

大资管动态 (周报)

第九十期 (2016 年 8 月 1 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：推动险企加强资产负债管理	2
险资新趋向：另类投资占比近 35% 首超债券	3
银行理财	5
理财新规大中银行或抢占市场 假借产业基金非标投资	5
商业银行股权投资破局 剑指项目资金短缺问题.....	9
信托	13
类信托业务加剧资金空转 证监会将严查.....	13
信托半年业绩大波动真相揭秘：固有业务收入大幅回落	13
证券资管	19
券商资管通道业务或大幅收缩 新规带来压力.....	19
期指放松迫在眉睫 唤醒沉睡中的千亿资金.....	21
公募基金	26
国家队基金操盘路径解密：防御板块为主 辅以新兴行业.....	26
存量博弈行情继续 基金看好消费和智能制造.....	31
私募基金	33
中小私募日子难过 自主发行或成主流 新规重拳规范投顾业务	33
私募借道销售牌照进军公募	36

保险资管

保监会：推动险企加强资产负债管理

保监会近日下发《关于开展保险业资产配置和资产负债管理调研工作的通知》，要求各保险机构以及相关投资管理机构填报《2016年度保险业资产配置与资产负债管理调研问卷》，以掌握保险业资产配置和资产负债管理工作情况，引导和推动行业加强资产负债管理，防范保险资产错配风险，

此次调研范围涵盖了保险公司产品精算部、资产管理部、风险管理部、财务管理部等业务部门以及相关受托机构，主要内容包括七个方面。一是资产配置与资产负债管理工作架构、组织与流程；二是保险产品成本与价值分析；三是保险资产配置情况，包括战略资产配置、动态资产配置和战术资产配置的方法及工具，大类资产收益率和风险参数的设置，以及另类资产配置等；四是资产负债管理风险监控情况；五是资产负债管理的模型与工具；六是内部压力测试的使用方法及应用情况；七是投资指引的制定、执行与投资绩效考核情况。

保监会相关负责人表示，调研有利于摸清行业资产配置与资产负债管理现状，评估行业风险管理能力，主动应对有关风险；有利于推动保险公司建立有效的资产负债管理组织体系，积极运用资产负债管理技术，强化部门之间信息的横向沟通，推进资产负债管理的实施。下一步，保监会将继续研究相关配套措施，推动保险公司加强资产负债管理，实现资产负债管理由软约束向硬约束转变。

2016-8-1 来源：中国证券报

险资新趋向：另类投资占比近 35%首超债券

受资本市场影响，上半年保险行业利润出现大幅下滑。7月28日，保监会发布消息，预计上半年保险业利润总额同比下降54.05%。其中股票基金类投资收益大幅下滑是主因。与此同时，其他投资（另类投资）首次超越债券，成为险资投资占比最高板块。

今年上半年，险资资金运用余额方面，银行存款和债券余额合计65683.67亿元，实现收益1428.92亿元，比去年同期减少26.19亿元。股票和证券投资基金余额合计16959.44亿元，实现收益241.44亿元，同比减少2612.10亿元。

早在今年一季度，险资机构重仓股持股数量比年初增加了50亿股，但是其持仓市值却缩水了560亿元。

此外，债券方面风险也越来越大。保监会主席项俊波预计，企业债券违约将进一步殃及保险投资，预计未来保险投资面临的市场信用风险更加突出。

项俊波7月21日在参加一场保险业培训会上也强调，要密切关注资金运用风险。主要包括：公司治理风险，产品风险，资金运用风险、偿付能力不足风险，利差损风险，流动性风险，资产负债错配风险，跨市场、跨区域、跨行业传递的风险，群体性事件风险，声誉风险。

在保险资金运用余额逐步攀升的情况下，险资在银行存款、债券投资、股票和证券投资基金的占比却成逐年下滑态势，而其他投资则成一枝独秀，占比不断增加。

根据保监局数据显示，上半年保险资金运用余额125629.3亿元，较年初增长12.37%。保险业资金运用余额中，银行存款占比18.79%，债券占比33.49%，股票和证券投资基金占比13.5%，其他投资占比34.22%，首次超越债券成为险资投资占比最高板块。

保监会统计信息部统计管理处副处长段海洲表示，资本市场对于保险投资收益率影响较大，股市低迷导致险资权益类投资收益率下降。此外，由于利率下行，固定收益类投资的收益率亦在下降。

与今年初的数据相比，险资银行存款、股票证券投资、债券投资所占比例均有所下降，而其他投资所占比例则跃升至榜首，一定程度上反映保险资金配置另类投资“趋热”的现状。

华宝证券分析师李真指出，以非标资产为代表的其他投资占比，6月依然延续了之前的上涨趋势，投资占比已经赶超债券投资占比，反映出保险资金对高收益资产的需求势头不减。

华泰证券预计，保险资金投资总额在2020年将达到23万亿元。而在低利率和激烈的市场竞争中，险资加大开发另类投资（其他投资）可填补下滑的债券收益的缺口。

而在其他投资方面，险资的海外并购最为显眼。

穆迪6月份表示，通过收购海外资产，现金充裕的中国保险公司可以进入更成熟的市场，这些市场具有稳定的规章制度和不同类型的风险，而中国保险公司原本主要都集中在国内市场上。

7月27日，援引华尔街日报消息称，在对于新加坡亚洲资本再保险集团私人有限公司(Asia Capital Reinsurance Group Pte. Ltd)引发的10亿美元竞购战中，三家主要竞购方包括前海人寿、太平保险和复星国际。其中，前海人寿为宝能系控股公司。

根据分析，收购保险公司最具吸引力的原因之一在于可以将收到的保险费再投资。利润丰厚的保险费可以有效创造无息贷款，重新用于投资。

不过在另类投资趋热的同时，监管政策的身影也不断出现。

近日，保监会印发《关于进一步加强保险公司股权信息披露有关事项的通知》，旨在加强股权管理，规范保险公司筹建及股权变更行为，确保资金来源真实、合法、有效。

在该通知下发之前，项俊波已明确表示，保险业为过剩产能行业的并购重组提供资金支持，决不能让保险公司成为大股东的融资平台和“提款机”。

2016-7-28 来源：香港万得通讯社

银行理财

理财新规大中银行或抢占市场 假借产业基金非标投资

7月27日，一份据称已下发至银行的《商业银行理财业务监督管理办法(征求意见稿)》规定，资本净额低于50亿元的商业银行，以及除了面向私人银行、高净值客户发行的理财产品，不得进行非标、权益类等投资。

意在“围堵”金融资金杠杆的银行理财新规，可能将为大中型商业银行打开一扇新的窗口。

“权益类、非标类投资，在商业银行的理财资金运用中，早已难分你我。”有银行业内人士称，理财非标、权益类投资原本就联系在一起，近年来，随着产业基金等形式的出现，通过层层包装，理财资金最终以权益投资的名义，借助产业基金进入非标市场。

上述说法并非无据。资料显示，某银行与地方政府设立的一只产业投资基金中，通过多达五层的结构设计，最终隐藏了理财资金投资非标的本来面目，而银行从中获得高达3.4%左右的年化收益。

业内人士认为，银行理财新规如实施，将使中小银行丧失部分市场，而私人银行、高净值客户方面已有积累的大中型银行，将从中获得新的市场机遇。

理财资金暗度陈仓

“权益类、非标类投资，在商业银行的理财资金运用中，早已难以准确区分。借助产业基金的形式，近年来商业银行将理财资金大量用于非标投资。”7月29日，一位上市股份制银行人士对《第一财经日报》记者说。

以权益投资为通道，以产业基金为载体，商业银行以理财资金进行非标投资，早已是公开的秘密。随着产业基金在最近几年兴起，这一形式甚至成为商业银行向地方政府投融资平台、房地产等输血的主要通道之一。

华南一位股份制银行人士称，2014年以来，为了降低资产负债率，符合政策要求，产业基金成为地方政府提供融资的主要渠道之一。在此背景下，为了符合监管要求，商业银行与地方政府“一拍即合”，两者名义发起的产业基金在各地大量出现。

而商业银行设立的此类产业基金，大多投向了地方政府主导的各类基础设施建设，而非真正市场化的产业。《第一财经日报》记者获悉，此前不久，某西部城市为了解决当地公路建设部分资金需求，一家股份制银行就与当地政府合作，设立了规模达69亿元的公路产业基金。

资料显示，该公路建设项目全长180公里，总投资约240亿元，其中项目资本金约80亿元，后续融资160亿元。其中资本金部分，产业基金负责提供69亿元，剩余的约11亿元则由当地政府负责解决。产业基金成立后，以增资入股的方式进入公路项目公司。

与直接贷款不同，通过产业基金名义进行的股权投资，规模动辄达到数十亿元。而在交易结构上，往往采用结构化、多层嵌套的方式运作，并且使用较高的杠杆比例。《第一财经日报》记者获得的资料显示，上述公路产业基金以有限合伙形式设立，基金管理公司注册资本为 4 亿元，采用结构化形式运作，分为优先、劣后两部分，各按 1:1 的比例出资，银行以资管计划认购 32.5 亿元优先级。

根据该基金设立方案，其具体交易结构为，当地某公路建设公司、银行各出资 1 亿元，成立产业投资管理公司，成为分别持股 50%的 GP(一般合伙人)，之后银行出资 32.5 亿元，认购公路产业基金对应的优先级份额；而公路建设公司的 32.5 亿元资金，则认购其中的劣后级部分。产业基金成立后，将对公路建设公司增资，并持股 82.9%。

双方对该基金的出资，分别来自理财产品、财政配套资金。资料显示，银行的 32.5 亿元优先级资金，将以代销资管计划的形式，通过理财产品募集，上述公路建设公司的相应资金，则来自当地财政拨款的配套资金。

理财资金从募集到使用，整个交易结构至少被划分为五层。即银行、公路建设公司作为股东，发起成立产业投资管理公司，将资金募集到位成立项目基金，然后进一步将资金增资上述公路建设公司，之后，才能用于项目建设。

此外，该基金还设有回购条款。按照方案约定，到期后，劣后级将回购银行持有的优先级份额，且有当地国有企业为回购提供担保。

在管理模式上，银行拥有绝对控制权。资料显示，除了优先、劣后部分，相关银行还出资 2 亿元，持有 GP 公司 50%股权，另外 50%股权则质押给该银行。该行通过控制 GP 的方式控制合伙基金，在基金投资决策委员会中拥有一票否决权，资金也托管在该银行。

“一般情况下，整个过程都是银行设计好的，当然也有方案是出自券商之手，有了项目之后，合作券商发行资管计划，银行再以代销或者认购份额的方式，把理财资金投进去。”上述华南某股份制银行人士说，在一般情况下，上述模式都是银行牵头，用以规避监管规定。

大中银行或加速抢占市场

对于商业银行来说，除了地方政府的融资需求、监管限制之外，理财资金假借产业基金进行权益类非标投资所获得的高额收益，也是银行的动力所在。

该银行发起设立的交通产业基金，综合收益为该行“资金成本+200个基点”。其具体构成为，基金产生年化中间业务收入不低于2%；基金托管费不高于年化0.15%，以及存款沉淀等其他收益。

根据测算，剔除客户付息利率之后，按每年2%的中间业务收益率计算，24亿元优先级资金每年可实现中间业务收入4800万元，5年共计可获2.4亿元。此外，每年0.15%的托管费率，5年亦可收入5000万元。此外，该行作为项目的GP，每年可分享50%的管理费。按年化1%的管理费计算，该行每年可分享2500万元，5年所收管理费亦达1.25亿元。

这样的高额收益远超贷款利差。根据上述数据计算，通过上述项目，该行5年将中共计获得约4.2亿元的收入，年化约达8400万元，收益率则为3.4%左右。在贷款息差不断缩窄的情况下，几乎没有直接贷款能够获得如此高的利差。

不过，随着银行理财新规征求意见，或将最终落地，商业银行的此类业务，将会受到很大冲击。7月27日流传出的理财新规中，引起市场震动的内容主要来自两方面，一是资本净额低于50亿元的商业银行，理财业务将被划入基础类，不得进行非标债券、权益类投资；二是面向一般客户发行的理财资金，不能进行权益类投资。

根据北方某股份制银行向《第一财经日报》记者提供的数据,2014年,商业银行面向一般客户的理财产品占比 69.48%,机构、私人银行客户专属产品占比仅有 23.16%、5.32%。据此计算,理财新规影响股票、非标市场的规模,可能会达到 1.33 万亿元、3697 亿元之巨。

“银行理财资金的权益投资中,真正的股票投资,一般都是通过资金池做,但像产业基金这样的大项目,资金量要求很大,一般都是通过私人银行。”上述上市股份制银行人士说,城商行等中小银行,很多没有私人银行部门,高净值客户数量不足,受制于理财新规,必将丧失部分市场份额。

在此情况下,大中型银行以权益投资进行的非标投资,反而会获得更大的市场机遇。普益标准研究员魏骥遥认为,今年下半年,大中型银行,下半年可能会加速对权益类市场的挖掘,迅速提升市场占有率。

“大中型银行的私人银行都已耕耘多年,高净值客户有一定积累,资金优势也更为明显。”上述华南股份制银行人士说,新规虽然会对商业银行的权益类非标投资形成影响,但可以预见的是,很快将有新的替代形式出现。

2016-8-1 来源:第一财经日报

商业银行股权投资破局 剑指项目资金短缺问题

近期发布的《中共中央国务院关于深化投融资体制改革的意见》(以下简称《意见》)明确指出,开展金融机构以适当方式依法持有企业股权的试点。

而在 7 月 25 日召开的发布会中,国家发改委副主任张勇表示:“最近一段时间,金融监管部门已经在进行投贷联动的试点。《商业

银行法》规定是明确的，银行是商业银行，主要从事贷款业务，不从事直接投资业务。当然也赋予了国务院一个批准的权限。”

他进一步表示，允许金融机构从事试点工作，是希望给一个空间，更好地使金融和实体经济有机地结合起来，互相推动、良性发展。

不过，这一步伐一定是缓慢而谨慎的。张勇认为，金融机构的股权投资试点，有三个约束点：适当、依法、试点。这也是金融监管一直贯彻的谨慎原则。

针对《意见》，首都经贸大学教授庾国柱指出，这样做无疑意义重大。“因为国内大量的投资项目缺乏资金，而银行和保险公司等金融机构都有大量资金沉睡，国家现在开辟了这些资金的投资渠道。不过，该进去哪一个项目，还需要银行和保险公司审慎观察。”

商业银行股权投资破局

上述《意见》，意味着商业银行可以在更大范围内从过去的存贷业务，转向投资业务。

天津财大金融与保险研究中心商业银行研究所所长蔡双立指出，允许商业银行做投资，等于是允许银行做混业经营。这改变了银行过去仅仅靠存贷差的发展模式，向西方的投资银行转型。

他认为，项目股权投资相比存贷业务收益更大，不仅有贷款利息，还有股权收益。“事实上，很多银行之前就开始探索这个模式了。”

国内商业银行进行股权投资的试点其实已经实施。今年4月15日中国银监会等部门发布的《关于支持银行业金融机构加大创新力度开展科创企业投贷联动试点的指导意见》（银监发〔2016〕14号），提出通过开展投贷联动试点，推动银行业金融机构基于科创企业成长周期前移金融服务，为种子期、初创期、成长期的科创企业提供资金支持。

投贷联动是指银行业金融机构以“信贷投放”与本集团设立的具有投资功能的子公司“股权投资”相结合的方式,通过相关制度安排,由投资收益抵补信贷风险,实现科创企业信贷风险和收益的匹配,为科创企业提供持续资金支持的融资模式。

这就是说,商业银行本身不直接投资这些公司,而是专门成立一个公司等对接。

而这一次的《意见》明确,则让商业银行在股权投资这条路上有了更多的想象力。

联讯证券研究总监付立春表示,国内商业银行可以做股权投资后,等于是也开展投行业务,但是股权投资比例不会很高。

他认为,国内商业银行进入大的风险投资项目不太可能,而国外投行是风险投资和股权投资经常是打包,进而起到分散风险、平衡收益的目的。“中国的商业银行进行股权投资,往往是以债券入股,这是特殊背景下被动的小范围的事实,这与投行的投资性质本质上还是有很大不同的。”付立春说。

资金短缺有望解决?

不只是商业银行,其他的机构比如保险公司、社保基金等投资股权也有望更加便捷。上述意见指出,设立政府引导、市场化运作的产业(股权)投资基金,积极吸引社会资本参加,鼓励金融机构以及全国社会保障基金、保险资金等在依法合规、风险可控的前提下,经批准后通过认购基金份额等方式有效参与。

同时,根据《意见》,下一步要在风险可控的前提下,逐步放宽保险资金投资范围,创新资金运用方式。鼓励通过债权、股权、资产支持等多种方式,支持重大基础设施、重大民生工程、新型城镇化等领域的项目建设。

加快推进全国社会保障基金、基本养老保险基金、企业年金等投资管理体系建设，建立和完善市场化投资运营机制。

不过，放开银行等金融机构的投资限制，是否能够解决全国大量的投资项目资金短缺问题，还需要观望。对于如何投资，专家的意见也不一致。

庹国柱指出，很多大项目的投资资金能否吸引到金融机构注资，核心还在于项目能否挣钱。如果有地方政府做支持，确保有稳定的收益，银行和金融机构是愿意投资的。如果是公司的项目，则要看具体情况。

他举了一个例子，“比如现在京沪高铁是盈利的，这样的项目都愿意投，但是很多项目市场前景不明的，就需要观察了。”

交通银行发展研究部高级研究员陈冀认为，金融机构直接进行股权投资，对投资人的资水平、专业水平的要求会更高，因为直接参与比起间接参与在各方面风险衡量、项目选择等要求都会变高。因此建议投资人，要理性投资，循序渐进，提高自己的投资水平的能力。

中央财经大学中国银行业研究中心郭田勇认为，未来金融机构股权投资还是要谨慎，比如客户存款资金还是不能用于直接投资，另外投资比例也不要太大。他特别指出，相比跟投到小微企业，投资国家的重点项目，风险并不大。

目前全国各地都有庞大的基础设施、城镇化等投资项目。仅仅“十三五”需要新修的铁路就有3万多公里，新建的机场有500多个，新建的公路有40多万公里。目前，筹划的很多项目都准备让金融机构进入。

2016-7-27 来源：21世纪经济报道

信托

类信托业务加剧资金空转 证监会将严查

证券类机构自 2013 年以来兴起的各类通道、融资类业务如今正受到来自监管部门更加严格的限制，其原因在于证券类机构过多参与的通道业务、类信托业务仍然在间接融资体系内加剧资金空转。

“各家证券经营机构要加快梳理业务体系，一些风险比较大的业务要重新定位，比如类似信托的业务，不该干的业务要压缩。”证监会副主席李超在一次内部培训班上表示。

李超进一步强调，从监管机构来看，如果有些业务转移到信托公司，但风险也接过去了；对证券基金机构来讲，要真正着重资产管理的实质，提高核心竞争力。

“过去常常大事化小、小事化了，现在要敢于动真碰硬，发现问题绝不含糊，对违法违规触犯监管底线的行为坚决采取措施，重大问题要移送稽查。”李超表示。

有关分析指出，其实 SOT（银证信通道业务）也好，类信托也好，这类业务以前都是被银监体系监管的间接融资，相对来说证监体系监管的确存在难度，像基金子公司净资本约束迟于业务活动的泛滥，就是这个矛盾的结果。

2016-7-31 来源：和讯信托

信托半年业绩大波动真相揭秘：固有业务收入大幅回落

半年净利大范围下滑超出预期给转型中的信托业再次敲响警钟，与以往不同的是，不论是靠前还是垫后，几乎没有人在此刻是轻松的。

尽管信托公司主营业务收入表现优于预期，信托业务占比从去年同期的 55% 增长至 72%，但是，受资本市场低迷的影响，固有业务收入大幅回落成为了拖累行业上半年利润的最大因素。

如果说去年股灾之前证券市场的持续向好拉高了信托公司的整体投资收益，那么，在固有业务持续增长模式难以为继的今天，信托公司又将如何自救自立自强？

7 家盈利降幅超五成

从银行间市场披露的 2016 年半年财报数据来看，56 家信托公司中就有 30 家信托公司净利润为负增长，占总数的 53.57%。

在半年净利降幅超过五成的 7 家信托公司中，新华信托、长安信托、重庆信托、华宸信托、中诚信托、华润信托和国投泰康信托的降幅分别高达 91.54%、90.55%、72.85%、70.21%、68.71%、66.06% 和 59.48%。

盈利加剧下滑的公司中，不乏曾经的行业龙头和表现优异的公司，在采访中记者发现，除了固有业务拖累的原因，对市场风险的谨慎收缩和转型投入对上述 7 家公司的半年数据都产生了较大影响。

“2015 年的上半场相对特殊，证券市场的高歌猛进和非经常性损益事项的发生使择机出动的信托公司都获得不错的收益，拉高了去年的业绩基数，如果剔除掉非经常性收益和异常因子，波动幅度自然也会降低。”北京某资深信托管理人士对记者说。

该情况以重庆信托、华润信托和国投泰康信托较为明显。2016 年上半年重庆信托、华润信托、国投泰康信托的净利润分别是 7 亿元、8.56 亿元、3.72 亿元，同比下滑 72.85%、66.06% 和 59.48%。但如果将本年数据与 2014 年的同期相比，3 家较当年又都分别上涨了 20.46%、14% 和 33.07%。

2015 年上半年国投泰康信托红塔证券股权转让交易完成，转让收益为 5.66 亿元，增大了去年的业绩基数。而如果剔除该项非经常性收益影响，今年半年净利润下降为 24.72%。

而作为去年的龙头，重庆信托表示半年净利润下降主要受非经常性损益、证券市场行情和信托收入减少三方面影响。

“非经常性损益方面，2015 年上半年证券市场持续向好，公司择机减持了部分股票，获得较好投资收益。证券市场行情方面，2015 年上半年公司利用资金优势，通过申购新股获得超额投资收益，但由于今年新股申购规则发生变化，这部分收益已不复存在。同时受证券市场行情影响，股票二级市场投资收益（含股票浮动盈亏）出现较大幅度的下滑。”重庆信托相关负责人说。

与此同时，在传统业务模式难以为继，新业务增长点尚未形成之前，长安信托和中诚信托两家备受市场瞩目的公司同样在度过转型阵痛期。“证券市场的波动加剧对公司自营类业务的影响，除去宏观经济持续下行的原因，我们也主动压缩风险类项目的进场，有意控制了业务的增长规模。”长安信托方面表示。

仅 5 家净利逆势增长超四成

值得注意的是，在 26 家净利润增长公司中，仅 5 家信托公司净利润增长超过 40%，它们是华宝信托、光大信托、新时代信托、万向信托和粤财信托。

信托业务收入和营业收入同比增幅最高的光大信托，上半年信托业务、营业收入、净利润同比增速分别为 106.46%、86.14%和 72.81%。

据悉，在收购完成两年间，不仅要处理甘肃信托沉重的历史包袱，还要实现信托资产规模的突破，光大信托内部也开始了大刀阔斧的改革。“近一年多公司引荐了一批行业优秀人才，包括专业处置不良资产的法律人才，建立贴近市场的考核激励机制，对中后台特别是业务

审批体制和流程进行了较大调整和改进，细分风险、扁平审批、高频监控，强化了投后回访和重检等工作。”光大信托相关负责人向《投资者报》记者如此表示。

上述人士介绍说，由于公司大部分业务都是近一年多时间做的，符合公司确定的几大业务领域，风险可控。其中事务管理类业务占比虽仍较高，但已不再是传统的融资类、贷款类通道，而是资产证券化类、证券市场类具备较高技术含量的通道，去融资化，加强投资的核心功能；公司的业务模式也在坚持走基金化、证券化、资产管理化的“三化”发展之路。

据悉，截至今年6月末，光大信托管理信托资产规模已达2447亿元。

另外在这些逆势增长的公司中，由于2015年同期基数水平较低，华宝信托在今年上半年也实现了净利润147%的最高增幅。

2015年上半年，华宝信托实现营业收入7.16亿元，但营业支出却超过4.4亿元，其中最大科目资产减值损失计提的2.77亿元造成其净利润的巨幅下滑。摆脱减值损失的包袱后，今年上半年华宝信托营业支出回落至1.35亿元的水平，保证了净利润规模的迅速提升。

对于华宝信托来讲，6.05亿元的净利润半年净利，较2015年同期的2.45亿元和2014年同期的3.56亿元仍有较大提升。

目前华宝信托重点发展的四类业务中，除了已在开展的传统投行业务、一直有优势的国际业务和传统较强的年金薪酬福利业务，今年又新添了家族财富管理业务。

“上半年公司信托业务及自营业务均保持增长。其中自营业务收入增幅较大，主要是公司此前布局的金融股权投资获得较好回报。信托业务方面克服了经济下行等困难，在严把风险控制关的基础上，把握政府投融资体制改革、同业合作业务转型升级、资产证券化等机遇，

信托业务收入保持增长，对总体业绩增长提供了一定支持。”半年净利增幅 45.4%的粤财信托对《投资者报》记者说。

风险如刀在悬 信托重塑主营

“全行业仍处于转型升级的艰难历程中，距行业持续健康快速发展的目标仍有很长的一段路要走。”百瑞信托博士后科研工作站研究员张永认为，在转型升级的大趋势下，坚持做实传统业务、回归信托本源业务、强化主动管理能力、突出信托业务的主业地位才是确保营业收入实现可持续发展的必由之路。

26 家净利润增长公司中，有 21 家信托公司的信托业务取得了同步增长。根据 56 家半年数据显示，上半年，信托业务收入增幅领先营业收入增幅超过 26 个百分点，共 32 家实现了主营业务收入正增长，数量占比超过一半，较去年同期有明显增加，而信托业务收入占营业收入构成比重也大幅提升至 72.39%，进一步巩固主营地位。

尽管摸着石头过河的信托业在当下很难说出卓有成效的转型方向，但是在实体风险如影随形的当下，巩固自身信托业务实力仍乃稳定之根本，毕竟风险就如悬在信托公司头上的一把刀，叫人难以松懈。

对此，重庆信托对《投资者报》记者也坦诚谈到了在上半年经济下行时期公司对业务风险的警觉和审慎。

“一是部分存续信托项目由于融资方经营方面出现困难，为支持实体经济发展，公司在经济利益方面做了一些让度，减少了信托报酬的收取；二是对部分项目存在信托报酬延迟支付的情况，因存在不确定性，基于谨慎性原则，公司未计提该部分项目的信托报酬。三是由于经济下行，竞争加剧，新增信托项目的利润空间受到挤压，信托报酬率进一步降低。”

即便是行业巨头中唯一保持稳健增长的业绩冠军中信信托，在面对当下中国经济新常态和急剧变化的竞争格局，依旧在时刻自省，保持对风险和挑战的警觉，随时准备对策略方式的调整。

与此同时，净利下滑的长安信托今年上半年则主要忙于产业基金的开发，先后与西安、宜昌、呼和浩特、凯里等城市合作百亿级别的城市基金，以支持城市基础设施建设、新兴产业、区域特色、产业重组等领域开展深度合作，并就新兴领域成立了“中国氢产业发展基金”。

“政府产业基金由区域主导，政府参与，风险可控，但是投资周期比较漫长，回报在短期内难以体现，但此类基金往往可以提高自身的专业投资能力及主动管理能力，联合专业机构发起相关领域的产业投资基金，借助信托平台撬动更多社会资源，也为新兴产业提供综合的投融资服务。”接近长安信托的人士向记者介绍。

“在经济L型走势现阶段，各家信托公司对传统融资业务开发越来越谨慎，出于对投资者权益的保护将门槛提高，必然导致业务增速放缓，甚至可能下降，同时为了解决融资贵的难题，信托融资成本和报酬率也在降低。在这样的情况下，信托公司的半年业务收入能够保持一定增幅也算不错，毕竟从行业整体来看大幅度下降的可能性也不大，因为市场需求还在，信托公司所面临的业务市场环境并没有从根本上恶化。”采访的最后，中铁信托副总经理陈赤对《投资者报》记者说。

2016-8-1 来源：投资者报

证券资管

券商资管通道业务或大幅收缩 新规带来压力

在“宝万之争”的持续发酵中，看似“坐地收钱”的券商定向资管计划通道业务的风险敞口正在逐步暴露，引起业内及监管层高度关注。上证报记者从业内了解到，修订后的《证券公司风险控制指标管理办法》实施在即，再加上外部风险呈现高企态势，券商未来将收缩以投向非标资产为主的非主动型券商定向资管计划（俗称通道业务）的规模。

受访券业高管人士表示，通道业务的实质是监管套利。券商下半年或将在全行业范围内进一步缩减此类业务规模，并将业务重心转向以投行、主动管理型资产管理等传统资本中介业务。这与眼下的监管思路基本一致。

风控新规带来净资本压力

券商收缩通道业务的动力首先来自于新风控体系的倒逼。受访券商人士向上证报记者反映，修订后的《证券公司风险控制指标管理办法》给中小型券商的净资本带来较大压力。

根据 10 月起执行的新规，定向理财通道业务所需计提的风险资本准备比例将全面攀升。与目前根据各档券商分类评级结果执行的风险准备金计算表相比，连续三年 A 类券商通道业务所需计提的风险资本准备比例从 0.2% 提高至 0.63%、A 类券商从 0.3% 提高至 0.72%、B 类券商从 0.4% 提高至 0.81%。

这一变化给中小券商带来的净资本压力立竿见影。以华福证券为例，根据证券业协会发布的数据测算可知，该公司截至去年底的非主动管理型资管规模超过 4700 亿元，按新旧不同办法对应的风险准备金至少分别为 9.4 亿元、29.6 亿元，单通道业务一项所需计提的风险准备金就至少多了 20.2 亿元。

中国基金业协会公开数据显示，中信、华泰、申万宏源、中银国际、中信建投、华福、江海、招商等 11 家证券公司的非主动管理资管业务规模均超过 2000 亿元。假如这部分业务全部投向非标类资产，这意味着上述 11 家券商需要分别多计提高达数亿甚至数十亿元的风险资本准备。

计提风险准备意味着核心净资产的减少，也就意味着券商开展其他各类资本业务的“权限”收缩。由于通道业务费率普遍偏低，当其占用净资产规模将影响开展其他高收益业务时，券商将如何决断显而易见。

与此同时，一些券商在不久前公布的 2016 年分类评级中遭遇评级下调，使得新风控规则对其通道业务风险准备金计提的影响更甚。

在不久前揭晓的证券公司分类评级结果中，逾十家券商评级被下调。其中，中信、华泰、海通从 AA 降至 BBB，方正证券更是直接从 A 类跌至 C 类。对中信、海通而言，由于被降至 BBB，因而不能享受连续三年 A 类的计提标准。按照新规，若评级不变，其对通道业务的风险准备金计提标准为 0.63%，现在则升至 0.81%。

以中信证券为例。根据证券业协会数据测算公司截至去年底的非主动管理型资管规模为 6644 亿元，按修订前办法所需计提的风险准备金为 13.3 亿元，但根据最新办法，将增至 53.8 亿元，差额高达 40.5 亿元。

外部风险传染不容小觑

除了显著增加的净资产压力，随着外部风险呈现多样化、高频化的趋势，作为通道方的券商资管收费低廉，一旦发生风险事件却面临外部风险向券商内部无限传导的可能，这也令券商倾向于谨慎对待此类业务。

根据“宝万之争”中各相关方的披露，至少有一家券商资管作为通道深陷其中，面临目前尚无法预计的风险，包括产品平仓、优先资金受损无法偿还等，相对于不足千分之一的通道费，这样的不确定性远远超出了合理的风险收益比。

事实上，在此之前，通道型券商资管计划的风险敞口已有暴露。据一份监管部门发布的情况通报显示，此前曾有某券商接受 A 银行委托进行定向资产管理，委托金额 10 亿元，受托资金被用于通过 B 银行云南分行向云南某企业发放委托贷款。事后证明，这家云南企业向 B 银行云南分行提供的委托贷款合同、法律文本、印章印鉴等均系伪造。虽然被骗资金最终被全数追回，却暴露了这家提供通道的证券公司在该项目的尽职调查、担保核查和资金划付等环节均出现疏漏，造成定向资管计划沦为骗贷的通道。

沪上某券商高管表示，去通道化应该是券商资管行业的大势所趋。随着对通道业务的监管趋严，未来券商定向资管规模将大幅下滑，预计未来主动管理型的资管计划将是券商资管业务发展的着力点。此外，公司还会在投行、直接投资等业务领域加强布局。

2016-7-26 来源：中国证券网

期指放松迫在眉睫 唤醒沉睡中的千亿资金

时至今日，距离去年 6 月爆发的股灾已有一年有余。回顾股灾发生后，期指各项限制措施出台，然而千股跌停的局面并未改善，大盘重心依然向下移动，各期指合约出现巨大贴水。

“对冲行业里没有人能战胜这么大的贴水，对冲基金基本已经被废武功。”一位私募对冲基金经理表示，这导致超万亿规模的对冲基金撤离股市，对 A 股流动性形成上千亿规模的“抽水”。

业内人士表示，事实证明，股指期货在市场大幅下挫之际被指为“下跌”元凶确是无稽之谈，期指的股灾“替罪羊”身份亟待拨乱反正，从而使金融改革和创新回归到正确的轨道上来，同时复苏对冲基金行业，为 A 股带来新的流动性，促进多层次资本市场的健康发展。

深度贴水对冲基金遭“雪藏”

2015 年股灾发生后，在错误舆论的影响下，为配合稳定股市的作用，中金所以对股指期货采取了限制政策：期指单边限仓 10 手，平今仓手续费提高万分之二十三以及保证金比例提高至 40% 等……这些使得市场的广度与深度骤然变化，期指风险管理功能已经名存实亡，上万亿的 A 股投资金额完全暴露在风险敞口之下。

众所周知，禁令出台后，千股跌停并未停止，反而造成了期指市场贴水幅度进一步扩大。

这已经不是简单的悲观预期所能解释的，除市场情绪外，包括卖出套持仓需求较大、多头资金难以承接大量套保头寸介入、反向套利执行难度较大、分红形成的折价等多重因素共同导致了期指此轮持续大幅贴水的现象。

“对冲行业里没有人能战胜这么大的贴水，对冲基金基本已经被废武功。”一位私募对冲基金经理表示。

国泰君安证券证券衍生品投资部董事总经理姜玉燕指出，作为 A 股唯一的系统性风险管理工具，目前期指仍保持特殊时期的最严格限制，而这种长期流动性缺失的局面对券商业务也造成了致命打击：包括部分长期投资（例如信用交易的融券券源）无法有效实施套保，只能被动承受市场风险；包括追求绝对收益的投资策略无论是自营或是量化资产管理业务几乎无法开展。

“由于股指期货的限制性政策，目前通过套保为客户提供券源、通过对冲为ETF提供做事服务等业务处于停顿状态。”银河证券衍生产品部董事总经理丁圣元表示。

海通证券期货研究主管高上指出，限仓后风险对冲功能削弱，对A股实际形成负反馈。第一，套保盘因深度贴水与缺乏对手盘，门槛提高后散户难以入场，机构也难以操作。第二，采取不对称限制，引发悲观预期，基差继续扩大，对现货产生负面引导，形成恶性循环。第三，期货市场无法做空对冲风险，导致更多投资者转而抛售现货，直接加大了A股的卖压。第四，国内无法套保，可能促使部分机构寻找海外避险工具，中国金融话语权旁落的风险加大。

期指受到限制，对金融行业带来一次较大的洗牌。宝城期货金融研究所所长助理程小勇表示，一方面金融期货在国内期货市场的发展有明显的萎缩；另一方面，此前依靠金融期货实现飞跃的期货公司明显受到影响，而传统依靠现货的期货公司受影响不大，此外，部分券商系期货公司加大对商品期货、场外衍生品和资管等其他拓展，以便降低期指受限对公司的影响。对于金融行业而言，国内股票投资缺乏对冲工具，部分设计金融期货的资产产品明显减少，从而使得国内期货市场发展总体有所放缓。

激活期指唤醒沉睡中的资金

股指期货是国内对冲行业最为重要的一类金融工具。公开数据显示，截至2015年9月国内的对冲基金管理规模超过万亿，国泰君安证券估算，其中有很大比例采用股指期货进行风险管理。以期指交易频率极低的市场中性策略为例，这部分基金长期持有大量股票仓位，并运用套保账户进行空头套保。

“目前市场的流动性缺失的局面和深度不足，导致套保成本高企，近半年多来很多市场中性策略的对冲基金都以轻仓或空仓为主，尽快

改善这种局面，对于提高整个 A 股市场的长期机构投资者占比、促进市场健康发展都有重要意义。”姜玉燕表示。

金鐳资产总经理任思泓表示，松绑期指，唤醒沉睡中的对冲行业，预计将为 A 股带来 2000-3000 亿元甚至更多增量资金。

高上表示，中国经济总量已经排在第二位，股市的风险很容易向汇市、楼市以及大宗期货市场蔓延，由于体量庞大的 A 股没有风险对冲功能，股市只能涨不能跌，容易引发系统性的金融风险，限仓后中国金融市场尤其是股票市场更加脆弱，并且金融改革在走回头路，与大国金融地位不相适应，为此，股指期货交易的正常化理应尽快提到日程上来。

“单纯从市场本身来看，期指交易受限原本就是不应该的，原因在于期指价格发现和风险规避功能对金融市场发展和居民财富管理、风险管理是有益的。但是，从监管角度来看，由于国内证券市场投资者结构相对不合理，散户较多，且缺乏契约精神和自负盈亏的理念，从而使得期指目前‘背黑锅’的情况还没有得到改变。”程小勇表示。

姜玉燕认为，目前放松股指期货交易限制，已经具备了各方面的条件和环境。首先，股指期货的严格管控本身就是市场极端条件下的临时性措施。去年由于市场大幅波动，杠杆资金集中离场导致现货流动性缺失，同时大量个股停牌导致指数失真，股指期货作为现货指数的真实反映，呈现大幅贴水状态，导致市场上众多个人投资者或非专业人士对股指期货造成误解，而随着期指受限后指数自身的波动表现，市场对这一问题的认识已经更加深刻。而目前 A 股市场已经逐步走稳，融资功能正逐步得到恢复，因此逐步恢复股指期货的风险管理功能也是正逢其时。

其次，机构投资者、对冲基金等长期投资人迫切需要期指市场功能的恢复。如前所述，逐步放开非套保账户的严格限制，提高市场流

动性和深度，将有助于目前大量处于观望状态的长期资金重新入场，有利于市场长期发展。

第三，股指期货相关账户监管经验以及对程序化交易等相关规则的逐步完善，使得放松期指限制具备了更多的技术保障。此外，自2015年下半年以来，境外多个市场上市A股相关的衍生产品，侧面反映出期指限制放松的紧迫性和必要性，因为境外相关产品的交易量提升，不利于国内资本市场定价权的控制以及监管有效性。

循序渐进 恢复衍生品功能

“中国的资本市场的稳定与发展离不开金融衍生品工具，尤其是随着汇率、股市与楼市、大宗商品期货市场的联动，风险管理与对冲功能显得更为迫切和重要，特别是对外开放以及引进养老基金等大型机构需要，投资的保值增值功能意义更加重大，缺乏衍生品风险管理功能的资本市场是走不远的。”高上表示。

姜玉燕建议，监管层在考虑限制解除时，应致力于提高期货市场流动性、增加市场深度的措施，同时应对所有投资者保持一致。此外，对于平今仓收取高额手续费的做法，也应该是特殊时期抑制过度投机的方法，事实上，平今仓的投资者不但降低了自身、期货公司甚至交易所的隔夜风险，也对改善市场流动性起到了重要作用，在期指市场逐步恢复的过程中，平今仓手续费的降低也应是可考虑放松的重要限制之一。

2016-8-1 来源：中国证券报

公募基金

国家队基金操盘路径解密：防御板块为主 辅以新兴行业

去年7月股市遭遇大幅调整，证金公司借“基”入市，5只规模各为400亿元的“国家队”公募基金旋即成立。时隔一年，上述5只基金均交出了优于大盘的“成绩单”，纷纷跑赢同期业绩比较基准，但业绩分化却相当明显。净值上涨的基金和亏损的基金净值差距达到20个百分点以上。

在过去一年间，市场历经几轮调整，“国家队”基金的操作整体上体现出了逆向投资的哲学：在市场恐慌之际大举入场，逐步买入优质的价值股和成长股，在市场逐步上行的过程中，“边打边撤”，目前加仓空间已经大幅打开。

从其投资布局来看，则保持了一贯的风格，以防御型板块为主，辅之以具备成长性的新兴行业。重仓个股主要分布于银行、食品饮料、非银金融、家用电器等行业。

对于后市而言，“国家队”基金认为，下半年国内经济下行压力仍然较大，“稳经济”和改革的政策或将交替出现，进而对市场产生影响。随着前期对市场影响较大的美元加息预期、英国“脱欧”公投等因素明朗化，市场将趋于稳定。整体而言，预计三季度市场仍将维持震荡行情，存在阶段性、结构性机会。

基金业绩分化明显

虽然“国家队”基金在去年市场大幅调整之际成立，但此后市场又经历了不断的调整，相较于目前的市场点位而言，当时仍然是在相对高位。

具体而言，5只“国家队”基金中，2只成立于去年7月13日，彼时沪深300指数在4211.81点，而截至7月28日，沪深300指数

以 3221.14 点报收，期间指数下跌 21.56%。另有 3 只成立于去年 7 月 31 日，彼时沪深 300 指数在 3816.7 点，期间沪深 300 指数下跌 18.05%。

得益于在市场底部大举建仓，在市场反弹过程中逐步进行“获利了结”，上述 5 只基金均取得了优于大盘的业绩，跑赢业绩比较基准。

其中，业绩表现最为优异的是易方达瑞惠，截至 7 月 28 日，该基金自去年成立以来净值上涨 16.9%。此外，南方消费活力业绩表现也较为突出，自成立以来上涨 8.5%。招商丰庆 A 自成立以来上涨 7.4%。

不过，另有两只基金因为维持相对较高的仓位，净值表现略为逊色，截至 7 月 28 日，净值均小幅亏损。其中，嘉实新机遇的净值为 0.998 元，华夏新经济的净值则仅为 0.945 元。

上述 5 只基金业绩分化的一大因素，则源于对于“择时”的考虑，其中，易方达瑞惠、招商丰庆以及南方消费活力在成立之后迅速建仓，此后持续减仓，尤其是业绩最好的易方达瑞惠，去年三季度末仓位高达 91.85%，而今年二季度仓位已经大幅下降至 24.21%。而华夏新经济和嘉实新机遇则只是小幅减仓，择时并不明显。

就刚刚过去的二季度而言，华夏新经济和嘉实新机遇的表现则优于其余 3 只“国家队”基金。据统计，二季度嘉实新机遇净值涨幅最大为 1.36%，此外，华夏新经济净值略增 0.11%。而招商丰庆 A、易方达瑞惠净值分别小幅下跌了 0.19% 和 0.62%，南方消费活力净值则下跌 2.51%。

从上述基金二季度的表现来看，南方消费活力跑输了业绩比较基准，其余 4 只“国家队”基金均取得了相对沪深 300 指数的超额收益。

大幅打开加仓空间

二季度尽管没有系统性机会，但主题炒作轮番上演，结构性投资机会并不缺乏，其中锂电池、新能源汽车、食品饮料、电子行业部分

股票价格更是迭创新高。公募基金的投资路线亦与上述市场表现高度一致。

基于对吃饭行情的预期，多数基金二季度仓位得以提升。而“国家队”基金则“逆市而动”，再度减仓锁定收益。

据最新披露的基金二季报显示，五只“国家队”基金均一致减仓，易方达瑞惠、招商丰庆减仓幅度较大，华夏新经济、南方消费活力、嘉实新机遇减仓幅度较小。

具体而言，易方达瑞惠和招商丰庆二季度末仓位仅为 24.21%和 21.09%，仓位分别较上一个季度末下降 8.73 和 5.97 个百分点。此外，南方消费活力二季度末仓位为 45.83%，仓位下降 2.31 个百分点，而嘉实新机遇和华夏新经济也有不同程度的减仓，二季度末仓位分别为 52.11%和 72.62%，仓位分别下降 2.87 个百分点和 1.94 个百分点。

从仓位变化趋势上来看，国家队基金自去年三季度以来，持续退出趋势明显。

去年三季度，上述基金处于建仓期，当时 A 股市场经历大幅下跌，下跌的速度之快、幅度之大历史罕见。泥沙俱下之际，优质上市公司被恐慌情绪错杀，估值跌到相对合理甚至低估的水平，迎来较好的投资机会。而国家队基金正是在市场恐慌之际大举入场，在建仓期采取了迅猛建仓的策略，逐步买入优质的价值股和成长股。

当时建仓最为迅猛的是易方达瑞惠，短短两个月时间，该基金仓位已经达到 91.85%。此外，南方消费活力三季度末仓位达到 87.73%，而另外 3 只混合型基金的仓位也不低，其中，华夏新经济、招商丰庆和嘉实新机遇仓位分别达到 75.15%、61.75%和 59.08%。

此后，随着市场逐步回暖，上述基金开始逐步减仓，据华泰证券统计，去年三季度至今，易方达瑞惠累计减仓 67.64 个百分点、南方消费活力累计减仓 41.90 个百分点、招商丰庆 A 累计减仓 40.66 个百

分点、嘉实新机遇累计减仓 6.97 百分点、华夏新经济累计减仓 2.53 百分点。

根据这些基金二季度末的仓位数据来看，手握重金的“国家队”基金未来加仓空间巨大。

依旧青睐蓝筹股

从“国家队”基金的行业配置来看，依旧是以防御型板块为主，辅之以具备成长性的新兴行业。

据华泰证券统计，“国家队”基金重仓个股主要分布于银行、食品饮料、非银金融、家用电器等行业，其中二季度新增电气设备、通信两个行业。从持仓比例变化看，银行、计算机两个行业持仓比例有所增加，分布上升 3.3%、1.6%；而国防军工、非银金融、房地产、汽车等行业持仓比例下降，分别降低 1.9%、1.8%、1.5%、1.1%。

前十大重仓股的布局上，2 季度国家队重仓个股有 37 只，其中特变电工、中兴通讯、东方航空、同方股份、恒生电子、长春高新等为新增标的，TCL 集团、长安汽车、同仁堂和绿地控股则退出了前十大重仓股之列。

具体而言，易方达瑞惠除了继续重仓持有格力电器、万科 A、伊利股份等个股外，二季度长春高新最新“入驻”了该基金前十大重仓股。招商丰庆除了继续重仓中国建筑、伊利股份和工商银行等个股外，二季度还布局了特变电工和中兴通讯。南方消费活力则继续重仓农业银行、中国人寿、交通银行以及贵州茅台等个股，随着贵州茅台的强势上涨，该基金进行了部分减持。嘉实新机遇则最新配置了东方航空、同方股份、恒生电子等个股。

从个股特征看，国家队重仓标的呈现大流通市值、高股息率、低估值等特征，即多为业绩确定性、低估值蓝筹股，以防御型个股为主。相比一季度而言，个股选择偏好并没有明显的变化。

把握结构性机会

经历了今年一季度的大幅下跌后，二季度市场低位震荡，市场信心在逐步修复。在此环境下，相对确定的发展方向、确定的业绩成长、确定的变革发生等几个方面的机会也逐步有了较好的表现。对于后市预判而言，“国家队”的基金经理可谓“不悲不喜”。

展望 2016 年三季度，易方达瑞惠认为，宏观经济环境或将有所改善，经济增长预计将企稳回升。货币政策方面，考虑到之前多次降息、降准，伴随着美国的加息预期以及人民币汇率波动，货币政策大概率将趋向稳健。同时，预计财政政策将继续加码，政策效果会逐渐体现到实体经济中。

华夏新经济认为，下半年国内经济下行压力仍然较大，稳经济和改革的政策或将交替出现，进而对市场产生影响。随着前期对市场影响较大的美元加息预期、英国脱欧公投等因素明朗化，市场将趋于稳定。整体而言，预计三季度市场仍将维持震荡行情，存在阶段性、结构性机会。

考虑宏观经济在稳增长政策的支持下表现出较强的韧性，同时，海外货币宽松力度的加码有利于扩大国内货币宽松的空间，市场利率已经有所回落并将维持低位，对此，南方消费活力的基金经理表示，种种因素均有利于权益类资产投资价值的体现。鉴于市场已经接近底部区域，南方消费活力表示，将继续维持中性仓位，结构上仍重点配置低估值蓝筹个股，主要通过寻找低估值有安全边际的价值股票，以求给投资者带来长期稳健的收益。

2016-8-1 来源：上海证券报

存量博弈行情继续 基金看好消费和智能制造

在严监管、多状况的环境下，市场震荡不休。部分基金人士认为，七月开启的“吃饭行情”或将暂告段落，主题性投资机会将减少，短期内仍以存量博弈为主。不过，消费、智能制造等价值成长股反而会迎来配置良机。

仍是存量博弈行情

华商投研部认为，三季度经济仍将维持稳定，虽然货币政策不会出现显著宽松，短期流动性仍会偏紧，但股市大跌不会演变成股灾，不应当恐慌。预计三季度将是区间震荡行情，目前处于区间高点预期过满的回落，这种预期在前几日也有所释放。市场目前看不具备跌到年初低点的环境，只是跌下来之后需要重新寻找乐观的理由才能再次出现从区间低点快速上涨的可能，未来深港通开通或许可以算做其中之一，经济好于预期也是另一要素。另外，他们认为，近期的银行理财新规对银行行业整体影响不大，原本投向权益类资产的资金会陆续退出，非标类也会陆续撤资。但对市场风险偏好会造成一定负面影响，预计监管层推进会审慎，时点和内容仍需斟酌，调整时期可关注银行板块的防御性机会。同时，银行新政整体对权益类影响预估为 1.3 万亿，资金总量不大，不用过度担心。

天弘基金表示，7 月份以来，沪指走出一波“小行情”，市场人气和赚钱效应逐步得到回升，尤其是上半年经济数据较为稳定，市场普遍认为，三季度 A 股将迎来较为和谐的经济和政策环境，投资者可抓住有利时间窗口，把握机会适时布局。

腾逸投资分析认为，市场目前依然是存量博弈行情，在未有明显的增量资金进场的情况下，市场整体维持震荡格局的行情比较大。从短期博弈来看，市场上主题投资方兴未艾，但从中长期来看，虽然经历过整整一年的股灾调整，很多中小票估值依然较高，但仍然有不少

行业存在自下而上选股的机会，比如大健康产业里的医药、医疗器械，新能源产业链里的新能源汽车下游的充电桩等。

关注消费和智能制造

对于后市，天弘基金王林表示，短期来看市场盈利空间较大，三季度具备较好的配置时机，天弘价值精选将根据市场表现判断是否增加股票仓位，并重点看好价值成长股的投资机会。对于具体的行业和板块，王林表示重点看好以下两个方面的市场机会：一是制造业的转型升级，包括由技术创新带来的产业升级，以及由模式创新带来的产业转型，比如由制造向服务延伸；二是估值合理、增长相对稳定的消费板块。同时，随着利多因素不断累积，预计下半年消费主题依然会有超额收益，建议投资者不妨重点配置该类主题的基金，并且通过定投来分散风险，降低一次性投资的成本，平滑股市波动，最终获得良好的长期回报。天弘基金旗下的价值精选混合基金和新价值混合基金追求长期稳健收益，是较为适合定投的投资产品。

和君沅盈资本则较为看好智能制造板块，包括两个最为核心的内容：一方面是通过材料更新与工艺进步，实现制造装备与产品品质升级；另一方面是基于互联网连接与大数据运用，提供智能的服务，最终目标是为客户实施超高性价比的综合方案。关于智能制造的未来研判，和君沅盈资本合伙人杨红强表示，智能制造的未来竞争是生态系统，领导者企业需要建立自身的系统，同时未来四大细分方面将存在机会：一是制造装备的硬件升级；二是云平台技术进步；三是跨界合作，跨界可能会产生意想不到的化学反应，加速生态圈构建；四是产业并购。“这是领导者企业全球资源整合必须掌握的工具。近期，美的集团拟收购全球工业机器人领先企业库卡，未来或许将有更多的类似故事发生。”杨红强称。

除了装备与产品的销售，制造业企业的价值将更多产生于服务。“智能制造企业本质将是一家服务公司、大数据公司、互联网公司、软件公司。”和君沅盈杨红如是预判。

2016-8-1 来源：中国证券报

私募基金

中小私募日子难过自主发行或成主流 新规重拳规范投顾业务

“8·1”大限来临之际，截至7月31日，基金业协会的数据显示，登记一年以上的空壳私募仍然有5590家。记者获悉，一些因为“8·1”大限被注销，又需要重新提交申请登记备案的私募，正担忧下一轮审核将越来越严。因为7月15日颁布的《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》（以下简称“暂行规定”），对私募投顾业务有严格规范。未来新成立、规模小、投资管理能力和经验不足的私募，生存空间正日益缩小。现有的合规私募、尤其是实力较强的私募将受益。

私募投顾严格规范

“我们最近跑老东家，想找投资管理人员在过去三年的交易记录证明，打印的资料足足有一米高。”近期，一位准备重新申请登记资格的私募向记者大吐苦水。由于没来得及发产品，他们8月1日将被注销主体，好在联系了一家券商资管帮助发通道产品，准备马不停蹄地再度申请资格。然而没想到“暂行规定”要求，如果私募基金公司要作为第三方，为证券期货经营机构的私募资管业务提供投资建议，即开展“投顾类业务”，那么其投资管理人员中，必须有3人具备3年以上、连续可追溯的证券、期货投资管理业绩。

这意味着，如果达不到这一标准，私募将不能再借助券商资管计划或基金子公司发行通道产品。而通道产品是当前一种主流的私募产品形式，其名义管理人往往是券商或者基金子公司，而私募基金管理人则以投资顾问的身份出现在产品中，负责给出投资建议，再由券商或者基金子公司的交易系统下单。

因为券商和基金子公司有客户资源，还可以起到信誉背书的作用，且费用低廉，对于很多没有募资能力的小私募而言，通道是其起家的重要力量。

某大型券商透露，在其平台上托管产品的绝大部分私募达不到暂行办法要求。“很多私募都是明星投资经理出来，还有许多是非投资岗位如渠道部门出来做私募业务。”该券商 PB 业务负责人介绍，“私募注重成本，会尽量减少人力，尤其是采取复制策略的私募，不需要很多投资管理人员。在私募行业，1 个基金经理管理数十亿规模的资金并不罕见。

资管通道也受影响

即使人数足够，业内人士认为，要有 3 年连续的投资管理业绩证明，也并不是易事。大连私募富利投资总经理李嘉认为，尤其是 2014 年以后新成立的私募可能会因此受限。因为到目前为止不到 3 年，意味着这些私募的投资管理人员必须得找出之前的投资管理证明。“如果是从公募或券商等机构做投资经理出身的私募，可能好开证明，”他说，“如果之前其所在公司也是做投顾业务，在投顾协议上的投顾往往是机构名称，而不是实际管理的投资经理的名称，这样无从证明你的投资管理经验。”

对于通道而言，这一新规也是对利润的重要打击，尤其是基金子公司和期货资管，其自主管理能力较弱，绝大部分资管规模都来自于通道产品。根据基金业协会的数据，截至 2016 年一季度末，期货公

司资产管理业务规模约 1398 亿元，季度增速高达 33.78%，基金子公司的管理规模达到 9.84 万亿元，季度增速高达 14.82%。

某知名期货公司机构业务负责人向记者坦言，按此新规，其平台上 80%的私募基金管理人将都不符合要求。

行业格局将固化

知情人士透露，这一“3 人 3 年连续投资管理业绩”的要求，可能是接下来要出台的《私募基金管理人从事投资顾问服务管理办法》（以下简称“投顾办法”）对投顾资格门槛的限制之一。目前，在基金业协会制定的 8 个私募基金自律行为规范中，还剩下投顾办法尚未出炉。

按此条规定可见未来投顾业务将被要求严格自律。业内人士认为，这将倒逼部分私募重回信托通道，或是放弃投顾方式，而通过自主发行的方式发行产品。然而前者仍有被规范的要求，后者则仍然要求具备一定的实力。

信托公司是私募基金管理人的“通道”鼻祖。只不过在基金子公司和券商资管业务出现之后，因为费用便宜、且有研究估值等综合业务支持，私募才大量通过基金子公司和券商资管的通道发行产品。上述券商 PB 业务负责人认为，从近期银监会制定的《商业银行理财业务监督管理办法(征求意见稿)》来看，对于金融风险的严格防范不亚于证监会，后续针对其他机构可能仍有严格办法出台。

而自主发行则是 2014 年 2 月基金业协会实施登记备案制度、私募获得管理人资格后的一种新的产品形式。李嘉认为，在暂行办法下，未来自主发行将是主流的产品。但是只有有实力的私募的自主发行产品才能进入银行等重要募集渠道的“白名单”。此外，自主发行的产品需要有法律中介机构进行尽调，并出具法律意见书，其审核也非常严格。

业内人士认为，这条严苛的新规，凸显了监管层降低金融风险的态度。在基金业协会会长洪磊最新的专题报告中指出，投顾办法主要是为了厘清募集和投顾责任。

业内人士认为，从近期频出的监管政策和自律行为来看，私募行业的格局正在走向固化，未来私募基金公司将不能随便登记备案和发行产品，新成立、规模小、投资管理能力和经验不足的私募的生存空间正日益缩小。而现有的合规私募、尤其是实力较强的私募则将因此而享受到财富管理需求的大蛋糕。

2016-8-1 来源: 中国证券报

私募借道销售牌照进军公募

公募基金的销售利润极薄，对于有意拓展公募业务的机构来说，基金销售牌照只是一块“垫脚石”。而这块“垫脚石”，正是如今大资管时代下，金融机构追求“全牌照”道路上的一个缩影。

由国内债券私募界领军人物杨爱斌发起成立的公募基金——鹏扬基金日前获批设立，阳光私募进军公募终于破冰。业内猜测，鹏扬介入公募采取的全面“私转公”模式，或许是其能率先取得突破的重要原因。

想要进军公募的私募机构和资管机构不在少数，但要取得公募基金管理牌照并非易事。

诺远控股董事长兼 CEO 韩学渊在接受采访时坦言，由于不能做私募股权投资基金，虽然已经有了私募基金牌照，诺远无法解决资产端的问题。而且私募本身销售是有限制的，不能做公开宣传，对于想要在基金方面有一番作为的私募公司来说，实在是颇多掣肘。

因此，不少机构不得不转而选择“曲线救国”，通过先申请比较容易的公募基金销售牌照，销售其他公募基金，一边增加用户黏性，一边增强本身申请公募管理牌照成功的筹码。

“我们目前也申请到了基金管理牌照，私募股权投资基金管理牌照，公募基金代销牌照应该 9 月份就批下来了，已经申请很长时间了。”韩学渊告诉记者，私募申请公募牌照还是管理人的概念，原先是私募基金管理人，发展到一定规模，成立时间够了，就可以申请公募基金管理人牌照。“申请完之后就可以找银行，或者一些其他三方公司来代销。而销售牌照则是另外一块牌照，是由证监会批准签发的。”韩学渊解释说，一个是基金管理牌照，一个是基金销售牌照。

三块牌照含金量不同

根据《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》第二条规定，本办法所称私募投资基金指以非公开方式向合格投资者募集资金设立的投资基金，包括资产由基金管理人或者普通合伙人管理的以投资活动为目的设立的公司或者合伙企业。

所谓申请私募基金牌照类似于企业经营的营业执照，有四项条件需要满足。首先，根据《证券投资基金法》规定，基金管理人由依法设立的公司或者合伙企业担任。自然人不能登记为私募基金管理人。其次是注册资金要 1000 万元以上。此外，需要至少有 3 名高级管理人员具备私募基金从业资格。最后，申请机构具备满足业务运营需要的场所、设施和基本管理制度。

与私募牌照相比，公募基金牌照具有很高的含金量，公募基金牌照申请条件要求也比较高，拥有该项金融业务许可，可以通过公开募集的方式设立证券投资基金并销售。

基金销售牌照与公募牌照比较，无论是在申请资质还是在具体业务开展上有着巨大的差异。比如，公募牌照要求具有 3 年以上证券管

理经验，最近3年管理的证券类产品业绩良好，并要求最近3年经营状况良好，财务稳健，在监管部门无重大违法违规记录，没有因违法违规正在被监管部门调查，或者正处于整改期间。而基金销售牌照并没有这些“3年”要求，也就是说新成立的资产公司能够申请销售牌照，却不得不在良好经营满3年才能够申请公募牌照。

此外，在最重要的资金要求方面，公募基金牌照要求实缴资本或者实际缴付出资不低于1亿元，最近3年证券资产规模年均不低于20亿元。而基金销售牌照则只需要有2000万以上实缴注册资本。

另外一项重要的区别在于申请成本的区别上，公募基金牌照成本约1200万-1500万，而基金销售牌照成本则只有125万-170万，无疑这也使得销售牌照成为私募转型公募的一条捷径。

销售牌照成“垫脚石”

据中国证监会官网披露，截至2016年2月22日，共有335家获批资格的基金销售机构，其中包括商业银行122家、证券公司98家、期货公司15家、保险公司8家、证券投资咨询机构6家以及独立基金销售机构86家。

其中独立销售机构成长最快，自2012年2月22日首批4家机构获得第三方基金销售牌照以来，独立基金销售机构数量在过去的4年时间里猛增至86家，数量扩容20.5倍，在主要的七类销售渠道中成长最快，目前排名第三，占基金销售机构总数量的25.67%。

随着大资管混业经营时代的到来，公募基金牌照也成为各路资本群雄逐鹿的蛋糕，眼下公募基金牌照放开已达3年之久，PE系、保险系、券商系也积极抢拿公募牌照。

“今年新基金公司有望超过10家，甚至更多。”凯石基金研究中心分析人士表示。根据最新的行政许可信息，尚有20家公司提交的设立申请已被受理，其中7家得到了第一次反馈意见。而值得一提

的是，从时间表上不难发现，今年五六月，监管层审核速度明显加快；从获批公司被要求尽量低调的监管态度看，监管层对目前业态的“呵护”之心也可窥一斑。

“私募壮大后自然想要拥有公募牌照，一方面是公募投资门槛低，大众投资者认同参与度高。另一方面，产品发行也不再受到第三方平台制约限制。”上海理成资产合伙人刘文财表示。

韩学渊告诉记者，现在做公募基金代销，对于三方机构来讲利润相对比较薄，光做代销赚代销费用比较低。因此，做公募代销实际上更多的是在为做公募管理做准备。

“我们现在做公募代销目的有两个，一个是增加客户的黏性，客户可以通过平台在我们这里购买保险品种，也可以买我们的私募股权投资基金，可以做海外资产配置，同时可以购买公募基金。最终我们的想法还是从公募基金代销转向申请公募管理资格。”韩学渊表示，私募机构转做公募基金的计划希望能在近期一两年内完成，“只要做好充足准备，明年就可以去申请，现在我们私募牌照申请公募是没有问题的”。

各类主体发起设立公募基金公司的热情愈演愈烈，除了今年已经获准设立的汇安基金、先锋基金、中航基金、恒生前海基金、鹏扬基金、华泰保兴基金 6 家公募基金公司之外，证监会网站信息显示，截至 7 月 15 日，列在基金管理公司设立审批表中的公司多达 28 家。

弃私转公还是公私并存？

对于鹏扬基金能在众多候审私募机构中率先获批的原因，不少业内人士猜测，与鹏扬采取的全面“私转公”模式有关。据悉，为杜绝可能存在的利益冲突和道德风险，鹏扬基金成立后将专注公募，而公司第一大股东杨爱斌（占股 55%）于 2010 年创立的鹏扬投资也将停

止私募业务，原有未到期产品将可能转换为鹏扬基金的特定客户资产管理业务。这意味着，鹏扬将彻底“由私转公”。

记者发现，确实有私募欲选择鹏扬的“弃私转公”模式，不过该私募表示主要还是由于公司精力有限，无法同时开展公私募业务。当然，该私募也认可这种模式可能会更容易申请到公募牌照。

当然，并非所有待审私募都愿意选择全面“私转公”的模式，另一家同样已上报了公募设立申请材料的私募，就欲采用“公私并存”的模式。确实，对于不少二级市场的阳光私募，并不愿意“自废武功”而“另起炉灶”。对这类私募机构而言，目前更多地只能等待相关针对性的细则或是审批标准出炉。

一位私募人士告诉记者，“虽然监管层鼓励私募进军公募，但毕竟也只是刚刚开始，对于一些敏感问题怎么处理，还需要测试和讨论，这也是审批上非常审慎的原因。”

证监会此前公布的信息显示，目前有 28 家新基金公司发起设立，名单中就有不少知名的私募机构。其中，有 11 家公司已接受第一次反馈意见，包括知名私募凯石投资，该公司于去年 9 月 24 日递交申请材料，最新进度更新于今年 2 月 2 日（第一次反馈意见）。此外，有 8 家公司目前还未显示证监会的受理信息。

2016-7-25 来源：国际金融报

本期编辑：寿静菁