



# 中诚信托研究周报

投资研究部  
2021 年第 45 期  
总第 164 期  
2021/12/17

## 热点研究

### 对近期信托公司债券投资业务的策略展望

近日，中央经济工作会议提出 2022 年经济工作要“稳”字当头，要求货币政策灵活适度并保持流动性合理充裕，政策发力适当靠前，并提及依法加强对资本的有效监管。央行本周三实施了全面降准，债券市场发展形势面临新变化。对于信托公司而言，债券投资业务是重要的转型业务之一。考虑到信托公司债券投资业务存在组合管理、负债端成本较高、久期偏短等特征，当前宏观形势对未来一段时间信托公司债券投资策略产生一些特定影响，基于此我们对未来半年的债券投资策略进行了展望。

#### 一、更加关注组合投资中的强化票息和适度拉长久期策略

适度宽松的货币政策和资金暂时的结构性欠配将引导利率中枢短期小幅震荡下行，预期 2022 年上半年债券市场资金面稳定宽松，需求温和。杠杆策略来看，宽松的环境将促使资金成本总体下行，但随着利差空间收缩和信用债违约常态化，杠杆套息空间亦逐渐被压缩，2022 年上半年杠杆策略可在组合管理中继续配合使用。

偏宽松的债市环境将促使信用利差整体收缩，资金对高票息安全资产的诉求则将进一步加剧信用分化，高等级信用债收益率中枢或持续下行，利差波动收窄。中尾部主体融资环境边际好转，但信用利差波动则将放大，信用价值挖掘工作愈具挑战。对应到票息策略，建议中高等级配置为主的基础上可略微下调组合信用中枢，通过精准择券把握票息确定性。操作上可加强行业利差挖掘、城投区域信用利差挖掘、中游序列城投主体确定性挖掘、“事件驱动型”机会博弈等。

久期策略方面，信托公司标品负债端成本相对较高，组合以中短久期为主，建议总体匹配负债端前提下适当拉长久期，博得期限利差的同时增厚资本利得。

#### 二、加强城投行业的信用利差和期限利差挖掘

地方政府隐债化解进度和效果目前仍存疑，借新还旧的再融资模式仍为不发生系统性风险的最有效方式，地方政府对信用维系意愿强烈。2022 年地方政府以稳经济为首要目标，地方政府专项债投资项目加速启动。作为基建项目重要实施主体，城投作用仍凸显，风险底线思维下系统性出险概率不高。近期融资平台政策或有一定调节空间，但不排除受到预期外商票、非标违约事件等扰动，政策

边际收紧。

作为非金信用债占比最大的部分，城投行业 2022 年上半年利差或总体下行，信用分化趋势延续，期限和等级利差将进一步走阔。从信托公司债券投资来看，配置中枢可适当下移，重点挖掘安全边际相对高的区域 AA+ 主体、经济环境向好或有政策倾向区域（安徽、河南等）地级市主平台、弱区域高层级平台，把握确定性，博取信用利差。同时，流动性较好主体的期限配置可扩至 3-5 年，博取期限利差。

风险提示方面，仍需警惕尾部城投，规避弱区域的低层级、结构化发行呈扩张的主体，谨防信用风险和流动性风险。此外，信托公司可酌情联动政信类非标业务和相关债券投资业务，有效利用信息优势提升风险识别效果，优化风控效率。

### 三、把握地产行业的配置时点并关注超跌主体价值挖掘

地产行业政策近期总体边际放松，主体融资环境略有改善，但市场情绪受世茂非标展期和富力债务违约等事件影响有所反复。“稳增长”总基调下 2022 年预期内信用风险事件数量将同比下降，但一季度不排除延续民营地产主体暴雷和出清局面，或待二季度及下半年重启修复。

地产行业估值中枢目前处于偏低状态，故当下可根据公司情况择机布局配置。地产内部主体信用分化仍在加剧，短期可关注自身基本面健康、风险敞口小，因受行业影响而利差上升的超跌民营主体，如龙光控股、旭辉控股等；可同时关注本轮估值随大势下挫，基本面有一定改善空间的地方国企。

风险提示方面，信托公司传统非标业务中地产行业集中度或相对偏高，债券投资时需根据公司风控策略要求酌情进行行业配置，并注意控制主体集中度，谨防超预期风险事件对投资组合净值的冲击。

### 四、把握好强周期性行业的产品期限配置

2022 年煤炭供应端约束或仍偏紧，供需大概率维持紧平衡，行业景气度继续保持较高水平。煤企基本面持续修复，且发债主体以国企为主，风险总体可控，利差空间也将收缩至较低水平。投资可持观望态度，择机配置基本面有改善空间的中流企业，谨慎择券，合理选择产品期限并把握止盈时点。

钢铁行业来看，减碳调控政策使得上游供给确定性收缩，2022 年上半年地产和基建行业边际宽松，叠加汽车、家电为代表的下游制造业景气度抬升，钢铁产能或得到一定释放，但传导具有滞后性。预计钢铁行业 2022 年上半年将整体维持供需双弱局面，行业盈利中枢下行，兼并整合持续。下游产品端的需求升级对钢企的研发及产品迭代升级能力提出更高要求，配置建议挖掘杠杆适中、产品优化升级表现较好的主体。

### 五、可适度关注高安全边际和高流动性溢价的信用债品种

从品种挖掘来看，建议关注性价比相对较高的城投企业债。发改委对募投项目审核相对严格，募投项目质量及还款来源较有保障，但企业债期限普遍偏长，需把握好组合流动性。此外，可适当关注短期限私募债，赚取流动性溢价，但主体选择建议以中高等级发行人为主。

金融去杠杆后信用创造回归银行，银行补充资本压力将持续，银行次级债，尤其是二级资本债安全边际高，仍具有品种溢价，可持有到期获票息，亦可在政策扰动估值回调的时候博弈超额收益，建议把握信用波段机会合理配置。

执笔人：王冲

## 宏观形势

### 中央经济工作会议部署 2022 年经济工作

中央经济工作会议部署 2022 年经济工作。会议指出，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。明年经济工作要稳字当头、稳中求进，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前。宏观政策要稳健有效，要保证财政支出强度，加快支出进度；实施新的减税降费政策，适度超前开展基础设施投资；坚决遏制新增地方政府隐性债务；稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕；财政政策和货币政策要协调联动，跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合。实施好扩大内需战略，增强发展内生动力。加大对实体经济融资支持力度，促进中小微企业融资增量、扩面、降价。

### 央行下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点

央行决定 12 月 15 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，共计释放长期资金约 1.2 万亿元。

### 中国 11 月 CPI 同比上涨 2.3%

国家统计局数据显示，11 月份，中国 CPI 同比上涨 2.3%，涨幅比上月扩大 0.8 个百分点，并创 15 个月新高，环比则上涨 0.4%；PPI 同比上涨 12.9%，涨幅比上月回落 0.6 个百分点，环比持平。

## 同业动态

### 平安信托成立慈善信托支持西藏乡村振兴与可持续发展

12 月 9 日，平安信托携手华林证券、北京语泽基金会宣布正式成立“平安华林乡村振兴可持续发展慈善信托”，该信托计划初始规模为 600 万元，是国内首只支持西藏乡村振兴与可持续发展的慈善信托计划。“平安华林乡村振兴可持续发展慈善信托”的委托人为华林证券下属的西藏华林慈善基金会，平安信托作为受托人负责信托财产的投资管理，北京语泽基金会作为该慈善信托计划的主要

项目管理人，聚焦西藏乡村振兴与可持续发展公益事业，未来将助力智慧教育、医疗救助、绿色金融、新农村建设等多个领域的公益活动。

## 江苏信托首只受托管理“碳中和债”成功发行

近日，由江苏信托受托管理的碳中和债“大唐融资租赁有限公司 2021 年度第一期能源租赁绿色资产支持商业票据”在中国银行间市场成功发行，首期规模 10.29 亿。该碳中和债是江苏信托首单“双碳”主题的资产证券化产品，债券基础资产涉及全国 12 省共 22 家新能源发电企业，涵盖风电、水电、光伏等领域。

## 中航信托协助国光电器荣誉董事长周海昌设立百年国光爱心服务信托

近日，中航信托协助国光电器荣誉董事长周海昌设立百年国光爱心服务信托，受托资产规模约 2 亿元。该笔信托是爱心基金服务信托，信托目的是补助国光电器退休员工生活福利，奖励员工创新发明对企业有重大贡献的员工，资助患有重疾和生活困难的在职和退休员工，资助员工二胎生育，以及社会助学慈善捐赠等。

## 地产信息

### 11 月居民中长期贷款进一步改善

12 月 9 日，央行公布 11 月金融数据。11 月份，M2 同比增长 8.5%，增速分别比上月末和上年同期低 0.2 个和 2.2 个百分点；人民币贷款增加 1.27 万亿元，同比少增 1,605 亿元；2021 年 11 月社会融资规模增量为 2.61 万亿元，比上年同期多 4,786 亿元，比 2019 年同期多 6,204 亿元。从居民部门看，居民部门中长期贷款增加 5,821 亿元，同比多增 772 亿元，连续两个月同比多增。

### 中央政治局会议：支持商品房市场满足合理住房需求

12 月 6 日，中共中央政治局会议召开。涉及房地产市场的内容，会议强调，推进保障性住房建设，支持商品房市场满足合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。

### 中央经济工作会议：首提探索新发展模式

12 月 8 日至 10 日，中央经济工作会议在北京举行，总结 2021 年经济工作，分析当前经济形势，部署 2022 年经济工作。涉及到房地产方面，会议表示，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。对于风险防范化解方面，会议指出，要正确认识和把握防范化解重大风险。要继续按照稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹的方针，抓好风险处置工作，加强金融法治建设，压实地方、金融监管、行业主管等各方责任，压实企业自救主

体责任。要强化能力建设,加强金融监管干部队伍建设。化解风险要有充足资源,研究制定化解风险的政策,要广泛配合,完善金融风险处置机制。

## 住建部贯彻落实《中共中央国务院关于加强新时代老龄工作的意见》

《中共中央 国务院关于加强新时代老龄工作的意见》(以下简称《意见》)近日正式发布。12月9日,国务院新闻办公室举行新闻发布会,介绍《意见》有关情况。住建部相关负责人表示,将贯彻新发展理念,结合城市更新、城镇老旧小区改造等工作,大力推进老年宜居环境建设,加快构建老年友好型社会。

## 交易商协会举行房企代表座谈会

中国银行间市场交易商协会于12月10日举行房地产企业代表座谈会。据参会人士透露,短期个别房企出现风险不会影响中长期市场正常融资功能,交易商协会将重点支持符合房地产调控政策的企业注册发行中期限的债务融资工具,募集资金优先用于补充已售在建项目的资金缺口、以及用于房地产项目或资产的股权收购,支持保交楼、保民生、保稳定,积极满足房地产合理融资需求,促进房地产业健康发展和良性循环。

## 西安限价商品房限售5年

12月7日,西安市住房和城乡建设局将限价商品房上市交易有关规定调整为:“限价商品房自购买合同网签备案之日起5年内,不得上市交易、不得购买其他住房。网签备案满5年,可购买其他住房。”此前,西安仅针对限购区内房源限售5年。

## 成都上线住房租赁交易服务平台

12月8日,成都市住房和城乡建设局官方正式发布消息,为了切实解决人民群众急难愁盼的问题,不断规范发展住房租赁市场,“成都住房租赁交易服务平台”已全新上线。

## 杭州大力发展租赁住房

12月6日,杭州市政府办公厅印发了《关于加快杭州市公共租赁住房筹建工作的通知》,明确杭州加大力度加快公共租赁住房筹建工作,两年内市区将集中开工建设4万套公共租赁住房。12月7日,杭州市保房管部门发布《关于将人才专项租赁住房项目纳入中央财政支持住房租赁市场发展试点专项资金支持范围的通知》,向29家规范运营的住房租赁从业企业拨付2020年度中央财政专项资金(第二批)6.16亿元,大力扶持优秀住房租赁企业,引导住房租赁市场规范有序发展。

## 南京出台住房租赁企业信用管理办法

12 月 8 日，据南京市房屋租赁服务监管平台披露，《南京市住房租赁企业信用管理办法（试行）》已正式发布并将于 2022 年 1 月 1 日起实施，未来南京的住房租赁企业将被评定为 4 个信用等级，A 级住房租赁企业将优先享有代办房源核验、合同网签备案等房地产业务。

### 东莞发布新一轮人才政策

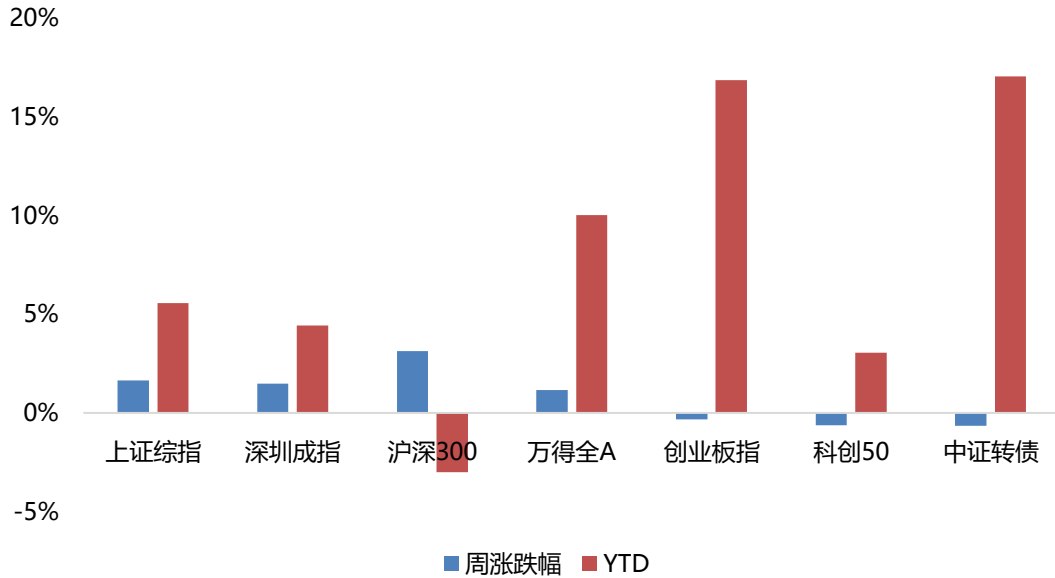
12 月 9 日，东莞市政府发布新一轮人才政策，针对特色人才优先提供租住人才公寓优惠，给予最高 2000-6000 元/月租房补贴，或最高 100-1000 万元购房补贴；针对省级以上人才，给予最高 3000-5000 元/月租房补贴，或最高 200-600 万元购房补贴。

## 资本市场

### 股票市场

本期（12.6-12.10），上证指数累计涨 1.63%，深证成指涨 1.47%，均录得周线五连涨。具体来看，上证综指报收于 3666.35，上涨 1.63%；深证成指报收于 15111.56 点，上涨 1.47%；沪深 300 报收于 5055.12 点，上涨 3.14%；创业板指报收 3466.80 点，下跌 0.34%；中证转债指数报收于 431.13 点，下跌 0.65%。

指数	收盘价	周涨跌幅	年初至今
上证综指	3,666.35	1.63%	5.57%
深圳成指	15,111.56	1.47%	4.43%
沪深 300	5,055.12	3.14%	-3.00%
万得全 A	5,966.84	1.16%	10.04%
创业板指	3,466.80	-0.34%	16.87%
科创 50	1,435.70	-0.63%	3.06%
中证转债	431.13	-0.65%	17.06%



### 债券市场

本期（12.6-12.10），市场资金合理充裕，资金价格大部分小幅波动。具体来看，银行间存款机构隔夜回购利率报1.8208，下跌0.81BP；DR007报收2.1384，上涨0.31BP。同业存单收盘到期收益率（AAA）1M、3M、6M、9M、1Y分别上行31.12BP、0.93BP、下行4.08BP和上行0.78BP、下行0.60BP。3个月短融和国债分别下行1.62BP和上行5.99BP。

名称	周一报价	周五报价	周涨跌幅(bp)
DR001	1.8289	1.8208	-0.81
DR007	2.1353	2.1384	0.31
CDAAA1M	2.1788	2.4900	31.12
CDAAA3M	2.5007	2.5100	0.93
CDAAA6M	2.6367	2.5959	-4.08
CDAAA9M	2.6597	2.6675	0.78
CDAAA1Y	2.6869	2.6809	-0.60
短融 3 个月	2.5849	2.5687	-1.62
国债 3 个月	2.2602	2.3201	5.99
国债 1 年期	2.2452	2.2767	3.15
国债 十年期	2.8176	2.8426	2.50
国开债 十年期	3.0799	3.0925	1.26

### 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 500 亿元，无 MLF 投放；本期共有 2300 亿元逆回购到期，无到期，共实现资金净回笼 1800 亿元。

	上期 (11.27-12.3)		本期 (12.4-12.10)	
	到期	投放	到期	投放
逆回购	4000 亿元	2300 亿元	2300 亿元	500 亿元
MLF	2000 亿元			
SLF				
SLO				
合计	净回笼 3700 亿元		净回笼 1800 亿元	