



中诚信托研究周报

战略研究部
2020 年第 36 期
总第 108 期
2020/9/24

热点研究

信托公司开展城投债业务的思路设想

在非标融资类业务遭遇严监管的行业背景下，信托公司的政信业务也面临转型压力。随着城投债市场的不断扩大，以及市场对城投债资产的认可度的不断提高，信托公司可通过开展城投债业务，实现政信业务的转型升级。

一、当前政信业务面临转型压力

（一）政信业务在资金信托中的占比不断提高

政信业务一直是信托公司信托业务的重要业务领域，近十年来业务规模整体呈现稳步上升态势。随着行业信托资产规模自 2017 年末后逐步下降，政信业务规模也有所下降，但在资金信托中的占比逐季提高，2019 年以来政信领域新增信托项目金额占比也已逐步回升。截至 2020 年 6 月底，基础产业信托规模余额达到 2.89 万亿元，在资金信托中的规模占比达到 16.37%。



数据来源：中国信托业协会

图 1：2017 年以来资金信托基础产业投向余额（单位：亿元）及占比



数据来源：中国信托业协会

图 2：2017 年以来新增信托项目基础产业投向金额（单位：亿元）及占比

（二）现有政信业务模式面临较大挑战

一是 2020 年以来监管持续要求信托公司压缩融资类业务，传统的非标政信融资业务也在压缩范围之内。5 月下发的资金信托新规征求意见稿，对非标业务规定了多项比例限制。7 月，人民银行等四部委下发的标债资产认定规则，进一步明确明确了标债资产的认定标准，并堵住了“非非标”的漏洞。在多重监管要求下，包括传统政信业务在内的融资类信托业务将受到较大限制，信托公司亟需尽快优化业务模式，业务转型势在必行。

二、城投债业务成为地方融资的重要途径

近年来，国务院、财政部等下发多项文件强调严控地方政府债务，规范地方政府举债行为，并要求加快推进城投平台的市场化转型。为了化解地方债务压力，城投平台逐渐从非标融资转向项目贷款、城投债、PPP、盘活存量等多元化、显性化融资方式。

（一）城投债是地方政府降低融资成本的重要方式

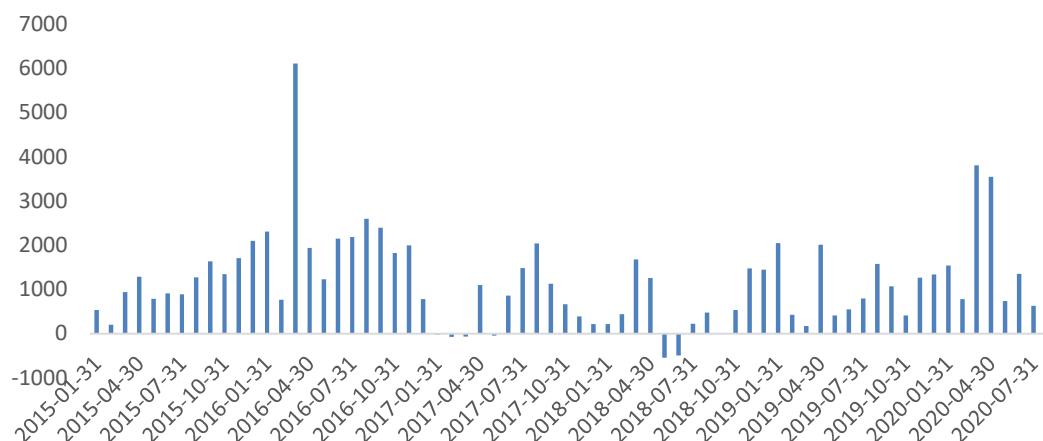
多地城投严控高成本融资，城投债面临发展机遇。4 月份以来，作为防范化解地方政府隐性债务风险的重要举措，盐城、泰州等江苏多地要求严控城投企业融资成本的政策，盐城明确提出原则上今年年底完成成本 8% 以上融资清退，6 月份云南亦要求省属国企严控新增债务，同时要求所有高于 6.5% 的利率，特别是大于 7% 的必须千方百计换掉，并严禁再有类似（新增融资）。为平稳推进地方债务置换，且近期城投债到期规模仍然较大，预计城投债仍将保持较大发行规模，资金用途仍以借新还旧为主，因此城投债投资的信用风险仍然较低。

（二）城投债已得到市场资金的认可

现阶段市场资金对城投债较为认可，城投债是当前市场主流的资产配置资产之一。在当前的市场条件下，城投债的信用资质整体较高，信托公司也亟需抓住机遇，

分享市场业务机会。

第一，近年来随着市场利率下行，优质城投公司的融资状况也逐渐好转，城投债发行规模大增，目前城投债存量规模可观，且净融资额回升。2020 年上半年，城投债发行规模已达 2.13 万亿元，净融资规模约 1 万亿元，均创历史新高。根据 Wind 数据，存量数据方面，截至 9 月 15 日，城投债总存量 12331 只，余额 10.28 万亿，较年初分别增加 1926 只、存量规模增长 1.30 万亿，存续债城投公司 2305 家，较年初增长 19 家。从城投债各月净发行额来看，根据通联数据，2017-2018 年间城投债经过一段时间的回落后，2019 年以来净融资额呈现回升态势，且在 2020 年的三四月份均超过了 3000 亿元。



数据来源：通联数据

图 3：2015 年以来城投债各月净融资额（单位：亿元）

第二，二级市场投资方面，市场对城投债的认可度也不断提高。根据中航证券分析，近三年高收益城投债成交规模较大的区域主要分布在江苏、湖南、贵州和四川，以上省份的城投债交易较为活跃，二级市场流动性较好，这与以上省份城投债发行规模较大有关。

三、信托公司开展城投债业务的主要思路

（一）城投债投资符合政信业务转型方向

从未来的监管导向看，标品信托业务将是信托公司必须着力开展的业务，债券投资将是信托公司标品信托业务的重要内容。一方面，受资金信托新规的影响，非标债权融资业务将受到较大限制，信托公司非标债权融资业务的开展必须有一定的投资类业务规模。另一方面，相较于权益投资业务而言，标债投资风险较低，业务难度较小，也更容易被投资者所接受，因此，城投债业务符合信托公司政信业务的转型方向，城投债投资将成为信托公司标品投资业务乃至投资类业务的重要选择。

（二）信托公司城投债业务的主要参与方式

一是参与城投债一级市场投资。信托公司参与城投债一级发行是政信业务的

又一类私募投行模式，是对现有政信业务模式的扩展和补充，同时也是政信业务实现从非标融资模式向标准化固收类业务模式转型的重要方式。信托公司可使用固有资金及信托资金直接在城投债发行阶段进行投资，其中信托公司固有资金的参与有利于维护与城投债发行主体的合作关系，固有资金通过信托计划参与同时有利于信托产品的发行。

二是参与城投债二级市场投资。根据 Wind 数据，城投债市场中，从品种结构来看，城投债共有十余个品种，其中公司债、中期票据、企业债和定向工具规模较大，且中期票据、定向工具和公司债呈现逐年快速增长的态势；从评级结构来看，有明确评级的城投债中 AAA 级规模最大，AA+次之，AA 再次之，AA-和 A-1 评级规模较小；从期限结构来看，大多数城投债期限位于 3-10 年之间，其中以 5-7 年期为最多；从省份区域来看，江苏省城投债存量规模最大，占比接近城投债市场的两成，浙江、四川、湖南、山东等省份存量规模也较大；从资金用途来看，城投债以借新还旧额为主。信托公司可根据相应信托产品的特点和资金的诉求在城投债的品种、评级、期限、区域等方面进行选择和投资。

三是参与城投债发行与承销。发行方面，信托公司主要通过作为以城投资产为基础资产的资产证券化业务的发行主体，参与形成资产证券化产品的底层资产，以及担任资产证券化业务中的 SPV 的方式参与其中。承销方面，信托公司可借助参与城投债一级市场发行和二级市场投资的资金优势，逐步介入城投债承销业务。

四是灵活设计基金化产品。信托公司可采取基金化投资模式直接投资新发行或存量城投债，根据业务策略和投资资金的偏好设计类现金管理类信托产品、固定收益类信托产品、股债混合型产品等。

（三）信托公司城投债业务其他可探讨的业务模式

一是联动模式，包括投贷联动或融销投联动等。例如，信托公司在开展政信业务的过程中，可对融资客户提供投贷联动等综合金融服务，一方面为融资方持续提供非标融资服务，另一方面服务于融资方的发债融资。再如，信托公司可综合利用投资、资产证券化、承销资格等，对信托公司盘活存量城投资产开展的资产证券化业务中，在担任发行人的同时提供资金或以承销商身份参与销售环节。

二是服务信托模式。除传统的通过开展资产证券化业务以城投资产为底层资产形成标准化债券外，信托公司还可利用制度优势和服务能力，为委托人提供财产监督、保障等其他受托服务。例如，就委托人投资城投债的风险保障诉求，可通过信托合同形式、债权转让等方式构造主债权，同时以此增加抵押或保证等担保措施，在信托产品层面构造外部增信。

执笔人：崔继培

宏观形势

国务院发布《关于实施金融控股公司准入管理的决定》

国务院发布《关于实施金融控股公司准入管理的决定》，11 月 1 日起施行。根据办法，控股或实际控制的金融机构中含商业银行的，金融机构总资产不少于

5000 亿元。申请设立金融控股公司，实缴注册资本额不低于 50 亿元，且不低于所直接控股金融机构注册资本总和 50%。

8 月主要指标继续回升

我国 8 月经济运行稳定复苏，主要指标继续回升，社会消费品零售总额、工业增加值及商品房销售额累计增速年内首次由负转正；8 月城镇调查失业率下降至 5.6%。统计局表示，如果经济复苏态势延续，三季度经济增速会比二季度明显加快。

1-8 月全国一般公共预算收入 126768 亿元

财政部数据显示，1-8 月，全国一般公共预算收入 126768 亿元，同比下降 7.5%；其中，证券交易印花税 1427 亿元，同比增长 48.6%。

同业动态

8 月集合信托产品成立规模继续下降，收益率与期限倒挂

用益信托近日发布的《集合资金市场分析报告》（以下简称《报告》）显示，今年 8 月集合信托产品成立规模继 7 月继续下降，而且，集合信托收益率与期限呈明显倒挂趋势。据公开资料不完全统计，8 月共计成立集合信托产品 1742 款，与上月同时点相比减少 6.00%；成立规模 1615.93 亿元，与上月同时点相比减少 6.66%。

中国信托业协会大力开展 2020 年信托投资者教育活动

为进一步强化信托投资者的知识普及与教育工作，培育信托行业“卖者尽责，买者自负”的投资理念，推进信托文化建设，促进行业健康可持续发展，在监管部门指导下，中国信托业协会联合中国银行保险报按照《2020 年信托投资者教育活动实施方案》，多层次、多方面、多角度积极开展信托投资者教育活动。

10 月 1 日起深圳率先启动“公益信托”制度

日前，深圳市残疾人联合会、深圳市地方金融监督管理局联合发布《关于促进身心障碍者信托发展的指导意见》（下称《意见》），10 月 1 日起将率先为身心障碍者构建公益信托制度和服务，打造“弱有众扶”社会治理体系。

五矿信托推出首单家庭委托人家族信托

近日，五矿信托家族办公室成功落地首单家庭委托人家族信托，创新性构建了亿委托人代表及核心委托人为主体的家庭委托人架构。家庭委托人家族信托以两个或两个以上家庭成员为共同委托人，以家庭共同财产或家庭成员各自财产为交付信托资产，并根据客户实际情况设计家庭委托人决策程序，以实现整体的财富管理及传承需求，是家族信托在管理模式和制度安排层面的升级和突破。

地产信息

上周房地产市场：楼市整体成交同环比均上行，土地供求环比走高

中指研究院报告显示，上周楼市整体成交上行，一二线同环比均升。环比来看，一二线同环比升幅均超过 10%；同比来看，一线城市升幅显著高于二三线。

	成交量环比变化	成交量同比变化
一线城市	+10.1%	+48.0%
二线城市	+16.5%	+1.4%
三线城市	-32.1%	+11.1%

上周，一线城市成交量整体环比上升 10.1%。其中，广州升幅显著，为 41%；北京升幅较大，近四成。同比来看，一线城市整体成交持续上升，升幅为 48.0%。其中，深圳升幅明显，为 109%；另外，广州升幅居次位，升幅超十成。

城市	成交面积/万平方米	环比变化	同比变化
北京	23.01	+35%	+63%
上海	26.92	-20%	-4%
广州	31.49	+41%	+103%
深圳	14.10	+4%	+109%

上周二线代表城市成交环比上升 16.5%，同比上升 1.4%。其中宁波升幅较高，超六成；福州、武汉次之。监测的代表城市中，仅温州、济南和大连环比下降，其中大连降幅超 20%。三线代表城市成交量环比下降 32.1%，其中惠州降幅较高，为 45.5%，东莞次之；另外，仅扬州有所上升。同比来看，三线代表城市整体上升 11.1%。



图：上周二三线重点城市成交面积环比涨跌幅

土地市场来看，上周全国 40 大中城市推出面积 1,083 万平方米，环比增加 96%；成交面积 496 万平方米，环比减少 2%；整体出让金 452 亿元，环比 17%；溢价率 9%，环同降低 2 个百分点。

	上周	环比变化
推出面积	1,083 万平方米	+96%
成交面积	496 万平方米	-2%
出让金	452 亿元	+17%
溢价率	9%	-2 个百分点

严禁资金违规流入房地产市场

9 月 14 日，银保监会举办新闻通气会，表示加大对首付贷、消费贷资金流入楼市的查处力度，引导银行资金重点支持棚户区改造等保障性民生工程和居民合理自住购房需求，保障性安居工程贷款余额稳步增长，房地产金融化、泡沫化倾向得到有效遏制。

9 月 16 日，银保监会印发《关于加强小额贷款公司监督管理的通知》，指出小额贷款公司贷款不得用于以下事项：股票、金融衍生品等投资；房地产市场违规融资；法律法规、银保监会和地方金融监管部门禁止的其他用途。

重点房企资金监测和融资管理规则将稳步扩大使用范围

9 月 14 日，在国务院政策例行吹风会上，央行副行长潘功胜介绍，重点房企资金监测和融资管理规则建设的目的，在于增强房企融资管理的市场化、规则化和透明化；从微观层面，有利于房企形成稳定的金融政策预期，合理安排自身的经营活动和融资行为，矫正盲目扩张的经营行为，增强自身的抗风险能力。未来将不断完善规则，稳步扩大适用范围。

成都出台“房地产新 15 条”

9 月 14 日，成都市人民政府办公厅出台《关于保持我市房地产市场平稳健康发展的通知》，就保持成都市房地产市场平稳健康发展提出了 15 条举措。《通知》提出，成都将优先确保保障性住房用地供应，住宅用地占经营性用地的比重不低于 60%，供需紧张区域不低于 70%。提高公证摇号中棚改、无房居民家庭优先的比例，棚改优先最低比例由 10% 提高到 20%，无房居民家庭优先最低比例由棚改优先后剩余房源的 50% 提高到 60%。发挥税收调节作用，个人住房转让增值税征免年限由 2 年调整到 5 年。

郑州实施“黄河人才计划”

9 月 15 日，郑州市委、市政府共同印发《关于实施“黄河人才计划”加快建设人才强市的意见》。该项政策对于不同类型的人才引进给予不同程度的补贴，并对一些科技、创新型企业的落地给予了一定的补贴；最高首次购房补贴达 300 万元，对符合条件的博士、硕士和“双一流”高校本科毕业生，分别给予 10 万元、5 万元、2 万元的首次购房补贴。

天猫联合易居推“天猫好房”

9 月 16 日，天猫与易居发布战略合作，联合推出“天猫好房”平台。天猫好房方面表示，未来将帮助房地产企业定制线上房产旗舰店，把 3D 购技术、直播以及更多金融服务能力与房产行业结合，一起打通线上看房、购房的全链路。另外，天猫好房至少在未来的 3 年内不赚钱，所有收入 100% 补贴购房者。此外，天猫和易居共同发布“不动产交易协作机制”（ETC），将基于新的产品升级，提供新房、二手房、特价房和拍卖房四大交易场景，承载房产线上交易过程的多项服务功能。易居企业集团 CEO 丁祖昱在发布会上表示，未来在渠道整合中，拒绝

赚中间差价，只收交易佣金的 3%服务费，让利 ETC 交易各方主体。

近两三年中国房价将维持高位盘整态势

9 月 7 日，中国社会科学院生态文明研究所与社会科学文献出版社联合发布《房地产蓝皮书：中国房地产发展报告 No. 17（2020）》，指出综合各种相关因素分析，近两三年内中国房价总体上将维持高位盘整态势。除少数三、四线城市和个别地段、个别楼盘外，整体上的房价大涨大落都是小概率事件。新冠肺炎疫情对 2020 年住房交易会有短期影响，对房价总体走势影响则是极小概率。

前 8 月房地产开发投资同比增速提升

国家统计局数据显示，1-8 月，全国房地产开发投资 88,454 亿元，同比增长 4.6%，增速比 1-7 月份提高 1.2 个百分点。其中，住宅投资 65,454 亿元，增长 5.3%，增速提高 1.2 个百分点。

1-8 月，房地产开发企业土地购置面积 11,947 万平方米，同比下降 2.4%，降幅比 1-7 月份扩大 1.4 个百分点；土地成交价款 7,088 亿元，增长 11.2%，增速回落 1.0 个百分点。

1-8 月，全国商品房销售面积 98,486 万平方米，同比下降 3.3%。其中，住宅销售面积下降 2.5%，办公楼销售面积下降 19.5%，商业营业用房销售面积下降 17.0%。1-8 月份，全国商品房销售额 96,943 亿元，增长 1.6%，1-7 月份为下降 2.1%。其中，住宅销售额增长 4.1%，办公楼销售额下降 18.0%，商业营业用房销售额下降 19.9%。8 月末，商品房待售面积 50,052 万平方米，比 7 月末减少 639 万平方米。其中，住宅待售面积减少 705 万平方米，办公楼待售面积减少 17 万平方米，商业营业用房待售面积增加 27 万平方米。

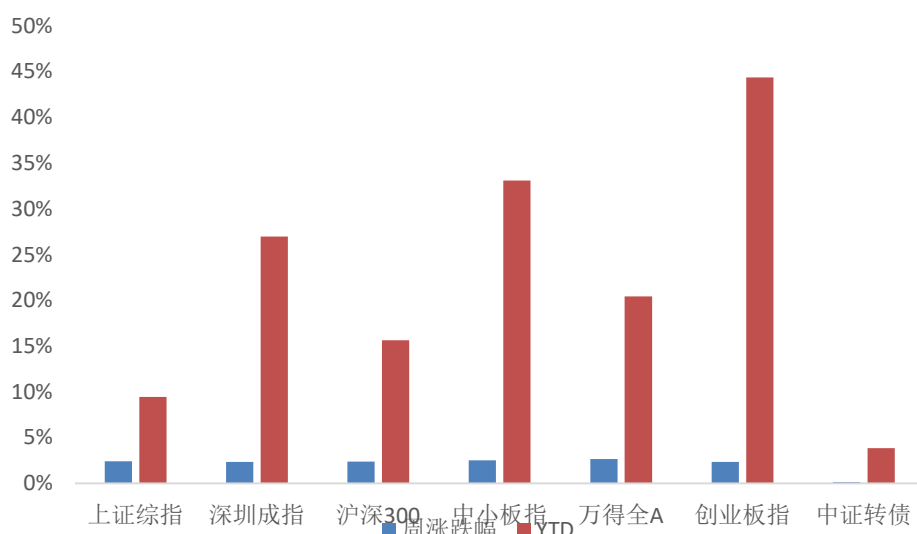
资本市场

股票市场

本周（9.14-9.18），上证指数、深圳成指上涨均超 2.00%。具体来看，上证综指报收于 3338.09 点，上涨 2.38%；深证成指报收于 13245.09 点，上涨 2.33%；沪深 300 报收于 4737.09 点，上涨 2.37%；创业板指报收 2596.08 点，上涨 2.34%；中证转债指数报收于 363.38 点，上涨 0.12%。

指数	收盘价	周涨跌幅	年初至今
上证综指	3,338.09	2.38%	9.44%
深圳成指	13,245.09	2.33%	26.98%
沪深 300	4,737.09	2.37%	15.64%
中小板指	8,828.56	2.50%	33.11%
万得全 A	5,197.88	2.65%	20.42%
创业板指	2,596.08	2.34%	44.38%

中证转债	363.38	0.12%	3.85%
------	--------	-------	-------



债券市场

本周，市场资金整体松紧适度，资金价格大部分下行。具体来看，隔夜 SHIBOR 报收 2.1010，上涨 49.40BP；7 天 SHIBOR 报收 2.2330，上涨 7.20BP。同业存单收盘到期收益率(AAA) 1M、3M、6M、9M、1Y 分别下行 4.33BP、10.23BP、7.28BP 和 8.53BP、5.91BP。3 个月短融和国债分别下行 5.10BP 和上行 3.59BP。

名称	周一报价	周五报价	周涨跌幅(bp)
隔夜	1.6070	2.1010	49.40
1 周	2.1610	2.2330	7.20
CDAAA1M	2.6648	2.6215	-4.33
CDAAA3M	2.7391	2.6368	-10.23
CDAAA6M	2.9927	2.9199	-7.28
CDAAA9M	3.0496	2.9643	-8.53
CDAAA1Y	3.0444	2.9853	-5.91
短融 3 个月	2.8163	2.7653	-5.10
国债 3 个月	2.2859	2.3218	3.59
国债 1 年期	2.6051	2.6088	0.37
国债十年期	3.1532	3.1162	-3.70

央行公开市场操作情况

根据央行公告，本周累计开展公开市场逆回购操作 4800 亿元，MLF 投放 6000 亿元；本周共有 6200 亿元逆回购到期，2000 亿元 MLF 到期，共实现资金净投放 2600 亿元。

	上周（9.5-9.11）		本周（9.12-9.18）	
	到期	投放	到期	投放
逆回购	3900 亿元	6200 亿元	6200 亿元	4800 亿元
MLF			2000 亿元	6000 亿元
SLF				
SLO				
合计	净投放 2300 亿元		净投放 2600 亿元	