

8 股市基金 Stock-funds

信托 10 月报:基础产业仍占主导 整体收益率回升

■ 文 / 格上理财研究中心

发行概况：数量规模环比大幅回落

（见表一）

根据格上理财统计,2015 年 10 月,共 42 家信托公司参与发行,成立 146 只固定收益类集合信托产品,纳入统计的 120 只产品总规模为 234.87 亿元。产品数量环比减少 32.72%,同比减少 27.72%;产品规模环比减少 39.05%,同比增长 2.09%。10 月集合信托产品成立数量、成立规模较 9 月均有大幅下滑。

2015 年 10 月,固定收益类信托产品发行有所下滑。原因可归结如下:1)由于房地产市场持续低迷,造成房地产类信托的风险系数相对较高,募集困难,加之信托公司主动收缩此类信托产品的发行,导致长期占比较高的房地产信托发行萎靡;2)工商企业信托的发行一直处于相对平稳状态,本月发行情况略有下降,与国家经济整体走势吻合;3)基础产业类信托的发行则受限于基础设施建设的需求,在经历 6 月份大幅发行,7-9 月陆续释放的情况下,10 月份发行供应有所下降;4)货币宽松、利率下行的环境下,企业融资渠道加宽,融资成本降低,也一定程度上使得信托的发行量有所下降;5)目前普遍认为股市泡沫和风险已经得到相当程度的释放,股市处于相对安全区域,买点逐渐闪现,入市资金的分流也影响了信托项目发行的预期。2015 年 10 月信托产品发行前三甲分别为万向信托、华信信托、陆家嘴信托、厦门信托,发行数量分别为 14 只、11 只、9 只、9 只。

其中,万向信托是自 2015 年以来首次问鼎信托项目月发行数量第一。万向信托的前身是浙江省工商信托投资股份公司。万向控股于 2003 年主动持有浙江省工商信托 24.85%的股份,时任第二股东位置。此后,2007 年万向控股股东地位越居第一,2012 年更是将浙江省工商信托投资股份公司正式更名为万向信托有限公司,届时万向控股的持股比例高达 76.5%。2015 年 7 月 26 日,万向信托发布增资公告,公司的注册资本金从 6.5 亿元增至 13.39 亿元,同时维持股东持股比例不变。根据格上理财的统计,2014 年万向信托的资产管理规模为 571.48 亿元,年度环比增长 256.80%,可见万向信托近几年发展速度较快。

资金投向：基础产业类仍占主导 证券投资类持续低潮

从资金投向来看,本月基础产业类产品



●表一



●表二

发行数量夺得魁首,占比 32.50%;工商企业类次之,占比 20.36%;其他类占比 20.00%,金融市场类占比 15.00%,房地产类占比 12.14%。

10 月,基础产业类信托仍然占据主导地位。这种现象源于投资者对大多数隐含地方政府财政或信用支持类基础产业信托的偏爱。且事实上,近期发生兑付风波的信托产品无一例属于基础产业类信托,所以,基础产业信托仍然会是市场追捧的热点,其主导地位短期内不会发生改变。10 月份证券投资类信托数量继续下滑。受到场外配资清理的影响,伞形信托形式的证券投资类信托产品无法继续发行。此外,单一结构化信托产品也因被迫放弃外部信息系统下单,转而使用券商自身的 PB 端口交易而产生了“水土不服”现象,导致存量业务及发行情况均遭受重创。鉴于目前证券投资类信托产品的发行情况或已触底,未来发行情况会随着股市利好而回暖。

收益率统计：收益率水平整体回升

（见表二）

从产品收益水平来看,本月发行的产品存续期从 6 个月到 5 年不等,预期年化收益率从 6.6%到 10%不等,整体平均收益率为 8.83%,较上月(8.48%)有所上升。

从资金投向上来看,房地产类产品平均收益率居首,达 9.30%,基础产业类收益率次之,达 9.15%,金融市场类收益率为 8.93%,

工商企业类收益率为 8.33%。其中,房地产类和金融企业类收益率有所上升,而工商企业类和基础产业类则有所下降。

产品流动性：整体流动性有所回升

从产品流动性来看,本月期限为 1 年或 1 年以内的短期产品占比 26.73%;1-2 年(不包含 2 年)的占 2.97%;2 年的占 55.45%;2-3 年(包含 3 年)的占 12.87%。总平均期限为 22 个月,较 9 月 22.64 个月小幅下降,整体流动性有所提升。本月产品期限最长的是五矿国际信托-鑫宸 15 号项目、中建投信托-精功丰杉 2 期,产品期限均为 5 年。

行业热点事件

单一结构化信托巨幅缩水，证券类信托规模下降

受到监管层对场外配资清理的影响,此前占据了相当规模的伞形信托以退场的形式告终。单一结构化信托虽在这次清理配资的过程中得以幸免,但按照监管的要求,这类产品的账户必须放弃外部信息系统下单,采用券商自身的 PB 端口交易,由于信托公司对于券商 PB 系统的“水土不服”,这类产品也面临着存量业务与新发行业务严重缩水的情况。

此前证券类信托产品所用的第三方交易系统,在技术上较为全面,不仅具有程序化追

保、平仓等功能,也可以进行有选择的策略交易,能够支持信托开发的比较复杂的产品,也能帮助信托进行较为有效的事前风控。但各家券商的 PB 系统的技术水平分化较大,因此暂时无法满足部分信托公司的要求。这也导致了很多人信托公司最终选择了在 10 月份提前结束了之前还处于存续期的单一结构化信托产品,导致了该类信托产品的规模大幅缩水。

此外,虽然目前监管并没有禁止单一结构化信托业务的开展,但信托公司仍会在开展业务时考量政策风险,故而基于风险控制的因素,暂时不太愿意做证券类信托的业务。导致不仅是单一的结构化信托产品缩水严重,集合型证券类信托产品的新发和成立规模也急剧下降。

当然,也有部分信托公司就其存续的单一结构化信托产品尝试着与某些券商的 PB 系统对接,做了先行“试水者”。同时,作为市场上先知先觉的一股资金力量,信托资金对后续 A 股市场的看法相对中性偏乐观,并期待相关政策更为明朗化,以便开始对外部接入的第三方系统进行评估,进而继续证券类信托业务的发展。

首单商用物业租金债权 ABS 成功发行
 中信-茂庸投资租金债权信托受益权资产支持专项计划”(简称中信茂庸 ABS)是国内首单直接以商用物业租金债权为基础资产的企业资产证券化业务,是首次由信托公司担任交易安排人并全程主导,在深圳证券交易所挂牌交易的资产证券化产品。该产品采用“财产权信托+资产支持专项计划”的双 SPV(特殊目的实体)结构设计,中信信托担任受托人,中信信托旗下中信信诚资产管理有限公司担任计划管理人。原始权益人以其持有的北京商用物业的租金债权委托中信信托设立财产权信托,中信信诚作为计划管理人设立资产支持专项计划并持有信托受益权。
 中信茂庸 ABS 优先级资产支持证券发行总规模 10 亿元,评级 AAA,期限 8 年,预期收益率 4.9%/年-6.0%/年,并采取了差额补足、资产回购、物业抵押等外部增信措施。该产品根据基础资产产生的现金流特点具体分为 01 档-08 档证券,分别对应 1 年期-8 年期,每年偿付当期本息。各档证券的票面利率主要是参考发行期间市场相关利率情况确定的,基本反映了市场 ABS 产品的普遍利率水平。

资产证券化对企业拓宽融资渠道、盘活存量资产、优化金融资产配置、丰富市场投资品种、发展多层次资本市场等具有重要意义。此外,交易所已将在其转让平台发行的标准化资产支持证券 ABS 纳入质押式回购标的产品范围中。所以,资产证券化业务亦被多家信托公司视为业务转型的重要突破口。

配资清理余波未平:转接口进展缓慢 信托观望券商难放松

■ 刘夏村 张莉 报道

尽管 10 月“大限”已过,但清理场外配资余波犹未平息。

记者了解到,目前伞形信托已接近清理完毕,信托公司开始调试转接券商 PB 系统。但一些证券信托业务人士表示,由于涉及券商、信托、投顾等方面,加之券商 PB 系统技术水平参差不齐,调试工作进展较为缓慢;同时基于技术及利益方面的考虑,多数信托公司对于转接 PB 系统持观望态度。不过,对于券商而言,尽管目前各家对于转接 PB 系统要求尚不一致,但对于转移接口并不会出现放松的可能。与此同时,在券商与信托的接口之争中,部分阳光私募一度“躺枪”,一些私募基金负责人甚至担心由此引发的清盘风险。

转接口信托观望

早在一个月前,证券信托经理张华所在的信托公司就开始调试券商 PB 系统。截至目前,这一工作仍处调试中。

所谓 PB 业务,是指券商向对冲基金等高端机构客户提供集中托管清算、后台运营、研究支持、杠杆融资、证券拆借、资金募集等一站式综合金融服务的统称。根据监管部门此前规定,证券公司清理场外配资应当与客户协商采取多种依法合规的承接方式,其中之一便是取消信息系统外部接入权限并改用合法交易方式等方法处理。券商 PB 业务则被认为是一种合法交易方式。

按照监管机构此前制定的时间表,此番对存量场外配资业务的清理整顿工作要在 9 月底完成,个别存量较大的公司不得晚于 10 月底前完成。随着 11 月的来临,清理工作已经收尾,目前证券信托外部交易系统转入 PB 系统成为券商、信托的焦点。来自 5 家信托公司的消息显示,其公司已经开始调试券商的 PB 系统,调试结束后,其单一账户结构化产品和不涉及配资的管理型产品都将接入券商的 PB 系统。有券商人士表示,为平缓“一刀切”方式清理配资对市场其他参与方的冲击,利用券商自身内部系统进行接口合法化则是目前清理的重要方向,“接口转接的核心目标,仍是将此目前不可控的、隐形的账户转移到监管可控的范

围之内,以避免过去几个月因不可控杠杆资金而引发市场的暴涨暴跌的情况。”

不过,记者了解到,证券信托接口转换的进展较为缓慢,除了个别几家信托公司转入 PB 系统外,多数信托公司仍处于调试阶段。张华就对表示:“PB 系统调试涉及到券商、信托及投顾三方,调试起来很麻烦。我们公司调试 PB 系统的速度非常慢,估计一时半会搞不定。”更值得关注的是,即便是已经开始调试的信托公司,亦对转入 PB 系统顾虑重重,持观望态度。多位证券信托人士认为,相比此前信托公司使用的第三方交易系统,目前券商的 PB 系统技术水平不一,有些甚至难以满足信托公司的交易、风控要求,加之各家券商的系统不一样,相当于一个信托公司要面对十几家的 PB,无疑工作量太大,相应的风控能否跟上也不一定。

除了技术方面的原因外,利益纠结或是另外一个让信托公司对 PB 系统顾虑重重的原因。某信托公司证券业务部负责人就认为,券商本身有托管资格,具有清算能力,在证券业务方面具有优势,现在交易再走券商的 PB 系统,使得私募基金来做信托产品的可能性更小了。该负责人进一步表示,信托公司此前掌握着一些大型私募基金资源,但走了 PB 系统后项目的风控即被券商掌控,这样每做一单就相当于给券商输送一次私募客户。基于这样的考虑,其公司证券业务已减少该类业务量,转而将定增作为业务重心。

券商转接口难现放松

值得关注的是,对于转接 PB 交易系统,目前各家券商要求差异也比较大,部分券商仍要求对包括单一结构化信托在内的产品“一刀切”式清理,一些券商则要求原有的单一结构化甚至管理型信托账户采取取消原外部信息接入权限,将第三方交易接口改接券商自身 PB 系统的接口,亦有券商尚未作出相关要求。而这意味着不同的券商对于不同类型证券信托产品能否存留及如何存留意见并不一致。

对此,业内人士坦言,对于部分在配资清理和接口转移过程中执行“高压式”政策的证券公司,其标准还是取决于公司内部的风控

要求,“在针对接口转移的接口文件下发之后,公司内部还是对所有要求清理的产品进行了筛选分类,有些合作的机构亏损较多,而且旗下有部分产品涉及伞形配资的情况,就会对整个合作机构的所有产品都进行‘一刀切’的处理。无论是伞形配资产品,还是单一结构化模式,都在被清理的范围之内。”某综合型券商相关负责人透露,当前监管层对配资清理的态度要求非常严格,对部分不符合要求且放松接口的券商进行了处罚,很多大型券商会采取非常保守的清理方式,以防止清理过程中遗留下不符合监管规范的问题。

按照上述券商人士的分析,当前各家券商对形式不同的单一结构化信托产品的定义和标准不同,而营业部和总部之间的执行力度也会出现差异。“有些营业部执行的是合格投资人标准,如果信息掌握完全,并且可以备案给券商,且具有实名的子账户,可以不在清理范围之内;而有些券商则会因为公司内部风控要求,而降将子账户交给不同投资经理,但实际上共有同一信托产品证券账户的管理型伞形结构的产品也列为清理对象,即便这类证券类信托产品并不存在权限外移或者签订对赌协议的情况。”另一家中型券商机构相关人士表示,有些券商因为无法对这些形式复杂的信托产品的资金情况进行风险把控,加上接入指标并没有得到细化,如果从严格标准来看,就会对包括单一结构化信托的证券类信托产品也进行限制和清理。

从不同券商机构对清理细节中的不同标准来看,对于当前存在的“伞形信托下的实名子账户”、“伞形信托改造而来的单一结构化信托”、“集合信托下嵌套单一结构化信托”以及部分“单一结构化信托将下单权移交至外部投资顾问的情况”均有可能被认定为违反证券账户实名制的相关规定,而成为券商潜在的清理想象。而对于配资清理可能产生的违约责任,来自监管部门主办的机构监管刊物也曾就规范场外配资方面刊文称,无论信托公司、一般机构、自然人开展证券投资均应当遵守证券账户实名制规定;而多项法律条文对信托产品聘请投资顾问的规定,均禁止投资顾问拥有下单权;以合法形式掩盖非法目的的合同无效,个别客户要求券商承担违约责任缺乏合法依据。此外,如涉及混用同一



外部接入系统或线路的,可通过技术风控措施予以标识和控制,限制应予清理的信托或资管产品。

上述券商人士表示,当前监管层对机构内部去杠杆的态度非常明确,尤其在市场企稳恢复期间,将此场内杠杆的风险转移或清理是目前监管部门重要的目标,在接口转移方面也不会出现放松的可能。

部分阳光私募或“躺枪”

不过,转移接口似乎并未阻碍杠杆的“重生”。记者了解到,近期上海和深圳的两家信托公司开始重启单一结构化信托业务,不过与此前不同的是,上述业务是基于券商的 PB 系统。

一家券商机构营业部相关负责人亦表示,“现在监管层要求将外部第三方接口统一转移至券商 PB 系统,而券商 PB 业务本身也包括向客户机构提供杠杆融资服务,其目的也是用场内合规杠杆来替代非合规杠杆。但客户机构需要重新设立合规的私募产品或者通过券商资管计划进行发行,杠杆率基本保持在 1 倍至 1.2 倍之间,整体杠杆率和风险都可在券商内部系统内做到可控。”不过,他也认为,即便 PB 业务能够重新开展配资,但目前愿意提供杠杆资金的券商并不多;而客户机构新设立产品,如果所募集的资金来源不清晰,券商也会以不符合风控标准的要求而拒绝接入交易。

部分私募基金公司则在券商与信托的接

下半年以来

29 只基金自降管理费

■ 方丽 报道

主动降低基金管理费的情况频频出现,成为今年下半年基金行业的一道风景线。数据显示,今年下半年已经有 29 只基金主动宣布降低管理费率,而目前已经宣布降低管理费的基金更是达到 53 只。

“打新”基金转型导致降费

刚进入 11 月,鹏华基金就宣布鹏华华泰定期开放债券基金降低管理费率,该基金管理费由按前一日基金资产净值的 0.6%年费率计提,降低至 0.4%水平。在 10 月,就有泰达创益灵活配置、泰达宏利创盈灵活配置、泰达新思路、泰达新起点 4 只基金宣布降低管理费率,基本将混合型基金 0.9%~1.2%的管理费率降至 0.7%的水平。

此外,9 月份还陆续有西部成长精选、华安新回报灵活、华安新优选等一批基金宣布降低管理费率,降低之后这些基金的管理费率都低于业内平均水平。

记者统计,今年 1 至 10 月分别有 1 只、1 只、4 只、2 只、1 只、5 只、10 只、3 只、11 只、4 只降低管理费。很明显,今年下半年以来降低管理费情况较为普遍。

降费有利于基民收益

而从历史情况看,在 2014 年前也有 7 只基金宣布降低管理费。最早出现是 2009 年底,工银瑞信曾将工银沪深 300 指数基金的管理费率由 0.6%调整为 0.5%。在 2012 年,广发基金旗下广发沪深 300 指数基金管理费率由 0.75%调低至 0.5%,托管费率由 0.15%调低至 0.10%。

值得注意的是,基金降低管理费的模式一般有两种,一种是直接降低管理费及托管费,管理费降低幅度一般在 0.2-0.3 个百分点左右,而托管费一般降低 0.5 个百分点左右。另一种模式是增设一类或者两类份额,将管理费下滑并鼓励长期持有基金。由于管理费、托管费都是从基金资产扣除,尽管投资者对降费并不敏感,但实际上少扣费相当于增加了收益,特别是指数型产品,低费率的产品往往比同类更容易跑赢业绩比较基准。

从类型来看,今年下半年开始降低管理费的基金更多为主动权益类基金,而此前降低管理费率的主要是指数基金和债券基金。值得注意的是,证金公司出手申购的 5 只基金:华夏新经济、招商丰庆灵活、南方消费活力、易方达瑞惠灵活、嘉实新机遇目前都不收取管理费。

除了主动调低管理费率外,还有不少新基金采取浮动管理费率,按照业绩计算报酬。目前,富国、中欧、天弘、华安、融通、诺安、方正富邦等基金公司陆续推出浮动费率产品。

信托 10 月报:基础产业仍占主导 整体收益率回升

■ 刘夏村 张莉 报道



口“争纷”中“躺枪”。部分私募基金人士表示,上周五上午,某券商切断一家信托公司的外部交易系统接口,致使与该信托公司合作的“阳光私募”无法交易,所幸该券商在下午时分恢复相关“阳光私募”产品的交易权限。实际上,在 9 月份的清理存量场外配资中,就有部分阳光私募产品遭“躺枪”被要求清盘。近期,云南信托在其官网发布公告表示,中金公司将“私募工厂”涉及的信托计划采取限期清理措施。记者了解到,所谓私募工厂,即中金公司、雪球及云南信托合作的一项具有“私募孵化器”性质的业务,采用伞形信托结构,但不涉及配资,一个子单元即是一个小型“阳光私募”产品。

不过,阳光私募被波及的案例并不多见。在私募基金人士看来,其主要原因在于券商对私募产品的信息掌握相对充分,且对伞形信托产品的清理标准相对细化,并没有采取“一刀切”的方式。即便出现“一刀切”的方式,私募机构的账户向券商交易接口进行平移就是,然后由私募向券商披露信息,因配资清理或者接口转入而对私募行业的冲击实际比较有限。但深圳某私募基金负责人认为:“如果合作券商收紧标准,也采取‘一刀切’的方式,我们可能就要和每个客户重新签订委托管理协议,过程也会非常繁琐。”另一家位于深圳的私募基金负责人更是表示,接入 PB 系统后,对于私募基金管理公司而言,要与投资者重新签署协议,这非常麻烦,对于一些私募基金而言缺乏可行性,这或许将导致这些私募基金的清盘。