

大资管动态（周报）

第九十四期 (2016 年 8 月 29 日)

中国保险资产管理业协会研究规划部编辑

保险资管.....	2
保监会首次立规险资“一致行动人”	2
另类投资成险资第一重仓资产 权益投资占比稳定	4
银行理财.....	6
银行业理财登记托管中心成立	6
封闭式理财发行银行再增 25 家	8
信托.....	9
集合信托发行数量环比降 37.04%.....	9
前七个月应收账款类信托成立数量同比下降 23.67%.....	10
证券资管.....	12
券商二季度集中增持五大行业 三股获过亿资金增持	12
10 券商投资者适当性管理不严 被采取自律监管措施.....	14
公募基金.....	15
3735 只基金上半年亏损 2322 亿元.....	15
债基对信用风险的预警升级，部分基金已降低杠杆	16
私募基金.....	18
私募行业回归资管本质 “保本保收益”时代将终结	18
七大顶尖私募纵论 A 股大势：成长股或将上演结构性行情	24

保险资管

保监会首次立规险资“一致行动人”

保险机构进行上市公司收购的，应当在事前向中国保监会提交材料申请核准；保险机构进行上市公司收购的，20%以上新增的股份应当使用自有资金；保险机构不得与非保险一致行动人共同收购上市公司；保险机构涉及上市公司收购的标准，执行有关监管机构的规定。

在“负债端”严控中短期产品投向后，保监会近日又在“投资端”下工夫。除了执行有关监管机构的规定外，首次对险资收购上市公司增加了上述新的内容。资产负债端双手发力，目的是为了保险行业长期平稳健康发展。

保监会资金运用部近日下发《关于加强保险机构与一致行动人股票投资监管有关事项的通知（征求意见稿）》，拟对险资及一致行动人举牌、参与上市公司收购等行为实施更加严厉的监管措施。此前，保监会寿险监管部已下发相关机构关于加强人身保险产品精算管理和产品监管两项内容的通知（征求意见稿）。

持股上市公司 20%属重大股票投资

征求意见稿拟对保险公司及一致行动人投资股票的两种情形实施差别监管：一般股票投资和重大股票投资。一致行动人既包括保险公司的保险一致行动人（下面统称保险机构），也包括非保险一致行动人。非保险一致行动人，是指在上市公司股票投资中，与保险机构构成一致行动关系的保险业外投资者。

所谓一般股票投资，是指保险机构或保险机构与非保险一致行动人投资上市公司股票比例低于上市公司总股本 20%的股票投资行为；重大股票投资，是指保险机构或保险机构与非保险一致行动人持有上市公司股票比例达到或超过上市公司总股本的 20%的股票投资行为。

该征求意见稿称，保险机构开展一般股票投资发生举牌行为的，在上市公司发布公告后三个工作日内，向中国保监会提交包括投资研究、内部决策、后续投资计划、风险管理措施等要素的报告。而达到重大股票投资标准的，保险机构需在上市公司公告后三个工作日内，向保监会报送材料进行备案，包括投资资金来源、后续投资方案、持有期限、合规报告、后续管理方案等，并按照《保险资金运用信息披露准则第3号：举牌上市公司股票》进行信息披露的基本情况。

非保险一致行动人成监管重点

险资与非保险一致行动人的投资行为也成为监管重点。该征求意见稿规定，保险机构与其非保险一致行动人共同开展重大股票投资的，应当由保险机构提交包含本公司及非保险一致行动人相关信息的备案报告。保险机构与其非保险一致行动人共同开展重大股票投资，经备案后继续投资该上市公司股票的，新增投资部分应当使用自有资金。

按照规定，保险机构不得与非保险一致行动人共同收购上市公司。上市公司收购是指投资者依法购买股份有限公司已发行上市的股份，从而获得该上市公司控制权的行为。狭义的公司收购即要约收购，要达到总股本的30%。

目前前海人寿及其一致行动人宝能系对万科的投资已经超过25%，符合重大股票投资标准，除需向保监会进行相关信息备案外，后续投资只能使用自有资金，不能使用保费收入，且两者上限不能超过30%的要约收购股份。即前海人寿和宝能系不能要约收购万科。

警钟早已敲响

其实，保监会加强险资投向监控力度的态度，保监会主席项俊波在7月的“十三五”保险业发展与监管专题培训班上的讲话中业已明确。他强调行业的新问题是“这几年，少数公司进入保险业后，在经营中漠视行业规矩、无视金融规律、规避保险监管，将保险作为低成

本的融资工具，以高风险方式做大业务规模，实现资产迅速膨胀，完全偏离保险保障的主业，蜕变成人皆侧目的‘暴发户’、‘野蛮人’”。

目前，国内一些保险集团已经拥有或正在争取拥有金融全牌照。保险公司越来越多地参股或控股银行、证券、基金等非保险金融机构。这类综合经营有利于提高资源整合效率，也有利于推动保险公司商业模式的再造升级。但同时也会增强不同市场、区域和行业之间的风险关联度，使风险在不同公司、不同行业之间快速传递。为此，必须通过加强宏观审慎监管来予以防范和化解，坚决守住不发生系统性风险的底线。

8月18日，在北京举办的“2016中国保险业发展年会”上，项俊波再次指出，保险是风险管理者，绝不是风险制造者，一些股东企图把保险作为单一融资平台，保监会将旗帜鲜明地站在维护和保护消费者一面，对这样的大股东依法依规惩治，绝不给不真心做保险，只想浑水摸鱼的人可乘之机。

市场分析认为，保监会的众多举措将有利于保险行业长期平稳健康发展，集聚长期保险资金，落实保险姓“保”的发展理念。同时，保险资金是支持资本市场发展、促进实体经济转型、推动产业结构调整的重要力量，并将进一步发挥长期投资优势，为实体经济和资本市场发展提供长期稳定资金。

2016-8-29 来源：上海证券报

另类投资成险资第一重仓资产 权益投资占比稳定

保监会近日披露今年1-7月保险统计数据报告。报告显示，为了抵御低利率风险，险资其他投资44094.07亿元，占比35.10%，再创新高，且已经超过债券投资33.86%的占比，成为第一大重仓持有的资产类型。

与此同时,保险资金运用金额增速较快,资金运用余额 125638.28 亿元,较年初增长 12.38%。

另类投资占比持续上升

与对权益类投资持谨慎态度不同,险资对另类投资表现出极大的热情。

保监会数据显示,截至 7 月末,以另类投资为主的其他投资占比已达 35.10%。而在去年 7 月底,其他投资 26897.68 亿元,占比 26.43%。今年环比看,也呈现出逐步走高态势。今年 1 月、前 2 月、前 3 月、前 4 月、前 5 月、前 6 月分别占比为 29.83%、30.43%、30.19%、33.01%、33.41%、34.22%。

险资配置其他投资从年初到现在,属各类投资占比中上升最快的板块,跃升为第一大重仓持有的资产板块。

对此,业内人士认为,这是由险资属性所决定的。泰康人寿执行副总裁段国圣表示,对保险公司特别是寿险公司来说,配置投资是从资产负债的角度来考虑。低利率时期要调整负债结构,包括提升承保的盈利,加强经营能力,降低预定利率、增强抵御利率风险能力,加大长期投资、境外投资。

不仅如此,在低利率的大环境下,另类投资还在相对安全的情况下,给险企带来了更多收益,也缓解了资产负债久期错配的问题,使得保险公司能够更好地管理其偿付能力。

另类投资是指在非公开市场上交易的资产,它的资产种类、范围和领域都超过公开市场。另类投资私募性强,没有或很少有流动性。另类投资的投资者属于小受众范围。

中国保险资产管理业协会执行副会长兼秘书长曹德云称,据统计,过去 30 年另类投资基金的平均年度回报大约为 24%,远高于同期公

募基金的 11%和对冲基金的 14%。正是因为这种高收益，它也吸引了很多人愿意承担高风险。

权益类投资占比相对稳定

尽管举牌等各种新闻将险资推向资本市场舞台中央，但是，保险资金权益类占比保持相对稳定，险资投资风格更加成熟稳健。

保监会披露显示，今年前 7 月，保险资金投资中，银行存款 21774.80 亿元，占比 17.33%；债券 42537.03 亿元，占比 33.86%；股票和证券投资基金 17232.38 亿元，占比 13.72%。值得关注的是，银行存款则出现明显下降。今年 1 月、前 2 月、前 3 月、前 4 月、前 5 月、前 6 月、前 7 月险资投资银行存款占比分别为 22.05%、21.42%、22.10%、18.60%、18.30%、17.33%。

险资投资出现变化的主要压力是保险保费保持着快速上扬态势，在低利率环境下，合适的资产配置成为关键。

保监会披露显示，今年前 7 月，原保险保费收入 20830.47 亿元，同比增长 35.41%。其中，产险业务原保险保费收入 4979.17 亿元，同比增长 7.03%；寿险业务原保险保费收入 12661.38 亿元，同比增长 41.65%；健康险业务原保险保费收入 2743.89 亿元，同比增长 94.05%；意外险业务原保险保费收入 446.03 亿元，同比增长 17.57%。

今年前 7 月，保险行业总资产 143259.37 亿元，较年初增长 15.91%。

2016-8-28 来源：上海证券报

银行理财

银行业理财登记托管中心成立

为完善银行理财业务监管，加强理财市场基础设施建设，适应银行理财业务健康发展需要，由中央结算公司发起，经财政部、银监会同意，银行业理财登记托管中心有限公司（下称“理财登记托管中心”）正式成立。

据悉，8月26日，理财登记托管中心在北京召开座谈会。银监会相关部门负责人在座谈会上指出，成立理财登记托管中心是加强银行理财业务监管、服务银行理财业务发展和银行理财服务社会的需要。理财登记托管中心要进一步加强理财市场基础设施建设，规范运营、专业服务，成为银行业监管平台、理财市场中介服务平台、投资者教育平台，为促进银行业的健康发展做出应有的贡献。

近年来，银行理财业务持续发展，已成为银行业的重要业务，是银行全面服务实体经济发展和增加居民财产性收入的重要渠道。数据显示，截至2016年6月末，全国共有600多家银行业金融机构开展了理财业务，存量规模超过26万亿元。

而理财登记托管中心是全国银行业理财市场集中登记、信息披露和第三方托管机构，目前已建成全国银行业理财信息登记系统、中国理财网以及理财综合业务平台等多位一体的系统架构，搭建了我国银行业理财市场重要的基础设施平台，对于我国银行理财业务发展具有重大意义。

据悉，理财登记托管中心是中立的服务性企业法人机构，实行公司制，由中央结算公司全资设立，经国家工商行政管理总局核准并在北京市工商行政管理局注册，资本金10亿元人民币，其业务由银监会监管。

理财登记托管中心业务范围包括：理财登记托管结算业务；理财业务的风险监测与分析；理财大数据库建设、信息和技术服务、市场研究；理财直接融资工具和银行理财管理计划业务的综合服务；理财

信息披露、培训宣传、咨询评价和投资者教育等服务；银监会同意的其他业务。

2016-8-29 来源: 上海证券报

封闭式理财发行银行再增 25 家

上周（8 月 20 日～26 日）219 家银行共发行 1430 款封闭式预期收益型人民币理财产品。其中，发行银行数环比增加 25 家，产品发行量环比增加 328 款。

上周发行的封闭式预期收益型理财产品中，国有控股银行、城市商业银行、外资银行市场占有率环比上升，分别为 12.66%、45.87%、1.26%。其中，外资银行环比上升了 1.26 个百分点至 1.26%，股份制商业银行和农村金融机构市场占有率环比下滑，分别为 15.94%、24.27%。

据统计，上周城市商业银行的封闭式预期收益型人民币理财产品市场占有率最大，为 45.87%，共发行了 624 款。其中，保本型理财产品共发行 174 款，3 个月以下的平均预期收益率为 3.25%；非保本型理财产品发行了 450 款，3 个月以下的理财产品平均预期收益率为 4.07%。

从各区域银行理财产品收益率看，上周 31 个省份的保本型银行理财产品收益率环比上涨，平均收益率排名靠前的省/区为福建省、宁夏回族自治区和甘肃省，分别为 3.45%、3.44%和 3.40%。非保本型银行理财产品收益率方面，8 个省份实现环比上涨，23 个省份出现环比下降，平均收益率排名靠前的省/市为上海市、北京市、天津市，分别为 3.95%、3.94%、3.93%。

上周面向个人投资者的存续的开放式预期收益型理财产品共 1166 款，全开放式有 135 款，半开放式有 509 款，收益率披露较为完整的有 644 款。在售的开放式预期收益型人民币产品数量共 291 款，全开放式有 135 款，半开放式有 125 款，收益率披露较为完整有 260 款。

外币理财产品方面，上周国有银行、城市商业银行以及外资银行在外币理财产品中仅发行了美元产品，分别发行了 2 款、4 款、1 款。股份制银行共发行了 8 款外币理财产品，其中 6 款美元产品，1 款澳元产品，1 款港币产品。

2016-8-29 来源: 证券时报

信托

集合信托发行数量环比降 37.04%

上周(8月13日-19日)共有 11 家信托公司发行了 17 款集合信托产品，发行数量环比减少 10 款，降幅为 37.04%。

17 款新发行的产品全部公布了募集规模，平均计划募集规模为 4.79 亿元，环比上升 1.78 亿元，增幅为 59.14%；总募集规模为 81.34 亿元，环比增加 9.09 亿元，增幅为 12.58%。募集规模最大的是安信信托发行的“安信信托-安信创新系列·互联网基础设施产业并购基金项目股权投资集合资金信托计划”，募集规模为 29.9 亿元，这是一款工商企业类产品。

从期限上看，17 款新发行的产品中，有 16 款公布了期限，平均期限为 21.52 个月，环比上升 2.19 个月。其中，12 个月期产品 8 款，平均最高预期收益率为 6.91%，环比上升 0.28 个百分点。从资金运

用领域来看，基础设施领域产品发行了 3 款，房地产领域产品发行了 3 款，工商企业领域产品发行了 10 款，其他领域产品发行了 1 款。

2016-8-22 来源：北京商报

前七个月应收账款类信托成立数量同比下降 23.67%

地方政府债务的增多，使应收账款类信托在过去两年中成立数量逐步走高。但是今年以来，应收账款类信托成立数量已有所回落。用益信托提供的数据显示，今年前 7 个月，应收账款类信托的成立数量同比下降了 23.67%。

成立数量回落

用益信托提供的数据显示，2015 年应收账款类信托 1 月份到 7 月份共成立 463 款产品，而 2016 年，截至 7 月底，应收账款类信托共成立 353 款产品，成立数量同比下降 23.67%。

应收账款信托是指信托公司发行信托计划募集资金，将这笔钱支付给企业，作为企业应收账款收益权的对价；应收账款顺利回收时，就用于支付信托投资人的本金和收益。

应收账款信托主要集中于基础产业投资领域，基础产业信托多为地方政信合作项目。在今年前 7 个月成立的应收账款类信托中，投资领域为基础产业的信托数量达到 266 款，占比高达 75.35%，而即便投资领域并非基础产业，但是背后应收账款的还款来源也基本都是地方政府及平台公司。

有业内人士曾向记者表示，应收账款类信托产品客观上存在多重风险，如市场风险、信用风险等，但最核心的风险因素是应收账款不能及时或全额回收的风险，这个风险的大小又与特定的行业以及具体的项目有关系。对信托公司发行应收账款类信托进行分析后可以发现，

应收账款的还款来源大多是地方政府及地方政府融资平台，安全系数相对较高，相对而言，当前实体经济不好，民营企业的风险会相对大一些。

值得注意的是，尽管应收账款类信托的成立数量同比回落，但是投资领域为房地产、工商企业的应收账款信托数量下降幅度明显更高。

益信托提供的数据统计，2016 年 1 月份到 7 月份，应收账款类集合信托共成立 353 款产品，其中基础产业类集合信托产品成立数量同比减少 21.76%；房地产类集合信托产品共成立 11 款，同比减少 52.17%；工商企业类集合信托产品共成立 17 款，同比减少 46.88%。

此消彼长之下，基础产业类的项目占比反而由去年前 7 个月的 73.43%上升到今年同期的 75.35%。

分析人士认为，这说明在目前的经济形势下，信托公司对投资标的选择更加谨慎，以规避风险。

上述人士还表示，应收账款类信托是相对成熟的信托模式。这类项目中信托公司最大的风险在于交易对手的选择，和谁做项目很关键。应收账款类信托业务相对而言可能缺乏抵押担保物，在投资的过程中，无论投资者还是信托公司都要重点关注交易对手的实力，尽量了解交易对手是否存在不良诚信记录与负面报道，分析交易对手的资产状况、现金流情况、行业竞争力等情况。

预期收益率在 7%-8%之间

从用益信托提供给记者的数据来看，应收账款类信托多数仍沿用了此前的交易模式：主要分为直接受让应收账款受益权和受让应收账款受益权+回购的模式。

从用益信托提供的数据来看，包括中信信托、爱建信托、中江信托等偏爱基础产业的信托公司发行应收账款类信托较多，比如中信信托今年上半年发行了 60 款应收账款类信托。同时，中信信托的产品

融资规模较大，有 6 款产品成立规模超过 5 亿元。爱建信托在今年前 7 个月共发行了 57 款产品，中江信托发行数量为 50 款，但是两家公司单只产品成立平均规模较小，或与其分期较多有关。

从预期收益率来看，前 7 个月发行的应收账款类信托中，仅有两款产品最高收益超过 10%；预期最高收益率在 7%-8%之间的产品最多，为 94 款，占全部发行产品数量的 23.33%。

2016-8-19 来源：证券日报

证券资管

券商二季度集中增持五大行业 三股获过亿资金增持

目前已有近半 A 股上市公司发布半年报，投资者可从二季度券商资金的腾挪中，一窥其投资偏好。数据显示，券商二季度集中增持的公司主要分布在化工、交通运输、房地产、公用事业、机械设备等行业，其增持逻辑主要围绕预期中宏观政策的边际变化而展开。

机构认为，下半年的财政政策有望更加积极、供给侧改革也将推进，引导民间资金“脱虚向实”，具体来看，PPP 项目相关行业投资机会值得关注。

券商二季度集中增持五大行业

截至记者发稿，共计 1483 家 A 股上市公司披露半年报，券商现身于其中 174 只个股的前十大流通股股东名单中，合计持有 18.94 亿股，按报表截止时点市价计算，总持股市值达 235.69 亿元。

相较一季报，券商新进了 57 家公司的前十大流通股股东名单、退出了 70 家上市公司前十大流通股股东名单，另有 35 只个股获得了券商的增持。综合券商二季度新进、增持和减持的情况，获得增持数

量最大的公司主要分布在化工、交通运输、房地产、公用事业、机械设备等行业。

统计显示，在券商二季度新进前十大流通股股东名单的 57 家上市公司中。按照 6 月 30 日收盘价计算，券商持股市值排名前 10 的公司包括碧水源、顺络电子、搜于特、深圳机场、史丹利、中恒电气、徐工机械、嘉凯城、华意压缩、唐山港。

由于券商未在其一季报前十大流通股股东中露面，并不意味着一季度就没有持股，所以记者以其一季度第十位流通股股东的持股数量来预设其在一季度可能的最高持股数，粗略算出券商在二季度最少增持的股数。

以此计算的结果显示，按照公司除权以后的持股数量统计，截至 6 月 30 日，这 10 家公司中，有 3 家公司在二季度至少获得券商增持 1 亿元以上，分别为顺络电子、搜于特、华意压缩，增持金额至少为 1.59 亿元、1.16 亿元、1.04 亿元。

从减持的情况来看，共计 41 只个股在二季度遭到券商减持，医药生物成为券商减持最集中的行业。

宏观政策边际变化酝酿机会

分析人士认为，券商上半年的增持逻辑明显围绕预期中宏观政策的边际变化展开，下半年财政政策或更积极，供给侧改革也将推进，各地 PPP 项目有望发力。

券商研究机构普遍认为，全球货币政策宽松的边际效应正在减弱，下半年我国有望实施积极的财政政策，而 PPP 模式作为供给侧改革的重要推手和公共产品投融资制度的创新，预计将成为下半年确定性的投资主线。

事实上，在券商重点增持的行业中，公用事业、房地产已经迎来爆发。以碧水源来说，这只具备 PPP 概念的股票三季度以来累计涨幅已达 23%。

招商证券研究报告认为，如果说 2015 年流动性的泛滥推动了资金“脱实向虚”，今年由于供给侧改革的开展和资本市场回报率的下降，部分民间资金有望“脱虚向实”。随着实际利率下降和企业盈利能力改善，在高货币存量的背景下，实体经济对民间资金的吸引力正在提升。去年四季度签约的 PPP 项目将陆续进入项目建设期，这有助于抑制上半年民间投资增速持续下滑趋势。

2016-8-26 来源：中国证券网

10 券商投资者适当性管理不严 被采取自律监管措施

10 家未严格执行投资者适当性管理制度的主办券商日前被全国中小企业股份转让系统公司（下称“全国股转公司”）采取了自律监管措施。

这 10 家主办券商分别是：华泰证券、中信建投证券、山西证券、中信证券、中航证券、恒泰证券、东莞证券、红塔证券、湘财证券、川财证券。

据悉，中国证监会非上市公众公司部联合全国股转公司于今年 3 月开展了投资者适当性管理制度执行情况专项核查。此次核查历时 5 个多月，覆盖已开展相关业务的 90 家主办券商。此次核查发现，部分主办券商存在违规开户等未严格执行投资者适当性管理制度的违规行为。

全国股转公司昨日发布的信息显示，公司 22 日根据相关规定，对 10 家未严格执行投资者适当性管理制度的主办券商采取了自律监管措施。

具体而言，对华泰证券、中信建投证券和山西证券采取出具警示函、责令改正的自律监管措施；对中信证券、中航证券、恒泰证券采取责令改正的自律监管措施；对东莞证券、红塔证券、湘财证券和川财证券采取出具警示函的自律监管措施。

投资者适当性管理制度是全国股转系统一项重要的基础性制度。为保护投资者合法权益，引导投资者理性参与挂牌公司股票公开转让业务，全国股转公司审慎制定了挂牌公司股票投资者准入标准，并通过发布相关规则和问答等方式，对主办券商投资者适当性管理提出了具体要求。

全国股转公司有关负责人表示，全国股转公司已多次开展主办券商自查和现场检查活动，要求主办券商认真落实投资者适当性管理的各项要求，对在检查和日常监管中发现的未认真履行职责的主办券商严肃处理，确保有异动必有响应、有违规必有查处。

统计显示，自 2015 年以来，全国股转公司针对投资者适当性管理问题，累计对 19 家主办券商（含本次）采取了自律监管措施。

上述负责人透露，下一步，全国股转公司将继续加强投资者适当性管理监管工作，不断加大对违规行为的查处力度，维护市场秩序，保护投资者合法权益，促进新三板市场健康、稳定发展。

2016-8-24 来源：中国证券网

公募基金

3735 只基金上半年亏损 2322 亿元

截至 8 月 28 日已披露半年报的 3735 只基金上半年合计亏损 2322 亿元。其中，股票型、混合型基金大幅亏损，货币型、商品型基金则实现盈利。

今年上半年，上述股票型基金实现利润-1101.86 亿元，混合型基金实现利润-1872.19 亿元。货币型、商品型基金上半年大打翻身仗。其中，货币型基金斩获 589.13 亿元利润，较去年同期 468.63 亿元的利润水平增长 25.71%；商品型基金上半年实现利润 10.49 亿元，而去年同期亏损 0.11 亿元。

上半年基金公司共获取管理费收入 233 亿元。从已公布半年报且有管理费数据的 2870 只基金情况看，上半年这些基金支付给基金公司的管理费为 233.19 亿元，较 2015 年同期的 227.31 亿元增长 2.59%；支付给银行的托管费为 52.25 亿元，增长 18%；支付给券商的交易佣金共计 38.50 亿元，下降 40.74%。

上半年保本型和货币型基金的管理费增长幅度明显。其中，保本型基金管理费较去年同期增长 217.30%，货币型基金管理费增长 95.68%。同时，债券型基金对基金公司的管理费收入贡献逐渐加大，上升幅度明显；商品型基金的收入占比尽管不高，但较去年同期的增长幅度高达 878%。混合型基金和开放式股票型基金仍是基金公司管理费收入的主要来源，分别为 94.10 亿元和 28.12 亿元，但较 2015 年同期分别下降 29.85%和 18.05%。

2016-8-29 来源：中国证券报

债基对信用风险的预警升级，部分基金已降低杠杆

截至 8 月 24 日晚发稿时，已有超过 30 家基金公司旗下 700 多只基金披露半年报。部分绩优基金表示，面对经济增速下行，债基对信用风险的预警升级。下半年房地产销售情况是影响债市的重要因素。多只基金表示将时刻关注信用风险，部分基金已降低杠杆。

债市震荡走势料延续

今年初至 8 月 23 日，817 只债券型基金（不包括分级基金子份额，其余份额分开计算）平均收益达 1.74%。受三季度以来债市好转影响，这一业绩比半年度时的 0.21% 明显提升。

8 月 23 日央行重启 14 天逆回购，引发债市较大调整。部分公募基金在半年报中对下半年债市震荡有所预期。今年初至 8 月 23 日，C 份额收益率达 7.28%、同类排名第三的新华信用增益债基在半年报中预计，未来一段时间债市收益率将呈震荡走势。从基本面上看，“L”型格局下宏观经济预期变动不大，上半年总体信贷扩张较快，当前房地产销售数据虽然回落但投资仍能维持一定增速，所以预计短期经济趋稳持续。政策层面会采取宽财政、稳货币的组合：一方面基建投资继续托底经济；另一方面，货币政策进一步宽松会面临汇率、通胀问题制约，操作上可能仍以公开市场和 MLF 等常规工具为主。

多只绩优债基认为，房地产市场是下半年债市的重要影响因素，地产可能拖累经济从而支撑债市。招商双债增强债基表示，资金面总体将保持适度宽松格局，从基本面、政策面来看，预期债券市场以震荡下行为主，行情长度及深度将取决于房地产市场对经济的影响及财政货币政策走向。

易方达聚盈分级债基认为，下半年市场关注焦点将集中于地产投资能否持续以及何时出现拐点。当前房地产销售数据已经开始出现回落，如果这是趋势性拐点，将在未来一段时间内引发地产库存堆积以及投资下降，这将为经济运行带来较大下行压力。

银华信用四季红债基相对乐观。该基金认为，下半年房地产销售回落将带动地产投资逐步下行，积极的财政政策将起到托底作用，预计未来经济走势稳中有降。货币政策可能保持平稳，未来债市仍面临一定投资机会。

警示信用风险

从半年报来看，大部分绩优基金都在警示下半年信用风险，有的早已降杠杆。招商双债增强债基表示，在经济下行及供给侧改革过程中，应注意防范过剩产能信用品种集中到期可能导致的流动性风险和信用风险。易方达聚盈分级债基表示，下半年需要时刻关注信用风险。

新华信用增益债基透露，在基金操作上，投资组合将维持较低的杠杆比例和久期，同时注意保持组合的流动性和收益的稳定性。考虑到长端收益率水平吸引力有限，将主要在短期品种中寻找投资机会，重点关注省国资委百分之百控股的、负债率相对适中的、有一定竞争力的国有企业发行的债券。

2016-8-25 来源：中国证券报

私募基金

私募行业回归资管本质 “保本保收益”时代将终结

“保本保收益”将终结

8月18日，中基协连续下发《备案管理规范第1号——备案审查与自律管理》、《备案管理规范第2号——委托第三方机构提供投资建议服务》、《备案管理规范第3号——结构化资产管理计划》（均为“征求意见稿”），其中，除了对私募“3+3”投顾资格如何获得有详细解释外，最引起外界关注的莫过于对结构化资管计划的严格规定。

“备案3号文”中指出，“所谓利益共享、风险共担、风险与收益相匹配，是指在结构化资产管理计划产生投资收益或出现投资亏损时，所有投资者均应当享受收益或承担亏损，但优先级投资者与劣后级投资者可以在合同中合理约定享受收益和承担亏损的比例，且该比例同时适用于享受收益和承担亏损两种情况。”

“这实际禁止的是过去那种用劣后级资金保障优先级资金本金安全和预期收益的做法，而不是结构化本身。”北京某券商 PB 人士告诉记者，“不过，由于现在还是征求意见阶段，政策仍不明朗，所以我了解到的很多已提交申请的结构化产品都没批下来或者暂停批复。”

目前满足投顾要求的私募新发的结构化产品几乎“绝迹”，但有部分会转而去有“安全垫”的产品。所谓有“安全垫”，即在产品成立之时，让投顾自己先出一部分资金作为劣后级，一旦产品发生亏损，先亏劣后的钱，如产生收益，则按比例分配。比如，成立一只 1 亿元的结构化产品，通常渠道会要求私募拿出 20% 即 2000 万元的资金作为“安全垫”，但产品的清盘线往往会高于安全垫的上限，例如设在 0.85 元。所以，与此前比较通行的结构化产品相比，这类有“安全垫”的产品区别在于不能保障收益，但可以对优先级资金实现“类保本”，安全性仍然较高。

他指出，采用这类做法的私募投顾，通常规模、名气都不太能满足银行资金对于安全性的要求，因此需要这种“曲线救国”式的保障。

“事实上，这不是什么新鲜事物，这就是以前的‘风险缓冲型’或‘目标缓冲型’产品，在管理型产品中嵌套结构化，上一轮熊市里曾经出现过。此类产品在 2015 年股灾之后又重新应运而生。”上海一资深私募市场人士分析称，“不过，‘备案 1-3 号文’下发后，这类产品在证券期货渠道难以备案，多数料将走信托渠道，我了解到，有的信托结构化资管计划的杠杆仍在 1:5 以上。”

不过，“备案 3 号文”第二条提到，“结构化资产管理计划合同中不得约定以劣后级投资者本金先行承担亏损、单方面提供增强资金等保障优先级投资者利益的内容。”业内人士指出，“保障优先级投资者利益的内容”就应该包括本金和收益两部分。

“一旦未来统一监管后，这种政策套利的情况估计会大大减少。”上述沪上私募人士表示。

前述第三方人士也补充称，由于信托产品归银监会监管，原则上不局限于“备案3号文”，所以有些信托还是会开展结构化业务。“不过他们会特别注意合同上的措辞，比如将‘结构化’修改为‘分级’，将‘预期收益’修改为‘业绩比较基准’等等，尽量规避政策上的风险。事实上，这3份文件下发以后，包括更早之前的‘资管新八条’出来后，信托股就涨了很多，也说明市场有这方面的预期。”他表示。

目前仍然存续的风险缓冲型产品有180余只，其中自2015年7月以来，风险缓冲型产品共计有68只，占目前仍然存续的此类产品的1/3。

银行资金流向三类资产

根据银行口径统计，目前银行委外业务资金规模在16.69万亿元左右，并且还在快速持续增加中。但不可否认的是，随着利率下行、资产荒持续、大量非标业务到期，以及各类监管政策的趋严，银行资产配置的难度越来越大，此前通过结构化资管计划形式投向二级市场也算是一大类出口，一旦原来有本息潜在保障的结构化路径被封，巨大的资金流向何方，着实牵动市场的神经。

在与多位私募、第三方、券商PB等渠道人士沟通后了解到，银行这部分低风险承受能力、大体量的资金往债券市场、债券属性明显的分级A类产品以及私募FOF的流向比较明显。另外，部分资深且具备较高资产管理能力和外部投顾管理能力的银行，也愿意将资金配置到自主发行的管理型产品中，或者自行设立FOF。

“保本、保收益的时代无疑将会过去，但银行仍然偏爱稳健型资金。”前述第三方基金研究负责人表示，“就我们调研的情况来看，今年以来，从银行流向百亿规模以上的债券型私募的资金明显增多，

类似于鹏扬投资、暖流资产这样大型、口碑较好的债券私募，是比较受银行欢迎的，而且他们今年的业绩也不错。另一方面，公募基金的固收板块也是银行委外资金长期重配的对象，公募固收团队大面积招人即是一个佐证。”

此外，在上周，分级基金 A 份额价格出现短暂的全面下行之前，该类基金也曾出现了持续近两个月的量价齐升。北京某量化私募负责人称，这其中的原因一方面是债券收益率持续走低，另一方面则是投资者结构和操作手法发生显著变化。他表示，当前十年国债收益率在 2.7% 以下，而债券属性明显的分级 A 类基金的整体年化收益却在 4.5% 左右，并且一般情况下零违约，因此相对收益更突出。

“这也使得当前市场中无论分级 A 有多少货，都会被大资金吃掉，我认为很大一部分是来自银行委外和保险这类大机构的资金，而且都是几百万元地买，主动买盘特别多，而以前都是挂单居多。我认为，这些大机构可能都不是特别注重基金的折溢价情况，而是更注重流动性，即成交量大的分级 A 品种会更受到机构的青睐。”同时，记者梳理基金半年报也发现，不少基金 A 类份额的机构投资者占比很高，例如券商 A、白酒 A、证券 A 的这一占比都在 80% 以上，易方达的证券 A 这一比例达到 89.63%。同时，不少分级 A 的前十大持有人除了保险机构，就是券商资管计划、基金子公司资管计划。

不过，随着资金的追逐，债券市场和分级 A 市场都呈现出不同的风险积聚特征，承受着不同的压力，中短期配置价值受到挑战。

第三类投向，则是波动率本来就比较低的私募 FOF 产品。“普通私募基金管理人在担任资管计划的投资顾问时需要满足‘3+3’的条件（即具备 3 名 3 年以上连续可追溯证券、期货投资管理业绩的投资管理人员），但 FOF 可以除外。这首先给私募 FOF 提供了一项政策优势。”格上理财资深研究员张彦表示。另外，此前淡水泉、乐瑞等 15

家私募机构的代表参加中基协举办的私募基金对接银行委外资金专题座谈会，曾深入研究过私募行业如何更好地与银行委外资金对接。当时，协会认为委外资金规模庞大，私募有自身优势，可丰富委外资金的选择，加强合作是大势所趋，建议现阶段以固收产品和 FOF 为首要对接资产。

格上理财的一份报告还显示，之前以 1-3 年为主的委外业务，开始转向长期的资产配置特点，推行 5 年期甚至 7 年期的产品，提前锁定长期的收益。而从投资组合来看，委外资产布局的方向既有传统的流动性资产管理、保本策略配置型等品种，还有涉及海外市场优先股、量化对冲、挂钩型等新品种。在分级型锁定优先级收益的产品受限之后，平层管理的净值型产品或将被迫成为主流。

回归资管本质

正如备案 3 号文件中提到的“不得通过合同约定将结构化资产管理计划异化为‘类借贷’产品”，日渐趋严的监管正推动资产管理行业回归资产管理的本质，脱离风险收益不相匹配的“伪资管”属性。

对私募基金管理人而言，张彦认为，像以前那样通过银行资金大规模扩充体量的时代已经一去不复返，未来的发展道路可分为三类：一类是私募往平台化、集团化方向发展，通过合并或者招募等方式拥有数量足够、质量优秀的基金经理，借以获得银行资金的青睐；一类是业绩足够优秀，同时满足代销条件，获得来自渠道的客户推荐，但体量上已经无法和第一类相提并论；第三类则是整合自身资源，让老客户保持较高的忠诚度甚至带入新的资源。

而作为真正的资产管理人，定位已经不仅是通道角色，资产配置能力和外部投顾管理能力成为资产管理行业转型的关键。正如平安证券固定收益部执行总经理石磊在一篇公开文章中写到的，“根据成熟市场的经验，资产管理整体业绩波动的 70%-90%都是由资产配置决定

的，而对动辄管理上万亿资产的银行理财来说，未来最重要的任务就是资产配置和流动性管理，巨量资金的管理人没有精力也没有必要纠结在某个资产投资中，至于在某个子类别市场的投资，委托给外部投顾即可。在顶层的资产配置偏向于绝对收益策略，而底层的个别资产委外投资偏向于相对收益考核，这样绝对收益和相对收益可以相得益彰。资产管理行业野蛮增长的时期已经落幕，通道业务已经式微，行业即将开始升级重构，从影子银行到资产管理，整个资产管理行业将被重塑成财富管理服务、资产配置、投资委托管理，精品资产管理及ETF等多个层次。在这个过程中，资产管理品牌的价值将逐步超过产品的‘预期收益率’，缺乏品牌和特色的中小资产管理机构将面临挑战。”

“我们正在仔细研读文件，我认为这个征求意见稿正式落地后，对私募的发展影响深远。”记者致电资深私募人士老章（化名）时，他告诉记者，他们正在就文件内容进行讨论。

不止是老章，记者获悉，中国证券投资基金业协会近期下发到证券期货经营机构的“备案管理规范 1-3 号”文件，正在被私募基金管理人广泛地讨论、学习。虽然此次下发的仅仅是征求意见稿，但其传达出的“强监管、去杠杆”的趋势被私募认为未来“只会更强、不会更弱”。

其中，备案 3 号文件规定结构化资管计划中的所有投资者必须严格遵守“利益共享、风险共担、风险与收益相匹配”的原则，被业内人士普遍认为流行于私募产品中“保本保收益”的一类模式将就此终结，原来借银行“优先资金”冲规模的时代将一去不复返。而据老章透露，从结构化产品中暂时“撤退”的低成本、低风险承受能力的银行资金，近期更多地转向了债市、分级 A、私募 FOF 等其它类资产中。

2016-8-29 来源：中国证券报

七大顶尖私募纵论 A 股大势：成长股或将上演结构性行情

股市异常波动过去一年有余，大起大落的日子渐行渐远。然而，A 股市场还是矛盾重重，流动性宽裕依旧，经济基本面下行压力仍然不小，市场整体估值也还不低。在 3000 点附近折腾的 A 股市场，究竟将何去何从，还有没有赚钱机会？

8 月 25 日，由中国基金报主办的 2016 中国私募基金高峰论坛暨英华榜颁奖典礼在深圳举行。在圆桌讨论环节，七位顶尖私募掌门围绕市场大势、投资机会分享了各自的观点。圆桌讨论由望正资产公司合伙人王鹏辉主持，讨论嘉宾为惠正投资公司董事长江作良、博道投资公司董事长莫泰山、信璞投资公司合伙人归江、翼虎投资公司董事长余定恒、神农投资公司总经理陈宇和世诚投资公司董事总经理陈家琳。

对于市场大势，多数嘉宾认为，在利率宽松、基本面下行的背景下，市场维持震荡格局的概率较大。不同的是，陈宇认为，目前为熊市中期，市场处于抵抗式下跌的震荡阶段；余定恒认为，未来半年到一年，市场估值中枢震荡向上概率更大。

对于投资方向，有的嘉宾看好优质成长股，也有嘉宾坚定看好低估蓝筹股，也有嘉宾认为国企改革主题和次新股存在机会。

江作良表示，A 股市场将会表现出强烈的结构性行情特征，优质成长股会走出独立行情，重组、壳资源和概念炒作会被边缘化。

王鹏辉也认为，优质成长股估值溢价已回到历史底部，很多垃圾股还高估。

莫泰山表示，市场没有大的机会和风险，可以积极寻找价值，价值往往存在于有变化的地方。

归江表示，看好蓝筹股长期投资收益；本金+分红型的股票投资组合，长期将远远跑赢绝大多数投资组合。

陈宇认为，可关注十九大前的主板博弈机会和新三板的低估机会。

余定恒则表示，要在低估值股中寻找最大预期差的，在成长股找故事大到无法证伪的。

陈家琳认为，市场只要不大跌就有机会，高股息高分红策略、银行股与国企改革的预期差博弈、次新股都有机会，近期对国企改革主题关注比较高。

普遍认为市场将维持震荡态势

莫泰山认为，中国市场的特点是，经过一轮大牛和急剧的快跌的熊以后，后面相对是比较震荡的走势。回溯上证指数的走势，1999 年到 2001 年是比较大的牛市，创了 2245 点的历史新高，后面是 2001 到 2005 的反复震荡；2006 年、2007 年又是大牛市，然后 2008 年是大熊市；2009 年是小牛市，到 2014 年行情启动之前，又是反复震荡的四五年；2014 年至 2015 年，走了近一年的大牛市，后来就是“异常波动”，现在可能又处在 4 年左右的反复震荡的阶段。因此，无论下半年怎么样，总体是在这么大的格局里面，就是相对震荡的格局里。

莫泰山根据自己的框架，从基本面、估值、流动性和市场制度等四个方面进行了分析。在莫泰山看来，基本面也不能说差，其实今年上市公司的盈利情况，基本面来看是略有改善；从估值来看，现在的估值还不如此前熊市低点低，还是高出一些的；从流动性或货币政策来看，宽松又没有那么大的力度了，但暂时也没有到收紧的时候；从市场规则来看，正在发生积极变化。他认为，这四个方面是支持震荡市的判断的。

江作良也表示，未来一段时间股市总体是相对平稳的状态，会表现出比较强的结构分化的特点，这也是比较好的市场环境。

陈家琳认为，现在这个市场价位，再出现恐慌性或者流动性导致连续的大幅下跌的可能性很小，市场更多是震荡。从配置角度来讲，A 股的价值正慢慢体现出来。中国十几万亿、二十几万亿的资产池，还是要在黄金、有色、固定资产、房地产，一级、二级权益市场配置，梳理下来，二级股票市场还是选择之一。

余定恒则更为乐观。他认为，未来在相对充裕的流动性和下行基本面之间，这种动态博弈过程当中，在半年到一年时间里，肯定是流动性影响占上风。在这个时间段，可能有黑天鹅，没有危机，最坏的情况就是潜伏底、就是震荡，稍微乐观一点，整个市场的估值中枢还会震荡往上。

陈宇认为，现在股市处于熊市中期，是抵抗式下跌的震荡阶段。在这个阶段，市场若要迅猛向上，是有政治、经济和流动性的顶部的约束条件；若暴跌向下，也同样会有政治的、资金和基本面的支撑。从现在到明年春季，仍然可能是箱体波动的行情，有可能会走出更剧烈的分化。

优质成长股估值溢价处于底部

江作良表示，从比较长时间来看，利率有不断下降的大趋势。在这样的背景下，中国的产业也会面临很大的洗牌，传统产业会受到比较大的冲击，创新产业会对传统产业形成很强的虹吸现象。最近 BAT 业绩很强劲，反过来看传统产业都面临很大的压力，而创新产业，如腾讯、阿里巴巴，在这么大体量下还能保持 50% 的增速，这是非常惊人的，它们增长的结果就是其他传统产业被虹吸过去。

江作良认为，在传统产业受冲击的背景之下，整个货币政策和财政政策应该还是比较长时间处于宽松的状态；股市将会表现出很强的结构性的变化，上半年表现比较突出的一类企业是传统的消费行业里面具有竞争力、形成品牌的企业，这些企业的长期价值依然会存在；但

上半年没有充分表现出来的另外一类企业，就是具有比较强的创新能力和成长能力的企业，没有被市场充分发掘出来，这种股票应该也会表现出独立的行情。而过去的重组、壳资源和所谓概念股的炒作，在未来都可能会被边缘化。

王鹏辉也表示，在创业板和沪深 300 成分股里各挑了比较好的 30 只优质股票做比较，发现成长股估值溢价已经回到了历史低位，而整体市场看起来还是高估的，垃圾股还是高估的，但优质股票对优质股票溢价已经到底部了。

对于有着众多新兴产业的新三板，陈宇认为，新三板现在确实处在买入窗口，从现在到明年 6 月，新三板有巨大的盈利空间，到今年年底新三板会有上万家挂牌企业，里面应该会有涨 100 倍的股票。

银行股是不是投资陷阱？

一方面是估值低，另一方面坏账增长多——对于银行股，市场上一向很多争议。在本次圆桌讨论环节，嘉宾也有不同的观点。归江看好银行股的长期投资收益，陈家琳认为银行股被低配具有博弈机会，而江作良则认为中国商业银行的风险很大。

归江认为，中国的老百姓要解决的不是个股问题，而是资产配置的问题。投资的本质是本金的稳定增值加上分红，因此，投资要买高股息的蓝筹股，如四大行股票。

归江建议，让孩子们养成本金作为长期投资、分红作为日常开销的理财习惯，即“本金+分红”、“母鸡+鸡蛋”，坚持记个十年账，再拿这个组合和父母的理财产品比一比，相信这个投资组合将远远跑赢绝大多数专家的投资理财方案。

归江认为，做投资就是田忌赛马，把自己放在最笨的位置做最简单的事情，往往赢的概率会更大。“本金增值+分红”的投资组合，就是做最简单的事情，也是投资的本质。

陈家琳表示，A股市场具有博弈的特征，博弈可以有一个比较简单的做法，就是去找一些机构比较低配的行业或板块，例如银行。大家对银行的坏账、资产质量确实有很多担忧，但股价已经反映了很多预期或预期的变化，银行股是权重最大的行业，大概是15%至17%，也是机构低配最厉害的行业，机构持股只有2%左右。

他说，2012年底、2014年底对银行也有担心，最后银行股还是出现了行情。今年不大可能出现2012年、2014年底那种爆发性的行情，但是银行股至少还是会体现相对收益。

在目前市场中，陈家琳也同样认同高分红的策略。他说，未来的增量资金中，高质量的资金包括养老金、年金、社保、海外的机构资金等，占比会不小，所以，高分红这个策略在未来还会持续，而不只是一个短期的现象。

但在江作良看来，市场环境发生了比较大的变化，现在全球经济进入了创新型经济时代，创新型经济的特点是人的智力在经济当中分配的比重在明显提高。创新型企业对于全球的传统产业形成了巨大的影响，传统产业找不到投资方向，所以即使欧洲把利率降到零、降到负数，大家也不敢投资。

江作良认为，在创新经济对传统产业冲击的背景下，将来会面临全球的金融风险暴露的问题，例如欧洲商业银行的风险暴露。由于创新产业对传统产业进行冲击，最后风险的暴露一定会是金融市场的风险充分地暴露。

关注国企改革等预期差投资机会

除了选择优质成长股和优质蓝筹股，A股市场的博弈特性，也让私募关注市场博弈和主题的投资机会，国企改革、次新股、预期差、变化也是谈论的重要词汇。

国资国企改革是陈家琳关注的重要主题。他说，回过头去看，最近这一轮牛市本质上就是从改革牛起步的，2014 年二季度三季度开始，就是对新政府改革预期和憧憬。但是，大家慢慢发现，改革总是低于预期，落地速度比较慢一些。资本市场体现出来的是对改革的溢价不断下降，甚至估值里面已经没有改革的溢价，所以，从博弈角度来说这个机会很大。

陈家琳也直言，A 股市场一直是博弈的市场，要获取超额收益，只有在有效性比较低的地方找机会。新的东西就是有效性低的地方，老的东西早就被充分挖掘。有效性低的地方，相对而言获得超额收益的机会可能会更大。

陈家琳认为，次新股还是会有机会，只要 A 股市场的新股发行制度没有根本性变化，次新股就有特殊性的投资价值。不过，次新股的本质就是暴涨、暴跌，不适合个人投资者去投资，但如果能把握它的特点，真正把风险控制好，这里面还是有机会。

陈家琳表示，近期对国资国企改革关注度比较高一些，对这一块跟踪也有比较长时间，看十年前股权分置改革，那时候所有企业都参与进去。虽然很难讲国资国企改革到底能在多大程度上提升运营效率，但在这个过程中，会有足够多的投资或交易的机会。

余定恒则表示，主要以“四低”原则投资，即找低市值、低涨幅、低估值、低 PEG（市盈率相对盈利增长比率）的公司，按照这个轮动性去找，找到了就投资时间长一点，不太管市场本身的波动。具体有两个方向：一是在低估值中找最大预期差的，二是在成长方向找故事很大的，大到不能证伪的。

莫泰山的投资关键词是“价值+变化”。他认为，市场没有大的系统性机会，也没有大的系统性风险，可以稍微放开手在这个市场寻找价值，价值往往存在于有变化的地方。

一线房地产会不会继续涨？

“经典价值派”的归江认为，一线城市的房地产和蓝筹股值得投资。而曾任招商地产董秘的陈宇则对房地产行业进行了深入的剖析，并直言房价太贵，如果没有相关政策，房价还要涨，这是他的痛苦所在。

陈宇说，2007 年从招商地产辞职以后进入私募行业，这十年，每次一接触到房地产股心中就特别痛苦，因为以一个房地产专业人士的眼光去看，实际上中国的房地产最佳的时点在 2007 年，那一波顶部的时候就应该让它进入一个成熟期，房价进入一个相对平稳增长的阶段。但是很遗憾，之后又经历了一波多折，现在的房价涨到了我们无法忍受的高度。

陈宇表示，从一个地产专业人士的角度来看，房价太贵了，但是，从理性的投资人角度来看，房地产价格还会涨，这就是痛苦所在。欧美最有代表性的发达国家，如美国、德国，发展了上百年也不过如此，而我们才发展了 30 年，房价就这么高。这背后其实是我们缺乏理性的管理方针，如果用一系列税收等相关政策，是可以调节房价的。对中国社会来讲，高房价有非常大的杀伤力。现在货币发行量这么大，如果不在相关政策上下决心，房价还会继续涨。

2016-8-29 来源：中国基金报

本期编辑：寿静菁