

2020 年第三季度信托资管行业发展研究

百瑞信托 博士后工作站

报告要点

○ 重要监管政策梳理与解读

资管新规过渡期延期，为信托公司争取到了宝贵的业务转型时间。2020 年第三季度出台的《标准化债权类资产认定规则》，规范供应链金融业务的纲领性文件，民间借贷新规，房地产企业融资“三道红线”等，将对信托业务的开展产生影响。

○ 信托：积极推进业务转型

2020 年第三季度，信托发行规模环比下降，投向为金融类的产品占比明显提升，运用方式为股权类、证券类、组合类的产品占比均有一定幅度的提升。

○ 银行理财：理财子公司净值型产品占比 100%

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，但净值化转型进展较顺利。银行理财子公司产品期限较长，已实现净值化管理。

○ 公募基金：规模持续增长，投顾业务、公募 REITs 拓宽业务范围

2020 年第三季度，公募基金发行规模显著增长，股票、债券等标准化资产配置比例提升。投顾业务，基础设施公募 REITs 将拓宽公募基金的业务范围。

○ 私募基金：规模稳定增长，走向规范化发展新阶段

2020 年第三季度，通过产品初始备案的私募基金募集规模有所回升。近 1 年来私募基金的整体规模处于稳步增长的状态。9 月发布的《关于加强私募投资基金监管的若干规定（征求意见稿）》将推动私募行业走向规范化发展新阶段。

○ 券商资管：发行持续回暖，迎来政策利好

2020 年第三季度，券商资管产品发行继续回暖，混合型产品的发行规模显著增长，资产配置以标准化资产为主。公募牌照“一参一控”限制放宽，券商资管迎来政策利好。

○ 保险资管：产品注册回暖，监管框架完善

2020 年第三季度，保险资管产品注册规模继续回升，保险资管公司将迎来扩容。9 月发布了 3 项保险资管产品监管文件，完善了保险资管产品的监管框架，对保险资管产品的发展形成政策利好。

一、重要监管政策梳理与解读

（一）资管新规过渡期延期

2020年7月，人民银行、银保监会发布公告《优化资管新规过渡期安排 引导资管业务平稳转型》，确认资管新规过渡期延长至2021年底。但是，过渡期延长不涉及资管新规相关监管标准的变动和调整。为做好过渡期存量资管业务整改工作，金融管理部门将建立健全激励约束机制，夯实金融机构主体责任，在锁定存量资产的基础上，继续由金融机构自主调整整改计划，按季监测实施，切实防范道德风险。同时，完善配套政策安排，加大创新支持力度，为存量资产处置提供更多的方式和渠道。

资管新规过渡期延长1年，为信托公司争取到了宝贵的转型时间。目前，信托业面临的转型压力主要包括3个方面。一是资管新规要求信托产品实行净值化管理，但底层投向为非标资产的信托产品估值难度很大。二是部分非标资产的期限较长，过渡期延长1年的背景下仍有一定的资产处置压力。三是信托业应逐步摆脱对非标资产的依赖，提高标准化资产的配置能力，标准化资产的投研能力亟需提高。

（二）《标准化债权类资产认定规则》正式出台

2020年7月，人民银行、银保监会、证监会、外汇局发布《标准化债权类资产认定规则》（简称《认定规则》），自2020年8月3日起施行。

标准化债权类资产可分为2大类。一类是由《认定规则》直接明确罗列的资产，包括国债、中央银行票据、地方政府债券、政府支持机构债券、金融债券、非金融企业债务融资工具、公司债券、企业债券、国际机构债券、同业存单、信贷资产支持证券、资产支持票据、证券交易所挂牌交易的资产支持证券，以及固定收益类公开募集证券投资基金等。

另一类是需要经监管进一步认定的资产。如需被认定为标准化债权类资产，应同时满足以下条件：（1）等分化，可交易；（2）信息披露充分；（3）集中登记，独立托管；（4）公允定价，流动性机制完善；（5）在银行间市场、证券交易所市场等国务院同意设立的交易市场交易。

此外，对于市场中存在的“非非标”资产，《认定规则》均将其明确为非标准化债权类资产。

由于资金信托新规要求非标资产的占比不得超过 50%，结合标准化债权类资产的认定规则，未来信托公司应积极尝试业务转型。一是大力发展投向为标准化资产的标品类业务，既可以是信托公司主动投资，也可以通过通道模式做大业务规模。二是拓展真股权投资业务，股权类资产与债权类资产完全独立，不属于非标准化债权类资产的范畴。三是对于存量非标资产，可通过资产证券化实现非标转标，达到压降存量非标资产规模的目的。

（三）规范供应链金融业务的纲领性文件出台

2020 年 9 月，人民银行、工业和信息化部、司法部、商务部、国资委、市场监管总局、银保监会、外汇局等八部门出台了《关于规范发展供应链金融支持供应链产业链稳定循环和优化升级的意见》（简称《意见》）。《意见》是我国供应链金融的纲领性文件，将为规范供应链金融的发展和 innovation 奠定政策框架和制度基础。

《意见》提出，金融机构与实体企业应加强信息共享和协同，提升产业链整体金融服务水平，提高供应链融资结算线上化和数字化水平。供应链金融的业务前提为真实的底层交易，《意见》鼓励将金融科技应用于供应链金融，通过技术手段保障底层交易的真实性。《意见》明确了供应链金融的金融属性，虽然核心企业在供应链中占主导地位，但相关的金融服务应由金融机构提供。

（四）民间借贷新规划定利率上限

2020 年 8 月，最高人民法院发布新修订的《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》（简称《规定》），大幅降低了民间借贷利率的司法保护上限，将其定为一年期贷款市场报价利率（LPR）的 4 倍。以 2020 年 10 月 20 日发布的一年期贷款市场报价利率 3.85% 的 4 倍计算，民间借贷利率的司法保护上限为 15.4%，相较于过去的 24% 和 36% 有较大幅度的下降。

虽然《规定》不适用于持牌金融机构，但实际上金融机构必须参照执行，目前部分银行已开始下调信用卡利率。近年来，信托公司消费金融业务发展迅速。但由于民间借贷利率上限大幅下调，很可能导致市场及用户对信托公司消费金融业务的合规性及还贷成本产生质疑。未来信托公司消费金融业务的息差可能将收窄，信托公司开展消费金融业务应更加谨慎。

（五）房地产企业融资将面临“三道红线”

2020 年 8 月，人民银行、住建部会同相关部门在前期广泛征求意见的基础

上，形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则，即“三道红线”。“三道红线”包括：房企剔除预收款后的资产负债率不得大于70%；房企的净负债率不得大于100%；房企的“现金短债比”小于1。此外，拿地销售比是否过高、经营性现金流情况两个方面也将作为监管机构考察的重要指标。

对于信托公司而言，房地产是重要的资金投向领域。近年来，监管层严格限制资金违规流入房地产，对信托公司房地产信托额度加以管控。信托资金投向房地产的规模、占比在2019年未出现大幅上升。监管层对房地产企业实行“三道红线”管控，将有助于降低房地产企业债务风险，促进房地产企业稳健发展。在房地产信托额度受限的情况下，信托公司应探索与房地产企业新的业务合作模式，主要有2大方向。一是房地产项目的“真股权”模式，即以股权的形式进入项目公司，分享项目的收益。二是房地产企业的资产证券化业务，即“表外融资”模式，包括供应链ABN、物业费ABN、CMBN等。

二、信托：发行规模下降，业务转型取得积极进展

（一）第三季度发行规模环比下降

2020年第三季度，信托产品发行规模为6520.91亿元，较2020年第二季度环比下降26.73%。与2019年同期相比，2020年第三季度信托产品发行规模上升了6.89%。

表 2-1 2020 年第三季度信托产品发行统计

	2020年第三季度	2020年第二季度	环比	2019年第三季度	同比
产品数量（个）	6737	8856	-3.93%	6726	0.16%
发行规模（亿元）	6520.91	8899.56	-26.73%	6101.83	6.89%

资料来源：用益信托网、百瑞信托研发中心整理

（二）投向以金融类、房地产类为主，金融类占比提升幅度较大

从2020年第三季度信托产品的投向来看，投向为金融类、房地产类的产品规模位居第1、第2位，均超过2000亿元，二者占比合计为74.45%。基础产业类位居第3位，占比为13.20%。

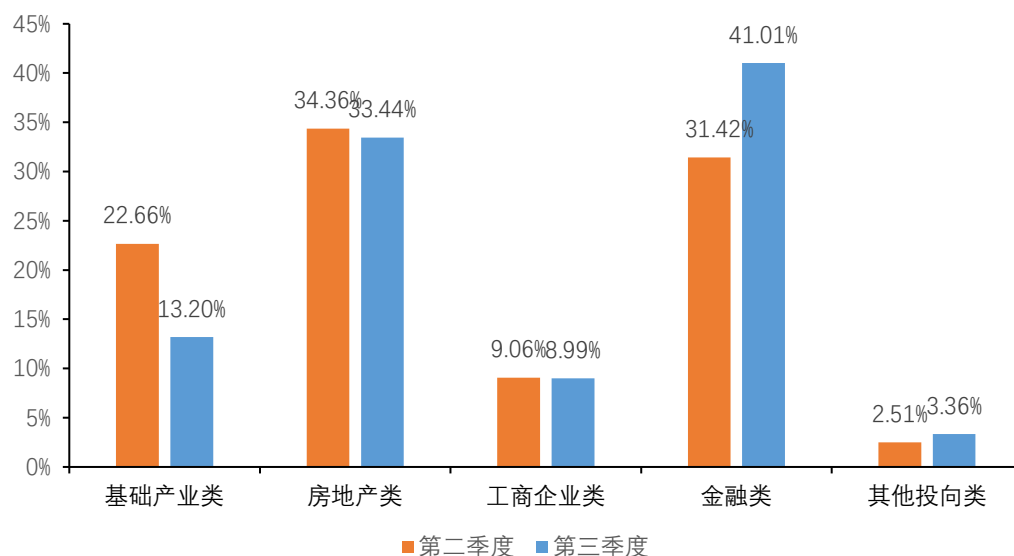
表 2-2 2020 年第三季度信托产品投向统计

	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）	1052	1363	789	3462	71

发行规模（亿元）	860.69	2180.88	586.31	2674.08	218.95
----------	--------	---------	--------	---------	--------

资料来源：用益信托网、百瑞信托研发中心整理

与2020年第二季度相比，2020年第三季度投向为金融类的占比上升幅度较大，涨幅约10个百分点。2020年第三季度投向为基础产业类的占比则有较明显的下降，下降了9.46个百分点。2020年第三季度其他三类投向的占比变动幅度不大。从各类投向的占比变化来看，信托业正在积极推进业务转型。



资料来源：用益信托网、百瑞信托研发中心绘制

图 2-1 2020 年第二季度、第三季度信托产品投向的比较

（三）运用方式以权益类、贷款类为主，占比略有下降

2020年第三季度，信托产品的运用方式以权益类为主，规模分别为3210.74亿元，占比接近50%。其次是贷款类，规模为1556.89亿元，占比为23.88%。运用方式为权益类、贷款类的规模在千亿级，但其他3类运用方式的规模较小，均不足1000亿元。

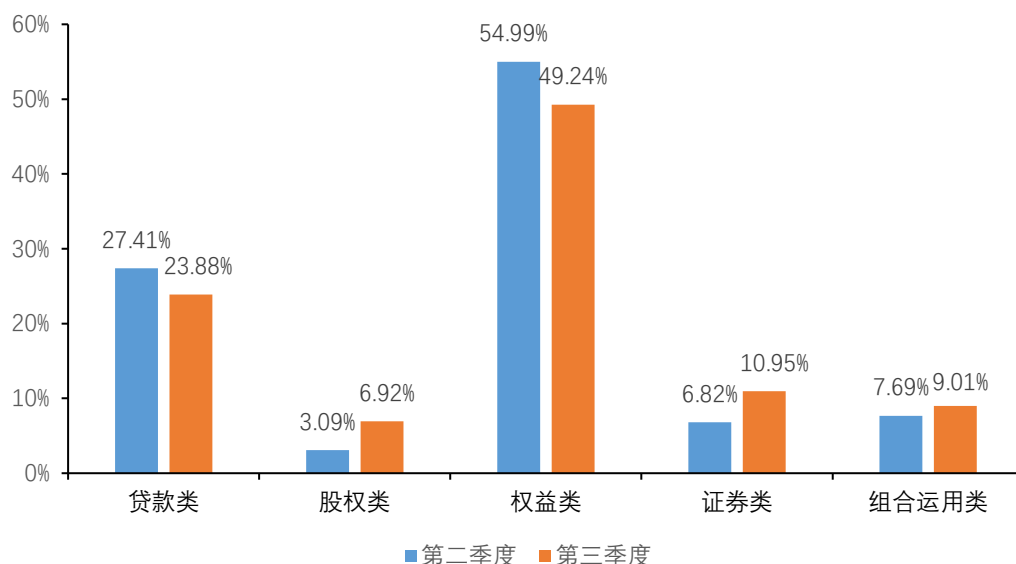
表 2-3 2020 年第三季度信托产品运用方式统计

	贷款类	股权类	权益类	证券类	组合运用类
产品数量（个）	1544	313	2898	1404	579
发行规模（亿元）	1556.89	451.27	3210.74	714.23	587.78

资料来源：用益信托网、百瑞信托研发中心整理

与2020年第二季度相比，2020年第三季度运用方式为权益类、贷款类的信托产品占比依然较大，但是都有一定幅度的下降。运用方式为股权类、证券类、

组合运用类的产品占比均有一定幅度的上升。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能将继续下降，并处于较低水平，而股权类、证券类的产品占比仍有一定的提升空间，可能将进一步提升。



资料来源：用益信托网、百瑞信托研发中心绘制

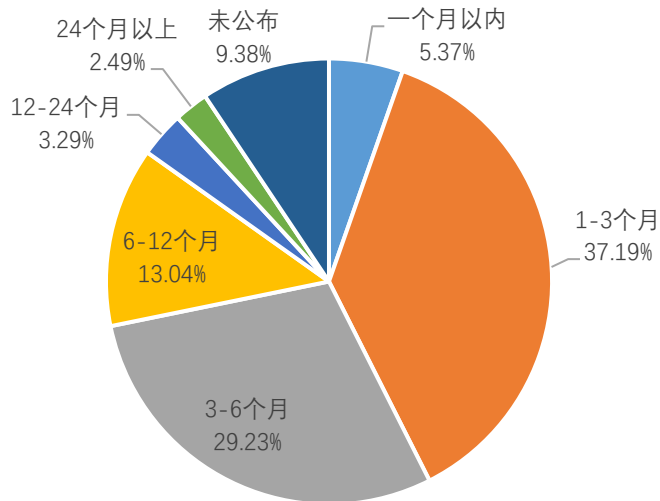
图 2-2 2020 年第二季度、第三季度信托产品运用方式的比较

三、银行理财：理财子公司净值型产品占比 100%

（一）银行理财产品以固收类居多，净值化转型压力相对较小

2020 年第三季度，以销售起始日期为统计口径，共发行了 10266 只银行理财产品（含银行理财子公司发行产品）。银行理财产品具有以下几项突出特点。

第一，委托期限较短，以 1 年期以内的产品为主。2020 年第三季度，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 37.19%、29.23%，委托期限在 1 年以内的产品合计占比达到 84.83%。



资料来源：Wind，百瑞信托研发中心绘制

图 3-1 2020 年第三季度发行的银行理财产品委托期限的分布

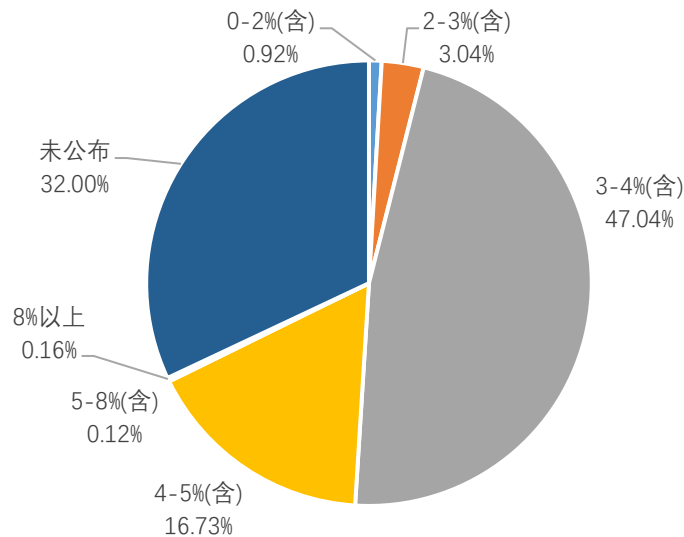
第二，以封闭式产品为主。2020 年第三季度，银行理财封闭式产品共发行 10068 只，合计占比高达 98.07%。《资管新规》要求资管产品应实行净值化管理，银行理财产品的净值化转型进度值得重点关注。2020 年第三季度，银行理财净值型产品共发行 2286 只，合计占比 22.27%，较上季度略有上升（前值 20.41%）。在净值型产品中，有 2088 只封闭式产品。相较信托而言，银行理财产品的净值化转型进度较快，压力较小。

表 3-1 2020 年第三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（只）	198	2088	0	7980
占比	1.93%	20.34%	0%	77.73%

资料来源：Wind，百瑞信托研发中心整理

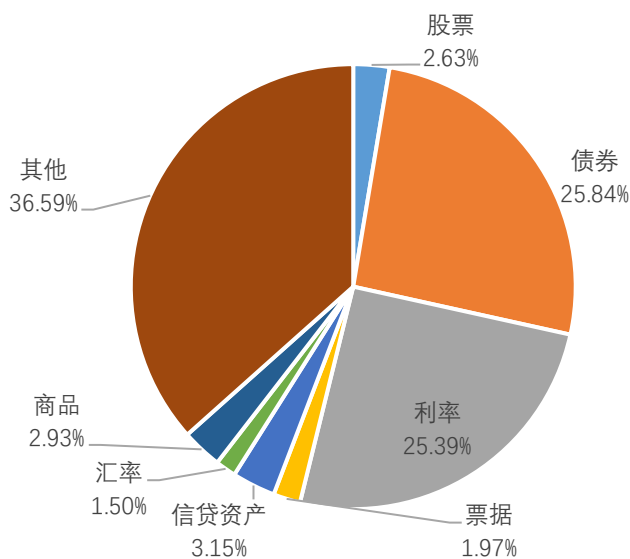
第三，产品收益率以 5% 以下居多。2020 年第三季度，除了未公布收益率的银行理财产品外（占比 32.00%），其他产品的收益率以 3-4% 和 4-5% 的居多，占比分别为 47.04%、16.73%，银行理财产品的收益率水平相对较低。



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收益率的分布

第四，以固定收益类产品居多。2020 年第三季度，除去基础资产为其他的理财产品外（占比 36.59%），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 25.84%，其次是利率类资产占比 25.39%。



资料来源：Wind，百瑞信托研发中心绘制

图 3-3 2020 年第三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，但净值化转型进展较顺利。

（二）银行理财子公司产品期限较长，实现净值化管理

2020 年第三季度，共有 8 家银行理财子公司发行了共 276 只产品。较上一

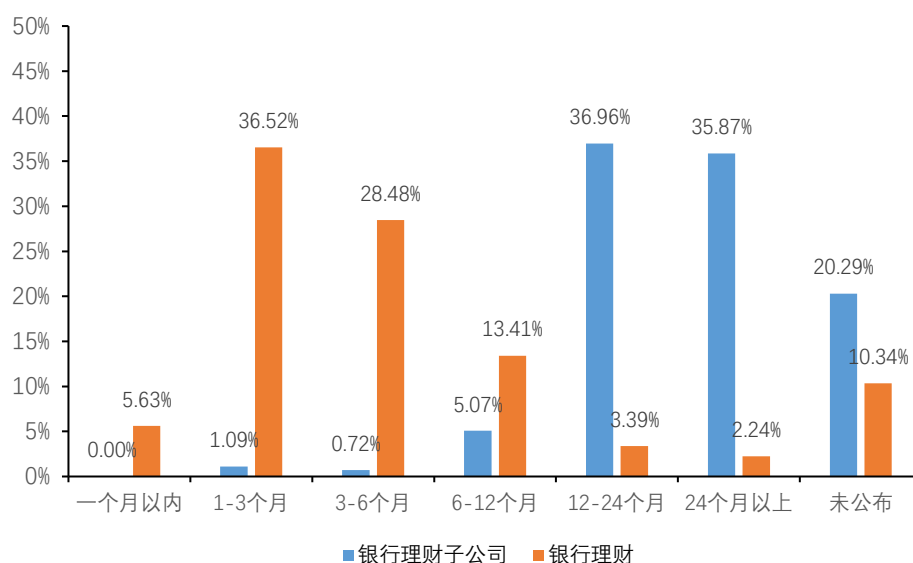
季度，理财子公司产品发行数量明显提升（前值 406）。从银行理财子公司发行的产品类型来看，固收类产品仍是银行理财子公司发行的主要理财产品类型，占据七成以上的份额。固收类产品和混合类产品占据了绝大部分的份额，2020 年一至三季度均占据 99%以上份额。较一、二季度发行情况相比，权益类理财产品发行份额有上升趋势，而混合类理财产品占据份额下降。

表 3-2 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
2020Q1	74.28%	0.00%	0.00%	25.72%
2020Q2	76.61%	0.13%	0.00%	23.25%
2020Q3	77.78%	0.39%	0.00%	21.83%

资料来源：中国理财网，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 年第三季度，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 6.88%，而 1 年以上的占比为 72.83%，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。



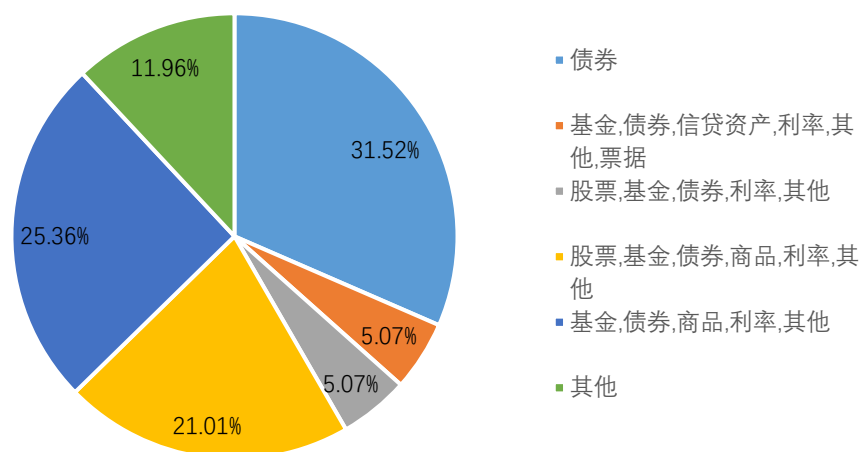
资料来源：Wind，百瑞信托研发中心绘制

图 3-4 2020 年第三季度银行理财产品委托期限的对比

从产品运作模式来看，2020 年第三季度，银行理财子公司发行开放式净值型产品共 83 只，封闭式净值型产品共 193 只，占比分别为 30.07%、71.01%。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，不存在净值化转型压力。

从银行理财子公司发行产品的投资品种来看，债券是最重要的投资品种。

2020 年第三季度，在银行理财子公司新发行的产品中，有 87 只理财产品投资品种仅为债券，占比为 31.52%。在其他所有的混合类投资产品中，债券也均出现在投资品种中。



资料来源：Wind，百瑞信托研发中心绘制

图 3-5 2020 年第三季度银行理财子公司产品投资品种的占比情况

目前，银行理财子公司仍处于发展初期。截止 2020 年第三季度，共有 22 家银行理财子公司获批，18 家理财子公司成立。2020 年第三季度，有两家新的银行理财子公司获批，分别是：广银理财有限责任公司和浦银理财有限责任公司。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。由于银行理财子公司发行的产品期限较长，且全部为净值型产品，预计将对银行理财产品整体的净值化转型产生积极作用。

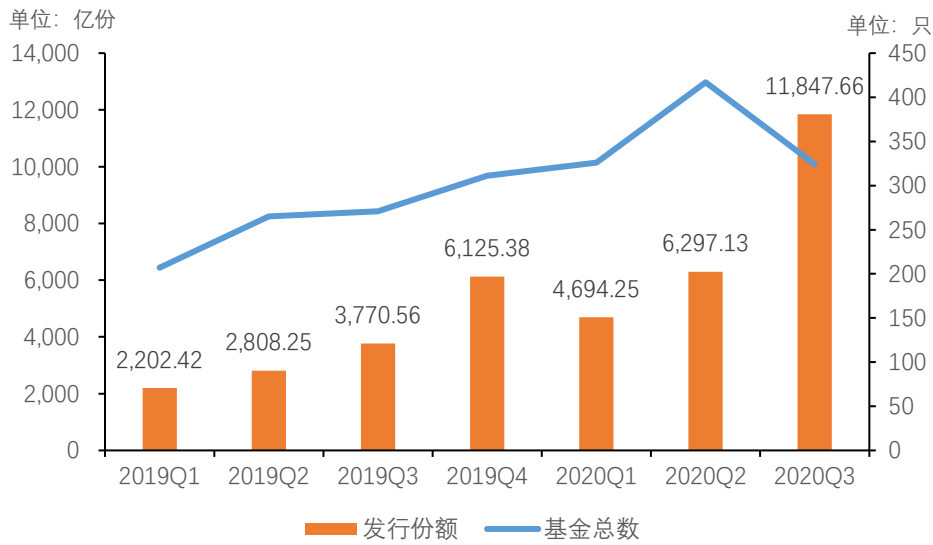
四、公募基金：规模持续增长，投顾业务、公募 REITs 拓宽业务范围

（一）发行规模、资产规模持续增长

1. 第三季度发行规模显著增长

以认购起始日为口径统计各季度新发行公募基金的情况。2020 年第一季度，新发行公募基金的份额较 2019 年第四季度环比下降。但自 2020 年第二季度以来，新发行公募基金的份额已恢复环比增长的态势。特别是 2020 年第三季度，新发行公募基金的份额较第二季度环比有显著的增长。2020 年前三个季度，平

均每季度发行的公募基金份额为 7613.01 亿份，整体来看仍较 2019 年第四季度有所提高。

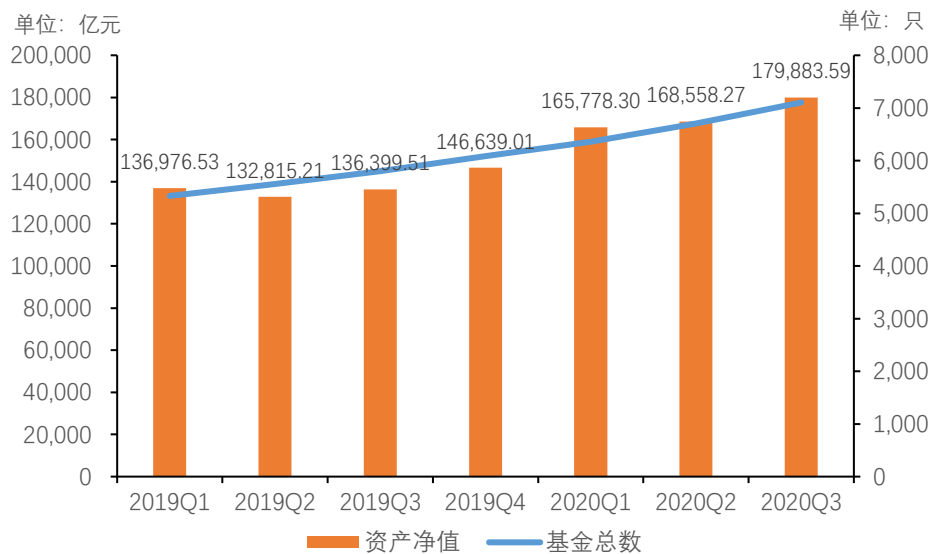


资料来源：Wind，百瑞信托研发中心绘制

图 4-1 新发行公募基金的份数与份额

2. 公募基金资产规模持续增长

自 2019 年第三季度以来，公募基金的资产净值已连续 5 个季度保持增长趋势。至 2020 年第三季度，公募基金资产净值约为 17.99 万亿元，较 2019 年第三季度同比增长 31.88%。环比来看，2020 年第三季度公募基金资产净值增速为 6.72%，增量为 11325.32 亿元。



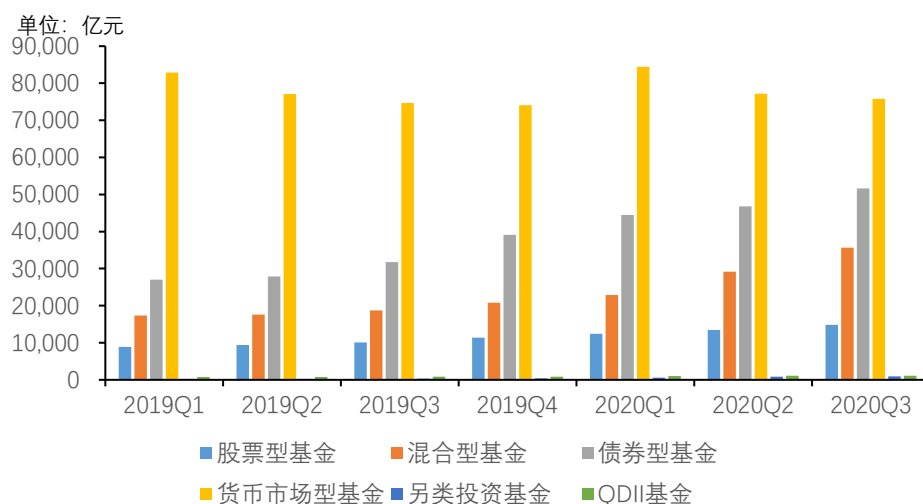
资料来源：Wind，百瑞信托研发中心绘制

图 4-2 公募基金的数量与资产净值

（二）加大股票、债券资产配置力度

1. 货币市场型基金规模下降，其他各类基金规模持续增长

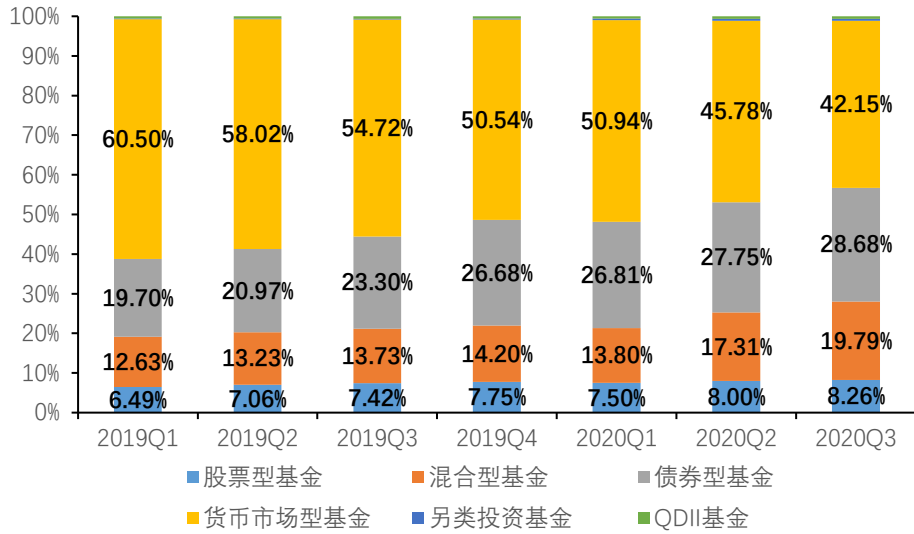
从绝对规模来看，货币市场型基金规模最大。但自 2020 年第二季度以来，货币市场型基金的资产净值环比持续下降。债券型基金、混合型基金、股票型基金的规模次于货币市场型基金，这 3 类基金的规模也相对较大。自 2019 年以来，债券型基金、混合型基金、股票型基金的规模增长较快，特别是混合型基金，其规模同比、环比分别增长了 90.11%、22.04%。此外，另类投资基金、QDII 基金的绝对规模偏小，但增速较快，2020 年第三季度的同比增速分别达到了 204.69%、33.60%。



资料来源：Wind，百瑞信托研发中心绘制

图 4-3 各类型公募基金的资产净值

由于货币市场型基金的资产净值有所下降，而其他各类基金的资产净值却在持续增长，因此货币市场型基金的资产净值占比持续萎缩。从全市场来看，债券型基金、混合型基金、股票型基金的资产净值占比自 2019 年以来持续提升，发展势头良好。

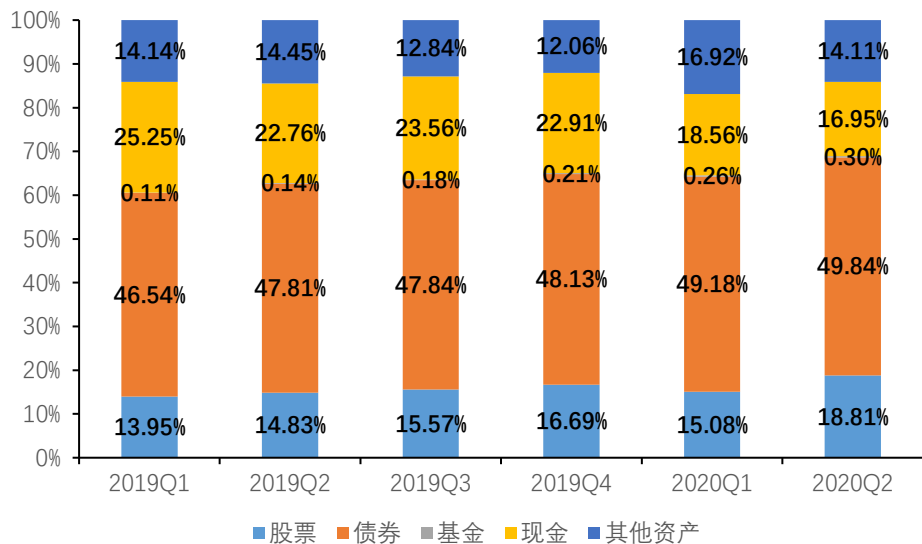


资料来源：Wind，百瑞信托研发中心绘制

图 4-4 各类型公募基金资产净值的占比

2. 股票、债券资产的配置比例提升

股票、债券是公募基金配置的最主要的 2 类资产。自 2019 年以来，股票、债券的配置比例持续提升。基于 2020 年中报的数据，股票、债券的配置比例分别为 18.81%、49.84%，合计占比 68.65%。与股票、债券配置比例提升相对应的是，公募基金对现金的配置比例自 2019 年以来有比较明显的下降。



资料来源：Wind，百瑞信托研发中心绘制

图 4-5 公募基金资产配置情况

(三) 基金投顾业务稳步开展

2019 年 10 月，证监会下发了《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业

务试点工作的通知》。首批获得投顾业务资格的公募基金及其子公司为易方达基金、南方基金、嘉实基金（嘉实财富）、华夏基金（华夏财富）、中欧基金（中欧财富）。

从目前 5 家基金公司开展的投顾业务来看，投顾业务带有很强的“定制化”特征。例如，中欧财富设置了不同的理财场景，对应投资者不同的投资需求；华夏财富将理财场景延伸到了教育、养老，可以满足投资者子女教育经费的储备需求，以及不同年龄投资者的养老金储备需求；嘉实财富对不同账户设置了不同的资产配置策略。

表 4-1 5 家基金公司投顾业务概况

基金公司	投顾品牌	业务概况
中欧财富	水滴智投	整合了三类理财场景，提供对应的投顾服务，包括 活钱管理 、 稳健理财 、 财富成长 三大类
华夏财富	查理智投	内设 优选 、 教育 、 养老 三大理财场景，十种理财组合，满足投资者不同人生阶段、不同风险收益偏好的需求
南方基金	司南定制	不仅包括南方基金自有产品，还包括 全市场精选基金
嘉实财富	——	设置了 安心账户 、 稳健账户 、 进取账户 和 特色账户 ，共计 10 种投顾组合
易方达基金	——	与招商银行同业客户部合作的 针对机构客户的代销业务 、与第三方独立销售机构上海基煜基金销售有限公司合作的 机构客户业务 、与好买基金合作的 面向高净值人群提供的基金投顾服务

资料来源：公司官网，公开资料，百瑞信托研发中心整理

投顾业务实现了收费模式的变革，真正实现了从“卖方投顾”向“买方投顾”转型，基金公司作为财富管理机构与投资者利益保持一致。在具体的投顾费率设置上，各家基金公司略有不同。以华夏财富披露的信息来看，对于不同的投顾组合类型设置了不同的费率，费率区间为 0.2%/年-0.5%/年。在投顾业务上线初期，华夏财富设置了优惠费率，但于 2020 年 6 月取消了优惠费率安排。基金公司稳步开展投顾业务，将有助于其拓宽业务范围。未来随着投顾业务规模的提升，投顾业务有望成为基金公司一项重要的收入来源。

表 4-2 华夏财富投顾业务的费率安排

投顾组合类型	费率
货币优享组合	0.2%/年
固收优选组合、指数轮动组合	0.3%/年
权益优选组合、国内培优教育金组合、常青藤教育金组合、60 后智享财富组合、70 后智赢人生组合、80 后智领未来组合、90 后智享自由组合	0.5%/年

资料来源：公司官网，百瑞信托研发中心整理

（四）基础设施公募 REITs 相关法规密集出台

2020年第三季度，与基础设施公募 REITs 相关的法规密集出台，也有多家公司披露了基础设施公募 REITs 的项目进展情况。我国基础设施公募 REITs 的基本结构为“公募基金+资产支持专项计划”，再由资产支持专项计划控制项目公司下的底层资产。未来基础设施公募 REITs 可能将成为公募基金的一大发展方向，其潜在的业务规模相当可观。

表 4-3 2020 年第三季度出台的基础设施公募 REITs 监管文件

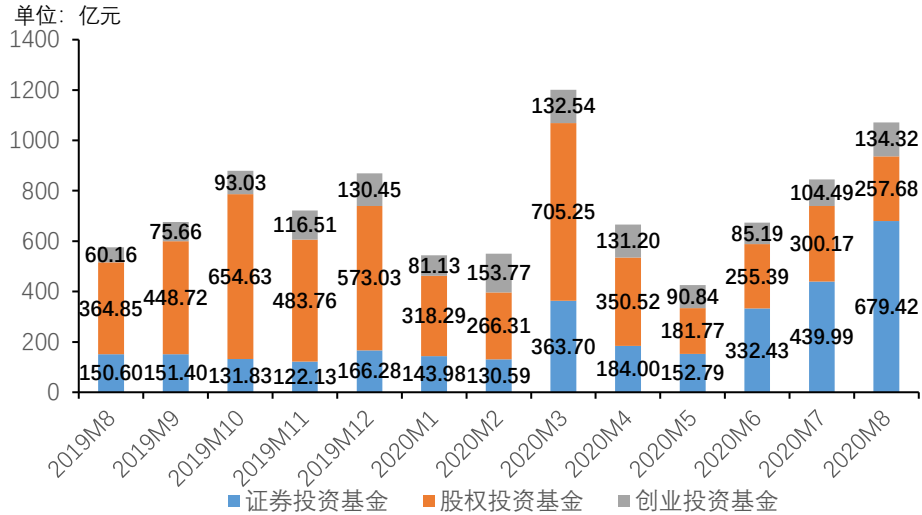
发布时间	发布单位	文件名称
2020 年 8 月	国家发展改革委	《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目 申报工作的通知 》
2020 年 8 月	中国证监会	《公开募集基础设施证券投资基金 指引 （试行）》
2020 年 9 月	上交所	《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金（REITs） 业务办法 （试行）》（征求意见稿） 《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金（REITs） 发售业务指引 （试行）》（征求意见稿）
2020 年 9 月	深交所	《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金 业务办法 （试行）》（征求意见稿） 《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金 业务审核指引 （试行）》（征求意见稿） 《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金 发售业务指引 （试行）》（征求意见稿）
2020 年 9 月	中国证券业协会	《公开募集基础设施证券投资基金 网下投资者 管理细则》（征求意见稿）
2020 年 9 月	中国证券投资基金业协会	《公开募集基础设施证券投资基金 尽职调查工作 指引（试行）》（征求意见稿） 《公开募集基础设施证券投资基金 运营操作 指引（试行）》（征求意见稿）

资料来源：百瑞信托研发中心整理

五、私募基金：规模稳定增长，走向规范化发展新阶段

（一）备案规模整体回升

2020年第三季度，通过产品初始备案的私募基金募集规模有所回升。第三季度的7月、8月私募基金备案规模分别为844.66亿元、1071.43亿元，较第二季度的3个月份有明显回升。从单月平均备案规模来看，2019年第四季度至2020年第三季度分别为824.17亿元、765.53亿元、588.42亿元、958.05亿元，2020年第三季度的单月平均备案规模为近一年来最高。



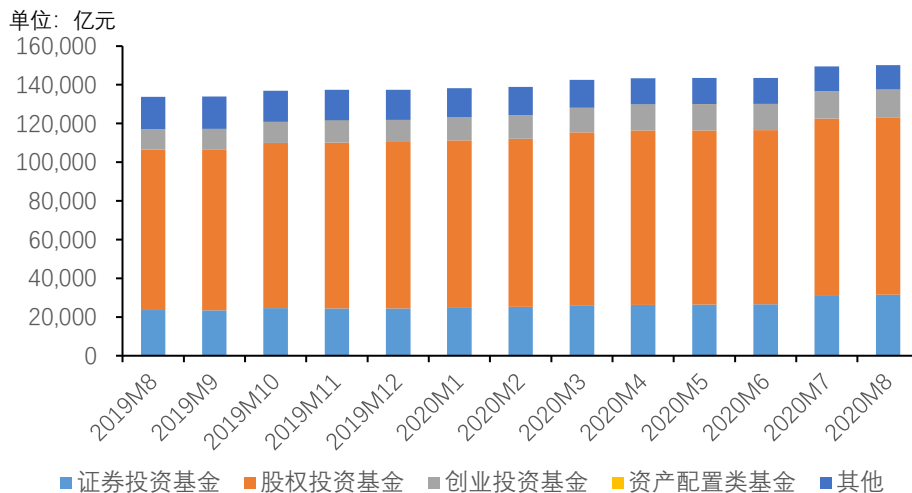
资料来源：中国证券投资基金业协会，百瑞信托研发中心绘制

图 5-1 各类型私募基金备案规模

私募基金主要分为证券投资、股权投资、创业投资、资产配置类、其他 5 个类型。其中资产配置类、其他 2 个类型近 1 年来各个月份的备案规模均可忽略不计。在证券投资、股权投资、创业投资 3 个主要类型中，近 1 年来证券投资基金的备案规模有显著的增长。

(二) 存量规模稳定增长

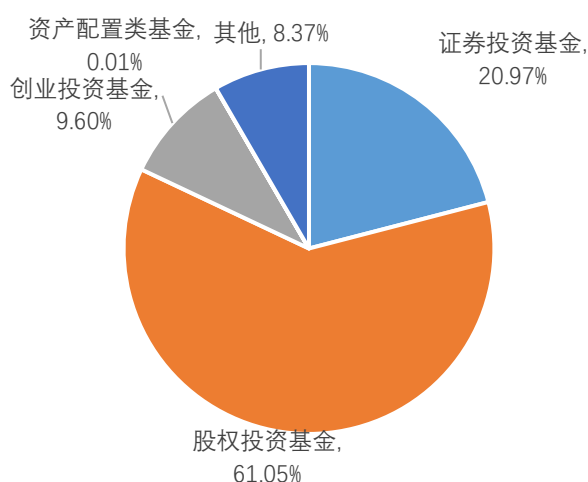
从存量规模来看，近 1 年来私募基金的整体规模处于稳定增长的状态。至 2020 年第三季度的 8 月，私募基金的整体规模达到了 15.02 万亿，同比增长 12.31%。至 2020 年第三季度的 8 月，除了其他类之外，各类型的私募基金规模均较 2019 年同期有所增长。



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

图 5-2 各类型私募基金存量规模

从绝对规模来看，股权投资基金的存量规模最大，为 9 万亿的量级，证券投资基金次之，为 3 万亿的量级。创业投资基金、其他 2 类均为 1 万亿的量级，但创业投资基金的规模仍处于扩张阶段。从相对规模来看，至 2020 年第三季度的 8 月，股权投资基金的占比为 61.05%，证券投资基金为 20.97%，二者合计占比 82.02%。



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

图 5-3 各类型私募基金存量规模的占比

（三）私募监管新规推动行业走向规范化发展新阶段

2020 年 9 月，证监会发布《关于加强私募投资基金监管的若干规定（征求意见稿）》，这是继 2014 年《私募投资基金监督管理暂行办法》发布以来，首个由证监会发布的直接针对私募基金业务的监管规范。

私募监管新规从私募基金的名称、业务范围、基金管理人、募集方式等多个角度，对私募基金的运行进行了规范。其中短期内对私募基金直接影响较大的一条规定为，要求私募基金注册地和经营场所必须一致。目前，部分私募基金出于政策优惠、税收筹划等目的，出现了注册地位于某基金小镇，但实际经营地位于北上广深一线城市的情况。私募监管新规禁止异地经营，将对部分私募基金形成最直接的整改压力。

整体来看，私募监管新规将有助于私募基金回归“私募”和“投资”2大本源，有助于推动私募行业走向规范化发展的新阶段。

表 5-1 私募监管新规主要内容

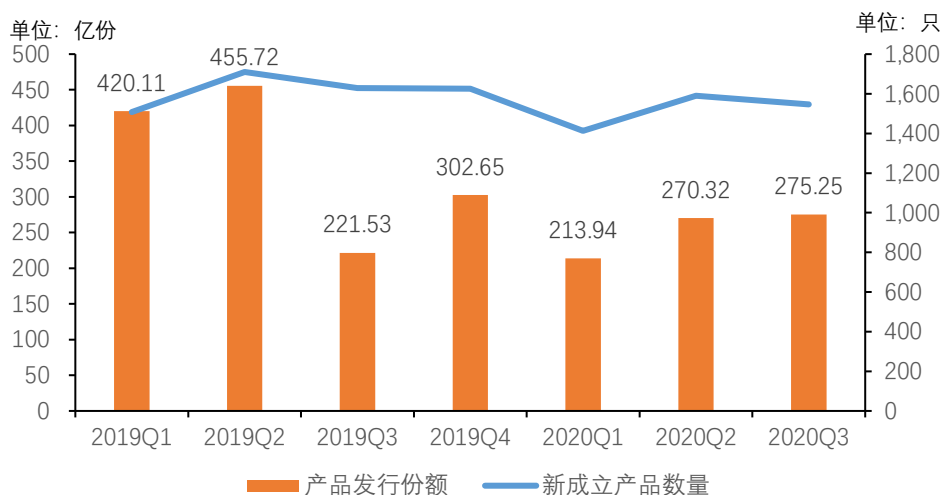
监管要点	具体内容
名称	1、未经 登记 ，不得使用“基金”“基金管理”字样从事私募基金业务活动。 2、在 名称 上，应当标明“私募基金”“私募基金管理”等字样。
业务范围	1、在业务范围上，应聚焦投资管理主业， 不得管理未依法备案的私募基金 。 2、不得直接或者间接从事民间借贷、担保、保理、典当、融资租赁、网络借贷信息中介、场外配资等任何与私募基金管理相冲突或者无关的业务。
私募基金管理人	私募基金管理人的 注册地与主要办事机构所在地应当设于同一省级、计划单列市行政区域内 。
募集方式	1、细化私募基金募集过程中的禁止性行为要求，确保私募基金应当 向合格投资者非公开募集 。 2、以股份有限公司或者契约形式设立的私募基金，累计不得超过 200 人，以有限责任公司或者合伙企业形式设立的私募基金，累计不得超过 50 人。
资金投向	严禁使用基金财产从事借（存）贷、担保、明股实债等非私募基金投资活动，严禁投向类信贷资产或其收（受）益权，不得从事承担无限责任的投资以及国家禁止或限制投资的项目等。
禁止性行为	严禁基金财产混同、资金池运作、自融、侵占或挪用基金财产、利益输送、利用未公开信息交易、内幕交易、操纵市场、不公平对待基金财产和投资者等违法违规情形。
法律责任	对违反规定从事私募基金业务的，综合运用行政、自律、司法等多种手段追究相关机构和人员的法律责任。

资料来源：证监会，百瑞信托研发中心整理

六、券商资管：发行持续回暖，迎来政策利好

（一）第三季度券商资管产品发行继续回暖

2020 年第三季度，券商资管新发行产品数量为 1546 只，发行份额为 275.25 亿份。2020 年第一季度，券商资管新发行产品的数量有较大幅度的回落，但从第二、第三季度的情况来看，新发行产品的数量已基本恢复至 2019 年同期的水平。从产品发行份额来看，2020 年第二、第三季度也较第一季度有所回升。与 2019 年第三季度对比来看，2020 年第三季度券商资管的产品发行份额增长了 24.25%。

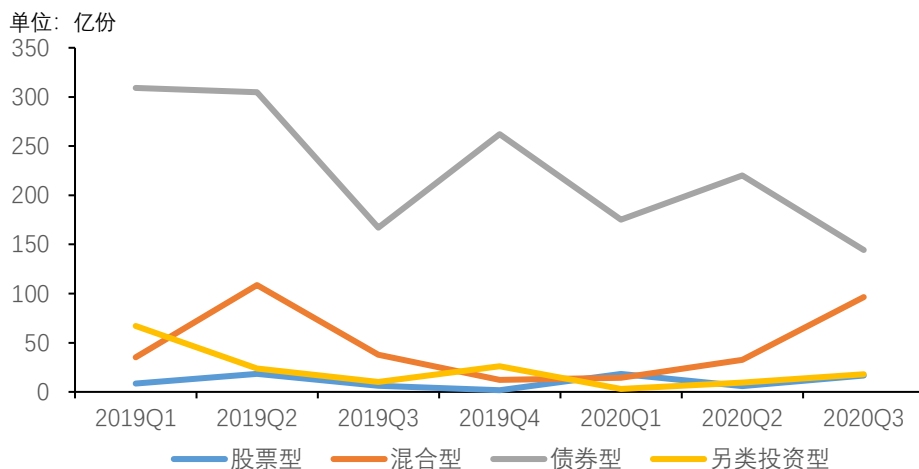


资料来源：Wind，百瑞信托研发中心绘制

图 6-1 券商资管新成立产品的发行情况

（二）混合型产品的发行规模显著增长

债券型、混合型、股票型、另类投资型是最主要的几类券商资管产品。从发行规模来看，债券型产品发行的绝对规模最大。但在 2020 年第三季度，债券型产品的发行规模有较大幅度的回落，环比、同比分别下降 34.41%、13.64%。与债券型产品发行规模的下降形成鲜明对比，2020 年第三季度混合型产品的发行规模有较大幅度的提升，环比、同比分别增长 196.14%、155.14%。自 2020 年第一季度开始，混合型产品的发行规模已连续 3 个季度增长，且增幅不断提高。此外，2020 年第三季度股票型、另类投资型产品的发行规模也较第二季度环比增长幅度较大，但绝对规模仍较小。

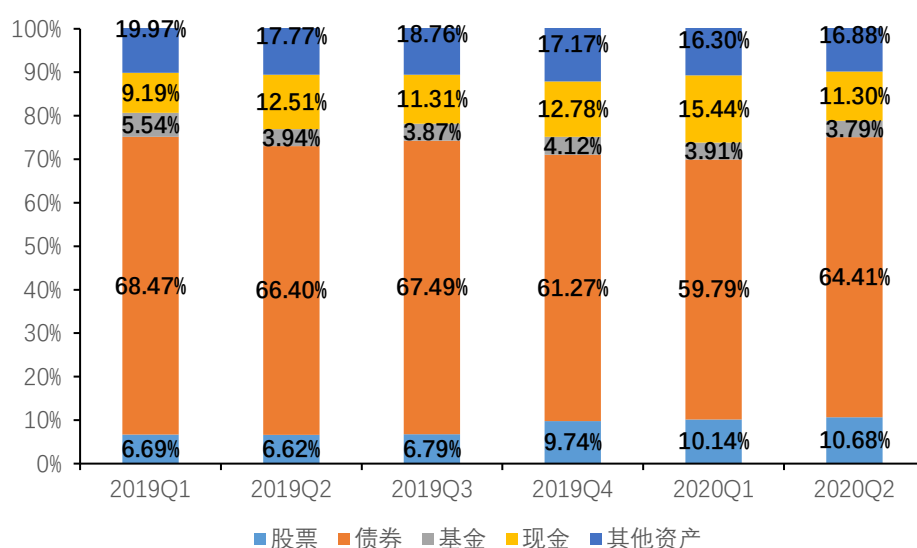


资料来源：Wind，百瑞信托研发中心绘制

图 6-2 各类型券商资管产品的发行情况

（三）资产配置以标准化资产为主

券商资管产品配置的资产主要包括债券、股票、基金、现金等。整体来看，券商资管产品的资产配置以标准化的资产为主。其中，债券是最主要的资产配置类型。基于 2020 年中报的数据，债券资产在券商资管产品中的配置比例（净值占比）高达 64.41%，但占比自 2019 年以来有小幅度的下降。此外，自 2019 年以来，股票资产在券商资管产品中的配置比例有所提升，进入 2020 年之后配置比例已超过 10%。



资料来源：Wind，百瑞信托研发中心绘制

图 6-3 券商资管产品的资产配置情况

（四）公募牌照“一参一控”限制放宽

2020 年 7 月，证监会发布的《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》（征求意见稿）优化了公募牌照制度。其中第十五条适当放宽了“一参一控”限制，规定“同一主体或者受同一主体控制的不同主体控制的其他公募基金管理人数量不得超过 1 家，参股基金管理公司的数量不得超过 2 家，其中控制基金管理公司的数量不得超过 1 家”。这意味着监管将允许同一主体同时控制一家基金公司和一家公募持牌机构，券商的资管子公司将可以申请公募牌照，进而开展公募业务。

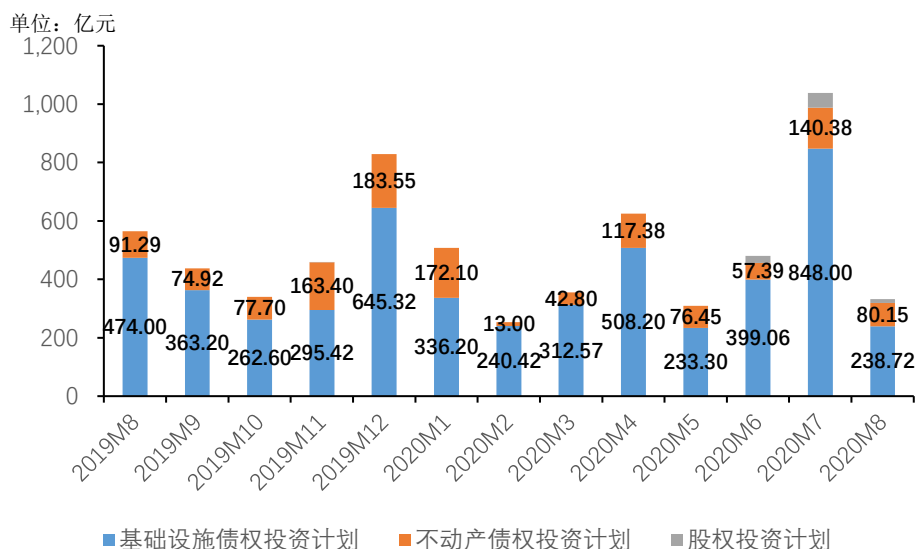
截至 2020 年第三季度，我国仅有 13 家证券公司获得公募牌照。具体来看可分为 2 类，一是以华融证券、山西证券、国都证券、东兴证券、北京高华证券、中银国际证券为代表，由证券公司直接申请公募牌照；二是以东证资管、浙商资

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。整体来看，头部证券公司几乎未获得公募牌照。此次“一参一控”限制放宽后，将对券商开展公募业务形成利好。预计未来将有较多的头部券商申请公募牌照，这将有利于其进一步加强拓展资管业务。

七、保险资管：产品注册回暖，监管框架完善

（一）第三季度产品注册规模继续回升

根据中国保险资产管理业协会披露的产品注册数据，2020 年第一季度的产品注册规模整体偏低，自第二季度起已有所回升，第三季度较第二季度有进一步的回升。第三季度的 7 月、8 月 2 个月份的产品注册规模分别为 1038.38 亿元、332.87 亿元，平均注册规模为 685.63 亿元，为近 4 个季度以来最高。



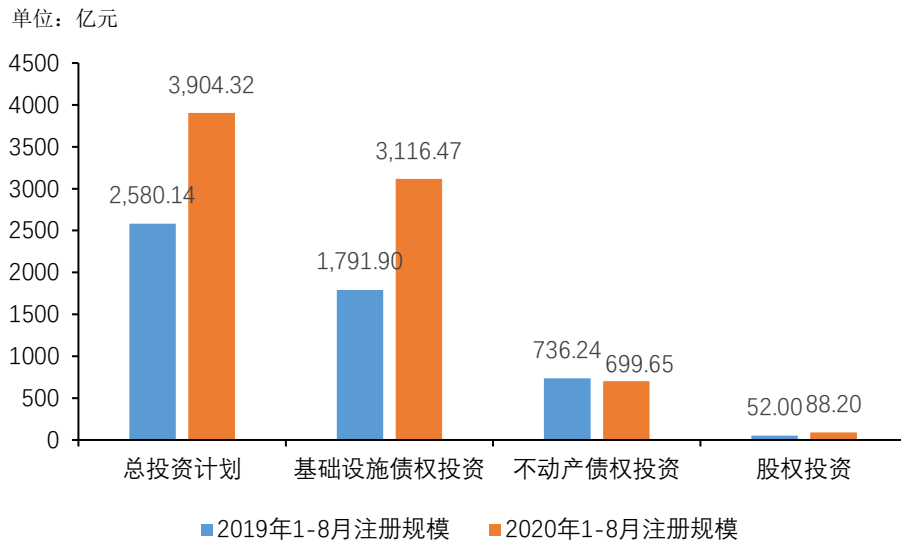
资料来源：中国保险资产管理业协会，百瑞信托研发中心绘制

图 7-1 各月份保险资产管理机构产品注册情况

保险资管产品以基础设施债权投资计划为主，在各个月份的注册规模中均占据主导地位。不动产债权投资计划的注册规模个月份波动较大，股权投资计划的注册规模偏小，部分月份甚至为 0。

2020 年前三个季度(至 8 月)，各类保险资管产品的注册总规模达到 3904.32 亿元，较 2019 年同期有明显的增长，增速为 51.32%。其中，基础设施债权投资规模的增幅较大，增速达到了 73.92%。但前三个季度(至 8 月)不动产债权投资的整体规模较 2019 年同期微降。此外，虽然股权投资的规模偏小，但前三个季

度（至 8 月）的增速较快，达到了 69.62%。



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 7-2 2020 年保险资产管理机构产品注册规模整体提升

（二）保险资管公司扩容

2020 年以来，已有 3 家保险资管公司新成立或即将成立。分别为 2020 年 3 月成立的中信保诚资管，2020 年 10 月获批开业的招商信诺资管，2020 年 10 月获批筹建的国华兴益资管。这 3 家保险资管公司的注册资本均为 5 亿元，远高于保险资管公司 1 亿元的资本门槛。按照现行的监管要求，保险资管公司注册资本不得低于其受托管理的保险资金的千分之一，低于千分之一的，应当相应增加资本金，但注册资本达到 5 亿元的，可不再增加资本金。因此，3 家新的保险资管公司在注册资本上均直接达到了不会对管理资金规模形成制约的状态。

表 7-1 2020 年以来新增保险资管公司概况

公司	状态	注册地	注册资本	主要股东
招商信诺资产管理有限公司	2020 年 10 月获批开业	北京市	5 亿	招商信诺人寿 (87.3458%)
国华兴益保险资产管理有限公司	2020 年 10 月获批筹建	上海市	5 亿	国华人寿 (80%)
中信保诚资产管理有限责任公司	2019 年 12 月获批开业，2020 年 3 月正式成立	北京市	5 亿	中信保诚人寿 (100%)

资料来源：银保监会，百瑞信托研发中心整理

（三）保险资管产品监管框架完善，迎来政策利好

2020 年 9 月，银保监会发布《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》及《股权投资计划实施细则》。这 3 项文件为 2020 年 3 月发布的《保险资产管理产品管理暂行办法》的配套细则。

2020 年 9 月发布的 3 项监管文件，为保险资管产品的发展提供了较详细的制度保障，部分条文对保险资管产品的发展为政策利好。例如，组合类产品取消了 25%的集中度比例限制，债权投资计划允许不超过 40%的募集资金用于补充营运资金，股权投资计划拓宽投资范围等。整体来看，保险资管产品的监管框架已相对完善，将有助于保险资管公司更加规范地管理产品，提升管理能力。

表 7-2 保险资管产品监管要点

	要点
组合类产品	1、组合产品销售除面向机构投资者外， 增加了个人投资者 2、 拓宽投资范围 ，增加“大额存单、同业存单”，股票定义规范为“上市或挂牌交易的股票” 3、原有组合类产品投资于单一股票、基金、资管产品的市值，不得超过该产品净资产 25%，但本次正式稿 取消了集中度比例限制 4、 货币类产品允许用摊余成本法计量
债权投资计划	1、拓宽债权投资范围， 允许不超过 40%的募集资金用于补充营运资金 2、适度放宽信用增级条件， 取消产品发行规模和担保人净资产挂钩的要求
股权投资计划	1、 拓宽投资范围 ，增加上市公司定向增发、大宗交易、可转债、可转普通股的优先股等 2、 投资权益类资产的比例不低于 80% ，投资私募股权基金、创投基金的比例不超过基金规模的 80%

资料来源：银保监会，百瑞信托研发中心整理

八、总结

1. 信托业务转型取得积极进展

2020 年第三季度，虽然信托产品的发行规模环比有所下降，但产品结构正在发生可喜的变化。与 2020 年第二季度相比，2020 年第三季度投向为金融类的占比提升，房地产类的占比微降；应用方式为贷款类的占比下降，股权类、证券类的占比提升。产品结构的这些变化，表明信托业正在主动适应新的监管要求推进业务转型，且已取得积极进展。

2. 资本实力将成为信托公司重要的竞争优势

资金信托新规对信托公司的资本实力提出了更高的要求。在新的监管环境下，信托公司拓展业务需要有较强的资本实力来保障。2020 年以来，已有 10 多家信

托公司披露或完成了引战、增资相关的工作。从其他资管行业的情况来看，新成立或即将成立的 3 家保险资管公司，也在成立初期就将资本规模设置在了较高水平。综合来看，不仅是信托业，资管行业均已形成一定的提升资本实力的共识。未来资本实力可能将成为信托公司一项重要的竞争优势。

3. 信托应向其他资管行业借鉴业务经验，加强业务合作

包括银行理财、公募基金、私募基金、券商资管、保险资管在内的其他资管行业的业务经验，均值得信托学习。

银行理财产品，净值化转型进展顺利。特别是银行理财子公司发行的产品，全部为净值型产品，债券是最主要的资产配置品种。银行理财的净值化转型，以及对债券资产的配置经验，非常值得信托在开展标品业务时借鉴。

公募基金、券商资管均以主要配置标准化资产为特色。一个值得关注的现象是，2020 年第三季度，公募基金中的混合型基金规模、占比均增长较快，券商资管混合型产品的发行规模显著增长。信托应重视这一资管产品形态的变化，研究推出有信托特色的“混合型产品”，“固收+”可以作为一个重点方向。

私募基金除了在证券投资领域有一定的业务经验外，股权投资、创业投资也是其一大业务特色。信托可探索与私募基金开展真股权投资业务方面的合作。信托与险资已经开展了一定规模的业务合作，在保险资管监管框架完善的新形势下，信托应继续探索与保险资管合作的新模式。

4. 重视基础设施公募 REITs 方面的业务机会

2020 年第三季度，多项基础设施公募 REITs 配套文件出台，为基础设施公募 REITs 的正式落地提供了制度保障。基础设施公募 REITs 将拓展公募基金的业务领域，且该业务领域具有广阔的业务前景。信托应重视基础设施公募 REITs 方面的业务机会。信托参与基础设施公募 REITs 的途径主要有 2 条。第一，信托在基础设施领域有一定的业务经验，应充分发挥贴近资产端的优势，尝试加入到公募 REITs 的交易结构中。第二，公募 REITs 提供了新的大类资产配置品种，证券投资类信托、现金管理类信托、家族信托均可考虑配置一定比例 of 的公募 REITs。