

## 目录

本期导读.....	2
统一资管监管望提速 金融监管体改或新设协调机构.....	2
一揽子 PPP 资产证券化支持政策将出 市场潜力或超万亿.....	2
宏观政策.....	3
月末前资金面预计仍受 MPA 影响 短期流动性难乐观 .....	3
交易所债券回购新政在途详解：审慎新老划断、改善质押结构.....	5
2017 年地方置换债券额度 略超 3 万亿 地方债供应量低于去年.....	10
监管政策.....	16
统一资管监管望提速 金融监管体改或新设协调机构.....	16
严查借助资管产品恶意操纵.....	23
保险资管.....	25
机构“抢滩” 保险金信托背后： 这个市场不好做 .....	25
行业新闻.....	32
大资管时代掘金“主动管理” 新沃基金主推“量化固收”策略 .....	32
一揽子 PPP 资产证券化支持政策将出 市场潜力或超万亿.....	34
资管业务终将回归真正的信托.....	37
产品情况.....	48
信托产品.....	48
资管产品.....	48
银行理财.....	49

## 本期导读

### 统一资管监管望提速 金融监管体改或新设协调机构

据财新报道，央行牵头酝酿的新的资管办法基本修订完毕，较网络流传版本而言，该办法删除了监管问责的条款；虽银监会及保监会持有保留意见，央行仍将负责统筹资管产品统计工作。资管业务的统一监管有望加速，但金融监管体制改革仍道阻且长。维持现有监管架构的可能性很高，但不排除会在“一行三会”更上层建立一个协调机制。

### 一揽子 PPP 资产证券化支持政策将出 市场潜力或超万亿

随着相关政策的明确，我国 PPP 项目资产证券化产品迎来了集中落地期。官方数据显示，截至目前，各地区上报至国家发改委的 PPP 资产证券化项目有 41 单，其中，发改委向证监会推荐了首批 9 单 PPP 资产证券化产品，其中有 4 单产品已经获批在上交所和深交所发行，总规模达 27.14 亿元。其他 5 单产品预计将在 1 个月后落地。

《经济参考报》记者多方采访获悉，央行和财政部目前在研究 PPP 项目资产证券化的相关支持政策，预计很快会推出。这些政策包括 PPP 资产证券化需满足的条件以及配套的监管机制等内容。这意味着，银行间市场也将正式迎来 PPP 资产证券化产品的落地。

## 宏观政策

### 月末前资金面预计仍受 MPA 影响 短期流动性难乐观

在资金面持续紧绷、市场情绪持续趋于谨慎的背景下，央行周三（3 月 22 日）连续第三个交易日通过公开市场操作提供资金支持，叠加当日光大银行可转债网下申购资金退款等因素，周三市场流动性较周二略有好转，但主要期限资金利率水平依旧在高位运行。分析人士指出，月末前市场资金面预计仍将受到季末 MPA 严格考核、商业银行体系资金融出显著减少等不利因素影响。在此背景下，近几个交易日市场流动性状况预计仍难乐观。

#### 公开市场解渴效果有限

3 月 22 日，央行以利率招标方式开展了 900 亿元逆回购操作，其中 7 天、14 天、28 天品种分别为 500 亿元、200 亿元和 200 亿元，中标利率分别为 2.45%、2.60%和 2.75%，均与前日持平。当日同时有 500 亿元逆回购到期，由此实现资金净投放 400 亿元，为连续第三个交易日净投放资金。

连续净投放下银行间资金面的紧绷状况略有缓和，但主要期限资金利率依旧处在高位。WIND 数据显示，22 日银行间隔夜、7 天、14 天和 1 个月期限的质押式回购加权平均利率（存款类机构）分别为 2.72%、2.93%、3.72%和 4.86%，环比分别走低 2BP、16BP、63BP 和 10BP。昨日 7 天期回购利率虽下降超过 10 个基点，但仍为 2015 年 4 月 9 日以来的接近两年单日次高水平。

商业银行报价资金拆借利率方面，周三隔夜至 1 年期限的 Shibor（上海银行间同业拆放利率）利率继续全线小幅上涨，其中 3 个月 Shibor 利率升 2.31 个基点报 4.4077%，再度刷新了 2015 年 4 月 22 日以来的接近两年新高。

## 资金面短期仍难改观

交易员表示，在中小型商业银行原本就对季末 MPA 考核“焦头烂额”的背景下，公开市场净投放资金和光大转债解冻资金仍然大多数停留在银行体系中，因此对资金面供求形势的改善十分有限。周三银行间回购利率虽普遍下行，但市场对短期资金面的主流预期仍不乐观。

华创证券周二表示，央行为避免资金剧烈波动造成大面积违约带来系统性风险，可能会定向投放资金维持市场资金总量的紧平衡。但另一方面，央行继续通过偏紧的资金投放和公开市场操作利率的上调来维持资金价格高位，也说明央行对于资金价格的管控有所放松。整体来看，今年资金利率上升的速度将明显加快，并持续保持在高位。

光大证券固收首席分析师张旭也认为，近期资金紧张的主要因素是货币市场中的被动紧缩，以及银行预防性备付的提高。如果预期资金会紧张，那么资金融入和融出方分别会形成一个正反的“反馈螺旋”，并相互叠加，造成利率大

幅波动。该分析人士同时指出，无论银行对 MPA 的准备有多充分，减少对非银的融出都将是必选项。在此背景下，3 月末结束前，资金利率波动加大仍将是大概率事件。

## 交易所债券回购新政在途详解：审慎新老划断、改善质押结构

由于新政仅针对新发债券，并不会对存量质押债券产生冲击；这也意味着，部分认为对此轮政策是在“去杠杆”的市场观点存在一定程度的误读。“这并不算是在去杠杆，因为去杠杆通常是说存量，但这次政策是新老划断的，并不影响二级市场，3 月 22 日的市场表现平稳也证明了这一点。”一位接近监管层的权威人士表示。

交易所债券质押回购新政的酝酿，正在让市场形成新的预期。

3 月 22 日，21 世纪经济报道记者从接近监管层的权威人士处确认，监管层的确在酝酿有关交易所债券质押回购的新措施。新政主要针对新发行债券，即拟只允许主体、债项分别达到 AA/AAA、AA+/AAA、AAA/AAA 的三类公募债进入可质押库。

上述权威人士表示，这一政策主要和监管层对近年来交易所债市扩容后，质押回购余额过快增长的风险遏制有关。数据显示，目前交易所债券回购余额已从 2015 年的 9000 亿元上升至 1.6 万亿。

由于新政仅针对新发债券，并不会对存量质押债券产生冲击；这也意味着，部分认为对此轮政策是在“去杠杆”的市场观点存在一定程度的误读。“这并不算是在去杠杆，因为去杠杆通常是说存量，但这次政策是新老划断的，并不影响二级市场，3月22日的市场表现平稳也证明了这一点。”上述权威人士表示。

而据 21 世纪经济报道记者获悉，中国结算在 3 月 22 日上午的相关培训会上再一次对上述政策背景进行了介绍，与会机构也对这一政策预期表示了理解。“调控预期是符合债市发展方向的，有利于债券市场的平稳发展。”一位与会机构人士认为。

值得一提的是，上述政策的诸多细节和落地时间也有待最终明确。“政策从酝酿到落地需要征求更多市场机构的意见，同样落地也需要一个程序。”上述接近监管层的权威人士表示。

## 优化质押结构

此轮针对增量债券入库标准的提高，主要来自于监管层对质押回购余额增长的遏制目标。



“这个政策其实是一个关注长期、系统性风险的调整，并不是拍脑袋的决定；像 2013 年分批调整质押券标的，到 2014 年对企业债质押率进行动态调整，都是在对存量质押券的风险进行控制。”前述接近监管层的权威人士称，“目前存量券调整到位了，这个过程也并没有出现不良影响，而这次涉及的增量券则是下一个调控目标。”

事实上，监管部门对当前交易所债市质押回购标的品种，及融资主体集中度“双高”问题的关注，是此次酝酿新增债券入库标准提升的直接原因。

21 世纪经济报道记者从权威渠道获得的一份数据显示，随着近几年交易所信用债规模的增长，目前回购交易当中的信用债占比已超过 70%。

“回购最早发端于国债，早期也以国债为主，信用债规模增长是近几年才有的事，但是现在信用债在其中的占比正在越来越多。”上述权威人士称。

上述人士介绍称，未来市场有望通过增加新高等级债种的方式，来对当前信用债占比过高的情况形成缓释效应。

“一方面是从债券质量源头上进行控制，遏制一下交易所回购余额增长速度”，前述权威人士坦言，“另一方面也会通过增量改变的方式，优化交易所质押的内部结构，因为目前信用债占比过高，未来市场还会发展地方政府债、金融债等高等级债券，这样就能够对原有信用债质押占比结构带来改观。”

不过，在融资主体的结构上，有超过 70% 都是资管计划、基金专户、公募基金为代表的理财产品，也成为质押回购交易的另一风险隐患。

“需要关注的就是理财产品发展起来后，资管计划、专户、公募基金这一类产品也给质押回购带来了不确定性。”上述接近监管层人士称，“这些产品有的自带杠杆，有的有嵌套，容易积聚交叉性金融风险。”

目前来看，交易所债券质押回购在整体杠杆率上仍然相对可控。记者从权威渠道获得的数据显示，当前交易所债券质押回购的整体杠杆水平在 1.3 倍左右；但该数据暂不包括银行间市场的回购杠杆、结构化产品的内生杠杆以及同业机构间的代持交易。

“整体杠杆水平是可控的，主要的问题还是结构。”前述权威人士表示，“对于内生杠杆这一块，我们也在要求相关券商、托管行对质押融资主体的情况进行报送，以实现穿透式监管。”



## 审慎的划断

事实上，监管层在酝酿这一政策变化时，也在充分考虑降低对市场的影响。因此，新老划断也成为质押入库标准提升的合理路径之一。

“目前初定的是，以发行日作为新老划断的时点，已经完成了发行定价的，尽可能避免其受到影响，但还没有进入定价程序的，可能就会按照新的规则来执行。”上述权威人士称，“换言之，这个政策制定是充分考虑市场影响的，因为目前影响二级市场的是存量，但这次调整并不涉及。”

也有业内人士担忧，这一预期可能会激发发行人在这一监管落地前“抢发”的冲动，同时不排除新政落地后，会出现评级机构给予发行人过高评级换取质押资格的情况。

例如一位接近监管层的债券业务人士坦言，目前市场中的确存在发行人向评级机构施加压力，造成评级虚高的现象的确存在。

“我们也考虑到，政策实施后可能会出现为了降低发行利率，强行往 AAA 级里面挤的可能性，之前市场中介也反映过类似的现象。”前述接近监管层的固收人士称，“解决这个问题需要两方面，一个是中国结算内部发展内评体系，就像许多券商内部也有内评体系一样，还有就是强调评级机构的监管。”

21 世纪经济报道记者获悉，在去年的一次部际监管协调会议上，交易所、银行间等不同市场间的债券标准统一成为了监管协调的重点工作，而其中之一就是强化外部评级机构的监管。

“评级机构并不是没有监管规则可循的，未来监管层也会强化对评级方的管理。”上述固收人士称。

## 2017 年地方置换债券额度 略超 3 万亿 地方债供应量低于去年

地方政府债券供应量相较有所减少，在当前资金成本上涨预期下，有助于地方债更顺利地完成年度发行任务。

3 月 22 日，21 世纪经济报道记者从权威渠道独家获悉，2017 年地方政府置换债券额度为 3 万亿元左右，相较 2016 年 5 万亿的上限额度有所下降。这也意味着，如果不考虑地方政府主动化债因素，预计 2018 年大致还有约 1 万亿元存量债务需要置换。

约 3 万亿元存量债券，加上地方新增债券额度 1.63 万亿，2017 年地方债券供应量预计 5 万亿元左右，不会超过 2016 年的 6 万亿。地方政府债券供应量相较有所减少，在当前资金成本上涨预期下，有助于地方债更顺利地完成年发行任务。

不过，随着地方债券置换的推进，置换难度也在加大，如包括城投债在内的债券类存量债务。财政部今年强调地方要加大定向置换的力度，外界颇为关注会以何种“公允价格”实现提前置换。

### 今年置换债额度略超 3 万亿元

据 21 世纪经济报道记者从权威渠道独家获悉，2017 年地方政府置换债券额度将略超过 3 万亿元，相较 2016 年 5 万亿元置换额度上限要低。再加上 2017 年新增债券规模 1.63 万亿元，全年地方债发行规模在 5 万亿元左右。

此前，不少分析认为今年地方置换债额度可能会达到 5 万亿元左右，跟去年置换规模相当。

时任财政部部长楼继伟 2015 年表示，国务院准备用 3 年左右时间置换 14.34 万亿元地方政府存量债务。

有分析认为，从 2015 年算起的，2015 年置换债券额度为 3.2 万亿元，2016 年置换债券额度为 4.88 万亿元，2017 年剩余额度还有 6.26 万亿元。如果债券持有人全部同意置换，2017 年置换债发行规模将在 6.26 万亿元左右；但置换能否顺利推进还要看地方政府与市场的博弈，2017 年实际置换规模可能少于 6.26 万亿元。

还有分析指出，截至 2016 年末，地方政府债务余额为 15.32 万亿元，减去截至 2016 年末地方政府债券余额 10.63 万亿元，剩余需置换的债务规模为 4.69 万亿元，考虑到部分或有债务可以转化为一类债务，预计 2017 年需置换的地方政府债务规模约为 5 万亿元。

无论是 5 万亿，还是 6.26 万亿的说法，都比 2016 年地方置换债券发行额度 4.88 万亿元要多--2016 年地方债放量发行规模达到 6.05 万亿元，是 2015 年发行规模的 1.6 倍。

**新增债券额度尚未下发**

截至 3 月 22 日，共有河北、新疆、辽宁、云南、广西、四川、山西七省发行了地方政府债券，额度共计 1985 亿元。相较去年一季度 9555 亿元地方债券发行额度，今年地方债发行进度相对较慢。

据 21 世纪经济报道记者了解，2017 年尚未有地方新增债券发行，在于各省分配到的新增债券额度尚未下达至地方。2016 年新增债券额度下达相对较早，因而发行进度较快。

今年地方债发行成本有较为明显的上升，这跟整体资金成本有所上扬趋势一致。如去年 3 月份，3 年期国债收益率大致在 2.3%-2.5% 左右；今年 3 月份，3 年期国债收益率大致在 2.9% 的水平，利率上行了至少 40BP。

地方债发行成本在同期限国债收益率上有所上浮，以 2016 年和 2017 年 3 月份的发行数据来看，一般债券发行利率均值同比上升了约 58BP，专项债券上升了 56BP。

最近银行间资金紧张，如一年期同业存单发行利率逼近 5%。华融证券首席经济学家伍戈对 21 世纪经济报道记者表示，同业存单利率上行明显，反映了银行间市场流动性紧张。银行间利率波动加大，与当前较多监管措施有关，比如理财产品从表外纳入表内、银行还面临 MPA 考核等，当然也跟大家形成的流动性边际趋紧的预期有关。

有银行投行及同业部门负责人对 21 世纪经济报道记者直言，银行当前资金成本较高，对于投资地方债，或置换存量地方债热情不高，因为成本收益出现倒挂。

不过，该负责人也表示，银行购买地方债，或存量置换，能获得政府财政存款作为补偿。

### 发债成本仍然相对较低

2016 年 6.05 万亿元地方债券中，超过八成为置换债券。4.88 万亿元地方置换债券，全年为地方政府节约利息成本约 4000 亿元。

有城投公司负责人对 21 世纪经济报道记者表示，最近各种资金成本都在上升，大家都在尽快融资储备资金过冬，因为预期后续资金成本会更高。

2017 年地方债发行额度在 5 万亿元左右，虽不及 2016 年，但规模也不小。地方债发行成本上升，是否会影响后续货币政策走向呢？伍戈对 21 世纪经济报道记者表示，货币政策更关注全局性问题，比如当前 PPI 上升很快，房价



上升很快，美元还在加息，人民币贬值预期还在，银根不能放松。不能仅仅考虑地方债发行，地方债更多是财政工具，财政政策还有可替代的，如 PPP、专项金融债等。当前地方债发行利率虽有所上扬，但仍比较低，当前仍然是在债务通缩、经济低迷情况下的利率水平。

伍戈进一步指出，当前经济是向上的，不需要财政、基建等进一步发力，地方债发行要悠着点。地方债发行更多是一个随行就市的问题，如果下半年经济增速下行，银行间利率可能也会下去，到时地方债发行成本自然也会下降。

随着地方债置换的推进，置换难度在加大。2016 年地方债实际到期规模不到 3 万亿元，实际却完成 4.88 万亿元置换额度，意味着 2016 年部分存量债务已经实现提前置换。2016 年曾有两起城投债，试图进行提前置换，但未被投资人通过。

有评级公司分析师对 21 世纪经济报道记者表示，城投债收益率相对较高，很多投资人怕在收益率方面吃亏，不愿意提前置换，同时也担心再投资风险。城投债以何种价格进行提前置换，要让政府和投资人双方都满意，存在难度。但考虑到一些城投公司实质经营困难，存在违约风险，如不妥善处理存量债务置换问题，可能引发财政金融风险交叉传染。

## 监管政策

### 统一资管监管望提速 金融监管体改或新设协调机构

金融界网讯，据财新报道，央行牵头酝酿的新的资管办法基本修订完毕，较网络流传版本而言，该办法删除了监管问责的条款；虽银监会及保监会持有保留意见，央行仍将负责统筹资管产品统计工作。资管业务的统一监管有望加速，但金融监管体制改革仍道阻且长。维持现有监管架构的可能性很高，但不排除会在“一行三会”更上层建立一个协调机制。

#### 资管统一监管成共识 年内出台存变数

资管行业的统一监管正成为共识。央行正会同证监会、银监会、保监会及其他有关部门，拟出台《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（下称《意见》），到全国两会期间“一行三会”多位领导表态，大资管产品统一监管的政策已经得到监管层确认。

此前，资管市场的刚性兑付、多层嵌套、监管套利、通道业务泛滥等问题早已饱受诟病。目前，大资管行业的统一监管规则的制定尚处于内审阶段，上海一家大型公募基金投资经理对时代周报记者表示：“各项工作的工作量是非常大的，宽松监管这些年累积的很多问题也需要时间解决，统一监管在今年能不能出台真的不好说，要看监管层各项工作的推进情况。”

其中,《意见》对现有通道业务将产生深远影响。缩减通道业务是市场的最大共识之一,而通道业务占比过高的券商资管将受到更多冲击,面临转型。市场上那些主动投资能力强的机构将更容易在这一轮监管中胜出。

## 监管层发声

《意见》就资产管理业务范围内涵盖的银行、信托、证券、基金、期货、保险、私募基金等金融机构发行的资管产品进行统一监管。意见稿拟将资管产品按照募集方式进行分类,对资管的投资范围、合格投资者标准和杠杆要求进行了明确界定。意见稿从严禁嵌套、集中度控制、计提风险准备金等维度控制风险。

消息一出迅速在市场发酵,随后多位监管层领导都在公开场合提及“统一监管”。2月22日,保监会副主席陈文辉在国务院新闻办新闻发布会上回答记者提问时表示,一行三会在资管业务监管框架的统一设计上一直有所讨论,总的来说,整个资管业务存在共同的规律,因此统一的监管规则是非常有必要的。2月26日,证监会主席刘士余表示,一行三会和有关机构制定资管产品的统一监管办法,这是中国金融市场防范风险、健康发展必须要做的一件大事,证监会将积极配合。

进入全国两会期间，资产管理行业“统一监管”屡屡被密集提及。

3 月 2 日在国新办召开的新闻发布会上，在回答记者关于金融混业监管的问题时，银监会主席郭树清指出，由于监管主体、法律规章的不同，金融业确实出现一些监管混乱，导致部分资金“脱实向虚”，目前正在研究一个共同监管的办法。银监会副主席曹宇也透露，目前由中国人民银行牵头、会同三会正在制定统一的资产管理产品标准规制。银监会积极配合人民银行和其他部门做好相关工作。郭树清在 3 月 15 日的《2016 年度中国银行(3.65 +0.00%,买入) (3.99 +0.50%) 业服务改进情况报告》发布会上讲话时表示，银行业要进一步加强内控管理，及时研究制定理财产品和资管产品管理办法；引导理财产品更多地投向实体经济，严控期限错配和杠杆投资。

3 月 3 日，全国政协委员、央行副行长易纲在回答记者提问时也表示，正在研究大资管统一监管标准。而此前在国新办召开的证监会、银监会、保监会新闻发布会中，均对此有所表态。3 月 10 日，央行行长周小川在两会记者会就资产管理问题回应称：“一行三会已经就大的问题初步达成一致。理财产品市场有些混乱，套利机会太多等。金融监管协调机制在达成一致意见的情况下，还可能提升到更有效的层次。”

华泰证券(17.38 +0.00%,买入)分析师沈娟认为，本政策若正式落地，将由央行对资管业务统一监管，三会只对机构的行为进行监管，填补以往不同监管机

构的监管漏洞，挤压监管套利空间，有利于监管的标准统一与落实到位，未来大资管行业将会更加规范有序发展。

## 消除嵌套

近年来，国内金融机构的资管业务迅速发展，涉及银行、信托、基金、债券、期货、保险等机构的多种产品类型，规模不断上升。

根据中国证券投资基金业协会数据显示，截至 2016 年底，基金管理公司及其子公司、证券公司、期货公司、私募基金管理机构的资产管理业务的总规模约 51.79 万亿元。

此外，据普益标准测算，2016 年末，银行理财存续规模将超过 30 万亿元；而信托资管总规模则在 20 万亿元左右；保险资管规模约为 15 万亿元。由上述数据简单相加，2016 年的资管产品总规模合计超过百万亿元。

随着资管行业发展壮大，越来越多的问题显现出来。全国政协委员谢卫早在 2013 年两会上就提出，资产管理行业法规不统一，存在监管套利。

而根据《意见》，其明确提出打破刚性兑付；明确提出资管业务是金融机构的表外业务，金融机构不得开展表内资产管理业务；明确禁止资管产品直接或间接投资“非标准化商业银行信贷资产及其收益权”；统一要求金融机构按照产

品管理费收入的 10%计提风险准备金；为防止风险，提出“新老划断”安排，老产品到期不续，新产品必须严格遵守新规定。

《意见》稿的各项条款中，对于资管行业目前突出的刚性兑付、多层嵌套、监管套利、通道业务泛滥等问题，针对性很强，而一旦监管落地，将最大程度打击行业乱象，收敛监管套利空间。

国元证券(19.80 -0.35%,买入)研报指出，监管的目的在于打破刚性兑付、降低金融杠杆、引导资金脱虚向实，或对目前开展以通道业务为主的资产管理机构后续发展造成不利影响，同时也提升了银行理财业务的产品设计和推广难度。

其中，限制资管产品通道和多层嵌套可谓《意见》中最受关注以及达成的主要共识之一。

此前，利用多层嵌套的方式进行监管套利，是资管行业较为常见的做法。“开展通道业务的机构，主要是券商、信托、基金子公司，与银行一起多方合作，甚至互相作为通道。”

一位资深银行人士对时代周报记者表示：“之所以把产品设计成多层嵌套、相互投资的模式，大部分情况是为了规避监管。比如监管规定券商定向资管的



委托人不得拆分转让收益权，但通过信托计划来对接就可以规避这个规定，类似的操作手法种类很多。”

而上述手法在统一监管下降无所遁形。根据《意见》，除 FOF\MOM 投资及委外业务外，资产管理产品不得投资其他资产管理产品，其中委外业务被委托机构不得再投资其他资产管理产品，不得为其他行业金融机构发行的资产管理产品提供扩大投资范围、规避监管要求的通道服务。

## 券商资管进一步去通道化

此前，自 2012 年 5 月以来，中国的资产管理行业迎来了一轮监管放松、业务创新的浪潮。新一轮的监管放松，在扩大投资范围、降低投资门槛，以及减少相关限制等方面，均打破了证券公司、期货公司、证投基金管理公司、银行、保险公司、信托公司之间的竞争壁垒。

与其他机构相比，券商资管在监管宽松时代很快凸显出优势：基金公司营销能力不如券商；保险资管的优势是资金，但投资业绩不尽如人意，且人员素质不及券商。银行资金、渠道、项目优势明显，与灵活度最大的信托同属资管业第一梯队，但创新力度和执行力不及券商。

由此，券商资管规模也呈现出指数级增长，但是，其中绝大部分的规模由通道业务贡献。中证协数据显示，截至 2016 年年底，证券公司主要资产管理业务受托资金规模为 17.31 万亿元，较 2015 年年底的 11.84 万亿元增长 46.25%。其中，定向资产管理计划受托资产规模高达 14.69 万亿元。

如今，新规对通道业务可能监控加严。

华东一家中型券商资管投研人士对时代周报记者表示：“在券商资管业务中，分级产品、衍生品产品的发行量居高不下，通道业务占比过高的同时也使得券商资管规模在短时间内爆发式增长。但随着行业统一监管，券商资管增长将放缓回归正常。‘去通道化’是券商资管已经在面对的挑战，未来一定会进一步逐步摆脱低水平低佣金的通道业务，转向主动管理，充分发挥券商的研究优势、人才优势深耕细作，才能在市场上守住阵地。”

华泰证券分析师沈娟认为，此次意见稿进一步用风险准备金来降低业务风险。粗略测算，此次风险准备金的计提将占证券公司业绩的 3.2%，存在一定影响。通道业务在监管层坚定的去通道政策下将会压缩规模，增量业务受到较大冲击，同时由于占用大量的风险资本，券商资管会大概率收缩贡献较小的通道业务，未来逐步向主动管理转型来提振业绩。

## 严查借助资管产品恶意操纵

证监会今天部署 2017 年专项执法行动计划,该行动专门针对严重挑战法律底线、严重侵蚀市场运行基础、严重损害投资者合法权益的违法行为。今年证监会的专项执法行动将在继续严厉打击虚假陈述、内幕交易和操纵市场等传统违法违规行为的同时,全面筛查可能产生系统性风险、影响市场稳定、干扰改革发展的各类违法案件。

具体分为四类:其一,事关市场风险防范的案件。包括借助结构化资管产品、利用多种融资渠道包括场外配资、使用大批账户,多点联动,严重影响市场稳定运行的恶意操纵行为;债券市场和私募基金资管业务中具有风险外溢性的违法违规行为,擅自公开或者变相公开发售、转让证券的行为等。

其二,市场和舆论关注的重点、热点案件。包括在重组、举牌过程中不依法履行信息披露义务、刻意隐瞒一致行动人、利用杠杆资金违法交易的行为;公司股权转让及减持过程中编题材、讲故事,实施信息操纵的行为;非法从事证券投资咨询活动、编造传播虚假信息等股市“黑嘴”以及中介机构丧失执业操守的行为。

其三,影响市场改革发展的案件。包括在多层次市场建设、发行融资和并购重组制度改革、期货和衍生品市场创新以及市场对外开放过程中违规经营、规避监管、扰乱市场秩序的违法行为。

其四,其他重大欺诈案件。包括公司在发行上市、再融资、并购重组、信息披露等环节进行财务造假、违规披露的行为,多次从事操纵市场、内幕交易或持续炒作题材非法牟利等惯犯、累犯行为。

证监会新闻发言人邓舸称,证监会对 2017 年度专项执法行动进行的总体部署,是证监会坚决治理市场乱象,坚决打击违法行为的一项整体工作安排,也是稽查部门坚持以常态化执法为基础,以专项行动为抓手,严厉打击市场各类违法犯罪,推进资本市场改革发展的重要工作举措。

据他介绍,今年的专项执法行动将统一部署,严查快办,形成威慑。在总结执法经验的基础上,证监会稽查部门将重点强化以下工作:拓宽违法线索发现途径;强化调查组织工作模式,如通过交叉办案、联合办案和重点督办,形成集团作战、密切协同的执法格局;优化执法协作工作机制,如强化与其他金融监管机关、工商税务、公安司法机关的执法协作,发挥监管合力;发挥执法宣传警示功能等。

## 保险资管

### 机构“抢滩” 保险金信托背后：这个市场不好做

目前，国内保险金信托仅是以保单的身故保险金受益权等作为信托财产。将不动产、股权装入信托，仍面临较为沉重的税费成本。

随着我国高净值人群对于财富传承“未雨绸缪”的需求上升，一些保险公司和信托机构也已敏锐地嗅到了这块“商机”，近几年纷纷开始联手布局保险金信托领域。

然而，由于保险金信托的“私人定制”特性及繁琐性，业内人士直言“这个市场不好做”。

#### 保险、信托纷纷布局

“总体看，我国保险信托业务发展空间相对较大，一方面，保险深度和密度呈现逐步上升态势；另一方面，保险金信托实现了保险和信托制度的有机结合，有利于提升服务客户的能力。”平安信托零售产品部执行总经理康朝锋表示。

在对保险金信托业务市场前景看好以及信托业面临转型的前提下，多家保险公司和信托公司纷纷开始布局保险金信托业务。

据了解，信诚人寿和中信信托在国内最先开始触及保险金信托业务，2014 年率先推出“传家”品牌保险金信托的服务。

信诚人寿副总经理、首席市场官包虹剑介绍，“传家”系列保险金信托服务从 2014 年的不足 60 个保险金信托服务，经过两年多的发展，到 2017 年 1 月已有累计超过 500 个高净值客户签署保险金信托意向书（另有超过 300 个正在确立中）。

之后，平安人寿、中宏人寿、中德安联等保险公司以及中海信托、长安信托等信托公司亦蜂拥而入。

中国平安表示，其保险金信托项目自 2016 年 12 月推出以来，意向客户逾 1300 名，累计预计规模逾 20 亿元。



包虹剑表示，整个保险金信托通常由一张或多张保单和一份信托合同组成。

据记者从市场上了解，目前，像平安人寿及中德安联等大多数保险公司“嵌入”保险金信托的保险产品为终身寿险和年金保险对应的身故金。

以平安为例，平安人寿投保人和平安信托签订保险金信托合同，以人寿保险合同项下的身故保险金受益权作为信托财产，并指定平安信托为唯一受益人。当发生保单身故理赔时，平安人寿将身故保险金交付于平安信托，由平安信托依信托合同约定的方式管理、运用信托财产，并于信托期间或终止时将信托利益分配给信托受益人。

而信诚人寿这样进入保险金信托市场较早的保险公司除了上述两种以外，目前还可以“独家”提供年金类保险中的生存金进入信托账户的方式。

相关人士表示，将生存保险金纳入信托，不仅是给予生存金更高的回报，更重要的是能够让信托的实质管理更早启动和接入，提供时间更长，专业化、系统化、个性化更强的财富保护和管理，充分契合家族传承所需要的延续性和长期性。

中国平安也表示，下一步准备扩大可以对接保险金信托的保险产品种类。

## “不好做”的市场

不过，据了解，目前信诚人寿和中信信托仍然占据市场约九成份额，而整个市场也呈现合资格客户多，最终签订信托意向书却并不多的境况。

“保险金信托并不好做。理念大家都在讲，但是实际上操作流程十分繁琐。”包虹剑表示。

尽管作为嵌入保险金信托产品中的保险合同相对比较简单，但是在保险金信托的流程中，保险公司也需要帮助客户完成信托意向书（主要内容为客户财富传承的规划）的签署。

包虹剑告诉记者，“信托意向书并不是说签几个名字就可以解决，而是需要通过意向书的一项项问题来整体梳理自身的财富状况及传承意向，整本信托意向书厚达 30 多页。”

作为法律与金融的结合，信托方案的设计无疑是保险金信托中的一大难点。“定制化保险金信托的受益人通常有好几位，每个人分配的起始时间、金额、频率和受益条件等都不一样，需要很好的框架设计和后续运营管理能力。同时，条款中还要有防挥霍的设计，甚至考虑到法律政策风险，将今后信托方案如何基于法规变化而改动等条款都设计进去。”一名负责家族信托业务的信托公司人士对第一财经表示。

包虹剑表示，在这个过程中，有人在了解了保险金信托之后，屡次进行加保或者加投其他险种，或者将自己的股权、不动产等也纳入到信托账户中。当然，也有人没搞清楚保险金信托和偏向理财的一般信托产品之间的区别，还在纠结于产品收益率，最后打了“退堂鼓”。

“我还没有要去做保险金信托的意向，因为对这个还不是很了解。”一名身家颇丰的高净值人士对第一财经表示。

事实上，对高净值人群的“市场培育”工作，是保险金信托和家族信托业务从业人员所要面临的一大挑战。

业内人士表示，高净值人群往往在进行选择时更加谨慎，保险金信托的期限短则数十年，长则数百年甚至世代传承，在选择是否设立保险金信托以及衡量各个保险金信托产品时，高净值人群对于保险金信托的性质、所涉法律税务

问题、保险公司和信托公司能否充分满足客户个性化需求以及如何在长周期内提供令客户满意的服务、自身资产情况的保密问题等都会进行慎重的考虑。

此外，人才缺口也是整个保险金信托业务需要面临的挑战。

包虹剑表示，由于保险金信托在中国尚属于“新生事物”，因此不管在保险公司还是信托公司，熟悉整个操作流程的员工并不多。再加上保险金信托的整个流程十分繁琐，客户准备资料的时间也较长，即使资料齐全后办理保险金信托手续的时间往往也需要 10 个工作日左右。“我们去年‘开门红’时有 200 多个合格客户，这些客户让我们整整忙碌了一年。”

同时，由于保险金信托的特殊模式使得在保险理赔发生之前保费通常留在保险公司而进入不了信托公司，使得部分信托公司人员对此项业务积极性不高。

## 制度规则仍待完善

“保险金信托在国内发展尚处于初级阶段，目前只有少数信托公司和保险公司开展相关业务。相比之下，境外保险金信托发展较快、较成熟，信托、保

险机构均可开展此类业务，以寿险为主要保险品种。目前主流模式以美国、日本以及中国台湾地区为代表。”康朝锋表示。

上海锦天城律师事务所律师、高级合伙人李宪明表示，保险金信托最早起源于英国和德国，于 20 世纪初传入美国。日本保险金信托发展于 20 世纪 20 年代，当时的日本受金融危机及自然灾害的影响，民众对资本市场并不看好，而更热衷于投资保险业，保险金信托应运而生。

我国台湾保险金信托的作用主要是为了财富传承及规避遗产税的缴纳，根据《台湾地区保险法》的规定，保险金额约定于被保险人死亡时给付于指定受益人，其金额不得作为被保险人遗产。据了解，目前台湾保险金信托已覆盖至寿险、健康险、年金等众多险种。

华融信托研究院袁吉伟撰文表示，上述三个国家或地区保险金信托业务的不同之处在于：美国保险金信托主要用于避税，而日本、中国台湾则更多用于财富传承以及养老；业务操作模式也存在差异，日本保险金信托设立时需要在保险公司变更保险理赔金收款人，美国有更为严苛的要求，而中国台湾则是以保险合同批注保险理赔金划入信托专户的形式明确保险理赔金的支付方向。

业内人士表示，我国保险金信托业务发展空间巨大，但仍面临不少挑战。除了前文提到的之外，相对于国外已较为完善的相关制度规则，我国目前还缺

乏与保险金信托配套的法规及细则，一些保险金信托的操作流程上还存在法律上的模糊地带，诸如保险金信托的涉税问题等，使其还存在一定的不确定性。

康朝锋也表示：“未来希望在险种、出资方式上可以像境外一样更灵活。”目前，国内保险金信托仅是以保单的身故保险金受益权等作为信托财产。如果需要实现更完备的家族财富传承，就必须将不动产、股权装入信托，但目前国内信托登记制度、税收制度不完善，股权或不动产转移仍面临较为沉重的税费成本，严重制约业务的发展。

由于税收上的考虑，目前也鲜有委托人选择将股权、不动产等纳入家族信托，因此现在国内的家族信托绝大多数仍是现金型。

## 行业新闻

### 大资管时代掘金“主动管理” 新沃基金主推“量化固收”策略

随着大资管时代的到来，金融机构之间的业务界限愈发模糊，竞争日趋激烈。在业内人士看来，随着监管的不断收紧，主动管理能力将成为机构的核心竞争力。据悉，作为次新基金公司，新沃基金近来积极发力“主动管理”，率先推出“量化固收”策略，成为公募基金行业的一抹亮色。

近年来，证监会在各种场合不断强调，各机构要依法、合规、稳健开展业务，谨慎勤勉，提升主动管理水平。市场分析人士认为，给市场适度降温，有



助于更多专业机构回归到价值投资的本源。“监管的目的是正本清源，以推动包括证券公司、基金公司在内的机构的资产管理业务水平，特别是主动管理水平，来适应投资者发展需求。”

“提升主动管理业务规模目前已经成为公募基金行业的共识。”上述人士同时指出，与其他资管机构相比，公募基金的优势在主动管理，资产管理的本质也是主动管理。基金公司在主动管理上仍然具备很大的发展空间。值得注意的是，目前已有多家基金公司开始向主动管理发力。

以新沃基金为例，为加强主动管理能力，该公司推出了“量化固收”模式，即新沃基金固收团队在多年投资研究基础上，创新固定收益传统决策模式，引入量化基本面方法，将宏观变量、投资者行为、资产联动等影响因素进行定量分析、建模处理，创建固定收益多策略的量化决策模型，向投资人提供专业、有效、可靠的资产管理服务。

“在固定收益方面，公司目前已经形成了自己的优势，无论是产品集群，还是久期管理，公司的投研团队都非常出色。”新沃基金相关负责人表示，为了推行“量化固收”策略，公司组建了强大的固定收益团队，该团队拥有银行、保险、券商多种类型机构的人才储备，核心成员曾管理过固收增强类、指数增强类、量化对冲类、FOF 类、类固收等多种类型的账户，累计管理过的资产规模超千亿元。

第三方市场分析人士认为，目前银行存款利率整体偏低，而基金公司固定收益类产品的年化收益相对不错，因此投资者的认可度不会低。“未来，基金公

司在量化、固定收益等方面的发展空间将会越来越大。而主动管理能力则是核心竞争力之一。”

## 一揽子 PPP 资产证券化支持政策将出 市场潜力或超万亿

随着相关政策的明确，我国 PPP 项目资产证券化产品迎来了集中落地期。官方数据显示，截至目前，各地区上报至国家发改委的 PPP 资产证券化项目有 41 单，其中，发改委向证监会推荐了首批 9 单 PPP 资产证券化产品，其中有 4 单产品已经获批在上交所和深交所发行，总规模达 27.14 亿元。其他 5 单产品预计将在 1 个月后落地。

《经济参考报》记者多方采访获悉，央行和财政部目前在研究 PPP 项目资产证券化的相关支持政策，预计很快会推出。这些政策包括 PPP 资产证券化需满足的条件以及配套的监管机制等内容。这意味着，银行间市场也将正式迎来 PPP 资产证券化产品的落地。

业内人士表示，PPP 项目资产证券化能为社会资本方提前回收投资创造条件，从而激发其投资 PPP 项目的热情，随着多个部委支持政策的落地，未来市场前景巨大。与此同时，PPP 资产证券化也刚起步，预计今年将以尝试为主，随着问题的逐渐暴露，其也会在解决问题的过程中逐渐成熟。

2016 年 12 月 26 日，国家发改委、证监会联合印发《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作(PPP)项目资产证券化相关工作的通知》(以下简称

《通知》), 启动 PPP 项目资产证券化。政策对鼓励进行资产证券化的 PPP 项目, 明确要求项目已经正常运营 2 年以上, 并已产生持续、稳定的现金流。

今年 2 月, 上交所、深交所、中国基金业协会同时发文支持本轮 PPP 项目资产证券化, 并开设了“绿色通道”, 设立相应的 PPP 证券化工作小组, 在严格执行规定的前提下, 保证了项目审批进度。

国家发改委投资司副司长韩志峰认为, PPP 项目资产证券化是保障 PPP 模式持续健康发展的重要机制。资产证券化是基础设施领域重要融资方式之一, 对提高 PPP 项目资产流动性、盘活 PPP 项目存量资产、加快社会投资者的资金回收、吸引更多社会资本参与 PPP 项目建设具有重要意义。

一位市场人士对《经济参考报》记者表示, 传统的银行信贷模式一般对一个授信主体的整体授信额度有上限, 且往往对贷款抵押物也有一定要求。“作为 PPP 项目资产运营方的社会资本方, 往往同时参与多个项目的运营, 需要持续融资, 但是银行贷款由于存在授信上限而无法充分满足这种持续融资的要求, 与此同时, 银行本身对 PPP 项目的资产作为抵押物的认可程度也较低。”该人士说。他同时表示, PPP 项目的特点是能够持续产生较为充沛的现金流, 而这一特征与资产证券化“以基础资产未来所产生的现金流为偿付支持”的核心十分匹配, 因此资产证券化这种融资方式非常适合 PPP 项目。另外, 资产证券化可以在特定情况下帮助企业实现资产在会计上的出表, 在不增加项目公司负债率的情况下实现融资, 盘活存量资产。

大岳咨询总经理金永祥表示，PPP 项目的资产证券化不仅为社会资本方提前回收投资创造条件，而且还有可能获得差价收益，这也为财务投资人提供了投资机会，为各类社会资金进入 PPP 市场创造条件，也可能产生专门为投资 PPP 资产证券设计的工具。

市场人士预计，按照《政府和社会资本合作项目财政承受能力论证指引》提出的“每年 PPP 项目从预算中安排的支出责任，不超过当年公共预算支出的 10%”预测，未来 10 年纳入政府预算管理的优质 PPP 投资规模在 17.6 万亿左右，未来 PPP 资产证券化市场潜力巨大。

不过，金永祥表示，目前来看，PPP 资产证券化的项目比起 PPP 项目的总量还不多，PPP 项目每年签合同的大概有上千个，而资产证券化的项目目前只有几个。相比其他资产证券化，PPP 项目的资产证券化难度更大。在他看来，最为关键的因素在于 PPP 项目涉及公共产品和公共服务，这类属性怎么定义以及地方政府的角色和积极性如何调动，都还需要进一步明确。

业内人士称，社会资本方对 PPP 资产证券化的参与意愿强烈，但因为涉及公共产品和公共服务，PPP 的方式并不能完全减弱地方政府的责任和义务，而社会资本方通过资产证券化将现金流“卖掉”，对其而言“事情变得更难控制和复杂”。因此，地方政府目前态度还是比较谨慎。

中国资产证券化研究院院长林华建议，未来，可考虑拓宽投资者群体范围，引入保险资金、企业年金、住房公积金等中长期机构投资者。另外，完善二级市场交易机制，通过做市商机制、标准券质押式回购等提升产品流动性。

## 资管业务终将回归真正的信托

由资管网主办，联合多家证券银行金融机构、行业协会、私募机构、研究机构、实业企业等，举行的“第四届（2017）中国资管精英大会在深圳召开，新浪财经作为独家网络财经媒体直播本次会议。国务院参事当代经济学基金会理事长，国务院发展研究中心金融研究所名誉所长夏斌出席本次会议并发表主题演讲。

夏斌表示，资管业务到底怎么发展？也就是说未来的方向是什么？夏斌认为未来的方向是回归真正的信托，市场到现在这么多教训，最后必须回归到信托。要整顿目前混乱的市场管理，核心就是要把资产管理业务回归真正的信托，如何理解真正的信托？核心要素有四条：

1、规范受托委托行为；银行主要赚取利差为主要的金融机构，各类资管机构主要以赚取手续费为主要特征的金融机构，因此一切以赚取资产管理手续费为主的业务，都必须受到信托法的制约。因此，各种形式的资管业务，要贯彻信托独立的原则。信托文件要具体、明确，受托人要恪守职责，履责要诚实信用、审慎有效。



2、既然是信托行为，为了保护委托人的利益，其资产应该得到最大的保护。防止受托人不诚实，不尽责。怎么办？监管者对受托者的资金、资产，可以实行第三方托管制度。不准受托人建立任何形式的资金池，不准受托人自作主张挪作他用。

3、既然是信托行为，不是银行行为，因此资产管理合同中，一般不允许出现确保固定回报率之类的最低投资收益保障条款即要打破刚性兑付。你是接受人家委托做事，人家教你怎么办，按照合同双方签署合同。除非你拿到钱搞界定性产品，市场收益率假设短期内银行同意拆解 3%、4%，你可以说我固定汇报 2%以上，2%绝对是没有问题的。当然货币市场利率，银行同类拆借利率还在变，无非是短期内根据一定的经营数据，做一个完全可能接受的，和你资本金规模相衔接的可以做，关紧是监管部门脑子要清醒，无论做到多少，但是要输输你的资本金，绝对不要影响社会稳定。一般不允许出现确保固定回报。

4、要有充分的信息披露，在市场欠发达，投资者风险意识差，和全社会现在普遍存在道德风险的情况。什么叫全社会普遍存在？现在发了好多产品，在座都知道，这些产品都有风险，银行做渠道拿 1%，信托做计划拿 1.5%，或者你们某些机构再拿几个点都不担心，只要你政府敢发，信托敢做，银行敢给渠道。最后还的了，还不了，如果完全按照市场原则，老百姓[股评]认为你应该还我，你说依法办事，我就说谁也不管。全社会存在社会道德风险的情况之



下，政府监管者有义务充分掌握市场上各类监管业务活动的信息，加强监管，以确保金融市场和社会的稳定，这是我想讲的第 4 条。

我认为以上的 4 条，是当前我国资管业务整顿的核心内容，必须坚守的底线，这是第一性的。至于资管市场中的杠杆率问题，投资内容和方式问题，监管中的穿透式监管问题及其其他非法集资问题，都是资管市场监管中派生的，是第二性问题，是基础性的。我认为只要坚守资管市场就是信托市场的核心要素，其他问题的解决，都好办，解决了方向，自然也就明确了。

以下是夏斌的演讲实录：

我谈四个观点：第一、当前资管必要性。第二、出台关于规范金融机构管理业务指导意见的想法。第三资管业务的实质是什么？第四未来的方向应该是回归真正的信托。

关于资管的必要性问题，在座都是高学历的人，都有这方面的基础，我认为很简单，我就点一下，第一是中国经济这么快发展，人均收入不停的加速增长，传统的银行，传统的资本市场的业务已经不能适应我们储蓄者，或者说投资者的投资需求。

第二方面，因为金融市场在不停的深化，产品的多样性、专业性、复杂性，需要有更多的专业人士来帮助投资者经营。

第三方面，本世纪以来在市场业务上的各类创新，绝大多数是围绕资管产品，但是这方面恰恰监管没有跟上，如果跟上的话，最近微信上就不会传由人民银行牵头，一行三会在征求意见，准备对这么庞大的资管市场进行统一规范监管的指导意见，就不会出这个文件，这里面的教训太多了。这也是为什么现在讲加强资管，发展资管业务很有必要，加强资管业务同样很有必要。

第二点，出台指导意见意味着什么？

最近央行在征求意见，关于规范金融机构资产管理业务的指导意见的出。意味着要规范统一中国的资管市场，已经到了刻不容缓的地步。当前的问题是，多年来我们的金融监管决策层，对资管市场的实质是信托行为，对这样一个认识不足造成的，各个监管部门多年以来监管不协调造成的。在这方面，我帮大家回顾一下。其实资管业务不是今天你们搞中国决策者或者说业界才有反应的，其实在 2000 年左右，对资管业务就已经有人提出来一些想法，面对当时证券公司在国债回购上的惨痛教训。2001 年初在上海陆家嘴[股评]开会，我说针对当时中国受托理财市场上监管制度安排的欠缺不统一，以及正在暴露的严重问题和隐患，本人曾经呼吁要尽快构建中国统一的财产管理制度，或者说代客理财制度。大家可以看一下当时的财经杂志 2001 年第 5 号财经杂志，等了我的观点。过了两年到了 2002 年左右，银监会承认了这个问题不仅没有解决，反

而愈演愈烈，市场纠纷不停的出现，投资风险不断的暴露，监管部门叫停声一片，在座的对于历史稍微有所了解的，可以回忆一下，首先是银监会在 2003 年 3 月叫停民生银行[股评]委托贷款业务，后来同年 2003 年 5 月 22 日，中国证监会叫停银证理财计划等等。为此本人在 5 月份又进一步呼吁，必须结束委托理财政策多门的混乱局面，要统一协调理财市场的制度，而且宜早不宜迟，因为我们以前在国债回购的时候已经有惨痛的代价，这个报告当时送给了国务院有关领导，也转批了一行三会的主要负责人，而且在财经时报 2003 年 5 月 24 日，在报纸上也对有关监管部门监管制度的不协调，不严肃性，以及已经发生的严重风险，提出了批评意见，这个白纸黑字都可以查。

2005 年 9 月份，又进一步向国务院明确建议，由一行三会共同出台金融机构开展资产管理业务管理方式，监管方式。明确建议一行三会赶紧出台这个文件，统一规则，防范金融风险。同时建立监管协调平台，包括危机处理的协调机制，金融业务和产品创新的协调机制，信息的共享机制。但是这一切到了今天，还在呼吁。前不久人民银行刚刚才出台一行三会的征求意见稿，但是多年过去了。

我们今天看所有这一切已经是刻不容缓的，不能再拖延不办了。但是即使现在办我认为决策已经晚了，是 40 多年来中国金融改革史上的又一次惨痛的教训，又一次亡羊补牢，是付出了沉重代价以后的决策，这是我想的第二个板块，关于这个问题的看法。

第三点，我想向在座各位讲一下我对于资管的认识；

资管业务的实质是什么？怎么把握资管业务？从监管层也好，从市场进一步要开发新产品也好，从防范风险也好，从中国资管未来的方向，可能会是什么？我们先搞清楚资管业务的实质是什么？

目前现状据有人统计，总规模 88 万亿，扣除重复计算 60 万亿左右。资管业务的业务类型包括私募在内，有 8 种。银行理财、信托计划、基金专户、券商资管、保险资管、期货资管、公募资金、私募基金，也可能还有遗漏，这个是你们业界归纳的，因为平时我不搞这方面研究。

其实可以说中国目前的积累金融机构，都在做，都可以做资管业务，从这八种类型可以知道，其实各种金融机构都在做。资管业务的实质到底是什么？我认为它不是需要通过银行中介的传统的存贷款业务，也不是投资者自己决策，进行投资的股票投资，债券业务投资业务。而是典型的受人之托，代人理财业务。大家想一想，你们做的一切，我再声明一下，我今天说的可能在座有的人听起来不太高兴，但是我坚持我自己作为一个独立学者，对中国市场的一些观点。

讲一下我们做的实质是什么？都是人家托来做投资业务，受人之托，代人理财业务。之所以市场上现在对这方面认识比较混乱，主要的原因是，金融监

管部门的认识不统一，政策文件不一致造成的。这一次央行出台的，关于统一资管业务的指导文件，涉及了很多方面，我如果帮大家解读一下，可以归纳为 6 项内容。第 1 项内容需要统一规范信托业务行为的本身的监管业务。本身是信托业务，应该怎么管？这个内容是一方面。叫资管，它的基本依据是什么？是信托法，是中华人民共和国信托法。比如金融机构的勤勉尽责义务，穿透式监管等等。这都是信托法所要求的。第 2 有些指导意见中提出的有些内容，应该是从宏观审慎管理的角度进行思考的问题，可能在座对这方面不太熟悉，除了微观审慎监管，监管机构对微观金融机构怎么监管？风险怎么控制。从国家角度，怎么列周期，保持经济稳定发展，保持资产泡沫的产生。从宏观审慎角度进行思考，比如说杠杆的问题，这是很典型的，而且很在乎的。但是我认为，严格说这个问题本来不应该是信托业务中间考虑的问题。但是现实中间又大量存在，杠杆率是 1 倍，还是 1.5 倍，还是 2 倍，我们从市场到监管者都要认识到，实际上这个问题，是宏观审慎管理中间应该考虑的。实际上我提醒监管部门，这个事情是重要，但是从本质上来说，这个问题什么情况下才会产生？到今天怎么办？我们今天是在收拾这个摊子，一下子杠杆全下来了会是什么情况？信托本来要讲什么？应该讲什么？这是我要解决的第二方面。

第 3 方面新老划断问题，这个在座能理解，对中国国情能了解。这是基于现实存在的问题，不能一下解决，亡羊补牢不能一下到位，这个是过渡时期采取的无奈的，不得已的措施，新老划断。

第 4 方面打破刚兑兑付，这是属于进一步需要强调、确认、坚守的市场原则。这本来就是搞市场经济应该的其中之一。不存在什么需要讨论的，但是中



国这个问题现在不能不考虑，不能不强调，相应的商业银行在座已经了解，我们已经出台了破产条例。资产管理中间受托人按照委托人的授意进行管理，损失自然是委托人应该承担的。但是这个问题从现在文件中强调很多。

第 5 方面，对于非金融机构，也就是工商企业，开展资产管理业务的要求，本不应该写在金融监管机构的监管条例中间。那是针对现实社会中间，P2P 等等，已经存在各类的违规行为，非法集资行为，这是金融机构，向全社会，各企业主体的一种监管思想的造势、宣告。我是监管金融机构，但是你不是金融机构，你不能干这个事。

第 6 方面，建立资管业务信息综合统一制度建设问题，这是从市场，从被监管者角度，不存在的问题，这是上面监管部的问题，不协调的问题。但是长期以来，由于银监会保监会对此有不同意见，不同意人民银行直接掌握市场信息的综合统一，我开玩笑的建议，不同意可以，谁不同意可以统一到不同意的部门，比如说银监会、保监会，你来承担这个责任，统一监管信息。但是，你要统一监管信息，你就要承担监管责任，你需要向国务院及时的报送，定期的报送信息综合分析报告，以及监管建议，承担部门责任，这段我开玩笑。

第四点，我们的资管业务到底怎么发展？也就是说未来的方向是什么？



未来的方向是回归真正的信托，我说的以下观点你可以不信，但是我很自信，我们的市场到现在这么多教训，7 搞、8 搞，最后必须回归到信托。什么叫信托？

2001 年，全国人大通过了中华人民共和国信托法，定义了什么叫信托，大家想一想？什么叫信托？信托是指委托人基于对受托人的信任，将其财产权委托给受托人，由受托人按照委托人的意愿，以自己的名义，以受托人的名义，为受益人的利益或者特定目的进行管理，或者进行处分的行为、处理的行为。从这个角度大家可以看到，什么叫信托？就是我把钱委托给你授业，简单说是首任受托代人理财。因此我想说，一切符合上述定义要素的各类金融机构，开展的各种资产管理业务，都应该属于信托行为。在座我相信有很多是学法律出身的，严格按照中华人民共和国信托法定义的信托要素，你看看我们 8 类业务中间，大多数是不是都在做这个业务，你说你不是，那你是按照什么？按照银行法？商业银行法？还是按照投资基金法？投资基金法你仔细看一下，有关条款是怎么规定的？和信托有些是不矛盾的。

都属于信托行为，都应该受信托法的约束。信托法从制定公布的第一天起，不仅仅是规范信托投资公司的，是规范信托行为的。因为信托法第四条有约定，基于 2001 年现状，又规定了，认识又不一样，因此全国人大通过的信托法也规定，受托人采取信托机构形式，从事信托活动，其组织和管理，由国务院制定具体办法。根据这个条款，国务院办公厅在 2001 年 12 月国办 101 号文件又明确，中国人民银行，中国证监会，分别负责对信托投资公司证券投资基金管理公司等机构，从事营业性信托活动的进行管理，那个时候没有发展这么

丰富，那个时候发展的产品就是面对了人民银行和证监会，因此国务院要求这两个机构，被你管辖的金融机构你拿出监管办法，这个是他们从事信托行为的信托机构。

未经人民银行、证监会批准的，任何法人机构一律不得以任何形式从事营业性信托活动，不准赚受人之托，代人理财，资产管理的钱。现在成立了银监会，从事信托业务的机构多了，信托法的要领没变，我们需要的是国务院应该根据法律和现实，做出新的解释，对 2001 年国办的文件做出新的解释。这么多机构都在从事信托行为，根据什么国务院条例在做？各类资产管理业务，不允许出现各个机构违背法律和国务院条例做出自行解释，这是我个人认为，各监管部门必须符合法律，必须符合国务院条例。部门定的是部门规章，小的必须服从大的，下面必须服从上面，下位法必须服从上位法。

我的理解，要整顿目前混乱的市场管理，核心就是要把资产管理业务回归真正的信托，如何理解真正的信托？我前面讲了，规范的指导文件从 6 个方面，从现实出发不得以定了这个方面，实际上就信托行为，在座的我们要掌握的，可能没有到位。未来可能往那个方向发展，就那么几条，我认为核心要素有四条：

1、规范受托委托行为；银行主要赚取利差为主要的金融机构，各类资管机构主要以赚取手续费为主要特征的金融机构，因此一切以赚取资产管理手续费为主的业务，都必须受到信托法的制约。因此，各种形式的资管业务，要贯彻

信托独立的原则。信托文件要具体、明确，受托人要恪守职责，履责要诚实守信、审慎有效。

2、既然是信托行为，为了保护委托人的利益，其资产应该得到最大的保护。防止受托人不诚实，不尽责。怎么办？监管者对受托者的资金、资产，可以实行第三方托管制度。不准受托人建立任何形式的资金池，不准受托人自作主张挪作他用。

3、既然是信托行为，不是银行行为，因此资产管理合同中，一般不允许出现确保固定回报率之类的最低投资收益保障条款即要打破刚性兑付。你是接受人家委托做事，人家教你怎么办，按照合同双方签署合同。除非你拿到钱搞界定性产品，市场收益率假设短期内银行同意拆解 3%、4%，你可以说我固定汇报 2%以上，2%绝对是没有问题的。当然货币市场利率，银行同类拆借利率还在变，无非是短期内根据一定的经营数据，做一个完全可能接受的，和你资本金规模相衔接的可以做，关紧是监管部门脑子要清醒，无论做到多少，但是要输输你的资本金，绝对不要影响社会稳定。一般不允许出现确保固定回报。

4、要有充分的信息披露，在市场欠发达，投资者风险意识差，和全社会现在普遍存在道德风险的情况。什么叫全社会普遍存在？现在发了好多产品，在座都知道，这些产品都有风险，银行做渠道拿 1%，信托做计划拿 1.5%，或者你们某些机构再拿几个点都不担心，只要你政府敢法，信托敢做，信托敢做，银行敢给渠道。最后还的了，还不了，如果完全按照市场原则，老百姓认为你

应该还我，你说依法办事，我就说谁也不管。全社会存在社会道德风险的情况下，政府监管者有义务充分掌握市场上各类监管业务活动的信息，加强监管，以确保金融市场和社会的稳定，这是我想讲的第 4 条。

我认为以上的 4 条，是当前我国资管业务整顿的核心内容，必须坚守的底线，这是第一性的。至于资管市场中的杠杆率问题，投资内容和方式问题，监管中的穿透式监管问题及其他非法集资问题，都是资管市场监管中派生的，是第二性问题，是基础性的。我认为只要坚守资管市场就是信托市场的核心要素，其他问题的解决，都好办，解决了方向，自然也就明确了。这是我做了认真准备，想在中国资管精英大会上，就中国资管市场现状，多年来发展的教训，以及接下来怎么理解一行三会问准备出台的文件，和未来发展方向主要是什么，作为学者谈一点我的观点，说错的请大家批评，谢谢大家。

## 产品情况

### 信托产品

上周共搜集到新发行信托产品 34 只，期限为 7-60 个月不等。年化收益率在 5.5%~8.2%之间。

### 资管产品

上周共搜集到新发行资管产品 3 只。期限为 24-30 个月不等。年化收益率在

7.1%~8.5%之间。

## 银行理财

上周共搜集到银行理财产品 24 只。期限为 34-180 天不等。年化收益率在 4.1%-6.1%之间。