

随着资管市场竞争的加剧，“闷声发财”的信托业隐忧渐现，收益率下行。对于信托的再认识，让投资者很难保持之前的盲目信任，而实体经济环境也很难支撑此前信托高收益的增长模式，在这种背景下——



平心而论

信托，给我选择的理由

本报记者 常艳军

曾几何时，在投资者眼中，信托一直是“高帅富”的代名词，门槛高、收益高，且风险较低，这使得一些中高端投资者和机构对信托追捧不已。不过，现在情况似乎有些不同了，资管业务放开，继券商、基金等之后，银行这个金融业的“老大”也获准开启资管业务试点。资管市场竞争的加剧，对于投资者来说是个好事儿，可供的选择多了，不管个性的还是细分的需求可能都会在市场上找到相应的产品，即使找不到，似乎还可以“定制”。

1 风险和收益不对称

信托既能“融资”，又能“融物”，可以涉足金融领域与实业领域，广泛的业务范围辅之以灵活的财产运用方式和灵活的资产配置方式，魅力十足。

“伴随经济的发展，投融资需求旺盛，信托产品的高收益和刚性兑付吸引了一批投资者，同时，也弥补了很多融资方无法获得银行贷款的需求。”方正东亚信托研究发展部总经理杨帆说。

信托在发展初期描绘了一幅美好投资景象：投资收益较高，刚性兑付下其实风险较低。提起信托，够不上门槛的投资者一脸向往，够得上门槛的则“闷声发财”。信托能够为投资者提供高收益，是因为实体经济发展中有这样的项目或说企业能够承担较高的融资成本，但目前这个环境正在失去，能够获得高投资收益的项目越来越难找。

“此前，信托公司为了抢市场、争客户，业务发展思路较为激进，如介入自身不熟悉的领域。在2012年底至2013年上半年，前期的风险集中暴露。”普益财富研究员范杰表示，不仅一些信托新秀疲于应付，就连一些实力不俗的信托公司也发生了流动性问题。风险的暴露，让背着重刚性兑付的信托公司苦不堪言，有些信托公司直言要打破刚性兑付。但一旦打破刚性兑付，以现在的风险对应的收益水平来看，投资者需要更高的风险收益补偿。但事实是，现在集合信托的收益在走下坡路。

用益信托工作室的统计显示，9月成立的集合资金信托产品的平均预期年化收益率为8.68%，环比下降0.09%。据了解，在2011年、2012年，信托产品的平均收益率可以达到11%。

风险暴露、收益率下行，对于信托的再认识，投资者可能很难保持之前的盲目信任。而且券商、基金，甚至银行都开始介入资管市场，“其他金融机构资管业务政策的放开，实际上是变相取消了信托公司对信托业务的专属经营权，对集合信托产品的挤压已很明显。”范杰说。

“不过，无论是证券、基金子公司的资管计划，相对于信托来说都是后起之秀。”利得财富总裁夏剑佩说，客观来说，由于注册资本金和历史沿革等原因，一旦信托产品出现无法兑付的情况，信托公司对于资产的处置能力要强于同业资管机构，而信托公司的人才储备、项目经验、风险控制能力等方面也占优，较好的风险控制能力将成为吸引投资者的重要因素。“银行试点资管计划可以说是‘情理之中，意料之外’，信托业受影响的主要还是通道类业务。对通道业务占较大的信托公司有较大冲击，而对注重主动管理的信托公司是利好，会更凸显其价值。”夏剑佩表示。

信托还能否进入投资者的视线？百瑞信托研究员高志杰表示，对于信托，投资者将逐步从“重收益”转向“保值与增值并重”的阶段，但这是一个长期的趋势。

2 传统优势领域的惊喜

房地产信托和基础产业类信托是信托业的传统优势领域。“随着房地产调控、地方融资平台的管理日趋严格，信托公司在选择交易对手时的标准和要求自然也要提高，后期管理运营也更精细。”杨帆表示。

高志杰认为：“从我国城市化率的角度看，房地产和基础产业领域仍有较大的投资机会。我国城市化率东中西部有较大差异，这种差异本身就隐含着机会。由于市场经济条件下各类资源向城市集中的趋势，大中城市的信托项目保障性更强。”他说，房地产信托领域的传统模式是住宅地产信托贷款，城市化后期会向商业地产领域发展，业务模式上，基金化产品、REITs都是可能的形式。“不过，商业地产领域不确定性较大。”

据用益信托工作室统计，今年1月至9月，房地产信托成立规模取代去年的基础产业类信托居首。今年1月至9月共成立694款房地产信托，募集资金1996.56亿元，占总成立规模的33.52%。而在政策影响下，基础产业类信托产品逐月减少，但从3月份开始，基础产业类信托成立规模基本呈现稳步回升态势。前9个月共成立582款基础产业类信托产品，募集资金1218.68亿元，占比为20.46%。

“得益于房地产市场的回暖，今年以来，房地产集合信托优势地位比较明显。然而考虑到宏观调控以及房地产市场风险等因素，投资者对房地产信托还应保持谨慎。”用益信托工作室研究员王利表示。而且，信托产品或将不再是简单的贷款等单一方式，各家信托公司产品特色也会有所区别。

“在政策逐渐明朗后，信托产品的期限和收益率会保持稳定。同时，预计会有更多的信托产品参与评级，信息披露会更透明。”杨帆说，房地产和基础产业类信托面临严格管控，目的是改变过去单一粗放的发展方式。在新型城镇化背景下，围绕房地产和基础设施开发建设的各个环节，信托公司也会逐渐形成差异。“对于具体的信托产品，投资者应更关注信托公司交易对手的资质、资金的运用方式、信托产品的风控措施、评级结果等。”

利得财富助理总裁、利得金融执行副总裁田昱认为，目前，信托公司服务性产品缺位现象还较明显，产品专业性、连续性不强，信托公司产品设计能力较低、产品创新及市场开发能力有待进一步提升。



寻找O2O的节点

摩根士丹利华鑫基金 徐 达

9月以来，零售板块出现了普涨，有两个契机让市场重新思考门店价值。一是苏宁的云商模式得到市场认可，二是8月初微信5.0“扫一扫”的推出。虽然此功能在实用性上还远未成熟，是否形成业界所推崇的闭环模式也值得商榷，未来价值链上利益分配更是无从谈起，但腾讯此举却使市场开始思考门店的入口价值。

O2O，全称Online to Offline，又被称为线上线下电子商务。线下到线上实际上体现了门店智能化、数字化的趋势，从而使门店发生的消费行为更加可记录、可量化，有利于零售商进行精准营销，也适应了消费习惯的变化。不可否认，未来的消费者将是在地面商圈、互联网商圈以及移动互联网商圈自由穿梭的新群体。

虽然O2O作为一种商业模式还不成熟，各环节的盈利都不明朗了，但O2O为线

下商户带来的好处从逻辑上讲是成立的，其本质也符合消费者对于多渠道消费的诉求。不过现阶段O2O之于A股的传统零售商，尤其是百货店或许还是伪命题，这主要是因为目前的联营模式下这些企业更多是二房东、而非零售商，O2O模式中线上流量到线下、线下数据到线上的基本路径难以完成。

造成上述逻辑不通畅的最主要原因是，是我国百货企业对于商品缺乏控制力。我国商品流通体系错综复杂，有一批商、二批商、经销商、代理商、加盟商，这些人都是要赚钱的，最后百货还要收将近20%的扣点，造成终端价格虚高，百货店对于普通白领来说几乎成了奢侈性消费。绝大多数消费者相信实体店的商品质量更有保障，而生活中很大一部分商品还是要通过亲身体验才能购买，因此价格问题可谓实体店成交的最大阻碍。

另外，实体店的营业时段、出样商品数量都有限，无法满足顾客需求。因此，即使线上流量能够导入门店，交易还是难以发生。再进一步说，如果这个价格不够吸引人，流量导入也不会发生。

O2O最重要的节点不是线上平台。比如微信坐拥4亿用户，从潜在流量讲是足够强大，但设想一下天虹商场新开通的微信服务号，看似功能众多，但天虹商场没有发生根本性的变化，促销和营销手段都是一如既往，只不过现在可以在微信上看到而已，进店人数何以提升？当然，多了这个平台是有益无害，但天虹为此也作出了相应投入（服务号本身就有费用），因此最终价值是增是减还有待商榷。

如此看来，O2O不能解决实体门店价格高、体验差的问题，而是在双线渠道都相对

成熟以后的一种融合与升华的过程。因此，中短期传统零售商不会从该模式中实际受益。但是，从投资角度讲，入口价值还是存在的，随着智能机的普及和技术的发展，门店完全可以更好地记录和分析顾客的消费行为，更好地满足消费者的需求。举例来说，如果腾讯通过微信和易迅整合了这些资源，并由此为零售商提供CRM服务，就兑现了这种价值，当然有能力的零售商也可以自己做，由此来看，传统零售的估值修复也不无道理。

值班基金经理
信札

分道制向左 重组热向右

齐 平

一边是并购重组分道制审核正式实施，符合相关条件者可以进入豁免或快速审核通过；一边是二级市场并购重组概念风生水起，成为A股市场最具爆发力的题材之一。这两件事的因果关系看起来很严密很直接，但细察之下，其实是各说各话。

能进入分道制的快车道，简单地说要符合三大标准、九个行业，即上市公司信息披露和规范运作水平、财务顾问执业能力的评价结果均为A类，重组项目属于9个推进兼并重组重点行业范围内，且交易类型属于同行业或上下游并购。尤应注意的是，其中明确提出“不构成借壳上市”。

能同时满足这些条件其实并非易事，但并不妨碍市场对重组股的追捧借分道制之名遍地开花，一个明显特征是：除了在政策明确鼓励的行业范围和交易类型上乏善可陈，跨行业、跨地区的题材屡屡令人耳目一新，可谓“心有多大，舞台就有多大”：做五金产品的江苏宏宝进军影视圈儿，干起了“电视剧投资、制作与发行及其衍生业务”；洪城股份从冷门的阀门企业，转型到医药这个科技含量比较高的行业。股价自然也都上演了麻雀变凤凰的戏法。

资产重组是证券市场主要功能。即使没有分道制的由头，重大资产重组为投资者带来的短期超额收益，从来都是炒作的题材。在这一点上，“襄球同此炎凉”，无可厚非。

但中国式并购重组热呈现出的一些特征又让人担忧。西方有产业背景的并购，主要集中于同行业或上下游并购——正是咱们分道制鼓励的方向，资本市场在产业整合中的功能体现充分。而反观国内鱼龙混杂的并购，虽然以产业整合为目的的重组正在增多，但也不时夹杂大股东操纵市值、借壳上市兑现利益等目的。

三五互联突然发布公告，称它忽悠了小半年的“重大资产重组方案”存在“重大的不确定性及终止可能性”，以前言之凿凿的“标的公司未来三年有能力达到预测净利润数”都成了浮云，倒是董事长借股价上涨减持数千万万元落袋为安。乐视网的收购草案里居然一次就找出11处数据错误，这样漫不经心的土豪做派，一个可能是钱来得太容易，没把16亿收购资金放在眼里，另一个可能是本来就是电视剧，编剧难免有点疏漏。

近期揭晓的今年诺贝尔经济学奖，三位获奖者关于资本定价的理论都很精深，其中最为家喻户晓的，可能是法马的“有效市场假说”，大致意思是：在一个相关信息不受扭曲且在证券价格中得到充分反映的“有效市场”中，不存在任何高出正常收益的机会。

这个假说翻译成炒股秘籍就是：你要发大财，就得知道点儿别人不知道的内幕消息。由此不难理解A股市场如此盛行炒作缺乏产业背景的并购重组，因为概念越是纷乱，内幕就越是模糊。所以几乎每隔一段时间，都会出现在资产重组中先知先觉、精准买入的神话；所以在今年中国证监会发布27件行政处罚书，就有9件涉及上市公司内幕重组交易阶段的违规行为。

资本市场建设的目标应该是清晰、透明，让多数人在可预测的长期内获得整体性收益。分道制这只手更多体现了对实质性重组的引导功能，如果制度建设、市场监管的另一只手共同发力，阻遏住投机性重组、虚假重组的源头，我们离“有效市场”更近了一步。

本刊执行主编 刘 溥

编辑 谢 慧 姚 进

联系邮箱 jjrblm@live.cn