

特约作者：一个信托从业者

大家都在谈信托转型，包括信托公司、信托从业人员、监管部门、金融同业、专家学者等。信托转型之路千万条，每个人看法可能都不同。信托为什么要转型，信托的问题根源在哪里，信托转型的“牛鼻子”究竟是什么，是首先应该回答的问题。

一、信托转型十年回顾

回头看，信托转型已经谈了十余年，也实践了十余年。2020年以前，真的是“年年难过年年过，年年过得还不错”，转型更（基）多（本）停留在口头上，心里其实还是有数的（继续干传统“三板斧”业务），几次转型尝试也因碰得遍体鳞伤差点要了半条命而以失败告终。

大致总结下来，从2010年起，信托转型实践做了三轮尝试，第一轮是2010-2012年转型能源行业，主要是给煤炭企业融资，看也看不懂，管也管不住，最后的结局是成了接盘侠、被人收割（骗）了。

第二轮是2015-2017年，叠加货币宽松、监管相对友好、资产荒、资本市场癫狂等因素，转型资本市场业务，主要是通过定增或二级入股上市公司、新三板基金、并购基金或配资、股票质押融资、上市公司信用贷及少量一级股权投资等，最后的结局是一地鸡毛，很多被收割得渣都不剩。

第三轮是2020年至今，主要转型方向包括银行债券池通道、家族信托、服务信托、非标城投债转标、城投债资金池、地产股（名）权（股）投（实）资（债）、上市公司定增及可转债等，银行债券池通道是比搬砖的性价比还（倒）低（贴）的活儿；家族信托和服务信托解决不了生（吃）存（饭）问题；非标转标和城投债资金池未根本解决风险市场化转移问题；地产股权投资如果项目甄选能力和投后管理能力没跟上，那在本轮民营地产风险中一定是伤痕累累、损失惨重；用债性的资金去做股性的投资，资金属性及期限都错配，非长久之计，不宜鼓励。

二、信托为什么要转型？

信托之所以要转型，跟监管政策、市场环境变化关系不大，主要还是因为自身过去的商业模式不可持续。一头是资金端，需要持续进行刚兑；另一头是资产端，不可能不出风险，赚着1-3个点的融资利差，承担着本金全损的投资风险，一单项目出险一年甚至几年白干，风险与收益、资金与资产不匹配，账最终是算不过来的。

风险暴露后，信托公司选择的应对方式，要么是股东持续增资，要么是表内外、体内外资金池运作。过去市场好的时候，风险大都在发展中解决了，通过时间换空间

、以盈补亏具有可行性。

但2018年民营实体、2021年民营地产受降杠杆冲击，两轮所暴露及积累的风险，仍指望通过赚这点利差来补几亿、十几亿甚至几十上百亿的窟窿，逻辑不通，也不现实，因为你不是神，不能保证后面不新增风险，何况那么高的融资成本、高收益对应高风险是最基本的金融常识；过去风险控制得好或是顺利化解了，主要不是你能力强，部分因素是你比别人更胆小、谨慎、尽责一些，更多还是得感谢市场和政策赋予的时代大势。

上述商业模式下，信托公司整体已变为一颗巨大的雷，每个现任者小心翼翼、战战兢兢地把它传递给继任者，但总有一天捂不住，会爆炸的。所以我们才会看到一些机构，头一年还是市场明星、优秀典型，不良率是0、评级为A，第二年不良率飙升至50%多甚至超90%，负面缠身、摇摇欲坠甚至直接躺倒。

三、信托的问题根源在哪里？

监管部门从2020年开始压降非标，每年压降20%，目标是五年内清零。非标早已如同非法，人人喊打。那非标是否就是罪魁祸首、万恶之源呢？

从法律及规章来看，非标并非非法。《信托法》并未禁止通过贷款的方式运用信托财产，《信托公司管理办法》和《集合资金信托计划管理办法》都明确规定信托公司可以贷款（债权）方式运用信托财产。而且，由于宏观调控及监管政策导向，金融供给矛盾始终存在，一方面市场上有很多资金待投放，另一方面是很多企业要发展却拿不到资金，信托非标在特定历史时期很好地发挥了金融中介和资金融通作用，在促进经济发展、居民财富保值增值、保持社会繁荣与活力等方面做出了贡献。这与伪金融创新、庞氏骗局的P2P赤裸裸诈骗收割老百姓财富是有天壤之别的。贷款只是一项金融工具，原罪不在它，这个锅不应该它来背。

那信托的问题根源在哪里呢？当然是刚兑。很多人也都清楚，只是出于各种原因选择了回避，有的是不愿意在自己任内打破刚兑、承受压力，有的为了短期业绩和职业发展考虑，有的为了继续捂住赚些个人收入，等等。刚兑对信托公司、其股东、监管部门、金融市场而言，都是不可承受之重，总会有滚不动的一天。从商业逻辑讲，股东也会算账，不可能持续增资；而监管也不可能任由资金池野蛮增长；风险再怎么掩藏延滞也总有浮出水面的一天，就像武汉金凰帮助一些机构接不良，本轮暴露流动性的地产商也有类似情况（正常企业谁会通过接不良来换取融资）。

四、正视并抓住信托转型的“牛鼻子”

信托的问题根源并不是非标。非标不等于刚兑。“一法两规”对此均有明确规定，

受托人以信托财产为限向受益人承担支付信托利益的义务，信托公司不得承诺信托财产不受损失或者保证最低收益，信托计划不承诺保本和最低收益，信托公司依据信托计划文件管理信托财产所产生的风险由信托财产承担等。资管新规又一次系统重申和确认了破刚兑的原则和要求。刚兑是特殊历史时期的畸形产物，是市场主体的自主选择，在欧美资产管理历史上也有过刚兑。

自上而下，从监管到
市场主体，从资产端到财富端，需要正视
信托转型的“牛鼻子”——刚兑

，不能再掩耳盗铃了。从去年初开始的本轮地产行业性风险看，除少数几家公司外，大部分信托公司都兑不动了，固有财产固化越来越严重，资金池发行及地产项目募新还旧也越来越难。实际上，打破刚兑在信托行业早已开始，2019年的青海省投、贵州政信，2020年的北大方正、苏宁、天洋控股，2021年的华夏幸福、恒大、新力、宝能、蓝光、奥园、世茂、富力、佳兆业、当代等，民营、国有、混合所有制的大小信托公司都有涉及。

站在信托行业、金融市场长远健康发展角度出发，全面打破刚兑势在必行，否则信托制度在中国会永存，但信托公司则可能消失。刚兑的恶果，会导致行业“劣币驱逐良币”，谁刚兑，谁做大做“强”，市场化、法治化的行业良性发展机制和逻辑无法形成，资产管理能力不可能真正锻造出来；而且风险越滚越大，这颗雷离临爆点越来越近，随着一颗颗雷的点爆，必然导致“一人生病，全家吃药”。

五、政策建议

与其花大力气对非标进行围追堵截，不如拿出刀刃向内的勇气和魄力，立足市场化、法治化原则，围绕打破刚兑进行系统的顶层制度设计。主要包括：一是持续宣传“卖者尽责，买者自负”的资产管理理念和文化；二是参照证监会，研究制定完善尽职调查工作指引，把“一法两规”及资管新规中受托人不尽职履责则赔偿的原则性规定做实做细；三是建立健全信托投资者的公益、行政及司法救济机制，设立投服中心为投资者提供调解、公益诉讼等服务，畅通投资者向监管部门投诉举报渠道，积极配合相关司法审判工作、与最高司法机关协商推动出台司法解释；四是对不尽职、刚兑等行为保持高压查处态势。

信托属于资产管理行业，一定要回归资产管理本源，打破刚兑，从假资产管理转变为真资产管理；同时要回归制度本源，“一法两规”及资管新规已经做出了原则性规定，可以回到制度的原点重新出发。只有这样，才能真正推动提升信托机构的资产管理能力，包括资产获取能力、尽职调查能力、风险控制能力、投后管理能力、风险化解能力等，才能重建市场化、法治化的信托行业良性发展机制。

无论是非标转标、标债资金池、地产投资还是资本市场投资业务，如果刚兑不破，那商业模式就是不可持续的，最终还是死路一条。信托转型之路，归根结底就一条——回归资产管理本源，打破刚性兑付。

本文的筹划前后经历了一年多时间，思前想后，写还是不写，等到岁末年初才动笔，正好一大波产品打破了刚兑。

本文源自资管云