

坚持长期主义穿越周期 实现信托业高质量发展

● 华鑫国际信托有限公司 朱勇

“波荡”一词并不常用，却很适合描述信托业23年间大起大落、波澜壮阔的发展轨迹。

作为自2002年从事信托行业至今的一名“老兵”，借此机会从行业视角，谈谈对这个重要金融子行业的认知，以及对未来的展望。



视觉中国图片

23年历经三个发展阶段

信托业属于资管行业，以私募为定位，追求绝对收益目标，特色是另类投资和非标直接融资。信托产品存在刚性结构。前期投融资结构中房地产业务占比较高，因房地产业风险外溢，目前处于业务结构调整中。

如果只用一个维度来量化描述信托，这个维度应是受托管理的资产规模指标。生物发展一般会经历三个时期：缓慢发展期、高速增长期、成熟期，纵观信托行业过去23年的资产规模变化，也可以分为三个时期：探索期、高速增长期、调整期。

2001年《中华人民共和国信托法》正式施行，首次以法律形式确立信托制度框架，信托业迎来规范化发展契机。2002年至2006年是行业规范发展的早期阶段，这一阶段是探索期，信托业虽然规模小、增长不快、业务未定型，却像竹子一样，向下扎根，用了4年时间，做好了基础设施建设。这一时期，信托从业者在产品设计、市场方向、资金寻找、金融基础设施等方面，为后续发展做了许多打基础的工作。

从2007年开始高速成长到2017年规模阶段性见顶，属于信托行业高速增长期。2007年末，信托资产规模9800亿元，较上年末的4800亿元翻了一番。2007年至2017年是资管业务发展的“黄金时期”。2017年末，信托资产规模26.25万亿元，位居各金融子行业第二位。这一时期，信托业利用横跨货币市场、资本市场及产业投资等多个市场的优势及灵活性快速发展。

其中，2007年至2013年，信托资产规模呈现指数增长的特征，每年末都在上一年末的基础上实现50%以上增长。一年一大步，七年大变样。信托业从一个规模小、人员少、不起眼的小行业，一跃成为举足轻重的金融子行业。

指数增长是值得关注的重点。指数增长实际上是复利奇迹的另一种描述。一经确认是指数增长的标的，往往意味着投资者需要全力以赴，投下重注。指数增长如果能持续，若干次迭代后复利效应就会促使标的物成长为一位巨人。这几年，投入信托行业的权益资金普遍获利甚丰。

2013年是信托行业的增长拐点，此后，规模增速开始回落。此时，信托资产规模10.91万亿元，约相当于金融机构本外币各项存款余额的1/10，继续高速增长的基础已经消失，高增长不可持续。

行业发展中的四个关键点

回顾过去23年，还需要厘清以下与行业发展高度相关的四个重要认识。

信托业不存在行业性风险问题。目前，少数几家涉险信托公司存在两个主要问题，一是股东自融，二是较大规模非标资金池。对于央企信托公司而言，基本不涉及第一个问题。关于非标资金池问题，一是大多数信托公司本就没有非标资金池，二是一些历史上存在非标资金池的信托公司按监管部门要求，从2018年开始逐年清理此类业务，在摸清底数的前提下，目前大多已完成清理工作。因此，信托行业整体风险是可控的，不会发生系统性金融风险。

信托业已经打破刚性兑付。资管行业的刚性兑付相当于饮鸩止渴，只有摆脱刚兑，信托行业才能走上正道，资管业务不是信贷业务，

资管业务不能保底，这是做资管业务必须遵循的铁律，也是行业构建健康生态的基石。当前，信托公司已经普遍打破刚兑，消除了阻碍前行的最大绊脚石。未来，行业发展根基扎实，前景可期。

多措并举化解房地产信托业务风险。一些信托公司前期开展了较多的房地产信托业务，受房地产项目风险外溢的影响较大，少数信托项目或难以如期正常结束清算，被迫延期以时间换空间。但转机已经出现，金融管理部门出台了一系列支持房地产企业、房地产项目的金融政策，包括信贷债券股权“三支箭”支持政策、房企“白名单”支持政策等。

破除对信托属于影子银行的错误认知。自2008年美国爆发次贷危机后，我国的信托业及

其他非银金融机构曾被套上影子银行的称呼。所谓影子银行，是美国爆发次贷危机后，外界对一些资产管理类或投资银行类市场主体的含有贬义的称呼。一般而言，影子银行具有三个主要特征：缺乏监管、产品运作不透明、产品内嵌高杠杆。我国没有发生类似美国的次贷危机，各类金融机构的监管制度和市场发展状态也与美国迥然不同，不应简单生搬硬套。我国信托公司一直受到严格监管，自资管新规和信托业务三分类实施以来，信托产品设立与期间管理受到更为全面、严格的监管，并非处于缺乏监管的“影子”状态，所以不是影子银行。未来，信托业将更加积极地拥抱监管，持续在阳光下规范展业，通过合法合规经营实现行业高质量发展。

坚持长期主义穿越周期

信托业的未来，是根据信托业务三分类合理调整业务结构，构建第二增长曲线；坚持长期主义穿越周期，实现高质量发展。

在信托业务三分类框架下，信托发展前景广阔，大有可为。

信托业务三分类明确规定了信托公司展业赛道：资产服务信托、资产管理信托、公益慈善信托，厘清了业务边界和服务内涵。从分类出发，是科学解决信托公司内卷问题的一把总钥匙。未来，可以预期信托业将形成第二增长曲线，资产服务信托将成为行业规模二次增长的主战场。

信托业向来生命力顽强，在监管鼓励的政策环境下，服务信托未来将迅猛发展，异彩纷呈，并将带动整体信托资产规模恢复增长态势。考虑到服务类信托的基本资产包括众多非现金类财产，基数巨大，未来信托业还有很大的开拓空间。

当然，我们也应看到，虽然服务类信托发展空间大，但限于场景多元化、服务专业化要求，

可持续的商业模式仍处于探索阶段，短期内难以贡献较多利润。虽然资产管理类信托的利润相对丰厚，但在大资管格局下竞争激烈，且受到融资规模、转型压力等诸多因素影响，利润短期易降难增。

就行业发展总体态势而言，短期来看，规模与利润两个指标将出现分化：信托资产规模将恢复增长，行业利润将稳中有降；长期而言，信托业以稳定的受托规模为成长基础，为后续价值创造和利润稳步提升夯实根基。

路在脚下，行业应践行长期主义穿越周期。金融是顺周期行业，随着国民经济的景气度同步变化，信托业也不例外。信托业可以同时开展资产管理与财富管理业务，尽管目前仍处在调整阶段，但依托我国经济长期向好的大势，发展潜力巨大，升级空间广阔。

未来，信托业应坚守私募定位，主业从经营固收类资管产品向提供综合金融和受托服务转

化，在发展中解决难题，用创新形成未来增长点，坚守风控为先，敬畏市场，不断拓展能力圈，以不败求终胜。坚持长期主义，遵循以下三条路径实现更好发展。

一是主动防控风险。信托公司应当主动提升风险识别力，信托业正处于业务结构转型换挡的关键期，在业务层面，除了要关注信用风险和操作风险外，还须关注合规风险、治理风险、声誉风险。

二是培育信托文化。百年老店靠信用，受托人能够保持长期展业的基础是客户的信任。信托公司只有坚守受托人本位，主动建立具有高信任度的企业文化，才能形成匹配财富健康久远传承的“金字招牌”。

三是服务创造价值。金融的本质是服务，信托业只有持续创造服务价值，贴近民生，服务民生，践行“信托即服务”理念，才能真正具有可持续发展的生命力。

掘金债市新观察：银行理财大手笔配置科创债ETF

● 吴杨 李蕴奇

国内科创债ETF市场迎来重要增量。9月24日，第二批14只科创债ETF集体上市，至此该类产品总数已增至24只。在科创债ETF上市交易公告书中，多家银行理财公司的产品位列前十大基金份额持有人名单，这折射出银行理财资金正积极加大对债券ETF的配置力度。

业内人士表示，债券ETF契合银行理财在资产配置和流动性管理方面的需求；同时，需对因机构抢筹等博弈行为带来的债券ETF市场波动有所预判。

积极配置科创债ETF

自今年7月首批10只科创债ETF上市以来，该类产品持续受到市场关注，规模稳步攀升。Wind数据显示，截至9月24日记者发稿时，首批科创债ETF总规模1285.65亿元，多只产品规模突破150亿元。其中，科创债ETF嘉实规模达到197.49亿元。

理财资金已成为推动科创债ETF规模增长的重要力量。根据科创债ETF上市交易公告书，兴银理财、招银理财等机构在配置科创债ETF

一方面，债券ETF是理财产品应对当前“资产荒”、进行精细化投资管理的有效工具。

另一方面，债券ETF相比其他固收类资产在流动性上有一定优势。

方面表现活跃。以科创债ETF兴业为例，截至9月17日，在该产品前十大基金份额持有人名单中，兴银理财旗下产品占据8席，其中1只产品持有份额达1亿份，占基金总份额的3.3335%。整体来看，24只科创债ETF中，有7只科创债ETF的前十大基金份额持有人名单中出现了兴银理财的产品。

此外，招银理财旗下多只产品也出现在科创债ETF华泰柏瑞等产品的前十大基金份额持有人名单当中。科创债ETF华泰柏瑞上市交易

公告书显示，截至9月17日，招银理财3只产品位列其前十大基金份额持有人名单，合计持有基金份额120万份，占基金总份额的4.01%。

据了解，目前，债券ETF主要分为利率债ETF、信用债ETF、可转债ETF。其中，利率债ETF涵盖国债ETF、政金债ETF和地方债ETF，信用债ETF则包括短融ETF、公司债ETF、城投债ETF、科创债ETF等。科创债是指发行主体为科技创新领域相关企业或者募集资金主要用于科技创新领域的债券，是债券市场服务科技创新企业融资的重要工具。

契合资产配置和流动性管理需求

银行理财资金为何青睐债券ETF？记者了解到，其背后是资产配置优化与流动性提升的双重考量。

一方面，债券ETF是理财产品应对当前“资产荒”、进行精细化投资管理的有效工具。天风证券固收首席分析师谭逸鸣表示，面对“资产荒”，理财资产配置或将减弱对债券票息的依赖，通过多元化资产进行收益增厚。信用债ETF可实现低成本、高流动性的分散配置，丰富银行理财资产配置的选择。

华泰证券固收首席分析师张继强认为，银行理财对大类资产配置的需求越来越旺盛，给了债券指数基金用武之地。他判断，未来这一需求还将继续上升，尤其是大类资产配置理念逐渐成熟后，机构将有更多精力用于大类资产配置，弱化对债券个券的选择。

另一方面，债券ETF相比其他固收类资产在流动性上有一定优势。兴业证券固收首席分析师左大勇表示，债券ETF的交易制度涉及一级市场申赎和二级市场买卖，并且申赎和买卖交易均实行“T+0”，这使其具备较好的流动性。信用债一直存在流动性偏弱的问题，而信用债ETF有望解决这个痛点，对机构投资者的吸引力将大幅提升。另外，张继强提到，部分债券ETF还具有质押回购功能，银行理财公司为应对客户赎回，可以选择ETF质押融资，减轻ETF的卖出和赎回压力。

近日，证监会发布《公开募集证券投资基金管理费用管理规定（征求意见稿）》，提出了拟引导基金配置需求回归中长期、提高短期持有赎回费率的措施。西南证券固收首席分析师杨杰峰认为，债券ETF的场内交易或不受新规直接影响，新规有望进一步推动债券ETF作为机构投资者流动性管理工具的发展，引导部分

理财资金向该领域迁移。

警惕“抢券”风险

债券ETF因其透明的运作机制，可能引发机构“抢券”行为，给市场带来波动。某银行理财公司人士向记者透露，在债券行情火热时，不少机构投资者预期资金将通过债券ETF大幅流入，因而提前购买成分券，造成的结果可能是成分券“估值降低比非成分券多”。

谭逸鸣也观察到了上述现象。他表示，增量资金迅速涌入信用债ETF，带来建仓需求；机构预期后续信用债ETF规模增长，因此提前交易相关成分券。这两方面因素催化了信用债的抢券行情，相关指数成分券表现尤为突出——指数成分券交易活跃度显著提高，换手率明显高于非成分券。

东方财富固收首席分析师齐晟提示了科创债ETF指数成分券重定价风险。他表示，科创债ETF指数成分券相对同主体评级非成分券存在利差，而利差表现与相关ETF上市、申赎节奏完全合拍。在当前市场环境下，需提防赎回负反馈，一旦发生科创债ETF被大量抛售，则成分券很容易发生超调，带来的浮亏或大于非成分券。