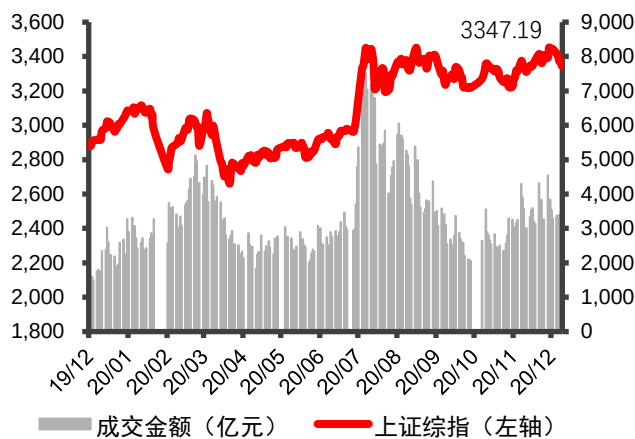


2020年12月14日

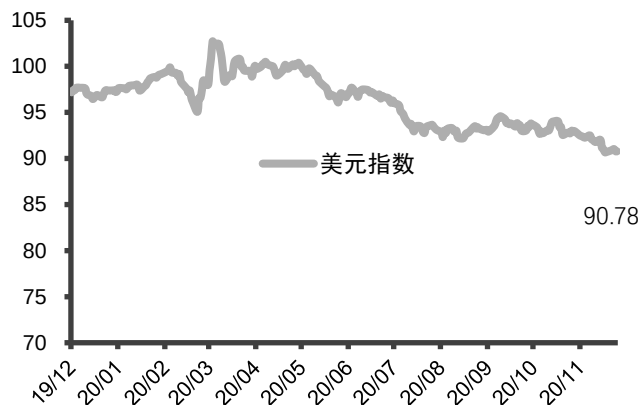
2020年第48期（总第824期）

基金视窗

上证综合指数近一年走势图



美元指数近一年走势图



国际原油价格近一年走势图



基金经理论市： 市场波动中坚守经济复苏主线

上周，A股震荡下行，主要指数普跌。上证50、沪深300、中证500和创业板指周涨跌幅分别为-3.21%、-3.48%、-3.95%和-1.58%。行业方面仅食品饮料、电力设备及新能源、消费者服务和煤炭行业小幅上涨，表现相对较弱的行业分别为非银金融、传媒、交通运输、家电和通信。从交易量来看，Wind全A交易额较前一周小幅回落，主题上软饮料、白酒、发电设备及餐饮旅游表现较好。

宏观经济方面，12月9日央行公布的11月金融数据和社会融资数据显示，11月份人民币贷款增加1.43万亿元，同比多增456亿元；当月社会融资规模增量2.13万亿元，比上年同期多1406亿元。社会融资规模存量同比增速为13.6%，弱于前期的13.7%，是今年以来首次下滑。伴随国内疫情的控制以及经济的持续修复，前期宽松政策逐步回归常态化早在市场预期之内，对市场的影响有限。值得注意的是，11月狭义货币供应量M1增速攀升至10%，创下34个月新高。M2货币供应也超预期，同比增长10.7%。M1-M2同比继续缩窄，反映企业和居民存款持续活期化，企业和居民的需求较为强劲，意味着宏观经济保持较高的活力，经济仍处于修复上行通道。

上周股市在没有明显利空冲击下出现较大的调整，或因临近年底考核，部分机构兑现收益的诉求上行，短期可能给市场造成一定的压制，但上述博弈性因素难以形成趋势性的影响。配置上，从经济基本面与宏观流动性趋势来看，仍可坚守对顺周期行业的布局，中短期主要集中布局金融、可选消费以及部分周期品。中长期看，内需升级和产业链升级是主方向，代表新经济的消费和科技是未来市场的主线。

专栏：浅析信托监管对发债企业影响

信托监管的重要转折点始于 2017 年底《中国银监会关于规范银信类业务的通知》对通道类业务的打压，而随着通道业务的受阻，2018 年信托公司开始转向地产类融资，但很快 2019 年银保监会即出台《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》等文件，严厉监管地产信托融资，2020 年以来，信托业监管力度继续加强，且态度明确，要求整体信托行业转变发展路径，回归“受人之托、代人理财”职能定位，而不是通过现有的牌照优势进行套利，成为资金通道。

2020 年比较重要的信托监管规定包括 2020 年 3 月的压降融资类信托（即投向于债权性资产的信托）的指导和 2020 年 5 月的《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”）。2020 年 3 月，《证券时报》报道，监管部门对全年的压降规模的初步计划为 1 万亿元具有影子银行特征的融资类信托业务。2020 年 5 月，《征求意见稿》中要求集合资金信托计划中非标债权类资产的合计金额在任何时点均不得超过全部集合资金信托计划 50%。

整体信托规模压降情况方面，从社融中的信托融资分项上看（该分项主要为融资类信托），2020 年 1-11 月，信托累计净融资-0.6 万亿元，距离 1 万亿元的压降目标尚有很大距离，目前部分未完成压降目标的信托公司已被暂停融资类信托产品的申报。除融资类信托外，通道类信托仍处于持续压降的过程中，2018-2019 年压降规模都在 2 万亿元以上，双重压力下，信托公司更多的转向投资类信托（股权类），但投资类信托对信托公司资产管理和募资能力要求很高，开展难度较大，其难以弥补融资类和通道类业务的收缩，2020 年前三季度，投资类信托累计增加 0.56 万亿元。

从信托资产内部结构调整角度看，针对于非标压降，2019 年末，集合资金信托约为 10 万亿元，其中相当高比例的资产为非标，未来非标比例需要压降至 50%，压降的压力很大，但《征求意见稿》并没有给出明确的完成时间，同时实操过程中难度亦较大，目前有部分非标信托转成私募债，预计后续仍存在一定博弈空间。综上，可以预见 2021 年信托仍然面临很大的压降压力，但根据监管的相关表态，压降为渐进性的过程，不会采取一刀切的方式。

对发债企业的影响方面，可以预见的是信用分化加剧。弱资质主体在目前的环境下本身已难以直接从银行获得新的信贷支持或进行正常的债券发行，大多是通过信托贷款等渠道融资进行借新还旧。信托严监管压缩了这类资金来源以后，会使得弱资质主体流动性问题加剧。目前使用信托较多的主体主要是弱资质的城投和地产，以地产为例，假设需压降的 1 万亿融资类信托中投向房地产的资金占比为 30%（用益信托网口径下，2020 年投向房地产的集合信托比例约为 30%），则需压降的规模在 3000 亿元，2019 年全年房地产开发资金来源总额为 18 万亿元，绝对占比看似不高，但信托资金使用灵活，为资金调配的重要手段之一。由于 2020 年开发贷和居民按揭发放都较为顺畅，且销售端也较好，信托压降对房企现金流的影响被上述因素所部分抵消，但信托收紧仍将在未来继续对房企资金形成压力，只是其最终影响还取决于其他渠道的资金到位情况。

（专栏作者：摩根士丹利华鑫基金固定收益投资部 陈言一）

风险提示：本周刊中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这固定性及完整性不作任何保证。在任何情况下本刊物中的信息或所表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资者的投资建议和担保。本周刊中专栏的观点、分析仅代表作者意见，不代表摩根士丹利华鑫基金管理有限公司立场。本刊物版权归摩根士丹利华鑫基金管有限公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何人不得对本刊物内容进行任何形式的发布、复制。投资有风险，敬请谨慎选择。