

主要观点：

- ◆ 2021年国内外经济大概率恢复增长，外部环境的改善有利于信托投资的安全性和稳定性；
- ◆ 2021年信托监管环境依然趋严，叠加信托行业进入艰难转型期，非标类信托产品发行大概率面临较大收缩；
- ◆ 标品信托虽然已经陆续进入理财市场，但要得到投资者的认可还有很长的路要走；
- ◆ 2021年信托产品预期收益率有望结束下滑，企稳回升；
- ◆ 家族信托的高速增长为超高净值人群提供了一条非常广阔的投资渠道和先进的财富管理模式；
- ◆ 过去两年，无论是公募基金还是私募基金都取得了良好的业绩，为投资者提供了新的选择或配置品种，未来这种趋势还将持续；
- ◆ 新的形势和市场环境下，信托投资者应转变理财观念，始终把投资安全放在首位，投资收益放在第二位置；
- ◆ 信托理财依然是稳健投资者的主要选择，但闭着眼睛买信托的时代已经一去不复返了。

一、2021年经济形势和金融市场展望

2021年是我国全面建成小康社会、实现第一个百年奋斗目标之后，开启全面建设社会主义现代化国家新征程、向第二个百年奋斗目标进军，进入新发展阶段的开局之年，我国已经进入了一个新的发展阶段，信托业也进入了转型发展的关键时期，如何深刻理解新发展阶段的丰富内涵，准确把政策和市场方向，对于精准研判国内外经济形势和金融市场走向具有极其重要的作用。

1、十四五规划影响解读

十九届五中全会审议通过的十四五规划无疑对未来我国经济社会发展具有非常重要的意义，对信托行业的未来发展和转型也具有非常现实的指导意义，但由于十四五规划纲要内容繁多，包括经济社会各个方面，在此，我们梳理了十四五规划纲要全文，得出了以下对信托未来投资方向有参考意义的关键词：科技革命、新基建、能

源格局、消费升级、乡村振兴、低碳环保、区域合作、健康中国。

科技革命侧重科学基础研究，下一个五年我国将加强对西方“卡脖子”的技术攻关。在近两年美国对我国高科技领域的围追堵截下，我国深刻认识到自身在高端制造领域方面的不足，尤其是在各类芯片、集成电路等半导体领域。

新基建对于传统基建是“锦上添花”，不再是通过路桥的通达来加强各方联系，而是通过电子信息的传输突破空间限制，可以关注5G产业链、工业互联网、数据中心等投资方向。

能源格局更加强调新能源的开发应用，中东局势的不稳定、国内传统石化能源有限且开采对环境污染的高代价、我国人口众多能源消耗量大这些因素都倒逼我国优化能源格局，在光伏、风电、氢能、核能等清洁能源领域将会得到政策支持。

消费升级依旧强调消费对GDP的首位拉动作用。从消费渠道看，线上消费仍将处于上风，流量明星直播带货的新媒体营销方式方兴未艾，借助新媒体的电子商务仍然具有很大的发展潜力。从消费品类看，规划着重强调了住房和汽车消费，新能源汽车消费是国家大力倡导，并给予消费补贴和税收优惠的，同时也是近两年的投资热点。从消费市场看，我国下一个五年将更加开放国际市场，优化供给。海南自由贸易港建设会初见成效，离岛免税购物可能成为一种潮流。同时，跨境电商也会存在机遇。

乡村振兴除了要完善农村的基础设施建设，还要保障粮食安全。在高度依赖进口的农产品上，除了拓宽进口渠道分散风险，我国还将加强对生物育种的研究，打破对“洋种子”的依赖。这是在半导体领域得到的教训。

低碳环保是第五代领导人上台以来十分重视的，未来环保整治力度和绿色金融扶持力度只会加强不会减弱。资源利用效率和能源结构会朝着可持续的方向发展。环保科技在广度和深度上都会体现在生产生活当中，共享经济仍然充满活力，新能源会是贯穿下一个五年的投资主题之一。

区域合作，从国内的角度看，十分看好粤港澳大湾区和长三角一体化的龙头作用，雄安新区也有非常大的潜力；从国际角度看，“一带一路”、中欧投资协定、区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）将为我国开拓国际市场，削弱美国的牵制提供机遇。

健康中国的必要性是2020年新冠疫情给我们的深刻体会，生物疫苗工程和高端医疗设备是下一个五年需要努力的方向。同时，随着中国老龄化的加快以及新时代年轻人生育意愿不足，老年人的医疗康养领域是值得挖掘的方向。

2、2021年国内外经济形势预判

2021年稳增长的压力不大，预计全年GDP增速可以达8%左右。因为2020年的增速只有2%左右，基数比较低。但今年面临的困难也不少，比如财政、金融方面去年出台了很多史无前例的政策，一些方面的潜在问题可能会逐渐暴露出来。另外，2021年总体上还属于疫情冲击的修复期，国内外疫情反复还有一些不确定性。疫情对生产力的破坏虽然不大，但对消费力、就业质量和投资信心的影响是巨大的，不是短期内就能恢复过来的。因此，我们对今年形势的判断，总体是谨慎乐观。

在宏观政策方面，中央经济工作会议提出的总体要求是“保持连续性、稳定性、可持续性”，其中“可持续性”是第一次提出，有深刻含义。连续性、稳定性是要求和过去保持一致，不做太大改变。“精准有效”“不急转弯”的要求也和持续性密切相关。但去年政策的规模和力度，肯定是不可持续的。总的来讲，还是会保持积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持，但力度要减小。

从国际来看，中央经济工作会议上提出，今年世界经济形势仍然复杂严峻，经济复苏不稳定、不平衡，经济的恢复性增长存在不确定性。今年一季度全球经济很难实现正增长，能控制住疫情、不让经济继续下滑就已经很难得了。另外，去年以来全球货币放水、负利率等，都会带来一些冲击。

西方主要发达经济体以及韩国、日本的经济形势在2021年下半年可能出现拐点，其他不发达国家的经济形势可能至少要在明年才能出现好转。2020年美国GDP增速为-3.5%，预计其他主要西方发达经济体也是负增长。随着拜登政府的上台，严格的防疫措施将会推开，并且给其他西方发达经济体起示范作用。另外新冠疫苗已经研制成功，随着产量的加大和接种人群的普及，到2021年下半年，西方各发达经济体和日韩将会恢复正常生产。而剩下的不发达国家可能需要在疫苗产能满足发达经济体之后，才能通过进口或国际组织获得救助。因此不发达国家在今年实现经济恢复的可能性较小。

3、2021年国内金融市场预测

从货币政策来看，中央经济工作会议提出了今年货币政策要“灵活精准、合理适度”。

一是要保持货币供应量M2、社会融资规模同经济增速基本匹配。去年M2和社融大大快于经济增长，所以今年肯定要收一些。我们预计M2全年平均增速不会超过10%，预计在9%左右；社会融资规模近五年平均增速20%。抛开2020年的特殊情况，以20%的增速预测，2021年的社融规模预计在40万亿左右。

二要保持宏观杠杆率基本稳定。去年宏观杠杆率上升较快，今年不能大幅提升。

三要处理好恢复经济与防风险的关系，不能用扩大风险的办法来保持较高的经济增速。货币政策要重点支持科技创新、小微企业和绿色发展。

四要保持人民币汇率基本稳定。今年我国经常项目状况将会回归疫情前水平，不支持人民币持续大幅升值。从经验数据来看，2015年“811”汇改以来，随着人民币汇率弹性的上升，人民币年内波动加大。2016-2019年，人民币汇率中间价（年平均数）在6.6以上、季度均值也未低于6.3，连续升值未超过三个季度。因此，我们预计2021年一季度人民币可能会出现趋势性升值，但二季度以后，随着疫苗接种的效果逐渐显现，美国等主要经济体持续复苏，全球通胀膨胀率的普遍抬升，海外供应链恢复稳定，中美利差收窄、贸易盈余下降，人民币汇率走势将趋于稳定，预计在6.2至6.7之间波动。

2021年股市行情依然看好，上证指数年内很有可能突破3800点。基本上中国经济恢复持续向好，政策面上资管新规过渡的最后一年将诸多“活水”投向权益市场。随着注册制的推行，市场风气将逐渐向价值投资转变，“强者恒强，弱者愈弱”的两极分化现象会更加常见。资金将向行业龙头聚拢，经营不善导致的退市将常态化。

债市在2021年上半年可能比较低迷，在下半年则可能步入牛市。从过去十几年的经验来看，每轮利率周期的跨度基本在3-4年左右，其中就包含一轮利率下行和上行的过程。收益率下行的牛市阶段从2018年年初开始至2020年4月末结束，共持续两年零四个月。2020年5月份开始国债市场收益率快速回升，市场正式进入本轮利率周期的上行阶段，也即熊市阶段。市场收益率水平有望在2021年二季度达到高点，结束2008年以来的第四轮利率周期，随后开启新一轮牛市。

4、几个主要投资市场预测

就房地产投资而言，高压政策调控下行业整体景气度下行。2021年的投资机会仍可能更多的存在于人口净流入和产业基础好的一二线城市、存量房的二手交易以及物业管理这三条核心赛道。其中后两条赛道成长性更强，也有政策支持，均处于黄金发展期。

2021年商品期货市场的行情也比较看好。在全球经济恢复的背景下，能源化工、金属矿产品、建材等顺周期的大宗商品会有比较好的涨势。农产品方面，受拉尼娜现象、极端天气增多和蝗灾威胁等因素影响，农产品价格或持续上行。

黄金市场在2021年全年难有大行情，局部可能有小行情。随着全球经济的恢复及美

元指数的上行，市场避险情绪正在减弱，黄金恐怕难有像2020年那样的大行情，何况加密货币的避险属性正在抢夺黄金的风头。不过全球货币宽松的环境对黄金是一大利好，所以可能存在局部的小行情。

二、2021年信托及其他资管市场预测

1、信托业严监管态势将持续

2021年信托业的监管继续保持“严”的态势。2021年作为资管新规延期后的最后一年，也是信托行业转型持续深化的一年。2021年度信托监管工作会议上，监管人士明确表示，2021年将继续开展“两压一降”：继续压降信托通道业务规模，逐步压缩违规融资类业务规模，加大对表内外风险资产的处置。2021年监管趋严的主要体现在：

“两压一降”监管目标的实现。

2021年，监管目标明确提出压降融资类业务和通道业务，因此2021年监管放松的可能性很低。压控房地产信托、收紧非标业务等监管措施还将持续，可以预见2021年集合信托产品非标转标将会加速，以房地产类信托为代表的非标类产品大概率继续加速转型，传统的贷款类业务将逐渐减少，而投资类业务和服务信托等类型的产品逐渐开始大幅增加。

信托监管体系逐步完善。

2020年底银保监会信托部主任赖秀福的讲话同样表明信托行业的配套监管政策正陆续出台，预计资金信托管理新规、资本管理新规将于2021年上半年出台。我们认为，资金信托新规中，有诸多关于非标和标品信托的比例关系、业务集中度和净资本的比例关系的条款，将会对2021年信托行业产生极大影响：一方面是非标类产品收缩、标品信托预期将继续发力；另一方面为了更好的业务额度，也为了更好的处置风险项目，信托行业通过增资实现资本实力的强化是最为简单直接的办法。

信托风险依旧是关注重点。

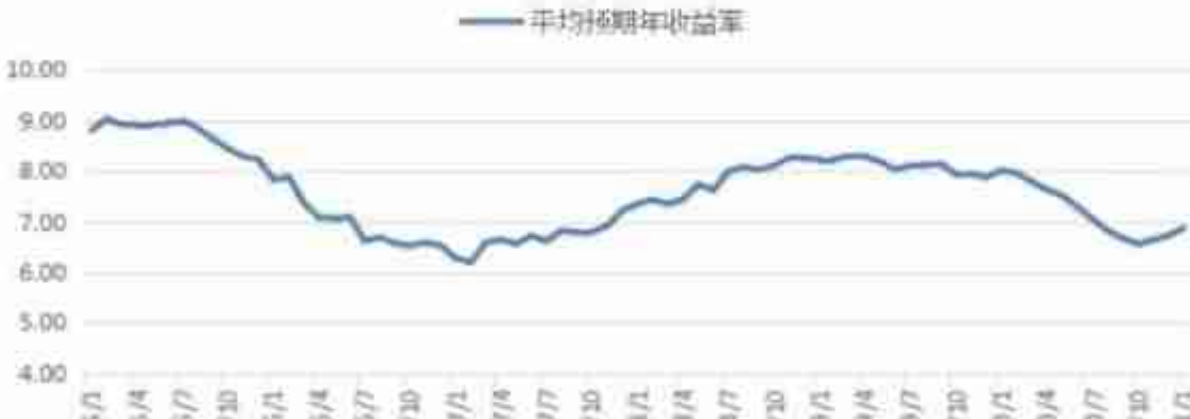
部分信托公司风险事件对行业的影响巨大，金融风险是监管层重点关注的领域。多年来信托行业积累的风险正在逐步暴露，监管收紧下迫使信托公司排查清理风险资产，其中通道业务、非标资金池类项目以及与宏观调控政策相悖的房地产类项目均为监管层重点关注的集合信托产品。我们相信，2021年通道业务、非标资金池类项目清理或将逐渐接近尾声，房地产类信托业务创新转型加速，逐渐从非标债权类产品为主转向以投资类产品为主的业务结构。

2、集合信托产品存在下行压力

在2019年集合信托产品成立达到阶段性的顶峰之后，集合信托产品的发行逐渐收紧，在行业监管趋严的大背景之下，集合信托市场下行趋势逐渐明显。目前信托行业正处于加速转型的阶段，影子银行融资类业务规模压降是大势所趋，融资类产品去存量、控增量已成趋势。

图2: 2015年以来年集合信托产品收益走势

单位: %



我们认为，在货币政策回归常态、经济恢复和行业监管政策趋紧的共同作用下，融资类业务压降，融资需求回升，非标产品的融资成本将有所抬高，而传统非标高收益非标产品比重下滑，标品类产品比重增加，又会拉低整体产品收益水平。因此，我们认为2021年集合信托产品的整体收益水平将出现企稳回升的态势，但上升的幅度有限，预计全年最高收益不会超过7.5%，最低收益不低于6.5%。

(3) 主要类型产品发行预测

房地产信托规模预期持续下滑。

受监管收紧的影响，房地产信托自2020年下半年开始出现快速下滑。2021年监管环境依旧保持趋严的态势，业内监管有融资类业务压降和房地产额度控制的要求，房地产信托合规要求高，额度控制严格，展业的空间有限；而宏观调控方面，三道红线政策压缩房企债务性融资能力，房地产信托产品的升级改造需求上升，非标转标、转型投资类业务成为必然，房地产信托在产品形态上有了较为显著的变化，股权投资、永续债投资等形式的产品开始大量出现。我们认为，2021年房地产信托将延续下滑的趋势，预计2021年的下滑幅度在10%-20%之间。为适应监管要求，信托公司将持续压缩融资类信托规模，扩大投资类信托占比，并加快探索房地产企业直接融资，股权投资类和永续债形式的产品大概率维持增长。

房地产信托的固收类产品中，受额度限制，加上房企经营情况分化，信托公司合作的房企向头部公司集中，加上三道红线政策之下优质融资人更是难寻，房地产信托高收益难以维持；浮动收益类产品中，股权投资类产品与融资人共负盈亏，产品收

益具有较大的不确定性；永续债投资类似优先股，常有利率调升的条款。我们认为，2021年房地产信托产品中浮动收益型产品的比重将继续上升，而固收类产品的收益或将继续下滑。

基础产业类信托产品的发行存在回升的可能。

为了对冲新冠疫情带来的不利影响，国内货币放水，地方政府债务融资限制短时放开，地方专项债大量发行，市场资金大量流向地方政府导致基础产业类信托的下滑情况严重。2021年，随着经济复苏深化、货币政策回归稳健，中央对于地方政府的债务问题再度关注，地方专项债的发行预期将下滑，其他渠道资金流入基建领域会下滑，地方城投公司对信托资金的需求上升，基础产业信托或有较好的展业空间。但值得关注点是，集合信托产品形态将发生一些升级改造，比如PPP模式、产业投资基金、证券化业务、股权债权混合模式等。

基础产业类信托产品的收益下滑趋势可能逆转。货币政策回归稳健，市场利率回升，地方城投公司的资金成本上升。因此，我们认为，2021年基础产业类信托产品收益下滑的趋势将趋于收敛。

工商企业信托展业相对困难。

2020年企业信用风险事件影响深远，经济增长不确定性因素仍在，国内企业短期难以实现经营的大幅改善。2021年，在经济复苏的刺激之下，工商企业类信托产品发行可能会有所增长，但风险高企和资产荒的问题将继续存在。参考部分机构对国内行业的研究，教育、物流、健康、科技等行业将会是中国经济转型升级过程中最先受益的产业。但信托机构一直以来的展业模式更偏向于银行贷款模式，更加注重融资人的资金实力和信用等级，与这几类产业轻资产、重科技与创新的发展模式相性较差，因此我们相信，2021年工商企业类信托产品仍将主要集中在传统的产业领域，展业相对困难。

工商企业类产品的收益大概率下行。经济增长下行大背景之下，工商企业经营状况无法实现大幅改善，无法负担太高的资金成本；而在监管层对于金融风险的重视之下，信托公司对于风险的把控整体偏谨慎，对融资对手的选择更加慎重，进一步拉低了工商企业类信托产品的平均预期收益。

金融类信托发行前景看好。

金融类产品中，标品信托是增长主力，2020年下半年的增长显著，2021年我们认为标品信托产品将维持增长，预计增长幅度不低于25%。随着资本市场基础设施的完善，国内股市行情如火如荼，借着行情发展标品信托的前景可期。越来越多的信托公司正加大自主管理力度，如TOF、固收+等信托产品，完善投研团队，实现自主管理，减少对投顾管理的依赖，是标品信托的重要方向。

3、信托机构及风险预测

2021年风险形势不容乐观。目前行业风险暴露严重的主因在于：一是宏观经济环境导致企业业绩不佳，经营风险较高；二是过去激进展业导致的风险积累和监管压力下对风险项目的排查清理。我们认为，信托项目风险暴露的项目主要是存量项目，存量项目中通道业务和非标资金池类业务的清理是重点，但还需要时间消化。从增量来看，非标资金池类产品的新增已不可持续，非标产品的转型正处于加速进程中，标品信托产品大量出现。集合信托产品目前的主要风险来自于非标债权类业务，但未来越来越多的标品信托产品，以净值化管理为主，会带来更多的二级市场因素的风险。我们认为，2021年信托行业面临风险形势依旧严峻。

4、其他资管市场预测

资管新规出台后，大资管行业被要求去通道、去杠杆、去嵌套，房地产、地方融资平台、两高一剩等领域的贷款规模受到严格限制。我们认为，随着监管体系更加透明，直接融资体系更加完善，多层次资本市场逐步建立，资管行业的资金会更多以股权融资的形态流入创新型实体经济。目前理财市场形成了包含银行、信托、券商资管、保险资管、公募基金、私募基金、基金子公司、期货公司资管等众多机构在内的一个大资管格局。

随着资管新规实施，市场上理财产品逐渐打破刚性兑付，市场出现空白，购买非标产品的资金得到释放，超高净值人群、银行理财、信托、保险、年金等大量风险偏好较低、资金量较大的个人及机构投资者需要寻找“低风险、中收益、高流动性”投资产品。随着非持牌机构从开始暴雷到全面清理，持牌金融机构及金融产品逐渐被投资者所认可。

(1) 银行理财：转型步入深水区

2020年银行理财整改持续推进，产品净值化转型已进入尾声。随着高收益、低风险的银行固收类理财产品的刚兑逐步打破和净值化改造，曾经的市场优势不复存在。而银行理财子公司还在起步阶段，除了承接母公司的理财业务之外，完善投研体系的构建与成熟投资团队培育尚需时日，无法快速加码布局市场。

从产品方面来看，银行理财业务仍将以固定收益产品为主，总体上保持稳定的投资风格。除了以各类债券为主要配置的产品外，银行理财及子公司对养老以及ESG产品有所布局，一些与环境保护、社会责任相关的理财产品将会增加。但由于权益投资配置偏低，导致银行理财产品收益普遍不高，从而受到高息存款和公募基金的两面夹击，银行理财逐渐被投资者放弃，未来如果银行理财产品不能加大权益投资市场的配置比例，银行理财将面临市场份额被其他理财产品继续蚕食的命运。

(2) 券商资管：转型质变后或迎来高速发展机遇

券商资管转型加速。伴随资管新规逐步推进，预计2021年上半年资管去通道的态势将延续，券商资管规模或将稳中有降。券商资管仍然处于转型阵痛期，在通道、非标被限制后，券商资管规模从2017年4月的18.58万亿的峰值一路下滑至2020年第三季度的8.98万亿。券商资管在规模收缩的同时，券商资管的公募化转型加速，拓宽公募基金业务链条已成为券商资管业务转型的重要发力点之一。

随着资管新规推进，券商资管产品逐步净值化。固收类产品方面，投资者对净值化“固收+”产品接受度不断提高，近两年资本市场特别是权益市场赚钱效应较好，收益率较传统固收产品有明显提高。而权益类产品方面，券商资管此类产品仍具备一定的投资性。海外经济恢复、国内经济维持景气的态势为股票市场投资创造了较好的外部环境。内外部环境的稳定意味着市场系统性风险有限，尽管估值总体上略微偏贵，但结构性机会仍有可为的空间。

2021年‘固收+’产品大概率会延续成功的经验保持较好的增长；而权益类FOF产品预期会是券商资管机构的重要展业方向，目前头部券商资管均有权益多头、量化、多策略等不同类型的公私募FOF类型产品发行。在打破刚兑的大环境之下，有关部门鼓励券商资管业务往权益产品方向倾斜，但是受募集方式等多重因素的限制，券商资管在权益类资产配置方面表现平平。在政策的助推下，券商资管产品公募化改造不断提速，加上资管新规延期结合‘一参一控’限制的放宽，为券商资管申请公募牌照提供了更多的便利，公募牌照将会为券商资管进入权益市场打下良好的基础。

(3) 公募基金：业绩利好支撑

公募基金2020年实现大丰收，2020年公募基金规模达19.89万亿，同比增长34.70%，公募规模再创新高与基金的赚钱效应密不可分，统计数据显示，2020年权益类基金实现整体超50%的高收益，并连续两年盈利，可谓赚得盆满钵满。我们认为，在中国经济长期向好、居民理财需求旺盛以及长线资金入市的背景下，公募基金结构将会发生比较大的变化，权益类基金比重将会得到逐步的提升。另外，随着注册制的全面实施，资本市场环境正逐步变得更规范、更高效，这为机构资金投资奠定了良好的制度保障，我们预计权益类公募基金未来仍将保持较高的增长和投资回报。

从基金产品类型来看，虽然货币基金、权益类基金、债券类基金和混合类基金是公募基金中的主要产品，但2021年公募基金增长重点应该还是在权益类基金和混合类基金上。A股中长期上行趋势不改，主动权益基金仍为产品布局的主流，但债券类基金同样有增长的可能。另外，MOM产品、FOF产品、REITs有望在2021年推出

，部分公募基金将根据自身优势与资源禀赋，大力发展FOF、MOM产品，一方面帮助投资者直接来做资产配置，另一方面也能够进一步的平滑风险收益，让产品发展更加稳健且稳定。

(4) 私募基金：2021年有望持续增长

受业绩上涨和资金流入双驱动，2020年私募基金整体规模增长强劲。统计数据显示，截至2020年底，私募证券投资基金存量规模3.77万亿，同比增长超50%；私募股权投资基金存量规模9.46万亿，同比增长10.09%。2021年私募基金将如何发展？

私募证券投资基金预期将延续增长。

2021年，随着经济修复深化，结构性行情不乏机会，私募证券基金仍将有增长的可能。如顺周期板块，包括受益全球经济复苏的有色、石油产业链、金融等；可选消费板块，包括家电、家居和汽车等；盈利增速可以消化估值的高景气度板块，包括电子、军工、新能源等。

私募股权投资基金仍处于蓄势期。

在注册制改革的政策红利驱动下，企业IPO数量迎来爆发式增长，2021年私募股权类产品或能收获一波红利。2020年国内股权投资市场聚焦四大行业：IT，生物技术/医疗健康，互联网，半导体和电子设备，无论从投资金额和投资案例数都是遥遥领先。相信2021年，中国私募股权领域的竞争将逐渐激烈，而教育、物流、健康、科技、创新等类别仍将具有良好前景。

本文源自用益研究