

2020 年第四季度信托资管行业发展研究

百瑞信托 博士后工作站

一、重要监管政策梳理与解读

2020 年，受到新冠肺炎疫情的冲击，全球经济发展的不确定性增加。伴随着资管新规的不断深化，各项监管制度、体制机制不断完善，抑制了行业乱象，也要求资管行业在趋严的监管环境中探寻新的发展战略。资管行业要在合规经营的风险底线之上开展创新活动，逐步回归资管业务本源，依法合规开展业务，持续收敛和防范业务风险。

（一）央行、银保监会建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度

央行、银保监会 2020 年 12 月 31 日联合发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》（以下简称《通知》），明确对 7 家中资大型银行、17 家中资中型银行、中资小型银行和非县域农合机构、县域农合机构、村镇银行，共 5 档机构分类分档设置房地产贷款占比上限、个人住房贷款占比上限。《通知》自 1 月 1 日起实施。

根据《通知》，第一档中资大型银行有 7 家，包括中国工商银行、中国建设银行、中国农业银行、中国银行、国家开发银行、交通银行、邮政储蓄银行，房地产贷款占比上限为 40%，个人住房贷款占比上限为 32.5%。第二、三、四、五档的占比依次减少。

《通知》与中央经济工作会议、“三道红线”政策出发点基本一致，立足“房住不炒”的基调。是对房地产宏观审慎监管框架的进一步完善，有利于避免资金过度流入房地产领域，降低金融机构房地产贷款集中度，实现促进房地产市场平稳发展和提高金融体系稳健性的双重目的。

银行业金融机构及房地产业务较重的信托行业应充分重视行业集中度风险，强化与国家战略保持一致、与市场环境相吻合、以监管要求为底线的基本原则，加快行业转型升级，立足服务实体经济的本源，实现高质量发展。

（二）新《中国银保监会信托公司行政许可事项实施办法》发布

11月24日,《中国银保监会信托公司行政许可事项实施办法》(以下简称新《办法》)正式发布。该办法是在《中国银监会信托公司行政许可事项实施办法》基础上的修订版本。新《办法》在信托公司股东资格、机构变更、业务资格、董事和高管任职资格等方面进行了修订。

新《办法》在进行相关修订时,考虑到了与《信托公司股权管理暂行办法》的衔接,加强了信托公司股东的准入管理;新《办法》的修订体现了深化“放管服”改革的理念,在《机构变更》部分简化了相关流程;与老《办法》相比,新《办法》新增了以固有资产从事股权投资业务资格,但同时删除了“信托公司发行金融债券、次级债券”的全部内容。新《办法》鼓励信托公司开展以企业年金管理、特定目的信托、受托境外理财、股指期货等为代表的服务信托、标品信托业务,体现了监管导向;新《办法》首次明确要求“独立董事在同一家信托公司任职时间累计不得超过6年”,并首次对合规总监(首席合规官)提出了任职要求;新《办法》要求信托公司董事长、总经理(首席执行官、总裁)的任职资格许可应征求银保监会意见等。

信托公司应积极对照新《办法》,增强公司治理,推动业务转型。

(三) 人社部调整年金基金投资范围

12月30日,人社部印发《关于调整年金基金投资范围的通知》(以下简称《通知》),并配套印发《关于印发调整年金基金投资范围有关问题政策释义的通知》。

《通知》规定了年金基金财产的新投资范围,限于境内投资和香港市场投资。此次投资范围中新增优先股、资产支持证券、同业存单、永续债、国债期货等金融产品和工具,并调整明确了相关投资品种的投资要求和估值方式等。

《通知》提高了权益类资产投资比例上限,预计带来资本市场增量资金最高将达3000亿元。为鼓励中长期资金支持资本市场发展,此次调整将年金基金投资权益类资产比例上限提高10个百分点,合计不得高于投资组合委托投资资产净值的40%,与全国社保基金权益类投资比例持平。根据各类理财产品投资收益情况,增加权益类资产投资比例是提高产品收益率的有效途径。因此政策调整后,年金投资于权益类资产的比例有望提升。

(四) 2020年信托业年会召开:坚守受托人定位,回归信托本源

2020年12月8日至9日，2020年中国信托业年会在北京召开。

中国银保监会副主席黄洪12月8日在2020年中国信托业年会上表示，信托业要杜绝与监管博弈的心态，不通过变通或绕开监管规定开展信托业务，更不能以此寻求相对于其他信托公司的不正当竞争优势，破坏市场秩序。今后严监管、强监管态势将进一步巩固，监管问责也将更加严格。黄洪还表示，信托业要树立赚“辛苦钱”的理念，通过提供高质量服务获取相应报酬，靠创造价值来获取利润。如果行业迟迟不能扭转投机的风气，全能性金融牌照这一信托公司最大的政策优势将失去存在的合理性基础。

中国银保监会信托监管部主任赖秀福在年会上发表讲话，着重讲述了三方面内容：一是深刻认识信托业转型的必要性和紧迫性；二是充分认识行业发展转型面临的问题；三是坚守受托人定位，实现转型发展。行业目前仍存在业务长期偏离本源，发展质量难以提升，风险乱象积累严重，受托行为有待继续规范，资金投向脱实向虚，社会形象依然欠佳等问题。因此，后续信托业要坚定信心聚焦转型，提升全面风险管控的能力，激发从业人员创新创造的活力，并强化信息科技的支撑作用。

转型是实现信托公司高质量发展的起点，随着发展阶段的变化，信托业原来的发展方式已经不适应当前的形势，信托公司必须坚守受托人定位，拓展符合信托本源特征，符合服务实体经济和人民生活需要的信托服务业务。信托公司今后要进一步牢固树立受托人意识，牢记支持实体经济高质量发展、满足人民群众对美好生活向往的使命，养成遵规守纪、埋头实干、勤勉尽责的习惯，提升全面风险管理能力、专业化资产管理能力、综合化管理服务能力和信息科技支撑引领能力。

二、信托：四季度发行、收益率反弹，行业推进业务转型

近年来，我国加强了对金融行业的监管力度。2018年4月《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称资管新规）出台，统一同类资管产品监管标准，防控金融风险。2020年5月，银保监会发布《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》（以下简称资金信托新规），为信托业务转型指明了方向。信托业进入转型期，压降通道业务和多层嵌套规模，行业规模有所回落。

信托公司积极落实政策引导，增强资本实力的同时大力发展本源业务，探索符合监管要求的新业务模式，推进行业转型。与此同时，信托业强监管、严排查使行业风险暴露更为充分。监管层面加强了对信托公司和关联方的监管，持续加强风险监测。

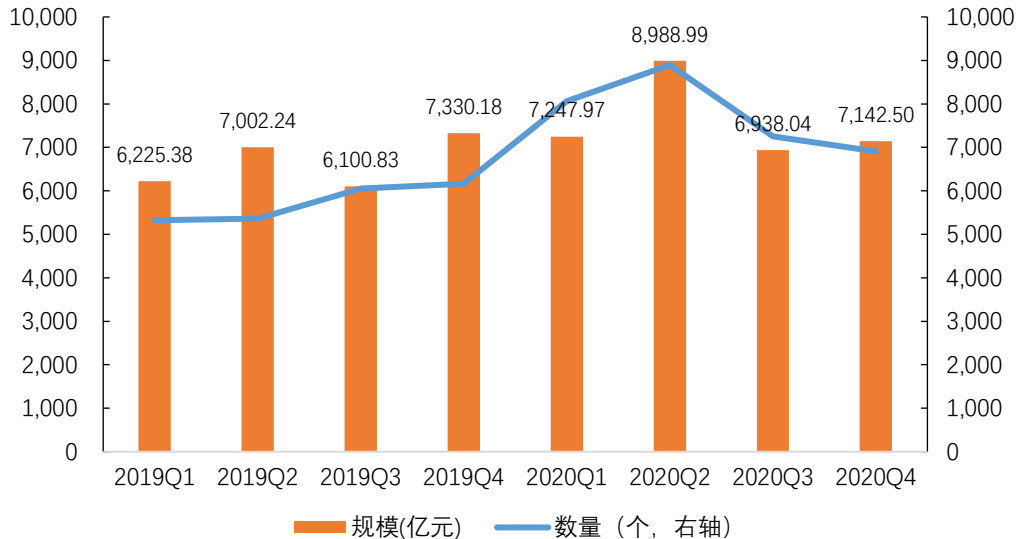
（一）第四季度发行规模回暖、同比下降

2020年第四季度，集合信托产品发行规模为7,142.50亿元¹，较2020年第三季度环比上升了2.95%，信托发行市场回暖。但与2019年同期相比，2020年第四季度信托产品发行规模下降了2.56%。

表 2-1 2020 年第四季度信托产品发行统计

2020 年	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020Q4 环比
产品数量 (个)	8,066	8,894	7,256	6,907	-4.81%
发行规模 (亿元)	7,247.97	8,988.99	6,938.04	7,142.50	2.95%
2019 年	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q4 同比
产品数量 (个)	5,324	5,359	6,052	6,165	12.04%
发行规模 (亿元)	6,225.38	7,002.24	6,100.83	7,330.18	-2.56%

资料来源：用益信托网、百瑞信托研发中心整理



资料来源：用益信托网、百瑞信托研发中心绘制

图 2-1 集合信托产品发行数量及规模

（二）投向以金融类为主，规模较上季度略降

从 2020 年第四季度信托产品的投向来看，投向为金融类、房地产类、基础产业类的产品规模位居前三位，规模分别为 2842.05 亿元、2084.12 亿元和 987.86

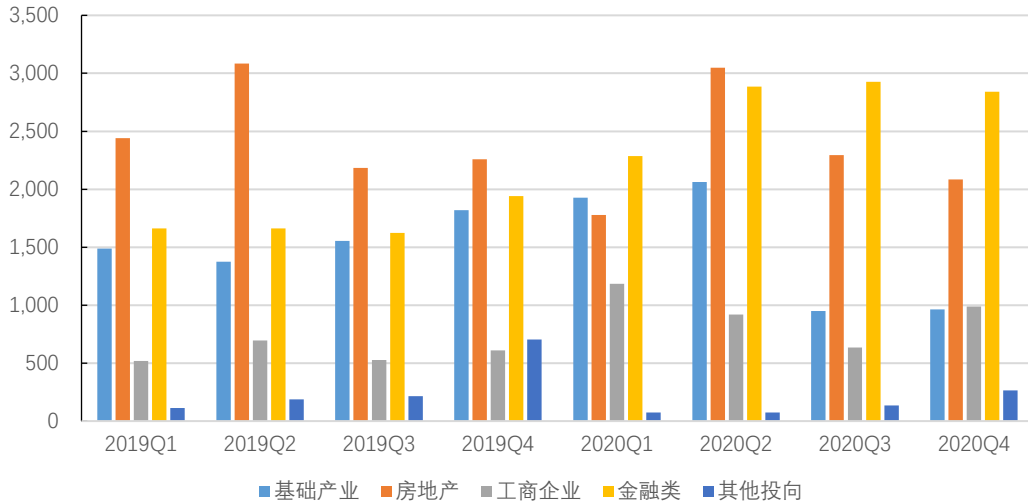
¹ 如非特别说明，信托行业部分数据均为集合信托产品发行情况。

亿元；占比分别为 39.79%、29.18%、13.50%。

表 2-2 2020 年第四季度信托产品投向统计

	基础产业类	房地产类	工商企业类	金融类	其他投向类
产品数量 (个)	986	1421	719	3674	107
发行规模 (亿元)	964.27	2084.12	987.86	2842.05	264.20
规模占比	13.50%	29.18%	13.83%	39.79%	3.70%

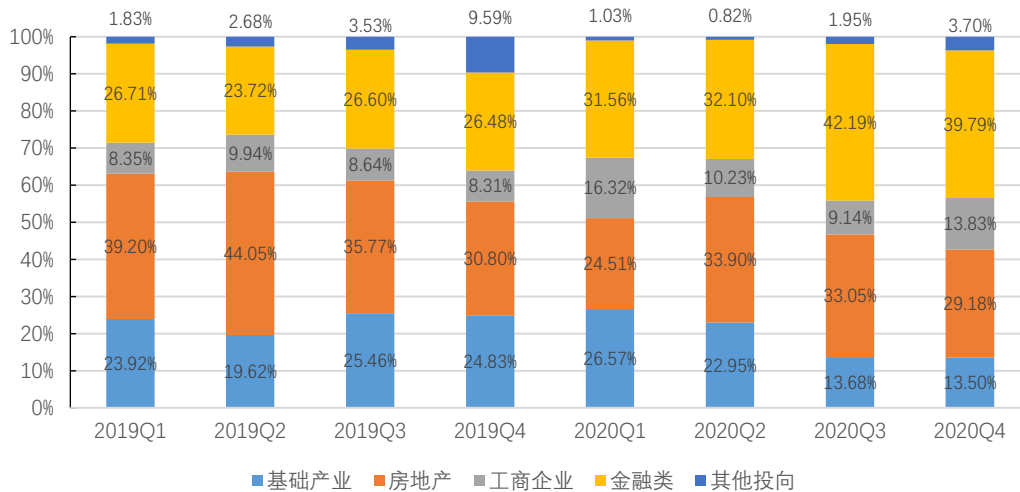
资料来源：用益信托网、百瑞信托研发中心整理



资料来源：用益信托网、百瑞信托研发中心整理

图 2-2 2019-2020 年各季度信托产品投向规模

与 2020 年第三季度相比，2020 年第四季度投向为金融类的占比由 42.19% 下降至 39.79%；投向房地产的占比由 33.05% 下降至 29.18%；2020 年第四季度投向为工商企业类的占比则有较明显的上涨，由 9.14% 上升至 13.83%。与三季度相比，2020 年第四季度，投向基础产业类的占比变动幅度不大。



资料来源：用益信托网、百瑞信托研发中心绘制

图 2-3 2019-2020 年各季度信托产品投向占比

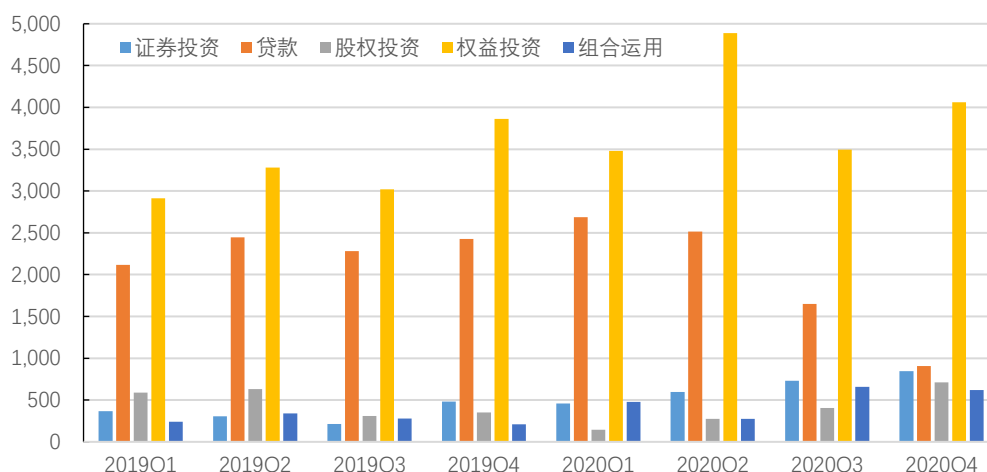
(三) 贷款类占比持续下降，证券投资、股权投资占比持续上升

2020 年第四季度，信托产品的运用方式以权益类为主，规模为 4060.18 亿元，占比 56.85%。而其他类型的运营方式，规模均已不足千亿。贷款类规模为 710.73 亿元，占比持续下降仅为 12.70%。

表 2-3 2020 年第四季度信托产品运用方式统计

	贷款类	股权类	权益类	证券类	组合运用类
产品数量 (个)	991	578	3438	1349	551
发行规模 (亿元)	907.03	710.73	4060.18	843.71	620.85

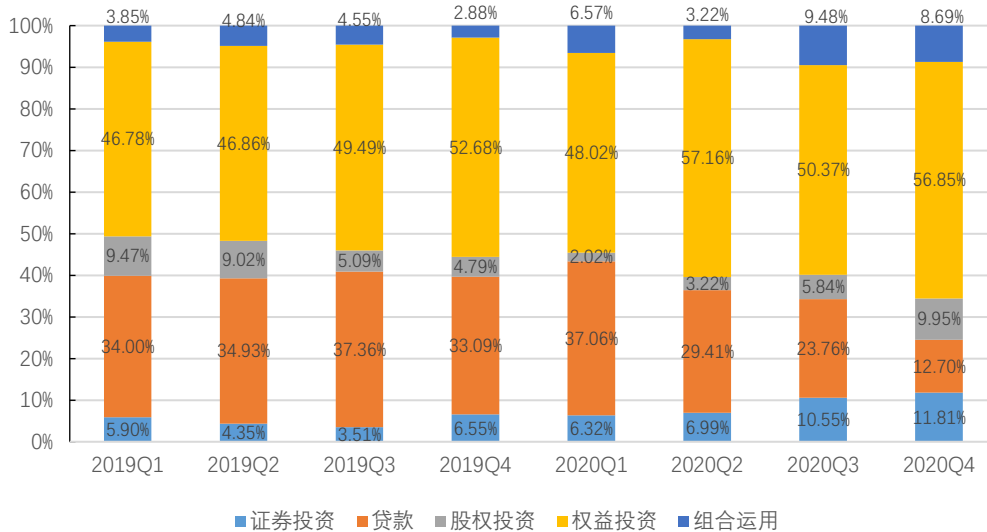
资料来源：用益信托网、百瑞信托研发中心整理



资料来源：用益信托网、百瑞信托研发中心绘制

图 2-4 2019-2020 年各季度信托产品运用方式

与 2020 年三季度相比，第四季度运用方式为权益类的信托产品占比增加，占比高达 56.85%。贷款类信托产品占比下降幅度较大，由占比 23.76% 下降到 12.70%，降幅近 11 个百分点。运用方式为股权类、证券类的产品占比均有一定幅度的上升。组合投资类占比略有下降。从各类运用方式的占比变化来看，信托业的业务转型已取得积极进展。预计未来新发行贷款类的产品占比可仍将处于较低水平，证券类、股权投资类产品占比有望继续提高。

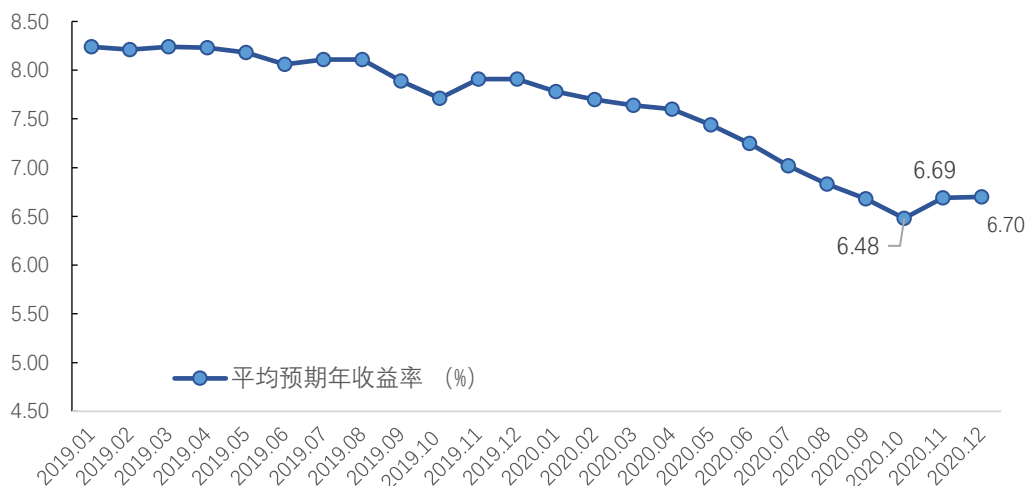


资料来源：用益信托网、百瑞信托研发中心绘制

图 2-5 2019-2020 年各季度信托产品运用方式占比

4. 收益率整体延续下降趋势，11、12 月略有抬升

2020 年四季度发行的信托产品平均预期收益率延续下滑趋势。其中，10 月份发行的信托产品平均收益率 6.48% 为年内最低水平。11、12 月发行的信托产品平均预期收益率略有抬升，分别为 6.69% 和 6.70%。受疫情影响，今年上半年的货币政策较为宽松，因此市场整体利益下行，叠加政策引导压降融资类信托规模使得今年信托产品预期收益率下降。



数据来源：用益信托《2020 年集合信托年度统计数据（1-12 月）》

图 2-7 2019-2020 年发行信托产品平均预期收益率

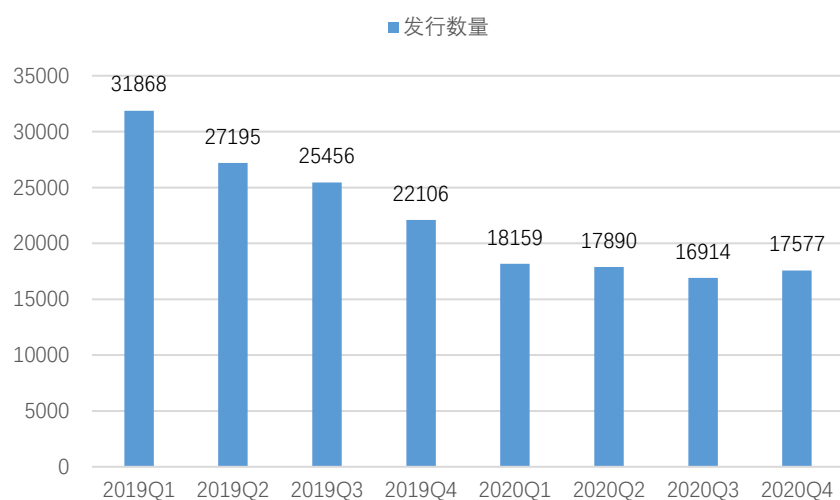
三、银行理财：固收类为主，收益率下行

随着“资管新规”、“理财新规”等一系列监管文件落地，净值型理财产品成

为银行理财市场的转型趋势，各家银行纷纷加快了净值型产品的发行速度。同时，理财子公司发行数量占比越来越高，一定程度上起到助力母行净值化转型、推动产品结构、投资方向与期限多元的作用。

（一）银行理财产品发行量回暖，收益率下行

2020 年第四季度，以销售起始日期为统计口径，共发行了 17577 只银行理财产品（含银行理财子公司发行产品）。自 2019 年一季度起，发行数量在连续 7 个季度的下滑后，发行数量回升。银行理财产品具有以下几项突出特点。

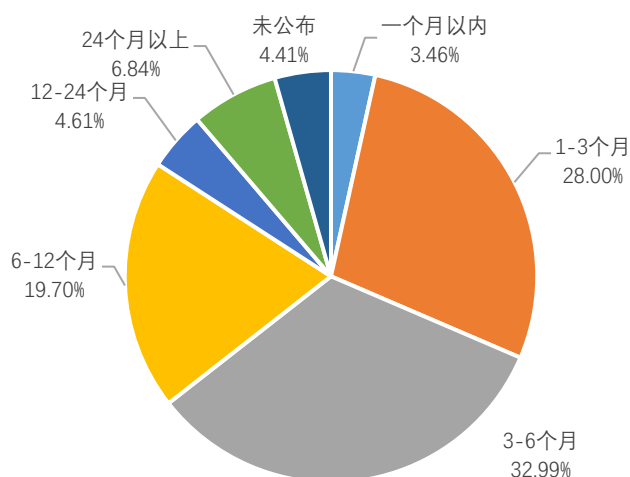


资料来源：Wind（2021-01-19 提取数据，下同），百瑞信托研发中心绘制

图 3-1 2019-2020 年各季度银行理财产品发行数量

1. 委托期限较短，以 1 年期以内的产品为主

2020 年第四季度，银行理财发行产品的委托期限以 1-3 个月和 3-6 个月为主，占比分别达到 29.08%、32.08%，委托期限在 1 年以内的产品合计占比达到 80.51%。



资料来源：Wind，百瑞信托研发中心绘制

图 3-2 2020 年第三季度发行的银行理财产品委托期限的分布

2. 以封闭式产品为主，净值型产品占比稳步上升

2020 年第四季度，银行理财封闭式产品共发行 16611 只，合计占比高达 94.50%，产品数量较第三季度增加 487 只，合计占比略有下降（前值 95.33%）。事实上，封闭式产品占比一直呈下降趋势，2019 年一季度占比为 98.99%，2020 年四季度占比下降至 94.50%。《资管新规》要求资管产品应实行净值化管理，银行理财产品的净值化转型进度值得重点关注。2019-2020 年间，净值型产品数量迅速增长。2019 年一季度，净值型产品发行数量为 2159 只，占比 6.77%。2020 年第四季度，银行理财净值型产品共发行 6806 只，合计占比 38.72%。两年间，净值型产品数量占比提高了 31.95%。此外，净值型产品以封闭式为主。2020 年四季度的净值型产品中，有 5852 只封闭式产品，占比 33.29%。而在 2019 年一季度，这一比例仅为 5.96%。银行理财产品的净值化转型进度加快。

表 3-1 2019-2020 各季度各类银行理财产品发行情况

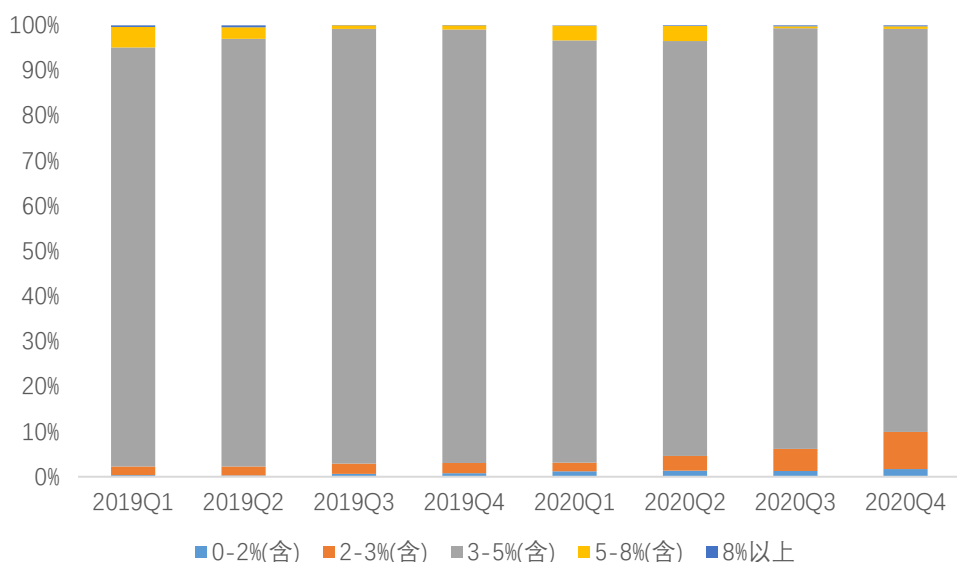
	开放式净值型		封闭式净值型		开放式非净值型		封闭式非净值型	
	产品数量	占比	产品数量	占比	产品数量	占比	产品数量	占比
2019Q1	260	0.82%	1899	5.96%	63	0.20%	29646	93.03%
2019Q2	364	1.34%	2443	8.98%	61	0.22%	24327	89.45%
2019Q3	657	2.58%	3371	13.24%	42	0.16%	21386	84.01%
2019Q4	702	3.18%	3023	13.68%	25	0.11%	18356	83.04%
2020Q1	370	2.04%	2870	15.80%	8	0.04%	14911	82.11%
2020Q2	527	2.95%	3450	19.28%	7	0.04%	13906	77.73%
2020Q3	775	4.58%	4800	28.38%	15	0.09%	11324	66.95%

2020Q4	954	5.43%	5852	33.29%	12	0.07%	10759	61.21%
--------	-----	-------	------	--------	----	-------	-------	--------

资料来源：Wind，百瑞信托研发中心整理

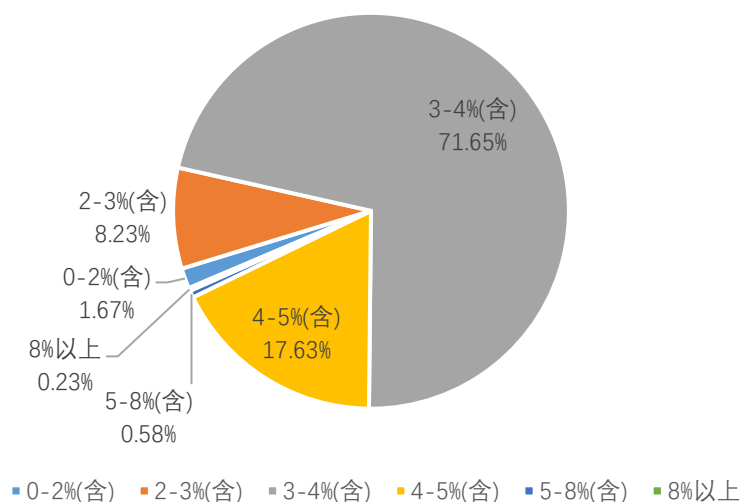
3. 产品收益率集中于 3%-4%，收益率下行趋势明显

2020 年第四季度，除了未公布收益率的银行理财产品（占比 65.92%）外，收益率集中于 3%-4%，占比 71.65%。其中，3-4%和 4-5%收益率的产品合计占比高达 99.18%（不含未公布收益率的银行理财产品，下同）。2019-2020 年，低收益率的产品发行数量呈上升趋势，而高收益率产品发行数量占比降低，5-8%收益率的产品在 2019 年第一季度占比为 4.55%，截止 2020 年四季度，仅占发行总量的 0.58%。反映出在货币政策宽松、利率下降的环境下，银行理财产品低收益、短期产品发行量增多。



资料来源：Wind，百瑞信托研发中心绘制

图 3-3 2019-2020 发行的银行理财产品预期收益率



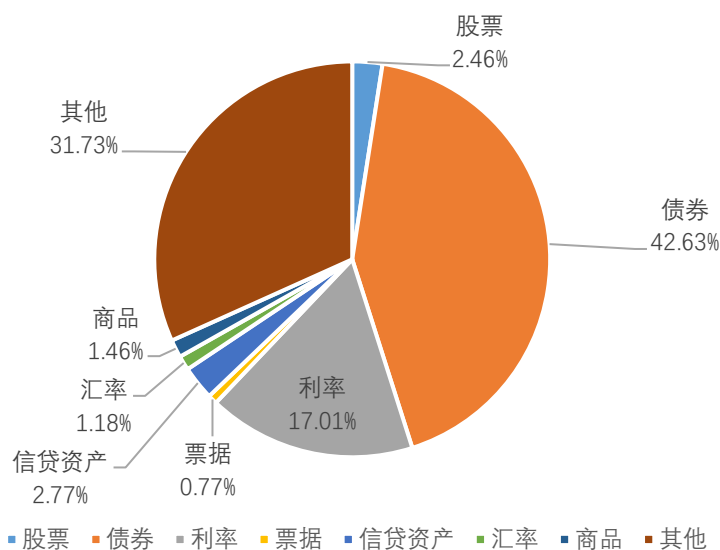
注：统计时已剔除未公布收益率的产品

资料来源：Wind，百瑞信托研发中心绘制

图 3-4 2020 年第四季度发行的银行理财产品收益率的分布

4. 固定收益类产品居多

2020 年第四季度，除去基础资产为其他的理财产品外（占比 31.73%），理财产品基础资产以固收类资产居多，债券类资产占比最高，为 42.63%（前值 25.84%），其次是利率类资产，占比 17.01%（前值 25.39%）。



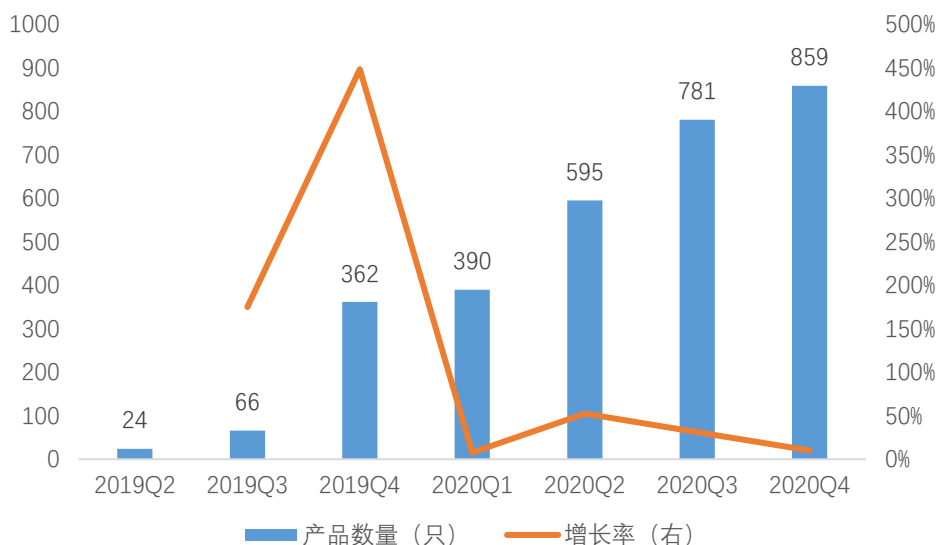
资料来源：Wind，百瑞信托研发中心绘制

图 3-5 2020 年第四季度发行的银行理财产品基础资产分布

综合来看，银行理财产品具有期限较短、收益率较低、固定收益类为主的突出特点。虽然目前银行理财产品仍以封闭式居多，但净值化转型进程较快。

（二）理财子公司产品发行量持续增加，实现净值化管理

2020年第四季度，共有19家银行理财子公司发行了共859只产品。较上一季度增长9.98%，增长速度较快，但在银行理财全市场的规模仍然较小。与银行整体发行理财情况形成对照，自2019年第二季度理财子公司陆续开业以来，银行理财子公司发行产品数量呈爆发性增长。这可能与资管新规发布以来，要求银行理财产品净值化转型，银行将存量产品转型或转至理财子公司发行有关。



资料来源：Wind，百瑞信托研发中心绘制

图 3-6 2019Q2-2020Q4 理财子公司产品发行数量

从银行理财子公司发行的产品类型来看，固收类产品仍是银行理财子公司发行的主要理财产品类型。2020年第四季度募集且存续的产品中，固收类产品占据八成以上的份额。固收与混合类产品一直是自银行理财子公司获批成立并发行产品以来的主流产品，合计占据99%以上的份额。但自2019年四季度以来，固收类产品代替混合类产品，成为银行理财子公司发行的首要产品，且此后一直成上升趋势。不难看出，与其他资管机构相比，理财子公司在权益类投资的经验较少，发展至今仍然延续银行母行一贯的投资与营销思路，主要配置固定收益资产投资。

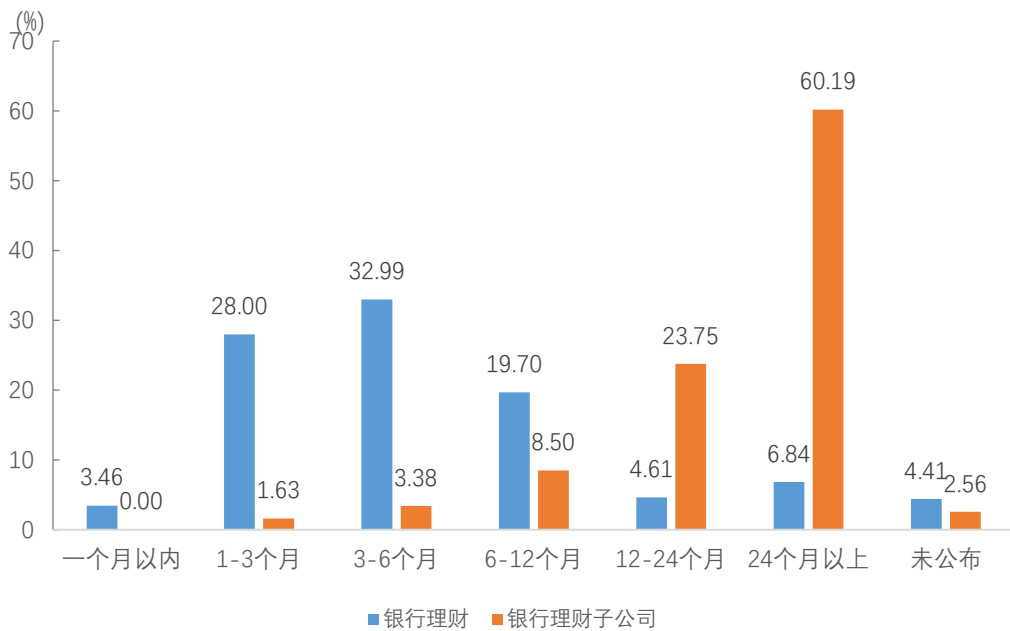
表 3-3 银行理财子公司发行理财产品类型占比

	固收占比	权益占比	商品及衍生品类占比	混合类占比
2019Q3	37.50%	0.00%	0.00%	62.50%
2019Q4	74.41%	0.39%	0.00%	25.20%
2020Q1	73.42%	0.00%	0.00%	26.58%

2020Q2	77.37%	0.18%	0.00%	22.46%
2020Q3	77.94%	0.39%	0.00%	21.67%
2020Q4	81.79%	0.00%	0.00%	18.21%

资料来源：中国理财网（2021-01-20 提取数据），理财子公司数据起始自 2019Q3。筛选了当季度募集且存续的理财产品（与 wind 统计口径有出入），百瑞信托研发中心整理

银行理财子公司发行的产品委托期限相对较长。2020 年第四季度，银行理财子公司发行产品委托期限在 1 年以内的占比仅为 13.50%，而 1 年以上的占比为 83.93%，与银行理财产品整体的委托期限分布情况形成鲜明的对比。



资料来源：Wind，百瑞信托研发中心绘制

图 3-7 2020 年第四季度银行理财产品委托期限的对比

从产品运作模式来看，银行理财子公司发行产品全部为净值型产品，且封闭式产品占比高。2020 年第四季度，银行理财子公司发行开放式净值型产品共 375 只，封闭式净值型产品共 484 只，占比分别为 43.66%、56.34%。未发行非净值型理财产品，银行理财子公司新发行的产品全部实行了净值化管理。

（三）理财子公司理财产品销售管理暂行办法（征求意见稿）发布

目前，银行理财子公司仍处于发展初期。截止 2020 年底，共有 24 家银行理财子公司获批，20 家理财子公司成立。随着银行理财子公司的陆续开业，预计银行理财子公司发行的产品数量、规模将不断提高。

2020 年 12 月，银保监会发布了《商业银行理财子公司理财产品销售管理暂

行办法（征求意见稿）》，细化了理财产品销售概念，划分销售机构和代销机构的责任，界定银行理财代销机构，将互联网平台拒之门外，理财销售渠道缩窄，并加大投资者保护力度。随着银行理财产品制度的不断健全与完善，理财产品的投资范围、投资约束等都将向国内外先进的金融产品管理办法看齐，净值化转型加速。当银行理财从原来的固定收益转型为净值化产品时，理财子公司发展将对其他金融机构造成一定的竞争压力。

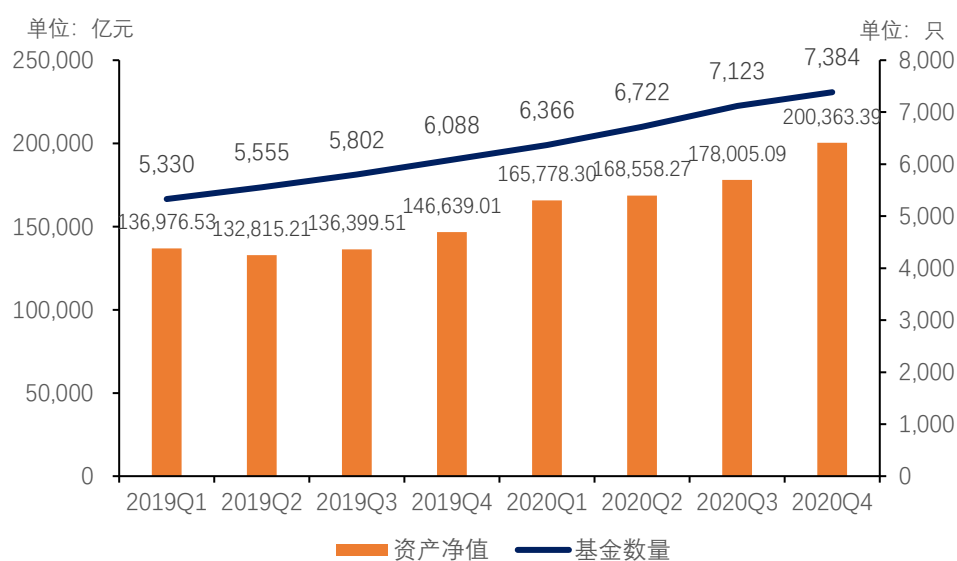
四、公募基金：混合型基金表现亮眼，迎来 MOM 新产品

从存量规模的角度，2020 年公募基金资产净值持续增长，创出历史新高。在各类公募基金中，货币市场型基金虽然规模最大，但占比不断萎缩，混合型、债券型、股票型基金的绝对规模和相对占比均不断提高。特别是混合型基金在 2020 年表现亮眼，新发份额较 2019 年大幅提高。展望未来，公募 MOM 产品有望成为一类新的投资品种，公募基金可选择将侧袋机制作为一项流动性风险工具。

（一）资产规模持续增长，混合型基金增长较快

1. 公募基金资产净值突破 20 万亿元

2020 年，公募基金发展态势良好。自 2019 年第三季度至 2020 年第四季度，公募基金资产规模连续 6 个季度保持增长趋势。至 2020 年第四季度，公募基金资产净值已突破 20 万亿元。

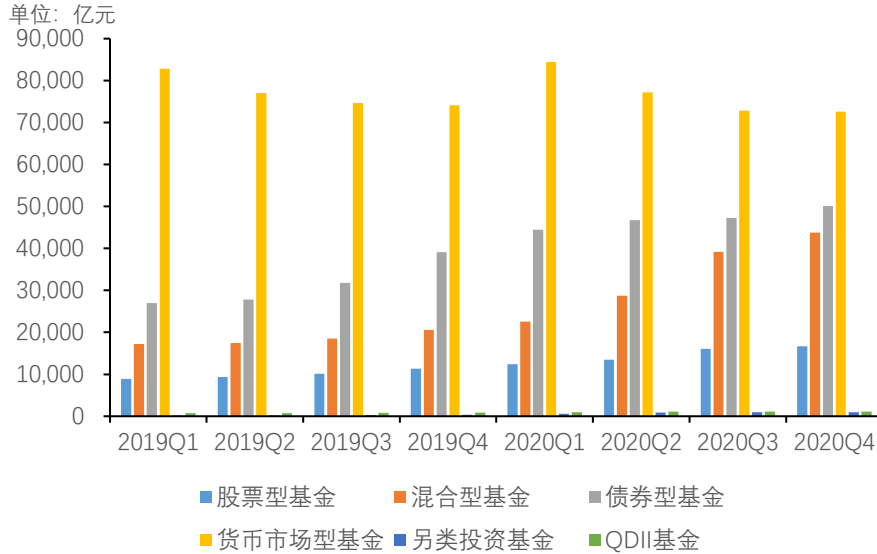


资料来源：Wind，百瑞信托研发中心绘制

图 4-1 公募基金数量与资产净值

2. 货币市场型基金规模下降，其他各类基金规模持续增长

从绝对规模来看，在各类公募基金中，货币市场型、债券型、混合型的资产净值位居前三位。货币市场型基金的资产净值在 2020 年 4 个季度中持续下降。除了货币市场型基金外，其他各类基金的资产净值在 2020 年 4 个季度中均持续增长。未来公募 REITs 正式推出后，预计另类投资基金的资产净值将快速增长，发展潜力较大。

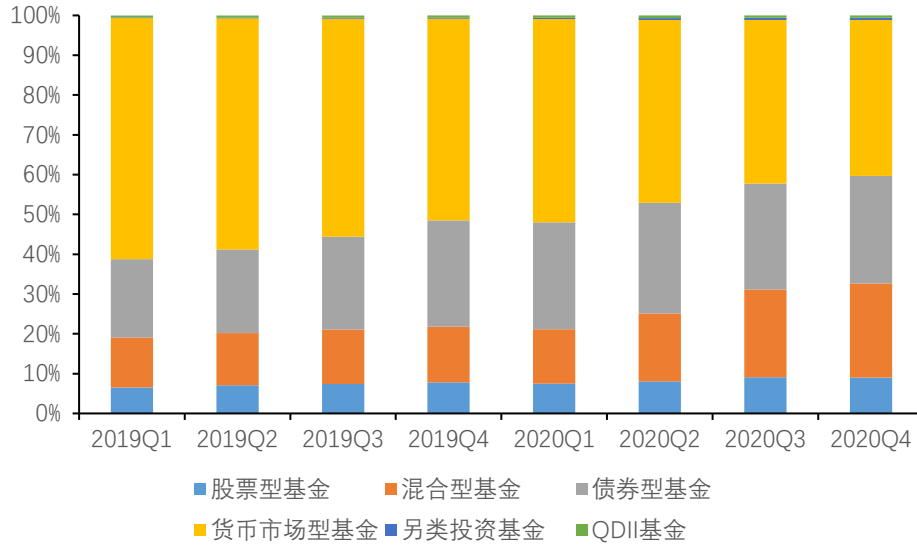


资料来源：Wind，百瑞信托研发中心绘制

图 4-2 各类型公募基金的资产净值

3. 货币市场型基金占比持续下降，混合型基金占比提升幅度较大

2020 年以来，货币市场型基金资产净值的占比持续下降。与 2019 年第四季度相比，债券型基金、混合型基金、股票型基金的资产净值占比均有所提升。特别是混合型基金，其资产净值占比至 2020 年第四季度已达 24.43%，较 2019 年第四季度 14.20% 的占比显著提升。



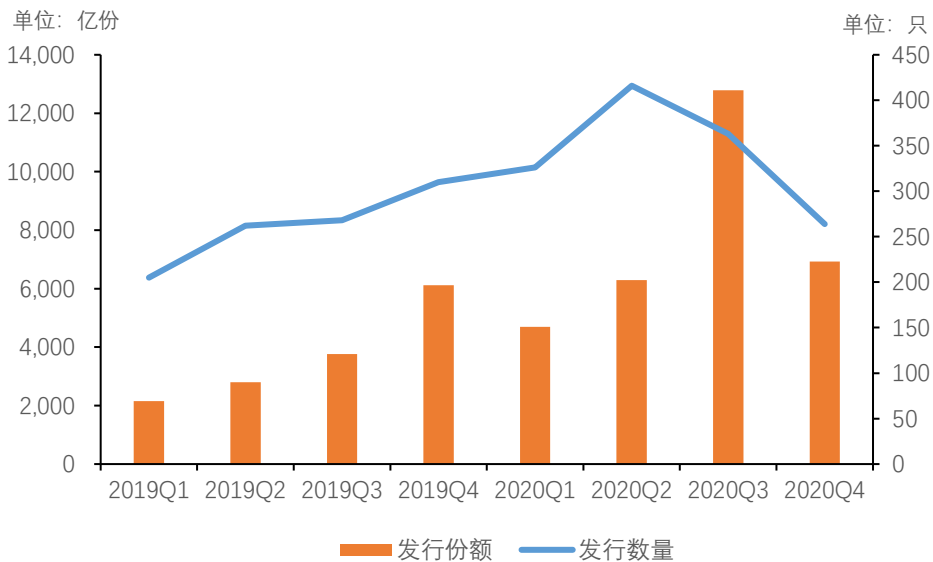
资料来源：Wind，百瑞信托研发中心绘制

图 4-3 各类型公募基金资产净值的占比

（二）2020 年新发行基金份额处于高位，以混合型基金为主

1. 第四季度新发行基金份额环比下降，但仍处高位

2020 年公募基金发行火爆，除了第一季度外，第二至第四季度的新发行份额均处于高位。虽然 2020 年第四季度的新发行基金份额环比有所回落，但从历史数据来看仍处于高位，为 2019 年以来新发行份额第二高的季度。



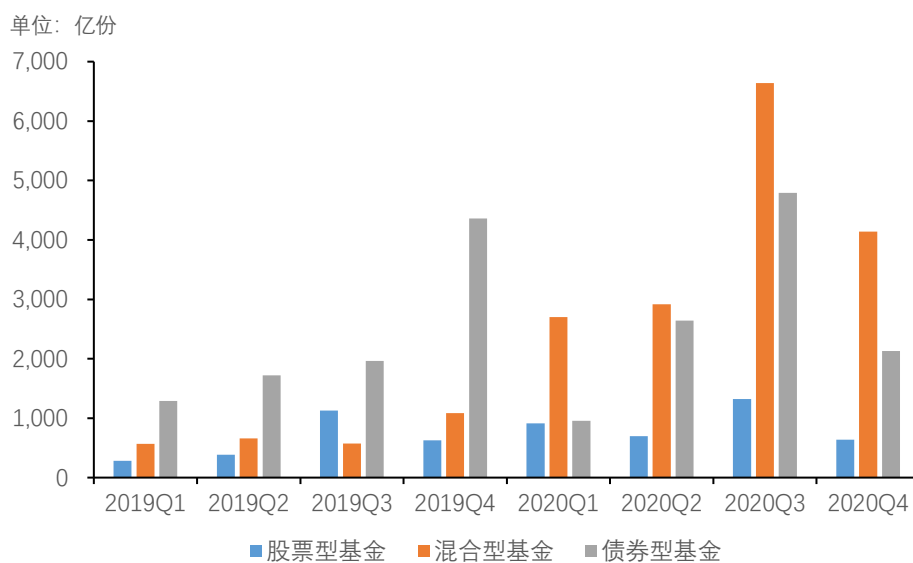
资料来源：Wind，百瑞信托研发中心绘制

图 4-4 新发行公募基金的数量与份额

2. 2020 年新发行基金以混合型为主

在新发行的基金中，股票型、混合型、债券型的发行份额较大。2019 年，新

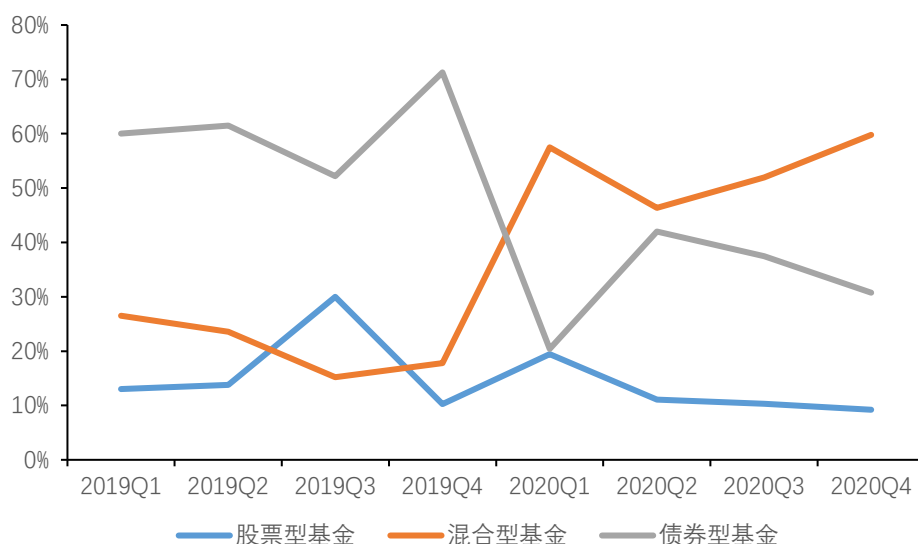
发行基金以债券型为主。但在 2020 年，债券型基金的新发行份额有所回落，混合型基金的新发行份额有了明显的提升。



资料来源：Wind，百瑞信托研发中心绘制

图 4-5 3 类主要新发行公募基金的份额

2020 年，混合型基金已取代债券型基金，成为新发行基金中的主力。从在新发行基金中的占比来看，混合型基金于 2020 年显著提升，基本保持在 50%以上。而债券型基金的新发行份额占比已从 2019 年的 60%左右下降至 2020 年的 30%左右。



资料来源：Wind，百瑞信托研发中心绘制

图 4-5 3 类主要新发行公募基金的份额占比

(三) 首批公募 MOM 获批

2020年12月31日，首批5只公募MOM正式获批。2019年末，证监会发布《证券期货经营机构管理人中管理人（MOM）产品指引》，首批产品时隔一年后获得批复，标志着一类新的投资品种即将正式落地。从首批5只产品的名称来看，具有2个典型特征。第一，5只产品的名称中均包括“一年持有期”，或“一年定期开放”，表明均需在申购后持有一年才能申请赎回，这体现了该类产品开展大类资产配置、践行长期投资的理念。第二，5只产品均为混合型，这与2020年新发行基金以混合型为主的趋势一致。

表 4-1 首批获得批复的 MOM 产品

基金公司	MOM 基金名称
鹏华基金	鹏华精选群英一年持有期灵活配置混合型管理人中管理人（MOM）
建信基金	智汇优选一年持有期混合型管理人中管理人（MOM）
华夏基金	华夏博锐一年持有期混合型管理人中管理人（MOM）
创金合信基金	创金合信群力一年定期开放混合型管理人中管理人（MOM）
招商基金	招商惠润一年定期开放混合型发起式管理人中管理人（MOM）

资料来源：公开资料，百瑞信托研发中心整理

（四）证券投资基金业协会发布侧袋机制操作细则

2020年10月30日，中国证券投资基金业协会发布《证券投资基金侧袋机制操作细则（试行）》（简称《操作细则》）。根据《操作细则》给出的侧袋机制规范定义，侧袋机制是指将基金投资组合中的特定资产从原有账户分离至一个专门账户进行处置清算，目的在于有效隔离并化解风险，确保投资者得到公平对待。定义中的“特定资产”即出现流动性风险的资产，一般包括违约债券、因重大事项长期停牌的股票等。启用侧袋机制后，特定资产装入侧袋账户，其他资产留在主袋账户。主袋账户仍然正常估值，并可以开放赎回，但投资者仅能赎回对应的主袋账户资产份额。侧袋账户的资产相当于暂时被“冻结”赎回，待侧袋账户的资产流动性恢复，或完成处置后，基金管理人再将其分配给投资者。

表 4-2 启用侧袋机制的相关规定

	具体安排
哪些产品可启用侧袋机制	只限于 开放赎回的产品 ，但货币市场基金与交易型开放式指数基金原则上不采用侧袋机制。
启用侧袋机制的条件	基金管理人启用侧袋机制前，应与 基金托管人协商一致 ，并向符合《证券法》规定的会计师事务所就特定资产认定的相关事宜咨询专业意见。如果相关资产存在可参考的活跃市场价格或使用估值技术确定的 公允价值不存在重大不确定性 ，基金管理人应 优先调整估值 而非启用侧袋机制。
侧袋账户的管	多个特定资产可放入同一个侧袋账户， 无需为单个特定资产分别开设侧

理	<p>侧袋账户。</p> <p>侧袋机制启用当日，基金管理人和基金服务机构应以原基金账户基金份额持有人情况为基础，确认侧袋账户持有人名册和份额。</p> <p>基金管理人应当按照份额持有人利益最大化原则制定变现方案，将侧袋账户资产处置变现，并及时向侧袋账户全部份额持有人支付已变现部分对应的款项；不得在侧袋账户中进行除特定资产处置变现以外的其他投资操作。</p> <p>侧袋账户资产完全清算后，基金管理人应注销侧袋账户。</p>
侧袋账户的费用问题	基金管理人 不得收取侧袋账户的管理费及业绩报酬 ，待侧袋账户资产变现后可将与处置侧袋账户资产相关的费用从侧袋账户中列支。
信息披露问题	侧袋机制实施期间，基金定期报告中的基金会计报表仅需针对主袋账户进行编制，但 侧袋账户相关信息在定期报告中单独进行披露 。

资料来源：《证券投资基金侧袋机制操作细则（试行）》，百瑞信托研发中心整理

《操作细则》在附则部分明确，私募资产管理计划、私募证券投资基金也可采用侧袋机制。未来，公募基金、私募基金均可以探索将侧袋机制作为一项流动性风险管理工具。

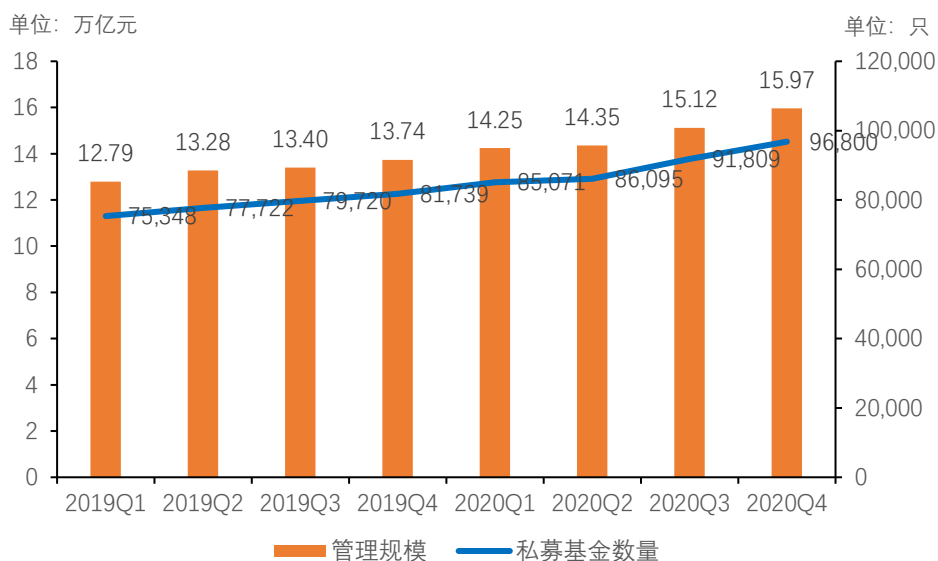
五、私募基金：总体发展态势良好，监管规则日趋完善

2020年，私募基金行业发展的各项指标均表现良好，管理规模、基金数量、管理人数量均较2019年有所增长。随着《关于加强私募投资基金监管的若干规定》正式落地，私募基金行业的监管将更加严格，私募基金行业将回归本源，真正提高资产管理能力。

（一）管理规模、基金数量均稳步增长

1. 私募基金管理规模接近16万亿元

2020年，私募基金管理规模保持稳步增长的趋势。至2020年末，私募基金管理规模已达15.97万亿元，较2019年末同比增长16.23%。备案私募基金数量也持续增长，至2020年末已达9.68万只，较2019年末同比增长18.43%。无论是从管理规模，还是从备案基金数量来看，私募基金于2019年至2020年均呈现良好的总体发展态势。



资料来源：中国证券投资基金业协会，百瑞信托研发中心绘制
注：2020 年末数据来源于证监会

图 5-1 私募基金数量与管理规模

2. 证券投资、股权与创业投资为私募基金主流

按投资方向，私募基金主要可分为证券投资、股权与创业投资、资产配置类、其他 4 大类。其中又以证券投资、股权与创业投资为主。根据中国证券投资基金业协会披露的数据，至 2020 年 11 月末，私募证券投资基金、私募股权与创业投资基金的规模已分别达到 3.74 万亿元、11.00 万亿元，这 2 大类私募基金的管理规模合计占比已高达 92.69%。

表 5-1 各类型私募基金的存量情况

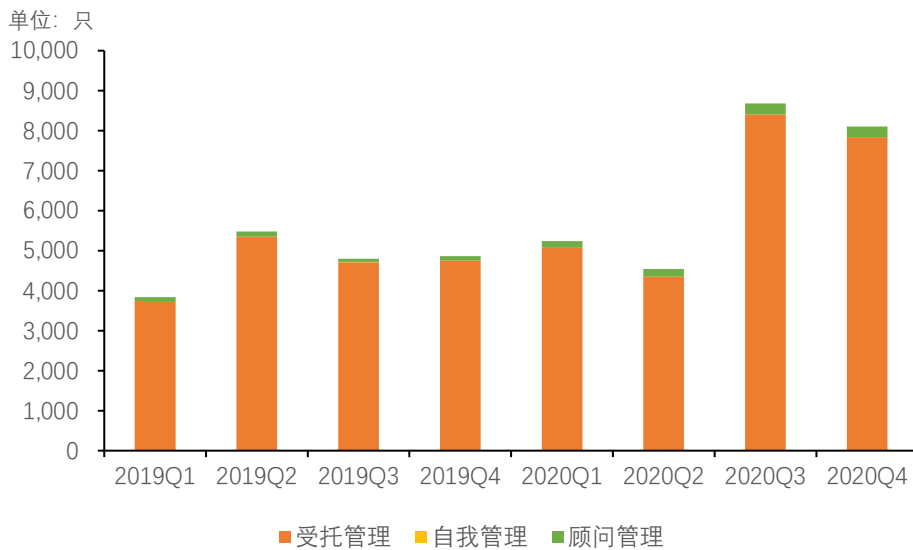
	基金规模 (亿元)	基金数量 (只)	管理人数量 (家)
私募证券投资基金	37430.73	52599	8908
私募股权、创业投资基金	110035.17	39329	15026
私募资产配置类基金	9.96	10	9
其他私募投资基金	11619.8	2801	668

资料来源：中国证券投资基金业协会，百瑞信托研发中心整理
注：为截至 2020 年 11 月的数据

3. 2020 年下半年新增备案私募基金数量大幅上升

具体到各个季度的情况来看，2020 年第三、第四季度备案的私募基金数量出现了较大幅度的上升。2020 年第三季度，私募基金备案数量超过 8600 只，较第二季度环比增长 91.19%。2020 年第四季度，私募基金备案数量较第三季度略有回落，但仍在 8000 只之上，为 2019 年以来的高位。在备案的各类私募基金

中，又以受托管理型私募基金为主，数量占比在 95%以上。

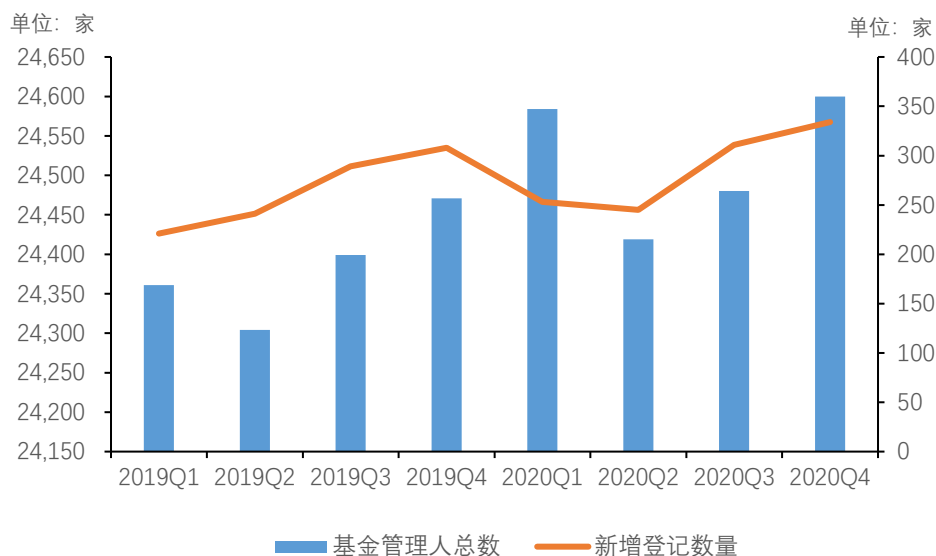


资料来源：Wind，百瑞信托研发中心绘制

图 5-2 各类型私募基金备案数量情况

（二）私募基金管理人数量庞大

创办私募基金公司，开展私募业务应在中国证券投资基金业协会登记备案。从 2020 年各个季度的新增登记私募基金管理人数量来看，2020 年第三、第四季度单季新增均在 300 家之上，为 2019 年以来的新增高峰。从私募基金管理人总数来看，2020 年第一季度有大幅增长，但随后于第二、第三季度有所回落，至第四季度再度回升。至 2020 年末，全市场基金管理人数量已达约 2.46 万家，较 2019 年末增加了约 129 家。2020 年全年新增登记的私募基金管理人有 1143 家，据此推算 2020 年有约 1014 家私募基金管理人被注销。



资料来源：Wind，百瑞信托研发中心绘制

图 5-3 私募基金管理人数量

(三)《关于加强私募投资基金监管的若干规定》正式落地

2021 年 1 月，证监会正式发布《关于加强私募投资基金监管的若干规定》。此前，证监会曾于 2020 年 9 月发布征求意见稿。正式稿与征求意见稿最大的差异在于，正式稿删去了征求意见稿中“私募基金管理人的注册地与主要办事机构所在地应当设于同一省级、计划单列市行政区域内”的要求。这意味着正式稿不再限制私募基金管理人的“异地经营”、“异地办公”，私募基金管理人的整改压力将大大减轻。

值得关注的监管要点在于对私募基金禁止性投资活动的规定。文件已明确私募基金管理人不得从事“借贷、明股实债”等活动，但“私募基金以股权投资为目的，按照合同约定为被投企业提供 1 年期限以内借款、担保除外”。我国发行的类 REITs 产品中，较多地采用了通过私募基金构造股权+债权的模式。但在新的要求下，私募基金为被投企业发放借款已受到限制，且仅有“1 年期限以内借款”可不受限制。因此，未来继续通过私募基金发放 1 年期以上的借款，将不符合监管规定。预计未来类 REITs 产品、公募 REITs 产品构造债权将不再通过私募基金完成。

表 5-2 《关于加强私募投资基金监管的若干规定》主要内容

监管要点	具体内容
名称	私募基金管理人应当在名称中标明“私募基金”“私募基金管理”“创业投资”字样。

业务范围	私募基金管理人不得直接或者间接从事民间借贷、担保、保理、典当、融资租赁、网络借贷信息中介、众筹、场外配资等任何与私募基金管理相冲突或者无关的业务。
投资者人数	私募基金的投资者人数累计不得超过《证券投资基金法》《公司法》《合伙企业法》等法律规定的特定数量。 任何单位和个人不得通过将私募基金份额或者其收（受）益权进行拆分转让，或者通过为单一融资项目设立多只私募基金等方式，以变相突破合格投资者标准或投资者人数限制。
禁止性投资活动	私募基金管理人不得直接或者间接将私募基金财产用于下列投资活动：（一）借（存）贷、担保、明股实债等非私募基金投资活动，但是私募基金以股权投资为目的，按照合同约定为被投资企业提供 1 年期限以内借款、担保除外；（二）投向保理资产、融资租赁资产、典当资产等类信贷资产、股权或其收（受）益权；（三）从事承担无限责任的投资；（四）法律、行政法规和中国证监会禁止的其他投资活动。 私募基金有前款第（一）项规定行为的，借款或者担保到期日不得晚于股权投资退出日，且借款或者担保余额不得超过该私募基金实缴金额的 20%；中国证监会另有规定的除外。

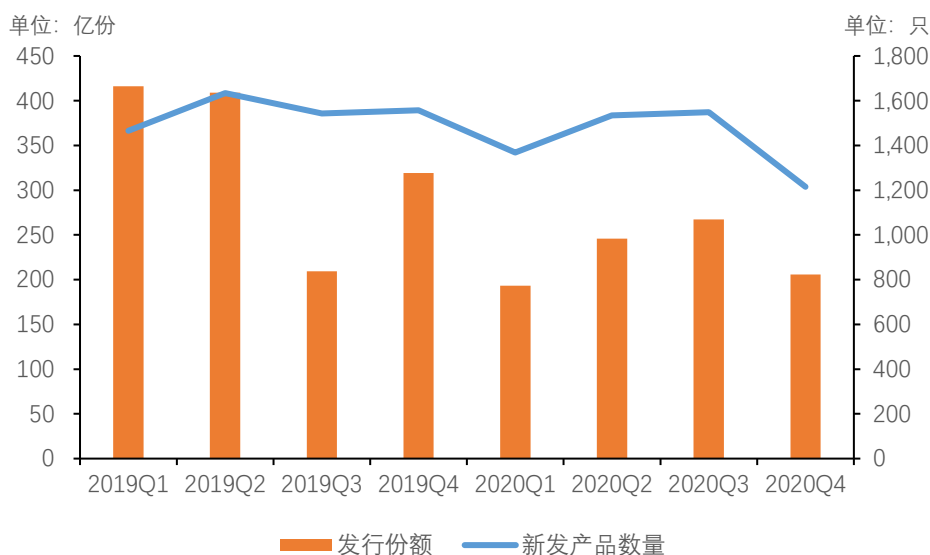
资料来源：证监会，百瑞信托研发中心整理

六、券商资管：产品发行回落，公司数量增加

2020 年，券商资管的产品发行有一定的回落。2020 年有多家券商资管子公司获批开业设立，未来证券公司资管业务以独立子公司的形式来开展或将成为新的趋势。自 2020 年 7 月证监会适当放宽“一参一控”限制以来，国泰君安资管成为首家获批公募牌照的机构。

（一）2020 年券商资管产品发行有所回落

无论是同比，还是环比，券商资管第四季度的产品发行数量、份额都有所回落。从 2020 年全年来看，券商资管第一季度的发行份额较 2019 年有较大幅度的回落，随后于第二、第三季度逐步回升，但第四季度又再次回落。

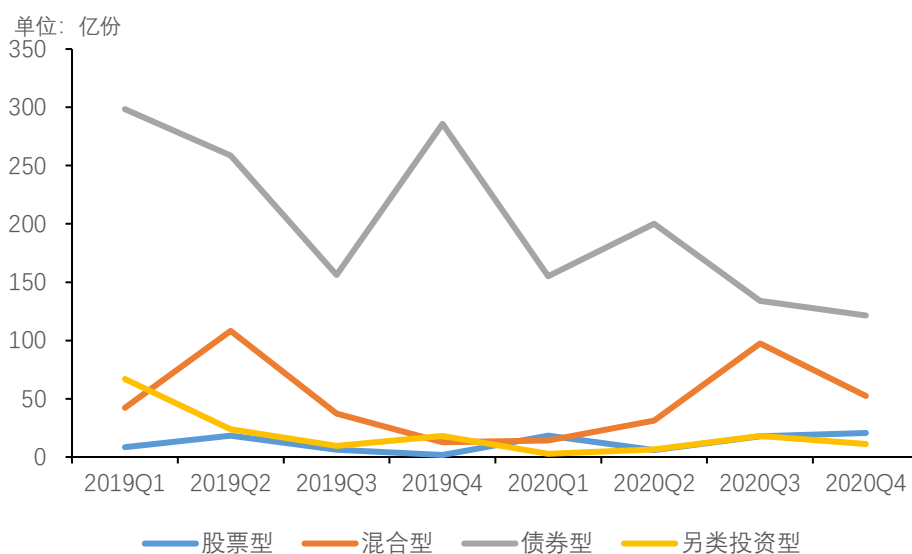


资料来源：Wind，百瑞信托研发中心绘制

图 6-1 券商资管产品的发行情况

（二）2020 年债券型产品发行份额下降

以债券型、混合型、股票型、另类投资型 4 类产品为例，考察券商资管 2020 年产品发行的变化趋势。债券型产品的发行份额始终排在第一位。但值得关注的是，债券型产品的发行份额在 2020 年第三季度出现了较大幅度的下降，随后于第四季度继续下降。混合型产品的发行份额在 2020 年第一至第三季度保持了增长趋势。虽然混合型产品的发行份额也在第四季度有所下降，但仍处于较高水平。股票型产品的发行份额虽然规模较小，但却在第三季度、第四季度连续两个季度增长。综合 2020 年全年的情况来看，债券型产品的发行份额较 2019 年有所下降，但混合型、股票型产品的发行份额较 2019 年基本持平甚至有所增长。



资料来源：Wind，百瑞信托研发中心绘制

图 6-2 各类型券商资管产品的发行情况

（三）2020 年多家券商资管子公司获批开业设立

2020 年 12 月，德邦证券、天风证券旗下的券商资管子公司正式获批开业。此前，安信证券资管子公司于 2020 年 6 月正式开业。至 2020 年末，处于开业状态的券商资管子公司已达 19 家。此外，甬兴资管、华安资管、国海资管、申万宏源资管等券商资管子公司已获批设立或将要设立，未来券商资管子公司数量将达到 23 家。证券公司设立独立的券商资管子公司，将有助于其资管业务向专业化、特色化的方向发展，也有利于各类业务之间的风险隔离。从 2020 年多家证券公司新设或拟设券商资管子公司的情况来看，未来证券公司资管业务以独立子公司的形式来开展或将成为新的趋势。

表 6-1 2020 年新增券商资管子公司情况

时间	券商或资管子公司	状态
2020 年 6 月	安信证券资产管理有限公司	资管新规后首家开业并正式运营的券商资管子公司
2020 年 12 月	德邦证券资产管理有限公司	获批开业
2020 年 12 月	天风（上海）证券资产管理有限公司	获批开业
2020 年 1 月	上海甬兴证券资产管理有限公司	获批设立，处于筹备期
2020 年 8 月	华安证券	董事会审议通过《关于设立资管子公司的议案》，拟成立资管子公司
2020 年 10 月	国海证券	董事会同意设立“国海证券（上海）资产管理有限公司”
2020 年 10 月	申万宏源证券	拟设立全资子公司“申万宏源证券（上海）资产管理有限公司”

资料来源：百瑞信托研发中心整理

（四）国泰君安资管获得公募业务资格批复

2021 年 1 月，上海国泰君安证券资产管理有限公司公开募集证券投资基金管理业务资格获得中国证监会核准。为 2020 年 7 月证监会发布《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法（征求意见稿）》后首家获批公募牌照的券商资管子公司。

在国泰君安券商资管子公司获批公募牌照之前，我国仅有 13 家证券公司获

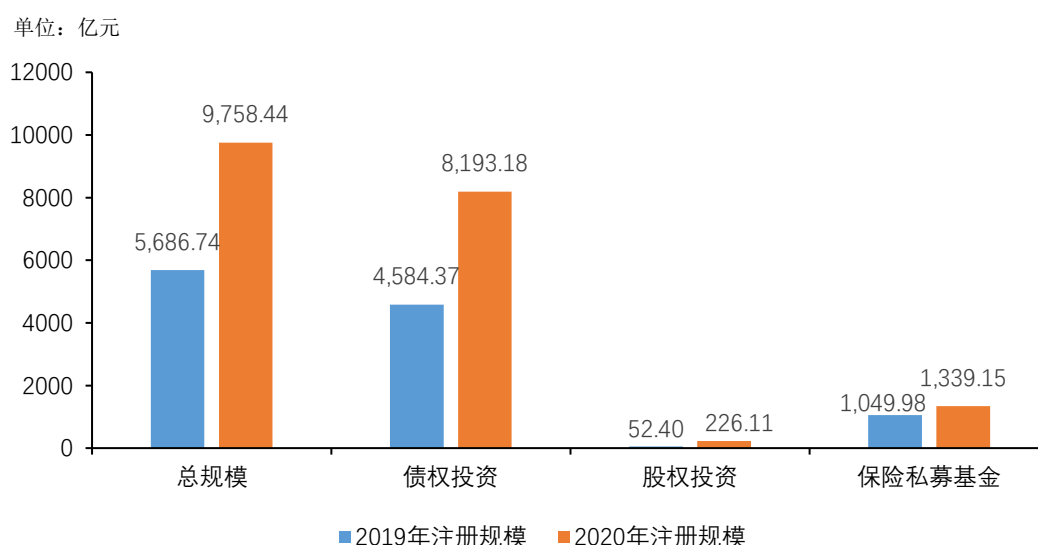
得公募牌照。主要包括 2 类，一是以华融证券、山西证券、国都证券、东兴证券、北京高华证券、中银国际证券为代表，由证券公司直接申请公募牌照；二是以东证资管、浙商资管、渤海汇金、财通资管、长江资管、华泰资管、中泰资管为代表，由券商资管子公司来申请公募牌照。随着 2020 年 7 月证监会适当放宽“一参一控”限制，预计未来将有较多的券商或其资管子公司申请公募牌照，进一步拓展资管业务。

七、保险资管：产品注册规模增长，迎来分类监管时代

2020 年，保险资管产品的注册规模较 2019 年大幅增长。人保资管、泰康资产拟设立独立公募基金公司，保险系公募基金公司即将扩容。2020 年 11 月，银保监会发布《关于保险资金财务性股权投资有关事项的通知》，保险资金投资管理的监管框架已日趋完善。2021 年 1 月，银保监会发布《保险资产管理公司监管评级暂行办法》，保险资管机构将迎来分类监管的新时代。

（一）2020 年保险资管产品注册规模大幅增长

根据中国保险资产管理业协会披露的产品注册数据，2020 年 31 家保险资产管理机构及 10 家保险私募基金管理人登记（注册）债权投资计划、股权投资计划和保险私募基金的总规模达到 9758.44 亿元，较 2019 年同比增长 71.60%。在注册的各类产品中，以债权投资计划为主。2020 年债权投资计划注册规模为 8193.18 亿元，占比达 83.96%。股权投资计划的注册规模虽然偏低，但 2020 年的同比增速高达 331.51%。



资料来源：中国保险资产管理业协会，百瑞信托研发中心绘制

图 7-1 保险资产管理机构产品注册情况

（二）人保资管、泰康资产拟设立独立公募基金公司

泰康资产、人保资管分别于 2015 年、2017 年获得公募基金管理业务资格。但泰康资产、人保资管暂未设立独立的公募基金子公司。2020 年第四季度，泰康资产、人保资管 2 家公司均已向证监会递交设立公募基金公司的申请材料。

资产管理行业具有良好的发展前景。从 2020 年泰康资产、人保资管 2 家公司申请设立公募基金子公司，以及多家券商新设独立的券商资管子公司的做法来看，未来以独立子公司开展资管业务或将成为整个资产管理行业的普遍做法。

（三）银保监会发文规范保险资金财务性股权投资

2020 年 11 月，银保监会发布《关于保险资金财务性股权投资有关事项的通知》（简称《通知》）。《通知》对包括保险集团、保险公司、保险资管公司在内的保险机构财务性股权投资加以规范。根据《通知》的定义，保险资金财务性股权投资，是指保险机构投资并持有未上市企业股权，对该企业不构成控制或共同控制的直接股权投资行为。保险资金财务性股权投资有 2 大关键特征，一是投资未上市企业的股权，二是不构成控制或共同控制。该《通知》也仅用于规范符合这 2 大特征的保险资金投资行为。

《通知》明确，保险资金开展财务性股权投资，可在符合安全性、流动性和收益性条件下，综合考虑偿付能力、风险偏好、投资预算、资产负债等因素，依法依规自主选择投资企业的行业范围。因此，保险资金的财务性股权投资将不设定行业限制。但对于被投资的标的企业，《通知》给出了禁止投资的几大情形。为了鼓励保险资金投资市场化、法治化债转股项目，《通知》明确可不受 2 项禁止投资的限制，包括（一）“不具有稳定现金流回报预期和确定的分红制度，或者不具有市场、技术、资源、竞争优势和资产增值价值”；（二）“最近三年发生重大违约事件”。

在 2020 年 3 月发布《保险资产管理产品管理暂行办法》，9 月发布三项配套规则（《组合类保险资产管理产品实施细则》、《债权投资计划实施细则》、《股权投资计划实施细则》）之后，11 月又继续发布保险资金财务性股权投资的规范文件。保险资管产品的投资监管框架已日趋完善，将为保险资管行业的稳健发展保

驾护航。

(四) 银保监会发布《保险资产管理公司监管评级暂行办法》

2021年1月，银保监会发布《保险资产管理公司监管评级暂行办法》（简称《监管评级办法》），加强对保险资管公司的机构监管和分类监管。《监管评级办法》设定了5大类评级要素，每一类要素下又细分为多个指标。评级指标体现了对保险资管公司的监管导向，一是强调公司治理与内控，二是引导加强投资管理能力建设，开展长期投资、价值投资，三是提高全面风险管理能力，四是提升交易与运营保障效率，五是加强信息披露管理。

表 7-1 保险资管公司监管评级指标体系

评级要素	主要评估内容	一级指标	分值
公司治理与 内控	评估保险资产管理公司的公司治理和规范运作，以及内部控制机制运行有效性的情况	1. 股东股权	2分
		2. 董事会、监事会和高管层	6分
		3. 内部控制	6分
		4. 审计监督	2分
		5. 关联交易管理	4分
资产管理能力	评估保险资产管理公司资产配置能力和投资管理能力建设，以及服务保险保障、开展保险资产管理产品业务的情况	1. 业务资质	10分
		2. 保险资产受托目标达成度	4分
		3. 产品发行管理	5分
		4. 资产配置与投资	7分
		5. 绩效考核	4分
全面风险管理	评估保险资产管理公司风险管理组织架构，以及识别、计量、监测、预警、报告、防范及处理各类风险的情况	1. 风险治理及架构	9分
		2. 风险管理制度与流程	6分
		3. 风险准备金	2分
		4. 日常风险管控	4分
		5. 风险模型与系统	4分
交易与运营 保障	评估保险资产管理公司交易运营能力建设、信息治理以及信息技术系统对投资管理业务支持保障的情况	1. 交易运营组织架构	3分
		2. 交易运营制度流程	3分
		3. 交易运营效能	2分
		4. 信息系统建设	4分
		5. 信息系统保障	3分
信息披露	评估保险资产管理公司依据监管要求和协议约定报送或披露信息的及时性、准确性和完整性的情况	1. 制度与组织架构	3分
		2. 监管报告	2.5分
		3. 客户告知	3分
		4. 公开披露	1.5分

资料来源：银保监会官网，百瑞信托研发中心整理

保险资管公司的监管评级周期为一年。按照监管评级最终得分，保险资管公司将被分为A、B、C、D四类，并实行差异化的监管措施。对于评级较高的公司，

将以非现场监管为主，并在市场准入、业务范围等方面给予一定的支持。对于评级较低的公司，将给予监管关注，并在业务上“做减法”，必要时甚至将依法采取暂停业务资格、责令停止接受新业务等审慎监管措施。

八、总结

1. 信托年末发行、收益回暖，业务结构持续优化

四季度信托发行规模、收益率回暖，但整体而言，信托规模与收益率呈下降趋势。特别是贷款类信托业务占比持续下滑，而证券投资、股权投资占比则持续上升，从各类运用方式的占比变化来看，反映出行业仍处于推进业务转型的阶段。预计未来在监管政策引导下，新发行贷款类的产品占比可仍将处于较低水平，证券类、股权投资类产品占比有望继续提高。

2. 信托业务在严监管环境下转型前进

2020 年央行金融稳定报告特别增加信托专题，梳理行业发展历程、现状，称信托业风险暴露加快。临近 2020 年末，银保监会陆续发布了对信托公司的行政处罚信息，暴露出行业在转型发展中积聚的风险问题，表明信托行业及金融监管环境趋严。信托业应充分发挥信托财产具有独立性、信托公司可以跨领域投资等优势，立足受托人功能定位，稳步压缩融资类信托业务，回归本源打造新的增长点。

3. 信托公司应加强与其他资管机构的业务合作

2020 年，公募基金管理资产规模、产品发行均有较好的表现，行业整体发展态势较好。预计未来将有更多的券商或其资管子公司申请公募牌照，人保资管、泰康资产 2 家公司申请设立独立公募基金公司也将正式落地。公募基金公司、券商资管公司，均在标准化资产的配置方面具有较丰富的经验。此外，私募证券投资基金也具有较强的标准化资产配置能力。未来信托公司应加大标准化资产的配置力度，可以 TOF 类证券投资业务为切入点，加强与其他资管机构的业务合作。