

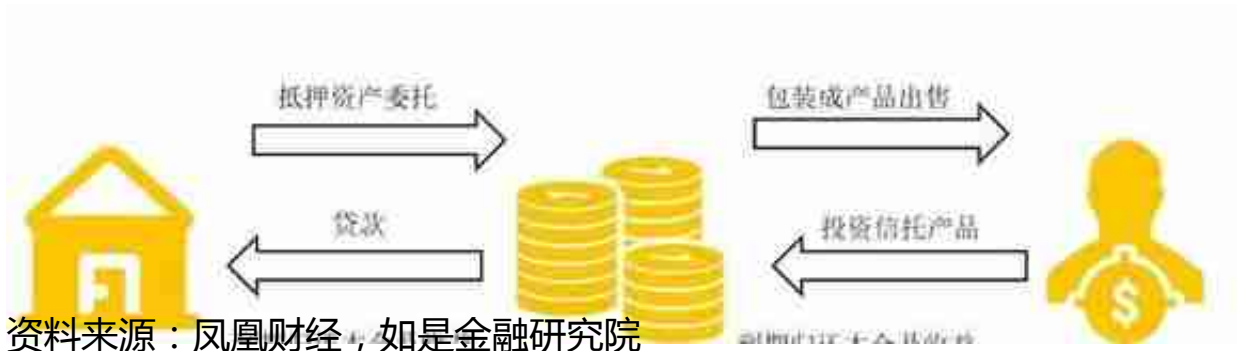
信托一直是高收益产品的代表，但100万起投的高门槛让不少投资者望而却步。不过这一局面可能很快就会有所改变，目前信托公司资金信托管理办法已经开始内部征求意见，拟将公募信托门槛从100万降至1万，普通投资者也可以认购信托产品，可选择的投资品类更加丰富。那么，信托究竟是什么？可分为哪些类型？经历了哪些发展阶段？存在哪些优势和风险？如何选择靠谱机构和产品？本文将结合信托发展历程，回答上述问题，希望能够帮助大家了解信托投资，建立信托的投资逻辑。

五、投资风险：打破刚兑后的五大风险.....	14
1. 自融自保.....	15
2. 过度融资.....	16
3. 借新还旧.....	17
4. 交易结构不清晰.....	17
5. 明股实债.....	18
六、机构选择：选择靠谱机构的四个要素.....	18
1. 风险承受能力.....	21
2. 项目历史违约情况.....	22
3. 兑付危机解决能力.....	22
4. 团队能力.....	21
七、产品选择：选择具体产品的六个要素.....	23
1. 融资方背景.....	23
2. 增信措施.....	23
3. 资金流向.....	24
4. 投资顾问背景.....	24
5. 项目资质.....	24
信托特点：中国特色的受益权和所有权分离	--

信托最早起源于英国，教徒死后如果擅自将土地赠与教会会被国家没收，因此创新出了受益权和所有权分离的财产管理制度：教徒把土地所有权委托给第三人，也就是现在信托中的受托人，由第三人管理土地并将土地上产生的收益交给教会，教会就是现在信托中的受益人，以此规避没收条例的限制。

由此可见，信托是基于信任而建立的财产代管理制度，受托人“受人之托，代人理财”，随着信托的快速发展，被委托的可以是资金、房产等各类财产，受益人可以是委托人也可以是任意第三人。

图表1：信托的交易结构



2.保障机制不一样。长期以来，我国信托都是“刚兑”的。不仅发行过程中通过增信和担保提供本息保障，实际运行中，通常还有信托机构作为最后一道屏障进行兜底。而国外信托机构只是代人理财，受益人盈亏自负，风险自担，机构不承担兑付风险。

3.运作模式不一样。由于信托机构本身是信托关系的当事人，海外信托会采取回避，只对信托的收益按照委托人意愿进行处置，受托的财产通过单独设立离岸公司，交由第三方机构经营。在委托人生前，由委托人本人或其指定顾问；委托人身后则任用其生前指定的顾问或信托公司聘用的第三方顾问。而我国信托公司一般直接处置委托人的财产，有些信托会按照委托人的意思聘请投资顾问，但是很少有通过单独设置公司运作信托财产。

信托类型：六大维度分类

信托产品十分丰富，依据不同的分类标准有很多种分类方法，常见的有以下六大维度：

从资金投向看，可分为工商企业信托、证券市场信托、金融机构信托、基础产业信托和房地产信托。房地产类信托资金流向房地产类项目，像“佳园209号”信托财产贷给了重庆金辉长江房地产；工商企业类信托投资于一般的企业公司，“鑫业2135号”贷给了济南智幸商贸，一家工商企业；金融机构信托财产用来投资金融产品，“萨摩耶5号”投资了粤财信托的小额消费贷；基础产业类信托投资于为加工业提供原材料、动力等基础条件的产业部门，包括农业、能源、原材料、交通运输和基础设施建设等产业，“基建295号”投向了醴陵陶瓷特色旅游综合片区。

从委托人数量看，可分为单一资金信托和集合资金信托业务。单一资金信托是信托机构代单个委托人管理信托财产，而集合信托就是我们常见的承担理财投资功能的信托类金融产品，由很多人共同出资委托信托机构代理。信托产品名称的后缀都会写明是单一还是集合资金信托，比如“华冠278号集合资金信托计划”和“华晟

系列“华融投资单一资金信托信托”。

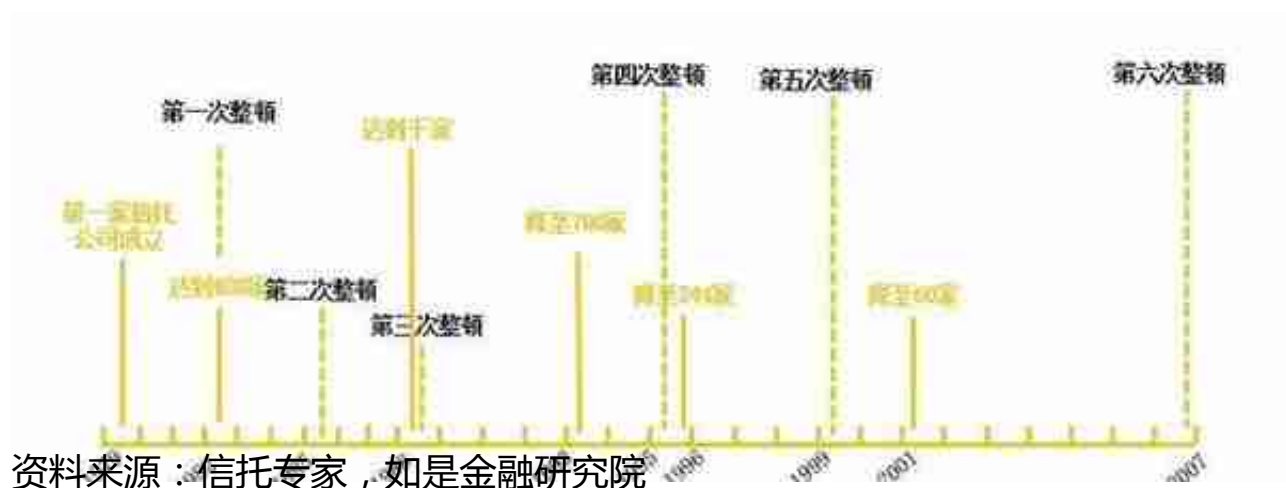
从信托功能看，可分为融资类、投资类、事务管理类信托。在我国，前两类信托比较常见，通常通过发行信托产品的方式运作：像“天启301号南京翡翠华庭项目贷款集合资金信托计划”就是融资类信托，借款方为南京美旭房地产开发有限公司，还款来源主要是公司销售回款；而“长盈优选·丹阳市污水治理工程项目集合资金信托计划”是一款权益投资类信托，还款主要来自项目的现金流。事物管理类信托是根据客户需求订制的信托计划，主要包括单一资金事物管理类信托、家族信托、消费信托、股权代持信托、遗产信托等。梅艳芳就曾设立遗产信托，信托基金每月支付7万港元生活费给她的母亲直到去世，这笔信托还曾因为遗产官司诉讼轰动一时。

从管理模式看，可分为主动管理型信托和被动管理型信托。被动管理型信托是指信托公司根据委托人的指令被动管理信托财产，信托公司不具有信托财产的运用裁量权，信托设立之前由委托方自行或委托第三方尽调，信托机构只承担管理责任，2017年违约的百瑞旗下的河南来美鑫信托项目就是事物管理类信托，违约后百瑞信托的上诉、抵押物流拍都是在委托人的指令下完成的。而主动管理型由信托公司决定信托财产的运作，大部分集合资金信托都是主动管理型信托，由信托机构全权负责，违约后有潜在刚兑规则的也是这一类信托。

从收益确定性看，可分为固定收益类信托、浮动收益类信托和固定+浮动收益类信托。固定收益类信托是收益率固定的信托产品，比如“天启33号”产品收益率根据投资金额不同分为7.1%、7.4%和7.6%三档年化利率，投资期限均为6个月，到期后按约定利率获得本息收益；浮动收益类信托收益率根据信托财产的运营情况上下浮动，如果投资失败甚至有亏损本金的可能，比如“稳益6号”就是浮动收益的产品，最后亏损了37.87%，投资者还没来得及补充资金就被强制平仓。固定+浮动收益类信托的收益率是以固定收益率保底，若获得超额营收则收益率会上浮，但不会下浮，比如“红珊瑚新三板投资基金1号集合资金信托计划”的综合收益由12.4%的保底收益加超额收益部分37.5%的浮动收益构成。

从信托财产性质看，可分为资金信托、动产与不动产信托、有价证券信托和财产权信托。大部分信托产品都是资金信托，委托人将自己的银行存款、现金类资金财产交给信托机构管理。后面四类信托都是根据委托人要求代办特定资产的经济事项，信托机构扣足手续费后剩余的经营收益全部归委托人所有：比如代办汽车、飞机、设备器械等动产的出租或出售的，房屋、土地等不动产的租赁、买卖、保险金支付、过户和纳税，管理债券、股票等有价证券买卖、登记发行、转让过户、出租、抵押，以及管理处分债权、股票表决权、专利权等。

图表3：信托的分类

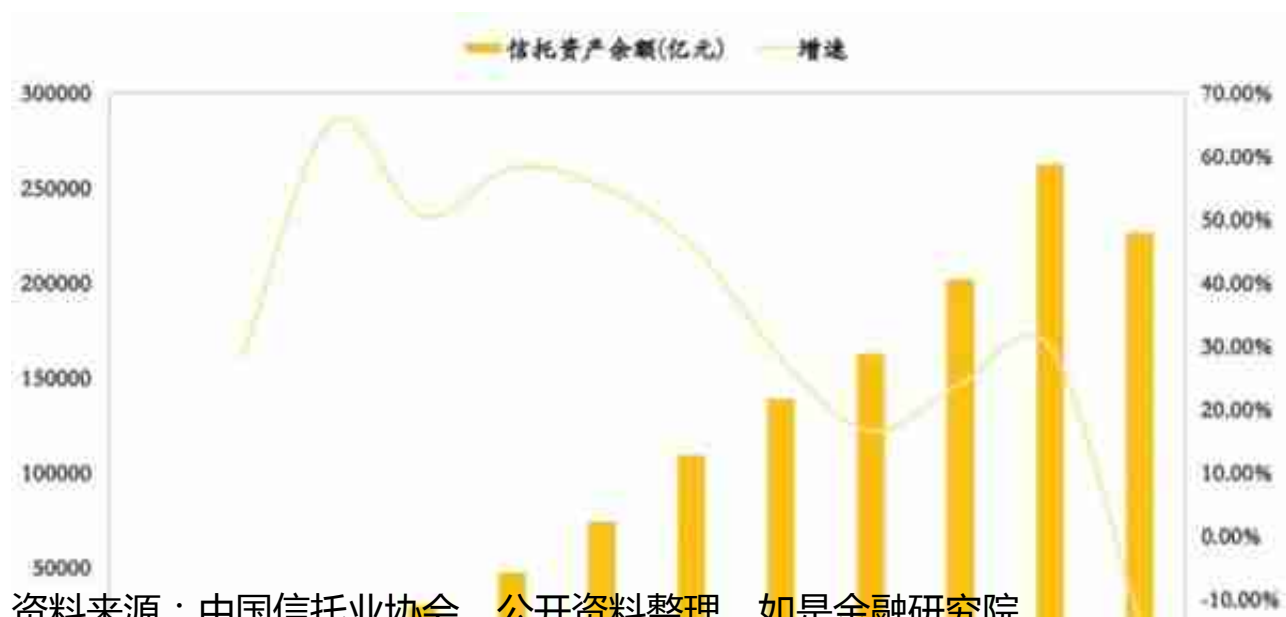


第二阶段：2007-2011年，爆发发展。2007年信托公司重新登记完成后，其通道功能充当了银行规避监管、表内资产表外化的重要工具，尤其是4万亿刺激后，货币政策收紧，银行信贷收紧，因此信托作为企业重要融资渠道，获得了迅速的发展，虽然2009年信托的投资门槛提升至100万元，但信托规模不降反增，5年间市场上信托数量从776只迅速增长到7306只，市场规模从761.39亿元增长至8608.07亿元，都增长了近10倍，到2011年银信合作业务金额占比达34.73%。在这一期间，信托发展倒逼政策完善，有关部门陆续发布银信合作和证券投资类业务的操作指引，开始实施分业监管。风险监管从2007年仅净资本一个指标，到2010年开始施行净资本和风险资本双指标的动态风险监控。

第三阶段：2012-2016年上半年，市场洗牌。这段时间正值4万亿刺激政策的消化期，资金流动性紧缩，经济增速换挡，GDP增速从2011年的9.54%骤降至7%左右，叠加经济结构调整，企业经营效益下滑，信托项目兑付压力加大。此外，券商、保险、期货资管及基金子公司的监管环境更加宽松，银行利率开始市场化，信托的金融同业竞争压力空降，信托规模增速骤降。

在信托机构市场竞争加剧的情况下，2014年设立了信托业保障基金，防范机构经营风险，进一步明确信托公司股东承担流动性支持的责任，还颁布了私人股权投资类业务操作指引。不过，这段期间信托已经脱胎于融资类业务，2014年末事物管理类业务占比就已经反超融资类业务。尤其是其中的家族信托悄然生长，多家信托公司陆续推出了家族信托业务并列入事物管理类信托的重点布局领域。

图表5：事物管理类业务占比反超融资类业务



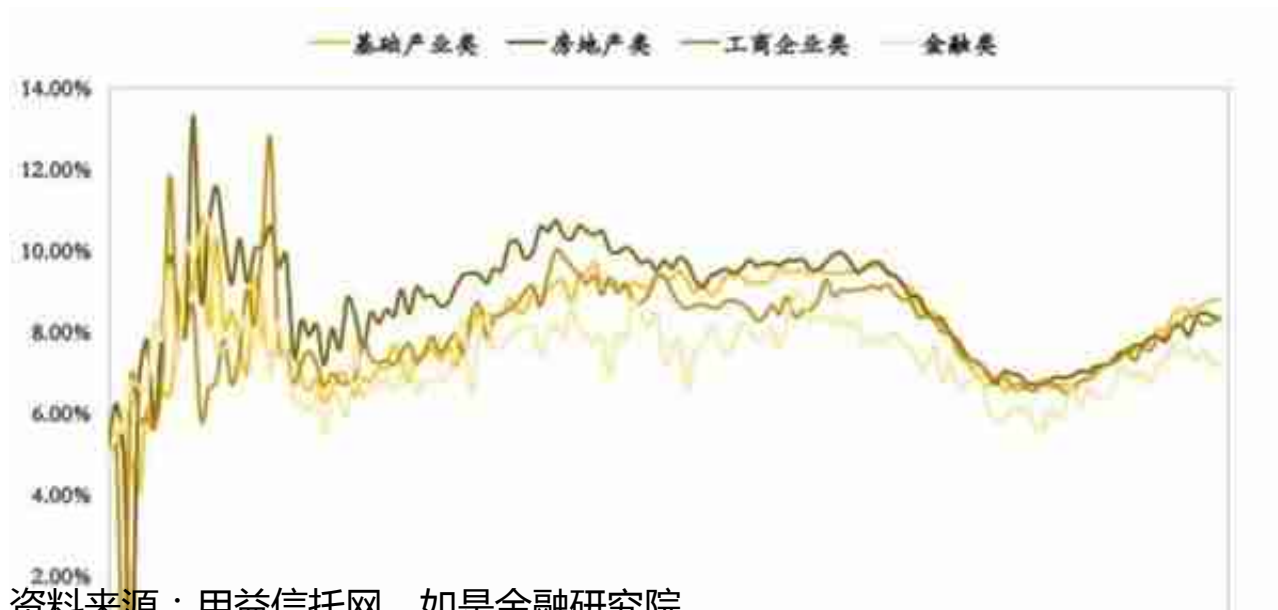
信托优势：收益率高、安全性好、风险隔离

经过40年的发展，信托规模快速扩张，在整体资管行业中的地位仅次于银行，主要得益于以下三大优势。

1. 收益率高：持续领跑其他资产

信托的投资收益率保持8%高位震荡，且稳定性较高，振幅小于2%。信托项目收益率集中分布在6.5%-8.5%之间，个体化差异较小，而市面上安全性类似的理财产品，收益率没有超过6%的。

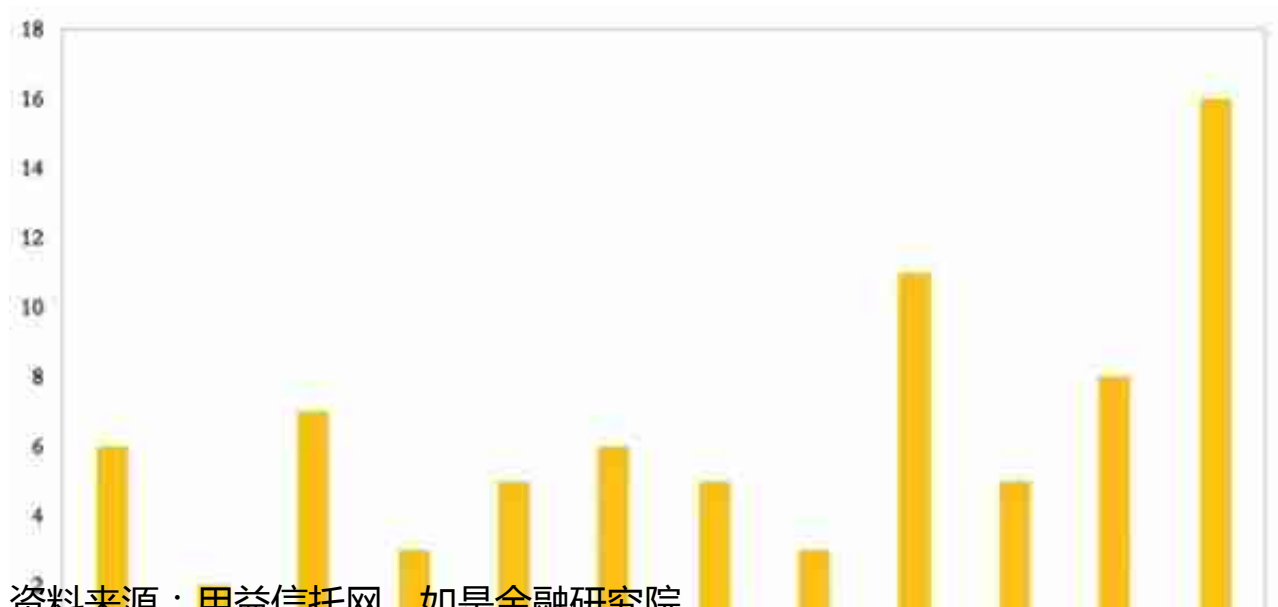
图表7：信托收益率高位波动



2.安全性好：不良率长期处于低位

一方面，信托的不良违约率远低于同类资产。中国信托业协会数据，信托资产风险率长期低于0.80%，虽然2018年第三季度不良资产率稍有提升，为0.93%，但仍旧维持在1%以下的较低水平，远低于同期商业银行不良率。

图表9：信托资产风险率长期低于1%



经过我们的梳理，一般违约风险较高的信托有五个特点：

1.自融自保

自融是金融机构发标为自身、母公司、兄弟公司或其他关联方融资，自保是同一控制下的公司为投资人提供本息保障。

自融自保的信托产品包括两种模式：

一是信托机构自融自保。四川信托通过“川诺2号”认购股份成为上海觅玺投资的股东，注册资本出资比例达83.33%。此后，帮助已经成为旗下子公司的上海觅玺再度发行“川诺3号”融资。然而，两款产品均以违约告终。事发后，四川信托以这两只信托为事物管理型类信托为由推卸责任，外聘了投资顾问作为信托财产的实际管理人，四川信托不参与财产管理。而巧合的是，上海觅玺只有四川信托和北京圆融通两位股东，而据悉“川诺3号”募集的资金最终流向了北京圆融通法人的另一家公司，四川信托难逃自融和利益输送的嫌疑。

二是其他融资平台融资后，通过信托机构发行单一资金信托。去年违约的渤海信托项目就是这样的例子。2016年至2017年间，中外建基金通过私募的方式募集了信诺5期资金，通过投资于渤海国际信托发行的“单一资金信托”的方式将这5期资金借款给同属于中外建旗下的中外建北京分公司，而这笔信托的担保公司是中外建100%控股中城建城开。融资方、募资方和担保方三方均隶属中外建旗下，最终这一信托计划以违约而告终。

投资者平常购买的集合类信托投资方向公开透明，如果自融自保很容易被发现，因此实操中第一类较少，大多是通过第二种方式进行的。这种模式下融资平台失去了独立性客观性，后续资金用途更无法监控，甚至会出现虚构融资项目、伪造抵押担保等乱象，潜在风险极大。

2.过度融资

过度融资不只是单只产品规模大，还包括一个项目同时发行多个信托的“一对多”情况。比如，去年7月凯迪生态披露的逾期债务涉及国元信托、浙金信托、湖南信托等多家信托公司的27笔信托贷款，单个信托融资规模一两个亿，最大的一个是至信266号的9.3亿元，但是最后总规模却高达31.8亿元。

一方面，发行信托的企业本身资金短缺，大规模融资的本息偿付压力大。信托的融资成本相较于银行高，通常只有公司的银行授信额度不及计划募资额度时才会通过信托募资。如果项目效益不达预期或者企业资金周转出现问题，小规模信托还比较容易周转，资金周转成本也相对较低，但大规模本息兑付会对企业现金流造成很大压力。

比如去年兑付期限一延再延的吉林信托旗下的汇融16号信托，虽然这只信托的发行

规模只有2.2亿元，但是这笔信托发行时（2017年2月6日），中弘股份的债务本息已经高达230.49亿元，资产负债率高达69.3%。在去年到期时，中弘累计向包括12家信托在内的35家金融机构融资，债务本息高达382.29亿元，资产负债率高达85.07%，最后该信托计划违约。

另一方面，融资方抵押物变现、担保方筹款都需要较长的时间。比如中信信托的“舒斯贝尔特定资产收益权投资集合信托计划”，不幸赶上房地产调控，加之项目管理不当，导致工程进度迟缓，最终难以回款如期兑付。这个项目增信措施良好，作为抵押物的土地使用权估价为12.75亿元，较发行规模7.1亿元溢价79.58%。但是由于抵押物价值过高，变现困难。第一次拍卖时8折都没能变现，经过四轮拍卖才完全变现，最终信托项目延期三个月才得以兑付。

3.借新还旧

对于融资方是举新债、还旧债的项目一定要谨慎投资。这种情况下，融资方要重点关注融资方是暂时性流动危机，还是资金链出现问题。如果是长期资金链紧张，一旦信托到期时，融资方没法通过获得新一轮融资，信托就会陷入兑付危机。

比如2015年违约的渤海信托旗下的安徽大雄信托计划。安徽大雄在项目成立前就已经负债累累、官司缠身。这笔信托计划是受让安徽大雄的华东商贸城三期项目收益权，期满后安徽大雄通过回购回收收益权。然而这笔贷款一共募集1.48亿，其中1.09亿元都用来偿还前期贷款，余款支付了前期工程款、营销费、招商费等费用，根本没有用在质押了收益权的标的，结果补足了前期的资金缺口，却没能募集到资金填补该项目的资金缺口。在信托结束前，作为主要还款来源的项目就已停工，沦为烂尾工程。尽管渤海信托企图通过重组或项目整体转让的方式追回信托款项，并采取保全措施催促融资人还款，但没能达成，最终找到第三方接盘。

4.交易结构不清晰

清晰的信托交易结构应该是信托公司募集资金、直接管理、代为投资，由信托机构全权负责打理信托财产。然而，很多项目的募管投环节拆分由不同金融机构负责，一个信托计划里面一环套一环，比如信托套信托、信托套资管、资管套信托、又或者信托套有限合伙，这种复杂的交易结构很容易导致各方都不愿对信托计划负责，资产运作松懈，出现兑付危机后问责更是难上加难。根据相关数据显示，近几年出现兑付危机的项目中30%都是交易结构复杂的项目。

2014年违约的国元信托旗下的一只单一资金信托，就是典型的资管和两只信托3层相套。华宸未来资管将募集到的资金委托给国元信托，再由国元信托用单一信托投资于湖南信托设立的淮南志高融资单一信托计划。然而，由于志高集团还款失败，

湖南信托违约，连带国元信托、华宸未来资管相继违约。虽然湖南信托上诉成功，志高集团偿还了全部本息及罚息，担保人承担连带清偿责任，但是如果一旦所欠款项无法追回，三家势必陷入推脱责任的状况。

5.明股实债

所谓明股实债，就是信托公司先行购入股权，通过股权购入款的形势向融资方发放贷款，到期后由融资方回购股权，表面是是股权买卖，实际上是贷款发放。这种形式在信托融资中非常常见，但是其风险性却比普通的信托贷款高，如果融资方陷入破产重组，信托公司很难以股东的身份主张普通债权分配。

第一例明股实债的案例是新华信托。新华信托的“湖州凯旋”融资方湖州港城置业破产清算中，新华信托被债务人（湖州市吴兴区人民法院）否认普通债权人身份，后新华信托上诉至湖州中级法院，该信托财产2.5亿元中只有1.3亿元被确认为普通债权，参与财产分配。最终，在港城置业破产清算中，港城置业持有的712万份信托受益权和该信托债权相抵，新华信托共收到1486万破产清算款。

机构选择：选择靠谱机构的四个要素

从短期来看，信托行业经过前期快速扩张后，如今迎来兑付潮。但是由于经济下行、企业经营绩效下滑、市场流动性紧缩等原因，兑付潮很容易演变成违约潮。这将倒逼行业规范、理性发展。

长期来看，资金端信托行业收益率持续领跑，资产端通道业务限制、房产调控相对放松，将会逐渐步入行业复苏期。在刚兑被打破，单纯选择高收益率产品的时代已经过去，信托投资重回理性的时期，需要综合评估做出投资决策。

首先就是选择信任的信托机构。信托机构“受人之托，代人理财”，信托财产进入信托计划后就被隔离，信托机构的理财能力决定了信托财产的收益和风险。虽然我国信托业有严格的准入标准，2007年后就没再发过信托牌照，68家信托机构都是背景强大的老字号，但是在信托违约常态化下，优中选优是保证安全的基础。

目前市场上正常运营的68家信托机构中只有11个是大型民企控股，剩余57家都是央企、地方国企甚至政府直接控股，3家信托公司已经上市。

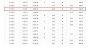
从股东背景来看，目前正常运营的68家信托机构中，从控股股东看，有28个地方国企系、11个民营系、27个央企系、2个政府系。其中10个有政府机构直接持股，9家有外资参股，13家金融机构混业经营，3家有事业单位直接持股。在2018年最新信托业协会行业评级中，有22家机构获得A级，7家B级。

从是否上市来看，目前已有两家信托公司登陆主板上市和一家港股上市公司。A股上市的安信信托（600816.SH）和陕国投A（000563.SZ）产品安全性较高，可查资料中的几款违约信托都进行了刚兑，公司抗风险能力强，2017年安信信托和陕国投的风险覆盖率分别为215.33%和168.49%。唯一一家登陆港股上市的山东信托（1697.HK），近年来却因为跃进式贷款接连踩雷。可查资料显示，2018年以来山东信托踩雷3个项目，其中奥马电器信托已经强制执行。2018年山东国信去年年初还因为违规向不符合贷款条件的房地产企业提供融资，及部分政府融资平台业务由地方政府变相提供担保，被山东银监局罚款40万元。

图表11：68家信托机构经营情况

央企、金融	国投信托	4,386.05					
央企、金融	大森信托	1,684.84				0.00	119.30
央企	中核信托	16,100.00	A	6.95	17	5.43	167.00
央企	中航信托	6,177.95	A	5.96	49		228.80
央企	中融信托	13,930.31	A	7.19	8		
央企	中建投信托	5,319.23		6.75	26	3.25	179.40
央企	中海信托	4,097.00				0.00	130.99
央企	英大信托	5,426.00				0.25	225.00
央企	五矿信托	9,921.00	A	6.96	16	10.37	209.52
央企	外贸信托	7,497.04	A	6.75	25	0.04	151.29
央企	昆仑信托	10,647.25		7.08	10	7.94	131.88
央企	华鑫信托	6,322.22		5.53	53	0.01	112.35
央企	华能信托	10,249.37	A			0.17	143.60
央企	华安信托	5,778.00		6.00	47	8.43	161.11
民营企业、政府	中江信托	5,360.49		6.93	18	0.01	

本文源自如是金融研究院



更多精彩资讯，请来金融界网站(www.jrj.com.cn)