

Research on the Hot Issues of Trust Frontier

信托

前沿热点问题研究

中铁信托—西南财大 著
中国信托研究中心



 中国金融出版社

信托前沿热点问题研究

Research on the Hot Issues of Trust Frontier

中铁信托—西南财大
中国信托研究中心 ◎ 著



中国金融出版社

责任编辑：童祎薇

责任校对：张志文

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

信托前沿热点问题研究/中铁信托—西南财大中国信托研究中心
著. —北京：中国金融出版社，2019. 3

ISBN 978 - 7 - 5220 - 0016 - 9

I. ①信… II. ①中… III. ①信托业—研究—中国 IV. ①F832. 49

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 041735 号

信托前沿热点问题研究

Xintuo Qianyan Redian Wenti Yanjiu

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 13.5

字数 210 千

版次 2019 年 3 月第 1 版

印次 2019 年 3 月第 1 次印刷

定价 45.00 元

ISBN 978 - 7 - 5220 - 0016 - 9

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

《信托前沿热点问题研究》

编审委员会

主 编：马永红 景开强 陈 赤 高晋康
副 主 编：鲁 篱 王 擎 翟立宏 王 兴
编委成员：管百海 黄霄盈 马一心

序

信托业的发展历史悠久。信托制度萌生于 13 世纪英国的“尤斯制”，然后，美国 19 世纪初引入该制度后加以发展壮大，迅速奠定了现代信托制度的基础。由于信托制度的独特安排，信托业具有跨市场资源配置的天然优势，在财富管理、资产管理、资金融通、社会服务等方面的职能灵活，它的金融特性具有比较优势。现在，信托业已是各国财富管理的共同制度选择，在金融体系中处于核心地位。

我国信托业的真正发展始于改革开放，是改革开放的产物。从信托起源和发展来看，信托功能与商品经济发展水平、市场制度的完善密切相关。1979 年 10 月，中国国际信托投资公司成立，它是我国改革开放后的第一家信托机构，标志着我国开始恢复信托制度，是我国金融改革与制度创新的产物。最近十年来，我国信托业发展进入黄金时期，迅速崛起的信托业，仅次于银行业，已然雄踞第二大金融子行业，成为我国金融业的重要支柱之一。

然而，我国信托业仍然处于初步发展阶段，时值关键的转型之际。长期以来，我国信托公司充当着“影子银行”，缺乏独立性和独特性，在“大资管”“统一监管”的新时代，信托业需要重新思考自身的定位和方向。信托业，是“大资管”市场中制度较为完善、全面的行业，如何应用新技术，拓展新业务，采用新模式，寻找发展的新动力？如何以规范、专业的资产管理、财富管理有效地服务实体经济，回归信托本源，回归“受人之托、代客理财”的本源？如何提升主动管理能力，实现行业的可持续稳健发展？

对此，本书从互联网金融在信托业中的运用、信托公司在资本市场中的业务机会、房地产投资信托基金（REITs）、企业资产证券化业务等方面进行了探讨。首先，在信托业转型发展的重要时期，互联网金融的兴起提供了崭新的技术支撑和创新思路。本书中“互联网金融在信托业中的应用研究”一文，基于互联网金融和信托业的金融理论，以信托业转型、互联

网金融发展为特定背景，讨论了信托业如何吸收借助互联网金融开展业务创新，实现跨越式发展。其次，信托业正处于“泛资管时代”“强监管时代”“主动管理时代”“新生时代”“智能时代”“全球化资产配置时代”这“六大时代”，必然面临大变革、大转型。本书中“信托公司在资本市场中的业务机会与应对策略研究”一文，就资本市场发展给信托业带来的新机遇和新挑战、信托公司在资本市场的业务机会、美国信托公司及其参与资本市场情况等进行了剖析。再次，REITs作为信托公司的融资渠道之一，不仅可以盘活房地产类的非标资产，也将带有间接融资特征的房地产信托转变为直接融资，拓宽了信托公司的业务范围。本书中“房地产投资信托基金（REITs）研究”一文，分析了REITs与房地产信托，REITs与类REITs，REITs与CMBS，境外REITs，并探讨了信托公司发展REITs创新业务的优势与可行性。最后，资产证券化，是企业对一组缺乏流动性但预计可产生稳定现金流的资产进行资产重组，将重组的资产打包出售给SPV（特殊目的信托）并实现真实出售及破产隔离的条件，施加一定的信用增级手段后，将其转化成可出售、流通的证券产品的过程。本书中“企业资产证券化业务及其融资效率研究”一文，分析了企业资产证券化的发展历程、我国企业资产证券化发展现状及外部环境、企业资产证券化参与主体及模式。

总之，在“大资管”时代，信托业面临着主动管理、回归信托本源的转型方向，资产管理统一监管新规也必然推动信托业转型发展。信托业如何充分发挥本身的制度优势，走创新化的发展道路，更好地服务实体经济发展？本书进行了方方面面的讨论，既有理论上的深入探析，又有实践领域的现实思考，为我国信托业立足信托本源、跃上新的台阶相关的前沿和热点问题，铺陈了理论研究新局面，并呈现了重要的对策启示。

高晋康

2018年10月22日写于成都

目 录

信托公司在资本市场中的业务机会与应对策略研究	1
1 信托行业总体概况	1
1.1 信托公司在整个金融体系中的位置	1
1.2 信托业在中国的发展历程	2
1.3 我国信托业发展现状	5
2 信托公司面临的新机遇与新挑战	8
2.1 经济增速下降、房地产调控给信托公司带来了挑战	8
2.2 资管新规对信托公司的影响	9
2.3 资本市场发展给信托带来的新机遇和新挑战	15
3 信托公司在资本市场的业务机会	21
3.1 信托公司在股票市场上市的情况	21
3.2 信托公司持股与“闪崩股”现象	23
3.3 信托参与高管、大股东增持以及员工持股	26
3.4 信托参与上市公司定增、并购重组	28
3.5 民营上市公司实际控制人的年龄分布与家族信托	31
4 美国信托公司及其参与资本市场情况	33
4.1 美国信托业的发展简史	33
4.2 美国信托业的现状	35
4.3 美国信托资产状况	36
4.4 美国信托业发展的几点结论	41
5 信托公司未来应对策略建议	42
5.1 彻底转变观念,深刻认识信托业面临的大变革、大转型	42
5.2 信托公司要大力培养、引进适应“六大时代”的人才	43
5.3 信托公司应根据自己的能力、资源禀赋选择适合自己的 转型之路	44
5.4 信托公司要充分研究好、利用好资本市场	44
参考文献	44

互联网金融在信托业中的应用研究	47
1 绪论	50
1.1 选题背景及研究意义	51
1.2 研究框架与思路	53
1.3 研究方法	55
1.4 主要创新	56
2 文献综述与理论基础	57
2.1 资产管理理论新进展	57
2.2 信托及互联网金融基础理论	61
3 我国信托业的发展现状及互联网金融应用实践	66
3.1 我国信托业发展现状	67
3.2 业务模式的改进	69
3.3 现有业务品种的升级	78
3.4 创新业务品种的探索和实践	80
4 互联网金融的含义、特点与属性	83
4.1 互联网金融的含义、特点	83
4.2 互联网金融的平台属性	85
4.3 互联网金融的互补属性	87
4.4 互联网金融的生态属性	88
4.5 走向金融科技的互联网金融	90
5 互联网金融与传统信托业的共生关系	92
5.1 理论分析	92
5.2 我国互联网金融与传统信托共生的实证分析	94
5.3 结果分析	99
6 信托业对互联网金融的进一步借鉴与融合	99
6.1 转变营销模式,提升服务能力	100
6.2 创新业务模式与业务品种	102
6.3 创新风险管理模式	105
7 结论和建议	107
7.1 主要结论	108
7.2 相关建议	111
参考文献	113

房地产投资信托基金 (REITs) 研究

——基于国际经验以及国内产品案例的对比分析	117
1 引言	117
1.1 研究背景	118
1.2 研究意义	119
1.3 研究内容与研究方法	119
1.4 创新点	120
1.5 框架结构	121
2 REITs 概述及其研究现状	121
2.1 REITs 的内涵	122
2.2 REITs 的分类	122
2.3 REITs 的特点	124
2.4 REITs 与相关概念	125
2.5 国内 REITs 研究	132
3 境外 REITs 对比分析	133
3.1 美国 REITs 发展与模式概况	133
3.2 日本 REITs 发展与模式概况	139
3.3 新加坡 REITs 发展与模式概况	142
3.4 中国香港 REITs 发展与模式概况	144
3.5 境外 REITs 对比分析	146
4 我国 REITs 发展及产品案例分析	148
4.1 我国 REITs 发展	148
4.2 我国 REITs 市场现状	150
4.3 我国 REITs 产品案例	151
5 我国信托公司 REITs 创新业务发展	160
5.1 信托公司发展 REITs 业务的优势	160
5.2 信托公司发展 REITs 业务的 SWOT 分析	161
5.3 信托公司发展 REITs 业务的思路	161
6 结论与建议	164
6.1 研究结论	164
6.2 政策建议	165
附件	167
参考文献	169

企业资产证券化业务及其融资效率研究

——以苏宁云创二期资产支持专项计划为例	171
1 企业资产证券化业务的发展背景与研究意义	172
1.1 资产证券化的启蒙与我国的初探	172
1.2 企业资产证券化的发展历程	174
1.3 企业资产证券化业务的研究意义	175
2 我国企业资产证券化发展现状及外部环境分析	176
2.1 企业资产证券化参与主体及模式介绍	176
2.2 企业资产证券化的发展现状	178
2.3 我国企业资产证券化外部环境分析	181
3 企业资产证券化业务的研究现状	184
3.1 国外研究现状	184
3.2 国内研究现状	185
3.3 本文的创新点	187
4 中信华夏苏宁云创二期资产支持专项计划的融资模式分析	188
4.1 苏宁云商基本状况	188
4.2 苏宁云商的传统融资特点分析	188
4.3 苏宁云商的外部融资环境分析	190
4.4 苏宁云商内部融资环境与融资需求分析	192
4.5 苏宁云商的商业模式转变与资产证券化融资需求	193
5 苏宁云商证券化模式与风险分析	193
5.1 苏宁云商资产证券化模式设计	193
5.2 苏宁云商资产证券化风险分析	196
6 苏宁云商资产证券化实施效果评价	198
6.1 资产证券化实施的市场绩效——事件研究法	198
6.2 资产证券化实施的财务绩效分析	200
7 结论与建议	202
7.1 结论	202
7.2 建议与展望	203
参考文献	203

信托公司在资本市场中的 业务机会与应对策略研究^{*}

摘要：在中国金融体系中，信托居于一个非常特殊的位置，是唯一可以在货币市场、资本市场、产品市场三个市场同时从事金融活动的金融机构，这可以使信托的业务很广，但也可能使信托面临许多模糊的监管边界，一旦监管收紧，信托就面临整顿，由此在“扩张—整顿—扩张—整顿”中循环。

本文的核心观点是：第一，信托业正处于“泛资管时代”“强监管时代”“主动管理时代”“新生时代”“智能时代”“全球化资产配置时代”的“六大时代”，必然面临大变革、大转型，为此，信托公司必须在观念、人才、战略等方面做好一切准备。

第二，未来中国金融市场的核心是资本市场，中国资本市场已经成为全球第二大市场，因此，信托公司在这个大变革、大转型时期，应该抓住机遇，迎接挑战，充分利用资本市场在资金端、客户端和资产端的优势，结合自身能力、资源禀赋向全能型综合金融服务提供商或者专业型细分领域金融服务提供商转变。

关键词：信托公司 资本市场 资管业务

1 信托行业总体概况

1.1 信托公司在整个金融体系中的位置

信托的本义是“受人之托，代客理财”，但在实际发展过程中，信托

^{*} 课题研究单位：西南财经大学证券与期货学院；课题组负责人：李映东；课题组成员：冯用富、尹玉刚、王晓江、郭蒙、李朗、李嘉杰。

公司往往利用其“全牌照”的优势，起着“准银行”或“影子银行”的作用，但在2018年监管层“去通道、降杠杆”的强力监管下，信托业面临较大的冲击，未来的信托公司必然走向“全面转型”之路。

信托公司在我国的金融体系中非常特殊，是唯一可以在货币市场、资本市场、产品市场三个市场同时从事金融活动的金融机构。图1显示了信托公司在金融体系中的位置以及本文的主题。

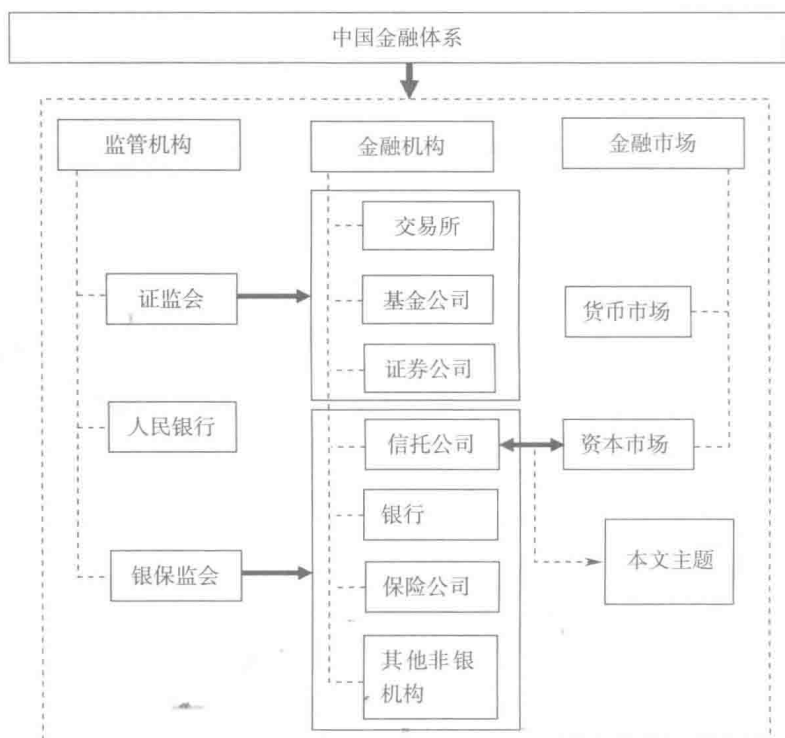


图1 中国金融体系

1.2 信托业在中国的发展历程

信托业在新中国的历史并不长，1979年第一家信托公司诞生，但是，在此后的30多年里，信托业却总是经历“扩张—整顿—扩张—整顿”的不断循环的怪圈。大体上，信托业先后经历了八次大的整顿：

第一次，1982年，信托被银行用作突破信贷计划管理的工具，信托采取银行式经营；

第二次，1985 年，信托被当作金融百货公司，存贷款、证券发行都在做；

第三次，1988 年，信托委托贷款激增，导致固定资产投资剧增，实质是银行把表内转表外，信托起通道作用；

第四次，1994 年，信托与银行联手违规揽储、拆借、放贷，大量参与房地产操作；1995 年《商业银行法》出台，银行剥离信托公司，分业经营，分业监管，但是把信托公司当成准银行来监管，即实行“资产负债比例管理”；

第五次，1999 年，由于把信托当作准银行，严厉监管，爆发信托支付危机，中银国信、中农信、中创、广东国投等中国的信托巨舰纷纷沉没，2001 年《信托法》出台，改变信托公司准银行的地位，回归财产管理的本业，信托公司剥离证券公司业务，进行重新登记，数量锐减；

第六次，2007 年，加强信托公司的投资以及购买信托产品的合格投资人的管理，同年 3 月《信托公司管理办法》《信托公司集合信托产品管理办法》出台，信托业大发展，但绝大部分是通道业务；

第七次，2015 年，信托、证券、银行合作通过伞形信托等方式向股票市场投资者提供配资类高杠杆融资服务，带来了 2015 年上半年的牛市，也导致了监管层出手查配资、降杠杆，信托公司的配资类业务被禁止；

第八次，2018 年，监管部门颁布“资管新规”，信托公司的通道业务基本被禁止。

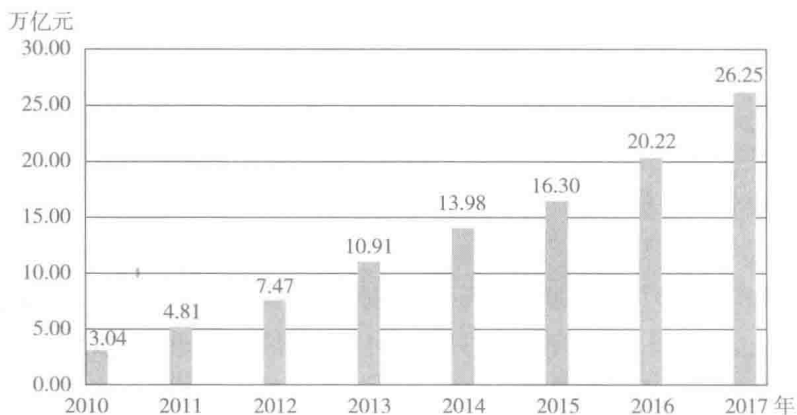
为什么我国信托业的发展总是在“扩张—整顿”中循环呢？本文认为主要是两方面原因：

第一，监管部门对信托业本身的边界界定不清。我国金融体系中最主要的是银行，银行的业务边界很清晰，但监管部门对信托的业务边界在不同阶段却有不同界定，这取决于监管部门降低金融风险的需要。

第二，信托公司为了利润最大化总是以金融创新的名义打政策擦边球。从表面上看，信托公司的金融牌照最多，横贯货币市场、资本市场、产品市场三大市场，能从事的金融业务也最多，但在实践中，信托公司往往更多地成为银行等金融机构逃避监管的通道，随着信托业的扩张，也就意味着金融风险在集聚，比如银行资金通过信托进入房地产市

场、股票市场等，所以，当扩张到一定规模时必然引起监管部门注意，从而带来整顿。

虽然改革开放以来，我国信托业已经发展了 40 年，但信托业平稳发展、规模上大台阶是最近 10 年的事，2013 年信托资产规模第一次达到 10 万亿元人民币，到 2017 年末，全国 68 家信托公司管理的信托资产规模已经达 26.25 万亿元人民币^①（见图 2），但其中绝大部分是通道类业务（2016 年主动管理项目占比只有 34%^②）。



数据来源：万德（Wind）数据库、中国信托业协会。

图 2 2010—2017 年信托资产余额

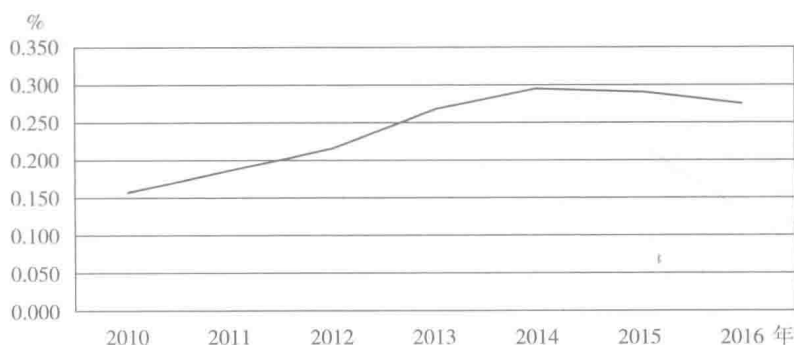
2012 年，资管行业全面开放，银行、券商、保险、基金、期货等均可进入资管行业，“泛资管”时代的到来，使信托公司面临更加激烈的竞争，而 2018 年 4 月 27 日，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”），要求信托公司“去通道，降杠杆”，信托业再次进入艰难的转型期，靠通道业务为支撑的外延式发展模式将成为过去。

① 数据来源：万德（Wind）数据库、中国信托业协会。

② 数据转引自：袁吉伟. 2017: “3 分钟看懂信托业的过去、现在和未来” [EB/OL]. <http://trust.jrj.com.cn/2017/10/27085723293204.shtml>.

1.3 我国信托业发展现状

目前,我国信托公司共有 68 家,与银行 2000 多家(包括农商行、信用社等银行类金融机构)、证券公司 131 家、公募基金管理公司 116 家相比,信托公司的数量明显偏少。从从业人员来看,信托业的从业人员一直在平稳增加,截至 2016 年底,信托业从业人数达到 18393 人,平均每家信托公司 270 人,与银行上百万、证券公司数十万相比,信托业从业人员人数几乎可以忽略不计。事实上,信托从业人数在金融业从业人数中的占比 2016 年仅有 0.277%,虽然占比很低,但从图 3 可以看出,这个占比自 2010 年以来逐渐上升,到 2014 年到达最高点,近几年有缓慢下降,这与信托业的发展趋势基本是一致的。



数据来源:中国信托业协会。

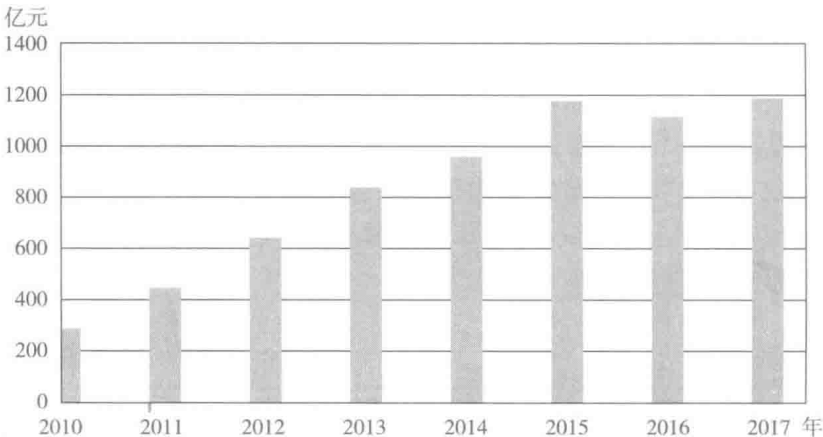
图3 2010—2016 年信托从业人员人数在金融业中的占比

从营业收入来看,2017 年 68 家信托公司的营业收入合计 1190.69 亿元,而 2010 年只有 283.95 亿元,图 4 表明 2015 年信托公司的营业收入达到极值,近两年略有下降;图 5 是营业收入的构成情况,可以看出,信托业务收入占绝对优势,在 2/3 左右,而投资收益在 20% 左右,利息收入基本上低于 10%,这说明信托公司的收入结构相对比较稳定。

在信托公司中,从图 6 可以看出,营业收入最高的是平安信托,2015 年达到 250 多亿元,2016 年略有下降,达到 200 多亿元,但都远远超过其他信托公司。如果把规模最大的前十家信托公司与规模最小的十家信托公司的资产进行对比的话,会发现该比值在 2015 年高达 19 倍,而 2016 年该

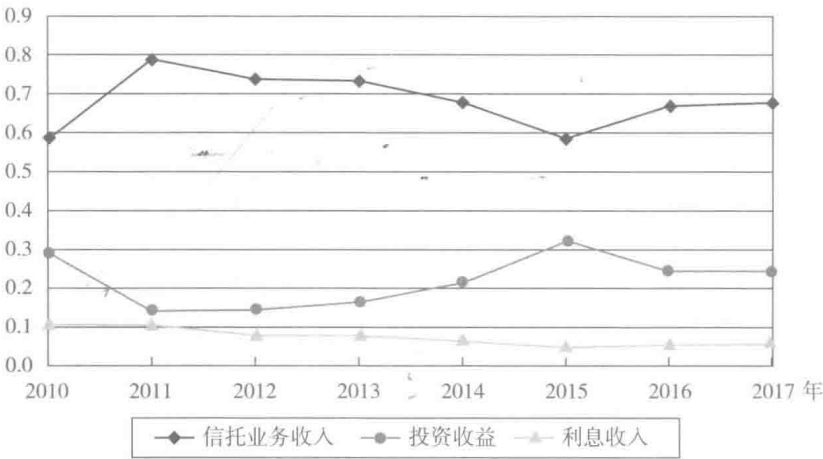
比值下降为 14 倍，这表明信托业里大公司与小公司之间的两极分化非常严重，但这种差距相对在缩小。

从地域分布来看（见图 7），信托公司主要还是集中在经济发达的地区。其中京沪两地共有 18 家，约占全国的 26%。



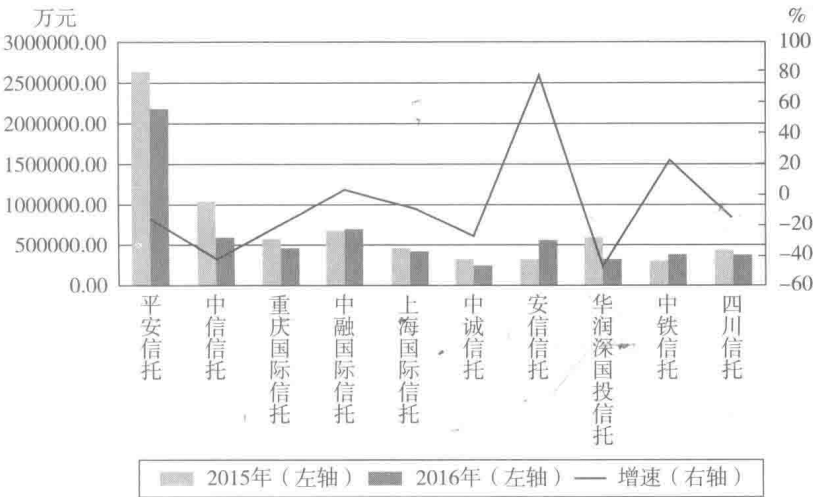
数据来源：中国信托业协会。

图 4 2010—2017 年全部信托公司营业收入变化趋势



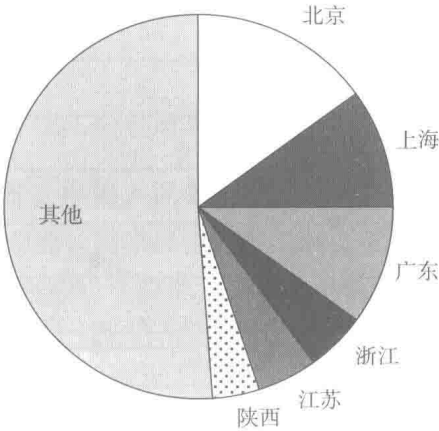
数据来源：中国信托业协会。

图 5 信托公司营业收入的构成情况



数据来源：万德（Wind）数据库、中国信托业协会。

图6 前十大信托公司经营收入规模及同比增速



数据来源：中国信托业协会。

图7 信托公司地域分布情况