



2016.10.10

评级:

增持

上次评级: 增持

信托变形记

——寻找中国非银金融的 Alpha 系列之四

刘欣琦 (分析师)	孔祥 (分析师)	耿艳艳 (研究助理)
021-38676647	021-38674744	021-38676640
liuxinqi@gtjas.com	Kongxiang@gtjas.com	Gengyanyan@gtjas.com
证书编号 S0880515050001	S0880515080006	S0880115060008

本报告导读:

监管套利下野蛮成长的时代渐行渐远，本文分析了未来信托机构向资管、投行、投行三者的转型路径。我们的分析框架也适用于基金子公司和券商资管部门。

摘要:

- **唱衰何惧:** (1) 除本身牌照壁垒和信托制度优势外，2010 年后信托崛起离不开信贷资源管制和规避监管带来的套利机会。(2) 2012 年底随着基金子公司和券商定向资管放开，外界对信托唱衰不绝于耳，但由于金融机构资产负债表继续膨胀，信托规模仍能高歌猛进。目前行业资管规模近 17 万亿元，高于保险证券，规模仅低于银行。
- **归途何处:** (1) 2016 年以来“降杠杆，防风险”已成监管共识。为减少沟通成本，监管部门有意将非标资产投向收回银监会管辖的信托通道，同时增加基金子公司等机构的资本扣减。这对信托构成边际利好。(2) 监管政策变动不意味又一个春天来临。对银行而言，2016 年委外凶猛，银行已由负债驱动转为资产为王，非标资产借道需求减少；对地产而言，行业龙头负债成本减轻和中小房企向轻资产转型均削弱了高成本的地产信托需求。**通道业务虽可残喘，但大风口已过。**
- **变形何绚:** 从“资金掮客”回归“受人之托，代人理财”的业务本质，信托变形方向多元：(1) **财富传承:** 海外绝少独立信托机构，但有深厚品牌的独立财富管理机构，提供一体化财富保值和税收规避方案；(2) **资产管理:** 耶鲁模式表明增加低流动性但高收益的资产可以显著提高绝对收益水平，PE 信托窗口开启，同时国内 FOF/TOT 业务正处发轫之际，相关业务大有可为。(3) **投行回归:** “给我一块资产，便可把它证券化”。非标转标需求提升，资产证券化是将传统非标债权向标准化债权转变的主要合规手段，这有利于优化发行方负债结构，盘活存量资产。我国暂时只能采取 SPT (特殊目的信托) 形式，这无形中强化了信托的参与作用。此外传统政信合作向 PPP 转型，地产信托向 REITs 转向过程中，具有定价能力的信托均有机会分羹。
- **牛股何觅:** (1) **智者乘势**，后续信托机构将向资管型、投行型、私行型三张不同类别的机构转型，预计新增收入近六成，先行一步将有溢价。信托有产品设计和资金多样运用的天然禀赋，但缺乏负债端优势，未来转型需在资产寻找、投资定价和产品销售三维度夯实，资本补充将是常态。(2) **能者善变**，我们基于现有股价隐含的 Price/Aum 水平 (信托业务模式与资产管理机构最相似) 和后续潜在主题机会 (如国企改革/综合金控) 选股。维持行业“增持”评级，建议增持经纬纺机 (000666) 和爱建集团 (600643)。
- **核心风险:** 信托项目兑付风险。

目 录

1. 管制之赏	3
1.1. 事实：顽童的逆袭	3
1.2. 缘由：逆袭的解释	4
2. 唱衰何惧	5
2.1. 规模：从激增到稳进	6
2.2. 投向：追随产业变迁	7
2.3. 特色：齐奔的三马车	9
3. 归途何处	10
3.1. 管制又至，红利再临！？	10
3.2. 虽可残喘，风口已过	13
3.2.1. 金主银行：更优资产端	13
3.2.2. 政府/地产商：更好负债端	14
4. 变形何绚	15
4.1. 财富传承：北方的启示	15
4.2. 另类投资：耶鲁的呼唤	18
4.2.1. 无股不富：PE 信托	18
4.2.2. 千帆归海：FOF/TOT	20
4.3. 融资工具：投行的回归	21
4.3.1. 非标转标：ABS	21
4.3.2. 政信转向：PPP	23
4.3.3. 白银时代：REITs	24
5. 牛股何觅	25
5.1. 转型三路	25
5.2. 信托点将	27
6. 核心风险	31
附录：信托之魅	32
本质：产权安排	32
比较：信托/权益/债务	33
模式：信托（类资管）/固有（类自营）	34
运用：债权/股权/夹层/收益权	34

1. 管制之赏

1.1. 事实：顽童的逆袭

从1979年10月中国国际信托投资公司成立开始，中国信托业走过了30多年的历程。信托业务早期更像是多元投资的“杂货铺”，由于投资种类多和风险偏好高，信托机构多次出现投资失误和坏账危机，故被称为金融机构的“坏孩子”。中国信托业历史上经历了六次整顿，在此过程中行业洗牌，格局重塑，牌照目前不足70家。

表1：信托业历史上经历了六次整顿

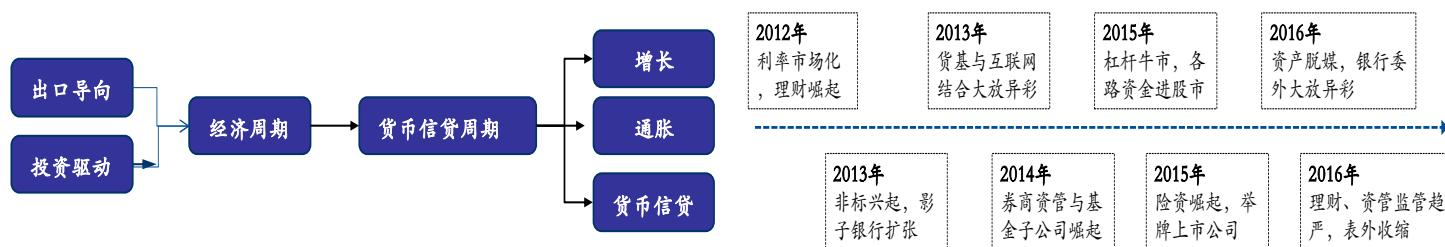
时间	整顿情况
1982 第一次整顿	全国各类信托机构达620多家，监管要求信托投资业务全部由银行来办，地方信托公司一律停办。
1985 第二次整顿	暂停办理新的信托贷款和投资业务，对存贷款加以清理。
1988 第三次整顿	信托公司随经济过热膨胀，最多时约700家。第三次清理整顿，停止信托贷款、投资和拆出资金业务，大量撤并机构，到1990年，信托公司锐减到339家。
1993 第四次整顿	全国信托投资公司达到700多家（不含各地越权审批的机构）。信托公司盲目拆借资金，超规模发放贷款，以及投资炒作房地产和股票。
1995 第五次整顿	全国具有独立法人地位的信托公司变为244家。
1999 第六次整顿	通过整顿实现信托业与银行业、证券业严格的分业经营、分业管理，这次整顿于2001年基本结束，只保留了约60家信托公司。
2007 分类监管	对信托业实施分类监管，信托公司或立即更换金融牌照，或进入过渡期。新规下发之后，各大信托公司开始轰轰烈烈的实业清理。信托公司家数基本控制在七十家附近。

资料来源：银监会，国泰君安证券研究。

整顿后的困境逼迫信托寻找新的商业模式。2001年10月1日《中华人民共和国信托法》颁布实施，信托制度在中国得到正式确立；2007年《信托公司管理办法》和《信托公司集合资金信托计划管理办法》的出台，这标志着信托业进入规范发展的时代。

信托的逆袭一方面依赖本身的牌照优势和信托制度魅力（关于信托业务本质的讨论，请参见本文附录信托之魅），但更多依赖于2010年之后的非标资产崛起后（对应资产来源于房地产开发企业和政府融资平台）的融资需求，信托提供了相关交易安排。下节从管制角度来解释。

图1：中国强周期性影响了大类资产配置



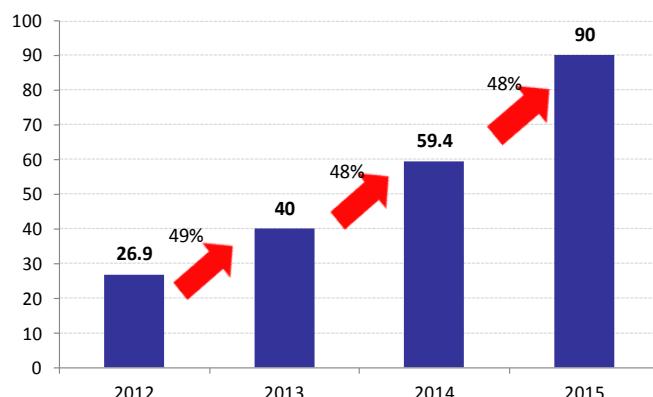
数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

图2：大类资产配置方式给不同金融机构带来红利



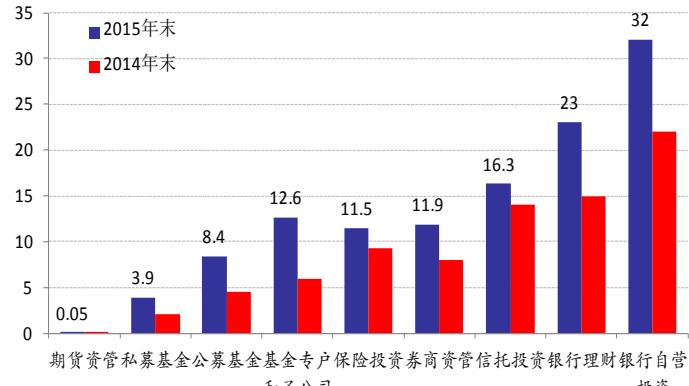
数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

图 3：中国各资管机构总规模及年均复合同比增速



数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

图 4：2014-15 年各类机构总资产或金融投资规模



数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

1.2. 缘由：逆袭的解释

管制影响了资源的配置过程和人们的竞争法则。按照制度经济学，价格管制本质是部分地侵犯了私人产权中的收入权，于是部分地废除了价格准则，而由于自私与稀缺这两大约束条件不变，人们必须通过竞争来分配稀缺物品的问题就不变，变的只是竞争的方式——从价格准则变成了非价格准则。困难在于非价格准则有很多很多，将会是什么非价格准则被采用？由于非价格准则都会带来效率上的损失(经济学上有一个拗口的名词叫“租值消散”), 而基于“自私”这基本假设，人们会想方设法减少效率损失，所以在特定的局限条件下，能够使得效率损失最小或交易费用更低的非价格准则会被人们所采用。本文将其简化为三个管制定理，更科学的表述参见本文附录或阅读张五常等大家著作。

管制定理 1：给定价格管制，这存在造成效率损失的倾向。

管制定理 2：有关参与人会减少这种效率损失，这产生了种种规避管制的制度安排。

管制定理 3：交易费用最低的制度安排更容易被选择。

我们应用管制理论来解释 2010 年后信托业崛起：

2010 年后信托崛起离不开信贷资源管制约束和规避管制带来的监管套利，一定程度上信托成了监管套利的“伴生机构”。基于上文的管制定理，**第一**，为纠正经济过热，监管部门管制信贷资源的配置，房地产开发商或政府融资平台难以正常获得贷款。2011 年开始，货币政策从“适度宽松”转向了“中性、稳健”；监管政策在存贷比、贷款规模、资本充足率、流动性指标、反洗钱、受托支付等方面，这对商业银行提出沿革要求；信贷政策方面，也有了更多关于信贷投向、资金用途的管理。这些措施都抬高了信贷渠道的融资门槛；**第二**，相关融资需求仍强劲，开放商和政府平台商可以承担较高昂的资金，银行认为相关资产风险可控，也有动机将资金贷出，这需要新的融资创新需求；**第三**，信托可以通过交易结构创新承接银行资金，进行放贷，2010-12 年，信托资金体量规模大，有刚性兑付隐形保证，同时成本大幅低于

民间资金，这成为了被选择的规避管制安排，信托成为了“资金掮客”的代名词，2012年底之后，尽管相关融资需求仍在强劲，随着大资管放开，券商定向资管和信托子公司也可做非标融资且通道成本更低，信托的牌照优势被削弱，但凭借刚兑优势（信托公司资本相对其他主体更雄厚），信托规模仍稳定攀升。

从2012年开始，信托业受托管理的资产规模超过了保险业总资产，信托业跃居为中国第二大金融行业，目前资产管理近17万亿元。

图5：施加管制与监管套利成为了“打地鼠”游戏



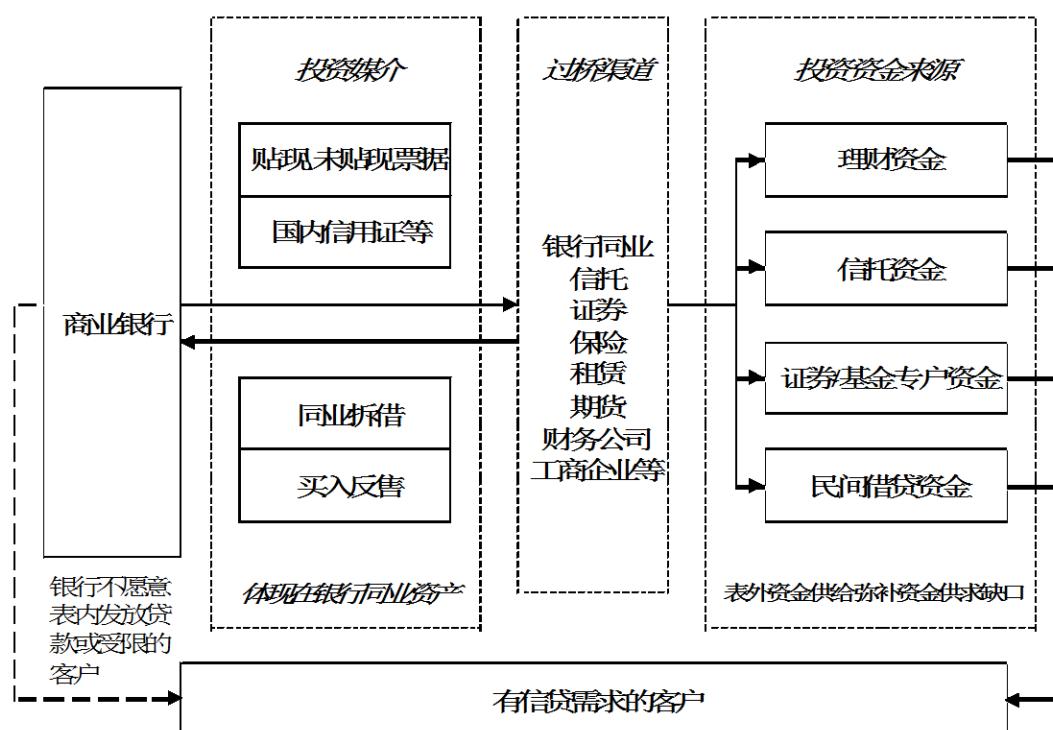
数据来源：互联网。

图6：“伴生鸟”：规避管制常产生新的商业模式



数据来源：互联网。

图7：信托等一定程度上成了信贷监管套利的“伴生机构”



数据来源：《中国金融》。

2. 唱衰何惧

从2012年底以来，外界对信托的唱衰不绝于耳，但信托业务仍在高歌

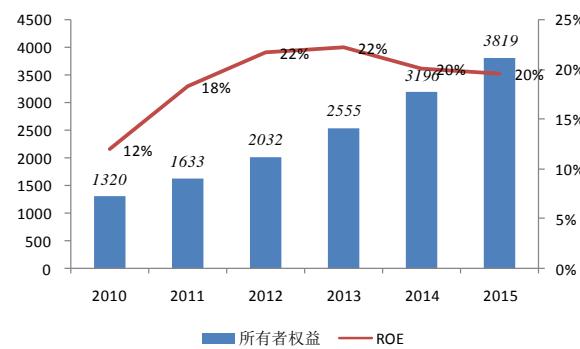
猛进，信托规模保持攀升。我们从规模、投向和特色三方面进行分析。

图 8：信托业 2010 年后利润水平保持增长



单位：亿元，数据来源：信托业协会，国泰君安证券研究。

图 9：信托业 2010 年后净资产规模保持增长



单位：亿元，数据来源：信托业协会，国泰君安证券研究。

2.1. 规模：从激增到稳健

2016年二季度末，68家信托公司的信托资产规模为17.29万亿元，较同期增加1.42万亿元，同比增幅8.95%，环比增幅仅为4.25%。整体看，增长放缓，增量效益贡献下滑。2015年三季度末甚至出现2010年以来的首次季度下降。

我们认为规模放缓原因在于宏观经济下行和经济结构调整背景下，新增信托规模增长乏力，同时存续信托资产进入兑付高峰。且15年三季度，国家对场外配资尤其是对伞形信托的清理，以及证监会要求将信托接口转接到券商，导致不少投资股票的信托产品被迫清盘，这也是原因之一。

图 10：全行业信托资产规模增至 17 万亿元

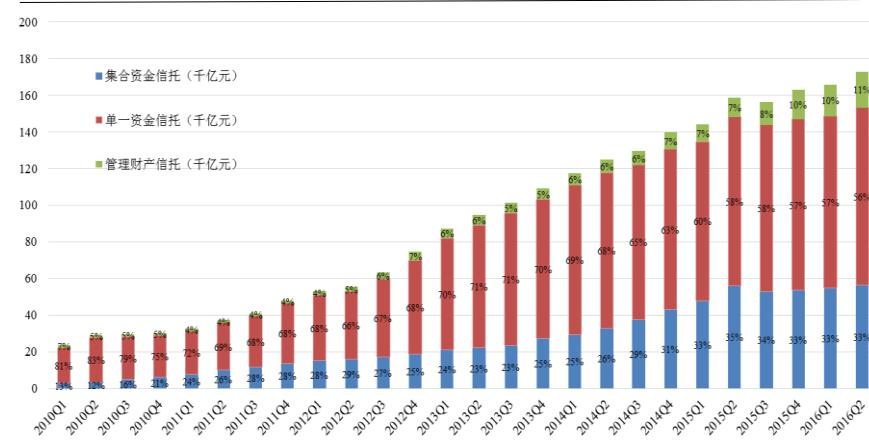


数据来源：信托业协会，国泰君安证券研究。

从结构看，集合占比升而单一占比下降。2016年第二季度，集合资金信托规模为5.63万亿元，占总信托资产规模的比重为32.59%，相比上一季度下降了0.42%。与之相对，单一资金信托占比为56.06%，也比上一季度下降了0.50%。从总体趋势上看，单一资金信托占比持续下降（尽管

在 2012 年第二季度到 2013 年第三季度出现小幅反转），而集合资金信托和管理财产信托占比持续上升。这表明信托公司更注重开展集合类业务，以此降低通道类业务流失的影响。

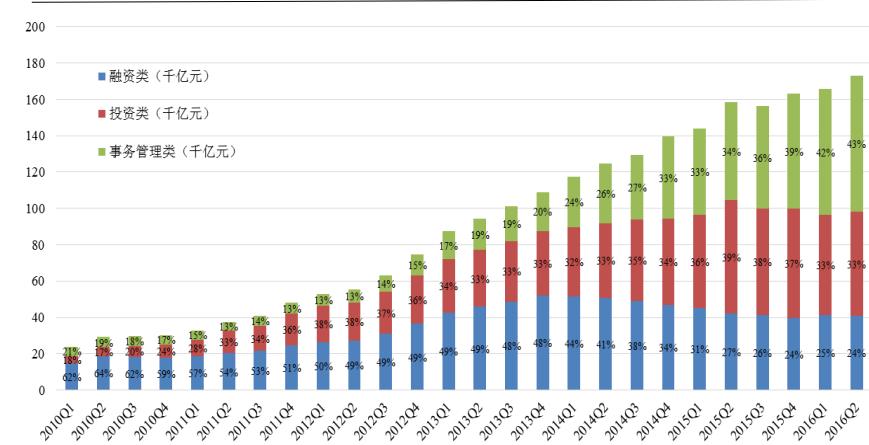
图 11：集合信托占比升而单一信托占比下降



数据来源：信托业协会，国泰君安证券研究。

从使用功能看，融资类占比下降，而主动型的信托业务占比提升。2010 年第一季度到 2013 年第四季度，信托行业融资类业务长期占据“半壁江山”(49%以上)，但自 2014 年第一季度以来该类业务占比进入下降趋势，一度滑落至 2016 年第二季度的 23.68%；与之相对的是，事务管理类信托规模增速显著，该类业务占比从 2012 年第一季度的 12.50% 提升至 2016 年第二季度的 43.20%；同时投资类信托规模占比近年来相对稳定，自 2011 年第二季度超过 30%以来，一直在 33%~39% 之间小幅波动。2016 年第二季度该类业务占比达到 33.13%，业务规模达到 5.73 万亿元，较一季度规模增长了 3.91%。

图 12：投资和事务管理类信托占比提升



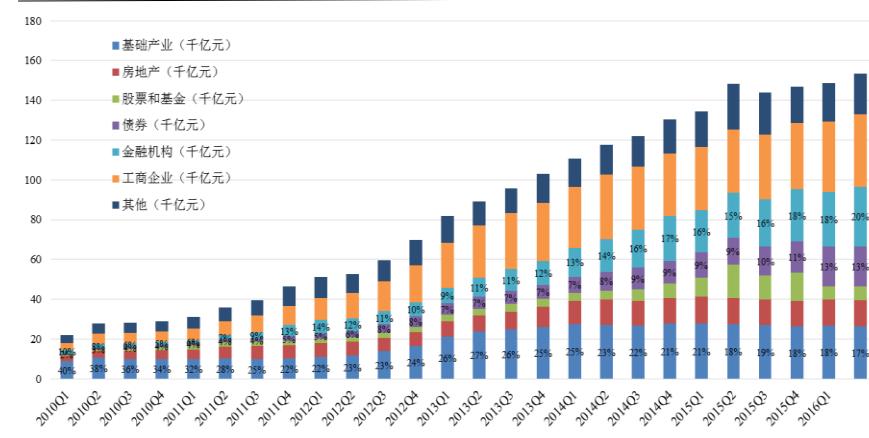
数据来源：信托业协会，国泰君安证券研究。

2.2. 投向：追随产业变迁

在五大运用领域中，工商企业占比自从 2012 年第一季度后长期位居首位。截止 2016 年第二季度末，运用于工商企业的信托资金 3.62 万亿元，占比为 23.64%，较上季度的 23.74% 略有下降，但占比在五大领域

中依然最高。数据显示，自 2010 年第一季度至 2013 年第三季度，信托资金运用于工商企业的占比从 14.77% 持续提升至顶峰 29.49%，之后逐渐下降。

图 13：工商企业/金融机构/资本市场是信托资金的主要投向



数据来源：信托业协会，国泰君安证券研究。

2015 年 3 季度末，投向金融机构的信托资金 3.00 万亿元，占比 19.56%，首次排名第二，比一季度的上升了 1.07 个百分点，与上年同期相比增幅达到 32.39%。证券市场目前是资金信托的第三大配置领域。与投向金融机构的资金占比相似，自 2013 年第二季度以来，资金信托配置于证券市场的比重也呈现加速上升趋势。截止 2016 年第二季度末，投向证券市场的信托资金占比为 17.63%，相比今年一季度末的信托资金占比略微下降了 0.50%。信托资金投资证券市场占比一直较重，主要源于多元化资产配置的需求和资本市场的投资机会。

图 14：沪深 300 走势与股票基金信托规模同向



数据来源：信托业协会，wind，国泰君安证券研究。

图 15：房地产市场与房地产信托投资规模同向



数据来源：信托业协会，wind，国泰君安证券研究。

截止 2016 年第二季度末，基础产业是资金信托的第四大配置领域，投资规模为 2.65 万亿元，占比为 17.31%，所占比重进一步下降（一季度占比为 18.02%）。投向基础产业的信托资金占比自 2010 年起逐年下降，仅在 2013 年第一、第二季度有所反弹。基础产业信托增长乏力更多归因于经济结构调整和相关政策的出台。这同时也预示着信托行业的增长推力正逐渐从传统行业向其他领域过渡。

房地产是信托资金的第五大配置领域。2016 年第二季度末房地产信托占比 8.52%，与上季度末的 8.71%相比下降 0.19%。事实上，房地产信托占比自 2011 年第二季度以来一直在下滑，2012 年年底后长期在 9% 左右徘徊，这说明该类业务的发展受宏观经济下行和国家产业结构调整的影响较为明显。

2.3. 特色：齐奔的三马车

目前信托公司的特色业务主要分为：银信合作、政信合作、私募基金合作、PE 业务、房地产及 QDII 业务，其中银信、政信、房地产业务凭借较高的业务占比，号称信托业三驾马车。截止 2016 年第二季度末，在以上六类业务中，银信合作占比继续保持上升，但政信合作占比、私募基金合作、PE 投资信托、基金化房地产信托占比和 QDII 业务占比下降。其中，PE、基金化房地产信托和 QDII 规模较小，三者所占比重之和不足 1%。

六类特色业务中，银信合作的规模最大。截止 2016 年第二季度末，该类业务规模为 4.39 万亿，占信托资金总规模的 25.38%，较上季度上升 0.49%。银信业务从 2010 年开始占比大幅下降，到 2013 年底触底反弹，但增幅放缓。

六类特色业务中占比第二的是政信合作业务，2016 年第二季度末该类业务占比 7.95%，较上一季度下降 0.76%。受到宏观经济下行和相关政策影响，加上信托资本成本高企和政府平台项目周期较长，因此政信合作占比呈现下降的发展趋势，这与投向基础产业领域的资金占比持续下降相吻合。

图 16：银信合作规模增速放缓



数据来源：信托业协会，国泰君安证券研究。

图 17：信政合作规模已开始下降



数据来源：信托业协会，国泰君安证券研究。

目前规模占比第三位的是私募基金合作业务。截止 2016 年第二季度末，该类业务规模 0.36 万亿元，占比 2.06%。总体上私募基金合作业务所占比重呈下降趋势，自 2015 年第二季度以来，绝对规模也开始减少。与其类似，PE 业务的绝对规模也从 2015 年第二季度开始下降，截止 2016 年第二季度末，该类业务规模 662.96 亿元，占比 0.36%。



图 18：私募基金合作规模规模近期下滑



数据来源：信托业协会，国泰君安证券研究。

图 19：PE 业务规模稳定

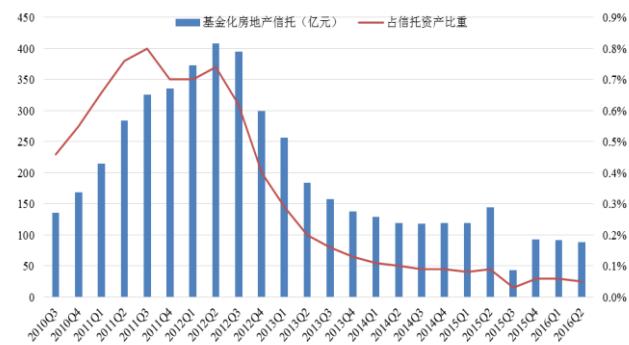


数据来源：信托业协会，国泰君安证券研究。

基金化房地产业务无论相对规模（占比）还是绝对规模均从 2012 年第二季度开始大幅下降，截止 2016 年第二季度末，该类业务规模 88.22 亿元，占比 0.05%。这与信托资产对房地产的配置情况相一致。

与之相反，QDII 业务则无论相对规模（占比）还是绝对规模均从 2012 年开始上升，截止 2016 年第二季度末，该类业务规模 421.86 亿元，占比 0.24%。这表明在人民币国际化及部分贬值预期下，信托公司开始逐步布局海外业务以落实大类资产的海外配置。

图 20：基金化房地产信托规模微小



数据来源：信托业协会，国泰君安证券研究。

图 21：QDII 业务规模迅速攀升



数据来源：信托业协会，国泰君安证券研究。

3. 归途何处

3.1. 管制又至，红利再临！？

2016 年以来，金融机构以防范系统性风险为主，“降杠杆，防风险”已成为监管共识。对以监管套利为主的通道类业务而言，监管层也希望以交易费用最小化的方式实施管制，由于通道类业务的负债端来自于银行资金（包括自有和理财资金），这属于银监会监管，而通道端中券商和基金子公司都受证监会监管，这种情况下将通道限制在同属于银监会管辖的信托机构，更有利于协调。基于此原因，2012 年底放开的通道业务又将逐步收回到信托中。

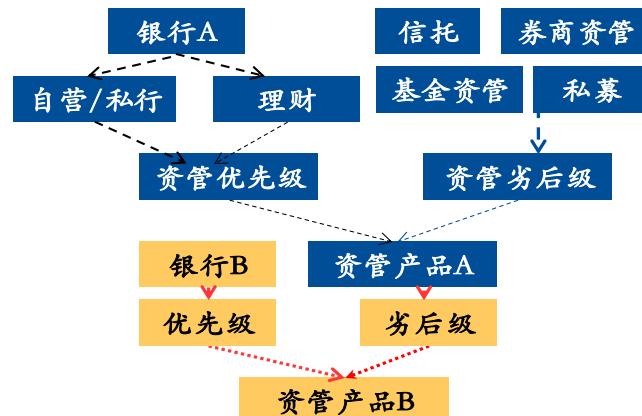


图 22：基金子公司/券商资管/信托均涉及较多非标资产

	非标资产		
	2015年	2014年	增长
券商	8.4	6.47	1.93
基金子公司专户	7.22	3.37	3.85
银行理财	3.72	3.3	0.42
银行委外的非标	10.7	6.8	3.9
保险	4.3	3.2	1.1
信托	12	11.2	0.8

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 23：结构化产品借助多类通道层层加杠杆



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表 2：2016 年后资管政策要求控制杠杆/限制通道

时间	政策文件	要点
4.28	《关于规范银行业金融机构信贷资产收益权转让业务的通知》	信贷收益权转让会计出表监管不出表，信托为其唯一中间通道
5.18	《证券投资基金管理公司子公司管理规定(征求意见稿)》和《基金管理公司特定客户资产管理子公司风险控制指标指引(征求意见稿)》	净资本不低于 1 亿元、各项风险资本之和、净资产的 40% 和负债的 20%；风险资本按专户收入的 10% 计提
6.16	《关于修改<证券公司风险控制指标管理办法>的决定》	修改净资本、表外资产计算方式；改变风控指标；杠杆监管改用资本杠杆率，流动性监管改用流动性覆盖率和净稳定资金率
7.28	《商业银行理财业务监督管理办法(征求意见稿)》	银行理财非标只能走信托通道

资料来源：证监会、银监会，国泰君安证券研究。

对于券商资管而言，2016 年 10 月 1 日起将正式实施的《证券公司风险控制指标管理办法》将采用新指标——资本杠杆率（核心净资本/表内外资产总额），并设定不低于 8% 的监管要求。从此游离于资本占用之外的资产管理业务（折算系数为 0.2%）也将纳入计算。券商资管消耗资本扩大，这对券商资管业务扩张造成一定的影响；而对基金子公司而言，尽管最终管理办法还未定稿，但大方向预计是基金子公司的资本扣减等同于信托。2012 年后，基金子公司无刚性的资本消耗压力，故在费率上有显著优势。但按照最新监管规定，未来信托、券商资管、基金子公司都将站在同一起跑线上。

表 3：2016 年后资管政策减少了信托/券商资管/基金子公司监管差别

	净资本要求	保障基金	风险准备金	业务限制
信托	有严格资本扣减要求	向融资方收取 1% 保费	单一类 0.1%-1%；集合类 0.2%-3%	不能进行配资、伞形 信托
券商资管	资管业务计入表外资产	暂无	结构化、非标定向、私募、 其他定向资管分别按 0.8%、 0.9%、0.7%、0.5% 计算	不能承接配资、信贷 资产受益权、银行理 财对接的非标债权

基金子公司	不低于 1 亿元、各风险资本之和、净资产的 40% 和负债的 20%	暂无	专户收入的 10%
-------	------------------------------------	----	-----------

资料来源：证监会、银监会、国泰君安证券研究。

表 4：信托有严格的资本扣减要求

项目	单一类（不含银信合作）	集合类（含银信合作）
1、投资类		
(1) 金融产品投资		
其中：股指期货相关产品	0.8%	1%
公开交易固收产品	0.1%	0.2%
其他有公开市场价格产品	0.3%	0.5%
其他	0.5%	1%
(2) 股权投资类投资（含非上市股权，包括 PE）	0.8%	1.5%
(3) 其他投资类投资	0.8%	
2、融资类		
(1) 房地产融资		
其中：公租房廉租房类融资	0.5%	1%
其他房地产融资	1%	3%
(2) 其他融资类	0.8%	2%
3、事物类	0.1%	0.2%
4、其他	1%	3%
5、财产信托		
(1) 以财产受益权为标的的准资产证券化业务	1%	1%
(2) 其他	0.2%	0.2%

资料来源：银监会《信托公司净资本计算标准有关事项的通知》，2011 年 2 月，国泰君安证券研究。

表 5：预计基金子公司通道业务资本扣减逐步向信托靠拢

项目	一对一	一对多
1、投资类专户业务		
(1) 标准化金融工具	0.0%	0.0%
(2) 投资类资管产品	0.2%	0.4%
(3) 未上市股权	0.4%	0.6%
(4) 其他投资	0.8%	1.0%
2、融资类专户业务		
(1) 非标准化债权资产	0.8%	
抵押、质押类		1.5%
保证类		2.0%
信用类		3.0%
(2) 融资类资管产品	1.0%	2.0%
3、其他	1.5%	3.0%
4、资产证券化业务		
(1) 挂牌资产支持专项计划	0.4%	0.4%
(2) 未挂牌资产支持专项计划	0.6%	0.6%

资料来源：证监会《基金管理公司特定客户资产管理子公司风险控制指标指引（征求意见稿）》2016 年 5 月，国泰君安证券研究。

3.2. 虽可喘息，风口已过

短期信托业务将得益于资管新政对券商资管和基金子公司通道业务的挤出，我们在草根调研中也的确发现了信托通道业务复苏的事实。但从长期趋势看，随着中国宏观潜在增速下沉和经济结构调整，通道业务的需求已经缩小。风口已过，风控加强，如证监会副主席李超所言：“全面规范资产管理业务运作，强化投行业务管控现阶段给予一定的缓冲期，不是要将通道业务全停掉，要逐步压缩通道业务规模，通道业务早晚是要消亡的，不是资产管理业务的重点。”下文从银行、地产商和政府角度分析相关业务的需求。

3.2.1. 金主银行：更优资产端

中国的社会融资结构过去以银行信贷为主，可概括为“三多三少”：资金多、资本少；间接融资多、直接融资少；银行存贷业务多、其他业务少。这种融资结构肯定需要多元化，直接融资占比会稳步提升。与之相对应，银行传统信贷业务的发展空间、比重也必然越来越小，非信贷业务特别是金融市场业务比重必将持续上升。……我始终认为，“非标”业务的发展更多是一种特定阶段的特殊现象。我历来强调“非标要转标”，监管部门没有提出政策之前，我们就是这样要求的。监管部门总的趋势就是开正门、堵旁门，规范“非标”业务。监管部门也没有一棒子打死“非标”，而是说要把握好风险，长远方向是转向标准化。从长远看，随着市场化改革的深入，相关法律法规和宏观调控体系的日趋完善，标准化的产品、标准化的金融市场业务肯定是主流。

——前兴业银行行长李仁杰

银行资金配置动向影响了信托业务结构。从 2012-14 年，银行以“负债脱媒化”为主，表现为同业负债和理财扩张，主动负债扩张激进；但由于房地产和政府融资平台可以承担较高利率，银行在资产端定价权更大，故尽管负债利率上行，但资产利率上升幅度更大，银行净利差得以维持。但目前银行从“负债脱媒”走向“资产脱媒化”。所谓“资产脱媒”，是指银行的资产配置偏离传统“信贷资产”，意图寻找更高收益率的资产，这集中表现在 2016 年后委外规模扩张，同时银行也开始通过各种合意的手段参与“投贷联动”（具体举措可参考财新杂志 2016 年 5 期《大资管硬着陆》）。据 2016 年上半年银行财报披露，银行投资已明显表现出压缩同业非标投资，增加标准债券投资的倾向。资产端而非负债端驱动下，银行非标融资需求降低，预计信托的通道业务短期可以保持稳健，但不会再大幅扩张。

表 6：银行资金配置方向显著影响信托业务结构

时间	资金配置方向	说明	对信托影响
2010-2011 年	同业资产加杠杆	由于央行政策大幅紧缩，银行变相通过同业代付、票据买入返售等同业资产扩张信贷，出“信贷表”而非“资产负债表”，	同信贷需求旺盛，银信合作盛行，信托大为受益，规模开始激增。
2012-2013 年	同业资产+理财	银行通过同业项下的“买入返售资产”，以及表外理财，	资管业务放开增加了券商资



借道信托、券商资管等通道，扩大非标投资，实现类信贷资产扩张。对银行而言，既实现“信贷出表”，也部分实现了“资产负债出表”，杠杆进一步扩大。

管和基金子公司等竞争对手，但由于蛋糕进一步做大，这对信托的影响有限。

2014—2015年	投资类资产+理财	非标收缩，资金流向金融市场。14年影子银行监管，同业项下非标清理，转移到应收款项下。随着15年股市大涨，银行资金开始通过投资类资产、理财，借道信托、券商资管、基金子公司等通道，大量投向两融受益权、股权质押、结构化产品等股市衍生资产，实现了资产负债表，还扩大了资本市场杠杆水平。	结构开始调整，非标通道业务有所收缩但证券类信托规模开始大幅扩张
2016年后	银行委外扩张	银行委外投资持续扩张，资金流向不再主要是新创造的价值（企业新增的投融资），主要是存量资产或存量债务的滚动，大规模新增资金流入债市等市场	通道业务的大风逐步消退

资料来源：证监会、银监会、国泰君安证券研究。

3.2.2. 政府/地产商：更好负债端

先采取一些政策，制止住地方政府债务扩张的趋势，再通过研究一些制度，给人家开一条正道，堵住那些歪门。

——现任财政部部长 楼继伟

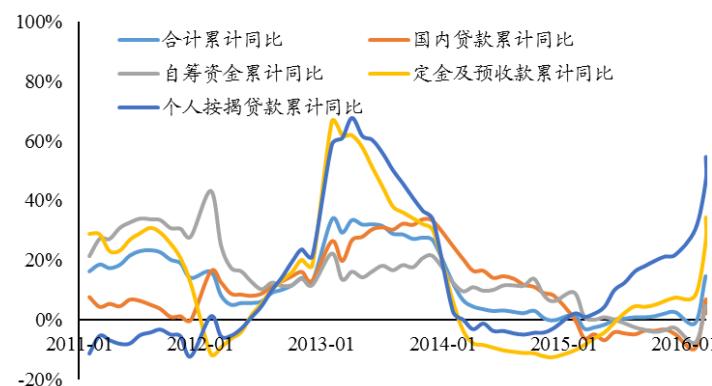
2014年以后政府有意向缩减政府融资平台的信托融资渠道。2014年国务院出台《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(即43号文)，要求由省级政府发行债券，完成募资后再将资金下发，置换原先的地方政府债务。在缓解地方政府偿债压力和银行平台贷违约风险的同时，引入了地方政府自主发行债券这一长效融资机制，替代之前的政信融资。监管要求对以平台公司合作的政信信托融资带来挑战。2015年以来地方债务置换工作有序推进，目前新增政信合作项目主要依靠类似收益权转让的方式来规避43号文限制，但规模已缩水。

同样对地产而言，“白银时代”下，地产商融资需求和结构也有新变化。一方面，中小房地产开发企业由于竞争力有限，会积极寻求地产之外业务转型模式，如社区深度服务、生活品牌服务、向其他成长行业转型等，转型模式将更多采取轻资产运营模式，融资需求较低，之前面向中小地产公司的房地产信托业务萎缩。同时随着行业集中度提升，房地产开发走向精细化将逐渐建立起行业壁垒。行业龙头拥有更多的资源，更精细化管理，享有更低融资成本，基本对高成本的地产信托缺乏需求。

新锐房企华夏幸福（600340）的融资方式变迁可作参考。民营企业的身份和产业新城的不确定性造成公司早期依赖于房地产信托。公司信托融资占总体融资比例2012年达到73%，2014年和2013年分别占到44%和43%，2015年信托融资总规模达到190亿元，降低到40%，早期华夏幸福依托于高成本、低门槛的信托融资，随着规模的增加、品牌知名度的提升，融资渠道逐渐拓宽，高成本信托融资的比例降低。2016年3月底，华夏幸福第二期公司债券发行完毕，发行规模30亿元，期限5年，在3年末附公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，票面利

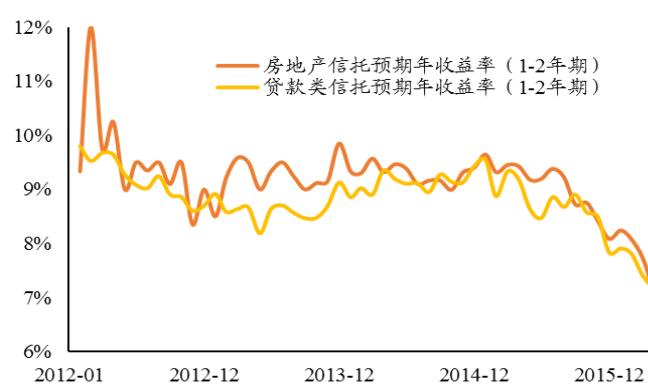
率 5.19%。根据财报披露，公司 2015 年平均融资成本已不足 8%，大幅低于信托产品为客户提供收益率（约 10%）。

图 24：2015 年后房地产企业融资约束转好



数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

图 25：2014 年后房地产信托融资利率下滑明显



数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

4. 变形何绚

2010 年后信托业的发展主要依赖于早期非标需求高增和监管套利。但这种模式下，信托扮演了“资金掮客”角色，而忽略了“受人之托，代人理财”的信托本质。随着经济结构调整带来的非标融资逐步萎缩，信托业转型时节已至。

转型大势，浩浩汤汤。我们给出了三个可能的方向，即财富传承、另类投资、新型融资（如 ABS、PPP、REITs），这种情况下传统信托公司将演化为私人银行、资产管理机构及创新型投行。三种机构需要差异化的核心竞争力。

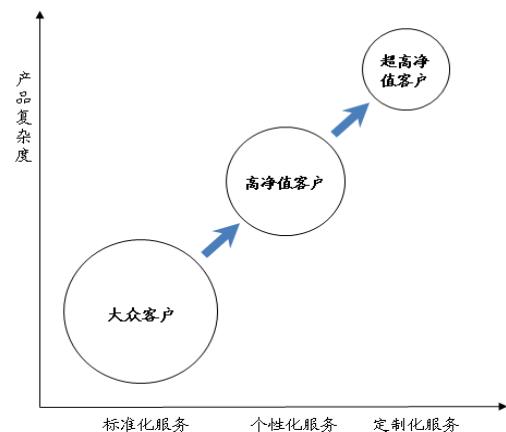
4.1. 财富传承：北方的启示

海外信托 (TRUST) 属于资产的委托管理业务，很少有单一的信托机构，根据统计，美国有逾 400 家商业银行可以提供信托服务。国际上的私人银行通常使用信托这种法律形式，从而帮助客户实现财产传承、风险隔离和税收优化等财务目标。北方信托是其中少数脱颖而出的独立信托机构。北方信托 (Northern Trust Corporation) 于 1889 年在美国芝加哥成立，现今已发展成一家以私人银行业务为主的全球综合性金融机构。截止 2015 年底，旗下托管资产 6.07 万亿美元，资产管理规模达 8,753 亿美元，信托业务收入占总收入的 63%。2015 年北方信托荣膺最佳传承计划私人银行/年度养老金托管人/年度共同基金管理者/世界最佳私人银行/最佳美国银行等多项称号。

北方信托从成立伊始就致力于为当地的富裕阶层提供服务，之后将自身目标客户定位在富裕个人和机构客户，为其提供专业化、个性化、创新的金融服务。富裕个人客户的标准是资产规模在 100 万美元以上，机构客户标准的资产规模在 1 亿美元以上。相对低风险偏好的客户，高

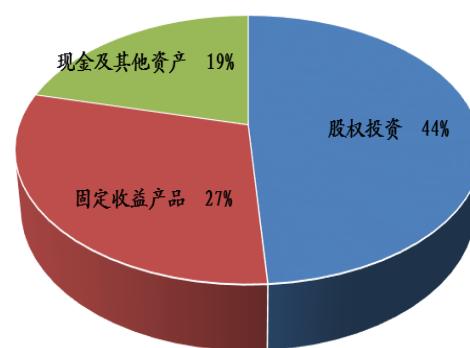
端客户对短期亏损承受能力强，这为公司发展提供长周期资金。

图 26：美国专业信托公司专一于高净值客户



数据来源：国泰君安证券研究。

图 27：美国北方信托股债现金均持有



数据来源：公司年报。

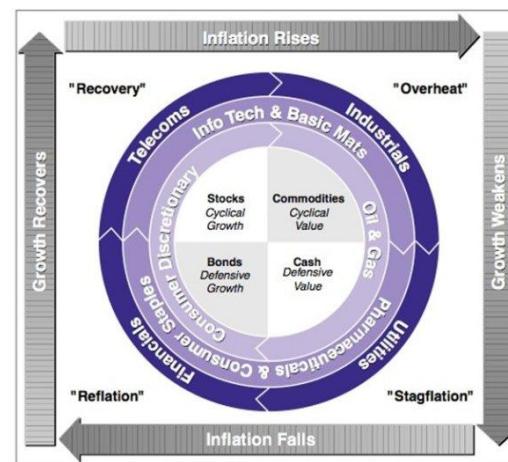
《2016 福布斯中高端富裕人群财富白皮书》预计：到 2016 年底，中国中高端富裕人群的约为 17.3 万亿元，占总额的 12.0%；中国中高端富裕人群数量将达 1,230 万人，其人均可投资资产将超过 140 万元。《中国私人银行 2016》预测，2015 至 2020 年，高净值人群可投资金融资产年均增速约为 15%，明显高于同期预设的 6.5% 的 GDP 增速及整体个人可投资金融资产 12% 的增速。至 2020 年，高净值人群可投资金融资产将占据中国整体个人财富的半壁江山；高净值家庭的数量将自 2015 年的 207 万户增长到 388 万户，保持年均 13% 的增速。中国将成为世界最大的高净值客群市场之一。中国资产管理市场蔚为大观。

图 28：中国个人可投资产总额保持 12%以上增长



数据来源：麦肯锡。

图 29：M2 激增下中国大类资产配置轮动加快



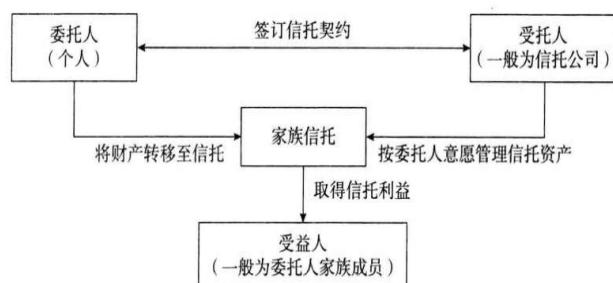
数据来源：BCG。

中国高端财富管理市场群雄逐鹿，目前没有显著能完全占有该市场的主体。目前我国初步形成私人银行、信托、证券、基金、阳光私募等多元竞争主体的财富管理市场。根据 BCG 测算，当前作为行业中流砥柱的银行系私人银行，其管理金融资产占整体高净值人群可投资资产比例仅有 14%，私行客户数占整体高净值人群约为 11%。故中国财富管

理市场有多种可能性，为信托的发展提供了温床。

2012 年平安信托推出国内首单家族信托。从交易结构看，家族信托是以个人作为委托人，信托公司为受托人，以家庭财产风险管理与保护，实现财富规划和产业传承为目的的信托产品或服务，受益人一般为本家族成员。由于不同国家和地区的法律框架不同，对委托人的保护条款、信托期限、资产管理方式等有着不同的规定。因此通过选择设立地点，实现跨地域套利对信托较尤其关键。

图 30：家族信托交易结构



数据来源：翁先定，《迎接财富管理时代》。

图 31：信托设立地点与信托期限有显著差异



数据来源：国泰君安证券研究。

除了大类资产的保值增值外，家族信托还有较强的避税作用，具体操作结构列式如下：

- ✓ **利用信托的资产转移和风险隔离功能。** 通过家族信托，委托人将财产所有权转移给受托人，在法律上，纳入信托的财产已不归属委托人所有，因此不属遗产范畴，所以不用缴纳遗产税。
- ✓ **利用公益信托的税收优惠功能。** 委托人将财产转移给公益信托，主张向信托做出的支付为可抵扣的公益捐助；但实际上，向公益信托做出的支付是为了所有人或所有家庭的利益。
- ✓ **利用各国税法税率的差异。** 在税负较轻的国家和地区设立离岸信托，实现资产从高税率国向低税率国的转移。离岸信托又称境外信托或国外信托，一般是指日常管理在境外进行，且全部或大部分受托人不在本国居住或不在本国习惯性居住的本国居民委托人设立的信托。在实践中，跨国纳税人一般选择在巴哈马、百慕大等地创立离岸信托。高税率国家的委托人将信托财产转移给在避税地设立的离岸信托，可避免由这些财产所产生的高额税收。信托资产可以是动产或不动产，也可以是债权等财产权利。
- ✓ **利用关联关系设置自益信托。** 委托人设置自益信托，把拥有所有权的关联公司委托给避税地的信托机构进行管理，信托机构就成了关联公司名义上的所有人，隐蔽了该关联公司的真正所有权，这样委托人就可以减轻税法对关联交易的约束，从而降低税负。
- ✓ **利用结构化设计避税。** 即根据无投票权的股权估值被折价的特点，放大杠杆，充分利用财产转移的抵减额度，节省税负。将财产直接转移至信托，在享受一定数额的税收豁免后的超额部分需要缴纳转移税。对此，富裕家庭可以先设立一个存在两类股权（有投票权和无投票权）的非公开上市的有限合伙企业，其中无投票权的股权因缺乏流动性和控制权而在估值时会被折价处理。因此当

转移该有限合伙企业财产时，实际转移的免税资产价值将大于税法规定的数额（因为部分股权折价），从而实现合理节税。

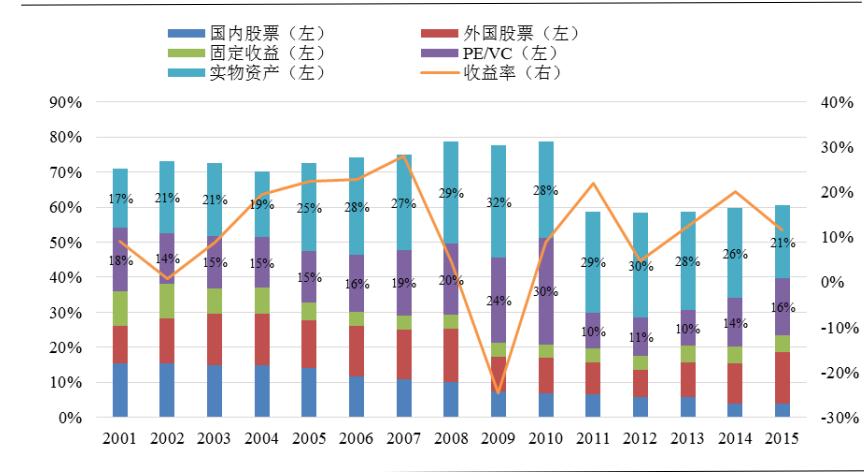
4.2. 另类投资：耶鲁的呼唤

相对于银行和保险，信托投资受限较少，这有利于信托公司增加高收益但低流动的资产，如股权、实物资产等，从而获得长期平均看有更高收益的资产。善于做大型资产配置的“耶鲁模式”可成为范例。

耶鲁捐赠基金（Yale Endowment）被称为是全球运作最成功的学校捐赠基金，其市值在 30 年里增长了 12 倍之多，从 1985 年近 20 亿美元增长到 2015 年约 255.7 亿美元，年收益率 11.5%，仅次于 MIT 的 13.2% 位列全美第二；过去 20 年，年均净收益率为 13.9%；过去 10 年间年均净收益率为 11.0%，高于全美捐赠基金的平均回报率，续写“耶鲁模式”神话。

“耶鲁模式”偏好高收益但低流动资产。耶鲁大学捐赠基金的配置资产中非流动性资产类别包括私募股权、房地产和自然资源（油气林矿）三类的配置比例一直呈现上升的态势，而股票和固定收益类投资比重则逐步下降，这反映了耶鲁大学捐赠基金偏好投资非流动性资产等另类资产的投资策略。相对于流动性高的资产来说，非流动性资产存在价值折扣，这就增加了非流动性资产投资市场的投资机会；耶鲁大学捐赠基金作为永久性的基金，其对非流动性的承受能力要高于大部分投资者，因此可以享受资产长期持有的溢价。耶鲁捐赠基金中收益率最高的资产是 PE/VC，在过去的 20 年时间里，PE/VC 资产的年化收益率高达 36.1%。

图 32：Yale 基金偏好高收益但低流动性的资产



数据来源：公司财报。

4.2.1. 无股不富：PE 信托

根据 BCG 和兴业私人银行 2015 年对高净值客户的调研，由于银行理财产品收益率的下滑，高净值个人积极寻求其它收益较高的投资机会，例如贵金属、PE/VC、大宗商品等另类投资。国内大类资产配置也需要

“耶鲁模式”的实践，投资于私募股权资产的信托是可能的实践方向，目前成熟实践有收益权分成和有限合伙两类模式。此外平安信托还通过其全资子公司平安创新资本投资超过 80 家企业。在投资端，平安信托将综合金融业务引入到 PE 项目，管理规模超过 300 亿元；在资金端，平安信托通过票据融资、保理融资等金融产品为 PE 投资企业提供资金服务。

图 33：高净值个人对类“耶鲁模式”的资产配置兴趣更强



数据来源：BCG。

收益权分层模式：信托公司将信托计划的受益权分为优先级和劣后级，其中劣后级受益权由信托公司选定的投资顾问认购，且不少于全部信托计划的 10%，优先级收益权则面向认购金额 100 万元以上的合格投资者。信托公司和投资顾问分别收取每年固定的管理费和信托计划到期后的业绩报酬，优先级受益权的投资者每年获得固定比例的信托收益和信托计划到期后的超额收益。

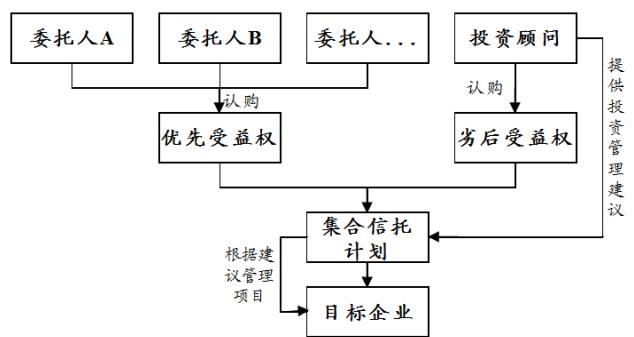
这一模式优点在于，投资顾问认购劣后受益权的设计实现了与优先级委托人的风险共担；缺点在于信托计划通过 IPO 方式退出存在障碍，这是因上市公司的实际控制人不能存在信托公司。

有限合伙企业模式：信托公司向投资者发行集合信托计划，并以自己的名义与投资顾问共同设立有限合伙企业，其中信托公司以信托资金出资任有限合伙人，投资顾问以自有资金任普通合伙人并管理企业。有限合伙企业以信托公司和投资顾问的资金向目标企业投资。

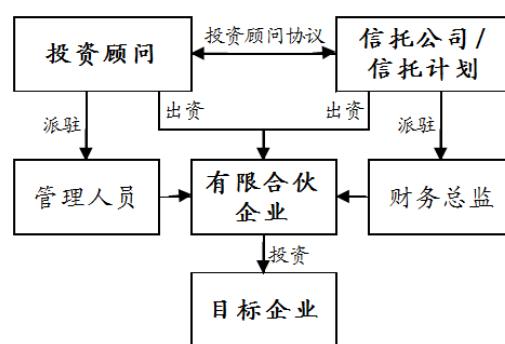
这一模式优点在于通过有限合伙企业绕过信托计划代持股份在 IPO 中的政策限制；缺点在于投资顾问实际承担了信托资产的投资和管理，并以自己的名义签署相关文件，一旦投资顾问涉及法律纠纷，就会影响代持的信托资产。

图 34：受益权分层型 PE 信托的交易结构

图 35：有限合伙企业型 PE 信托的交易结构



数据来源：国泰君安证券研究。



数据来源：国泰君安证券研究。

4.2.2. 千帆归海：FOF/TOT

FOF (fund of fund, 基金的基金, 或组合基金) 以绝大部分资产投资于其他的基金，成为近年来时髦的财富管理模式。FOF起源于美国，全球首只 FOF 由 Vanguard 公司于 1985 年推出。历经 30 余年的发展，美国 FOF 的资产总规模已经逼近 2 万亿美元，占共同基金资产规模的 10% 左右，成为美国资本市场不可或缺的重要投资力量。

国内 FOF 产品主要是由券商、银行和信托发起的理财产品。2004 年 6 月实施的《证券投资基金法》规定，基金财产不得用于买卖其他基金份额，这限制了基金自主发 FOF，但该监管规定已经在 2016 年 9 月放开。2012 年出台的《证券公司客户资产管理业务管理办法》中对限定性集合理财规定“主要用于投资国债、债券型证券投资基金、在证券交易所上市的企业债券、其他信用度高且流动性强的固定收益类金融产品”，明确其可以投资债券型证券投资基金，对于股票等权益类证券以及股票型证券投资基金的资产也可以投资，但是“不得超过该计划资产净值的 20%”。目前国内市场，近三成 FOF 产品是由私募基金自主发行的，另外近一半分布在券商资管，约 15% 则是信托发行。

TOT (Trust of Trust, 信托的信托)，这是由信托公司设立信托计划募集资金，组合投资于多个存续的证券投资信托计划。TOT 优势在于，管理人可以选择阳光私募信托计划的优势与阳光私募基金经理择时择股的专业优势相结合，通过专业化分工，达到分散风险和追求绝对收益目的。TOT 是一种能有效分享中国资本市场成长的新型信托产品。

表 7：FOF 与 TOT 有显著区别

	精选对象	投资起点	收费标准	现有产品
FOF	公募基金	券商资管 5 万, 阳光私募 50 万	公募管理费, FOF 绩提成 20%	华润信托 TOF-1 号
TOT	私募基金	50 万	标的私募提成 20%, TOT 提成 5%-10%	平安财富东海盛世 1 号

数据来源：国泰君安证券研究。

目前国内 FOF 占基金比例相比国外仍处较低水平。以私募 FOF 为例，截至 2015 年末，我国证券类私募基金 FOF 数量占私募基金的比例不到 2%，而美国 FOHF (只包括对冲基金的 FOF) 占对冲基金的比例为早已

超过 20%。而我国证券类私募基金 FOF 的管理规模约为 400 亿人民币，占比例不到 0.3%，发展空间较大。

目前信托公司参与 FOF 业务主要有两种模式：一是通道服务，与以往在阳光私募中的角色并无差异；二是主动管理，信托公司完全自主做出投资决策，投资相关私募基金产品。如兴业信托 2015 年发行了“全意通宝（进取）—兴业信托兴福 1 期 FOF 集合资金”。该产品初期通过等比例分期化投资于以上三家投资顾问和管理的信托计划，从而分期风险和平滑净值，同时兴业信托作为受托人进行日常跟踪净值、风格漂移及风险控制，目前该信托公司发行 FOF 产品存量规模约 40 亿元。平安信托在其资本市场产品线中也包括了 TOT(针对私募产品)、TOF(针对公募基金)等系列产品。

图 36：平安信托资本市场线重视 FOF/TOT 产品



数据来源：公司网站。

图 37：兴业信托股灾后 FOF 产品有显著绝对收益



数据来源：资管网。

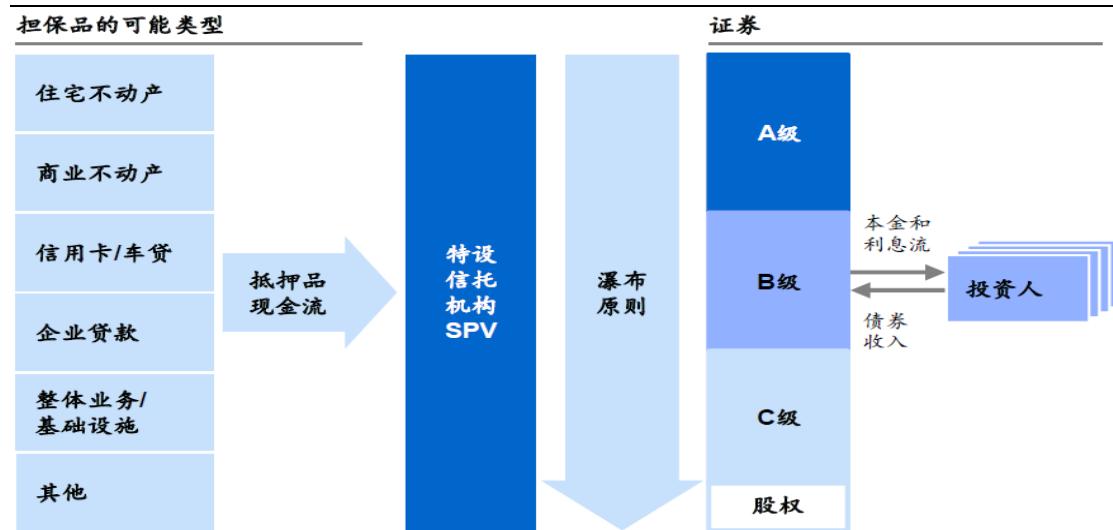
4.3. 融资工具：投行的回归

4.3.1. 非标转标：ABS

随着“猫鼠游戏”的进行，非标资产的监管套利愈发困难，但非标转标需求提升。资产证券化是传统非标准化债权向标准化债权转变的主要合规手段，这有利于优化发行方负债结构，盘活存量资产。中国资产证券化运作模式和流程与美国大致相同，均采取表外业务模式；不同点主要体现在受托机构的组织结构上，美国同时采取 SPC（特殊目的公司）和 SPT（特殊目的信托）两种形式，中国受现行《公司法》和会计税收制度限制，暂时只能采取 SPT 形式，这无形中强化了信托作用。

目前国内资产证券化参与主体多元。这包括人行、银监会监管的银行间信贷资产证券化（CLO），证监会监管的以券商和基金子公司的专项资产管理计划为载体的非金融企业资产证券化（交易所 ABS、私募企业 ABS），银行间交易商协会监管的资产支持票据（ABN）、项目收益票据（PRN）和保监会监管的项目资产支持计划等。信托公司主要参与信贷资产证券化 SPV，也会参与部分企业信贷资产证券化双 SPV 结构。

图 38：信托公司参与 ABS 的业务结构

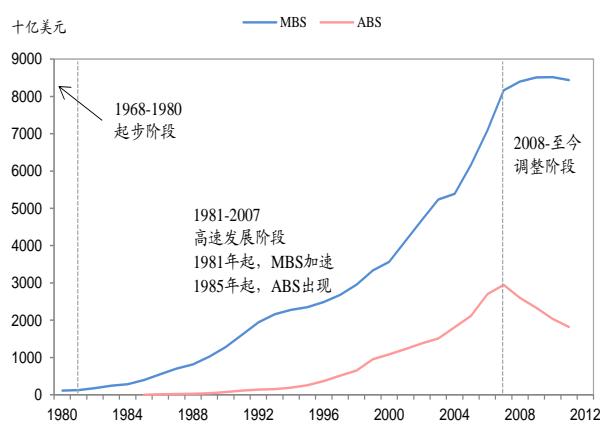


数据来源：平安信托。

从交易结构看，信托财产独立性与资产证券化中破产隔离和风险隔离的制度设计是十分契合。资产证券化的破产隔离是通过设立 SPV，并将资产从原始权益人转移到 SPV 实现的，通过信托设立的 SPV 称之为信托型 SPV，又称为特殊目的信托（SPT）。证券化的信托财产权利与原始权益人的交易基础关系相分离，从而使证券化资产的所有权与处分权不再属于原始权益人，不再遭受原始权益人及其债权人的追索，切断原始权益人对 SPV 的实际控制。

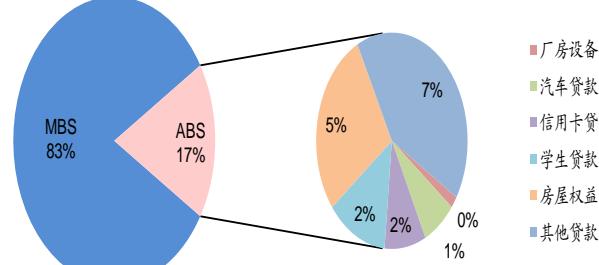
非标资产转标带动了 ABS 业务空间。根据央行数据，2016 年 6 月末，金融机构人民币各项贷款余额 101.49 万亿元，同比增长 14.3%；人民币房地产贷款余额 23.94 万亿元，同比增长 24%，增速比上季末高 1.8 个百分点。欧美成熟市场国家的经验表明，住房抵押贷款市场规模的扩张将造成商业银行的资金困境，而现实需求将迅速催生 MBS 的发展。中央结算公司数据表明，2015 年全国共发行 1386 只 ABS 产品，总金额 6032.4 亿元，同比增 84%，市场存量为 7703.95 亿元，同比增 129%，相对美国市场仍有较大成长空间。

图 39：美国资产证券化具有万亿美元规模



数据来源：SIFMA，国泰君安证券研究。

图 40：美国 ABS 资产池丰富



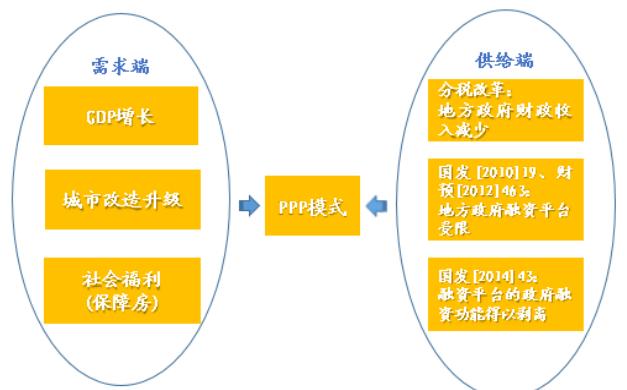
数据来源：SIFMA，国泰君安证券研究。

4.3.2. 政信转向：PPP

国务院 43 号文明确界定了政府与企业举债的主体债务责任，政信合作业务受到了冲击。截至 2016 年 6 月底，政信合作业务余额在信托资产规模中的占比仅为 8% 左右。地方政府基础设施建设融资被限定在 PPP 和发行债券范围之内。PPP 作为一种信用良好、收益稳定的类固收资产品种，我们认为信托有参与 PPP 业务的条件，这可成替代传统政信业务的备选模式。

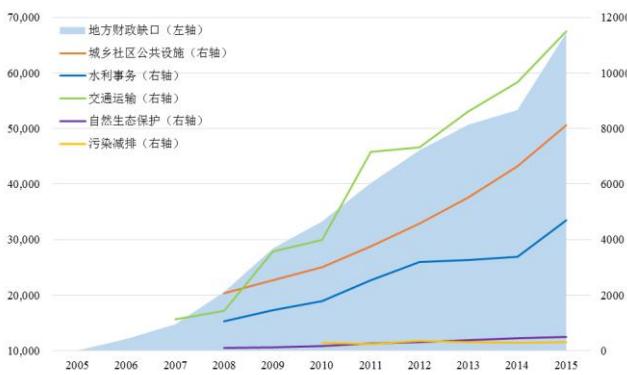
PPP 模式（Public-Private-Partnership，即公共部门-私人企业-合作），是指公共部门通过与私人部门建立伙伴关系，共同提供公共产品或服务；涉及领域包括城市轨道交通、污水处理、垃圾处置及资源化利用、供水及管网改造等。PPP 模式的典型结构是公共部门与中标单位组成的特殊目的公司签订特许合同，由特殊目的公司负责融资、建设及经营。这种融资形式的实质是政府通过给予私营公司长期的特许经营权和收益权来换取基础设施建设，以解决政府的财政困境。

图 41：PPP 是信用良好、收益稳定的类固收投资



数据来源：国泰君安证券研究。

图 42：地方政府财政缺口与基建投资融资需求大

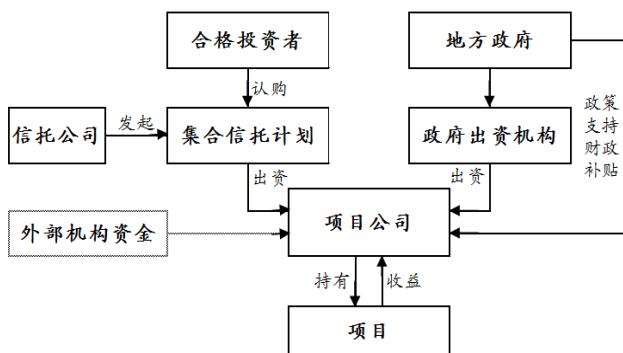


单位：亿元。数据来源：wind 资讯，国泰君安证券研究。

PPP 与政信信托模式迥异。传统业务模式通常是信托公司与地方融资平台合作，以信托贷款或假股真债的形式为基建项目提供资金，地方政府出具担保承诺函，以政府信用要为合作背书。与传统的政信合作业务相比，PPP 模式具有项目前期流程较多、项目规模较大、周期较长，及利益共享、风险共担等特点。政府在分享一部分项目收益的同时，分摊了项目的风险，这不仅有利于缓解政府债务负担，也有助于大型基建项目融资的顺利进行。

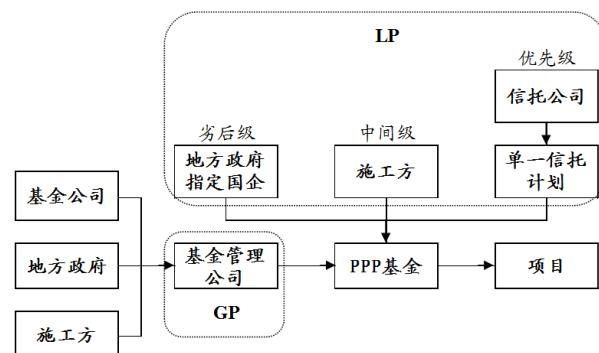
信托公司参与 PPP 项目大致可分为三种模式：一是直接参股模式，信托公司与专业公共设施运营建设机构合作，信托公司以参股的方式为项目提供资金支持，专业运营机构在约定时间内回购信托公司所持项目公司股权；二是信托公司参与设立 PPP 产业基金；三是信托公司设计发行开放式产品，吸引社会闲散资金认购，直接向项目公司提供融资服务，项目公司以土地使用权等提供抵押担保。目前实践案例中，中信信托发起设立“中信·唐山世园会”PPP 项目投资集合资金信托计划”属于直接参股模式，中建投信托和中国十九冶集团共同推动的“昆明滇池西岸生态湿地 PPP 项目”属于产业基金模式。

图 43：信托公司直接参股的 PPP 模式



数据来源：国泰君安证券研究。

图 44：信托公司成立产业基金的 PPP 模式

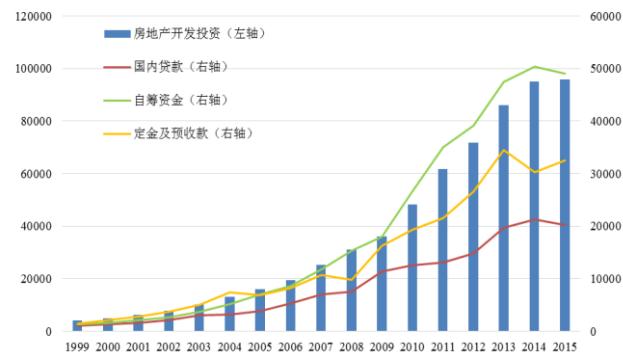


数据来源：国泰君安证券研究。

4.3.3. 白银时代：REITs

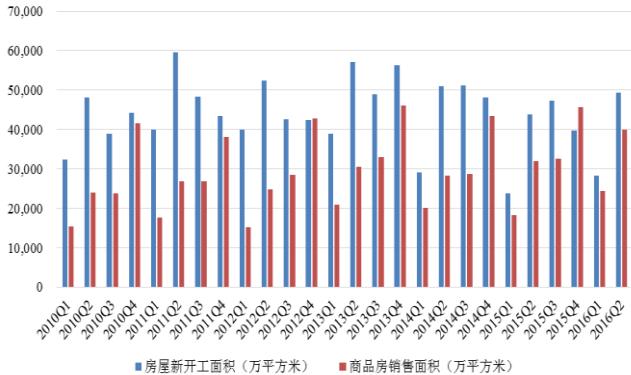
REITs (Real Estate Investment Trusts, 即房地产投资信托)，指信托公司通过向大众公开发行股票或受益凭证来募资，以不动产为其经营企业标的，以标的的租金收入和增值收益为主要收入来源，且将大部分收益以分红形式分配给投资者的金融工具。这里所称的不动产，包括房地产及其经营权、物业管理权、租赁权、收益权和担保抵押权等相关权利。地产白银时代，REITs 有条件成为地产企业的重要融资工具。

图 45：房地产行业投资与融资处在高位



单位：亿元。数据来源：wind 资讯，国泰君安证券研究。

图 46：房地产市场库存进入去化阶段



数据来源：wind 资讯，国泰君安证券研究。

作为标准可流通的金融产品，REITs 是全球资管机构重要的大类资产配置方向。REITs 将投资大众的资金，由专业投资机构投资在商务办公大楼、购物中心、饭店、公共建设等商用建筑物，投资人不是直接拿钱投资不动产，而是取得受益凭证，报酬以配息方式进行。REITs 可以挂牌公开交易，因此投资人还可以在公开市场买卖，赚取资本利得。全球最大的 REITS—黑石 (Black Stone) 房地产基金规模近千亿元美金。

长期以来房地产行业是信托资产投资的重要领域，占比为 10%~20%。与国外的 REITs 相比，两者在运作模式、流动性、收入分配等方面均有显著不同。REITs 在交易结构安排上会采取“优先级-次级结构化”设计，要求项目公司原股东对项目公司的股权或债权认购次级受益权，

开发商在收益分配上劣后于优先级投资人。这种设计增加了投资者资金的安全边际和开发商的违约成本。在税收政策方面仍有障碍，存在重复征税问题。这直接导致收益率远低于一般信托产品。在免除了企业所得税的情况下，美国的 REITs 收入回报率平均达到 8.4%，而国内目前并没有税收优惠政策，在物业资产转让和投资者购买 REITs 产品两个过程中，投资者需要缴纳土地增值税、企业所得税等多项税，这使得目前 REITs 产品税后净回报率不如人意，这限制了目前阶段 REITs 在国内的发展。

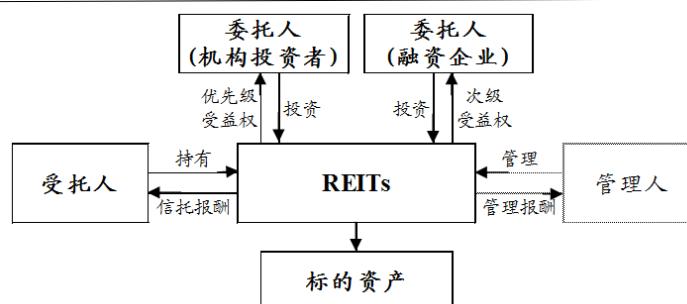
表 8：REITs 与房地产信托有显著区别

房地产信托		REITs
运作方式	仅提供融资	提供资金并参与项目运营
流动性	非标产品，无流动二级市场	标准化产品，可在交易所流通
投资期限	1-3 年	8-10 年
收入分配	事先确定，一般为 3%-9%	所得利润的 95%
税收优惠	无	海外免公司所得税和资本利得税

数据来源：国泰君安证券研究。

目前我国类 REITs 的私募房地产投资基金主要由开发商成立、专业 PE 机构设立（如鼎晖）等模式，因税收等问题不明朗，信托只在相关业务上试水一两单。由中泰证券担任主承销商的“中航红星爱琴海商业物业信托受益权资产支持专项计划”于 2016 年 6 月正式成立。该产品原始权益人为中航信托，产品通过“专项计划+合伙企业”的方式，实现对商业物业项目公司的间接持有和最终控制，这是我国首家以信托公司作为原始权益人的类 REITs 产品。该信托项目融资总额为 14 亿元。

图 47：REITs 交易结构也需要信托参与



数据来源：《迎接财富管理时代》。

5. 牛股何觅

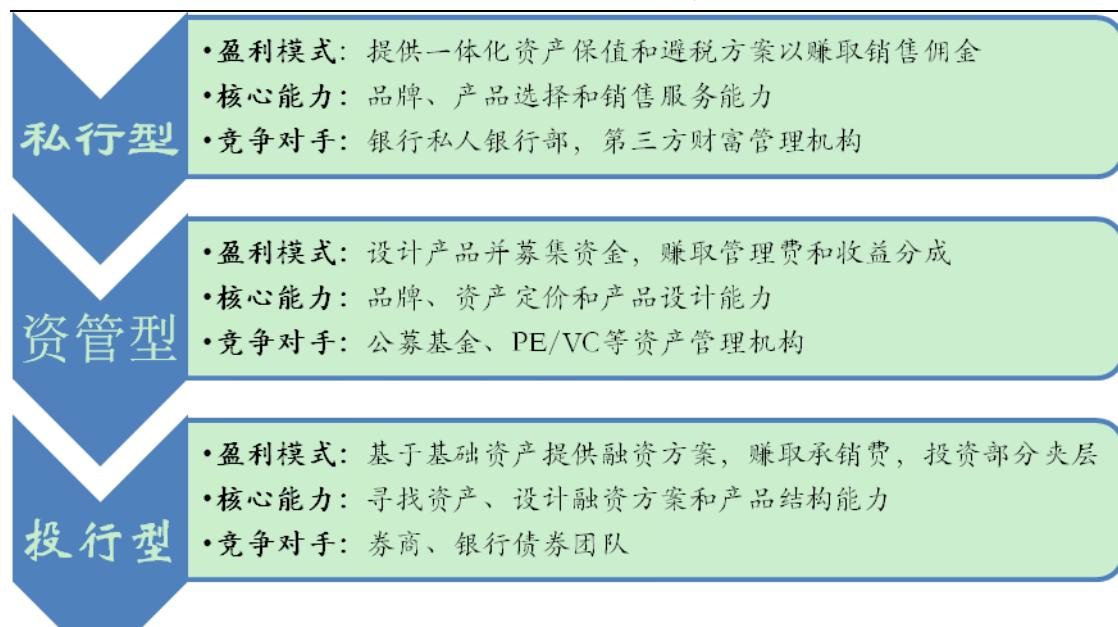
5.1. 转型三路

林中三径分，可惜难兼行。信托久伫立，极目望一径。
蜿蜒复曲折，隐于丛林中。我选另一途，合理亦公正。
草密人迹罕，正待人通行。我疑从今后，能否转回程。

——改编自美国诗歌《未选之路》

根据上文分析，我们讨论了信托行业的三个转型方向：即面向高净值客户的财富管理(包括避税服务)、基于多类别资产的资产管理机构(特别是高收益、低流动性资产)、基于特定资产的投行服务(特别是非标转标资产)。业务转型下，传统信托机构也非铁板一块，预计未来信托将转型为私行型、资管型、投行型三类机构，下图做了具体说明。

图 48：预计未来信托将转型为私行型/资管型/投行型三类机构



数据来源：国泰君安证券研究。

转型带来超额收益，并实现信托收入结构重塑。我们假设信托业若实现转型：(1) 信托业高净值客户财富管理存量资产 5 万亿元，管理费率 0.5%；每年销售规模 1 万亿元，销售费率 1%；(2) 另外资管存量管理规模 2 万亿元，对应费率 2%，(3) 相关结构融资(包括 ABS 等) 每年 1 万亿元，对应承销费率 1%；(4) 传统融资类业务中近 5 万亿元(估计)萎縮，对应费率 0.2%。我们预计有望新增收入(包括管理费/佣金，但不考虑投资收益分成) 850 亿元，传统业务萎缩收入约 100 亿元，行业收入净增加 750 亿元，即带来新增收入占 2015 年总收入的 63%。

表 9：即使传统通道萎缩预计转型后信托也有近 60% 新增收入

类别	规模	费率	产生收入
财富管理—存量规模	50000	0.5%	250
—销售规模	10000	1%	100
另类资管(不考虑收益分成)	20000	2%	400
结构融资	10000	1%	100
新增收入			850
2015 年行业收入			1200
传统通道业务减少	50000	0.2%	100
转型后行业收入净增			750 (约合 2015 年总收入的 63%)

单位：亿元，数据来源：国泰君安证券研究。



转型也对信托机构有新要求，除之前信托擅长的产品设计，后续要求集中体现在资产寻找、投资定价和产品销售三方面。在金融机构中，相对于银行甚至保险，信托业务天然无负债端优势，但信托业务关系带来的产品设计和资金多元运用是信托的天然禀赋，故我们预计：(1) 信托公司胜在产品通道设计，弱于负债端，未来将加强的是资产端定价能力；(2)若能具备资产端定价能力，未来信托公司也会参加更多项目夹层端投资（目前次极尚未给信托放开投资），这样有助于信托获得管理费收入和投资收益分成等多种收入，同时这对资本规模有更高要求，信托业务模式也将逐步变重，未来资金补充将是常态。详细逻辑参加我们寻找中国非银金融的 Alpha 系列报告第一篇《原力待醒》。

表 10：业务转型促进信托机构收入模式多元

	银行	保险	券商	信托	公募基金
主要目标客户	大中型企业和有信用记录个人	个人为主	企业、投资机构、个人	高净值人群	大众客户
牌照类业务	银行卡手续费、代理业务手续费、托管及其他受托业务佣金、顾问和咨询费等收入等	资产管理	经纪业务佣金、投行业务等	信托手续费	资产管理费
利差类业务	存贷利差	保险合约利差	融资利差息差	固有业务、利差	很少
牌照收入占比	不足 20%	不足 10%	超过 50%	超过 80%	超过 90%
杠杆能力	15 倍以上	寿险 15 倍，产险 10 倍以上	不超过 6 倍	表内基本无杠杆，表外 40 倍以上	母公司基本无杠杆，基金子公司表外杠杆 40 倍以上
监管要求	巴塞尔新资本协议	偿付能力二代要求	证券公司净资本监管要求	信托公司净资产监管要求	基金公司净资产监管要求

数据来源：国泰君安证券研究。

5.2. 信托点将

截止 2016 年 10 月，A 股里纯粹的上市信托公司共计四家，同时有若干家参股信托机构（如中国平安、中航资本、ST 金瑞、华菱钢铁、ST 舜船等）。我们本处主要梳理较纯正的信托机构，关于其他参股信托的上市公司（类金融控股公司）讨论，可参考我们寻找非银金融的 Alpha 系列之三《金控燎原》。以下是四家相对纯正的信托公司近期推荐逻辑：

爱建集团（600643，全资爱建信托）

均瑶集团管理层入主，转型布局提速。未来均瑶集团将负责公司后续运营管理。均瑶集团作为出色的民营企业，旗下拥有吉祥航空（603885）、大东方（600327）等上市公司，后续有望为公司引入优秀的管理制度和激励机制，推动公司金融业快速发展。

搭建金控雏形，提升资管理能力。增资创投子公司有利于形成覆盖信托、证券、融资租赁、财富管理、私募股权投资等领域的综合金融服务能力。信托规模激增，后续业绩确定性强。截至 2016 年 6 月底，信托业务规模达到 1359.79 亿元，同比增长 97.50%。

经纬纺机（000666，持有近37.5%中融信托股权）

金融板块转型进取。中融信托2016上半年收入17.0亿元，净利润10.6亿元，同比降14.1%/12.3%。信托板块正由单纯资金通道服务转向“私募投行/资产管理/财富管理”三大板块，股权投资和政府基金将是发展方向。信托新增业务集中股权，收费模式将在项目后期实现，但前期费用已产生，故确认政策影响当期收入，但不改成长方向。

资本运作蓄势待整。除信托外，公司通过参与设立青杨基金开展产业并购基金，上半年恒天财富实现净利润2.0亿元，在国内已有较大影响力。公司港股私有化后，近期发行10亿元公司债，后续存在资本运作可能性。

安信信托（600816）

信托主业增长迅猛，胜于盈利模式创新。2016年1季度信托手续费达到9.05亿，同比增131%，预计资产规模约2400亿元，信托类业务保持快速增长。公司积极拓展类股权等创新型信托模式，在信托行业整体景气平稳过程中仍能获得业绩翻倍增长。固有投资业绩靓丽，费用控制得当。公司固有投资业务以类贷款业务为主，股票敞口低：受资本市场影响低于行业平均。

积极补充资本，拓展“新产业+金融”新业务。预计定增资金到位后，一方面可补充净资本，促进信托资管规模扩张，另一方面有利于发展“健康/养老/物流/新能源”与信托业务结合等新型金融服务，同时将加大对保险、银行等产业的财务投资。

陕国投（000563）

贷款业务稳健，信托收入稳增，走出陕西，全国布局。（1）2016年上半年贷款利息收入1.1亿元，同比持平，信托手续费收入2.6亿元，同比增24%。传统经营的西北和华北地区信托收入有近15%-30%下滑，但华东/华南等地区均逆势翻倍。（2）监管部门有意规范针对银行理财的通道业务，替代牌照受限将提升信托牌照价值。公司资本补充到位后，凭借传统有优势证券通道类业务，规模有望保持稳步增长。

不良资产概念，地方金控预期。（1）供给侧改革推进周期行业整合，区域不良资产显露，不良处置有望实现业绩与估值双击。公司拟投资3亿元参与陕西省AMC（持股5.4%）。且信托主业与不良处置存在较强协同效应，牌照放开下，较多资产可全国寻觅。（2）公司新增持长安银行股权至1.21%，现持永安保险2.29%股权，目前账面仍有11亿元现金，除固有业务投资外，后续有条件在多元金融牌照领域外延。（3）国企改革下，地方政府将尤其关注本地资本运营及金融控股平台搭建，作为稀缺的区域金融上市机构，公司将显著受益。

信托业务竞争力比较

我们比较了这四家信托公司的投资风格，同时增加了业内行业标杆平安信托。（1）基于2015年财报，从业务规模看，中融信托>平安信托>安信信托>陕国投>爱建信托，但从业务报酬率看，安信、爱建、平安信托



可以维持在近 1% 的较高水平，中融信托报酬率近 0.67% 紧随其后，陕国投报酬率约 0.4%，处于较低水平；（2）信托投向结构可以解释相关信托报酬率差异：基础产业投向方面，爱建（40%）和陕国投（30%）参与较多，房地产领域，爱建（18%）和平安（16%）参与较多，证券市场领域，陕国投（39%）参与较多，而安信信托基本不参与证券市场通道业务，工商企业领域，安信（56%）和平安（35%）参与较多，金融机构领域，中融（29%）和平安（27%）参与较多。

表 11：上市信托公司信托资产规模和业务报酬率有显著差异

信托资产规模（亿元）	加权年化信托报酬率	资产投向（亿元）					
		基础产业	房地产	证券市场	工商企业	金融机构	其他
平安信托	5584	0.90%	401	875	691	1945	1494
爱建信托	946	1.09%	379	169	20	193	106
中融信托	6699	0.67%	1055	457	721	2298	1951
安信信托	2359	1.00%	208	260	--	1320	--
陕国投	1243	0.43%	376	30	485	208	106
							38

数据来源：各公司 2015 年年报，国泰君安证券研究。

整体而言，爱建信托规模偏小，项目参与实业和地产较多；中融信托规模较大，受益于中植系的资本运作，偏爱金融机构项目（主要是租赁保理公司）；陕国投参与了较多证券市场通道业务，故报酬率偏低；安信信托参与工商企业等实业较多，股东背景提供了优质项目来源，报酬率较高；平安信托业务分布相对均衡，金融地产均有投放，报酬率处偏高水平。我们的统计没有考虑资本补充后业务规模膨胀和结构调整（如安信信托近几年通过不断再融资提升信托业务规模），属于静态分析。

表 12：上市信托公司产业投向结构有显著差异

基础产业	房地产	证券市场	工商企业	金融机构	其他
平安信托	7%	16%	12%	35%	27%
爱建信托	40%	18%	2%	20%	11%
中融信托	16%	7%	11%	34%	29%
安信信托	9%	11%	0%	56%	0%
陕国投	30%	2%	39%	17%	9%
					3%
					8%
					3%
					24%
					3%

数据来源：各公司 2015 年年报，国泰君安证券研究。

隐含 Price/Aum

相对于银政保等依靠利差的金融机构，信托公司业务模式上与资产管理机构最为相似，故用 Price/Aum 的方式计算目前市值潜在低估程度。

Price/Aum 是常用对资产管理机构的估值指标，可理解为资产管理费率、资管业务净利润率、PE（估值水平）三个指标连乘的简化版，即 1% 管理费率，60% 净利润率，25PE，对应 Price/Aum 约 15%，美国指数类资管机构该指标约 6%-8%，而精品型的资管机构该指标可以到 15%。具体分析参见参加我们寻找中国非银金融的 Alpha 第二篇《资管的四个未来》。

我们核心方法如下：根据市值并剔除其他业务版块的价值，倒算出信托板块估值，进而计算隐含的 Price/Aum 水平。根据该指标和近期基本面

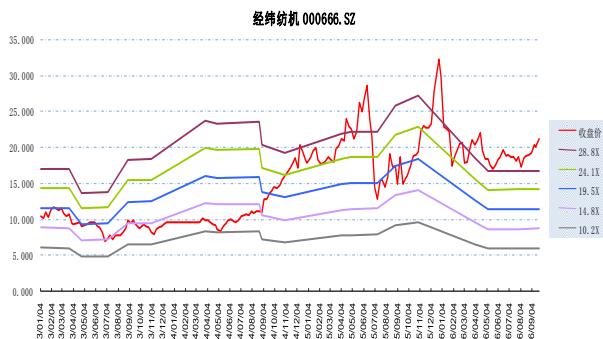
变化，我们进一步判断潜在投资机会。据下表分析，目前经纬纺机隐含的中融信托 Price/Aum 和爱建集团隐含的爱建信托 Price/Aum 均小于 10%，而两信托机构业务报酬率均高于 0.6%，高于行业平均，基本面低估明显；且两家公司均有国企改革（恒天集团）或民营混改（均瑶集团）的主题机会，未来转型有较大确定性。同时我们分析了两家公司历史估值水平，目前两家公司 PE、PB 水平均处于 2013 年至今历史偏低位置。故根据隐含价值、主题机会和历史估值水平三方面考量，我们建议增持经纬纺机（000666）和爱建集团（600643）。

表 13：四家上市信托公司隐含 Price/Aum 比较

	经纬纺机	爱建集团	安信信托	陕国投
目前市值	150	167	345	186
其他业务板块	恒天财富 20% 若干家纺纺织机械子公司	资产管理，财富管理、创投、融资租赁等子公司，12% 爱建证券股权	产业资产已剥离，主要是自营类金融资产	持有永安财险股权，账面上较多货币资金和金融资产
其他版块价值	根据收入拆分，恒天财富 20% 股权约 9 亿元（30PE），约纺机板块约 40 亿元（20PE）	根据子公司净利润和金融牌照价值综合分拆，折合 35 亿元	66 (金融资产 1PB)	16 (金融资产 1PB)
隐含信托价值	100	132	279	170
信托管理规模	2700（按按持有股权比例调整）	1500	2400	1300
隐含 Price/Aum	3.7%	8.8%	11.6%	13.1%

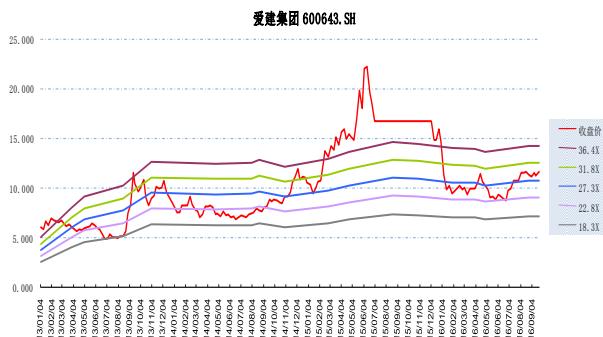
单位：亿元，数据来源：Wind，公司财报，公司市值和信托规模均按照最新数据，其中市值按照 9 月 30 日价格，信托规模按照 2016 年半年报数据，国泰君安证券研究。

图 49：经纬纺机 PE 估值处于行业低估水平



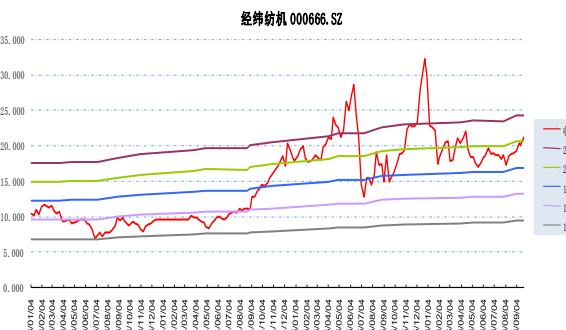
数据来源：wind，国泰君安证券研究。

图 51：爱建集团 PE 估值处于行业低估水平



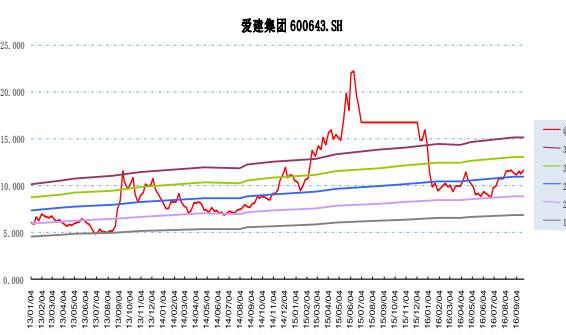
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 50：经纬纺机 PB 估值处于行业低估水平



数据来源：wind，国泰君安证券研究。

图 52：爱建集团 PB 估值处于行业低估水平



数据来源：wind，国泰君安证券研究。

数据来源：wind，国泰君安证券研究。

表 14：四家上市信托公司估值水平

公司名称	评级	股票价格	EPS		P/E			
			2014A	2015A	2016E	2017E	2014A	2015A
经纬纺机	增持	21.30	0.77	0.65	1.40	1.63	27.66	32.77
陕国投 A	增持	6.00	0.11	0.15	0.18	0.21	54.55	40.00
爱建集团	增持	11.61	0.36	0.43	0.48	0.55	32.25	27.00
安信信托	增持	19.28	0.58	0.97	1.41	1.57	33.24	19.88
								13.67
								12.28

数据来源：时间取自 2016 年 9 月 30 日，wind，公司年报，国泰君安证券研究。

6. 核心风险

项目兑付风险是信托行业目前核心风险，这与信托产品设计的理念和宏观经济息息相关。下表我们统计了近年来发生的信托违约项目。

图 53：近年来典型的信托产品违约风险事件和处理结果

时间	信托公司	面临违约的信托产品	风险事件	事件处理
2012.11	中融信托	青岛凯悦中信信托贷款集合信托	房地产开发企业青岛凯悦置业集团到期无法偿还信托产品	中融先行刚性兑付，信托计划的抵押品房产被拍卖
2013.05	中信信托	舒斯贝尔特定资产收益权投资集合信托	房地产市场低迷，企业欠巨额债务，导致违约	抵押品公开拍卖，但首轮流拍，中信信托先行刚性兑付
2013.06	新华信托	上海录润置业股权投资集合信托	项目工程进度严重滞后，担保方由于部分债务到期并形成诉讼	如期清算分配，兑付资金来自其他机构
2013.07	五矿信托	荣腾商业地产投资基金信托计划	融资方回款困难，对应抵押物存在其他第一顺位债权人	协调其他资金刚性兑付
2014.06	山东信托	远投7号集合资金信托计划	塑料管业产能过剩导致融资方难以继续，山东信托受到牵连	处置抵押资产
2014.07	中信信托	中信墨韵1号艺术品投资基金集合信托	艺术品行业萧条，信托计划面临着流动性风险	司法程序要求担保公司履约
2014.07	中诚信托	中诚·诚至金开2号集合信托计划	融资方资金链出现问题，项目最终延期；	市场化方式解决，引入其他资金接盘
2014.09	新华信托	华惠119号·珠海宝塔流动资金贷款集合信托	融资方资金链紧张	兑付本金及25%的利息
2014.04	国民信托	金色博宝流动资金贷款集合资金信托计划	担保方陷入兑付和信任危机，暂停所有担保业务	延期6个月兑付
2015.06	新华信托	华恒70号奈伦农业示范园区项目贷款集合信托	因债务人内蒙古奈伦集团股份有限公司无法按期偿还本息	对项目资产进行处置

数据来源：Wind，新闻资料整理，国泰君安证券研究。

信托行业兴败均在“刚性兑付”。尽管法理上信托公司的责任仅仅在于发行和承销信托计划，而不需承担任何信用风险，但一旦信托贷款的违约率大幅上升，投资人将蒙受广泛的投资损失，整个信托行业的信誉将面临重大危机，刚性兑付在信托业被默认。目前，许多信托公司的内部管理体制尚不够健全和专业，同时也没有明确的行业标准认定信托公司是否尽到了对借款人的尽职调查和对投资人的风险披露的职责。故投资者认为信托公司承担着对投资人本金的“隐性担保”，尤其是个人投资者，大多以为信托公司有着“刚性兑付”的责任，以保证投资人资金的安全。由于信托公司的股东大多是大型国企、金融公司和地方政府，这样的理解被更加放大和加强。特别是某些信托融资类项目多集中于融资成本较高的行业和客群，与传统的融资工具（银行贷款、公司债券等）相比，信托贷款蕴含的信用风险更高，经济下行态势下，这种义务和收益的不匹配会放大信托行业风险。

附录：信托之魅

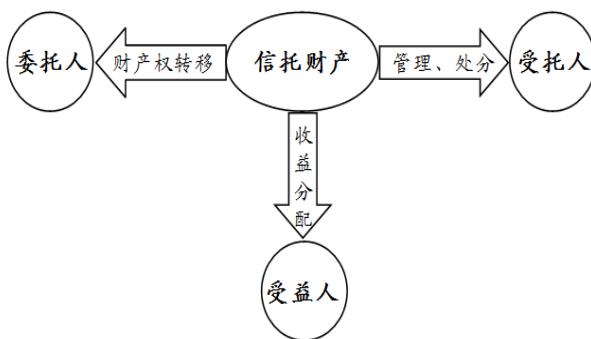
本质：产权安排

信托作为一种财产管理制度，发端于罗马法，开始于英国，实践于美国。根据《中华人民共和国信托法》第2条：“本法所称信托，是指委托人基于对受托人的信任，将其财产权委托给受托人，由受托人按委托人的意愿以自己的名义，为受益人的利益或者特定目的进行管理或者处分的行为。”法律界人士多次建言，《信托法》应作为资产管理行业的上位法（中国法律体系中上位法高于下位法，后者不得与前者相抵触）。

信托已成为普遍适用的为他人管理财产的制度。在类型上，不再是仅限于英国长期以来的不以盈利为目的的一般民事信托和公益信托，而是向商业信托的方向发展；在结构上，信托推陈出新，出现了适用于各种创新的交易结构。

信托关系是由委托人、受托人和受益人三方面的权利和义务构成，围绕着信托财产的转移、信托财产的管理和信托利益的分配而形成。一旦委托人依法将信托财产委托给受托人且受托人承诺接受信托，信托便宣告成立。信托有效设立后，受托人将以自己的名义管理和处分信托财产，但信托财产本身及其所产生的任何利益并不归于受托人，而是由受益人享有或者用于委托人指定的特定目的。

图 54：信托关系基本结构包括三主体



数据来源：国泰君安证券研究。

注：自益信托的委托人和受益人为同一人，他益信托的委托人和受益人非同一人。

现代信托制度是对传统的财产权制度的一次革新，具有以下特征：

实现风险隔离。信托可以将客户（委托人）的资产完全与各方参与人，包括委托人本身和受益人隔离。信托财产的所有权由受托人享有，但信托财产的利益由受益人享有。受托人拥有信托财产的所有权并加以管理、处分；信托财产虽由受托人享有法律上的所有权，但不属于受托人的固有财产，信托财产独立于受托人的固有财产。受益人的对象和受益人享受信托利益的范围则由委托人通过信托目的和信托文件加以确定。

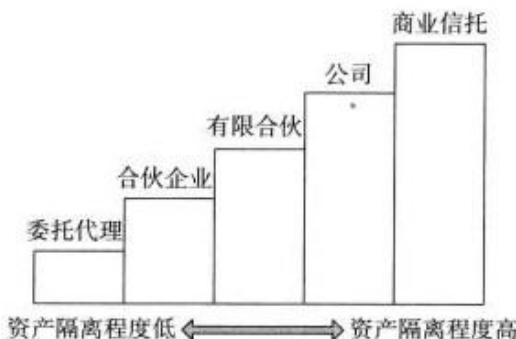
图 56：信托具有最强的资产隔离程度

图 55：信托的构成要素三类

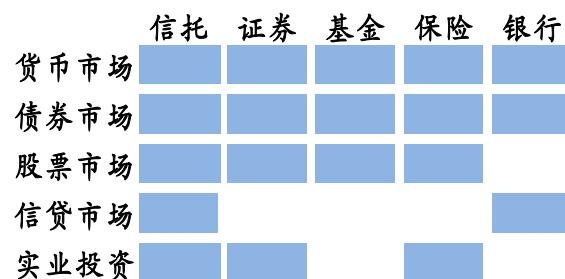


数据来源：国泰君安证券研究。

图 57：信托具有最广的投资范围



数据来源：王文字，《民商法理论与经济分析》。



数据来源：国泰君安证券研究。

大类资产配置。信托资金的运用范围横跨货币市场、资本市场、实业领域，投资方式涵盖债权、股权，二者之间的“夹层”，以及各类资产的收益权，信托产品设计的灵活多样。基于目前分业经营、分业监管的金融体制，信托公司是我国所有金融机构中，最具创新潜力的金融机构之一，真正比肩国外的大投行。

通非标资产。由于信托产品是私募产品，还没有统一二级市场，因而具有非标准化的特性。信托资产的管理和运用均以受托人的名义进行，除特殊情况外，委托人没有权利和义务对外界披露信托资产的运营情况。

善事务管理。信托财产所有权和受益权分离，因而委托人可以根据其意愿签订信托合同，约定受益人及受益条件和形式。这一特性使得其特别适用于事务管理，尤其是在家族财富传承、社会公益事业等方面。

比较：信托/权益/债务

信托融资作为金融市场上一种独特的融资方式，主要在三个方面区别于传统权益和债务融资：（1）信托的资产隔离程度远高于后两者，即使在投资者死亡、解散、撤销或破产时，也可以不被处置或强制执行；（2）主客体不同，信托的投资主/客体为合格投资者/投资者和融资企业共同资产，后两者为公众投资者/投资者资产；（3）金融机构的获利形式不同。

表 15：信托/权益与债务融资有显著制度差异

	信托	权益	债务
财产权利	受益人享有受益权；信托公司享有名义上的所有权（管理处分权）	投资者享有所有权	投资者享有所有权
财产特点	具有隔离保护功能，委托人、受托人、受益人及其债权人不能对信托财产有任何主张	不具有隔离保护功能	不具有隔离保护功能
投资者死亡、解散、撤销或破产时	可不作为遗产或清算财产而处置	必须处置	必须处置
能否被强制执行	一般不能被强制执行	可以被强制执行	可以被强制执行
金融机构	信托公司	证券公司	银行 证券公司
资金来源	信托计划	股票	贷款 债券
及机构获	合格投资者	公众投资者	储户 公众投资者
利情况	管理费/业绩报酬	承销费	利差 承销费
	固定比例/浮动	固定比例	固定比例
投资客体	动产、不动产和无形资产	现金	现金
构成方式	投资者和融资企业共同资产	投资人资产	投资人资产

数据来源：国泰君安证券研究。

模式：信托（类资管）/固有（类自营）

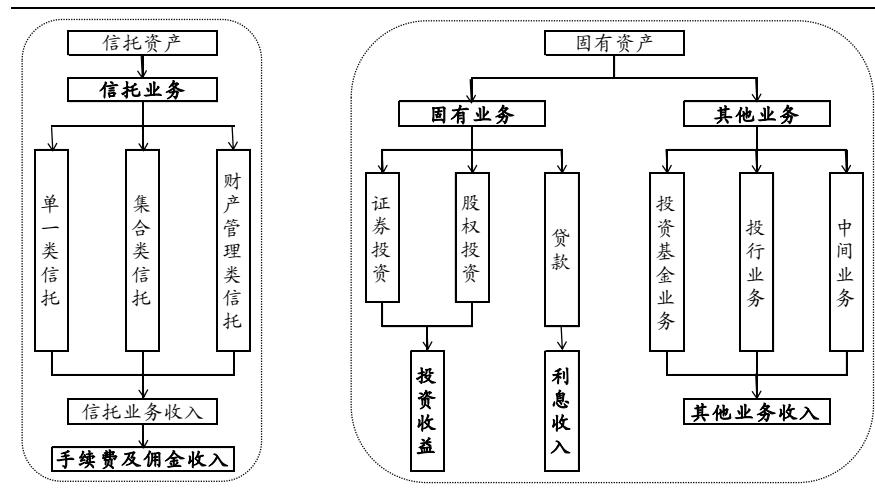
信托公司主业包括信托业务和固有业务，前者收取手续费，后者主要赚取投资收益或放贷利息。

信托业务是指信托公司以营业和收取报酬为目的，以受托人身份承诺信托和处理信托事务的经营行为，是信托公司的主营业务。信托业务根据委托人数不同，分为单一资金信托和集合资金信托两种。

单一资金信托，是指信托公司接受单个委托人的资金委托，依据委托人确定的管理方式（指定用途），或由信托公司代为确定的管理方式（非指定用途），单独管理和运用货币资金的信托。银信合作（商业银行将理财资金交付给信托公司，由信托公司担任受托人，并按照信托文件的约定进行管理、运用和处分信托资金）是单一类信托的重要形式之一。集合资金信托，是由信托公司担任受托人，按照委托人意愿，为受益人的利益，将两个以上（含两个）委托人交付的资金进行集中管理、运用或处分的信托。单个集合信托的自然人个数不得超过 50 人，且通常单个自然人投资金额不得小于 100 万元。

固有业务是信托公司运用资本金所发生的业务。根据《信托公司管理办法》，信托公司固有业务项下可以开展存放同业、拆放同业、贷款、租赁、投资等业务。投资业务限定为金融类公司股权投资、金融产品投资和自用固定资产投资。

图 58：信托公司业务与盈利模式一览



数据来源：国泰君安证券研究。

运用：债权/股权/夹层/收益权

信托的资金运用方式分为债权、股权、夹层和收益权投资四类。

债权模式

债权模式的基本特征是信托公司以发放贷款的方式来运用信托资金。委托人先与信托公司签订资金信托合同，并将资金交付信托公司，信托公司按照信托合同的约定，与借款人签订贷款合同并发放贷款。该类信托的风险控制措施主要是抵押担保，包括：不动产抵押、动产抵押与质押、权利质押（主要是股权和应收账款）、保证担保等。《信托公司集合资金信托计划管理办法》规定，信托公司管理信托计划，向他人提供贷款不得超过其管理的所有信托计划实收余额的 30%。

股权模式

股权模式是指信托公司按照委托人的意愿将信托资金以受让股权或者增加注册资本的形式交付给项目公司。在该模式中，受益人可能面临投资失败的风险，但却可能获得比贷款信托更高的回报。对于股权投资信托，信托公司以股东身份向目标企业派出或推选董事，或者派出财务监督人员进行风险控制。目前市场

上的诸多股权投资信托都附有融资方到期时的股权回购义务，其实质是“假股权真债权”，此结构一般是在项目不符合直接贷款的条件时为绕开监管限制而设计的。

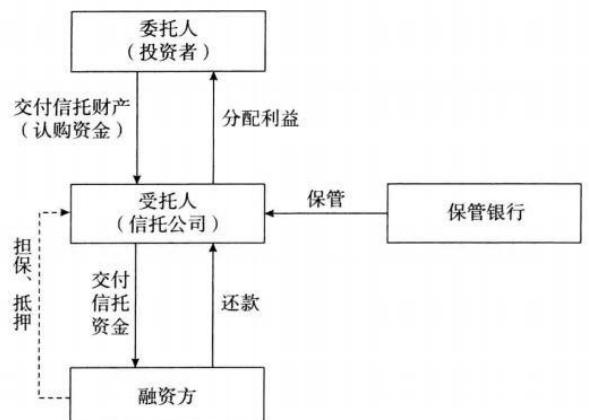
夹层模式

夹层模式是指采用介于纯粹的股权投资和纯粹的债权投资之间的方式进行投资。如可转债，信托资金虽然是以债权投资方式进入被投资企业，但约定在一定条件下，债权可转换为股权。或者优先股，信托资金虽然是以股权投资方式进入被投资企业，但约定了一系列优先分红和投资本金保障机制。

收益权投资模式

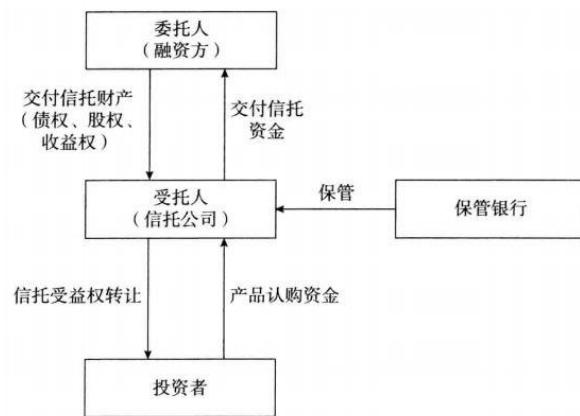
收益权投资模式是指信托公司按照委托人的意愿将信托资金投资于能够带来稳定持续现金收益的财产权或者权益的信托品种，这些权益包括基础设施收费权、旅游项目收费权、公共交通营运权、教育项目收费权等。在该模式中，信托资金投资于某项财产的收益权，而不是该项财产的全部权利；信托业务通常将权利质押作为风险控制手段。收益权投资常作为风险规避的手段。

图 59：债权模式的信托



数据来源：《解码信托》。

图 60：收益权模式的信托



数据来源：《解码信托》。

附文：管制经济学的理论表述

《价格管制理论》的中心思想是上节分析的收入权利没有界定的主人，导致租值消散，但参与的竞争者有减低这消散的意图。主旨是：减低租值消散的行为就是价格管制带来的现象了。本节旧话重提，我先写上一节，为的是要先回应哈里当年要我从头再写的建议：他认为收入权利没有界定惹来的租值消散与减低租值消散的行为是重点，不是价格管制。可惜故人谢世三十五年了。

推断替代准则是要点

说过了，市价是唯一不会导致租值消散的竞争准则。价管会导致租值消散是显而易见的事：一张戏票市值一百元，政府规定不能高于六十，那四十元的权利是谁属的呢？排队轮购出现，在边际上，成功轮购者的最高时间成本是四十元。票价中的四十元被时间成本取代了。是租值消散，起于那四十元的收入权利没有界定为谁属。这里出现一个严重问题：知道排队轮购会出现，均衡分析易如反掌，但我们怎可以推断排队会出现呢？竞争者可能打架，可能搞人事关系，可能美女答应了些什么，也可能戏院关门大吉——这些可能出现的替代市价的准则无穷无尽，难以肯定，假说于是无从验证，老人家当年称之为不均衡也。

市价作为决定竞争胜负的准则被压制，竞争依然存在，谁胜谁负还是要决定，所以其他替代市价的准则会出现。如果我们能推断哪一项替代的准则会出现，均衡分析只不过是优质本科生的功课习作；如果我们能推断哪几项替代的准则会出现，均衡分析只不过是优质研究生的习作。但如果们无从推断哪一项或哪几项替代准则会出现，或可能出现的替代准则在逻辑上不确定，不均衡是效果。不均衡是说我们无从推出可以被事实或行为验证的假说，也即是说没有理论了。

提议一：「当收入的权利局部或全部从一个合约伙伴抽出，这抽出的收入倾向于消散，除非这抽出的收入的权利是分派及界定给对方或另一个人。没有主人的收入的消散可能通过资产使用的转变，导致资产的价值下降，或通过合约安排的转变，导致议定与监管合约的费用增加，或是这二者的合并。」

这提议是基于上节说过的一个要点：收入权利没有界定的主人会产生与使用权权利没有界定类同的效果。收入权利没有主人，物主或业主不会热衷于监管或执行他的使用权利。使用权的存在含意着物主或业主有权通过合约来约束他人使用的行为，但没有收入权该业主不会热衷于监管合约，何况合约的安排有交易费用。全部收入没有界定权利如是，局部没有在程度上也如是。

提议二：「当没有界定权利的收入出现，导致这收入倾向于消散，有关的参与者有意图在局限容许下减低这消散。这可能通过选择物品或资产的其他用途，使物品或资产的价值下降得最少，或通过合约安排的转变，使约束使用的交易费用上升得最少，或是这二者的合并。」

这提议是基于租值消散属浪费，有关的参与者有意图减低这浪费。这也是说，交易费用的存在一定要与财富极大化没有冲突。巴泽尔曾经在一篇文章中说过，我提出的交易费用的存在会导致另一个财富极大化的均衡，是整个交易费用范畴中最重要的一句话。

摘录自制度经济学家张五常先生著作《经济解释》之《科斯定律与租值消散》

附表 2：68家信托公司基本情况一览(按照信托资产管理规模排序)

信托机构	第一大股东名称	持股比例	注册地	营业收入 (千万元)	净利润 (千万元)	信托资产规模 (亿元)	ROE	加权年化信托报酬率
建信信托	建设银行	67%	安徽省合肥市	198	115	10968	14.8%	0.2%
中信信托	中信集团	80%	北京市朝阳区	1019	315	10228	17.4%	NA
兴业信托	兴业银行	73%	福建省福州市	273	150	9220	12.9%	0.2%
华润深国投信托	华润股份	51%	广东省深圳市	548	313	7361	20.5%	NA
中融信托	经纬纺织机械	37%	黑龙江省哈尔滨市	598	242	6699	23.8%	0.7%
上海信托	上海国际集团	66%	上海市黄浦区	254	157	6086	21.3%	0.5%
平安信托	中国平安保险(集团)	100%	广东省深圳市	629	311	5584	14.7%	0.9%
华宝信托	宝钢集团	98%	上海自贸区	131	29	5575	5.3%	NA
华能贵诚信托	华能资本服务	68%	贵州省贵阳市	268	151	5278	22.1%	NA
交银信托	交通银行	85%	湖北省武汉市	128	71	4952	12.0%	0.2%
对外经济贸易信托	中国中化	96%	北京市西城区	247	120	4559	17.3%	0.3%
中海信托	中国海洋石油总公司	95%	上海市黄浦区	159	110	4117	27.2%	NA
西藏信托	西藏自治区财政厅	80%	西藏拉萨市	72	36	3566	24.7%	0.2%
江苏信托	江苏省国信资产管理集团	81%	江苏省南京市	164	134	3480	16.1%	0.3%
四川信托	四川宏达(集团)	32%	四川省成都市	261	112	3380	26.1%	NA
中航信托	中航投资控股	80%	江西省南昌市	201	108	3327	21.6%	0.8%
长安信托	西安投资控股	40%	陕西省西安市	292	105	2945	21.2%	0.6%
北方信托	天津泰达投资控股	32%	天津经济技术开发区	120	53	2832	15.6%	0.3%
五矿信托	五矿资本控股	66%	青海省西宁市	218	114	2806	21.8%	0.7%
山东信托	山东省鲁信投资控股集团	63%	山东省济南市	162	92	2464	19.3%	0.4%
安信信托	上海国之杰投资	57%	上海市杨浦区	295	172	2359	42.7%	1.0%
英大信托	国网英大国际控股集团	85%	北京市东城区	111	68	2309	14.3%	0.2%
中诚信托	中国人民保险集团	33%	北京市东城区	267	164	2224	12.2%	NA
渤海信托	海航资本集团	60%	河北省石家庄	107	55	2162	13.9%	0.4%
华融信托	中国华融资产管理	98%	新疆乌鲁木齐市	164	76	2124	15.1%	NA
云南信托	云南省财政厅	25%	云南省昆明市	70	30	2080	17.5%	0.2%
北京信托	北京市国有资产经营	34%	北京市朝阳区	175	97	2064	16.8%	1.3%

请务必阅读正文之后的免责条款部分



粤财信托	广东粤财投资控股	98%	广东省广州市	104	66	1973	16.6%	NA
中铁信托	中国中铁	79%	四川省成都市	148	97	1946	26.1%	0.5%
中江信托	领锐资产管理	33%	江西省南昌市	130	56	1898	11.9%	0.4%
陕西信托	陕西煤业化工集团	35%	陕西省西安市	115	45	1868	10.4%	0.3%
新时代信托	新时代远景(北京)投资	59%	内蒙古包头市	71	35	1810	10.1%	0.3%
华鑫信托	中国华电集团	51%	北京市西城区	155	55	1708	16.8%	0.4%
百瑞信托	中电投融和控股投资	32%	河南省郑州市	172	88	1582	19.1%	1.0%
重庆信托	重庆国信投资控股	67%	重庆市渝北区	534	410	1551	28.2%	1.3%
光大兴陇信托	中国光大集团	51%	甘肃省兰州市	62	23	1395	10.0%	0.4%
陆家嘴信托	陆家嘴金融	72%	山东省青岛市	136	55	1387	16.1%	0.8%
天津信托	天津海泰控股集团	52%	天津市河西区	115	54	1331	14.9%	0.5%
中原信托	河南投资集团	48%	河南省郑州市	181	77	1265	21.3%	1.2%
国民信托	上海丰益股权投资基金	32%	北京市东城区	93	34	1245	17.3%	0.5%
新华信托	上海珊瑚礁信息系统	40%	重庆市江北区	106	2	1225	0.6%	0.6%
金谷信托	中国信达资产管理	92%	北京市西城区	47	12	1211	3.6%	0.3%
国投泰康信托	国投资本控股	53%	北京市西城区	161	109	1209	21.0%	0.3%
厦门信托	厦门市金财投资	80%	福建省厦门市	94	56	1168	14.9%	0.3%
中粮信托	中粮资本投资	76%	北京市朝阳区	56	34	1162	9.5%	NA
国元信托	安徽国元控股(集团)	50%	安徽省合肥市	121	87	1155	17.0%	0.3%
民生信托	泛海控股集团	60%	北京市东城区	108	39	1134	11.4%	0.9%
昆仑信托	中油资产管理有限公司	82%	浙江省宁波市	148	91	1114	15.0%	0.7%
方正东亚信托	北大方正集团	70%	湖北省武汉市	153	68	1040	20.2%	0.7%
西部信托	陕西省电力建设投资开发公司	58%	陕西省西安市	119	73	1020	9.6%	NA
中建投信托	中国建银投资	90%	浙江省杭州市	153	75	997	16.1%	NA
万向信托	万向控股	77%	浙江省杭州市	60	26	952	16.6%	NA
爱建信托	上海爱建集团	99%	上海自贸区	100	51	946	13.7%	1.1%
华信信托	华信汇通集团	45%	辽宁省大连市	275	197	942	26.2%	1.2%
苏州信托	苏州国际发展集团	70%	江苏省苏州市	96	53	888	14.3%	0.9%
中泰信托	中国华闻投资控股	32%	上海市黄浦区	76	36	824	10.1%	0.5%



紫金信托	南京紫金投资集团	60%	江苏省南京市	70	37	823	21.0%	1.0%
大业信托	中国东方资产管理	42%	广东省广州市	55	26	764	22.0%	0.7%
东莞信托	东莞市财信	44%	广东省东莞市	85	49	482	14.3%	2.8%
湖南信托	湖南财信投资控股	96%	湖南省长沙市	77	42	479	15.8%	1.0%
国联信托	无锡市国联发展(集团)	66%	江苏省无锡市	62	40	421	11.5%	0.5%
吉林信托	吉林省财政厅	97%	吉林省长春市	21	52	414	11.8%	NA
杭州工商信托	杭州市金融投资集团	58%	浙江省杭州市	89	43	325	22.7%	2.9%
华澳信托	北京融达投资	50%	上海自贸区	51	13	298	12.0%	0.9%
山西信托	山西国信投资集团	91%	山西省太原市	31	9	274	4.9%	0.6%
浙商金汇信托	浙江省国际贸易集团	56%	浙江省杭州市	24	6	214	9.0%	0.7%
长城新盛信托	中国长城资产管理	35%	新疆乌鲁木齐市	8	2	112	3.9%	0.3%
华宸信托	包头钢铁(集团)	37%	内蒙古呼和浩特市	21	5	98	4.1%	1.3%

注：中国长城资管和新疆生产建设兵团国资委皆持有长城新盛信托 35%的股份；大业、国民、华宸、华润深国投、四川、云南、中江、中融信托第二大股东持股比例与第一大股东之间的差距小于 5%。数据来源：公司 2015 年年报，国泰君安证券研究。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

			评级	说明
股票投资评级			增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
			谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
			中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
			减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
行业投资评级			增持	明显强于沪深 300 指数
			中性	基本与沪深 300 指数持平
			减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		