



信托产品：

个案风险需警惕

本报记者 常艳军

中国信托业协会日前发布的数据显示，今年6月信托项目到期规模为5363亿元，其中，集合类信托1292亿元，单一类信托3871亿元。面临到期高峰，信托项目的兑付压力如何？

从风险角度看，今年一季度末信托风险项目规模环比增长14%，在1110.19亿元风险项目中，集合类信托占比为53%，单一类信托占比为45%。业内专家表示，不仅传统的以债权运用为主、“点对点”项目融资型信托业务成为风险重灾区，“通道业务”也并非可以高枕无忧。

但也有专家认为，虽然信托产品面临较大兑付压力，个案风险项目可能存在，但整体兑付风险应当在可控范围内。西南财经大学信托与理财研究所所长翟立宏认为，信托公司自有资本充足，信托赔偿准备金也在上升。截至今年一季度末，信托业赔偿准备金规模达161.06亿元，同比增长31.43%。“即使出现延期兑付，信托公司也可以自有资产受让信托资产以及寻找接盘方的方式进行化解。”翟立宏说，“信托业的‘稳定器’——信托业保障基金的作用开始显现，可在一定程度上起到缓释风险，尤其是流动性风险的作用”。

总体风险可控，但个案风险直接关系到投资者的资产是否会遭受损失，所以，选择安全且与自己风险承受能力相匹配的信托产品就非常重要。

各信托投资领域风险情况不同，对于风险较高的领域就需要特别谨慎。业内人士表示，目前，信托资金投向基础设施的潜在风险相对较小，而投向房地产和证券市场的潜在风险相对较大。

因此，对于投资者来说，也需进一步强化风险意识，选择信托产品时多做一些准备，多下一些功夫，多留心一些与产品风险相关的内容。

某信托公司人士对记者表示，对房地产信托产品，要分析融资方的实力和资金投向是否明确，融资方规模如何、公司治理是否规范等，如果资金投向不明，就需要特别警惕。此外，还要分析其是否有足够有效的增信措施和还款来源；对于工商企业信托产品要分析融资方实力，如负债、盈利能力等，所在行业发展趋势如何，是否面临政策风险，并注意抵质押物是否等值等。

而证券投资信托一般分为结构化产品和阳光私募。结构化证券投资信托产品分为优先级和劣后级，优先级一般为固定收益，本质上是借钱给劣后级放大杠杆投资，只要有良好的风控措施，优先级投资者的风险较小。阳光私募一般为浮动收益，其受市场行情波动影响较大，也与阳光私募资金量和私募经理的个人投资业绩相关。业内人士表示，一般来说，资金量大的私募相对安全些，有优异且稳定历史业绩的私募经理管理能力相对可靠。

由于信托公司对于信托产品销售有一套严格的操作流程，因此在投资者认购信托份额之前，信托公司会进行清晰的风险揭示，并按照监管要求对客户进行风险评价和反洗钱调查，最后，才会对合格投资者的认购活动给予服务。因而，实力强、口碑好的信托公司，其发行的产品相对更靠谱。

定增的钱去哪儿了

本报记者 温济聪

不少上市公司近日对非公开发行方案进行调整，引发市场关注。非公开发行即向特定投资者发行，也叫定向增发。虽然定增属于上市公司正常的资本行为，但部分上市公司频打“擦边球”，再融资所得资金不是助力主业发展，而是另作他用，增加了公司业绩变动的风险，投资者需提高警惕。

定增还贷屡见不鲜

5月17日，天富能源发布非公开发行A股股票预案，拟募资25亿元，在扣除相关发行费用后，拟全部用于偿还银行贷款以及短期融资券、到期公司债券和融资租赁款。业内人士表示，天富能源资产负债率近几年来呈逐年上升趋势，2015年底的资产负债率是72.68%，较2013年底增加了12.21%，远高于同行业上市公司2015年58.83%的平均值。

同日，天华院发布公告称，删除拟募集不超过2亿元用于偿还银行贷款项目，最终募集资金总额从原来的不超过7亿元调整为不超过4.97亿元。据了解，监管层此前对天华院进行第二次反馈意见时提出，“2亿元用于偿还银行贷款，发行完成后申请人合并报表资产负债率为26.20%，显著低于专用设备制造业板块A股上市公司37.38%的平均资产负债率水平”。监管层要求该公司结合发行前后的资产负债率、有息负债率等指标补充披露用股权融资偿还经营性负债的合理性。

记者发现，仅今年5月份以来，就有多家上市公司删除了募集资金用于偿还银行贷款的部分。多家大中型券商内部人士也对《经济日报》记者表示，尽管监管层对于定增还贷的募投项目并没有完全叫停，但呈现监管趋严、标准收紧的趋势。据不完全统计，自5月份以来，沪深两市共有约70份再融资项目对监管层的反馈意见进行回复，其中有近半数被要求详细说明偿还银行贷款的合理性。

在北京岳成律师事务所合伙人岳岫山看来，部分上市公司将定增等再融资用于还贷还债，与资本市场直接融资的功能有些不符。而向实体经济进行直接融资，也可实现降低公司资产负债率的目的。

信达证券研发中心副总经理刘景德表示，融资、优化资源配置和定价功能是资本市场的三大主要基本功能。“就融资功能来说，融资资金应投入到实体经济中去，更好地服务于实体经济的发展。部分上市公司将再融资用于归还银行贷款，显然并不是真正服务到实体经济项目中。”

补充流动资金引争议

5月30日，华宇软件公告了非公开发行预案再次修订说明，将募集资金总额由10.7亿元调减至6.31亿元，其中，“补充流动资金”一项从3亿元缩减至1.89亿元。

新城控股5月14日也公开表示，根据资本市场整体情况，经慎重考虑，该公司决定取消使用



用募集资金12亿元用于补充流动资金，本次非公开发行的募集资金总额由不超过50亿元相应调减为不超过38亿元，并将全部用于投资建设房地产开发项目。此外，银之杰、喜临门、三元达等多家上市公司也在5月份纷纷公开表示，非公开发行股票募集资金不再包括补充流动资金项目。

对此，业内人士分析认为，这表明监管层对再融资补充流动资金等指标有所收紧，导致多家上市公司忙于“减募资”、“删项目”。而此前监管层多次公开表示，原则上不鼓励上市公司将再融资募集资金用于补充流动资金等用途。

其实，从2014年起，监管层就要求上市公司与中介机构要详细说明补充流动资金的测算依据和具体用途，并说明补充流动资金的合理性。2014年11月中国证监会发布的《关于并购重组募集配套资金计算比例、用途等问题与解答》曾经规定，属于以下情形的，不得以补充流动资金的理由募集配套资金：上市公司资产负债率明显低于同行业上市公司平均水平；前次募集资金使用效果明显未达到已公开披露的计划进度或预期收益等。

“上市公司不能仅仅因为资金短缺就向市场伸手要钱，对补充流动资金作出限制，有利于上市公司寻找正确的发展方向。”岳岫山说。

在刘景德看来，对补充流动资金加强监管和限制还可以防范部分上市公司套利行为。“部分上市公司可能会通过补充流动资金等方式筹措资金，用于设立PE或从事跨行业兼并重组，这属于变更募投项目。对于这类行为，监管难度较大。”

“不爱主业爱理财”

据Wind数据统计显示，截至今年6月初，

已有约490家上市公司将资金用于购买理财产品，涉及金额超过2100亿元。这其中，有百余家上市公司用再融资金购买理财产品。

北京师范大学公司治理与企业研究中心主任高明华教授表示，虽然上市公司热衷于理财并没有触碰法律禁区，但其在“挤破头”再融资后，并未将融得的资金用于发展自身主业，而选择“脱实向虚”去挣“快钱”，存在“不务正业”之嫌。

记者调查发现，一些上市公司早已成为了“理财专业户”，甚至有上市公司依靠购买理财产品来填补主营业务亏损并最终实现盈利。“‘不爱主业爱理财’是对再融资募集资金的‘畸形利用’。”国开证券研究部副总经理杜征征表示，这种现象也透露出部分上市公司主业不振、公司领导层缺乏清晰发展规划等不良信号，建议投资者对这类上市公司加强警惕。

另外，高明华表示，当再融资的募投资用途多为补充流动资金或投资实际意义不大的项目时，也存在“锁价”输送利益的可能性。

爱尔眼科董秘吴士君提醒投资者，并非所有的定增行为都能提升上市公司的经营业绩。倘若公司通过定增募集的资金没有用来进行产业转型升级和主营业务发展，可能会增加企业的经营风险。

“部分上市公司随意调整募投资金用途，为中小投资者带来利益风险；同时，部分公司再融资后，变相进行委托理财和高息贷款，扰乱了监管层对一些限制性融资行业进行金融杠杆管制的效果。”在香颂资本执行董事沈萌看来，监管层收紧部分上市公司再融资行为，并不是将再融资金全盘否定，而是期望减少上市公司再融资的盲目性和随意性，有利于稳定市场，提高资金的使用效率。



美林投资时钟拨向何方

彭江

春秋冬夏，天有四时。经济周期也分四时，美林投资时钟理论就将经济周期分为复苏、过热、滞胀、衰退四个阶段，每个阶段都对应着表现突出的某类资产：股票、大宗商品、现金和债券。更形象一点，美林投资时钟是以经济状况为纵坐标、通胀状况为横坐标，然后将一个完整经济周期的四个阶段分布于这四个象限之内，并揭示每个象限中投资标的收益高低。

美林投资时钟理论是美林证券通过整理分析1973年4月至2004年7月美国逾30年历史数据，于2004年发表的大类资产配置理论。在业内不少人看来，美林投资时钟并非束之高阁的空泛之谈，而是将资产、行业轮动、债券收益率曲线以及“经济周期四个阶段”联系起来，可用于指导投资周期的工具。它可以帮助投资者识别经济周期的重要转折点，从而进行相应的大类资产配置。

具体来说，当处于复苏阶段时，股票具有明显超额收益。资产配置可选择股票配置为主。各资产的收益率依次表现为：股票最高，债券次之，现金贬值，大宗商品低迷。

当经济处于过热阶段时，通胀上升增加了持有现金的机会成本，央行可能出台的加息政策降低了债券的吸引力，经济上行让股票的配置价值相对较强，商品价格将明显走牛。各资产的收益率表现依次为：大宗商品最高，股票次之，现金贬值，债券贬值。

当经济处于滞胀阶段时，经济下行对企业盈利水平造成冲击，对股票投资带来较大的负面影响。各资产的收益率依次表现为：现金最高，大宗商品次之，债券次之，股票垫底。

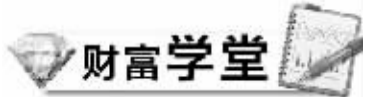
当经济处于衰退阶段时，货币政策往往趋于宽松，债券则表现最为突出，债市会迎来牛市，此时的投资策略应是债券为王。各资产的

收益率依次表现为：债券最高，现金次之，股票疲软，商品价格排名靠后。

美林投资时钟理论构造了一幅经济周期映射下的大类资产轮动经典模式，这一理论很好地诠释了历史上美国大类资产轮动的规律。

然而，美林投资时钟也有失效的时候。以美国为例，2008年国际金融危机以后，新一轮经济周期中，债市—股市—大宗商品市场的轮动彻底被打乱。经历2009年初的触底后，美国金融市场出现一波延续至今的股债双牛格局；与此同时，大宗商品结束过去长期超级周期，开始进入缓慢下行通道，即使在近年美国经济复苏后，大宗商品市场依然反弹乏力。

因而，美林投资时钟只是根据历史数据给了人们一个大致资产配置方向，市场瞬息万变，要想做常胜将军，还需要理论联系实际，照搬理论肯定是不行的。



虚拟库存节约现金流

本报记者 何川

当前是不少生产加工型企业的开工旺季，企业对原材料的需求非常旺盛，因此也面临较大的短期资金压力。如果企业在期货市场上建立了虚拟库存，以较少的保证金提前订货，并锁定了原材料采购成本，那么企业的资金压力将大为缓解。

举例来说，某电器公司是一家民营中小企业，主要产品是高低压开关柜和变压器，属于铜产业链上的下游消费型企业，每年消费相关铜产品近1200吨，公司流动资金一直非常紧张。在运用期货市场之前，该公司每月生产保持100吨左右的铜材耗费水平，每月铜材的正常采购量为80吨左右，每月正常的铜材库存为60吨，正常采购加上库存仅能维持1个半月的生产，但在生产旺季、订单大增的月份里，最高需要耗铜约200吨/月左右，因此往往需要多采购60吨才能满足生产需求。按照当前4万元/吨铜价计算，需要增加采购资金240万元，并且在仓储过程中，仓储费用、资金利息等共计需要耗资逾10万元。

在运用期货市场以后，该公司的实物库存仍然保持60吨/月不变，而在期货市场上每月买入60吨铜，建立虚拟库存，这样使总库存增加到了120吨/月，加上每月铜材的正常采购量80吨左右，基本能满足企业在生产销售旺季的铜需求量。而在期货市场增购60吨铜，按照保证金10%计算，仅需资金24万元左右，节省流动资金约220万元。虚拟库存的好处可见一斑。

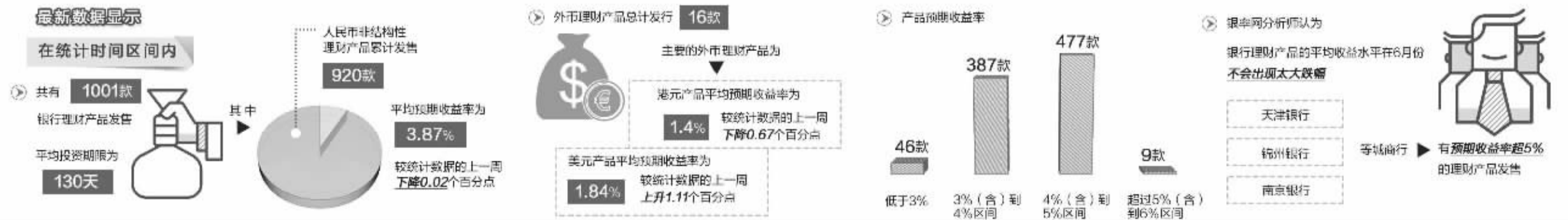
从定义上来看，虚拟库存是指企业根据自身的采购和销售计划、资金及经营规模，在期货市场建立原材料买入持仓。也就是说，企业将一定量的储备库存建立在期货市场上，通过在期货市场买入一定数量的远期合约代替部分现货市场上的实际采购和库存，而并不一定存放在实物仓库中保存。由于期货市场采用的是保证金交易，通常只收取交易总额5%至15%的保证金，建立虚拟库存能用少量的资金锁定期货合约换取存货，不但降低了购买原材料所占用的资金，而且还大大降低了企业的库存成本。

此外，由于期货市场流动性强，虚拟库存的建立或者取消非常容易和方便，这有助于企业灵活调节库存，积极应对低库存时的原材料价格上涨风险。一方面，企业可在期货市场上买入相应的多头头寸以建立虚拟库存，防止原材料价格的继续上涨；另一方面，企业积极采购现货，什么时候现货库存增加了，就在期货市场卖出平仓同等数量的多头头寸，尽量使期货的盈利来弥补现货库存增加的亏损。

值得注意的是，企业建立虚拟库存时，必须遵循企业的生产情况，在低位期货市场建立多单后，整体期现货库存还是在企业正常的产能范围内；在高位建立空头头寸时，整体期现货库存还是要保持净多头，这样才能保持期货市场调节现货库存的作用。此外，建立虚拟库存后，到期交割时也可能遇到交割库较远、运输不方便等问题。总之，建立虚拟库存所节省的资金，要能完全覆盖企业相应的现货交易成本，才对企业有利。

银行理财产品收益率保持稳健

资料来源：银率网 数据日期：5月28日至6月3日



风险提示：本刊数据、观点仅供参考，入市投资盈亏自负