

非银金融

金融角度看资金信托新规：会增加经济压力吗？

评级：增持（维持）

分析师 戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

分析师：蒋峤

执业证书编号：S0740517090005

Email: jiangqiao@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数

行业总市值(百万元)

行业流通市值(百万元)

行业-市场走势对比

相关报告

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E		

备注

投资要点

- **“信托新规”体现的金融监管思路。**1、**金融监管保持中性：堵邪路、开正路；对经济负面压力不大。**监管要防止系统性风险（影子银行等）上升，此次新规仍是坚持相对从严的监管导向，同时避免监管对经济造成新的压力。过渡期的执行力度预计是比较平稳的。2、**鼓励发展直接融资。**新规是鼓励发展有直接融资特点的资金信托，结合近期推出的创业板改革、公募REITs，政策发展直接融资和调整经济结构的决心是很强的。所以，我们反复强调：今年的货币政策和金融监管是利于资本市场的。3、**延续了对资管行业的监管思路：**各类资管产品统一监管；保留一定程度“个性”，形成错位竞争。
- **信托新规的核心要点。**此次新规，总体是对资管新规统一标准的落实，同时在私募定位和非标比例限制上，要比预期略严。**募集资金方面：**明确私募属性，只能向合格投资者非公开发行，人数不超200。**资产投向方面：**非标比例限制：新设30%、50%比例限制。未来，信托公司需大力扩大标品规模做大分母提升额度，以及提升注册资本规模提高净资产总额。同时投向单一上市公司股权有集中度要求。**管理运用方面：**可开展固收类证券投资，可以做回购；投非标的必须是封闭式，不能做期限错配。
- **新规对信托和银行业的影响。**1、**信托的业务影响：转型迫在眉睫。**保留信托私募投行的特点，继续发挥非标投资优势；回归信托本源，鼓励发展服务信托、家族信托；**格局趋势：向优秀头部集中。**利好资本实力强、标品投资占先的公司。2、**对银行业的影响：**银信非标规模或面临继续收缩趋势；回归表内贷款、资产证券化是银信非标转型的方向。
- **风险提示：**经济下滑超预期；监管环境变化。

内容目录

一、征求意见稿要点梳理	- 4 -
二、“新规”体现的金融监管思路	- 7 -
三、新规对信托行业和银行业的影响	- 8 -

图表目录

图表 1: 资金信托新规征求意见稿内容梳理.....	- 5 -
图表 2: 信托公司排名和集中度.....	- 9 -
图表 3: 2019 年四季度末信托资产余额 21.6 万亿元, 同比-5%, 季度环比-2%.....	- 9 -
图表 4: 2019 年四季度末信托资产投向占比最大的依次为工商企业、基础产业、房地产	- 9 -
图表 5: 2019 年四季度新增信托项目金额, 投向基础产业和工商企业的占比提升.....	- 10 -
图表 6: 集合信托规模占比持续提升.....	- 10 -

- 2020年5月8日，中国银保监会就《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》公开征求意见。新规的要点梳理，以及行业影响，分析如下：

一、征求意见稿要点梳理

- **资金募集。**1、**募集方式：**明确私募属性，只能向合格投资者非公开发行，人数不超200，投资起点符合资管新规（《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）的要求（即固收类起点30万，混合类起点40万，权益类及衍生品类起点100万）。另外，资金信托接受其他资产管理产品参与，不合并计算其他资产管理产品的投资者人数，例如未来公募银行理财买集合信托，相当于穿透投资者人数可超过200人限制，但在实操中，需满足公募银行理财对投向集中度和期限匹配的要求。2、**产品销售：**信托公司自行销售，或委托持牌金融机构（其他信托公司、银行、保险及保险资管、券商、基金公司）代销，并对第三方销售留有余地（监管认可的其他机构）。3、**投资者适当性：**与资管新规一脉相承，原则是做好KYC，产品风险与投资人风险承受度匹配。
- **第二、资产投向：**1、**投向原则：**不能投银行信贷；2、**非标比例限制：**信托公司全部集合信托投资于同一融资人的非标资产不超信托公司净资产的30%，信托公司的全部集合信托投向的非标资产不超全部资金信托规模的50%，考虑到融资类信托大部分是投向了非标，此前信托投非标并无明确比例限制，此次新规对信托投非标的两个比例规定，会对目前业务形成影响。未来，针对50%的限制，需大力扩大标品规模做大分母提升额度；针对30%的单体客户限制，需提升注册资本规模，提高净资产总额。3、**投向单一上市公司股权的集中度要求：**集合信托、结构化信托持有单一上市公司，分别不超该资金信托净资产的25%、20%，同一信托公司全部资金信托持有单一上市公司不超该上市公司流通市值的30%；目的是鼓励组合投资，而非“控股式”集中投资，谨防“道德风险”和“股价操控”。
- **第三、管理运用：**1、**与其他资管产品相互投资：**其他资管产品投信托，或信托投其他资管产品，都只能投一次（最后投公募基金的除外），即最多一层嵌套。2、**资金信托开展固收类证券投资可以做回购加杠杆：**结构化和非结构化资金信托运用回购加杠杆做固收类证券投资的，杠杆分别不超1.4倍和2倍，与资管新规一致。3、**结构化资金信托杠杆要求：**固收类、权益类、衍生品和混合类的优先劣后比例分别不超三比一、一比一、二比一，也与资管新规保持一致。4、**期限管理：**封闭式信托期限不小于90天，投非标的必须是封闭式，且非标资产终止日不晚于封闭式产品到期日，背后原则是不能做期限错配，严禁资金池，也是资管新规要求的延续。5、**关联交易：**并没有完全限制，但对交易价格、关联方的穿透识别、内幕交易利益输送、投资比例限制等，是有相关限制和明确规

定的。

图表：资金信托新规征求意见稿内容梳理

项目		《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》相关规定
办法适用范围		——在境内设立的信托公司开展资金信托业务，适用本办法 ——服务信托业务、公益（慈善）信托业务不属于本办法所称资金信托，不适用本办法规定
资金募集	产品销售	——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
	募集方式	——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二百人。每个合格投资者的投资起点金额应当符合《指导意见》规定（《指导意见》的规定为：合格投资者投资于单只固定收益类产品的金额不低于 30 万元，投资于单只混合类产品的金额不低于 40 万元，投资于单只权益类产品、单只商品及金融衍生品类产品的金额不低于 100 万元。） ——资金信托接受其他资产管理产品参与，不合并计算其他资产管理产品的投资者人数，但是应当有效识别资产管理产品的实际投资者与最终资金来源。资产管理产品参与资金信托，管理人应当将资产管理产品的实际投资者资质情况提供给信托公司
	投资者适当性	——信托公司或者代理销售机构推介、销售资金信托，应当对资金信托划分风险等级，对个人投资者风险识别和承受能力进行评估并划分风险承受能力等级，不得向投资者销售风险等级高于其风险承受能力等级的资金信托 ——信托公司或者代理销售机构通过营业场所或者自有电子渠道推介、销售资金信托，应当履行合格投资者确定程序，有效识别投资者身份，充分了解投资者的资金来源、个人及家庭金融资产、负债等情况，采取必要手段进行核查验证，审查投资者是否符合本办法规定的合格投资者标准，依法履行反洗钱义务，并按照国务院银行业监督管理机构的有关规定，对向个人投资者销售的过程进行录音录像
资产投向	投向原则	——资金信托的投资范围和投资比例由信托文件约定 ——资金信托不得直接投资于商业银行信贷资产，不得直接或者间接投资法律法规和国家政策禁止进行债权或者股权投资的行业和领域
	单一上市公司集中度要求	——每只集合资金信托计划持有单一上市公司发行的股票的市值最高不超过该资金信托净资产的百分之二十五 ——每只结构化资金信托持有单一上市公司发行的股票的市值最高不超过该资金信托净资产的百分之二十 ——同一信托公司管理的全部资金信托持有单一上市公司发行的股票，不得超过该上市公司可流通股票市值的百分之三十
	非标比例要求	——信托公司管理的全部集合资金信托计划投资于同一融资人及其关联方的非标准化债权类资产的合计金额不得超过信托公司净资产的百分之三十 ——信托公司管理的全部集合资金信托计划向他人提供贷款或者投资于其他非标准化债权类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计划合计实收信托的百分之五十

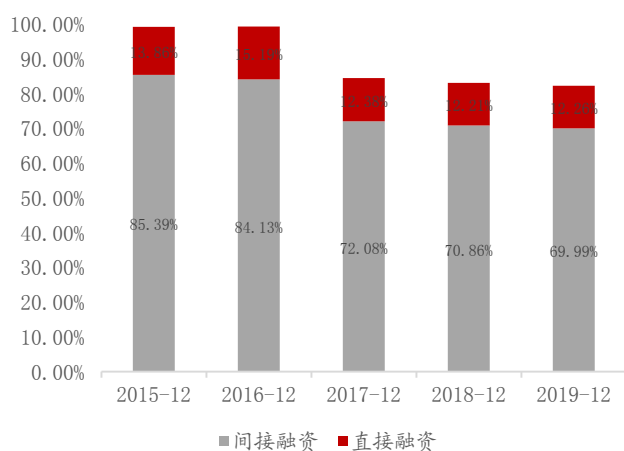
管理运用	与其他资管产品相互投资	——接受其他资产管理产品参与的资金信托，不得再投资公募证券投资基金以外的其他资产管理产品。资金信托可以再投资一层资产管理产品，但所投资的资产管理产品不得再投资除公募证券投资基金以外的资产管理产品。资金信托投资其他资产管理产品的，信托公司应当 穿透识别底层资产 。资金信托按照穿透原则合并计算的投资同一或者同类资产的比例
	开展固定收益类证券投资的要求	—— 可以通过在公开市场上开展标准化债权类资产回购 ——每只结构化集合资金信托计划总资产不得超过其净资产的百分之一百四十；每只非结构化资金信托总资产不得超过其净资产的百分之二百
	结构化资金信托杠杆要求	——固定收益类资金信托优先级与劣后级的比例不得超过三比一；权益类资金信托优先级与劣后级的比例不得超过一比一；商品及金融衍生品类、混合类资金信托优先级与劣后级的比例不得超过二比一 ——中间级份额应当计入优先级
	期限管理	——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 ——封闭式资金信托期限不得低于九十天；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 ——资金信托直接或者间接投资于非标准化债权类资产的，应当为封闭式资金信托。非标准化债权类资产的终止日不得晚于封闭式资金信托的到期日
	关联交易	——信托公司管理资金信托涉及本公司固有财产及关联方的，应当以公平的市场价格进行；全面准确识别信托公司的关联方，按照穿透原则；不得以信托资金与关联方进行不当交易、非法利益输送、内幕交易和操纵市场，包括但不限于投资于关联方虚假项目、与关联方共同收购上市公司、向本机构注资等 ——信托公司将信托资金直接或者间接用于向本公司及其关联方提供融资或者投资于本公司及其关联方发行的证券、持有的其他资产， 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 。信托公司以集合资金信托计划财产与固有财产进行交易，应当按照本款规定进行信息披露。信托公司以单一资金信托财产与固有财产进行交易，应当取得投资者书面同意。 ——信托公司将信托资金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的百分之十，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百分之三十；信托公司将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百分之十五

来源：银保监会，中泰证券研究所

二、“新规”体现的金融监管思路

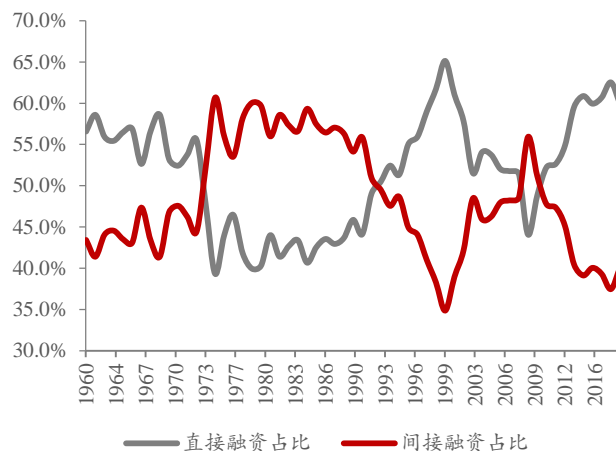
- **金融监管保持中性：堵邪路、开正路；对经济负面压力很小。**疫情后，我们对金融监管的判断是保持中性：一方面要防止系统性风险（影子银行等）上升，同时避免监管对经济造成新的压力。此次新规，仍是坚持相对从严的监管导向，控制影子银行特征的信托融资规模；但在过渡期的执行力度，我们预计是比较平稳的，对经济负面压力很小。
- **鼓励直接融资。**新规是鼓励发展有直接融资特点的资金信托：包括限制非标比例不超集合资金信托规模 50%；对固收证券投资资金信托放开回购业务等。结合近期推出的创业板改革、公募 REITs，政策发展直接融资的决心是很强的。本轮金融制度改革的深层因素，是经济结构需要调整，对应是融资结构调整。中国经济由高速增长转向高质量发展阶段，影子银行、地产、地方政府大幅加杠杆历史使命基本宣告结束，提升市场化的直接融资会是未来重要方向。所以，我们反复强调：今年的货币政策和金融监管是利于资本市场的。
- **延续了对资管行业的监管思路。**1、**各类资管产品统一监管。**此次资金信托新规，在原则和方向上遵从资管新规要求；对各类资管产品（银行理财、保险资管、券商资管、公募基金、信托）的统一、协调监管，原则是打破刚兑、禁止监管套利、禁止期限错配，从而消除复杂嵌套带来的资金空转和抵消定价问题；未来，各类资管产品在资管新规大框架下，监管标准统一、有序发展。2、**保留一定程度“个性”，错位竞争。**同时保留各类资管产品一定的自身特色，如信托的非标和私募投行经验，银行理财和公募基金的公募准入，相对“个性化”的背后，是各类金融机构的客群差别和专业分工。

图表：中国直接融资占比



来源：人民银行，中泰证券研究所

图表：美国非金融企业和居民部门融资占比



来源：Wind，中泰证券研究所

三、新规对信托行业和银行业的影响

- **对信托行业的影响：1、业务影响：转型迫在眉睫。**信托展业会有改变，影响最大是非标比例限制，资本实力和标品投资能力的重要性提升；同时也保留信托私募投行的特点，继续发挥非标投资优势（50%的非标配额，相对是要高于银行理财、券商资管的 35%），从而服务实体经济；回归信托本源，鼓励发展服务信托、家族信托；**2、格局趋势：向优秀头部集中。**过去靠制度套利、依赖单一客户单一业务品种、股东关联交易等方式维系的信托公司将被边缘化。此次新规的一大要点是对非标投资的 30%和 50%的比例限制，如前文所述，相对会利好资本实力强的信托公司，利好在标品投资占先的公司。

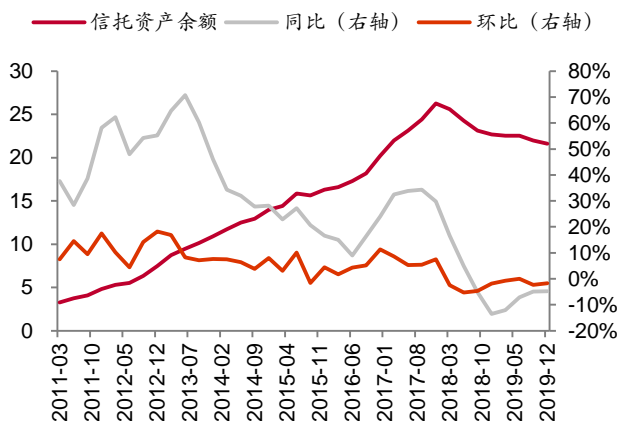
- **对银行业的影响：银信非标有压力，转型是趋势。1、银信非标规模或面临继续收缩趋势。**办法对非标比例、集中度等进行了限制，预计未来信托非标投资等通道业务规模不可避免将面临收缩。银行近几年一直压缩该类业务，银行和市场对此预期较充分，总体影响不大。**2、回归表内贷款、资产证券化是银信非标转型的方向。**资产证券化是银行非标转标的重要方向，也是是银信合作重要方向。

图表：信托公司排名和集中度

2017年			2018年			2019年		
单位：亿元	公司简称	营业收入	单位：亿元	公司简称	营业收入	单位：亿元	公司简称	营业收入
1	中信信托	68.01	1	中信信托	61.45	1	中信信托	71.77
2	中融信托	65.3	2	平安信托	49.78	2	中融信托	53.52
3	平安信托	63.27	3	中融信托	46.54	3	华能信托	50.69
4	重庆信托	39.36	4	华能信托	34.77	4	平安信托	46.69
5	华能贵诚信托	34.19	5	中航信托	34	5	兴业信托	44.33
6	建信信托	33.25	6	重庆信托	32.1	6	五矿信托	41.56
7	民生信托	33.08	7	外贸信托	29.98	7	光大信托	41.31
8	兴业信托	30.96	8	建信信托	29.37	8	中航信托	35.72
9	中铁信托	30.05	9	五矿信托	29.33	9	江苏信托	32.33
10	中航信托	29.41	10	中铁信托	28.36	10	重庆信托	32.15
11	华润信托	26.57	11	上海信托	24.04	11	建信信托	31.96
12	上海信托	26.38	12	民生信托	23.97	12	华润信托	29.99
13	外贸信托	25.78	13	华润信托	23.88	13	长安信托	29.29
14	四川信托	24.43	14	兴业信托	23.81	14	渤海信托	29.24
15	长安信托	23.36	15	江苏信托	22.7	15	外贸信托	27.79
16	渤海信托	21.46	16	四川信托	22.32	16	上海信托	26.71
17	五矿信托	21.38	17	光大信托	21.29	17	爱建信托	25.82
18	华融信托	20.24	18	长安信托	21.1	18	中建投信托	23.95
19	江苏信托	20.01	19	中诚信托	20.87	19	四川信托	23.23
20	中诚信托	19.57	20	爱建信托	20.29	20	民生信托	23.21
	行业	1190.69		行业	1140.63		行业	1213.83
	前10占比	35.9%		前10占比	32.9%		前10占比	37.1%
	前20占比	55.1%		前20占比	52.6%		前20占比	59.4%

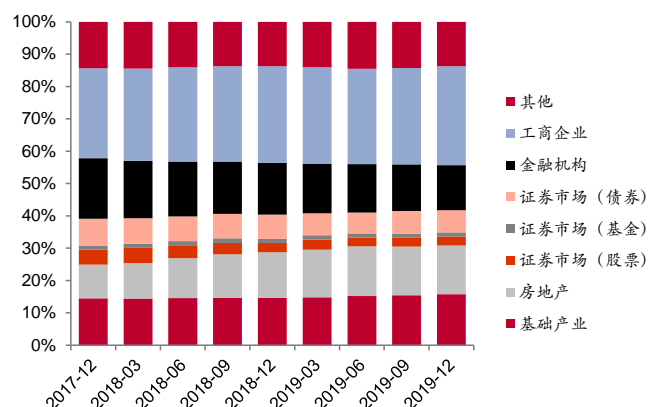
来源：公司年报，中泰证券研究所

图表：2019 年四季度末信托资产余额 21.6 万亿元，同比-5%，季度环比-2%



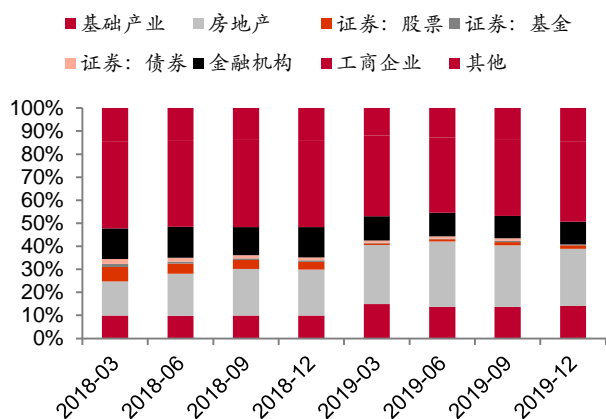
来源：信托业协会，中泰证券研究所

图表：2019 年四季度末信托资产投向占比最大的依次为工商企业、基础产业、房地产



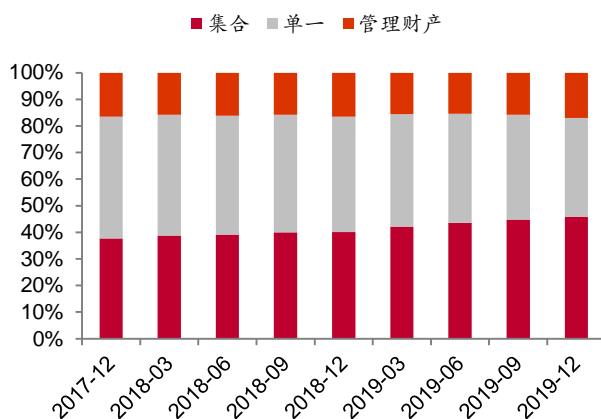
来源：信托业协会，中泰证券研究所

图表：2019 年四季度新增信托项目金额，投向基础产业和工商企业的占比提升



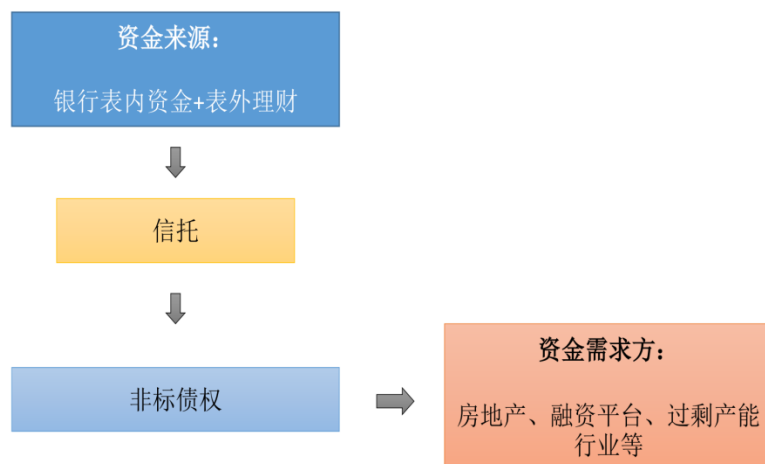
来源：信托业协会，中泰证券研究所

图表：集合信托规模占比持续提升



来源：信托业协会，中泰证券研究所

图表 7：银信合作非标业务



资料来源：中泰证券研究所

风险提示

- 经济下滑超预期：经济下滑超预期，影响金融机构资产质量。
- 监管环境变化：监管环境变化，可能对金融机构业务发展造成影响。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。