

2015.11.20

信托首现负增长，利率加速回落

——2015年3季度中国信托业发展报告点评



证书编号

高国华(分析师)

021-38676055

gaoguohua@gtjas.com

S0880515080005

徐寒飞(分析师)

021-38674711

xuhanfei013284@gtjas.com

S0880513060001

本报告导读:

2015年3季度中国信托业主要数据发布，受股市大跌和融资低迷冲击，信托总资产规模首现环比负增长，综合实际收益率加速下滑，信托机构转型进行时。

摘要:

- **一夜入秋，信托资产首现环比负增长。**3季度，信托总资产规模为15.62万亿，环比增速从2季度10.1%剧烈下降至-1.6%，2010年以来首次出现负增长。其中，投资类信托剧烈下降，融资类信托边缘化，事务管理类信托上升。尤其融资类信托较2014年同期净下降8000亿，较2013年末高峰期下降1.1万亿，标志实体经济边缘部门的融资需求剧烈收缩、社会无风险利率下降，投资者风险偏好大幅回落。
- **资金投向上，证券投资遭重创，债券投资创新高。**3季度股市资金回流，风险偏好切换，信托资金投向金融机构、工商企业有所回升，基础设施占比稳中略增，而股市重挫导致证券投资信托出现大幅下降。
- **信托产品收益率加速下行。**3季度信托年化综合实际收益率大幅下滑，从2季度的10.2%降至7.3%。随着2013年大量高收益产品到期，资产再配置和重定价将带动收益率进一步下行。由于信托投资的信贷和债权资产一般以持有到期为主，流动性风险溢价补偿较高，因此，信托产品收益率回落幅度小于信用债，在资金面整体宽松环境下，投资者可通过信托产品，承担一定流动性溢价以提升超额收益的性价比。
- **转型进行时。**信托机构逐步缩减融资类信托，增加体现主动管理能力的投资类、事务管理类产品。与债市其他投资者相比，信托正在成为市场的重要一方（与农商行规模相近），以PPN、私募债、资产证券化、债权类等非公募产品等为主，对流动性风险和信用风险溢价的定价相对较高，与其他资产的相关性较低，能够起到分散组合投资风险的作用。

债券研究团队

徐寒飞(分析师)

电话: 021-38674711

邮箱: Xuhanfei013284@gtjas.com

证书编号: S0880513060001

张莉(分析师)

电话: 010-59312705

邮箱: Zhangli014203@gtjas.com

证书编号: S0880514070007

章汉(分析师)

电话: 010-59312713

邮箱: Qinhan@gtjas.com

证书编号: S0880514060011

刘毅(分析师)

电话: 021-38676207

邮箱: LiuYi013898@gtjas.com

证书编号: S0880514080001

郑文佳(分析师)

电话: 010-59312720

邮箱: Zhengwenjia@gtjas.com

证书编号: S0880515040002

高国华(分析师)

电话: 021-38676055

邮箱: Gaoguohua@gtjas.com

证书编号: S0880515080005

相关报告

《广义基金活跃，城商行、农商行和保险发力》

2015.11.07

《外部宽松对冲内部收缩，整体流动性仍在改善》

2015.11.06

《盈利恶化加剧，偿债压力难解》

2015.11.05

《下一个风口：地方债利率下行空间至少30bp》

2015.11.03

《债基规模增长，杠杆继续下降》

2015.11.02

事件:

2015年11月18日,中国信托业协会发布2015年3季度信托业主要业务数据报告。

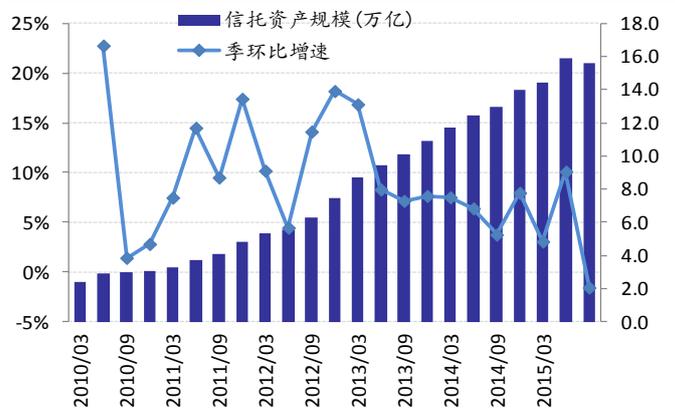
点评:

1、一夜入秋,信托资产首现环比负增长

截止2015年3季度,信托行业资产管理总规模为15.62万亿,较年初增长11.7%,环比增速从2季度10.1%剧烈下降至-1.6%,自2010年以来首次出现环比负增长,行业资产负债表全面收缩,3季度信托资产新增规模下降2467亿,比2季度少增1.7万亿。

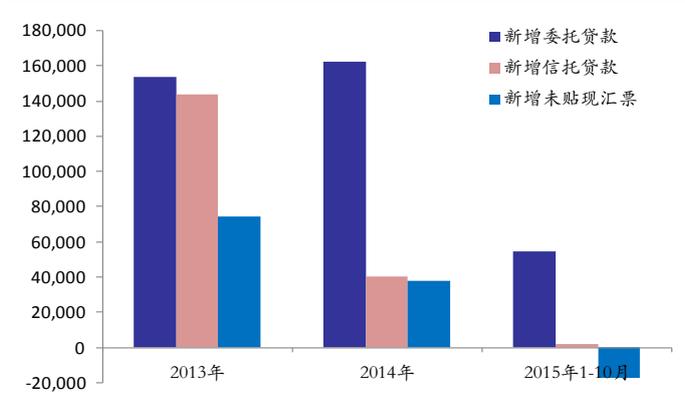
3季度信托资产环比大幅下降的原因主要是:①经济加速下行,银行、地方政府和企业的投融资意愿疲弱,3季度新增社融表外信贷(委托贷款+信托贷款+未贴现汇票)仅1.24万亿,而2013年、2014年同期则高达6.8万亿和10.75万亿,导致融资类信托持续下滑;②股市暴跌,IPO暂停,与股票相关的场外配资、股权质押、定增等需求锐减,相关的伞形信托、结构化产品遭遇清盘;③刚兑打破、信用溢价上升,投资者风险偏好下滑,在经济萧条和通货紧缩环境下,信托产品的发行和需求均双双放缓。

图1:3季度信托资产规模15.62万亿,环比负增长



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图2:2015年新增社融表外信贷规模大幅收缩



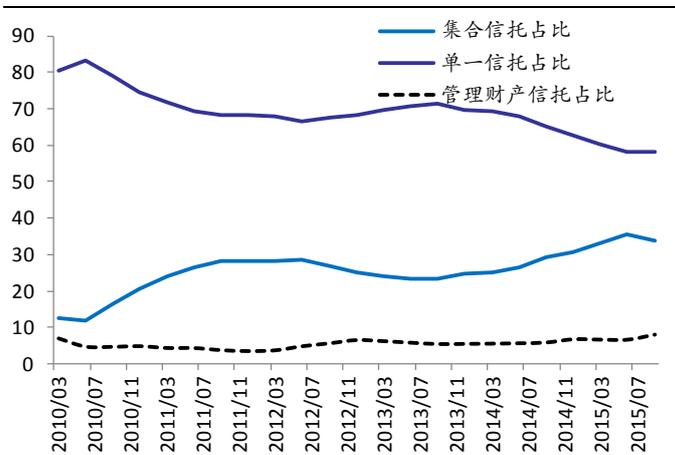
从资金来源看,股灾后资产荒导致集合信托占比下滑,管理财产信托上升。3季度集合信托规模5.28万亿,较2季度下降3256亿,占比下降1.5个百分点至33.8%,集合信托多数为信托公司的自身业务,主要受到信托贷款、证券类产品发行缩量影响;而以银行为主导的单一信托规模收缩1159亿,占比58.1%左右,与2季度持平;此外,财产管理类信托3季度继续增长1947亿,占比提升1.3个百分点至8%,经济下行企业资本开支意愿低迷,委托信托公司管理财产的需求呈上升态势。

投资类信托剧烈下降,融资类信托边缘化,事务管理类信托上升。①6月股市大跌,IPO暂停,伞形信托和结构化融资等场外融资遭到清理,大量投资类信托产品规模锐减,从2季度新增1.12万亿降至3季度净

减少 3617 亿。②受银行非标融资入表、企业融资需求下滑冲击，3 季度融资类信托规模为 4.11 万亿，较 2014 年同期下降 8000 亿，占比从 38% 降至 26%，环比 2 季度进一步收缩 1024 亿。③事务管理类信托规模稳步提升，环比增长 2173 亿，占比提高 2 个百分点至 36%，2015 年前三季度累计增长 1.07 万亿，仅次于投资类产品。

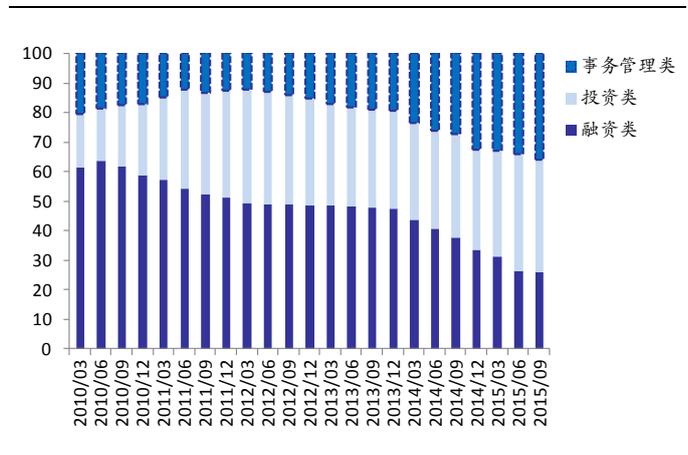
与其他产品对比，3 季度信托发行下滑，货基、理财等安全资产需求上升。根据用益信托网数据，3 季度集合信托产品（以个人、企业投资者为主）发行数量为 1647 个，发行规模 3156 亿，较 2 季度猛烈下降 2246 个和 1530 亿元。与之相对，3 季度货币基金规模增长 1.29 万亿，理财产品存量从 18 万亿上升至 20 万亿左右，可以看出，3 季度机构和居民对理财、货基等安全资产需求明显升温。

图 3：单一信托、集合信托和财产信托占比变化



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 4：信托资产按投向和资金来源类别分类占比



2、资金投向上，证券投资遭重创，债券投资创新高

资金投向上，3 季度股市资金回流，风险偏好切换，信托资金投向金融机构、工商企业有所回升，基础设施占比稳中略增，而股市重挫导致证券投资信托出现大幅下降。

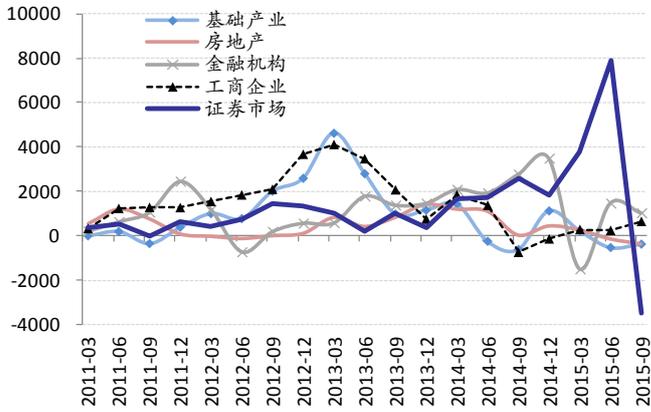
具体而言，投向金融机构 2.37 万亿，占比 16.5%，环比 2 季度增长 1039 亿；投向工商企业 3.25 万亿，占比 22.6%，环比小幅增长 646 亿；此外，投向债市产品 1.47 万亿，占比 10.24%，对债券投资规模和比重均创历史峰值。受股市调整冲击，3 季度投向股票的证券类信托产品大跌 5099 亿，占比从 2 季度的 9.5% 下滑至 6.3%，但整体占比较 2015 年之前仍处于历史高位。对基础产业和房地产投资余额进一步净下降 380 亿和 352 亿，占比分别 18.8% 和 8.9% 变化不大，但与 2014 年同期相比，合计下滑 4.4 个百分点。

整体来看，在经济下行、融资结构变迁和泛资管竞争压力下，信托机构正谋求转型，融资类信托越来越边缘化，而体现主动管理能力的投资类产品、事务管理类信托产品等占比相对提升。

与债市其他机构投资者相比，信托对债券投资规模上升至 1.47 万亿，

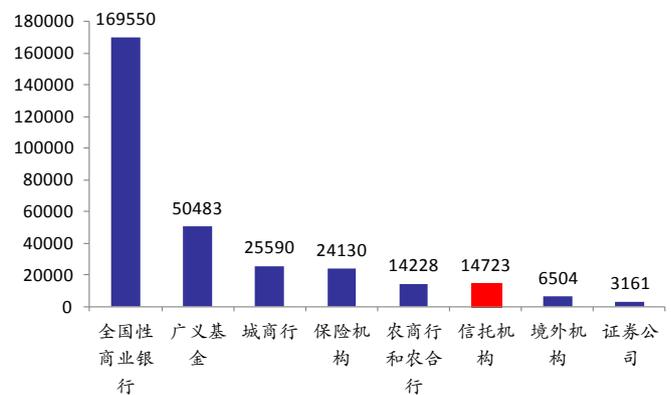
与农商行和农合行相近，正成为市场的重要一方。在投资标的上，以PPN、私募债、资产证券化和债权类产品等为主，对流动性风险和信用风险溢价的定价相对较高（与公开市场发行的信用债相比），与其他资产的相关性较低，能够起到分散组合投资风险的作用。

图 5: 不同资金投向信托产品季度新增规模



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

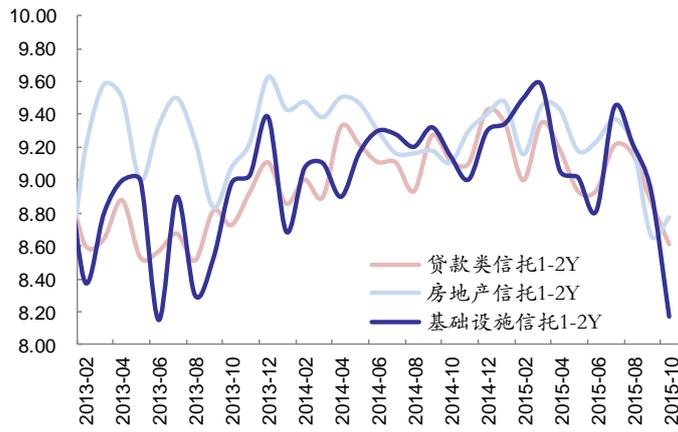
图 6: 信托机构债券投资规模与其他机构对比



3、收益率加速回落，下行趋势尚未终结

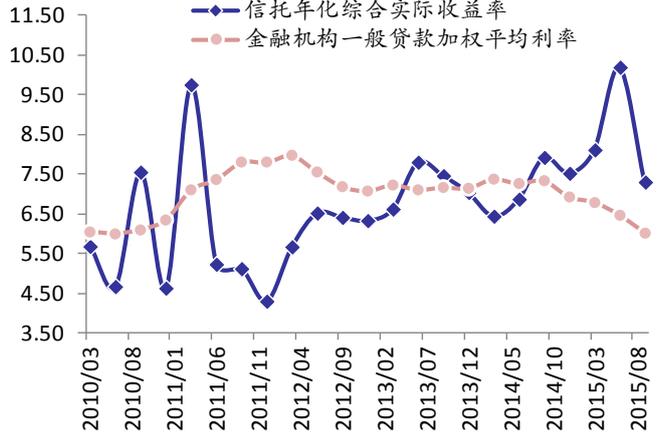
在央行连续降息降准、经济投资回报率下降、高收益资产供给稀缺、以及融资需求疲弱的环境下，3 季度信托年化综合实际收益率大幅下滑，从 2 季度的 10.2% 降至 7.3%，创 2014 年 6 月新来新低。信托产品预期收益率大幅回落，1-2Y 贷款、房地产、基础设施类预期收益率环比 2 季末显著下行 33bp、46 bp、64 bp 至 8.61%、8.77% 和 8.17%。

图 7: 3 季度 1-2 年期信托产品预期收益率整体下降



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 8: 3 季度信托年化综合实际收益率下行显著



整体而言，作为对高风险资产边际定价最敏感的机构，3 季度信托行业遭遇量价齐跌，总规模首次出现环比缩量，这一信号具有拐点意义：

1、总资产首现环比负增长，尤其融资类信托较 2014 年同期净下降 8000 亿，较 2013 年末高峰期下降 1.1 万亿。标志实体经济边缘部门（排除在银行体系之外）融资需求剧烈收缩、社会无风险利率明显下降，投资

者风险偏好大幅下滑。

2、信托产品收益率加速下行，连续降准降息、3.2 万亿地方债务置换以及与股市相关的融资大幅萎缩，导致信托产品收益率加速下行。尤其随着 2013 年大量高收益信托产品到期，资产再配置和重定价将带动综合收益率进一步下行。但整体而言，我们认为，由于信托产品投资的信贷和债权资产一般只能持有到期，流动性风险溢价补偿较高，因此，信托产品收益率回落幅度将小于信用债，在资金面整体宽松环境下，投资者可通过信托产品，承担一定流动性溢价以提升超额收益的性价比。

3、转型进行时。信托机构正谋求转型，融资类信托越来越边缘化，而体现主动管理能力的投资类、事务管理类产品占比提升。与债市其他机构投资者相比，信托机构正在成为市场的重要一方(与农商行规模相近)，以 PPN、私募债、资产证券化、债权类等非公募产品等为主，对流动性风险和信用风险溢价的定价相对较高，与其他资产的相关性较低，能够起到分散组合投资风险的作用。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为信用债评级和转债评级。以报告发布后的建议 3 个月内的信用债净价为比较基准，报告发布后的建议投资期限内的信用债指数为比较基准。	增持	信用风险下降，净价上涨
	中性	净价不变
	减持	信用风险上升，净价下跌
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 3 个月内信用债净价的涨跌幅，3 个月内转债价格相对于信用债指数的涨跌幅。	增持	强于信用债指数
	中性	与信用债指数持平
	减持	弱于信用债指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		