

大资管动态（周报）

第五十二期 (2015 年 10 月 26 日)

中国保险资产管理业协会研究规划部 编辑

保险资管	2
险资投资监管进入“2.0 时代”	2
保险债权投资计划注册金额突破万亿	4
险资获准干“私”活：涉足私募 掘金行业好故事	6
大类资产配置险资判断现分化 震荡下加法减法难断	12
银行理财	14
央行“双降”超预期 利率管制基本放开	14
银行理财进入低利时代 钱多项目少境地尴尬	17
信托	20
三季度固收信托火爆 证券信托发行锐减	20
17 家信托公司掘金新三板 年内已发行 49 款集合信托产品	22
证券资管	25
自营两融滑坡 资产荒加剧券商转型焦虑	25
公募基金	31
公募资产规模回升至近 7 万亿 基金份额降幅缩窄	31
各路资本涉足 公募牌照成布局大资管重要棋子	33
私募基金	37
深耕私募产业链 多机构布局私募市场	37

保险资管

险资投资监管进入“2.0时代”

国务院法制办近日发布《关于修改〈中华人民共和国保险法〉的决定（征求意见稿）》，向社会公开征求意见。征求意见稿放宽资金运用范围和资管机构设立权限等成为业界关注焦点。分析人士认为，对于偿二代而言，征求意见稿放宽对保险公司的资金管制，将提升保险公司资本运作效率，增强盈利能力，有望促进市场优胜劣汰；征求意见稿对保险资管机构、保险资金运用行为的相关法律责任进行修改，则说明对违法投资、风险管控失当等行为，未来管理将有法可依。

修法丰富险资投资思路

保险资金运用方面，征求意见稿明确保险公司应当具备相应的投资管理能力，资金运用遵循稳健、安全性原则，并增加了拓宽保险资金运用范围的相关表述。此外，经国务院保险监督管理机构批准，保险公司可以设立保险资产管理机构，保险资产管理机构可以发行保险资产管理产品，保险公司也可以发行权益性资本工具、债务性资本工具以及国务院保险监督管理机构认可的其他资本工具提高偿付能力充足率。

国金证券分析师贺国文表示，允许保险资金投资股权、保险资产管理产品及以风险管理为目的运用金融衍生品，使得保险资金运用切实拥有法律依据，拓宽保险资金投资渠道，将极大提升保险公司投资能力和投资收益。

广发证券分析师曹恒乾认为，自保险业新“国十条”发布以来，保险业不断经历改革“催化剂”。此次征求意见稿就保险行业地位和重要性进行了再次确认，并进一步明确市场化道路的长远目标。从监

管上看，“放开前端、管住后端将”是未来保险业监管的新方向，监管机构放开保险投资标的、鼓励保险行业创新是大势所趋。投资范围放宽可以理解为增强保险资金运用度，从而提高其收益率的思路。“虽然目前保险公司投资权益类资产的比例为 30%，但总体来看大头仍是固收类资产，从政策上不断放开保险投资范围，必将提高行业投资收益，丰富投资思路。”

另外，征求意见稿提出，在《保险法》第四章“保险经营规则”部分的“保险公司的业务范围”中，增加“年金保险”，并明确“年金业务，包括企业年金、职业年金等业务”。曹恒乾表示，年金业务可能成为未来行业发展的新焦点，尤其是未来企业年金制度的建立值得重点关注。

偿二代或促进市场优胜劣汰

对保险业影响至深的偿二代监管体系试运行之际，《保险法》的修改对其给予了关注。征求意见稿提出，保险公司的偿付能力应当符合三方面要求：一是核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率符合国务院保险监督管理机构规定的标准，二是实际资本减去最低资本的差额、认可资产减去认可负债的差额不得低于国务院保险监督管理机构规定的数额，三是保险公司的风险综合评级结果符合国务院保险监督管理机构规定的标准。保险公司应当按照国务院保险监督管理机构的规定对实际资本进行分级管理，按照资本吸收损失的能力，将实际资本分为核心资本和附属资本。

曹恒乾认为，偿二代对保险公司资产分类和划分更加科学，对保险公司资产和风险评估更加细致，这将为资本实力雄厚的保险公司提供更加宽容的资本限制空间。“某种意义上，偿二代是监管层面上促

进市场优胜劣汰的手段，将得到法律的认可和保护，新一代偿付体系全面公布指日可待。”

贺国文认为，征求意见稿放宽对保险公司的资金管制，将提升保险公司资本运作效率，增强盈利能力。随着偿二代体系推进，保险公司自身在风险管理上更加成熟，放松资金管制更符合发展需求。此外，征求意见稿明确融资工具的使用，将有利于保险公司更好地管理偿付能力，提升经营效益。“在放松业务、资金运用等前端的同时，明确偿付能力监管既可以管住后端风险，监控行业风险，又能促进保险公司市场化灵活发展。”

2015-10-22 来源：中国证券报

保险债权投资计划注册金额突破万亿

借助市场力量，让保险产品注册制市场化改革创新推向纵深。

10月20日，来自保险资产管理机构、保险公司、中介机构的80名业界专家，从中国保险资产管理协会执行副会长兼秘书长曹德云手中接过聘书，正式成为中国保险资产管理协会的首批注册专家。

通过债权计划投资实体经济，保险资金充分践行落实党中央、国务院稳增长、促改革、调结构、惠民生相关部署。截至今年8月31日，保险资产管理机构累计发起设立419项债权投资计划，累计注册金额10099.6亿元。

2006年3月，保监会发布《保险资金间接投资基础设施项目试点管理办法》，由此开启了保险资金以债权投资计划方式投资基础设施项目建设的时代。2012年10月，保监会发布《基础设施债权投资计划管理暂行规定》。2013年初，保监会发布《关于债权投资计划注

册有关事项的通知》，将债权投资计划发行由备案制改为注册制，2014年9月3日，保险资产管理协会正式成立，保险资管产品进入快速发展时期。

来自昨日会议上的最新一组数据显示，2015年1-9月，共注册各类资产管理产品94支，合计注册规模1648.01亿元。其中，基础设施债权投资计划35支，注册规模673.93亿元；不动产债权投资计划51只，注册规模719.08亿元；股权投资计划4只，注册规模65亿元；项目资产支持计划4只，注册规模190亿元。

从产品投向看，主要涉及能源、资源、交通、市政和环境保护等基础设施项目，以及棚户区改造、旧城区改造等民生工程建设。

保险资产管理通过业务创新，为市场平稳发展提供了有力支持，为实体经济和民生建设提供重要资金来源。

去年底，协会接手注册制业务以来，在机制建设、系统支持及人员配备等方面“修好路”，为产品设立发行打通了“最后一公里”。随着保险资产管理产品注册系统开发工作推进，聘请专家借助“外脑”显得迫切。

曹德云表示，组建注册专家库的意义在于协会作为自律组织，可以利用行业力量做好保险资管产品注册工作，实现公正客观高效的目标。同时，产品注册需要依靠外部专家对一些创新性的产品进行评估，更好地发挥市场作用。从长期效应看，入选的注册专家经验丰富，在业内有较强的影响力，在市场处于创新发展前沿。

2015-10-21 来源：上海证券报

险资获准干“私”活：涉足私募 掘金行业好故事

保险机构在获准设立私募基金后，政策为险资运用指明了新的方向。保监会人士表示，目前已有的两只私募基金先行探索，而更多险资的涉足也将被鼓励。中国证券报记者获悉，保险机构渴望介入私募基金的兴趣渐浓，冀望借此打通投资养老、医疗等产业链的渠道，获取可观的投资收益。与此同时，一些机构正在尝试在专项型基金上发力，对接国企混改项目或可以讲出“好故事”的成长性行业，并层基金方面投入更多注意力。

然而，保险资金在谨慎论证和遴选项目的同时，依然面临多方挑战。对于私募基金的理解、投资人员在项目中的话语权、基金发起人构成的法律关系等细节，仍有待进一步明确或破局。分析人士认为，在保险资金投资私募基金实务操作成功案例寥寥无几的情况下，有必要进一步明确多个管理人模式是否符合监管要求，并逐步尽可能把控信息不对称的风险。同时，如何避免关联交易导致所募集资金无法全部用于既有合伙人的下属投资项目等细节，也有待继续商讨。

险资获准干“私”活

9月11日，保监会发布《关于设立保险私募基金有关事项的通知》（简称《通知》），明确提出保险资金可以设立私募基金，险资运用因此再度松绑一环。《通知》立足支持国家战略和实体经济发展，结合保险资金期限长、规模大、负债稳定等特点，对设立保险私募基金进行具体规范。

某保险机构投资人士表示，相比于原来险资在投资决策环节中话语权有限的情况，未来险资在成为合伙人后，在相关业务操作中

面临更大的主动作为空间。长期来看，政策的松绑有利于保险资金锻炼和提高投资管理水平。

保监会保险资金运用监管部市场处处长贾飙表示，在原来的投资框架下，保险资金无法投资设立或参股私募基金。但随着宏观经济和行业的发展，多个方面的需求逐步涌现，使得监管层开始研究险资参与这一灵活投资形式的可能，“社会资本要加大股权投资的力度，尽可能降低贷款的比重。而保险资金如果要加大股权投资力度，就要有一定的合适的方式，私募基金是加大股权投资最好的方式和途径。”

从保险资产管理的角度看，在经历资金运用权上收的集中化、专业化的保险资管 1.0 版改革和 2012 年以来拓宽险资投资范围的保险资管 2.0 版改革之后，3.0 版的改革将着眼于更大的投资空间。贾飙表示，市场化改革后，保险资金还没有完全享受到实体经济高速增长带来的好处，且保险投资在追随传统的金融市场时有随波逐流的情况。“最近讨论较多的是资产荒的问题，银行、信托都在找好的项目对接实体经济，而保险资管要走的路还太长，包括保险资管业协会近期正在考虑非标资产估值等工作都是保险资管 3.0 提出的对接实体经济的最基础要求。”

特别是在权益类投资和固定收益类投资不确定性增强之际，以私募基金作为灵活的投资通道缓释再投资压力，成为保险资金，特别是久期明显的分红险等寿险资金关注的焦点。保险机构人士对中国证券报记者表示，在追求安全性的长期资金与市场短期内剧烈波动、不确定性增强而资产配置收益下行等情况遭遇时，成规模、成建制的保险资金自然将成为股权投资方向火力最猛的“弹药”，对于改善资产配置结构意义重大。

目前，保险资金发起设立的私募基金已有两方：一方为光大永明资产管理公司（光大永明资产）联合五家险企成立的合源资本；另一方为阳光保险集团单独发起的阳光融汇资本。据报道，保险私募基金政策开闸后，平安、华泰、泰康等大中型保险公司也纷纷寻求参与的可能。

合源资本董事长华旻表示，保险公司尝试介入私募基金领域，与其投资端收益率承压有关，尽管目前在基金业协会备案的PE和VC基金管理人有一上万家，活跃的也有四五百家，但符合保险公司投资要求的还为数不多。

实际上，保险机构正在积极寻求有能力的合作方伸出“橄榄枝”。从事保险资管业务的人士向中国证券报记者透露，对已经积累较多股权投资经验的大型险企而言，设立私募基金提供更好的投资机制，比如跟投、利益分成、股权激励机制等，且更市场化、专业化。多家保险机构正在积极申请设立私募基金，并积极调研和论证适合自身特点和偏好的基金形式，全国范围内的人才搜寻也在进行当中。

投中研究院分析人士表示，大型保险机构基于自身资金、渠道、资源、人员配置以及投资能力的优势，更倾向于进行直接股权投资；中小型的保险机构由于自身资源以及投资能力有限，更加倾向于对PE进行配置，其中有些保险机构在投资股权基金时会要求PE机构提供一些较好的项目跟投机会，把“股权基金+跟投”作为一种配置策略。此外，保险资金将增加对VC的配置需求，以及加快对海外股权投资基金的配置，也成为当前险资股权基金投资的新趋势。

掘金行业“好故事”

险资可涉足的私募基金类别和投向在《通知》中得以明确，政策支持保险资金设立成长基金、并购基金、新兴战略产业基金、夹层基金、不动产基金、创投基金及相关母基金，重点投向国家支持的重大基础设施、战略性新兴产业、养老健康医疗服务、互联网金融等产业和领域。无论是已设立的两方私募基金还是正在谋划设立的基金，都在尝试借助成长空间较大的行业掘金“好故事”的投资价值。

贾飙表示，新兴战略产业基金包括节能环保、新兴信息产业、生物产业、新能源、新能源汽车、高端装备制造业、新材料等方面，保险资金在投资相关产业方面存在巨大的发展空间。从目前的情况看，已有两方试点保险私募基金运作顺利，收益也相当不错。

投资机构人士表示，保险不太喜欢主动型基金，而在探索借壳、并购上市等基金投资业务方面需求较大。目前，除了大型保险机构，一批中小型保险公司也在积极参与，如百年人寿就投了很多私募股权基金。保险机构的参与体现出其对私募股权投资的重视程度正逐渐提高。但另一方面，具体项目是否适合保险资金，在产品估值等方面都会出现很多变数，且部分中小保险公司投资决策流程复杂，尚未对投资私募股权基金进行适当授权等，都是未来有待解决的问题。

华旻表示，合源资本已投资的项目涉及TMT、环保、医疗健康等领域公司，未来主要退出渠道包括新三板、战略新兴板和并购退出。保险资金股权投资特点目前呈现投资增速较快的特点，但整体占比仍然偏低。近期一些机构投资UBER、蚂蚁金服、滴滴打车，说明行业在探索股权投资方面有了更多的动作。下一步，专项型的基金可能成为重点推进的项目。针对某一企业的混改项目，或某一行业（如民航业）的基金或将受到关注。

中国证券报记者获悉，目前正在筹划运作的保险参与私募基金主要关注的标的包括体育等成长潜力被看好的行业，以及一些以不动产、优先股、PPP 项目为投资对象的夹层基金。在专项基金方面，混改题材、并购题材等风险容易识别的项目也得到险资的青睐。一些保险资金正在尝试介入国企改革题材，希望能成立和混改有关的私募基金，借助改革题材获取投资收益。

接近保监会的人士对中国证券报记者表示，目前不动产基金亦被认为是险资下一步介入私募基金的重要突破点，而保监会也鼓励业内机构积极探索。虽然此前有过探索失败的案例，但这一方向仍应是保险机构努力的重点。“因为对保险机构而言，与此相关的很大一部分市场将面向养老需求，保险业延伸到养老产业方向的过程中，设立私募基金是比较好的方式。监管层要做的就是打开这扇门，具体的探索和创新由市场主体加大创新力度来实现。”

部分细节尚待明晰

正如前述人士所言，保险资金管理机构在项目的争取上，正在与银行等其他类金融机构进行竞争，密切关注对接实体经济的机会。一方面，保险资金凭借其长期价值投资的性质，在项目选择范围和资金运用空间上具备一定优势；另一方面，在基金设立和管理等工作上，保险资金从固有的投资习惯出发，依然面临需要克服的问题。

多位投资管理人员对中国证券报记者表示，即使牌照齐备，保险资金在投资私募基金方面的速度仍然不会很快，最主要的原因可能在于目前市场上适合险资投资的项目还比较少。一些项目在设计和管理方面并非为险资量身打造，存在一定的信息不对称风险。而保险机构

投资管理人员在其中的话语权还相对有限,且对于私募基金的理解仍有局限之处,尚不能较好地把控投资节奏。

清科研究中心报告显示,目前,除了中国人寿、中国平安、中国再保险、泰康人寿、生命人寿各投资一到两个PE基金之外,其他保险机构的操作鲜有成功案例,这一方面是由于政策给管理保险资金的机构设置了较高门槛,同时对于可投基金类型也进行了限制;另一方面则是由于保险公司本身打法谨慎。

接近保监会的人士表示,此次提出保险资金可以设立私募基金,题中之意包括推动保险资金建立规范化的基金治理结构,方式既可以是公司制,也可以是合伙制,同时回避了“契约制”的提法,“因为契约制绕不开税收问题,保监会还需与有关部门进一步沟通,以厘清各方面的法律关系。”

天元律师事务所人士近日撰文称,对于合伙制私募基金而言,发起人应为普通合伙人;对于公司制私募基金而言,发起人则一般是公司的发起股东。保监会发布的《通知》明确将发起人与基金管理人予以区分,较之于《保险资金投资股权暂行办法》的规定更加明晰界定。目前,除保险资产管理公司外,还有包括人保资本投资管理有限公司、人保投资控股有限公司、长江养老保险公司等在内的多家非保险资产管理公司的专业管理机构可以开展类似的保险资产管理业务。从保监会态度来看,人保资本投资管理有限公司等类保险资产管理公司的下属机构同样可以担任保险私募基金的发起人,因此,主要受到限制的还是获准可以开展保险资产管理业务的养老保险公司。

上述法律从业者认为,目前业内普遍存在的多个管理人模式,既有符合《通知》要求的,又有不符合《通知》要求的,如何适用法律

规定尚需进一步明确。此外，在保险投资私募基金过程中常出现的关联交易问题上，《通知》相关规定或将导致无法将私募基金所募集资金全部用于既有合伙人的下属投资项目，除非通过多只私募基金为各自之间合伙人融资的方式来予以规避，也是保险私募基金未来投资项目的多元化和市场化中有待商讨的话题。

2015-10-20 来源：中国证券报

大类资产配置险资判断现分化 震荡下加法减法难断

站在四季度伊始的节点上，保险资金对于大类资产配置的判断出现分化。一方面，对于上半年可观的权益类投资收益，及时落袋者提前达成了年内的投资目标，观望者眼见其浮盈缩水，激进者甚至“米缸”见底，由此使得机构对于权益类资产配置，特别是二级市场投资应该做加法还是减法出现分化判断；另一方面，对于开拓投资“新天地”，多位保险业内人士表达了乐观，虽然险资参与创新投资业务仍需时间打磨，但政策松绑下的获利空间依然被普遍看好。

震荡做加法，还是减法

股市在6月开始出现大幅调整后，保险资金先后经历数次投资策略方向的研判。进入9月以来，股市震荡幅度相对减弱，保险资金在对板块和相关个股进行调研之后，在投资判断上出现了分化。虽然整体上，保险资金认为价值投资理念仍是需要坚持的投资基本原则，但对于何时扫货，何时落袋，投资管理人士仍持不同意见。

整体而言，保险业资金运用在2015年以来获取可观收益。接近保监会的人士表示，前三季度，全行业资金运用的财务收益率超过5%，年化收益率超过8%，借助资本市场的上升行情，险资在权益类资产配置方面已经提前实现年初的投资目标。

中国证券报记者从业内人士处获悉，一些保险机构在投资操作方面坚持长期持有，但在6月后，由于主动或被动的因素未将前期浮盈落袋，客观上使得投资收益缩水，部分投资甚至由盈转亏。投资管理人员对于后市的判断出现了分化，在权益类资产配置上应该做加法还是做减法的争议由此而起。

另一方面，多家保险机构对于宏观经济形势的基本判断大致趋同，认为结构性风险暴露和利率、汇率的下行使得保险资金运用遭遇更大的挑战，考虑偿二代对险企资本的约束，保险资金在权益类投资和固定收益类投资方面亟待提升投资管理水平，风险管理能力的强化也应被列为重点工作。

投资渠道拓宽

2015年以来，保险资金运用的限制进一步放开，投资渠道的拓宽为行业对下一步风险分散配置提供了支撑。接近监管层的人士表示，近年来，保险业陆续探索债权投资计划、股权投资计划和项目资产支持计划等投资品种。债权投资计划为保险资金以债权方式服务实体经济提供了新的空间，股权投资计划尝试解决实体经济长期资本供给不足的问题，项目资产支持计划则在寻求国内证券化领域盘活存量资产的新方式。虽然一些投资品种目前仍处于起步阶段，但随着保险业内外机构对于险资运用研究和实际操作的力度增强，未来投资存在可观的增量空间。

业内人士表示，创新投资方式，是保险业新“国十条”以来相关政策落实推动保险资金运用的结果。近期，保监会发文提出保险资金可以设立私募基金，促进保险资金参与资产支持计划业务创新，推动中国保险投资基金筹建等工作都为险资在更大范围内创新资金运用

方式提供了可能。

就行业发展而言，自身的投资能力提升成为下一步的挑战。机构人士表示，目前保险资金在运用领域方面涉及较广，但机构间投资偏好和投资能力依然存在较大差异。大型保险公司及一些中型保险公司或借助自有投资团队和项目资源，或借助股东优势，将保险资金运用于支持实体经济发展的项目。从行业内保险资管机构的发展而言，保险资产管理机构在保险资金运用领域具有自身独特的优势，但保险资管机构在经营理念、内部控制、投研体系等方面还有进一步提高发展的空间。

2015-10-20 来源：中国证券报

银行理财

央行“双降”超预期 利率管制基本放开

23 日晚间，央行宣布继续下调一年期存款和贷款基准利率各 0.25 个百分点，并普降存款准备金率 0.5 个百分点。同时，对符合标准的金融机构额外定向降准 0.5 个百分点。

更为值得关注的是，央行同时宣布对商业银行、农村合作金融机构、村镇银行、财务公司等金融机构不再设置存款利率浮动上限。至此，我国利率管制基本放开。央行表示，物价下行、降息周期，是放开存款利率管制的机遇期，这不至于使得存贷款定价显著上升。

在此后一段时间，央行仍将公布存贷款基准利率，这表明金融机构市场化定价机制和利率传导机制仍不完善，利率市场化尚未完成。管制利率已“破”，但利率的市场化形成和调控机制仍待建“立”。

“双降”源于经济下行压力

央行研究局首席经济学家马骏分析称，这次降息降准，反映了最近一段时间宏观经济情况变化对货币政策的要求。一方面，实体经济仍然面临着不少下行压力，另一方面，虽然 CPI 涨幅由于猪肉价格的因素有所上升，但由于石油价格再度下跌、国内产能过剩等原因，PPI 的降幅继续扩大。另外，国际收支的情况也在发生变化。为了巩固前期稳增长措施的成果，维持实际利率的基本稳定，保持充足的流动性供给，仍有必要适度调整基准利率和法定存款准备金率。

10 月 19 日，国家统计局公布前三季度国内生产总值同比增长 6.9%。“GDP 破 7 之后，中央势必有所动作。而且此前央行扩大信贷质押再贷款试点、MLF 等也已有所铺垫，这次降息降准符合预期。”民生证券研究院执行院长管清友如此认为。

中金公司固定收益研究部门认为，从历史数据看，CPI 和 PPI 的裂口已经处于历史最高位，未来将开始逐步压缩，即 PPI 的通缩压力开始向 CPI 传导。7 天回购利率目前依然停留在 2.4%，处于历史的平均水平，但经济增长、通胀和长端利率都已经低于历史平均水平。从这个角度看，货币市场利率已经太高，需要进一步向下引导。

至于后续货币政策动向，管清友分析称，此次降息之后，基准利率（1.5%）已经再次低于 CPI（1.6%），但考虑到 PPI 依然在 -5% 以下，所以实际利率还是很高。在通胀低迷的情况下，央行仍有可能通过下调名义利率的方式来降低实际利率。时点上难以判断，但我们可以盯住 CPI 和 PPI，如果 CPI 和 PPI 下行超预期（尤其是 CPI），那么未来仍有降息的可能，但次数肯定不如降准多。

利率市场化尚未走完

马骏表示，放开存款利率上限是利率市场化的重要里程碑，但还不是利率市场化进程的全部。利率市场化进程中的另外两项重要任务是强化金融机构的市场化定价能力和进一步疏通利率传导机制。

一位不愿具名的境外货币当局研究员对记者表示，利率市场化的实质，是央行用行政手段管控资金的价格和数量，转变为用自己的资产负债表、利用自己是基础货币提供者的独特地位，“锚”定短期利率，并影响和调整整个收益率曲线。

一位县域地方法人银行支行行长对记者表示，尽管大部分国有大行和股份制银行此前未一浮到顶，但对于地方法人银行来说，“羊毛出在羊身上”，存款利率上限的放开还是会抬高负债成本。此外，尽管取消了管制，但利率的定价还是较为依赖央行继续公布的存贷款基准利率。

马骏强调，要让金融市场和机构更多地使用诸如 SHIBOR、短期回购利率、国债收益率、基础利率等市场利率作为产品定价的基础，逐步弱化对央行基准存贷款利率的依赖。

而至于利率传导机制，央行有关负责人在答记者问中表示，需要理顺的是“从央行政策利率到各类市场基准利率，从货币市场到债券市场再到信贷市场，进而向其他市场利率乃至实体经济的传导渠道。”

在谈及让利率传导机制更加顺畅的问题时，香港中文大学金融学教授施康认为，关键在于：一是降低间接融资比重，发展股票债权等其他融资手段；二是尽可能取消商业银行面临的经营限制，比如信贷配额，高存款准备金率等；三是放宽准入，加大银行业的竞争；四是要解决企业的软约束问题，提高企业对资金成本的敏感程度。

打破利率管制，是此前利率市场化的目光焦点之所在，目前已经落地。但央行副行长易纲此前曾撰文论述说，培育 SHIBOR 或其他市场基准是中国进一步推进利率市场化在浅层次上的必要条件，而产权清晰的所有制多元化、打破垄断、有序退出、预算硬约束，则是更深层次上的必要条件。

2015-10-24 来源：上海证券报

银行理财进入低利时代 钱多项目少境地尴尬

自从去年央行进入新一轮降准降息周期以来，债市逐渐走牛，各类债券收益率不断下行，这直接加剧了资产配置荒。

受相关大环境影响，目前“钱多项目少”成为资本市场的常态，许多资金已经无法寻找到合适的标的。而银行理财收益率的降低，更是难以保住市场份额和客户粘性。

在难掩颓势的收益率下滑的态势下，固定收益理财产品已跌入新低谷。其中，投资者“资产配置荒”的汹涌而来，亦令曾经风光一时的银行理财陷入尴尬的境地。

相对于资金端，另一方面，资产配置荒出现，也令优质资产的争夺越来越激烈，对于银行而言，优质资产的获取或也将日趋艰难。

理财产品“金十”褪色

近日，记者走访蓉城多家银行发现，虽然 10 月已过大半，但银行理财产品依旧“淡定”，而中秋、国庆的双节效应也基本隐没踪迹。

普益财富监测数据显示，10 月 11 日-10 月 16 日，银行理财产品的平均预期收益率为 4.58%，较上期减少 4 个基点。其中，预期最高收益率在 6.00% 及以上的理财产品仅为 17 款，市场占比为 2.35%。而就在包括“双节”在内的 9 月 26 日-10 月 10 日，银行理财产品平均

预期收益率亦仅为 4.62%，预期最高收益率在 6.00%及以上的理财产品共 27 款，市场占比环比仅为 2.32%。节日效应的不温不火可见一斑。

在分析人士看来，随着央行[微博]的连续降息和降准效应，银行资金面普遍比较宽松，银行理财的节假日优势正在逐渐消退。取而代之的，则是月末、季末、节日高收益理财产品的缺席，或将成为新的常态。

不仅是银行理财产品平均预期收益出现下行态势，包括国债、大额存单利率在内的整个理财市场似乎都集体进入了“低利”时代。以曾近风光无限的 P2P 网贷为例，2014 年 1 月网贷行业平均收益率为 19.6%，2015 年 9 月则降为 14.36%，降幅高达 26.7%。“炒股被套，基金惨不忍睹，黄金难以保持。”面临诸多投资领域不景气，多位投资者向记者感叹，已进入“资产配置荒”时代。应该如何投资已避免资产的持续贬值，也成为其最为关注的问题。

对此，有业内专家指出，高投资回报率甚至暴利的时代或许将一去不复返，我国可能进入一个较长期限的低利率时期。“未来能有 3%-4%的投资回报率已经算是不错的水平，5%就已经是投资的赢家。”

金融机构多途径寻优质资产

与大量有投资需求的却没有投资渠道的资金相比。作为理财产品发行方的金融机构，面临的烦恼更加直观。

记者调查发现，受相关大环境影响，目前“钱多项目少”成为资本市场的常态，许多资金已经无法寻找到合适的标的。“现在资管规模较大的银行没有投向的空置资金多达几百亿。”有银行资管部人士

表示，“有钱不知往哪儿投，没有好的资产配置，市场产品越来越少，收益越来越低。”

为了调和供求不平衡，减少运营压力，银行甚至有意在控制理财规模。银率网数据显示，今年9月累计有161家商业银行共发行4634款理财产品，相比上月减少2.17%。“未来理财市场的竞争，拼的是资产质量，得资产端者得天下。”有业内人士直言，但一个不容忽视的现实是，随着资产配置荒出现，优质资产的争夺或将越来越激烈，获取也将日趋艰难。中金公司研报亦指出，在信用风险扩散，社会融资的资金越来越多用于负债利息偿还的情况下，银行无论自营业务，还是理财业务，风控越来越严格，有钱也很难投放出去。

记者注意到，虽然银行理财产品的发行总规模有所缩减，但在具体投向中，债券与货币市场类产品却增幅明显。普益财富数据显示，9月，组合投资类产品市场环比仅增加91款，占比下降4.24个百分点至35.01%，然而，债券与货币市场类产品却环比增加799款，市场占比上升4.66个百分点至60.66%，占据了银行理财市场的大半壁江山。

另一方面，记者调查发现，为了尽量维持相对高水平的收益率，保住市场份额和客户粘性，部分银行不得不压缩利差，并采用给债券加杠杆提高资产收益的方式，将流动性较好的利率债或高等级信用债通过质押融资，进行再投资。据了解，通过优先、劣后结构化设计，以及债券股权质押回购比例的设置，杠杠最高可以放大到10倍。

但这无疑暗含风险。继南京雨润13亿元面临违约威胁后，央企中国中钢集团公司核心子公司发行债券也被担忧或出现违约。“在经

济下行背景下，债券市场陆续发生的信用事件并非孤立现象，前期积累的很多风险暴露的可能性很大。”中信建投宏观债券团队报告指出。

银行业内人士指出，因此银行在“加杠杆”时也多设置了警戒线，“一般国有大行在 40%，股份制银行则多在 60%~80%。”

2015-10-21 来源：中国网

信托

三季度固收信托火爆 证券信托发行锐减

在刚刚过去的三季度，证券信托与固收信托可谓是“冰火两重天”。据用益信托的统计显示，三季度证券集合信托的发行、成立规模分别为 218.5 亿元、181.9 亿元，较二季度的 1615.9 亿元、1529.3 亿元大降近九成，甚至不及牛市行情刚刚启动的去年三季度。

与此同时，大量资金回流固收领域，以基础产业信托为代表的固收类集合信托产品发行颇为火爆，一度出现“供不应求”的局面。

证券信托发行锐减

用益信托的统计数据显示，今年三季度共发行 186 只证券集合信托，发行规模为 218.5 亿元，而在 A 股火爆的二季度，该类信托产品的发行规模达到 1615.9 亿元，这意味着三季度证券集合信托发行规模环比大降 86.5%。值得关注的是，在牛市行情刚刚启动的去年三季度，证券集合信托发行规模为 314.8 亿元，与之相比，今年三季度同比亦下降 30.6%。

从成立情况来看，今年三季度共成立 279 只证券集合信托，成立规模为 181.9 亿元，与今年二季度的 1529.3 亿元相比，大降 88%，与去年三季度的 308 亿元相比，下降 41%。

此外，三季度存量证券信托规模亦有所下降。中国证券报记者了解到，受市场大跌影响，不少“阳光私募”产品遭到大量赎回甚至清盘。在监管机构降杠杆重压之下，存量伞形信托亦遭到清理。据媒体报道，监管层此前要求，此番清理整顿工作原则上应于9月30日前完成，个别存量较大的公司，不得晚于10月底前完成。中国证券报记者了解到，目前存量伞形信托清理已进入尾声。近日，某中型信托公司证券部负责人表示，其公司的伞形信托已经全部清理完毕。某伞形信托规模排名前三的信托公司伞形信托业务人士透露，其公司存量伞形信托中，除了停牌股外，其余基本清理完毕。

固收信托产品火爆

与证券信托发行疲软截然不同，股市下跌之后固收信托产品火爆起来。某信托公司销售人士说：“我们公司的产品最近一直被客户抢购，特别是收益率在10%以上的产品，差不多一天就被抢光。”实际上，这并非个案。至少5家信托公司的相关人士表示，近期传统集合信托计划，尤其是政信类产品销售回暖明显，几亿元规模的产品一天甚至几个小时就被抢光，多家信托公司近期产品近乎“断货”。三季度，一家位于中部的信托公司，投资其固定收益信托产品甚至一度需要摇号。该公司相关人士解释说，彼时恰逢几只规模较大的集合信托计划到期，这些老客户想继续投资这类产品；与此同时，一些资金从股市回流，使得其公司产品供给一时间出现数亿元缺口，不得不采取摇号的办法。

用益信托的统计数据显示，三季度基础产业集合信托发行规模为829.7亿元，较二季度的555亿元增长近一半，成立规模为784.4亿元，较二季度的497.7亿元增长49%。

2015-10-19 来源：中国证券报

17 家信托公司掘金新三板 年内已发行 49 款集合信托产品

《证券日报》记者根据用益信托提供的数据统计，今年以来，已有 17 家信托公司发行 49 款新三板集合信托产品，其中今年二季度发行 30 款新三板集合信托，三季度仅发行 13 款，不及二季度数量的一半。

研究人员认为，新三板集合信托产品在三季度发行量萎缩主要是因为新三板政策支持不如预期，市场成交量较小以及流动性较弱造成的。观察已经落地的新三板项目，绝大部分产品中信托公司仍未扮演绝对主导的角色，产品策略和投资标的的选择主要还是由投资顾问操刀。

投资热情降温

《证券日报》记者根据用益信托提供的数据统计，今年以来，已有 17 家信托公司发行 49 款新三板集合信托产品，其中一季度发行新三板集合信托 5 款，二季度发行新三板集合信托 30 款，三季度发行集合信托产品 13 款，今年 10 月份仅 1 款。

今年年初，中建投信托、中信信托首先试水新三板集合信托产品，二季度在资本市场火热行情的推动下，包括四川信托、中航信托、长安信托等 14 家信托公司的集合产品投身新三板。进入下半年以来，虽然市场行情并不明朗，但仍有兴业信托、国民信托、山东信托 3 家信托公司发行了第一单新三板集合信托产品。

从统计数据可以看出，一向在新三板走在前面的中建投信托，发行产品热情在三季度逐渐降温。三季度中建投信托仅发行 1 款新三板集合信托产品——“新三板投资基金 9 号集合资金信托计划”，这也

是中建投信托的第9款新三板集合信托产品，较二季度5款产品的发行速度，愈发谨慎。“后起之秀”四川信托发行新三板集合信托产品数量仍为信托公司之首，截至目前，四川信托已发行新三板集合信托11款，其中二季度发行产品7款，三季度发行产品4款。

对于新三板集合信托发行数量三季度以来的萎缩，格上理财研究员王燕娱解释说：“证券投资类信托发行数量锐减主要是由于二级市场的波动造成的，而新三板产品的萎缩主要是由于新三板政策支持不如预期，市场成交量较小，流动性较弱造成的。”

根据全国中小企业股份转让系统披露以及投中集团旗下数据产品CVSource统计，就2015年三季度来看虽然新三板挂牌企业数量、总股本水涨船高，但是新三板挂牌的3500多家企业里，只有30%曾经有过交易，每天的交易企业数量不超过200家，即不到10%，新三板仍然面对长期投资的考验。

专业性不足

信托仍以募资为主

今年以来，公布成立规模的31款新三板集合信托产品总募集资金28亿元。有信托人士表示，虽然有信托公司成立团队运作新三板业务，但由于新三板信托业务并不算信托公司强项，业务份额也较小，不会也不能够成为信托公司主要盈利业务。

百瑞博士后科研工作站研究员田业钧表示，信托行业在布局新三板市场时，在产品运作模式上看，有三种模式可以借鉴：一是独立运作模式，对管理人投研能力要求较高，目前公募基金、私募以及券商资管产品多采用此模式；二是投顾合作模式，信托公司作为产品受托人，同时引入投资顾问，共同开发管理新三板产品；三是新三板FOF

模式，通过设立母基金投资市场上发行的各类新三板资管产品，实现分散投资。

目前看来，新三板集合信托产品基本为投顾合作模式，其中或与私募基金合作，或与券商合作，或采用私募加券商的双投顾模式。例如中建投新三板投资基金 3 号（东海天堂一期）集合资金计划就采取了双投顾模式，分别为浙江天堂硅谷资产和东海证券（或其指定子公司）。

“市场上的新三板信托基本上都是和券商、私募合作的，信托在其中作为 LP，其实就是承担一个资金募集的角色，并不能体现多少实力。其实，信托公司是可以直接成立信托产品向拟挂牌公司贷款的。这种方式对信托公司在新三板投资方面专业性要求较高，要求有筛选优质公司的能力。”格上理财研究员王燕娱对《证券日报》记者表示。

在已经落地的新三板项目中，信托公司仍未扮演绝对主导的角色，投资标的选择和策略主要还是由投资顾问操刀，但信托拥有一票否决权。

以四川信托发行的新三板产品为例，国金量子 1 号、2 号新三板投资集合资金信托计划，力鼎 1 号新三板投资集合资金信托计划，盛世宏明新三板 1 号集合资金信托计划分别以国金量子、北京力鼎、盛世宏明等私募机构为 GP，信托计划为 LP。GP 按季度向受托人提交管理报告；GP 每月向受托人提交基金所投资的股权、股票的情况；受托人有权指派一位成员加入投资决策委员会，且该成员享有一票否决权，并在有限合伙全部账户预留受托人指定人员名章。

对于 GP 的选择，信托公司也会从业绩表现和管理制度等多方面做好尽职调查，并设立相关止损机制，例如国民信托联创 1 号新三板

投资集合资金信托计划规定，当有限合伙企业单位净值达到 0.78 及以下时，合伙企业提前解散。

2015-10-23 来源：证券日报

证券资管

自营两融滑坡 资产荒加剧券商转型焦虑

伴随上市券商 9 月财务数据的陆续公布，证券行业整体遭遇的业绩滑坡再次引发市场热议。在经历市场大幅调整和“去杠杆”之后，券商的经纪及自营业务收入遭受冲击，融资业务规模也出现下降，股权质押、两融收益权转让等业务风险逐渐暴露，后续发展“天花板”隐现，券商“靠天吃饭”的格局亟需摆脱。

实际上，目前证券公司均面临寻找新业务盈利点的难题。“IPO 暂停意味着投行业务转型再被重提，员工持股计划等资管创新进展缓慢，互联网方面投入短期难以看到成效，创新业务的突破力度不大，让管理层感到十分焦虑。”有券商资本市场部相关人士坦言，在流动性宽裕引发的资产配置荒背景下，来自基金、第三方理财等各方资管机构都在试图推广新业务产品来打破困局，券商各项业务创新不得不面临更为激烈的市场竞争。

不过，也有业内人士认为，当前市场逐渐企稳，将在一定程度上缓解券商面临的窘境，部分券商在互联网金融、新三板直投、并购、资管等业务发展迅猛，也给券商多业务试水打开局面，而资本市场改革仍是当前主要趋势，后续政策利好的推动也会放松监管条件，鼓励券商做更多业务的探索和创新。

券商多业务线遭遇收缩

尽管券商转型业务探索多年，但以经纪业务为主的“靠天吃饭”格局却依然没有改变，9月业绩数据陆续亮相暴露券商因市场低迷而业绩大幅滑坡的窘境。数据显示，22家券商共计实现净利润51.63亿元，比8月减少19.72%，其中，华泰证券等14家证券公司业绩环比下滑，包括山西证券、瑞信方正证券、东方花旗证券在内的几家券商出现由盈转亏的状况。

多家券商分析师预测，今年10月底即将出炉的三季报将可能是券商近期业绩的低点。“成交量快速下滑大幅影响公司基础收入；佣金战逐渐收官，随着新开户数的快速回落，佣金率水平也在持续下降。”招商证券非银行业分析师洪锦屏预计，受累于二级市场大幅下挫影响，市场成交明显放缓，券商三季度传统业务将出现环比负增长，金融创新放缓等将影响短期行业发展规划和步伐。

在券商的多项业务收入中，自营业务的滑落开始成为业内普遍的担忧。此前多家券商在三季度联合承诺自营权益类仓位在4500点以下不减持以维护市场稳定，然而，同期沪深300指数累计下跌近三成。有观点认为，此次行动中担当主力的券商，因资金大量进场而被深度“套牢”，可能令行业整体“元气大伤”。“多家券商向证金公司上缴资金进行投资，短期应处于亏损状态，虽然利润表短期不受影响，但是仍受到隐性压力。”洪锦屏表示。

与此同时，场内去杠杆的加速，也令券商两融规模快速下滑。数据显示，9月30日两融余额约9100亿元，相比最高2.26万亿元，规模减少六成，而三季度日均两融余额1.26万亿元，环比降低35%。在业内人士看来，券商两融规模的大幅缩水，意味着市场融资需求的下降，而券商与银行、保险机构开展的两融收益权转让业务也会同时

受到打击，券商多项业务条线可能面临全面收缩。中证协公布的场外证券业务统计显示，7、8月份券商新发收益凭证分别为790只和560只，发行规模为558.69亿元和161.27亿元，发行规模存在递减趋势。有券商非银金融分析人士测算，在券商两融高峰时期，两融收益权的转让规模大约保持在3000亿元规模，而当前由于市场的回落以及银行风控要求的提升，这项业务的规模总体或已经低于千亿。

“新发收益凭证属于券商债务融资工具之一，其规模的减少，意味着券商可做质押、自营投资以及两融业务规模的资金也在急速下滑，与其相关的资产配置业务都将面临调整。”深圳某券商资管业务人士表示，当前市场资产配置荒在各大金融机构均有所体现，而机构在资产配置尤其是证券市场上的选择谨慎也令券商业务开展陷入两难境地，“需要不断开发新的产品和业务条线，将民间大量资金吸引进来以获得通道收益或管理佣金，但同时券商收缩杠杆、资金闲置的问题也需要尽快解决，这是行业普遍面临的问题。”

“由于前期清理配资，场内外结构化产品基本已经退出市场，机构可做的业务又再一次回归到传统的经纪业务上来，而由于对风险控制的要求，后续在两融、股权质押等业务方面的门槛短期也不会放松，预计发展的空间将受到严格限制，相应收入也会大大减少。”一家中型券商相关负责人表示，当前券商面临创利模式重构的阶段，一方面传统佣金及信用收入、投行及其他业务条线收入难以成为券商盈利的基本保证，另一方面创新业务的回报仍未明确，未形成稳定和可预期的收入回报，加上各类新金融产品的冲击，券商传统业务架构亟待调整。

管理层陷转型焦虑

实际上，有关业务转型和创新的命题很早就已经摆在券商眼前，去通道依赖、加快新产品驱动、积极谋求转型等战略均已明晰。相比十多年前经历混乱治理时期，如今的证券行业的实力却已经大幅提升，各项制度及风控措施相对完善，尤其在市场行情火爆时期推动创新，似乎也在情理之中。

华融证券分析师赵莎莎表示，从支持资本市场改革和国家产业的角度看，近五年内将是证券行业跨越式发展的转型期，金融改革将为券商提供一个优秀的发展平台，新三板、场外市场、创新式衍生品、结构化产品等等，都为券商提供非常好的发展机遇。与此同时，由于业务快速拓展的需要，今年以来，多家券商选择通过 IPO 融资、定向增发、短期公司债等多元化通道进行全方位融资，以满足日益扩大的资金缺口，资本扩张的迅速也令券商实力倍增。

“不过这次超出普遍预期的市场调整，的确让券商的业务收入受到打击，同时也让公司自身的业务创新进程出现放缓或被搁置。”上述券商人士坦言，由于股市调整，诸如资管等业务也遭受拖累，原本大力度推进的创新业务由于风险问题被重新考量，“此前加杠杆的业务扩张，令券商内部很多业务的风控都弱于产品设计，加上人才不足的问题，在业务创新方面频频出现风控措施缺乏等问题，现在大部分券商谈及创新都变得更加谨慎，内部推动创新的阻力变大。”

在一些券商眼中，部分创新业务开展难见成效，短期难以贡献收入，积极性也大受打击。今年7月，管理层为稳定市场，鼓励上市公司高管增持以及员工持股计划等股权激励机制，一时之间券商纷纷推出相关的资产管理计划产品，一定程度上也打开了券商资管业务的市场空间。“但是员工持股计划的完成过程非常缓慢，有些历时半年才

会完成购买，有些则出现直接终止的情况，在实际操作层面，这部分业务开展的情况并不理想。”上述券商资本市场部人士表示，原本希望通过投行部的经验和资管业务创新来摆脱通道依赖症，但目前来看这项业务的开展仍处于起步阶段，将其作为转型“风口”还为时过早。据了解，该项业务费率基本为千分之二以上，具体标准主要取决于上市公司规模，整体利润并不高。

与此同时，在互联网理财及金融战略潮流下，对于金融机构普遍存在的互联网转型思路，证券公司内部人士却并未乐观。据某券商机构人士透露，当前部分券商内部设立互联网金融部门主要是为了迎合市场趋势，但真正发挥的功能却非常有限，券商传统的业务架构并未发生实质变化，“现在市场的情况是等待制度重新修复，金融机构对自身互联网金融投入的精力开始分散，加上监管层对创新的容忍度可能在降低，短期缺乏动力去做相关布局。”在上述人士看来，互联网金融业务的布局短期烧钱、缺乏互联网运营经验，而传统业务模式的颠覆却并没有发生。

“我们现在特别想知道同行业之间传统业务转型创新的经验，借此复制模式，然后开展新的业务。但整体来看，似乎也没有发现特别的亮点。很多业务的创新，似乎进行到了一半，就没有下文了。大的券商靠资本金优势做综合业务，而小的券商就只能挑个性化的优势业务拓展，这也很难选择。”某小型券商机构相关人士表示。

期待改革红利助推发展

值得注意的是，券商在推进业务创新和转型的过程中，对风控要求的精细化以及业务监管的严格化仍需提高。今年以来，多家券商频

频出现降低投资门槛、放松外部接口、为场外配资提供便利等业务违规事件而受到处罚，其风控漏洞频频爆发风险，也值得行业整体深思。

据了解，由于当前券商行业竞争激烈，加上依赖的收入模式单一，券商往往出现违背监管规定的业务操作。比如在场内外配资方面，券商为赚取更多交易佣金，而采取将接口开放给第三方的策略，令大量配资顺利进入场内交易。“尽管总部会下发监管政策，但营业部和经纪人迫于业绩考核压力，在投资者门槛和其他业务合规上都会出现发水的状况，最终目的也是赚取更多交易佣金，这是券商业务部门容易出现的风控问题。”有券商人士透露。

在业内人士看来，券商在加紧业务转型的期间，同样需要反思业务创新可能引发的风控漏洞，避免在创新业务上过于激进，甚至利用金融衍生工具而在市场上套利，进而引发二级市场的风险。有券商机构认为，除了传统业务之外，券商资金运营投资、资本中介以及资产管理等业务均与“创新”有关，在将其作为业务新盈利增长点的同时，也需要认真查找其中存在的问题，提高风控要求，同时也不排除监管部门加大对券商常态化强势监管的可能。

不过，也有观点认为，虽然券商整体面临转型的“十字路口”，业务创新仍需时间探索，但市场不需对行业产生过分悲观的预期。华泰证券非银分析师罗毅表示，券商自营两融风险无须过度担忧，市场企稳下风险可控。“未来，券商是资本市场改革的主力军，将直接受益于改革红利。”招商证券研究认为，即便行业三季度净利润明显下滑，但受益于高基数效应，总体而言，三季度净利润同比去年牛市初期仍有大幅增长，市场情绪转向积极，行业基本面也将有望在四季度出现反转。

在具体业务条线上，券商资产证券化、场外等业务的发展空间也颇令业界期待。有非银行业分析师表示，当前在盘活存量的大背景下，金融体系和企业的庞大存量资产将推动资产证券化业务成为券商资管的一大亮点，资产证券化产品正在加快创新。另据了解，包括国泰君安、招商证券等在内的综合型券商在碳金融、资产托管、FICC业务、互联网金融、国际化、私募基金孵化等创新业务方面发展迅速，后续业务架构实现顺利转型可期。

2015-10-22 来源：中国证券报

公募基金

公募资产规模回升至近 7 万亿 股基份额降幅缩窄

据中国基金业协会最新数据，截至 2015 年 9 月底，我国境内共有基金管理公司 100 家，其中合资公司 46 家，内资公司 54 家；取得公募基金管理资格的证券公司 9 家，保险资管公司 1 家。以上机构管理的公募基金资产合计 6.69 万亿元，较 8 月环比微升 0.75%，这也是公募总规模在连续下跌 3 个月后首次出现回升。

在开放式基金中，股票基金份额为 5814.33 亿份，环比下降 13.07%，资产净值达 6331.30 亿元，较 7 月环比下降 12.65%，两者降幅均现明显缩窄；但混合基金份额为 15362.17 亿份，环比下降 5.92%，资产净值达 16703.77 亿元，环比下降 6.12%，两者在 8 月上涨后又现下滑。

同时，货币基金和债券基金的规模较 7 月同期继续提升，但增幅收窄。货币基金 8 月规模 36695.45 亿元，较 8 月环比上涨 5.74%，增幅略低于 8 月水平；债券基金规模达 5011.81 亿元，较 8 月环比上涨 10.23%，增幅与上月持平。另外，QDII 基金规模达 568.49 亿元，

较 8 月继续下滑 9.31%。封闭式基金 7 月规模达 1527.30 亿元，较 7 月下滑 2.39%，降幅收窄。

南方基金首席策略分析师杨德龙认为，9 月市场不像 8 月那般单边下行，而是在震荡中筑底回升，所以股票型基金没有像 8 月份那样大幅缩水，说明随着市场的稳定，投资者的恐慌情绪也逐步减少，预计 10 月随着 A 股的进一步上涨，投资者情绪会进一步改善，股票型基金的规模可能会止降为升。对于四季度，他认为市场震荡上行的可能性大，三季度已经把很多不利因素消化了，包括去杠杆接近尾声、看空者仓位已经非常低甚至接近于零等，市场抛压不会过重。

星石投资总经理、首席策略师杨玲则认为，未来稳增长政策仍需加码，货币政策宽松的方向和无风险利率下行的趋势仍然不改，在流动性较为充裕的大背景下，大类资产仍会向股市持续转移，因此未来牛市发展的方向依然不变。但是由于股市杠杆资金的清理，投资者的理性回归，未来大概率是一个更为健康的长牛慢牛格局。消费依然是最大亮点：尽管 9 月份 PMI 有所回升，PPI 同比降幅止跌，环比降幅收窄，工业领域初显企稳迹象，但是面临的下行压力依然很大。同这些数据相比，消费数据社会零售总额一直持续上升，9 月份社会零售总额数据同比增长 10.9%，增速逐月提高，说明消费行业的景气度持续上升；另外中国的消费潜力依然强大：前三季度全国居民人均可支配收入 16367 元，同比名义增长 9.2%，远高于 GDP6.9%的增速。因此在整个大消费景气向好，再加上一些与结构升级相关消费行业的增速明显等特征，未来业绩确定性较强、成长性较好的消费股将会扛起引领市场上涨的大旗。

2015-10-20 来源：中国证券报

各路资本涉足 公募牌照成布局大资管重要棋子

在大多数公募基金公司开始愈加侧重专户、子公司业务发展，将公募业务视为鸡肋的时候，券商、PE，信托甚至房地产等领域的资管机构，却意图在公募行业分一杯羹，争先恐后申请公募业务牌照，在专业人士看来，虽然做公募基金业务并没有那么容易，但这却是企业打通上下游，布局大资管体系重要的一枚棋子。

各路资本群雄逐鹿

2013 年 2 月，在公募基金行业举步维艰的关头，监管层对公募基金业务做出了降门槛的政策，此举吸引了各路资本前来抢滩公募基金市场，近两年来不少资管机构都在积极申请基金牌照。

最新披露的基金公司设立申请表显示（以下简称《申请表》），10 月 12 日，一家名为河南省安融房地产开发有限公司申请设立公募基金公司，该公司将以 100%的股权独资设立，而这也是迄今为止市场上首次出现房地产开发公司申请设立公募基金公司。

除了房地产开发公司外，去年申请公募牌照的“积极分子”PE 机构今年也没有缺席，昆吾九鼎投资继 2014 年成立九泰基金后，今年 6 月又申请设立第二家公募基金公司——瑞泉基金公司，若该公司成立，将是第五家 PE 系基金公司。此前已有新沃基金、红土创新基金、中科沃土等 PE 系基金公司相继成立。

相比私募机构进军公募的速度，信托公司也丝毫不差。去年先后有安信信托拟参股国和基金、渤海国际信托拟控股本源基金，今年 2 月，西藏信托也拟以 30.7%的持股比例发起成立嘉盛基金公司，目前成立的信托系基金公司已有圆信永丰、北信瑞丰、嘉合、金信基金等。

此外，券商也是最早加入公募基金市场的一员，2013 年 9 月，首张证券公司公募基金业务牌照被东方证券抢先，紧接着去年华融证券、山西证券、浙商证券等也获得公募管理业务资格。今年 8 月，又有湘财证券和中航证券先后申请设立公募基金公司。

2013 年 6 月，《保险机构投资设立基金管理公司试点办法》的实施，加速了保险公司挺进公募市场的步伐，国内最大寿险公司中国人寿率先成立了国寿安保基金公司。随后，安邦人寿也在今年 4 月申请设立公募基金公司，8 月，华泰保险也打算以 80%的股权，控股申请设立华泰基金公司。

值得一提的是，除了各大资管机构外，不少资本实力雄厚的自然人、行业大佬也开始参股甚至全资申请设立公募基金公司。如 9 月 2 日，上海恒越投资公司法定代表人李曙军以 100%的持股比例，打算一人设立一家公募基金公司即“恒越基金”。9 月 24 日，凯石投资董事长陈继武就申请设立了凯石基金公司，持股比例为 96%。

醉翁之意多不在酒

对于 PE、信托、保险等资管机构申请牌照的目的和意义，业内人士表示，上述机构设立的基金公司恐怕并非是想抢占多大的市场份额，多数只是将公募牌照作为布局大资管体系的棋子，起到方便打通产品业务上下游链条的作用。

“资管机构看上公募基金牌照，更多的是为了布局金融控股集团，方便打通金融行业上下游，弥补自身行业缺陷，申请公募牌照，可以实现更多的资管覆盖，为自己的客户提供更好的服务。”钱景财富 CEO 赵荣春认为。

九鼎投资相关负责人曾指出，公司一直在致力打造综合性资产管理平台，满足客户的多元化投资需求，并实现投资能力在不同领域的价值实现，因此开始涉足公募业务。

格上理财研究员王燕娱表示，申请公募基金公司的牌照有两个原因：一是涉足二级市场，通过设立公募基金公司能更独立、更专业地运作证券投资类的业务；二是为了设立基金子公司，开展能跟 PE、信托等类似的资产管理业务，因为基金子公司资管业务的范围更广、政策红利更多。近几年，PE、信托等政策红利逐步削减，想要继续发展相关业务，借助基金子公司的平台是最好的。

“公募基金牌照对于他们的好处是，可以宣传金融集团的概念，可以提高估值，比如一个互联网公司通过定增来搞互联网金融，放在金融圈来看比较牵强，但有了公募基金公司专业团队操作就显得更加专业和可信度更高。”深圳一家大型基金公司市场部人士表示。

北京一家保险资管公司投资总监也指出，现如今很多大的保险公司已经不仅只做保单业务，这样会比较局限，他们希望融入整个金融市场。取得公募基金牌照，就可以在传统业务的基础上再跨出一步，能够为客户提供更多的理财解决方案，目前不少保险营销员也在学习基金知识。

机遇和挑战并存

尽管设立公募基金公司门槛降低，各路资本均可来搅一池春水，但众所周知，公募基金开展业务的难度，并不会因“降门槛”所改变。更何况，在市场份额已经被规模前几大基金公司占据的时候，未来这些新设基金公司能否占据一席之地，还很难说。

“开展公募基金最大的难处，首先是投研制度的建立，以及人才的长期培养。另外，新成立公司还将面对销售难的问题，新公司有多少资金可以烧，进入银行、券商等传统渠道要价非常高，尾随 70%-80% 都正常，新公司赚不到钱。”上述深圳一家基金公司市场部人士坦言。

北京商报记者注意到，很多新成立的 PE、券商、信托系基金公司，并未在短时间内摸准公募基金开展的脉络，如去年 2 月成立的圆信永丰基金公司，尽管拥有纯正的信托系背景，但规模却不断缩水，数据显示，2014 年底，圆信永丰的规模还有 12.22 亿元，但截至 2015 年上半年，该公司规模已缩水到 10.04 亿元。另外，去年 6 月成立的 PE 系红土创新基金公司，经过一年多的发展目前仅有一只公募产品。

此外，公募基金人事动荡的问题，也在新基金公司上演，首家 PE 系公募基金公司“九泰基金”去年刚刚成立不久，就出现了总经理和督察长相互易位。去年 7 月成立的信托系基金公司嘉合基金至今也已经发生了多次高管变更。

格上理财研究中心研究员王萌萌指出，公募基金体系完备，监管法律法规健全。PE、信托等机构若要踏入公募基金领域，不仅要在主营业务、场所、人员等方面配备健全，还要适应其严格的监管环境。比如，公募行业管理人才稀缺、投研成本高企等问题需要 PE 等机构解决并适应；监管部门在接收公募基金申请材料后，会对控股股东提出风险控制要求，对 PE 机构而言，则包括要建立一级市场与二级市场的防火墙，严禁关联公司进行一二级市场的利益输送，防止内幕交易。

2015-10-23 来源：北京商报

私募基金

深耕私募产业链 多机构布局私募市场

截至9月底，在基金业协会备案私募已超2万家，私募基金的快速发展，引发各类机构积极布局私募产业链。在A股市场出现反弹的背景下，一场由上海期货交易所、对冲汇主办，华泰证券、美国盈透证券、中粮期货、量邦科技等联合协办的私募机构交流会在京举办，探讨当前私募基金面临的环境和发展机遇。

多方发力私募产业链

私募行业发展迅速，基金业协会数据显示，截至9月底，已登记私募基金管理人20383家，已备案私募基金20123只，认缴规模4.51万亿元，实缴规模3.64万亿元，私募基金从业人员31.74万人，管理规模100亿以上达75家。

但私募行业也面临一些考验。6月中旬以来，随着市场下行，私募无论是发行的基金数量、发行规模等在增速上持续放缓。近期，私募行业也面临巨大变化，比如程序化交易受限、股指期货交易萎缩、系统改造等。

在这样的行业背景下，券商、期货、第三方等多家机构都在积极布局，争抢私募蛋糕。业内人士认为，环境的变化，将加速券商等机构自建系统，明年能够推出更完备的信息系统，服务私募产业链。

券商：建立强大的PB系统服务不同阶段私募

在私募行业如火如荼发展下，券商早已敏锐嗅觉机会，发力PB业务。华泰证券北京西三环营业部总经理魏智敏表示，目前华泰为私募基金提供多项综合服务，从私募公司设立、产品托管、运营外包、投资平台等基础服务，到融资融券、产品发行、资金引荐等资券融通

服务，再到信息披露、研究、产品评价、产品转让流通等增值服务。目前华泰的 PB 系统有两个版本，囊括了较为全面的投资交易功能。

据魏智敏介绍，截至 9 月底，华泰 PB 业务规模相比 2014 年全年，代销产品规模增长约 860%，代销申请数量翻了 5 倍，实际代销私募产品数量实现翻倍；托管运营外包申请数量增长 100 多倍。

魏智敏还表示，目前华泰合作的私募有朱雀投资、万吨资产、民森投资、泽泉投资、融通资本、千石创富资本等。

“我们不仅为私募提供一整套完整服务，还为处于不同生命周期的私募提供服务组合。比如为成熟的私募，提供资产托管、运营外包、资金募集、通道资源配置、证券融通、衍生产品设计等服务，为新兴的私募，提供投资平台建设、产品方案咨询、产品评价、客户引荐等服务。”魏智敏表示。

期货资管：依托产业客户向私募开放 PB 平台

除了券商，期货公司同样积极布局私募业务。中粮期货是首批获得资产管理资格的期货公司之一，中粮期货资管部总经理王洋介绍，他们在注册备案、产品创设、风险控制、产品销售、产品运营和业绩公示等环节为私募提供服务。作为期货公司，未来目标是“深耕 CTA，致力于将期货策略推向资管行业大平台。发挥净资产优势，构建多层次资金池，多角度全方位为产业客户服务”。

据王洋介绍，相比券商，期货公司的资产管理业务非常新颖，大部分期货公司从 2015 年才正式开始铺开资管业务，但其增速很快，到今年上半年，整个期货行业的资管规模是 419 亿，预计年底能突破千亿大关。期货资管的业务类型，分为一对一和一对多，投资方向包括股票、债券、期货、期权、基金、央票等。

“中粮期货的资产管理平台在今年搭建完成，向私募开放，提供PB 业务服务，包括注册备案、产品创设、风险控制、产品销售、产品运营、业绩公示等。另外，比较有特色的是，我们的经纪客户以产业客户为主，所以有部分产品推广给产业客户。我们会根据私募提供的资料 and 实际调查，根据基本情况、投研能力、风控水平、过往业绩等，对投顾进行划分，出具报告和评级，私募可以拿着报告给我们的产业客户或银行，洽谈合作。”王洋表示。

王洋还说，中粮期货融资渠道广阔，目前成立 FOF 项目，投顾可以直投。但相比券商，期货投顾对技术要求非常高，他们在这块投入很大，另外发行流程短，投资方向广。同时中粮将利用净资产优势，构建多层次资金池。

对冲会：做对冲基金专业研究以产业链思维服务私募

对冲汇执行合伙人孙嘉则表示，对冲基金行业是一个产业链，这个产业链的左边就是具有投资管理能力的私募基金、对冲基金，右边就是通常说的资金方、或者需求方，就是有财富管理需求的高净值客户以及有资产管理需求的投资机构或金融机构，他们希望把资金交给一些有专业管理能力的团队去打理，获取投资收益。

在孙嘉看来，在私募投资管理能力和客户资金之间搭建桥梁，做产业链中间的服务环节非常重要，比如券商、期货、第三方通道、信托计划、基金子公司、银行私行和同业部、三方财富公司等都在做这个事。

孙嘉告诉记者，现在私募行业有三个痛点，一是要名字被人知道，二是业绩需要被认可，三是产品需要被销售。对冲会目前致力于服务成长型、创业型私募。去年他们帮助一批私募办理备案注册等基础工

作，同时对私募做尽职调查和评价、为客户推荐好的私募，和 FOF 公司签署协议，比如恒天财富等。

据孙嘉介绍，对冲会基于量邦科技的专业能力，做对冲基金专业研究，建立对冲基金实验室，研究对冲基金评价，开发对冲基金评价系统。他们收入了行业内 4000 多家私募公司、1 万两千多只产品，根据不同的模型、策略等，做标准尽调报告，对公司和产品进行研究、评价，得到了十几家 FOF 客户的认可。

私募：市场波动特征改变机构博弈将成主流

在经济结构转型背景下，经济数据较差，中国去杠杆之路尚远，但机构认为无需过度悲观。私募基金作为资本市场的重要力量，积极投资新兴产业。在经历 6 月以来的股灾、投资工具受限后，私募对自己的发展有了更深的思考。

作为量化对冲基金，北京深蓝启明投资管理有限公司总经理于伟认为，在经历股灾后，私募应该明白，永远不要跟趋势大势作对。私募需要给自己底线思维，建立完整交易模型，一是如何进场，二是如何止盈，三是如何止损。私募的生存之道，是尽量避免大的错误，要认清自己的能力边界，做擅长的事情，还有择时比选股、交易更重要，要学会忍耐和等待。

关于后市，于伟认为，政策驱动、利率周期、流动性、风险偏好仍是推动本轮牛市的关键要素。短期市场需要调整、确立信心，并完成收敛整理及筹码锁定。市场波动特征与之前发生了根本变化，传统的买入持有逻辑遭遇挑战。机构博弈将成为市场交易的主流方式。未来大资金对创业板配置要更加谨慎。

2015-10-21 来源：中国基金报

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：

