

大资管动态（周报）

第五十四期 (2015 年 11 月 9 日)

中国保险资产管理业协会研究规划部 编辑

保险资管	2
三季度险企净利润增长驶入“减速带”	2
险资组团出海置业 房产投资同比激增五成	4
摸底错配及流动性风险 保险业开启资产配置压力测试	7
银行理财	9
银监会：银行业“十三五”期间聚焦六大发力点	9
银行理财收益率下行料加速	11
信托	13
固收信托收益率下行 信托公司加码创新业务	13
转接口进展缓慢 信托观望券商难放松	16
证券资管	21
证监会完善新股发行制度 重启新股发行	21
公募基金	25
央行外管局出台指引规范两地基金互认	25
公募三季度业绩分化明显 权益类利润“坐滑梯”	27
私募基金	28
商业银行争抢私募牌照 综合化经营明显提速	28

保险资管

三季度险企净利润增长驶入“减速带”

保险业三季报显示，上市保险公司业绩取得不同程度增长，但投资收益增速环比放缓。分析人士认为，出现上述现象的主因在于前期股市剧烈调整，影响上市保险公司账面浮盈，而长期低利率环境对投资端表现构成一定压力，预计在四季度权益类市场表现升温背景下，保险公司浮盈或同步回升，计提资产减值的压力也有望减轻。

投资收益增速放缓

中国保监会公布的数据显示，三季度内，保险资金在权益类市场上的整体配置比例均在 13% 以上，其他投资比例则逐月上升。从投资收益水平来看，上市保险公司总投资收益率均呈现增速放缓趋势。中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的加权平均净资产收益率分别为 15.3%、11.67%、12.3%、16.84%，扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率分别达到 15.3%、11.70%、12.2%、16.93%。除中国平安比上年同期下降 0.4 个百分点外，其他三家公司在同一统计口径下均有不同程度增幅。

长江证券分析师刘俊表示，三季度上市保险公司净利润下滑主要受股票市场大幅震荡所致。“投资对于净利润的侵蚀并未在净利润中明显体现，行业保费持续保持着较好增长，净利润保持稳定净资产环比负增长。虽然股票市场大幅波动，但是并未在减值中体现，资本市场下跌在净资产中体现得更加明显，上市险企归属净资产 8082 亿元，环比下滑 2.35%，浮盈消耗导致净资产环比增速放缓。”

平安证券分析师缴文超认为，2015 年保险业保费、投资和资本都呈现改善趋势。权益仓位的稳定、定存占比下降、高收益公司债和

企业债占比增加、非标资产投资都将促使保险投资收益率更加稳定。保费结构调整将成为保险业主流，随之而来的是退保的改善和满期给付的下降，保险经营压力逐渐缓解，2015 年保险公司在投资和业务价值方面的增长会更加明显。从趋势看，保险股在稳定增长和估值方面存在优势。

通常而言，上市保险公司投资收益主要来源为固定收益类资产和权益类资产，在资本市场平稳的背景下，固收资产贡献占比在 80%以上，而 2015 年上半年权益市场快速上涨使得这一结构发生变化，固收类资产收益占比降低至 50%-60%，权益类占比提升至 40%-50%。业内人士预计，经历了三季度市场大幅下挫，未来投资收益结构将逐步修复。

四季度或迎“拐点”

业内人士认为，“资产荒”让保险资金明显承受再投资压力，在金融机构“缺资产”的条件下，资产供给小于资金需求，金融机构在获取优质项目方面的竞争有所加剧。而保险资金当下正处于资产价格向下分散的变革拐点，权益类资产再投资积极性整体上有所收敛，固定收益类资产的收益率继续全面下降，外部环境对保险资产配置提出更高的要求。

从上市公司披露的数据看，资产端持续压缩了定存类资产配置比重，增加了对债券、债权投资计划以及其他理财产品的配置比重，交易类金融资产和持有至到期金融资产的比重有所提升。刘俊认为，各家上市保险公司的总投资收益率创出 2007 年以来新高，但净投资收益率却低于 2014 年年底水平，预计四季度权益市场表现将略好于三

季度，这将有助于保险公司账面浮盈回升，进而推动净资产增长，此外也有助于减轻计提资产减值压力。

有保险资管人士表示，在流动性条件允许的前提下，未来 2 年内将考虑对权益类资产配置进行优化转型，将股权基金的投资比例从目前的“零”配置提高至总资产的 2%-2.5%，逐步实现对传统权益类投资的部分替代；同时积极探索夹层基金、产业基金等热门领域的投资机会。

不过刘俊也指出，增加交易性金融资产配置比重，在顺周期时的确能够贡献较多净利润，但相应的，也会加剧利润表波动，建议保险公司加强主动管理业务方面的能力建设。

2015-11-4 来源：中国证券报

险资组团出海置业 房产投资同比激增五成

今年前三季度，中国企业海外收购交易宗数和金额再创新高，而保险资金在其中扮演着重要角色：安邦收购纽约华尔道夫酒店；阳光保险收购纽约巴卡拉酒店；中国人寿和中国平安(601318,股吧)联手铁狮门，斥资 5 亿美元收购“Pier4”波士顿 4 号码头地产项目；中国人寿还与卡塔尔控股公司联合出资收购了英国伦敦金丝雀码头的 10 Upper Bank Street 大楼等。

房产投资咨询和服务机构仲量联行的统计数据显示，今年截至目前，中国的海外房地产投资同比激增 50%，达到 156 亿美元，预计今年年底将超过 200 亿美元。投资主体也越来越多元化，保险公司成为重要的新生力量。相较去年的试水，“险资出海”已逐渐步入快速发展阶段。

去年 8 月，保险业“新国十条”明确表达了支持保险企业“走出去”的态度。此后安邦保险接连收购了纽约华尔道夫酒店、比利时 FIDEA 保险公司、比利时德尔塔·劳埃德银行、荷兰 VIVAT 保险公司、韩国东洋人寿等；阳光保险于去年 11 月宣布斥资 24.5 亿元拿下澳大利亚悉尼喜来登公园酒店。

今年险资继续了去年的势头，前三季度收购了纽约华尔道夫酒店、巴卡拉酒店等多个项目。

仲量联行全球资本市场研究部总监 David Green-Morgan 在接受 21 世纪经济报道采访时表示，目前多个国家和地区的房地产业处于上升阶段，是进行收购的好时机。中国资本近年来在海外的房地产收购一直呈增长趋势，未来也将继续保持这一势头。具体来看，中国保险公司的投资组合也正在向全球化发生结构性转变，包括投资房地产领域。

Green-Morgan 认为，自 2012 年以来，海外投资监管不断宽松，推动了中国的保险公司在全球门户城市积极寻求房地产资产。保险资金十分看好房地产投资的高回报率、较低风险以及组合的多样化所带来的优势。根据仲量联行预测，从长期而言，按照现在的发展趋势与节奏，中国险资在境外的房地产直接投资有望达到 2400 亿美元。

仲量联行国际资本集团中国区总监夏颺颺表示，大多数企业的房地产投资集中在甲级写字楼、酒店等，而目前中国上海、北京等城市的可购买的不动产并不多，因此也造成这些企业选择去海外市场进行投资。

“目前，房地产在中国保险公司的投资组合中占比并不大，许多基金的投资比例仅占其总投资资本的 1%，远低于欧美同类基金，它们的目标占比在 5%-15%，这说明中国保险业在此投资领域的增长空间还很大。”夏颺颺表示。

Green-Morgan 则指出，保险资本对海外房地产的收购策略也有所改变——从直接投资房地产转变为投资基金以及成立合资公司。通过设立合资公司，保险公司能迅速熟悉当地市场，并有效获取投资相关专业信息。

不过，险资出海仍面临着较多风险。国际评级机构标准普尔 11 月 2 日发布的最新信用观察报告指出，中国近期降息可能会鼓励保险公司进行海外投资，但此类投资会加剧它们所面临的风险。

标普指出，中国经济增长放缓和利率下降将导致中国保险公司的新业务增长放缓。同时，现有业务的理赔准备金也将增长。激烈竞争可能会导致承保利润下滑并拖累公司盈利能力。

仲量联行全球总裁兼首席执行官戴柯凌（Colin Dyer）在接受 21 世纪经济报道专访时表示，市场对于房地产市场复苏的说法一般是指大城市的复苏，如伦敦、巴黎、纽约等资本追逐、需求旺盛的地方，资本去到中小城市往往还需要更长时间。而通常，回报也是一线城市领先。“不过这一趋势目前正在改变，很多国家二线城市的回报率正在反超一线城市，美国、日本均是如此。企业在海外进行投资时应做好详尽的尽职调查，并注意区分不同城市可带来的投资回报率。”

2015-11-7 来源：21 世纪经济报

摸底错配及流动性风险 保险业开启资产配置压力测试

一场资产负债错配的游戏，令一批批保险业“黑马”实现弯道超车，仅两三年光景，保险业务收入跳跃式翻番。然而，这又是一场危险的游戏，保险公司的业务发展和现金流高度依赖新业务，盈利和偿付能力高度依赖投资收益，企业发展的不稳定性问题值得深思。

保险市场的这一现象，已引起监管机构的高度关注与警觉，并开始拉响预警信号。上海证券报昨日从相关渠道获悉，保监会正在通过产品负债端调研摸底、资产配置端加强审慎性监管的方式，双管齐下防范这一新形势下的潜在风险，使资产负债管理由“软”约束向“硬”约束转变。

产品端：摸底业务规模及资本占用

时下竞争激烈的寿险业，保险公司之间不拼保障，拼的是谁家的产品卖得短、卖得快、卖得多。这类“高现金价值”保险存在一定共性：预期收益高、产品期限短、保障功能弱，标榜的预期年化收益率区间在4%至7%之间不等。

正是这些产品特性，吸引纷至沓来的个人投资者。依赖于这类披着保险外衣的理财型产品，一批以中小规模为主的寿险公司迅速“上位”，吸金速度着实惊人。不过，正是这类火爆的高现价保险业务，其发展态势却一直被监管部门紧盯。

这主要是因为，这类产品所呈现出的“三高”风险——高退保率、高准备金、高资本占用。这类产品不仅可能使保险公司退保长期处于高位运行，对于公司的资本消耗亦相对较快，产品利润率也远不及传统保障型险种。

预警信号时刻准备拉响。记者从多家保险公司获悉，为全面掌握高现价保险业务经营现状，保监会将展开一场全行业的调研，并根据摸底情况，考虑研究修订《关于规范高现金价值产品有关事项的通知》。

据收到调研通知的寿险公司透露，此番调研主要是要求各公司上报相关高现价业务的保费规模及资本占用等数据，时间段分别是2014年全年、2015年1至9月。同时在此次调研中，保险公司需分别测算在偿一代和偿二代下，偿付能力充足率不低于100%和150%的前提下，公司可以销售的高现价产品的最大规模；高现价产品所配置的各类资产的比例如何，资产、负债久期分别为多少，缺口有多大，未来是否会产生现金流风险等。

资产端：开展压力测试严防风险

从某种程度上来说，这类高现价保险更像是资金池。借助银行、网络渠道，迅速实现吸金目的，然后将这些资金迅速投入投资市场，通过资产负债错配来赚取利差收益，以期覆盖日后的给付与赔付。然而，这类错配多为“短钱长投”，即负债端较短，资产端较长，短期来看这种错配更存在流动性风险。

基于对这类潜在风险的防范，在产品端摸底调研的同时，保监会也同时开始加强资产配置的监管。知情人士透露称，为防范新形势下保险公司资产负债错配风险和流动性风险，加强保险公司资产配置行为的监管，保监会刚刚起草了《关于加强保险公司资产配置审慎性监管有关事项的通知》，并于近期在行业内部开征意见。

根据征求意见稿，符合以下情形的保险公司，应进行资产配置压力测试，并提交压力测试报告：财险公司的预定收益型投资保险产品账户，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；人身险公司的普通型、分红型、万能型保险产品账户，账户资产收益率小于保险产品资金成本的。

如果压力测试后评估认为，公司资产负债管理存在重大缺陷或出现重大资产错配风险及流动性风险的，经提交保监会资产负债管理监管委员会或偿付能力监管委员会审议，保险公司或将被采取相应的监管措施，包括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。

对于保监会的双管齐下防微杜渐，业内专家给予高度肯定。“加大资产负债匹配监管，从制度层面推动保险机构加强内部资产负债管理建设，有望实现资产负债管理由软约束向硬约束转变。”

2015-11-4 来源：上海证券报

银行理财

银监会：银行业“十三五”期间聚焦六大发力点

新华网消息 近日，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》正式发布，11 月 4 日，中国银监会举行主题为“银行业盘点“十二五”展望“十三五””的新闻发布会。

政策研究局副局长廖媛媛表示，目前我国银行业面临多方挑战，从国际上来看，目前世界经济整体仍然处于金融危机后的修复阶段；从国内看，我国经济运行面临结构调整和动力转换的压力，但是发展环境的变化，不仅仅带来的是挑战，同时也带来了银行业转型发展改革的机遇。“十三五”期间，银行业应当更加注重创新和改革、风险

控制、普惠金融发展、全面推进绿色信贷、双向开放、金融安全、协调合作等六大方面发展。

第一，更加注重创新和改革。改革创新是推动金融深化与发展的重要抓手，是提高资源配置效率的有力工具。要在银行业体制改革创新上下功夫，着力提高行业的竞争性，积极推动民间资本进入银行业，增加市场活力，推进非银行金融机构专业化的发展，引导各类银行业机构合理定位，实现特色化、差异化的发展；要在业务管理的创新和改革上下功夫，推进银行优化信贷结构，促进经济结构调整和产业结构转型升级，促进银行充分利用大数据、云计算等信息技术，积极适应互联网金融创新发展的趋势，丰富金融产品和服务层次；在风险控制改革创新上下功夫。建立健全与各项创新相匹配的风险管控能力，使银行业服务水平不断地开拓创新。

第二，更加注重普惠金融的发展。要完善和落实小微企业、“三农”和特殊群体等薄弱领域金融服务政策，引导银行业金融机构在基层地区合理布局，促进融资性担保机构服务小微企业和“三农”发展，加大金融支持双创、四众、创新发展战略力度，为科创企业提供有针对性、持续性和体系化的金融服务。

第三，注重全面推进绿色信贷。大力支持绿色、循环、低碳的经济发展，积极开展能效融资、碳排放权融资、绿色信贷资产证券化等创新的金融业务，推动经济结构转型升级，推动金融服务绿色化，提高金融服务的效率。

第四，更加注重双向开放。始终坚持公平竞争、同等待遇的原则，不断提高银行业市场准入的透明度，进一步扩大银行业对外开放，支持银行业走出去和符合条件的外资金融机构来华投资经营，积极参与

国际金融规则的制定，促进国际经济金融秩序朝着平等、公正、合作共赢的方向发展。

第五，更加注重金融的安全。稳健安全是银行业持续改革、健康发展的前提，首先是要持续提升银行业金融机构对信用市场、流动性操作风险等方面的识别应对能力，加强全面风险管理能力，加强信息科技安全系统建设，充分发挥监管者的主动性和前瞻性，坚持风险为本的监管原则，进一步强化风险监管，保护存款人和其他客户的合法权益，不断提升银行业系统性风险监管有效性，维护银行业安全稳健运行，坚决守住不发生系统性、区域性风险的底线。

第六，注重协调合作。这有三个层次：要加强银行内部的部门机构的协同，以客户为中心，提升金融的服务质效；要加强监管机构和银行业金融机构的协同，加强沟通，加强信息的交流，及时地提示风险；加强监管部门机构和职能部门间的协调，促进监管协同和信息共享，统一把握监管的标准和尺度，着力解决跨领域、跨行业、跨市场、跨区域风险监管的问题。

廖媛媛指出，下一步，银监会将紧紧地围绕“四个全面”战略布局，牢牢把握五大发展的新理念，严格遵循“六个坚持”，以提高金融资源配置的整体质量和综合效率为中心，加快金融体制改革，加快形成引领经济发展新常态的金融治理体系、金融服务机制和金融发展方式，提高服务实体经济的效率，为全面建成小康社会努力奋斗。

2015-11-4 来源：新华网

银行理财收益率下行料加速

随着债券收益率快速下行，银行理财资产端收益率迅速下降，但银行理财负债端利率下行仍较缓慢。

目前，全市场 3 个月期银行理财产品平均预期收益率为 4.59%，仅较 1 个月前下行 0.03 个百分点，低于预期。但随着“资产荒”持续，机构投资者普遍认为，未来银行理财收益率下行速度会所有加快。最新一期海通债市一致预期调查结果显示，认为未来 3 个月 3 个月期银行理财产品预期收益率会下降至 4.2%-4.4%的占 48%，还有 27%的人认为会下行至 4.2%以下。央行这次“双降”之后，有分析师指出，基准利率下调的信号作用会引导社会整体利率下行，银行理财和保险保单利率也会跟随存款利率同步下降。

这项于 10 月 28 日进行的调查结果还显示，预计未来 3 个月 3 个月期银行理财产品预期收益率为 4.4%-4.6%的占 20%，预计收益率将达到 4.6%-4.8%的占 2%，预计收益率将超过 4.8%的也仅占 2%。不同机构的看法较为一致，除了信托受访者选择 4.4%-4.6%的人数占比最高以外，银行、保险、基金、券商、其他金融机构的受访者均以选择 4.2%-4.4%的人数最多。

国泰君安分析师徐寒飞、张莉表示，经过央行“双降”以及顺势下调公开市场回购利率后，10 月份短期资金利率整体上稳中有降，银行理财收益率继续下行，1 个月期、3 个月期、6 个月期银行理财产品预期收益率当月分别上行 0.03 个百分点、下行 0.07 个百分点、下行 0.17 个百分点至 4.4%、4.6%、4.64%。他们认为，随着“钱多、资产少”这一现状的继续发酵，尤其是银行理财存量资产到期后的再配置效应，后续银行理财产品预期收益率仍然有 1 个百分点以上的下行空间。

“银行理财收益率大幅下降趋势远未终结，将从目前 4.5%降至 3.5%以下，银行理财将进入”量增价缩“或”价高量缩“的时代，作为无风险利率风向标指标的理财规模和利率都将面临持续下滑趋势。”徐寒飞、张莉表示。

央行调查统计司司长盛松成等人近日联合撰文指出，近年来，银行理财产品的样式种类、发行款数与资金规模都迅速增加，已逐渐成为个人和单位投资理财的重要形式，也是分流银行存款的重要渠道。从业务模式看，理财产品分为银行表内理财和表外理财，其中表内理财实际无风险，表外理财至今尚未发生未兑付现象。从银行发行理财产品的操作流程看，当个人和单位购买理财产品时，资金由存款账户转入理财账户。当理财产品终止或被赎回时，资金又由理财账户转入存款账户。在整个过程中，个人、单位动用的资金仍为存款，但其收益水平远高于存款利率。

盛松成等人在文中透露，截至 2015 年 9 月末，全国银行理财产品资金余额达 20 万亿元，较年初增加 6.3 万亿元，同比增长 51.9%。

2015-11-3 来源：上海金融报

信托

固收信托收益率下行 信托公司加码创新业务

货币政策宽松，固收产品收益率持续下行。据 Wind 统计，房地产集合信托和基础设施集合信托已经连续两个月平均预期收益率“破 9”。与此同时，高收益资产难觅使得信托公司的融资类业务展业难度加大。

信托业内人士认为，在项目端和资金端的双重压力下，信托公司的传统融资类信托业务会被进一步挤压，而这有利于促进信托公司的产品创新及业务转型。中国证券报记者了解到，今年以来信托公司的一些创新业务开始逐渐做大，甚至一些之前不被看好的业务也有了起色。

收益率下行

来自 wind 的数据显示，固定收益信托产品的预期收益率在近期持续下行。具体而言，今年 8 月以前，房地产集合信托产品的收益率一直保持在 9% 以上，而在最近两个月，该类产品的平均预期收益率已降至 8.59% 和 8.7%。同样是在 9 月和 10 月，基础设施信托的预期收益率降至 8.88% 和 8.47%。而在 8 月，该类产品的预期收益率为 9.12%。

对于集合资金信托预期收益下滑的原因，百瑞信托博士后科研工作站研究员马琳认为，央行连续降准、降息后，社会融资成本有所下降，导致包括集合信托产品在内的各类理财产品收益率逐渐下降。

值得关注的是，货币政策宽松，一方面使得固收类集合信托产品收益率开始下行，另一方面也增大了信托公司开展融资类业务的难度。中国证券报记者了解到，由于目前资金较为宽松且融资渠道广泛，使得政府融资成本大大降低，目前基础设施类业务展业已经颇为困难。一位不愿具名的信托经理透露，本来已经与某地方政府就一单项目谈好了融资利率，但本轮“双降”的第二天，他就接到了该地方政府的电话，要求再次降低利率。对于房地产集合信托，某信托公司高管表示，房地产市场不景气，开发商去库存压力较大，所以目前房地产并没有太多的融资需求；与此同时，信托公司出于风控原因将这一业务

收缩于一线地产商，而目前一线地产商的融资途径较多，成本较低，信托公司展业压力明显增大。

发力创新业务

信托业内人士认为，在项目端和资金端的双重压力下，信托公司的传统融资类信托业务会被进一步挤压，而这有利于促进信托公司的产品创新及业务转型，促使各信托公司打造具有自身特色的经营模式。

实际上，今年以来信托公司加大创新投入力度，一些创新业务开始逐渐做大，甚至一些之前不被看好的业务也有了起色。中国证券报记者了解到，今年信托公司参与资产证券化业务热情不减，一种新的业务模式——“信托受益权资产证券化”开始升温。该业务的交易结构简而言之，即将信托受益权装入基金子公司或券商资管的资管计划，实现证券化，继而在证券交易所挂牌交易。该业务最早见于 2014 年海印股份(000861, 股吧)信托受益权专项资产管理计划，在 2015 年已经有超过 6 单业务落地，涉及昆仑信托、华宝信托、中信信托等多家信托公司。一个值得关注的发展趋势是，与信托公司以往在 ABS 业务中仅担当“通道”角色不同的是，信托公司开始逐渐在信托受益权资产证券化业务中担任“发起人”角色，对业务起主导作用。

此前一度被认为信托公司难以涉足的 PPP 业务，在今年下半年也已破冰。7 月中信信托“中信·唐山世园会 PPP 项目投资集合资金信托计划”正式成立，这意味着，国内首单信托公司参与的 PPP 项目正式落地。9 月 23 日，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，标志着中建投信托、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 项目正式启动实施。此外，中国证券报记者了解到，信托公司还在消费信托、互联网金融等领域多有拓展。

2015-11-2 来源：中国证券报

转接口进展缓慢 信托观望券商难放松

中国证券报记者了解到，目前伞形信托已接近清理完毕，信托公司开始调试转接券商 PB 系统。但一些证券信托业务人士表示，由于涉及券商、信托、投顾等方面，加之券商 PB 系统技术水平参差不齐，调试工作进展较为缓慢；同时基于技术及利益方面的考虑，多数信托公司对于转接 PB 系统持观望态度。

配资清理余波未平

尽管 10 月“大限”已过，但清理场外配资余波犹未平息。

中国证券报记者了解到，目前伞形信托已接近清理完毕，信托公司开始调试转接券商 PB 系统。但一些证券信托业务人士表示，由于涉及券商、信托、投顾等方面，加之券商 PB 系统技术水平参差不齐，调试工作进展较为缓慢；同时基于技术及利益方面的考虑，多数信托公司对于转接 PB 系统持观望态度。不过，对于券商而言，尽管目前各家对于转接 PB 系统要求尚不一致，但对于转移接口并不会出现放松的可能。与此同时，在券商与信托的接口之争中，部分阳光私募一度“躺枪”，一些私募基金负责人甚至担心由此引发的清盘风险。

转接口信托观望

早在一个月前，证券信托经理张华所在的信托公司就开始调试券商 PB 系统。截至目前，这一工作仍处调试中。

所谓 PB 业务，是指券商向对冲基金等高端机构客户提供集中托管清算、后台运营、研究支持、杠杆融资、证券拆借、资金募集等一

站式综合金融服务的统称。根据监管部门此前规定，证券公司清理场外配资应当与客户协商采取多种依法合规的承接方式，其中之一便是取消信息系统外部接入权限并改用合法交易方式等方法处理。券商PB业务则被认为是一种合法交易方式。

按照监管机构此前制定的时间表，此番对存量场外配资业务的清理整顿工作要在9月底完成，个别存量较大的公司不得晚于10月底前完成。随着11月的来临，清理工作已经收尾，目前证券信托外部交易系统转入PB系统成为券商、信托的焦点。来自5家信托公司的消息显示，其公司已经开始调试券商的PB系统，调试结束后，其单一账户结构化产品和不涉及配资的管理型产品都将接入券商的PB系统。有券商人士表示，为平缓“一刀切”方式清理配资对市场其他参与方的冲击，利用券商自身内部系统进行接口合法化则是目前清理的重要方向，“接口转接的核心目标，仍是将此前不可控的、隐形的账户转移到监管可控的范围之内，以避免过去几个月因不可控杠杆资金而引发市场的暴涨暴跌的情况。”

不过，中国证券报记者了解到，证券信托接口转换的进展较为缓慢，除了个别几家信托公司转入PB系统外，多数信托公司仍处于调试阶段。张华就对表示：“PB系统调试涉及到券商、信托及投顾三方，调试起来很麻烦。我们公司调试PB系统的速度非常慢，估计一时半会搞不定。”更值得关注的是，即便是已经开始调试的信托公司，亦对转入PB系统顾虑重重，持观望态度。多位证券信托人士认为，相比此前信托公司使用的第三方交易系统，目前券商的PB系统技术水平不一，有些甚至难以满足信托公司的交易、风控要求，加之各家券

商的系统不一样，相当于一个信托公司要面对十几家的 PB，无疑工作量太大，相应的风控能否跟上也不一定。

除了技术方面的原因外，利益纠结或是另外一个让信托公司对 PB 系统顾虑重重的原因。某信托公司证券业务部负责人就认为，券商本身有托管资格，具有清算能力，在证券业务方面具有优势，现在交易再走券商的 PB 系统，使得私募基金来做信托产品的可能性更小了。该负责人进一步表示，信托公司此前掌握着一些大型私募基金资源，但走了 PB 系统后项目的风控即被券商掌控，这样每做一单就相当于给券商输送一次私募客户。基于这样的考虑，其公司证券业务已减少该类业务量，转而将定增作为业务重心。

券商转接口难现放松

值得关注的是，对于转接 PB 交易系统，目前各家券商要求差异也比较大，部分券商仍要求对包括单一结构化信托在内的产品“一刀切”式清理，一些券商则要求原有的单一结构化甚至管理型信托账户采取取消原外部信息接入权限，将第三方交易接口改接券商自身 PB 系统的接口，亦有券商尚未作出相关要求。而这意味着不同的券商对于不同类型证券信托产品能否存留及如何存留意见并不一致。

对此，业内人士坦言，对于部分在配资清理和接口转移过程中执行“高压式”政策的证券公司，其标准还是取决于公司内部的风控要求，“在针对接口转移的接口文件下发之后，公司内部还是对所有要求清理的产品进行了筛选分类，有些合作的机构亏损较多，而且旗下有部分产品涉及伞形配资的情况，就会对整个合作机构的所有产品都进行‘一刀切’的处理。无论是伞形配资产品，还是单一结构化模式，都在被清理的范围之内。”某综合型券商相关负责人透露，当前监管

层对配资清理的态度要求非常严格，对部分不符合要求且放松接口的券商进行了处罚，很多大型券商会采取非常保守的清理方式，以防止清理过程中遗留下不符合监管规范的问题。

按照上述券商人士的分析，当前各家券商对形式不同的单一结构化信托产品的定义和标准不同，而营业部和总部之间的执行力度也会出现差异。“有些营业部执行的是合格投资人标准，如果信息掌握完全，并且可以备案给券商，且具有实名的子账户，可以不在清理范围之内；而有些券商则会因为公司内部风控要求，而降将子账户交给不同投资经理，但实际共有同一信托产品证券账户的管理型伞形结构的产品也列为清理对象，即便这类证券类信托产品并不存在权限外移或者签订对赌协议的情况。”另一家中型券商机构相关人士表示，有些券商因为无法对这些形式复杂的信托产品的资金情况进行风险把控，加上接入指标并没有得到细化，如果从严格标准来看，就会对包括单一结构化信托的证券类信托产品也进行限制和清理。

从不同券商机构对清理细节中的不同标准来看，对于当前存在的“伞形信托下的实名子账户”、“伞形信托改造而来的单一结构化信托”、“集合信托下嵌套单一结构化信托”以及部分“单一结构化信托将下单权移交至外部投资顾问的情况”均有可能被认定为违反证券账户实名制的相关规定，而成为券商潜在的清理对象。而对于配资清理可能产生的违约责任，来自监管部门主办的机构监管刊物也曾就规范场外配资方面刊文称，无论信托公司、一般机构、自然人开展证券投资均应当遵守证券账户实名制规定；而多项法律条文对信托产品聘请投资顾问的规定，均禁止投资顾问拥有下单权；以合法形式掩盖非法目的的合同无效，个别客户要求券商承担违约责任缺乏合法依据。此

外，如涉及混用同一外部接入系统或线路的，可通过技术风控措施予以标识和控制，限制应予清理的信托或资管产品。

上述券商人士表示，当前监管层对机构内部去杠杆的态度非常明确，尤其在市场企稳恢复期间，将此前场内杠杆的风险转移或清理是目前监管部门重要的目标，在接口转移方面也不会出现放松的可能。

部分阳光私募或“躺枪”

不过，转移接口似乎并未阻碍杠杆的“重生”。中国证券报记者了解到，近期上海和深圳的两家信托公司开始重启单一结构化信托业务，不过与此前不同的是，上述业务是基于券商的PB系统。

一家券商机构营业部相关负责人亦表示，“现在监管层要求将外部第三方接口统一转移至券商PB系统，而券商PB业务本身也包括向客户机构提供杠杆融资服务，其目的也是用场内合规杠杆来替代非合规杠杆。但客户机构需要重新设立合规的私募产品或者通过券商资管计划进行发行，杠杆率基本保持在1倍至1.2倍之间，整体杠杆率和风险都可在券商内部系统内做到可控。”不过，他也认为，即便PB业务能够重新开展配资，但目前愿意提供杠杆资金的券商并不多；而客户机构新设立产品，如果所募集的资金来源不清晰，券商也会以不符合风控标准的要求而拒绝接入交易。

部分私募基金公司则在券商与信托的接口“争纷”中“躺枪”。部分私募基金人士表示，上周五上午，某券商切断一家信托公司的外部交易系统接口，致使与该信托公司合作的“阳光私募”无法交易，所幸该券商在下午时分恢复相关“阳光私募”产品的交易权限。实际上，在9月份的清理存量场外配资中，就有部分阳光私募产品遭“躺枪”被要求清盘。近期，云南信托在其官网发布公告表示，中金公司

将对“私募工厂”涉及的信托计划采取限期清理措施。中国证券报记者了解到，所谓私募工厂，即中金公司、雪球及云南信托合作的一项具有“私募孵化器”性质的业务，采用伞形信托结构，但不涉及配资，一个子单元即是一个小型“阳光私募”产品。

不过，阳光私募被波及的案例并不多见。在私募基金人士看来，其主要原因在于券商对私募产品的信息掌握相对充分，且对伞形信托产品的清理标准相对细化，并没有采取“一刀切”的方式。即便出现“一刀切”的方式，私募机构的账户向券商交易接口进行平移就是，然后由私募向券商披露信息，因配资清理或者接口转入而对私募行业的冲击实际比较有限。但深圳某私募基金负责人认为：“如果合作券商收紧标准，也采取‘一刀切’的方式，我们可能就要和每个客户重新签订委托管理协议，过程也会非常繁琐。”另一家位于深圳的私募基金负责人更是表示，接入PB系统后，对于私募基金管理公司而言，要与投资者重新签署协议，这非常麻烦，对于一些私募基金而言缺乏可行性，这或许将导致这些私募基金的清盘。

2015-11-4 来源：中国证券报

证券资管

证监会完善新股发行制度 重启新股发行

中国证监会新闻发言人邓舸6日表示，证监会日前提出了进一步改革完善新股发行制度的政策措施。其中，将取消现行的新股申购预先缴款制度，申购时预先缴款改为确定配售数量后再进行缴款；公开发行2000万股以下的小盘股发行一律取消询价环节，由发行人和主承销商协商定价，直接向网上投资者定价发行；建立摊薄即期回报补偿机制，要求首发企业制定切实可行的填补回报措施。

邓舸指出，证监会决定先按现行制度恢复前期暂缓发行的 28 家公司中已经进入缴款程序的 10 家公司新股发行，剩余 18 家公司将在年底前分批发行。同时，证监会将恢复新股发行审核会议，合理安排审核进度。

五方面完善新股发行制度

邓舸表示，今年 7 月初，因市场出现异常波动，已经启动新股发行程序的 28 家公司暂缓发行，首发企业的初审会、发审会等会议也随之暂缓安排。目前股票市场已进入自我修复、自我调节阶段，恢复和保持合理适度的新股供给，有利于增加市场活力，增强市场功能，积极稳定、修复和建设市场，促进市场的持续健康发展。同时，证监会综合考虑市场各方面对于进一步完善新股发行制度机制的意见和建议，重点围绕解决巨额资金打新、简化发行审核条件、强化中介机构责任、加大投资者合法权益保护等事项，提出了进一步改革完善新股发行制度的政策措施，主要包括：

一是针对巨额打新资金对货币市场的影响及部分投资者卖老股打新股问题，取消现行的新股申购预先缴款制度，将申购时预先缴款改为确定配售数量后再进行缴款。同时强调新股申购应为投资者自主决策、自担风险、自负盈亏的行为，证券公司不得接受投资者全权委托进行新股申购。

二是按照以信息披露为中心的监管理念，突出发行审核重点，调整发行监管方式，严格执行《证券法》明确规定的发行条件，将一部分基于审慎监管要求而增加的发行条件调整为信息披露要求。

三是公开发行 2000 万股以下的小盘股发行一律取消询价环节，由发行人和主承销商协商定价，直接向网上投资者定价发行，以简化程序，缩短发行周期，提高发行效率，降低中小企业发行成本。

四是加强对中小投资者合法权益的保护，建立摊薄即期回报补偿机制，要求首发企业制定切实可行的填补回报措施。公司董事、高管应忠实、勤勉地履行职责，维护公司和全体股东的合法权益，对公司填补回报措施能够得到切实履行在招股说明书中作出承诺。

五是强化中介机构监管，落实中介机构责任。建立保荐机构先行赔付制度，要求保荐机构在公开募集及上市文件中作出先行赔付的承诺。完善信息披露抽查制度，进一步提高信息披露质量。出台会计师事务所从事证券业务监督管理办法，进一步明确审计机构未勤勉尽责的认定标准，从严监管审计机构执业行为。

邓舸指出，以上完善新股发行制度的政策措施需要修订或制定相关规则。为此，证监会将《首次公开发行股票并上市管理办法（修订草案）》、《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法（修订草案）》、《证券发行与承销管理办法（修订草案）》以及《关于首发及再融资、重大资产重组摊薄即期回报有关事项的指导意见（征求意见稿）》，同步向社会公开征求意见，履行相关程序后公布实施。

邓舸强调，取消新股申购预先缴款制度，涉及证券交易系统技术改造工作，证监会将组织沪深证券交易所、中国证券登记结算有限责任公司和各证券公司进行系统技术改造。

率先恢复 10 家新股发行

邓舸指出，由于相关规则修订和技术系统改造工作均需要一定的准备时间，证监会决定先按现行制度恢复前期暂缓发行的 28 家公司

中已经进入缴款程序的 10 家公司新股发行。因暂缓发行至今已超过 3 个月，在刊登招股意向书前，需要履行会后事项、补充财务信息等法律程序，预计需要两周左右的准备时间。剩余 18 家公司将在年底前分批发行。同时，证监会将恢复新股发行审核会议，合理安排审核进度。

对于本次完善新股发行制度对推动股票发行注册制改革的意义，证监会有关负责人指出，股票发行注册制改革是资本市场改革的一项系统工程，需要统筹安排、稳步推进。本次完善新股发行制度继续坚持市场化、法治化取向，本着解决新股发行过程中的突出问题、保护投资者合法权益的原则，推出了取消新股申购预缴款、优化投资者回报机制、突出审核重点、完善新股发行定价机制、强化中介机构监管等举措，是新股发行体制改革的进一步深化，朝着股票注册制改革的方向又迈出了坚实一步。

对于“取消新股申购预缴款”及由此带来的发行流程变化，前述负责人表示，现行新股发行制度，要求投资者申购新股时须全额预缴申购资金，在目前新股申购十分踊跃的情况下，造成巨额资金打新现象。针对这一突出问题，本次拟对申购方式进行优化，在坚持目前网上按市值申购的前提下，网上、网下符合申购条件的投资者在提交申购申报时，无需按其申购量预先缴款，待其确认获得配售后，再按实际获配数量缴纳认购款。取消预缴款可大幅减少新股发行中投资者需要动用的资金数量。取消预缴款后，询价、定价、配售等其他环节基本保持不变，新股发行大致包括以下几个步骤：一是向网下投资者询价并定价或直接定价；二是网上投资者通过证券交易系统按市值申购，网下投资者通过网下发行电子平台申购，网上、网下投资者在申购时

无需缴款；三是网上投资者通过摇号中签的方式配售，网下投资者按比例配售；四是投资者按其实际获配的数量缴纳资金。

对于取消预缴款后如何约束网上投资者申购行为，该负责人指出，为约束网上投资者的失信行为，拟建立网上投资者申购约束机制，规定网上投资者连续 12 个月内累计出现 3 次中签后未足额缴款的情形时，6 个月内不允许参与新股申购。该负责人同时强调，新股申购应为投资者自主决策、自担风险、自负盈亏的真实行为，投资者不得委托证券公司进行新股申购。

证监会相关负责人强调，本次改革，证监会进一步落实以信息披露为中心的审核理念。强调发行人是信息披露的第一责任人，保荐机构、会计师事务所等中介机构承担核查把关责任，投资者自主判断发行人投资价值，审核工作重点关注信息披露的齐备性、一致性和可理解性。发行人的质量优劣和投资价值由市场决定，监管部门不对其“背书”，也不对持续盈利能力做判断。

对于本次改革中所强化的中介机构的主体责任，该负责人表示，一是建立保荐机构先行赔付制度，二是完善信息披露抽查制度，三是拟出台会计师事务所从事证券业务监督管理办法，进一步明确审计机构未勤勉尽责的认定标准，从严监管审计机构执业行为。

2015-11-7 来源：中国证券报

公募基金

央行外管局出台指引规范两地基金互认

11 月 6 日，中国人民银行、国家外汇管理局对外发布了《内地与香港证券投资基金跨境发行销售资金管理操作指引》(下称《指引》)，以规范内地与香港两地基金互认。该《指引》自发布之日起实施。

所谓基金互认，指允许境外注册并受当地监管机构监管的基金向本地居民公开销售。今年 5 月 22 日，中国证监会与香港证监会就内地与香港两地基金互认工作正式签署《监管合作备忘录》，同时发布了《香港互认基金管理暂行规定》，两地基金互认自 2015 年 7 月 1 日起施行。

此次，中国人民银行、国家外汇管理局发布的《指引》从香港基金内地发行、内地基金香港发行、资金及汇兑管理、统计监测及监督管理等四个方面对两地基金互认进行了规定。

《指引》明确，中国人民银行及其分支机构对证券投资基金跨境发行销售所涉人民币账户和人民币资金跨境收支实施监督、管理和检查。国家外汇管理局及其分局、外汇管理部对证券投资基金跨境发行销售实行信息报告管理，并就其所涉的外汇账户开立、资金汇兑、收付和使用等实施监督、管理和检查。

《指引》提出，基金跨境发行募集资金可以人民币或外汇形式进出，涉及货币兑换的，可由托管人或代理人直接在银行办理；鼓励跨境发行销售以人民币计价和跨境收付；国家外汇管理局仅对基金互认总额度进行监控，不对单家机构的额度、单只产品的额度进行审批。

对于两地互认基金募集资金净汇出（入）规模上限，《指引》明确，初期均为等值 3000 亿元人民币，当募集资金净汇出（入）规模达到等值 3000 亿元人民币，香港（内地）基金管理人应在公告之日起暂停内地（香港）基金注册（认可）以及跨境发行销售相关工作，直至此后国家外汇管理局官方网站公布汇出（入）月度数据时，净汇出（净汇入）资金规模低于等值 3000 亿元人民币为止。香港（内地）

基金内地（香港）发行募集资金规模原则上不得超过基金总资产的50%。

此外，《指引》还提出，实施信息报告制，互认基金信息报告手续下放至托管人（银行）或代理人（银行或基金公司）办理；建立系统化数据统计和报送程序，无需手工填报或重复报送。

2015-11-7 来源：上海证券报

公募三季度业绩分化明显 权益类利润“坐滑梯”

截至10月28日，基金三季报全部披露完毕，总体看，今年第三季度，各类公募基金整体亏损约6503亿元，创出基金单季亏损新纪录，与今年上半年的盈利相抵之后，今年前三季度各类基金利润总和为2165亿元。

从类型看，偏股型基金亏损严重，股票型和混合型基金在第三季度合计亏损达6646亿元，如果剔除追求绝对回报的打新混合基金的盈利，其他偏股基金整体亏损更高。与权益类产品利润“坐滑梯”相比，固收类基金盈利表现抢眼。货币基金在第三季度实现盈利255亿元，成为最赚钱的基金品种，债券型基金以接近30亿元盈利紧随其后，QDII基金三季度出现了较大亏损，亏损达125亿元。

从具体公司看，第三季度亏损超100亿元的基金公司达到22家，偏股型基金规模较大的富国基金、易方达基金、华夏基金和嘉实基金亏损居前，分别达624亿元、444亿元、426亿元和405亿元。基金产品以货币和债券为主的天弘基金、兴业基金、中加基金等三季度取得正收益。部分中小基金公司上半年辛苦赚得的利润，在第三季度内消耗殆尽。中融基金第三季度亏损22.92亿元，该公司上半年仅盈利

约 5 亿元；中海基金第三季度就巨亏 30 多亿元，而上半年的盈利才 40 多亿元。

“亏损有内外两方面原因。除了市场行情因素之外，中小基金公司人才流动频繁也是导致基金业绩不稳乃至亏损的重要原因。”一名业内人士说。

这背后更深层次的原因与公募基金人才的频繁流动、业绩压力以及人才培养机制有关。部分公募基金经理出于业绩压力、收入水平考虑，选择跳槽到其他资管机构已经不再鲜见。统计显示，中海基金 13 名基金经理中，平均从业年限仅为 2.65 年，近 1 年离职经理数超过 6 人。

当然，有忧也有喜。部分基金公司几乎没有受到市场波动的影响，保住了今年上半年的利润，其中 7 家公司前三季度基金盈利规模超 100 亿元，广发、天弘、华夏、嘉实和汇添富基金今年前三季度盈利排名前五位，分别达 209 亿元、199.7 亿元、178.45 亿元、177.65 亿元和 145.13 亿元。业内人士表示，大型基金公司前三季度盈利的巨大分化或将对未来发展带来深刻影响。

2015-11-2 来源：中国经济网

私募基金

商业银行争抢私募牌照 综合化经营明显提速

《证券日报》记者昨日获悉，经中国证券投资基金业协会审核，江苏银行和徽商银行于 11 月 4 日和 5 日正式获得非法人私募投资基金管理人资格。自今年 6 月 11 日监管对此项业务开闸至今，在近 5 个月时间内共计 10 家商业银行获得此资格，银行综合化经营明显提速。

在此之前，已有光大银行、平安银行、浙商银行、广西北部湾银行、宁波银行、包商银行、南昌银行、民生银行依次获批。据《证券日报》记者梳理，江苏银行获批主体是投行与资产管理总部，除徽商银行和浙商银行之外的 7 家银行都是以投资银行部或资产管理等总行一级部门为获批主体。并且，获得牌照的银行都以股份制商业银行和城商行为主。

一位不愿具名的城商行投行部人士对《证券日报》记者表示，“银行获得私募牌照之后，可以用股权的方式进行投资，为银行的投行业务增加一个渠道和方式。未来整个金融业将进行牌照化管理，打破当前的分业监管模式，并朝着综合经营的模式不断发展。”

民生证券银行业研究员廖志明对《证券日报》记者表示，此前银行只能作为私募基金代销方，获得资质后可作为发行方，开展证券、股权、创业投资基金等私募基金管理业务，补上商业银行无法直接进行股权投资的短板。

廖志明表示，在资产质量承压及净息差缩窄两面夹击之下，大资管是商业银行的转型方向。获批私募牌照后可向合格投资者发行私募基金，是商业银行大资管业务的又一突破，利于提高非息收入占比，向轻资本转型。

2015-11-7 来源：证券日报

编辑：汤茹

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：

