

2016 年第一季度信托行业分析报告

截至 2015 年末，行业内 68 家信托公司管理的信托资产规模为 16.30 万亿元，较 2014 年末同比增长 16.60%，较 2014 年 28.14% 的增速下降明显，但余额创历史新高。中国经济面临的“新常态”和“三期叠加”决定了信托行业发展仍然有一段艰难的路要走，资产荒和资金回报率低会是未来一段时间信托业必须面临的问题。

从 2016 年一季度的数据来看，信托产品发行数量和收益率均呈现下降态势，从具体投资运用方式上看，贷款类信托进一步萎缩，证券投资类信托有走强之势。2016 年一季度，多家信托公司增资扩股，增强资本实力；多家信托公司招兵买马，可以看出资本市场和财富管理方面的人才备受青睐。从业务创新方面看，资本市场业务、海外市场业务以及多领域多市场的资产证券化业务是 2016 年一季度的热点。从政策监管的角度看，58 号文表明风险防范和控制仍是当前阶段的重点；私募监管趋严，信托私募何去何从待观察；慈善法出台，慈善信托有望取得大发展。

一、信托产品统计分析

（一）信托产品发行数量延续了 2015 年下半年的走低态势

根据 Wind 统计的数据，2016 年一季度，信托行业共发行信托产品 856 支，其中，611 支产品公布了实际募集规模，合计为 1666.4 亿元，平均规模为 2.7 亿元。发行规模最大的是建信信托发行的梧桐树集合资金信托计划资产配置类 5 号投资单元，本信托于 2015 年 3 月 24 日成立，第一期募集规模 120 亿元；发行规模最小的是方正东亚信托 2016 年 1 月 22 日设立的楚天 2 号集合资金信托计划，规模为 282.8 万元，这两个信托计划的资金运用方式均为其他投资类信托。

表 1 信托产品发行情况统计

发行数量（支）	1 月	2 月	3 月
	369	211	276
发行规模（万元）	最大	最小	平均
	1,200,000	282.83	27,273
存续期限（月）	最长	最短	平均
	240	3	27
预期收益率（%）	最高	最低	平均
	18	1	7.7

与 2015 年同期以及上季度数据相比，2016 年一季度发行信托产品数量有所下降。根据信托业协会公布的数据，2015 年一季度，信托行业共发行信托产品 5442 支，信托规模合计 1.46 万亿元，其中集合信托 2256 支；2015 年四季度发行信托产品 4494 支，其中集合信托 1380 支。考虑到 Wind 统计的数据可能并不完整并且主要以集合资金信托计划为主，因此，同样采用 Wind 的数据相比可能更具有价值，根据 Wind 统计的数据，2015 年一季度，信托行业共发行信托产品 1978 支；2015 年四季度，发行信托产品 1156 支。

虽然信托产品实际发行情况，还需要以信托业协会发布数据为准，但总体来看，新增信托产品数量下降。实际上，从 2015 年下半年以来，市场上信托产品已经呈现紧俏的趋势，媒体上经常报道的“摇号”买信托也确实存在。下图列示了 2014 年以来，新增信托项目数量统计图，可以发现：第一，2014 至 2015 年间，除了 2014 年 4 季度，信托项目数量激增以外，整体呈现稳中略微下降的趋势；第二，2015 年 3 季度和 4 季度，信托项目数量下降明显，集合资金信托计划数量下降尤为明显，这一方面与“资产荒”背景下项目少有关，另一方面也与市场流动性相对宽松带来的资金成本下降有关，许多项目通过单一信托的形式直接对接机构资金；第三，财产权信托项目数量仍然较少，但其整体出现上升的趋势，这与保障基金缴纳和地方政府债务转换带来的信托业转型有关。

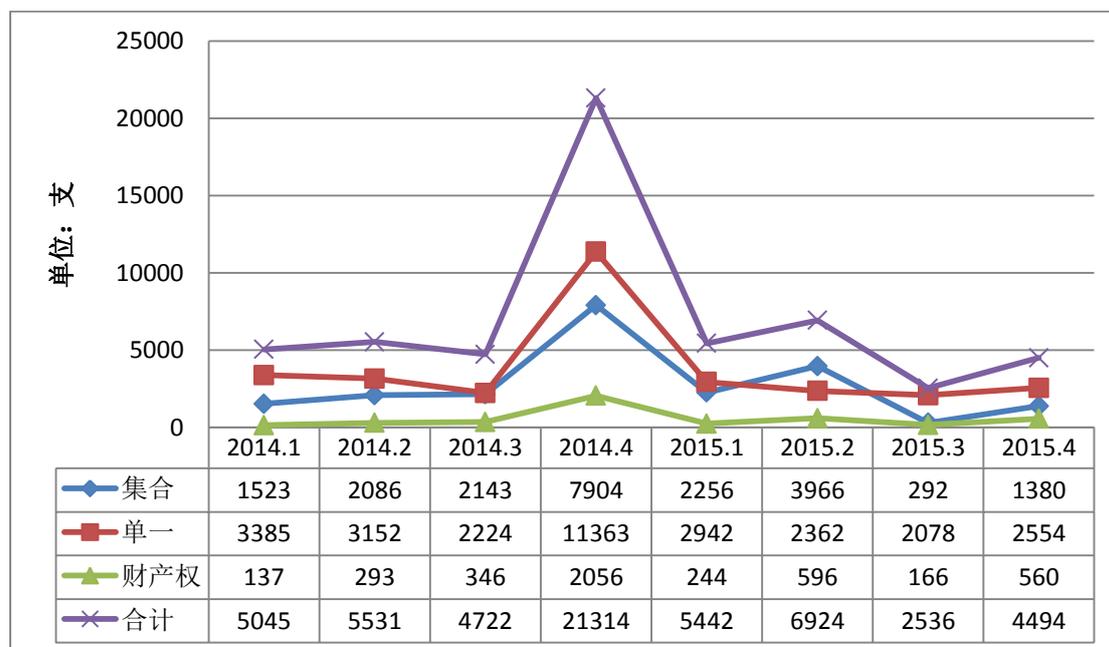


图 1 2014 年以来新增信托项目个数统计图

数据来源：信托业协会网站。

(二) 信托产品预期收益率呈现下降趋势，产品期限仍以 2 年期为主

根据 Wind 统计数据，2016 年一季度发行的 867 支产品中，有 339 支信托产品公布了预期收益率，其中最高的为 18%（天启 930 号共青城百富源新能源投资信托），最低的为 1%（锦源 2016 年第一期信贷资产证券化信托），平均预期收益率约为 7.7%，与 Wind 统计的 2015 年一季度发行产品平均 8.7% 的收益率相比下降 1 个百分点。

具体而言，预期收益率 10% 的产品有 8 支，其中包含中航信托的 4 支产品，收益率前三的产品为中航信托发行的天启 930 号共青城百富源新能源投资信托（18%）、天顺 2279 号大中花委托贷款单一资金信托（17.9%）和天顺 2247 号赣州旺达地产贷款单一资金信托（13%）；将近 300 支信托产品的收益率在 6.5%-9% 之间。从月份分布来看，3 月份发行的信托产品预期收益率较 1、2 月份有所降低，预期收益率 8% 以上的产品有 143 支，而在 3 月份发行的仅 20 支，占比不足 14%。可以发现，信托产品预期收益率呈现逐渐下降趋势，随着市场上流动性的进一步宽松，未来几个月可能继续下降，平均预期收益率可能在 6%-7% 之间。

从信托期限来看，有 503 支产品公布了存续期间，其中期限最长的为 240 个月，有中信信托发行的信鑫稳健配置一期管理型金融投资信托和西藏信托发行的正格 1 号证券投资信托两个产品，这两款都属于证券投资类信托；期限最短的为重庆信托发行的仅 3 个月的鑫利 4 号信托(第二期)，也是一款证券投资类信托产品。从具体区间上看，期限在 60 个月以上的信托产品有将近 50 支，这些产品绝大多数为证券投资类信托；近 200 支产品的期限为 24 个月；有 170 支产品的期限为 12 个月到 18 个月；期限不足 12 个月的产品仅 5 支。

随着信托公司行业评级的实施，未来信托产品的期限可以出现较长信托期限或采用“1+1”、“2+1”等赋予受托人自主延长信托期限权限等趋势。因为风险管理能力项下的“正常清算率”指标计算公式是“年内正常向受益人分配的非事务管理项下融资类信托本金/应当向受益人分配的非事务管理项下融资类信托本金”。如果采用受益人大会决定延期的，认为不属于正常清算；如果是合同约定可以延期的，则以延长后的期限作为正常分配期限。

(三) 投资运用方式向均衡化发展，贷款类信托呈现下降趋势

从信托资金的运用方式上看，证券投资类信托、贷款、权益投资类信托和债

股权投资信托发行数量排在前三位，占比均在 10% 以上，其中证券投资类信托发行数量占比将近四分之一（可见表 2）。具体而言，证券投资类信托在一季度有走强的趋势，采用阳光私募的方式进行操作，从具体投资领域看，仍以债券投资为主；贷款类信托发行数量占比不足 15%，表明传统融资类信托业务的持续萎缩，未来可能会继续走低；债权投资信托主要是投资于基础设施领域的信托，属于信托合作信托业务，债权投资信托发行数量的上升与政府融资模式的转变直接相关，很大一部分属于原来贷款类信托的变体；股权投资信托产品数量并不多，但从公布预期收益率的几个产品看，收益率整体处于较高水平，20 个项目中有 9 个公布预期收益率，10% 以上的有 3 个，8% 以上的有 7 个，最高收益率 18% 的产品属于股权投资信托。

表 2 2016 年一季度信托资金投资运用方式分布表

资金运用方式	产品数量（支）	数量占比（%）
其他投资信托	283	33.06
证券投资类信托	167	19.51
贷款类信托	126	14.72
权益投资信托	104	12.15
债权投资信托	97	11.33
组合投资信托	57	6.66
股权投资信托	20	2.34
融资租赁信托	2	0.23
合计	857	100

二、信托公司动态

（一）增资扩股潮延续

根据信托业协会公布的数据，截至 2015 年末，68 家信托公司实收资本为 1652.5 亿元，同比增长 19.2%，平均每家信托公司为 24.3 亿元，较 2014 年末的行业平均值增加 3.9 亿元。图 2 列示了 2012 年以来，信托行业实收资本的走势图，可以发现 2014 年和 2015 年信托行业注册资本实现较大幅的增长。这与信托行业的业务转型以及监管鼓励做强做大提高应对风险能力的导向有一定关系。

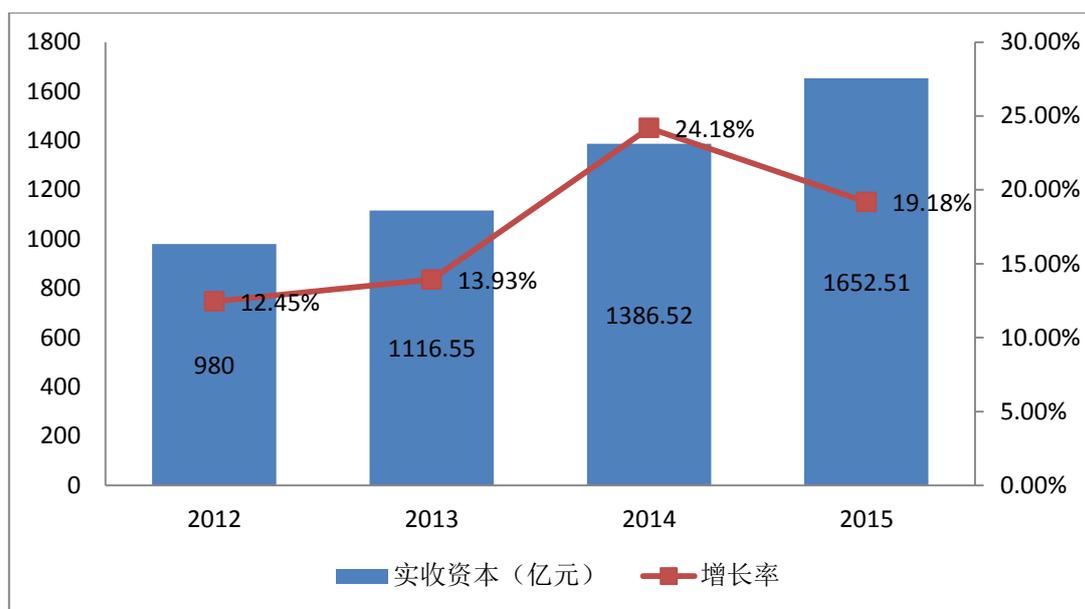


图 2 2012 年以来信托行业实收资本及增长率走势图

2016 年 1 季度，多家信托公司增资扩股，增强资本实力。其中最受关注的为泛海控股公告，将通过股权受让和认缴新增注册资本的方式，使民生信托注册资本由 30 亿元增至 70 亿元，泛海控股持有民生信托的股权变为 93.42%。民生信托增资后，将成为继重庆信托、中信信托和平安信托，资本实力第 4 强的信托公司。长安信托 2 月 15 日公告称，注册资本由 13.46 亿元，增至 33.3 亿元，股东持股比例不变。前三大股东西安投资控股、上海证大投资和上海淳大资产的持股比例分别为 40.44%、29.66% 和 13.63%。渤海信托大股东海航资本公告称，渤海信托拟增加注册资本 9.6 亿元，新增注册资本全部由上市公司海航投资集团公司认购，增资完成后，渤海信托注册资金将增至 29.6 亿元。此外，据公开信息披露，安信信托拟通过定向增发募集资金约 50 亿元以补充资本金；紫金信托也于 2 月初宣布拟将注册资本金由 12 亿元增加至 24.53 亿元。

2016 年 1 季度，信托公司增资已经达到 100 亿元，可以预见，随着信托公司行业评级的实施以及信托业务转型的日益成熟，2016 年信托行业的增资潮可能会继续延续。信托公司资本实力的增强不但可以增强抵御风险的能力，也为信托业务的转型奠定了基础。2015 年信托公司自有业务收入的快速增长，也与资本实力的提升有很大关系，2016 年经济仍处于下行通道，优质资产稀缺，信托业务转型需要一定的适应期，信托业务收入的大幅度增长可能较难实现，自营业务收入在信托公司总收入所占的比重和发挥的作用会更显重要。

(二) 布局业务新领域

行业转型时期，除了传统的基础设施、房地产和工商企业领域外，信托公司开始尝试布局新的业务领域，医疗养老、影视娱乐、人工智能以及虚拟现实产业等都成为热点领域。例如，电影《美人鱼》的热播让其背后的投资方和和（上海）影业有限公司与和和（上海）股权投资基金管理有限公司受到关注。和和影业是五矿信托影视投资基金集合资金信托计划的产业合作方，和和影业的股东是和和基金、五矿信托和制片人张佳琨。随着 IP 大热，更多的 VC/PE 机构介入进来，影视文件产业链上下游的公司成为资金追捧的对象。据公开报道，3 月 26 日，中航信托与当红齐天在北京宣布成立 VR 产业基金，并正式发布由张艺谋领衔打造的颠覆性的国际 VR 娱乐品牌：超体空间(SoReal)，标志着中航信托在正式进军虚拟现实产业。

(三) 管理层变动

中融信托董事长变更。据媒体信息披露，中融信托本届董事会、监事会的任期即将届满，近期将举行新一轮选举。董事长范韬因身体原因需要离任休养，按照大股东经纬纺机的推荐，刘洋或将重新执掌中融信托。目前，中融信托转型的思路最先也是由刘洋设计、提出的，所以他的回归将推进转型的进一步实施。目前，此项任职需董事会表决，通过后仍需监管层的任职批复。根据中融信托披露的未经审计的年度报告，2015 年中融信托实现净利润 26.05 亿元，同比增长 1.72 亿元，增幅 7.06%，较 2014 年的 20.58% 净利润增速出现了一定放缓，净利润增速放缓可能对于公司的转型战略和业务方向也提出了一定挑战。

华融信托董事长变更。2016 年 2 月 5 日，华融信托发布公告称，经股东会审议通过，并经中国银监会新疆银监局核准（新银监复[2016]11 号），本公司董事长及法定代表人变更为周道许先生。以上变更事项于 2016 年 1 月 29 日完成工商变更登记。

(四) 纷纷招兵买马储备人才

人才是转型与发展的基础，顺利转型离不开人才的储备。2016 年 1 季度，多家信托公司通过微信、官网等渠道推出了大规模的招聘计划，从信托公司招聘的人员需求来看，资本市场业务、财富管理业务仍是信托公司今后发力的主要方

向，有境外资本市场投资经验、定向增发、并购重组经验的人才最受青睐，并且许多信托公司开始招聘研究岗位人员，可见信托转型时期开始注重研发实力。从各家信托公司不同的需求方向，也可以看出各家公司的业务发展方向和进展。中建投信托研究员岗位职责包含了对家族信托、资产证券化、消费信托、公益信托等创新业务的实施；外贸信托设有家族信托业务开发岗和 PPP 业务开发岗等创新业务岗位；中诚信托招聘人员范围较广，涉及前中后台等部门，其中境外交易员、私人财富、机构同业等岗位招聘也可以显示出行业转型的一致性，另外招聘品牌推广和文案策划专员

目前看来，信托公司向投资型方向转型已成为业内共识，因此，信托公司对投资型人才也是势在必得。熟悉境内外资本市场，对定增、量化投资、股权投资、并购重组有经验积累的精英人士格外受青睐。

三、信托业务创新

（一）业务创新概览

1. 布局资本市场，谋求资本市场新突破

资本市场一直是信托公司的短板，2013 年以来，随着信托行业进入转型时期，资本市场被许多信托公司视为转型的方向之一。从信托业协会公布的数据来看，按照投向划分，投向资本市场的信托资金规模和占比呈现稳步上升的趋势，截至 2015 年末，投向证券市场的信托资金达到将近 3 亿元，占 14.68 万元信托资产规模的比例为 20.55%。从证券市场的具体细分来看，债券一致是占比最高的业务类型，2015 年末的占比为 10.55%。

从 2016 年 1 季度的情况来看，资本市场业务，尤其是债券业务受到信托公司青睐。例如，外贸信托公布，通过历年不谢的努力与积累，积极参与银行间债券市场投资，外贸信托成功申请成为 2016 年企业债券直接投资人，外贸信托可以直接参与企业债券的投标和申购，为其在债券市场的业务拓展提供助力。截至 2016 年 1 季度末，外贸信托是 2016 年银行间债券市场获此项资格的唯一一家信托公司。与此同时，从多家信托公司发布的招聘信息来看，债券交易员是热门职位之一，可以看出，信托公司希望发力债券市场，进行人员的储备是第一步。

2. 资产证券化业务不温不火，不良资产证券化和信托受益权 ABS 受关注

资产证券化业务一直被认为是信托业务的专项方向之一，其核心在于资产证

券化的关键是构建特殊目的载体（SPV），以实现资产的风险隔离和破产隔离，而在目前我国的法律框架下，信托是 SPV 的最好选择，故 SPV 通常采取 SPT（特殊目的信托）的形式。信托在我国实行牌照管理，资产证券化业务中自然离不开信托公司，《信贷资产证券化试点管理办法》第 16 条更是明确受托机构由信托公司担任。资产证券化业务作为信托业务转型方向之一被提出来是再自然不过的事情。

然而，由于信贷资产证券化在我国还未进入常态化发展，整体规模较小，再加信托公司之间竞争激烈等原因，信贷资产证券化业务在信托行业并没有取得实质性发展；由于分业监管的环境，企业资产证券化业务中，信托公司可以参与的空间非常有限。基于此，信托行业的资产证券化业务一直处于不温不火的状态，除了少数几家积极拓展此业务的信托公司外，多数信托公司仍处于观望或者相对消极的态势，即有业务也做，但也没有动力去主动拓展。

进入 2016 年，资产证券化业务领域的一些突破又引起了市场的广泛关注：

第一，不良资产证券化有望重启。据公开信息披露，工、农、中、建、交和招商银行六家银行获准成为首批试点银行，总试点额度为 500 亿元。2016 年 3 月 24 日，中国银行间市场交易商协会发布了关于《不良贷款资产支持证券信息披露指引（征求意见稿）》公开征求意见的公告，进一步预示了首批六家银行的不良资产证券化试点产品即将落地。

第二，信托受益权 ABS 受关注。2015 年 11 月 27 日，嘉实建信信托受益权资产支持专项计划成功发行，其以信托公司存量信托受益权为基础资产构建的三重 SPV 模式，以及将近 28 亿元的规模，在市场掀起了一阵波澜。2016 年 3 月 22 日，嘉实渝信信托受益权资产支持证券发行，成为继嘉实建信信托项目后，又一单标杆性的信托受益权 ABS。信托受益权资产证券化是指证券公司或基金子公司开展的以信托受益权为基础资产的资产证券化业务。对于信托公司而言，由于是以信托受益权为基础资产，因此，信托公司可以更加积极地参与到这项业务中来，无论是筛选公司的存量信托受益权或者构建新的信托受益权，还是构建信托作为一层 SPV，甚至交易结构的设计和安排，在资产支持专项计划的发行和销售环节，信托公司都可以发挥主动甚至主导作用。信托受益权资产证券化属于多个机构合作的资产证券化业务，其特色在于构建双重或三重 SPV，其优势在于可以盘活存量信托受益权，实现非标资产向标准化资产的转变。

第三，私募 ABS 受到银行的青睐。私募 ABS 是相对于目前在银行间市场公开发行的信贷资产证券化资产支持证券而言的，是指不通过银行间市场发行的以信贷资产为支持的资产证券化产品。与公开发行的资产证券化产品相比，私募 ABS 由于不需要经过监管机构的审批，其发行效率大大提高，并且私募 ABS 也不需要双评级，各方面受到的限制相对较少，其发行成本相对较低。因此，许多银行尤其是城商行更愿意发行私募 ABS 产品，最为典型的是贵阳银行和华能信托已经合作发行规模已经达到近百亿元。

3. 布局海外市场，在香港设立子公司

海外业务在近两年信托公司的业务转型中备受关注。目前信托公司直接开展海外业务主要是通过取得境外投资的相关资格，如合格境外机构投资者(QFII)、合格境内机构投资者(QDII)、合格境内投资者境外投资(QDIE)、合格境外有限合伙人(QFLP)、跨境人民币投贷业务及跨境人民币双向资金池业务。其中 QDII 业务发展最为成熟，截至 2016 年 3 月末，已有 14 家信托公司获批 QDII 资格，累计获批额度为 77.5 亿元。实际上，自 2007 年开始信托公司就可以申请，2009 年和 2011 年有部分信托公司获批额度，但直至 2014 年和 2015 年才有较大发展。随着人民币贬值等一系列因素的影响，高净值客户的境外资产配置需求日益强烈，境外投资的信托产品也很受欢迎。2014 年以来，信托公司通过不同的渠道开展跨境投资业务，例如，中诚信托通过其子公司申请 QDIE 资格，中信信托获批跨境人民币投贷业务等等。

除了申请相关境外投资业务资格，积极拓展业务外，一些信托公司开展尝试在香港设立子公司，希望可以利用子公司打通境内外市场。除了中诚信托在香港的中诚国际资本有限公司以及 2014 年中信信托在香港设立的中信信惠国际资本和中融信托在香港设立的中融国际资本外，还有许多信托公司尝试在香港设立子公司，为将来拓展海外业和为境内客户进行全球市场资产配置进行事先安排。中国银监会 2015 年 11 月下发的《信托公司行政许可事项实施办法》第 17 条明确规定，信托公司申请投资设立、参股、收购境外机构由所在地银监局受理、审查并决定。不但明确了信托公司可以设立境外机构，而且明确了审批机构是银监局，相比信托公司在境内设立子公司面临的审批困境而言，在香港设立子公司的审批依据相对更明确。据悉，建信信托、中航信托都已经在 2015 年启动在香港设立子公司事宜，到 2016 年已经取得实质性进展。

(二) 业内典型创新产品解析

1. 存量信托受益权 ABS——嘉实建信信托受益权资产支持专项计划

该项目实质是建信信托的资金池项目的资产证券化，是目前发行的信托受益权 ABS 中规模最大的一支，采用了“信托”+“信托”+“专项计划”三重 SPV 的形式。

- (1) 发行时间：2015 年 12 月
- (2) 专项计划类型：基金管理公司子公司资产支持专项计划
- (3) 发行场所：机构间私募产品报价与服务系统
- (4) 发行规模：27.69 亿元
- (5) 参与方

参与方角色	名称
原始权益人	建信信托
专项计划管理人	嘉实资本
专项计划托管人	中信银行
专项计划销售机构	嘉实资本、建信信托、招商证券
评级机构	大公评级

(6) 交易结构

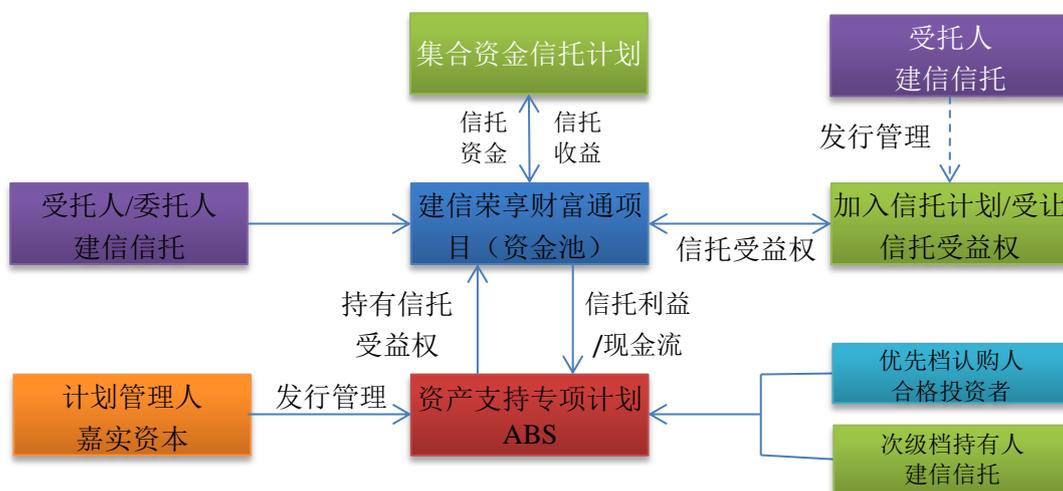


图 3 交易结构图

该项目的基础资产是建信信托作为“建信荣享财富通项目”受托人，对信托财产进行管理时，认购特定信托项目、受让特定信托项目受益权，而享有的信托受益权组合。其前端是建信信托作为受托人的集合资金信托计划，后端是资金池（建信信托）作为委托人认购的信托项目、受让特定信托项目受益权。建信信托

将资金池项目的后端享有的信托受益权转让给嘉实基金作为管理人的资产支持专项计划，发行信托受益权支持证券。次级资产支持证券由原始权益人建信信托自己持有。通过证券化运作，可以将资金池的信托受益权提前变现，用于其他的项目投资，并且信托受益权的收益和发行价之间的差异也是一个收入来源。据悉建信发行的最终成本不到 5%，资产池信托受益权的加权收益应当在 9% 左右。

(7) 评析

据悉，该项目发行时，因为涉及到的房地产项目较多，所以深交所不同意其发行，因为选择在机构间私募产品报价与服务系统发行（简称“中证机构间报价系统”）。作为挂牌交易服务系统，中证机构间报价系统是《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》规定的资产支持证券挂牌、转让的场所之一。目前，机构间报价系统收费较低，发行利率与交易所市场差不多，可能会略高。

对于信托公司而言，需要考虑的风险点有：第一，对于资金池的委托人，信托公司要承担刚性兑付的义务，不过此类项目中本来就要承担兑付义务；第二，资金池持有的信托受益权需要进行评级，融资方的评级越高，专项计划的评级才可以更高，发行的利率会低；第三，信托公司作为原始权益人，需要持有次级资产支持证券。

2. 爱建信托——越翎投资股权投资事务管理类集合资金信托计划

(1) 产品规模：人民币 5.75 亿

(2) 产品期限：3+2 年，满 3 年后管理人可提前终止

(3) 资金投向：用于认购上海越翎投资管理中心（有限合伙）LP 份额，参与投资海外中概股私有化项目

(4) 认购起点：300 万，按 10 万元的整数倍递增

(5) 三个标的企业均为各细分行业的龙头型企业，经营状况较好，成长空间均较大：
a. 国内龙头互联网安全服务提供商：拥有庞大用户基数，PC 端用户近 5 亿，手机端用户近 8 亿；2015 年上半年净利润达 1.5 亿美元，回归后预计回报 4 倍以上；
b. 国内龙头电影制作发行公司：全产业链联合服务，已制作电影超 200 部，获奖 400 余项，实现票房超 110 亿，旗下拥有 37 家影院，近 300 块荧幕；2015 年前三季实现净利润 1.4 亿美元，回归后预计回报 5 倍以上；
c. 国内龙头健康管理服务提供商：业务范围涵盖体检、就医服务、病例筛查等，覆盖

国内 15 个城市，拥有 73 个体检中心；2015 年前三季实现净利 0.4 亿美元，回归后预计回报 3 倍以上。

(6) 评析

该项目是押宝中概股私有化并回归的股权投资信托项目，在部分营销平台上，甚至打出了预期收益率 100% 以上的王牌。高预期收益率固然有吸引力，但其蕴含的风险也很大，高收益永远对应高风险。然而，虽然中概股私有化的呼声很高，但不确定性也很高。据公开数据，2015 年共有 32 家中概股公司先后收到了私有化要约，超过了 2010 年至 2014 年的总和。而 2016 年年初，智联招聘、酷 6 传媒、聚美优品、汽车之家已纷纷宣布收到私有化要约。战略新兴板的不确定性收窄了中概股的回归的通道，无论是借壳还是 IPO 都面临较大不确定性，其中包括 A 股的市场风险、要约价格风险、公司治理风险、财务成本、时间成本等。

3. 中信信托——中信民乐 11 号·成都金堂县国资应收账款流动化信托项目

(1) 信托规模：36,196 万元

(2) 信托期限：24-36 个月

(3) 受托人：中信信托

(4) 交易结构：金堂国资将其以 BT 模式承建的金堂县农村饮水安全工程项目对成都市金堂县政府形成的应收账款（人民币 45,000 万元，折现至 2018 年 3 月的现值约为 36,196 万元）债权设立信托，中信信托为受托人，对信托受益权进行分层，通过向合格投资人发售优先级及中间级信托受益权实现应收账款流动化，募集资金用于金堂县农村饮水安全工程项目。

(5) 信托受益权：本信托项目信托受益权分为优先级信托受益权、中间级信托受益权和次级信托受益权，募集信托本金为 36,196 万元，其中优先级信托受益权本金不超过 20,000 万元，分为优先级 A 类、B 类、C 类等信托受益权。年预期收益率最高不超过 6.5%（含认购费）。中间级信托受益权由委托人关联方认购，与优先级信托受益权配比发行，年预期收益率最高不超过 11.3%（含认购费），优先级受益权：中间级受益权不超过 2:1；次级信托受益权本金为 6,196 万元，期限不超过 36 个月，无预期收益率，由金堂县国有资产投资经营有限责任公司（简称“金堂国资”）持有。优先级与非优先级之比为 1.81:1。

(6) 增信措施

a. 委托人、金堂县财政局和中信信托三方签订《债权分割及转让协议》约

定：委托人将其对金堂县政府享有的应收账款转让给中信信托设立信托，金堂县政府承诺按期偿还债务；

b. 金堂县人大出具将本笔债务纳入相应年度财政预算的决议；

c. 金堂县人民政府或财政出具信政合作项目告知函回执约定：金堂县财政局应按时、足额向我司偿还债务本息，并将该债务向上级财政部门上报；

d. 当债务人未能履行付款义务时，由委托人回购全部未偿债权；

e. 四川省内实现优先级 30%本地化销售并尽量提高机构投资人的认购比例；

f. 由委托人推荐关联企业认购 1 亿元的中间级受益权，融资方关键个人认购不低于 300 万信托单位；

g. 四川成阿发展实业有限公司（公开评级 AA-）为债务人履行付款义务提供保证担保。

（7）评级：本信托从性质上看，属于财产权信托，信托财产为应收账款债权，其实质为政信合作类项目的新模式，信托受益权经过分层以后向合格投资者发行。这种模式实际上就是私募的资产证券化模式，其基础资产是应收账款债权，在资金募集端采用分层设计，作为内部增信。除此之外，还有外部增信措施，以确保项目的兑付。

四、信托监管扫描

（一）行业评级正式开始实施，引领信托公司加快创新转型

2015 年末，《信托公司行业评级指引（试行）》正式发布实施，根据规定，信托公司应当于 2016 年 3 月底之前完成 2015 年度的自评工作，4 月底之前信托业协会完成评级工作，随后将评级结果发送银监会，并对外公布评级结果。2016 年 3 月 1 日，信托业协会向信托公司下发《关于开展信托公司行业评级的通知》，正式启动行业评级工作。行业评级的实施，对于信托公司自身发展、社会影响以及业务开展有非常重要影响。

1. 从功能和地位上看，行业评级与监管评级互为补充，共同构成信托评级体系。信托公司评级被认为是评价信托公司行业地位和公司实力的重要指标。监管评级由来已久，是分类经营和分类监管的基础，监管评级被作为风险预警和采取监管措施的重要依据，监管评级更多是服务监管，并不向社会公开。新实施的行业评级则是服务社会、服务市场、公开披露的评级，对于行业对标、提升竞争

力有重要作用。行业评级的结果要报送银监会和各银监局，会被作为监管评级的参考依据，行业评级以定量为主，而监管评级以定性为主。因此，行业评级作为行业的一种自律行为，也会受到信托公司的高度重视。

2. 从效果上看，行业评级对社会公开，可以增强信托行业和信托公司社会影响力。信托公司行业评级虽然属于信托业协会组织的行业自律性质的评级，对于信托公司的业务资格准入和监管措施不产生直接的影响。但是行业评级属于可以对社会公开的评级，行业评级采用定量计算的客观标准，综合确定划分为 A、B、C 三级，评级结果的公布必然会对信托公司产生较大的影响。信托公司作为金融机构，近几年非常注重舆情管理与品牌建设，良好的社会形象和媒体形象经常被视为信托公司的软实力，对于信托公司拓展业务资源和争取业务机会有非常重要的意义。信托业协会公布的评级结果自然是信托公司社会影响力的重要组成部分，必然会引起信托公司的高度重视。此外，信托公司行业评级的公布，也有助于增强整个信托行业在泛资管市场上的影响力和竞争力，树立整个信托行业正面、积极、尽责、担当的社会形象。

3. 从内容上看，行业评级引导信托公司增强风险管理能力和增值能力。评级内容包括资本实力、风险管理能力、增值能力和社会责任四个方面，共计 11 个定量指标。行业评级的第一个方面就是资本实力，总分 28 分，强调资本实力也是为了提高信托公司抵御风险的能力，为信托业务的创新和转型奠定更为坚实的基础。风险管理能力在整个评级体系中占 36 分，包括信托项目正常清算率、风险化解率和固有信用风险资产不良率三个指标，旨在引导信托公司高度重视风险防范和管理，确保信托项目正常兑付。增值能力主要评价信托公司对资产的管理能力，在评级体系中占 26 分，包括净资产收益率、信托业务收入占比、营业费用收入比和人均信托净收益四个指标，旨在引导信托公司强化增值能力，优化业务结构，增强核心竞争力，为股东和委托人创造更多收益。可以看出，以资本实力为基础，强调风险管理和增值能力的行业评级体系，与监管层风险管理与业务创新齐头发展的导向是一致的，行业评级的实施对于信托公司加快创新转可以起到正向激励的作用。

（二）私募监管趋严，“信托私募”面临“保壳”压力

2016 年 2 月 1 日和 4 日，中国证券投资基金业协会发布《私募投资基金管

理人内部控制指引》和《私募投资基金信息披露管理办法》，对私募投资基金管理人的内部治理和信息披露做出了明确的规定和要求。2016年2月5日，中国证券投资基金业协会发布《关于进一步规范私募基金管理人登记若干事项的公告》，针对私募基金管理人登记两年来遇到的问题，就促进私募基金行业规范健康发展，提出一些新的备案要求。主要内容：（1）取消私募基金管理人登记证明。私募基金管理人登记备案最新情况以协会网站或手机客户端公示的实时信息为准。（2）私募基金管理人应当及时备案私募基金，未于登记后6个月内或规定时间内备案私募基金产品等，将注销私募基金管理人登记。（3）私募基金管理人应及时履行信息报送义务（包括季度、年度和重大事项信息）和按时提交经审计的年度财务报告。（4）私募基金管理人应当提交由律师事务所出具的《私募基金管理人登记法律意见书》。

截至2016年3月末，基金业协会已登记私募基金管理人25,901家，已备案私募基金25,553只，认缴规模5.7万亿元，实缴规模4.61万亿元。根据基金业协会披露的信息，从2014年10月份万向信托备案为私募基金管理人开启了信托私募之路，截止2015年4月末，共有44家信托公司备案为私募基金管理人，占到信托公司总数的65%。但是，截至3月末，仅有9家有产品备案，其余35家需要在2016年8月1日前备案私募基金产品，否则将被注销私募基金管理人登记。

实际上，信托公司备案为私募基金管理人可能不乏看中契约型基金的优势而申请登记，但也有许多是持有“观望”和“跟风”态度，希望可以先“占位”而申请登记，可能登记之时并无备案产品的打算。从私募基金管理人登记的时间上看，44家信托公司中2014年登记的仅1家，有30家是2015年下半年登记的，2016年1月和2月备案的仅6家。因此，对于是否抓紧备案产品以“保壳”，信托公司也持有不同的态度，毕竟注销私募基金管理人登记并不会产生实质的影响，并且将来如果有发行契约型基金的需求，还可以重新申请登记资格。此外，契约型私募基金在净资本占用、保障基金缴纳等业务运作成本和产品设计灵活等方面的一些优势在优质资产荒的背景下似乎也不是非常明显。

总体上看，基金业协会一系列政策文件的出台，标志着私募基金行业开始从野蛮生长向规范发展过渡。可以预见，2016年私募行业将面临大整顿和大洗牌，而是否合规运营将成为最基本的前提，也是最关键的因素。信托公司通过登记为

私募基金管理人，发行契约型私募基金角逐泛资管市场，前景如何还有待实践检验。

（三）设立“新闻发言人”，信托公司舆情管理迈上新台阶

2016年3月初，银监会下发《中国银监会办公厅关于进一步完善新闻发言人制度的通知》（银监办发[2016]17号），要求各银行业金融机构要高度重视新闻发言人制度建设，同时明确新闻发言人的任职要求、工作职责和保障机制。

很长一段时间以来，因为信托产品的私募性质，信托公司并不太注重在媒体上的宣传，因此也导致媒体与信托公司的沟通并不顺畅，从而出现部分媒体对于信托公司的风险项目或潜在风险项目进行片面的报道，引发了社会对于信托产品的密集关注。2014年中国银监会办公厅《关于信托公司风险监管的指导意见》（银监办发[2014]99号）中，提到要做好非现场监管工作，紧盯数据信息系统及行业舆情。2015年4月，银监会发布的《信托公司监管评级与分类监管指引》（征求意见稿）中，资产管理项下包括公司声誉管理能力，具体指向品牌建设和舆情管理等。新闻发言人制度与信托公司的声誉管理密切联系，重在建立信托公司对外的窗口，实现信息传导的及时、透明。目前，大部分信托公司已经设置了专门的舆情管理岗，有的公司还专门成立了市场品牌部。可以预见，在经济下行周期和信托行业转型时期，信托公司在品牌建设和舆情管理上将投入更多精力，信托公司的声誉管理能力也会迈上新台阶。

（四）《慈善法》颁布，公益信托的春天来了吗？

2016年3月16日，第12届全国人大四次会议通过了《慈善法》（自2016年9月1日起实施），意味着我国慈善事业的发展从此迈入了依照法律进行的规范发展的新阶段。首先，《慈善法》第五章专门规定了慈善信托，并明确了慈善信托属于公益信托，《慈善法》未规定的，适用《信托法》的有关规定。《慈善法》关于慈善信托的规定与《信托法》关于公益信托的规定并不冲突，二者是补充适用的关系，这意味着公益信托迎来新的发展机遇。其次，《慈善法》明确规定了慈善信托设立采用备案制，备案机关是受托人所在地县级以上人民政府民政部门。该规定较《信托法》设立公益信托采用审批制的规定是很大的进步，极大地方便了慈善信托的设立。第三，慈善信托是利用信托机制开展慈善事业的有效途径，不但有明确的《慈善法》和《信托法》作为法律依据保障，而且《慈善法》明确

规定信托公司可以作为慈善信托的受托人，应当充分发挥信托公司在财富管理领域的经验和优势，开展慈善信托。

然而，《慈善法》的颁布是否意味着公益信托的春天真正到来了呢？《慈善法》作为最高位阶的法律，对于许多事项的规定不可能非常明确和具有直接可操作性，可能还要相关的配套文件予以完善。目前来看，慈善信托要大力发展，有以下问题需要明确：第一，慈善信托的税收优惠需要进一步明确。慈善法规定享受税收优惠但具体的税收优惠还需要税务部门财政部门等相关部门出台相应的政策文件才可以具体实施。第二，信托公司作为受托人时，无法开具捐赠发票，因为信托公司不具备开具捐赠发票的资格，这样不利于引导或吸引更多的捐赠人加入到慈善信托中。第三，慈善信托信托财产的投资运用范围需要明确。慈善法慈善信托部分规定，本法未规定的应当适用信托法的规定。但信托法对于公益信托信托财产的投资范围也没有明确规定。2008年，银监会发布的关于鼓励信托公司开展公益信托的意见，规定了公益信托财产投资范围，但规定过于狭窄，不利于实现信托财产管理的最大化。在慈善法实施过程中，对于慈善信托信托财产的管理应当进一步明确。

长远来看，慈善信托的发展前景还是很可观的，《慈善法》明确了信托公司可以作为慈善信托的受托人本身就是很大进步，对信托公司而言，当下应当紧密跟踪慈善信托的政策动态，加强与其他慈善组织等机构的沟通与交流，研发创新业务模式，争取可以落地实施。

（五）58号文出台，风险控制仍是信托监管的核心

2016年3月18日，银监会向各银监局下发《中国银监会办公厅关于进一步加强信托公司风险监管工作的意见》，被市场称为继2014年银监会发布的99号文之后又一严格的监管文件，该文件强调风险监管的前瞻性和主动性，明确提出要严守风险底线，促进行业稳健发展。

1. 强调信托项目实质风险化解

58号文指出，银监局在关注信托项目兑付风险化解的同时要关注实质风险化解。目前，信托风险项目处置过程中，通过固有资产接盘或第三方接盘向集合资金信托计划的受益人支付本金和收益，以确保所谓的兑付是较为常见的做法。58号文明确提出要采用多种方式积极化解信托存量风险，并且将用于接盘的固

有资产或担保纳入不良监测，将资金池项目、TOT 项目纳入信托风险项目要素表监测等，都是在强调化解实质风险，提升风险处置的效率。

2. 非标资金池清理力度又加大

资金池一直是信托行业的一个敏感话题，58 号文再次强调要加大非标资金池信托排查力度。其原因在于资金池信托通常进行多层嵌套、用于接盘风险项目、存在期限错配，导致风险较难察觉和控制。值得注意的是，与非标资金池对应的标准化资金池，在监管部门提出清理非标资金池的初期，许多公司就将非标资金池升级为标准化资金池，但在所谓的标准化资金池的资产配置范围中，也会有部分的非标资产，主要是为了提高资金池产品的收益，这种情况在标准化资金池设立初期更为常见，随着流动性管理的增强，非标资产所占比例逐渐降低。从目前的 market 情况看，这种以现金管理产品形式存在的标准化资金池产品收益已经跌破 4%，其吸引力也有所下降。对于这种标准化资金池监管的态度以及市场的反响有待进一步观察。

3. 配资业务进一步朝规范化方向发展

对于配资业务的规范是 58 号文的一大亮点，自 2015 年股灾后场外配资清理让伞形信托受到重创。“58 号文”要求结构化配资中优先与劣后的配置比例原则上不超过 1: 1，最高不超过 2: 1。对于配资比例的规定与业内之前通行的 3: 1 配资比例有所压缩，但 58 号文也明确了信托配资的合法化和阳光化。有数据显示，3 月份阳光私募产品发行和成立数量较 2 月份均有所增加，但与 2015 年的强势井喷相比仍在低位运行。

4. 强化资本管理，增强风险抵御能力

58 号文明确提出落实净资本管理制度，提高资本计量准确性，强化资本约束，同时督促信托公司审慎制定利润分配政策，优先补充资本，增强资本自我积累能力。从 99 号文到 58 号文，从监管评级到行业评级，都强调净资本的重要性，净资本是公司业务发展的基础，也是增强风险抵御能力的关键。可以预见，未来会有更多的信托公司通过增加注册资本，扩充资本实力。

五、结语

我国信托业快速发展依赖的基本市场环境已经发展较大变化，信托业一方面面临调整产品结构和业务模式实现转型升级的压力，另一方面也要应对解决过去

快速发展积累的问题和风险显现。背负着多重压力的转型必然是艰难和曲折的。然而，信托制度独特的风险隔离优势、分业监管背景下信托业与其他金融子行业的合作升级、信托业管理 16 万亿资产的积累的经验 and 资源以及信托行业吸引和储备的各类人才都为转型发展奠定了基础，未来信托业发展的机遇还是大于挑战的。