

作者简介

马迪野

信托公司

综合运营部负责人

时光荏苒、日月如梭，我参加工作已有16个年头，其中6年银行+10年信托。信托十年间，我的团队累计上报300多个项目：房地产股权投资信托、政府引导基金、P
PP基金、债务置换平滑基金、并购基金、打新、定增、大宗交易、锚定投资、结构化衍生品、单/多策略TOF、单债投资、组合债券投资信托等等，亲历2006-2022年间的资本市场金融大事件，而今赶上当前信托业复杂的外部经营环境和严峻的监管形势，令人感慨万千、感触良多。

图表一：资本市场金融大事件时间轴

从外部经营环境来看，在新冠疫情反复冲击以及经济结构调整的宏观背景下，我国经济正面临着“供给冲击、需求收缩、预期转弱”的三重压力，今年“紧信用、松货币、宽财政”、“稳增长”的宏观政策组合将继续适用，去杠杆导致的房地产行业信用风险持续暴露使信托业面临着存量业务风险频发、增量业务萎缩的困境，传统政信业务的拓展也受制于政府严控新增隐性债务的限制。

从监管形势来看，资管新规于2022年全面实施，新规要求资管产品打破刚兑、实行净值化管理。叠加近期监管下发的《关于调整信托业务分类有关事项的通知》（征求意见稿）推行新的信托业务分类，即资产管理、资产服务、公益及慈善信托三大类，并规定信托公司的资产管理信托业务按照资管新规分为固定收益类、权益类、商品及金融衍生品类、混合类这四类。由此可见长期压降融资类信托已经成为监管坚定不移的导向，严监管基调将保持不变。过去信托公司开展的证券投资信托以低附加值的通道业务为主，在金融同业通道业务清零的监管约束以及树立新的盈利增长点的转型压力下，发力主动管理证券投资业务才是信托公司唯一的出路，这将促使信托公司加快向基于证券市场开展标准化资产管理业务的转变。但是，标品资产管理业务相比于在资本市场摸爬滚打多年的基金、券商，信托公司无论是在投资能力、研究体系，还是在历史业绩、经验积累，甚至在募资能力等方面都居于劣势，想要在本已竞争十分激烈的红海中突围，信托公司需要用好信托牌照独特的跨市场能力，围绕客户的大类资产配置需求，深耕买方投研，寻找自身的特色化、差异化，趟出一条偏具信托特色的资本市场业务之路。

从客户资产配置的角度来看，信托公司过去依托非标产品服务的高净值自然人客户

和机构客户普遍偏好稳健收益、低波动低回撤的金融产品，对于持有体验要求较高。未来安全优质的非标产品必然越来越稀缺，客户进行资产配置将面临着巨大的供给缺口，目前各类资管机构都将填补这个缺口视为重大的业务机会而没有之一。对于信托公司而言，如果不积极有为，拿出可替代非标的、具有竞争力的产品，就只能看着自身的份额被基金、券商、银行理财所取代。所以打造依托自身专业能力的标品产品线，直面低利率叠加高通胀的现实，真正从客户绝对收益的资产配置目标出发对于信托公司的弯道转型具有重大意义。

以上宏观经济环境、监管政策的变化和大类资产配置的刚性需求都要求信托公司要加快业务转型的步伐。信托业的转型要顺应实体经济发展对金融服务质量和效率提高的需求。从国家对金融体系发展的战略导向来看，大力发展资本市场、提升直接融资占比是服务实体经济转型升级、实现创新驱动发展战略、推动金融供给侧改革的关键依托。资本市场将成为信托公司从融资类业务向投资类业务转型、打造资产管理能力的主战场。信托公司要逐步甩掉对非标业务的高度路径依赖，将证券投资信托业务的重视上升到应有的战略高度，在众多证券市场参与者中，不再只是被动的、弱小的存在，信托公司要主动、积极、大力的拥抱资本市场。但面对一个曾经一直涉足甚浅且竞争激烈的业务领域，该如何“顺势而为”是当前最迫切需要解决的问题。按照业务模式和服务对象的不同，目前信托公司的资本市场业务可以分为组合投资管理、证券服务信托、投资银行三大类。

这三类业务在客户、产品、业务模式上都存在着明显差异，不同信托公司需要根据自身的资源禀赋、专业能力的不同，选择主要发力点来谋求突破，通过树立差异化竞争优势来做大业务规模，打造可持续的盈利模式。

01

组合投资管理业务重业绩

主动管理组合投资业务是能力驱动型业务，信托公司应打造以固收为打底，以“固收+”和FOF业务为两翼的产品线。固收类产品主要包括现金管理类产品：定期、主要满足客户闲置资金中短期的理财需求；组合债券投资产品：利率债；高等级信用债；中高等级信用债等以为客户提供基础收益为目标的产品；也可按照机构客户的要求针对性开发定制化产品或委外服务信托业务。而“固收+”产品和FOF产品则定位于满足客户中长期的资产配置需求，主动管理组合投资业务应以打造品牌、创造可持续的稳定盈利为长期或者说终极目标。

具体而言，现金管理类产品是主动管理固收业务的发力点，在投资上以高等级信用债为主，在确定总体流动性要求的基础上，结合不同类型货币市场工具的流动性和货币市场预期收益水平、银行存款的期限、债券逆回购的预期收益率来确定现金类

资产的配置，并适时对现金类资产组合平均剩余期限以及投资品种比例进行适当调整，并特别注意7天内到期券款流动性以持续扩大产品容量，以及注意增厚产品收益的方式方法。

“固收+”产品的底仓部分主要配置低风险的债券，包括中短期利率债或中高等级、中短期限、央企国企的信用债等，“+”拥有多元化的策略，可以是“固收+可转债”、“固收+权益”、“固收+定增”、“固收+打新”、“固收+量化对冲”、“固收+保本衍生品”、“固收+收益平滑”等。“固收+”发展的主要驱动在于客户资产配置迫切需要，在利率下行大趋势下，单纯的债券投资难以带来超额收益，需要在将净值波动控制在客户可接受水平的基础上，通过适当的策略多元化来提升产品的回报率。“固收+”产品追求低波动下的绝对收益，可作为非标债权信托产品的替代品。但“固收+”对于专业能力的要求较高，需要管理人员具备对股、债资产的配置能力，能灵活调整“+”策略的头寸，通过择时或选股捕捉超额收益，需要团队建立相应的专业投研能力作为支撑，也需要锁定长期收益中枢对应在不同风险分级的客群上，避免“固收+全天候/盲盒”策略太笼统，务必落实细分需求，突出强调不同组合的主、辅策略，精准创设产品才好获取相应客群的信赖。此外，而若不能准确做到资产切换，在股熊债牛时产品持有体验会比较差，比如在2018年债牛股熊，受股票熊市拖累，二级债基就普遍跑输纯债基金。再比如从2021年的成绩上看，万得二级债基指数前三季度回报4.94%，相比于中长期纯债债基指数的3.14%自然有明显强化效果，有意思的是，二级债基的这个成绩要比平均股票仓位更高、能够参与打新的偏债混基还强，后者是3.73%，原因就在于二级债基更多配置了转债，转债指数在去年的平均回报达到11%的水平。

图表二、三来源于：覃汉投资笔记《为什么固收+需求仍在？》

以上两张图表中的“固收+”基金采用了广义分类，包含一级债基、二级债基、偏债混合基金、以及灵活配置型基金（剔除权益占比超过40%的产品）。从覃汉团队的研究结果来看：“固收+”基金年化收益率多集中在5%左右的区间，而近一年最大回撤多低于5%，“固收+”的稳健特征即便是经过今年一季度的考验仍然相对突出，与同期其他类型资产（除商品外）相比较仍有突出优势。

但另一方面，据Wind资讯数据统计，截至2021年末，近一年股票平均仓位低于20%的“固收+”产品共有901只（仅统计基金主代码），今年以来（截至2022年4月1日）的平均收益率为-3.02%，其中92.67%产品收益为负，可以说“固收+”产品表现低于投资者预期。如果统计股票仓位和可转债仓位合计不超过20%的“固收+”产品，今年表现则略好，其平均收益率为-1.51%，其中74.78%产品收益为负。综上所述，胜率不定，公募当如此，信托需引戒。信托公司在中短期内对投资者教育没有充分到位或者说其风险偏好仍是有限承受的背景下，当以“固收+类固收”为主要打法，也就是说“固收+股性资产”的产品不适合信托公司在发力主动管理

证券投资信托业务的初期来上量，初期蓄客非常不易，应打好组合拳，构筑好护城河，将产品业绩的稳定性放在首位。

就权益市场而言，信托公司是普遍欠缺主动管理能力的，目前很少有信托公司在这方面进行大力度的投入支持。行业内二级市场主动管理做得较好的比如民生信托，他们是从2014年开始组建主动管理团队，经历了近八年的发展，目前其负责二级市场投资的投研团队人数超过30人，管理的权益类产品在过去年份里获得了平均年化约15%的收益率。但二级市场的主动管理难度较大，能力建设非一朝一夕可以完成，因此FOF业务现已成为信托公司争先布局权益市场的发力点，然而FOF做好并不容易。FOF的发展重点是资产配置FOF，即基于大类资产配置理念，通过多资产、多策略组合的投资，分散风险，创造稳定的收益。根据客户需求的不同，可以通过调整量化指增、市场中性、CTA、固定收益、主观权益等基金的配置占比，根据预先设定的收益目标和回撤控制要求，创设出风险收益特征各异的产品。FOF业务管理规模的做大首先要有过硬的专业能力作为基础，同时还需要抓住有利的市场时机。过去三年的结构性牛市为基金行业的发展提供了强大的助力，私募基金规模从2019年初的2.12万亿元增长至目前的6.3万亿元，各类策略管理人百舸争流，目前行业中FOF规模做得较大的信托公司比如

外贸信托、中信信托、上海信托

等都是因为先搭建了FOF业务的专业架构及投研体系，然后才把握住了这一波牛市带来的扩张机会。作为一项主动管理业务，FOF业务的布局要着眼于长远，初期重业绩和口碑，要形成科学的资产配置框架、专注专业的投研团队，搭建起集投资研究、运营管理、风险监控、绩效分析等为一体的FOF投研管理平台，逐步确立策略类型完备、风险收益特征明确的FOF产品线，建立竞争力，强化品牌管理，逐步做大做强，最终形成可持续的盈利模式。大多数信托公司在转型主动管理权益投资业务的初期，容易遭遇募集困难，缺乏专业投资人员，历史业绩不足，产品净值波动大等诸多问题，循序渐进的切入主动管理权益类投资领域，先从“固收+”和“TOF”做起，前者需限定股票投资比例、做好回撤控制、降低净值波动率，甚至可只采用“固收+类固收”策略，形成独具鲜明信托特色的非标替代类稳健型拳头产品；后者需优选管理人，提升自身能力，甚至可采用MOM模式，严控投资过程。TOF类证券投资信托作为初期较好的突破口，可通过构建全市场管理人风格标签、底层逻辑、穿透评价体系的FOF方式运作，较好地平衡收益和流动性，且投研成本低于直接筛选底层股票和债券，能为信托公司提供转型动力以及蓄积“负债端”客户池的同时，逐渐完善投研团队，为长线实施自主管理提供一定的量的基础。初期宜采用中性套利策略为主流配置策略，平衡稳健、低回撤、中等收益特征，底层单策略清晰易懂，适合风险厌恶型权益产品投资者试水，也是非标客户转标的良性过渡，以期打造穿越牛熊的长期、稳健持有体验。未来，主动管理证券投资信托势必减少对底层公、私募产成品或投顾建议的依赖，通过自主管理的硬实力增强信托产品自身的竞争力。

图表四来源于：外贸信托的“投资时钟”

02

证券服务信托业务重规模和效率

服务类证券信托业务主要是指阳光私募业务、部分债券专户业务及配资业务。目前阳光私募与信托公司的合作主要出于三方面动机：一是由信托公司提供账户开立、账户管理、估值核算、信息披露、风险监控等事务性财产管理等服务；二是提供募资支持，即信托公司引入优秀私募基金的产品（投底层或做投顾）在自身财富平台上发行或是由银行、券商等金融机构代销；三是进行 FOF 及 MOM 产品的合作。前两种模式属于广义的证券服务信托业务，部分信托公司在转型初期容易理想化，担心对自主产品的冲击而搁置第二种模式的发展。自 2014 年私募基金正式阳光化后，私募基金大都是自主发行契约型私募基金产品，通过券商、银行及三方财富代销或直销，传统的阳光私募信托主要集中于

外贸信托和华润信托等

具备平台服务优势的公司。平台优势的建立基于与私募管理人持续多年的业务合作粘性以及在运营、系统支持等方面的效率及服务优势，一旦实现规模效应，就能形成

规模

与效益的

正反馈，构筑起较

厚的竞争壁垒，形成可持续的盈利模

式。比如外贸信托

，依托持久的耕耘和在运营效率、服务质量上的持续提升，目前其在管阳光私募证券服务信托的规模已经超过 6000 亿元，即便市场周期波动，其沉淀的业务体量也足以贡献非常稳定的收入助力其穿越周期。提供募资支持也是可行的合作点，可以帮助信托公司弥补转型初期自有产品线的不足，维持客户粘性，也维持私募管理人粘性，从而带动证券服务类信托业务的开展，但这要依托财富中心的发行能力和转型驱动，需要财富中心真正立足于作为利润中心，为客户提供大类资产配置服务，摆脱对融资类信托的依赖，同时也需要信托公司顶层设计的格局。

此外，配资业务需求旺盛，但资管新规后，各类资管机构的杠杆比例统一，信托不再具有比较优势，规模化开展难度较大。由于对业务效率的要求较高，未来各类资管机构主要是比拼服务效率，尤其是资金资产的撮合能力，需将这类业务模式化、标准化，以便及时把握市场波动带来的投资机会，促成业务上体量。然而，鉴于监管对场外配资的高度关注、严格监控，涉及二级市场投资的配资业务非常敏感，未来配资业务还是应围绕上市公司及其股东、机构投资者来开展。这其中，配资业务的优先级产品一直以来以风险可控、收益稳健为特点，没有尾端兑付风险，具备固收

属性，适合信托公司传统非标产品客户的转化，因此标品业务可充分尝试发挥信托分级设计的优势，理论上所有类型业务都可以安排结构化，员工持股、股东增持、定增、可转债、可交债等等，从而满足资产端不同类型客户的配资需求、“负债端”不同风险偏好客户的投资需求，提高产品线的多元化水平。

规模方面，根据中国信托业协会《2021年3季度中国信托业发展评析》数据显示：截至2021年3季度末，投向证券市场的资金信托余额为3.06万亿元，同比增长38.12%，环比增长9.22%；证券市场信托占比升至19.50%，同比上升6.66个百分点，环比上升1.98个百分点。其中，投向股票、债券和基金的规模分别为0.65万亿元、2.13万亿元和0.28万亿元，同比增长分别为6.54%、57.36%和10.75%，各自的占比分别为4.12%、13.60%和1.78%。可以发现，证券投资信托的增长主要源自投向股票和债券的资金信托产品，尤其是投向债券的资金信托产品同比大幅增长。

图表五来源于：中国信托业协会

“资金信托按投向分类的规模及增长情况”

2021年底，全行业资金信托规模为15.01万亿元，投向证券市场的占比自2020年开始大幅提升，2020年底占比为13.87%，同比提升了2.95个百分点，2021年底占比更是达到了22.37%，同比大幅上升了8.50个百分点，在所有投向中的名次也从2020年的第五跃至第二，证券投资信托成为仅次于工商企业的投向，是资金信托投向的第二大领域，这也进一步从侧面反映出信托业在支持国家实体经济中所做的贡献。

根据用益金融信托研究院最新数据显示，2022年3月标品信托的成立数量及成立规模大幅增长。其中，成立数量1240款，环比增长77.4%；成立规模333.62亿元，环比增长60.18%。从具体产品来看，固收类产品仍占据绝对优势。据不完全统计，3月固收类产品成立规模272.44亿元，环比增长68.17%，规模占比由2月的77.78%上升至81.66%。混合类产品规模占比虽相对不大，但3月成立规模占比由2月的5.61%升至10.08%，当月成立规模33.63亿元，环比增长187.69%。相比较而言，权益类产品成立规模则出现下滑，3月成立规模27.55亿元，环比减少20.36%，占比也较2月出现下降，达到8.26%。3月新增债券投资信托业务规模创近一年内新高。

另外一个重要数据是2021年末全行业信托资产规模余额20.55万亿元，比上年末20.49万亿元增加600亿元，同比增长0.29%。增幅虽然不大，却是信托业自2018年步入下行期以来的首年度止跌回升，说明信托业转型成效逐步显现，在复杂多变的经济金融环境及严监管政策下，信托业依然存在较强的发展韧性。中国信托业协会专家理事周小明先生在《2021年度中国信托业发展评析》中指出，经过2018-2021年四年的调整，信托业务的功能和结构已经发生深刻变化，旧的发展动能日益衰减

，新的发展动能日益增强，信托业转型发展日见成效，新发展起点逐步显现，主要体现为本轮调整的两个主旋律内在结构富有成效的此消彼长上，一是通道信托和非通道信托此消彼长；二是融资类信托和投资类信托此消彼长。它意味着信托业本轮调整或将已经见底，从而成为信托业新发展阶段的一个起始点。近几年，资产证券化信托、家族信托、保险金信托等在证券投资服务信托领域也显示了良好的发展势头。

03

投资银行业务重确定性

资本市场的投资银行业务是指围绕上市公司及大股东的投融资需求而开展的业务，包括债券投资、股票质押、流贷、并购贷等债权融资业务，也包括非公开增发、可转债、可交债、股东增减持等一级半市场的投资业务。由于信托公司具有跨一二级市场运作、股债联动、非标与标联动、交易结构灵活等优势，未来围绕上市公司做大做强各类投融资结合的定制化投行业务具有较大的挖掘潜力，甚至有可能衍生出好的产业投资、特殊资产投资机会。

比如定增业务，在2019年定增政策调整后，上市公司融资需求集中释放，加之市场行情总体向好，定增市场已大幅回暖，吸引了公募基金等机构资金的持续流入，2020年、2021年定增融资规模已经分别回升至8346亿元、9082亿元的规模，高折价以及二级市场收益回升共同推动定增投资平均收益率的提高，以去年的定增市场保持高位为例，持续的供大于求导致折价率高企，2021年竞价定增的平均折价率为17.9%。从折价率区间分布看，2021年竞价项目发行折价率在15%以上的占比66%，其中20%以上的占比有38%，2020年占比对应的比值分别为59%、29%。

图表六来源于：申万宏源

“2018-2021年上市竞价和定价项目折价率变化”

同时，随着市场持续转向中小市值风格，以中小市值公司为主的 α 收益显著回暖。在高折价和 α 收益回暖的背景下，定增市场投资的“黄金坑”显现，2021年竞价定增的平均收益率高达33.1%。这其中有很多好的业务机会和投资需求，信托公司可基于自身专业能力和资源优势聚焦少数行业，坚持底线思维，从产业趋势、产业周期角度前瞻研判行业/公司景气变化，并结合多个维度综合评判定增投资价值，进行优质投资标的的筛选，同时通过合理的单票集中度及折价率等措施进行风险控制；除此，也可为上市公司股东提供定增配资支持。

图表七来源于：申万宏源

“2021年不同发行折价率区间下竞价项目浮动收益率”

比如可转债（CB）业务

，目前可转债存量规模已超7000亿元，近三年每年新发规模都超过2400亿元，无论是在一级还是二级转债市场，都存在较多的业务机会。二级市场方面，可转债具有攻守兼备、流动性好、T+0等优势，已经成为“固收+”的主要投资方向，在具体的投资管理上，重视债底的评估及溢价率的控制，通过灵活的转债投资策略及配置来获取弹性收益。一级市场方面，由于大股东有强制配售的要求，信托公司也可以针对大股东参与配售的资金需求，为其提供包括融资、参与配售到后期退出在内的综合金融服务，可通过结构化设计实现增信，既保有安全边际，又享有获取超额收益的机会。如有配合上市公司进行股权收购的定向可转债将是确定性更高的投资品种。

比如可交换债（EB）业务

，作为上市公司股东标准化融资工具，因为与转债类似的特点，也越来越多的进入交易所交易，可交债市场目前仍呈现以私募渠道发行为主的行业特征，与信托传统业务私募展业渠道契合，同时信托公司对交债发行人这类非上市公司信用风险评估及管理具有相对丰富、成熟的评价体系及业务经验，该业务本质类似传统股票质押融资业务，同时又可提供一定超额收益的机会，可作为传统业务转型升级的重要方向。在展业思路，需要从投资时机、品种选择和投后管理三个要素进行决策，以单项目直接开展为主，通过直接认购投资于单只交债，进行封闭式管理，标的选择上将发行人偿债能力、偿债资金来源、股票质押分析作为首位，保障债底的安全性，在此基础上追求转股、回售等含权条款等条件的博弈，也可添加其它必要的风险应对条款，适合于对固收类产品有较高偏好的投资者。但这类业务看起来容易，做起来并不容易，突出表现在项目难选、额度难拿，需要股票、债券、量化、股权、投行等多业务线的团队协作和经验输出。我们不仅仅把可交换债当作一个简单的投资品种，而应是一种与产业资本共成长的投资工具。

再比如，股东代增持或代减持业务

也有开展的空间。在这类业务中，信托公司按约定出资，通过结构化安排或增信设计，以竞价或大宗交易转让的形式直接或间接买入上市公司股票，后续通过二级市场交易退出，最终实现代增（减）持的目的。

此外，信托公司还应大力争取特殊业务牌照资格，如非金融企业债务融资工具承销商、QDII、特定目的信托受托机构资格、企业年金管理资格、股指期货交易业务资格、私募基金管理人资格、以固有资产从事股权投资业务资格等业务牌照，以健全手中可用的投行工具，助力拓宽展业范围和提升资产管理能力。

当前我国资本市场被赋予推动经济结构转型升级、支持实体经济发展的历史重任，

资本市场在金融体系资源配置、居民财富管理中的重要性将显著提升。信托公司的资源、能力配置也需要顺应时代趋势和监管导向，围绕客户的投融资需求、资产管理及财富配置需求进行资本市场业务的布局。

相比于非标融资业务，标品资产管理、标品投行业务对于信托公司的专业管理能力、产业理解深度都提出更高的要求。同时，由于资本市场天然具有周期性和波动性，资本市场业务布局应着眼于长期进行培育，要有足够坚定的战略定力，并要给予强大的资源倾斜、考核激励等机制、体制方面的政策支持，实战导向、强化认知、人才盘点、久久为功，逐步把业务做专做出信托特色，成为业务转型的有力驱动，具体从搭建专业投研团队、循序渐进打造产品线、因地制宜完善IT系统、做好销售与投资的配合、补齐制度以提高容错率等方向入手。

总体而言，过去十年的信托神话将不复存在，信托业亟待转型升级。迫切需要加速进行商业模式和管理思想的变革，对标拉齐其他资管机构，聚焦资本市场各层次客群以提供有针对性的打法，如对银行理财资金、自有资金及基础资产提供哪些切实可行的合作模式；抓住券商资金端、资产端及经纪业务需求又该如何展业；结合私募基金管理人平台服务需求、提供投资顾问服务需求及解决私募管理人产品流动性需求有何创新商业模式；结合上市公司股东代持或融资需求要重点开发哪些产品线；为高净值客户（自然人/机构）的资产配置需求创设全面产品矩阵等等都需要自上而下的探索及不断实践、持续优化。如今市场和政策环境均已发生根本性变化，未来信托的私募投行功能将逐渐淡化，信托的资产管理功能、财富管理功能和社会服务功能将登上历史舞台，成为信托业新发展格局下的主导功能，而这些功能无一不是内生于信托的制度价值之内。当下，信托公司应以提供资本市场全金融产业链服务为目标，提升服务的价值、内涵、规范性、有效性、易用性、糯合性，发挥其应有的、可持续的作用。“十年之前，我不认识你，你不属于我”，万古长河，破旧立新。持续为客户创造价值，才是一个资产管理者该坚持的“价值”投资，才是其最大的价值。

文章代表作者观点，与发布平台无关。

责编：糯糯