

民银智库研究

2018 年第 21 期

总第 81 期

中国民生银行研究院

2018 年 6 月 27 日

信托业 2018 年上半年发展状况与下半年经营展望

金融研究团队：

黄剑辉

huangjianhui@cmbc.com.cn

王一峰

wangyifeng5@cmbc.com.cn

李相栋

lixiangdong1@cmbc.com.cn

- 上半年信托业资管规模呈现负增长，为近年来首次。受金融强监管政策影响，截至 4 月末，全行业信托资产余额 25.41 万亿元，比年初减少 8334.59 亿元，降幅 3.18%。行业经营业绩短期尚未受到资管规模下降影响，业绩保持小幅回暖态势，不良资产率维持低位；伴随着资管规模的下降，固有资产增速也有所放缓，投资类资产配置继续上升。**上半年信托业发展的主要特征：一是强监管驱动信托业服务实体经济能力增强，信托业去通道、减嵌套取得积极进展；二是随着“资管新规”正式出台实施，紧缩效应开始显现，资本市场波动加剧；三是信托产品发行出现量缩价升的格局，市场资金成本上升驱动新发行信托产品收益率上行；四是信托违约事件增多，到期信托产品显著增加加剧违约压力；五是信托产品登记快速推进。**
- 上半年信托公司经营状况分析：一是行业经营业绩继续回暖，但信托报酬率走低，信托和投资双轮驱动业绩回升；二是信托公司股东回报同比下台阶，经营分化加剧；三是银信合作通道弱化，银行系信托机构竞争优势突出；四是信托机构资本运作步伐加快，集团化发展稳中有进。
- 下半年发展趋势展望：信托资管规模负增长态势确立，不同信托机构业绩持续分化；“资管新规”紧缩效应继续发酵，配套细则发布在即；高收益信托产品发行不具备可持续性；信托公司积极布局家族信托等成长型业务；信托业双向开放出现提速迹象。
- 加强银信合作的对策建议：一是“资管新规”强化了信托的比较优势，应加快信托牌照申领，布局大资管业蓝海领域；二是银信合作坚守本源，注重改善客户体验。

目 录

一、上半年信托业发展概览	3
(一) 信托资产规模出现负增长	3
(二) 行业经营业绩并未受到资管规模下降影响	4
(三) 固有资产增速出现放缓，投资类资产配置继续上升	5
(四) 风险暴露趋于增多，不良资产率维持较低水平	6
二、上半年信托业主要发展特征	8
(一) 强监管驱动信托业服务实体经济能力增强	8
1. 信托业去通道、减嵌套取得积极进展	8
2. 信托资金服务实体经济能力提升	11
(二) “资管新规”正式出台实施，紧缩效应开始显现	12
1. “资管新规”颁布实施	12
2. 信托非标融资优势面临削弱	14
3. 信托产品持股数额持续下降	15
(三) 信托产品收益率延续上升态势	16
1. 信托产品发行出现量缩价升的格局	16
2. 受资金成本上升驱动，信托新发行产品收益率上升	17
(四) 信托违约发生增多，到期信托产品接续压力较大	18
1. 信托违约是国内固收市场信用产品违约的一个缩影	18
2. 融资渠道受阻，到期信托产品显著增加传导违约压力	20
(五) 信托产品登记快速推进	21
三、上半年信托公司经营状况分析	22
(一) 业绩继续回暖，信托报酬率走低	22

1. 信托和投资双轮驱动业绩回升	22
2. 转型缓慢，信托报酬率低位徘徊.....	24
(二) 信托公司经营分化加剧	25
1. 信托公司总体盈利较好，股东回报同比下台阶.....	25
2. 不同信托公司经营绩效分化加剧.....	25
3. 大型公司市场地位较高	28
(三) 银信合作降温，银行系信托机构竞争优势突出	28
1. 银信合作通道弱化	28
2. 银行系信托机构普遍相对稳健	29
(四) 信托机构资本运作步伐加快	30
(五) 信托公司集团化发展稳中有进	31
四、下半年信托业发展展望	32
(一) 信托资管规模负增长态势确立、不同信托机构业绩持续分化.....	32
(二) “资管新规”紧缩效应持续发酵，配套细则发布在即	33
(三) 高收益信托产品发行不具备可持续性	34
(四) 信托公司积极布局家族信托等成长型业务	34
(五) 信托业双向开放出现提速迹象	35
五、加强银信合作的对策建议	35
(一) “资管新规”强化信托比较优势，应加快信托牌照申领.....	35
(二) 银信合作坚守本源，注重改善客户体验	36

信托业 2018 年上半年发展状况与下半年经营展望

2018 年以来，伴随国内金融系统防风险和去杠杆进程的加快，信托业“治乱象、去杠杆”也在快速推进。强监管驱动信托业回归本源提速，服务实体经济能力显著增强。信托业资产规模虽然出现近年来不多见的负增长状况，但信托业经营业绩依然稳健。4月27日，“资管新规”正式落地实施，标志国内大资管业发展步入统一规制的公平竞争时代。短期内，新规对信托资产规模的增长难免产生一定的紧缩效应；但长期来看，强监管与“资管新规”的落地生根不但有利于信托业发挥信托固有优势，而且还将助力信托资管加快转型升级步伐。

作为我国大资管业的主力军，信托业在促进经济高质量发展，降低国内金融结构失衡，服务实体经济和进行社会财富管理方面发挥着不可替代的作用。目前国内资管行业集中度仍然较低，存在极大提升空间，长期看，信托业在大资管蓝海领域必将有所作为。商业银行加强银信合作应积极布局大资管业蓝海领域，加快推进牌照申领和坚持回归本源，强化合作广度与深度。

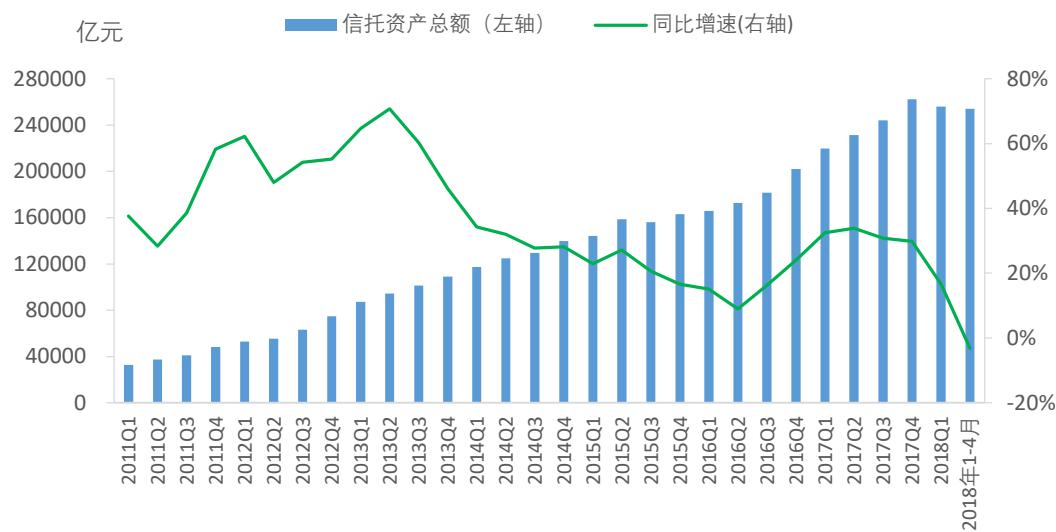
一、上半年信托业发展概览

（一）信托资产规模出现负增长

截至 2018 年 4 月末，信托业信托资产管理规模为 25.41 万亿元，较 2017 年底的 26.25 万亿元，下降 8352.95 亿元；较一季度末的 25.61 万亿元，下降 2030.6 亿元。从信托资产规模增速来看，呈现出同比快速下滑、环比小幅下滑的态势，一季度同比增速 16.6%，较 2017 年末 29.81% 的增速下降 13.21 个百分点，较 2017 年一季度末的 32.48% 的增速回落 15.88 个百分点。从环比数据看，信托业 2018 年一季度环比增长 -2.41%，2017 年四个季度分别增长 8.65%、5.33%、5.47% 和 7.54%。如

图 1 中所示，自 2014 年一季度以来，信托资产同比增速是逐季下降的，虽然 2016 年三、四季度与 2017 年一、二季度呈高增长态势；但随后三、四季度数据证明这种高增长是短周期反弹而非反转，行业大趋势是增速下台阶，上半年信托资产规模增速出现负增长是大趋势在发挥作用。

图 1：1-4 月份国内信托业管理资产规模出现负增长



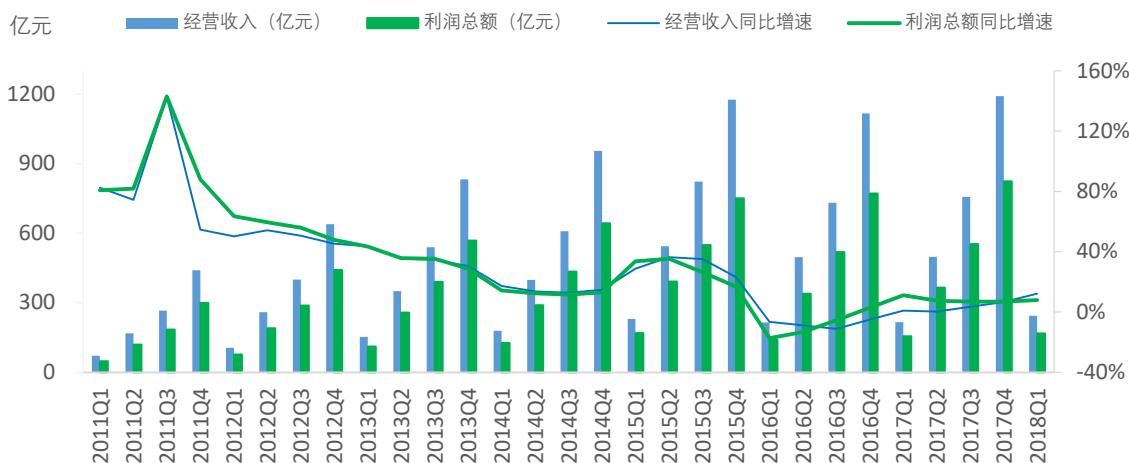
资料来源：中国信托业协会，民生银行研究院

（二）行业经营业绩并未受到资管规模下降影响

长期来看，由于信托业务收入占营业收入比例很高，信托经营业绩与其资产管理规模呈现正相关关系。但从一季度数据看，信托业经营业绩并未受到资管规模下降的影响。一季度信托业实现经营收入和利润总额分别为 243.36 亿元和 167.67 亿元，同比分别增长 12.25% 和 7.92%。2017 年四个季度营收和利润总额的同比数据分别为 0.84%、-0.11%、10.24%、12.69% 和 11.11%、5.04%、5.34%、6.77%。信托业经营业绩并未受到资管规模下降的影响，主要源于通道类信托业务规模大幅缩减驱动信托资产规模出现缩减。与主动管理业务相比，信托通道业务具有“虚胖”特征，其贡献的信托报酬率通常很低。此外，信托通道费率的涨价效应也部分抵消了通道类信托资产规模减少带来的不利影响。总体来讲，行业治理虽然减少了行业资

产管理规模，对部分公司通道业务带来较大冲击，但整体来看，监管倒逼利于行业转型加速和“强身健体”。

图 2：短期看行业经营效益依然稳健

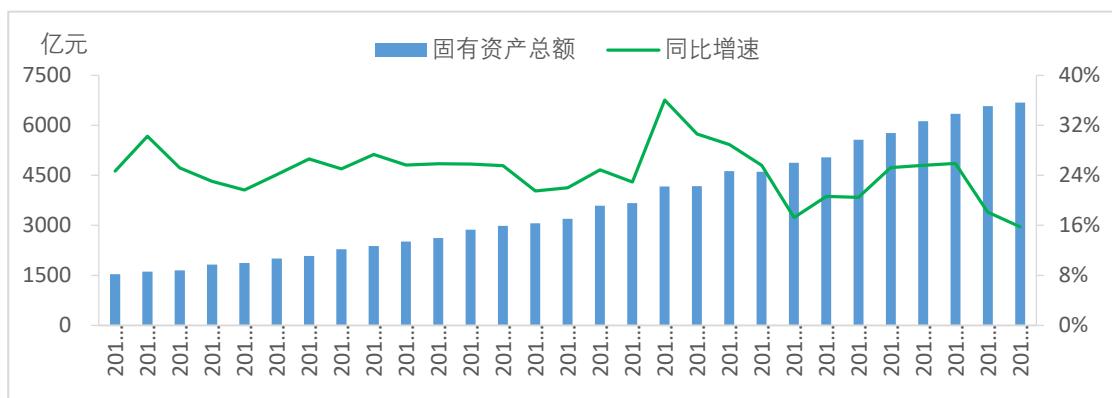


资料来源：中国信托业协会，民生银行研究院

（三）固有资产增速出现放缓，投资类资产配置继续上升

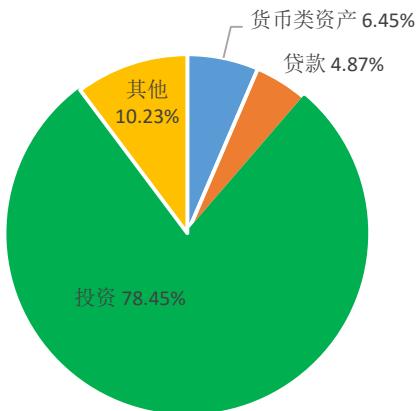
2018 年一季度固有资产为 6682.28 亿元，同比增速和季度环比增速分别为 15.74% 和 1.57%。而在 2017 年，固有资产一至四季度同比增速分别为 25.26%、25.61%、25.88% 和 18.12%，环比增速分别为 3.65%、6.17%、3.51% 和 3.69%。季度同环比数据都表明信托业固有资产增速出现放缓态势。

图 3：1 季度国内信托业固有资产同比增长态势放缓



资料来源：中国信托业协会，民生银行研究院

图 4：国内信托业固有资产资产配置方式



资料来源：中国信托业协会，民生银行研究院

信托业固有资产配置形式包括货币类资产、贷款、投资和其他。2018 年一季度末，四者分别为 430.97 亿元、325.34 亿元、5242.4 亿元和 524.24 亿元，占比分别为 6.45%、4.87%、78.45% 和 10.23%。与 2017 年年末相比，2018 年以来信托固有资产配置出现了货币类资产与贷款类资产大幅减少，投资类资产作为固有资本的主要形式占比和金额相比均持续增加的特点。2018 年一季度末投资类资产较 2017 年末增长 5.67%，占比提升 3.07 个百分点；与 2017 年同期相比较，投资类资产同比增长 19.64%，占比提升 2.55 个百分点。此外，与 2017 年末相比，2018 年一季度末货币类资产资产配置大幅下降约 3.53 个百分点，贷款配置下降约 0.92 个百分点，其他资产配置上升约 1.41 个百分点。信托业固有资产配置结构的变化既反映出信托机构资产配置的趋利动机，又顺应了监管控制非标的政策要求。

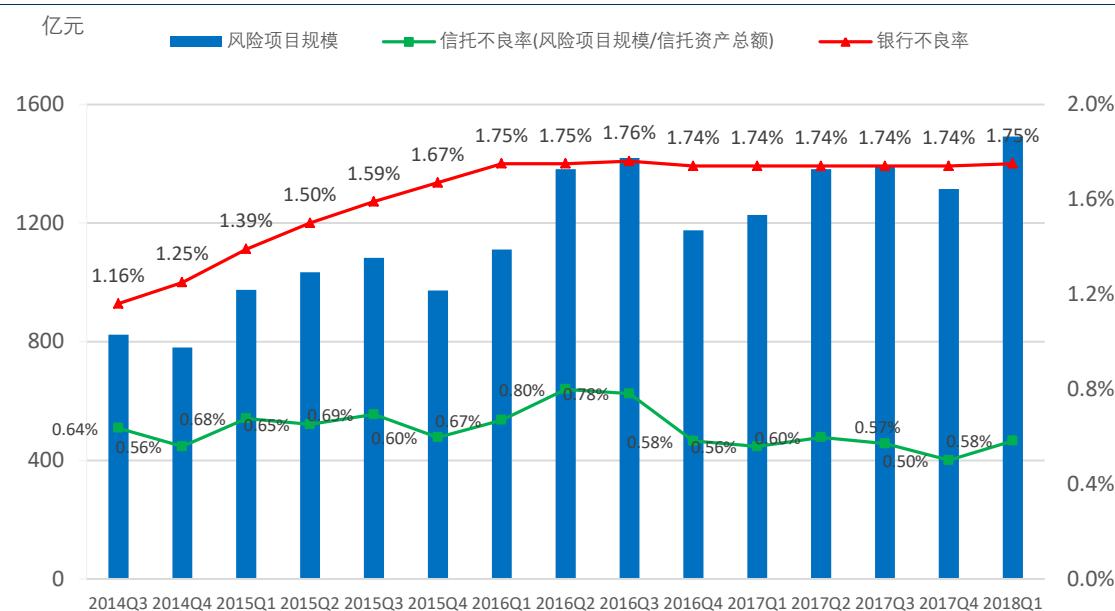
（四）风险暴露趋于增多，不良资产率维持较低水平

从一季度末数据看，2018 年信托业的风险项目个数为 659 个，规模为 1491.32 亿元，比 2017 年末的 1314.34 亿元增加 176.98 亿元，增幅 13.47%。2017 年各季度单季度风险项目金额变化分别为 51.63 亿元、154.06 亿元、11.33 亿元和 -78.07 亿元，2018 年一季度单季度风险项目金额较 2017 年增幅较大。在全部风险项目中，集合

类信托为 798.29 亿元，占比 53.53%；单一信托为 649.85 亿元，占比 43.58%；财产权信托为 439.81 亿元，占比 2.90%。

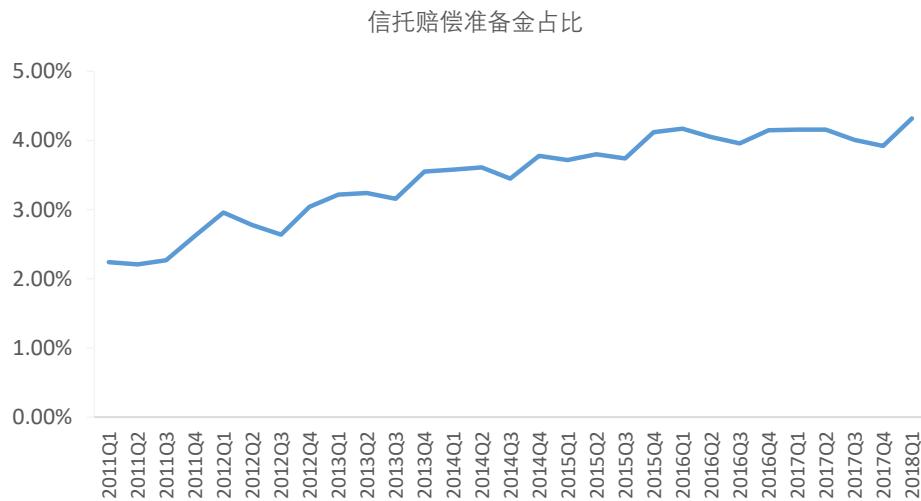
行业一季度末的整体不良率为 0.58%。2017 年各季度末的整体不良率分别为 0.6%、0.56%、0.57% 和 0.50%，比 2017 年末上升 0.08 个百分点。与同期商业银行不良率 1.74% 相比，行业不良率仍然较低。近几年来，信托行业赔偿准备金占所有者权益比重一直稳步上升，2018 年一季度末行业信托赔偿金达到 230 亿元，同比增加近 34.77 亿元，同比增幅 17.79%，与 2017 年年末相比增加近 9.07 亿元，增幅 4.10%，伴随风险暴露增加，信托行业的风险拨备也在同步增加。

图 5：信托业管理资产不良率仍然保持低位



资料来源：中国信托业协会，民生银行研究院

图 6：信托赔偿准备金占比出现上升



资料来源：中国信托业协会，民生银行研究院

二、上半年信托业主要发展特征

（一）强监管驱动信托业服务实体经济能力增强

1. 信托业去通道、减嵌套取得积极进展

过去几年，伴随影子银行快速兴起，部分通道类资产隐身事务管理类信托、单一资金信托与财产管理信托，也获得快速发展。在此过程中，信托业发展出现监管套利现象频繁、产品多层嵌套、资金池期限风险错配、成为银行资金出表通道等乱象，在一定程度加剧了金融系统风险跨行业、跨市场传递。2018年以来，随着国内金融业防风险、去杠杆进程加快，信托业发展迎来强监管环境，以去通道、减嵌套为主要监管特征。信托业强监管自2017年底颁布《关于规范银信类业务的通知》（简称“55号文”）以来逐渐加快，旨在引导商业银行主动减少银信通道业务。从监管效果来看，今年初以来，信托机构积极落实监管意见和要求并签署自律承诺书，截至2018年4月末，通道类信托业务规模大幅缩减驱动信托资产规模出现缩减拐点。具体表现为事务管理类信托资产余额14.97万亿元，比年初减少6719.65亿元；全行业信托资产余额25.41万亿元，比年初减少8334.59亿元，降幅3.18%。另外，银信类业务降幅明显，多层嵌套规模大幅下降。银信类业务实收信托余额11.66万

亿元，比年初减少 5619.08 亿元，降幅 4.6%；银行表内资金和理财资金利用信托通道嵌套投资其他资管产品规模合计减少超过 2200 亿元；各类资管产品利用信托通道发放贷款余额比年初减少 1182 亿元，投向地方政府融资平台和金融业的信托贷款规模合计比年初减少 1552.54 亿元。

表 1：2018 年以来信托业“防风险、治乱象”持续推进

监管举措	主要内容
银监会发布《关于规范银信类业务的通知》（17 年 12 月 22 日）	《通知》共 10 条，分别从商业银行和信托公司双方规范银信类业务，并提出了加强银信类业务监管的要求。包括明确银信类业务及银信通道业务的定义，规范银信类业务中商业银行的行为，规范银信类业务中信托公司的行为，加强银信类业务的监管等方面。
银监会发布《商业银行委托贷款管理办法》（1 月 8 日）	《办法》分为五章、三十三条。重点规范了委托贷款的业务定位和各方当事人职责，委托贷款的资金来源，委托贷款的资金用途，要求商业银行加强委托贷款风险管理，加强委托贷款业务的监管等方面。
银监会印发《关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》（1 月 15 日）	《通知》对 2018 年深化整治银行业市场乱象提出一些具体的、操作性的工作要求，明确设定评估、检查、督查和整改等环节，以评估检验质效，以检查锁定问题，以督查确保真实，以整改促进规范。银监会同时印发《进一步深化整治银行业市场乱象的意见》和《2018 年整治银行业市场乱象工作要点》（以下简称《要点》）。
2018 年全国银行业监督管理工作会议召开（1 月 30 日）	2018 年银行业改革、发展与监管工作的总体要求是：全面贯彻落实党的十九大、中央经济工作会议和全国金融工作会议精神，以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，坚持党对金融工作的集中统一领导，坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，以服务供给侧结构性改革为主线，打好防控金融风险攻坚战，全面推进银行业改革开放，推动银行业由高速增长向高质量发展转变，坚决防止发生系统性金融风险，为全面建成小康社会提供更加有力的金融支持。
银监会十部门负责人集体亮相，划定 2018 年监管重点（3 月 2 日）	信托部主任邓智毅表示信托通道业务治理是金融去杠杆的重点之一。
银保监会正式挂牌（4 月 8 日）	银保监会在京揭牌，标志着新组建的银保监会正式挂牌运行。下一步，银保监会将以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，切实找准监管定位，明确监管目标，坚决打好防范化解金融风险攻坚战。着力深化改革扩大开放，引导银行保险业进一步提升服务实体经济质效，在新的起点上开启新的征程。
信托监管会议召开（4 月 19 日）	主要强调严监管、去通道、控房地产、控政府平台等四方面内容：。
四部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（4 月 27 日）	《意见》全面覆盖、统一规制各类金融机构的资产管理业务，实行公平的市场准入。按照产品类型统一监管标准，从募集方式和投资性质两个维度对资产管理产品进行分类，分别统一投资范围、杠杆约束、信息披露等要求。坚持产品和投资者匹配原则，加强投资者适当性管理，强化金融机构的勤勉尽责和信息披露义务。明确资产管理业务不得承诺保本保收益，打破刚性兑付。严格非标准化债权类资产投资要求，禁止资金池，防范影子银行风险和流动性风险。分类统一负债和分级杠杆要求，消除多层嵌套，抑制通道业务。加强监管协调，强化宏观审慎管理和功能监管。

全国政协召开“健全系统性金融风险防范体系”专题协商会（5月15日）

刘鹤出席会议并讲话指出，实现稳健中性货币政策与严格监管政策有效组合，促进经济高质量发展。要坚决治理金融乱象，补齐制度短板，完善金融基础设施，改革和优化金融体系。要建立良好的行为制约、心理引导和全覆盖的监管机制，使全社会都懂得，做生意是要有本钱的，借钱是要还的，投资是要承担风险的，做坏事是要付出代价的。

资料来源：民生银行研究院整理

图 7：具有通道功能的管理财产、事务管理、单一资金等信托受到监管风暴冲击

集合资金信托增长稳定



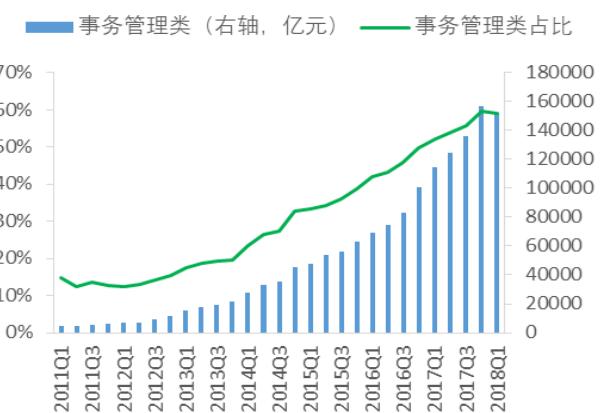
单一资金信托金额下降



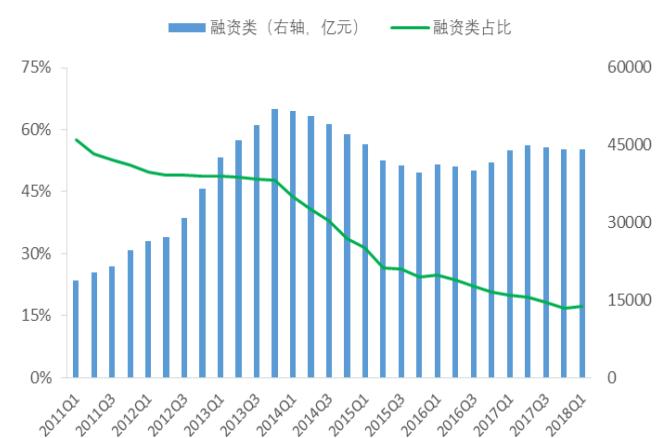
管理财产信托占比和金额双降



事务管理类结束快速增长势头



融资类信托增长企稳



投资类信托占比微升

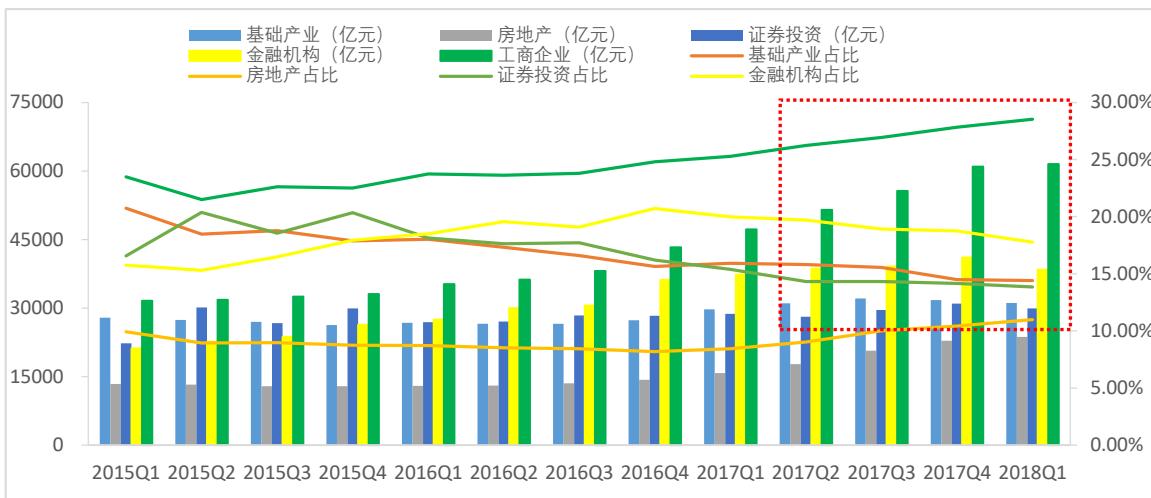


资料来源：中国信托业协会，民生银行研究院

2. 信托资金服务实体经济能力提升

从信托资金投向领域看，监管引导下的信托资金服务实体经济质效提升，投入实体经济领域的信托资产余额 16.92 万亿元，比年初增加 4029 亿元，同比增长 24.69%，高于全部信托资产同比增速 10.97 个百分点。其中，投向小微企业的信托资产同比增长 19.32%；投向金融业的规模比年初大降 9873 亿元；投向地方政府融资平台的规模同比负增长，降幅 7.32%。从信托资金具体投向领域来看，截至一季度末，投向工商企业的信托资金占比最高，随后依次为金融机构、基础产业、证券投资和房地产。其中，投向工商企业的信托资金规模达 6.15 万亿元，较 2017 年末上升 0.9%，占比为 28.52%，较 2017 年末上升 0.68 个百分点；而资金信托对金融机构和证券投资的投资规模分别为 3.84 万亿元和 2.99 万亿元，较 2017 年末分别下降 6.61% 和 3.53%，占比分别为 17.78% 和 13.86%，较 2017 年末分别下降 0.98 个百分点和 0.29 个百分点。与 2017 年末数据相比较，工商企业占比优势出现扩大态势，金融机构、基础产业以及证券投资占比有所下降；此外，地产调控使得房地产对信托依赖上升导致地产占比也有所增加，一季度末房地产投资信托规模为 2.37 万亿元，占比为 10.99%，分别较 2017 年末上升 3.87% 和 0.57 个百分点。

图 8：信托资金投向工商等实体企业比重上升



资料来源：中国信托业协会，民生银行研究院

(二) “资管新规”正式出台实施，紧缩效应开始显现

1. “资管新规”颁布实施

在经历去年底以来为期近半年的征求意见后，“一行两委一局”于 4 月 27 日联合发布正式“资管新规”正式稿，并从发布之日起正式实施。“资管新规”在非标准化债权类资产投资、产品净值化管理、消除多层嵌套、统一杠杆水平等方面均做出了详细规定。与征求意见稿相比，“资管新规”正式稿略有宽松，主要表现在给予资管公司运营收费管理一定灵活度，强调业绩报酬需计入管理费并与产品一一对应；产品计量方式上不再单一要求净值化，允许部分产品以摊余成本法计量；标准化产品认定更清晰透明，对私募基金限制减轻和过渡期延长等方面。

当前来看，“资管新规”本质上是紧缩性的强监管制度安排。它通过统一同类资管产品的监管标准，有利于解决过去国内大资管业务领域存在的部分业务发展不规范、监管套利、产品多层嵌套、刚性兑付、规避金融监管和宏观调控等问题，从而促进资管业务公平竞争并有效防控金融风险。过去几年，大资管市场发展虽然带来了“百花齐放，百家争鸣”的行业格局；但乱象盛行也确实加大了系统性风险。根据“资管新规”，统一同类资管产品的监管标准对资管业务实行平等准入，同时

要求将嵌套层级限制为一层，禁止开展多层嵌套和规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道业务，这些措施的落地实施有利于信托资管转型升级。

表 2：“资管新规”本质上是紧缩性强监管制度安排

主要内容	简要说明
总体思路	按照资管产品的类型制定统一的监管标准，对同类资管业务做出一致性规定，实行公平的市场准入和监管，最大程度地消除监管套利空间，为资管业务健康发展创造良好的制度环境。
遵循原则	坚持严控风险的底线思维，坚持服务实体经济的根本目标，坚持宏观审慎管理与微观审慎监管相结合、机构监管与功能监管相结合的监管理念，坚持有的放矢的问题导向、统一标准规制，坚持积极稳妥审慎推进。
确立资管产品的分类标准	资管产品根据募集方式不同分为公募产品和私募产品两大类，根据投资性质不同分为固定收益类产品、权益类产品、商品及金融衍生品类产品、混合类产品四大类，分别适用不同的投资范围、杠杆约束、信息披露等监管要求，强化“合适的产品卖给合适的投资者”理念。
明确标准化债权类资产核心要素	标准化债权类资产应当具备以等分化、可交易、信息披露充分、集中登记、独立托管、公允定价、流动性机制完善、在经国务院同意设立的交易市场上交易等特征。非标具有期限、流动性和信用转换功能，透明度较低，流动性较弱；资管产品投资非标应当遵守金融监督管理部门有关限额管理、流动性管理等监管标准，并且严格期限匹配。
规范资金池运作	在禁止资金池业务、强调资管产品单独管理、单独建账、单独核算的基础上，要求金融机构加强产品久期管理，规定封闭式资管产品期限不得低于 90 天；同一金融机构发行多只资管产品投资同一资产的资金总规模不得超过 300 亿元。
实行产品净值化管理，打破刚性兑付	要求资管业务不得承诺保本保收益，明确刚性兑付的认定及处罚标准，鼓励以市值计量所投金融资产，同时考虑到部分资产尚不具备以市值计量的条件，兼顾市场诉求，允许对符合一定条件的金融资产以摊余成本计量。
限定资管产品杠杆水平	在负债杠杆方面，对开放式公募、封闭式公募、分级私募和其他私募资管产品，分别设定了 140%、200%、140% 和 200% 的负债比例（总资产/净资产）上限。在分级产品方面，禁止公募产品和开放式私募产品进行份额分级。在可以分级的封闭式私募产品中，固定收益类产品的分级比例（优先级份额/劣后级份额）不得超过 3:1，权益类产品不得超过 1:1，商品及金融衍生品类产品、混合类产品均不得超过 2:1。
消除多层嵌套	规范嵌套层级，允许资管产品再投资一层资管产品，但所投资的产品不得再投资公募证券投资基金以外的产品，禁止开展规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道业务。
实施功能监管	人民银行负责对资管业务实施宏观审慎管理，金融监督管理部门在资管业务的市场准入和日常监管中，要强化功能监管。人民银行牵头建立资管产品统一报告制度和信息系统，对产品的发售、投资、兑付等各个环节进行实时、全面、动态监测。
合理设置过渡期	过渡期设置为“自《意见》发布之日起至 2020 年底”。过渡期内，金融机构发行新产品应当符合《意见》的规定。

资料来源：中国人民银行，民生银行研究院整理

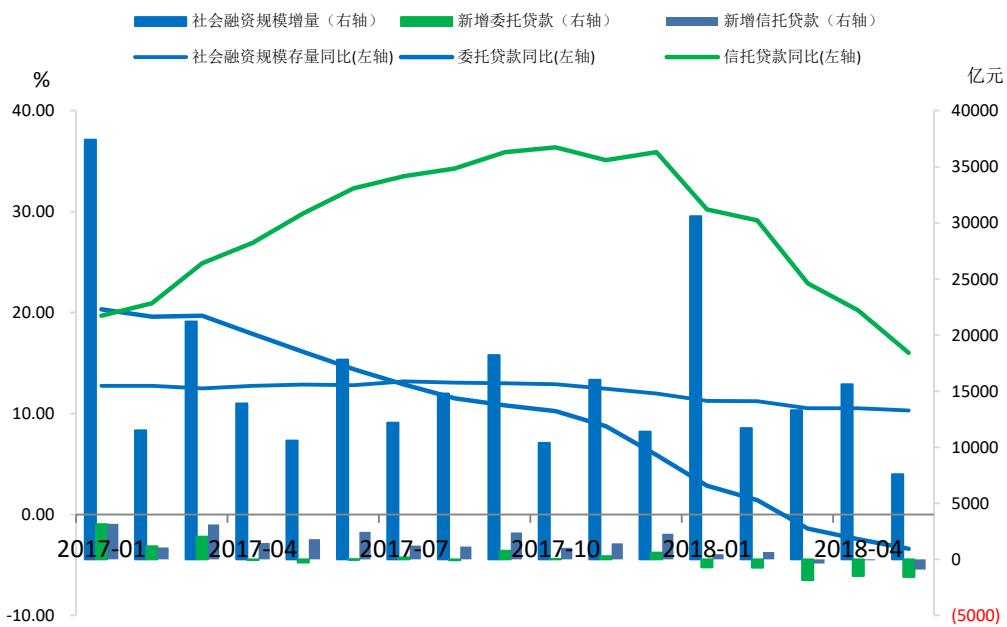
表 3：一季度信托资管规模与非信托系资产管理规模状况

单位：万亿元

时间	银行理财	公募基金	基金及子公司专户	券商资管	私募基金	险资运用	合计	信托资管
2014-12	15.02	4.54	1.34	7.95	2.13	9.33	44.85	20.22
2015-12	23.50	8.40	4.20	11.89	5.21	11.18	72.78	21.97
2016-12	29.05	9.16	7.73	17.58	7.89	13.39	94.24	23.14
2017-03	29.15	9.30	16.36	18.77	8.75	14.07	96.4	24.41
2017-06	28.38	10.07	14.94	18.10	9.46	14.5	95.45	26.25
2017-09	29.80	11.14	14.38	17.37	10.32	14.65	97.65	25.61
2017-12	29.54	11.6	13.9	16.8	11.1	14.92	94.78	20.22
2018-03	-	12.37	-	16.93	12.04	15.26	-	21.97

资料来源：wind 资讯，民生银行研究院整理

图 9：2018 年起新增信托贷款等非标融资出现较大下滑



资料来源：中国信托业协会，民生银行研究院

2. 信托非标融资优势面临削弱

“资管新规”鼓励投资标准化资产，对在非标准化债权类资产投资做了更为严格的限定，实际上对具有非标融资优势的信托资管是一种削弱。以信托贷款为例，新规实施以来，信托贷款增量下降与非标下降同步发生，2018 年 5 月信托贷款增量显著下降，5 月份信托贷款减少 904 亿元，同比多减 2716 亿元。信托贷款增量下降伴随着委托贷款等非标融资规模的下降：根据央行数据，5 月份对实体经济发放的人民币贷款增加 1.14 万亿元，同比少增 384 亿元；委托贷款减少 1570 亿元，

同比多减 1292 亿元。与非标融资相比较，债券等标准融资下降幅度相对温和。信托贷款、委托贷款等非标融资的减少成为带动社会融资规模增量减少的主要原因，5 月社会融资规模增量为 7608 亿元，比上年同期少 3023 亿元。从增量看，虽然信托贷款等非标融资出现下降；但从结构看，由于高基数效应和国内间接金融融资特征，信托贷款、委托贷款等融资方式的增量减少被人民币贷款等方式取代。这表现为 5 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 69.2%，同比高 1.4 个百分点；委托贷款余额占比 7.3%，同比低 1.1 个百分点；信托贷款余额占比 4.7%，同比高 0.3 个百分点；信托贷款和委托贷款相对比重出现下降态势。

3. 信托产品持股数额持续下降

上半年以来，持股信托计划出现清仓减持现象，与 2017 年底相比较，有多达 15 只信托计划退出上市公司小股东行列。背后驱动因素主要是强监管行为，年初已有京沪等区域监管部门对信托公司进行窗口指导要求规范信托公司证券投资类业务，停止有中间级（夹层）的结构化证券投资类业务；另外，根据“资管新规”相关条款，“规避投资范围、杠杆约束等监管要求”的通道业务被全面禁止。

总体来看，截至一季度末，信托产品持股流通市值总量约为 485 亿元，占总流通市值的 0.15%，对市场总量影响有限。但具体来讲，部分信托产品对少量个股的影响较大，据统计，有 12 只个股信托持股占流通市值比在 8% 以上。这些具有分级杠杆特征的信托产品与上市公司市值管理高度相关，主要发挥通道作用。去杠杆主要针对借道信托计划的股票配资业务，在清理规范过程中，个股“闪崩”屡见不鲜。客观来讲，闪崩个股具有多只信托计划扎堆、经营不善、估值偏高、大股东股权质押比例较大等特征。在强监管背景下，信托集合资金计划叠加其他类型资管计划的降杠杆平仓行为，在一定程度上成为放大股市波动的根源。

表 4: 2018 年以来信托计划持仓市值出现下降

单位: 亿元

科目	2016 年	2017 年	2018Q1	环比变化
信托产品平均持股市值	4.73	6.12	7.14	16.67%
持股信托计划产品数量	66	85	70	-17.65%
信托计划总持股市值	312.14	520.5	485	-6.82%

资料来源: wind, 民生银行研究院。

图 10: 信托计划扎堆引发瑞贝卡股价闪崩为例

截止日期	2018-03-31		
公告日期			
编号	股东名称	持股数量(股)	占流通股比例 (%)
1	河南瑞贝卡控股有限责任公司	370046617	32.690
2	陕西省国际信托股份有限公司 - 陕国投·鑫鑫向荣27号证券投资集合资金信托计划	36816153	3.252
3	云南国际信托有限公司 - 云南信托·聚鑫9号集合资金信托计划	27197626	2.403
4	中融国际信托有限公司 - 中融·鼎富6号单一资金信托	24275731	2.145
5	河南瑞贝卡发制品股份有限公司 - 第一期员工持股计划	22467179	1.985
6	陕西省国际信托股份有限公司 - 陕国投·鑫鑫向荣26号证券投资集合资金信托计划	22037711	1.947
7	光大兴陇信托有限责任公司 - 光大信托 - 融和证券投资单一资金信托	21719005	1.919
8	光大兴陇信托有限责任公司 - 光大信托 - 盈丰证券投资单一资金信托	20763180	1.834
9	王平	16593012	1.466
10	重庆国际信托股份有限公司 - 重庆信托 - 麒麟投资1号集合资金信托计划	16048456	1.418

资料来源: 转引自 wind, 民生银行研究院

(三) 信托产品收益率延续上升态势

1. 信托产品发行出现量缩价升的格局

信托产品与同类金融产品相比较, 具有收益率较高的特点; 作为居民和机构财富管理和资产配置工具, 其给投资者带来的年化综合实际收益率为 6% 左右。与 2015 年、2016 年相比较, 2017 年以来信托产品收益率有所下降, 但从四季度开始, 信托产品开始出现上升迹象, 四个季度信托年化收益率分别为 5.01%、7.01%、5.85% 与 9.42%。2018 年上半年新发行信托产品收益率上行延续去年下半年以来信托产品收益率走高态势。1-3 月, 集合信托产品平均年化收益率为 7.43%、7.33% 和 7.49%。而在 4 月成立的集合信托产品的平均预期收益率达到 7.5%, 创近一年来的新高。5 月份以来, 信托产品收益企稳回升态势出现加速迹象。截至 5 月末, 新成立的信托产品平均预期年化收益率已高达 7.9%, 部分期限的产品平均最高预期收益率甚至

达 9.6%。1-6 月份，信托产品平均收益率上升 14.05%、22.43%、12.58%、15.72%、11.34% 和 16.94%，在收益率上升的同时，信托产品平均发行规模表现出大幅下降的特征，上半年除 5 月份平均发行规模上升 42.05% 以外，其余 5 个月份平均规模分别下降 19.58%、33.50%、43.49%、45.23% 和 62.74%。

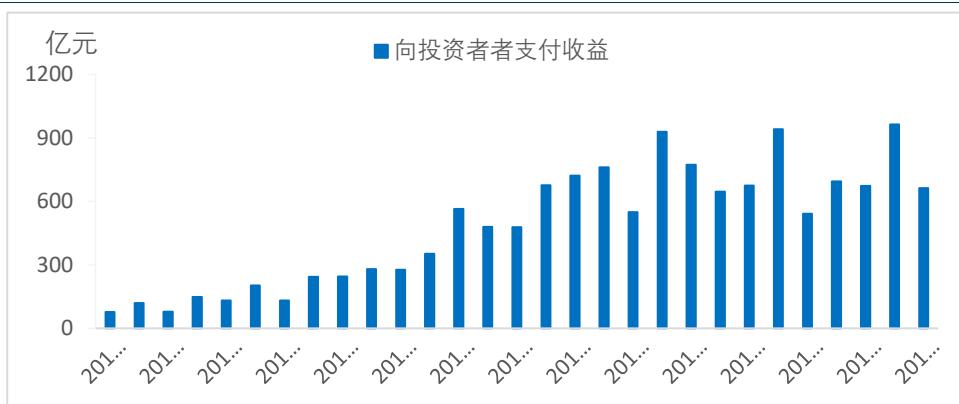
表 5：2018 年上半年部分信托集合产品发行情况

科目/月份	1月	2月	3月	4月	5月	6月
平均发行规模(亿元)	2.64	2.19	2.23	3.86	2.11	1.29
平均预计收益率(%)	7.19	7.22	7.07	7.30	7.34	7.86
规模同比	-19.58%	-33.50%	-43.49%	42.05%	-45.23%	-62.74%
收益同比	14.05%	22.43%	12.58%	15.72%	11.34%	16.94%

资料来源：wind，民生银行研究院

伴随信托产品收益率上升，信托业支付给投资者的收益增加较快。根据一季度数据，68 家信托公司共清算 1762 个项目，清算涉及实收信托金额 7244 亿元，向投资者支付收益 663.12 亿元，已清算信托产品平均年化综合实际收益率为 5.52%。与 2017 年同期相比较，一季度信托业向投资者支付收益同比增加 22.59%。2017 年各季度支付收益分别约为 541 亿元、694 亿元、673 亿元和 964 亿元，同比变化分别为 -30.00%、7.52%、-0.33% 和 2.35%。

图 11：2018 年以来信托业支付投资者收益重现上升



资料来源：中国信托业协会，民生银行研究院

2. 受资金成本上升驱动，信托新发行产品收益率上升

在经济韧性较强、严监管去杠杆进程加快、美联储加息且美元指数上升、政府

融资平台受限、货币政策偏紧等多重因素共同影响下，国内市场资金面整体呈现紧平衡状态，市场资金成本相比去年同期有较大幅度抬升。在此背景下，信托新发行产品收益率难免“水涨船高”。从信托业自身来看，由于受制于去通道步伐加快、信托业渠道能力相对落后等情形，信托资金募集特别是集合资金信托计划相比以前面临更大压力，这倒逼信托公司依靠提高产品收益率来吸引投资者。除此之外，信托新发行产品收益率上升还受地产调控背景下房企融资受限影响，房企融资受制于传统银行信贷和国内发债管控，而信托与海外融资成为主要替代渠道。据不完全统计，截至 5 月中旬，房地产信托成立规模比 2017 年同期增长近六成，成立规模约为 1633.61 亿元，在五大类投向中排在首位，比排在第二的金融类产品规模高出约 150 亿元；除此之外，房地产信托收益率也最高（平均约为 8.05%），其他类信托收益率相对偏低。预计在房地产销售回升之前，房地产信托融资需求及融资收益率仍将维持高位。

（四）信托违约发生增多，到期信托产品接续压力较大

据统计，信托、债券等金融产品违约事件增多，风险蔓延具有增大的迹象。数据显示，2018 年以来，已经出现 10 多只信托产品兑付风险和 20 多起债券违约事件，涉及规模超过 200 亿元。

1. 信托违约是国内固收市场信用产品违约的一个缩影

信用违约增加源于企业经营不善、严监管、去杠杆和产品数量到期增加等多方面因素。信托违约与近期信用违约事件频发有关，信托违约案例增加是国内债市违约现象持续增加的一个缩影。金融危机后国内债务违约案例呈现举债高峰后“三年一周期”的小规律，如 2011 年以云南城投债为代表对应 2008 年四万亿后遗症，2014 年以超日债为代表对应 2011 年利息借新还旧，2018 年是对应 2015 年债务高峰兑付集中到期。从最近违约案例看，各种非标和标准债券的违约多集中于民营企业、

上市公司和地方政府融平台等举债主体。从违约特点看，近期违约债券的主要特征是低等级债券到期量非常高，尤其是规模 AA 及以下债券到期量大幅快速增加，信托违约增加与部分作为基础资产的债券产品违约有关。在融资偏紧环境下，国有企业、大型企业和龙头企业的盈利能力与融资能力相对较强，抵御风险的能力也会更强；但是一些盈利能力较弱的中小企业、业绩持续下滑的国有企业，则大概率成为违约事件的主体。

表 6：2018 年以来部分信托违约事件一览表

时间	信托机构	信托产品	违约特征
1月15日	上海信托	“侨兴债”信托计划	“侨兴债”信托计划已于2017年10月到期，侨兴集团违约并未偿还本金及部分利息。上海信托已向侨兴集团及广发银行提起民事诉讼，追诉信托贷款的全部本金及逾期利息。邮储银行公告本着审慎经营的态度，已对该等违约事件计提相应的减值损失准备。根据邮储银行公告，2014年10月，邮储银行分四笔投资了由广东惠州侨兴集团下属公司作为融资方，上海国际信托有限公司作为受托人的单一资金信托计划，金额合共为22亿元，投资期限均为3年。广发银行惠州分行对上海信托上述信托贷款出具四份担保函。
1月15日	中融信托	嘉润30号和31号两个产品	根据该公告和信托信息报道，中融嘉润31号的借款人为云南省国有资本运营有限公司，中融嘉润31号的借款人为云南省国有资本运营有限公司旗下子公司，并有云南省国有资本运营有限公司提供担保。两个信托计划的合计资金15亿元，据媒体报道截至2018年1月10日已经回款6亿左右，加上利息，仍有近10亿资金尚未回款。
1月19日	中江信托	金马276号浙江同城市场投资开发有限公司贷款集合资金信托计划	由于浙江同城项目的相关商铺销售不及预期，加上流动性出现一定问题，导致未能及时还款。该信托计划没有实质性风险，借款方浙江同城也有抵押物在公司。逾期主要是由于借款方在年底资金紧张。
1月19日	英大信托	上海融御特定资产收益权集合资金信托计划	发行总规模为12亿元，发行期限24个月，于2018年1月19日到期。出现兑付延期的原因，与信托融资方实际控制人资金使用安排存在计划性偏差有关，该安排仅考虑了相关资产实际价值而忽略流动性资金安排。
1月25日	山西信托	信实58号集合资金信托计划、信实55号集合资金信托计划、信达3号集合资金信托计划3只信托计划	3只信托计划合计募集资金已达3.5亿元，期限最短18个月，最长为24+12个月（12个月为或有处置期）。山西信托承诺，将在2018年、2019年对上述3只信托计划的本金及收益分4次进行分配支付，2019年12月底前支付完毕。
3月3日	中江信托	金鹤287号	总规模1.8亿元，期限分别为12个月、18个月和24个月，第一期募集8850万元，并于2017年3月3日计息。该信托产品融资主体为无锡五洲，资金用于无锡五洲管理的五洲国际装饰城的装修升级改造及补充企业流动资金。
3月15日	渤海信托	渤海信托·雷科防务股票收益权单一资金信托	华融华侨通过渤海信托设立的“渤海信托·雷科防务股票收益权单一资金信托”受让贵州外滩安防持有的公司1亿股股票收益权，受让价款6.5亿元，信托期限3个月（至2018年3月10日）。外滩安防以其持有的雷科防务1亿股提供质押担保，合同约定

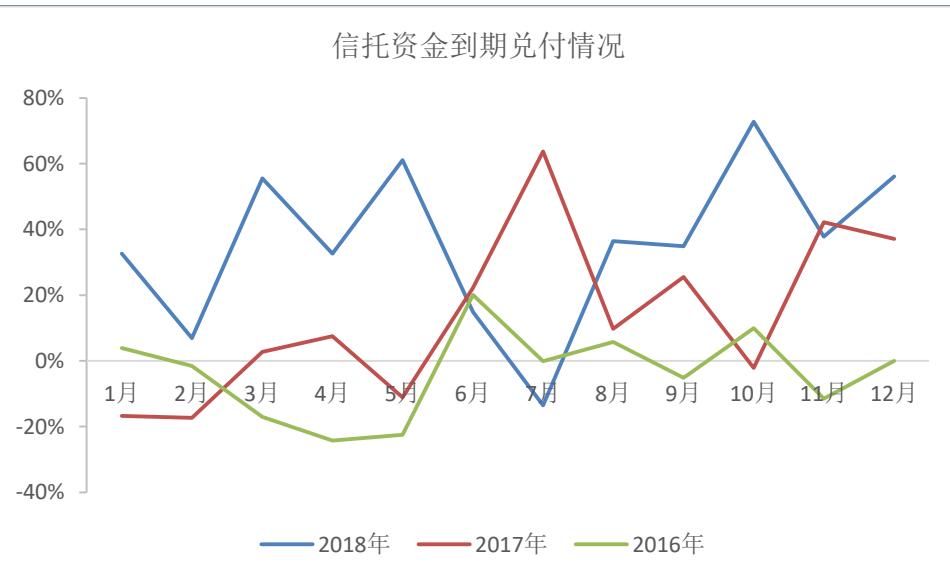
			外滩安防到期回购，但外滩安防并未到期支付标的股票收益权回购价款。
4月28日	国通信托	“方正东亚·天晟组合投资集合资金信托计划”第1期	该信托规模10亿元，门槛收益率为8%。信托受托人为方正东亚信托，也就是现在的国通信托。不过，截至目前，斯太尔还没有收到信托投资款1.3亿元及剩余收益。
4月28日	四川信托	川信·中科金控集合资金信托计划	违约原因系企业内部改制，导致中科金控未能如期进行资金流动性安排，但表示会尽快偿还信托贷款和利息。
5月4日	中信信托	中信·长天2号北京黄金贷款集合资金信托计划	报告显示，借款人北京黄金2018年5月4日未能按信托贷款相关交易文件约定偿还相应到期本金5亿元，到期应付利息1050.94万元。据交易文件的相关约定，借款人已构成实质违约。
5月23日	四川信托	“四川信托-川诺2号集合资金信托计划”。	根据产品说明，信托资金主要用于认购北京圆融通公司控股的上海觅玺投资管理中心（有限合伙）（以下简称“觅玺投资”）份额，圆融通同时也是该信托产品投资顾问。该信托计划最低出资300万元，名额限制为15人。两份信托计划均在2017年9月到期，然而去年到期后，该信托计划并未如期兑付，向后推迟半年。

资料来源：民生银行研究院整理，资料截止到5月底

2. 融资渠道受阻，到期信托产品显著增加传导违约压力

2016年-2018年月到期资金平均增速分别是-3.54%、13.63%和35.68%；由此看来2018年以来到期信托业产品金额显著增加。从到期产品月度分布看，到期资金主要集中在上半年的1月、3月、4月、5月和下半年的8月、9月、10月、11月、12月，到期资金增速多分布在35%-62%之间，2月、6月、7月的到期量较低，增速分别为6.88%、14.93%和-13.49%。

图 12：2018 年起到期信托量显著增加



资料来源：wind，民生银行研究院整理

信托违约目前为局部个案风险。从违约性质看，信托违约并不属于系统性风险，

而更多的表现为局部、个体性事件。一方面，作为国内金融产品最大领域的贷款，其不良率走低预示着信用风险整体走势仍处于低位状态；另一方面，从宏观经济基本面和企业财务状况看，经济宏观基本面并未出现普遍性恶化，整体风险可控，系统性风险并未出现。虽然如此，信托违约样本预计仍将快速增加。统计数据显示，2018 年 1-5 月信托产品合计到期规模 20961 亿元，较去年同期增幅 40.48%；除此之外，2018 年余下月份有 40968 亿元信托产品到期，同比去年增幅 31.59%。本轮违约特点与上一轮违约既有相似性，又有不同点。本次“违约潮”与 2015 年底暴露的通缩性质的企业偿债风险部分相同，但本轮债务违约加速更受 2017 年底以来融资环境收紧所驱动，表现为银行非标资产快速回表给相关主题资金链带来较大压力。在信托产品“到期大潮”下，“资管新规”和“55 号文”将引发作为影子银行体系的信托规模收缩，从而意味着依靠信托通道融资的企业融资受限，流动性紧张对企业信用风险和信用利差带来持续暴露压力，潜在信托违约事件快速增长势头难以下降。

（五）信托产品登记快速推进

作为国内信托业的基础性制度建设，信托产品登记的快速推进长远看有利于行业稳健发展，信托产品的透明度和规范化可为行业转型升级保驾护航。在当前去杠杆、防风险的背景下，信托产品登记制度建设对于信托业补短板、治乱象不但能够形成有效市场约束；而且也可为“资管新规”的落地实施提供有益的技术支撑。

根据信登公司公告，信登系统自 2017 年 9 月 1 日上线运行以来，全国各信托公司高度关注并积极参与报送各类信托登记。截至 5 月末全量信托产品累计登记量已超 6 万多笔，其中，预登记申请 32000 多笔，获取有效产品编码的信托产品超过 24000 多个；初始登记申请 12000 多笔，涉及初始募集金额 5 万多亿元；有 4000

多笔存续的集合信托产品开始公示信息，涉及初始募集金额 2 万多亿元。此外，存量信托产品登记也在积极推进，根据监管工作安排，“施行前已成立或生效的，且至 2018 年 6 月 30 日后仍存续的信托产品，须于 6 月 30 日前集中进行补办信托登记”的要求。1-5 月份，各信托公司基本向信登中心提交了初始登记（补办）申请书，有超过一半的信托公司补办登记完成比例超过 50%。从系统运行反馈看，伴随中国信登电子认证功能完成上线应用并实现对全国各信托公司全覆盖，信托登记系统电子化程度和运行效率进一步提高，系统用户体验持续优化，得到行业机构普遍认同与践行。

由于历史原因，信托行业基础设施较为薄弱，长期缺乏统一的信托产品登记和交易平台，市场分割使得产品登记、公示、信息披露、流转、兑付、清算缺乏统一的规范要求，不利于充分披露产品风险信息及合理定价，不利于监管有效及维护市场金融秩序。而中信登的正式成立及信托登记管理办法的出台正从根本上化解这些矛盾和问题。信托统一登记通过强化市场约束，提高信托产品的透明度和规范化，进而服务信托行业的风险防控及转型升级发展。

三、上半年信托公司经营状况分析

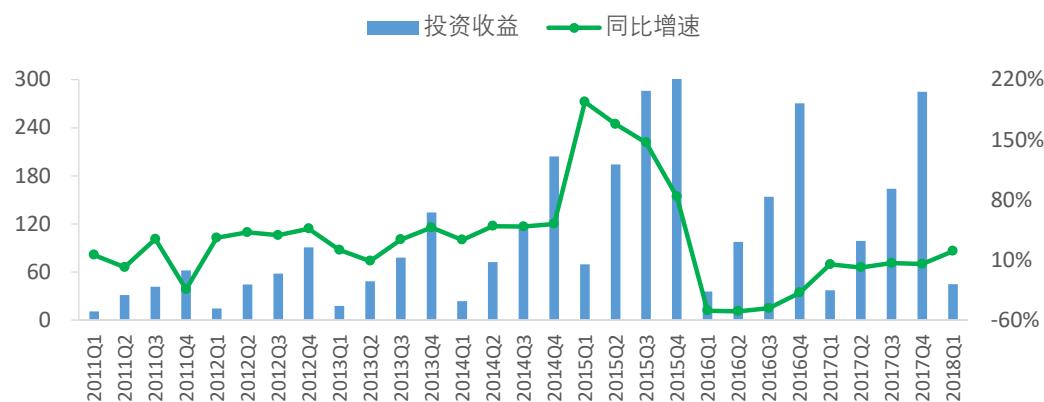
（一）业绩继续回暖，信托报酬率走低

1. 信托和投资双轮驱动业绩回升

2018 年一季度末，信托业务、投资收益和利息收入分别为 182.04 亿元、45.08 亿元和 13.67 亿元，三者占总收入比例分别为 74.8%、18.52% 和 5.62%。与 2017 年同期相比，信托业务收入和投资收入增长提速、利息收入小幅上升。三者一季度同比分别增长 13.63%、20.44% 和 11.23%；三项业务相比，投资收益增速较快，应视为经营效益继续回暖的重要因素。从信托业收入结构来看，信托业务收入占比同比上升约 0.8 个百分点，结合信托业务收入占比接近 75% 以上，信托业务增长成为拉

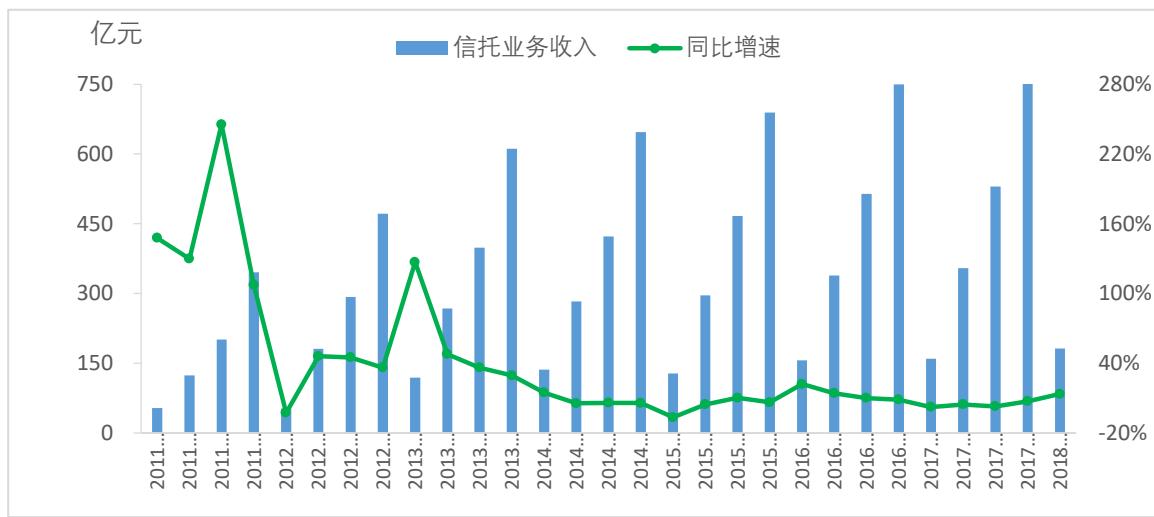
动行业收入增长的首要因素。作为行业主导型业务，信托业务一季度增速与 2017 年各季增速相比抬升较大，明显高于 2017 年各季（2.44%、4.71%、3.01% 和 7.41%）的增速水平，说明 2017 年增长规模高速增长对业绩报酬的劳动效应逐渐显现。但由于一季度资产规模出现负增长，预计规模对信托业务的贡献不具有可持续性，整体来看信托业务增长仍处于但仍处于低速增长轨道。

图 13：2018 年信托业投资收益上升势头巩固



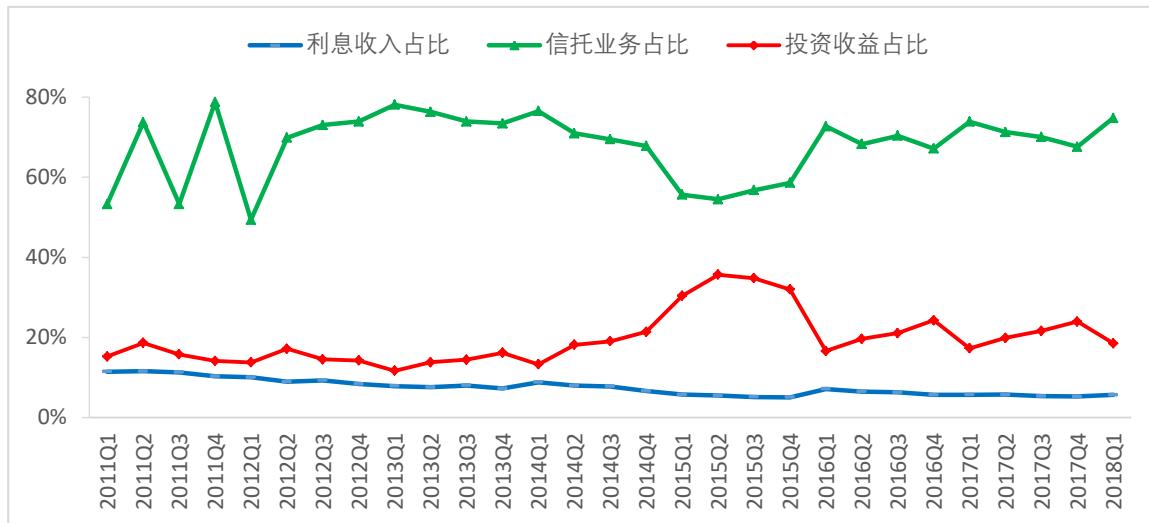
资料来源：中国信托业协会，民生银行研究院

图 14：上半年信托业务增长延续



资料来源：中国信托业协会，民生银行研究院

图 15：近年信托业务收入占比变化趋势

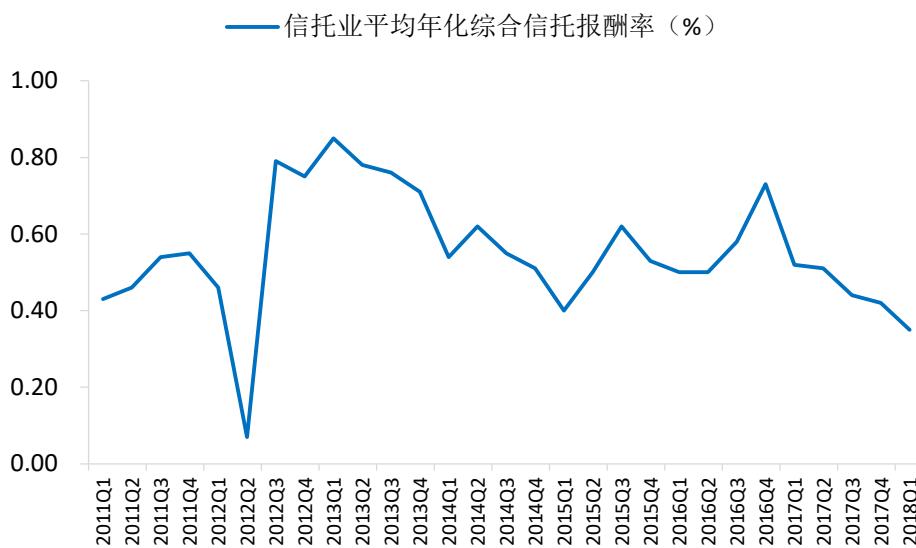


资料来源：中国信托业协会，民生银行研究院

2. 转型缓慢，信托报酬率低位徘徊

一季度，平均年化综合信托报酬率指标继续走低，0.35%的水平已经是统计以来第二低的水平。这一指标的走低固然有分母端低收益通道资产的因素，但更深层次因素在于信托业面向效益与主动管理的转型之路任重而道远、步履缓慢。信托业平均年化综合信托报酬率连续下降、持续在低位徘徊，说明信托公司整体并未走向成功的转型之路。

图 16：平均年化综合信托报酬率走低



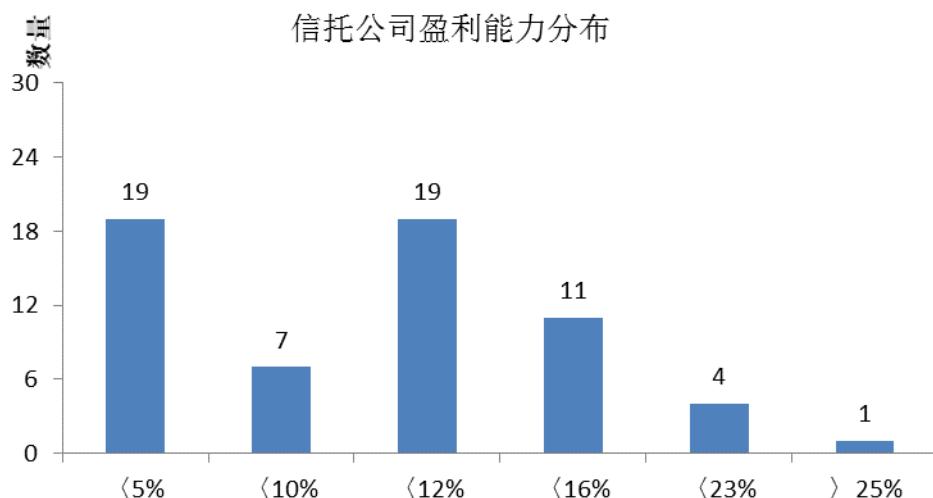
资料来源：中国信托业协会，民生银行研究院

(二) 信托公司经营分化加剧

1. 信托公司总体盈利较好，股东回报同比下台阶

根据上述数据，信托业整体仍处在转型过程，虽然信托业普遍盈利较好，但股东回报与 2015 年、2016 年相比继续下降。2017 年 ROE 中位数是 12.65%，2016 年 ROE 中位数是 13%，2015 年全部 68 家信托公司 ROE 中位数是 14.9%。中位数下台阶行业整体 ROE 仍延续下降趋势。此外，与资产规模增长相比，营业收入、利润增长速度处于较低水平。信托资产规模的快速增长对收入和利润增长的带动作用较低，信托资产规模的快速增长，主要由报酬率较低的通道业务推动。一方面是行业权益规模的显著增长，另一方面是利润水平增长较慢，在两方面因素下，ROE 水平进一步下降。从盈利横截面数据看，与 2016 年相比，高盈利能力机构数量在减少。2017 年，ROE25% 以上的有 1 家、23% 以上的有 5 家，16% 以上的有 16 家。而在 2016 年，ROE25% 以上的有 1 家、23% 以上的有 8 家、16% 以上的有 20 家。

图 17：2017 年 68 家信托公司 ROE 数量分布情况



数据来源：wind 资讯，民生银行研究院

2. 不同信托公司经营绩效分化加剧

信托公司管理资产规模的多少直接决定其经营业绩的高低，行业内不同公司经营业绩的差异首先源于其资产规模的差距。从单个公司资管规模看，行业龙头中信

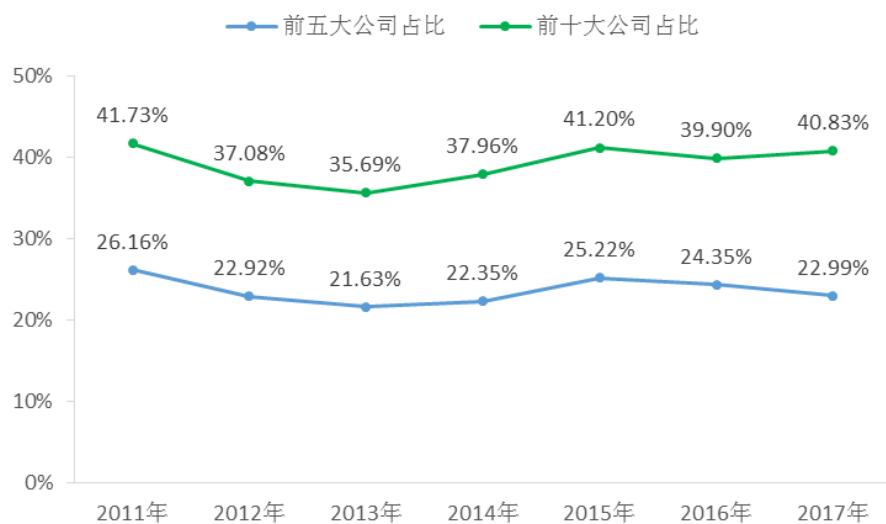
信托、建信信托、华润信托等资管规模分别达 19867.30 亿元、14096.70 亿元和 13469.39 亿元，同比分别增长 39.43%、7.92% 和 66.65%。与之相对比，处于末尾的西部信托、华宸信托管理规模分别为 27.77 亿元、39.66 亿元。行业内不同信托机构营收及盈利表现还因其资本金实力、经营能力和资产管理能力不同而呈现较大差距。与 2016 年同期相比，净利润排名头尾五家公司基本是熟悉的面孔，2017 年同期净利润排名前三的机构分别是平安信托（53 亿元）、安信信托（37 亿元）、中信信托（36 亿元），相较 2016 年而言，安信信托挤进前三。与 2016 年相比有所不同是民营机制下民生信托在净利润排名上的突飞猛进（由 22 名升至第 8 名）和爱建信托等中小型信托公司盈利能力的提升。

2017 年不同机构间营收、净利润分化加剧更加显著。与此同时，不同信托机构间的业绩增长拉动因素差异较大，如 2017 年民生信托显著受益于投资收益 2.2 倍的增长（12.32 亿元），其固有投资收益快速增长重点布局了定增、pre—IPO、PE、并购等业务领域；而陕国投虽然全年实现手续费及佣金净收入 9.97 亿元（同比增 73.39%），但整体业绩却受制于自营投资浮亏而出现下降。从净利润同比增速来看，43 家信托公司的净利润同比增长，其中有 2 家基数较低的信托公司增速超过 100%；在净利润排名前 20 的信托公司中，有 10 家信托公司增速接近或超过 20%，民生信托、渤海信托、外贸信托净利润增速分别高达 90.87%、88.54 和 50.23%。与此同时，有 19 家信托公司净利润同比下降，降幅超过 30% 的信托公司仍有 6 家。从信托业务收入增长速度来看，有 37 家公司实现同比增长，25 家公司出现下降。信托业务收入排名前 20 的公司中，有 13 家实现增长，其中渤海信托、爱建信托、外贸信托增幅分别达 74.83%、64.87% 和 41.55%，均超过 40%；民生信托、平安信托、中航信托增幅分别为 36.72%、34.52% 和 24.31%，均超过 20%。与此相对比的是，

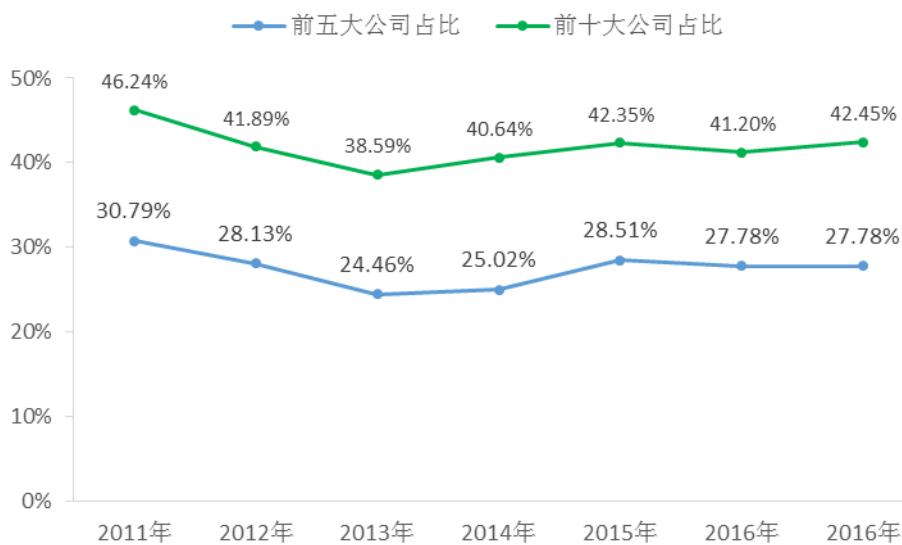
信托业务收入排名后 20 名的公司，有 11 家公司出现不同程度的业务收入下降，其中下降幅度超过 30% 的公司有 7 家，最高降幅达到 60.7%，与领先公司的差距进一步拉大。

图 18：大型公司市场地位较高

以信托业务收入计



以净利润计



资料来源：wind 资讯，民生银行研究院

3. 大型公司市场地位较高

在经历快速发展阶段步入成熟发展期后，国内头部信托公司市场竞争优势显著。2012 年-2017 年间，信托业行业集中度虽然有所波动，但整体而言相对稳定。以信托业务收入作为判断指标，前五大公司和前十大公司的市场份额分别为（21.63%、22.35%、25.22%、24.35%、22.99%）和（35.69%、37.96%、41.2%、39.90%、40.83%）；以净利润作为判断指标，前五大公司和前十大公司的市场份额分别为（24.46%、25.02%、28.51%、27.78%、27.78%）和（38.59%、40.64%、42.35%、41.20%、42.45%）。与国际成熟资管行业相比较，伴随转型的深入和信托业主动管理能力的提升，行业集中度仍存在较大提升空间。具有综合竞争优势的大型信托公司和特色化、差异化发展的中小型公司将会在行业变迁过程中赢得市场份额的提升。2018 年上半年完整的经营数据还未公布，但从过去几年信托业发展趋势看，在行业稳定发展阶段，行业竞争将更加激烈，业绩分化加剧驱动行业集中度继续提升。

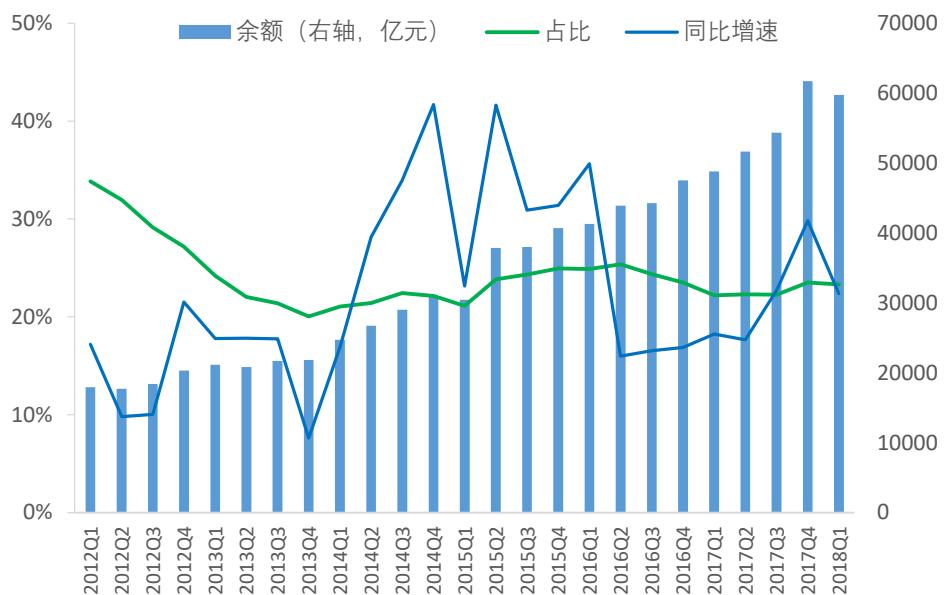
（三）银信合作降温，银行系信托机构竞争优势突出

1. 银信合作通道弱化

银信合作一直是信托业最重要的特色业务。近年来，银信合作占信托资产比重虽然下降，但绝对额持续增加。截至 2018 年一季度末，银信合作余额分别为 59714 亿元，占信托资产的比重为 23.31%。虽然由于惯性原因，2018 年银信合作资产同比增长达 22.37%，但信托资产季度下降 3.22%，表明银信合作快速降温，终结了 2017 年以来出现的“小阳春”景象。2018 年之前的五个季度银信合作资产环比增速分别为 7.34%、2.67%、5.78%、5.28% 和 13.54%。银信合作虽然出现向下波动，但是商业银行仍然是信托业最为重要的合作伙伴和金融同业合作机构。当前，银信合作亟待需要从传统简单的通道类业务向“受人之托、代人理财”的信托本源转变。银信双方唯有加强创新，才能使合作形式与内容走向新的阶段。信托机构需要逐步

渗透信托业务至银行业务各个条线，包括银信理财、私人银行、银信同业、银信代销、托管清算等，从而逐步拓宽自身业务发展空间。

图 19：银信合作占信托资产比重出现下降



资料来源：中国信托业协会，民生银行研究院

2. 银行系信托机构普遍相对稳健

基于母行控股股东的资金、网点、客户与渠道等合力支持，银行系信托公司信托管理规模和经营水平普遍位居行业前列，具有显著的竞争优势。虽然 2017 年银行系信托公司总体经营稳健，但行业排名较 2016 年有所下降。究其原因，银行系信托在充分受益于母行各种资源支持的同时，同样也受制于其业务模式特点而带来的发展瓶颈问题。由于银行系信托银信合作业务普遍占比较高，在去通道、降杠杆、严查委外风险的大背景下，银行系信托规模收缩已成必然现象；同时由于在体系内议价能力相对较弱，管理收费费率相对较低从而信托报酬率不高，“以量补价”驱动的收入增长难以为继，主动管理能力亟待提高。

表 7：银行系信托机构普遍具有规模优势

科目	光大兴陇	中信信托	平安信托	兴业国际	建信信托	上海国际	交银国际
信托规模 (亿元)	4784.59	19867.30	6527.56	9321.65	14096.70	9123.91	9656.30
行业排名	18	1	11	6	2	7	5
信托报酬率(%)	0.27	—	0.50	0.18	0.10	0.28	0.22

资本实力	50.20	227.00	390.14	151.10	114.07	134.62	100.32
净利润（亿元）	5.27	35.86	52.81	14.57	18.48	18.28	9.80
资本回报率（%）	10.96	16.68	12.82	9.56	17.17	14.54	11.44

资料来源：民生银行研究院整理

（四）信托机构资本运作步伐加快

近年来，信托机构资本运作成为常态性现象，主要上市（含曲线上市）信托机构已达 17 家，占全部信托机构数量的 25%，除银行系信托公司外，多数信托公司选择以曲线上市的资本运作方式实现补充资本金和做大做强的目的。上市对于信托公司具有补充资本金、拓展业务、改善机制、拓展客户和扩大品牌等多方面的好处。上半年，中粮资本借道中原特钢实现“曲线上市”逐渐清晰，中建投信托也公告称完成股改，并且注册资本增至 50 亿。这说明，近期信托业资本运作出现加快的迹象。在股权层面，信托业通过上市、增资、并购等方式实现转型发展，以应对日益激烈的竞争环境。

“资管新规”对信托机构转型发展提出更高资本金要求，主要表现为新业务规模的开展与快速增长和资本金相挂钩，股东权益的增长意味着信托业展业能力的提升和抵御风险能力的增强。另外，信托业转型发展还需要更多外部资源支持。信托公司资本运作不仅仅是以增加资本金为目的，本质是以资本为抓手，引入体制机制、项目与资金、品牌、管理经验等多方资源，以期更好实现协同发展。比如中粮信托与中建投信托在增加资本金的同时，都引入了具有雄厚实力的大股东资源，并在此基础上改革和完善管理体制，重塑经营模式，这为下一阶段抢占市场竞争制高点奠定了良好基础。在国内信托业加速转型的当下，经济结构持续调整优化、传统产业提质增效、新兴行业孕育新的业务机会、信托业制度与基础建设进一步完善、国民财富存量持续提高等诸多支持信托业务发展的有利条件持续增加，信托投资和财产管理需求端持续旺盛有利于有远见的信托机构做大做强。

表 8：2018 年部分信托公司资本运作（含上市）情况

信托机构	上市方式	上市时间
中粮信托	曲线上市（中粮资本）	2018.6（股东大会批准）
中融信托	曲线上市（经纬纺机）	2018.2 月至今（停牌重组）
中建投信托	股改	2018.5
山东国信	香港上市	2017.12
浙金信托	曲线上市（浙江东方）	2017.6
五矿信托	曲线上市（五矿资本）	2017.1
昆仑信托	曲线上市（中油资本）	2017.1
江苏信托	曲线上市（江苏国信）	2017.1
民生信托	曲线上市（泛海控股）	2016.4
中航信托	曲线上市（中航资本）	2015.12
安信信托	股权转让/IPO	2003/1994
陕国投	IPO	1994
爱建信托	曲线上市（爱建集团）	1993

资料来源：民生银行研究院整理

（五）信托公司集团化发展稳中有进

据统计，信托子公司数量已达 40 家，全部 68 家信托公司中，约有 20 家设立了专业子公司，占全部信托公司数量的约 30%。从发展现状看，除信托公司早期具有财务投资性质投资入股的机构之外，专业子公司发展普遍处于探索状态，这些二级机构资管规模相对较小，对母公司财务贡献也相对较低。信托公司集团化发展的动机是既能够为客户提供更好服务的需要，又能应对大资管时代激烈竞争环境的需要。统一监管时代，金融同业资管业务对信托业务的“替代效应”和“挤出效应”显著增强，专业子公司作为信托机构回归本源、转型主动管理的战略平台，是信托母公司充分发挥制度优势，实现多元化、综合化发展进而做大做强的重要途径。

表 9：信托专业子公司发展存在多种路径

专业子公司类型	业务特点	战略定位	代表机构
从事特定领域信托业务及服务	信托公司通过发挥信托制度的特有优势，专门开展特定领域资产管理信托业务的专业子公司，为提升专业能力在细分业务领域形成经营特色和竞争优势。	如房地产信托、基础设施信托、资本市场信托、资产证券化、家族信托、土地信托、消费信托、海外信托、财富管理、互联网等子公司。	中融鼎新（中融信托）、平安创新资本（平安信托）

从事信托以外其它资产管理业务	信托公司通过专业子公司衍生扩张主营业务，拓宽产品体系，为提供更加综合的资产管理、财富管理服务而设立的专业子公司。该类资产管理专业子公司可以开展多个领域的资产管理业务，突破信托产品的业务框架，开展契约型、合伙型、公司型基金管理业务；也可以将各个领域的业务发展为专业投资子公司，进一步实现专业化经营和运作，在细分领域进一步细化，实现投资的专业性。	例如基金子公司、私募基金管理公司（PE 直投、创业投资、风险投资、并购重整、资本市场投资等）、产业基金管理公司等。	信诚基金(中融信托)、中诚国际资本(中诚信托)、百瑞资产(百瑞信托)等
为信托公司提供业务服务或管理	信托公司可以将 IT、审计、中后期运营管理等服务职能进行专业化、公司化运作，该类专业子公司尚无法直接由信托公司出资设立，但从市场实践和发展角度看，未来随着行业专业化运作水平的提高，部分服务和职能外包将成为发展趋势。	中后台子公司。	无

资料来源：民生银行研究院整理

当前，信托专业子公司业务运营存在信托业务差异化经营平台、非信托资管平台、创新业务平台、中后台服务平台等多种发展路径。基于专业化运作目的，这些信托子公司设立多为布局战略创新类业务、引入专业人才团队、拓展产品模式，以满足不同风险偏好和规模水平的客户需求。在严监管背景下，母子公司之间风险传导和监管套利确实存在，信托公司组织架构、业务模式呈现复杂化和多元化发展趋势对监管政策实施效果形成较大挑战。“资管新规”出台实施后，其监管理念也将为“子公司管理监管规定”制定出台提供借鉴和指导。长远看，专业子公司监管办法的出台为信托机构集团化发展提供制度保障。

四、下半年信托业发展展望

（一）信托资管规模负增长态势确立、不同信托机构业绩持续分化

在经历 2016 年下半年及 2017 年上半年的信托资产规模增速反弹后，从 2017 年三季度开始信托资产规模增速再度下降，信托资产增长大的趋势是增速下台阶。信托业资管规模“缩表”主要受制于严监管因素，据信托监管规划，监管层将严控通道，并在三年内清理非标资金池。信托业还未公布上半年业务数据，按照现有数

据测算，若按信托资产规模每月减少约 2000 亿速度来估算，2018 年底行业管理规模可能会下滑 10%-15%，全年下降至 24 万亿以下的概率较大。

信托资产规模增速下降并不意味着信托业经营绩效的转差，信托转型推动的信托业务收入增长与投资收益的改善将成为推动行业业绩继续回暖的主导力量。自 2002 年《信托法》颁布实施至今，信托公司在实业投行、资产管理等领域积累了一定的主动管理与风险管理经验。在行业步入稳定发展阶段的背景下，不同信托公司转型速度、力度及战略路径的差异决定了转型成效的不同，信托公司经营业绩将持续分化。

（二）“资管新规”紧缩效应持续发酵，配套细则发布在即

“资管新规”从资产端、资金端对信托公司原有的业务模式、盈利模式开始带来持续的、深远的影响。这种变化从长期来看将是积极的，有利于信托回归服务实体经济、回归资产管理与财富管理的本源。从国内大资管业发展现状和趋势看，伴随资金成本上升和统一监管，过去几年整个资管行业“虚胖”态势会逐步扭转。同业比较看，“资管新规”对信托业带来的紧缩效应继续发酵。率先落实“资管新规”的、与信托业务模式类似的基金子公司和券商资管等同业受到的冲击可作为前车之鉴。2017 年底，基金子公司、券商资管管理资产规模分别达到 7.4 万亿元、16.88 万亿元，相比 2016 年底缩水分别达到 30.38%、3.98%。从消费者体验，信托产品“刚性兑付”为其在资管市场中积累了良好的口碑，但未来产品向净值型转化后，对于风险偏好度较低的投资者而言适应难度较大，产品销售规模大概率下降。

“资管新规”的过渡期安排，针对信托等大资管业的监管办法将对标参照执行。新规参照执行叠加强监管对信托业将带来持续性的规范效应，这种偏紧缩性的影响将在下半年继续显现，由此对依赖信托渠道融资的市场主体流动性带来较大冲击。

下半年，预计与之相关的银行理财新规、金融控股集团监管规章等配套政策也将出台，系列配套细则将推动大资管监管政策逐步完善，促使信托机构真正回归信托本源。

（三）高收益信托产品发行不具备可持续性

信托业受制于去通道步伐加快、渠道能力相对落后等情形，信托资金募集特别是集合资金信托计划相比以前面临更大压力，这倒逼信托公司依靠提高产品收益率来吸引投资者。短期内高收益信托产品发行虽具有一定合理性，但从长期看由于缺乏底层高收益资产支撑，新发行信托产品高收益率态势将不具有可持续性。投资者更需要关注房地产类信托的相关风险。虽然信托产品收益率上升具有一定合理性，但投资者对此类信托隐藏的相关风险不应该选择漠视。房地产信托收益率整体上涨得益于相关地区房价及房地产业融资的强劲需求。投资者购买此类信托产品时应该区别对待，对于大型优质房企的融资可以大胆参与。但对于部分具有“借旧换新”特点、销售能力较差的中小房企业则需要保持警惕。在去杠杆背景下，信托业违约现象开始增多，并且违约产品多集中于前期增长较快的上市公司、房地产企业以及平台公司等业务领域。除此之外，投资者对很多信托产品的兑付风险通过延期兑付、滚动兑付和“拆东墙补西墙”等方式解决应该主动远离，这类只是信用风险被转移、延后解决。同时对信托产品发行管理人的信托机构选择也应该谨慎对待，应主动选择低杠杆率、能够做到履行勤勉信托尽责责任的大型机构和成长性机构。

（四）信托公司积极布局家族信托等成长型业务

转型本源、回归主动管理一直是信托业发展的主题和主要内容，也是信托公司内涵式发展的需要。信托业转型本质是业务模式回归信托本源，向资产管理与财富管理方向发展，不断提升主动管理能力。随着居民财富的迅速积累、家族财富的传承、投资理财需求的释放和多层次资本市场的发展，财富管理和资产管理将是未来

几年的发展方向；而且相比通道业务，信托业务的综合报酬率更高。对此，信托机构将追求差异化定位，满足社会经济发展过程中越来越多的多元化和个性化需求。通过努力建设和完善多元化业务平台，推进跨领域财富管理和资产管理，信托公司将积极加快推进布局医疗养老、大消费、人工智能、现代农业等新兴领域和家族信托、资产证券化信托、保险金信托、员工持股信托等成长型业务机会。

（五）信托业双向开放出现提速迹象

信托业引进来和走出去都出现加快迹象。从走出去看，主要表现为信托业管理资产的出海，信托出海方式包括目前信托公司开展的 QDII、境外子公司、QDIE、QDLP、人民币国际投贷业务资格等海外业务，其中以 QDII 业务和境外子公司开展海外业务是主流。出海提速主要来自于深沪港通等形式下额度放开、扩大，以及国内金融市场对外开放加快的驱动；引进来方面，主要是加快引进外资步伐，对外资持股比例放开；伴随国家金融机构整体开放进程加快，预计下半年会放开针对外资的信托公司控参股比例限制。

五、加强银信合作的对策建议

（一）“资管新规”强化信托比较优势，应加快信托牌照申领

“资管新规”短期虽然会对信托公司原有的业务模式、盈利模式带来不小冲击；长远看将推动信托回归服务实体经济、回归资产管理和财富管理的本源，从而更有利于信托资管信托优势的充分发挥。公平竞争环境下，与公募基金、银行理财、证券资管、保险资管等同行相比，信托业具有跨市场资产配置和财富管理优势。不区分资管机构的机构背景，国内大资管行业集中度仍然较低，排名前五的资管市场份额不到 10%，对比美国市场数据，行业集中度存在极大提升空间。伴随中国经济步入高质量发展阶段，虽然统一监管将提升资管业竞争强度但行业发展仍然是机遇大于挑战，资产管理仍然是中国金融服务业领域最具成长性的蓝海领域。

结合金融业态相互融合发展趋势，商业银行加强综合经营是主动适应金融业发展大势的战略选择。大中型商业银行应在综合化、集团化发展方面抓紧布局，以提升股东回报和客户服务能力，积极推进收购、创设信托业公司工作，一方面籍此推动银信内部合作化，实现银行收益最大化；另一方面，通过信托公司的发展引领和推动商业银行由资管“持有行”向资管“管理行”转型发展，以专业信托资管子公的发展打造系统内“资产管理高地”，加快推进“大资管”战略实施。

（二）银信合作坚守本源，注重改善客户体验

随着监管政策对银信合作中的通道业务、多层嵌套等业务进行压限，银信合作业务转型迫在眉睫。在统一强监管背景下，商业银行银信合作应坚持回归本源，减少产品多层嵌套，缩短交易链条，落实底层资产穿透审查，规范推进业务发展，引导资金投向实体经济。伴随“资管新规”及相关细则的落实出台，银信合作应回归产业链原则下的高价值本源业务机会，重塑合作模式，并着重通过分层开发设计产品，优化产品结构，提高附加值，实现资源共享以及创新联动，在各种资源和要素之间挖掘隐性价值。

从银信合作重塑路径看，银信双方应根据各自资源禀赋和战略定位在机构客户与零售客户两端推进，在金融脱媒背景下，银信合作可着力发展资产证券化、产业基金、投贷联动等业务，为资本市场的参与方提供综合化金融服务，重点布局参与政府合作与企业重组等针对机构投资者的资金规模大、周期长的项目；把握零售端就是要加强财富管理，通过丰富产品池、串联完整服务链条，强化多元服务渠道建设等多方面改善客户体验。

报送：董事会领导、监事会领导、行领导

抄送：各部门负责人、各分行行长

联系人：李相栋 电话：56384024 邮箱：lixiangdong1@cmbc.com.cn