



中诚信托研究周报

战略研究部
2020年第46期
总第118期
2020/12/17

热点研究

展望信托公司资产证券化业务的发展趋势

2020年以来，在年初新冠肺炎疫情及后续复工复产等的影响下，资产证券化新发行规模也表现出了前低后高的态势，全年预计信贷 CLO 同比下降，ABN 和企业 ABS 则保持高速增长。在新的市场背景和政策背景下，信托公司将找准在资产证券化领域的自身定位，发力高增长业务品种，并进一步挖掘资产证券化业务综合价值。

一、资产证券化对信托公司的重要性有所提升

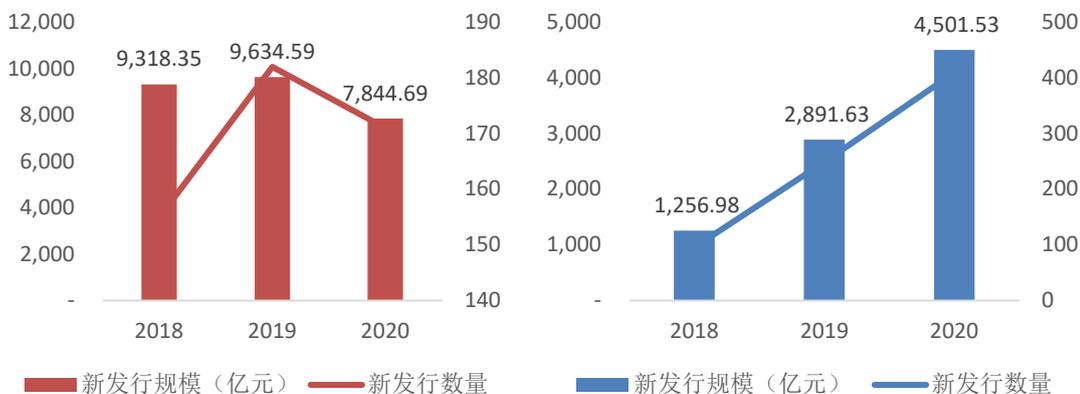
一是开展资产证券化业务符合监管导向。第一，近年来监管多次鼓励开展资产证券化业务。自 99 号文以来，监管持续推动信托公司规范现有业务模式，探索转型发展方向，其中明确提出鼓励开展资产证券化业务、提高资产证券化附加值，同时也逐渐为信托公司开拓资产证券化业务链条中的业务资质，包括修订 ABN 业务指引，已授予 12 家信托公司银行间市场非金融企业债务融资工具承销商资格，以及已授予两家信托公司交易所资产证券化计划管理人的试点资格等。第二，在资管行业监管不断加强的政策背景下，资管新规及《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》（以下简称“资金信托新规”）均未对资产证券化业务提出限制性要求，在银行间、交易所市场发行和交易的资产支持证券也被明确认定为标债资产，资产证券化业务持续得到监管部门的大力支持。

二是资产证券化业务是信托公司业务转型的重要抓手。信托公司按照监管导向压降非标融资业务，持续推进净值化转型，着力标准化资产配置已成为行业共识。第一，宏观经济增速下行，优质资产获取更为困难，信托公司亟需要通过资产证券化业务盘活存量创造新的业务空间，通过资产证券化业务推进非标转标也因此成为行业探索的方向。第二，在推进净值化转型的过程中，信托公司开始大力发展标品投资业务，尤其是债券投资业务。由于既有债券市场竞争者众多，且信托公司参与债券市场限于监管政策缺乏杠杆优势，也囿于产品私募性质缺乏资金成本优势和税收优惠红利，同时由于自身标债投资业务积累较少缺乏投研经验，不少信托公司将自身较为熟悉的资产支持证券作为投资的重点之一。

二、企业资产证券化业务将成为发展重点

随着资产证券化产品市场认可度的提高，资产支持证券的投资需求和资产供应均较为旺盛，近年来 ABN 和企业 ABS 市场呈现出较信贷 CLO 更快的新发行规模增速，企业资产证券化业务将成为信托公司的发力重点。第一，从业务实践

来看，新发行 ABN 和企业 ABS 规模实现更快增长。根据 Wind 数据统计，截至 2020 年 12 月 14 日，年内新发行信贷 CLO、ABN、企业 ABS 规模分别为 7844.69 亿元、4501.53 亿元和 14421.29 亿元，年内新发行信贷 CLO 规模较 2019 年全年减少 18.58%，但新发行 ABN、企业 ABS 规模较 2019 年全年分别增长 55.67%和 29.95%，预计全年增速也较为乐观。第二，在提高直接融资比重的政策导向下，ABN 和企业 ABS 市场将进一步扩容，信托公司在非金融企业债务融资工具市场的机会更大，因此信托公司未来资产证券化业务或将更加重视 ABN 和企业 ABS 业务。11 月起我国信贷 CLO 业务开始实施信息登记，信贷 CLO 的发行效率将进一步提升，信托公司应牢牢抓住信贷 CLO 基本盘业务。同时，受益于 ABN 和企业 ABS 市场的高速增长和相对较低的市场集中度，信托公司在 ABN 和企业 ABS 业务方面仍有赶超的可能性，尤其是信托公司在 ABN 中发行载体、企业 ABS 业务中创设和生产基础资产方面已经构筑了相当的优势，因此也更为值得进一步深挖拓展。



数据来源：Wind

图 1：新发行信贷 CLO 规模（注：2020 年数据为截至 12 月 14 日）

数据来源：Wind

图 2：新发行 ABN 规模（注：2020 年数据为截至 12 月 14 日）



数据来源：Wind

图 3：新发行企业 ABS 规模（注：2020 年数据为截至 12 月 14 日）

三、对资产证券化业务价值的挖掘将更加充分

一是信托公司将进一步挖掘资产证券化业务的规模价值。无论是与国外还是与国内信用债市场相比，资产支持证券作为重要的债务融资工具，均有极大的市场空间。根据十九届五中全会和“十四五”规划的精神，“十四五”时期贯彻新发展理念，必将提高直接融资比重，畅通直接融资渠道，这也为资产证券化市场扩容指明了方向，信托公司将抓住不断扩容的资产证券化市场机遇，尽快实现该业务的规模价值和显著的业绩贡献。

二是信托公司将深度挖掘资产证券化价值链中的服务价值。第一，创设和生成基础资产市场空间广阔，创新基础资产交易也将贡献显性利润。2018 年以来，企业 ABS 涉及信托受益权类基础资产已达到 198 单 2538.55 亿元，从数量和规模角度各年度亦呈现持续增长态势，其中 2020 年以来信托受益权类基础资产相关的企业 ABS 业务规模增速较 2019 年全年已达到 54.73%，远超企业 ABS 新发行规模增速，也证实信托受益权类基础资产的上市市场认可度不断提升。未来，信托公司除不断为资产证券化业务创设和生成基础资产，还将利用基础资产供应优势，发展交易型资产证券化业务，作为发起机构买入符合条件的基础资产，主动获取基础资产利息与资产证券化发行成本之间的利差。第二，业务联动价值凸显，信托公司将进一步深挖资产证券化业务发行、承销、投资等环节的联动价值，打通资产证券化业务链条中的资管环节和投行环节。业务联动并非易事，但从实际运作来看，投资环节的开展极大地助力了承销规模的增长，承销环节的加入则有效提升了资产证券化业务的整体业绩贡献。

三是信托公司将争取更多业务资格，在资产证券化业务乃至信用债市场取得更大突破。从全市场来看，根据 Wind 数据，截至 2020 年 12 月 14 日，年内除金融债之外的信用债发行规模约 14.71 万亿，是五年前的两倍左右，且仍在快速增长中。信托公司除主要参与信贷 CLO 发行、ABN 业务的发行及部分分销外，华能信托和中信信托担任企业 ABS 计划管理人并累计落地 21 单合计规模 148.35 亿元。未来，信托公司将争取更多业务资格以更大的规模、更多的主导参与资产证券化业务，包括更多信托公司取得企业 ABS 计划管理人资格，更多信托公司取得银行间市场债券分销资格并争取获得主承资格，获得交易所市场信用债承销资格，在 REITs 领域取得资格突破等。

四、面临的市场竞争将更加激烈

一是资产证券化业务的信托同业竞争已经十分激烈，市场集中度处于高位。据 Wind 数据，截至 2020 年 12 月 14 日，年内共 20 家信托公司参与了信贷 CLO 业务的发行，35 家信托公司参与了 ABN 业务的发行，但绝大部分市场份额集中于龙头信托公司。从新发行规模角度，信贷 CLO 业务的 CR10 达到 94.52%，ABN 业务的 CR10 达到 79.44%。与此同时，大量信托公司年内业务数量和规模均偏少，其中 11 家信托公司新发行信贷未超过 3 单，14 家信托公司新发行 ABN 未超过 3 单，这既不利于积累同业资源、资金资源和资产资源，也不利于积累业务经验，

年内过少的新增项目或将影响业务的持续性，反过来进一步导致市场份额向龙头信托公司集中。与此同时，信贷 CLO、ABN 业务中龙头信托公司在企业 ABS 中担任原始权益人的表现也更为突出。根据 Wind 数据，截至 2020 年 12 月 14 日，年内企业 ABS 原始权益人为信托公司的共涉及 12 家信托公司合计规模 2595.17 亿元，其中华能信托担任原始权益人的企业 ABS 发行规模达到 1053.20 亿元，天津信托、五矿信托、外贸信托、中航信托、光大信托也分别涉及 729 亿、259 亿、240 亿、130 亿和 127.81 亿的发行规模。

二是资产证券化业务的外部竞争也十分白热化，信托公司与券商的差距仍然较大。2018 年以来企业 ABS 市场的新发行规模持续超过信贷 CLO，亦远超 ABN 市场。企业 ABS 业务由于市场规模较大，且参与机构数量更多，市场集中度攀升程度虽不及信贷 CLO、ABN 剧烈，但也同样出现了集中度不断提升的趋势。根据 Wind 数据，截至 2020 年 12 月 14 日，2020 年内共 89 家机构担任企业 ABS 的计划管理人，累计年内新发行规模 1.44 万亿元，其中规模最大的十家机构合计发行规模 8814.50 亿元，CR10 达到 61.71%，规模最大的三家均超千亿元，共 29 家机构规模超百亿元，华能信托发行规模则为 50.12 亿元，中信信托为 21.73 亿元，规模排名分别位于 41、59，与头部券商及券商资管子公司的差距仍然巨大。

三是信托公司仍应正视和应对资产证券化业务面临的挑战。第一，金融供给侧改革在资产证券化业务领域也逐渐深入，资产证券化市场中龙头机构的优势不断加强，部分机构也开始淡出该业务领域。从资产证券化的参与机构数量来看，2020 年未能延续高速增长趋势，各类资产证券化业务发行主体参与机构数量基本与上年持平或有所减少；从前述新发行规模来看，市场集中度则进一步提高。龙头之外的信托公司要实现在资产证券化业务领域的突破，应找准自身定位，至少在资金资源、项目资源、业务效率、附加价值等一个和多个方面取得竞争优势。第二，信用债市场风险事件也对资产证券化业务造成了一定影响，尤其是 ABN 和企业 ABS 产品，下半年以来部分项目出现了劣后级投资人难找的窘境，信用债风险情绪蔓延，以及资产证券化产品二级市场流动性偏弱本身也阻碍投资人退出路径的客观现实，或将在一定程度上影响资产证券化产品的投资需求，信托公司应持续关注信用债市场，并优化资产证券化产品的风险定价机制。第三，公募 REITs 采用了“公募基金+单一基础设施资产支持证券”的法律架构，信托公司的参会机会反而较少，亦说明私募定位的信托架构在降低资金成本方面仍应努力。第四，对于具有一定资源禀赋的信托公司来说，资产证券化业务不应轻言放弃，尤其是未来服务信托的开展及相关业务资格的获取，或将有赖于信托公司在当前资产证券化业务、家族信托业务、年金信托业务等积累的服务能力和服务经验。

执笔人：崔继培

宏观形势

中共中央政治局分析研究 2021 年经济工作

中共中央政治局召开会议，分析研究 2021 年经济工作。会议指出，明年是

我国现代化建设进程中具有特殊重要性的一年，做好经济工作意义重大。要整体推进改革开放，强化国家战略科技力量，增强产业链供应链自主可控能力，形成强大国内市场，夯实农业基础，强化反垄断和防止资本无序扩张，促进房地产市场平稳健康发展，持续改善生态环境质量。

11月CPI同比下降0.5%

国家统计局数据显示，11月CPI同比下降0.5%，预期涨0.1%，前值涨0.5%；PPI同比降1.5%，预期降1.5%，前值降2.1%。国家统计局指出，从同比看，11月食品价格由10月上涨2.2%转为下降2.0%，影响CPI下降约0.44个百分点，是带动CPI由涨转降主要原因。

11月新增信贷社融规模如期反弹

11月社会融资规模增量为2.13万亿元，比上年同期多1406亿元，预期1.98万亿元，前值1.42万亿元。11月末社会融资规模存量为283.25万亿元，同比增长13.6%。当月人民币贷款增加1.43万亿元，同比多增456亿元，预期1.36万亿元，前值6898亿元；M1继续保持高位，增长10%；M2增长10.7%，预期10.6%，前值10.5%。

同业动态

11月社融口径下的信托贷款余额同比降9.9%

12月9日，央行发布11月金融统计数据。数据显示，11月末，广义货币(M2)余额217.2万亿元，同比增长10.7%，增速分别比上月末和上年同期高0.2个和2.5个百分点。11月末人民币贷款余额171.49万亿元，同比增长12.8%，增速比上月末低0.1个百分点，比上年同期高0.4个百分点。

从信托贷款来看，受持续强监管影响，以信托贷款为主的非标业务承压较大，下滑幅度持续扩大。截至2020年11月末，信托贷款余额为6.81万亿元，同比下降9.9%，而9月末、10月末的增速分别为-8.5%和-8.9%。据银保监会统计的口径，截至今年三季度末，信托业直接投入实体经济（不含房地产业）的信托资产余额13.14万亿元，占全部信托资产余额62.97%，其中投向小微企业的信托资产余额2.41万亿元。

信托公司应建立良好的受托人文化

12月8日-9日，2020年信托业年会在北京召开。12月8日，中国银保监会党委委员、副主席黄洪在2020年中国信托业年会上就受托人定位问题发表讲话。黄洪表示，自“一法两规”颁布以来，我国信托业的制度定位逐渐明确，即办成“主营信托业务的金融机构”，做专业的受托人。近年来，信托业按照这个定位要求，淡化固有投资机构色彩，努力拓展信托业务，积极按照信托业务规律完善公司治理、内控机制、业务流程和激励约束机制，取得了初步成效。但与此同时，全行业仍然存在受托人文化不成熟、受托人职责不清晰、受托人定位有偏离等问

题，制约行业高质量发展目标的实现。

北京市委市政府发布《关于完善国有金融资本管理的实施意见》

据12月14日北京市人民政府官网消息，中共北京市委、北京市人民政府发布了《关于完善国有金融资本管理的实施意见》（以下简称《实施意见》，其中指出，为深入贯彻落实《中共中央、国务院关于完善国有金融资本管理的指导意见》精神，优化北京市国有金融资本战略布局，完善管理体制机制，促进国有金融资本保值增值，结合北京市实际，提出实施意见。意见提出，适应全市经济发展需要，合理调整国有金融资本在银行、证券、保险、信托、担保等行业的比重，提高资本配置效率。对于政策性金融机构，保持国有独资或全资的性质；对于关系全市金融安全稳定、在区域或行业中具有重要影响的国有金融机构，保持国有金融资本足够控制力和主导作用；对于处于竞争领域的其他国有金融机构，积极引入各类资本，国有金融资本可以绝对控股、相对控股，也可以参股。

2020年15家险企关联交易通过信托完成

2020年进入尾声，保险公司今年的投资路径图也逐渐浮现。记者对各保险机构披露于中保协的关联交易公告进行统计，2020年至今，太平保险、陆家嘴国泰人寿、中国人寿、泰康人寿、泰山财险、信美人寿相互保险、光大永明人寿等15家险企，认购或续期信托计划涉及关联交易。从募资目的来看，整体以服务实体经济为主要投向。从关联交易的信息梳理来看，部分保险公司认购动作基于通过关联信托机构进行资产配置，或通过委托关联资管公司进行资金运用，也有部分保险机构通过信托计划向关联方输血。

地产信息

本期房地产市场：楼市整体成交下行，土地市场供应量环比走高

中指研究院报告显示，本期楼市整体成交下行，各线城市环比均降。分城市来看，三线城市降幅显著高于一二线；同比二三线小幅波动。

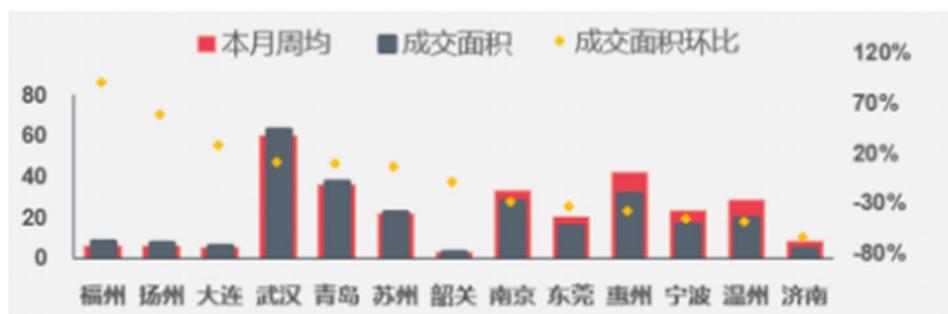
| | 成交量环比变化 | 成交量同比变化 |
|------|---------|---------|
| 一线城市 | -17.9% | +17.8% |
| 二线城市 | -14.2% | -2.1% |
| 三线城市 | -30.5% | -1.6% |

本期一线城市成交量整体环比下滑17.9%。分城市来看，上海降幅较高，超30%；仅深圳成交上扬，升幅为5.6%。同比来看，楼市整体成交上扬，升幅为17.8%。其中，广州升幅明显，约为128.3%；深圳居次位，升幅为67.4%；仅上海、北京有所下滑。

| 城市 | 成交面积/万平方米 | 环比变化 | 同比变化 |
|----|-----------|------|------|
| 北京 | 16.07 | -25% | -18% |
| 上海 | 18.58 | -30% | -32% |

| | | | |
|----|-------|------|-------|
| 广州 | 33.60 | -14% | +128% |
| 深圳 | 14.40 | +6% | +67% |

本期，二线代表城市成交量环比下降 14.2%，同比下降 2.1%。其中济南降幅最大，超六成；温州、宁波居次位，降幅均在五成以内。监测的代表城市中，福州升幅最高，为 90.2%；青岛、苏州升幅均在一成以内。三线代表城市成交量环比下降 30.5%，其中惠州降幅最高，为 38.5%；东莞次之，降幅 33.5%。同比来看，三线代表城市整体下降 1.6%。



图：本期二三线重点城市成交面积环比涨跌幅

土地市场来看，本期全国 40 大中城市推出面积 2,546 万平方米，环比增加 212%；成交面积 608 万平方米，环比增加 1%；整体出让金 621 亿元，环比增幅 1%；溢价率 15%。

中央政治局会议要求促进房地产市场平稳健康发展

中共中央政治局 12 月 11 日召开会议，会议要求，要扭住供给侧结构性改革，同时注重需求侧改革，打通堵点，补齐短板，贯通生产、分配、流通、消费各环节，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡，提升国民经济体系整体效能。要整体推进改革开放，强化国家战略科技力量，增强产业链供应链自主可控能力，形成强大国内市场，夯实农业基础，强化反垄断和防止资本无序扩张，促进房地产市场平稳健康发展，持续改善生态环境质量。

宁波提高二套房首付比例

12 月 10 日，宁波市住建、资规、人民银行、银保监四部门联合印发《关于进一步保持和促进我市房地产市场平稳健康发展的补充通知》，对差别化住房信贷政策作了进一步的明确规定：市六区已有 1 套住房且相应贷款未结清的居民家庭，再次购买住房、申请商业性个人住房贷款的，贷款首付比例不得低于 60%；市六区已有 1 套住房且相应贷款已结清的居民家庭，再次购买住房、申请商业性个人住房贷款的，贷款首付比例不得低于 40%。

成都商品房预收款将被全程监管

为进一步加强成都市商品房预售款监管，保障预售商品房工程建设，维护承购人合法权益，确保房地产市场平稳健康发展，12 月 7 日，成都市人民政府办公厅印发了《成都市商品房预售款监管办法》。办法明确，预售款应当全部直接

存入商品房预售合同约定的监管账户，开发企业不得以其他任何形式违规收取购房款。自办法实施之日起，在成都市行政区域内新申请预售许可的商品房项目，其预售款的收存、支取及其监督管理适用本办法。

河南省将推动地产转型

12 月 8 日，海南省人民政府官网发布《中共海南省委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》。在房地产方面，《建议》提出，要健全多层次住房保障和供应体系。坚持“房住不炒”的定位，租购并举、因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。加快安居型商品住房、公共租赁住房、市场化租赁住房、人才住房等各类住房建设，切实解决好本地居民和引进人才基本住房需求。推动商务地产、旅游地产、商业地产、工业地产等鼓励类地产转型发展。

超五成房企销售目标完成率低于 92%

据统计，32 家披露目标的房企中，截至前 11 月，已有 4 家房企达到年度销售目标，这 4 家房企分别为越秀地产、中国恒大、建业地产以及时代中国，其前 11 月目标完成率分别为 105.26%、104.41%、103.76%、101.57%。此外，仍有 18 家房企目标完成率低于 92%，占比超过五成。

房地产行业将进入存量市场

近年来，房地产行业进入存量市场，传统房地产开发领域利润率整体下滑。与此同时，物业行业将是个万亿级规模的新赛道，发展空间广阔。东方证券分析测算，到 2030 年，基础物管物业市场规模达 1.7 万亿元，行业总规模超过 2.5 万亿元。在楼市持续调控的背景下，越来越多的房地产上市公司开始通过分拆物业板块上市的方式来拓展融资渠道，寻求业务新增长点。公开数据显示，2020 年以来，年内累计新增 13 家物业企业登陆港股，另有 20 余家企业在准备上市进程。

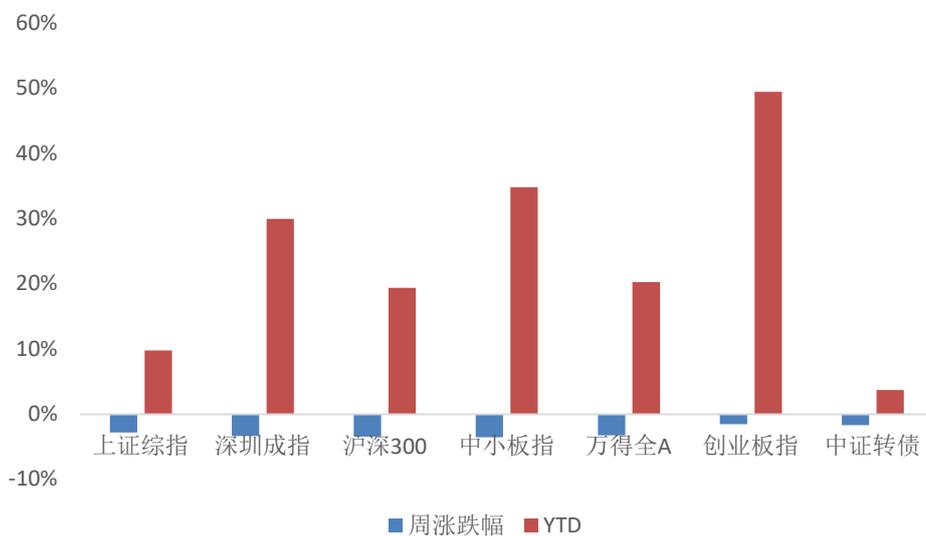
资本市场

股票市场

本期(12.7-12.11)，上证指数跌 2.83%。具体来看，上证综指报收于 3447.19 点，下跌 2.83%；深证成指报收于 13555.14 点，下跌 3.36%；沪深 300 报收于 4889.63 点，下跌 3.48%；创业板指报收 2687.78 点，下跌 1.58%；中证转债指数报收于 362.74 点，下跌 1.70%。

| 指数 | 收盘价 | 周涨跌幅 | 年初至今 |
|--------|-----------|--------|--------|
| 上证综指 | 3,347.19 | -2.83% | 9.74% |
| 深圳成指 | 13,555.14 | -3.36% | 29.95% |
| 沪深 300 | 4,889.63 | -3.48% | 19.36% |

| | | | |
|-------|----------|--------|--------|
| 中小板指 | 8,942.30 | -3.57% | 34.82% |
| 万得全 A | 5,190.52 | -3.29% | 20.25% |
| 创业板指 | 2,687.78 | -1.58% | 49.48% |
| 中证转债 | 362.74 | -1.70% | 3.67% |



债券市场

本期，市场资金整体充裕，短期资金价格小幅上行。具体来看，隔夜 SHIBOR 报收 1.4310，上涨 6.50BP；7 天 SHIBOR 报收 2.1780，上涨 5.90BP。同业存单收盘到期收益率(AAA) 1M、3M、6M、9M、1Y 分别上行 15.05BP、下行 20.79BP、14.87BP 和 14.80BP、6.83BP。3 个月短融和国债分别下行 7.30BP 和 11.19BP。

| 名称 | 周一报价 | 周五报价 | 周涨跌幅(bp) |
|---------|--------|--------|----------|
| 隔夜 | 1.3660 | 1.4310 | 6.50 |
| 1 周 | 2.1190 | 2.1780 | 5.90 |
| CDAAA1M | 2.6021 | 2.7526 | 15.05 |
| CDAAA3M | 3.1015 | 2.8936 | -20.79 |
| CDAAA6M | 3.1355 | 2.9868 | -14.87 |
| CDAAA9M | 3.2503 | 3.1023 | -14.80 |
| CDAAA1Y | 3.2528 | 3.1845 | -6.83 |
| 短融 3 个月 | 3.1365 | 3.0635 | -7.30 |
| 国债 3 个月 | 2.8340 | 2.7221 | -11.19 |
| 国债 1 年期 | 2.8614 | 2.8334 | -2.80 |
| 国债十年期 | 3.2701 | 3.2951 | 2.50 |

央行公开市场操作情况

根据央行公告,本期累计开展公开市场逆回购操作 1500 亿元,无 MLF 投放;本期共有 2000 亿元逆回购到期,3000 亿元 MLF 到期,共实现资金净回笼 3500 亿元。

| | 上期 (11.28-12.4) | | 本期 (12.5-12.11) | |
|-----|-----------------|---------|-----------------|---------|
| | 到期 | 投放 | 到期 | 投放 |
| 逆回购 | 4300 亿元 | 2000 亿元 | 2000 亿元 | 1500 亿元 |
| MLF | | 2000 亿元 | 3000 亿元 | |
| SLF | | | | |
| SLO | | | | |
| 合计 | 净回笼 300 亿元 | | 净回笼 3500 亿元 | |