



中诚信托研究周报

战略研究部
2020 年第 42 期
总第 114 期
2020/11/19

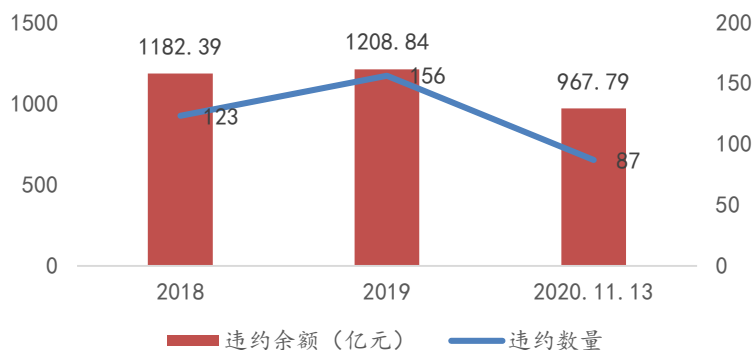
热点研究

当前信托公司应对信用债风险的初步设想

近期，部分信用债发生“超预期”违约，对信用债市场造成了一定冲击。债券投资业务是信托公司由“非标”向“标”转型升级的重要方向，在当前债券市场面临一定风险的情况下，应重点应对，加强风险管理。

一、当前信用债市场的风险特征

一是近年来信用债违约趋于常态化。2014 年信用债刚性兑付被打破，2018 年后信用债违约较为频繁。根据 Wind 数据，截至 2020 年 11 月 13 日，共 512 只信用债合计规模 4166.31 亿元违约，其中 2018 年后已有 366 只信用债合计规模 3359.03 亿元违约，数量占比为 71.48%，规模占比达到 80.62%。2020 年以来，共 87 只信用债合计规模 967.79 亿元违约，绝对金额上尚未出现更大规模的风险暴露。同时，由于近年来信用债发行市场持续高速增长，信用债边际违约率实际有所下降。



数据来源：Wind

图 1：2018 年至今各年度信用债违约数量和规模

二是国有企业信用债违约快速增长。从发行主体的公司属性来看，近三年违约信用债涉及的公司属性以民营企业为主，但国有企业信用债违约的数量和规模快速增长。从 2018 年初至 2020 年 11 月 13 日，市场信用债违约共 366 只，违约信用债余额 3359.03 亿元。其中，三年合计数据来看，涉及的民营企业信用债共 282 只规模 2419.88 亿元，占比分别达到 77.05%和 72.04%；仅从 2020 年来看，涉及的民营企业信用债共 50 只规模达 494.16 亿元，占比分别达到 57.47%和 51.06%。但是，2020 年以来，中央国有企业信用债违约数量规模增幅较大，涉及信用债违约共 23 只规模 345.4 亿元，在 2020 年的占比分别达到 26.44%和 35.69%，

在 2018 年初至 2020 年 11 月 13 日的合计中占到了 65.71%和 75.73%。

表 1:2018-2020.11.13 信用债违约公司属性情况

公司属性	违约数量	违约余额（亿元）
中央国有企业	35	456.10
中外合资企业	2	8.20
外资企业	7	37.16
民营企业	282	2,419.88
地方国有企业	23	226.16
公众企业	16	207.53
其他	1	4.00
合计	366	3,359.03

数据来源：Wind

三是高等级信用债违约明显增多。从发行时主体评级来看，近三年信用债违约中，发行时主体评级以 AA 级规模占比最高，但 2020 年以来较高信用等级发行主体，包括 AAA 和 AA+级发行主体信用债违约规模高速增长，规模占比也大幅提高。从具体数据来看，三年合计信用债违约规模中，发行时主体评级 AA 级合计规模达到 1401.48 亿元，规模占比为 41.72%，居于各评级首位。但 2020 年以来的信用债违约中，发行时主体评级 AAA 级合计规模达到 390.40 亿元，规模占比为 40.34%，升至各评级首位。发行时主体评级 AA 级合计规模达到 326.44 亿元，规模占比也较高，达到 33.73%。

表 2: 2018-2020.11.13 信用债违约发行时主体评级情况

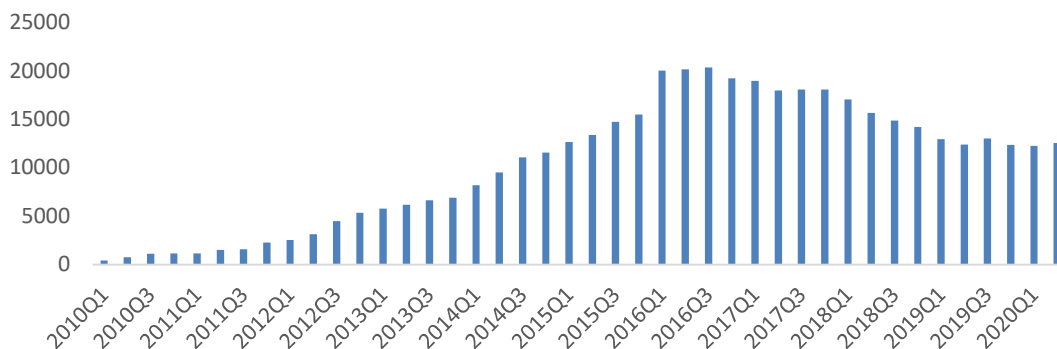
发行时 主体评级	2018	2019	2020	合计（亿元）	合计占比	2020 占比
AAA	171.00000	157.84058	390.40000	719.24058	21.41%	40.34%
AA+	275.00000	446.20000	326.43565	1,047.63565	31.19%	33.73%
AA	672.81155	560.28280	168.38462	1,401.47896	41.72%	17.40%
其他	63.58247	44.51787	82.57	190.67034	5.68%	8.54%
总计 (亿元)	1,182.39402	1,208.84124	967.79027	3,359.02553	100.00%	100.00%

数据来源：Wind

四是违约债券单只规模较大。从近期信用债违约事件来看，由于违约主体信用等级较高，单只违约债券规模也较大，均超市场预期，市场影响较大。今年 5 月以来，随着新冠肺炎疫情基本得到控制，国内积极复工复产，经济逐渐恢复，货币政策也逐渐恢复正常状态。5 月以来，国债收益率不断上升，并逐渐升至去年下半年水平，市场流动性有所收紧，这也是近期信用债违约的原因之一。但是，更为重要的是，违约信用债涉及的发行主体方正、华晨、永煤等，自身基本面也早已存在负债过高、经营恶化、财务指标虚构等问题，存在由于经营不善导致的流动性枯竭问题，同时部分主体还由于某些优质资产在违约前划出而引发了逃废债质疑。

二、当前信托公司信用债投资的主要特点

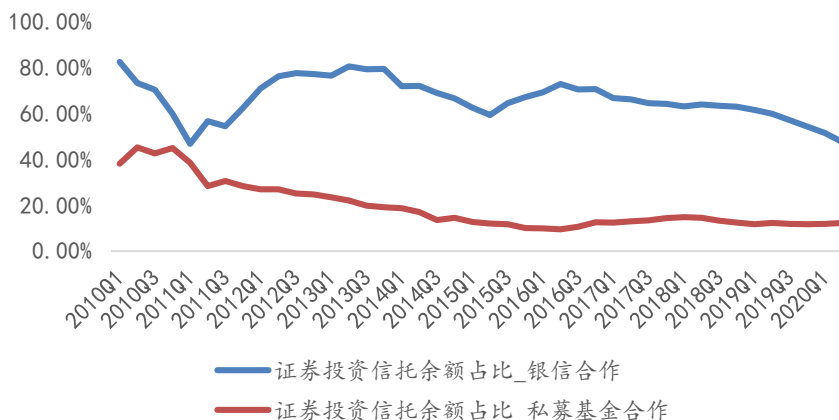
一是信托公司信用债投资整体规模较小。根据中国信托业协会数据，截至 2020 年二季度末，全行业投向债券的资金信托规模为 12555.79 亿元，较 2019 年底增加 211.46 亿元，在资金信托规模中的占比为 7.11%，较 2019 年底提高了 0.23 个百分点。而在此之前，信托业投向债券的资金信托自 2016 年达到历史最高余额后已持续下降。同时，在信托公司的债券投资业务中，信用债只占到了其中的一部分。且由于监管要求，出于“非标转标”的部分需要，信用债投资得到普遍关注的时间不长，总体投资规模有限。



数据来源：通联数据

图 2：资金信托余额_按投向_证券市场(债券) (亿元)

二是信托公司信用债投资一般以事务管理为主，主动管理占比不高。根据中国信托业协会数据，以银信合作和私募基金合作类证券投资信托为例，其在证券投资信托中的占比持续较高，尤其是银信合作类此前长期达到超过 50% 的余额占比。截至 2020 年二季度末，全行业证券投资信托余额中，银信合作类作为典型的通道类证券投资业务，规模余额达到 11252.66 亿元，占比达到 47.43%，同时私募基金合作类余额达到 2920.53 亿元，占比达到 12.31%。



数据来源：通联数据

图 3：证券投资信托中银信合作、私募基金合作余额占比

三是信托公司主动管理类债券投资业务的业务策略以直接参与为主，并以获取较高票息为主要诉求。公募基金、券商等机构的主动管理类债券投资产品多通过“资质下沉+拉长久期+适度杠杆”操作，以获得超额收益。鉴于信托产品资

金成本较高，且信托投资债券无法采取正回购加杠杆的方式提高收益，在 2017 年至 2020 年上半年本轮债市牛市中，债券票面收益率不断下滑，因此近两年信托公司开展的主动管理类信用债投资，主要采取“资质下沉+拉长久期”的票息策略。一方面，信托公司主动管理类信用债主要投资 AA+级、AA 级，同时在债券品种上主要投资交易所债券，包括私募债、资产支持证券次级份额等，以获取较高票息。另一方面，今年以来，部分信托公司为控制融资类业务规模，将部分融资类业务改造为债券投资模式，同时有些项目还设置了抵押。信托公司往往会选择较为熟悉的债券发行主体，以便更深入地识别风险。

三、信托公司应对信用债风险的初步设想

一是排查已持有的信用债，分析潜在的风险情况。近期华晨、永煤违约后，已有多个主体相继违约，受此影响，整个信用债市场的收益率不断上行，也说明信用债市场的担忧情绪仍在蔓延。对此，各信托公司应尽快排查已持有信用债情况，以及涉及的具体项目和信托公司的受托人职责，梳理已持信用债以违约情况并分析潜在违约情况。

二是近期适当回避信用债投资或推迟信用债投资。受信用债风波影响，市场信用债发行有所萎缩，二级市场交易也频频暴跌，近期事件引发的市场风险传导尚未结束，信用债风险偏好整体下移。估计部分金融机构风控已经收紧信用债入库标准，甚至出现风控对信用债公司属性、地域等一刀切的情况，近期部分发行主体通过借新还旧偿还存续债券的难度加大。出于稳妥考虑，近期可适当回避信用债投资。

三是尽快完善业务策略，做好信用债投资业务的风险管控。

第一，加强资金端管理，资金端稳定才可适当拉长久期。

第二，加强甄别，提高内部评级能力。信用债投研的核心是防风险。信用债业务规模较大的信托公司，可建立内部信用评级体系或打分模型，而非仅依赖外部评级，提高对信用债的风险识别能力。一方面，近年来，外部债券信用评级膨胀已被诟病许久。尤其是目前 AAA 级违约主体越来越多，也说明不应仅以外部评级作为债券入池标准，而应该同时对债券进行内部评级，就债券发行主体等交易对手自主开展信用研究，分析发行主体和担保主体的资产负债、现金流等基本面情况，尤其关注分析各交易主体的财务异常和业务异常情况，对其偿债能力作出更科学的判断。另一方面，近期违约事件打破了投资者对 AAA 国企的刚兑信仰，过去的信用评估体系也面临调整。未来一段时间，市场可能会对同类属性和评级主体的信用风险表示担忧，相应信用债的风险甄别也应得到加强。

第三，注意分散持债。按照资管新规和银保监会的监管要求，信托产品净值化管理已在加速推进。今年 5 月以来，债市调整引发固收类净值型产品净值波动，近期，某债基类产品接连踩雷，短期内净值甚至跌去一成，均已引发投资者热议。为做好资金端管理，应避免固收类净值型产品净值大幅波动，注意分散持债，严格控制持债集中度。

第四，加强投后跟踪，建立相应的预警系统，并不断完善信用债违约处置工

作体系。信托公司可对所持信用债的发行主体、担保主体和债项建立定期和不定期的跟踪工作体系，对其开展财务预警、事件预警，以尽早管理风险，尽早开展债权人权益保护行动。同时，信托公司应就债券投资业务建立违约处置工作体系。如出现信用债违约，信托公司应尽快启动处置工作，并按照《中国人民银行发展改革委证监会关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》的要求，充分发挥受托管理人和债券持有人会议制度在债券违约处置中的核心作用，代表投资者利益积极参与债券违约处置程序，依法行使求偿权。

执笔人：崔继培

宏观形势

《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）正式签署

《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）正式签署，世界上人口数量最多、成员结构最多元、发展潜力最大的自贸区就此诞生。通过 RCEP，中国和日本首次达成双边关税减让安排，实现历史性突破。

10 月 M2 同比增长 10.5%

中国 10 月 M2 同比增长 10.5%，预期 10.8%，前值 10.9%。10 月新增人民币贷款 6898 亿元，预期 7942.9 亿元，前值 19171 亿元。10 月社会融资规模增量为 1.42 万亿元，预期为 1.4 万亿元，前值为 3.48 万亿元。

10 月 CPI 同比涨 0.5%

中国 10 月 CPI 同比涨 0.5%，预期涨 0.8%，前值涨 1.7%；10 月 PPI 同比降 2.1%，预期降 2.1%，前值降 2.1%。国家统计局表示，10 月 CPI 同比涨幅回落主要是受去年同期对比基数较高、翘尾因素减少以及猪肉价格由升转降的影响；其中，猪肉价格在连续上涨 19 个月后首次转降，下降 2.8%。

同业动态

10 月信托发行数量环比微降

数据显示，10 月信托市场上发行产品的数量略有减少，预期收益率略有下降。集合信托产品方面，10 月共有 57 家信托公司发行了 1576 款集合信托产品（包含根据成立日期推算的发行产品），发行数量环比减少了 14 款，降幅为 0.88%。从产品期限看，在已公布期限的 1342 款产品中，1 年期至 2 年期（不含）产品发行了 703 款，占比 44.61%，环比上升 2.15 个百分点。

京投发展完成 18 亿元永续信托贷款，初始利率 5.89%

11 月 6 日，京投发展股份有限公司发布了关于公司与昆仑信托进行永续信托贷款融资进展的公告。

此前，于 2020 年 6 月，京投发展与昆仑信托签署了《永续信托贷款合同》，

由昆仑信托通过信托计划项下的信托资金向京投发展发放永续信托贷款，金额为不超过 18 亿元人民币，贷款期限为无固定期限，用于公司投资项目的开发建设。其中，二期贷款资金 9 亿元已于 2020 年 11 月 6 日到账，至此该合同项下贷款资金 18 亿元已全部到账。

招行家族信托业务推出两大创新功能

招商银行日前在京发布《2020 中国家族信托报告》，并推出该行家族信托业务两大创新功能。作为“金融科技”先行者，招行也正式发布家族信托两大创新功能：一是通过“模块化”方式“智能定制”家族信托方案。二是“云信托”，即依托招商银行 APP 将家族信托业务流程由线下转到云端完成。

地产信息

上周房地产市场：楼市整体成交环比降同比升，土地市场供应量环比走低

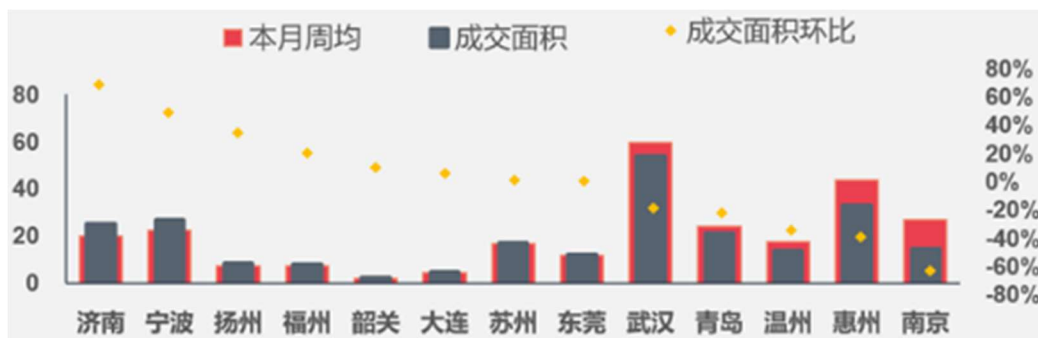
中指研究院报告显示，上周楼市整体成交环比降同比升。分城市来看，二三线代表城市均不同程度下滑；同比各线代表城市齐升。

	成交量环比变化	成交量同比变化
一线城市	+5.8%	+7.3%
二线城市	-20.9%	+3.6%
三线城市	-35.9%	+23.21%

上周，一线城市成交量整体环比微升 5.8%。分城市来看，广州升幅 178.6%；深圳升幅 8.8%；北京升幅 7.9%。同比来看，楼市整体成交微升，升幅为 7.3%。其中，深圳升幅明显，约为 128.2%；北京次之，升幅 74.1%；上海降幅 32.4%。

城市	成交面积/万平方米	环比变化	同比变化
北京	23.58	+179%	-6%
上海	15.72	+9%	+128%
广州	18.76	+8%	+74%
深圳	20.83	-17%	-32%

上周，二线代表城市成交环比下降 20.9%，同比上升 3.6%。其中南京降幅较高，为 63.2%；温州次之，下降 34.4%。监测的代表城市中，福州上升超两成；济南次之，增幅为 15.9%。三线代表城市成交量环比下降 35.9%，其中惠州降幅较高，近 50%；东莞次之，降幅 18.8%。同比来看，三线代表城市整体上升 23.2%。



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 584 万平方米,环比减少 8%;成交面积 359 万平方米,环比增加 7%;整体出让金 352 亿元,环比增长 54%。

	上周	环比变化
推出面积	584 万平方米	-8%
成交面积	359 万平方米	+7%
出让金	352 亿元	+54%

禁止保险资金投资企业直接从事房地产开发建设

11 月 13 日,银保监会发布《关于保险资金财务性股权投资有关事项的通知》,为规范保险资金直接投资未上市企业股权行为,加大保险资金对各类企业的股权融资支持力度。《通知》主要内容是取消保险资金财务性股权投资的行业限制,通过“负面清单+正面引导”机制,提升保险资金服务实体经济能力。其中规定,保险资金开展财务性股权投资,所投资得标的企业不得直接从事房地产开发建设,包括开发或者销售商业住宅。

昆明发布楼市调控政策

11 月 10 日,为进一步保障购房人的合法权益,保障房地产市场平稳健康发展,昆明市发布新政,称将加强主城中心区商品房预售资金监管工作,明确商品房预售项目的预售资金应当全部存入专用账户,按照专款专用原则,实行分阶段、按比例动态监管,监管资金额度为项目预售总额的 30%;此外,昆明市住房和城乡建设局根据房地产开发企业的资质、经营业绩和诚信记录等,对商品房预售资金实施分级监管。

今年以来多地推进公积金互认互贷

11 月 11 日,深圳住房公积金管理中心发布通知称异地公积金转入深圳实现全程线上办理。11 月 5 日,大南昌都市圈住房公积金异地贷款合作正式启动,包括九江、宜春、抚州、上饶、南昌在内的五城职工可办理都市圈内异地贷款业务。值得注意的是,今年以来,以城市群、都市圈组团的公积金一体化,成为公积金异地互认的一个重要特征。10 月底,胶东经济圈住房公积金一体化发展联席会议召开。9 月,长江中游城市群省会城市武汉、长沙、合肥、南昌与黄石、

岳阳、九江、荆州等 20 城的住房公积金管理中心代表签署《长江中游群住房公积金管理中心合作公约》。

积极稳妥推进房地产税立法和改革

近日，财政部部长刘昆在《〈中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议〉辅导读本》中，撰写了《建立现代财税体制》一文，详解“十四五”时期财税改革任务。其中，刘昆在谈及进一步完善现代税收制度时提到，按照“立法先行、充分授权、分步推进”的原则，积极稳妥推进房地产税立法和改革。这意味着“十四五”时期，房地产税将继续稳步推进。

10 月首套房贷利率九连降趋势结束

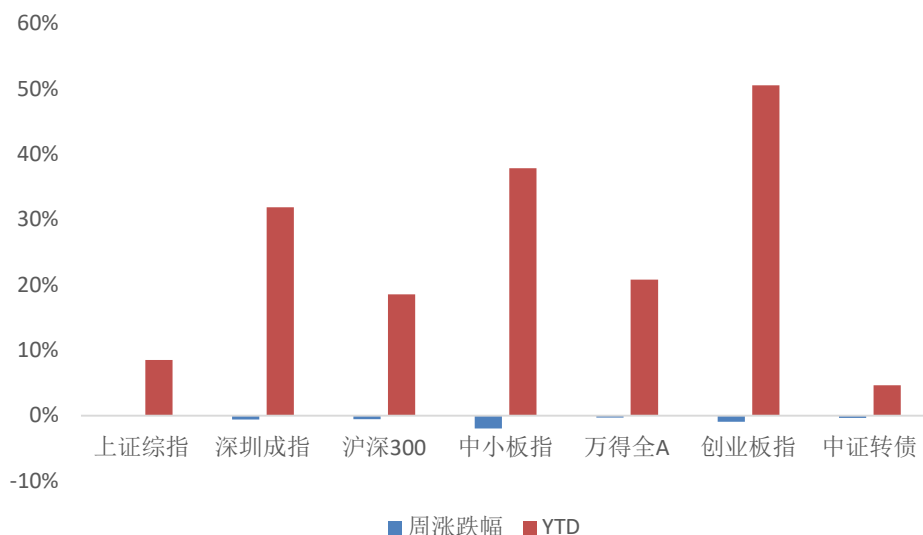
从融 360 监测的全国首套房贷款平均利率为 5.24%，与上月持平，同比下降 0.28 个百分点，今年以来房贷利率九连降的趋势结束。今年疫情发生以来，货币政策宽松，住户部门贷款余额同比增速自 3 月创下阶段性低点以来，已经连续半年震荡上行，基本已确定重新进入上行趋势，但上升幅度远小于 2012-2013 年和 2015-2016 年，说明住户部门加的杠杆也明显小于前两轮。

资本市场

股票市场

本周（11.9-11.13），市场小幅震荡，上证指数下跌 0.06%。具体来看，上证综指报收于 3310.10 点，下跌 0.06%；深证成指报收于 13754.55 点，下跌 0.61%；沪深 300 报收于 4856.85 点，下跌 0.59%；创业板指报收 2706.81 点，下跌 0.96%；中证转债指数报收于 366.13 点，下跌 0.35%。

指数	收盘价	周涨跌幅	年初至今
上证综指	3,310.10	-0.06%	8.52%
深圳成指	13,754.55	-0.61%	31.87%
沪深 300	4,856.85	-0.59%	18.56%
中小板指	9,144.65	-1.99%	37.87%
万得全 A	5,213.77	-0.34%	20.79%
创业板指	2,706.81	-0.96%	50.54%
中证转债	366.13	-0.35%	4.63%



债券市场

本周，市场资金整体收紧，资金价格整体上行。具体来看，隔夜 SHIBOR 报收 2.5230，上涨 33.00BP；7 天 SHIBOR 报收 2.4330，上涨 16.10BP。同业存单收盘到期收益率(AAA) 1M、3M、6M、9M、1Y 分别上行 12.34BP、5.50BP、5.65BP 和 5.22BP、4.42BP。3 个月短融和国债分别上行 8.99BP 和 13.48BP。

名称	周一报价	周五报价	周涨跌幅(bp)
隔夜	2.1930	2.5230	33.00
1 周	2.2720	2.4330	16.10
CDAAA1M	2.3982	2.5216	12.34
CDAAA3M	3.0260	3.0810	5.50
CDAAA6M	3.1003	3.1568	5.65
CDAAA9M	3.1789	3.2311	5.22
CDAAA1Y	3.1980	3.2422	4.42
短融 3 个月	3.1215	3.2114	8.99
国债 3 个月	2.6578	2.7926	13.48
国债 1 年期	2.7944	2.8464	5.20
国债十年期	3.2363	3.2715	3.52

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 5500 亿元，无 MLF 投放；本周共有 3200 亿元逆回购到期，无 MLF 到期，共实现资金净投放 2300 亿元。

	上周 (10.31-11.6)		本周 (11.7-11.13)	
	到期	投放	到期	投放

逆回购	5100 亿元	3200 亿元	3200 亿元	5500 亿元
MLF	4000 亿元			
SLF				
SLO				
合计	净回笼 5900 亿元		净投放 2300 亿元	