

新華信託 NEW CHINA TRUST 年度研究报告 2012

迎接财富管理时代

翁先定 总主编

New Era of Wealth Management:
New China Trust Research
Annual Report 2012

上海遠東出版社

新華信託 NEW CHINA TRUST 年度研究报告 2012

迎接财富管理时代

New Era of Wealth Management: New China
Trust Research Annual Report 2012

总主编 翁先定

 上海遠東出版社

图书在版编目(CIP)数据

迎接财富管理时代：新华信托年度研究报告 2012/
翁先定总主编. --上海：上海远东出版社，2012
ISBN 978 - 7 - 5476 - 0583 - 7

I. ①迎… II. ①翁… III. ①信托—研究报告—
中国—2012 IV. ①F832.49

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 091071 号

责任编辑：程云琦

封面设计：李 廉

迎接财富管理时代 新华信托年度研究报告 2012

总主编：翁先定

出版：上海世纪出版股份有限公司远东出版社

地址：中国上海市仙霞路 357 号

邮编：200336

网址：www.ydbook.com

发行：新华书店上海发行所 上海远东出版社

制版：南京前锦排版服务有限公司

印刷：昆山亭林印刷责任有限公司

装订：昆山亭林印刷责任有限公司

版次：2012 年 11 月第 1 版

印次：2012 年 11 月第 1 次印刷

开本：710 × 1000 1/16

字数：491 千字

印张：30 插页 1

ISBN 978 - 7 - 5476 - 0583 - 7/F · 475 定价：68.00 元

版权所有 盗版必究(举报电话：62347733)

如发生质量问题，读者可向工厂调换。

零售、邮购电话：021 - 62347733 - 8555

序 言

迎接财富管理时代

经过五次整顿,信托公司浴火重生。

目前,信托公司管理的总资产已超过 5 万亿元,成为名符其实与银行、保险、证券并列的四大金融支柱之一。

2001 年 4 月 28 日《信托法》的颁布实施,是中国现代经济史上的重大事件。但是,这样一部必将对中国经济社会生活发生重大影响的重要法律却被社会严重忽视。不仅社会大众不甚了解,甚至政府管理部门、司法机关都知之甚少。《信托法》的颁布至少在两个方面具有十分重要的意义。首先是第一次将信托制度作为一种财产制度引入中国,使信托财产制度成为与个人财产、法人财产(及合伙制)并列的产权形式,并与其他财产制度一样享有合法的民事权利与义务。信托财产制度被英国人自誉为英国历史上最伟大的发明,它的设立为个人及法人财富的运用和传承提供了创造性的制度安排,奠定了现代金融业资产与财富管理的法律基础。我国改革开放 30 年后,私人财富得以大量积累,在这种背景下,颁布

《信托法》，引入信托制度适当其时，它将为我国居民对财富的运用、保护及传承提供坚实的法律依据。其次，《信托法》为信托公司作为信托业务的专管法人机构提供了法律依据，《信托法》第四条规定“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”。此后，银监会先后出台了新旧“两规”，为信托公司及业务管理制定具体的管理办法。信托公司在停业多年之后，依据“一法两规”获得了新生。经过5年的蓬勃实践，信托公司正日渐成为为广大居民及法人机构提供资产与财富管理的专业金融服务机构。

信托公司在中国金融体系的作用主要有两个方面，一是信托公司依靠其强大的资产管理能力，正在成长为中国私募投资的主流运营与管理平台。中国传统投融资体系主要由银行主导的间接融资体系和证券公司主导的直接融资体系所构成。由于这两大体系本身的局限性和非市场化监管制度，造成我国储蓄投资转化渠道严重滞后。一方面是非国有实体尤其是中小企业融资困难；另一方面是民间资本市场严重失调，要么缺乏投资渠道与产品，要么非法融资泛滥产生严重的信用风险。信托公司依据“一法两规”赋予的制度功能，贴近市场与客户，以集合资金信托计划这一个载体，开发出一系列中国特色的资产管理产品，既满足投资者的投资需求、提高居民的财产性收入，也缓解了非国有经济的融资困难，引导国民储蓄注入实体经济。毫不夸张地说，信托公司已成为中国直接融资体系的重要组成部分，已成为中国私募投资市场阳光化的主流渠道。

信托公司在中国金融体系的另一个角色，就是它正在成为而且必将成为中国财富管理市场的主导者。中国的财富管理市场刚刚起步，传统的中国金融体系缺乏专业理财服务机构。相对于银行、证券、保险、基金等金融机构，信托公司在财富管理上优势明显。首先，信托公司的制度优势使信托公司更能够满足客户的个性化需求，为高端客户谋取更高回报。从近年来理财市场上客户收益分析来看，信托理财客户的回报远远高于其他金融机构，是银行存款回报的数倍以上。信托产品已成为理财市场最受高端客户欢迎的理财工具。其次，信托公司是我国持牌金融机构中唯一能为高端客户提供一站式、全方位服务的理财服务机构。这种一站式、全方位理财服务是指信托公司能够为客

户提供整体解决方案、最大程度满足客户的产品需求,服务内容既包括货币资金、不动产管理,也包括营运性资产管理。可以预见,随着中国改革开放后第一代私人企业家的大量退休,高端化、一站式财富管理需求会呈井喷式发展,这必将使信托公司成为中国专业化、综合性的财富管理机构。

根据国际货币基金组织(IMF)公布的数据显示,2011年中国人均GDP为5414美元,中国正在经历有史以来最大的创富浪潮。我们可以看见一个全新的财富管理时代正浮现出东方的地平线,让我们一起迎接她的到来。

翁先定

目录

序言/翁先定

迎接财富管理时代	i
----------	---

总论

中国信托业发展历程的思考与展望	3
信托公司再定位的认识和思考	7
主动管理是信托业转型发展硬道理	11
独具特色的信托融资	17
信托公司与影子银行对比研究	31

信托公司核心管理能力

论信托公司的投资管理能力	55
论信托公司账户管理能力建设	60
论信托公司的受托责任	74

房地产信托与基金

房地产信托：路在何方？	85
房地产(商业地产)资产证券化研究	92
房地产信托业务风险化解对策	131
房地产信托业务风险管理研究	135
基于期权定价思想的房地产信托整体债务违约风险度量	147
游艇经济研究报告	163

信托公司参与商业地产开发的研究	201
海外私募房地产股权投资基金的管理实践	222

信托与私募股权投资

私募股权投资基金交易、退出制度研究	231
私募股权投资行业概况研究	281
私募股权投资基金税务问题	294
信托公司设立 PE 子公司研究	306

信托与证券市场

当今证券基金市场研究	319
信托公司参与股指期货交易的相关研究	332
融资融券业务的信托优化设计研究	344
基金法修订对信托的影响	360

信托营销与财富管理

新华信托专业销售能力建设研究	367
信托业务立体化渠道体系建设探讨	373
金融行业互联网营销展业研究	380
中国公益信托之路	402
美国公益信托的税法扶持与规制及对我国的启示	413
欧洲私人银行研究	425
家族信托在海外市场的实践研究	442

结语/卢广开

追求卓越 基业长青	455
-----------	-----

参考文献	462
------	-----

后记	469
----	-----

迎接财富管理时代

总 论

中国信托业发展历程的思考与展望^{*}

只要中国的金融体系不走向彻底市场化,信托公司的历史责任就尚未完成。随着中国金融业步入财富管理的黄金时代,具有天然创新优势的信托业不应或缺。

中国信托业是中国改革开放的产物,它的命运也必将烙上中国改革开放的深深烙印。

信托业的功与过

如何认识中国信托业已走过的历程,仁者见仁、智者见智。科学客观评价中国信托业应从两个方面进行。

首先,信托业的功与过是原生性的。在信托业诞生的年代,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。改革开放需要金融业的配套服务,而国内金融制度满足不了需求。但是为什么恰恰选择了信托业而不是投资银行或证券公司等其他金融组织呢?是信托制度的特殊性决定了这一选择。信托制度从理论和法律意义上应该是资本市场及资产管理业务的基石。如果说传统银行从事的金融业务属于自营性资金业务,那么,其他代理性资金服务业务可以说都是建立在信托制度基础上的。因此,信托制度在英国发源时最初是以个人财产管理为核心的制度安排,以后随着在世界主要经济体的推广而逐步渗透到资本市

^{*} 原文发表于2010年12月6日《金融时报》。

场服务的主要领域。当时的中国现代金融业刚刚起步,信托平台可以承载改革开放对金融制度配套要求的所有希望。因此,信托引入中国成为历史的必然选择。

这一选择也赋予了信托业的历史使命,当时,信托业无市场基础、从业人员无职业化训练、监管机构缺乏监管理论与实践,可以说信托业这个孩子降生在“父母无知、家庭无教、政府也无能管理”的环境中,在成长中产生问题是必然的。只有这样,才能客观认识信托业的功过是非,片面指责信托业是不公平的。

其次,信托业的功大于过。信托业的“功”可以概括为四个方面:一是金融创新,信托是中国改革开放后相当长一段时期金融创新的母体。从资本市场的主要产品,到主要金融机构类型,无一不是源自信托平台而随着市场扩大、业务成熟后逐步独立于母体发展成为独立的行业与机构的。二是引进外资。20世纪80年代到90年代中期,中国企业国外商业贷款大部分是由信托引入的,相当一部分大项目的设备是由信托以租赁方式引入的。三是筹集建设资金。在改革开放初期,社会融资需求巨大,而银行无法满足,尤其是计划外的市场经济组织的需求,银行更难以满足,信托在筹措资金、促进金融资金市场形成上发挥了很大作用。四是培育现代金融人才。可以毫不夸张地说,中国资本市场及现代金融业建立与发展的人才培养是在信托平台上完成的。到今天为止,资本市场的高级管理人员相当一部分是在信托平台上认识资本市场的。

信托业路在何方

今天的中国信托业正处在重生的征途上。信托公司路在何方?这个问题的答案可能要从两个方面寻找:一是信托公司是否还有独立的路可走,也就是能否找到自己区别于其他金融机构的经营模式;二是路在哪里,实际上就是信托公司的目标市场或者说业务范围该怎么确定。

关于信托公司是否有独立的路可走,应该说各个方面在认知上有较大差距。代表性的意见有两类。一类认为信托发展前景广阔,既能混业经营,又可以专注于某一项业务。但也有相当一部分人认为信托业已走到尽头,它既与大部分金融机构都有交叉,又充当银行规避监管的通道,信托功能完全可以由其他机构行使。笔者认为,信托业在中国仍然有路可走。主要依

据有三点：一是中国金融制度的计划经济特点并未消失，在其他要素市场高度市场化甚至过度市场化的同时，中国金融业仍然以政府行政管理为主，存在浓厚的计划经济特色。只有信托公司在产品创新自主定价定量方面具有相对充分的自主权。在这种金融管理体制下，金融市场存在着二元市场，在银行贷款及公募股票及债券市场之外，存在着巨大的民间市场化的资金需求与供给市场，这个私募性民间资金市场是信托公司的广阔天地。只要中国的金融体系不走向彻底市场化，信托公司的历史责任就尚未完成。二是中国金融市场尚处于高速成长中，市场需求巨大。到目前为止，中国金融市场仍然以服务于企业融资为核心，随着第一代创业企业家退休潮的来临，中国金融业将步入财富管理的黄金时代。金融市场细化，金融产品创新将继续，在此过程中，具有天然创新优势的信托业不应或缺。三是中国金融业仍以分业管理为主，其他金融机构业务界限相对严格，不能满足市场需求，这为信托公司提供了发展空间。

信托公司的业务定位

关于信托公司业务定位问题，笔者认为应包括两个方面，一个是排他性业务，也可以称为主营业务；另一个是兼营业务，可以与多类机构共享，但需分别申请业务执照。这里主要就信托主营业务的界定提供一些建议。

信托业的主营业务定位主要从两个方面进行。一个是从私募金融市场业务服务商的角度定位；另一个是从信托制度衍生的金融服务功能来定位。

首先，关于私募市场金融服务商的定位。按照中国金融市场的管理理论，资金经营及信用管理属国家统一管理的特许业务，一般工商企业不得经营。到目前为止，货币市场存贷款主要由银行经营，资本市场公开发行的股票、债券、基金主要由证券公司、银行及其他金融机构授权经营。但是对于私募性质的货币经营，银行及证券公司原则上尚未介入。挂牌金融机构也只有信托公司、典当行，其中信托公司是主要服务提供商。私募金融市场按资金市场可细分为两大类，一类是为资金需求方融资为主的私募性投行业务。主体包括民营、国有企业及地方政府融资平台。由于公开发行债券、股票及银行贷款不能满足其资金需求，转而通过私募市场筹集资金。融资方式可以是固定收益方式、股权融资及夹层融资，融资成本根据市场情况确定。另一类是为资金所有者提供投资及理财服务的私募性资产管理业务，

主体包括个人及各类法人机构。其服务需求为追求比银行存款及公募性金融产品更高回报或更为安全或流动性更强的资产组合。这种私募性质的金融市场,虽然存在巨大的市场空间,但由于既无明确的合法金融机构提供服务,也缺乏相应的管理法规,民间借贷掮客、担保公司、私募基金、典当公司都介入其中,导致市场管理混乱,乱集资屡禁不止,严重影响到金融安全与社会稳定。随着第一代创富阶层的退休、个人投资能力的提高,私募性金融市场将继续扩大和发展。近年来信托公司已在这个市场上逐步确立了主力地位。但由于在政策法规层面尚无足够的政策依据,信托公司在这个市场的业务拓展受到了严格限制,难以满足市场的客观需求。而其他机构正纷纷进入,例如,证监会正在确定合伙制 PE 的统一管理办法,一旦明确下来,信托公司又面临被驱逐的危险。还有像诺亚这样的非持牌机构可以通过多种方式销售产品,提供理财服务,而信托公司却在销售上被捆住手脚。

信托制度的自身优势决定了它是私募金融市场的最佳服务商。既然信托公司已成为私募金融市场的领导者,而信托公司服务介入又对分流投资渠道、规范引导民间金融行为、稳定金融秩序有重要作用,那么,通过必要的政策将信托公司定位为私募金融市场的排他性金融服务提供商,不仅对信托业的发展具有现实必要性, also 对中国金融体系的完善有着重大的积极意义。

其次,信托制度衍生的金融服务功能可以定位为信托业的排他性主营业务。资金与信用经营活动中有信托制度安排的都应该由信托公司专营,但对国务院另有规定的应该排除在外,例如基金管理公司。基于这样的观点,信托公司至少可以在四个方面有自己的排他性服务领域。一是在理财市场上,信托既是最好的综合理财载体,也应该是私密性要求较高的高端理财平台。二是在证券化市场上,信托公司应该是垄断性托管机构,它既可充当证券化过程中 SPV 之功能,又可以在债券发行中作为抵押品的托管机构,代表投资人监管处置抵押财产。三是在年金管理、破产清盘过程中充当法定托管机构。四是在公益基金的设立中充当发起及托管机构。

信托公司再定位的认识和思考

遵循信托核心精神，回归信托本源，信托公司进行再定位、向专业资产管理机构和财富管理机构转型已成为全行业的共识。然而我们也必须看到，信托公司的转型依然“在路上”，信托公司在投资管理、受托管理以及账户管理等核心能力建设方面仍然有着大量的工作需要完成。

1979年1月，十一届三中全会闭幕后不久，小平同志在约见工商界和民主党派人士时，要求荣毅仁等围绕改革开放多做一些实际工作，发挥自己的作用。荣毅仁先生提出了吸资兴办实业的建议，获得小平同志的首肯。一个月后，荣毅仁向中央提出了《建议设立国际投资信托公司的一些初步意见》，当年6月，国务院正式批准成立中国国际信托投资公司，在1979年10月国务院批准的《中国国际信托投资公司章程》中称，公司的任务是按照《中华人民共和国中外合资经营企业法》及国家其他有关法令、条例，引导、吸收和运用外国的资金，引进先进技术，进口先进设备，对我国进行建设投资，加速我国社会主义现代化建设。中国国际信托投资公司成立后，国务院于1980年6月下发文件指出“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发了《关于积极开办信托业务的通知》。可以说，新中国的信托业和改革开放相伴而生，承载着金融体制改革和促进社会经济发展的历史使命。

与英美日等成熟市场经济体内信托产业所依照的自发成长路径不同，中国的信托业在一开始就被赋予了特定的使命——作为吸引资金的载

体、服务经济建设大局,并且超越了信托产业发展的初期形态——事务型信托与财产信托,而一举跨入对包括宏观经济环境、中观产业运营体系以及微观主体治理水平等条件要求甚高的金融信托阶段。在当时,宏观层面依然是僵化的中央计划经济体制,中观层面既缺少完善的行业法规又没有有效的监管体系,而在微观层面,信托机构根本没有完善的企业治理架构,也缺乏业务管控经验与能力,在面对信托这种应用范围可以和人类想象力相媲美的制度时,整个产业体系变得极其无力与脆弱,陷入“一抓就死,一放就乱”的怪圈,治理整顿成为信托业发展前二十年的关键词。

2001年4月28日,第九届全国人民代表大会常务委员会第二十一次会议通过了《中华人民共和国信托法》,它规定了信托活动中所有权与受益权相分离、信托财产独立性、受托人义务与有限责任、受益人保护、信托管理连续性等有别于其他财产权相关法律关系的显著特征,并赋予信托公司广泛的经营范围、灵活的产品特性以及综合的金融功能。信托业从此走上法制化、规范化发展的道路。

信托从诞生的那一刻起,就是一种财产管理制度,经过数世纪的发展,信托制度成为美国、英国、日本等经济发达国家最主要的资产管理与财富管理制度安排,其核心精神是“受人之托、代人理财”。

三十年来,中国信托业以及信托人大致完成并在继续着以下几方面的任务:

第一,引介西方现代信托理念、金融工具与财富管理制度,对中西信托及财富管理领域的理念、制度与器物进行梳理,意图嫁接生根、落地开花,务求中国人分享西方现代信托制度、金融工具与财富管理市场带来的“共享财富成长”的效益,从而服务于中国经济建设大局,造福于中国人民的财产性收入。

第二,在事实与规则互动的意义上,以中国实际情况为基础,寻求西方金融规则与制度的改造与中国化。近代中国现代化的基本路径是以自上而下的“变法”开道,求“社会、文化”的变革,最终形成“现代中国”,即所谓以规则委屈事实,寄希望于要求本土事实按照西方规则的形状进行变形,要求舍

弃原来的行为方式而就位于新的行为方式,以适应新的规则,进而求得社会进步与文化转型。也由此,自清末以迄于今,大规模的“有法不依”遂成这一历史时段的顽疾。历经三十余年的艰苦探索,信托行业基本实现了西方信托制度的中国化,信托理念已日渐为中国高端人群所认可和接受,信托产品风控可控、收益可观、安全规范的市场形象已深入人心,信托产品短时间内被抢购一空的现象屡见不鲜。

第三,初步建立了一整套适应中国实际情况的信托制度及风控体系。经过三十年来的行业兴荣更替,信托行业经历了经济周期的繁荣和低谷,经历了本行业的高峰和生死存亡的危机时刻,信托公司也由最繁盛时期的上千家,历经残酷的淘汰现存仅六十余家,通过严酷的市场竞争和风险选择,信托行业初步建立了一整套适应中国实际情况的信托制度及风控体系。近年来,信托产品以其稳健性、安全性和对投资者利益保护的责任感,为投资人谋取了可观的稳定收益,使其在股票、基金和债券等多元理财产品中脱颖而出,并引领了信托管理资产规模在近几年实现爆发性增长。正是在这样一个背景下,遵循信托核心精神,回归信托本源,信托公司进行再定位、向专业资产管理机构和财富管理机构转型已成为全行业的共识。

2011年中国的人均GDP已经突破3.5万元人民币,GDP排名跃居全球第二,在这一过程中,大量的社会财富被创造出来,中国社会正在经历前所未有的创富浪潮,对资产和财富进行有效管理也成为居民的重要诉求。

2012年,中国资产管理与财富管理市场上演了一幕幕创新大戏。证监会、保监会先后放松了旗下金融机构资产管理业务以推动创新,证监会主要领导同志更是在中国证券投资基金业协会成立大会上高声疾呼我们需要一个强大的财富管理行业。当信托公司在资产管理与财富管理这条道路上奋力前行数年后,不可避免的竞争终于降临,但信托人应该感到庆幸。再定位给信托公司带来转型阵痛的同时,也给予了那些优秀信托公司在特定资产管理领域的先发优势。然而在另一方面,我们也必须看到信托公司的转型依然“在路上”,信托公司在投资管理、受托管理以及账户管理等核心能