



中国信托业的边界与变迁

■ 袁增霆

近年来金融监管环境变化给信托业带来新一轮的机遇与挑战。以资管新规和信托细则为代表的新规则体系的出台是重大制度变迁的标志。在信托业内，“制度红利”被习惯于用来表达制度变迁的积极绩效。新红利的萌生与旧红利的出清，分别对应着信托业未来的机遇与挑战。为了深入认识这一问题，有必要重温过去的历史路径及经验规律。改革开放四十年来，信托业不断调整的业态边界就是一个可观察的重要线索。

无边界竞争中的选择困惑

信托业务曾经被信托业内人士赋予无边界、无定式的竞争优势。这种不同寻常却很有代表性的行业发展理念源自海外信托经历数百年发展形成的基本特征——应用范围的广泛性与机制设计的灵活性。它是对一些流行说法的升华，如横跨实体经济与金融体系、全牌照以及诸如此类的制度红利。这种理念的确不断激励着信托业的不懈探索。当然，现实条件通常是拮据的。借鉴海外

经验并创造性地发展本土化信托业务，经常由于缺乏基础性的配套制度而无法落地。因此，过去信托业时常在憧憬未来时，又陷入彷徨。无边界也时常沦落为一种竞争劣势。

在过去四十年发展进程中，缺乏稳固的业态边界经常让信托业忧心忡忡。每逢行业经营陷入周期低谷时，这个问题就会变得更加尖锐起来。在2001年“信托法”出台之前，信托业发展就经历了五次大起大落，都是以行业清理整顿收场。每次整顿都动摇了信托业的主营业务范围。那时的业态边界通常既不够清晰，也不够稳固。尤其相比较于银行、证券、基金与保险等金融行业，这种状况变得更加显而易见。信托法的出台标志着信托业在制度上找回了本源。真正从经营上找回自信大致从2007年才开始。在此后至今持续十余年的繁荣发展中，信托业的业态边界问题降温了。就资产规模而言，信托业从2012年就开始上升为第二大金融行业。主要信托业务及其经营范围也已经逐渐为社会所熟知。然而，业态边界问题并没有真正消失。这方面的疑虑已经开始抬头，只是以另一种问题形式出现。

业态边界问题的另一种典型表达形式就是行业性的选择困惑,即“回归本源”或“转型发展”的重大抉择。这里的转型发展在最近五年多来被经常提及。它不同于常说的转型升级,实质上是回归本源的同义语——向“受人之托,代人理财”的本土化信托服务宗旨靠拢。转型发展不是谋求技术进步推动下的业务调整,而是可以固守的立足之地。自2013年以来,日趋严峻的金融经营与监管环境将转型发展的使命推上了信托业的经营战略高度。这是由于主流业务的发展空间正在面临生存挑战,迫切需要新的业务形式和范围来置换旧业务。行业内对此没有提出具有新技术特征的经营模式。与常规理解不同的是,被广泛提及的转型方向恰是遵循资管新规或回归本源可能带来的规范模式。由此不难理解从回归本源到转型发展,新旧两种表达之间的相通之处。而且,就像在此前长期呼吁回归本源一样,转型发展也已经蜕变为一种长期诉求。

在分业经营与分业监管体制中,上述选择困惑的存在是很难理解的。这种现象在其他金融行业中非常少见。它几乎成为信托业的一种特质。人们通常会认为,分业体制本来就划清了各个行业的主营业务范围以及彼此之间的边界。但是,在实践中,这个貌似简单的问题要复杂得多。信托业对贷款业务与证券业务的介入往往并不能被社会准确理解。在2001年之前,信托业插足其他金融行业业务及其引起的矛盾最为突出。结局通常是信托业让出曾经开拓的业务领域,从而不断加重无法立足的不安全感。2012年所谓“泛资管新政”之后,其他金融行业插足信托业务及其引起的矛盾变得突出起来。金融各业都在从事代客资产管理业务。尤其在金融各业都提倡“受人之托,代人理财”时,局面更是混乱不堪。近年来资管新规引发的重大挑战就在于信托业主营的受托资产管理业务并非专营业务,一些具体业务类型都是金融各业的公共领地。而且,在接近统一的规范标准下,信托业过去据有的一些规则优势或制度红利将被大幅削减。由此便不难理解当前信托业面临的挑战和压力。

因此,信托业的选择困惑是一个长期性问题。而且,从早期追求的专属业务领域,后来提出的回归本源以及近些年呼吁的转型发展,这些长期的行业呼声都接近于同一个问题。问题本身折射出信托业务还没有足够地亲近本源,业态边界也不像其他金融业那样相对清晰、独立且稳固。这表明国内社会对信托制度的理解与驾驭还不够成熟。在对信托的基本认知以及本土化处理上,探索之路依然漫长。

历史阶段背景与边界变迁

信托业发展前沿上的选择困惑通常都起源于被动的业态边

界变迁。在特定的历史阶段,变迁的主题、形式及根源也有一定的特殊性。作为海外舶来品,信托业务被引入国内已经一百有余。在1913~1914年间,日本和美国的信托机构分别在大连和上海开办信托业务,随后带动了内资机构的发展。旧中国的信托业具有鲜明的外部植入性,组织体制与业务类型都类似于当时的日美两国。1921~1922年发生的“信交风潮”暴露出信托贷款卷入金融投机活动,并导致了一次信托业危机。新中国成立之后对旧信托业进行了接管和改造,但没几年就连同新成立的机构一起关闭了。直到1979年中国国际信托投资公司(简称“中信公司”)成立,信托业才得以重建。接下来将重点关注中国信托业重建之后的两个历史阶段以及中间的一个过渡期。鉴于标识阶段起始或终结的重要事件都具有前后承转的意义,它们的发生年度被同时划归前后两个阶段。

第一个阶段是2001年信托法出台之前的二十余年。信托业在1979~2001年经历了5次行业清理整顿,具有短周期、高风险的阶段特征。这段时期有两个重要背景环境:一是社会资金短缺;二是信托制度缺位。这两个背景因素共同决定了信托业的坎坷命运。中信公司的设立背景对后来的行业发展具有一定的导向性。当时借鉴海外经验模仿的信托业务满足了引进外资及技术的需求,兼顾实现了商业化运作与获取资金来源的目的。这个应用模板很快被复制到更大范围的国内经济建设以及后来的发展金融市场之所需。在严重的资金短缺时期,信托业务在这些领域曾经做出了重要的经济贡献,也是经济与金融领域创新发展的践行者。由于缺乏必要的、基本的制度规范作为约束,业务发展又很容易失去节制。直到第五次行业整顿结束,这段历程都被认为是偏离本源或错位发展。错位的说法反映了过去信托业没有专属业务领域,经常向银行业和证券业越位发展的事实。

2001~2007年是一段过渡时期,也是行业制度规范“一法两规”体系的形成时期。“一法”即信托法。“两规”是指用来调整信托公司与资金类信托业务的两个管理规定。它们在2002年出台之后,又在2007年进行了修订。修订最重要的、标志性的意义在于将信托投资公司更名为信托公司,更加体现出回归本源的行业发展意志。过渡期的另外一层意义是自从2001年中国加入WTO之后,整体性的经济与金融制度取得重大进步。在此背景下以及相对规范的制度基础上,信托业又经历了数年局部的整顿,才大约从2007年开始加快发展步伐。

第二阶段是2007年至今,一轮前所未有的繁荣阶段。这段时期的两个重要背景环境与第一阶段形成了对照:一是社会资金过剩,二是金融自由化与金融监管风格切换。社会资金过剩意味着实体经济(不包括金融与房地产)的投资机会以及回报率开始下

降。从实际GDP增长率的路径也可以看出,最近20年来经济增长周期在2007年达到峰值,前后走势反转。社会资金平衡的逆转给金融自由化创造了有利条件。在此背景下,房地产与金融领域成为信托业务的重要开拓领域。主营信托业务是金融信托中的资金信托。在财产类与事务管理类信托业务中,一些创新形式也是为了服务资金信托或其他金融机构的融资业务。相比以往,资金信托业务展现出更加灵活的金融同业合作模式与产品交易结构设计以及更强的社会资金募集能力。信托机制的灵活多用在金融自由化背景下得到了充分发挥。但是,当金融自由化对金融监管构成的挑战累积到一定程度,金融监管政策就开始由宽松转向紧缩,从而带来负面冲击。自2012年起,信托业务不时被批评为影子银行或后来资管新规旨在治理的诸多问题。同时,信托业务开始受到金融同业代客资产管理业务(“类信托”)的替代影响。这种挑战性的生存背景与第一阶段大同小异。在政策收紧与同业竞争的压力下,看似宽广而清晰的业务范围或业态边界也逐渐变得狭窄且模糊起来。这也是行业再次呼吁回归本源和转型发展的缘起。

这段长期繁荣的成因及忧患可以通过历史阶段之间的比较得到更清晰的认识。每个阶段的重要背景环境都具有决定行业繁荣的供需两个方面因素。过去两个历史阶段都不缺乏强大的市场需求及潜力。即使在第二阶段经济增长持续减速的背景下,信托业务发展的驱动力依然不减。海外的历史经验也曾经表明,漫长历史进程中的不同阶段都有信托业务的新机会。制度规范的缺位与补位之别在第一与第二阶段之间形成了最鲜明的对照。单从这种角度来看,制度规范在第二阶段提供的保驾护航作用可能是决定性的。当然,当前国内的信托制度水平与海外的成熟范式相比仍然还有很大的差距。制度水平及其影响也有一定的限度。而且,信托制度的绩效在很大程度上又可以归因于整体经济金融制度进步。第二阶段的制度因素在金融自由化背景下释放出卓越的制度红利。这种制度红利的一部分成分也在远离信托本源,成为金融监管疏漏的反向指标。因此,繁荣背后的忧患存在于过度的金融自由化以及背景形势逆转之后的调整压力。信托业关心的发展瓶颈与风险因素大多与此有关。调整压力一直伴随着金融同业的同质化竞争以及金融监管口径的逐步收紧而增强。这种情况在2018年严监管与严峻金融形势的考验中已经得到了见证。当年的信托业务规模及业态边界的收缩是过去十余年来罕见的。

下一阶段的中期展望

自2018年以来信托业经营与监管环境的调整传递出下一个阶段悄然开启的信号。资管新规以及相关信托细则的出台对此具有标志性意义。对于新制度环境的影响,可以从两种角度来理解。

与上一阶段相比它变化显著,但与四十年前筹备中信公司时业内精英赴海外考察看到的海外信托制度相比仍然存在较大差距。因此,当前不仅无法预测下一阶段的持续期,也不宜参照海外经验想当然地憧憬信托业的长期未来。下面将着重立足于未来3~5年的中期视野进行展望。这种期限在很大程度上充当过渡期。

我们基于上一阶段的事实及情景变化来推测未来中期的重要背景环境及业态边界变迁。第一,社会资金过剩的阶段特征已经演变为宏观经济与资产市场滞胀。经济增速与投资回报率的持续下降仍将压制社会资金向实体经济的流入。伴随宏观负债率的高企及上升,经济与金融形势频繁在胀与缩之间切换。这种背景影响到主营信托业务的市场需求,具体表现为那些类似银行或投资银行风格的金融信托业务面临着低回报率与风险频繁暴露的挑战。第二,金融自由化的退潮与金融监管的加强已经明朗。参照美国金融业在次贷危机之后持续数年的负增长表现,新制度环境的紧缩效应不容小觑。在存量博弈格局中,国内政策支持下的资产证券化业务可能是一个例外。

作为上述制度环境的延伸,资产管理业务产业组织结构的调整及其重要影响更加值得关注。信托业将在更加激烈的同业竞争中重新探寻自己的业态边界。当银行理财业务被认定为信托关系以及银行理财子公司被赋予牌照优势之后,信托业在资管业务领域的地位及业态边界进一步收缩。该领域的营业信托机构呈现出信托业、基金业、银行理财业的三分天下格局。再考虑到证券业与保险业的分支,可以说,未来中期内资产管理领域的信托业务产业格局有望重现历史,即信托公司专营与其他机构兼营的格局将进一步凸显出来。上述背景下的同业竞争也将推升该领域的行业集中度。优秀的营业信托机构,通过同业及上下游行业兼并做大做强的机会上升了。

因此就不难理解一些业内人士将信托业转型发展的希望寄托于信托法的修订,以期开辟新的业态边界来缓解旧业务受到的挤压。信托机制除了在金融领域发挥投融资功能之外,还有更广阔的应用和更丰富的功能。例如,信托在公共和私人领域财产、财产权及相关事务管理中的应用。对信托业而言,我国社会财富传承与事务管理已经成为长期视角下可见的重要背景环境。近些年来,家族信托与公益信托业务的增长已经可以让人为此窥豹一斑。当然,这些需求的真正释放还需要革新基础性的信托制度——某个新阶段的标志性事件。●

(作者单位:中国社会科学院金融研究所)

责任编辑:杨大鲁
Aris_yeung@yahoo.com