

2019 年 12 月

专题研究报告

债权类信托产品信用风险 2020 年展望

信托产品发行情况



信托产品风险项目



信托产品到期规模



信托产品违约概况

违约主体类别	信托产品违约数量 (只)	信托产品违约金额 (亿元)
工商企业	44	296.32
城投企业	7	15.64
房地产企业	12	38.79
合计	63	350.75

主要观点

- 随着融资环境的改善, 预计信托产品发行规模将逐步回升, 其中基础产业和工商企业信托产品发行规模预计将持续提升, 房地产信托产品发行规模小幅下降;
- 区域及城投公司间的信用分化仍将持续, 部分主营业务竞争力较弱以及经济、财政实力较弱的区县级城投企业信托产品违约风险或将持续暴露;
- 国企占比高的中上游行业安全边际相对较高, 经营及财务风险双高的弱质民营企业信托产品信用风险将持续暴露;
- 房地产开发企业融资仍旧承压, 信用风险仍呈明显分化, 中小弱质房企信托产品违约风险或会进一步显现;
- 受限于风险缓释措施的实质保障作用不足, 信托产品违约损失程度仍将保持较高水平。

债权类信托产品信用风险 2020 年展望

随着融资环境的改善，预计信托产品发行规模将逐步回升，其中基础产业和工商企业信托产品发行规模预计将持续提升，房地产信托发行规模小幅下降

2019 年前三季度，信托产品发行规模为 4.67 万亿元，同比下降 1.93%，主要是针对信托通道业务及房地产信托业务的严监管政策的持续出台所致，但相较于 2018 年同比下降 44.73%，降幅明显收窄。

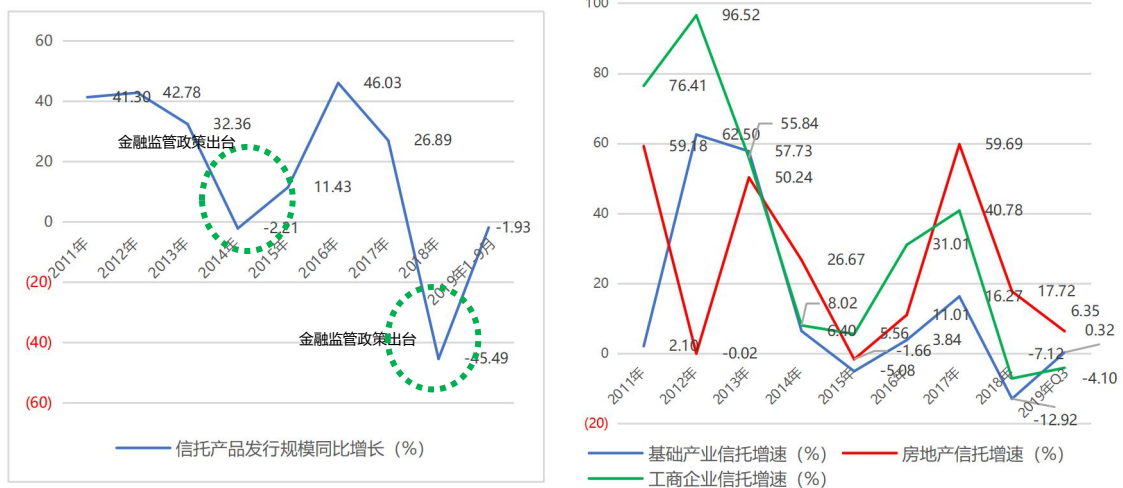
展望 2020 年，预计信托产品发行规模将逐步回升，主要得益于宏观经济运行有望企稳，GDP 同比增速将保持在 6.0%至 6.1%左右。财政政策积极，货币政策稳中偏松，实体经济的融资条件趋于改善。同时，对信托产品发行产生显著负面影响的金融监管在影子银行、地方政府隐性债务、互联网金融风险逐步得到遏制后¹，严监管效应有望在 2020 年有所减弱。

从信托产品主要品种看，2019 年前三季度，不同投向信托产品发行趋势呈现一定分化。其中，基础产业信托增速由负转正，自 2018 年的-12.92%回升至 0.32%，主要是受益于 2018 年下半年以来稳定基建投资和满足平台合理融资需求的相关政策以及 2019 年多地针对隐性债务化解出台一系列措施，缓解了城投再融资压力，令此前受挫的城投信仰得到修复所致；房地产信托受严监管政策的持续影响，增速继续大幅放缓，为 6.35%；工商企业信托增速为-4.10%，降幅有所收敛。

2020 年，预计不同投向信托产品发行仍将延续分化走势。其中，基础产业和工商企业信托产品发行规模预计将受益于行业政策及融资环境的宽松而持续提升；房地产信托则在房地产监管及融资政策难以大幅放松、房企融资仍旧承压的背景下，其发行规模增速仍将表现为小幅下降。

图表 1：信托产品发行情况（单位：%）

¹ 2019 年 11 月 25 日，央行发布《中国金融稳定报告（2019）》。报告指出：目前，在防范化解金融风险上，稳住了宏观杠杆率、平稳有序处置高风险机构、大力整顿金融秩序、应对金融市场波动风险、补齐监管制度短板等方面取得积极成效。央行有关部门负责人表示：总体看，经过一年多的集中整治，我国金融风险由前几年的快速积累逐渐转向高位缓释，已经暴露的金融风险正得到有序处置，金融风险总体收敛。



数据来源：信托业协会，东方金诚整理

信托产品到期压力有所缓解，预计信托产品信用风险暴露程度趋缓

近年来，在信托产品高速发展的同时，其风险暴露也在逐步积累，截至 2019 年 3 季度末，信托行业风险项目个数与规模方面均呈上升趋势，风险项目数量 1305 个，较 2018 年末增长了 49.66%；风险项目规模为 4611.36 亿元，较 2018 年末增长了 107.54%。同时，信托产品不良率也有所攀升，从 2015 年末的 0.60% 攀升至 2018 年末的 0.98%。

从信托产品实际违约情况来看，2019 年前三季度，信托产品违约规模快速扩大，据不完全统计，信托产品新增违约数量 63 只²（详见附件一），较 2018 年末³减少 18.18%；新增违约金额 350.75 亿元，较 2018 年末增长 18.26%。涉及违约主体 21 家，其中工商企业 11 家，占比 52.38%；城投企业 7 家，占比 33.33%；房地产企业 3 家，占比 14.29%。从违约数量及金额来看，工商企业信托产品违约均占比最高；从企业性质来看，仍以民营非上市企业为主；从区域分布来看，江苏、浙江及广东等地区信托产品违约有所增长。

展望 2020 年，宏观经济运行有望企稳，企业融资环境趋于改善，信托产品到期规模回落，到期压力有所缓解，预计信托产品信用风险暴露程度趋缓。

图表 2：信托产品风险项目及到期规模（单位：亿元、%）

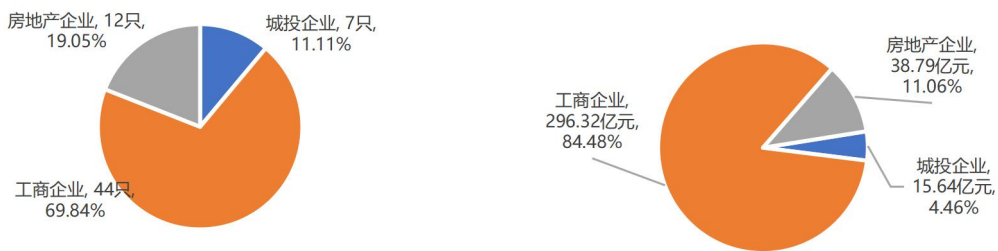
² 一般而言，企业会优先保障公募债的偿还、以避免在公开市场的信用危机，而私募债和信托等非标融资则会尽量展期。因此，一旦企业公募债违约，基本意味着其信托项目违约。本报告对于 2019 年前三季度信用债首次违约（实质违约）企业存续信托项目视同违约。其他信托产品违约信息来源于公开资料。

³ 数据来源为《债权类信托产品 2018 年违约情况分析报告》（东方金诚，2019 年 3 月）



数据来源：信托业协会，东方金诚整理

图表 3：2019 年前三季度信托产品违约数量及规模 (单位：只、亿元、%)



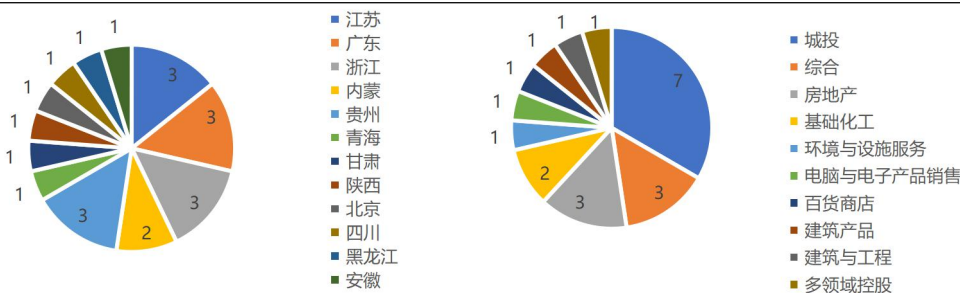
数据来源：公开资料，东方金诚整理

图表 4：2019 年前三季度不同性质主体违约情况 (单位：家、%)



数据来源：公开资料，东方金诚整理

图表 5：2019 年前三季度信托项目违约主体区域及行业分布情况 (单位：家)



数据来源：公开资料，东方金诚整理

区域及城投公司间的信用分化仍将持续，部分主营业务竞争力较弱以及经济、财政实力较弱的区县级城投企业信托产品违约风险或将持续暴露

2019 年前三季度，相较于城投企业公募债券的零违约，城投企业非标产品违约事件激增，前三季度新增信托产品违约主体中城投企业 7 家，占比为 33.33%；违约只数 7 只，占比 11.11%；违约金额 15.64 亿元，占比为 4.46%。从区域及主体资质看，贵州、内蒙、青海等西部省份占比 100%，区县（市）城投占比超 80%。

城投企业信托产品违约风险的发生与区域经济发展、地方政府财政、债务情况密切相关。从违约城投企业所属地区经济来看，均存在较大下行压力。2019 年前三季度，除内蒙古外，其他省份经济增速均低于 2018 年。从各省份前三季度经济增速与年初官方预期增速的对比看，均未达预期。从违约城投企业地区财政状况来看，2019 年前三季度，除内蒙古外，其他省份一般公共预算收入增速不同程度放缓。从地方政府债务来看，2018 年，贵州、内蒙、青海等省份债务率分别为 148.6%、125.9%和 107.5%，债务负担重，债务化解压力大。

图表 6：地区经济财政情况（单位：%）

	2018 年		2019 年三季度	
	GDP 增速	一般公共预算收入增速	GDP 增速	一般公共预算收入增速
全国	6.6	6.2	6.0	3.3
贵州省	9.1	7.0	8.7	1.6
内蒙古	5.3	9.1	5.6	9.8
陕西省	8.3	6.2	5.8	3.9
青海省	7.2	9.7	5.7	0.8

数据来源：公开资料，东方金诚整理

违约城投企业主要存在以下风险特征：自身造血能力较差，资产主要来自于地方政府资产注入，利润对财政补贴依赖度高，资金被占用规模大、周期长，现金流易受地方政府支付行为的影响，其债务的偿还较大程度上仍取决于地方政府财政实力强弱以及支持力度的强弱。

图表 7：违约城投企业⁴2018 年主要财务指标（单位：%、倍）

	项目	汇川城投	红花岗城投	青海城投
资产结构	流动资产/总资产	97.23	98.74	20.53
	其他应收款/流动资产	14.88	2.54	17.60
	存货/流动资产	76.47	80.13	18.64
债务结构	资产负债率	54.72	71.75	82.67
	全部债务/总负债	60.37	56.2	63.26
	短期债务/全部债务	39	13.07	61.3
	全部债务资本化比率	42.18	58.8	75.11
盈利能力	净资产收益率	1.92	2.66	-9.86
偿债能力	流动比率	3.48	2.95	0.35
	速动比率	0.82	0.59	0.28
	经营活动产生的现金流量净额/流动负债	-	-0.54	0.07
	现金比率	0.07	0.22	0.14
	现金及现金等价物/短期债务	0.04	0.18	0.11

数据来源：WIND，东方金诚整理

2020 年，在稳增长刚性显著增强背景下，宏观政策逆周期调节力度会明显加大，货币政策边际宽松方向不变，财政政策将重点向提振基建投资方向倾斜，预计城投行业政策及再融资环境仍将保持相对宽松。与此同时，多数省份经济增速将保持平稳、财政运行有所改善；城投公司仍将获得较强的外部支持。但考虑到区域经济、财政及可获得外部支持的分化，城投公司间信用分化将继续加大，部分基础设施建设及公用事业业务占比较低，主营业务竞争力较弱的城投企业以及部分财政实力较弱、债务负担很重、区域内存在多家同类公司的区县级及开发区城投的非标产品信用风险仍将持续暴露，需保持高度关注。

国企占比高的中上游行业安全边际相对较高，经营及财务风险双高的弱质民营企业信托产品信用风险将持续暴露

工商企业信托方面，2019 年前三季度工商企业信托项目违约高发，新增债权类信托产品违约主体中工商企业 11 家，占比 52.39%；违约信托产品只数 44 只，占比 69.84%；违约金额 296.32 亿元，占比 84.48%。相较于城投及房地产企业，工商企业新增信托产品违约数量及规模占比均最高。从违约工商企业性质来看，全部为民营企业；其中非上市民营企业 7 家，占比 63.64%。从违约工商企业行业分布来看，相对分散，其中综合类企业占比略高，为 27.27%。

违约工商企业主要存在以下风险特征：大多存在内部控制缺陷，且较难在短时间内得到有效改善。如涉嫌财务造假、资产虚构，以及激进扩张、过度举债等。从违约工商企业财务

⁴仅为披露 2018 年年度报告的违约城投企业。

表现来看，普遍表现为负债水平高企，刚性债务占比高，盈利能力快速恶化，流动性紧张，短期债务保障能力差。

图表 8：2016 年~2018 年违约工商企业净资产收益率（单位：%）

	2016 年	2017 年	2018 年
平均值	6.27	6.65	-84.49
中位数	6.03	5.60	-9.98

数据来源：Wind，东方金诚整理

图表 9：2018 年末违约工商企业债务构成情况（单位：%）

	资产负债率	全部债务/总负债	全部债务资本化比率	短期债务/全部债务
平均值	80.22	70.50	78.34	69.06
中位数	71.76	64.93	60.33	70.95

数据来源：Wind，东方金诚整理

图表 10：2018 年末违约工商企业偿债能力主要指标（单位：倍、%）

	流动比率	速动比率	经营活动产生的现金流量净额/流动负债	现金比率	现金及现金等价物/短期债务
平均值	1.06	0.90	0.04	0.32	0.11
中位数	1.00	0.81	0.10	0.21	0.08

数据来源：Wind，东方金诚整理

2020 年，工商企业信托产品信用风险有所分化。在经济下行、逆周期调节力度加大的时期，国企占比高的中上游行业安全边际相对较高。例如，钢铁、煤炭等产能过剩行业受益于前期“去产能、降杠杆、结构调整”取得明显成效，资产负债率降低，集中度提升，信用风险相对较低；交通运输、电力、港口、建筑等行业在基建稳增长发力背景下容易得到更多支持。比较而言，难以直接受益于政策利好、民企占比高、行业格局不稳定的中下游行业信用风险相对较大。此外，民营企业方面，龙头民企将明显受益于政策红利，而弱资质民企融资难现象能否实质缓解还有待进一步观察，对于经营及财务风险双高的弱质民营企业而言，信托产品信用风险将持续暴露。

房地产开发企业融资仍旧承压，信用风险仍呈明显分化，中小弱质房企信托产品违约风险或会进一步显现

2019 年前三季度，房地产信托项目违约率较低，新增债权类信托产品违约主体中房地产企业 3 家，占比 14.29%；违约只数 12 只，占比 19.05%；违约金额 38.79 亿元，占比

11.06%。相较于 2018 年，房地产企业信托保持了较低的违约率⁵。从 2019 年前三季度来看，在房地产企业融资不断收紧的大背景下，资源向头部企业聚集，地方中小弱质房企融资受限，生存压力增大。

展望 2020 年，虽然房地产监管及融资政策难以大幅放松，房企融资仍旧承压，但考虑到在“房住不炒”原则下，未来房地产调控将进一步突出“一城一策”、双向调控特征，调控力度进一步加码的可能性不大，不排除部分地区政策放松支撑财政托底经济的可能，相对而言，融资和资金回笼能力强、经营风格稳健、杠杆低的头部房企，以及土储充裕的资源型房企融资渠道通畅度将不断提升，而中小弱质房企融资则较难得到有效改善。2020 年，预计房地产开发企业信用风险仍呈明显分化，中小弱质房企信托产品违约风险或会进一步显现。

受限于风险缓释措施的实质保障作用不足，信托产品违约损失程度仍将保持较高水平

从信托产品的主要增信措施来看，大部分信托项目都采用多种担保组合模式，如土地及房产抵押、股权质押、实际控制人或关联公司保证担保，债务人法人或股东等自然人保证担保等。但从实际执行情况来看，因债务人涉及多项债务或债务人破产重整，其名下土地、房产、设备等资产会先后被多地或多个法院轮候查封、拍卖，相关债权人虽可参与分配，但考虑到彼时资产市值等情况，债权人实际可以获得的补偿难以对债权形成全额覆盖，特别是诉讼期限在 2 年以上的项目，基本无法保障债权的全额回收，损失程度较高。

通过对目前国内持牌的 68 家信托公司的 2018 年末存在的重大未决诉讼事项进行梳理，其中，24 家⁶有涉诉项目，金额合计为 245.55 亿元。涉诉项目中期限在 2 年以上的，涉诉金额合计为 66.12 亿元，占比为 26.93%。预计损失⁷约为 37.36 亿元，损失率为 56.50%（详见附件二）。

展望 2020 年，存量信托项目的风险缓释措施的实质保障作用不足，预计违约损失程度仍将保持较高水平。

⁵ 2018 年房地产企业违约数量 1 家（债权类信托产品 2018 年违约情况分析报告，东方金诚）。

⁶ 涉诉的 29 家信托公司仅有 24 家披露了信托项目涉诉金额以及具体的涉诉事项（包括借款人、担保人、涉诉期限、地点、执行情况等）。

⁷ 对于借款人已失去还款能力，信托项目逾期超过 2 年尚未还本付息的信托项目，本报告认定为损失项目。

附件一：2019 年前三季度信托产品违约概况(单位：只、亿元)

序号	企业名称	企业简称	违约债权类信托产品概况		
			数量	金额	信托公司
1	北讯集团股份有限公司	北讯集团	1	7.00	渤海信托
			1	2.00	中航信托
			1	0.81	大业信托
			1	2.02	四川信托
			1	2.00	东莞信托
2	南京建工产业集团有限公司	南京建工	1	7.20	长安国际信托
			1	8.00	四川信托
			1	0.30	中建投信托
			1	10.00	西部信托
			1	3.00	光大兴陇信托
			1	20.00	中信信托
3	中信国安集团有限公司	中信国安	2	20.00	中建投信托
			1	10.00	五矿信托
			1	6.50	中航信托
			2	3.47	中原信托
			1	25.00	西藏信托

			1	43.29	平安信托
			1	4.05	渤海信托
			1	6.00	英大信托
			3	30.00	爱建信托
			1	10.01	长安国际信托
			1	4.80	西部信托
			1	7.80	中粮信托
			1	5.99	国民信托
			1	1.05	华鑫信托
			1	10.00	中诚信托
			1	1.00	渤海信托
4	三胞集团有限公司	三胞集团	1	6.10	浙商金汇信托
			1	5.50	北方国际信托
5	国购投资有限公司	国购投资	1	0.77	中航信托
			1	1.16	中江信托
			1	1.19	西藏信托
			1	6.23	中航信托
			1	5.44	国通信托
			1	3.50	华信信托
			2	3.80	西部信托
			1	9.50	中原信托
			1	1.40	中航信托
6	成都天翔环境股份有限公司	成都天翔	1	1.50	浙商金汇信托
7	腾邦集团有限公司	腾邦集团	1	1.00	东莞信托
			1	2.28	中航信托
8	康得新复合材料集团股份有限公司	康得新	1	14.63	中航信托
9	哈尔滨秋林集团股份有限公司	秋林集团	1	1.67	万向信托
10	颐和地产集团有限公司	颐和地产	1	2.80	中江信托

11	三鼎控股集团有限公司	三鼎控股	4	7.68	长安国际信托
12	精功集团有限公司	精功集团	1	4.00	中粮信托
13	遵义市汇川区城市建设投资经营有限公司	汇川城投	1	3.50	中泰信托
14	遵义市红花岗城市建设投资经营有限公司	红花岗城投	1	4.00	国通信托
15	贵州清水江城投集团	清水江城投	1	0.93	国元信托
16	阿拉善盟基础设施建设投资经营有限公司	阿拉善城投	1	1.26	中江信托
17	多伦春晖城市投资有限责任公司	春晖城投	1	0.80	中江信托
18	青海省投资集团有限公司	青海省投	1	4.80	中泰信托
19	宁波富田置业有限公司	富田置业	1	3.00	中泰信托
20	庆阳能源化工集团有限公司	庆阳能源	1	0.67	中泰信托
21	西安渭北投资开发建设集团有限公司	渭北城投	1	0.35	中泰信托
合计			63	350.75	-

数据来源：序号 1-12 违约数据来源为企业 2018 年年度报告/审计报告；序号 13-21 违约数据来源为其他公开资料，东方金诚整理。

附件二：涉诉期限在 2 年以上的信托产品的预计损失情况（单位：亿元）

信托公司	涉诉金额	担保方式	执行情况	已回收	预计损失 ⁸
西部信托	1.59	股权质押、机器设备抵押	债务人涉及多项诉讼、名下资产查封、拍卖	0.29	1.30
长安国际信托	3.00	房产抵押	执行中	0.03	2.97
	12.00	矿井采矿权抵押、关联公司及自然人保证担保	债务人重整	0	12.00
	2.15	关联公司保证担保、房产抵押	执行中	2.15	0
百瑞信托	4.00	-	未披露	-	-
爱建信托	6.5	保证担保	调解协议	-	-
国通信托	1.20	关联公司保证担保、房产抵押	债务人破产，中止执行	-	1.20
	2.60	关联公司保证担保、土地房产抵押	债务人破产重整	已收回现金 0.28 亿元，抵押物因多次 拍卖流拍，全部抵押物抵债给信托公司。	0
	1.71	土地抵押、实际控制人保证担保、债务人股权质押	债务人破产清算	已获得清偿的债权 1.65 亿元，剩余债权将继续向债务人追索。	0.06
陕西省国际信托	5.00	商业用房抵押、股权质押、关联公司及自然人保证担保	执行中	土地使用权及 4 处房产共作价 8997.5 万元抵偿借款	4.10
	2.00	林权抵押、个人连带责任保证担保	债务人破产清算	已回收 6002.5 万元	1.40
山西信托	5.25	-	执行阶段	-	5.25
	0.98	-	执行阶段	-	0.98
	5.00	-	债务人重整，中止执行	-	5.00
山东信托	9.31	-	未披露	-	-
光大兴陇信托	1.50	土地使用权及房屋抵押	最高院审理	0	1.50

⁸ 预计损失=涉诉金额-已回收金额

	0.13-		执行中	0	0.13
中泰信托	2.00	土地抵押、股权质押、自然人保证担保	执行中	抵押土地经过三次拍卖流拍，已进入变卖公告期，变卖价格为4256万元。	1.57

数据来源：信托公司年度报告，东方金诚整理

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。