

大资管动态（周报）

第五十八期 (2015 年 12 月 7 日)

中国保险资产管理业协会研究规划部 编辑

保险资管	2
险资不甘寂寞 举牌折射选股新逻辑.....	2
险资权益类投资占比有所增加 资管进入整合阶段.....	4
银行理财	6
央行：将稳妥有序推动人民币资本项目可兑换	6
人民币成功加入 SDR 境外消费将可直接使用人民币	8
信托.....	10
信托兑付风险频发 刚兑打破阵痛期或来临.....	10
证券资管	13
三大交易所正式发布指数熔断规定	13
深港通渐行渐近 稀缺品种或受青睐.....	15
公募基金	16
行情反复拉锯下机构焦虑 公募布局更新更炫领域.....	16
债券违约事件增多 公募基金严防“黑天鹅”	20
私募基金	22
信心还不是很稳定 私募对 12 月市场判断出现分歧.....	22
基金业协会问计私募条例 顶层设计面纱待揭.....	24

保险资管

险资不甘寂寞 举牌折射选股新逻辑

险资不甘寂寞，阳光保险系在本周举牌中青旅、京投银泰、承德露露等个股，一方面折射出当前保险资金实力在持续增强，有能力持续性、大面积增持二级市场股票；另一方面说明 A 股市场有望出现以险资举牌为核心的选股新逻辑。

随着经济快速成长，中国已成为全球第二大经济体。在此基础上，无论是企业还是居民，对保险的关注度持续提升，保险公司保费收入快速成长。2014 年，保险公司保费收入为 20234.81 亿元。在 2015 年 1 月至 10 月，保险行业整体实现保险保费收入 20707.12 亿元，已经超越 2014 年水平，且同比增长 19.68%；其中产险公司原保险保费收入 6886.64 亿元，同比增长 11.56%；寿险公司原保险保费收入 13820.38 亿元，同比增长 24.19%。

保费的持续增长意味着险资运用余额迅速增加。统计数据显示，截至 2015 年 10 月底，保险公司资金运用余额 106061.64 亿元，较年初增长 13.66%，规模较三季度扩大 2126.95 亿元。险资运用余额的投资方向包括债券、实业，也包括 A 股二级市场。随着保险行业保费收入、可运用余额的增多，保险公司运作二级市场的资金余额必然持续增多，所以，保险公司在 A 股市场的投资力量在持续增强。

更为重要的是，目前保险公司的投资方向面临“资金荒”的考验与挑战。主要原因是保险公司前些年主要投资债券市场，近一年多以来持续降息，债券市场走牛，内在收益率随着债券价格持续上涨大大降低。

为了覆盖支出成本，保险公司迫切需要寻找新的投资方向，而证券市场无疑是他们目前的最佳选择。也就是说，在“资产荒”愈演愈烈的大背景下，保险公司的风险承受能力被迫增强，其资产池里可能会提升股权类投资的比重。

综上所述，保险公司已不仅是 A 股市场实力最为雄厚的机构者之一，还因为他们拥有源源不断的新增资金来源（保费持续、快速增长所带来的可运用资金规模的增多），使得保险公司在 A 股话语权有望持续增强。险资投资思路或将引领 A 股的投资新方向。

目前来看，保险公司举牌的个股主要有三个特征。一是低估值或者拥有强大的资产重估价值，浦发银行、万科 A 等保险资金重兵投入的个股，大多具有如此特征。而农产品被保险公司相中，主要是公司的农产品市场资产重估价值较高。二是高现金流，中青旅、承德露露等个股均拥有强大的现金流量。三是大股东持股比例不高。

这三个特征均折射出保险公司的投资意图，一是保证本金安全，二是通过大比例持股，能够获得董事会席位或者通过大比例持股影响董事会的股利分配方案，进而获得相对稳定的投资回报。值得注意的是，随着保险公司资金实力的增强，他们有望进入一些中小市值但大股东持股比例不高的个股，此举的意图同样是希望能够通过大比例持股影响公司管理层，从而引导他们大手笔收购资产，以做大做强上市公司，这样保险公司可以获得较高投资回报。

建议投资者重点关注两类个股，一是低估值、高现金流个股，长江电力股价近期持续坚挺就是最好的例子。如果拥有低估值、高现金流的特征，也拥有大股东持股比例不高特征的个股，更应该引起高度关注；二是大股东持股比例不是很高的中小市值品种。

2015-12-5 来源：中国证券报

险资权益类投资占比有所增加 资管进入整合阶段

保监会发布数据显示,2015 年 1-10 月保险资金运用余额超过 10 万亿元,其中,股票和证券投资基金约 1.5 万亿元。前 10 个月,国内保险业实现原保费收 2.07 万亿元,同比增长近 20%。中国保险资产管理业协会秘书长曹德云表示,预计全年保费收入将在 2.4 万亿至 2.5 万亿元左右。从未来发展看,到 2020 年,年度保费收入规模将超过 5 万亿元,2014-2020 年新增可运用保险资金规模将超过 20 万亿元。

证券投资占比缓升

数据显示,2015 年 1-10 月,保险业实现原保险保费收入 20707.12 亿元,同比增长 19.68%。其中,产险业务原保险保费收入 6505.66 亿元,同比增长 10.84%;寿险业务原保险保费收入 11627.07 亿元,同比增长 21.17%;健康险业务原保险保费收入 2027.25 亿元,同比增长 48.35%;意外险业务原保险保费收入 547.15 亿元,同比增长 16.40%。

在资金运用方面,1 月-10 月,保险资金运用余额达 106061.64 亿元,较年初增长 13.66%。其中,银行存款 24189.10 亿元,占比 22.81%,较前三季度减少 1.65 个百分点;债券 37120.67 亿元,占比 35.00%,较前三季度增加 0.17 个百分点;股票和证券投资基金 14863.68 亿元,占比 14.02%,较前三季度增加 0.8 个百分点;其他投资 29888.19 亿元,占比 28.17%,较前三季度增加 0.68 个百分点。

截至 2015 年 9 月末,银行理财产品发行规模逾 28 万亿元,基金资管规模近 17 万亿元,信托资管规模 15.6 万亿元,保险资产规模

11.6 万亿，券商资产规模 10.97 万亿。曹德云表示，大资管市场发展迅猛，创新不断加快，市场竞争越来越激烈。庞大的资金规模需要得到有效配置，才能实现保险资金的保值增值。

资管进入“整合”阶段

巨量的资金如何配置？曹德云表示，在当前低利率、资产荒的环境下，保险资金成本的居高不下，导致保险资产负债率匹配难度和压力不断加大。同时，经济社会发展对于保险资产管理业发挥更大作用的要求也不断提高，不仅需要做好投资业务，更需要在保障民生、助力经济和市场建设上作出新的贡献。因而，保险资产管理业必须积极拓展新产品、新业务、新模式，寻找更多的新领域、新工具和新资产，提升能力，改善效益，维护投资收益率的长期稳定。

太平洋寿险董事长徐敬惠认为，从全球市场经验来看，利率下行环境下寿险公司资产负债管理重要性更加凸显。寿险业发展与经济周期密切相关，要注重中长期资产负债匹配管理，准确把握资产负债的变动趋势。在利率下行的环境下，保险公司要管控好负债成本，坚持稳健审慎的定价策略，同时加强产品创新，大力发展保障产品和可变利率产品，并坚持稳健投资策略。

曹德云认为，近几年来，大资管市场已进入活跃期和快速增长期，呈现出自上而下的行业放松管制和自下而上的创新不断加快的发展态势。不同金融机构可以开展同质化的资产管理业务，资产管理行业从“割据竞争”进入“融合协作”的发展阶段。据了解，近期不少险企纷纷布局私募、PE 以及加强海外资产配置。此前在接受媒体采访时，曹德云表示，另类投资会是保险资金未来的一个重要投资方向，比例会持续增加。所谓另类投资，是指传统的股票、债券和现金之外

的金融和实物资产，如股权、房地产、基础设施、证券化资产、对冲基金、私人股本基金、大宗商品等。

2015-12-2 来源：中国证券报

银行理财

央行：将稳妥有序推动人民币资本项目可兑换

关于推进资本项目可兑换试点的情况，中国人民银行货币政策二司司长邢毓静表示，最新的“十三五”规划建议稿中明确提到了今后会稳妥有序的推动人民币资本项目可兑换，改革的方向没有变。

国务院新闻办公室今日举行国务院政策例行吹风会，中国人民银行研究局局长陆磊、货币政策二司司长邢毓静、金融市场司司长纪志宏介绍区域金融改革创新有关情况，并答记者提问。

邢毓静表示，首先，最新的“十三五”规划建议稿中明确提到了今后会稳妥有序的推动资本项目可兑换，改革的方向没有变。

其次，中国的资本项目可兑换的实际情况可能跟外界想的有一点差别。在过去几年中，人民银行、外汇管理局对人民币资本项目可兑换程度不断地进行评估，特别是随着人民币国际化水平的提高，从国际货币基金组织 40 项指标来看，人民币资本项目可兑换程度其实上已经非常高。如果以资本项目交易额来看，人民币的可兑换程度可能会更高。

另外，随着外汇管理体制改革的、贸易投资便利化和人民币国际化不断推进，资本项目可兑换的程度比大家想象的要高得多、快得多，同时并没有出现大的金融风险，所以，中国今后还会继续遵循市场需

求，在促进贸易投资便利化的前提下，在整个风险可控的前提下，稳妥有序地推动人民币资本项目可兑换。

第三，人民币资本项目可兑换跟国际上相比的差距来说，有两个方面：一是个人资本项目可兑换程度还不够高。从上海自贸区开始到后面新的三个自贸区，在这方面都有一些新的创新和试点。

第二个差距是在金融市场的开放方面。过去的资本项目开放是一个单向的开放。例如，过去有 QFII 和 RQFII。从去年开始，在 QDII 的基础上推出了 RQDI。此外，境外机构在中国银行间债券市场发行人民币债券的尝试也在不断增加。目前非金融企业、金融机构以及境外主权类机构，不仅可以在离岸市场上发行人民币债券，而且逐步试点在在岸市场中发行人民币债券。所以，金融市场的开放也在有序的进行之中。今后，在遵循市场需求的基础上，以促进贸易和投资便利化根本出发点，在风险可控的情况下，稳妥有序地推进资本项目可兑换。

邢毓静最后表示，中国将进一步推动人民币资本项目可兑换，伴随着人民币的国际化以及外汇管理体制的改革，资本项目可兑换的实际程度和一般人想的有差别。人民币资本项目可兑换和国际主要货币的资本项目可兑换之间存在差距，这些差距和中国的未来金融改革开放的方向一致，在风险可控的条件下中国会继续稳妥有序地推进。

2015-12-4 来源：中国新闻网

人民币成功加入 SDR 境外消费将可直接使用人民币

国际货币基金组织执行董事会在华盛顿举行的会议上决定，从 2016 年 10 月 1 日起，将人民币纳入 SDR 货币篮子。据悉，人民币在 SDR 货币篮子的占比将达到 10.92%，超过英镑和日元。

对此，央行于今日凌晨表态称，“此举是对中国经济发展和改革开放成果的肯定，对中国和世界是双赢的结果。”中新网记者此前采访的多位专家均表示，人民币纳入 SDR 货币篮子将进一步推进人民币国际化、中国金融体系改革和对外开放，同时，对老百姓的境外消费、投资等都助益良多。

境外消费将可直接使用人民币

此前，有境外投资机构和市场人士认为，成功“入篮”后的人民币将再度出现大幅贬值。“事实上，人民币纳入 SDR 与汇率没有必然联系，此举实际上是增强了人民币的国际话语权，让人民币成为世界通用货币之一，甚至在未来可能打破美元结算的垄断。”曹凤岐解释称。

中国社科院世界经济与政治研究所全球宏观经济研究室主任张斌也表达了相同的观点，他认为，IMF 审核报告中从未谈及人民币估值和人民币汇率形成机制问题，人民币汇率贬值和资本外逃等担忧的根源实际上在于，当前人民币汇率形成机制仍存缺陷。不仅如此，对于普通中国老百姓来说，人民币入篮 SDR 将间接利好人民币境外消费和投资。

“随着人民币加入 SDR，越来越多的国家认可人民币，愿意接收人民币，或者用人民币来广泛地开展各种交易。这样来看，未来出国购物、旅游等消费都会更加方便。”交通银行首席经济学家连平近日

表示，未来国人到世界各地旅游就不需要再去兑换外汇，带上人民币就可以行遍天下主要旅游景点。

未来人民币不会大幅贬值

近期，离岸人民币一度连续出现贬值，使得汇率走势再度引发各界关注。多方机构观点认为，人民币进入 SDR 后不会出现急剧贬值，但中短期内受到美联储加息的影响，人民币对美元可能会适度走弱，但总体可控。中国人民银行调查统计司司长盛松成于 11 月 26 日撰文表示，“最近十年来，我国从未放任人民币升值，多数时候人民币是被低估的，短期人民币即使有贬值压力，贬值幅度也不会太大。”在盛松成看来，中国汇率长期升值趋势并没有改变。“目前中国的利率远高于美国，未来中美利差仍将存在。”在人民币升值中长期趋势并未改变的情况下，人民币国际化前景广阔。盛松成建议提高人民币使用范围，需要进一步扩大人民币金融市场。

人民币加入 SDR 又有着怎样意义？

央行认为，人民币加入 SDR 有助于增强 SDR 的代表性和吸引力，完善现行国际货币体系，对中国和世界是双赢的结果。反过来，人民币国际话语权的提升，也将倒逼国内的金融改革和对外开放。央行表示，人民币加入 SDR 也意味着国际社会对中国在国际经济金融舞台上发挥积极作用有更多期许，中方将继续加快推动金融改革和对外开放，为促进全球经济增长、维护全球金融稳定和完善全球经济治理做出积极贡献。

“人民币加入 SDR 货币篮子的意义十分重大，不亚于 2001 年中国加入 WTO。”中央财经大学金融学院教授郭田勇告诉中新网记者，对中国来说，人民币入篮可以进一步加速人民币国际化进程，深化我

国的金融市场改革，降低货币错配风险，给以银行为代表的金融机构和进出口企业难得的发展机遇。

2015-12-3 来源：中金网

信托

信托兑付风险频发 刚兑打破阵痛期或来临

持续下行的宏观经济，正将压力传导至信托行业。近期，信托兑付风险事件频频发生，信托业不良资产的增加和抗风险能力再次引发大众关注。

对此，有不少市场人士表示，当前在宏观经济下行压力持续存在的背景下，市场正在进入拐点。一方面，是投资资产端的优质资产的稀缺造成的“资产荒”；另一端，则是在各种因素的综合作用下，传统的类固收产品的刚性兑付正濒临“险境”，刚性兑付迟早面临被打破的风险。

信托兑付风险频发

近期的信托市场上，兑付风险成为一个热门词语。

近日方正证券的公告称，公司全资子公司民族证券共计 20.5 亿元款项所涉及的七笔信托投资计划中的第四笔资金规模 2 亿元出现兑付风险。据悉，该笔资金投资方向为金辉商务流动资金贷款单一信托产品，已于 2015 年 11 月 14 日到期。但截至 11 月 30 日，民族证券尚未收到上述款项，也没有收到该笔单一（查询信托产品）2015 年第三季度的投资收益。

而云南煤化日前发布的部分债务逾期公告，又把几家信托公司“拉下了水”。公告称，截至今年 10 月 30 日，公司及子公司债务逾

期 13.05 亿元，包括中融信托和中信信托公开披露的涉及云南煤化的“中融-源信 1 号信托贷款集合”和“中信国企 1 号东源公司贷款集合资金信托计划”信托贷款产品，以及英大国际信托公司一笔将于 2016 年 9 月到期的信托借款，总计涉及信托资金 6 亿多元。

而华鑫信托则是近期市场上频繁出现预警的公司。11 月 16 日，原本应该在今年 8 月 6 日还款 1.746 亿元的融鑫源 4 号能源投资集合资金信托计划，未能及时兑付，欠付 1.626 亿元，虽然最终在发行方华鑫信托和代销方广发银行的多方努力下，实现了对融资方的催收。但日前又有媒体报道称，“华鑫信托-鑫津 6 号信托贷款集合资金信托计划”目前也出现了不能如期兑付利息的情况，相关投资者正在维权中。

刚兑打破“阵痛期”或来临

尽管这只是近期信托市场上风险事件的一些个案梳理。但整体来看，信托行业的风险似乎正处于不断上升中。来自中国信托业协会的统计显示，因为实体经济低迷，违约率上升，系统性风险不断加大，截至今年第三季度末，信托行业风险项目有 506 个，比上季度末增加 56 个，规模达到 1083 亿元，比去年同期增长 31.51%，较上季度末环比增长 4.74%。

事实上，2014 年信托业的风险就已引发社会关注。来自百瑞信托的统计显示，2014 年信托全行业兑付总规模达 1.27 万亿元，同比增长超过 40%，全行业风险项目规模也达到创纪录的 781 亿元，环比增长 24.77%。

“对于大部分信托公司而言，肯定是不愿意打破刚性兑付的。这不仅对公司声誉造成影响，更会影响其后续的产品销售。”某位来自中部地区的信托业内人士坦言。

但是，随着宏观经济增长换挡，经济下行的压力也正传递至信托业。“尽管不愿意，但是相信如果到了某个临界点，部分前期展业相对激进的公司，如果业务集中出现兑付风险，超过其自身的承接能力，不排除信托业的刚性兑付被打破的可能。”华东地区某信托公司副总告诉记者。他同时指出，未来信托业出现风险的项目很可能较为集中，“比如前期开展得很多的房地产项目，目前三、四线城市的房地产可谓有价无市，因此这类项目的风险程度相对较高。”

至于监管层面，央行去年发布的《中国金融稳定报告 2014》曾提出，应在风险可控的前提下，有序打破刚性兑付，顺应基础资产风险的释放，让一些违约事件在市场的自发作用下“自然发生”，增强投资者对于理财产品的风险意识，树立“卖者尽责，买者自负”的理念。

“刚性兑付需要被打破。信托作为一项高收益投资，其对应的必然是高风险。”前述信托公司副总表示，“尽管主观上并不愿意打破刚性兑付，但是对于整个信托行业而言，虽然会经历阵痛，但打破了刚性兑付，行业发展才会更为健康。”

不过，也有信托业内人士表示，虽然刚性兑付被打破仅仅是时间问题，不过整体上来看，信托业抗风险能力仍较强，同时信托项目的风险处置方式也更加市场化。当前，信托公司开始通过并购、重组、法律追索、处置等不同方式，对信托项目风险进行市场化化解，这样既能提升主动管理能力，又能逐步弱化“刚性兑付”；另一方面，充

足的拨备和净资产也成为信托业抵御出现系统性风险的有力防线，从而大大降低了行业发生系统性风险的可能性。

2015-12-4 来源：上海证券报

证券资管

三大交易所正式发布指数熔断规定

昨日，经中国证监会同意，上交所、深交所、中金所正式发布指数熔断相关规定，并将于 2016 年 1 月 1 日起正式实施。

此次拟实施的指数熔断机制在今年 9 月 7 日至 21 日公开征求了意见，根据 4861 条反馈意见和建议，三家交易所对熔断规则作了一定的修改。

关于熔断时间长度，从公开征求意见情况看，投资者普遍认为 30 分钟的熔断时间过长，这类意见占比最高。为了在发挥熔断机制作用的同时，尽量减少对市场流动性的影响，三家交易所将触发 5% 熔断阈值暂停交易 30 分钟缩短至 15 分钟，但保留了尾盘阶段触发 5% 或全天任何时候触发 7% 暂停交易至收市的安排。三家交易所认为，一是境内市场在尾盘阶段出现大幅波动的情况较多，规定 14:45 及之后触发 5% 熔断阈值暂停交易至收市有助于防范尾市异动风险。二是沪深 300 指数是反映沪深市场整体走势的重要指数产品，具有代表性好、抗操纵性强等特点，当其上涨或下跌达到 7% 时往往意味着市场已经发生了剧烈波动，可能面临极端系统性风险，因此需要给市场更多的冷静时间，避免恐慌情绪蔓延加剧市场波

动。从境外市场看，美国、韩国、印度等市场均设有触发最高一档熔断阈值暂停至收市的安排，目的是为了防范系统性风险。

关于与现有涨跌停板制度的衔接，部分市场人士认为，在维持现行涨跌停板制度不变情况下，实施指数熔断的必要性不大，建议放宽或取消个股涨跌幅限制并引入个股熔断。三家交易所认为，指数熔断机制与涨跌停板制度的性质相同，都属于短期价格稳定措施。但两种制度在作用对象、作用原理等方面存在一定差异。涨跌停板制度规定了单只证券交易价格波动幅度，主要防范单只证券价格的剧烈波动，证券在涨跌停板的价格上仍然可以交易；指数熔断机制是在市场基准指数波动超过一定幅度时，暂停整个市场交易一段时间，防止市场过度反应；触发指数熔断后，熔断范围内的证券在熔断期间均将暂停交易。从今年股市异常波动的情况看，涨跌停板制度在极端情况下不足以发挥稳定市场的作用，引入指数熔断机制的必要性显得比较突出。此外，涨跌停板制度是我国证券市场基础性制度安排，放宽或取消涨跌幅限制会影响结算风险管理制度、杠杆类业务风控措施、市场监察指标等现行制度安排，对投资者的交易习惯影响也比较大，短期内难以实施。下一步，三家交易所还将结合此次指数熔断机制的实施情况，坚持改革力度、节奏与市场承受程度的统一，不断完善相关交易机制，促进资本市场稳定健康发展。

关于熔断阈值，部分市场人士认为，现有阈值较低，触发次数可能较多，且两档阈值间隔过小，可能连续触发，建议仅设一档阈值，或提高阈值至 6%、8%，也可考虑扩大阈值之间的差距。三家交易所认为，在保留 10%涨跌幅限制的前提下，可选的指数熔断阈值

有限，5%和7%两档阈值是三家交易所在对过去11年历史数据进行分析测算基础上提出的。其中，5%作为第一档阈值可以兼顾设置冷静期和保持正常交易的双重需要；触发7%的情况虽然较少，但属于需要防范的重大异常情况，应当一并考虑，以此阻断暴涨暴跌等极端异常行情的持续。

关于基准指数的选择，部分市场人士认为，沪深300指数无法体现中小市值股票的走势。通常，熔断基准指数需要选取代表性强，影响力大，操纵难度较大的指数，沪深300指数具备以上特征。三家交易所认为，相较于单市场指数而言，沪深300指数更能全面反映A股市场总体波动情况；同时，沪深300指数的市值覆盖率、跟踪指数产品的数量和规模也占市场主导地位。

关于双向熔断，部分市场人士建议只设下跌熔断。三家交易所认为，双向熔断更有利于抑制过度交易，控制市场波动。境内市场投资者结构以中小散户为主，价格双向波动较大，既出现过恐慌性下跌，也曾出现过快上涨，包括因事故导致市场短期大幅上涨的情况。因此，当市场“暴涨”时，也需要熔断机制稳定市场情绪，防范投资者对市场上涨的过度反应，使投资者拥有更多的时间来进一步确认当前的价格是否合理。

2015-12-5 来源：证券时报

深港通渐行渐近 稀缺品种或受青睐

在日前召开的沪港通开通一周年总结暨研讨座谈会上，证监会副主席方星海表示，下一步将完善沪港通，包括加大交易额度，扩大标的的范围，加强两地交易所跨境监管合作等。

结合李克强总理和港交所总裁李小加在内的多位高层曾表态称争取尽快出台深港通，有业内人士预计，深港通有望在进行 3 个月的技术准备后，于 2016 年一季度或稍晚的时候启动。

沪港通一周年，外资青睐的股票多为蓝筹白马股，其中有 85 只股票的股价成功翻番，可以预计的是，深港通启动后，一些股票也会被外资所抢筹。我们认为，低估值、高股息率、品种稀缺性的个股，如云南白药、五粮液、华侨城、东阿阿胶等会被青睐，投资者提前布局这些股票或将带来较好的收益。

值得注意的是，由于预期深港通将在明年一季度或稍晚的时候启动，而目前沪深股市经历两个月的反弹已现调整，因此不建议投资者现在就对深港通的潜力股进行建仓，而是待市场稳企之后再逐步建仓，以获取稳健收益。

2015-12-5 来源：江南时报

公募基金

行情反复拉锯下机构焦虑 公募布局更新更炫领域

近日，金融地产股暴动；创业板中指数股重新活跃，而大部分个股调整幅度较为明显。在行情反复拉锯之下，机构犹如惊弓之鸟，既不敢加仓，亦不敢贸然减仓，“波段”操作似乎成为最明智的选择。与此同时，有不少机构开始布局“更新更炫”领域。

焦虑的资金

“我的预感还不错。”11 月 27 日 A 股的暴跌让深圳大户老李颇为自得。自 11 月中旬开始，他不断降低仓位，并最终清空股票。

空仓的好心情并没有持续几天。本周地产股、金融股轮番上阵，而创业板在乐视网等指标股的强力带动下，亦有止跌反弹迹象。原本以为市场会继续向下调整的老李情绪颇为焦躁，“我该买点跌得多的股票吗？”12月4日上午，在深圳一间营业部大户室，他似是自言自语，又像在询问周边人。

老李的情绪在近期的市场很具代表性。中欧瑞博董事长吴伟志总结过去一个月的市场，“11月的A股市场，冲高、横盘、回落，走出一条长上影的K线，尤其是11月27日，一根当日跌幅5.38%的大阴线，让开始逐步习惯市场平稳运行的投资者感到迷惑。是股灾重来？还是慢牛回头？即便对于仓位不算太高的投资人，究竟是该坚决离场还是果断抄底，确实让大家感到不知所措。”

面对走势纠结暧昧的市场，需要冲排名的公募基金经理甚为不爽。“加仓，万一市场调整过深，那今年的努力就白费了；但如果市场提前反弹，仓位没加上去，又会让年底最终排名不好看。”一位业绩排名在前10%的公募基金经理很苦恼。

目前A股中，资金的选择无非两条路：一是持有看起来低估值的金融、地产、白酒等周期股，二是持有看起来很贵的成长股。从机构的反应来看，无论是前者还是后者，都会让公募基金经理忐忑不安。“加仓面临着买什么股票的问题，周期股机会可能不大，成长股长期有机会，但是短期面临调整压力。”上述公募基金经理说。

上市公司好时光

与买方不同，对于上市公司而言，高估值是件美妙的事情。“虽然我们公司业务不佳，但是公司股票市盈率超过百倍。”华南一位上市公司高管说，公司基本面非常一般，可是市场都在赌未来转型。

这位高管表示，高市盈率确实给公司未来的资本运作带来较大空间，可以干出一些“四两拨千斤”的资本大事。

事实上，过去数年，很多中小创公司享受了高溢价带来的美好时光。通过股份支付等方式，上市公司能搞掂一系列资本运作，并最终消化掉高估值。深圳一位创投人士表示，股价上涨，二级市场高估，给产业资本提供资本运作空间。而市场认为上市公司只要搞资本运作，股价就会上涨，这样又会给产业资本提供更大的腾挪空间，从而形成良性循环。从二级市场角度看，上市公司逐步兑现预期，并且提出更大胆规划，资金必然乐于追捧。

其实高估值并不是死穴，根据过去数年经验，成长股的高估值往往具备快速消化的能力。兴业证券发布的一份报告认为，过去几年，在充分利用资本市场的融资功能方面，创业板公司可作为典范。与主板面临收入下滑的窘境截然不同，创业板收入增速从2013年二季度开始连续9个季度保持在20%以上，2015年三季度同比增长30%，加杠杆、扩规模和持续扩张的需求形成正反馈，持续利用并购推动业绩高速增长。

“从中短期看，一些与新经济相关的行业景气度很好，这些行业中有竞争力的企业明后年的增长确定，短期股价虽然贵一些，但调整消化一阵后，明年估值吸引力会再次凸显。”吴伟志说。布局“更新更炫”

“12月或许可以做波段，但对我们来说，几乎等同于垃圾时间，在震荡市的大前提下，无论是加仓，还是减仓，可能结果都差不多，不做比做要好。”深圳一位管理着中等规模资产的私募黄先生

透露，在 11 月中旬保持六成左右仓位之后，过去两周，他基本没有交易。

12 月震荡市的看法在机构中获得较多认同。鹏华基金研究部 12 月 4 日发布的一份报告认为，仅就 12 月市场进行展望，在方向上，市场突破 8 月高点较难，预计将维持区间震荡格局，上证指数 3300 点附近有抄底机会；在市场风格与行业上，结合 2010 年的情况，小盘成长股在 12 月不会跑输大盘，继续寻找“更新更炫”标的。

如何追寻“更新更炫”，黄先生表示，主要看 PE/VC 动向，以及龙头高科技企业动向。“年底会更多参与一些科技论坛，接触多一些消费科技类前沿人士，以把握风口。”统计显示，2015 年最火的二级市场主题正是 PE/VC 投资最为活跃的领域，VC、PE 投资案例数排名前三的分别是互联网、电信及增值服务、IT，重点投资的子行业包括 O2O、在线医疗、智能家居、车联网、在线教育等。

对于未来可能的新投资方向，兴业证券的一份报告举例称，每年腾讯举办的 WE (Way to Evolve) 大会上，会提出产业资本关注的最前沿思想和技术。今年主要关注人工智能、虚拟现实、飞行探索。另外，2015 年 10 月 21 日，白宫发布《美国创新新战略 (New Strategy for American Innovation)》，重点强调了未来发展的九大战略领域，包括先进制造、精密医疗、大脑计划、先进汽车、智慧城市、清洁能源和节能技术、教育技术、太空探索和计算机新领域等。

“对于更新更炫的东西，A 股投资者偏爱跟风，不仅机构喜欢，上市公司资本运作也愿意追逐。这类标的有更强的泡沫承受力。”黄先生坦言。

2015-12-6 来源：中国证券报

债券违约事件增多 公募基金严防“黑天鹅”

11月24日，上市公司山东山水水泥集团有限公司发布公告称，该公司此前提提交的清盘申请被驳回。在清盘危机暂时得到缓解之余，配置“15山水SCP001”（山东山水水泥集团有限公司2015年度第一期超短期融资券）的公募证券投资基金也得到了喘息的时间。

截至目前，公募基金可能涉及债券违约“黑天鹅”的总持仓市值超过4亿元。金牛理财网研究员何法杰认为，由于公募基金整体持仓水平不高，此次债券违约的信用风险影响有限，不会带来系统性风险。但受该事件波及，信用债市场开始出现调整压力，不少基金经理对个券信用风险的重视程度开始提升。未来公募基金的资产配置更倾向于高评级和久期较长的债券等固定收益类产品。

公募债违约事件增多

据海通证券统计，自2014年3月份超日债不能按期支付利息开始，在近2年的时间内，公募债券领域已发生约15起信用事件，其中有8起最终实质性违约。这些“黑天鹅”给众多通过公募证券投资基金进入债市的投资者敲响了警钟。

兴业证券分析师唐跃在报告中表示，从今年基金三季报来看，货币型基金持有短期融资债券占债券市值的23%，其中评级低于AA级的占比为1%，绝大多数短融债券的评级都较高，风险相对可控。

不过，债券型基金并没有那么乐观。根据基金三季报，配置“15山水SCP001”的共有5只基金，分别是鑫元货币A类、富国新

回报灵活配置混合 A、建信月盈安心理财债券 A、诺安理财宝货币 A、建信嘉薪宝货币等 5 只基金。5 只基金的持仓总市值高达 4.5 亿元以上，约占 20 亿元规模“15 山水 SCP001”的 1/5。其中，富国新回报灵活配置混合 A 基金持仓的债券市值占净值比超过 9%，占比最高。

南京雨润食品有限公司 2012 年度第一期中期票据“12 雨润 MTN1”也出现了违约风险。根据基金三季报，东吴配置优化混合基金持有“12 雨润 MTN1”总市值达 2021.20 万元，占净值比达 49.34%。海通证券研报显示，今年 10 月份，南京雨润食品有限公司曾发布本息兑付不确定性公告。尽管“12 雨润 MTN1”后来正常到期兑付，对持仓的公募基金没有造成实质影响，但后续的投资还是令投资者心存顾虑。

加强甄别严控风险

据不完全统计，截至 11 月 20 日，已有至少 43 家公司取消已公布发行文件的债券发行，涉及融资规模约 467 亿元。这些取消发债的企业中，不少来自钢铁、水泥等产能过剩的周期性行业。

由于信用风险的提升，信用债市场整体出现调整压力。不少基金经理对个券信用风险重视程度增加。农银货币基金经理助理魏丽说：“信用违约是金融市场和固定收益产品的主要风险，在成熟债券市场和新兴债券市场中都会发生。刚性兑付打破以后，信用债投资的精细化势在必行，考验基金经理的选券能力，单纯依靠自上而下的投资逻辑将面临颠覆。”

富国基金 11 月 12 日在公告中称，“15 山水 SCP001”中债估值、中证估值与清算所估值发生明显差异，经公司对山水水泥相关

行业公司分析研究，认为当前企业资质对该债券清偿保障程度较高，决定对继续沿用前一日中债估值定价。而富国基金市场部一位人士表示，公司所持“15 山水 SCP001”相较今年三季度末已经大幅减仓。博时基金 11 月 13 日也发布公告称，经与托管银行协商一致，决定对本公司旗下基金所持有“15 山水 SCP001”继续沿用前一日中债估值定价。公司将对上述事宜保持高度关注，并对债券价值进行持续跟踪分析。

博时安誉 18 个月定开债拟任基金经理陈凯杨认为：“由于国内一些传统行业面临的下行压力较大，部分企业状况不容乐观，市场存在一定的出清压力，信用债的违约风险显著上升，信用债违约的现象可能会增加，规避风险成为未来一段时间内基金经理必须考虑的问题。”

2015-12-4 来源：中国新闻网

私募基金

信心还不是很稳定 私募对 12 月市场判断出现分歧

据融智评级最新调查报告显示，12 月份中国对冲基金经理 A 股信心指数为 106.45，较上月小幅上涨 2.66%。虽然该指数本月依然在临界值 100 上方位置，但增幅较小，表明对冲基金经理对 A 股看法基本与上月一致，但信心还不是很稳定，有两极分化现象。

调查结果显示，在受访的基金经理中，三成左右呈现出极度乐观、乐观态度，这一数据基本与上月持平，但其中极度乐观比例有所下降；近 25%的基金经理表现了悲观、极度悲观的态度，这一比例较上月上

升明显；保持中性态度的基金经理依然是大多数，占比 44.9%。

此外，12 月仓位增减持投资计划指标值为 106.94，较上月上升了 8.29%。基金经理的总体加仓意愿有所提升，受访的基金经理中计划大幅增仓、增仓的总比例仅占 36.11%，大幅增仓比例和增仓比例都分别有一定程度上升；38.89%的基金经理选择仓位不变，待市场企稳；25%的基金经理表示将在本月减仓、大幅减仓，在市场长时间上攻 3700 点无果并回落 3400 点之后，这部分基金经理并不认为 12 月的行情能够好转。

分析认为，从分类指标来看，两个指标均保持在临界值上方，说明对市场乐观的观点依然略占优势。尽管 A 股市场趋势预期信心指标值出现分化，但 11 月底的暴跌也同时让部分基金经理认为是对市场压力的释放，短期内 A 股并不存在持续下跌的可能性。从加仓意愿来看，这种暴跌调整在一定程度上可以被认为是入场机会，等待下一波反弹行情。

凯石投资对市场的判断则偏谨慎。监管层清理杠杆配资、金融反腐、完善市场制度等措施仍在发力，短期内会对资金面和做多情绪造成负面影响。11 月 27 日的千股跌停会令 10 月以来逐渐恢复的市场情绪回落，短期内观望情绪或将增大，建议投资者继续降低预期，降低仓位，注重风险控制。

2015-12-4 来源：金融投资报

基金业协会问计私募条例 顶层设计面纱待揭

为了推动《私募投资基金管理暂行条例》颁发，中国基金业协会11月中旬在上海召开了一场内部调研会。

12月3日，21世纪经济报道记者从有关知情人士处获悉，私募基金顶层架构——《私募投资基金管理暂行条例》（下称《条例》）正在调研、制定当中，拟尽快成文颁布。

“为了推动条例尽快制定颁布，针对业界关注的部分问题，中国基金业协会今年11月中旬在上海召开了一场内部调研会，广泛征集意见。”上述知情人士透露。

当天，重阳投资一位内部人士亦向21世纪经济报道记者确认，“公司参加了上述内部调研会，但具体细节不便对外披露。”

上海海通证券资产管理有限公司总经理李井伟也表示，“我们也参加了当天的会议，主要谈了券商资管业务与私募基金的关系以及对于私募发展的一些看法。”

21世纪经济报道记者了解到，业界人士在会上提出了不少建议，包括私募备案制管理以及投顾法律责任等，希望《条例》能予以明确细化。

明确投顾法律责任“2014年，原计划是由国务院出台《私募投资基金管理暂行条例》，后因时间较紧、有些问题尚需调研论证以及其他一些客观原因，改为由证监会颁布《私募投资基金监督管理暂行办法》的方式过渡。”上述知情人士称。

事实上，对于私募基金的监管，相关法规已存。

2013年6月27日，中央编制办公室印发《中央编办关于私募股权基金管理职责分工的通知》，私募基金的监督管理职责正式划归证

监会。2014年2月7日，基金业协会颁布实施《私募投资基金管理人登记和基金备案办法》，要求私募基金统一由基金业协会备案，实行自律管理。2014年8月21日，证监会颁布施行《私募投资基金监督管理暂行办法》。

据21世纪经济报道记者了解，2015年9月份，证监会在《违法证券业务活动清理整顿政策答疑》对证券类信托的“投资顾问代为实施投资决策”现象认定为违规。这对私募基金行业产生了很大冲击。

上述知情人士表示，基金法颁布前，私募基金没有法律身份，为了能够合法运作，采用了银行负责销售，证券公司提供经纪业务服务，信托公司提供账户通道，私募基金出任投资顾问的模式。此后，同样模式中的信托通道，又被证券公司资管和基金公司子公司所广泛采用。

“在这种模式下，签署基金合同的信托公司虽然只提供账户通道、行政管理等外包服务，但其是名义上的基金管理人或受托人，真正的私募基金管理人出任投资顾问。”上述人士称。“在《基金法》修订以后，虽然私募基金具备了法律身份，可以直接开设账户，但这个通道+投顾的模式仍然相当流行。一方面是因为历史的惯性，另一方面也是这个法律架构存在逃责便利。”

该人士建议，在现行法律框架下，希望尽快明确投资顾问的定义和法律责任，按现有法律框架归位尽责。“希望监管部门能够推动基金销售向募集转变，推动通道方转为基金服务机构，制定私募基金管理人担任投资顾问的有关办法，或规定其直接出任基金管理人，使得各方法律身份回归本来面目。”

而对于私募基金销售中暴露出的种种问题，业内也希望从源头上理顺发展和规范的关系。

“私募基金面向合格投资者募集，公募基金面向社会公众销售，私募基金销售要求理应高于公募基金销售，但是《基金法》未对私募基金销售机构的资质、行为标准和法律责任进行专门规定”。该人士表示，“业内希望证监会或通过私募基金条例明确私募基金销售机构的资质条件，行为规范和法律责任。在有关规范出台前，暂时停止私募基金销售业务。此外，应鼓励银行等主要渠道到协会办理私募基金管理人登记，直接募集成立私募基金。”

事后报备或存监管套利

有业界人士认为，在现有《基金法》框架下，包括泽熙、伊士顿等出现重大违法违规情况的私募基金都顺利通过了备案，恰恰说明现行备案制不仅起不到任何实际作用，反倒由于注重事前的形式审查，或导致监管套利。此举由于忽略了实质性问题 and 事中事后的抽查，有可能被违法机构所利用。

目前私募基金备案是募集完成后的事后报备。但实际执行中，如果没有备案函，无法以基金名义在中登开户，无法参与定增，无法通过 IPO 和新三板的投行尽职调查，影响了私募基金的运作。

“目前私募基金产品总发行量已经上万，产品备案逐一核查，即使只是形式审查，也难以逐一完成。”上述知情人士认为。“业内希望能够明确备案的存档备查性质，加大事中监测事后查处力度，及时发现问题，从严查处。”

广州一家律师事务所合伙人表示，如果要取得备案函作为私募基金投资运作的前置条件的话，建议监管层在相应层级的法规中予以

明确，不能仅靠实践指导。同时，监管层应该明确备案的条件，避免自由裁量权，理清基金业协会和相关机构各自的法律责任。

此外，对于管理人登记的业务类别，有业内人士称，目前按照证券、股权、创投等三类管理人进行分类不科学，而且基金业协会在产品备案和日常管理时形成了证券管理人>股权管理人>创投管理人的高下之分。

根据国际惯例，对冲基金和 PE 基金指的是投资策略，而非投资范围，不同的投资策略没有高下之分，PE 基金的投资标的可以有二级市场的证券，而且也必须有，对冲基金的投资标的可以有非标产品，而且也往往有。

“我们建议按照国际惯例，不再对私募基金管理人进行分类，而是在私募基金备案时标注相应的投资策略。”上述知情人士表示，“此外，鉴于牌照管理是现代金融监管的核心，应该明确各类型金融牌照与私募基金管理人身份的兼容或互斥关系，同时对到基金业协会登记的私募基金管理人持牌情况予以标识。”

2015-12-4 来源：21 世纪经济报道

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，并不构成对上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：

