

证券投资类信托火爆，传统信托遇冷

基本结论

- 11 月经济数据延续下滑趋势，投资、工业增加值、出口继续下行，仅消费小幅反弹但持续性存疑。CPI 下滑至 1.44，创 2010 年 2 月以来新低；PPI 跌幅扩大-2.69，连续 33 个月处于负值区间，显示通缩加剧。12 月汇丰 PMI 大幅跌落至枯荣线以下。国金宏观组判断短期下行趋势或将延续至 2015 年 2 季度，并预测 2015 年 GDP 增速降至 7%，形态上呈现前高后底的走势。虽然经济走弱，但资金脱实向虚及美国加息预期使得央行在宽松政策上趋向谨慎，降息时点不确定性加大。经济下行周期中，行业及单体企业的信用风险仍将呈点状爆发，信托风险不容忽视。
- **11 月集合理财信托产品成立情况：**降息提升风险偏好，A 股牛市行情提速，个人资金及银行理财、产业资本等机构资金通过信托通道入市步伐加快，金融信托发行持续升温，成立规模连续四个月稳居各类型信托之首，而传统信托则持续遇冷，尤其是房地产信发行规模连续两月垫底，收益率则持续攀升。具体来看：
 - 11 月集合理财信托成立规模、数量低位回升，单只产品平均募集规模进一步缩水。据用益信托不完全统计，11 月份 59 家信托公司共成立 763 只集合理财信托产品，成立数量环比、同比分别增加 23.86%和 35.77%。募集规模合计 698.61 亿元，环比增加 9.63%，同比下降 23.83%。单只产品平均募集规模为 1.14 亿元，环比、同比分别下降 6.56%和 40.31%。
 - 从收益来看，11 月新发行信托平均预期收益率环比回落 11 个 bp 至 9.07%。平均预期收益率从高到低的产品类型依次是房地产信托、基础产业信托、工商企业信托、金融信托，分别对应 9.98%、9.58%、8.96%、8.30%的平均预期收益率，环比分别变动 28bp、11bp、-48bp 和 -22bp。
 - 从投资领域看，金融信托发行呈现持续升温态势，无论是绝对规模还是占比均持续上升，11 月金融信托募集规模 255.56 亿元，环比、同比分别增加 29.81%和 92.27%，占当月新成立产品总规模的比重也攀至新高，达 36.58%。受困于信用风险事件的持续暴露及权益市场火爆对资金的分流，房地产信托持续遇冷，募集规模 75.96 亿元，环比减少 1.63%，同比锐减 76.94%，占当月成立产品总规模的比重跌至 10.87%的历史低位，收益率则攀升至 9.98%的高位。11 月基础产业信托募集规模 130.13 亿元，环比略降 2.14%，占当月新成立产品总规模的比重降至 18.63%。
- **信托投资策略：**在经济持续下行，房地产边际改善缓慢的背景下，行业及单体企业的信用风险仍将持续呈点状爆发，加强信托产品的风险识别和优选在任何时候都是不二法则：（1）**房地产信托：**建议投资者从融资主体、融资项目、风控措施及信托公司四个维度对房地产信托风险进行综合把握。融资主体方面，优选开发经验丰富、实力雄厚的大型房企（如优质的百强房企和上市房企），规避中小民营开发商；融资项目方面，从城市、区位、项目定位和市场前景、财务等角度综合评估融资项目的安全性，优先选择一线城市和强二线城市核心区项目，规避过度开发、民间借贷等风险集中暴露的区域（包括不限于鄂尔多斯、温州、邯郸）以及去化压力大的三四线城市（包括不限于济南、呼和浩特、乌鲁木齐、贵州等）。（2）**基础产业信托：**政府债务新规的推出要求转变基础设施信托产品选择思路，强化融资方实力和项目本身盈利能力的评估，弱化政府信用担保，注重有无其他实质性抵押增信。（3）**工商企业信托：**建议规避传统产能过剩行业和夕阳产业（如贸易、煤炭、水泥等），关注战略新兴产业等国家政策大力支持行业的优质融资主体和项目。（4）对**通道类业务**的风险保持警惕，首选主动管理类项目。（5）**期限上，**降息周期打开，信托收益率有望下行，在风险可控的前提下可适当拉长信托产品期限以锁定收益。（6）**受托人方面，**选择实力雄厚、风控稳健、净资产厚实的信托公司。

陈亚林 联系人
(8610)66216711
chenyalin@gjzq.com.cn

王聘聘 分析师 SAC 执业编号：S1130209100298
(8610)66216797
wangdd@gjzq.com.cn

第一部分：11 月经济数据一览及集合理财信托产品投资策略

经济数据持续下滑，房地产边际改善缓慢

- **宏观经济：**国金证券宏观经济研究报告显示，11 月经济数据延续下滑态势，投资、工业增加值、出口继续下行，仅消费小幅反弹但持续性存疑。具体来看，11 月单月固定资产投资累计值、工业增加值、出口同比增速分别大幅回落至 13.4%、7.2%和 4.74%，较 10 月分别进一步下滑 0.5%，0.5%和 6.89%，远低于去年同期增速。基建房地产投资均大幅下滑。11 月中采 PMI 继续回落 0.50 至 50.30，12 月汇丰 PMI 大幅跌落至枯荣线以下，创 7 个月新低，从中观印证经济景气度进一步走差。价格方面通缩加剧：CPI 环比下滑 0.16 至 1.44，创 2010 年 2 月以来新低；PPI 跌幅扩大 0.45 至 -2.69，连续 33 个月处于负值区间。国金宏观组判断短期下行趋势或将延续至 2015 年 2 季度，并预测 2015 年 GDP 增速降至 7%，形态上呈现前高后底的走势。
- **金融方面：**11 月 M2 同比增速再度大幅跌 0.3 个百分点至 12.3%。11 月社融新增 1.15 万亿，环比改善但同比仍降，其中信贷改善超预期，较 10 月多增 2281 亿至 8527 亿，主要得益于票据融资大幅改善，而表外融资则延续收缩。资金方面，11 月资金面在新股申购等因素冲击下虽有波动但随着央行降息资金面很快恢复平稳。降息效果与政策初衷背离（推升虚拟风险金融资产偏好而非降低社会融资成本），加之美元走强美国加息预期等因素使得央行在宽松力度上转为谨慎，进一步宽松政策时点将延后。
- **房地产：**经过政策大幅放松带来的 10 月份数据改善后，11 月房地产数据再度陷入颓势，除了高基数效应外，也反政策利好带来的边际改善效益短期趋缓。（1）**开发投资增速继续探底：**1-11 月房地产累计投资增长 11.9%，增速环比进一步下降 0.5 个百分点，11 月单月投资增速 7.6%创 09 年以来新低；（2）**一二线城市销售好转，但难改全国范围内颓势：**经过 10 月份改善后，11 月房屋销售面积同比跌幅再度扩大至 -11%（10 月 -1%），房屋销售额同比跌幅扩大至 -7%（10 月 -0.7%），一二线城市改善但其他地区房屋销售恶化。（3）**新开工面积继续下行：**11 月新开工面积同比增速大幅下滑至 -31.2%（10 月：42.9%），主要原因是去年基数过大，考虑到去年 12 月基数仍然较高，新开工增速将延续下滑态势；（4）**土地购置面积环比改善但同比大幅下跌：**经过 10 月份改善后，11 月单月土地购置面积同比增速再度大幅下滑至 -64.8%（一定程度受高基数影响），环比略增加 6.8%；（5）**房地产开发企业到位资金同环比均下滑：**1-11 月份房地产开发企业累计到位资金同比增速首次跌至 1%以下，仅为 0.60%，11 月单月到位资金环比、同比跌幅分别扩大至 -4.8%和 -19.6%；（6）**房价继续筑底，70 个大中城市房价环比连跌 7 月。**总体来看，70 个大中城市无论是新建商品住宅价格还是二手房价格环比连跌 7 个月、同比连跌 3 月，具体来看：11 月 70 个大中城市新建商品住宅价格环比下跌 2.50%，同比下跌 0.80%；二手价格环比下跌 3.60%，同比下跌 0.20%，同比跌幅扩大，环比跌幅继续收窄（注：总体涨/跌幅采用单个城市涨/跌幅的算术平均数）。单个城市来看，11 月 70 个大中城市新建商品住宅价格环比 67 降 3 平无一上涨，二手房价格环比 58 降 6 平 6 涨。
 - 国金证券房地产行业分析师曹旭特认为：经济下滑和地产政策的蹊跷板效应在明年中期之前维持，为保经济的恢复，政府最希望看到投资和开工的增长，而前提是销售的改善，维持行业周期曲线改写的判断，即销售筑底，房价在明年中期恢复上涨。
 - 我们认为，一线二线三四线城市复苏进程或将分化，需求旺盛的一线和强二线城市有望率先筑底，而部分三四线城市或依旧面临人口外流和供给过剩困扰。就中长期来看，随着供不应求局面的逆转和人口拐点的到来，房地产行业将难现过去几年的爆发式增长，暴利将被终结，中小房企面临优胜劣汰。在此过程中，房地产行业的信用风险仍将持续呈点状爆发，甚至不排除在局部过度开发、民间借贷泛滥的地区集中爆发的可能。

- **地方政府财政及债务：**11 月份地方政府财政收入同比增长 6.4%，增速创 2009 年 6 月以来新低；地方财政支出同比小幅增长至 2.4%（10 月-4.6%）。财政部 11 月 28 日颁布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（下称“《办法》”），对截至 2014 年 12 月 31 日未清偿完毕的存量债务进行清理甄别并分门别类纳入全口径预算管理，这将对城投债及基础产业信托存量项目的风险及增量项目的操作方式产生深远影响。
- **工商企业：**煤炭、水泥、金属等资源周期行业受需求疲弱、产能过剩及国际大宗商品价格下跌的多重影响走出低迷任重道远，传统制造业结构性去产能阵痛仍未结束，这些行业的企业经营风险和财务风险相对较大。虽然“一路一带”等“走出去”计划有望为这些传统行业打开对外产能输出空间，但实际效果有待观察。
- **证券市场：**降息提升风险偏好，点燃 A 股牛市行情，蓝筹加速上行，11 月全月上证综指、沪深 300 指数分别大涨 10.85% 和 11.98%，赚钱效应及对后市的乐观预期推动资金加速入市，证券投资类信托持续升温。
- **信托投资风险与策略：**在经济下行趋势不改，房地产边际改善缓慢的背景下，行业及单体企业的信用风险仍将持续呈点状爆发，加强信托产品风险甄别仍是信托投资的不二法则，具体来看：（1）**房地产信托：**房地产开发天然具有周期长、投入大、高杠杆运作等风险因素，叠加国家宏观调控和行业周期波动带来的大环境扰动，房地产信托成为目前为止风险最为频发的信托产品类型，对房地产信托风险进行有效甄别为投资者的重中之重，我们建议投资者从融资主体、融资项目、风控措施及信托公司等方面对房地产信托进行综合把握：**融资主体方面**，优选开发经验丰富、实力雄厚的大型房企（如优质的百强房企和上市房企），规避中小民营开发商；**融资项目方面**，从城市、区位、项目定位和市场前景、竞争、财务等角度综合评估融资项目的安全性，优先选择一线城市和强二线城市核心区项目，规避过度开发、民间借贷等风险集中暴露的区域（包括但不限于鄂尔多斯、温州、邯郸）以及去化压力大的三四线城市（包括但不限于济南、呼和浩特、乌鲁木齐、贵州等）。（2）**基础产业信托：**政府债务新规的推出要求转变基础设施信托产品选择思路，强化融资方实力和项目本身盈利能力的评估，弱化政府信用担保，注重有无其他实质性抵押增信。（3）**工商企业信托：**建议规避传统产能过剩行业和夕阳产业（如贸易、煤炭、水泥等），关注战略新兴产业等国家政策大力支持行业的优质融资主体和项目。（4）对**通道类业务**保持警惕，优先选择主动管理项目。过去的多次兑付危机表明，通道业务风险较大，暗藏信托公司疏于尽调、权责不明、出现问题互相推诿的弊病，建议投资者对非主动管理的通道类业务保持谨慎；（5）在**期限**上，降息及进一步宽松预期有望带动市场整体利率缓慢下行，从而带动信托收益率下行，为锁定收益，在安全性有保障的前提下可适当拉长信托产品期限；（6）**信托公司的背景和实力**也是选择信托产品时的重要考量因素。实力雄厚、风控稳健、净资产厚实的信托公司较之小公司有更好的风险抵御和化解能力。

第二部分：12 月集合理财信托产品推荐

结合前述投资策略，我们推荐如下信托产品：

1、国民信托•樊城建投信托贷款集合资金信托计划

受托人：国民信托有限公司

产品期限：18 个月

发行规模：2.2 亿元

预期年化收益：100 万 ≤ 认购金额 < 300 万，9.5%/年；300 万 ≤ 认购金额 < 600 万，10%/年；600 万以上（含），10.50%。

资金用途：信托资金用于向襄阳市樊城区建设投资经营有限公司（以下简称“樊城建投”）发放流动资金贷款。

还款来源为融资方主营业务收入。

风控措施:

1) 土地抵押。樊城建投将其 2.58 万 m²商业出让地抵押, 估值 5.48 亿, 抵押率仅为 40.15%。

2) 财政支持。资金纳入财政预算。樊城区湖北省第二大城市襄阳的中心城区, 截至 13 年 12 月底, 樊城区 GDP 为 410 亿, 地方可用财力为 22.31 亿, 地方政府债务为零且不存在对外担保情况。

融资方介绍: 襄阳市樊城区建设投资经营有限公司 (简称“樊城建投”), 成立于 2010 年 4 月, 隶属于襄阳市樊城区人民政府, 是该区唯一一家政府投融资平台。其经营范围包括: 在区政府授权范围内, 经营区级国有资产 (产权); 代表区政府以出资人的身份, 进行区级城市基础设施项目建设、开发项目建设及新区直接投资, 负责区级政府投资工程的 BT 谈判, 参与区政府决策的产业项目合作; 负责区级土地一级储备、开发整理、供应; 负责区级市政公用行业特许经营项目的经营; 作为区级融资平台进行资金筹措和资本经营。该企业注册资本 9, 881 万元, 截至 2014 年 6 月, 公司总资产达 17.09 亿, 净资产达 8.19 亿。企业运营及财务状况良好, 自成立以来资产负债率均在 50% 左右, 处于良好的负债区间。近三年和最近一期的财务报告显示, 12 年、13 年及 14 年上半年公司资产总额分别为 10.85 亿、13.06 亿和 17.09 亿, 主营业务收入分别为 4.66 亿、5.85 亿和 3.94 亿, 2012 年及 2013 年企业主营业务收入增长率分别为 31.0% 和 26.0%, 预计 2014 年可达 40%, 具体良好的成长性。根据土地储备中心未来三年收储土地计划, 预计 2014-2017 年企业平整土地所产生的收入分别为 6.97 亿、8.37 亿、10.05 亿、12.07 亿; 根据交易对手前几年经营情况, 预计 2014-2016 年累计增量净现金流可达 4.37 亿元、10.94 亿元、18.2 亿元, 公司的盈利能力较强, 企业还款来源较充足。

樊城区政府介绍: 樊城为湖北省第二大城市——襄樊市的中心城区, 面积 566 平方公里, 是襄阳的经济、商贸、交通、信息、物流中心, 自古商贾云集, 市场繁荣, 素有“南船北马, 七省通衢”之美誉。襄阳市是湖北省省域副中心城市, 地理位置优越, 经济发展名列全省第二, 2013 年全市地方财政总收入 304.1 亿。襄阳市樊城区政府 11-13 年度一般财政收入分别为 10.15 亿、14.52 亿和 18.23 亿, 年平均增速为 34.30%, 一般预算收入在总财政收入中的占比分别为 65%、70% 和 75%, 预计 14 年至 16 年一般财政收入预计分别可达 30.47 亿、36.79 亿和 41.99 亿。樊城区 2014 年全区一般预算财政收入有望超过 30 亿。截至 2014 年 6 月 30 日, 地方公共财政预算收入累计 11.45 亿, 同比增长 30.65%, 其中税收收入完成 10.72 亿, 同比增长 31.58%, 占财政收入的比重达到 93.58%。截至 2013 年 12 月底, 地区 GDP 为 410 亿, 地方可用财力为 22.31 亿, 地方政府债务为零且不存在对外担保情况。综上, 樊城区地方经济发展态势良好, 政府财政收入稳步增长, 综合财政实力较强。

2、方正东亚信托·方兴 91 号湘潭天易应收账款投资集合资金信托计划

受托人: 方正东亚信托有限公司

产品期限: 24 个月

发行规模: 2 亿元

预期年化收益: 100 万 ≤ 认购金额 < 300 万, 9.6%/年; 300 万 ≤ 认购金额 < 800 万, 10.20%/年; 800 万以上 (含), 10.50%。

资金用途: 用于购买湘潭县建投因代建完成“湘潭天易示范区芙蓉大道”建设项目对湘潭县人民政府享有的 32105.21 万元应收账款。资金最终用于湘潭天易示范区创新创业科技孵化产业园 (二期、三期) 项目建设。

还款来源为融资方主营业务收入。

风控措施:

1) 土地抵押。湘潭县建设投资有限公司以 183671 m² 商业土地提供第一顺位抵押，抵押率 48.39%。

2) 国企担保：湘潭振湘国有资产经营投资有限公司提供连带责任保证担保。该公司 2013 年发行了 18 亿元的公司债，信用等级为 AA+，公司长期信用等级为 AA。

3) 市政府出具相关文件。湘潭市财政局出具财政资金安排文件，承诺如果湘潭建投，湘潭县财政局归还信托融资款项仍存在缺口，则缺口资金由湘潭市财政局统筹予以安排。

还款来源包括：(1) 湘潭天易示范区创新创业科技孵化产业园项目二、三期销售、租金收入和湘潭建投的其他经营收入；(2) 湘潭建投到期回购该笔债权并支付行权费；(3) 湘潭市人民政府向受托人履行债务。

融资方介绍：湘潭县建设投资有限公司（以下简称“湘潭建投”）作为湘潭县及湘潭天易示范区内资产运营和公用事业主要的经营管理主体，成立于 2003 年，属国有独资公司，总资产 122.3 亿，净资产 73.1 亿。主要经营范围是城市基础设施建设投资、土地开发与经营（一级土地储备与经营）。中国农业发展银行及国家开发银行对湘潭县建设评为信用等级 AA 级，华融湘江银行评为信用等级 AA 级。2014 年公司与湘潭市的产业集团联合，预计在 9 月份共同发行 15 亿元小微企业扶持债券。2013 年主营业务收入较前两年有较大幅度增长，近三年公司毛利率和净利率均保持增长态势。

担保人介绍：湘潭振湘国有资产经营投资有限公司，成立于 2008 年 11 月 11 日，是经湘潭市人民政府批准，由湘潭市人民政府国有资产监督管理委员会全额出资成立的国有独资有限责任公司。经营范围为国家法律、法规允许的土地开发及经营；项目投资；资产经营；投资开发；(企业)从业人员的培训及相关技术开发；环境污染治理投资；电线电缆、建材（不含硅酸胶）、化工产品（不含危险及监控化学品）、金属材料、政府允许经营的矿产品的销售。公司 2013 年发行 18 亿元的公司债，信用等级为 AA+，公司长期信用等级为 AA。

项目介绍：湘潭天易示范区创新创业科技孵化产业园（二期、三期）预计总投资 113229.7 万元。其中二期总建筑面积约 262500 平方米，三期总建筑面积约 165500 平方米，项目建成后，可容纳入园企业 400 余家，预计年生产总值将达到 100 亿元以上，可解决 4 万人的就业。目前示范区已入园企业 200 余家，其中规模企业 103 家，国家级高新技术企业 21 家。据统计，2013 年完成工业总产值 284 亿元，实现财税收入 11.8 亿元。

湘潭市政府介绍：湘潭为湖南省直辖市和全国甲类开放城市，是湘中重要商业中心，国家两型社会综合配套改革试验区，长株潭城市群核心城市之一，同时也是中南地区重要的工业重镇，其冶金、机电和军工产业在全国占有重要地位，是湖南省重点建设的城市。同时，湘潭也是重要的农业产区，是湖南省第二大的粮食与肉类生产县。湘潭是湖南省除省会长沙外唯一一个同时拥有国家级综合保税区、国家级高新技术开发区和国家级经济技术开发区的地级市。2013 年湘潭市本级一般预算收入为 54.89 亿元，转移支付和税收返还收入为 36.9 亿元，地方财力合计为 217.32 亿元。湘潭市政府本级直接债务余额为 27.45 亿元，担保债务余额为 24.77 亿元，地方政府债务余额为 39.83 亿元，地方政府可支配财力 115.87 亿元，地方政府债务率为 34%。湘潭市财政总收入近年来保持了平稳的增长态势，2011、2012、2013 年财政总收入依次为 150.27 亿、181.82 亿、217.32 亿元，2012、2013 年的增长率依次为 21%、19.5%；其中，2011、2012、2013 年的一般预算收入分别为 35.2 亿、45.81 亿、54.89 亿，2012、2013 年的增长率依次为 30.14%、19.82%，且一般预算收入的增长率大于财政总收入的增长率，说明湘潭市财政收入结构逐渐向好。

第三部分：11 月信托行业动态

3.1 《信托保障基金管理办法》正式下发

- 为防范和化解信托业风险，2014 年 12 月 12 日银监会、财政部联合下发《信托业保障基金管理办法》（后称“《办法》”），中国信托业协会联合 13 家信托公司共同出资设立中国信托业保障基金有限责任公司也于 12 月 19 日宣布在京成立。根据《办法》规定，保障基金主要由信托业市场参与者共同筹集，用于化解和处置信托业风险的非政府性行业互助资金，中国信托业保障基金有限责任公司作为保障基金管理人，依法负责保障基金的筹集、管理和使用。**保障基金的收取标准**包括：（1）信托公司按净资产余额的 1% 认购，每年 4 月底前以上年度末的净资产余额为基数动态调整；（2）资金信托按新发行金额的 1% 认购，其中：属于购买标准化产品的投资性资金信托的，由信托公司认购；属于融资性资金信托的，由融资者认购；（3）新设立的财产信托按信托公司收取报酬的 5% 计算，由信托公司认购。**可使用保障基金的情形**包括：（1）信托公司因资不抵债，在实施恢复与处置计划后，仍需重组的；（2）信托公司依法进入破产程序，并进行重整的；（3）信托公司因违法违规经营，被责令关闭、撤销的；（4）信托公司因临时资金周转困难，需要提供短期流动性支持的；（5）需要使用保障基金的其他情形。信托业保障基金的设立虽将在一定程度上增加信托公司的运作成本，但作为系统性处置和化解信托行业风险的长效基础设施建设，其设立将助力信托行业的长远发展。

3.2 《信托公司信托业务尽职指引》有望出台

- 据《每日经济新闻》报道，《信托公司信托业务尽职指引》（后称《指引》）将于近日出台，《指引》涉及信托产品设立、营销、管理运用、终止清算等各环节的尽职要求，以明确和规范信托公司的受托人责任。市场将此解读为信托打破刚性兑付铺路，买者风险自担的前提是卖者尽责，未来信托公司将按照法律法规、尽职指引、信托文件，在信托设立、信托财产管理运用以及信托终止清算等各个环节充分履行受托人应尽的职责，并且在上述环节中及时披露信托业务的相关信息，确保其信息的真实性、准确性和完整性。

3.3 股市资金分流效应向信托蔓延，“二手信托”买卖火热

- 据《第一财经日报》报道，股市火爆带来的资金分流效应向信托蔓延，下半年股市提速以来，不仅传统信托产品发行和募集难度加大，“二手信托”的转让也异常火爆，反映不少大户正在将资金从信托向股市转移。虽然信托产品到期前转让会让投资者损失部分利息，但与融资融券的高成本及有限杠杆相比还是有优势。

3.4 股市加杠杆引监管担忧，新增伞形信托被叫停

- 据有关媒体报道，今年下半年以来随着股市的走高，资金加速入市，融资融券、结构化配资及伞形信托等加杠杆行为火热，伞形信托凭借成立速度快、杠杠高、投资灵活等特点备受资金青睐。但高杠杆导致的市场大幅波动风险引发监管担忧，继证监会对券商两融业务进行检查后，近日部分地方证监局对新增伞形信托业务予以叫停。

第四部分：11 月集合理财信托产品成立情况

4.1 11 月新成立集合理财信托产品规模与期限

规模数量低位回升 单只产品募集规模大幅下降

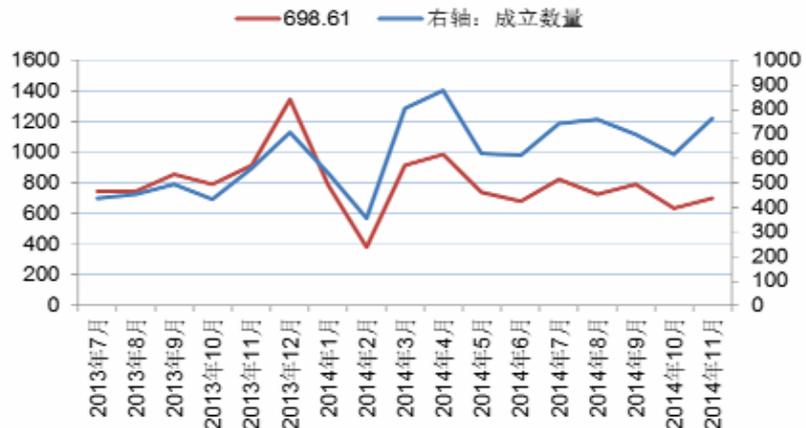
- 11 月集合理财信托成立规模、数量低位反弹。据用益信托不完全统计，11 月份 59 家信托公司共成立 763 只集合理财信托产品，成立数量环比、同比分别增加 23.86%和 35.77%。募集规模合计 698.61 亿元，环比增加 9.63%，环比下降 23.83%。单只产品平均募集规模为 1.14 亿元，环比、同比分别下降 6.56%和 40.31%。新成立产品平均期限为 1.51 年，环比、同比分别缩短 0.05 年和 0.09 年。

图表 3：11 月集合理财信托成立情况

项目	成立数量 (只)	成立规模 (亿元)	单只产品平均规模 (亿元)	平均期限 (年)
11 月份	763	698.61	1.14	1.51
10 月份	616	637.25	1.22	1.56
环比	23.86%	9.63%	-6.56%	-3.21%
去年 11 月份	562	917.14	1.91	1.60
同比	35.77%	-23.83%	-40.31%	-5.63%

来源：用益信托，国金证券研究所

图表 4：集合理财信托成立规模和数量走势图 (2013.7-2014.11)



来源：用益信托，国金证券研究所

- 从成立规模来看，11 月新产品成立规模排名前十的信托公司分别为北京信托（69.26 亿元）、五矿信托（68.97 亿元）、兴业信托（65.03 亿元）、四川信托（55.78 亿元）、厦门信托（45.00 亿元）、中融信托（44.72 亿元）、重庆信托（35.12 亿元）、华融信托（31.03 亿元）、长安信托（25.36 亿元）、方正东亚信托（25.26 亿元）。前十名发行规模合计达 465.53 亿元，占当月全部新成立产品规模的 66.64%（10 月：68.06%），集中度环比有所回落。前十名中，中融信托、五矿信托、长安信托、四川信托发行力度持续较大，连续 5 个月发行规模均排名前十。
- 据 Wind 不完全统计，11 月份成立规模在 10 亿元以上的信托产品有 4 只。11 月单只成立规模最大的集合理财信托产品为兴业信托发行银信合作产品—“兴元 2014 年第三期信贷资产证券化”产品，规模高达 63.71 亿。其余三只规模在 10 亿以上的产品分别为：北京信托发行的“春华财富 2014001 号集合资金管理计划”（规模 30 亿）；百瑞信托发行的“宝盈

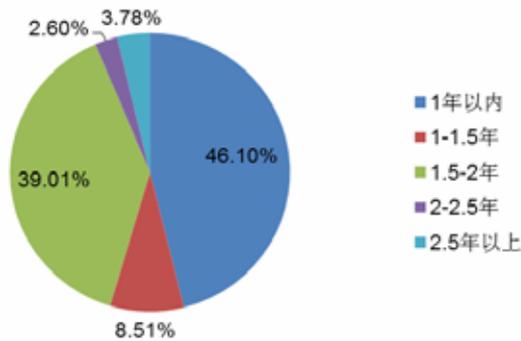
549 号集合信托计划”（规模 30 亿）；重庆信托发行的“鑫瑞 11 号集合资金信托计划”（规模 10.01 亿）。

- 从成立数量来看，11 月集合信托成立数量最多的信托公司依次为厦门信托（92 只）、云南信托（62 只）、四川信托（59 只）、中融信托（57 只）、外贸信托（50 只），其中厦门信托、四川信托和云南信托在发行力度上持续保持了强势，成立数量连续五个月排名前五。

1 年以内短期限品种占比增加

- 从运作时间角度来看，信托产品存续期限以中短期为主，尤以 2 年及以下（尤其是 1.5 年-2 年）为绝对主流，11 月份 2 年及以下期限产品占披露存续期限总数量的 93.62%（上月：94.38%）。11 月新成立产品平均存续期限为 1.51 年，与上环比缩短 0.05 年。具体而言，在 423 只披露存续期限信息的产品中，存续期限在 1 年以内的为 195 只，占比大幅提升至 46.10%；1 年-1.5 年的为 36 只，占比 8.51%；1.5 年-2 年的为 165 只，占比 39.01%；2 年-2.5 年的为 11 只，占比 2.60%；2.5 年以上的为 16 只，占比 3.78%。1 年以内短期品种大幅增加的原因或是短期证券投资类信托增加所致。

图表 5: 11 月新成立集合理财信托期限分布



来源：用益信托，国金证券研究所

图表 6: 11 月新成立集合理财信托平均期限



4.2 11 月新成立集合理财信托产品预期收益率

预期收益率回落，四川、中江持续居前

- 据用益信托不完全统计，11 月新成立集合理财信托产品收益率较上月回落 11 个 bp 至 9.07%，其中房地产和基础产业类信托收益率环比上升，金融类和工商企业类信托收益率环比下降（详见“4.3 11 月新成立集合理财信托产品投资领域”）。

图表 7: 集合理财信托平均预期收益率走势图 (2013.7-2014.11)



来源: 用益信托, 国金证券研究所

- 从收益率区间分布来看, 6%-10%仍然是信托产品收益率的主流区间。具体来看, 在 297 只披露预期收益率的产品中, 预期收益率在 6%以内的有 4 只, 占比 1.35%; 6%-8%区间的有 61 只, 占比 20.54%; 8%-10%区间的有 177 只, 占比 59.60%; 10%-12%区间的有 55 只, 占比 18.52%。
- 据 wind 不完全统计, 11 月份预期收益率最高的为杭州信托发行的“远洲椒江项目集合资金信托计划”(规模 3.978 亿, 预期收益 9.9%), 以及东莞信托发行的“宏信肇庆五福集合信托计划”(规模 3420 万, 预期收益 9.9%) (注: 按最低档收益率排序)。
- 11 月新成立信托产品平均预期收益率排名前十的信托公司见图表 8, 其中中江信托和四川信托新发集合信托产品平均收益率连续五个月位列前十之列, 四川信托无论是发行规模还是平均预期收益均连续五月位居前十之列。

图表 8: 11 月新成立产品平均预期收益率排名前十的信托公司

排名	发行机构	数量总计 (只)	规模总计 (亿元)	平均期限	平均年收益率
1	杭州信托	6 个	11.37 亿	1.25 年	10.68%
2	万向信托	5 个	6.10 亿	1.50 年	10.40%
3	四川信托	59 个	55.78 亿	1.38 年	10.34%
4	厦门信托	92 个	45.00 亿	1.67 年	10.27%
5	方正信托	20 个	25.26 亿	1.35 年	10.17%
6	中江信托	5 个	7.91 亿	1.75 年	10.10%
7	渤海信托	4 个	8.00 亿	1.50 年	10.06%
8	山西信托	3 个	1.30 亿	1.50 年	10.00%
9	天津信托	3 个	5.80 亿	1.33 年	9.98%
10	华澳信托	5 个	5.40 亿	1.40 年	9.95%

来源: 用益信托, 国金证券研究所

4.3 11 月新成立集合理财信托产品投资领域

金融信托延续火爆, 房地产信托遇冷收益率攀升, 工商企业信托相对平稳

- A 股持续升温, 11 月上证指数大涨 10.85%, 资金通过信托通道入市步伐加快, 金融信托发行持续升温, 而传统投资领域信托尤其是房地产信托则持续遇冷。

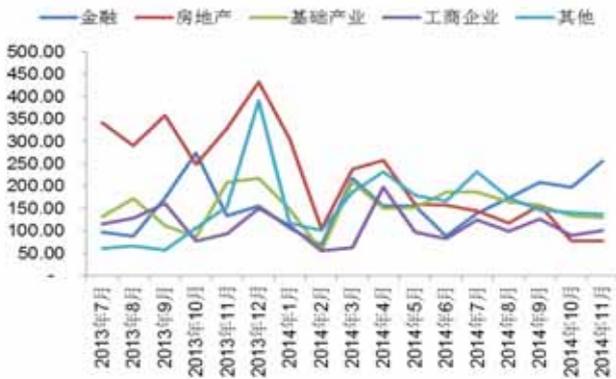
- 具体来看，11 月金融信托成立 349 只，募集规模 255.56 元，环比、同比分别增加 29.81%和 92.27%，占当月新成立产品总规模的比重也攀至新高，达 36.58%。基础产业信托成立 114 只，募集规模 130.13 亿元，环比略降 2.14%，同比下降 37.72%，占当月新成立产品总规模的比重降至 18.63%。工商企业信托成立 84 只，募集规模 100.49 亿元，环比、同比增加 11.43%和 8.96%，占比 14.38%。房地产信托成立 72 只，募集规模 75.96 亿元，环比减少 1.63%，同比锐减 76.94%，占当月成立产品总规模比重也滑落至 10.87%的低位。其他类型信托成立 144 只，募集规模 136.47 亿元，占 11 月成立产品总规模的 19.54%。
- 从预期收益来看，受金融信托发行规模大幅增加而金融信托收益率较低影响，11 月新成立信托平均预期收益率回落 11 个 bp 至 9.07%。具体来看，11 月新成立的信托产品平均预期收益率从高到低依次是房地产类信托、基础产业类信托、工商企业类信托、金融类信托（其他类信托受分类口径、信息披露完整性所限不具有参考性，不参与排名），分别对应 9.98%、9.58%、8.96%、8.30%的平均预期收益率，环比变动分别为 28bp、11bp、-48bp 和-22bp。

图表 9：11 月不同投资领域信托产品规模和收益情况

领域	11 月份成立规模	10 月份成立规模	环比	去年 11 月成立规模	同比	平均预期收益率	平均期限(年)
金融	255.56	196.87	29.81%	132.92	92.27%	8.30%	1.35
房地产	75.96	77.22	-1.63%	329.46	-76.94%	9.98%	1.57
基础产业	130.13	132.97	-2.14%	207.62	-37.32%	9.58%	1.85
工商企业	100.49	90.18	11.43%	94.09	6.80%	8.96%	1.33
其他	136.47	140.00	-2.52%	153.06	-10.84%	8.76%	1.55
合计	698.61	637.25	9.63%	917.14	-23.83%	9.07%	1.51

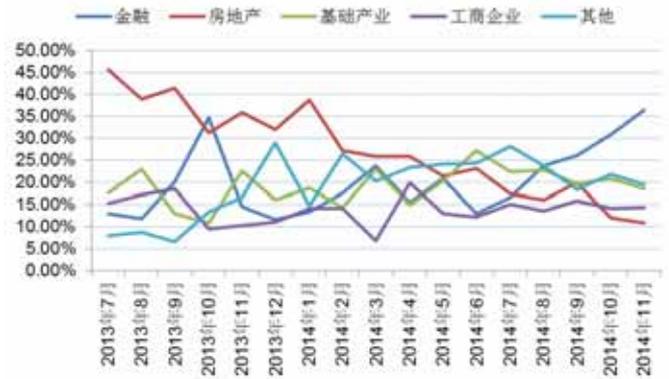
来源：用益信托，国金证券研究所

图表 10：不同投资领域信托产品成立规模

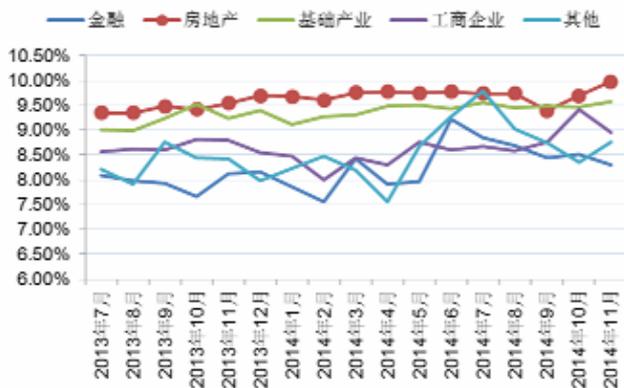


来源：用益信托，国金证券研究所

图表 11：不同投资领域信托产品规模占比



图表 12: 不同投资领域信托产品平均预期收益率



来源: 用益信托, 国金证券研究所

- **金融信托火爆态势不改。**金融信托主要投资金融产品，既包括一二级市场标准化金融产品，也包括部分非标准化投资产品（如券商资管计划、银行理财计划、信托计划、基金子公司资管计划等）等。得益于今年下半年以来股票市场的持续走强，金融信托发行呈现持续升温态势，无论是绝对规模还是占比均持续上升，成立规模连续四个月稳居各类型信托之首，成立规模占比也大幅攀升至 36.58%。
- **房地产集合信托发行遇冷与收益攀升并行。**受困于风险事件的持续暴露，无论是信托公司还是投资者对房地产信托的态度均变得谨慎，一度独领风骚的房地产信托今年以来持续遇冷。11 月份房地产信托成立规模持续下滑，连续两个月垫底。房地产信托成立规模占当月集合信托总成立规模的比重也从 2013 年 7 月的 45.80% 一路下滑至 2014 年的 11 月 10.87%，创历史新低。与发行遇冷相伴的是收益率的持续走高，11 月份新成立份房地产信托预期收益率攀升至 9.98% 的高位。
- **基础产业集合信托：**受信托整体规模增速放缓及政府债新规影响，今年下半年以来基础产业信托发行规模持续走低，收益率维持高位。地方政府的“财务软约束”及地方政府的信用背书，使得基础产业信托一度成为“低风险高收益”产品的代名词，然而随着政府债务的规范，传统以融资平台为载体、以政府信用为担保的基础产业信托操作模式将面临重塑，信托风险收益状况也将回归市场并分化。
- **工商企业信托：**相比房地产信托和基础产业集合信托，工商企业信托无论是发行规模还是占比相对在过去几个月都相对稳定，11 月工商企业信托发行规模环比、同比分别上升 11.43% 和 6.80%；平均收益率经历了 10 月的异常波动后出现回落，但相比 9 月依旧略有上行。

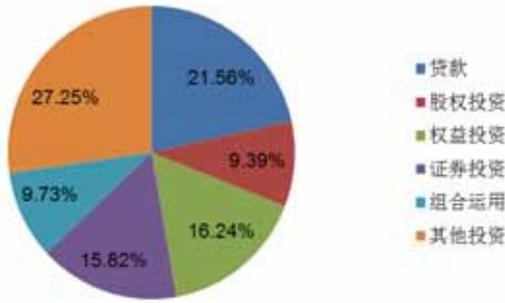
4.4 11 月集合理财信托产品资金运用方式

贷款及股权回升 权益高位回落

- 从资金运用方式来看（其他类信托受统计口径变化、产品信息披露不完整等因素影响参考性较差，不参与比较），11 月成立的信托产品主要资金运用方式依次是贷款、权益投资、证券投资、组合运用及股权投资，对应成立规模分别为 150.66 亿元、113.48 亿元、110.49 亿元、67.95 亿元、65.63 亿元，分别占 11 月成立产品总规模的 21.56%、16.24%、15.82%，9.73% 和 9.39%。
- 贷款取代权益成为 11 月最主要的信托资金运用方式，贷款类投资占比从 10 月的 16.87% 上升至 21.56%；权益类高位大幅下滑，占比从上月的 27.43% 下滑至 16.24%；证券投资占比有所下滑，从 10 月的 19.94% 回落至 15.82%；股权类投资占比低位反弹，占比较上月提升 5.48 个百分点至 9.39%；组合运用方式下滑 3.56 个百分点至 9.73%。

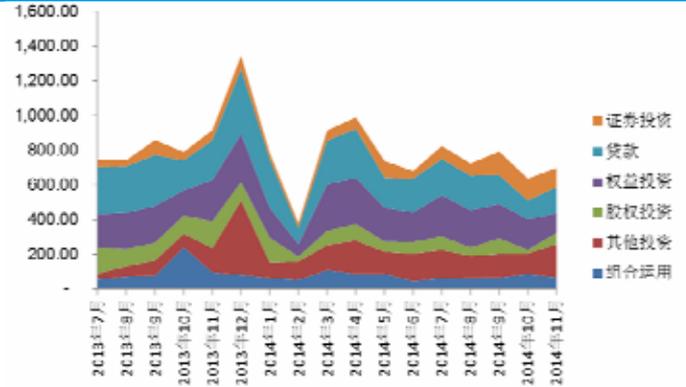
- 从不同资金运用方式信托产品对应的预期收益率来看，股权投资类较其他类风险更大，对应的收益率也最高（平均收益一般在 9%-10%之间），其次是权益投资类（平均收益在 8.5%-9.5%之间）和贷款投资类（平均收益在 9%左右），证券投资类收益相对较低。11 月收益率从高到低的资金运用方式依次是股权投资类、权益投资类、贷款类、组合运用、证券投资类，分别对应 10.33%、9.37%、9.35%、9.06%和 7.72%的平均预期收益率，环比依次变动 27bp、-12bp、-14bp、-3bp 和 -26bp。

图表 13: 11 月集合理财信托资金运用方式

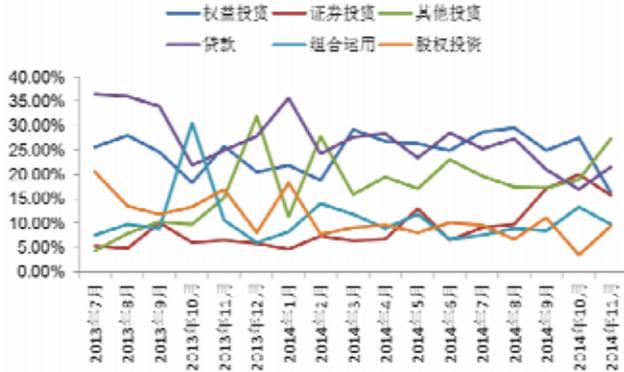


来源：用益信托，国金证券研究所

图表 14: 不同资金运用方式集合信托成立规模

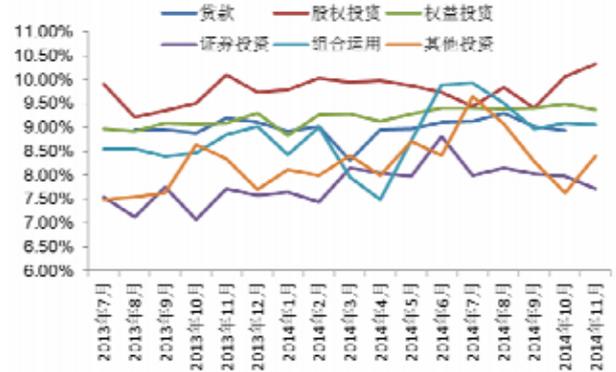


图表 15: 不同资金运用方式集合信托规模占比



来源：用益信托，国金证券研究所

图表 16: 不同资金运用方式集合信托平均预期收益率



第五部分：跨市场收益率比较

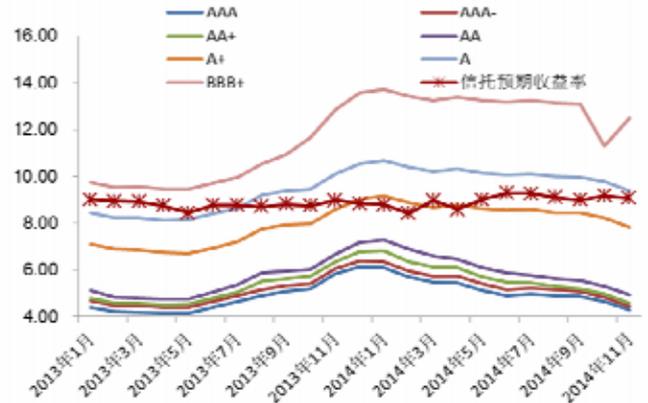
- 考虑到集合理财信托的平均期限一般介于 1.5 年至 2 年之间，我们考虑将集合理财信托收益率与 1.5 年至 2 年期银行理财预期收益率以及 2 年期企业债到期收益率进行比较，以对不同市场类固定收益产品的收益率水平形成直观感知。另外，货币基金虽在期限和流动性上与信托产品存在较大差异，但其作为风险低流动性强的大众理财工具是理财市场不可忽视的产品子类，其收益率走势也具有一定的参考比较意义。（注：受制于数据来源口径、市场差异、产品特征差异等，此处的比较是较为粗略的，仅供参考。）
- **集合理财信托与银行理财及货币基金：**集合信托收益率相对类似期限银行理财产品存在显著溢价，一般高于类似期限银行理财收益率 2 至 4 个百分点。11 月份受新股发行叠加年末临近等因素影响，流动性一度出现紧张，1.5 年-2 年期银行理财、货币基金收益率均出现上行，其中 1.5 年-2 年期银行理财收益率较上月上行 28bp 至 5.46%，货币基金平均 7 日年化收益率上行 4bp 至 4.42%。而 11 月新发集合信托收益率却较 10 月下降 11bp 至 9.07%，1.5 年-2 年期银行理财与信托收益率差也因此从 10 月的 4% 收窄至 11 月的 3.61%。
- **集合理财信托与企业债：**受基本面疲弱、货币持续宽松影响，年初以来各等级的两年期企业债收益率均呈下行趋势（与银行理财和货币基金收益率趋势基本一致），其中中高等级下行幅度大于低等级。图表 18 显示，若不考虑信托与债券的流动性和投资门槛差异，集合信托收益率介于 A+ 级与 A 级两年期企业债之间。若考虑到集合信托因流动性差、投资门槛高而要求的额外收益补偿，集合信托的信用等级高于 A 级两年期企业债。

图表 17：集合信托、银行理财、货币基金收益率走势



来源：wind，用益信托，国金证券研究所（注：企业债收益率计算方法为当月每个交易日收益率简单算术平均。）

图表 18：集合信托、2 年期企业债到期收益走势



来源：wind，国金证券研究所

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61620767	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-83831378
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD