

财富

周刊 WEEKLY

理性投资，财智生活



高门槛的艺术品信托

本报记者 常艳军

某信托公司的艺术品信托产品日前引发纠纷，原因是产品到期后投资者仅收回本金，收益全无，这让原本“低调”的艺术品信托进入了人们的视线。

顾名思义，艺术品信托就是募集资金并配置到艺术品领域的信托产品，一般包括三种类型，即融资型艺术品信托、投资型艺术品信托和管理型艺术品信托。

“融资型艺术品信托是为收藏家、收藏机构等提供融资服务，产品到期由融资人赎回，一般提前约定预期收益，涉及艺术品质押、第三方增信等。投资型艺术品信托是通过募集资金后投资艺术品市场，通过艺术品的升值为委托人创造收益，通常引进专业艺术品投资顾问，并进行结构化安排等。”百瑞信托博士后科研工作站研究员陶斐斐说，管理型艺术品信托是通过与艺术家或艺术机构合作，通过推广提升艺术家及其作品价值从而获利。据悉，目前市场上融资型和投资型艺术品信托较多。

前些年，艺术品市场走出一波上涨行情，信托公司发行的艺术品信托产品取得不错收益，而随着艺术品市场下行，艺术品信托风险暴露，发行量开始收缩。用益信托数据显示，2011年和2012年艺术品信托发行量较多，之后呈逐年减少趋势。

用益信托首席分析师李咏说，在艺术品信托运作过程中，信托公司更多是充当融资平台，投资运作主要由艺术品投资顾问进行。信托公司对于投资顾问是否有深入了解，是投资艺术品信托的风险之一。

业内人士表示，对于融资型艺术品信托，投资者需关注作为融资方的收藏家、收藏机构等的还款能力、抵质押物是否充足等情况，以及是否有其他增信措施。

此外，投资艺术品信托还需要关注艺术品市场风险以及价值判断风险等。“艺术品市场目前处于调整期间，整体而言行情不算好。”李咏说。

艺术品的鉴定和估值专业性很强，且因为艺术品的非标准化，其价值判断是核心也是难点，随之而来的就是以价值判断为基础的价格风险。艺术品价值判断属于“仁者见仁，智者见智”，即便同一位艺术家的作品，价值可能也差异很大。业内人士认为，艺术品价格判断除了要参考艺术家作品现行的市场行情，还要考虑未来的增值潜力。如果买到赝品，就可能满盘皆输。

同时，艺术品品类繁多，流动性也较差，变现周期长。陶斐斐建议投资者选择相关艺术品标的在各大拍卖公司有较好流动性的信托产品。

除了上述风险，艺术品信托的成本费用也较高，较高的成本费用将侵蚀收益。某信托公司人士说，艺术品信托除了管理费等成本，还有艺术品咨询遴选、鉴定估值、保管和拍卖佣金等费用。

因此，投资艺术品领域的“门槛”相对较高，这里的门槛不止是资金，也不止是信托的门槛。有些人具有丰富的收藏经验，所以他们会把艺术品信托作为投资理财的选择，但具备这种经验的人属于少数。所以，投资艺术品信托除了一定的资金量，还需要自身具备一定的艺术品领域的专业知识和理性的投资心态。

李咏认为，如果投资者想要投资艺术品信托，需要对艺术品市场有一定了解，对市场行情能有自己的判断，最好能够了解投资顾问的能力，比如其过往业绩如何。投资者不能看到收益不错，就贸然进入，这样可能面临较大风险。

陶斐斐表示，虽然近两年各家信托公司新增艺术品集合信托计划不多，但仍有不少公司通过私募基金、和艺术相关的消费信托以及嵌入艺术元素的家族信托等创新模式进行探索。“艺术品投资基金与传统艺术品信托并无两样，但消费信托、家族信托则各有差异。艺术品消费信托应多关注消费权益的稀缺性与排他性，艺术领域家族信托则更强调量身定制。”

责任编辑 陆敏
美编 高妍
联系邮箱 jrbcfzk@163.com

随着备案制的施行，产品发行量出现井喷，背后风险逐渐显现——

资产证券化“蓝海”寻航标

本报记者 周琳



▲资产证券化通过期限和流动性转换，使得风险收益在时间和空间上的分布更为精细和灵活，从而使市场资源得到更为有效的配置

▲除了可能出现的提前偿付风险、流动性风险、评级风险、利率和信用等风险之外，资产证券化的场外交易风险也不可小觑

截至今年8月底，资产证券化(ABS)业务由审批制改为备案制已满1年零9个月。随着2014年底《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》《资产支持专项计划备案管理办法》等新规的发布，ABS业务明确改为“事后备案制+基础资产负面清单管理制度”，ABS管理人范围也扩展至基金管理子公司。

经过逾1年的快速发展，享受政策“红利”的基金子公司、互联网金融公司、证券公司等在资产证券化“蓝海”中竞相争艳。然而背后的风险也值得警惕。

盘活存量的利器

上世纪90年代，美国某摇滚乐手突发奇想：既不做“过气的明星”，又能活在当下赚到未来的钱，于是他联合金融机构推出首单娱乐明星ABS产品：将25张个人专辑的版权装在一个资产证券化项目内，发行一个年化收益率约7%的ABS资管产品，由此开启了ABS的新潮流。

事实证明，这样的ABS资管产品不仅帮助娱乐明星提前锁定了收益，防止因“过气”带来损失，而且帮助发行人提前回收流动性、降低了融资成本。“资产证券化正是这样盘活存量资产的利器。它是指将一个或一组流动性较差但预计能产生稳定现金流的资产，通过一系列的结构安排和组合，对其风险和收益进行分割重组，并实施一定的信用增级，从而将资产的预期现金流转换成流通性和信用等级较高的金融产品的过程。”民生加银资管有关负责人说。

京东金融结构金融部负责人郝延山认为，资产证券化是对金融业务本质“跨时间和空间的价值交换”的完美诠释，即通过期限和流动性转换，使得风险收益在时间和空间上的分布更为精细和灵活，从而使市场资源得到更为有效的配置。

目前国内资产证券化业务主要分为三种模式：中国证监会监管的证券公司及基金管理公司子公司资产支持专项计划，即企业资产证券化业务；中国银监会和中国人民银行监管的信贷资产证券化业务；银

行间市场交易商协会监管的资产支持票据业务。

将资产证券化产品与公司债、企业债、ABN、中期票据等4种传统融资形式对比，ABS的优势比较明显。在发行规模上，资产证券化不受净资产规模限制，而公司债和企业债都要求发行规模不超过净资产的40%。在审批方式上，除了资产证券化实行备案制之外，其余4种产品实行注册制或审核制。此外，募集资金用途和产品期限方面，资产证券化无明确限制，而企业债和公司债要求发行产品期限在1年以上，企业债则要求能使用的债券比例根据资金投向性质而定。从流通场所看，资产证券产品和公司债都在交易所流通，而中期票据、ABN只能在银行间债券市场流通。

从市场实际发行情况来看，2014年以来，资产证券化的发行量呈现井喷现象。其中，信贷资产证券化在2014年的发行量为2828.77亿元，2015年发行4088.43亿元，同比新增44.5%。企业资产证券化产品2014年发行规模为400.83亿元，而2015年则达到1946.02亿元。

互金ABS成新宠

备案制的推行，给资产证券化发展带来相对宽松的发展环境。从基金子公司的发展实际来看，依赖通道业务谋生长期难以继，业务调整和升级的需求成为资产证券化发展的新引擎。

据介绍，一个基本的资产证券化参与主体包括特殊目的实体(SPV)、资产服务商、资金保管人、信用增级提供者、承销商或财务顾问等，ABS的全过程包括组建资产池、安排交易结构、证券发行以及发行后期的管理等环节，其中最重要是将基础资产结构化。

为什么资产证券化项目一定要做结构化设计？联合信用评级有限公司结构融资评级总监张连娜表示，无论是债权类ABS还是收益权类ABS，基础资产的未来现金流可能由于某些原因导致收回的不确定性，为保证最高等级的信用债能够得到

正常偿付，需要有一个次级来吸收可能的损失，这就是所谓资产证券化结构化的理念。

经过结构化设计的ABS产品优点显而易见。一方面，拓宽了企业融资渠道，帮助企业有效管理并盘活其存量资产。另一方面，ABS突破了主体信用制约，优质资产能够获得高于主体的评级，从而降低融资成本。减少了融资限制，不受有关规定的企业发债额度不超过其净资产40%的限制。此外，ABS募集资金及信息披露弹性较大，资金用途灵活、信息披露范围较小。

目前，国内互联网金融消费市场发行的标准ABS产品已有阿里小贷、嘉实资本一分期乐1号、京东白条四期ABS项目、首个互联网保理ABS产品“京东金融—华泰资管2016年1期保理合同债权资产支持证券”等。其中，阿里小贷以淘宝平台上的商家债权为基础，京东白条以京东商城上的分期债权为基础。从规模上看，已经发行多期的京东金融ABS产品规模达85亿元，超过蚂蚁金服ABS的60亿元位列第一名，而分期乐和宜人贷的ABS规模分别在2亿元左右。

除了互联网金融公司，传统金融机构也开始积极拓展ABS业务。以民生加银资管发行的国内首单公积金贷款项目——汇富武汉住房公积金贷款1号为例，此项目的发行可有效缓解公积金运行中存在的问题，使用率偏高、短存长贷的流动性风险，有效拓宽住房公积金管理中心筹集渠道。作为国内最大的基金子公司，民生加银资管已在上海证券交易所挂牌成立标准企业资产证券化产品“民生加银资管金通小贷资产支持计划”。据悉，该公司目前累计发行的标准及非标准化资产证券化产品已至少6单，推进中及储备项目达20多个，未来将重点开展两融收益权、租赁资产、收费权等ABS业务。

警惕场外风险

尽管ABS业务有诸多优点，但也不完美。除了可能出现的提前偿付风险、流动性风险、评级风险、利率和信用等风险之外，场外ABS的交易风险也不可小觑。

对于部分互联网金融公司，有融资需求的中小企业和广大普通投资者来说，一般较难参与到“高大上”的场内备案发行的

ABS产品中。于是，部分互联网金融公司开始琢磨“场外”的路子。

据了解，场外ABS的惯用套路是：企业与某互联网金融平台签订合同，将能够产生稳定现金流的债权或其他金融资产收益权等基础资产转让。具体方法是基础资产拆分成多份，由普通投资者通过互联网金融平台认购。经过一定期限后，企业依照约定将这些收益权份额赎回，投资者获得兑付。

这一做法看似掌握了ABS的设计核心，盘活了资产，但实际上绕过了监管，风险极大。“目前部分场外ABS产品，可能涉嫌非法吸收公众存款。”北京市大成律师事务所肖飒说，根据有关法律法规，非法吸收公众存款罪的认定需要同时具备非法性、公开性、利诱性、社会性等多个特征。在场外资产证券化过程中，一旦企业转让债权或收益权等基础资产的行为被认定为非法，那么公开性、利诱性、社会性将被认定。

目前我国场外资产证券化市场分布面广、点多。以重庆金交所为例，据该交易所公开介绍，重庆金交所自身承担资产证券化交易结构中特殊目的载体的功能，通过担保机构对证券增信、承销对证券化产品的包销，在其在线电子交易系统发售受益权产品，目前已推出针对中小企业融资的小额贷款收益权、应收账款收益权等类型产品。其他区域性交易所，如天津金交所、大连金交所、杭州产权交易所等，也已陆续开展此类业务。

业内专家表示，这些地方金交所或股权交易中心在信息披露制度、投资者适当性制度和交易制度方面有不小差异。部分金交所所以股权交易为主，部分覆盖股权、私募债、权益类资产、资产证券化交易等。从投资者群体看，有的以各类机构投资者为主，有的则包括了大量民间资产管理公司等，其中潜在的风险极大。

“从证券立法角度看，证券交易所和场外交易市场都是证券市场必不可少的组成部分，在发达国家市场，几乎都以立法形式将场外市场交易纳入了法律监管。”国投瑞银资本管理有限公司总经理王书鹏说。

“未来，若能场内外市场真正联动起来，各方参与到资产证券化的积极性会更大。目前作为我国场外市场重要力量的各区域股权交易市场都处于地方政府监管下，应在此基础上加强全国统一规范，提高场外ABS市场的透明度。”郝延山说。



基本医疗+商业健康险

织密健康风险保障网

本报记者 李晨阳

补充，是以被保险人的身体为保险标的，保证被保险人在疾病或意外事故所致伤害时的直接费用或间接损失获得补偿的保险，包括疾病保险、医疗保险、收入保障保险和长期看护保险。

基本医疗保险统筹基金支付个人住院医疗费用，设定有起付线和封顶线。基本医疗保险的住院起付线，对起付标准以上、最高限额以下且符合报销范围的费用，基本医疗保险按比例支付。起付标准以下和封顶线以上的医疗费用由个人账户或现金支付。而某些药品(进口药、新药等)以及一些诊疗项目、医疗服务设施，还有交通事故所造成的医疗费用，这些多数不在基本医疗保险报销范围之内。

此时，商业健康险的优势就凸显出

来。多数商业健康险产品在被保险人确诊为重疾时，马上给付一笔医疗金，便于及时治疗。并且部分商业健康险产品还包含保费豁免条款，即被保险人一旦发生合同约定事故便无需缴纳后续保费，但保障继续有效。除此之外，商业健康险能够补偿疾病期间的额外支出，如疾病后非医疗支出、个人收入损失、家人看护支出和护理费用等。也就是说，商业健康险能有效补充社保不能报销的绝大部分。

目前，很多保险公司的健康险包含了医疗保险产品、重大疾病保险产品，还有特别针对癌症的防癌保险产品等。比如一些重疾险的产品，不仅保障恶性肿瘤、急性心肌梗死、脑中风中后遗症、良性脑肿瘤等高发重症疾病，而且还提供按照投保年限

的递增，基本保额随之翻倍的服务，实现对重大疾病风险的充足覆盖。

“重大疾病平均治疗费用约为30万元至50万元左右，医保大约可以报销15万元至20万元左右，术后休养需要3至5年，为了不影响生活质量，除去治疗费用，还需准备休养期生活费用。”某保险公司产品经理对记者表示，商业健康险中提供的收入损失、家人看护支出、护理费用等保障，能够帮助被保险人把损失降到最低。

社会保障体系内的医疗保险覆盖面广，保费相对低廉，重在保障。而商业健康险通过设计不同的费率和产品，给客户提供了更多的选择，满足不同收入群体的需求。两种保险相互补充，可以更好实现人们的健康风险管理。