

# 大资管动态 ( 周报 )

第五十九期 (2015 年 12 月 14 日)

中国保险资产管理业协会研究规划部 编辑

<b>保险资管 .....</b>	<b>2</b>
保监会启动险企资产配置压力测试 .....	2
险资进入利润兑现期：12 月暂缓加仓明年初或加仓 .....	4
<b>银行理财 .....</b>	<b>6</b>
银行理财入市收窄 配资式结构化资管风险重审 .....	6
清理配资之后：银行理财入市变更思路转向直投 .....	9
<b>信托 .....</b>	<b>12</b>
信托绕道 PPP 扩展政信合作新大陆 .....	12
<b>证券资管 .....</b>	<b>16</b>
两融余额连续下降 券商股遭大规模净偿还 .....	16
资本市场迈入注册制时代 助力我国经济转型升级 .....	19
<b>公募基金 .....</b>	<b>21</b>
市场短期震荡慢牛成共识 公募基金筹划跨年布局 .....	21
震荡行情彰显特质 保本基金资产规模突破千亿元 .....	23
<b>私募基金 .....</b>	<b>25</b>
阳光私募发行创近 3 月新高 管理规模上摸 5 万亿 .....	25
股票私募今年以来平均上涨 33% 冠军争夺白热化 .....	28

## 保险资管

### 保监会启动险企资产配置压力测试

昨日晚间，保监会发布《关于加强保险公司资产配置审慎性监管有关事项的通知》，要求险资在资产配置时更应审慎。

“保监会一直坚守风险防范底线思维。对于保险资金近期频繁在市场上大量买进股票，一直保持高度关注。”保监会有关部门负责人对记者说。

#### 相关公司进行压力测试

保监会“通知”中提出总体要求：即保险公司应当重视和加强资产负债管理，健全组织架构，完善管理机制，强化成本收益管理、期限管理和风险预算，坚持审慎的保险定价策略和稳健的资产配置策略，持续提升资产配置能力和投资管理能力。

同时，对于符合某些情形的保险公司，应当分析资产负债匹配状况，进行资产配置压力测试，评估对资产收益率、现金流和偿付能力的影响，并向中国保监会提交压力测试报告。

其中包括，财产保险公司的预定收益型投资保险产品投资金额占上季度末总资产比例超过 30%，且公司资产配置中股权、不动产类资产和其他金融资产合计占上季度末总资产比例超过 20%的。人身保险公司负债平均持有期少于 5 年，且公司资产配置中股权、不动产类资产和其他金融资产合计占上季度末总资产比例超过 20%的；人身保险公司的普通型、分红型、万能型保险产品大类账户中，至少一个大类账户资产收益率小于保险产品资金成本的。

保监会还强调，压力测试报告要由保险公司投资风险责任人签字。

#### 市场化因素纳入考量范畴

二级市场涨跌带来的风险成为压力测试的内容之一。

具体包括：针对以下假设情形，包括上证指数点位下跌 20%、30%，无风险利率曲线上升 50BP、100BP，利差扩大 100BP、150BP，长期股权投资下跌 10%、20%，投资性房地产价格下跌 10%、20%，保险资产风险五级分类中不良资产 60%和 80%无法收回本金等，分别分析单因素变动情形下，对公司当期整体层面和大类账户层面的资产收益率的影响，以及对公司当期利润、净资产、净现金流和偿付能力充足率的影响。

压力测试内容还包括，财产保险公司预定收益型投资保险产品账户和人身保险公司普通型、分红型、万能型保险产品大类账户的资产配置结构及比例、保险产品结构及比例等基本情况，以及公司制定的相关保险业务发展计划和资产配置计划；账户资产方和负债方的预期现金流、平均持有期、资产收益率和资金成本，以及缺口和比率等情况。

同时包括，公司对于出现净现金流由正转负或偿付能力充足率低于 100%的情形，拟采取的风险管理措施和实施计划。

### **按时报送压力测试报告**

通知明确，中国保监会通过非现场监管和现场监管相结合的方式，对保险公司资产负债管理和压力测试状况进行评估，必要时聘请独立第三方审核机构对公司压力测试出具审核意见。

对于评估认为公司资产负债管理存在重大缺陷或出现重大资产负债错配风险及流动性风险的，中国保监会经提交资产负债管理监管委员会或偿付能力监管委员会审议，将采取提高流动性资产比例、限

制资金运用渠道或比例、限制相关保险产品业务销售、责令股东提供资金支持等监管措施。

对于压力测试报告上交时间，分为两类。一类是通知下发之日起 10 个工作日内向中国保监会报送压力测试报告；之后保险公司应当分别于每年 6 月 30 日和 12 月 31 日测算，对于符合规定情形的保险公司，应当分别于 6 月 30 日后和 12 月 31 日后的 10 个工作日内向中国保监会报送压力测试报告。

另外，保险公司投资上市公司股票，有权参与上市公司的财务和经营政策决策，或能够对上市公司实施控制的，纳入股权投资管理，合并计算通知相关规定情形的相关比例。

2015-12-12 来源：上海证券报

### 险资进入利润兑现期：12 月暂缓加仓明年初或加仓

由于临近年底，大中型保险机构普遍进入利润兑现期，操作上偏审慎。不过，近期制定 2016 年投资计划时，大部分保险机构在谨慎情绪中透着乐观，表示明年初可能会加大权益资产配置比例。

在与多位保险公司投资经理交流后获悉，他们最近的操作策略是 12 月暂缓加仓，将手中浮盈较丰厚的个股陆续进行减持，落袋为安，而对浮盈较少的大盘蓝筹股则选择继续持有。与基金公司打响年末规模冲刺战所不同，除非是遇到确定性的大行情出现，否则追求绝对投资收益的保险公司年末通常会选择锁定利润。

“从资金面看，目前仍是存量博弈，暂不能判断二八风格切换是否能够持续，大盘可能还会进一步消化整理格局，年底前大盘一口气再涨回来并直接再创新高的概率可能不大。所以在这样的预判之下，

我们 12 月不会明显抬升权益仓位水平。”一家大型保险机构投资经理如是告诉记者。

与此同时，各大保险机构也均开始拟定明年投资计划。不过，和人气爆棚的券商年度策略会相比，保险机构的投资策略会依旧秘而不宣。

记者从多位业内人士处获悉，主流保险机构纷纷于近期或将于近期召开投资策略闭门会，定调明年投资战略。目前他们的初步判断是：在经济形势无显著变坏、市场利率持续下行不变的前提下，明年大盘存在创新高的可能性。

从目前记者了解的情况来看，尽管对眼下行情表现谨慎，但对于明年行情，不少保险公司心怀期待。“我们确实最近在做大类资产配置决策，由于看好明年年初行情，加之保险公司每年都有集体冲刺保费”开门红“的行业惯例，预计明年 1 月开始保险资金增量资金将陆续进场。”一家沪上保险机构投资部人士如是透露。

在具体板块上，多位保险机构投资人士表示，随着政策红利持续落地，央企改革正在迈入加速期，在即将到来的 2016 年，“混改”主题依然值得持续关注。“与此同时，各大机构投资者也预计决策层将加大对基建项目的财政和信贷支持力度，国企改革有望取得显著突破，这个板块存在良机。尤其是一些传统周期性行业产能严重过剩，企业仍面临高额债务，在这种形势下，国企改革可能会加速且更有效率。”

此外，根据保险公司的内部定调，2016 年大消费概念依然会是保险资金首选的配置品种之一。一家保险公司投资部人士直言，虽然眼下市场普遍预期 2016 年上市公司净利润增速整体会有下滑，但大消

费板块盈利增长仍然可观。“不过，随着消费结构的变迁，未来可能会更加关注和挖掘这一领域中的一些成长股或价值股，比如文化娱乐、医疗保健、在线移动购物等可选及服务性消费领域。”

其中，与医疗养老服务相关的细分消费领域，受到了越来越多包括保险资金在内的机构投资者的关注。多位保险公司投资部人士告诉记者，“中国整体经济结构的变化所带来的局部性成长领域可能将是明年的一大投资机会。比如与医疗养老服务相关的标的：保险、大健康、养老住宅、养老软件及信息系统、医护服务、老年金融等细分领域的成长股值得仔细研究。”

上述保险投资圈人士直言，对于其中一些优质标的股，完全值得中长期布局。事实上，不只在二级市场，在一级市场领域，各机构也都在争相布局与医疗养老服务相关的领域，动辄砸下数十亿数百亿真金白银。

2015-12-8 来源：上海证券报

## 银行理财

### 银行理财入市收窄 配资式结构化资管风险重审

在金融市场“资产荒”的背景下，商业银行理财资金对结构化配资业务的争夺越来越激烈。然而，随着监管层对私募场外配资业务的进一步严查，银行该项业务也在进行一轮调整。

据《中国经营报》记者了解，由劣后级份额持有人参与投资决策的结构化资管新增项目已经被监管叫停，部分中小银行直接暂停了相关业务，而招商银行、民生银行等股份行也将由总行在业务指引上做出调整。

## 私募配资遭查

监管层对 A 股的去杠杆仍在继续，而矛头指向了私募配资。

11 月 27 日，证监会[微博]在例行发布会上表示，要持续关注利用“一人多户”、线上转线下等新型场外配资及其风险，坚决清理私募资管产品中下设子账户、分账户、虚拟账户等情形。

监管层在下发具体通知中，列出了三类私募资管产品，而“优先级委托人享受固定收益、劣后级委托人以投资顾问等形式直接执行投资指令、投资股票市场”位列其中。

记者从多家基金公司也证实，地方证监机构已经要求辖内基金公司等机构进一步甄别、确认涉嫌配资的偏股型私募资管产品，并将结果上报。

实际上，作为机构的“钱袋子”，商业银行在私募配资结构化资管中亦是优先级资金来源的重要角色，也就是所谓的“金主”。私募机构和商业银行的合作中，通常是将银行资金作为放大杠杆使用，而自有资金或募集资金作为劣后，并享有投顾决策权。

“劣后作为投顾实际操作这类产品，而券商和银行机构负责实行监控、警戒和平仓，保证优先级的本金安全。”一家国有大行分行人士称，通常情况下，银行对私募投资的股票标的有明确要求，ST 股票和单只股票的投资都有比例限制。

据该人士介绍，由于银行资金成本低，所以私募机构寻求合作的很多。从银行的角度看，通常更愿意和有业务往来及大型私募合作，杠杆比例有时可以配比到 1：5。股市行情好的时候，这种私募合作很多，银行也愿意做。不仅是风险上能够把控，银行资金收益上也不低。

“但是，由于私募劣后资金性质较难认定，可能与劣后持有份额变相开展场外配资活动相关，这就有悖于监管规范，也是监管审查的原因。”上述国有大行分行人士说。

### 银行重审风险

在监管层对私募场外配资清理中，商业银行对相应的业务也做出了调整。

据记者了解，部分银行已经暂停新增配资业务，而招行、民生对业务也有新的业务指引。

“对于中小股份银行来说，和私募机构的合作风险本来就很大，做得也不多。况且，不少私募机构都能够通过各种方式绕开监管，银行出于风险考虑就直接暂停了这项业务。”宁波银行一家分行人士表示。

该人士称，定增项目的结构化配资、股权质押项目、并购项目结构化投资等业务都不受影响，仅仅是直接二级市场证券结构化投资被叫停。“商业银行在认购信托或资管份额时，会对业务的模式归类。如今股票二级市场行情并不能说太好，所以银行对于这种直接投资的方式还是比较谨慎的。”

“配资业务能够继续做，要等两周，可能总行有新的业务指引要求。从目前的情况看，各家分行已经在收集项目了，毕竟这块业务的比重比较大。”招行一家分行人士称，暂时不清楚总行的要求，但是可以先上报项目。

民生相关人士称，不同银行的要求差别很大。比如，一些私募会通过信托渠道成立结构化信托，这种信托的优先级在银行是被认可的。所以，监管层重点检查在信托、基金子公司等通道上，而银行层面只

可能收紧和私募的直接合作。“信托的监管是在银监会，所以监管配合肯定是必要的。”

“银行还能够做配资的，但是主推的业务还是定增和股权质押类项目。”上述民生人士表示，既有的业务模式都比较成熟，银行在把控风险上已经拥有了丰富的经验。

据记者了解，由于股市的动荡，银行优先级配资业务的风险控制也在不断加强，在并购结构化投资项目中，除了常规的优先和劣后的杠杆比例之外，银行甚至会要求劣后质押相应的股票市值，以保证优先资金的安全。

“股票质押项目的质押率有的仅仅 40%，但是并购项目中，在优先和劣后杠杆比例之外，银行会要求项目方质押同等市值的股票或者其他增信手段，这样对于风险抵抗力更强。”前述招行人士称，银行优先级要的是固定收益，风险当然是越低越好。

他还表示，“不论是暂停结构化配置项目，还是只堵住私募结构化配资的通道，其实都让银行理财资金进入股市少了，这与市场行情是紧密相关的，银行方面也担忧风险。”

2015-12-12 来源：中国经营报

### 清理配资之后：银行理财入市变更思路转向直投

“银行理财对资本市场的热度未减。”某股份行资管部副总说。

海通证券在近日的投资策略会上预测，2016 年受低利率环境影响，大类资产配置转向股市的趋势不会改变。预计明年新增入市资金约 5.5 万亿，而包括 IPO、再融资等资金需求约 2.2 万亿，因此或将

有 3.3 万亿资金净流入。在新增入市资金中，或包括银行理财和私人银行配置资金 2 万亿。

在股市剧烈动荡和场外配资清理带来的洗礼过后，银行理财相应变更了常规化入市思路，主要的模式虽仍围绕结构化产品优先级投资，但由过去的场外配资为主转向了对应单一上市公司的融资需求。

多位银行资管部人士表示，现在银行理财资金入市实质仍是基于债权性质的类固定收益投资，未来向直接投资转型将成为趋势。

### 上市公司生意

“在银行理财仍处于刚兑的情况下，无法承受太大的变化，目前涉及资本市场的投资仍集中在类固收，包括两融受益权、收益凭证、增持、定增等。”上海地区某银行资产管理部副总称。

今年 7 月，监管部门曾明确支持银行为上市公司董监高的回购增持提供融资支持，而后各家银行迅速推出上市公司增持配资业务。当时多数银行表示先推出产品，再去探讨具体落地过程。

随着上市公司需求逐步释放，该项业务已成为银行理财资金入市的常规业务之一。常见模式分为两种，均通过证券集合资管计划进行结构化设计，优先劣后的配资比例最高为 2: 1，对应预警止损线分别是 0.92 和 0.88，银行理财可获得固定本息。若采用股票质押回购的形式，优先劣后比最高可达到 9: 1。

定增也是银行理财参与较多的部分，对单个上市公司的一年期定增的模式与高管增持类似。此外，还有银行选择与外部资金共同出资设立定增基金，理财资金作为优先级，劣后级可以来自券商及其他资管机构，或者上市公司大股东。

前者主要形成定增资金池，按策略投资多个定增项目；后者利用上市公司平台成立并购定增基金，先收购非上市股权资产，在通过定增募集资金，将募集资金以现金对或股权对价的方式收购该基金持有的资产，以实现理财资金的退出。

“银行传统的并购贷款要求企业持有 50%的自有资金，与理财资金一起成立并购基金则不受 50%要求限制，可以更高杠杆配资。”上述人士称。

据了解，定增配资的固定收益加上浮动收益分成约为 7%-8%。定增类资产在银行理财规模占比最多大概 5%-6%。

但也有股份行上海分行人士透露，其分行内部资管部门投向资本市场规模超过 60%。

### 转型直投

“理论上银行理财已经过了增长的黄金期，但今年规模增速甚至超过前几年，普遍增速在 50%-60%，如果要把增长的资产都投出去需要特别充裕的资产环境，否则很难，而且今年固定收益率持续下行，银行都在寻求从资产端提高管理能力以分享更多收益。”上述资管部副总认为。

多位银行资管部人士表示，银行理财将从过去投资优先级、分享固定收益的模式，转向直接投资，包括一级市场股权投资和二级市场股票投资。

虽然在现行规定中，理财资金不得投资于境内二级市场公开交易的股票或与其相关的证券投资基金、以及未上市企业股权和上市公司非公开发行或交易的股份，但高资产客户、私人银行客户、机构客户产品不受上述限制。

二级市场直投主要形式有两种，一种是直接针对投资人发行股票投向的产品，由投资人接受浮动收益；另一种仍以资金池对资产池的形式，采用 CPPI 保本策略，货币、债券打底稳定收益，配置少部分股票资产，股票资产的配置同时包括二级市场直投、量化对冲等，根据银行对大类市场的走势判断调仓。

2015-12-10 来源：21 世纪经济报道

## 信托

### 信托绕道 PPP 扩展政信合作新大陆

在社会融资成本下行的通道中，今年以来，多家信托公司普遍遭遇存量项目提前退出，融资方以低成本资金置换较高的信托融资成本。与此同时，信托参与 PPP 项目，成为政信合作模式的新突围。

所谓 PPP (Public-Private-Partnership) 是政府和社会资本合作模式，一方是有私人的投资方，另一方项目本身是公益的或涉及到公益性的事业。

不过，想让 PPP 模式能够成为政信业务模式的“新大陆”，还要看信托公司能否躲过这途中的多重“暗礁”。

#### 政信合作模式老路：存量项目屡遭低成本资金置换

“过去很多项目银行贷款无法满足融资需求，才来找信托项目，现在政府融资渠道变宽，市场流动性充裕，政府采取灵活的低成本资金，在时点上提前退出，原来的项目一年、两年提前结束，将相对高成本资金退出。”一位大型信托公司高层对《第一财经日报》表达了政信业务开展过程中的麻烦。

事实上，这已不是一家信托公司遇到的偶然事件，而是降息周期、社会融资成本下降形势下，信托业面临的普遍烦恼。数据显示，今年8月至11月间共发布85条提前结束公告，而在去年同期只有60条。中国信托业协会的统计数据显示，截至2015年三季度末，资金信托在基础产业领域的配置规模为2.7万亿元，相比二季度末的2.74万亿元，环比减少1.46%。

自去年43号文出台已一年有余，地方融资平台的融资职能被剥离，同时，地方政府被赋予债券发行的负债职能。“政府融资平台可发债后，传统的信政合作没有路子，很多地方政府的融资方式跟过去很不一样，信托收益率和信托项目数量随之降低。”上述大型信托公司高层表示。

### PPP: 政信模式的“新大陆”

传统政信模式难以为继，与此同时，国家政策鼓励推广PPP模式迎来制度红利。信托作为社会资本引入PPP模式，成为政信项目合作的绕道探路模式。

谈及PPP概念，五矿信托创新研究部总经理宁新田对《第一财经日报》表示，他更愿意将此延伸至“项目融资”。

“如果把原材料锁定、把厂房的建设外包锁定、把工厂的管理锁定、把产品销售的长期协议锁定，那整个来说它的风险就是可控制的。我觉得这个PPP的原理应该来自于这里。”宁新田说。如果不是涉及到公益性的事业，而是市场性的、竞争性的项目各方一起谈合作。

信托公司介入PPP的途径，具体存在三种形式：一是直接参与PPP项目运营，信托公司可以作为私人部门直接投资PPP项目，成为项目公司股东；二是间接参与PPP项目，信托可为项目公司提供融资

服务，通过信托贷款为 PPP 项目提供流动性支持，也可通过股权回购的形式为其他社会资本融资。三是参与 PPP 项目资产证券化，由于 PPP 项目均投向基础设施，建成后具有稳定现金流及必要的政府补贴，比较适合做资产证券化产品。

不过，从目前来看，信托参与 PPP 还不是主角。“所有 PPP，信托公司在里边不处于一种主导地位，是取决于市场需求，有需求才会去做。”宁新田表示。

今年 7 月 6 日，中信信托“中信·唐山世园会 PPP 项目投资集合资金信托计划”成立，打响了国内首单信托公司参与的 PPP 项目正式落地的第一枪。

相较于中信试水 PPP，中建投信托直接参与 PPP 项目则是另一纬度的突破。9 月下旬，由中建投信托、中国十九冶集团共同出资成立的昆明实久投资有限责任公司在云南昆明挂牌成立，自此，中建投信托、中国十九冶集团及昆明市人民政府共同合作的昆明滇池西岸生态湿地 PPP 项目启动实施。

对于 PPP 项目成立项目公司的必要性，宁新田表示，它的原理是风险和收益来自项目本身。投资未来产生的现金流来偿还前期的投资，需要一个项目公司，否则没办法把投资和现金流隔离开来。

“PPP 既要拿项目又有融资需求。”中建投信托相关负责人对《第一财经日报》介绍，在项目具体运作中，中建投信托与中国十九冶集团共同作为社会投资人参与项目，并共同出资成立项目公司，采用产业基金模式，该信托计划总规模 10 亿元，分为优先和劣后两级。

在 PPP 项目中，中建投信托作为社会资金参与方，一部分提供股权融资，一部分提供债权融资，同时引入担保公司，以此保证项目现金流回款情况。中建投对项目进行股权投资，根据项目进展逐步投入资金，在资金回流上，设置了不同期限来分批回流。

对于参与 PPP 项目信托所发挥的作用，宁新田肯定地说：“信托本身来讲，它的方向肯定是发展 PPP 方向。因为在 PPP 里边，信托业务发生了本质性的变化。原来信托是接受资金，然后把资金借给某个交易对手，这种交易是一种借贷关系。现在变成一种投资的关系，他拿来资金是做股权去投资，以前股权投资是有人回购，也相当于借贷的关系。”

### **PPP 道路阻且长：寻找“新大陆”途中不乏“暗礁”**

“信托公司介入长期 PPP 项目，发行给投资者是短期限的产品，不是简单对 PPP 感兴趣，需要考虑项目风险是否能驾驭，相关金融工具的配合，PPP 项目依赖于投资过程中对项目前景的判断。”宁新田表示。

事实上，PPP 项目开展中遇到最大不确定性在于：涉及到长期的资金流的测算。对此，中铁信托副总经理陈赤对《第一财经日报》表示，主要是对经营现金流的测算，需要准确测算未来二三十年项目所产生的现金流。

公益性项目的现金流主要来源于消费者付费，经营类项目则是公益性和消费性的结合，其现金流来源于政府补贴和消费者的结合，政府付费测算容易，考察政府是否有持续的财力，但消费者付费不可预测。此外，资金量大的金融机构也会考虑风险和地方政府的资产负债情况。

随着社会资本引入 PPP 势头的波澜壮阔，在现实操作层面，信托公司介入 PPP 的项目却是屈指可数。“PPP 必须是一级一级往上报的，你如果不符合，它的整个政府的流程就会特别慢。”一位参与 PPP 项目的信托负责人告诉本报记者。

“信托公司进入 PPP 业务还有一个比较长的探索过程。”陈赤表示，PPP 项目融资方式面临担保不足、没有合适的抵押物、缺乏信用增信评级等。同时，项目很大程度取决于政府的财政，因为政府付费模式依赖于政府的财力。

“通过信托把各方面的专业都引进来，这对信托业务是一种质的变化，也是它发展的方向。”宁新田表示，信托业务在制度上，设计最合理的交易结构是，让各方的利益集中到一个方向去，各方承担自己的风险和责任。信托机构的义务是把交易结构做到风险无缝。

对于信托业的转型方向，在宁新田看来，也凸显了其在 PPP 领域中所承担的职能：“未来信托，它的专业管理能力，不是要成为产业里的专家，它只是成为信托交易结构的风险控制、结构设计的专家，把各方面领域中顶尖的专家引进来，成为衔接产业、政府、社会资本的桥梁。”

2015-12-8 来源：第一财经日报

## 证券资管

### 两融余额连续下降 券商股遭大规模净偿还

截至 12 月 10 日，两融余额报 11550.96 亿元，连续第 7 个交易日出现环比下滑。行业方面，券商股成为融资客集中抛售的对象。

## 融资客谨慎情绪蔓延

本周市场震荡下行，沪指周跌幅为 2.56%。融资客的谨慎情绪蔓延，两融规模在经历了 11 月 27 日的市场大跌之后，近 10 个交易日仅有一个交易日出现增长，其余时间均呈现下滑态势。截至 12 月 10 日，沪深融资融券余额报 11550.96 亿元，较上一交易日环比下降 0.18%，这也是两融余额自 12 月 2 日以来连续第 7 个交易日出现下降。

截至 12 月 10 日，融资余额报 11520.45 亿元，融券余额报 30.50 亿元。期间融资买入额 705.23 亿元，偿还额为 726.04 亿元，融资净偿还额为 20.81 亿元。这也是市场连续第七个交易日处于融资净偿还状态，近 7 个交易日融资净偿还额累计高达 431.96 亿元。

分行业看，本周前 4 个交易日，28 个申万一级行业中有 24 个行业遭到融资净偿还，净偿还金额排名前五的行业分别为非银金融、公用事业、国防军工、医药生物和机械设备，净偿还金额分别为 27.02 亿元、11.42 亿元、10.67 亿元、9.51 亿元和 8.05 亿元。

本周有 4 个行业受到融资客青睐，呈现融资净买入状态，分别为计算机、房地产、轻工制造和食品饮料。其中计算机行业融资净买入 5.05 亿元最多，房地产融资净买入 3.76 亿元。

个股方面，本周有 33 只个股融资净买入金额超过亿元关口。其中西藏矿业融资净买入 3.23 亿元排名居首，万科 A、城投控股、东方园林、多氟多、风帆股份、启明星辰、游久游戏的净买入额也超过 2 亿元。本周遭融资净偿还过亿元的个股有 47 只，其中中国平

安、中国重工、中信证券、东北证券、中国中车、乐视网的净偿还金额均超过 3 亿元。

### 券商股遭大举抛售

经历了 11 月初的大涨之后，券商股近期出现持续的调整，也成为融资客集中抛售的对象。本周前 4 个交易日，券商板块融资净偿还额高达 24.10 亿元，居两市行业之首。此前的两周，券商股融资净偿还额分别为 54.96 亿元和 35.90 亿元，近 3 周券商股累计净偿还额高达 114.96 亿元。

具体到个股，中信证券近 3 周遭融资净偿还 23.26 亿元，兴业证券 9.40 亿元，光大证券 6.95 亿元，山西证券、太平洋、长江证券、海通证券、招商证券、国金证券、西南证券的净偿还额均超过 5 亿元大关。

受经纪业务增速放缓、股市债市表现不及 10 月等因素影响，上市券商 11 月业绩出现下滑。据统计，11 月 24 家上市券商实现营业收入 247.65 亿元，环比增长 6.19%；净利润 102.92 亿元，环比下滑 1.01%。截至 2015 年 11 月 30 日，24 家上市券商净资产 8790.98 亿元，环比增长 1.12%。

太平洋证券认为，虽然证券行业业绩增速有所下滑，但业绩逐渐趋稳，经纪业务、投行业务等均有回暖迹象，资本市场也稳中有升，整体利润增速有望维持在 160%以上，高于预期。随着经济转型，供给端改革的持续深入，直接融资比例提升，资本市场扩容，兼并重组成为常态，投行业务有望放量；随着市场的企稳，资本市场改革频度、力度加大，证券行业将因此而受益。

广发证券认为，随着成交金额、股指等市场环境企稳，券商全年业绩高增长已成定局。经纪、资本中介、自营等业务表现有望环比向上，注册制将提升创投业务弹性，长期利好券商。估值方面，参考最新三季报数据，目前大型券商 2015 年 PE 估值位于 12-15 倍，PB 估值位于 1.7-2.6 倍，处于历史中枢，仍具备上行空间。

2015-12-12 来源：证券时报

## 资本市场迈入注册制时代 助力我国经济转型升级

实行注册制改革，必须突出强调事中事后监管。证监会将切实维护公开、公平、公正的市场秩序，严厉打击和惩处违法违规行为，提高违法违规成本，保护投资者的合法权益。

我国资本市场将要迈进“注册制”时代。9日晚间，国务院常务会议审议通过了拟提请全国人大常委会审议的《关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用〈中华人民共和国证券法〉有关规定的决定（草案）》。

证监会方面也随后表态要积极稳妥推进股票发行注册制改革。证监会表示，推进股票发行注册制改革是党的十八届三中全会决定的明确要求，也是今年《政府工作报告》确定实施的重要任务，对于进一步坚持市场化、法治化取向，建立健全市场主体各负其责的体系，理顺政府和市场的关系，扩大资本市场包容性和覆盖面，提高直接融资比重，保护投资，便利融资，激发创新创业活力，促进我国经济转型升级，具有重要意义。

多家机构认为，注册制非常值得期待。华泰证券最新研报指出伴随注册制的改革和一系列制度的优化，应该进一步加大对虚假披露等

监管和查处力度，完善股东诉讼赔偿机制，不断优化投资者的结构，建立买者自负的文化。让资本市场回到资源配置的本源，走出被指数绑架的怪圈，让越来越多的优秀企业回到 A 股，同时让投资者分享到这些优秀公司的成长。注册制改革也终将成为中国资本市场的成人礼。

股票发行融资是资本市场的基础功能之一，是资本市场合理配置资源的重要手段。在过去 20 余年里，我国股票市场为实体经济发展作出了重要贡献，股票发行融资制度也经历了从审批制到核准制的不同发展阶段。随着改革深化和市场发展，核准制的缺陷和不足逐步显现，必须推进股票发行注册制改革，以有利于培育和形成市场自我约束机制，有利于发挥市场配置资源的决定性作用，有利于提高资本市场服务实体经济的效率，有利于实现投融资功能平衡协调和资本市场长期稳定健康发展。

注册制是一种更为市场化的股票发行制度，既可以较好解决发行人与投资者信息不对称所引发的问题，又可以规范监管部门职责边界，避免监管部门过度干预。注册制实施后，要坚决落实以信息披露为中心的监管理念，将注册审核的重点转移到督促企业向投资者披露充分且必要的投资决策信息上来，不再对企业业绩与投资价值、未来发展前景等做实质判断和“背书”。

海通证券表示，随着注册制改革进程靴子落地，政策出台让市场预期更加稳定。注册制改革的本质是更好发挥资本市场投融资功能，为转型服务。预计注册制将循序渐进，监管层会根据市场情况控制节奏。测算 16 年 IPO 融资 4000 亿，考虑其他资金供求，预计净流入 3.3 万亿，相比 15 年的 4.4 万亿更温和。

证监会相关负责人曾明确表示，注册制改革不会一步到位，对新股发行节奏和价格不会一下子放开，不会造成新股大规模扩容。注册制实施前，证监会除了做好注册制的各项准备工作外，将继续按照现行规定，做好新股发行审核工作，新股发行受理工作不会停止。注册制实施后，现有在审企业排队顺序不作改变，确保审核工作平稳有序过渡。

注册制改革核心在于理顺政府与市场的关系，总体目标是建立市场主导、责任到位、披露为本、预期明确、监管有力的股票发行上市制度。实行注册制改革，必须突出强调事中事后监管。证监会将切实维护公开、公平、公正的市场秩序，严厉打击和惩处违法违规行为，提高违法违规成本，保护投资者的合法权益。

2015-12-10 来源：中国网

## 公募基金

### 市场短期震荡慢牛成共识 公募基金筹划跨年布局

近期股市波动加剧，两市成交缩量态势十分明显，资金呈现存量博弈格局。对此，业内人士表示，目前市场处于敏感的选择期，在美联储加息预期强烈、中央经济工作会议即将召开和新一轮新股申购来临的敏感时点，市场短期或将维持震荡态势，静待更为明确的方向信号。而临近年底，基金除了激战年终排名，也开始筹划明年的布局方向。

从经济环境和资金层面考虑，震荡慢牛行情，成为部分基金经理对2016年市场走向的共识。南方基金总裁助理兼权益投资总监史

博表示，目前市场已回归正常状态。牛市的三个催化因素——实体经济资金需求回落、货币政策持续宽松和改革预期并未发生根本改变，2016年市场再度走牛的可能性是存在的。但是仅仅靠估值提升的牛市或导致一定程度泡沫，因此2016年更大可能是震荡慢牛行情。

景顺长城基金投资部表示，近两年的股市繁荣大部分靠分母，即通过无风险利率的下行和改革带来的转型预期来提升估值，而分子上的企业盈利并没有明显改善。景顺长城认为2016年的企业盈利依然不支持疯牛行情，但低利率时代大类资产配置转向股市的趋势未变，供给侧改革将成为驱动内生增长的关键，将呈现百花齐放的局面。

具体到投资板块，有基金经理认为，成长股仍将主导明年行情。摩根士丹利华鑫基金研究管理部总监、大摩资源基金经理王大鹏表示，首先，在宏观层面上，A股市场面临货币宽松、经济降速、汇率稳定的局面；而且前期大力去杠杆，系统性风险大幅消除，投资者的信心、风险偏好有所上升。其次，在经济转型期，改革和创新力度会继续加大；随着经济发展和收入水平提高，“文、教、体、卫”等行业仍有广阔的发展空间。在宽松流动性的推动下，这些相关行业在2016年仍会有结构性机会。

南方基金史博认为，符合经济结构转型大方向的行业或题材将会是2016年着重配置的方向，如教育、医疗、养老、体育、互联网、共享经济、环保、高端制造、智能制造和工业4.0等。史博进一步指出，尽管转型经济板块牛市已持续较长时间，调整后涨幅也积累了不少涨幅，但投资者仍有两个应对策略。一是进一步挖掘

估值相对合理、或初次涉及转型、或转型业务取得较快进展可以消化高估值的板块和个股；二是在符合转型的方向中，深入研究细分行业，寻找能诞生大公司的领域，进行重点跟踪和投资。

除此之外，新兴蓝筹也是基金重点布局的方向。景顺长城基金指出，A股纳入MSCI指数将引入大量海外资金，降低投机气氛，利好消费医药等新兴蓝筹。主题投资方面，“十三五规划所呈现的中长期发展方向重要性非比寻常，同样也将孕育未来资本市场上的超额收益。创新发展对应方向的关键布局最值得高度重视，主要包括中国制造2025、信息经济、现代服务业等核心方向。而低碳循环、健康中国等其他发展方向，同样值得关注。

2015-12-12 来源：上海证券报

## 震荡行情彰显特质 保本基金资产规模突破千亿元

上海证券12月7日发表的最新报告称，保本基金在2015年实现了爆发式发展，截至2015年11月30日，今年发行的保本基金数量和规模均大幅超过以往。市场上存续保本基金73只，资产规模约1083.03亿元。

### 产品创新获市场认可

上海证券分析师李颖指出，保本基金本身表现出色加之产品设计创新迎合了当前市场需求，得到市场追捧，甚至部分产品出现末日配售。

其一为设置触发式机制。部分基金公司自2014年始为保本基金设置了目标收益率触发机制，使得在行情较好的情况下投资者可以快速兑现收益回收流动性。目前现存的保本基金最高触发目标收益

率 18%，最低 8%，多只募集中、即将发行的保本基金触发目标收益率设置到高达 20%。尽管触发式目标收益率并不是约定收益率，但是仍然足以吸引投资者的眼球。

其二是近两年发行的保本基金设置的保本周期更加灵活，较之传统的 3 年保本周期，大量出现 1.5 年和 2 年的保本周期型产品。保本周期逐渐缩短和灵活，尤其是出现了 1 年期保本基金，接近于银行理财产品的投资周期习惯。

其三是部分基金公司打破保本基金未持有到期赎回的高费率惯例，赎回费从通常的 2% 降至 0.5% 甚至为零。目前新发行成立的创金合信聚财保本赎回费率为零，新华阿鑫二号保本基金持有期不满 30 天赎回费率 0.5%，满 30 天后同样为零赎回费。

### 震荡行情彰显保本特质

保本基金总体上仍是基金公司的非主流补充型产品，但潜力巨大。目前共有 32 家基金公司涉足保本基金领域，占目前总基金公司数量 1/3。平均每家基金公司拥有 2.28 只保本基金，大部分基金公司均为从 2015 年开始涉猎保本基金，12 家基金公司仅有 1 只保本基金产品。中信建投、创金合信等多家新基金公司以保本基金作为敲开市场的一个切入点。

除南方拥有 7 只保本基金（其中南方避险拥有三期，实际上按保本期计算为 10 只）外，大多数基金公司仅拥有 2-3 只保本产品。在南方之后，长城、华安、国投瑞银、招商、新华拥有 4 只以上保本基金。

震荡行情中保本基金依然能实现本金安全，因此往往能大幅跑赢亏损的股票基金，但收益率或会低于债券基金。例如 2011 年成立

运作至 2014 年上半年的一批保本基金，期间沪深 300 指数大跌 20% 以上，保本基金均实现了正收益率，但收益率水平大多在 3% 左右。

今年以来业绩表现最为出色的新华阿里保本基金，2015 年一季度股票持仓 34.70%，2015 年二季度末降至 23.44%，2015 年三季度末股票仓位仅 3.7%，今年取得了 32.75% 的出色表现。此外，长城久利保本、国泰金鹿保本、长城保本、建信安心保本等今年以来收益率靠前、股灾时回撤小的保本基金，均为今年牛市早期重仓、下半年调整期相对轻仓。

“打新”收益是保本基金的重要收益之一。综合今年上半年“打新获配”情况来看，东方、融通、国泰、南方、招商、长城、工银瑞信、大成基金均积极参与“打新”并具有较强的“打新”能力，旗下保本基金获配总金额和获配新股数量均很高。

*2015-12-10 来源：中国证券报*

## 私募基金

### 阳光私募发行创近 3 月新高 管理规模上摸 5 万亿

私募业 11 月业绩近期新鲜出炉，总体维持小幅攀升态势，管理期货（CTA）策略表现较上月明显回暖。2015 年以来，追求绝对收益的阳光私募越发获得投资者认可和资金青睐，整体规模井喷，目前已近 5 万亿，大有赶超公募之势。

### 11 月再获正收益 CTA 策略领跑

据统计，阳光私募行业 11 月平均收益 2.99%，同期沪深 300 指数微涨 0.91%，创业板指数大涨 7.84%。依据不同投资策略，对阳光

私募基金 11 月表现进行排名，主要包括股票策略、阿尔法策略、套利策略、债券策略、主观期货、程序化期货、宏观对冲和组合基金等八大策略。

宏观对冲与 CTA 策略上月领跑，商品市场的波动成为两类策略主要收益来源，尤其 CTA 策略回报较 10 月大幅提升。“10 月商品市场上工业品有一轮单边下跌趋势，这样的连续暴跌行情给 CTA 策略提供了很好机会，多数机构都在这些品种上配置了空头头寸。”有业内人士介绍。

据统计，11 月 CTA 型私募产品获得平均收益 4.61%，较上月有较大提高，也是期指受限以来，此类产品首次大面积回暖。其中，主观交易型收益排名前五的产品当月收益均在 20%以上，程序化交易型均在 10%以上。

期货私募 11 月整体表现不俗，得益商品市场的大波动，国内期货私募单账户 11 月业绩明显提高。截至 2015 年 11 月 30 日，期货资管网数据中心共收录 878 只 CTA 策略单账户产品，其中有持续业绩记录的期货私募单账户数量共计 299 只。其中，重量组的产品有 124 只（规模 $\geq$ 100 万），轻量组的产品有 175 只（规模 $<$ 100 万）。其中在 11 月的表现中实现正收益的产品共有 197 只，占 65.89%（10 月为 42.07%），整体平均收益率为 6.79%（10 月为-1.07%）。

由于 A 股整体涨幅较小，传统股票类私募收益情况对比 10 月有所下降，但一些公司仍延续较快增长。知名私募如展博投资、菁英时代、博道投资、混沌投资、鼎锋资产、源乐晟资产、理成资产、六和

投资等，上月代表产品单月收益均超 5%，其中展博投资、菁英时代、混沌投资单月收益超过 10%。少数新公司成绩惊艳，综艺控股旗下的“长余 2 号”以单月 129.61% 的收益位居私募榜榜首。

### 管理规模年内翻番，达 5 万亿

虽然年中曾遭遇“股灾”冲击，但私募行业今年整体发展势头依旧惊人。

中国证券投资基金业协会数据显示，截至 2015 年 10 月底，基金业协会已登记私募基金管理人 21821 家。已备案私募基金 20853 只，认缴规模 4.89 万亿元，实缴规模 4.04 万亿元。其中 15968 只是 2014 年 8 月 21 日《私募投资基金监督管理暂行办法》发布实施后新设立基金，认缴规模 3.11 万亿元，实缴规模 2.53 万亿元。私募基金从业人员 33.92 万人。

此外，截至 2015 年 10 月底，私募基金管理人按基金总规模划分，管理正在运行的基金规模在 20 亿元以下的 21388 家，20 亿元-50 亿元的 260 家，50 亿元-100 亿元的 88 家，100 亿元以上的 85 家。

11 月私募行业规模继续增长，据统计，11 月共发行阳光私募基金 551 只，有明确投顾的产品 541 只，与 10 月份发行量相比涨幅超过一倍。股票型基金占大多数，共 483 只，占比 87.66%；债券策略产品占比 4.36%；管理期货策略产品占比 2.9%；组合基金产品约占比 2%。结合 10 月数据估计，备案私募基金认缴规模目前已突破 5 万亿元，较年初 2.63 万亿元接近翻番。

“百亿规模的私募数量已经有 80 多家，年初也就三四十家，这样的发展速度让业内也感觉挺吃惊的。”有私募公司人士感慨道。“政策松绑，金融混业和大资管格局下，私募的优势逐步显现，目前看行业大扩容还会继续。”

私募的发展前景被业内广泛看好。“资管行业核心是人，从这几年越来越多的公募奔私就可以看出这个行业的未来，国内高净值客户人群快速增长，实体经济面临转型，大量的资产管理需求给私募提供了发展空间。”有机构人士称。

自去年年初私募推行备案制以来，行业始终维持高速发展。继信托之后，甚至银行也开始进入这一市场，目前已有 17 家商业银行获批私募牌照。

2015-12-12 来源：新浪财经

## 股票私募今年来平均上涨 33% 冠军争夺白热化

今年以来股票策略对冲基金排行榜出炉，据统计，业绩满 11 个月的 1428 只股票策略产品今年以来平均上涨 32.70%，大幅跑赢沪深 300 指数的 0.93%。

### 股票策略 7 产品收益逾 200%

A 股今年先扬后抑，1--5 月延续着大牛市的走势，不断创出新高，6 月 15 日后风云突变，陷入史上罕见的股灾，9 月份市场企稳后出现反弹。截至 11 月 30 日，沪深 300 指数微涨 0.93%，沪指上涨 6.51%，深成指上涨 9.29%，创业板指数和中小板指数则分别上涨 81.59% 和 49.47%。

市场结构性行情明显，牛股频出，个股行情也使得众多私募捕获了超高收益，虽然6月底以来遭遇了市场的暴跌，但私募基金在暴跌中出色的风险控制能力，使得其战绩依然辉煌，整体表现相对其他机构依然出色。

据不完全统计，截至11月底，成立满11个月的1428只股票策略产品今年以来平均上涨32.70%，大幅跑赢大盘的0.93%，1249只产品获得正收益，占比87.46%，1239只产品跑赢大盘，占比达86.76%。

上半年前几个月的牛市行情火爆，加上股灾后的反弹行情中，个股行情更加火爆，高收益产品不断涌现。3只产品收益超3倍，6只产品收益超200%，收益翻倍的产品高达52只，306只产品收益超50%，占比21.43%，663只产品收益率超30%，收益率超20%的产品更是高达893只，占比高达62.54%。

股票策略私募产品整体表现亮眼，但业绩分化严重，32只跌幅超20%，19只跌幅超过30%，2只产品跌幅超过50%，首尾相差高达惊人的461.96%。

### 泽熙继续领跑

11月股票私募产品前十排名相较前几个月出现了较大的变化，冠军争夺异常激烈，随着部分生力军加入冠军的争夺，冠军花落谁家仍扑朔迷离。

泽熙投资徐翔被带走调查后，产品的管理人信托公司并没有清算泽熙旗下的产品，旗下的产品在运行中，据了解目前处于只卖不买的状态，但净值变化不大。目前，泽熙投资旗下仍有三只产品跻身前十名，“山东信托-泽熙3期”以379.66%的收益率继续领跑，“华润信托

-泽熙 1 期”和“华润信托-泽熙 4 期”则分别以 324.09%和 207.57%的收益分列第三和第六名。

上半年的冠军倚天投资叶飞管理的“倚天雅莉 3 号”在股灾期间出现了回撤，近几个月再度发力，今年以来收益率为 331.24%，夺回第二名的宝座，目前累计净值为 3.2205，使得私募冠军的最终归属扑朔迷离。

洪昌投资成为了近期市场的最大黑马，旗下的“洪昌价值成长二号”以 270.45%的高收益抢占第四名，大有后来居上的势头，极大的影响了排名的最终变化。该产品成立于 2014 年 10 月 15 日，目前累计净值已经高达惊人的 4.175，绝对收益率已经高达 317.5%。

泽泉投资整体表现十分出色，股灾期间的高位逃顶，使得泽泉投资很好的保持住了上半年的胜利果实，8 只股票策略产品今年以来平均上涨了 126.15%，4 只产品收益翻倍，3 只产品进入前三十强。“中信信托-泽泉景渤财富”今年以来收益率高达 251.69%，高居第四名，累计净值为 3.9639。“中融信托-泽泉财富管家 1 号”和“粤财信托-泽泉盛辉”也分别获得 146.75%和 135.90%收益率，分列第二十和二十四名。目前，泽泉投资基于对行情的谨慎，仍然处于空仓状态。

2015-12-12 来源：金融投资报

编辑：孙昊

## 产品说明

为使会员单位及时了解保险资管行业最新动态和研究成果，中国保险资产管理业协会研究部定期（或不定期）向会员单位编辑发送系列信息产品。产品具体情况如下：

产品名称	内容	周期
《IAMAC 内参》	针对保险资管业或涉及的方面提出有关意见或建议，仅供业界有关领导参阅的原创文章；	不定期
《大资管动态》（周报）	搜集和汇编国内保险资管、银行理财、信托、证券资管、公募基金、私募基金和国际资管领域的有关政策、事件、业务创新等动态信息；	每周一
《大资管文萃》	搜集和汇编有关资产管理领域的研究与文章；	不定期
《险资管理思想云》	搜集和汇编保险资管领域的有关观点、论述（论文、专访等载体）；	不定期
《“IAMAC 专家论坛”简报》	对“IAMAC 专家论坛”演讲嘉宾的报告和领导讲话内容进行概括和整理；	每月一期
《“IAMAC 专家论坛”报告》	对“IAMAC 专家论坛”演讲嘉宾的报告内容进行整理和汇编。	每月一期

声明：本报告中的信息均来源于公开材料，报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本协会对使用者使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告版权为中国保险资产管理业协会所有，仅供发送会员单位内部使用。

中国保险资产管理业协会微信公众号：

