

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2020 年 05 月 10 日

分析师

分析师：刘文强 S1070517110001

☎ 021-31829700

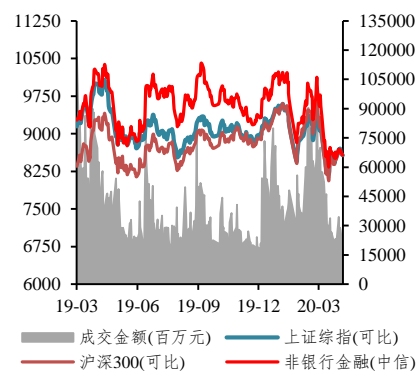
✉ liuwq@cgs.com

联系人（研究助理）：张永 S1070118090027

☎ 010-88366060-8865

✉ zhangyong@cgs.com

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关报告

<<非银金融板块大幅减仓，龙头配置价值凸显>> 2020-04-24

<<有张弛深化监管“放管服”，长期利好保险业市场秩序和行业形象>> 2020-04-17

<<重疾定义扩量+分级，长期医疗险产品放开费率调整>> 2020-04-03

首次引进非标比例限制，坚持私募定位

——关于《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》的专题评析

核心观点

■ 事件

为落实《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称《资管新规》），规范信托公司资金信托业务发展，银保监会起草了《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》（以下简称《办法》）。

《办法》共 5 章 30 条。第一章“总则”主要明确资金信托业务定义和管理原则。第二章“业务管理”主要明确信托公司的受托职责和经营规则。第三章“内部控制与风险管理”主要明确信托公司内部管理要求。第四章“监督管理”主要明确资金信托相关监管安排。第五章“附则”明确相关用语的含义。

《办法》将资金信托业务定位为基于信托法律关系的资产管理业务，具有以下特征：一是由信托公司发起且以信托财产保值增值为主要信托服务内容。二是将投资者交付的财产进行投资管理。对于以非现金财产设立财产权信托，若其通过受益权转让等方式向投资者募集资金，也属于资金信托。三是投资者自担投资风险并获得收益或承担损失。四是对于以受托服务为主要服务内容的信托业务，无论其信托财产是否为资金形式，均不再纳入资金信托，包括家族信托、资产证券化信托、企业年金信托、慈善信托及其他监管部门认可的服务信托。

■ 事件点评

■ 要点 1：为补齐制度短板，推动资金信托回归私募资管本源

近年来，信托公司的信托业务发展较快，截至 2019 年末，全国 68 家信托公司管理的信托资产合计 21.6 万亿元，其中管理的资金信托资产合计 17.94 万亿元。

近年来，由于内外部环境变化，资金信托出现为其他金融机构监管套利提供便利、尽职管理不当引发赔付压力、违规多层嵌套、与同类资管业务监管规则不一等问题。因此，为补齐制度短板，银保监会对照资管新规要求，研究起草了《办法》，以推动资金信托回归“卖者尽责、买者自负”的私募资管产品本源，发展有直接融资特点的资金信托，促进投资者权益保护，促进资管市场监管标准统一和有序竞争。

■ 要点 2：否定资金信托公募及信托低门槛+坚持私募定位，严格落实投资者适当性管理

《办法》要求任何机构和个人参与任何资金信托，都要依法识别、管理并

承担投资风险。信托公司应当确保资金信托风险等级与投资者风险承受能力等级相匹配，打破刚性兑付。

2019年初市场曾讨论过的公募信托，此次《办法》进行了明确否定。第八条要求资金信托面向合格投资者以非公开方式募集，投资者人数不得超过200人。每个合格投资者的投资起点金额应当符合《指导意见》规定。任何单位和个人不得以拆分信托份额或者转让份额受益权等方式，变相突破合格投资者标准或者人数限制。国务院银行业监督管理机构另有规定的除外。其中合格投资者是指具备相应风险识别和风险承受能力，投资于单只资金信托不低于一定金额且符合相关条件的自然人、法人和其他组织。

《办法》强化穿透监管原则，一是向上穿透识别投资者资质。资金信托接受其他资产管理产品参与的，应当识别资产管理产品的实际投资者与最终资金来源。二是向下穿透识别底层资产。对于资金信托投资其他资管产品的，信托公司应当按照穿透原则识别底层资产。三是不合并计算其他资管产品参与的投资者人数。我们认为，坚持私募定位，彰显监管层执行《资管新规》的坚持态度。整体上来说，严格执行监管要求，信托的总规模终将不可避免地受到限制，预计难以延续之前飞速增长的势头。

■ 要点3：首次明确加强对资金信托投资非标债权资产管理

监管文件仅在2014年提到信托不能做非标资金池，但是并没有非标的比例限制。这么多年来，信托非标大行其道。此次《办法》（征求意见稿）正式引入非标概念，全口径将信托纳入监管范围。

一是限制投资非标债权资产的比例。明确全部集合资金信托投资于非标债权资产的合计金额在任何时点均不得超过全部集合资金信托合计实收信托的50%。二是限制非标债权集中度。全部集合资金信托投资于同一融资人及其关联方的非标债权资产的合计金额不得超过信托公司净资产的30%。三是限制期限错配。要求投资非标债权资产的资金信托必须为封闭式，且非标债权类资产的终止日不得晚于资金信托到期日。四是限制非标债权资产类型。除在经国务院同意设立的交易市场交易的标准化债权类资产之外的其他债权类资产均为非标债权。明确资金信托不得投资商业银行信贷资产，不得投向限制性行业。

《办法》对于非标投资限制比例，比银行理财、券商资管等35%更加宽松。但考虑到信托传统上非标占比相对较高，预计很多信托公司该指标仍然面临较大压力。

■ 要点4：第三方非金融机构代销留有口子

《办法》第七条，信托公司应当自行销售集合资金信托计划或者委托其他信托公司、商业银行、保险公司、保险资产管理公司、证券公司、基金管理公司以及国务院银行业监督管理机构认可的其他机构代理销售集合资金信托计划。信托公司和代理销售机构应当通过营业场所或者自有电子渠道销售集合资金信托计划。

我们认为，《办法》规定代销基本和此前集合资金信托管理办法一致，持牌金融机构（银行、信托、保险、证券公司、基金公司）符合要求；但对于

银行业监管机构认可的其他机构也可以代理销售,《办法》具体准入方式尚不确定,预计可能会和未来的《商业银行理财子公司代销管理办法》中私募银行理财的代销一致,以便于减少未来监管套利,确保准入公平原则。

■ 要点 5: 严格实施期限匹配,加强对资金池运作的监管

《办法》信托公司应当做到每只资金信托单独设立、单独管理、单独建账、单独核算、单独清算,不得开展或者参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务,不得将本公司管理的不同资金信托产品的信托财产进行交易。信托公司应当合理确定资金信托所投资资产的期限,加强期限错配管理。

开放式资金信托所投资资产的流动性应当与投资者赎回需求相匹配。封闭式资金信托期限不得低于九十天,且所投非标资产的终止日不得晚于封闭式资金信托到期日。

此次银保监会对信托产品之间的关联交易实施最严格的管理,彰显其严肃打击信托资金池特征的决心。《办法》封锁了产品之间的交易,而相较于银行理财或者其他资管产品都没有明确禁止此类交易,具备操作空间。因此,《办法》在封闭信托期限匹配时,难以再通过产品之间的交易实现转仓,非标信托的运作难度随之加大。

■ 要点 6: 结构化信托业务严格参考资管新规

《办法》第 16 条规定,结构化资金信托优先级与劣后级的比例应当与基础资产的风险高低相匹配。结构化资金信托的中间级份额应当计入优先级。结构化资金信托不得再投资其他分级资产管理产品。

具体规定,固收 3:1,权益 1:1,商品或混合类 2:1。2016 年 4 月份的 58 号文,允许信托计划权益类最高不超过 2:1,信托一直是做股票结构化最好的选择。在 2018 年 1 月份,银监会通过窗口指导停止了超比例的结构化信托,尤其是通过夹层的形式变相绕开 2:1 限制,有数据显示,部分信托计划可以达到 3:1 甚至更高。

我们认为,此次《办法》再次明确夹层属于优先级,这也和证监会此前的认定标准一致,彰显监管的坚决态度。

■ 要点 7: 关联交易有条件放开

之前的文件要求是严厉禁止关联交易:“不得将信托资金直接或间接运用于信托公司的股东及其关联人,但信托资金全部来源于股东或其关联人的除外”。这次征求意见稿基本和银行理财券商资管等一致,关联交易可以开展,但是需要公允且充分信息披露,应当事前就交易对手、交易标的和交易条件向全体投资者做出说明,取得全体投资者书面同意,事后告知投资者和托管人。

对于涉及的关联交易设置直接或者间接用于本公司及其关联方单一主体的金额不得超过本公司净资产 10%,集合资金信托计划的信托资金直接或者间接用于本公司及其关联方的合计金额不得超过本公司净资产的 15%,直接或者间接用于本公司及其关联方的合计金额不得超过本公司净资产 30%

等比例阈值限制，主要的目的是防止大股东掏空信托公司的风险。

■ 要点 8：固定收益市场有望迎来发展机遇

《办法》允许银行间和交易所的回购业务。根据《办法》（征求意见稿）第十五条：信托公司开展固定收益类证券投资资金信托业务，经信托文件约定或者全体投资者书面同意，可以通过在公开市场上开展标准化债权类资产回购或者国务院银行业监督管理机构认可的其他方式融入资金。

我们认为，预计本次《办法》放开信托回购，为拉高收益提供了新的方式，也将进一步鼓励信托投资标准化债权，符合现在监管着力发展债券市场的方向与决心，对接债券的注册制发行改革。

■ 要点 9：参考资管新规，严格实施期限匹配

《办法》过渡期要求与《资管新规》关于过渡期的规定一致。银保监会对过渡期具体安排另有规定的，从其规定。对于整改压力较大的机构，按照资管新规补充通知的精神，明确对于过渡期结束后因特殊原因而难以处置的存量资产，由相关机构提出申请和承诺，经监管部门同意后采取适当安排，妥善处理，维护资金信托业务持续健康发展。

此前信托计划封闭式都长于 1 年，因此封闭信托期限匹配问题不大，而实在期限配不上的，也可通过产品之间的交易实现转仓，具备一定的操作空间。但因《办法》封锁了产品之间的交易，叠加期限匹配的要求，预计非标信托的运作难度会加大。

- **投资建议：**配合固收类资金信托放开正回购可融入资金，预计将进一步对于债券类信托业务构成一定利好，使得信托产品作为载体跟其他资管产品具有公平的竞争条件，在主动管理债券投资业务、债券委外/代持业务等品种方面，都具有正面的促进作用。我们认为信托公司应从过往的非标业务中汲取经验与教训，把握行业发展趋势，以提高其信用风险管理能力，赋能于做标品投资；累积的优质客户资源以引导投资标品固收信托。建议配置主动管理能力强的信托公司标的。

- **风险提示：**中美贸易摩擦波动风险；市场大幅下跌风险；政策改革不及预期风险；宏观经济下行风险；流感肺炎疫情持续蔓延影响等。

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>