太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-05-10
行业点评报告
中性
地产

地产行业

废止的文件里有彩蛋，信托投资股权的春天要来了吗？——五问五答评“资金信托新规”

相关研究报告：

这次不一样？——40 年房地产金融调控史最全复盘系列之三（1998-2007）—2020-04-27

这次不一样？——40 年房地产金融调控史最全复盘系列之二（1988-1997）--2020-04-09

这次不一样？——40 年房地产金融调控史最全复盘系列之一（1978-1987）--2020-04-06

证券分析师：徐超
电话：18311057693
E-MAIL：xuchao@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190519080001

2020 年 5 月 8 日，银保监会就《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》公开征求意见。该征求意见稿**本质上是“资管新规“的最后一块拼图，对集合资金信托投资非标债权的比例做出了最高不得超过 50%的限制，**同时还**对单一客户的最高额度做出了非常严格的限制。**虽然整改压力比较大，但资管新规的**过渡期有可能会延长（本来是 2020 年底结束）**，而且有关部门负责人表态**因特殊原因而难以处置的存量资产经监管部门同意后采取适当安排。我们认为不会因为处置存量风险而触发新的风险，但增量的非标融资可能会受到一定影响。**

为了满足监管要求，**发展股权类信托产品是一个可能的选项**（既可以做大分母，又可以通过为客户提供替代性融资方案来压降分子）。虽然股权类信托目前还是以”名股实债“为主，但其实从 2018 年下半年开始就已经有不少信托公司在为“真股投资”的信托产品储备人才，比如从房企招募人员负责房地产“真股”项目的投后管理。同明股实债不同，真股投资实际上是监管支持的发展方向，但募集难度比较大。

值得注意的是征求意见稿没有对单一资金信托做出过多限制。而且**征求意见稿的最后还废止了 2010 年的“银信合作禁股令”**，似乎给银行理财借道信托投资“明股实债”或者“真股权”留出了一定的实践操作空间。**但我们也要看到监管部门“去通道”的决心**，征求意见稿中也提到”不得为委托人或者第三方从事违法违规活动提供通道服务“，后续可能还会通过窗口指导的形式引导信托公司压降通道类业务。

Q1 这份征求意见稿出台的目的是什么？

这份征求意见稿本质上是“资管新规”在资金信托领域的配套文件。2018 年 4 月 27 日，央行、银保监会、证监会、

外管局等四部委联合发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》**(“资管新规”)**，明确了未来所有的资管产品将受制于统一的监管标准，按产品类型而非机构类型进行监管。**“资管新规”明确给出了资产管理产品的范围：**包括但不限于人民币或外币形式的**银行非保本理财产品，资金信托，证券公司、证券公司子公司、基金管理公司、基金管理子公司、期货公司、期货公司子公司、保险资产管理机构、金融资产投资公司发行的资产管理产品等。**

此后，**各类资管产品相应的配套文件也相继出台。**2018年9月26日银监会出台了配套文件《商业银行理财业务监督管理办法》(“理财新规”)，2018年10月22日，证监会发布了配套文件《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》及《证券期货经营机构私募资产管理计划管理规定》。2020年3月25日，银保监会公布《保险资产管理产品管理暂行办法》，自2020年5月1日起施行。2020年5月6日，银保监会发布《关于金融资产投资公司开展资产管理业务有关事项的通知》。**至此，主流资管产品类型中仅剩资金信托尚未出台配套文件。**

因此可以说本次征求意见的《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿)》**是“资管新规”的最后一块拼图。**从相关部门负责人答记者问时的表态来看，**打击监管套利是本文件出台的重要背景**：“资金信托出现为其他金融机构监管套利提供便利、尽职管理不当引发赔付压力、违规多层嵌套、与同类资管业务监管规则不一等问题。为补齐制度短板，银保监会对照资管新规要求，研究起草了该文件。”

Q2 该文件对信托投资非标债权有何影响？

一是限制投资非标债权的比例。明确“全部集合资金信托**投资于非标债权资产的合计金额在任何时点均不得超过全部集合资金信托合计实收信托的50%”。**

其实要实现50%的比例限制，**除了压低分子之外，做大分母也是一个思路。**后续**我们可能会看到信托公司大量发行投资标准化债券或者股权的集合资金信托。**虽然股权类信托目前还是以”名股实债“为主，但其实从2018年

下半年开始就已经有不少信托公司在为“真股投资”的信托产品储备人才，比如从房企招募人员负责房地产“真股”项目的投后管理。

另外值得注意的是，该条款仅限制集合资金信托，并没有限制单一资金信托。不过征求意见稿也提出”不得为委托人或者第三方从事违法违规活动提供通道服务“。

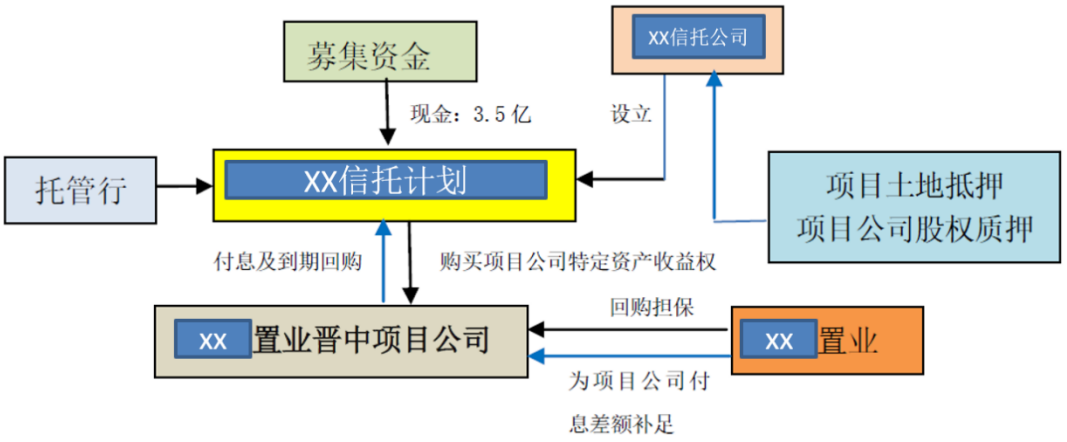
二是限制非标债权集中度。“全部集合资金信托**投资于同一融资人及其关联方**的非标债权资产的合计金额**不得超过信托公司净资产的 30%**”。

按照所有信托公司净资产的中位数 75.8 亿来计算的话，单一客户最多只能投 22.7 亿。即使按净资产前 10 名信托的净资产平均值 214.3 亿来计算，对单一客户最多也只能投 64.3 亿。这将使得**信托公司不能再聚焦于个别几个大客户，特别是投向房地产的信托产品整改压力可能会比较大，有些产品可能单笔就已超标。**

三是限制期限错配。要求“投资非标债权资产的资金信托必须为封闭式，且非标债权类资产的终止日不得晚于资金信托到期日“。**这个其实是资管新规的要求，并没有什么新意。**

Q3 这是第一次出台限制信托投资非标比例的文件吗？

实际上 2007 年，银监会就对非标债权的主力品种——信托贷款的比例进行了限制。2007 年 1 月 23 日，银监会颁布《信托公司**集合资金信托计划管理办法**》，规定**信托公司向他人提供贷款不得超过其管理的所有信托计划实收余额的 30%。但是信托公司很快找到了监管套利的方法。**为了绕开该限制，**信托公司通过创设各种资产收益权或者明股实债等方式变相开展贷款业务。“特定资产收益权”是一种常见的形式。**所谓“特定资产”其实就是项目对应的土地，“特定资产收益权”其实就是该项目未来所能产生的现金流的要求权。“特定资产收益权”起初是属于项目公司的，**信托计划通过从项目公司手中购买该收益权的形式将资金注入项目公司，信托计划到期后项目公司再将该收益权溢价回购回来。**



除了“特定资产收益权”的形式之外，**“股权收益权”也是一种常见的形式。**但后者跟前者不同之处在于，项目公司的“股权收益权”是属于原始股东（一般是房企的总部或者区域平台公司）的，因此信托计划从原始股东手中购买项目公司的股权收益权，实际上是将资金给了原始股东，原始股东再通过股东借款的形式将资金注入项目公司。

正是由于这些监管套利行为，**本次征求意见稿直接对所有“非标”债权进行限制，而不再仅仅限制信托贷款。**

Q4 在经济下行压力较大的当下，整改会不会有压力？

征求意见稿发布之后，在答记者问时有关部门负责人就过渡期问题做出了表态：资金信托新规“**过渡期要求与资管新规关于过渡期的规定一致**。银保监会对过渡期具体安排另有规定的，从其规定。对于整改压力较大的机构，按照资管新规补充通知的精神，明确对于过渡期结束后**因特殊原因而难以处置的存量资产**，由相关机构提出申请和承诺，**经监管部门同意后采取适当安排，妥善处理，维护资金信托业务持续健康发展**“。

其实 2018 年的“资管新规”就已经明确了“**按照‘新老划断’原则设置过渡期**，确保平稳过渡”的原则，“过渡期内，金融机构发行新产品应当符合本意见的规定；为接续存量产品所投资的未到期资产，维持必要的流动性和市场稳定，金融机构可以发行老产品对接，但应当严格控制在存量产品整体规模内，并有序压缩递减，防止过

渡期结束时出现断崖效应”。

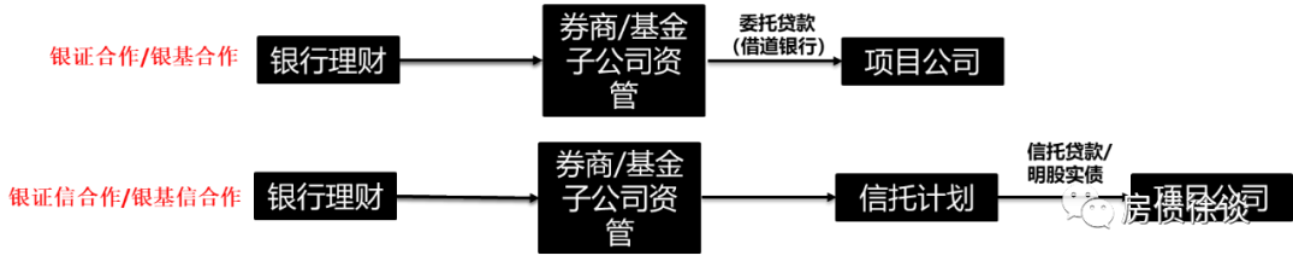
当时要求的过渡期将在 2020 年底结束，但**在新冠疫情造成的经济下行压力下**，过渡期有可能会延长。**2020 年 2 月 7 日，中国人民银行副行长潘功胜**在新闻发布会上表示，央行、银保监会正在做技术上的评估，**资管新规过渡期延长是可能的。**

整体来看，**我们认为不会因为处置存量风险而触发新的风险，但增量的非标融资可能会受到一定影响。**

Q5 征求意见稿也废止了一部分过去的文件，会放松哪些限制？

可能很多人都没有注意到，征求意见稿的最后废止了一系列之前的文件。其中包括 2010 年发布的《中国银监会关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》（银监发〔2010〕72 号）。

2010 年的 72 号文首次提出**银信理财合作业务资金原则上不得投资于非上市公司股权**，且要求融资类业务占信托公司银信理财合作业务总余额的比例不得高于 30%。2010 年的 72 号文发布后，银行理财资金借助信托单一通道进行**“明股实债”投资不再可行**。为了规避**“银信合作禁股令”，在 2012 年证监会开启的金融创新浪潮下，银证合作、银基合作、银证信合作、银基信合作等创新业务模式层出不穷。**



在分业监管的体制下，由于银监会无法监控券商资管和基金子公司资管等通道，**银监会只能从总量上对银行理财资金投资非标债权做出额度限制**。2013 年 3 月 25 日，银监会发布《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》（8 号文），该通知要求**理财资金投资非标准**

化债权资产的余额在任何时点均**以理财产品余额的 35%**与商业银行上一年度审计报告披露**总资产的 4%**之间孰低者为上限。

2018 年 4 月 27 日“资管新规”出台后，明确要求“资产管理产品可以再投资一层资产管理产品，但所投资的资产管理产品不得再投资公募证券投资基金以外的资产管理产品”。**最多两层嵌套的限制就使得通过“银证信”或者“银基信”合作进行明股实债投资的路径被堵死。**

本次征求意见的“资金信托新规”的最后废除了 2010 年的 72 号文，**若“银信合作禁股令”不再执行，那么“银行理财-信托”两层嵌套投资明股实债或者“真股”投资将获得一定的操作空间。**

不过我们也要看到监管部门“去通道”的决心。征求意见稿也提到“不得为委托人或者第三方从事违法违规活动提供通道服务”。另据《证券时报》旗下媒体“信托百佬汇”报道，2020 年 3 月各地银保监局向辖区信托公司传达 2020 年信托监管要求，要继续压降信托通道业务，按照资管新规过渡期整改要求，制定年度“去通道、去嵌套”整改计划。据记者了解，监管部门计划在 2019 年末基础上继续压缩通道类信托，2020 年压降规模 2 万亿元。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间。

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com

华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。