制本公司以及少数股东的保护，都可透过表决权信托而实现。此外，信托还被广泛运用于建立股权激励，如在我国，信托也被普遍应用于管理层持股和员工持股，以激励管理层与员工的积极性。

5、公益功能。信托设计一直在社会公益促进方面扮演着极其重要的角色，今天，社会公益领域覆盖面更广，公益信托的利用也更频繁。我国《信托法》也确立了公益信托，信托公司在开展公益信托方面也进行了不少尝试。只是由于审批手续不明确和配套税收优惠措施没有建立，公益信托在我国的发展还受比较大的制约，有理由相信，随着相关制度的健全，信托在我国公益事业的发展中将扮演越来越重要的角色。

此外，在一些国家中，信托还被用于廉政目的。现代政府不仅对经济事务拥有巨大的干预权，而且往往直接控制庞大的经济资源。为防止政府决策阶层的私人事务与其政府职务产生利益冲突以至影响决策的公正性和客观性，现代法律对此多有种种监控设计。如美国的盲目信托（blind trust），其功能在于，透过委托人对信托事务的“盲目”以降低政府决策官员“因私害公”或“假公济私”的机会，从而保证决策的客观公正。

（二）工具型应用功能

图2-3: 信托行为与其他金融行为的区别



工具型应用功能是信托在实现财产转移与财产管理的制度功能时,由于信托财产管理方式不同所派生出来的经济功能。现代信托适应变化了的社会经济环境而发展起来的工具型应用功能主要有两大类:一是融资功能;二是投资功能。

1、融资功能

现代信托机构利用信托的各种特性,创设了各种形式的融资信托,以满足巨大的社会融资需求。融资信托的主要类型有四种:

一是传统型融资信托。即信托机构通过募集信托资金,以贷款的传统融资方式加以运用,从而实现融通资金的功能。我国信托公司开展的多数信托业务属于传统融资信托,融资的领域涉及基础设施、房地产等极多的产业和行业。传统融资信托的极致要数日本的“贷款信托”,日本通过立法的方式,以受益权证券化的方式,募集信托资金,用于发放

贷款。

二是资产支持融资信托。即信托机构通过募集信托资金,通过购买融资人具有良好现金价值的基础资产(如信贷资产、上市公司限售流通股、高信用等级应收帐款和物业租金、高现金流的各类收费权等)的方式,为融资人实现融资。资产支持融资信托又有“买断式”和“买入返售式”两种,其极致形式就是资产证券化。资产支持信托作为一种新型的融资方式,在我国信托公司的实践中已得到普遍应用。

三是结构化融资信托。即信托公司根据投资者不同的风险偏好对信托受益权进行分层配置,按照分层配置中的优先与劣后安排进行收益分配,使具有不同风险承担能力和意愿的投资者通过投资不同层级的受益权来获取不同的收益并承担相应风险的集合资金信托业务。结构化信托本质上是为劣后

受益人进行融资的一种信托业务,是我国的首创,已被广泛运用于房地产投资、证券投资 and 私人股权投资等领域的融资。

四是融资服务信托。融资服务信托本身不直接提供融资,而是信托公司利用信托的结构设计,为融资方提供融资便利和融资服务。典型的融资服务信托如:为配合公司发行附担保的公司债券而设立的“公司信托”或“公司债信托”、为配合铁路公司或航空公司进行车辆、飞机等设备融资而创设的“设备信托”等。

2、投资功能

现代信托的一个重要发展动向就是信托的积极化,即受托人在信托财产管理中承担起越来越主动、积极的职责,其主要的表现就是信托与投资日益紧密结合,投资已成为信托的应有之义。如今,信托在实务上已经发展成为最重要的投资方式之一,发挥着巨大的投资功能,以至信托机构和以投资为目的的信托本身已被视为重要的机构投资者。

实务上,用于投资的信托品种类型繁多。从投资的领域看,有用于不动产投资的“不动产投资信托”,有用于股权投资的“股权投资信托”,有用于基础设施投资的“基础设施投资信托”,有用于证券投资的“证券投资信托”,还有投资于艺术品、黄金、红酒等的另类投资信托产品。从信托的形式看,有单一的信托,也有集合信托。集合信托从募集方式看,有私募的,也有公募。目前,我国公募的投资信托品种仅限于基金管理公司设立的证券投资基金,信托公司只能设立私募的投资信托。国际上,还有公募的“不动产投资信托”即“REITS”。集合信托从投资策略上看,有项目型和基金型的。我国信托公司目前开展的集合投资信托以项目型为主,国际上则以基

金型为主。

三、中国信托业的理性回归展示了信托的应有魅力

中国现代信托业经历了曲折的发展历程。2001年,中国颁布了《信托法》,确立了规范的信托制度。

根据变化了的社会经济环境,中国对历史上的信托业进行了全行业整顿,摈弃了原来“高度银行化的混业经营体制”,确立了全新的“主营信托业务的分业经营体制”,从此,信托业开始了理性回归之路,获得属于自己的本源业务——规范的信托业务。

这一制度定位是对中国信托业的“革命”,信托行业虽然继续沿用了“信托公司”的名称,但其在社会经济生活中所发挥的功能和价值,已与历史上的信托业截然不同。可以说,在中国的金融业态中,唯有信托业是割裂了历史的延续性而完全重新加以设计的。

在新的制度定位下,信托业存在、发展的功能和价值是不言而喻的。由于信托业已成为主营信托业务的金融机构,因此,信托制度具有什么样的功能和价值,信托业就具备什么样的功能和价值。特别是象我国这样非信托本源的国家,信托的实践主要是通过信托业的主体开展的,因此,信托制度的功能和价值的实现程度,完全取决于信托业发展的程度。可以说,信托业在我国正是信托制度功能和价值发挥的载体。

实践证明,重新定位后的信托业通过10年多的发展,积极践行信托制度的功能和价值,已经取得了骄人的业绩,管理的信托资产从无到有,从小到大,如今已逾5.5万亿元,本源的信托业务已经使信托业在我国发展为独立的一种金融业态。

在信托业务的经营层面,信托公司经过10年多发展,逐步发展了新型信托文化,在现代信托文化三个核心理念方面都有了长足的进步:

一是合法。与信托在中世纪英国起源阶段形成的“规避法律”的历史性格不同,现代信托法制普遍确立了“信托合法性”的原则,要求信托的设立和管理必须符合法律的规定。信托合法性既表现为“目的合法性”,要求信托目的合法,也表现为“工具合法性”,要求信托财产的管理必须遵循法律的规定。由此,“合法”便成为现代信托文化的合理内核。

我国信托业实践中长期以来存在的一个主要问题就是“合法守规”不足,信托业务经营中存在比较严重的规避法律限制、逃避金融监管的问题。近年来,随着信托业的回归与秩序整顿,合法性的现代文化正在逐步形成,这也是中国信托业获得社会普遍的认可、尊重的前提条件。

二是忠诚。信托功能和价值的实现是通过“受托人”实现的,而委托人之所以愿意将财产交付“信托”,是源于对受托人的信赖。可以说,信托制度的成败完全取决于受托人能否忠诚履行委托人所托。因此,“忠诚”不仅成为受托人的法定义务,也是现代信托文化的最主要理念。

“忠诚”就是要求受托人忠实于委托人设定的信托目的,忠实于受益人的最大利益,不利用受托人的地位为自己谋取不当利益。现代信托法有关信托财产与受托人固有财产分别管理的规定、信托财产与固有财产关联交易的限制等都是为了确保受托人能够谨守忠诚的信托文化。由于信托业是以盈利为目的的信托企业,其经营信托业务的目的是为了取得信托报酬,因此,信托业作为营业受托人的盈利目标和其忠诚于受益人的目标之间,客

观上存在利益冲突,如何平衡受托人自身利益与受益人利益,需要以忠诚为导向,恪守以受益人最大利益为目标的现代信托文化。

为受益人利益最大化,既是信托业法律法规的要求,也是很多信托机构营业规范之一。当然,我国信托业在这方面还存在一定的差距。信托业的魅力完全展现,在这方面还有进一步努力的空间。

三是能力。信托作为一项古老的制度之所以能够取得现代的意义,作为起源一个国家的制度之所以能够取得世界性的意义,最关键的因素之一就是,信托能够适应变化了的社会经济环境,不断丰富自己的功能和价值,其中最主要的发展就是财产管理功能的丰富和提升。

毫无疑问,现代信托主要是作为财产管理工具而加以利用。与此同时,受托人的职责越来越积极化,要求受托人必须具备专业化的财产管理能力。“能力”由此便成为现代信托尤其是营业信托的基本文化之一。

中国引入信托制度,一开始便以营业信托为主导,以投融资的现代理财方式为主要财产管理工具,本应要求受托人有更高的财产管理能力。经过实践的磨练,信托业的“能力”在逐步得到提高并获得认可。当然,如何提升主动的财产管理能力,仍是信托业面前的一个重大课题。

信托,作为一种具有高度灵活性与可塑性的财产管理制度,既具有制度上的魅力,也具有实践价值上的魅力。中国信托业理性回归以来,在监管机构、信托业的共同努力下,信托的魅力正在日益展现。但是,信托的功能与实践价值还没有完全发挥出来,还有很大的空间。未来之路还很漫长,但信托在财产管理领域的潜力,将如同人的想象力一样,永无止境。

第三章 中国信托业的前世今生

中国信托业和中国的改革开放相伴而生，承载着金融体制改革和促进社会经济发展的历史使命，信托业本身的诞生就是中国金融体制的一大创新，同时信托业也成为孕育中国后续其他金融业态的母体。但在当时中国所处的经济发展阶段内，信托行业功能定位、监管环境以及社会需求都面临特定局限，造成了全行业先后五次被清理整顿，走过了一条历经坎坷的发展道路。

本世纪初，信托业“一法两规”颁布后，随着信托业法律制度和行业监管的逐步完善，以及社会财富管理需求的膨胀，依托信托制度的巨大优势，信托公司已成为财富管理市场最受欢迎的理财服务机构，信托业已经成长为名副其实的四大金融支柱行业。

1. 解放前的中国信托业

我国近代金融信托活动最早出现在19世纪90年代，外商开始在中国成立从事信托业务的公司，先后有英美德合资大东惠通公司、英资信托放款公司、美资中国信托公司、日资大连取引所信托株式会社等信托机构或从事信托业务的机构陆续在东北地区和上海等地出现。

我国最早的民营信托机构开端于1914年成立的吉林滨江农产信托交易所和滨江货

币信托交易所；1917年，以上海商业储蓄银行开设保管业务为起始，一部分新式民营银行开始兼营以保管业务为主的信托业务。到20世纪20年代初期，信托业在我国全面兴起，至1921年8月底，全国信托公司已达15家。这一时期新设立的大多数信托公司把存放款业务和证券物品交易业务作为公司的主营业务，与交易所相互勾结，互相利用，联手从事证券投机买卖，追求短期暴利。1921年11月，随着交易所股票价格的暴跌，参与股票投机的信托公司也随之卷入了“信交风潮”，纷纷倒闭停业或改组。这次风潮使我国新兴的信托业本身受到了沉重打击，造成整个行业的全面败落；同时，也对当时我国的经济、金融以及整个社会造成了很大的危害。从1922年开始一直1927年，除中央、通易以及通商三家信托公司以及少数几家银行设立信托部以外，再无其他新信托公司成立，我国信托业进入了发展的低潮时期。

南京国民政府成立后，民营信托业走上了复兴之路，在数量、资金规模、业务种类、经营状况等各方面都取得了很大的发展。至抗战前，全国民营总共设立的信托公司达到了20家。这些信托公司经营业务基本上脱离了投机，主要经营内容包括信托、银

行、保险和储蓄等大宗业务，投资方面主要集中于房地产等信托业务以及抵押放款上。这一时期中国民营信托业得到了快速成长，迎来了民营信托业发展的黄金时期。

1935年，南京国民政府创办中央信托局，形成了国家资本“四行二局”（中央银行、中国银行、交通银行、农民银行、邮政储金汇业局、中央信托局）的金融体系。中央信托局的成立，也标志着旧中国信托业发展的高峰。

作为一家以经营信托、购料、储蓄、保险等主要业务的官营信托金融机构，中央信托局在成立初期，积极秉承南京国民政府统制金融的国策，在筹集国家建设资金，控制对外军火采购以及垄断进出口贸易，进入银行、保险、证券、投资等业务领域，在进一步加强对全国金融业的引导、监理、干预和控制等众多方面做了很多工作。

尽管中央信托局由于与民营信托机构争利等弊端受到诟病，但其成为国民政府推行统制金融政策的有力工具，是国家资本渗透到信托事业，加强和巩固对信托事业监管、引导和控制的重要手段，对稳定和发展国家经济，维护金融主权，解决财政危机，以及在抗战初期统一对外采购武器事宜中起到了重要作用。

随着新中国成立和工商业的社会主义改造，信托公司被裁撤，信托业务被停止。

2. 当代信托业重新起步（1979）

1978年12月，党的十一届三中全会召开，确立我国进入改革开放的新时期。1979年10月，中国国际信托投资公司在北京成立，翻开了现代信托业在中国重新崛起的崭新一页。

据有关资料记载，当改革开放的总设计师邓小平同志邀请荣毅仁先生组建一家协助中国企业引进国外投资者的公司时，荣毅仁先生提出了组建中信的建议。当时的中国只有人民银行、农业银行、人保以及信用社几家金融机构，根本没有资本市场。根据荣毅仁先生的提议，国务院责成人民银行赴英国、日本等国考察现代信托制度，并在此次考察的基础上，正式决定建立信托机构和信托业。

中国国际信托投资公司成立后，1980年6月国务院下达文件指出“银行要试办信托业务，融通资金，推动联合”。同年9月中国人民银行总行下达了《关于积极开办信托业务的通知》。1981年下半年，各分行纷纷在经济发达的城市试办金融信托业务。截至当年底，全国21个省、市、自治区有241个市陆续开办信托业务。

不过，中央政府在原有金融体系中引入信托机构，只是在保证中央政府对金融资源的控制力不被削弱的前提下，对传统的金融体制进行市场化的尝试和调整，而非基于信托财产转移和财产管理的基本功能。由于对信托机构工具性的政策倾向，政府只是将其作为对传统金融体制改革和补充的手段，并没有明确的发展信托业的目标和思路，许多制度规范笼统、模糊，信托制度供给严重不足。而这也注定了信托业后来的发展是充满曲折和挫折的。

3. 在曲折探索中寻找方向和创新（1980—2000）

3.1 偏离信托本源业务导致五次清理整顿

由于中国信托业在初始的功能定位不符合信托业的本源，而且在改革开放后的很长

一段时间内容观法律和经济环境也不适合信托行业去发展本源业务，这导致中国的信托业总是想方设法在现有金融体系之外寻找新的发展方向。在没有相关法律法规和经验可循的情况下，作为中国金融改革的先驱，信托公司难免会犯各种错误，而这也导致中国信托业在这一阶段的发展充满了清理整顿与再发展。

3.2 客观环境使信托公司无法专注于自身本源业务

3.2.1 功能定位错误，偏离信托本源业务

中国当初恢复信托发展的目的是，引进外资和在银行体系之外引入一个新的金融融通渠道，这一定位并不符合信托的本源定位。在国家只是把信托业当做一个金融改革的工具和融资渠道的政策取向下，信托业的发展缺少长远的发展规划和制度建设。从历次的清理整顿中可以看出，信托行业仅仅是充当了一个工具性的角色，相关法律法规和业务范围制定具有明显的短期化和功利化色彩，当经济发展受阻，社会需要更多的融资渠道的时候，信托公司就被推上前台，但一旦经济过热需要宏观调控之时，信托行业又首先成为被清理整顿的对象。在这一个过程中信托公司的业务范围也是不断发生变化，导致信托公司无法专注于自身的本源业务，而是发展出很多信贷类的类银行业务，这扰乱了国家历次主要通过银行系统来传导的宏观经济调控，再加上信托公司在证券市场上投机行为，直接招致了国家对信托行业的五次整顿。

3.2.2 相关法规不足，信托公司开展本

源业务无法可依

从根本上讲，信托是一种法律关系，在这一关系中存在着委托人，受托人和受益人三种角色，这三种角色分别有各自的权利和义务，而这些权利和义务必须有法律制度来规范和加以保护，因此法律制度的构建是发展信托业的根本。而由于信托行业工具化的定位，国家并没有为这一行业制定长远的发展战略，因此对这一行业的立法始终没有引起国家最高立法机关的注意，这导致从1979年到2001年这二十年间我国从信托机构的设立到其业务运作，基本处于无法可依的状态。在这二十年间，所有关于信托行业法律法规都来自于中国人民银行或者其他行政机关和地方政府，没有任何来自国家最高立法机构制定的法律，这也导致这些相关的法律法规缺乏权威性，也缺乏长期性和普遍的约束力。

3.2.3 居民财富不足，缺乏开展信托本源业务的需求

信托业的本源业务就是财富管理和资产管理，而这一业务存在的前提就是社会有大量私有财富需要专业的投资机构来管理。而改革开放初期中国处于积贫积弱的状态，人民基本没有私有财产，虽然改革开放之后中国经济高速发展，但是居民的财富积累却并不是很迅速，不多的财富增长也被用来满足长期被压抑的基本的消费需求，整个社会对投资的需求并不强烈。因此定位于为高端客户提供财富管理信托本源业务便更是曲高和寡，社会对其并无很强的需求。

3.3 信托业为中国金融改革和创新做出重大贡献

由于信托公司在一开始就被定义为中国金融改革的工具和融资通道，并被赋予广泛的业务范围，这使得信托公司积极地去拓展业务边际。在这一过程当中，信托公司也创新出各种金融业态，而这些金融业态现在都成为了中国金融体系中重要的组成部分。可以说信托行业是中国金融改革的先行者，是中国金融业务创新的试验田。

首先，信托机构促进了我国货币市场的发展。由于信托公司在这一阶段具有强力的银行色彩，其进行了大量的借贷业务，而信托公司的资金来源很大一块则来自于其他金融机构的拆借。1986年中国货币市场刚开始运行时，货币市场上的主要交易发生在国有商业银行与信托机构等非银行金融机构之间。因此尽管信托机构在同业拆借市场中有不规范行为，并在后来被禁止在银行间货币市场拆借资金，但它对货币市场发展的作用是积极的。

此外，由于信托公司活跃于货币拆借市场，同时在银行系统之外建立了另外一个信贷渠道，而信托公司可以自由决定其在货币市场的拆借利率和贷款利率，这些利率都是信托公司根据市场的需求制定出来，因此信托公司在货币市场的资金拆借行为和在市场上的信贷行为推动了中国货币市场以及利率市场的市场化进程。而这自然也影响到中国金融监管当局的货币政策，提高了中国银行业在货币市场和信贷市场的管理能力，这对于中国金融体制的市场化改革具有深远意义。

其次，信托机构还是我国资本市场的开拓者。1986年9月26日，中国工商银行上

海市分行静安区办事处信托分部开始接受办理延中、飞乐两只股票的交易这是中国证券承销的雏形。从最早国库券的买卖、企业债券承销发行与兑付，到股票承销、证券经纪等业务以及发起设立基金管理公司，都有信托机构活跃的身影，全国证券交易营业部的一半以上都曾为信托公司所拥有。1991年8月，珠海国际信托投资公司发起成立珠信基金，规模达6930万元人民币，这是我国设立最早的国内基金。

再次，信托机构为信贷市场发展注入新生力量。长期以来，商业银行垄断了信贷市场，而银行在提供信贷时，有独特的风险偏好，比如要求融资方提供提供抵押担保物，且主要只接受土地、房产作为担保物。而信托公司拥有多元化的风险控制手段，可以通过创新的交易结构设计，为实质风险可控，但不符合银行融资门槛的企业提供贷款（包括以股权投资附加回购等方式提供的债务融资）。

表面上看，信托贷款利率比银行贷款利率高，但是信托贷款一般不附加条件（比如银行要求的存款回报），因而使用效率更高，受到部分企业的欢迎。

信托公司通过积极参与信贷市场，向实体经济注入了资金，并在一定程度上打破信贷市场的垄断局面。

随着改革的深入，货币银行服务体系逐渐建立起来，证券市场也越来越发达，分业经营和分业监管成为常态，各种专业金融机构逐渐成熟，传统信托投资公司作为金融创新工具的意义也变得越来越弱，其也渐渐丧失了存在的优势和价值。

4. 固本培元，重新定位（2001—2006）

在对信托行业进行清理整顿的同时，信托法规的制定、建设步伐也逐渐加快。

在历经八年调研、论证、碰撞与磨合后，2001年10月1日，《中华人民共和国信托法》正式颁布，它赋予所有权与收益权相分离、信托财产独立性、受托人有限责任、受益人保护、信托管理连续性等有别于其它法律关系的显著特征，赋予信托公司经营范围的广泛性、金融功能的综合性以及产品开发的灵活性。

《信托法》与2001年6月颁布的《信托投资公司管理办法》和2002年7月实施的《信托投资公司资金信托计划管理暂行办法》（简称“旧两规”）共同构筑了最基础的“一法两规”信托法律体系，信托业从此走上法制化、规范化的轨道。

2001—2006年，信托业缓步增长，信托公司既要压缩自己的负债类资产，处置不良资产，又要辛勤培育信托业务。这一阶段是信托公司修正自己方向，积蓄内力的过程，也是国家完善相关法律制度，重新定位信托行业的一个过程，这一切都为后面信托业的腾飞打下了坚实的基础。

5. 规范发展，快速崛起（2007至今）

5.1 法律法规不断完善

2007年3月，《信托公司管理办法》和《信托公司集合资金信托计划管理办法》（简称“新两规”）正式实施，要求对信托业实施分类监管。此外，银监会还积极探索、创新，颁布了一系列规章、政策，使得信托公司开展业务时有了业务标准；允许信

托公司发行信托产品事后备案，大大提高了信托业务的效率；赋予信托公司理财手段多样化，可以所有权、债权、租赁等各种方式运用资金，使得信托公司能适应当时市场需要，及时调整信托产品开发方向。

2010年，银监会又出台《信托公司净资本管理办法》及与之配套的《信托公司净资本计算标准有关事项的通知》，建立起以净资本为核心的风险控制指标体系，改变了以往信托公司可以无限做大资产管理规模的状况，强化了信托公司的资本意识和风险意识，结束了行业粗放经营模式时代。

5.2 业务定位清晰，方向明确

按照法律规定，信托公司可以开展资金信托为主的商事信托和家庭财产信托为主的私人信托，但由于缺乏通过信托管理及传承财产的信托文化和习惯，以及中国作为大陆法系国家家庭财产设立信托的相关法律体系不完善等多方面原因，私人信托没有得到相应发展。目前，信托公司的主要金融功能存在于三个方面：

一是按照个人和机构委托人的意愿，将其委托的资金用于指定的用途。信托公司仅提供资金管理服务，并不体现主动管理。特别是受托管理来自银行的资金，占据该类业务较大比重。

二是以私募方式发行集合资金信托计划，向合格投资人（机构投资者或认购信托计划100万以上的个人）募集资金为企业提供借贷资金和提供项目融资，称之为信托借款或信托融资。尽管法规不允许向投资者（委托人）承诺收益，但投资者大都将这类

集合资金信托计划当作固定收益的理财产品，为保持声誉信托公司事实上不得不保证信托本金的偿还和投资收益的实现。此类业务在集合资金信托业务中占有较大比重，是信托公司信托业务收入的主要来源。

三是以私募方式发行集合资金信托计划，向合格投资人募集资金投资于证券市场或未上市股权，获取证券投资和股权投资收益，为委托人提供投资管理服务。

5.3量变中伴随质变

在监管层的积极支持以及信托公司自身的努力下，2007年至今，信托业快速发展，绝大多数信托公司建立了以信托理财为主业的盈利模式。

有了相关法律法规的支持和清楚自己业务的定位后，中国信托业释放出巨大的潜力。过去五年，信托业整体保持了高速发展的势头，管理的信托资产规模从2007年的1.2万亿增至2011年末的4.8万亿，2012年3月底进一步增至5.3万亿元，年增速超过30%。2011年全行业64家信托公司净资产总额达到1624亿元，当年实现营业收入449亿元，净利润237亿元，信托公司净资产收益率（ROE）平均达到14.6%。

值得注意的是，催生中国信托业规模爆发性增长的“发动机”是始于2008年下半年的“银信理财合作业务”。而从2010年下半年开始，银监会出台了一系列规范银信理财合作业务的监管文件，银信理财合作业务的“野蛮式”增长势头得到了有效遏制，到2011年底，银信理财合作业务规模几乎持平于1.67万亿元，占同期信托资产规模的比例

降到34.73%；2012年1季度虽然增加到1.79万亿元，但仅是小幅增长7.19%，低于1季度行业10.19%的增速，占比下降到33.83%。

与此同时，信托公司的业务创新也在如火如荼进行：证券信托投资范围从二级市场扩展到一、二级市场兼备；结构化信托产品渐成主流；信托公司开始担任投资管理人；尝试以有限合伙人身份参与私募股权投资；房地产信托规模迅速壮大并不断涌现创新设计；TOT（信托中的信托）形成不同投资风格的私募基金组合，QDII（合格境内投资者）、REITs（房地产投资信托基金）等其他创新业务也在研究和探索中。

更值得欣喜的是，在“量”增同时，中国信托业的“质”变也在悄然地发生。

2010年底，全行业经营收入283.95亿元，信托业务收入166.86亿元，占比达58.76%，首次超过固有业务收入，标志着信托业主营信托业务的盈利模式终得确立。

2011年底，集合资金信托和非银信合作项下大客户驱动的单一资金规模合计3.31万亿元，占同期信托总规模的比例达到62.44%，标志着以高端客户驱动的信托业务发展模式得以确立。

2012年1季度：融资类信托规模比例首次降到50%以下，宣告了融资信托为主导的信托业务发展模式的终结。与此同时，投资类信托业务占同期全行业信托总规模的比例则在逐年上升，2012年1季度达到37.85%。主导的发展趋势已然形成，在不远的将来，投资类信托将主导行业的发展，这是完全值得期许的。

信托业的五次整顿

第一次整顿

1979年后,随着财政收入分成制度的实施和地方利益的强化,在银行体系之外,迅速形成了一批以融通资金、促进地方经济发展为目的的信托机构。1982年底,全国各类信托机构发展到620多家,进入了第一次蓬勃发展期。信托投资公司在短期内迅速膨胀,一方面与原有的银行业务抢资金;另一方面,这些信托机构在业务上又超越了信托范围,开展银行信贷业务,加剧了短期资金用于长期贷款的超负荷运行,进而助长了固定资产投资规模的膨胀。

针对这种情况,1982年4月国务院对信托业务进行了第一次整顿,下达了《关于整顿国内信托投资业务和加强更新改造资金管理的通知》,规定“除国务院批准和国务院授权单位批准的信托投资公司外,各地区、各部门不得办理信托投资业务。已经办的,由各省、自治区、直辖市人民政府限期整顿。信托投资业务一律由央行或央行指定的专业银行办理。经批准举办的信托投资业务,其全部资金活动都要纳入国家信贷计划和固定资产投资计划,进行综合平衡”。

这次整顿的重点是信托机构,目的在于清理非金融机构设立的信托投资公司,改变信托机构过多过乱的局面。

第二次整顿

1983年中国人民银行专门行使中央银行

职能。随之,信托业又被提上议事日程。中国人民银行提出“凡是有利于引进外资、引进先进技术,有利于发展生产、搞活经济的各种信托业务都可以办理”,信托业出现了又一次高潮。

但信托业这一轮的扩张基本上是银行信贷业务的重复,最终的结果是再次促成了中国经济发展的过热现象,导致货币市场信贷失控和货币投放失控;信托业务的不规范经营对国民经济的负面影响再次产生。1984年底,随着经济紧缩,央行再次将信托业作为清理整顿的重点,信托业第二次全国性整顿就此展开。这次整顿的重点是指向那些不规范经营的信托业务。

第三次整顿

1986年央行根据国务院发布的《中华人民共和国银行管理暂行条例》,颁布了《金融信托投资机构管理暂行规定》和《金融信托投资机构资金管理暂行办法》两个法规性文件,就信托机构、信托业务和资金管理做了规定,这一时期,央行对信托业的管理开始走上法制轨道。1986至1989年,伴随着我国利率市场化改革的突破性进展,金融市场、外汇调剂市场逐步开放,并出现了发行金融债券等新型金融业务,在搞活银行的主导思想下,把信托业作为“搞活”的主要途径,信托业的发展再次掀起高潮。

在这期间，严重的通胀势头，使信托机构在为社会提供新的信用方式的同时，也改变了社会信用结构。为此，国务院在治理经济环境、整顿经济秩序中，又一次将清理整顿金融信托机构作为控制货币、稳定金融的重要措施。央行根据《中共中央、国务院关于清理整顿公司的决定》和国务院《关于进一步清理整顿金融性公司的通知》，对信托业进行了第三次的清理整顿。这次整顿的重点是清算与整顿信托公司，致使信托投资公司从745家锐减为360家。

第四次整顿

1992年，为期三年的全国经济治理整顿宣告结束。邓小平同志南下视察，掀起了我国新一轮改革开放的热潮，经济迅速回升并呈现高速增长态势。

之后，随着开发区、房地产、集资“三热”的兴起，信托机构不仅数量在增加，经营也日益不规范。在这一时期，信托公司一方面没有找准自己的定位，忽视专业理财职能，一味地在资本市场上开展证券业务。另一方面高息揽存，扰乱金融秩序，形成了大量的不良资产，甚至出现严重的支付危机。

1993年6月，中央决定进行宏观调控，整顿金融秩序。对信托业的第四次清理整顿正式开始。这次清理整顿的重点是切断银行与信托公司之间资金的联系，要求银行不再经营信托

业务，银行与信托分业经营，分业管理。

1995年底，全国具有法人地位的信托投资公司392家，1996年撤并了168家由商业银行独资或控股的信托投资公司，另有两家被关闭和兼并。但保留了工、农、中、建四行总行所属的四大信托投资公司。与此同时，对国务院部委和大型企业集团主办的信托机构进行改组和整顿，对地方信托机构也进行了大规模的合并和撤销。

第五次整顿

经过前面四次整顿，信托机构始终没有走上有序发展的路子。第四次整顿后，由于业务定位不明确，许多信托投资公司内部管理和风险控制能力不足，形成了大量的不良资产，甚至出现严重的支付危机。伴随着中农信、中创、广国投等的破产，信托业又走到了非整顿不可的地步。1998年，第五次整顿启动，其目标是保留少量规模较大、效益好、管理严格、真正从事受托理财业务的信托公司，使信托业回归本业，实现信托业与银行业、证券业的严格的分业经营、分业管理，业内人士将此次整顿称为“推倒重来”。到2001年《信托法》颁布之前，有210多家信托机构退出市场，59家获准重新登记，13家拟保留未重新登记。重新登记公司消化历史负债2000多亿元，并按新规则规范开展业务。信托业全行业事实上已经处于“歇业”状态。

第四章 信托公司业务与信托产品

在我国金融业目前实行分业经营、分业监管的体制下,信托公司是唯一可跨越货币市场、资本市场和实业领域投资的金融机构。信托在实现其管理财产的过程中,由于具有设立方式多样性、信托财产多元化、信托目的灵活性、信托受益权组合多样性等特征,无论是投资范围,还是在资金运用方式上,均具有明显优势。

信托公司的业务包括:信托业务、固有业务和其他业务。

信托业务是信托公司的主营业务。按信托资金的投资标的不同,信托产品可分为:基础设施项目融资信托产品、房地产信托产品、证券投资信托产品、矿产能源信托产品、私募股权投资(PE)信托产品等。

信托公司的固有业务是信托公司运用资本金所发生的业务。信托公司固有业务项下可以开展存放同业、拆放同业、贷款、租赁、投资等业务。投资业务限定为金融类公司股权投资、金融产品投资和自用固定资产投资。

一、信托公司的业务

中国信托业经历了曲折的发展历程,从信托业的经营定位上看,可以分为两个基本发展阶段:第一阶段是1979-2000年,中国信托业实行的是高度银行化的混业经营体制;第二阶段是1999年至今,中国信托业实行的是主营信托业务的分业经营体制。

以自有资本金投资为主的固有业务收入

在信托公司总业务收入中仍然占有相当大的比例,但近年来,信托公司的主业愈加突出。2011年信托公司全行业的营业收入中,信托业务收入继续保持稳定增长态势,占总收入的比重已从2007年度的22.78%上升到2011年的78.78%。

1. 信托业务

信托业务是指信托公司以营业和收取报酬为目的,以受托人身份承诺信托和处理信托事务的经营行为。信托公司是主要经营信托业务的非银行金融机构,“受人之托、代人理财”的信托业务是信托公司的主营业务。

信托公司可经营的信托业务包括:资金信托、动产信托、不动产信托、有价证券信托、其他财产或财产权信托等。

目前,财产信托业务在中国发展缓慢,资金信托业务占据主要地位。资金信托业务根据委托人数不同,分为单一资金信托和集合资金信托两种。

单一资金信托,是指信托公司接受单个委托人的资金委托,依据委托人确定的管理方式(指定用途),或由信托公司代为确定的管理方式(非指定用途),单独管理和运用货币资金的信托。

集合资金信托,是由信托公司担任受托人,按照委托人意愿,为受益人的利益,将两个以上(含两个)委托人交付的资金进行集中管理、运用或处分的信托。

从定义上看,单一信托与集合信托的不同,仅仅在于委托人数的不同,但在实务操作

中,对于集合信托业务,信托公司所起的主导作用非常明显和突出,集合信托产品多为信托公司自主开发的产品,信托公司在产品交易结构设计、投资项目选择等方面具有较大的决定权。

2.固有业务

信托公司固有业务是指信托公司运用资本金的业务。

根据《信托公司管理办法》,信托公司固有业务项下可以开展存放同业、拆放同业、贷款、租赁、投资等业务。投资业务限定为金融类公司股权投资、金融产品投资和自用固定资产投资。信托公司不得以固有财产进行实业投资。

信托公司在从事固有资产管理运用时,一方面,作为企业法人,享有法人财产权。有效提高公司固有资金使用效率和收益水平,充分利用固有资金取得良好业绩是信托公司生存发展、更好地履行受托人义务的基本前提。

另一方面,信托公司应确保固有资产充足并保持必要的流动性,固有资金运用除了追求收益率外,还必须追求安全性,以保证资本信用,满足抵御各项业务不可预期损失的需要。

因此,信托公司应以安全稳健为原则,谨慎管理运用固有资产,把握市场机遇,保证固有资产流动性强,运行安全稳定,实现公司资金的安全与效益。

3其他业务

主要包括以下三类:

第一类、投资基金业务:作为投资基金或者基金管理公司的发起人从事投资基金业务;

第二类、投行业务:经营企业资产的重组、购并及项目融资、公司理财、财务顾问等中介业务;受托经营国务院有关部门批准的证券

承销业务;

第三类、中间业务:居间业务、咨询、资信调查等业务、代保管及保管箱业务等。

二、信托资金的运用方式

信托公司发行信托计划募集资金后,需要将资金运用出去,投资于实体企业或金融产品。

信托资金的运作方式,可以是债权模式,可以是股权模式,也可以是介于二者之间的夹层模式,此外,还可以投资于某种特定的权益(比如特定资产收益权)。

1.债权模式

信托资金运用的债权模式,主要是指信托公司通过发行信托产品募集资金后,以向特定企业发放信托贷款的形式运用资金的一种模式。此外,信托资金先投资融资企业的股权(或其它某种权益),约定一定期限后,由企业的大股东(或第三方)以固定的价格进行回购,也属于债权模式。

信托贷款模式业务流程相对简单,风险控制方法比较成熟。但是,由于监管部门希望限制贷款类信托业务发展,《信托公司集合资金信托计划管理办法》规定,信托公司管理信托计划,向他人提供贷款不得超过其管理的所有信托计划实收余额的30%。

因而,面对旺盛的融资需求,信托公司在实务操作中,大量采用“股权投资附加回购”,“投资特定资产收益权附加回购”的方式进行信托资金的债权模式运作。

在此类以债权方式运用信托资金的业务中,通常由信托公司发行信托计划募集资金,并负责审查和确定贷款的对象、用途、期限和利率,抵质押担保方式等,并负责贷后管理。

近几年来,中国处于信贷额度强力管控状态,而企业资金需求旺盛,市场真实利率远远高于银行贷款基准贷款利率。企业愿意以较高的成本,使用效率更高的信托债务融资。

在以债权模式运用信托资金的信托产品中,只要抵质押物充足,落实好担保手续,并监控好资金,“专款专用”于有较高投资回报率的项目,一般情况下风险是可控的。而此类信托产品的收益率远远高于同类理财产品,受到投资者的追捧。

2. 股权模式

信托资金运用的股权模式,主要是指信托公司通过发行信托产品募集资金后,入股企业,并行使股东权利。

相比债权投资,股权投资的优势在于,信托公司一般能够派员加入公司董事会,深度影响公司的战略,并监督公司的日常运营。且股权投资的收益上不封顶,如果所投资的企业经营状况良好或实现上市,其收益将会远远超过债权模式。

但是,在清偿顺序上,股权劣后于债权,因而,信托资金所投资的企业若经营不善,甚至破产,信托资金可能面临较大损失甚至有“血本无归”的可能。采用股权投资方式运用信托资金的信托产品,适合那些想获取高回报并愿承担较高投资风险的投资者。

3. 夹层模式

信托资金运用的夹层模式,是指采用介于纯粹的股权投资和纯粹的债权投资之间的方式进行投资。

比如可转债,信托资金虽然是以债权投资方式进入被投资企业,但约定在一定条件下,债权可转换为股权。或者优先股,信托资金虽然是以股权投资方式进入被投资企业,但约定了一系列优先分红和投资本金保障机制。

夹层模式最大的优势在于其灵活性。在实务操作中,被投资企业对资金的需求,其既有的股权状况和现实的风险状况,都决定了可能无法直接匹配单一的股权或债权融资模式。

为了满足投融资双方对风险的偏好,就可以采用夹层模式,或者在一个信托计划中采用一部分资金进行股权投资,一部分资金进行债权投资的股债混合模式。

4. 收益权投资模式

信托资金运用的收益权投资模式,是指信托资金投资于某项财产的收益权,而不是该项财产的全部权利。

根据我国《物权法》规定,物权,是指权利人依法对特定的物享有直接支配和排他的权利,包括所有权、用益物权和担保物权。所有权人对自己的不动产或者动产,依法享有占有、使用、收益和处分的权利。

在诸种权利中,收益权与该项财产能产生的“现金流”直接相关联。信托资金只投资于收益权,只要保证基础财产不灭失,可控制,并不影响信托资金的投资回报。

举例而言,A企业持有B城商行的5000万股股权,B城商行上市可期,A企业不愿将股权卖出,但是现在又急需资金。信托公司就发行一个集合资金信托计划去投资于这5000万股股权的收益权,到期后,由A企业溢价回购。在B城商行的股东名册上,股东仍然是A企业,但信托公司为了控制风险,可以要求A企业把这5000万股股权质押给信托公司。

三、信托产品类别及常见设计思路

信托公司可以根据市场需要,按照信托目的、信托财产的种类或者对信托财产管理方式的不同设置信托业务品种。

根据不同的标准,对信托产品有不同的分类。比如,根据委托人的人数,可以分为单一信托和集合信托;根据信托财产的不同,可以分为资金信托、动产信托、不动产信托、有价证券信托等;根据委托人和受益人是否属同一人,可以分为自益信托和他益信托。

实务中目前的信托产品主要是资金信托,绝大多数是自益信托,单一信托占比虽然更大,但集合信托更能体现信托公司的自主管理能力。信托资金投资标的的不同,对信托产品运行结果的影响最为明显,因而,以投资标的的不同来对信托产品进行分类更有意义。

目前,信托公司的信托产品按产品品类可分为:基础设施信托、房地产信托、证券投资信托。近两三年来创新的信托产品包括私募股权投资(PE)信托、矿产能源信托、QDII信托、金融衍生产品信托、艺术品信托等。

按投资范围则可以分为货币信贷市场、资本市场、权益投资,投资方式又涵盖债权、股权,介于二者之间的夹层,以及各种财产的收益权,这使得在信托的平台上,可以充分运用人类的想象力,利用几乎所有的金融工具来设计交易结构和信托产品。信托产品设计常用的工具和理念包括:

1.结构化分层

结构化信托,是指信托公司根据投资者不同的风险偏好,对信托受益权进行分层设置,按照分层设置中的优先与劣后安排进行收益分配,使具有不同风险承担能力和意愿的投资者通过投资不同层级的受益权来获取不同的收益并承担相应风险的集合资金信托业务。

其本质是权利重构、风险重构和风险收益再配比。这种设计满足了不同投资者对于风险和收益的要求,也是最常用的信托产品

内部增信措施。

信托产品内部增信的措施,还包括预警、平仓线的设置。

以结构化证券信托为例,交易结构中最主要的风控措施就是通过预警平仓的设置来有效控制风险。通常将优先级信托本金的130%设置为平仓线,优先级信托本金的150%设置为预警线。

再以私募证券投资基金即阳光私募阳光为例。为解决法律合规上的问题,以及向更广泛的投资者募集资金,阳光私募的投资顾问通过信托公司发行信托产品投资于证券市场。阳光私募通常将产品净值为0.7设置为清盘线,以避免造成更大的信托财产损失(图4-2)。

2.类资产证券化

任何稳定可靠的现金流都可以“打包”出售,这是资产证券化的理念。资产证券化思路,在信托产品设计中大量使用,其主要模式是财产权信托受益权的份额化、流动化。

举例而言,M城投公司拥有对当地政府的一笔3亿元的应收账款,它可以将这笔应收账款委托给信托公司设立财产权信托,相应

图4-1: 结构化信托交易结构

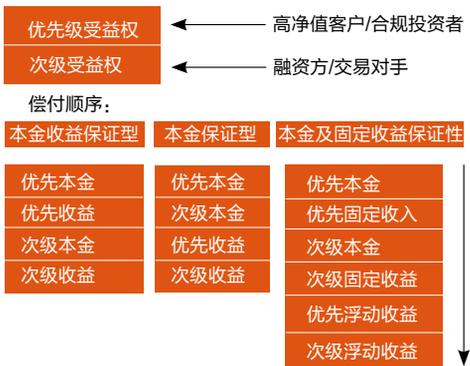


图4-2：阳光私募交易结构图

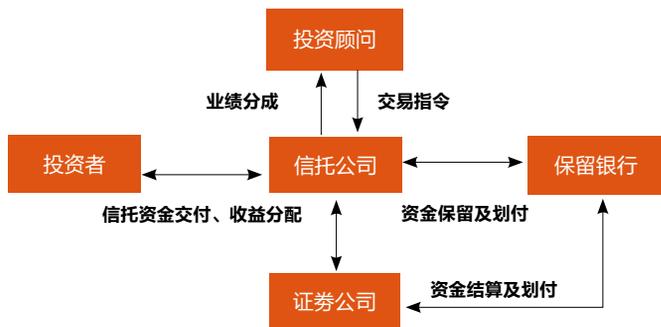
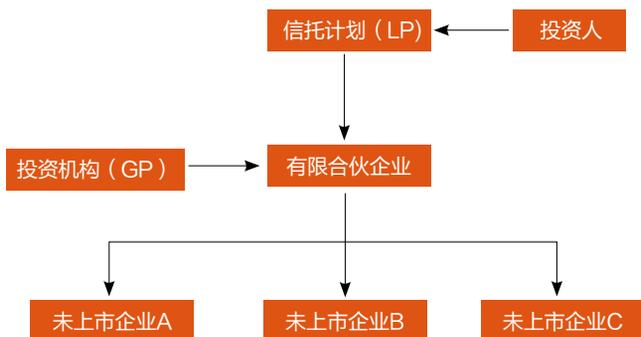


图4-3：“信托+有限合伙”基本交易结构图



地，M城投公司就拥有这个财产权信托的信托受益权，然后，M城投公司再委托信托公司将信托受益权分为若干等份，出售给普通的投资者。类似的交易结构在2012年上半年的政信合作产品中大量采用(图4-5)。

3.信托和其他投资载体的综合运用

信托能够根据投资需要，与各类投资工具综合使用。以广泛使用的“信托+有限合伙”为例，该模式兼具门槛较低、优势互补和节税等优势，一般应用于PE类信托产品和地

产基金产品中(图4-3)。

4.TOT的投资模式

TOT是信托中的信托(Trust of Trust)的缩写和简称，是指信托公司发行信托计划(母信托)，以募集的资金投入该公司或其他信托公司发行的其他信托计划(子信托)，通过子信托间接投资于金融、基础设施、房地产等领域。在TOT中，母信托是资产配置为载体，子信托是委托人交付资金的载体，由受托人按照信托合约的规定进行投资运作。该结构通常用于证券投资，如投资于多个基金(私募)，但也有投资于混合型产品，达到分散风险和追求绝对收益的目标，比如上海信托的“红宝石”进取系列伞形信托就是这样的一款产品(图4-4)。

5.单一工具的运用：如贷款、股权、权益、购买债券等

除了前述较为综合性的工具，信托产品也可以通过单一工具，如贷款、股权、权益、购买债券等，进行投资运作。信托产品设计的核心是风险的认知和控制，并获得与风险相匹配的收益。

交易结构复杂，使用金融工具多，并不是一个好的信托产品的标准。好的信托产品，应该是风险和收益对等，把合适的风险和与风险相匹配的回报交给合适的客户来承受。

四、信托产品的设立流程

不同类型的信托产品，其设立流程是不同的。以融资类集合信托产品为例，信托产品的设立流程主要包括尽职调查、产品审核、产品推介、产品成立四个部分。

1.尽职调查

尽职调查又称谨慎性调查，是指信托产

图4-4: TOT交易结构图-以上海信托“红宝石”安心进取系列伞形资产配置信托产品为例

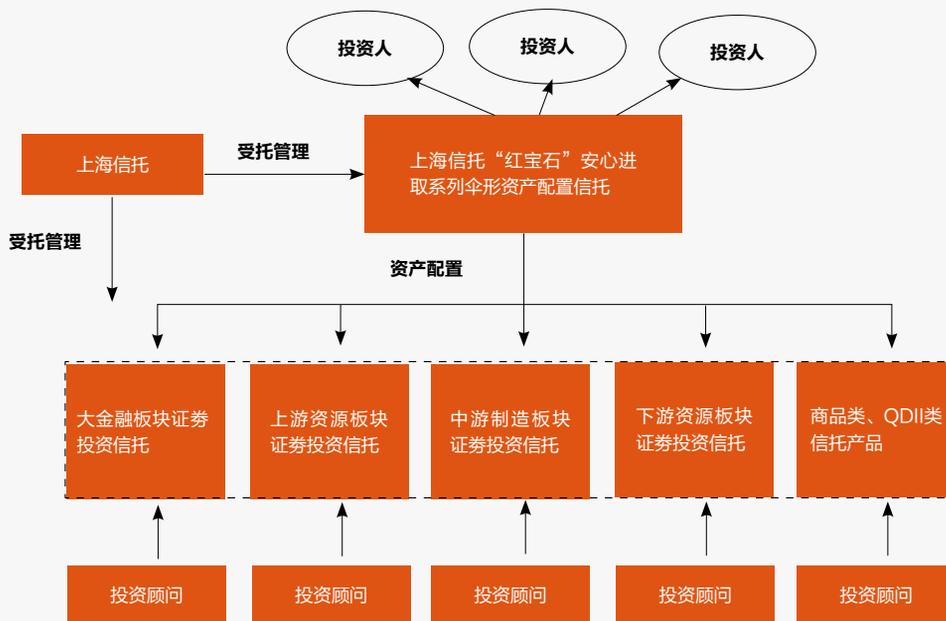
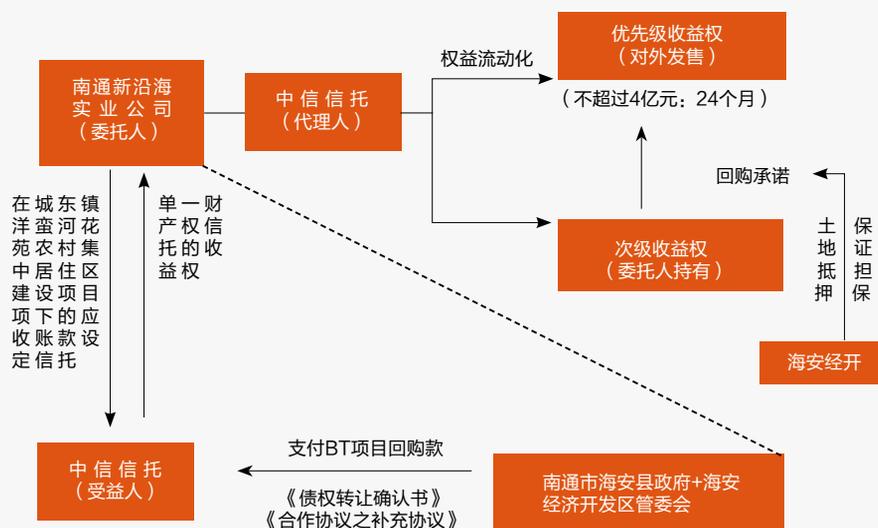


图4-5: 中信信托.民享3号保障性安居工程应收账款流动化信托交易结构



品各方达成初步合作意向后,经协商一致,信托公司作为受托人,就本次信托相关的各类事项开展的现场调查、信息收集、资料分析等一系列活动。

信托公司在开展尽职调查时应该与受托责任规定、交易结构设计、投资估值模型和各类协议准备等关键交易要素紧密结合,深刻理解信托计划的设立目的和运作方式,以维护受益人利益为根本出发点。尽职调查中发现的各种问题和潜在风险,最终要在受托责任规定、交易结构设计、投资估值模型和各类法律文本的保护性条款中反映出来。

2. 产品审核

产品立项

信托产品立项是在前期广泛的项目调研的基础上,业务承办部门就拟受托承办的信托项目确定产品框架,撰写立项报告,同时对该产品的销售、营销进行可行性分析。

产品文件的制作

一般而言,集合资金信托计划的文件内容应包含认购风险申明书、信托计划说明书、信托合同以及中国银监会规定的其他内容。

产品审批

在项目报审阶段,由合规部门对项目的合规性进行审核,并出具合规意见;由风险管理部对项目风险进行预评估,并出具风控意见。

在合规部门和风险控制部门分别对项目出具合规意见和风控意见后,项目材料提交至项目评审委员会(信托委员会)进行评定。根据项目评审委员会(信托委员会)的综合评定,得出信托产品是否通过评审的结论。

3. 信托产品的推介

信托产品推介方式主要有两种:一是直接销售;二是代理销售。

直接销售:由信托公司自身的销售人员

直接向合格投资者推介信托计划。

代理销售:即信托公司委托商业银行等金融机构代为向合格投资者推介信托计划,同时委托商业银行办理信托计划的资金收付。

4. 信托产品的成立

信托产品按照信托文件规定的条件成立,依法需要办理信托登记或者主管部门审批的信托项目,于办理完毕信托登记手续或者获得主管部门批准后成立。单一信托产品一般于信托文件签署并于信托财产交付后成立。集合信托计划一般按照以下方法成立:

信托计划推介期满后,未能满足信托文件约定的成立条件的,信托公司应当在推介期限届满后三十日内返还委托人已缴付的款项,并加计银行同期存款利息。由此产生的相关债务和费用,由信托公司以固有财产承担。

信托计划推介期届满,依信托文件约定成立的,信托公司应当将信托计划财产存入信托财产专户,并在五个工作日内向委托人披露信托计划的推介、设立情况,并正式发布产品成立公告。

信托计划的成立公告至少应载明信托产品的名称、期限、成立日期等关键要素。

信托产品成立后还应向相关监管机构进行事后报备。

信托产品的竞争要素和风控要点

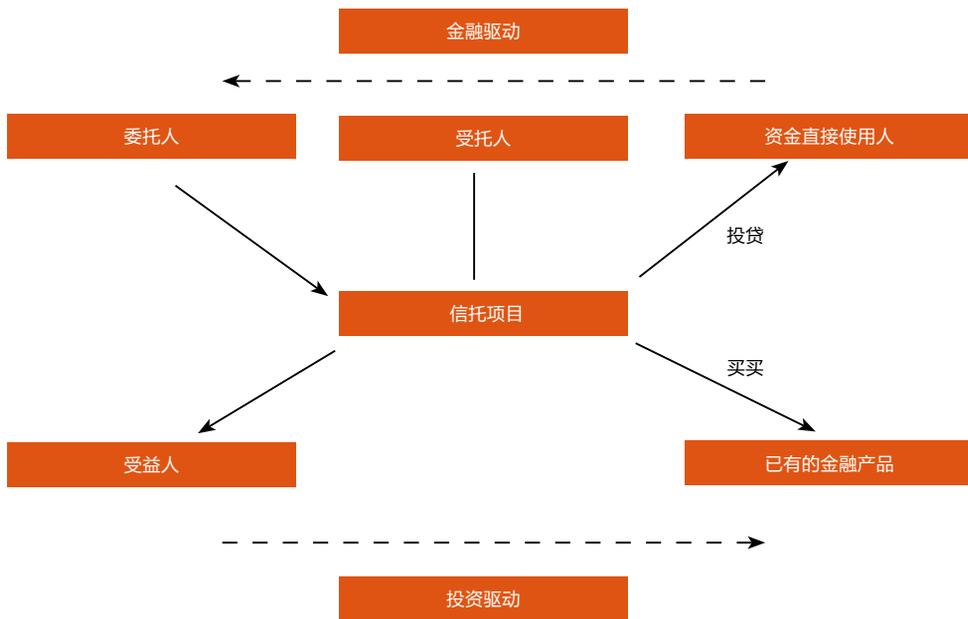
资金信托按照核心驱动因素的不同,可划分为两个明显不同的类别,即以信用风险管理为主的融资驱动型信托和以市场估值风险管理为主的投资驱动型信托(图4-6)。

(一) 融资驱动型产品的竞争要素

1. 安全性。

信托产品在设计过程中,关于安全性的考虑,包括但不限于考察融资项目的盈利模式、信托的退出方式;融资方(借款人)的还

图4-6：融资驱动型信托与投资驱动型信托



款能力判断；因变现需要而履行担保增信措施（如有）的难度等等。

信托产品具有的风险因素是多种多样的，信托公司会对投资对象进行严格的尽职调查，摸清拟投资对象的过往历史，总体财务状况，重大法律未决事项等等。在信托产品的创设过程中，常用的风险控制考察点和手段有如下几点：

1.1. 交易对手的信用程度

交易对手的选择是融资类信托产品成败的决定性因素。我们实在无法指望一个朝不保夕、整日徘徊在生死线上的交易对手，会严格遵守契约精神，想从此类信托项目赚取信托报酬无异于刀口舔血；我们也极少能看到一个大型央企会因为区区几亿的信托融资的兑付问题，被诉诸公堂，那是一个双输的结果，恐怕最受伤的一方已经不再是信托了。

交易对手是指在信托产品中的融资方，

是信托资金的直接运用方。交易对手在信托计划中是第一履约方，是信托本金及收益的第一还款来源，它的经营状况直接决定信托产品能否按期兑付。其它风险控制措施只在交易对手无力或无意履约之后，才启动履约程序。它的任何机构经营和业务经营风险都会影响到信托计划的正常运行。因此，对交易对手的尽职调查是最为细致的。

对交易对手的考察包括方方面面，包含其机构经营实力，过往历史及大股东个人情况，业务范围及经营状况，重大未决法律事项等等。

在实践中，交易对手的机构经营实力和大股东个人实力在交易对手最终的履约保证中起到非常大的作用。因此，信托公司一般选择注册资本雄厚，股东个人财产雄厚等较为优质的交易对手。

1.2 现金流的自偿性和覆盖能力

现金流是指信托投资对象在一定时期中现金和现金等价物流入及流出的总情况，其收入能够覆盖支出并剩余的部分称为正现金流。

由于信托投资期限一般较短，且必须到期兑付，企业的现金流是否能够匹配还款时间是十分核心的要素。信托公司在尽职调查期间一般会调阅公司的财务报表情况，以确定企业的财务状况。通过对过往财务状况的了解，综合对未来业务的预测，编制出现金流预测表。

根据不同信托投资对象的情况，譬如矿产信托具有较为稳定长期的现金流，而房地产企业正现金流一般集中而短期，信托公司将制定与之相适应的还款计划，以最大限度地控制现金流风险。

一般情况下，信托公司亦会对信托计划的现金流预测表根据经营状况变化进行压力测试，确定在极端情况下的现金流状况，以及及时应对现金流问题。

作为风险控制的一种措施，信托公司作为受托人有时候亦会控制信托投资对象的财务印章，或规定重大现金支出需经信托公司同意，以最大限度确保现金不被挪用，进而影响公司现金流状况。

1.3 抵质押及其它担保措施

抵押、质押及第三方连带责任担保是常见的对信托投资对象的风险控制措施。

抵押、质押是由融资方提供有效资产对未来及时还款进行保证的一种方式。在质押中，融资方还必须办理质物的转移，由受托人控制相关权证，以确保质权的实现。这类担保方式通常必须进行资产估价，并确定折扣比例。目前，这类担保方式的折扣率一般比较低，抵押率在30-40%左右，以确保抵押物及质押物的估值相对融资额度有较大的空余。

第三方担保也是较为常见的一种控制风险的方式。信托计划一般要求项目关联方或实力雄厚的大企业，或实力较好的担保公司为融资方的履约提供连带担保。对于个人控制的企业，信托计划一般亦会要求大股东个人对履约提供无限连带责任担保。这种担保的核心在于捆绑多家企业的信用，以降低履约风险。

对于估值公允性且流动性较好的阳光私募信托或上市公司股票质押融资信托，信托计划一般会规定设立预警点、止损点等方式控制风险。即以产品单位净值为标准，一旦亏损达到某一净值预警点，则信托机构要求第三方管理人限期提供补充保证金或者追加其他担保物。一旦达到更低的某一净值标准止损点，则采取强制平仓措施并实行清盘。

2. 合规性

信托公司及其发行的信托计划的运行均受到中国银监会的严格监管，在政策法规上有着严格的合规性要求。

信托产品如为规避监管而进行“创新”设计，即可能触犯相关行业监管法规。譬如一些房地产股权投资信托即是为满足项目资本金要求而设计。同时，如触犯银监会对信托公司的监管法规被行政处罚的，亦会造成信托公司的声誉和经营风险。

在信托产品具体的交易结构中，亦有可能出现法律瑕疵。例如一些信托产品是以土地、财政收入作担保进行信用增级。而政策和法律在这些方面的规定是不完善的，极易造成担保无效和非法。

信托公司需要确保信托计划在产品投向和交易结构上符合相关监管法规，以最大限度地降低合规风险。

3. 收益性

信托产品的收益性主要是由投融资主题类型决定。一般而言，风险与收益是匹配的，比如PE投资的风险度高，流动性差，但投资回报的期望值也高。最近几年，受到资产类别和行业景气度的影响，房地产信托在收益性上的贡献居功至伟，占比也最多。这里面包括明确以地产为主要投向的，也包括各种以受益权为标的的不指定明确用途的，更包括各种资金用途真实投资于地产及相关领域的信托产品。

4.流动性

“一万年太久”，投资人从来就是只争朝夕的。投资人的投资品种选择模式，往往是先确定拟持有的期限，再考虑收益水平和安全性。

比如，九成左右的银行理财产品期限都在1年以内，尽管收益远低于集合信托，但数万亿的庞大规模证明了高流动性产品深厚的群众基础和存在价值。从对公销售的机构理财的角度来看更明显，超过1年期的对公理财产品甚至连“上架”的必要都没有，流动性是最主要的制约因素。

除期限外，当然投资人要考虑收益率，信托收益的分配频度也相当重要，按季度付息的产品在接受度上肯定要好于按年付息和到期支付，同时正常的付息也是产品运作正常的一个显性标志，让投资人更有安全感。

(二) 投资驱动型产品的竞争要素

1.历史业绩

尽管历史业绩不能代表未来收益，但历史业绩至少传递了发起机构和投资人渴求的部分或大部分重要信息，比如经过市场检验过的投资的逻辑、对市场的熟悉程度、团队的配合程度、与利益相关方的互动，最主要的是对调动大规模资金进行投资的熟悉程度和综合

把握能力。明星基金经理人担任投资顾问的阳光私募基金可以在短时间募集超过10亿的规模，那正是“彪悍”的投资业绩在为其背书。

2.基础市场风险收益特征

尽管从长期的角度看，风险和收益是高度相关的，但并不排除中短期内不同的基础市场具有显著不同的风险收益比：房地产二级开发市场的总投资回报率长期稳定在45%左右，即使像万科这样的特大型开发商也持续不低于20%；债券市场上即使高风险的城投债的年化回报率也不过百分之七八；股票市场的波动性则更大，譬如近几年若投资人在股票市场保持较高仓位，本金亏损可能是必然的结果。

基础市场的风险收益特征已经在很大程度上决定了该投资型信托产品的竞争因素和收益特征，信托公司必须对宏观经济与行业周期有高度的解析能力，才能在市场周期的不同阶段建立起符合市场投资风险收益特征的操作模式和产品结构，才能产生具有广泛吸引力和持久生命力的产品。毕竟，关于投资，这是一个失望经常大于希望的话题。

3.产品收益分配结构

对于投资型信托产品来说，即使是具有相当高的本金安全系数，也未必是完全可接受的，因为很多信托产品在产品收益分配结构方面，让我们看到了显失公平、霸王条款、甚至利益输送的一面。

投资型信托产品通常涉及投资人、投资顾问和信托机构这三个利益相关者，信托的目的是为了全部投资人（而非仅仅是投资顾问或次级投资人）创造尽可能多的增量价值。如果投资人（或优先级投资人）无法分享到超额收益中的合理部分，只会无限刺激投资顾问作为一个理性人的冒险倾向。

中信信托：以“双无”理念探索综合金融服务

中国现代信托业源于1979年前国家副主席荣毅仁先生创立的中国国际信托投资公司。这家在邓小平倡导和支持下成立的公司发挥了经济改革试点和对外开放窗口的重要作用。中信经过30多年的发展，成为一家金融与实业并举的大型综合性跨国企业集团——中信集团。其中，金融板块包括银行、证券、信托、保险、基金和资产管理等。

中信信托有限责任公司（以下简称“中信信托”）是中国国际信托投资公司信托业务的传承者。2002年，按照中国人民银行对中信公司经营体制改革的批复和对信托投资公司

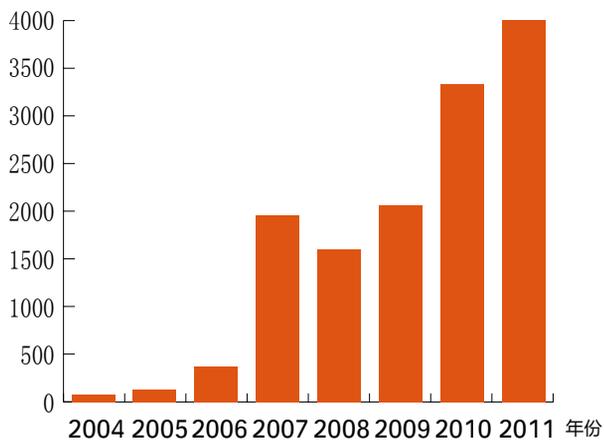
重新登记的要求，中信集团公司将中信兴业信托投资公司重组、更名、改制为中信信托投资有限责任公司，并承接中信集团公司信托类资产、负债及业务。2007年，“中信信托投资有限责任公司”更名为“中信信托有限责任公司”。

2004年底，中信信托的信托资产规模仅有85.05亿元。2005年，中信信托提出“无边界服务、无障碍运行”的经营理念，致力于成为信托法规范下的“综合金融解决方案的提供商和多种金融功能的集成者”，在货币市场、资本市场和实业领域的边界处和结合部，发现隐性价值联系和利润区，创造性地为客户提供个性化服务，实现了飞跃式发展。

2011年底，中信信托的信托资产规模达到3999.69亿元，是2004年底的47倍，占行业总规模的8.31%，并连续第三年位居行业首位。当年中信信托实现净利润19.20亿元，排名行业第一，同比增长73%；为投资者分配收益约171亿元，同比增长约33%。

图1：中信信托信托资产规模变化图

信托资产规模（亿元）



数据来源：中信信托2004-2011年年报

1. 中信信托的理念

1.1 “无边界服务、无障碍运行”

中信信托基于对中国金融分业监管的现状和对信托这一制度安排和法律形式的深入研究，于2005年提出了“无边界服务、无障碍运行”的核心经营理念（简称“双无”理念）。

“无边界服务、无障碍运行”理念的主要含义是：对外创造性打破边界破解难题，对内包容性消除障碍聚心协力；无边界是一个把有边界贯通为无边界的动态过程，清除障碍，满足需求，创造价值；实现无边界需要创新，实现无障碍需要协同；无障碍运行最终是为了实现无边界服务。

“无边界服务、无障碍运行”在业务发展上体现为：

（一）服务对象的无边界。通过开发银信合作、信政合作和信保合作，采用包括贷款、直接股权投资、特定资产受益权投资、资产流动化（证券化）等金融工具，或组合运用两个以上金融工具（结构性安排），为银行、保险、证券公司、私募基金等各类金融机构、政府投融资平台、上市公司、央企国企和中小民营企业等各类机构提供信托服务，并为高净值人士或机构客户提供各类信托理财产品。

（二）服务领域的无边界。除基础设施、金融投资和房地产等传统领域外，中信信托在煤炭资源整合、石油开采及流通、粮食农副畜牧产品生产、城镇供暖、保障房建设、加工制造、运输车辆销售卖方融资（租赁）、金融及准金融机构股权投资、黄金玉石书画等另类投融资、商业零售企业并购、文化创意等领域推出业务。

（三）服务产品的无边界：中信信托业务结构实现多元化，既有资本市场的证券投资信托业务，也有各类产业投资基金；既有股权投资业务，也有债权融资业务，以及介于两者的夹层融资业务；既有一般的投融资业务，也有财务顾问、企业年金基金、股权信托、信托租赁、债券承销等居间业务。

（四）服务内容的无边界。在股权投资、房地产信托投资、信托贷款、收益权投资等

信托项目中，中信信托不只提供投融资服务，还持续创新，通过更深地介入项目管理、提供财务顾问等综合金融服务，提升为客户服务的附加值，与客户共同成长。

1.2 综合金融解决方案提供商

在“双无”理念下，中信信托提出了致力于成为信托法规下的“综合金融解决方案的提供商、多种金融功能的集成者”。

在金融分业经营的体制下，银行、证券、基金和保险等金融门类都有法定的专属业务范围和清晰的赢利模式。信托业必须要通过持续创新和差异化竞争，来获取自己生存和发展的空间。

中信信托认为，金融分业经营和分业监管有利于金融风险的管控，但也使得金融创新受到了限制，价值链因此被切断，金融机构也基本处于同质化竞争阶段。信托公司是唯一跨越诸多要素市场的金融机构，具有广泛的投资领域和多样的投资手段，因此被称为真正能提供综合性金融服务的金融门类。这一先天优势将弥补金融分业经营的局限，将被切断的价值链连接起来，并能对客户的需求做出快速反映，创造性地为客户提供综合性一站式的金融解决方案，满足客户多元化和个性化的金融需求。

1.3 智慧型信托

“综合金融解决方案”的形成，需要深入理解服务对象的需求和特性，灵活使用各种金融工具。中信信托认为，金融工具集成的本质是知识和智慧的集成，智慧是解决问题的最后力量，智慧型信托将彰显这个力量。

信托本身不只是一种金融工具，而是集成多种金融工具的平台。各种金融工具的使用需要专门的知识，而诸多金融工具的集成运用需要更高的智慧。一个“综合金融解决方案”

图2: 中信信托组织架构图



数据来源：中信信托2011年年报

的设计过程,是一个解决问题的过程,也是各种知识交汇、融合,产生新的智慧的过程。

在“智慧型信托”理念的指导下,中信信托致力于把员工塑造为“自由而全面发展的人”。这样的“人”不仅仅掌握某种的技能,更重要的是具有较高的悟性和快速学习的能力,能够创造性地设计方案解决问题,能够迅速适应环境的变化。

中信信托认为,在物质性和谐、社会性和谐与知识性和谐的“三元和谐”中,最重要的是知识性和谐。知识性和谐不可遗传,而学习和创新是实现知识和谐的方法。保持知识与个人、公司、社会发展的协调进步,必须源于灵性的解放和内心的自觉,而获取、储备和

提升知识,除了学习别无他途。每一个员工都应该成为知识原野上辛勤不懈的耕夫。

1.4 信托中国价值论

中信信托现任董事长蒲坚通过多年的思考和实践认为,金融行业的小逻辑应为国家宪政的大逻辑服务,要从宪政逻辑出发来推导出信托业存在和发展的价值,继而为信托公司的发展找到方向。

社会主义市场经济最根本的问题或逻辑是应该兼顾公平和效率,实现共同富裕。中国信托业要在理论和实践上回答,在社会主义市场经济中,信托应该扮演何种角色?能否为中国特色社会主义建设做出其独特的金融贡献?

在这一思考框架下,蒲坚提出,信托是一

种体现社会主义市场经济内涵的新型生产关系，社会主义信托关系的综合性、普遍性和无边界特性，可以容纳社会主义市场经济的复杂性和不确定性，以及生产力发展的多元性和叠加性，在兼顾公平和效率，在产权主体多元化、管理社会化、决策民主化和分配方式多样化等方面发挥积极作用，成为社会主义市场经济发展的强大助推器。

2. 中信信托的运营体系

2.1 部门定位由市场检验和选择

截至2011年底，中信信托共有员工368人，设有信托业务部门27个，包括位于北京的19个信托业务部门，以及专门服务于天津、上海、深圳、西安等重要经济战略区域的八个区域业务团队。

在“双无”理念下，中信信托不对业务部门的业务范围设置条条框框，而是让其充分发挥各自禀赋和资源，各显其能，让市场来检验和选择。任何部门都没有专属或垄断的业务领域，市场是各部门生存和发展的最终裁判。

在市场的洗礼中，各部门逐渐找到最擅长最合适的业务领域，形成自己的特色业务和品牌产品，并在公司内部形成一种良性的竞争氛围。

2.2 “举手制”

在人才选拔机制上同样“无边界”。中信信托推行部门“举手制”，即打破年龄、职级、阅历和资历的限制，由职工根据各自资源禀赋和综合能力，主动“举手”组建新的业务团队，公司为其搭建创业平台，如在考核期内形成稳定的盈利模式和效益规模，并通过评价考核，则被确立为正式部门，“举手”职工被聘为正式部门相应职级负责人。

截至2011年底，中信信托共有27个信托业务部门，其中8个部门是在“举手制”下成立的。

“举手制”成为人才成长的绿色通道，为人尽其才提供了机制上的支持，增加了中信信托对人才的吸引力，同时，引发“鲑鱼效应”，强化了中信信托内部的竞争氛围。不少新业务部门在成立初期即表现优于老部门，对老部门形成持续压力，促进公司业务整体进步，并形成良性循环。

中信信托还制定了与“举手制”相配套的、有行业和公司特色的《平衡计分卡考核办法》，通过不同的考核维度和指标体系，规范、约束、激励各部门从不同的职责角度恪尽职守，实现公司总体的战略部署。

2.3 “陪审团制”与“听证会制”

在信托业务评审方面，中信信托强调集中全员智慧，实现公司风险管理和合规管理的全员参与，在业务评审中推行“陪审团制”和“听证会制”，评委由来自公司业务主办部门、风险管理专业部门、销售部门的骨干人员及外聘律师等中介机构组成，并面向广大员工开放。每个员工都可以列席会议、提出问题、发表意见。这种“听证式、陪审制”的业务评审会具有多种价值。它集专业和民主于一身，将市场机制映射到项目决策流程中。风险管理不是专业人员的专利，包括客户在内，所有人都是风险管理的参与者。

在业务评审会上，办理业务的人和审核业务的人同时受到内部市场的监督和未来历史的检验，各个项目之间的质量差距也比较清楚，自然产生一种内部竞争。

业务评审会是以风险管理为导向、半决策型半研讨型的业务平台，要对项目可行性研究、尽职调查、方案设计、管理模式、风险控制等关键节点进行深度讨论和决策，贴

近行业和公司最新实践，往往能反映最新的监管思路、公司导向和创新动向，不仅解决参评项目本身的问题，其间形成的业务共识对同类项目的实施、储备项目的推进具有因势利导、防微杜渐的作用，具有明显的案例培训效应。

“陪审团制”和“听证会制”只是中信信托全面风险控制体系的一部分。中信信托实行风险、合规、内审和财务等管理部门的并列审核，且风险、合规和审计等主要管理关口实行前移，从事中、事后管理向事前延伸，对各类业务从尽职调查、受理、设计、审批、销售、执行和终止的全过程实现全覆盖。

2011年12月，中信信托领行业之先推出《风险管理专业手册》，系统总结提炼了长期实践积累下来的风险管理经验和智慧。

3. 中信信托创新业务

3.1 矿产能源信托业务

在山西、陕西、内蒙等煤炭资源大省的能源产业整合中，多数煤炭整合主体面临技术改造升级、缴付收购价款和新一轮兼并收购等资金需求，但由于融资渠道狭窄、融资方式单一、缺乏专业的能源金融机构等，整合战略实施起来难度较大。

中信信托自2008年开始关注和研究国家煤炭产业整合政策，积极探索解决能源整合中金融矛盾的信托模式，在行业内较早大规模进入煤炭整合领域，投资领域也不断细分，涉及煤炭、煤化工、煤炭运销、石油、铁矿等行业。代表性信托产品包括中信聚信汇金煤炭资源产业投资基金（系列）和作为信托行业首个并购贷款信托业务的中信弘元基金等。

在拓展矿产资源类信托业务时，中信信托注重对相关产业政策和行业特点的深入研究，并指派业务能力较强的团队先行攻关，积极研究行业特点、融资需求、进退方式等，进而寻求与规范度较高的客户和项目展开合作，同时，积极培养和引进熟悉该领域人才，并不断总结和梳理相关制度，对交易对手的选择标准、融资项目准入标准、尽职调查及可行性分析、风险控制及担保措施、过程管理等予以规范，积极稳妥推进该领域业务。

中信信托的该类信托计划，大多采用基金化模式运作，针对煤炭整合主体对多种资金的需求，集成债权、股权、夹层融资等多种金融工具，为煤炭整合主体提供综合金融服务，并根据煤炭能源产业整合并购的特点，设计出匹配的交易结构。

3.2 房地产信托业务

房地产信托是中信信托传统业务领域之一。近年，中信信托顺应监管导向，从过去以超额抵押和固定收益为特点的融资性业务，转向以主动管理和分享浮动收益为特点的权益性投资为主。

在主动管理方面，中信信托注重真实介入项目过程管理，向被投资企业派遣董事和监事，参与该企业重点经营决策，监控企业现金流和日常运营，聘请专业顾问对项目进展进行管理和监控，并将项目现场管理与公司后台监管实现紧密对接，确保项目顺利推进。

在服务内容方面，中信信托为信托项目提供股权资金、债权资金、夹层融资、策略咨询、运营管理等一揽子解决方案，集中产业方专业的管理经验以及金融方的经验，为项目提供综合化的金融服务。

同时，中信信托根据国家政策导向，积极探索支持地方保障房建设的信托模式。在该

类业务中,交易对手一般是地方政府融资平台,具有地方政府信用,但中信信托同时采取市场化操作,引入抵押和担保等市场风险管理机制,形成了一条较为规范和成熟的业务新模式。2011年,中信信托推出的保障房类信托产品包括中信民享系列安居工程应收账款流动化、中信普惠民生基金1号和中信蓝海之星1号新型地产贷款等集合资金信托计划等。

3.3 “三农”信托业务

中信信托积极探索以信托模式服务“三农”发展的新路径,集成多种金融工具,推出了多个涉农信托计划:一是与河南省政府合作推出国内首支专注于农业投资的信托基金中信国元农业一号集合资金信托计划,通过发放贷款及附认股权的贷款、认购增资、受让存量股权等综合金融服务,扶持当地农产品加工业的发展;二是通过信托制PE投资基金,投资一家集马铃薯育种与种薯繁育一体的公司;三是通过股权增资方式,为内蒙古最大的育肥牛养殖企业做大做强提供资金支持;四是与内蒙古自治区金融办合作,引入东北中小企业信用再担保股份有限公司,创新风险管理安排,推出中信草原惠农基金系列,以股权增资形式为小贷公司提供资金,再由小贷公司向内蒙古当地农牧民、个体户和中小企业发放小额贷款。

3.4 工商企业信托业务

工商企业一般属轻资产企业,抵质押品不充分,不适应传统的信托贷款模式,但现金流比较稳定和充沛。中信信托针对这一行业特点,灵活设计交易安排,采用股票质押和连带责任担保等方式,利用应收账款流动化等手段,满足企业对日常运营流动资金的需求。

在该类产品中,河北创捷汽车租赁受益

权流动化信托项目是中信信托与国内最大的汽车分期付款运营商河北开元集团合作推出的国内第一支针对汽车融资租赁资产的资产流动化信托产品,产品采取分期募集方式,除常规的担保等风险管理手段外,还采用围绕服务商的管理服务外包和会计核算外包的创新管理方式,并聘请专业评级公司出具信用风险评估报告。陕西宝姜石化铁路贸易贷款集合资金信托计划为石油交易中的铁路贸易提供专项流动资金贷款,实施资金的封闭运行和监管,并采取结构化设计,由借款方认购次级。

3.5 不特定领域信托业务

中信信托这一类业务比较有代表性的产品是中信锦绣系列私人股权投资基金(简称中信锦绣系列)和中信乾景系列信托型基金。

中信锦绣系列是国内较早推出的私人股权投资信托产品,由中信锦绣资本管理有限责任公司担任管理人,主要集合机构者和高净值人群的资金,投资于金融、能源、地产、通讯等领域优秀企业的股权,并有效增加被投资企业的企业价值、促进治理结构的完善,以上市后出售或转让等形式获得投资回报。

中信乾景系列信托型基金主要投向介于股权、债权之间的可转换债权投融资类项目,包括上市公司股票、高速公路股权、国内重点或特色城市土地、成熟物业、黄金及其他稀有金属采矿权等优质资产为信用支持的投融资项目,股权保障率或抵质押率原则上低于40%。该基金以其区别于传统信托产品的特色结构性套利设计和模块式架构,主要投资于具有超额抵质押担保和退出预案的可转换债权投资,以超额抵质押的债权保证投资本金和投资收益的安全,并通过直接或间接持有可转换为股权的权利获得企业成长的溢价。

认知改变信托

中信信托董事长 蒲坚

溯本求源，信托模式是一种古老又原始的社会行为方式，它无声演绎、推进了人类商业文明的进程。

历经磨难，今天，信托，仍然毫无倦意，以其独立、自由的方式富有生机地存在并惠及我们的生活。

作为一项法律，信托，成为独立、规范的金融模式，其功能被法制化和社会化。

作为一种工具，信托，既体现着国家经济体的大局意志和宏观策略，又引导着个体财富的聚集和再分配。

难能可贵，信托为我们提供了其他金融工具无法复制的整合性和灵活性，把主体意识发挥到极致，将众多可能性变为现实，依靠知识和智慧在多边利益之间、要素市场之间开凿了通道。

站在已知和未知之间，必须厘清的是，我们对信托的认识仍然有缺失。当今，国际金融危机引发的诸多不确定性，考验着人类生存智慧，考验着铺设复兴之路的国人智慧。

中国之于世界，信托业之于金融，所有的显性联系都表明，在生产力和生产关系之间，在社会主义中国和市场经济之间，在所有权和使用权之间，在公平和效率之间，在公有制实现形式和国民普惠财富权利之间，需要一种新的文明理性的委托代理关系来融合、调节，这一切一切，为信托功能的发挥和利用，提供了巨大的腾挪空间和可能。

我们的认知在实践面前是渺小的。但绝不是无能为力。

信托，向它的受众让渡了一种理念，我们行动迟疑，很大程度上是因为对这种理念缺乏深刻的理解和认知。

我们有坚定而饱满的自信心，用知识和智慧参与博弈。

行动吧！

这是我们的责任，不可倦怠！不可推卸！

中信信托风险管理基本认识和做法

- 一、经营和管理风险是信托公司金融服务的本质。
- 二、风险是一种经营成本，风险与收益要匹配，风险与成本要匹配。
- 三、风险管理是系统性工程，与公司所经营的业务、公司治理、内部控制、企业文化、组织框架、信息化应用、人力 资本管理都有密切关系。
- 四、“风险可控、合法有效”是每项业务和管理的必要条件。
- 五、对声誉风险的容忍度为零。
- 六、重视评估和应对系统性风险。
- 七、从先进的资产管理机构引进、消化风险管理技术并实现中信化。
- 八、对差异化和共性的认识直接影响业务管理的效力、效果和效率。
- 九、建立风险管理的激励相容机制和责任机制。
- 十、注重风险管理文化的“管理力度”。
- 十一、风险大小是相对的。
- 十二、实行全覆盖、全过程的风险管理。
- 十三、通过尽职调查识别和度量风险是风险管理的重要前提。
- 十四、坚持全面地审视和取舍项目。
- 十五、注重合作伙伴的选择。
- 十六、以务实的态度看待抵押物。
- 十七、运用多种手段综合管理风险。
- 十八、在直接投融资业务中，注重第一还款来源的超额备付和归集管理。
- 十九、在直接投融资业务中，公司对资金流向和资金使用应监督管理。
- 二十、每个项目应形成风险管理总体路线图，落实安排交易，重视过程管理。
- 二十一、与合作伙伴如何合作相处是管理经验，是风险管理，也是工作艺术。
- 二十二、信托业务与固有业务之间应建立清晰的风险界限。
- 二十三、关注资产管理方案变更、资产权益转换中的风险。
- 二十四、风险管理是价值管理。
- 二十五、信息化是提升风险管理水平的必由之路。
- 二十六、风险管理是专业与民主、秘密与分享的集合体。
- 二十七、集中管理法律服务、评估服务、评级服务等也是风险管理。
- 二十八、处理好业务协同和关联方交易管理之间的关系。
- 二十九、合理把握单一集团客户融资集中度。
- 三十、风险处置、诉讼保全、处理内外部问题均以“解决问题”为第一要务。
- 三十一、向客户和渠道揭示风险应成为我们的习惯意识。
- 三十二、信托产品信息披露有利于促进风险管理。
- 三十三、业务档案是管理风险的记录。
- 三十四、认清风险管理与内部控制、风险管理与合规法律管理关系。

摘自中信信托《全面风险管理专业手册》

第五章 信托公司逐鹿高端财富管理市场

1.全球高端财富管理市场与信托制度的运用

在欧美国家，财富管理已经成为金融机构主要的业务之一。来自财富管理业务，尤其是高端财富管理业务的收入占到金融机构收入的很大一部分。总体而言，高端财富管理可以分为欧洲和美国两种模式。

1.1欧洲的私人银行与信托制度运用

私人银行最早起源于欧洲。一种传说是，在十字军东征时期，部分贵族出外征战，家中财产由留守的贵族代为管理，这些贵族逐步形成了第一代私人银行家。

● 大型银行集团私人银行业务部门与小型私人银行并重

欧洲的私人银行功能以财富传承为主，几代人几百年的“老钱”通过私人银行继承下来。在欧洲，私人银行占有了财富管理较大的市场份额，经营模式以全权委托资产管理为主，主要经营者为世袭传承、特色经营的私人银行和大型银行集团的私人银行业务部门。

综合性银行在大多数欧洲国家占主导地位，如瑞银、瑞信、花旗集团等大型银行集团，此外欧洲还有许许多多未上市的小型私人银行如隆奥达亨银行（LODH & Cie）、百达银行（Pictet & Cie）、宝盛银行（Bank Julius Baer）、英国顾资银行（Coutts）等。这些小型的私人银行许多有着几百年的历史，由家族几代人继承和运营。比如英国顾资银行有着超过300年的历史，原先只为英国女王个人服务；百达银行自1805年创建至今一直实行合伙制，

8位普通合伙人承担无限责任。

● 世代传承为目的，避税为重要考虑

欧洲许多富裕人士的资产主要是世代相传，这种特点决定了私人银行以咨询模式为主、根据资产量收取顾问费用的运营模式。

欧洲的富裕人群更加关注私密性，投资风格比较保守、谨慎，不在乎取得太高的收益，首要希望是资产安全、可以继续传承。因此，他们对私人银行的声誉、品牌、形象都有一定的要求，往往会同时选择几家私人银行的全权委托资产管理来为其服务。

由于欧洲经济增长放缓，欧洲客户严重依赖离岸投资，投资组合更集中于固定收益产品和存款产品，依赖国外市场。

欧洲银行大部分是全能银行，银行本身可以提供多种金融产品。信托制度的主要运用在于遗产继承、离岸投资方面，主要目的是风险隔离和合理避税。譬如，从信托可以割断委托人与其财产之间所有权关系链条的基本认识出发，欧洲一般对财产所有人委托给受托人的财产所得不再征税，而且如果实行全权信托（欧洲一般都是全权委托），信托的受益人对信托财产也不享有所有权，所以只要受益人不从信托机构得到分配的利益，受益人也不用就信托财产缴纳任何税收。由此可以规避数额巨大的遗产税，同时也可以避免遗产纠纷。

1.2美国的财富管理市场与信托机构

在美国和加拿大，财富的迅速增长主要

表1: 部分中资私人银行近四年客户数量增长情况(单位: 位)

银行名称	2008年	2009年	2010年	2011年
中国银行	5029	9500	14250	24000
招商银行	6398	8905	12645	16493
中信银行	2000	5223	10055	23152
工商银行	9389	13000	18000	22000
建设银行	6991	10486	15729	19556
民生银行	608	1229	2485	4650
合计	30415	48343	73164	109851

表2: 部分中资私人银行近四年管理总资产数量增长情况(单位: 亿元)

银行名称	2008年	2009年	2010年	2011年
中国银行	1077	1500	2100	3000
招商银行	1299	1814	2703	3698.79
中信银行	495	1787	2483	2651.92
工商银行	1835	2550	3543	4345
建设银行	870	1297	1946	2491
民生银行	160	254	403	684
合计	5736	9202	13178	16870.71

备注:

由于部分银行数据缺失, 部分数据为估算获得。中信银行2009-2011年管理资产均为贵宾客户管理资产余额; 建设银行2010年、2011年客户数量和管理资产规模根据建设银行2009年私人银行客户数量和2010年增长率估算。

数据来源: 各上市公司年报

得益于经济和劳动生产率的快速增长, 同时美国金融市场尤其是股票市场的高回报使得许多人得以分享经济发展的成果。

- 富豪来源于创业, 财富管理的目的亦多非传承

20世纪50年代开始, 许多百万富翁来自于公司的高级管理者, 从80年代开始, 许多新

财富创造者来自于企业家, 尤其是IPO上市, 成就了一个又一个造富神话。根据美国信托(U.S.Trust)的一项“富有美国人调查”, 绝大多数的受访者的收入来自于工资和投资, 很少有人通过继承来致富。美国的文化也充满了自我奋斗精神, 将全部或大部分财产捐赠给社会, 然后让后代自我打拼被社会广为接受。

● 交易佣金而非管理费为主流

美国财富管理的主要模式是经纪商模式,即通过收取交易时的佣金来赚钱的模式。客户的风险承受能力高于欧洲,偏向于高风险投资,并愿意参与投资决策。这些高净值客户大多是第一代富豪,乐于谈论自己的投资决策和投资战略,并愿意使用金融工具进一步让资产增值。他们会把比较多的财富交给某个私人银行的理财经理,偏好股权投资,依赖国内市场的金融工具。主要的私人银行有摩根士丹利、高盛、JP摩根等。

● 财富管理机构多样,信托广泛运用

美国的主要财富管理机构有经纪公司、信托银行、私人银行、综合银行、家庭办公室和独立财富顾问(IFA)。近年来,美国的财富管理公司发展的方向有两种:一种是针对更高净值人群,提供更加专业化定制化的服务,如家族办公室或私人银行;另一种是面向更多的普通投资者,提供更加标准化的服务。

根据服务人群的特点划分,商业银行、全能银行、投资顾问、经纪公司主要服务于普通投资者和一部分高净值人群,私人银行、信托银行同时服务于高净值人群和极高净值人群,家族办公室、投资银行、特殊投资产品专家主要服务于极高净值人群。而从提供服务的广度来看,私人银行高于信托银行和商业银行,信托银行和商业银行又高于家族办公室和投资顾问、经纪公司、投资银行等。

美国专业的信托机构不多,许多商业银行成立了信托部,据统计,全美约有400多家银行兼营信托业务,信托业务成为美国商业银行业务的一个重要组成部分。

类似于欧洲,美国的富人可以通过信托避免高额的遗产税,同时也是捐赠时最为有效的法律架构安排。例如比尔·盖茨夫妇创

立的盖茨基金会就采用了信托结构:比尔及梅琳达·盖茨基金会负责管理和运作捐赠项目,新成立的比尔及梅琳达·盖茨基金会资产信托(Bill & Melinda Gates Foundation Asset Trust)则负责管理所得的基金会资产。基金会与信托公司相互独立。

2. 中国高端财富管理市场的特点及客户特性

理清中国高端财富管理市场的具体规模和客户特点绝非易事。不少银行通过和第三方合作,都已经发布了自己的调研报告。但由于调查样本、测算方法等诸多不同,各报告的数据难以统一。

《中国信托业发展报告(2012)》课题组通过抽样调查超过700位信托产品投资者,对其行为进行了分析。结合来自各方的数据,可大致梳理出中国高端财富管理市场的客户分布特征和行为特征。

2.1 私营企业主和企业中高级管理层是主要的高净值群体

以往针对中国高净值人群的调研,样本多来自商业银行私人银行的客户,本报告首次以信托公司的客户群体作为样本,调查研究中国高净值人群特征与投资偏好。

课题组对信托产品投资者的抽样调查(样本量超过700)显示,51.3%的投资者为私营或个体业主,21.3%的投资者为企业中高级管理人员,二者合计占比高达72.6%。这一数据与多个其它对高净值人士的报告十分吻合,基本可以确定,信托产品投资者与高净值人士职业分布特征基本一致。

例如:招商银行和贝恩公司合作的《2011中国私人财富报告》显示,2010年中国高净值人群的组成依然以企业主为主,占比61%,其次为企业高管和专业人士,占比17%,再其次为专业投资人、全职太太等。建设银行

和波士顿咨询公司的《2011年中国财富报告》同样显示,接受调研的高净值客户中,57%为私营企业主,另外16%的客户为职业经理人和国企高管,再其次为专业投资者和专业人士。

同时,课题组根据调查的数据估算,至少有15%的信托产品投资者,其金融资产总额超过3000万元,50%以上的信托产品投资者,其金融性资产的总额超过1000万元。信托产品投资者是典型的高净值人群。

2.2 客户积极谋求财富增值

相比欧洲地区的高净值客户一般由家族传承获得财富,中国客户的金融行为特征更靠近美国富人,一般靠自己积累起财富。

中国高端财富管理市场的显著特质在于,客户绝大多数都得益于过去20年经济的持续快速发展,通常是第一代的创业者,对自己的投资能力普遍较为自信。同时,作为第一代或者一代半企业家,他们更希望自己的财富得到增值。

具体而言,中国的高净值客户具有如下特点:第一,更加注重绝对回报:注重资产增值,对投资管理的期望不同于成熟市场。第二,更多的自主参与:中国客户喜欢自己做投资决策,主动参与投资组合的管理。而发达国家中,更多的客户采用全权委托的方式,将资产交由值得信赖的专业人士管理。

2.3 “产品驱动”特征明显

“产品驱动”依旧是我国财富管理市场目前阶段的显著特征。同时,高净值人士大多使用多家财富管理机构进行资产配置,客户不愿意把全部资产暴露于一家机构。

课题组对信托产品投资者的抽样调查(样本量超过700)显示,信托公司与私人银行客户的重合度达到67.6%。当评述私人银行和信托公司的关系时,55.1%的投资者表示“谁

能提供好产品,我就选谁”。

3. 群雄逐鹿的中国高端财富管理市场

在目前的中国高端财富管理市场上,已经形成了银行、信托、证券、基金、第三方理财“群雄逐鹿”的格局。

银行携网点和存量客户众多的优势,纷纷开始设立私人银行部门,占据了最为庞大的客户资源。证券公司和基金依靠资本市场投资能力,是想博取高额收益的客户的重要选择,但因为产品投资范围和交易结构设计受限,近两年市场份额有所下跌。信托公司则依靠灵活的产品设计,以及实体经济领域近几年来旺盛的资金需求,受托管理资产规模一直处于快速增长的状态。同时,第三方理财公司异军突起,成为高端财富管理市场不可或缺的新锐力量。

3.1 私人银行

● 资产管理规模年增长50%,管理规模近两万亿

从2007年3月28日中国银行私人银行部设立开始,至2010年9月农业银行私人银行正式开业,五家国有商业银行和大部分股份制银行均已开展私人银行业务。

根据各家银行披露的年报,在过去4年间,私人银行业务发展迅速。从2008年到2010年,中国银行、招商银行、中信银行、工商银行、建设银行、民生银行的私人银行客户数量年均增长率为55.1%,管理资产规模年均增长率为51.57%。到2011年末,六家银行拥有的私人银行客户总量达109851位,管理总资产16870.71亿元。

私人银行与零售银行相结合

目前为止,中资商业银行的私人银行业务仍然在不断探索中。从业务模式上看,大部分采取“大零售”模式,人财物的管理仍隶属于各地分行,主要依靠当地分行维护客户,并非

私人银行总部垂直管理。目前私人银行都没有实现独立核算,实行真正意义上的事业部制。

这一选择和中国财富管理行业所处的阶段有关,各家银行都表示,当业务进一步成熟时,会逐步转向国际标准的事业部私人银行模式,但目前大零售模式更有利于开拓市场和维护客户关系。

● 私人银行推行“产品合作制”

大部分中资私人银行的客户门槛设定在800万或1000万人民币,可投资的产品近年来逐步丰富。产品线包括商业银行自己推出的理财产品;和第三方机构合作推出的证券类、信托类产品;艺术品、红酒等另类投资资产以及境外投资的QDII和与各种标的钩挂的结构性的产品。通过这些风险、收益、流动性不同的产品,私人银行客户可以根据自己的需要选择合适的产品组合。

但中资银行目前自主的产品设计与开发能力依然有限,主要集中于货币市场、外汇市场和债券市场,银行提供的很多的产品是代销公募基金、信托、阳光私募、私募股权基金的产品。

私人银行也推出了一些顾问咨询类服务,如境外IPO、移民、子女留学;以及一些增值服

务,如机场贵宾服务、高尔夫、高端俱乐部等,这些服务能突出地表现私人银行财富管理的高端和专享特性,一定程度上弥补了金融服务的不足,但并非私人银行留住客户的关键。

● 外资银行发力但未见成效

2005年瑞士友邦银行率先在中国开展私人银行业务,其后花旗银行、法国巴黎银行、德意志银行、汇丰银行、渣打银行、星展银行、瑞银集团等相继在中国境内设立了私人银行部门。

外资银行有长期服务私人银行客户的经验,如瑞银集团的私人财富管理业务有150年以上的历史。在多年的实践中,外资银行形成了成熟的服务模式和业务流程,在专业性上占据优势。但是,外资私人银行在中国开展业务要面对中国特定的社会环境,并服从中国的监管制度。在中国分业经营的大环境下,外资银行原来的产品设计优势难以发挥,法兴银行和信托公司合作推出了一些信托产品,但大部分外资银行除了结构性产品外,其他产品乏善可陈,同时,外资银行私人银行人员频繁更换。与中资银行的迅猛发展形成鲜明对比,近几年外资银行的私人银行业务颇为不振。

3.2基金公司

图5-1: 私人银行在高端财富管理市场上的优势与不足

国内商业银行

优势: 客户资源丰富,营业网点布局广泛;可以提供相对全面的产品和服务;信用等级高,客户认同感强,社会基础好。

不足: 机制和操作灵活度有限,资产管理能力和创新能力不足。

外资银行

优势: 具有较为成熟的运营模式、较强的专业能力、产业化的咨询流程;服务体系全球化,能够通过离岸基金、税务咨询、保险等实现客户资源全球配置;往往采取独立事业部制的方式在中国开展业务,独立性较强。

不足: 人民币产品受限、本土化程度较低。

● 高端私人客户的财富管理业务起步较晚

2007年11月,中国证监会发布《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》,启动基金公司专户理财业务试点,拉开了基金公司进入高端财富管理业务的序幕。

特定客户资产管理,指基金管理公司向特定客户募集资金或者接受特定客户财产委托,担任资产管理人,由托管机构担任资产托管人,为资产委托人的利益,运用委托财产进行投资。

特定客户资产管理中针对个人客户的业务属于高端私人财富管理服务的范畴,弥补了基金公司业务单一的缺陷。

截至2012年5月底,在72家已成立的基金公司中,共有71家基金公司取得特定资产管理业务资格,其中40家基金公司开展了特定资产管理业务,管理账户527个,管理资产1018亿元。

● 投研能力较强,投资范围可能拓宽到实业领域

基金公司突出的特点在于其较强的投研能力。基金投资的理念已逐渐家喻户晓。

不过在2011年全行业偏股产品平均亏损20%的大背景下,除货币市场基金表现相对“抢眼”以外,基金公司产品整体比较沉寂。基金公司的特定客户资产管理产品主要投资

于证券市场,亦受制于股市持续低迷而整体表现欠佳。

在经济走势整体不明朗、股票市场低迷的情况下,基金公司有待于在非上市股权、债权类资产、收益权类资产领域寻找投资机会。

2012年6月29日,证监会开始就修订《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》征求社会意见。根据《办法》征求意见稿,拟允许基金公司通过设立专业子公司开展专项资产管理业务,并允许专项资产管理计划在传统的证券市场产品之外,投资非上市公司股权、债权类资产、收益权类资产。投资范围拓宽之后,基金公司在高端财富管理市场上的竞争力有望得到增强。

3.3 证券公司

● 资产管理规模不大,产品审批严格

2008年7月1日,《证券公司定向资产管理业务实施细则(试行)》开始施行。定向资产管理主要指证券公司接受单一客户委托,与客户签订合同,根据合同约定的方式、条件、要求及限制,通过客户的账户管理客户委托资产。

按证监会的规定,证券公司的定向资产管理服务门槛较低,委托资产最低金额为100万元。但通常的实际操作中,证券公司定向资产管理的委托资产规模远大于100万人民币,一些大型券商资产管理部为了更好地服务

图5-2: 基金公司在高端财富管理市场上的优势与不足

优势: 投资研究团队水平较高,资产管理能力较强,社会认知度较高。

不足: 门槛过高,“一对一”单一客户理财业务的门槛为3000万元;产品单一,投资能力主要在证券市场,投资范围拓宽到非上市公司股权、债权类资产、收益权类资产后,对信用风险的把握有待考验。

每一个客户，将门槛提升到500万或1000万元左右。同时，证券公司也有门槛仅为5万元的集合理财产品。

截至2011年末，证券公司受托管理资金本金总额为2818.68亿元。总体而言，证券公司在高端私人财富管理市场上的份额，尚不可与私人银行、信托公司、基金公司同日而语。

究其原因，证券公司的资产管理产品实行事前审批(或报备)制，审批时间漫长、流程繁琐。在交易结构、分级设计、投资范围等方面受到诸多限制，使得其受到股票市场影响较大，基本与股票市场的涨跌同步，无法形成自己的独特优势。

● 网点优势明显，放松管制后前景可期

在财富管理业务上，证券公司拥有的巨大优势是有着庞大的存量客户资源，以及遍布全国各地的庞大网络，截至2011年底，证券行业共拥有5000多家营业部。

在2012年5月召开的“券商创新大会”上，证监会提出11条推进证券公司创新发展的思路与措施。其中包括鼓励证券公司发展资产管理业务，将集合资产管理计划由“审批制”改为“备案制”，并扩大投资范围；允许证券公司代销各类合规金融产品(包括信托产品在内)等。

在未来放松管制的过程中，证券公司可能

依托较为成熟的研究机制，设计出为市场所接受的类固定收益类产品。同时，证券公司获准代销各类合规金融产品后，可以效法私人银行，全市场采购产品，致力于为客户提供资产配置服务。

3.4 第三方理财公司

● 产品销售模式为主 产品来源不稳定

近两三年来，以诺亚财富、恒天财富等为代表的第三方理财公司在高端财富管理市场上异军突起，成为继私人银行、信托公司、基金公司、证券公司之外的一支新锐力量。

第三方理财公司所倡导的理念是独立分析客户的财务状况和理财需求，判断所需投资工具，提供综合性的理财规划服务。但目前市场的现状是，大部分第三方理财公司以向上游产品制造商收取销售佣金为主要盈利模式，这影响了第三方理财公司的独立性，使其未能像其宣称的那样，真正从客户利益的角度出发。此外，中国高净值人群具有的不愿暴露个人资产状况于单一机构的特点使得完全的理财规划存在障碍。

由于第三方理财公司准入门槛低，大小不一，水平良莠不齐，在激烈的市场竞争中，不规范现象也频繁发生。

已经开展财富管理业务的银行、信托公司、证券公司等，拥有自己的销售团队，或正

图5-3: 证券公司在高端财富管理市场上的优势与不足

优势: 投资研究团队水平较高，有专业化的投资团队和理财平台；客户基数大，而且不乏高净值客户；在富裕地区网点较多，有网络优势。

不足: 产品单一，主要投向证券市场，受股市影响大。

在建立自己的销售团队，倾向于将最好的产品留给自己的客户。在和机构谈判的过程中，第三方理财公司往往处于弱势，这导致第三方理财公司合作的对象往往是市场上规模较小、实力较弱的公司。

- 积极介入上游资产管理，市场潜力大

当理财市场竞争越来越激烈，产品越来越多的时候，客户需要一个专业的机构，从客户角度出发，考察和评估市场上其他机构提供的产品和服务，并帮助其设计资产配置方案。因而，尽管有效的商业模式尚需探索，但做真正的“第三方”，未来有较大的市场空间。

目前，市场上大量的第三方理财公司并未坚持做真正独立的“第三方”，而是积极介入上游的资产管理环节，希望靠“投行”业务获取较高的利润，并增加自身的产品供应。其方式既包括与中小型信托公司合作开发融资类集合信托产品，也包括自己或关联公司做GP（有限合伙人），发行有限合伙制的基金。

2010年11月，诺亚财富在纽交所上市，其“财富效应”引发了一轮第三方理财的创业热潮。但目前，随着信托公司大规模建立产品直销渠道，证券公司也将携网点优势，发力多种金融产品代销，第三方理财“野蛮生长”的基

础已经不再。第三方理财公司要创出品牌，真正获得客户的信赖，难度越来越大。

不过，目前的第三方理财公司绝大多数是民营企业，管理层持股，市场化程度高，激励机制灵活，且“创业者”大多有多年金融从业经历，积累了一定的客户资源，并在金融行业有一定的“人脉”基础，因而其生存能力也不可小觑。随着中国金融业的快速发展，第三方理财公司将成为中国财富管理市场上一支重要的参与力量。

4. 信托公司从事高端财富管理的SWOT分析

4.1 优势 Strength

- 制度优势明显

信托公司在中国是唯一合法拥有信托牌照的专业机构。“受人之托、代人理财”是信托公司的法定功能。信托公司在发展高端财富管理业务方面具有四个制度优势：

一是风险隔离。只有信托公司可以用“信托合同”的形式受托管理资产，实现信托财产独立性所体现的“隔离”功能。在设立信托时财产权随之转移，因而进入信托的财产将与委托人其他财产完全分开，从而实现与委托人的风险隔离。同时，信托财产与受托人的固有财产完全分开，从而实现与受托人的风险隔离。财产权转移后，将在受托人和受益人之间形

图5-4：第三方理财公司在高端财富管理市场上的优势与不足

优势：立场中立，以客户的需求为导向；机制灵活，市场化程度高。

不足：盈利模式靠产品销售佣金，产品来源不稳定；未坚持做真正独立的“第三方”，受信任度低，品牌较弱；行业良莠不齐。

成管理权与受益权的有效分离,使财产既能处于受托人的管理控制之下,又能通过受益权的分割组合实现特殊受益安排。

二是权益重构。受托人可以对财产进行集中管理,从而实现资源优化整合,受益人则可以获得有效的收益。信托制度打破了传统的财产权模式,信托设立后,原先统一的财产所有权就分化为受托人财产所有权和受益人财产受益权。受托人的义务相应也就有了双重性。一方面,受托人对信托财产具有“对物的义务”,即有管理和处分信托财产的义务。另一方面,受托人对受益人又负有“对人的义务”,即有忠实地为受益人利益管理处分信托财产并将信托利益支付给受益人的义务。

三是第三方管理。受托人是独立而客观的存在,他严格地按照委托人的实际情况来帮他分析财务状况和需求,科学合理地为委托方制定切实可行的理财投资方案,并实现财富保障与传承,例如家族信托基金。

四是私密性。信托是私募,单一信托无须信息披露,信托合同的保密性受到法律保护,受托人有义务为委托人保密。

● 投资范围广阔 产品设计灵活

相比其它金融同业,信托公司投资范围横跨货币市场、资本市场和实业领域,有利于根据市况的不同灵活调配资源,满足客户不同的需求。通过组合的方式,信托可以方便地实现跨市场的大类资产配置。

制度赋予了信托公司全品种和跨平台优势,使得信托公司成为天然的资产配置平台和财富管理,具备开展财富管理业务的先天优势。

信托的平台可以包容所有的金融工具和交易结构安排。信托资金的运用方式既包括股权、债权,介于二者之间的“夹层”,也包括各种收益权投资。信托产品可采取受益权分

层、保证回购、连带担保、抵押质押、警戒平仓等多种增加信用和降低风险的方式。

4.2 弱势 Weakness

● 客户基础薄弱

除平安信托等少数信托公司外,大量的信托公司缺乏自己的客户积累,靠银行代销信托产品,甚至不能与客户见面。信托公司客户资源薄弱已成为信托公司发展的瓶颈,体现为单个集合信托计划规模小,如果同时发行几只信托计划则可能面临销售困难。

● 自主资产管理能力欠佳

目前,不少信托公司仍没有摆脱“通道”的角色,只会将融资方的项目和金融同业对客户简单进行对接,包装成简单的信托计划,并未掌握资产管理和财富管理的核心能力。

集合信托计划的发行量一般被认为是信托公司自主管理资产能力的体现,但目前市场上大量存在“伪集合信托计划”。比如,商业银行的公司(投行)部门负责提供项目源和交易结构设计,通过信托公司“包装”成集合信托计划,再由该银行的私人银行部负责发行。在这样的业务模式中,信托公司扮演的仍然是“通道”角色。

此外,除了在房地产、证券、矿产能源等少数几个领域建立了一定的专业能力外,大多数信托公司对其它产业,金融市场上的其它产品不够了解。由于产品线不够丰富,为超高净值客户订制产品、设计资产组合的能力也很有限。

● 产品种类单一,发行量极不稳定

目前,大部分信托公司高度依赖融资类业务,特别是对房地产信托业务、政信合作业务依赖度较高。这些业务受宏观调控、监管政策变动影响大,这导致信托行业“热点”转换频繁。难以形成持续稳定的信托产品发行量,反过来又制约了信托公司渠道的建设。

4.3 机遇 Opportunity:

目前,整个高端财富管理市场的“产品驱动”特征明显。《中国信托业发展报告(2012)》课题组针对信托产品投资者的调研显示,当评述私人银行和信托公司的关系时,55.1%的投资者表示“谁能提供好产品,我就选谁”。

信托公司具有相对明显的产品优势,高收益的固定收益类信托产品,市场上比较稀缺。这使得信托公司可以先靠产品优势吸引客户,进而谋求为客户提供资产配置。

商业银行虽然普遍组建了私人银行部门,但利益分配问题使得其内部各部门之间的配合不尽流畅,加之面临分业监管、人才匮乏等问题,私人银行业务在中国尚处于起步阶段。这一切,都给信托公司抢占高端财富管理业务的“制高点”提供了宝贵的战略机遇期。

4.4威胁 Threats:

经过30多年的改革和发展,中国形成了多元化的金融机构体系,但银行“一业独大”的格局仍然明显。与银行业相比,信托业无论是在资本实力、机构数量、盈利能力方面,还是在市场声誉、人才素质方面,都存在极大的差距。

商业银行正在快速提升其理财产品创新能力,并逐步理顺私人银行部门与其它部门以及分支机构的利益分配关系。大力发展私人银行业务已成为银行业的共识,私人银行业务发展的体制、机制障碍都有望加速消除。

目前,证监会已经推出或正在酝酿一系列利好证券公司、基金公司发展资产管理和财富管理业务的政策,保险公司也有望凭借其庞大的营销队伍优势,进一步发力财富管理业务。

同时,整个金融市场快速发展,各种新产品不断推出。

这一切都表明,中国的高端财富管理市场竞争正日趋白热化。信托公司在跨市场投资、

灵活制造产品方面的相对优势都有消减之势,未来信托公司只有靠较强的资产管理能力和客户服务能力才能在市场上求得生存。

5.对信托公司发展财富管理业务的建议

5.1发展直销渠道需要和产品制造能力相协调。

信托公司长期饱受客户基础薄弱之苦:产品发行效率低,通过其它机构发行产品,连客户的面都见不到。信托公司发展财富管理业务,需要从建立产品直销渠道开始。

但是渠道的成本是昂贵的,发展渠道的规模、速度要和信托公司的产品制造能力相协调。渠道能力增长的速度若远远超过产品供应的增长速度,则可能出现“产品荒”,副作用将是,理财经理队伍极不稳定,且难以管理。

5.2产品制造能力不稳定的信托公司可以设立第三方理财公司。

在渠道的组织形式上,信托公司应根据自身情况,灵活加以选择。设立直接隶属于公司的财富管理部,理财经理队伍只销售本公司产品,可能并不是最优的选择。

由信托公司发起设立第三方理财公司,以本公司产品为基础,同时全市场采购产品,也是可行的选择之一。

中融信托在业内较早建立了自己的产品直销队伍,但2011年开始,财富管理中心逐步独立,形成恒天财富、大唐财富等多个第三方理财公司。第三方理财公司实行管理层持股,中融信托虽没有直接持股,但其股东参股了这些第三方理财公司。

由于股东关系的存在,中融信托对这些第三方理财公司仍然具有强大的影响力。同时,这些第三方理财公司也销售中融信托之外其他信托公司的产品,避免了单纯依赖一家公司,时常无产品可卖的尴尬。

5.3强化自主资产管理能力,结合自身特点形成特色资产管理能力。

很多全球知名的私人银行在财富管理业务上的竞争优势,主要源于强大的产品研发能力和资产管理能力。例如:瑞士信贷集团有70%的投资产品由其下属的投资银行和资产管理公司提供,约有30%的产品来自于外部采购。由此可见,全面的产品体系和资产管理工具是提供高品质服务的基础。

中国的信托公司不能再简单当“通道”,而要形成自己专业的投资能力,摆脱对融资类业务的过度依赖,设计更多的投资类产品。

在全国66家信托公司中,股东背景、既有优势领域、人才构成都各不相同,不可能每个信托公司都形成大而全的产品超市。信托公司可结合自身的特点,在某一和某几个领域形成有明显市场竞争优势的资产管理能力。

5.4稳步提高资产配置能力。

目前,大部分信托公司遵循的是“设计产品-销售产品”的模式,但产品销售只是财富管理的初级阶段,信托公司应积极谋求为客户进行资产配置。

目前的难点之一是客户对财富管理机构不够信任,理财经理很难清楚客户真实的资产状况和风险偏好。在这种情况下,资产配置目标只能在客户与理财经理不断增强信任感,理财经理不断增强KYC(Know your customer)水平的过程中,逐步实现。

没有一家机构能提供客户所需要的全部产品,财富管理行业发展的趋势是金融机构之间建立产品共享机制,届时资产配置能力将成为财富管理机构的竞争能力。

有跨市场投资优势的信托公司是天然的资产配置平台。信托公司应致力于提高客户服

务能力,整合各种金融机构的资源,为客户提供真正的财富管理服务。

目前市场上发行的TOT(Trust of Trusts)产品,多是一个集合信托产品投资于多个集合信托产品,未来,信托公司可以进一步为以信托账户(单一信托)为基础为客户提供综合资产配置。具体而言,客户将一笔资产委托给信托公司,设立一个信托账户,或者设立一个单一信托,信托公司再根据客户的需求,帮助客户选配资产组合。

5.5提前布局财富传承市场

《中国信托业发展报告(2012)》课题组针对信托产品投资者的调研显示,中国的绝大部分信托投资者的年龄集中在30-60岁之间,尤其以40-49岁之间最多,占比高达40.5%。这一年龄阶段正是年富力强、财富积累较多的年龄段,同时也是逐渐老去,子女逐渐成长、逐步接班的时候。

在国外,财富传承大量使用信托,因信托制度具有私密性和破产隔离、产权与受益权分离等特质。在中国,未来十年,“富二代”将陆续接班,“富一代”对财富传承的需求在增加。信托公司应提前布局,研究相关的产品、进行人才和客户资源储备。

在国外,信托有规避遗产税的重要作用。在很多国家,如果死后财产还在自己名下,可能要交高达30%-40%的遗产税,而如果把资产转到信托中,则可以避免遗产税。目前,由于中国并未开征遗产税,且正处于一代或一代半富人掌握财产决策权的阶段,因此财富传承市场并未勃兴。但今年上半年,全国人大常委会法工委已经就《继承法》的修改举行研讨会,未来,中国很有可能也推出遗产税。届时,信托公司在财富传承市场上的优势将进一步得到发挥。

平安信托：做中国最大的高端财富管理商

“身处这样一个市场，这样一个时代，做财富管理的人是幸运的。”平安信托董事长童恺认为。

在平安信托看来，中国的财富管理市场已经进入“爆发式”增长阶段，而信托公司是在中国分业经营、分业监管的格局下，最适宜做高端财富管理的机构。基于这样的判断，以及平安集团对财富管理业务的规划，平安信托提出要做中国最大的财富管理商。

“产品、渠道、平台”是平安信托着力打造的三大核心能力。2007年以来，平安信托借助平安综合金融集团优势，大力发展“私人财富”及“综合开拓”渠道以快速积累高净值客户，持续打造开放式产品平台、通过“打鱼”、“买渔”并举持续扩大产品线深度、广度，同时以领先行业的运营服务模式及系统支持能力有效提升客户服务体验。

至2011年末，平安信托活跃的高净值客户数逾1.3万，信托资产管理规模达1962亿，当年实现净利润超10亿，客户资产综合回报率位居行业前列。

1.平安信托的财富管理之路

1.1从非资本市场投资平台到高端财富管理之路

在中国现有的66家信托公司中，平安信托相比同业的显著特点在于，它是中国平安金融控股集团的重要组成部分，其发展也体现了平安集团的战略布局需要。

2007年之前，平安信托的主要定位并不

是从事财富管理服务，而主要是平安集团在非资本市场领域的重要投资平台。这也是自2003年以来，平安信托频频增资，一直保持业内最大注册资本金规模的重要原因。

早在本世纪初期，国内保险业逐步走上规范、规模化发展道路，巨额保险资金投资领域拓展成为包括平安集团在内的保险公司所面临的重要议题。存款、债券等基础投资领域，因较高的通胀水平，实际回报率极为有限；股票投资因其风险不确定性及价格波动性致配置额不可能过高。因此，平安集团规划寻找与中国经济增长相匹配、具长期、稳定收益率的资产来确保保险资金的回报率。

而要探索在多个非资本市场领域的投资，用信托公司可能是最合适的，因为信托公司的可投资范围更广。基于此历史背景，平安信托2005年开始承担起平安集团保险资金非资本市场投资能力拓展的重任。

基于房地产行业与GDP的高度关联性、公路运营能力与经济增长的强依存性，及优质上市公司盈利增长、溢价分享等因素，平安信托快速在物业、基建、PE等领域建立起相应的投资平台、队伍及能力。

在此过程中，平安信托在2005-2007年间也和同业一样，通过介入银信理财合作业务，实现受托管理资产规模的快速增长。但在2007年初，平安信托就已意识到依赖银信合作的模式不能支撑信托业务的长久持续发

展,必须迅速转型。平安信托看到,中国经济持续多年快速发展,私人财富已经积累到一个阶段,财富管理的潜力非常大。而纵观各类金融机构,唯有信托公司做财富管理最有制度安排上的优势。信托公司的投资范围横跨货币市场、资本市场、实业领域,且投资方式灵活多样。

走高端财富管理之路,也符合监管部门对信托公司的定位。2007年,银监会对《信托公司管理办法》、《信托公司集合资金信托计划管理办法》(即“两规”)进行了系统修订,通过对固有业务、关联交易、合格投资者、自然人人数、信托贷款等方面的规范,进一步明确了信托公司“受人之托、代人理财”的定位。

在这些因素的共同作用下,平安信托将战略规划清晰定位于高净值客户私人财富管理。

1.2由平安信托牵头服务平安集团“金字塔尖”的客户

在国外成熟市场,财富管理业务已经是很多大型金融机构的主要业务之一,对于志在打造国际领先综合金融服务集团的平安集团而言,介入高端财富管理业务是必然的,“悬念”只在于会通过哪个子公司牵头来做。平安信托最终被“选中”,作为“平安集团针对高净值客户的主财富战略主要实施者”,服务客户“金字塔”最顶端的客户。

平安信托当时缺的是渠道,而建立渠道,又是以保险业务起家的平安集团所擅长的。于是,平安信托从2005年起就开始规划其私人财富业务,并着手建立自己的私人财富管理团队,另一方面则通过建立“综合开拓”队伍,专门为平安集团的高端客户提供财富管理服务。

2007年起,平安信托开始陆续招聘新员工,搭建私人银行理财经理团队。2008年团队基本架构完成,2009年正式成立私人财富管理渠道。2011年底,私人财富管理渠道在岗理财经理已达310人,服务的活跃客户超过4000位。在此过程中,平安信托大规模吸引了这一批具备扎实的金融专业知识,且从业经验较丰富,服务过个人资产过亿客户的外资银行私人银行理财经理。此外,亦有大批原供职于中资私人银行和其它机构的资深理财经理加入平安信托。

平安信托私人财富管理部部长刘兵曾在瑞银(香港)私人银行担任董事,在他看来,私人财富管理不仅仅是停留在给客户推介产品的层面,而是应该通过全面的财富规划,提供量身定制的资产配置方案,在控制客户整体投资风险的前提下,为他们提供稳定的投资回报,实现财富稳健增值。

平安信托要求理财经理以客户关系为导向,而不是以产品销售为导向。理财经理以了解客户需求为基础,以平安信托特有的专业金融服务流程为准则,为客户找寻最佳的投资解决方案。理财经理首先聆听客户需求,在清楚了解客户的风险承受能力,财务状况及投资需求之后,向客户推介合适的投资机会,并协助客户选择最佳的投资方案。同时,平安信托会定期检视客户的投资状况,并根据市场情况及客户需求及时调整资产配置方案。

短短几年时间,平安信托的私人财富渠道业绩增长势头迅猛,2011年实现信托产品销售新增规模已超290亿元。在平安信托已有的产品线基础之上,平安信托私人财富管理团队还向客户提供多项创新类信托业务,并为客户量身定制个性化产品,满足客户各项投融资理财需求。

同期,平安集团大力推动“交叉销售”。平安信托的“综合开拓”团队从2008年的36位综拓理财经理发展至2011年的32个销售团队、超过300名理财经理,新增业务规模从2008年的20亿增长至2011年425亿。截至目前,综拓渠道维护及服务的有效客户已超过9000人。就平安信托高净值客户构成来看,目前内部客户资源贡献已占据半壁江山。2012年上半年,平安信托综拓渠道新增业务规模超过400亿元,人均“产能”近1.8亿元。

所谓“综合开拓”,即平安信托建立一支具有高净值资产配置和渠道销售服务专业知识与技能的信托销售服务团队,为平安集团内部机构(寿险、产险、养老险、银行、证券、网络销售等专业子公司)及外部合作伙伴(合作银行、第三方机构)提供信托产品交叉销售咨询服务及业务支持,并根据客户投资需求及市场状况提供客户资产配置、理财规划等财富管理服务。

2.平安信托的业务管理体系

2.1追求专业化、标准化、流程化

平安信托认为,其内部整体架构体系的搭建,要服务于做中国最大财富管理商的战略目标,而不是单纯追逐市场热点,赚取更多的利润。

在全能型项目团队制的组织体系下,每个团队相当于一个小的信托公司,业务涵盖从项目承揽、尽职调查、交易结构设计、信托产品销售等全过程。每个团队虽然名称不一,但公司并不规定其专属业务领域,甚至鼓励团队之间适度的内部竞争。与很多信托公司不同的是,平安信托没有采用这种传统的全能型项目团队制。

平安信托推崇专业化分工,所有的部门和团队都要求专业化,只负责确定的业务领

域,做PE的专做PE,做房地产的专做房地产。同时,流程进行标准化设计并分解为若干步骤,每个团队,每个人只负责流程中特定的环节。

两种组织形式,适应不同的信托公司,难言优劣之分。平安信托之所以选择这种专业化、标准化、流程化的管理运营体系,是因为其认为,只有在这样的体系才能在控制好风险的同时,快速做大规模。

在人才使用上,平安信托并不特别偏好能带来项目资源,直接创造利润的人,而是重用专业化人才。平安信托认为,公司的目标是打造一个业务体系,而不是靠拉几单业务赚钱。

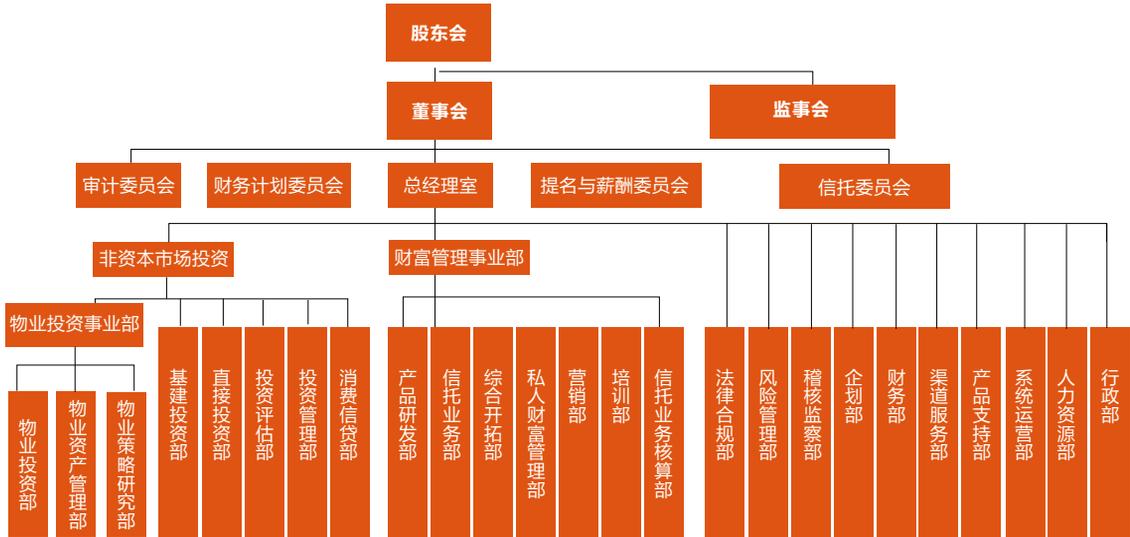
在很多情况下,那些做起来虽然容易,但是“想象空间”有限的业务,平安信托并不感兴趣,相反,那些做起来虽然很难,但是“想象空间”大的业务,平安信托会集中全公司的力量去“攻坚”。一旦形成成熟的业务模式,会立即进行规模化复制。

在平安信托,产品经理的定位也不同于

图1:平安信托私人财富理财经理服务流程



图2: 平安信托组织架构图



传统意义上的信托经理。产品经理又分为几种不同的角色,有产品设计经理,投行经理,投资经理,还有分析师。产品设计经理根据对市场需求和市场形势的判断,设计产品,包括法律文本、交易结构、产品属性、风险评估、收益率等等,然后,投行经理和投资经理去实现后面的交易。有些可以直接在公开市场上实现的交易,由投资经理执行;那些需要双边谈判才能达成协议,得到的投资机会,则由投行经理实施。而分析师,则是为产品设计经理、投行经理、投资经理提供智力支持。

在平安信托模式下,所有的产品、所有的业务都不是一个人或者一个团队能完成的。平安信托认为,小胜靠个人,中胜靠集体,大胜靠平台。

2.2平安信托的组织架构

平安信托目前的业务实际包括两大板块,非资本市场投资和财富管理。从组织架构看,其内部分为三大组成部分:非资本市场投

资、财富管理事业部和共用的后台管理部门。

在非资本市场投资板块,平安信托建立了直接投资部、物业投资事业部、基建投资部三大投资部门,以及独立进行项目风险评审的投资评估部和协助投资部门进行投后管理的投资管理部。

其中,直接投资部主要专注于并购、定向增发、股权投资三类投资;物业投资事业部主要涉及住宅、商场、写字楼、酒店、科技园区等多个房地产市场领域的投资;基建投资部主要涉及公路、铁路、能源等基础建设的投资。

在财富管理事业板块,平安信托设有产品研发部和销售渠道管理部门。

其中,产品研发部除了将非资本市场投资团队的项目“包装”成信托产品,也负责资本市场、信贷市场的投资和产品设计。

而销售渠道由信托业务部、私人财富管理部和综合开拓管理部组成,信托业务部主要负责传统信托业务,私人财富管理部主要

面向个人客户销售理财产品，综合开拓管理部利用平安集团和各专业公司的资源，对客户进行二次开发。

3.平安信托的产品体系

3.1产品先行战略

平安信托开展财富管理业务，没有从建立豪华的会所开始，诸如打高尔夫、品红酒、鉴赏艺术品这样的活动也少有组织。

在平安信托看来，这些事情都是应该做的，但并不是当下急需的。平安信托此前几年，把主要精力放在了不断丰富产品线和累积高净值客户的数量上。

这样的行为选择，所隐含对市场的基本判断是，中国财富管理市场还处在初级阶段，客户选择一家财富管理机构首要考量是，有无好产品提供。

与国外市场不同，中国的高净值客户选择一个财富管理机构不是首先看这个机构提供资产配置的能力，而是看单一产品。理财经理真正了解客户，培养客户的信任感，是一个长期的过程。

因而，平安信托希望先靠“拳头”产品吸引高净值客户，然后在理财经理不断提供后续服务的过程中，了解客户的资产状况、既往投资经历、风险偏好等信息，逐步实现根据客户的需求量身定制资产配置方案。

从单一的产品销售，到资产配置，到投融资一体化，再到为客户提供全面的金融服务和非金融服务，是平安信托追求的目标，但平安信托不主张跨越目前的市场阶段特征去谈私人银行增值服务。

3.2全谱系产品线

2009年，“阳光私募”产品发明者之一的金智勇加盟平安信托。平安信托当时力邀金智勇加盟，首先是希望他把资本市场投资板

块的产品线丰富起来。

彼时，平安信托的优势主要是在非资本市场投资领域，包括物业投资（主要是持有型物业投资）、基础实施（比如高速公路收费权）投资和PE投资。在证券市场、房地产和信贷融资市场，平安信托的产品能力还未夯实，产品线不够丰富。

而产品线的深度和广度，被平安信托视若生命。

在平安信托看来，要为客户提供资产配置服务，丰富的产品线是基础。平安信托希望，从产品的期限结构看，其产品线上既有随时可以申购赎回的货币市场基金，又要有投资期限达5-10年的PE产品；从产品的风险程度看，既有极低风险的固定收益类产品，又有投资于股票市场的产品。

在金智勇看来，在不同的经济周期，不同的市场环境下，有不同的投资机会，要主打不同的产品。这就好比一架钢琴，有的琴键使用得多，有的琴键使用得少，但是琴键要齐备，才能弹奏出不同的美妙乐章。

这样的理念，与平安集团“一个客户，一个账户，多个产品，一站式服务”的目标也是一脉相承的。平安信托希望，一个高净值客户在其平台上，能采购到他所有需要的产品。

在这样的思路下，平安信托2009年以来不断拓展产品线的广度和深度。

首先是引入更多的“阳光私募”，并在传统的“管理型阳光私募”基础上，进一步推出“结构型证券投资”、“TOT私募”和“管理型TOF”等产品。

2009年之前，平安信托的物业投资实际上主要做的是持有型物业投资，即把已经建好的物业买过来持有，而很少介入房地产项

图3: 平安信托的风险控制架构

平安信托的风险控制架构

1. **信托决策层:** 信托决策层负责信托公司所有投资项目及重大事项的决策, 决策层从公司整体层面考虑项目的投是否符合公司利益。
2. **风险管理部:** 负责制定公司整体以及各产品风控政策, 负责识别、量化、监控公司整体及各产品的各项风险指标, 向信托决策层汇报, 并提供风险缓释建议。
3. **投资评估部:** 负责公司各个业务条线业务的审批, 分析业务的风险及收益, 并根据分析向信托决策层提供是否开展业务的建议。

目开发。2009年之后, 中国房地产市场开始新一轮繁荣, 平安信托开始介入房地产项目的前期投融资环节, 并将产品往“基金化”方向发展。在传统的“项目型房地产信托”的基础上, 推出“全功能房地产基金”和与大型开发商合作的“合作基金”。

此外, 为丰富产品的期限结构, 平安信托于2011年上半年推出“跨市场货币基金”。“跨市场货币基金”的推出, 不仅为客户增加了现金管理的工具, 也在一定程度上起到了平滑市场变动, 确保平安信托产品发行量稳定的作用。

平安信托较早就意识到, 在很长一段时间内, 存款仍将是所有中国客户最重要的资产, 一个客户能拿出1000万买房地产信托或者PE产品, 他的金融资产总额可能在5000万以上。信托公司必须要有一类具有高流动性的产品, “替代”银行存款, 和银行理财产品竞争,

目前, 平安信托认为, 其产品线上比较欠缺的是QDII产品。平安信托希望把投资的眼光从国内放到全球, 抓住全球市场

的投资机会。平安信托目前已获得3亿美元QDII额度。

3.3持续的产品创新能力

信托行业在发展渠道问题上, 长期犹疑不决的一大原因是, 若产品发行能力不稳定, 庞大的销售队伍将“嗷嗷待哺”, 而受监管政策的导引及市场格局的变化, 信托行业“热点”转换频繁, 信托公司要保持持续稳定的产品发行量, 难度很大。

这也是平安信托强调“产品、渠道、系统平台”要协调发展的原因。

为保持产品发行能力的稳定, 在不同经济周期下为投资者提供“全天候”的投资机会。平安信托一方面通过构建专业的投研团队, 根据对不同时期宏观经济形势的研判, 科学运用市场分析、信用评估、价值评估、金融工程分析等研究方法为产品创新和项目提供技术支持。另一方面, 根据客户的投/融资需求, 业务团队在市场上及时捕捉、挖掘最新投资线索、潜在回报率高的投资标的及技术精湛的高端投资经理。

以固定收益产品为例, 2011年6月开

图4: 平安信托2011年以来的产品线

非资本市场		资本市场		信贷市场		其他
房地产	股权	证券	创新类	质押融资	固定收益	其他
项目型 房地产信托	PE投资 基金	管理型 阳光私募	年金	股票质押 融资	跨市场货 币基金	企业万全
全功能房 地产基金	定向增发 基金	结构化证 券投资	结构化产品	信托受益 权融资	信贷资产 投资基金	公益/准 公益类
合作基金	结构化定 增产品	TCT私募	QD II	存单质押 融资	债券投资 系列	
商业地产 基金	PE-FOF	管理型TOF	证券及其衍 生品	伞形结构化 产品	固定收益资 产投资系列	
					通胀防御 型基金	

- 传统业务
- 近两年创新产品
- 近期将推出的创新产品

始，CPI指数同比上涨6.4%，创造了CPI两年内首次破六的高位；7月份CPI同比上涨更是到了6.5%。然而回顾当时整体市场的情况，股市、基金、楼市、大宗商品收益都不太理想，低风险的银行理财产品收益率更是完败同期物价涨势，为了满足投资者投资保值、增值的需求，结合市场情况，平安信托自主设计了风险可控、收益与物价指数挂钩的系列产品，一经推出就受到市场热捧。

3.4 开放式的产品平台

平安信托的目标是致力于成为中国最大、盈利最佳的财富管理商，建立亚太最具影响力的非传统投资能力，并以财富管理业务为主业，凭借领先的产品研发能力及投资管理能力，为中国高净值客户提供全方位的资产配置方案及财富管理服务。

也就是说，平安信托的着眼点是满足客户的投资需求，而不是着眼于融资方的融资需求，这是平安信托愿意开放其平台，在全市场采购投资产品（能力）的原因。

在销售能力越来越强大，产品发行与渠

道发展协同难度越来越大的情况下，开放平台，增加产品供应也是现实的选择。

这一战略通俗地表达就是“打鱼”和“买渔”并举。平安信托一方面强化自身的产品研发能力，另一方面筛选优秀的投资人到平安信托的平台上发行产品。通过“买渔”的方式寻找识别优秀的投资机构，与其建立长期合作关系，平安信托购买他们的“打鱼”能力，以期让客户分享到市场上最优秀的投资产品。

举例而言，在PE投资领域，平安信托通过建立全面的PE机构数据库，完善评估及调研体系，对合作伙伴从团队、过往业绩、储备项目、第三方评价等进行系统性分析，筛选出优秀的基金，然后投资于这些PE基金。在阳光私募领域，平安信托基于已制定的外部投顾筛选管理办法，采用科学的评级方法对其平台上投资顾问的投资风格和业绩进行深入的分析和研究，为已合作的及部分潜在合作伙伴建立了完整的投资顾问档案，并进行持续跟踪分析，通过与知名外部投顾的长期合作，

建立业内知名的阳光私募平台。

3.5平安信托的部分产品

● PE

依托平安卓越的投资管理团队，国际化和本土化相结合，准确把握政策导向，紧扣行业脉搏，充分发挥金融领域的专业优势，一方面帮助客户投资于非上市公司股权、可转股债权等，通过被投资企业获取资本回报，或通过溢价转让股权、原股东溢价回购股权及经营利润分红等方式取得投资收益。另一方面则通过自身主动投资管理的PE基金为对象，借助自身专业筛选基金管理人、优化资金配置的能力，合理分散投资到预期业绩优异的多个不同类型、不同投资风格的PE基金，以降低投资风险，分享投资收益。

● 房地产

在以客户需求为导向的产品原则下，依托平安信托强大的主动管理能力，与国内最优秀的房地产开发商、基金管理人战略合作，凭借健全的业务风险管控制度以及逐级审批制度，通过对交易对手信用评级、项目财务指标分析、风险措施等多方面综合考量，组合配置、投资于开发贷款、抵押贷款、夹层融资、房地产股票质押融资、房地产公司发行的债券，以及项目公司股权投资等房地产相关领域。产品通过在区域、交易对手、债性和股性资产的比例等多个维度进行分散投资，在降低投资风险同时在各种市场环境下为客户追逐区域性、阶段性、结构性的盈利机会。

● 固定收益

凭借领先的投资能力，根据监管对理财产品的发展要求，研发设计专门对接银行理财的一款新型信托产品，其主要投资于银

行间债券市场、债券回购、同业存款、货币市场基金、债券基金等。该产品致力于为银行理财提供有竞争力的收益率，满足客户投资于银行间债券市场的需求，通过委托人逐笔认购或追加认购，由平安信托逐笔报价、自主管理、自主寻找交易对手和投资标的，实时监控产品风险，确保产品项下各期信托资金按时足额兑付信托利益。

● 质押融资

为了满足机构/个人客户资金的流动性需求，平安信托研发设计了以其持有的股票/公司的信托受益权作为质押标的一款信托产品，该产品通过大宗交易模式或信托受益权转让的形式帮助客户进行融资，其高效便捷、期限灵活的特点，深受客户青睐。尤其是采用大宗交易模式的客户，可接受客户的指令，提供期间抛售服务，让客户在获得融资的同时，仍有机会获得股票的高额回报。同时，考虑到客户流动性需求，为提高客户体验度，平安信托还为到期回购的客户提供分批回购的选择。

● 资本市场

依托平安信托领先的阳光私募平台，专业化的研究团队、通过定性和定量分析，严格准入并动态跟踪，并根据市场情况和投资顾问优势，精选适合的私募投资顾问，形成不同投资风格的私募基金组合，更好的满足客户需求。同时，结构型投资信托产品，通过将不同风险收益特征的投资人进行有效分层，为不同风险收益特征的投资人建立定制化投资平台，共同分享证券市场的投资回报。

4.平安信托的风险控制体系

4.1多层次风险管理架构

2008年顾攀正式加入平安信托，此前

他一直在美国摩根大通从事风险管理工作。此后3年多的时间里，顾攀及其团队设计了一整套风险控制体系来识别、计量、监控以及管理平安信托的各类风险，涵盖了市场风险、信用风险、权益风险、流动性风险以及操作风险等。

但平安信託管理层认为，风险管理部如果仅制定公司总体的风险控制政策，“事后”衡量产品的风险，看看是否偏离公司的风险偏好，超过风险限额等，还不够主动。因而，2010年，平安信托对风险管理体制进行改革，新成立了投资评估部，在“事前”做风控，并由顾攀兼任投资评估部总经理。

至此，平安信托正式形成了由投资评估部、风险管理部、信托决策层组成的多层次协同的风险管理架构。

其中，风险管理部负责制定公司整体以及各产品风控政策，负责识别、量化、监控公司整体及各产品的各项风险指标，向信托决策层汇报，并提供风险缓释建议。产品研发部在设计产品时，如果是新的业务模式，则需要由风险管理部牵头，组织各部门研究制定对此类业务的风险量化标准，风险控制措施等政策。在产品风控政策已经明确的情况下，产品研发部直接将项目提交投资评估部。投资评估部负责公司各个业务条线业务的审批，分析业务的风险及收益，并根据分析向信托决策层提供是否开展业务的建议。

投资评估部对具体的每一个项目的评审是全方位的，包括对交易对手的资质和信用的评估，对项目本身的财务指标的评估，对项目法律合规性的评估等等。

投资评估部审批完成过后，再将

所有意见汇总，提交信托决策层决策。

平安信托的风险控制架构

1. 信托决策层：信托决策层负责信托公司所有投资项目及重大事项的决策，决策层从公司整体层面考虑项目的投是否符合公司利益。

2. 风险管理部：负责制定公司整体以及各产品风控政策，负责识别、量化、监控公司整体及各产品的各项风险指标，向信托决策层汇报，并提供风险缓释建议。

3. 投资评估部：负责公司各个业务条线业务的审批，分析业务的风险及收益，并根据分析向信托决策层提供是否开展业务的建议。

4.2 风险限额管理

2010年8月，银监会出台《信托公司净资本管理办法》，控制信托公司的杠杆率，并通过对不同的业务设定不同的风险系数，达到引导信托公司业务转型的目的。

在此之前，平安信托就已经建立了一套基于巴塞尔新资本协议的企业风险管理体系。这套体系以风险权重资产计量风险、以核心资本限制公司风险承受能力、以资本充足率控制公司总体风险偏好，确保公司所承担的风险在公司的承受能力与意愿范围之内。

简言之，就是“有多大资本，做多大的业务”。平安信托在此之前根据自己的资本和风险偏好，通过一套计量模型计算出一个总的风险限额，然后在每一个业务线之间进行分配。每个产品都有明确的风险量化方案，在每一个产品上的风险“敞口”都事先设定限额。所有产品的风险汇总起来，不能超过公司根据资本和风

险偏好所确立的那个限额，风险管理部负责持续进行监控。

对于信托公司的风控，一种观点认为，信托公司的产品千变万化，每个产品的交易结构和交易对手都有很大的不同，因而把握“个性”更有意义，若要进行量化，误差可能很大。

但平安信托非常注重风险管理体系的“系统、完整、可量化”。平安信托认为，量化可能会产生误差，但是如果不进行量化，没有一个衡量标准，就不知道自己到底承担了多少风险。

在平安信托看来，所谓好产品，就是风险和收益对等，要把合适的风险和与风险相匹配的回报交给合适的客户来承受。

在这样一套风险量化和限额管理的体制下，平安信托对无法评估、无法量化风险的业务，一般不会介入。以艺术品信托为例，从丰富产品线的角度，平安信托希望增加这个产品，但是，如果做艺术品质押融资，平安信托认为意义不大，且艺术品抵押的价值难以确定。如果做真正的艺术品投资，平安信托又认为该领域专业门槛太高，公司尚不能有效识别和计量艺术品投资的风险，因而，平安信托至今没有推出艺术品信托产品。

5.平安信托的“大运营”体系

平安集团希望打造“一个客户，一个账户，多个产品，一站式服务”的综合金融服务平台，平安信托的战略目标是“打造中国财富管理第一品牌，做中国最大、盈利最佳的财富管理商”，这使得平安信托极其注重运营平台的建设，并以十倍于同业的投入，通过IT系统平台建设、运营流程再造、客户体验优化、业务模式创新，把客户体验

打造成又一核心竞争力。

2011年信托完成了IT系统建设的三年规划，通过Wolfpack（财富人生计划）项目群16个子项目的落地实施，构建信托业务整体的IT平台，实现集中安全的客户信息管理，从产品创新、销售支持、投资管理、风险控制到多渠道E化服务全流程贯通，境内交易/境外投资全方位支持。

例如，在客户信息管理方面，平安信托通过构建TECIF（信托客户信息系统），实现客户信息全方位集中管理，确保信息质量和安全，进而支持客户需求分析；在产品创新方面，建设产品系统管理系统，为客户提供产品目录并对产品定义管理，支持产品存续的自动化处理；在销售支持方面，通过私人财富管理系统，构建个人工作室、E-CRM、团队管理、资讯台工具箱等强大功能，作为理财经理销售的后盾，更好地服务于客户，通过销售管理系统，对部门、团队、理财经理、居间机构等进行信息维护、绩效考核、职级变动、费率设置、绩效计算/支付等进行管理；在投资管理方面，通过恒生系统、投资交易前中台对信托公司所有交易进行前中台管理，包括交易下单、结算、组合合规等，同时通过投资数据管理系统，在过渡期内对股票、基金、债券、定存、理财产品等投资种类的交易进行后台管理；在风险控制方面，通过风险管理平台，对信用风险、市场风险等进行管理，有效管控风险，支持交易；在多渠道E化服务方面，通过网站平台、短信平台、邮件平台、移动设备为客户和理财经理提供最大程度的支持；在管理决策支持方面，通过MIS系统，对企业的经营状况进行各种统计、分析，支持管理分析决策。

第六章 中国信托产品投资者行为分析报告

——基于平安信托客户的样本

调研方法说明

样本选取: 在中国现有的66家信托公司中,平安信托较早开始全国展业,客户地域分布较广,且平安信托的产品主要由自己的理财经理进行销售,更能体现“信托的客户”的特征。同时,考虑到数据的可得性,我们选择以平安信托的客户数据为基础,进行抽样。

抽样方法: 本次调研采用区域分层抽样法,根据平安信托的客户分布情况,依据相同比例从各地选取客户进行访问。具体而言,首先以平安信托的客户关系管理系统数据为依据,确定平安信托每一个财富中心管理的客户数占公司总的活跃客户数的比例,据此确定该财富中心需要承担的客户访问数量。本次调研的目标样本量是700份,实际下发问卷800份,回收问卷730份。此次调研由平安信托各地财富中心的理财经理具体执行。

无效问卷认定: 部分问卷中,投资者对个别问题,没有进行回答,这些问卷没有被认定为无效问卷,只是在分析该单项问题时,对总的样本量进行重新认定。

数据概况: 数据来源为北京、上海、广州、深圳、杭州、佛山、南京、成都等十余个城市,数据样本包含一线城市、二线城市、三线城市,沿海及内陆城市。以客户常驻地为筛选标准,最终取得有效问卷数为上海99份,北京83份,深圳75份,青岛52份,宁波50份,南京41份,成都41份,广州17份,杭州14份,大连40份,佛山31份,东莞18份。以及一部分常住地

为各财富中心周边地区的样本。

数据处理: 首先进行问卷筛查,确定有效问卷,再从不同维度进行统计分析。数据分析主要采用Excel软件,并使用图表制作软件进行可视化转换。

结论修正: 在问卷中,我们明确表示,当提及“信托公司”时,指称的是全信托行业,而不仅仅是平安信托。由于高净值客户往往在多家信托公司中选择信托产品,同时也多是私人银行客户,因而,尽管我们从平安信托的渠道调研客户,这些客户仍然能大致代表中国信托产品投资者的情况。我们特别注意平安信托的客户群相比其它信托公司的客户所具有的特殊性,结合定性分析,对某些结论进行了修正。

1. 投资者分布特征

1.1 男性投资者占比高于女性(图6-1)

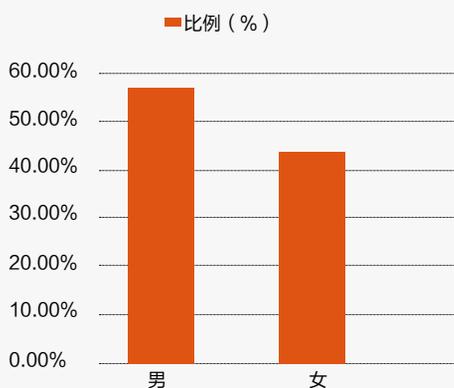
统计显示,56.2%的信托产品投资者为男性,43.5%的投资者为女性。这显示出,在决定信托产品投资时,男性更占优势。

信托产品最低投资门槛是100万元,绝大多数产品投资门槛是300万元,单笔投资金额显著高于其它类型的理财产品。虽然在我国,有女性“管钱”的传统,但由于信托产品单笔投资金额较大,投资决策由男性做出的更多。

1.2 信托产品投资者年龄集中于30-59岁,40-49岁居多(图6-2)

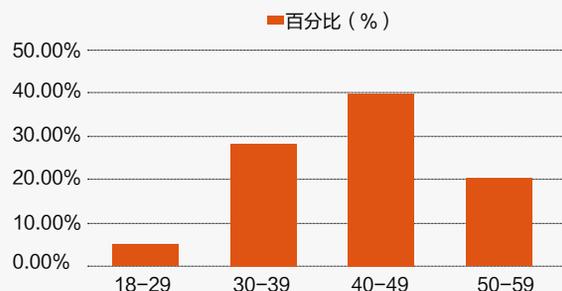
统计显示,30岁以下及60岁以上(含60岁)的信托产品投资者合计占比不到12%,绝

图6-1：信托投资者男女比例分布图



(图1: 在683份注明性别的问卷中, 有384名男性、297名女性, 分别占比56.2%和43.5%。)

图6-2：信托产品投资者年龄分布图



(图2: 711份注明年龄段的问卷中, 18-29岁为35人、占比4.9%; 30-39岁为201人, 占比28.3%; 40-49岁为288人, 占比40.5%; 50-59岁为139人, 占比为19.5%; 60岁及以上为48人, 占比6.8%。)

大部分信托产品投资者年龄集中在30-59岁之间, 尤以40-49岁之间居多。40-49岁之间的信托产品投资者占比达到40.5%。

按照生命周期理论, 40-49岁正是年富力强, 财富积累较多, 同时积极谋求财富增值的年龄阶段。同时, 信托产品投资者的职业分布以私营企业主居多, 40-49岁之间的私营企业主群体多是从上世纪90年代开始经商, 是“先富起来”的一批人。

1.3 私营企业主和企业中高级管理人员是信托产品的主力投资者(图6-3)

对信托产品投资者的职业分布统计显示, 排名前三的分别为: 私营企业主、企业中高级管理人员、个体业主, 占比分布为38.9%、21.3%和12.4%, 三类投资者合计占比高达72.6%。

这一数据与多个采用其它方法对高净值

人群职业分布特征进行调查的报告结论基本一致。

上世纪90年代以来, 中国经济持续20多年的高增长, 大批私营企业主、个体业主积累了大量的私人财富。企业中高级管理人员由于薪酬水平较高, 且在长期的投资中进行滚动积累, 也成为信托产品的主力投资者之一。

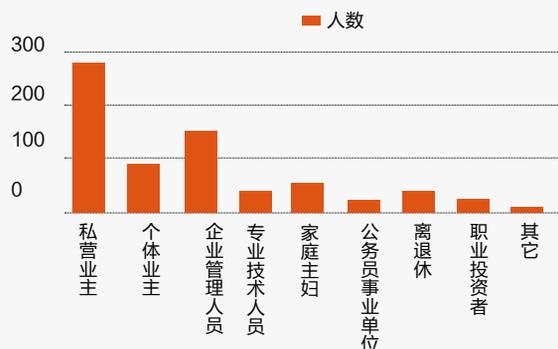
2008年以来, 不少私营企业主原来经营的传统行业投资回报率明显下降, 加之他们经过多年的拼搏, 也不想再像之前那么劳累, 是他们将长期积累的资产投入信托产品投资的重要原因。

2. 既往投资体验

2.1 八成以上投资者在2007年以后开始信托产品投资, 2011年以后, 信托产品投资者新增尤其迅猛(图6-4)

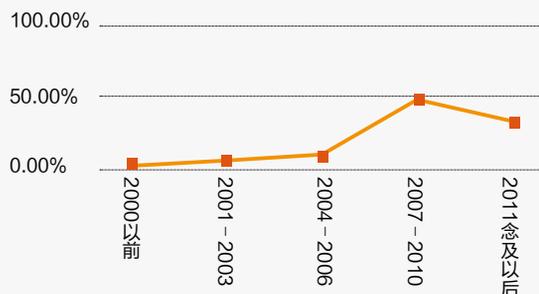
统计显示, 在2003年之前首次开始信

图6-3：信托产品投资者职业分布图



(图3：在709份有效问卷中，私营企业主为276人，占比38.9%；个体业主88人，占比12.4%；企业中高级管理人员151人，占比21.3%；专业技术人员42人，家庭主妇52人，公务员、事业单位24人，离退休39人，职业投资者26人，其它11人。)

图6-4：信托产品投资者第一次投资信托产品的时间分布图



(图4：在700份注明第一次投资信托产品时间的有效问卷中，2000年及以前的为11人，占比1.6%；2001-2003年的为38人，占比5.4%；2004-2006年的为72人，占比10.3%；2007-2010年的为342人，占比48.9%，2011年及以后的为240人，占比34.3%。)

托产品投资的投资者占比仅为7%，在2004-2006年之间的也仅为10.3%。83.1%的投资者是在2007年以后才开始信托产品投资的。

其中，首次投资信托产品发生在2007-2010年之间的占比为48.9%，2011年以后才开始首次投资的占比34.3%。

考虑到2011年迄今（调研发生在2012年6月）只有1年半的时间，新加入信托产品投资者队伍的人数就相当于此前4年的71.2%，信托产品投资者的新增速度是非常迅猛的。

2007年初，新修订后的“两规”（《信托公司管理办法》和《集合资金信托计划管理办法》）出台，信托公司进一步确立了“受人之托，代人理财”的定位，集合资金信托计划开始大量发行，逐步以其显著高于其它同类理财产品的收益率和相对较高的安全性吸引了大量投资者。

2010年以来，在股市持续低迷、基金净值缩水、银行理财产品收益率仅高于同期存款利率，勉强战胜通胀的情况下，信托产品投资的优势进一步显现。加之，随着国民财富的积累，满足信托产品投资门槛的高净值人群进一步增多，使得2011年以后开始信托产品投资的人数迅猛增加。

2.2约3/4的信托产品投资者实现了9%以上的平均年化收益（图6-5）

统计显示，75.5%的投资者以往投资信托产品，在产品运行结束后获得了9%（年化）以上的平均收益，其中61.7%的投资者实现的平均收益在9%-12%之间。24.5%的投资者实现的平均收益率在8%及以下。

这说明，信托公司在过去几年为投资者创造了实实在在的收益。对信托公司全行业的统计数据也印证了这一点，2009-2011

图6-5：信托产品投资者既往现实的投资收益情况

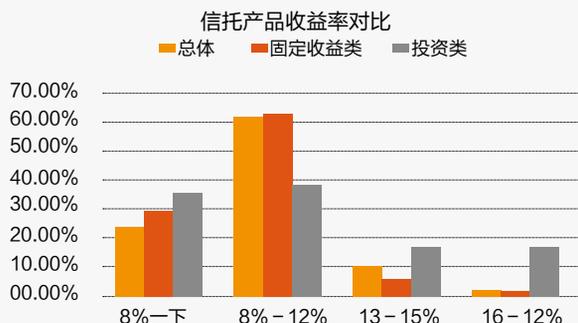
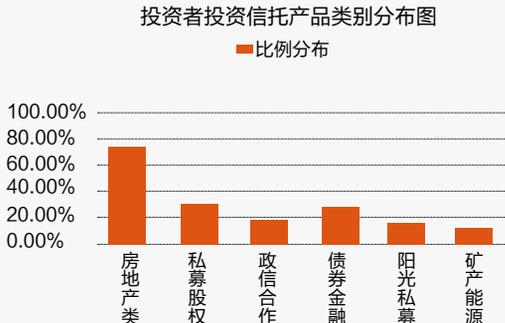


图6-6：信托产品投资者投资产品分布图



(图6: 在704份有效问卷中, 有545人购买过房地产类信托产品, 141人购买过政信合作及基础设施融资类信托, 210人购买过私募股权投资类信托产品, 117人购买过阳光私募及其他资本市场类信托产品, 75人购买过矿产能源项目融资类信托产品, 201人购买过债券投资、票据投资等金融市场产品投资类信托产品。)

年, 信托公司全行业分配的信托收益分别为552.29亿元, 678.04亿元, 1177.51亿元。

2.3投资“固定收益类”信托产品有助于实现稳健收益, 而投资“投资类”信托产品可能博取到高收益(图6-5)

统计显示, 投资“固定收益类”信托产品, 62.9%的投资者实现了9%-12%的平均收益, 7.4%的投资者实现了13%以上的平均收益, 有29.7%的投资者实现的平均收益率在8%及以下。

而投资“投资类”信托产品, 只有35.2%的投资者实现了9%-12%的平均收益, 但同时也有38.9%的投资者实现了13%以上的投资收益率, 此外还有35.8%的投资者实现的平均收益率在8%及以下。

这说明, 投资“固定收益类”信托产品有稳健收益, 投资“投资类信托产品”面临更大

的投资风险, 但也有可能博取高收益。

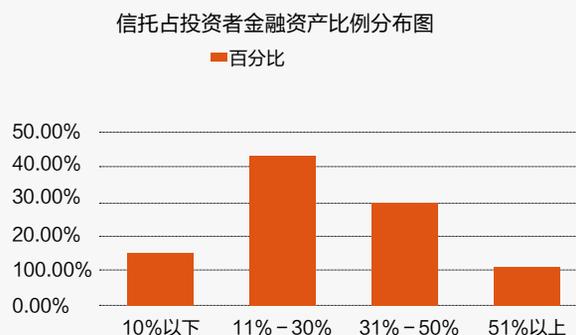
2.4高达77.4%的信托产品投资者有过购买房地产信托产品的经历(图6-6)

统计显示, 约77.4%的投资者有过投资房地产信托产品的经历。

有过“私募股权投资类”信托产品和“债券投资、票据投资等金融市场产品投资类”信托产品投资经历的投资者占比均为28.6%, 有过“政信合作及基础设施融资类”信托产品投资经历的投资者占比为20%, 有过“阳光私募及其它资本市场类”信托产品投资经历的投资者为16.6%。

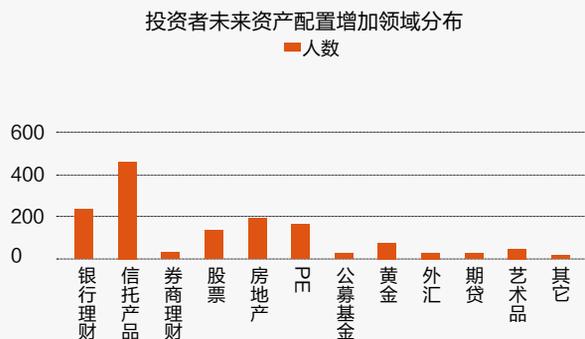
这说明, 房地产信托产品在过去几年受到了投资者的青睐。这是因为房地产信托产品收益率普遍高于其它类型的信托产品, 投资者通过投资房地产信托产品分享了房地产市场的高额利润。

图6-7：信托产品占投资者金融资产比例分布图



(图7: (在702份有效问卷中, 有106人的信托产品占其金融资产总额的10%以下, 占比15.1%, 303人的信托产品占其金融资产总额的比例为11%-30%, 占比43.2%, 209人的信托产品占其金融资产总额比例为31%-50%, 84人的信托产品占其金融资产总额比例为50%以上。)

图6-8：信托产品投资者未来三年计划增加配置金额的领域分布



(图8: 703份有效问卷中, 选择了其他(包括银行存款, 债券, 实业项目直接投资)的有15份, 占比2.1%; 选择了艺术品投资的有43份, 占比6.1%; 选择了期货投资的有28份, 占比4.0%; 选择了外汇投资的有27份, 占比3.8%; 选择了黄金投资的有80份, 占比11.4%; 选择了券商理财产品的有35份, 占比5.0%; 选择了PE的有163份, 占比23.2%; 选择了信托产品的有459份, 占比65.3%; 选择了公募基金的有22份, 占比3.1%; 选择了股票的有141份, 占比20.1%; 选择了银行理财产品的有245份, 占比34.9%; 选择了投资性房地产的有198份, 占比28.2%)

3. 资产配置趋势展望与投资预期

3.1半数以上信托产品投资者金融资产总额超千万(图6-7)

统计显示, 信托产品在投资者金融资产总额(包括投资性房产)中的占比, 11%-30%的居多, 在所有投资者中的占比为43.2%, 31%-50%的次之, 在所有投资者中的占比为29.8%。二者合计, 有72.9%的投资者, 其所配置的信托产品占其金融资产总额的比例在11%-50%之间。

信托产品的最低投资门槛为100万元, 绝大多数信托产品的投资门槛为300万元(若募集投资金额为100万元的客户, 需要受信托计划投资者人数不得超过50人的限制)。

以此进行估算, 即便根据最保守的估计(假定每个投资者只买了一个300万元的信托产品), 至少有15%的信托产品投资者, 其金融资产总额超过3000万元, 50%以上的信托产品投资者, 其金融性资产的总额超过1000万元。信托产品投资者是中国真正的高净值人士。

3.2未来三年内, 约2/3的信托产品投资者计划增加信托产品购买金额(图6-8)

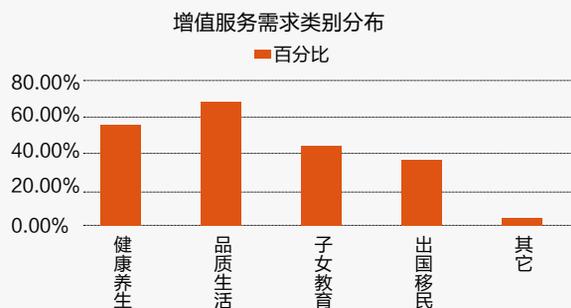
当被问及“接下来三年内, 您想要增加资产配置金额的领域”(可多选)时, 信托产品和银行理财产品是被选择最多的。65.3%的投资者所选择的资产组合中包含信托产品, 34.9%的投资者所选择的资产组合中包含银

图6-9：信托产品投资者最大能承受的风险



(图9: 在回答“投资信托产品, 您最大能承受的风险是多大”时, 在716份有效问卷中, 170人选择了不能低于预期收益率, 334人要求本金安全而收益率可以浮动, 169人能够承受本金有10%以内的损失, 43人能承受本金有10%以上的损失。)

图6-10：信托产品投资者对信托公司增值服务的需求



(图10: 在702份有效问卷中, 359份选择了健康养生, 467份选择了品质生活, 316份选择了子女教育, 256份选择了出国移民, 另有14份选择了其他(包括资本市场判断能力, 财产信托管理能力, 资讯信息的能力等。)

行理财产品。

这说明, 基于良好的投资体验, 投资者对信托产品较为认可。同时也说明, 大部分信托产品投资者仍将延续较为稳健的投资取向。

有28.2%的投资者所选资产组合中包含“投资性房产”, 是除信托产品和银行理财产品外, 投资者选择最多的选项, 显示出相当部分投资者认为房产仍然有价格上涨空间和投资价值。

除了信托产品、银行理财产品和投资性房产外, 被选择较多的投资领域依次为PE、股票和黄金。

3.3 “刚性兑付”预期在23.7%的信托产品投资者中存在(图6-9)

当被问及“投资信托产品, 您最大能承受的风险”时, 23.7%的投资者选择“不能低

于预期收益率”, 46.6%的投资者选择“能接受低于预期收益率, 但本金必须安全”。有29.6%的投资者最大能承受本金亏损的风险, 但仅有6%的投资者能接受本金亏损幅度超过10%。

约70%的信托产品投资者, 在设想“最大能承受的风险”时, 仍然表示不能接受本金亏损, 说明投资者主要还是将信托产品视为一种“保本”的固定收益产品。

数据同时说明, 被广泛讨论的信托产品“刚性兑付”问题明显存在。所谓“刚性兑付”, 是指信托产品到期后, 投资者要求必须取得本金并按预期收益率获得回报, 而不管信托资金投资的项目实际收益如何。

“刚性兑付”预期的存在, 既说明投资者对信托公司的信赖, 也昭示出信托投资者教育亟待加强的现实。信托产品“不保本、不

保息”，其收益取决于信托资金实际投资运作的结果，这一理念需要更多的投资者接受。

但也应该看到，近半数的投资者在本金安全的前提下，能够接受预期收益类未能实现，近30%的投资者最大能够承受本金亏损的风险，说明投资者对信托产品的“刚性兑付”预期也并非舆论猜测的那么强烈。

目前，“刚性兑付”预期主要集中于融资类的集合信托产品，而对于“阳光私募”等投资于资本市场的产品，投资者已经普遍能接受本金可能亏损的现实，对于私募股权投资类信托产品，投资者也能接受预期收益类可能无法实现的现实。

4. 高端财富管理市场竞争格局

4.1 信托公司与私人银行客户重合度高达67.6%

统计显示，67.6%的信托产品投资者同时是私人银行的客户。其中，曾经通过私人银行购买过信托产品的人数，占同时为信托产品投资者和私人银行客户者人数的比例为76.7%。

这说明，信托公司的客户和私人银行的客户有极高的重合度。信托公司目前虽然大量和私人银行合作，由其代销产品，但亦存在明显的竞争关系。

根据估算，半数以上信托产品投资者，金融资产总额超千万，这些高净值人群几乎必然也是私人银行定位的服务对象。

4.2 中国高端财富管理市场“产品驱动”特征明显

在评述私人银行和信托公司的关系时，55.1%的投资者认同“谁能提供好产品，我就选谁”，有37.2%的投资者认同“私人银行的服务更好，但信托公司的产品更丰富”，有23.3%的投资者认同“通过私人银行买信托产

品更好，可以选择到多家信托公司的产品”。

认同“私人银行和信托公司是竞争关系，关键看谁能赢得客户”的比例为21.2%，认同“私人银行和信托公司是合作关系，私人银行代销信托公司的产品”的比例为15.3%。

这说明，中国高端财富管理市场“产品驱动”的特征非常明显，客户选择财富管理机构的首要考量是有无好产品提供，客户对财富管理机构的忠诚度较低。

投资者对信托公司和私人银行的评价同时也说明，市场关于“私行无产品，信托无服务”的评论虽有偏颇之处，但不无根据。信托公司需要提高服务水平，而私人银行需要强化产品能力。

4.3 信托产品投资者对信托公司的增值服务有明显的需求，但控制好产品风险，丰富产品的种类，才是其对信托公司最主要的期待(图6-10)

当被问及“您觉得信托公司目前做得不够好，未来两年应该强化的方面”时，27.9%的投资者选择了“提供更多的增值服务”，37.1%的投资者选择了“开发新类别产品，丰富产品种类”，61%的投资者选择了“控制好风险，保证产品的预期收益率”，18.4%的投资者选择了“提高理财经理的服务水平”

这说明，提供更多的增值服务不是投资者对信托公司最主要的期待，投资者更希望信托公司做好产品的风险控制和新产品开发，但是，投资者对增值服务也有明显的需求。

品质生活、健康养生、子女教育、出国移民基本涵盖了投资者希望从信托公司获得的增值服务的类别。66.5%的投资者选择了品质生活，55.1%的投资者选择了健康养生，45%的投资者选择了子女教育，36.5%的投资者选择了出国移民。

第七章 中国信托业在2011年

2011年，信托业以高歌猛进之势迈上了一个新台阶，受托管理资产规模达到4.8万亿元，一举超越公募基金，逼近保险业资产规模。

在取得骄人业绩的同时，信托行业受到公众和金融同业的关注也变得越来越高。监管层对信托公司规模粗放式增长的担忧也有所增加，并希望给信托业套上稳健发展的“笼头”。

在面对新的监管形势和金融同业竞争加剧的压力下，信托公司通过产品类别创新和信托设立形式创新，尝试拓宽信托投资范围，丰富信托产品的形式，并通过加强自身机制建设来补足短板，积累竞争优势。

一、净资本约束显现

2010年8月开始实施的《信托公司净资本管理办法》（以下简称《办法》）在2011年开始对信托公司业务规模扩张产生明显的约束。这个《办法》目的在于建立以净资本为核心的风险控制指标体系，加强信托公司风险监管，其核心内容是建立风险资本与净资本的对应关系，力求使各项业务的风险资本均有相应的净资本支撑，其中，不同类型的业务被赋予了不同的风险系数。

《办法》的初衷是降低信托公司业务的杠杆率，并通过风险系数的设定对信托

公司整体监管框架进行了调整。在净资本管理模式下，信托公司的业务收入需要至少覆盖计提的风险资本，而各科目的风险系数，实际上就是信托公司各项业务的利润指标底线。如果不能达到该标准，那么信托公司的净资本将会被不断稀释，其发展的持续性将不能得到保证。

除此之外，各科目风险系数的差异也能够引导信托公司业务结构向监管部门所希望的方向调整。一个最具体的例子是，对于信托公司固有业务，银监会设定的风险系数为10%，相比信托业务普遍在3%左右的风险系数水平高出三倍以上，这意味着固有业务的利润率必须高于普通信托业务的二倍以上，其自有资本运用效率才能得到保证。这能够引导信托公司朝银监会鼓励的信托本源业务方向发展。同时，对于主动管理型信托，银监会也设定了较为低的风险系数。这促使更多的信托公司将业务方向由被动管理型的银信合作业务向主动管理型的投资类信托业务转型。

对于信托公司，《净资本管理办法》使得其总体的业务发展规模受到资本数量的限制，大批信托公司开始感到资本不足，因此在2011年，信托公司开始通过股东增资或资本金公积转增等方式增加公司的注册资本，以满足监管的净资本要求。

从行业情况来看，2011年底，信托行业注册资本达到871亿元，比2010年增长

表1: 信托公司2011年增资情况(单位: 亿元)

公司名称	2011年	2010年	变化情况	增资	结转
百瑞信托	12	6.05	5.95	5.95	0
渤海信托	20	7.9565	12.0435	12.0435	0
长安信托	12.5888	5.1	7.4888	4.8691	2.619
湖南信托	7	5	2	2	0
华澳信托	6	3	3	3	0
华宝信托	20	10	10	6.2039	3.796
华能信托	20	12	8	8	0
交银信托	20	12	8	8	0
奥财信托	15	5.655	9.345	4	5.345
兴业信托	12	5.1	6.9	6.9	0
中海信托	25	12	13	13	0
中航信托	15.0005	3.0005	12	12	0
中融信托	14.75	5.8	8.95	3.75	5.2

26.8%，净资产达到1633亿元，比2011年增长27.3%。从具体增资信托公司及其规模来看，2011年，增加注册资本的信托公司高达13家。其中，注册资本增加最大的中海信托的注册资本从2010年的13亿增加到25亿元，增资幅度最大的中航信托则从2010年的3亿增加到12亿，增加3倍之多。

尤其值得关注的是中融信托，在2007年到2010年，中融信托凭借强大的激励机制迅猛扩张，信托杠杆率达到极高的程度，例如在2010年中融信托信托业务规模为1799亿元，而净资产只有15.39亿元，注册资本仅为5.8亿元，杠杆率达到116倍。为了符合银监会净资本管理规定，2011年中融信托进行大量增资，基本上达到银监会规定的要求。

不过，总体观察，2011年信托公司杠杆率并没有降低，在2011年信托公司管理资产规模较上年增长58.22%，而净资产增长25.49%，比较而言信托公司杠杆率并没有降低，但是从结构上分析，信托公司杠

杆率的分布更加优化。

二、争相建立产品直销渠道

由于历史遗留原因，经历多次清理整顿后的信托公司在自有渠道的发展方面受到严重限制。首先，大部分信托公司本来就为数不多的员工主要集中在产品设计和风险控制合规等部门，营销人员寥寥无几；第二，监管部门出于防范风险目的严格限制信托公司在公司注册所在地以外设置财富中心和营销中心；第三，2010年以前，信托公司主要面向机构的单一信托产品在信托业务规模中占比非常高，这类产品对销售的要求非常低，因此，信托公司对渠道的需求有限，渠道建设自然也没引起信托公司的重视。

2007年监管部门《信托公司集合资金信托计划管理办法》的出台和2008年的修改，规范了信托公司集合信托业务，大大促进了集合信托业务的发展，集合信托在

信托业务中所占比例越来越高。销售渠道是集合信托业务发展的关键一环，随着信托业务的发展，信托公司对外部销售渠道的依赖越发增强。与此同时，银行作为传统意义上的最主要渠道也开始介入产品设计，项目选择等等领域，较为强势的第三方理财机构也开始介入上游，加大了信托业务的竞争，信托公司愈发陷入销售渠道“受制于人”的困境。

出于对信托业发展的鼓励和支持，监管部门也开始积极研究制定相关政策措施。例如，2011年6月16日，银监会非银部向各地银监局和相应信托公司下发《关于规范信托产品营销有关问题的通知（征求意见稿）》（以下简称《通知》）。《通知》允许商业银行等金融机构代理推介信托产品，而非金融机构则只能“向信托公司推荐合格投资者，但不得以提供咨询、顾问、居间等方式直接或间接推介信托产品”，即非金融机构不能基于产品向信托公司推荐客户，只能将《集合资金信托计划管理办法》第六条规定的合格投资者推荐给信托公司。

同时，《通知》鼓励信托公司建立直销渠道，加强自身营销团队的建设，提升

营销能力，也开始探索放松对信托公司在异地开设营销中心的限制，允许信托公司建立自己掌控的异地营销部门。

业务的需要和监管部门的鼓励使得信托公司开始重视渠道建设，尝试通过建立财富中心、异地销售机构等方式提高自身销售能力。据不完全统计，2011年已有20余家信托公司开始了这一进程。

2012年，监管部门极有可能正式允许信托公司设立异地营销中心。政策的明确将使得2012年成为大部分信托公司大力扩张的一年。营销网点、营销人员将大规模扩张，信托公司的营销时代宣告到来。虽然信托直销渠道的建立不是一朝一夕之力，但是信托直销渠道建立是一个大趋势，未来将会在信托公司发展占据更加重要的位置。

监管的放松给信托公司创造了良好的外部环境，但是，由于初出茅庐，信托公司在营销渠道建设方面还面临着管理上的诸多难题，例如，是否将财富营销人员纳入公司整体员工体系？如何建立其与信托销售方式相适应的激励机制？以及如何解决信托产品断续发行以及产品比较单一造成人员成本较高的状况？解决此类问题要

图7-1: 信托行业主动管理资产规模占比

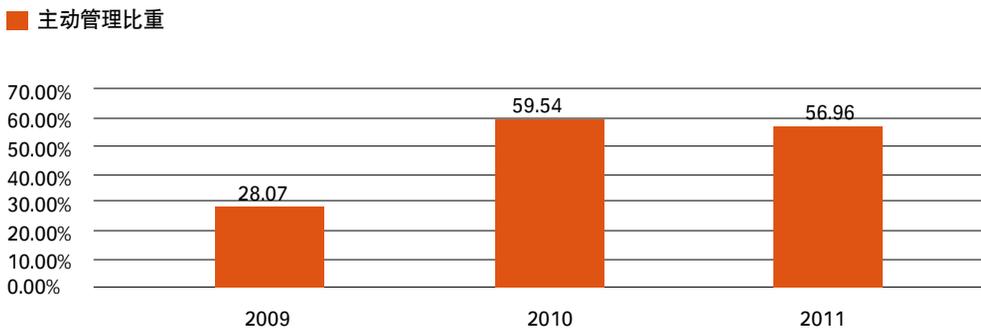
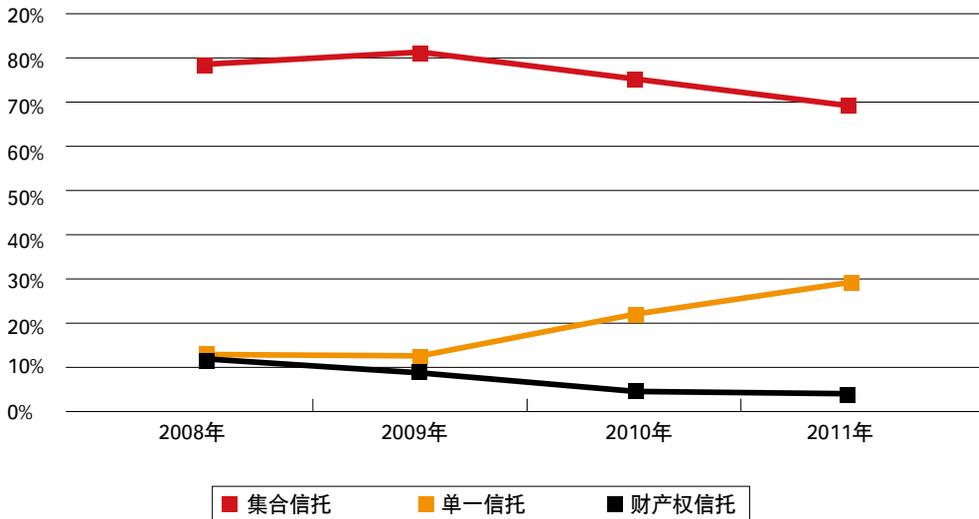


图7-2: 2008-2011年信托资产构成图



求信托公司依据实践需要加快组织创新和管理创新，以便营销渠道建设顺利推进。

2011年以来，较早开始建立产品直销团队的中融信托开始将原有的多个财富管理中心逐渐剥离，成立独立的第三方理财公司如恒天财富等。据悉，其剩下的多个财富管理中心也将陆续剥离。这种变化表明，直接建立庞大的产品直销团队可能并不适合所有类型的信托公司，将直销团队“外化”为第三方理财公司也是一种现实的选择。信托公司在建立自己的直销团队时，需要注意成本与效率的平衡，并和自身的产品发行能力相适应。

三、注重提高主动资产管理能力

2011年来，几个因素造成了信托公司开始注重提高主动资产管理型产品在总业务中的比例。

银信合作严控态势明显

银信合作作为被动型资产管理业务的典型，一直在信托业务中占有最大的比例。从2010年7月开始，银监会即暂停了银信合作产品的增量发行。2011年1月，银监会下发《关于进一步规范银信理财合作业务的通知》（下称《通知》），要求各商业银行应当在1月31日前向银监会或其省级派出机构报送资产转表计划，原则上银信合作贷款余额应当按照每季至少25%的比例予以压缩。

为了给信托公司施压，《通知》指出，对商业银行未转入表内的银信合作信托贷款，各信托公司应当按照10.5%的比例计提风险资本。在2011年，银监会亦多次对银信合作余额展开摸底调查，保持对银信合作的高压态势。

净资本管理办法遏制规模增长

净资本管理办法的实施遏制了信托资产规模的无序增长。根据2010年开始实施，2011年效果开始凸现的《信托公司

表2: 2010年及2011年房地产信托规模占比

	房地产		非房地产类	
	2011年	2010年	2011年	2010年
发行数量(个)	1003	603	3735	1610
发行规模(亿)	2864.1	1993.11	5266.19	2003.76
规模占比(个)	35.23%	49.87%	64.77%	50.13%
数量同比增长	66.33%	—	131.99%	—
规模同比增长	43.70%	—	162.82%	—

表3: 房地产信托平均收益率比较

月份	房产信托平均年收益率	其他产品平均年收益率	总体平均年收益率
10.7	8.90%	7.88%	8.35%
10.8	8.67%	7.21%	7.75%
10.9	8.48%	7.44%	7.95%
10.1	9.13%	7.24%	8.12%
10.11	9.41%	7.68%	8.37%
10.12	9.55%	7.87%	8.32%
11.1	9.41%	8.53%	8.80%
11.2	9.14%	8.25%	8.61%
11.3	9.55%	8.30%	8.82%
11.4	9.59%	8.79%	8.24%
11.5	10.11%	8.51%	9.14%
11.6	10.11%	8.35%	9.27%
11.7	10.02%	8.70%	9.21%
11.8	10.12%	8.80%	9.27%
11.9	10.57%	8.67%	9.37%
11.10	10.52%	8.48%	9.23%
11.11	10.64%	9.04%	9.33%
11.12	10.23%	9.30%	9.22%

数据来源: 用益信托工作室

净资本管理办法》，银监会对各项业务均制定了风险系数，银监会通过对风险系数的调整，对主动投资类产品设定较低的风险系数，对被动投资类设定较低的风险系数，鼓励信托公司把资本投入在主动投资

类的产品。

此外，经过2010年的发展，各家信托公司净资本普遍不足，开始向股东寻求增资。在净资本捉襟见肘的情况下，各家信托公司也更倾向于把业务重心放在占用净

资本较少的主动投资型产品。

净资本管理办法的实施，表明以往理论上可以无限放大杠杆率的时代终结，信托公司从事业务必须时刻考量风险资本与收益之间的比率关系，因此一些通道类的业务，由于收益率较低，而被放弃。净资本管理办法的实施，在一定程度上促使信托公司积极主动的走上主动管理道路。

监管层鼓励提升自主管理能力

2010年，银监会非银部主任柯卡生在2010中国信托业峰会上明确提出“鼓励信托公司开发低风险的信托产品”、“鼓励信托公司研究创新设立中长期私募基金型信托计划”。监管层的鼓励在一定程度上促使信托公司积极开发长期基金型产品，以房地产业为例：在2010年第三季度，信托公司基金化房地产产品只有135亿，而到2011年第四季度则高达335亿元。监管层的鼓励，在一定程度上推动了信托公司业务的朝主动管理的方向迈进。

从2011年的年报数据来看，信托公司的主动管理能力显著加强（图7-1）。在2009年，根据统计54家信托公司年报数据显示，当年新增信托业务中主动管理占据28.07%，在2010年主动管理类占比上升到59.54%，在2011年为56.96%，充分说明在信托公司业务发展中，依靠自身管理能力进行资产管理已经占据了主导地位，信托公司独有的资产管理能力正在形成。

信托公司自主管理能力提升一个主要表现是集合信托产品占比上升（图7-2）。

2011年，信托业共发行集合信托计划发行数量3649个，募集资金规模6246亿元，新增集合信托的占比已经升至30.97%，余额超过11496亿元。单一资金信

托占比呈下降态势，而集合资金信托占比呈现出上升态势，标志着信托公司自主管理能力的提升取得效果。

从比例上看，单一资金信托业务规模首次降到70%以下，但仍然是信托资产规模的主要构成部分。

集合资金信托计划一直处于上升过程中，2011年尤其明显。信托公司加强了高净值个人客户拓展，提升了自主管理能力，集合资金信托规模占比达到28.25%，这是集合资金信托业务规模首次接近30%的比例，是一个重要的进步。

四、信托产品类别创新不断

信托公司资产管理规模的迅速提升直接得益于各类信托产品的不断丰富和发展。我们主要从核心信托产品、开拓性信托产品、阶段性信托产品和方向性信托产品四个方面来梳理2011年信托行业在产品层面的基础性变化。

核心信托产品主要包括房地产信托和基础设施信托，投向房地产和基础设施的信托业务资产规模占到全部资产规模的36.71%，是信托公司的主要收入来源。开拓性信托产品包括中小企业信托、矿产能源信托、艺术品信托等，是在原有基础上信托资产规模不断扩大，信托业务模式不断成熟，2011年底投向工商企业的信托资产规模占比达到20.41%，是近年来的新高。阶段性信托产品主要指票据信托和银信合作信托业务，在信贷资产转让类银信合作业务受到限制的情形下，投资于票据资产的信托计划迅速飙升。方向性信托产品是信托公司未来拓展的方向，进行资产

配置的TOT产品和QDII业务方面在2011年取得了重要进展。

1. 房地产信托：规模占比下降，收益升高

房地产信托市场在2011年继续受到严格控制。2011年5月底，银监会对房地产信托资产规模占比较高的几家信托公司进行了约谈，对房地产信托业务进行了窗口指导。至2011年下半年，伴随着国家对房地产调控政策的不断深入，房地产信托发行受到极大的限制，同时，房地产市场风险逐渐积累，既有房地产信托业务风险加大，监管层顺势要求信托公司“今后凡涉及到房地产的相关业务都逐笔事前报备”，同时增加了相关政策实施力度。

2011年2月下发的信托公司净资本计算标准中对融资类房地产信托的净资本要求高达3%，从净资本角度限制房地产信托的过度发展，对于净资本较少的信托公司，也起到了一定的收缩房地产相关业务的效果。

但由于我国城市化水平刚刚达到50%，城镇化仍然是今后一段时期内促进经济发

展、提升内需的重要课题，房地产市场的发展有其内在需求，对资金的需求的依然旺盛，且规模较大。

房地产信托在2011年的发行规模和数量都有显著的增长。但是，在信托总体市场发展非常迅速的情况下，房地产信托规模占比还有一定的下降，占全部信托资产规模的比例从2010年底的14.95%下降到2011年底的14.83%。而如果从集合资金信托的口径来看，这一比例的下降更为明显，房地产信托占集合资金信托的比例从2010年的49.87%下降到2011年的35.23%（表2）。

同时，随着信托公司在监管压力下提高了对房地产公司的筛选和考察，房地产信托产品的总体收益也有了增长（表3）。

2. 矿业信托；异军突起

矿产能源业在前几年的资源品价格疯狂上涨中受益良多，其行业利润率较高，能够承受较高的信托融资成本。在2011年房地产信托持续受限后，矿业信托成为信托公司的新宠。

图7-3：信政合作业务趋势图

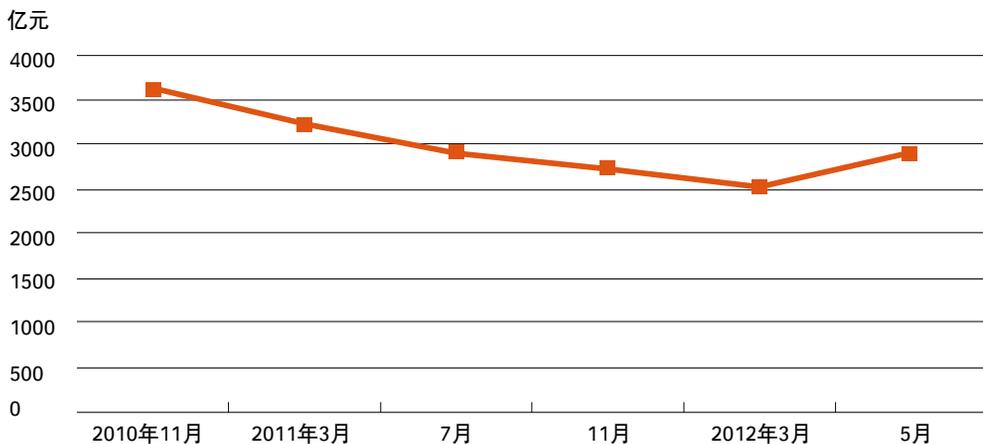


表4: 获得QDII投资额度的信托公司明细

信托公司	投资额度获批是件	获批额度(亿美元)
中诚信托	2009.12.08	5
上海信托	2009.12.08	5
中海信托	2009.12.30	2
平安信托	2011.09.30	3
华信信托	2011.12.20	3

2011年,共有36家公司参与发行了157家矿产能源信托产品,总规模为481.3亿元,较2010年增长253%。在矿产能源信托中,有超过90%投向煤炭行业。一个重要的背景是十二五规划中支持煤炭行业整合。在2011年,煤炭行业大省山西及内蒙古等省开始了煤炭行业整合步伐,有实力的煤矿在相互整合等方面具有非常强的资金需求。

信托公司介入煤炭行业主要借助了信托产品相对灵活的模式设计。以中信信托煤炭产业基金为例,整合了股权、债权等投资方式和采矿权质押等风险控制方式。一般来说,银行只能运用贷款方式,且采用采矿权质押贷款的企业必须正在运营中,对于停产技改过程中的煤矿较少参与。

3. 艺术品信托: 偶有亮点, 规模较小

艺术品信托等另类信托投资产品一般为质押融资形式,也有部分为主动投资形式。艺术品信托过往收益率较高,但其风险构成较为特殊,对信托公司及投资顾问的专业要求极高,因而设计难度较大。

2011年,艺术品信托发行增长快速。全年共发行艺术品信托42款,总规模约15亿元左右。此外,钻石信托,红酒信托等

特色信托案例一般融资规模较小,发行总量亦不大。

究其原因,对于艺术品信托、红酒信托等特殊的产品形式,目前并无成熟可复制的风险控制模式,难以大规模复制。另一方面,投资人对于艺术品信托的认可度有待逐步提高,才能有效促进艺术品信托发行规模的扩大。

4. 股票质押及股权收益权信托融资: 规模大, 销路好

2011年,股票质押信托融资规模大增,主要是因为创业板和中小企业板大批企业上市,尤其是民营企业股东有着强烈的发展冲动,利用股票质押进行融资,进而发展企业的不在少数。对于投资者来说,股票质押信托计划标的流通性好,还款有保障,又不受房地产调控的限制,是一类不可多得的优质投资对象。众多信托公司均发行了股票质押信托,有的公司更是将其做成了系列产品,取得了较好的收益。

近几年,监管层大力推动信托行业提高主动管理能力,信托公司着力寻找相对于银行贷款的优势,除了股权投资方式之外,在贷款模式之中,寻找不同的抵押和质押品也是一种良好的模式。股票质押信

托和采矿权质押信托一样，都是运用了银行接受程度较低的抵质押品。信托公司深挖各种能带来稳定现金流的资产收益权，做成相对标准化的产品，集中业务优势发行系列产品。

股权收益权信托并不是一个小众市场。截至2012年3月，A、B股票总市值22.47万亿元，如果信托化5%就将拉动行业增加1万亿的信托规模，这是一个非常大的舞台。

5、中小企业信托融资：集合降低风险

据不完全统计，2011年共有19家信托公司发行了56支中小企业信托产品。2011年，国家相关部门多次下文推动解决中小企业融资问题，鼓励金融机构积极向中小企业倾斜，在整体货币政策偏紧的情况下，向中小企业贷款、涉农贷款定向宽松。信托公司积极参与，成为中小企业融资的重要渠道之一。

信托公司中小企业融资有自身的特点：一般而言，信托公司资金成本高，相应的，对于中小企业的要求也比较高。往往是发展良好的企业才能得到信托融资。由于中小企业规模较小，所需资金有限，而信托计划募集规模都比较大，因此往往单支信托计划多同时向多家中小企业提供融资服务。

此外，信托中小企业贷款业务模式灵活。第一，采用产业链或者产业聚集区企业互保，信托公司经过对中小企业的审核后发放信托资金。如：中投信托“中小企业信托基金”、国元信托“合肥市‘滨湖春晓’中小企业贷款项目集合资金信托计划”。第二，政府背景或者独立的担保机构介入，形成“政、信、企、保”多方合作的模式，通过多方参与、多方合作来降低风险。这种创新业务模式得到了很多地方政府和企业的欢迎，信托公司参与和推广使大批中小企业从

中获益。如：北京信托的成长之星系列中小企业信托。第三，对于中小企业资金信托进行信托受益权的结构化设计，由担保公司、PE管理公司等机构资金认购次级信托受益权，通过分级设置提高优先级信托产品的安全性。如交银信托的中小企业集合债权投资1号及2号集合信托计划。第四，结合PE投资，采用股权融资方式进入，如北京信托发起设立中关村瞪羚投资发展基金则是采用股权投资为主，配合债务性融资的模式。

6.政信合作：平稳过渡

2011年以来，由于中央加强了政府融资平台治理，强调现金流而不是地方GDP和税收规模在平台融资中的决定性作用，地方政府相关投融资平台遭遇资金困境。在信贷规模管控严厉，且资金投向地方投融资平台遭遇银监会严厉监管的状况下，信托公司的政府平台融资同样遭到了限制。从整体上看，2011年信托行业的政信合作项目在新规下能够平稳过渡。

政府融资平台相关投融资项目多为大型基础设施建设项目，表现为经营现金流期限长，盈利能力并不明显等特征。但因为具有地方政府的隐含信用，而且同时具有一定的现金流保障，因此受到部分信托公司的认可，为其发行较多的融资产品。截至2012年5月末，全国66家信托公司开展信政业务规模2886亿元，占全行业受托管理信托资产的5.30%（图7-3）。

监管层一直保持对政信合作类产品的严格监控，在多个文件和通知中提示政信合作风险。监管层的良苦用心有利于政信合作类项目总体上保持平稳过渡和发展。

7.票据信托：倏忽即逝

2011年，在宏观调控中货币政策收紧，信贷投放受到约束。对于企业而言，

从银行获取短期贷款的难度加大，因此持票企业的贴现需求也日益旺盛。但银行的信贷规模不能支持这种需求。借助于信托渠道，2011年银信合作的一个重要特征是从信贷资产转让过渡到票据信托业务，信托公司开发了大量以票据投资和信用证投资为标的的短期票据理财产品。

截至2011年11月29日，信托公司共发行投资于票据的信托产品235款，占2011年新发行信托产品数量的7.6%。从时间上看，上半年仅发行6款，下半年特别是2011年四季度票据类信托发行数量爆发式增长，2011年国庆节后共成立票据类信托产品146款，占信托成立总数量的21.86%。

票据信托在2011年4季度的集中发行，和银行年末信贷考核、企业年末货款支付但是同时贷款规模及信贷资产转让受到限制等多重因素叠加有较大的关系，多种因素形成了资金需求和票据价格上升共同推动票据信托业务规模急速扩大的局面。

毕竟票据信托是继信贷资产转让之后的一种绕过信贷规模管控的一种方式，在2012年1月，银监会下发《关于信托公司票据信托业务等有关事项的通知》，从严要求信托公司不得与商业银行开展各种形式的票据资产转让/受让业务。对存续的票据信托业务，信托公司应加强风险管理，信托项目存续期间不得开展新的票据业务，到期后应立即终止，不得展期。

文件的出台，标志着票据信托在短暂爆发之后很快被禁止发行。对于信托公司而言，银信合作信贷资产转让、票据信托业务仅仅是一段时期内的热点业务而已，而只有不断提升自主管理能力才是信托公司发展的核心要素。

8. QDII信托业务

QDII是Qualified Domestic Institutional Investors（合格境内机构投资者）的简称，是指在人民币资本项下不可兑换、资本市场未完全开放条件下，有控制地允许境内机构投资者投资境外资本市场的股票、债券等有价证券投资业务的一种制度安排。

截止2011年末，共有上海信托、中诚信托、中海信托、平安信托、华信信托、中信信托等7家信托公司获得银监会批准开展QDII业务。从国家外汇管理局公布的《合格境内机构投资者（QDII）投资额度审批情况表》数据显示，截至2011年末，信托行业获得QDII投资额度的信托公司有5家，累计获得外汇投资额度18亿美元。

虽然五家信托公司获批18亿美元的QDII投资额度，但是有关数据显示，截止2011年末，信托公司发展的QDII业务余额仅9亿元人民币（表4）。具体案例包括：上海信托“铂金系列”QDII信托产品、中诚信托“诚信海外投资系列”和“诚信海外配置系列”项下多支QDII产品等。

信托业之所以在QDII业务上迟迟难以取得大的突破，和信托公司更多侧重于固定收益类产品，在资本市场投资所需要的专业投资团队和投资能力方面相对欠缺有关。即便是在国内证券市场投资业务，除个别信托已建立自身投资团队外，其它多数信托公司尚较多依赖于外部投资顾问的决策意见。信托公司开展QDII业务，更多的是出于完善业务类别，积累业务经验。另一方面，券商系、基金系QDII业务的亏损，也促使信托公司在该类业务中更加谨慎。但是，通过QDII产品的开发，使信托客户的资产分布能力从单一的国内市场转化为全球市场，应该是财富管理必经之路。

第八章 信托公司的战略定位及转型策略

中国的信托公司最早出现于改革开放初期，历经五次清理整顿的曲折发展过程，于2002年进入目前的新的发展阶段。

自2002年特别是2007年以来，信托业整体保持了高速发展的势头，信托业务规模急剧扩大，盈利能力持续保持较高水平。过去五年，信托业管理的信托资产规模从2007年的1.2万亿增至2011年末的4.8万亿，2012年6月底进一步增至5.5万亿元，年增速超过30%。

尽管过去十年信托公司取得了飞速发展，但未来信托公司在我国的金融体系中如何找到适合自己的定位，从而实现长期可持续发展，仍是中国信托公司整体面临的最重大课题。

一、信托公司的法定功能定位

探讨信托公司的战略定位，必须先明确，中国的相关法律法规对信托公司是如何定位的。

在第五次清理整顿之后，信托公司即被定义为“受人之托、代人理财”的专业化机构。

2001年10月1日，《中华人民共和国信托法》正式施行。该法律和2002年5月9日起施行的《信托投资公司管理办法》、2002年7月18日起施行的《信托投资公司资金信托管理暂行办法》，构建了信托业的

基本法制框架。

2007年，银监会启动信托公司制度改革，修订了《信托公司管理办法》和《信托公司集合资金信托计划管理办法》，明确信托公司新的定位为面向合格投资者、主要提供资产管理和投资银行业务等服务的专业理财机构。

在新的法制框架下，信托公司被允许以信托结构，开展信托投资和财产管理等信托业务，是法律规定的除证券投资基金管理公司外唯一开展综合信托金融服务的金融机构。

按照法律规定，信托公司可以开展资金信托为主的商事信托和家庭财产信托为主的私人信托，但由于缺乏通过信托管理及传承财产的信托文化和习惯，以及中国作为大陆法系国家家庭财产设立信托的相关法律体系不完善等多方面原因，私人信托没有得到相应发展。

目前信托公司的主要业务为接受个人和机构委托的资金，单独或集合运用于借贷、证券市场投资或未上市股权投资。信托公司的主要金融功能存在于三个方面：

① 按照个人和机构委托人的意愿，将其委托的资金用于指定的用途。信托公司仅仅提供资金管理服务，并不体现主动管理。特别是受托管理来自银行的资金，占据该类业务较大比重。

② 以私募方式发行集合资金信托计

划，向合格投资人募集资金为企业提供借贷资金和提供项目融资，称之为信托借款或信托融资。此类业务在集合资金信托业务中占有较大比重，是信托公司信托业务收入的主要来源。

③ 以私募方式发行集合资金信托计划，向合格投资人募集资金投资于证券市场或未上市股权，获取证券投资和股权投资收益，为委托人提供投资管理服务。

二、信托公司发展中的问题

在快速发展的同时，信托公司未来发展也存在不少隐忧和较大的不确定性。主要表现为：

① 信托公司自主管理能力不强。信托公司定位为专业的资产管理和财富管理机构，但目前业务仍以融资类为主，与银行存在一定同质竞争，产品营销也大量依赖银行等机构，在竞争激烈的理财市场上处于劣势，甚至出现通道类业务和监管套利现象，影响了整个行业创新能力和核心竞争力的提升。

② 以借贷融资为主的业务结构，使得信托公司在经济周期波动和转换过程中面临较大的信用风险管理压力，借贷融资类集合资金信托计划的兑付（偿付）风险日益突出。融资性集合资金信托计划缺乏流动性，缺少风险定价、风险转移、风险缓释机制。

③ 我国信托市场尚不成熟，“买者自负、卖者有责”的理念尚未为投资者广泛接受。鉴于尽职管理认定困难和维稳的考虑，目前信托计划暗含“刚性兑付”要求，这倒逼大多数信托公司为降低自身风

险而甘作银行“通道”。在当前投资者教育尚不到位、信托产品交易缺乏流通市场的情况下，信托公司对期限较长、未来收益不确定的主动管理组合投资类业务大多不敢尝试。

④ 信托法律和监管制度体系不完善，信托文化形成尚待时日，以资产管理为基础的投资信托和以财富管理为主要内容的私人信托发展滞后。尽管政府核准的信托业务范围广泛，但由于配套制度缺失，实际只能开展以融资为主的资金信托业务，业务种类单一。

⑤ 从更宏观的层面看，配套制度尚不完善，已明显滞后于信托业实践，信托财产登记、税收及市场流通等制度的缺失已经束缚了信托公司自主管理的发展步伐。

⑥ 银行、证券公司、证券投资基金管理公司等各类金融机构以及第三方理财公司等纷纷进入理财市场，都将资产管理和财富管理作为展业和创新的重点，信托公司面临的市场竞争加剧。在竞争加剧的同时，信托公司受到明显的歧视性对待。证券投资是信托公司进行资产管理的重要投资领域，但截至目前，证券账户开户、新股网下配售、参与pre-IPO项目等资格一直未能获得证监会批准。

⑦ 信托公司在经营网络（不被允许设立分支机构）、客户资源积累、专业人才储备、管理的信息化程度、社会声誉等方面仍处于劣势。

总之，信托公司在具有较大不确定性的经营环境中，内部存在较大的风险管理压力，外部面临着更加激烈的市场竞争，现有的以融资为主的业务结构难以持续，未来必须确定更清晰和可执行的发展战略，有效控

制风险，提升核心竞争力，加快业务转型，才能生存和实现可持续发展。

中国信托业发展的基础设施建设

1. 《信托业法》缺失

我国《信托法》第4条规定：“受托人采取信托机构形式从事信托活动，其组织和管理由国务院制定具体办法。”但《信托业法》或《信托机构管理条例》一直未能出台。

目前除了《信托法》和《证券投资基金法》之外，其它规范信托受托主体的规定都属于部门规章，立法层次低，无法实现跨部门的监管协调。此外，现行立法对主营信托业务的机构和兼营信托业务的机构的准入没有作区分，也影响信托市场的长远发展。

根据国内外信托业的实践，结合我国实际，建议加快我国营业信托立法，在总结《信托法》实施十多年来的经验上制定《信托业法》或《信托机构管理条例》，规定对营业信托受托机构的基本要求，并进而规定主营信托业务的机构和兼营信托业务的机构的不同准入标准，从较高的法律层面规范信托业的经营，加强国家对信托业的监督管理。

2. 信托登记制度缺失

信托依法成立后，信托财产即从委托人、受托人以及受益人的自有财产中分离出来，成为独立运作的财产。这是信托制度的核心内容，也是信托得以安全运行的根本。为了实现信托财产的这一独立性，各国除规范信托基本法律关系外，均配套以专户管理、信托登记等制度，从而构成信托原理的整体。可以说，信托登

记等配套制度是信托原理不可或缺的组成部分。

我国属于大陆法系国家，引入信托制度时也规定了信托登记制度，比如《信托法》第10条规定：以依法应当进行信托登记的财产设立信托，如果未办理信托登记手续，信托无效。但是，我国《信托法》对信托财产所有权转移表述含糊，除明确信托财产具有独立性（有别于委托人、受托人的固有财产）外，未直接明确设立信托转移了信托财产的所有权，这样一来，《信托法》第十条关于信托登记的内容就成了无本之木，无源之水，其主管登记机关、登记内容变得不明确。

大陆法系国家的信托财产的登记是分两步走，第一步是信托财产移转的所有权变更登记，第二步是标明其为信托财产的登记。既然我国《信托法》没有直接、明确规定信托财产的所有权发生转移，有业界人士建议不妨先把第一步的登记置之一边，先想办法解决第二步的登记问题。

依照信托财产具有独立性的原则，结合我国的法律习惯，不管信托财产所有权是否发生转移，不管信托财产是否需要办理所有权变更登记，均需要对委托人设立信托的特定财产进行登记并标识为“信托财产”，一方面表明受托人得到的是不完全的信托财产所有权，即通常所说的名义所有权；另一方面保证不混同受托人的固有财产及其管理的信托财产。综上，标明为“信托财产”的信托登记，可以被称为信托财产的“独立性登记”。

实施信托财产的独立性登记，不仅可以摆脱信托财产是否转移的难题，而且可以交由专门的信托登记机构来统一办理，

避免需要众多权属登记部门出台信托登记细则的难题。此外，信托监管机构和信托当事人可以从一个登记平台得到信托计划及相关信托财产状况的完整信息。信托财产的独立性登记仅仅是给信托财产烙上“信托”标识，经国家认可后，其登记效力即可对抗第三人，实现信托登记的制度设计目的。

3. 信托二级市场缺失

信托受益权的流通性是信托制度生命力和活力之所在。

信托产品缺乏流通市场，一方面严重制约了投资者购买积极性，另一方面导致产品设计短期化，严重影响了信托制度中长期投资功能的发挥。建立信托凭证发行与交易特定市场，对引导信托产品中长期投资、促进产品标准化与合理定价、建立产品营销渠道、规范信息披露等均具有深远意义。

从2005年开始，北京产权交易所就与信托机构联手探索信托受益权交易。但北交所的信托中心（信托产品受益权交易服务平台）成立以来，在信托受益权转让方面作为并不多，表明解决信托流动性的问题非一家机构所能承担。

造成信托流动性不足的原因是多方面的，应该多管齐下提升信托流动性。一是要完善信托制度，包括信托财产登记制度、信托合同份数和投资者人数约定、信托受益权转让制度等一系列制度；二是构建规范的信托二级市场，同时应当整合信托柜台市场，通过信息整合建设一个统一的信托转让信息系统作为信托柜台市场；三是创新信托业务，努力研发标准化、规模化、市场认知度较高的产品，实现做大

信托规模与提升信托流动性的良性互动发展。

4. 信托投资者保护机制缺失

我国信托业受托管理的信托资产规模已经达到5.5万亿元，但信托投资者保护机制缺失。从国内外经验来看，投资者保护的通行做法是建立有效的存款保险或投资者保护基金制度。

我国信托业面临全行业清理整顿的可能性虽不复存在，但未来随着市场的发展，可能存在个别高风险信托机构退出市场的问题。建立信托投资者保护基金有助于实现高风险信托机构有序退出市场，避免影响社会稳定。

我国证券投资者保护基金、保险保障基金制度建立多年，运行效果明显。在信托业快速发展，信托资产规模高速增长背景下，宜尽早建立信托投资者保护基金制度。

三、对信托业发展外部环境的预期

分析未来五至十年信托公司发展的主要环境因素的变化，以下几点尤其值得关注：

① 中国经济将继续保持增长，但GDP增长速度可能从10%下降至6%—8%，资金收益和投资回报会相应降低，财富总量会继续增加，人们会更加重视现有财富的增值管理和传承。多个研究都指出中国资产净值1000万元以上的富裕人群超过60万，并且快速增加，而高端客户的资产配置趋于多元化，追求更加稳健的投资收益，老龄化则将使财富的代际传承成为日益突出的问题。

② 资产管理和财富管理将成为各类金融机构业务竞争的主要市场领域，银行和券商的竞争优势明显，信托公司业务竞争压力会越来越大。

商业银行传统的吃利差的盈利模式已经开始发生变化，银行将加快业务转型，加快发展中间业务，银行的人民币及外币理财业务特别是私人银行业务会吸引更多高端个人和机构客户，成为信托公司的主要竞争对手，银行处于明显的优势地位。

券商正在实施创新战略，将其经纪业务向财富管理转型，投行业务也从狭义的公开发行人和承销证券（股票和债券）向包括资产管理、私募债券发行承销、PE投资等在内的大投行扩展，同样会构成对信托公司的竞争威胁。

③ 随着理财市场的多元化发展，分业经营的篱笆将不断被突破，信托公司过去作为信托服务主要提供者的制度和工具优势将越来越来少。从长期看，由银行、投资银行（券商）等兼营信托可能无法避免，留给独立的信托公司自主发展的时间和空间有限。

④ 利率市场化的推进，将使信托公司在提供信贷融资业务方面不具有优势，即使不考虑兑付风险的压力，这类业务也将萎缩。信托公司必须实现业务转型。

四、信托公司面临的发展机会

基于对未来中国经济和金融发展的预期，结合国内信托业务发展的实际和国外信托业务发展的经验，未来国内信托公司发展的主要机会或市场领域主要集中于以下三个方面：

① 私人财富管理：从西方发达国家看，这是信托业务的传统领域，未来也必然是国内信托公司业务拓展的主要领域之一。中国正处于财富的快速积累阶段，同时正在从财富的自我管理向委托管理和专业管理转变。特别是考虑到人口老龄化的影响，以及中国大量单子女、少子女家庭的存在，专业的财富管理服务可能是很多家庭和个人未来所必需的。以信托制度为依托，向高净值的家庭和个人提供全面的理财规划、资产配置、投资组合管理、财产处置（如公益信托）和传承将是信托业务发展的一个重点。

② 商事信托服务：以利率市场化为推动力，未来全面的金融市场化发展将给各种金融产品创新带来真正的发展机会，而信托制度作为开展专业投资管理和集合投资的主要制度平台之一，各类商事信托服务将获得较大发展空间。

这包括目前信托公司已经开展的信贷资产证券化信托、私募证券投资信托、私募股权投资信托、企业年金信托，这些业务领域未来都将有更大规模的发展。特别是房地产信托投资基金，作为未来重要的房产间接投资形式和房地产资产证券化产品在中国具有无比巨大的市场规模。这些金融产品的运作，都离不开信托机构的服务，来利用信托制度实现风险隔离和保护财产的安全，将为信托公司提供大量低风险的业务机会。

③ 投资（资产）管理：可以预期未来金融市场的发展，将推动股市、债市、房地产、产业投资等各类投资日益趋向机构化和专业化，需要由熟悉各个市场领域、掌握先进投资技能的专业机构来为各类资

金（资产）提供专业的投资服务。信托公司业务涉及各个投资领域，便于积累投资经验，具备成为中国重要的投资管理专业机构的潜质，也是未来信托展业的一个可选的方向。

综合上述分析，信托公司未来发展必须回归信托本源，实现从主要从事信托贷款和债权融资业务的机构，向主要依托信托制度，面向高净值客户提供财富管理，向各类集合投资产品提供信托服务，向各类资金提供专业投资（资产）管理服务的财富管理和资产管理机构转型。

五、信托公司的转型策略

从中国经济金融发展趋势分析，我们有理由相信中国的信托公司发展空间依旧是广阔的，尽管要经历转型期可能会带来的痛苦，以及承受来自其他金融机构的竞争压力。但就个别公司实现转型发展的路径而言，则不应有统一的模式，也不存在唯一的选项，应根据各公司自身的资源禀赋和发展理念选择适合自己的发展道路。归纳起来大致可有以下几种转型策略选择：

① 专业私人财富管理信托公司：主要向高净值客户提供私人信托服务和全面的财富管理服务。信托公司通过向高净值客户提供信托理财产品，已经储备了相当数量的客户资源，部分信托公司投资额300万元以上的投资客户数量已超过万名。随着客户的信任度和粘性的增加，通过进一步完善客户服务体系，加强对各类投资产品的研究，组建更加专业化的金融、投资、法律、财务、税务等专业团队，提升全市

场资产配置能力和全生命周期的财富管理能力，一些信托公司未来可以发展成为专门的私人财富管理机构。

信托公司财富管理业务潜在的主要竞争对手是商业银行的私人银行部门。但就目前的制度规定来看，只有信托可以单一信托方式接受客户委托，提供综合的财富管理服务。商业银行的私人银行部门只能向客户推荐投资理财产品，尚不可以直接接受客户委托全面为客户构建投资组合和进行资产配置。但未来若允许商业银行的私人银行部门接受客户的全权委托，在其账户名下为其配置资产，银行将能便利的为客户提供财富管理服务，而且能提供融资、支付结算等信托公司不具备的其他服务。所以，信托公司必须抓住先发优势，在财富管理业务上建立自己的竞争优势，否则将难以与银行竞争，何况还可能面临来自券商和第三方理财机构的竞争。

② 专业的金融信托服务机构：以受托人身份，为各类金融投资产品的运作提供资产托管为主的信托服务。作为低风险的金融服务，这类业务在发达的金融体系中规模巨大。信托公司作为国内法律规定的提供信托服务的机构，开展这类业务有一定制度优势。一些注册资本实力雄厚，已经取得特定目的受托人（资产证券化业务资格）资格、企业年金受托人和账户管理人资格、保险资金受托资格等相关业务资格的信托公司，可以进一步完善其资产托管系统，向专业的资产托管服务机构的方向发展。

虽然法律规定信托公司是专业的受托人，但由于信托公司受限于信誉、信息系统和专业服务能力的不足，事实上国内的

商业银行承接了不少金融资产的受托服务业务，但其托管资产的属性并不清晰。若信托公司能在信誉、系统和服务能力方面得到切实的提升，未来国内资产证券化的发展和各类基金大规模发展将提供可观的业务机会。

③ 以投资管理为主的专业信托公司：自己发起设立投资性信托产品，并自主进行投资管理，并接受其他资金的管理委托提供各类市场的投资管理服务，如金融市场、房地产、非上市公司股权、艺术品等另类投资管理等。

信托公司是目前唯一能跨金融市场、产业市场、不动产市场和另类投资市场开展投融资业务的金融机构，积累了较多市场的投资经验，特别是近年来强调信托的主动管理能力，一些公司以此为基础通过进一步细化专业分工和提升专业领域的投资运作能力，有条件发展成为专业的投资管理和资产管理机构。

在这一业务方向上，信托公司的竞争对手既包括券商、基金公司、银行等金融机构，也包括各类非金融机构的投资管理公司。目前信托公司虽然业务涉及市场领域极为广泛，在某些市场领域也具备了一定的资产配置能力，积累了一些投资经验，但自主进行投资管理能力普遍不强，那些具有市场化运作机制和专业投资管理人才储备的公司可以向专业的投资管理机构发展。

④ 综合性的信托公司：关注上述多个业务领域，全面开展财富管理、金融信托服务和投资管理的综合性信托公司。我们相信，通过竞争将会有部分信托公司在资

本实力、专业团队建设、营销能力、资源整合方面拥有突出的综合能力，全面布局信托业务发展的各个方向和领域，发展成为综合性的大型信托金融机构。

⑤ 金融控股集团：在综合性信托公司基础上，投资或收购商业银行、证券、基金、保险等其他金融机构，整合各类金融资源，形成以信托公司为控股主体的金融产业集团，提供更为全面的金融服务。

每个信托公司都需要选择自己的转型之路，结果应该是多样的。无论选择怎样的发展方向和转型策略，信托公司都应在以下几个方面持续加以改善，才能适应未来发展的需要：

① 提高专业投资（资产）管理能力。建设专业管理团队，在一些主要的投资领域形成自己的投资管理能力，即有能力识别各种投资风险、衡量风险并将风险控制可在可接受的范围内。

② 增强开发和服务高净值客户的能力。建设为高净值客户提供资产配置和全面财富管理的运营体系，推进现有业务模式从产品导向向客户需求导向为核心的模式转变。

③ 加快信息化建设步伐。建设能够支持业务转型和长期发展的信息系统，利用信息技术手段全面改进客户服务、运作效率和管理水平，为公司战略的实施提供技术支持。

④ 加强研究与创新和人才的培养。信托公司转型与发展要依赖对市场和政策的研究，要靠持续的业务创新和管理创新推动，最终要靠高素质的专业团队来实施。

后记：一次华丽的冒险

试图去系统阐释中国的信托行业，是一件冒险的事情。

每一个人心目中的信托，都有所不同。

信托制度在英国起源后，传播到全世界，在不同的国家和地区，基于不同的文化传统和法律框架，信托业态有着很大的区别。

在中国的金融业态中，唯有信托业是割裂了历史的延续性而完全重新加以设计的。既要讲清楚中国信托业的历史传承，又要指出今天的信托公司和历史上历经多次整顿的信托投资公司有什么样的不同，不是一件容易的事情。

信托可以包容所有的金融工具和交易结构，这使得我们在试图全面介绍信托公司的业务和产品的时候，感到困难。

中国信托业目前受托管理的信托资产已经达到5.5万亿元，很可能超过保险业总资产，信托业有望重新崛起为中国第二大金融行业。

中国信托业必须建立她和社会公众有效沟通的渠道，必须讲清楚她究竟在做什么，她在中国的金融体系中占据什么样的位置，她对中国经济社会的发展有什么样的功能和价值，我们为什么需要这个行业。

我们毅然踏上冒险之旅。

尽管我们中的很多人内心迷恋“信托之魅”，也做了大量的研究，但真要言说的时候，竟感到无从说起！这个时候，曾参与《信托法》和《证券投资基金法》起草，兼具有深厚的理论功底和丰富的实务经验的周小明博士挺身而出，担任《报告》学术顾问，并和程卫东博士一起，共同完成了《信托之魅》的写作。

类似的故事还有很多。在我们一次又一次感到“力不能及”的时候，众多业内人士都纷纷伸来“援助之手”。我们冒险做了一件超出自己能力范围的事情，但因为有那么多人帮助，最后完成了。

这份《报告》不仅是平安信托和21世纪传媒的诚意之作，很大程度上，也是整个信托行业的诚意之作。信托行业渴望被了解，渴望被认同，渴望被支持！

我们向您讲清楚了一个崭新的中国信托业了吗？

《中国信托业发展报告（2012）》课题组
2012年8月4日

参考文献

- [1] 徐孟洲：《信托法》，法律出版社，2006
- [2] 张天民：《失去衡平法的信托》，中信出版社，2004
- [3] 余卫明：《信托受托人研究》，法律出版社，2007
- [4] 王伟群：《艰难的辉煌:中信30年之路》，中信出版社，2010
- [5] 曹彤、张秋林：《中国私人银行》，中信出版社，2011
- [6] 邓举功：《中国信托业发展十周年记》，信托周刊，2012
- [7] 王巍：《房地产信托投融资实务及典型案例》，经济管理出版社，2012
- [8] 中国信托业协会：《2011年中国信托业峰会现场实录》，2012
- [9] 中国信托业协会：《“我看信托这十年”征文集》，2011
- [10] 中国信托业协会：《2010年中国信托业峰会现场实录》，2011
- [11] 中国信托业协会：《2010年中国信托业峰会征文集》，2011
- [12] 中国信托业协会：《中国信托业年鉴（2010-2011）》，2011
- [13] 中国信托业协会：《中国信托业年鉴（2009）》，中国金融出版社，2010
- [14] 中国信托业协会：《中国信托业年鉴（2008）》，上海人民出版社，2009
- [15] 中国信托业协会：《中国信托业年鉴（2007）》，上海人民出版社，2008
- [16] 中国信托业协会：《中国信托业年鉴（2006）》，上海人民出版社，2007
- [17] 百瑞信托博士后科研工作站：《信托研究与年报分析2011》，中国财政经济出版社，2011
- [18] 范杰、应辉、黄晓丽：《2011-2012集合信托市场报告.普益财富》，2012年1月
- [19] 洪锦屏、罗毅：《美国信托行业发展启示》，招商证券，2011年9月
- [20] 西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心：《中国家庭金融调查报告》，2012年5月
- [21] 诸葛森：《2011年中国信托业调查报告》，毕马威华振会计师事务所，2011年7月
- [22] 王松柏：《信托业首次覆盖报告》，中国国际金融公司研究部，2011年9月
- [23] David Maude：《全球私人银行业务管理》，经济科学出版社，2007
- [24] 巴曙松、陈华良、王超等：《2011中国资产管理行业发展报告》，中国人民大学出版社,2011
- [25] 中信银行、中央财经大学中国银行业研究中心：《中国私人银行发展报告2012》，中国金融出版社，2012
- [26] 中国建设银行、波士顿咨询公司：《2011年中国财富管理市场报告》
- [27] 《信托周刊》（1-87期）

2012中国信托业发展报告

CHINA TRUST INDUSTRY DEVELOPMENT REPORT