

23万亿信托产品净值化改造进行时

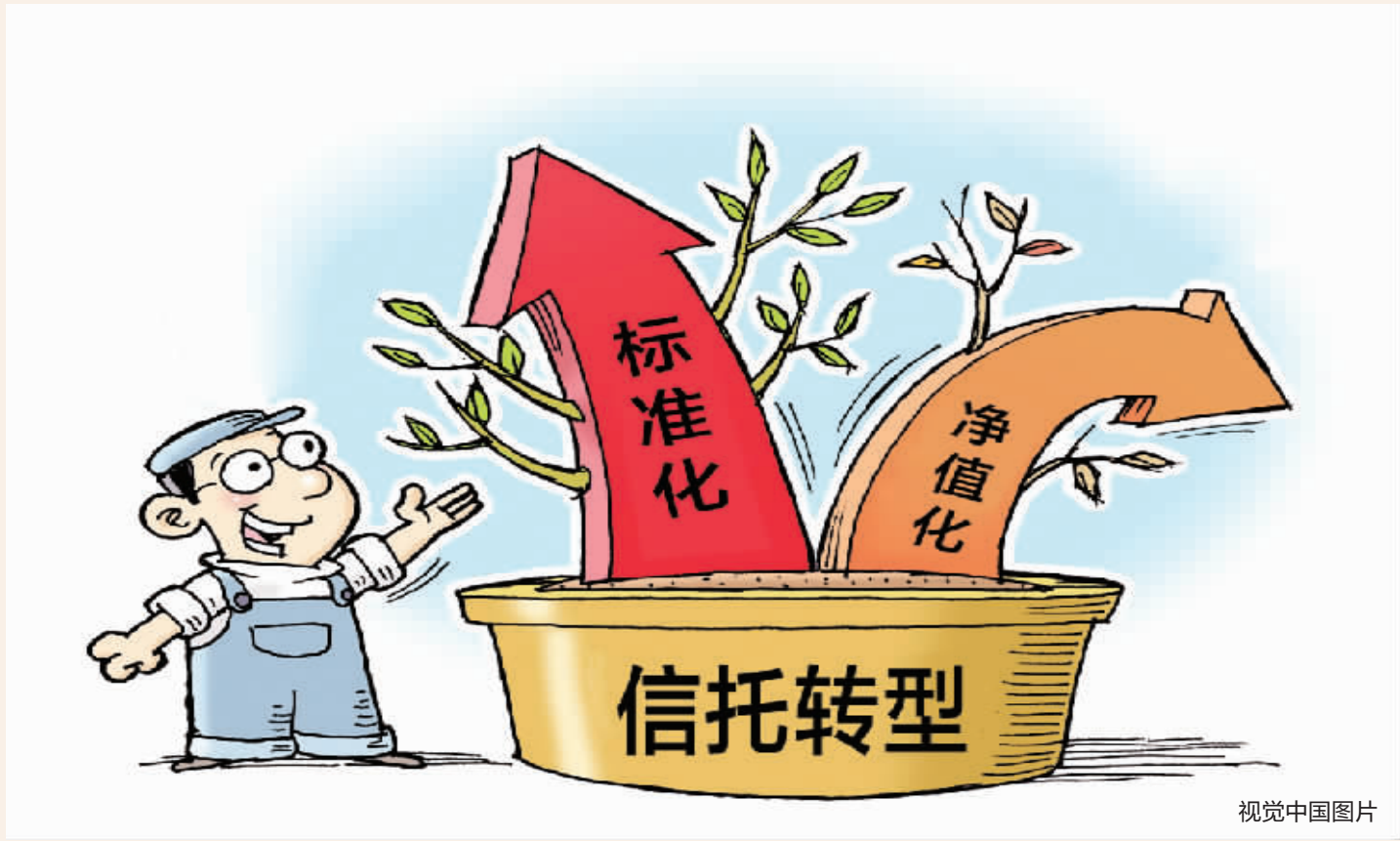
统一交易平台 重构市场化估值体系

□本报记者 刘夏村 张凌之

将于2020年底结束过渡期的“资管新规”，开启了信托产品净值化管理的倒计时。截至2018年第三季度末，信托产品规模为23万亿元，其中绝大多数为“非标产品”且是预期收益率型，具有“刚性兑付”的特征。中国证券报记者调研了解到，一方面，目前不少信托公司已经在积极进行净值化改造；另一方面，这种“改造”仅局限于合同的修订、升级满足形式上的“净值化”，实际作用有限。

多位业内人士指出，非标产品缺少统一估值标准和广泛认可的估值数据，尤其是在风险暴露时如何进行有效风险定价，是信托产品净值化改造面对的重大难题。业内人士建议，要加快信托产品统一交易流通平台等基础设施建设力度，构建一套市场各方认可的行业层面的估值体系。

一个值得关注的积极信号是，由中信信托联合多家信托公司、评级机构、律师事务所完成的《非标信托产品估值体系》报告，入选2018年度中国信托业协会十大重点研究课题。同时入选的还有由长安信托负责的《信托产品净值化管理的研究》。在一些业内人士看来，这足以显示信托行业对于这项工作的重视。从过往的经验看，信托行业并不缺乏由研究课题演变为行业标准的案例，但这往往需要经历一个比较复杂的过程，且具有一定的不确定性。



视觉中国图片

形式上完成净值化

自“资管新规”明确了净值化管理的发展方向后，信托产品净值化改造就进入了“倒计时”——这项任务必须要在2020年底“资管新规”过渡期结束前完成。这意味着，留给信托公司的时间不多了。

但现实情况并不乐观。北京中盛律师事务所律师李佳透露：“2017年底‘资管新规征求意见稿’出台后，不

少信托公司就已经着手对信托产品进行净值化改造。时至今日，多数信托公司的举措仍仅限于对信托合同进行相应的修订、升级，即在合同中简单约定，按照一定的收益率、根据资管新规所规定估值方法计算净值，并设置一定的保留条款。”北京中盛律师事务所是中国信托业协会的会员单位，为多家信托公司提供法律、合规等方面的服务。在李佳看

来，目前这种改造方法只是从形式上满足监管所要求净值化管理的要求。真要严格实行净值化管理，目前看来还有不少困难。

2018年11月底，一场由中债估值中心发起，中国信托登记有限责任公司（简称“中国信登”）、6家在沪信托公司参与的座谈会上，大家就信托产品净值化管理展开了交流。

与会信托公司认为，目前，现金管理类、证券投资类信托产品相对接近标准化产品，可以进行净值化管理；但其他信托产品在净值化管理方面存在估值方法不明确、部分信托产品难估值，缺少统一估值标准和广泛认可的估值数据，摊余成本法在实际操作中难度较大和需净值化管理的产品类型有待进一步明确等困难。

定价难题凸显

上述人士及信托公司的看法，道出了一个非常重要的事实：在对非标资管产品净值化管理中，原本看似简单适用的摊余成本法，其实并没有那么好用。

所谓摊余成本法，是指估值对象买入成本列示，按照票面利率或商定利率，并考虑其买入时的溢价与折价，在其期限内平均摊销，每日计提收益，一般用于不具备交易活跃交易市场的资产评估。与之相对应的另一种估值方法叫“市价法”，即投资者在持有该项资产期间，每个估值日从市场或者第三方取得资产的估值价格，并将公允价值变动计入当日损益。一般认为，摊余成本法更适用于流动性较差的资

产或买入持有到期策略的估值。实际上，“资管新规”也明确，资管产品为封闭式产品，且所投金融资产暂不具备活跃交易市场，或者在活跃市场中没有报价、也不能采用估值技术可靠计量公允价值，可按照企业会计准则以摊余成本进行计量。因此，非标信托产品采用摊余成本法实现净值化管理，看起来似乎是水到渠成。

不过，某信托公司研究部负责人坦言，“资管新规”要求资管产品实现净值化，目的在于打破刚性兑付。目前的情况是：非标资产风险一旦暴露，就可能出现“颗粒无收”的局面；如果继续沿用原有的摊余成本法进行估值，显然与“资管新

规”打破刚兑的初衷相违背，缺乏可行性。因此，对于非标产品的估值，应该在采用摊余成本法的基础上，兼顾对风险的有效定价，构建一套让金融机构、投资者等市场各方参与者共同认可、信服的估值方法。

中信信托金融实验室负责人周萍亦表示：“过去，摊余成本法在非标产品估值中应用很广泛，参照新的会计准则对金融工具投资的分类，对非交易类资产，仅以收取合同现金流为目的的金融资产依然适用摊余成本法。2018年以来，在新的会计准则和‘资管新规’要求下，需要首先进行业务测试和SPPI测试来确定估

值方法，按照具体测试情况来确定估值方法。”

周萍进一步表示，新的会计准则对金融机构进行风险管理有了更高的要求，需要从以往的风险控制向前瞻性的风险管理迈进。虽然摊余成本法有自己的优势，但依然有不足：首先，不适用交易性资产的估值。对于资产久期长，摊余成本价格与实际交易价格之间差距大的金融资产，采用摊余成本法估值显然不合适。其次，容易忽略资产减值损失。如果以摊余成本法计量但未及时计提减值准备，当资产发生实际损失，金融机构将承担较大的风险，由此会带来一定的损失。

交易平台亟待统一

在此背景下，如何对风险进行公允定价，成为非标信托产品实现真正的净值化管理的关键。对此，多位业内人士认为，应该参考债券市场市价法估值体系，构建非标信托产品收益率曲线。

中诚信国际非标评级总监焦彬彬认为，非标信托债权产品和标准债券本质上都是债权，估值原理是相通的。在实践中，与债券类似，基于产品信用等级和市场交易数据建立级别收益率曲线，是实现非标产品估值的重要基础。

不过，相较于债券估值，非标信托产品的估值更加复杂。焦彬彬认为，相对于标准化信用债券估值，非标信托产品的估值收益率需额外考虑特殊交易结构、底层项目风险溢价及更多的流动性风险溢价等因素。估值实践探索中，尝试将非标产品的估值收益率拆分为可确定的部分（主体的信用风险溢价）和不可确定的部分（项目风险、流动性风险等其他风险溢

价）。其中，主体的信用风险溢价，可通过确定主体信用等级，在具有活跃交易的公开信用债发行市场中寻找同类型同信用等级（甚至同一主体）的估值收益率或相同信用等级对应的收益率曲线上的平均估值收益率，作为可参考的合理市值。此处也是非标与标准化资产估值的连接点。

在此基础上，周萍、焦彬彬等人进一步表示，从目前市场上较为成熟的中债估值的估值方法来看，估值的基础是确定信用等级，估值核心是有交易。构建信托非标产品的收益率曲线既需要确定合理的信用等级，亦需要依赖大量市场交易数据，才能保证其公允性，即使在当前不交易的背景下探索非标产品的公允价值估值技术和模型，仍需要建立产品信用等级对应的收益率曲线作为基准，同时通过市场报价的方法对模型的准确性进行验证。只有存在大量产品交易，基础数据才有保障，估值的结果才有实用性。如果产品没

有交易，即使建立估值体系，短期内也难以落地。

实际上，在前述座谈会上，与会信托公司也提到，希望探索由中国信登以产品估值为切入点，借助中债估值等外部专业评估机构的力量，进一步丰富登记要素表，使其逐步符合估值要求，帮助信托公司提高信息披露深度和广度，增加行业透明度；同时，希望借助中国信登依照监管规定推进的发行交易平台功能建设，尽快完善信托流动性机制，使信托计划可在有序交易流转中产生公允价值，发挥二级市场价格发现功能。

中国证券报记者了解到，目前国内尚没有统一的信托产品交易流通平台，信托产品流转主要依赖于各信托公司自有的流转平台，以及一些地方性金融交易所，这进一步限制了信托产品二级市场交易流通规模。

中国信登于2016年由原银监会批准

成立，由中央国债登记结算有限责任公司控股，中国信托业协会、中国信托业保障基金有限责任公司、18家信托公司以及上海陆家嘴金融发展有限公司等共同参股设立。根据原银监会颁布的《中国信托登记有限责任公司监督管理办法》，中国信登的职能包括三部分：一是完善信托产品登记和信息统计功能；二是实现信托产品的发行与交易功能；三是为监管提供信息服务，提升监管效能。

业内人士认为，建立统一的信托产品交易平台，只是实现信托产品净值化管理的其中一步。除此之外，还需要加强信托产品的信息披露透明度、更充分的投资者教育等。

周萍说：“估值是一个系统工程，从估值原理、估值方法和估值流程及配套建设方面均需要一个标准和完善的体系建设和流程设计，构建这一体系需要全行业的共同努力。”

近六成信托公司2018年净利下滑

□本报记者 张凌之

随着信托公司陆续在银行间市场披露未经审计的财务数据，各家信托公司2018年的业绩浮出水面。截至中国证券报记者发稿，已有61家信托公司在银行间市场披露了未经审计的财务数据。中信信托金融实验室整理的数据显示，2018年，61家信托公司平均净利9.24亿元，行业整体净利下滑6.1%。其中，38家公司净利增速为负，占比近六成，净利下滑幅度最大的为华融信托。

行业整体净利下滑

中信信托的数据显示，从营业收入来看，排名前五位的公司分别为：中融信托（58.74亿元）、中信信托（56.38亿元）、平安信托（49.78亿元）、建信信托（45.35亿元）和重庆信托（36.92亿元）。从净利润来看，排名前五位的公司分别为：中信信托（34.2亿元）、平安信托（31.74亿元）、重庆信托（30.56亿元）、华能信托（24.18亿元）和华润深国投信托（21.96亿元）。

业内人士指出，在去通道、破刚兑、降杆杆的严监管背景下，行业的资产管理规模和盈利能力呈下降趋势，未来信托业加快转型步伐，逐步回归本源是大势所趋。

某信托资深研究人士表示，我国经济社会发展进入新时代，中国金融改革对信托公司转型发展提出明确要求。转型的方向是多样的，因为信托业务的想象空间是巨大的，每个信托公司的资源禀赋又各不相同；转型的方向又是相对狭窄的，因为信托公司无论定位于做什么，都谈不上什么专属和优势。只有能发挥自身比较优势的方向才是转型方向，能力才是信托公司的唯一竞争力。

部分公司逆势表现亮眼

尽管2018年信托行业整体表现较2017年有一定差距，但仍有部分公司在整体业绩下滑的情况下表现亮眼。

从净利润来看，华能信托以24.18亿元的净利润从去年的第6位上升至第4位，进入行业排名前五；江苏信托、中航信托分别凭借着19.67亿元和18.48亿元的净利润，一举跻身行业净利润排名前十；中海信托则以净利润最快增速位列第12。

从营业收入来看，光大信托营业收入增速最快。2018年，光大信托业绩增长迅猛，净利润从2017年的5.27亿元增长至2018年的10.66亿元，实现净利翻番，净利排名从2017年的第42位跃居第19位。

从信托业务收入来看，2018年，中信信托以55.88亿元的信托业务收入遥遥领先，信托业务收入排名第二的平安信托为36.84亿元。相比信托业务收入，中信信托2018年固有业务收入则表现平平，利息净收入7.65亿元，投资收益8.66亿元。业内人士指出，受国内资本市场影响，信托公司固有业务风险压力上升，业务配置和收益波动加大。

从固有业务收入来看，重庆信托以18.37亿元的投资收益，在61家信托公司中位列第一。江苏信托2018年手续费及佣金收入为11.03亿元，排名第23，但投资收益为12.83亿元，排名第五，凭借着较高的投资收益跻身净利排名前十。

净值型产品发行量增大 银行理财转型加速

□本报实习记者 戴安琪

市场研究机构普益标准最新披露的数据显示，2018年，银行业金融机构共发行净值型理财产品4481只，同比增长278.78%，平均年化利率高达3.78%，较公募基金产品和券商资管型产品而言具有优势。业内人士表示，随着监管的推进，净值化产品承担打破刚性兑付的重任，将日益成为银行理财未来发展方向。

发行量增幅大

据普益标准金融数据平台数据汇总，2018年，银行业金融机构共发行理财产品164686只，其中，预期收益型理财产品160205只，净值型理财产品4481只，净值型产品同比增长278.78%。

从每月净值型理财产品发行量来看，逐渐呈上升趋势，2018年第四季度增速明显上升。据融360大数据研究院不完全统计，2018年12月份净值型理财产品发行508只，发行数量为全年之首，环比增加34.04%。

从发行机构来看，融360大数据表示，2018年12月共有77家银行发行净值型理财产品，较11月份多了20家银行，一些大行的净值型理财产品规模占全部理财规模的10%以上。普益标准认为，随着资管新规的推进，今后净值型产品还将保持着快速增长趋势。

具备强大竞争力

除发行量增幅明显以外，净值型理财产品的平均年化收益率也具有明显优势。普益标准发布的《2018年银行理财市场大盘点》显示，截至2018年12月，银行发行的净值型理财产品平均年化收益率为3.78%；公募基金产品平均年化收益率为1.41%；券商资管型产品平均年化收益率为-1.02%。银行净值型理财平均年化收益远高于公募基金产品和券商资管型产品的平均年化收益。

从收益走势来看，普益标准认为，2018年全年银行理财收益率呈缓慢上行，公募基金收益率呈现波动下降态势，券商资管净值产品平均收益率则波动稳定在负值。其中，银行净值型理财收益波动较小，总体表现较为稳定；公募基金和券商资管收益率波动相对较大，且与银行理财差距不断拉开。未来，随着银行净值化理财转型不断推进，风控机制逐步完善，净值型银行理财产品将相对于公募基金和券商资管展现出更强的竞争力。

天风证券认为，资管新规过渡期是大力发展净值型产品的关键时期，2020年年底一过，随着刚兑产品成为过往，银行理财的竞争格局预计会发生巨变，没有及时转型且净值型产品基础薄弱的银行，或面临客户流失风险。客群会涌向历史业绩优秀的净值型产品，而这些产品来自于早已培育出优秀的净值型产品开发、销售、投资管理能力的银行。客户再选择的速度或远快于新产品发行速度，这时“马太效应”将会凸显，净值型产品发行管理有优势的银行资管部短期内将额外得到更多客户。