

目录

本期导读.....	2
重磅！银行信托收紧！房企融资通道进一步变窄.....	2
某信托公司频踩雷！投顾+信托通道模式惹祸？.....	2
金融机构去年同业理财规模“腰斩”.....	3
宏观政策.....	3
1 月房企拿地冰火两重天：规模焦虑与拿地的利润取舍.....	3
金融机构去年同业理财规模“腰斩”.....	9
监管政策.....	10
多渠道封堵非标银行私募 ABS 末路.....	10
2018 年信托业十大猜想！.....	15
保险资管.....	27
运用保险资金不能本末倒置.....	27
行业新闻.....	30
重磅！银行信托收紧！房企融资通道进一步变窄.....	30
某信托公司频踩雷！投顾+信托通道模式惹祸？.....	35
信托券商去杠杆 防风险成金融监管主基调.....	41
产品情况.....	43
信托产品.....	43
资管产品.....	43
银行理财.....	43

本期导读

重磅！银行信托收紧！房企融资通道进一步变窄

随着调控持续，楼市进入调整期，房企资金链压力将雪上加霜。

房企融资渠道面临全面收紧的局面。近日恒丰银行一份被曝光内部文件显示，其于 1 月 29 日下发关于暂停受理房地产行业新增授信业务的通知，而恒丰银行随后也表示这是基于银行贷款结构调整作出的正常经营决策，属于暂时性内部管理措施。与此同时，银监会以及各地银监局出政策和开罚单“两手抓”，对违规房地产企业融资实行高压监管。

除了商业银行信贷渠道，信托公司银信合作业务以及房企发债融资也依然受到监管层严控。业内人士表示，房企融资通道进一步缩紧，资金链压力将雪上加霜。随着调控持续，楼市进入调整期，资金获取或成为 2018 年房企业务的关键。

某信托公司频踩雷！投顾+信托通道模式惹祸？

继 2017 年 5 月华宝信托踩雷朗迪集团、农发种业、多喜爱等多只盘中闪崩股票后，近日，华宝信托再次踩雷，它成为继云南信托之后又一家频频遭遇二级市场“闪崩”的信托公司。

据《中国经营报》记者粗略统计，近期以来华宝信托旗下资管产品，先后踩雷泰合健康、金通灵、今飞凯达、哈空调等上市公司，与此前云南信托踩雷一样，

有信托业内人士指出“投顾+信托”通道模式或许正是信托公司资管产品密集踩雷的原因所在，而目前随着监管的收紧，这一模式的空间将越来越小。

金融机构去年同业理财规模“腰斩”

金融强监管、去杠杆趋势之下，2017 年银行业理财规模增速放缓。银行业理财登记托管中心近日公布的《中国银行业理财市场报告（2017 年）》显示，2017 年金融机构同业理财规模大降 51%。

银行理财规模在经历 2011 年到 2015 年的年复合增长率超 50% 的快速扩张后，这两年速度慢了下来。银行业理财登记托管中心统计，截至 2017 年底，全国银行业理财存续余额全年增速同比下降 21.94%，月度同比增速连续 8 个月下降。金融机构同业类产品存续余额为 3.25 万亿元，较年初大幅减少 3.4 万亿元，降幅高达 51.13%，占比较年初降 11.88%，同业规模和占比较年初“双降”。

宏观政策

1 月房企拿地冰火两重天：规模焦虑与拿地的利润取舍

2 月 1 日下午，在苏州的一场土地拍卖中，龙湖地产以 40.72 亿元的价格获得吴中区的两宗地块。当日上午，龙湖还斥资 55.78 亿元在杭州获取两宗土地。一天之内斥资 96.5 亿元拿地，对于一贯谨慎的龙湖来说，显得颇不寻常。

此前一日，合肥出让6宗地块，旭辉、碧桂园、中梁等知名房企均有斩获。虽然总价不高，但三宗地块的溢价率分别达到168.79%、152.08%和144.43%。

进入2018年以来，全国土地交易仍以“低价走量”为主要特征。土地交易的平均价格和溢价率都不高，流标、流拍案例也时有出现。但土地成交规模仍然较大，凸显出企业仍有强烈的补仓意愿。

考虑到房企在过去两年里大量消化库存，这种意愿不难理解。分析人士指出，由于市场高点已过，“低点时拿地”的惯性思维，是驱动房企在近期持续发力的主因。

在这背后，是一个更大的时代背景。随着“白银时代”到来，行业竞争愈加激烈，部分房企正陷入“不进则退”的焦虑中。其中，大中型房企的焦虑感尤其强烈。

“不进则沉没”

中原地产统计显示，2018年1月，房地产企业延续了去年拿地的积极性。当月，有20家企业在土地市场斥资超过30亿。其中，5家房企的拿地金额超过百亿，分别是碧桂园、龙湖、中海、万科、世茂。

“在调控持续加码的趋势下，房企依然在拿地加速过程中。”该机构表示。

在中原地产的统计口径中，以 5508 亿夺取 2017 年“销冠”的碧桂园是 1 月拿地最多的企业，该公司斥资 187.15 亿，获取 43 宗土地。龙湖的拿地金额为 140.27 亿元，排名第二，但龙湖仅获得 9 宗土地。

大量去库存后的补仓压力，被认为是房企拿地热情不减的原因。

根据国家统计局的数据，2014 年至 2016 年间，房地产企业拿地面积均为负增长。虽然 2017 年这一增速“转正”，但由于 2016 年、2017 年连续出现销售“大年”，到去年末，很多企业的库存仍然不足。

中原地产指出，房地产去库存任务初步完成，一、二、三、四线城市商品房库存去化已十分充分，很多城市的去化周期在 12 个月以下。

与此同时，由于企业对今年普遍维持“小年”的判断，“低点时拿地”的准则也在此时发挥作用。“今年是理论上的补仓时机。”北京某上市房企负责人向 21 世纪经济报道记者表示，由于房屋交易市场降温，土地市场的热度也随之下降，有助于企业降低拿地成本。

在这背后，是房企对规模的普遍焦虑。新城控股副总裁欧阳捷在“首届华夏地产投融资峰会”上指出，资金、土地、客户都在向大企业集中，市场也出现“大象赛跑”的现象。

他认为，由于市场集中度的提高远超预期，大企业面临的情况不是“不进则退”，而是“不进则沉没”。在这种情况下，企业还是要加速奔跑，所以市场能看到的情况是，大企业跑得越来越快。

最近两年来，越来越多的房企祭出规模赶超计划，并为之做出人力资源、结构调整等准备。如阳光城欲在 2020 年实现 3500 亿的销售目标，并从碧桂园挖来朱荣斌和吴建斌的“双斌”组合，该企业还效仿碧桂园，启动跟投机制；新城控股在 2017 年初提出过“5 年冲击 3000 亿”的目标；金科也曾提出“2020 年冲击 2000 亿”的口号。

今年 1 月拿地支出位列第二的龙湖，同样有规模上的野心。1 月 30 日，在 2017 年年会上，龙湖 CEO 邵明晓制定了新的目标，未来三年，龙湖依然要保证行业规模前十，2020 年龙湖会争取跨过 3000 亿。三年内将诞生至少 17 个百亿级以上的地区公司。

为此，龙湖需要在区域布局上聚焦并发力。邵明晓表示，未来三年，龙湖要培育 1-3 个 500 亿元级地区公司、3-5 个 300 亿元级地区公司、5-8 个 200 亿元级地区公司、8-15 个 100 亿元级地区公司。进入时间超过 3 年，但是规模仍在 50 亿元以下地区公司将被消除或合并。

另据 21 世纪经济报道记者了解，部分房企虽未对外公开销售野心，但在内部已经做出指示。某闽系房企北京区域负责人透露，今年北京公司的拿地和销售计划都有所上调，其他的区域公司也大都被分派了更高的销售目标。

态度趋于谨慎

在房企仍然维持较大拿地规模的同时，对土地市场的态度却趋于谨慎。2018 年以来，低总价、低溢价继续成为土地市场的特征，且流拍、流标的案例开始增多，北京就出现三宗土地流标案例。

中原地产首席分析师张大伟向 21 世纪经济报道记者表示，这与房企的资金状况趋紧有关。他表示，大部分房企的销售回款仍然充裕，但由于今明两年将迎来偿债高峰，因此用于拿地的资金仍然相对有限。

与此同时，融资政策的从紧，也使房企的资金成本不断提高。

1 月 25 至 26 日，银监会在 2018 年全国银行业监督管理工作会议中提出，今年将继续防控金融风险，将在降低企业负债率、严格控制高负债企业融资的同时，控制居民杠杆率的过快增长，继续遏制房地产泡沫化。这一表态被认为延续了内地融资政策趋严的基调，并继续迫使房企谋求海外融资。

但由于美元升值预期带来的汇率压力等，海外融资的成本要明显高于内地。中原地产指出，房企在 2016 年的平均发债成本在 4% 左右，且多为人民币债务。到 2017 年，美元债务占比上升，平均融资成本也升至 5%-6% 的水平。今年以来，美元融资成为主流，部分房企的发债成本上升到 8% 以上。

“从去年开始，总部授予的拿地权限就有所收紧，以前通常相当于 50% 以上的溢价，并允许竞标配建保障房。最近已经降到 20%-30% 的溢价水平。”前述闽系房企人士表示。

该人士指出，这同时也考虑到了调控政策的因素，因为无论总部还是北京公司，都预期“限价令”不会很快放松。而对于企业来说，通过顺畅的销售获得回款，仍是调控从严环境下的第一目标。

好消息在于，在监管层督促下，当前热点城市的供地规模已明显加大，使得企业有了更多选择余地。

以北京为例，出于进军北京市场、巩固市场占有率、占据品牌传播高点等考虑，过去房企会获取一些限制条件多、盈利空间小的“亏本项目”。如今，一些品质不佳的地块会被企业选择性放弃，其面临的争夺并不激烈，甚至遭遇流拍、流标。1 月 25 日，北京出让的两宗共有产权住房地块，就因无人报价而流标。

中原地产认为，在政策调控从严、企业预期下降的情况下，今年土地市场仍会维持“低价走量”的平稳局面。除非热点城市推出限制性条件较少、地段优质的热门地块，否则对土地的争抢并不会太激烈。

该机构还指出，近几年来，与成本相对较高的招拍挂市场相比，房企更青睐以并购方式获取项目，这种情况在未来还会延续，并购的金额和频次都将呈现上升趋势。因此，与相对平淡的土地交易市场相比，并购市场的动向更值得关注。

金融机构去年同业理财规模“腰斩”

金融强监管、去杠杆趋势之下，2017 年银行业理财规模增速放缓。银行业理财登记托管中心近日公布的《中国银行业理财市场报告（2017 年）》显示，2017 年金融机构同业理财规模大降 51%。

银行理财规模在经历 2011 年到 2015 年的年复合增长率超 50% 的快速扩张后，这两年速度慢了下来。银行业理财登记托管中心统计，截至 2017 年底，全国银行业理财存续余额全年增速同比下降 21.94%，月度同比增速连续 8 个月下降。金融机构同业类产品存续余额为 3.25 万亿元，较年初大幅减少 3.4 万亿元，降幅高达 51.13%，占比较年初降 11.88%，同业规模和占比较年初“双降”。

从 2017 年初银监会 53 号文、7 号文，到年末“一行三会”公布资管新规征求意见稿，监管部门对同业和理财投资实行穿透式监管，严控投向、降低杠杆贯穿全年。今年 1 月以来，邮储银行甘肃武威文昌路支行违法违规套取票据，涉案票据票面金额 79 亿元，非法套现挪用理财资金 30 亿元，被罚没 2.95 亿元；工商银行黑龙江省分行辖内十余家分支行违规销售对公理财案件，涉案金额 54.7 亿元，被罚金额累计 3350 万元。

多起大案大额罚单释放监管层重点规范同业、理财、表外业务的信号。2017 年底，国有大型银行、城商行理财产品规模较年初分别增长 5.73%、7.27%；全国性股份制银行、农村金融机构存续余额较年初分别下降 1.72% 和 4.27%。

东北证券分析，股份制银行理财增速以及占比下降，主要是央行的宏观审慎评估体系（MPA）考核，对广义信贷增速有所限制，股份制银行为达到考核标准，不得不降低理财增速。不过，在金融去杠杆背景下，监管层剑指同业理财，打击理财空转，理财规模增长趋势放缓是大趋势。

此外，截至 2017 年底，标准化资产成为银行理财资产配置的主要资产，债券、银行存款、拆放同业及买入返售等标准化资产共占理财产品投资余额的 67.56%。其中，债券资产配置比例为 42.19%。

监管政策

多渠道封堵非标银行私募 ABS 末路

“我们现在已经不做 ABS 了。”银行业信贷资产登记流转中心（下称“银登中心”）的相关业务负责人告诉经济观察报记者。

一位城商行同业业务部高级经理告诉经济观察报记者，据他了解银行依然在发行私募 ABS，只是之前风险计提 20% 已经行不通了，都要计提 100%；同时银行理财不能投本行的私募 ABS 劣后级。

私募 ABS 是在银行大量出表需求，实现非标准化债权资产转化为标准化资产的大背景下产生的，一般而言非标资产经过资产证券化就能成为标准化资产。

但是由于在银行间发行资产证券化速度较慢，银行尤其是中小银行会绕道银登中心、报价系统、金交所等场所发行 ABS，经过这些渠道发行的 ABS 不能完全算作标准化资产，只能说是类资产证券化产品。但是有些银行却将其作为资产证券化产品看待，套用资本管理办法相关规定，按 20% 的风险权重计算 AA- 及以上优先级部分的风险加权资产。另外银行理财直接或间接投资本行劣后级的做法也受到质疑，因为风险其实没有出表，没有真实转移。

从 2017 年末开始，资管新规征求意见结束后，多渠道围堵非标的监管政策密集出台，对私募 ABS 产生了重要影响，银行发行私募 ABS 不能再监管套利，同时私募发行渠道也在收紧。对于未来资产流转，有银行人士认为必须考虑合规卖断劣后，培育合规的劣后市场，解决劣后的难题，否则在商业银行监管创新的动力下，会不断演绎出监管不愿意看到的套利行为。

监管套利嫌疑

金融去杠杆、MPA 考核压力背景下，商业银行资产出表、实现非标转标的需求十分旺盛，尤其是业务规模发展较快的中小银行。

据经济观察报了解，发行银行间市场公募 ABS 是典型的出表工具，银行信贷 ABS 按发行场所区分，可以分为银行间、交易所、报价系统、银登中心、无发行场所五类，其中银行间发行的为公募产品，其余为私募产品。一般而言，银

行私募 ABS 的基础资产为银行信贷或类信贷资产，主要可以分为三类，分别是自营贷、自营非标资产和理财非标资产。

相对于私募 ABS，银行间发行 ABS 效率较低、程序繁琐，面临的监管审查和信息披露严格，对出表资产的限制较多，首次发行信贷 ABS 要在当地银监局进行准入资格审查，然而流程往往非常漫长，而私募 ABS 对底层资产质量和审查流程更宽松，因此对于一些出表需求强烈的中小银行，为了实现快速便捷的资产出表和流转，往往会选择发行私募 ABS。

除了发行速度快和便捷之外，私募 ABS 的兴起很大归功于资本占用比例小。根据《商业银行资本管理办法（试行）》附件 9——《资产证券化风险加权资产计量规则》，对于评级 AA- 及以上的资产证券化产品，应按 20% 而非 100% 风险权重计提资本，事实上私募 ABS 产品并非是由监管认可的 ABS 产品，但是过去银行普遍参照 ABS 的资本计提方法。这意味着银行从计提资本角度来说，投资 5 个亿的 ABS 优先级资本占用相当于发放 1 个亿普通企业贷款的资本占用，这样也就大大减少了计提拨备。

但这一点也很快引起了外界的质疑以及监管的关注。

2017 年上半年，北京、江苏银监局发现市场上一些非标金融产品在设计上借鉴了资产证券化产品的思路，部分银行在发起和投资这些“类资产证券化产品”

过程中，出现了混淆概念和监管套利行为，虽然没有直接点名私募 ABS，但也是对这一类型产品及套利模式的问题进行了披露。

银监局认为商业银行与非银行金融机构合作，设计和发行此类“类资产证券化产品”这一行为本身并不违规，但考虑到其特征这类产品不是资产证券化产品，部分商业银行投资此类产品的优先级部分后，仅根据其产品名称中有“资产证券化”字样，就将其作为资产证券化产品看待，套用资本管理办法相关规定，按 20% 的风险权重计算 AA-及以上优先级部分的风险加权资产，这是违规的，属于资本套利。

此外此类产品模式存在的问题还有资产出表，但风险却不真实转移。“本行理财直接或间接投资本行的劣后，在当前理财风险隔离现状下，可能存在底层资产的风险没有完全传递给投资人的情况。即便是有财产权信托做了所谓的 SPV 风险隔离，但劣后级收益率普遍很高，如果大部分底层资产收益仍然以管理费形式保留在出表银行，出表行而言能否真实出表值得商榷，或许并没有将风险和收益完全转移出去。”一位熟悉信贷资产证券化的律师认为。

私募 ABS “末路”

上述只是地方局对私募 ABS 的“质疑”，并不能产生实质性的效力。但随着中国金融强监管信号不断释放，私募 ABS “末路”终于来了。

从 2017 年末开始，资管新规征求意见结束后，多渠道封堵非标的监管政策密集出台，对私募 ABS 产生了重要影响。其中《关于规范银信类业务的通知》（55 号文）里规定在银信类业务中，商业银行作为委托人设立资金信托或财产权信托，信托公司仅作为通道，信托资金或信托资产的管理、运用和处分均由委托人决定，意在遏制信托通道，而私募 ABS 大多就是以财产权信托做 SPV 风险隔离；银监会 1 月 5 号发布的《商业银行大额风险暴露管理办法》征求稿中，核心的内容是：商业银行自营资金投资资管计划或 ABS 的时候，如果不能穿透至底层最终债务人，识别底层资产信用风险，则需要将所有不能穿透识别的此类投资加总，用一个“匿名客户”来虚拟核算单一集中度，不超过一级净资本的 15%，按照《办法》规定的穿透识别，对 ABS 的信息披露提出了更高的要求。2018 年 1 月 13 日，银监会发布《2018 年整治银行业市场乱象工作要点》，其中就包括了整治“以信贷资产或资管产品为基础资产，通过特定目的载体以打包、分层、份额化销售等方式，在银行间市场、证券交易所市场以外的场所发行类资产证券化产品，实现资产非洁净出表并减少资本计提等”一点，在多位金融资管人士看来可谓对私募 ABS 的彻底“封杀”。

政策影响立竿见影。经济观察报记者从银登中心获悉，银登中心已经不再发行 ABS 产品，而根据媒体稍早前报道银登中心目前也已停止接受资金来源为募集型资金的委托贷款挂牌转让。

中金固收团队发布研报建议有条件的银行可以先进行公募信贷 ABS 发行申请并尝试发行首单产品，以应对监管收紧后出表渠道缺失的问题，同时该团队预测由于公募渠道对基础资产会产生限制作用，因此部分中小行可能不得不放缓对部分行业信贷资产的增速。

一位西部城商行同业业务部高级经理告诉经济观察报记者，据他了解银行依然有在发行私募 ABS，只是之前风险计提 20% 已经行不通了，都要计提 100%；同时银行理财不能投本行的私募 ABS 劣后级，目前仍允许本行理财持有他行的私募 ABS 劣后级，但是不可以是互持，风险必须出表。“如果不允许商业银行理财资金对接本行信贷资产，那么需要考虑允许他们如何解决劣后难题。否则在商业银行监管创新的动力下，会不断演绎出监管不愿意看到的套利行为。”中信银行从事信贷资产流转和资产证券化研究的李利认为。

对于未来资产流转的建议，李利建议从外部解决渠道而言，合规卖断劣后，必须培育合规的劣后市场，需要允许、引导、培育此类风险偏好投资机构。

2018 年信托业十大猜想！

猜想一：严监管深化，合规管理压力骤增

2017 年金融工作会议、十九大报告以及 2018 年金融经济工作会议已经确立严监管的工作方向，而从 2017 年监管行动和处罚力度看，这就是新常态，而不

是一阵风。2017 年，监管部门已加大信托公司处罚力度，全年罚单 23 张，主要由中东部监管部门开出。但是，微观审慎监管力度并不强，这也导致在券商、基金子公司去通道的情况下，通道业务回流并继续膨胀。

2018 年，金融严监管依然延续，一个是在 2017 年全面风险排查后，监管部门会进一步聚焦重点领域，诸如同业投资、表外业务、影子银行、资管业务等，并针对重点风险领域加快修订、制定监管政策，弥补监管短板。同时，从 2018 年高层表态看，金融领域反腐也会增大力度，而且会涉及监管部门、金融机构，这无疑会进一步加大监管部门的工作压力，进而向下传导到金融机构。

具体看，2018 年信托业监管形势会比 2017 年更加严峻。通道业务、房地产融资、政信合作、证券投资信托、投资者保护、金融反腐等都将作为信托业监管的重要，监管处罚将会升级，罚单料不会比 2017 年少，通道业务继续较快增长、房地产信托还在大干的信托公司会面临更多窗口指导，甚至监管处罚。严监管形势下，信托公司合规风险管理压力会进一步增大，在以业绩为主导的文化下，信托公司合规管理依然薄弱，未来需要加强这方面的能力建设，做到依法合规经营。近期看到三井住友信托银行的经营理念，第二条大意就是要以受托人的精神加强自律，进行稳健经营，建立客户信赖的基础，这是我在国内信托公司经营理念里所没有看到的。所以，信托业的合规管理除了参照现有屈指可数的条条框框，最终还要落实到作为受托人的审慎忠诚职责上，这才是区别信托公司与其他金融机构的根本。

猜想二：通道业务遭压缩，2018 年信托规模将负增长

通道业务是整个资管行业规模增长的关键驱动力，目前信托、券商资管、基金子公司的通道业务规模均占到了总规模的 70% 左右。2007 年以来，信托监管史上仅有两次针对通道业务规模有明确的限制，一次是 2010 年左右的银信合作，明确要求压缩规模，并按季度进行报告，2011 年的银信合作规模确实有明显下降；第二次就是 2017 年 55 号文，在再一次对通道业务进行规范，并限制增速，从目前市场看，部分区域监管部门已经开始要求通道业务存续规模只增不减，个别信托公司被给出了明确的压缩规模目标。

2018 年，通道业务将面临更加严格的窗口指导、监管政策要求，也是重要的合规风险点，这也将限制部分信托公司追求规模发展的热情，做大规模好时代已经不复存在。由于通道业务占比达到 70% 左右，那么 2018 年通道业务规模压缩的负面影响将是非常明显的，即使按照银信通道业务存续规模只减不增，而其他嵌套、绕监管业务将在央行资管新规出台后逐步消失，那么 2018 年全年通道业务仍会有一定猥琐，加之主动管理业务规模增速也会有所下降，那么这样看来全年信托业务规模将自 2010 年首次有统计数据以来第一次出现负增长。由于 2018 年到 2020 年将是这一轮信托高增长后的清算时期，考虑严监管持续，那么通道业务规模收缩节奏将会逐步增大，整个行业将经历一个明显的挤水分、提质增效的过程。

猜想三：信托业务资产端仍将好于资金端，项目落地率是关键

2017年，资产端与资金端供求已经开始出现不平衡，资金匹配难度增大，但是好在银行理财、保险资金仍有一定匹配意愿和业务空间。

2018年，资产端与资金端将会更加失衡，表现为资金端募集资金速度会下降，而成本会进一步上升。一是货币政策依然维持略紧平衡状态，而且主要通过OMO提供短期资金，仍然无法解决长期资金紧缺的问题。二是2018年存款增速可能会依然处于低位，而监管部门逐步削减了银行同业存单发行量，银行在被动负债和主动负债两端进一步受到挤压，整个社会货币创造难度增大。三是严监管的重要思路是回归本源业务，减少嵌套和中间环节，那么现在来看表外业务回流表内业务的趋势更加明显，以银行对其他非银行机构债权看，增速下降明显，未来同业投资等涉及资金空转的业务行为将会受到更大限制力度。三是目前通过信托融资的企业主要仍是房地产、政信以及低评级企业，2018年这些企业主体违约风险会进一步上升，也会导致银行、保险等金主更加审慎。

总之，2018年你有再多资产，不能落地，都是海市蜃楼。那么，可以预见2018年信托公司将会加大财富条线建设，以解决现实问题；另一方面，信托公司还需要更加了解资金方偏好，找对思路，提高地接效率，不然那一堆别人都有的房地产、政信平台等市场遍地都是的项目，也是在做无用功，这就涉及信托公司资产端布局问题，涉及管理层的战略眼界问题。

猜想四：打破刚兑后的投资者情绪转变与信托公司自我约束

刚兑一直是信托业广受欢迎的护身符，然而对于刚兑的诟病也越来越多，2018 年即将出台的资管明确规定打破刚兑，当然这不只是信托，而是整个资管圈面临的问题。

需要重点关注的是，打破刚兑后需要关注个人投资者的情绪变动，当然如果一直挣钱的话，估计投资者也不太会思考打破刚兑的意义，毕竟投资信托的收益率还是相对较可观的，有可能需要通过违约项目来一场实实在在的投资者教育。当然，从根本上来讲，非证券投资类信托业务打破刚兑后，部分投资者是不太适合再继续投资，因为对于这样一个项目，需要很深入的财务、金融分析，很多投资者根本没有合格能力，那么倒是真正的 TOT、专业信托理财经理的作用会有更大发挥空间。而且，打破刚兑后，信托公司购买信托产品考察的重要因素从资本实力和信托产品大类，逐步转向信托公司管理能力、服务质量、产品细节。

从另一个角度看，打破刚兑可能减少了信托公司兑付压力，但是这并不是说信托公司完全可以充当旁观者，直接成本会降低，但是隐性成本会加大。信托公司作为受托人需要做到更多，诸如信息披露、尽职调查、后期管理、公示信托报酬率、风险揭示充分性、投资者投资适当性等，是否做到这些环节就足够了，那么按照国际信托业经验，表面做到这些是不够的，尽然作为一个经营营业信托的

盈利机构，在上述环节的表现是否具有充分的专业性，是否能够对得起所收取的信托报酬率。刚兑过往解决了受托人与受益人利益一致的问题，需要用实实在在的金钱摆平后续出现的问题，不管这个责任到底是谁的；打破刚兑后，在信托文化基础薄弱、投资者保护力度不强的环境中，受托人行为制约力度不足，受托人与受益人利益一致性会有很大降低，这是最大的问题，这也需要加快出台相关监管制度，增强对于信托公司的责任边界划分和履责监管约束。

猜想五：个别信托业务风险有可能增大，舆情管理难度提升

2016 年以来，随着宏观经济的回暖，企业经营绩效持续改善，偿债能力增强，进一步改善了金融机构的资产质量，信托业风险规模业出现了一定下降，存续风险项目也得部分处置。

展望 2018 年，实体企业绩效改善程度会放缓，偿债能力可能有所所化，加之资金渠道有限以及融资成本升高，部分企业债务到期量较大，部分高杠杆企业面临一定风险，2017 年年末部分上市公司集中出现违约，反应了现金流存在问题。2018 年重点关注的问题包括一是房地产行业景气度持续下降，销售回款放缓，部分中小房企资金链紧张程度会上升，有可能出现违约增多的问题。二是部分区域的民企经营风险依然值得关注，不论是政治因素还是过快并购扩张都可能引发一定资金链断裂的风险。三是中央逐步控制宏观杠杆率，加强实体企业去杠杆水平，整治僵尸企业，有可能个别地方政府会允许规模较大的僵尸企业违约，

实现市场出清。四是部分上市公司可能因为监管力度增强资本运作难以维持，股票质押业务难度增大，相关流动性风险上升。

统计数据显示，信贷过快增长后都面临一定违约风险，信托业在 2011 年至 2013 年主动管理业务有明显上升，那么在 2013 年到 2015 年则是信用风险暴露期。在 2016 年以来，信托公司加强了主动管理项目投放，尤其是房地产、上市公司信用贷，2018 年则是考验风险管控能力的时候了。当然，并不是出现违约业并不一定就是多么可怕，及时处置能够有效化解风险，这就需要考验信托公司风险处置能力。而且，2018 年媒体也会关注风险事件，这进一步增大信托公司舆情管理难度。

猜想六：信托公司资本补充仍将延续，资本补充监管制度有待建立

2017 年，信托业增资潮延续，除了原有股东增资，还有更多资本补充的新方式，部分公司开始引进战略投资者、海外上市、发行优先股等，都将会较大的示范和带头作用。

目前看，整个金融行业将更加侧重重资本运营，银行表外业务回流表内，资本压力增大；保险公司将会实施偿二代，基金子公司净资本约束更大，而券商对于自营业务的依赖更强，那么未了做大业务规模，也会加强资本补充。2018 年，信托公司资本补充潮仍将延续，这主要基于目前信托公司整体资本中枢水平抬升，

为了迎合市场竞争以及监管评级导向，有动力继续加强资本补充；信托公司仍处于粗放发展阶段，对于资本消耗仍较大，需要及时补充资本实现做大做强业务；信托公司更加重视固有业务发展，一方面配合信托业务资金投放和过桥，也会有战略性资产配置，持有金融机构股权，实现业务协同。不过从资本补充形式上看，可能除了原有股东增资外，加大引战、上市等其他路径的探索。

相比其他金融子行业，信托行业仅有净资本管理办法，尚未有资本补充机制的监管办法，这部分原因在于信托公司上市、发债等补充渠道还没有打开。然而需要关注的是，虽然《信托公司管理办法》规定除同业拆借以外，信托公司不可以负债经营，然而实际这种突破在近年表现较多，诸如保障基金以自有资金借款给信托公司、信托公司将持有的信托受益权打包进行证券化融资、信托公司将代垫的信托保障基金进行质押发行信托产品融资、信托公司对信托产品出具兜底函等。实际上，信托公司具有资本补充的需求，监管部门应该加强信托公司负债经营监管的同时，所谓堵旁门的同时，还需要开正门，促进信托公司资本补充制度建设、杠杆率等监管指标的完善，提升信托公司稳健经营的基础。

猜想七：经营业绩承压，固有业务收入贡献率会上升

2017 年，信托业经营业绩依然维持低俗增长态势，信托业务收入增速相对平稳，固有业务收入增速有进一步改善，盈利增速有所加快，不过信托公司盈利分化现象还是比较严重的，净利润行业集中度较 2016 年有明显提升。

展望 2018 年，信托业务收入、拨备会对盈利能力有负面影响，而固有业务收入可能随着业务规模以及资产配置专业化水平的提升对盈利能力有提振作用。2018 年，信托业务规模增速因通道业务压缩会承压，不过定价主动权增强以及信托报酬率的提升会部分对冲规模下滑的负面影响，不过整体看信托业务收入增速会有放缓，对业务收入贡献水平会下降。2018 年信用风险有可能进一步放大，这种情况下，信托公司资产质量可能会有所恶化，拨备压力会增大，消耗的营收会增大。固有业务规模继续扩张，如果配置得当，固有业务收入增速会有进一步回升，进而对于整体盈利水平有一定提振作用。预计，2018 年信托业净利润增速将会有小幅放缓，维持低俗增长态势。

2018 年，通道业务规模较大的信托公司由于项目延续性，相关收入还会有定增长，态势不过后续降幅将会逐步扩大，而一直依赖主动管理能力的信托公司则会保持业绩稳健性，不过这其中房地产占比较高的信托公司，2018 年将面临风险管理的考验，进而可能加大资产减值支出。总体看，信托公司经营业绩分化仍会延续，只是分化主体的轮转可能有所差异。

猜想八：转型发展继续深化，差异化经营逐步凸显

创新转型仍是一个比较难的过程，因此在传统业务发展较好的时候，转型发展一般会被搁置；当传统业务发展遇阻的时候，转型发展将会更多提及，并给予

厚望。2013年至2015年，信托业刚性兑付压力增大，传统业务风险偏好下降，在这一时期家族信托、保险金信托等创新业务发展较快。2018年，通道业务受到压缩，房地产等传统业务也会面临更多监管，这个时期转型发展会有更多倒逼的潜力。

转型发展其实不只是业务创新，而是战略和能力的重构，也是专业水平提升的过程，是一个系统工程，可以从三个方面去理解。一是传统业务模式升级。过往房地产业务都是贷款或者假股真债，那么未来则需要优化业务模式，加强股权投资、REITS发展；传统政信业务受到限制，未来可以发展基础产业投资基金、PPP、PPP-ABS等。对于传统业务而言，需要进一步提升专业水平，赋予更多管理、技术附加值，进一步构造与国际另类业务相一致的业务模式，即收取基础管理费加超额回报提成的形势。二是加强新业务领域布局，中国经济进入高质量发展阶段，环保新能源、信息科技、医疗健康、消费等领域发展机遇较高，对于新领域的布局则比较考验信托公司战略水平，同时新业务需要较大前期投入，但是一旦做出品牌和声誉，则会有较大新发优势。三是基于信托制度优势的创新业务，这个是比较困难的，诸如我国信托业之前创新的很多产品，但是大规模推广的并不多，短期投入较大，需要有一定试错容忍度。未来，基于老龄化、财产权、私人财富管理等领域的信托业务创新会有较大发展潜力。

创新发展将更多考验信托公司的人和风险管理，对于人而言，习惯于做简单粗暴的贷款，能够有足够能力和意愿做更加不一样的业务模式，这是需要企业文化和内部激励去引导的。对于风险管理，则是原有风险管理标准和思维可能无法

容纳下创新业务，这需要从更高层次去推动或者风控人员更早起就介入到产品设计，否则内耗也会把整个流程拖垮。

猜想九：竞争方向转变，市场集中度上升

随着通道业务的压制，以追求规模增长的粗放模式逐步穷途末路，而以专业能力、创新能力和技术水平的竞争逐步兴起。那么进入新的发展阶段，信托公司竞争手段也会有所不同，诸如规模竞争主要依赖低价、高效等手段吸附客户，而现阶段则需要依赖核心能力、客户服务水平等。

在粗放发展阶段，业务准入门槛低，竞争低端，导致整个行业集中度较低，远低于银行、保险等金融子行业的水平。那么进入发展新阶段，行业集中度会有显著提升，主要在于一是严监管下，大型信托公司合规管理能力以及应对监管政策的变化都要更加游刃有余，合规信托公司发展会加快。二是专业能力建设时间长、见效慢，那么已有主动管理能力的信托公司将会较通道业务依赖型信托公司有更快发展的潜力，市场份额会有进一步聚拢。监管政策未来会加强资本、能力考量，具有扶持市场强者的效应，那么行业领先信托公司将获得更多监管政策优惠。

市场竞争格局的变化，遵循资源优化配置、优胜劣汰的自然法则，不过由于信托业的准入、退出机制无从谈起，未来仍需要加快此方面的监管政策建设，未

来有可能促进信托公司间的兼并重组，同时对于落后或者经营难度增大的信托公司，2018 年将会进一步加快引进战略投资者的步伐，或者进一步变更控股权，达到自我变革和重组的目的，以赶超其他信托公司。

猜想十：逐步拥抱金融科技，提高信息化水平

金融科技蓬勃发展，受益于金融服务覆盖率地以及互联网普及率高等有利因素，我国金融科技应用指数排名全球第一位。金融科技已经成为传统金融的重要威胁，但是它并不是完全以传统金融的对立面而生存，传统金融机构通过拥抱金融科技，将竞争主动权可以牢牢掌握在自己手里。

信托行业自身整体技术水平相对滞后，各类系统建设不完善，以至于与业务相关的大数据价值仍没有得到充分挖掘，这在一定程度上也决定了信托业在金融科技领域的研发、应用和开创性要落后于银行、券商。那么，信托业首先必须加强信息化水平，构建完整的业务运营、管理系统、数据集市，为后续数据挖掘提供基础。此后，可以逐步深入拥抱金融科技，加强金融科技对于客户服务的改善，搭建 APP、电子查询账户等渠道，便于科技及时了解自身投资资产状况；加强金融科技对于业务风险控制的强化，诸如使用各类征信数据筛选和评价客户、建立信用评级模型、建立更加敏感的预警体系；利用金融科技技术服务业务能力的提升，可以将人工智能与证券投资有机结合，开展量化投资、FOF 等，服务于机构等定制化服务需求。

当然，随着金融科技的深入应用，信托业也需要重视信息科技风险管理，诸如黑客侵袭、客户数据资料保密、交易信息中断等风险，只有较高的风险管理能力，才能更好地驾驭金融科技，事半功半，否则一知半解，内部运营基础不牢固，早晚会出现大风险。

保险资管

运用保险资金不能本末倒置

险资运用监管继续从严。近日，保监会发布了修订后的《保险资金运用管理暂行办法》，明确了保险资金运用形式、规范保险资金运用决策机制和运用流程、强化风险管控机制，以及明确监管机构对保险机构和相关当事人的违规责任追究。

“要坚定不移地把服务保险主业作为保险资金运用的发展目标，保障是根本功能，投资是辅助功能，不能本末倒置。”保监会副主席陈文辉在近日举行的保险资金运用贯彻落实全国保险监管工作会议上表示。

《办法》规定，保险资金运用限于银行存款；买卖债券、股票、证券投资基金份额等有色证券；投资不动产；投资股权；国务院规定的其他资金运用形式。其中，险资投资证券投资基金的限制条件，删去了“净资产连续 3 年保持在人民

币 1 亿元以上”条款，规定基金管理人设立时间必须满足 1 年（含）以上；同时明确最近 3 年必须没有重大违法违规行为，对于成立未满 3 年的，要求成立至今没有重大违法违规行为，不再强调“最近 3 年没有不良记录”。

在股票投资方面，保监会保险资金运用监管部副主任贾飙表示，《办法》细化了分类，不再对创业板股票单独设限，而是将股票投资行为分为一般股票投资、重大股票投资和上市公司收购等，保监会将根据不同情形实施差别监管。

“此举旨在推动保险资金分散投资、价值投资和长期投资。”中国保险资产管理行业协会相关负责人表示。

此外，新规明确了保险集团（控股）公司、保险公司购置自用不动产、开展上市公司收购或者从事对其他企业实现控股的股权投资，需使用自有资金，不再单纯指定不使用各项准备金。新规之下，类似“宝万之争”很难再上演。对此，市场分析指出，以后险企将以财务投资为主、战略投资为辅，举牌并介入上市公司经营管理等激进行为将减少，更多是对低估值、高分红等优质上市公司分散、价值投资。

与此同时，根据新规，险资直接从事房地产开发建设、将保险资金运用形成的投资资产用于向他人提供担保或者发放贷款、存款于非银行金融机构、买入被

交易所实行“特别处理”“警示存在终止上市风险的特别处理”的股票，以及投资不符合国家产业政策的企业股权和不动产等其他投资行为，均属违规。

回溯此前险企的快速发展，保费大幅增长备受瞩目，再到日后部分保险公司频频举牌上市公司，惹来争议，原因在于保险资金运用是否合规。此次《办法》的出台，明确保险资金运用必须坚持稳健审慎和安全性原则，符合偿付能力监管要求，根据保险资金性质实行资产负债管理和全面风险管理，实现集约化、专业化、规范化和市场化。

陈文辉表示，当前和今后一段时期，险资运用要坚持服务保险主业，积极引导保险资金服务实体经济、对接国家战略。推进中国保险投资基金设立服务国家战略专项基金，稳步推进支农支小融资试点，从投资端支持商业保险养老产品、个人税延型养老保险产品发展。

据悉，新规强调，保险资金可以投资设立不动产、基础设施、养老等专业保险资产管理机构，专业保险资产管理机构可以设立符合条件的保险私募基金。另外，险企除可以自行投资或委托保险资产管理公司投资外，也可以委托符合条件的证券公司、证券资产管理公司、证券投资基金管理公司等专业投资管理机构开展受托保险资金投资业务。

业内人士表示，这些规定一方面提高了保险资金支持基础设施、养老等重点领域产业的广度和深度，另一方面保险资金直接投资实体经济，缩短了中间环节，降低了资金成本。

对于出现违法违规问题，新规再度强调机构个人双罚机制。由保监会依法予以罚款、限制业务范围、责令停止接受新业务或者吊销业务许可证等行政处罚，对相关责任人员依法予以警告、罚款、撤销任职资格、禁止进入保险业等行政处罚。

行业新闻

重磅！银行信托收紧！房企融资通道进一步变窄

随着调控持续，楼市进入调整期，房企资金链压力将雪上加霜。

房企融资渠道面临全面收紧的局面。近日恒丰银行一份被曝光内部文件显示，其于 1 月 29 日下发关于暂停受理房地产行业新增授信业务的通知，而恒丰银行随后也表示这是基于银行贷款结构调整作出的正常经营决策，属于暂时性内部管理措施。与此同时，银监会以及各地银监局出政策和开罚单“两手抓”，对违规房地产企业融资实行高压监管。

除了商业银行信贷渠道，信托公司银信合作业务以及房企发债融资也依然受到监管层严控。业内人士表示，房企融资通道进一步缩紧，资金链压力将雪上加霜。随着调控持续，楼市进入调整期，资金获取或成为 2018 年房企业务的关键。

银行融资面临严监管

去年召开的中央经济工作会议确定“打好防范化解重大风险攻坚战，重点是防控金融风险”，并明确“促进形成金融和实体经济、金融和房地产、金融体系内部的良性循环”。业内人士表示，目前金融业涉及房地产的业务总体平稳，但金融资源过于集中在房地产行业将产生较大风险，做好这一重点领域的风险防范势在必行。在国家整体房地产调控的基调之下，相关部门对涉及房地产企业融资的违规行为已经体现出监管高压态势。

银监会 1 月发布《2018 年整治银行业市场乱象工作要点》，第五条市场乱象就是“违反房地产行业政策”。上海银监局于 1 月 29 日下发《上海银监局关于规范开展并购贷款业务的通知》，就并购贷款展开进一步规范。《通知》要求，开展并购贷款必须符合规定的原则和条件，并购贷款用途应符合国家法律法规和相关政策，并购贷款投向房地产开发土地并购或房地产开发土地项目公司股权并购的，应按照穿透原则管理。如发现商业银行不符合业务开办条件或违法违规，不能有效控制并购贷款风险的，将采取责令暂停并购贷款业务及行政处罚等监管措施。

从年初至今，各地银监局开出的多张罚单也直指银行为房地产企业提供违规融资的行为。如，浙商银行杭州分行存在向资本金不到位的住房项目发放房地产开发贷款的事实，被浙江银监局处以 20 万元人民币罚款；汉口银行存在通过同业投资通道违规向“四证不全”的房地产项目发放贷款的事实，被湖北银监局处以 50 万元的罚款，3 名相关责任人也受到了警告处分；交通银行厦门分行因违规发放土地融资，内部控制不足，未能防范假按揭、假征信、假评估等，“三查”不尽职，导致贷款被挪用，向四证不全的项目发放固定资产贷款，也被厦门银监局罚款 150 万元。

在宏观调控和监管高压之下，银行对房地产企业的表内外融资也处于一种相对从紧的状态，尤其对于新增授信，一直较为谨慎。在恒丰银行上述内部文件曝光后，一位股份制银行人士也对《经济参考报》记者表示，其银行内部对房地产企业的信贷政策一直是执行“授信余额不增加”。

房企寻求多渠道融资

在银行渠道收紧的背景下，一些有条件的房企也欲加快在债券市场融资的节奏。不过，境内发债的渠道也依然处在严管之下。

最近，不少房企在境内申请发债。2 日，华侨城宣布，证监会批复向合格投资者公开发行总额不超过人民币 130 亿元公司债券。华夏幸福日前也公告称，公司收到上交所关于其非公开发行公司债券挂牌转让无异议的函，发行总额不超过 50 亿元。首开拟进行非公开发行公司债 60 亿元。

不过，记者也了解到，企业获得监管部门债券发行批复并不意味着立刻就能发债，目前，在国家整体的房地产调控基调之下，监管部门仍会严控房企的发债节奏。实际上，尽管房企融资需求旺盛，但境内发行债券渠道依然是收紧的。

和过去两年的整体趋势一致，一些房企将视线投向海外市场，并盯上可转债这一品种。1 月 30 日，中国恒大在港交所发布公告称，拟发行 2023 年到期的 180 亿港元可换股债券，年利率 4.25%。碧桂园方面日前也发行了 156 亿港元可转换债券。同时，公司还以配股的方式融资约 64 亿港元。

实际上，在房企融资通道全面收紧的背景下，资金获得已经成为房企业务的重中之重。连一向以资金链著称的万科，近日也释放对现金流的重视。万科此前发布公告称，万科董事会主席郁亮不再兼任总裁、首席执行官，该职位由祝九胜继任。郁亮坦言，万科一直以来都坚持“以客户为中心，以现金流为基础”，祝九胜的工作就是对于资金的把控。

日前，华远集团原董事长任志强指出，2010-2014 年的 5 年间，房企债务只有 8000 多亿元。2015-2016 年两年间，房企新增债务达到 8500 亿元。据他估算，2017-2019 年房企整体还债规模将超一万亿元。其中，2018 年，还债额度将达 3300 亿元；2019 年额度达到 4700 亿元。

同时，有业内人士表示，从 2015 年和 2016 年房地产企业发行公司债的期限结构就可以预知：2015 年占总量 44% 的房地产公司债采用了 3+2 年的期限结构，有 4% 采用 3+3 模式；2016 年发行的房地产公司债中，分别有 18% 和 7% 的债券采用了 2+1 年和 2+2 年的期限结构，这些结构的公司债都将在 2018 年进入回售期，应警惕回售带来的企业流动性风险。

“房地产业金融环境指数连跌 7 个季度，楼市变盘时点临近。”上海易居房地产研究院研究员赖勤表示，从 2015 年一季度开始，中国房地产业金融环境指数不断攀升，于 2016 年一季度达到阶段性高点，此后便一路下滑至今，由“宽松”变为“偏松”，由“偏松”变为 2017 年第三季度的“正常”，并在四季度变为“偏紧”，已连续下跌 7 个季度。他预计，2018 年一季度，金融环境将小幅收紧，中国房地产业金融环境指数将停留在“偏紧”区间。

同策咨询研究部总监张宏伟表示，房地产行业是典型的高负债行业，在市场调控继续收紧，资金面继续偏紧的情况下，一旦销售状况不理想，企业周转能力受阻，资金链断裂风险急剧上升。因此，能活下来的企业势必要“耗得起”。

张宏伟认为，随着年终行情的退去，一二线城市和三四线城市的销售将先后下滑，预计未来房地产开发企业到位资金同比增速仍将下滑，而结算周期拉长。他预计，2018 年第三季度将成为房企资金兑付压力窗口期。

某信托公司频踩雷！投顾+信托通道模式惹祸？

继 2017 年 5 月华宝信托踩雷朗迪集团、农发种业、多喜爱等多只盘中闪崩股票后，近日，华宝信托再次踩雷，它成为继云南信托之后又一家频频遭遇二级市场“闪崩”的信托公司。

据《中国经营报》记者粗略统计，近期以来华宝信托旗下资管产品，先后踩雷泰合健康、金通灵、今飞凯达、哈空调等上市公司，与此前云南信托踩雷一样，有信托业内人士指出“投顾+信托”通道模式或许正是信托公司资管产品密集踩雷的原因所在，而目前随着监管的收紧，这一模式的空间将越来越小。

对于华宝信托目前遇到的相关情况，华宝信托相关人士回复《中国经营报》记者，“对此，我们不予回应。”

2018年1月3日泰合系旗下上市公司泰合健康开盘后股价一度跌停，股价最低探至6.62元/股，此后公司股价虽然略有回调，但是谷底震荡的趋势并未改变，股价一直在7.3元/股附近徘徊，与半年前的15.48元/股价格相比，几近腰斩。

在泰合健康前十大流通股东中，2017年三季度进驻的华宝信托有限责任公司“华宝丰进”29号单一资金信托计划持有383.97万股，占比0.89%。彼时，泰合健康的股价正处在10元/股左右的高位。据了解，近来泰合健康的股价表现低迷与泰合健康实际控制人，四川“黑马富豪”王仁果的失联风波不无关系。

2018年1月2日泰合健康公告称“公司尚无法与实际控制人、董事长王仁果取得联系，相关信息尚在核实，副董事长胡远洋代为履行董事长职责，公司股票在停牌一周后于1月3日复牌。”

消息一出引发投资者恐慌，泰合健康股票震荡下跌，不过此后的1月20日，泰合健康公告称“近期突然失联的董事长目前已经复联且正常履职，泰合旗下公司日常经营情况正常。”《中国经营报》记者通过微信渠道获得的照片显示，重新露面的王仁果身着便装、表情轻松。

泰合集团近年来快速崛起，其在金融、房地产、大健康、文化旅游、教育、农业等多方面均有产业布局。控股参股多家上市公司、参股数十家金融机构、20 余家高星级或主题式酒店，拥有 30 多家各类子公司等。据公开资料显示，截至 2016 年泰合集团总资产已达 600 亿元。

不过王仁果及其泰合系的崛起一直充满诸多疑团，其在 2015 年收购泰合健康之前一直不为外界所熟知。泰合集团亦在其官网宣称，公司经过非常规跨越式的发展。2015 年 8 月，王仁果持有 60.82% 股份的泰合集团分别从上海华敏和周蕴瑾手中，受让了泰合健康的前身——华神集团控股股东四川华神 5148 万股，占四川华神总股本 72%，从而通过四川华神控股了上市公司华神集团，当时四川华神持有上市公司 18% 股份。

此前泰合健康发布 2017 年业绩预告，称全年将实现净利润 1.6 亿元至 1.9 亿元，更早之前的三季报显示，2017 年前三季度公司亏损 5234.49 万元——也就是说，公司第四季度的净利润超过 2 亿元，不过，主要利润来源于资产出售。2017 年 11 月，泰合健康以 4.3 亿元出售子公司业康置业 100% 股权，借此变卖成都市双流区的一宗住宅兼商服用地。此举增加公司 2017 年度合并财务报表净利润 1.46 亿元，扣除企业所得税后该数据应为 8607.12 万元——仅这一项盈利，就可以填补泰合健康 2017 年前三季度超过 5000 万元的亏损。此举引来深圳证券交易所的问询函，要求其就交易是否存在年末突击调节利润等问题进行回答。

对此，泰合集团相关人士则表示不予评价。

而华宝信托旗下资管产品恰好是在泰合健康由亏转盈的前夜三季度买入，然而“精准”买入变成了踩雷，9月底泰合健康进入快速下跌阶段，迄今跌幅达三成以上。除了泰合健康，华宝信托近期还踩雷今飞凯达、金通灵、哈空调等上市公司股票。

2018年1月8日，停牌3个月的金通灵发布公告称收购上海运能100%股权并进军环保农业，当天复牌后却遭遇见光死，盘中跌停，其后股价也持续下跌，华宝-丰进183号等5只信托产品抱团踩雷。

上述案例并不是第一次出现，2017年5月下旬，朗迪集团、农发种业、多喜爱等个股盘中闪崩，其前十大流通股东中均有华宝信托产品。此外，2017年11月底，哈空调大股东转让控股权终止。哈空调复牌后，股价两个跌停，其后持续下跌，名列2/4/8大流通股东的华宝-丰利18号/丰利8号/丰利39号均损失惨重，其中丰利39号还是三季度新进股东，此外，华宝信托-辉煌86号还与云南信托共同踩雷了通达动力。

祸起“通道”模式？

2017 年三季度数据显示，以华宝信托为通道的产品出现在华塑控股、沙河股份等 145 家上市公司的前十大流通股东名单中。据悉，居于行业第二梯队的华宝信托资本规模较大，也是业内重要的“通道”机构。

对信托公司资管产品频频踩雷二级市场，此前有业内人士接受《中国经营报》记者采访时指出，“投顾+信托”通道的模式存在监管漏洞，自 2017 年年底以来，监管层多次发布法律法规，意在打击通道业务、堵截违规资金进入股市的路径；监管压力下，信托计划、尤其是加了杠杆的信托计划，要么到期终止、要么提前结束，退出时的抛压也将传导至二级市场。

此前信托专家孙飞在接受记者采访时也曾透露，“信托计划中，投顾普遍会使用杠杆资金，以 2 倍、3 倍杠杆为主，更复杂的是包含了夹层的产品，比如某个信托产品中，优先级资金和夹层资金、劣后资金按照一定比例配资，也会设定平仓线和风控措施，只要股票具有流动性就能卖掉，当然这个主要是私募机构或委托人偏爱通过信托计划的方式投资二级市场。即使发生亏损对于优先级资金应该没什么影响，对于信托公司业绩短期不会有影响，不过对于公司形象和后期资产管理规模可能会造成影响。”

实际上，私募基金如果独立发行产品，除非公司口碑不错、或者基金经理实力很强，否则募资难度很大。走信托计划则方便掩盖产品要素，有些甚至都不用披露投顾或委托人的任何信息，只要能证明合规性，那募集资金就相对容易得多。

不过随着监管的收紧，这一模式的空间越来越小。自 2017 年下半年以来，一行三会多次发布相关法规/文件，加强对通道业务的监管。2017 年 11 月中旬，央行等 5 家机构共同发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见(征求意见稿)》，要求包括信托计划在内的资管产品不得承诺保本保收益、打破刚兑；2017 年 12 月底，银监会发布《中国银监会关于规范银信类业务的通知》（以下简称“55 号文”），要求商业银行“不得将信托资金违规投向房地产、地方政府融资平台、股票市场、产能过剩等限制或禁止领域”。

2017 年 12 月底，银监会信托部主任邓志毅公开提出，信托业必须研究如何顺应大势，加快去杠杆。

不仅如此，日前中央财经领导小组办公室主任，国家发改委副主任刘鹤在“2018 冬季达沃斯论坛”上表示，中国金融体系总体健全，中国金融风险最为突出。2018 年继续打好防范化解重大风险攻坚战中，化解金融风险的重要性。“争取用 3 年左右时间，使得宏观杠杆率得到有效控制”。

华宝信托有限责任公司副总经理王锦凌此前在“2017 中国信托业峰会”上称，信托业未来需要回归本源，切实服务实体经济。目前华宝信托在三方面进行了业务转型：首先，股权投资探索创新模式，比如公司成立了上海临港产业基金，

并引入了全国社保；其次，探索资产证券化的深度和广度，依托集团内部优势，推出供应链金融、资产证券化服务；另外，就是更好地与互联网融合。

信托券商去杠杆 防风险成金融监管主基调

过去的一周，多家上市公司集体拉响了股权质押“警报”，再叠加市场对于信托去杠杆的过度反应，A股市场闪崩个股频现。WIND统计数据显示，仅从1月29日至2月2日，沪深两市就共计有1405只个股跌幅超过了10%，143只个股跌幅超过了20%。截至目前，两市已经有267只个股处于停牌状态。

2月4日晚间，银河生物公告称，公司控股股东银河天成集团有限公司所质押的公司股票部分已低于平仓线，控股股东正在采取积极措施，保持公司股权的稳定性。数据显示，仅今年2月份以来，沪深两市就已经发布了36份上市公司股东或控股股东补充质押的公告。此前，中国证券业协会发布《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》、沪深交易所和中证登发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018）年修订》》，新规将自3月12日起正式实施。

不过，股权质押的风险仍然整体可控。沪深交易所表示，截至2月2日，两市公司共有129只个股的整体质押比例超过50%，也就是所谓的大比例质押融资个股，仅占全市场的3.7%，因此股票质押不足成为引发市场出现系统性风险的推动力量。

另一方面，近期以来，一些信托集中持仓的个股出现了崩盘式下跌，也使得市场对信托持仓风声鹤唳。据了解，此前有一些信托公司开展了有中间级的配资业务、单票配资业务，这些业务通过交易结构的设计，突破了股票信托配资比例、持仓比例限制。在严监管背景下，一些信托公司不再新开展上述两类业务，相关业务面临资金接续的问题。

业内普遍认为，信托资金去杠杆的冲击被过度放大了。业内人士表示，虽然信托公司被要求降低此前被过度放大的结构化配资业务的杠杆，但已经预留了缓冲期，降杠杆不会“一刀切”。东北证券认为，现存信托产品的规模也已经比 2015 年小很多，目前大部分信托产品的杠杆比例在 1:1 到 1:2 之间，符合有关监管要求。

不过，从近期金融监管部门的表态来看，防风险去杠杆仍将是金融市场 2018 年的主基调。证监会此前表示，要坚决打好防范化解资本市场重大风险攻坚战，加强股市、债市、期货市场风险监测和应对能力建设，坚决守住不发生系统性风险的底线。银监会则表示，要打好防范化解金融风险攻坚战，使宏观杠杆率得到有效控制，金融结构适应性提高，金融服务实体经济能力明显增强，硬性约束制度建设全面加强，系统性风险得到有效防控。

产品情况

信托产品

上周共搜集到新发行信托产品 60 只。期限为 6-36 个月不等。年化收益率在 6.75%~9%之间。

资管产品

上周共搜集到新发行资管产品 32 只。期限为 3-24 个月不等。年化收益率在 5.7%~9.7%之间。

银行理财

上周共搜集到银行理财产品 24 只。期限为 34-1095 天不等。年化收益率在 4.15%-5.6%之间。