

目 录

宏观政策.....	2
货币政策定向调控担纲（中证报）	2
扩支出+促改革 积极财政政策将加码（中证报）	4
信托理财.....	8
中诚信托：“诚至金开 2 号”或延期（中证报）	8
房地产不景气波及信托市场（上证报）	9
地产信托募资规模环比大降 51% 逾 3000 亿兑付洪峰将至（21 世纪）	10
输血地产受挫 信托公司业绩分化加剧（中证报）	12
中融信托政信业务被暂停 疑遭窗口指导（21 世纪）	15
平安信托的 600 亿房地产信托棋局（上证报）	16
公（私）募现状.....	20
公募年中频繁调研 传统、新兴布局存疑（21 世纪）	20
49 家基金抢食 153 家上市公司 “定增王”财通基金豪砸百亿（21 世纪）	22
资金信贷.....	27
存贷比计算口径调整 分子减分母增（中证报）	27
存贷比口径“六减两增” 至多释放 8000 亿资金（21 世纪）	30
信贷资产证券化产品发行将改为备案制（上证报）	33
央行批复交通银行 50 亿信贷证券化项目 可选择跨市场发行（21 世纪）	34
其他	37
房企“贫血”陷绝境 资金危局波及一线城市（中证报）	37
基金子公司艰难谋变（上证报）	41

宏观政策

货币政策定向调控担纲

来源：中国证券报 7 月 1 日

业内人士认为，下半年，经济增速下行压力仍较大。预计流动性维持偏松状态，全年信贷规模或超过去年。货币政策选择工具多样，将在总量与结构中求平衡，在区间调控下更多定向调控。若三四季度经济数据不佳，不排除有降息的可能。

微刺激力度或加大

业内人士表示，**尽管二季度以来宏观经济数据略有起色，但下半年经济增速下行压力仍较大，货币政策微刺激或持续。**目前看，经济、通胀和流动性等因素都为货币政策宽松创造了条件。

首先是经济增长重要动力——**房地产投资增速触底。**1-5 月，全国房地产开发投资 30739 亿元，同比名义增长 14.7%，增速比 1-4 月回落 1.7 个百分点。这是**有统计以来，全国房地产开发投资增速创下的最低点。**根据历史数据，全国房地产开发投资增速甚少低于 15%，在多数情况下高于固定资产投资增速。在增速最低的 2009 年，全国房地产开发投资也达到 16.1%。

支撑二季度经济企稳的外生性因素明显弱化。与二季度不同，去年三季度经济增速反弹的基数较高，外需继续回升力度不大。因此，下半年尤其是三季度经济增速仍有下行压力。

尽管前期生猪和能繁母猪存栏下降带动猪肉价格反弹，但食品价格依旧低位徘徊。从中期看，猪周期明显淡化，通胀上行压力有限，给货币政策调整留出空间。

中国社科院学部委员余永定日前表示，未来中国经济较难保持以往那种高速

增长，高通胀不太可能出现。相反，应警惕通缩出现。

流动性方面，银行间市场有惊无险，但实体经济流动性依然偏紧，亟须采取措施降低社会融资成本。

货币投放机制生变 伴随经济增速下行，今年基础货币投放机制发生重大变化，影响货币政策工具选择使用。

过去十年，外汇占款一直是我国基础货币投放主渠道。今年以来，外汇占款趋势性减少表现得尤为明显。5 月外汇占款陡降至千亿元以下。未来，在人民币单边升值预期被打破、经济增长放缓的背景下，外汇占款增长不容乐观。

农业银行战略规划部报告测算认为，未来几年需年增基础货币 2-3 万亿元，外汇占款难以满足基础货币投放需求。在外汇占款已无法继续快速增长的背景下，为稳定经济增长，需保持货币投放适度增长，要求基础货币相应增长。今年 M2 增速目标为 13%，假设 2015-2020 年增速目标为 10%，2020 年 M2 总量将达 221.5 万亿元。2020 年前每年新增基础货币应很可能在 2-3 万亿元。前瞻地看，预计 2020 年以前年增外汇占款仅有 1 万亿元左右，甚至更低。基础货币年缺口在 1-2 万亿元之间，央行需拓展基础货币投放渠道，以确保实现 M2 增速目标。

业内人士认为，再贷款、再贴现可能成为未来一段时间基础货币投放主要渠道。

定向调控为主

业内人士表示，结构性地运用数量型工具是上半年货币政策一大亮点。

民生证券研究院副院长管清友认为，从货币政策看，**下半年央行将继续按照国务院的要求，加大货币定向宽松力度**。货币端的宽松包括加大公开市场投放力度(正回购减量、降价或重启逆回购)、继续加大定向降准力度和定向再贷款，支持“三农”、小微企业和棚户区改造等重点领域和薄弱环节。当然，即便如此，也没有违背“总量稳定、结构优化”的新常态，只是为了缓解实体经济过紧的融

资环境。

分析人士认为，在定向宽松方面，再贷款、再贴现具有两方面优势：一方面，再贷款不受证券抵押限制，投放相对灵活，且没有数量限制；另一方面，再贷款和再贴现可实现定向、定价、定量投放，有利于实现对小微、“三农”等领域定向支持。

管清友说，定向宽松渐成基础货币投放主要渠道，已具备定向支持棚改的条件。央行通过定向宽松输血特定的金融机构，购买住宅专项金融债的可能性在增大。

更重要的是，信用端将逐步松绑。“紧信用”制约“宽货币”对实体经济的支持效果，显然已成为当前经济不可承受之重，未来必定会逐步松绑。央行方面，可能逐步放松信贷额度，并通过窗口指导加大对实体经济尤其是住房按揭贷款的支持。

业内人士预计，今年信贷投放量将超去年，全年有望达 10 万亿元左右。

此外，**若三四季度经济数据不佳，货币政策或加码**。央行调统司副司长徐诺金近日表示，目前社会各界应认识到经济已处于准通缩之中。稳健的货币政策要侧重长期引导资金成本下降，近期侧重适度下调存款准备金率和利率。业内人士表示，从这一表态看，不排除下半年降准或降息的可能。

扩支出+促改革 积极财政政策将加码

来源：中国证券报 7 月 2 日

业内人士认为，下半年，一些重大投资项目将陆续落地，积极财政政策有望持续加码，铁路公路等基础设施建设、棚户区改造、城市地下管网建设等将是财政政策发力重点领域。《深化财税体制改革总体方案》明确了财税体制改革时间表，财税改革有望在下半年提速。

财政支持力度将加大

申银万国报告认为，出于稳增长需要，基础设施投资增速需保持回升态势，财政政策和货币政策需保持宽松。财政政策除加快财政支付进度及定向支持部分领域外，将通过结构性减税等方式，减少企业生存压力，实现稳增长。

民族证券报告显示，财政部 5 月底发布《关于进一步加强财政支出预算执行管理的通知》。这意味着，未来数月财政政策稳增长力度将继续加大。预计将会有更多稳增长政策出台，基建投资增速将会提升。但是，财政政策效果受财政收入增速放缓制约，其具体效果尚待观察。

申银万国报告称，在不扩大今年财政赤字的情况下，财政支出规模受全年财政收入约束，当前财政支出高速增长预计还能持续 3 个月左右。如果今年房地产销售大幅低于预期，带来财政收入尤其是地方财政收入严重缩水，在财政赤字保持不变的情况下，财政支出保持高速增长难度更大。

分析人士说，目前政策走向是提前进行财政支出，加快支出节奏。这样，在经济企稳的情况下，税收收入提高将带动整体财政收入稳定。数据显示，5 月全国财政支出同比增长 24.6%，近 1.28 万亿元，与前四月全国财政支出增速相比增幅明显。民族证券报告认为，前五月全国财政支出占全年支出比重为 2007 年以来高点，显示在经济增速下行压力下积极财政政策力度加大。

“支出增速逐月回落是肯定的，但首先要经济稳定。”这位分析人士表示，4 月和 5 月经济稳定和财政支出加快有很大关系。在基建投资方面，地方政府基建投资增速要求不是很高，对资金需求的压力在下降。从目前已投资项目看，此前有关部门在信息产业等方面的投资效果已开始显现，由此推测，在产业政策导向下的投资项目将为经济回稳提供动力。

稳增长与调结构并举

从财政支出重点看，基础设施建设、重大项目是抓手，将兼具稳增长和调结构功效。申银万国报告称，财政支出稳增长效应，主要通过拉动基础设施投资体

现。在财政支出中，投入固定资产投资的部分主要体现在国家预算内资金，而在国家预算内资金中近 60% 投向基础设施领域。虽然在财政支出结构中投向民生的力度也较大，但是民生领域的投资对经济的拉动作用需长时间慢慢体现。

近几个月，多地出台稳增长措施。例如，黑龙江省在 6 月底公布 65 项促进稳增长的措施，计划投资超过 3000 亿元，涵盖深化资源配置市场化改革、确保农业稳定增长等 8 个方面。其中基础设施建设一项超过 2300 亿元。分析人士认为，财政收入增速和经济总量增速高度相关，地方政府加大支出将稳定经济，财政收入才能有保证。

“对经济结构调整而言，财税动用的资源及对国民经济的影响和地位可想而知。”业内人士表示，与往年粗放又与产业缺乏关系的投资相比，今年整个资金投向重点放在基础设施工程和同产业转型高度相关的方面。

国家发改委固定资产投资司司长黄民近日表示，在经济增长中投资所起的作用非常关键，很多领域都需要投资。

分析人士认为，从目前中央和地方财政支出方向看，棚户区改造、民生保障、三农支出等已成为支出“高频词”。目前财政支出向民生领域倾斜，这一趋势在下半年应不会有明显调整。“与 2008 年底的情况有所不同，现在棚户区改造都是同民生直接挂钩的，而 2008 年时还包括房地产。”

财税改革深化

财税改革将是下半年的一大看点。《深化财税体制改革总体方案》明确了重点推进 3 个方面的改革。财政部财政科学研究所所长贾康认为，此次的总体方案是顶层设计。“中央强调的是‘牵一发而动全身’。现在讲的就是配套。”他表示，以地方政府债务问题为例，之前财政部及中央文件已对此有较为清晰的表述，此次配套措施会与之前有所联系但不是重点。

业内人士表示，今年的财税改革已开启试验，路线比较清晰。一方面，会继

续目前已有改革；另一方面，会对尚未推行的改革给出具体时间表，无论遇到多大阻力都将继续推行。

民生证券研究院副院长管清友认为，本轮财税改革有两大重点。一是结构性减税，助力调结构、稳增长。扩大营改增试点范围至铁路运输、邮政服务、电信及一些生活服务业。继续加大小微企业减税力度，包括进一步降低企业所得税率，降低优惠门槛。二是调整中央和地方的财政关系，为地方政府减负。管清友表示，2014 年财税改革再出发，目标是遏制地方债务扩张冲动，化解地方政府债务风险，加快结构调整，优化资源配置。

信托理财

中诚信托：“诚至金开 2 号”或延期

来源：中国证券报 7 月 1 日

中诚信托日前对投资者发布临时公告，其“诚至金开 2 号”集合信托计划规模高达 13 亿元的信托财产在到期前完成处置及变现存在不确定性，信托计划存在延期可能。

中诚信托相关文件显示，“诚至金开 2 号”集合信托计划规模为 13 亿元，以股权投资附加回购的方式运用信托资金对山西新北方集团有限公司进行股权投资，由新北方公司将股权投资款用于煤矿收购价款、技改投入、洗煤厂建设、资源价款及受托人认可的其他支出。该信托计划于 2011 年 7 月 26 日成立，将于今年 7 月 25 日到期。

中诚信托表示，鉴于目前煤炭市场持续低迷，新北方公司下属五煤矿整合和技改复产工作尚未完成，企业经营困难，焦金栋、焦金柱、王彩霞、新北方公司、天津金栋矿产品销售有限公司没有依约支付股权维持费和股权转让价款，信托财产在 2014 年 7 月 25 日前完成处置及变现存在不确定性，信托计划存在延期可能。

据悉，融资方新北方公司从 2013 年 2 季度开始欠付股权维持费，截至 2014 年 6 月 20 日，新北方公司累计欠付股权维持费 231,818,445.19 元。业内人士介绍，所谓股权维持费，即相当于融资方需要支付的融资成本，是投资者取得信托收益的一部分，一般由融资方与信托公司约定在信托存续期内分期支付。

中诚信托还表示，目前中诚信托已经启动该信托项目的紧急处理机制，通过寻找战略投资者或者债务重组等方式积极推动信托财产处置变现工作，以最大限度维护受益人的利益。

此前中诚信托曾表示，新北方公司将与某国有煤炭企业进行二次整合。这份最新发布的临时公告表示，2014 年 3 月初，某国有煤炭企业已完成对新北方公司下属五煤矿的现场尽职调查，待新北方公司下属五煤矿取得《环评报告书》批复后进行后续交易的协商和实施。目前，环境影响评价报告已完成编制，污染物排放总量已报山西省环保厅，地下水三期监测、一级评价也已完成，《环评报告书》已经上报山西省环保厅审批。

值得注意的是，今年年初，中诚信托规模高达 30 亿元的“诚至金开 1 号”信托计划亦出现兑付危机，最终由“意向投资者”以信托资金本金的价格受让投资者的信托受益权，该信托计划自动延期。

房地产不景气波及信托市场

来源：上海证券报 7 月 2 日

2014 年，房地产的黄金日子正在快速消失，在各方的看淡之中，其对信托产品的影响也正在显现。统计数据显示，今年上半年，房地产类信托成立规模 1137.15 亿元，较去年同期 1434.51 亿元下降 20.73%。

上证报记者根据用益信托数据统计，2014 上半年国内信托公司共发行信托规模 5088.91 亿元，较去年同期 5060.51 亿元增长 0.56%；成立信托规模 4116.14 亿元，较去年同期 4437.65 亿元下降 7.25%。从投向上看，无论是发行还是成立规模，基础产业、房地产、工商企业、金融类，都较去年同期出现不同程度下滑。

截至 6 月 30 日，基础产业类成立规模 804.68 亿元，较去年同期 1011.96 亿元下降 20.48%，房地产类为 1137.15 亿元，较去年同期 1434.51 亿元下降 20.73%；工商企业类为 562.85 亿元，较去年同期 714.15 亿元下降 21.19%；金融类为 703.59 亿元，较去年同期 824.63 亿元下降 14.68%。

某信托公司总经理在接受上证报记者采访时指出，“地产风险已逐渐暴露，地方融资平台也要限制着做，银信合作又是监管重点，实体经济又不景气，上半

年业务确实不太好开展。”

以地产项目为例。从今年上半年的情况看，多家信托公司的地产项目接连发生风险事件，除了光耀集团外，其余的开发商多为中小型房企，巨额民间债务让信托公司苦不堪言。而根据用益信托统计数据显示，从 2014 下半年至 2015 年，地产集合信托到期规模达到 3029 亿元，兑付压力巨大。

“上半年的兑付事件都是前车之鉴。现在二、三线城市项目已经很少做了，地产公司也只看百强企业，况且大企业项目也比较好发。”另有信托公司业务经理告诉记者，“一些被传出老板跑路的地产商都是小公司，需要项目经理扎根当地才能调查出其背后是否涉及民间融资，能做到这点并不容易。”

“今年不仅是政策限制，信托公司本身也在探寻去通道化的道路，经营拐点确实已经到来。”上述信托公司总经理告诉记者，“基建、地产行业令信托公司风光一时，然而随着政策调控，这两大行业已逐渐成为信托公司风控的隐患所在，迫使信托公司改变经营策略。”

地产信托募资规模环比大降 51% 逾 3000 亿兑付洪峰将至

来源：21 世纪经济报道 7 月 2 日

6 月份地产集合信托的发行进一步陷入低迷。

6 月 30 日，21 世纪经济报道记者根据用益信托数据统计，当月地产信托发行数量、募集规模较今年 1-5 月份的平均水平分别下降 41%和 51%。

事实上，一季度的集合地产信托发行规模，就已经比去年四季度环比下降了 34.25%。多位信托业人士向 21 世纪经济报道记者表示，地产信托发行降至“冰点”的原因主要有两个，一是楼市拐点预期强烈，市场担忧房价下跌风险；二是地产信托项目频繁出现资金链断裂。

“今年的重点之一就是控制好地产信托规模，尽量避免出现兑付风险。”上海一位信托高管向 21 世纪经济报道记者表示。更大的考验还在后头，用益信托

统计数据显示，从 2014 下半年至 2015 年，地产集合信托到期规模达到 3029 亿元。

6 月募集规模仅 133 亿

用益信托统计数据显示，6 月的地产集合信托发行仅 65 款，募集资金约 133 亿元。单月发行数量、募集资金规模都降至今年以来的新低。在 1-5 月份，地产集合信托月均发行 111 款，规模平均约为 269 亿元。这意味者，与 1-5 月的平均表现相比，6 月份的两项指标分别环比下降 41%和 51%。

“在销售端也感受到了，现在信托公司对地产项目都很谨慎。”6 月 30 日，长三角一家第三方机构总经理向 21 世纪经济报道记者表示。一方面，随着楼市的疲态显现，房价下跌的预期越来越强烈，各路资金对地产行业投资变得越来越谨慎；另一方面，自去年以来至今年上半年，地产信托项目频繁爆出风险，也加剧了市场参与方的担忧。

从今年上半年的情况看，包括新华信托、中融信托、华澳信托在内的多家信托公司的地产项目接连发生风险事件，除了光耀集团外，其余的开发商多为中小型房企，且资金链紧张，甚至背负高利贷。频繁出现的地产信托风险事件，也让投资者对此类项目更为谨慎。

事实上，地产信托的疲态从今年一季度开始就有所显露。今年一季度，地产信托的新增规模为 1462 亿元，同比下降了 4.57%，较 2013 年四季度环比下降 30.28%。具体来看，今年一季度新增集合地产信托的规模约为 649 亿元，比四季度环比下降 34.25%，新增单一地产信托规模 813 亿元，环比下降 26.82%，同比下降 18.86%。6 月份的地产集合信托发行表现显然进一步降温。

“今年以来做的地产项目确实少了许多，项目除了需要满足‘432’的要求外，二三线城市的地产项目都谨慎许多。”上述信托业高管向 21 世纪经济报道记者表示，大型开发商的项目比较好发。

从地产集合信托的平均收益率看,6 月份升高至 9.82%,平均期限为 1.71 年。前 1-5 月则在 9.68%-9.78%之间波动,平均期限为 1.82 年。而在 2013 年,地产信托的平均期限为 1.89 年,平均年化收益率为 9.55%。

兑付洪峰再次考验

从 2014 年下半年至 2015 年,地产信托的兑付高峰将再次考验信托公司的风控管理能力、项目处置能力等。

用益信托统计数据显示,2014 年集合地产信托预计到期总规模为 1780.06 亿元,具体为一季度 368.48 亿元、二季度 439.15 亿元、三季度 444.61 亿元、四季度 527.82 亿元。可见 **2014 年四季度是房地产信托的兑付高峰期,且下半年的兑付压力大于上半年。**

另外,按产品预计结束日期统计,在 2015 年到期的地产集合信托规模为 2057.54 亿元,高于 2014 年的兑付规模。分季度看,到期的压力集中在二季度至四季度。一季度到期规模为 458.28 亿元、二季度为 531.26 亿元、三季度为 544.98 亿元、四季度则是 523.03 亿元。

“销售低迷可能会加剧信托到期兑付的风险。”上述信托高管分析。国家统计局的数据显示,今年 1-5 月份,商品房销售面积同比下降 7.8%,降幅较 1-4 月份扩大 0.9 个百分点,其中住宅销售面积下降了 9.2%。分区域来看,东部地区 1-5 月份的商品房销售面积同比下降 14.4%,并且降幅较 1-4 月份扩大 0.9 个百分点。同期,全国的商品房销售额同比下降了 8.5%,其中东部地区下降 14.7%。

另外,中部地区商品房销售面积微弱增长 0.3%,西部地区则下降 2.1%。销售的不畅导致在房地产开发企业到位资金构成中,定金及预收款下降了 8.4%、个人按揭贷款下降 1.2%。

输血地产受挫 信托公司业绩分化加剧

来源：中国证券报 7 月 3 日

信托“年年难过年年过”的传奇能否在今年延续？

时至年中，用益信托网的数据显示，今年上半年集合信托发行量基本与去年同期持平，成立规模同比下降 7%。业内人士认为，从数据上看今年上半年信托总体情况并不是很差，但各家信托公司的实际情况并不相同，信托公司的业绩将进一步分化，一些风险控制比较好、直销渠道比较通畅的大中型信托公司的经营情况较好，而过度依赖通道业务或者第三方渠道的中小信托公司则比较困难。

此外，上半年，房地产集合信托的发行、成立规模同比亦现下滑，特别是成立规模下滑幅度达到 21%。业内人士认为，这与今年信托公司普遍收紧房地产业务有关。

成立规模小幅下降

在对信托风险的重重担忧中，今年上半年集合信托发行数量同比上升 41%，发行规模小幅上升 0.5%，基本与去年同期持平。用益信托网的数据显示，今年上半年共发行 3787 只集合信托计划，发行规模总计 5088 亿元，平均年收益率为 8.86%；去年同期共发行 2694 只集合信托计划，发行规模为 5061 亿元，平均年收益率为 8.78%。

不过，从成立规模来看，今年上半年较去年同期相比下滑 7.3%。用益信托网的数据显示，今年上半年，共成立 3624 只集合信托计划，成立规模为 4116 亿元，平均年收益率为 8.82%；去年上半年共成立 2546 只集合信托计划，规模总计 4438 亿元，平均收益率为 8.81%。

对此，华融信托研究员袁吉伟认为，上半年集合信托发行数量与规模的小幅上升，说明今年企业的融资需求仍较大。但由于融资项目风险有所增加，以及销售渠道受阻，使得信托募集资金较为困难，从而导致集合信托成立规模小幅下降。

值得注意的是，在 6 月份，集合信托的发行与成立规模同比均现大幅下滑。数据显示，在今年 6 月份，集合信托的发行规模为 492.46 亿元，相比去年同期

的 973 亿元大幅下降 52%，同时，成立规模亦由去年 6 月的 866 亿元下降至今年 6 月的 431 亿元，降幅达到 64.69 亿元。

对此，有信托业内人士认为，6 月相关数据下滑符合当前大的趋势，但出现如此大的下滑，主要原因是与去年同期相比，今年上半年各月份成立规模波动性较大，其中 3、4 月份的成立规模大幅放大，而 6 月份的成立规模相对较小。据用益信托的数据显示，1 月份的成立规模为 775 亿元，2 月份为 372 亿元，3 月份为 907 亿元，4 月份为 960 亿元，5 月份为 672 亿元，6 月份为 431 亿元。

前述信托研究员认为，从数据来看现在信托公司总体的情况还不是很差，但其实各家公司的实际情况并不相同，一些风险控制比较好，直销渠道比较通畅的大中型信托公司的经营情况较好，而过度依赖通道业务或者第三方渠道的中小信托公司则比较困难，在今年这种情况下，信托公司的业绩分化会更加明显。

输血房地产受挫

值得注意的是，作为信托重要的业务之一，房地产集合信托今年上半年发行、成立规模同比均有不小的下降。

用益信托网的数据显示，今年上半年共发行 622 只房地产集合信托计划，规模为 1477 亿元，去年同期则发行 509 只同类产品，规模为 1629 亿元，发行规模同比下降 9%。

此外，今年上半年共成立 566 只房地产集合信托计划，成立规模为 1137 亿元，去年同期，这一数据分别是 471 只、1434 亿元，同比成立规模下降 21%。

业内人士认为，房地产集合信托计划发行、成立规模同比下降的一个重要原因是信托公司收紧房地产信托业务。一位房地产信托经理对中国证券报记者表示，现在他们公司做房地产信托业务，基本是在 20 个项目里才挑出一个出去考察，而最终能不能做还不一定，得取决于考察结果。这位信托经理透露，现在做房地产项目，不仅要求抵押充足，还特别重视该房地产项目的销售前景，保证信托计

划的还款来源。

此前以做房地产业务著称的某大型信托公司大幅提高了业务操作门槛，将房地产业务重心转向一线城市，对二线城市房地产项目采取谨慎准入的态度，三四线城市则仅限特大型开发商。此外，该公司还提高房地产业务交易对手选择标准，对交易对手的开发能力和现金流压力进行严格审查，并要求合理控制客户集中度。

与此同时，一些投资者出于风险考虑，开始谨慎对待收益较高的房地产信托产品。据一位信托公司高管透露，今年以来一些房地产信托产品一个月仅能募集两三千万元，甚至还出现募集不齐的现象。

中融信托政信业务被暂停 疑遭窗口指导

来源：21 世纪经济报道 7 月 4 日

7 月 2 日，21 资管研究中心从一位接近中融信托人士处获悉，日前中融信托已经停发政信类项目，而停发的原因是监管层的窗口叫停。

“目前（中融）所有的政信类的项目都暂停了，新的项目暂时不能再做了。”前述接近中融信托人士透露。“据说和黑龙江当地的监管部门的临时叫停有关。”中融信托是黑龙江唯一的信托公司。

事实上，这不是信托公司第一次被地方监管部门以窗口指导的方式暂停政信信托业务。去年 7 月有传言，上海证监局一度叫停上海信托和华澳信托的政信合作项目。叫停原因是政信业务发展过快有关。

而此次中融信托政信业务被叫停是何种原因？

“之前也有一个‘文件’说政信类项目的事，当时说要剥离融资平台的融资功能，但是后来没有动静了。”上述接近中融信托的人士认为，对于政信类项目的叫停，此前已有“预兆”。

事实上，该人士所说的“文件”正是发改委 5 月发布的《关于 2014 年深化经济体制改革重点任务的意见》（下称意见），《意见》提出“建立以政府债券为

主体的地方政府举债融资机制，剥离融资平台公司政府融资职能”。

这里要提一句，所谓信政合作类业务是信托公司与各级政府在基础设施、民生工程等领域开展的合作业务。在合作过程中，信托公司采用信托公司设计产品、地方城商行发行的方式，将募集资金交付地方政府平台公司。

有业内人士认为，《意见》的推出意味着地方政府融资平台的融资活动将受到遏制，但亦有观点认为，《意见》仅仅停留在方向层面，尚并不具备监管效力。

“这个文件是指导意见，应该表达了未来政府融资的一种方向，还没有落实到执行层面。”一位接近监管层人士表示。

不过，仅从公开信息来看，中融信托上半年的政信类业务并不“高调”，据同花顺 iFinD 数据不完全统计，中融信托上半年发行基础设施类信托为 65 只，而仅占其上半年集合项目总数的 15.70%，其项目则主要分布在重庆、江苏、贵州等地。

而在诸多信托项目中，亦有部分属对接融资平台和地方财政往来款项财产权或信托收益权的投资类信托。

以中融-常州钟楼经济开发区 1 号财产权信托为例，在该项目中，融资方——常州钟楼经济开发区投资建设有限公司（下称“经开投资”）将对钟楼区政府的 7.56 亿元应收账款信托给中融信托并设立财产权信托，同时募集资金受让该信托受益权并将资金放款给经开投资。

值得一提的是，由于该类项目名义上并非是融资类信托，其是否属于被叫停的政信类项目范围仍存争议。

“这类项目现在应该也不能做了。”一位中融信托人士指出，“严格意义上说这种项目也属于政信项目，按照我们的标准是只要还款来源有地方财政就算。”

平安信托的 600 亿房地产信托棋局

来源：上海证券报 7 月 4 日

随着房地产市场遇冷，一度占据市场将近半壁江山的房地产信托，其风险也开始聚集。尤其是今年以来，光耀地产风险事件爆发，多家房企深陷破产危机，也给庞大的房地产信托市场敲响了警钟。不同于以往在房地产信托市场的高歌猛进，今年“防范风险”成为信托行业的主调。而行业面临的**最大风险之一**，无疑来自于房地产信托。

如何应对悬在信托行业头顶的这把“达摩克利斯之剑”？在房地产信托业务规模居前的平安信托提供了自己的一份样本。目前，平安信托的房地产信托业务已经达到**600 亿规模之巨**。针对今年的市场状况，平安信托采取了“动态调整”的策略，综合运用整体策略及具体操作的双重机制，对房地产市场的风险进行缓释；而在管理工具上，引用了具体多样的复合型风控工具进行动态管理。

动态调整 加大流动性关注

截至 2014 年 5 月底，平安信托房地产集合固定收益业务存量规模超过 600 亿元。上半年，兑付规模超 100 亿元。下半年，还将兑付超过 200 亿元。目前存量项目中，大中型交易对手占比 80%以上，并且该比例在今年上升到 90%；一二线城市的分布比例超过三分之二，剩余期限 2 年以内的产品约 80%以上。

随着国内房地产市场步入下行通道，房地产行业的风险也逐渐暴露。平安信托物业投资部融资业务总监张钦家坦言，目前的房地产市场呈现了整体下调与分化加剧并重的双重趋势。在这种形势下，小开发商的抗风险能力比较弱，将在这一轮调整中面临较大的压力。目前已经发生的光耀地产、兴润置业、杏花村置业等危机事件也充分说明了这一点。由于目前大多数信托公司的合作对手均是以中小开发商为主，若房地产市场进一步调整，对这些信托公司会造成一定冲击。面对房地产市场风险，平安信托主要通过整体策略及具体操作的双重机制进行缓释。

在整体策略上，平安信托保持以大中型交易对手为主的策略。根据统计，平安信托合作的交易对手中，大中型对手占比超过 80%，今年更是已上升到 90%，

而从这些交易对手 2014 年的销售情况来看，绝大部分保持了增长的趋势。同时针对目前市场风险逐步积累的现状，平安信托进一步通过控制房地产业务的整体风险敞口、交易对手集中度及动态监控建立风险预警机制，增强风险应对能力。在具体操作上，平安信托进一步加强投研与风险管理能力，平安信托由宏观分析、策略研究、独立投资评估等专业的投研团队发布定期报告，对整体房地产市场、交易对手的风险进行监测，并及时调整业务策略。同时，加强投后管理能力，包括定期的压力测试、专业投资管理团队的现场管理、逐个项目的及时跟踪与提前预警机制。

复合型风控工具防范各类型风险

在业内，平安信托的风控是一大特色。平安信托相关负责人介绍，针对各类型风险，平安信托进一步采用了具体多样的复合型风控工具。在信用风险方面，平安信托建立了信用评级体系，参考标普穆迪的评级系统，建立内部买方评级和信用评级系统，截至目前已对 1000 多个对手进行评级；另外，公司还对信用风险进行计量，根据巴塞尔要求，建立了 RWA 计量体系，横向比较各类资产的风险水平。同时，对于交易对手集中度、行业集中度设置控制集中度管理要求，设定信用限额并定期跟踪管理。

在市场风险方面，平安信托采用行内通用的监测指标，包括 VaR、DV01 等在内的市场风险核心指标对市场风险进行监控，同时，辅以资本市场 IT 系统进行自动化监测。而在流动性风险方面，平安信托将流动性压力缺口作为刚性指标，一旦突破立即预警并启动应急预案；同时，对于季末、年末等周期性资金面紧张的时段，提前开展压力测试，制定解决方案，确保流动性风险可控。

如何防范“光耀事件”风险

此前光耀地产危机中有信托公司涉足其中，而经过排查平安信托并没有类似问题。对于如何防范此类风险，张钦家表示平安信托一贯重视交易对手的选择，

坚持与综合实力强、信誉优良的大中型开发商开展合作。这个策略决定了平安信托在相当长时间内不会遇到类似的问题，尽管损失了前几年的高收益机会。目前市场的波动，还是主要体现在个别小型开发商层面，而融资业务不超过 2 年的短周期特点，对存量项目来说未来兑付的风险度并不高，同时动态的策略调整会很有效地在新的项目上规避这种风险。

对于今年大中型开发经营与财务状况逐渐分化的情况，平安信托也针对流动性和集中度风险，及时制订了对交易对手的集中度管理制度以及关键经营财务指标的定期监测体系。但张钦家表示，对房地产行业的发展依然充满信心，从目前看，今年地产形势虽然未必如去年那么乐观，但应远不会如消息面表现出来的那么悲观，在房地产企业和城市发生分化驱使下，平安信托会进一步加强与优秀房企的合作，谨慎对待小型开发商，强调企业和项目的综合评估，对流动性管理和预期加强。

公（私）募现状

公募年中频繁调研 传统、新兴布局存疑

来源：上海证券报 7 月 4 日

经过今年上半程的激战，基金业绩已经拉开距离。业绩靠前者收益率接近 40%，业绩靠后者则亏损 15%，首尾相差 55%。

而下半程的较量已经展开，基金布局已经开始。“最近的调研主要方式就是参加各家券商的中期策略会，只要时间允许，策略会上的公司交流会能参加的都参加，一次可以见多家上市公司，效率高。另外，我现在调研的对象不只局限于 TMT，而是广撒网捞鱼。”深圳某业绩靠前的基金经理如是告诉记者，其今年上半年业绩贡献主要来源是 TMT。

从去年以来 TMT 的大牛已经有目共睹，基金分享了这一盛宴。不过，基金在布局下半年的关键节点，对新兴和传统行业的看法上再起争议。

深挖投资机会

“我有一种预感就是，TMT 中的一些细分行业下半年肯定会调整，所以我在调仓。调仓并不是针对行业，而是针对个股。我去年重仓传媒，业绩不差。我之前配置在 TMT 上多一些，但今年错过了软件，而软件是今年表现最好的子板块，这严重拖累了我的净值表现。”某基金经理如是告诉记者。

今年最为瞩目的主题莫过于信息安全，尤其是软硬件国产化的替代投资机会。从机构调研的踪迹中亦可以印证这一主题之热。

6 月 30 日，宝盈基金的明星基金经理王茹远等 20 多家机构的投研人士调研了为银行业提供风险信贷产品的安硕信息。整个 6 月份安硕信息涨幅逼近 40%。6 月份至今，安硕信息先后 5 次登陆龙虎榜，机构先后四次现身龙虎榜，登陆买入席位。

华商基金、国信证券等机构于 6 月 15 日调研启明星辰(002439.SH); 同日, 诺德基金、华夏财富、平安资产等调研了远光软件(002063.SZ); 借壳上市的游族网络(002174.SZ)在 6 月底也吸引了包括华夏基金、宝盈基金等十多家机构的集体调研。不过, 包括游族网络在内的游戏股今年并未出现大行情。

“今年我的资产配置中把传媒全部换成了游戏股, 但是游戏股达不到预期, 最近在调仓, 但是比较犹豫, 有些信息安全的公司, 调研之前觉得是质地非常不错的好公司, 但是越调研越不敢买, 觉得基本面不过关。”上述基金经理说。

北京某基金经理告诉记者一个选股法则: “业绩尚可、市值在 30 亿以下、即将解禁的创业板公司可以重点关注。现在很多公司在解禁前, 都要做所谓的市值管理, 这部分公司基本不用去调研, 大概率股价都会有所表现。”

国投瑞银的投研团队则留意着政策带来的投资机会, 认为 10 月份沪港通开闸, 将使 AH 股的折价收窄, 带来相对确定的投资机遇。

传统新兴之辩

近期表现出色的个股中, 机构席位相当活跃, 但机构对于一些个股的态度却迥异。

以顺网科技(300113.SZ)为例, 近期接连释放利好消息, 牵手方正证券、增资中国电信旗下的手游平台等, 7 月 2 日顺网科技涨停。当日的龙虎榜显示, 卖出席位上有三家机构, 买入席位上有四家机构, 机构在激烈博弈。

朗玛信息(300288.SZ)在收购了 39 健康网后, 于 6 月 27 日复牌, 市场给出了近乎 5 个涨停板, 朗玛信息先后三次登陆涨停板, 这三次均有机构在买入卖出。

“从上面的个股交易席位中, 可以看出机构对于 TMT 个股的态度, 有机构已经获利后离场, 而有些还在继续坚守。”有市场人士指出。

事实上, 从机构对这些个股的操作中可以窥见机构对 TMT 看法分歧, 不少

机构仍旧看好新兴成长行业，但亦有机构将投资目光转向了白酒、房地产等行业。

上投摩根投研团队向记者表示，2014 年下半年 A 股市场投资思路是：遵循两条主线，即低估值高红利，以及主题改革，关注优质成长股及主题价值股的投资机会。重点关注的行业主要包括电子、医药、旅游、环保、新能源，以及智慧城市、信息安全主题等。

大成基金则向记者分析，从市场演化历程看，在经历 2013 年对于新兴行业科技创新的过度追逐后，2014 年的投资主要方向将回归至业绩增长预期，选择高景气、趋势向好的板块。2014 年下半年，传媒、电子、通信等“高景气”行业仍有望保持较高的收入增长和盈利水平，未来具备着向好的发展趋势，可能形成新的投资机会。

而国投瑞银相关人士告诉记者，下半年投资关注调整进入尾声的白酒行业。在经历了过去两年的行业调整之后，以茅台为代表的一批企业开始企稳，三季度开始，白酒行业有望经历从“需求驱动”到“业绩驱动”带来的盈利增速提升。

此外，地产是国投瑞银看好的另外一个行业。国投瑞银认为，尽管上半年房地产销售增速开始高位回落，但是随着货币政策的放松以及房地产限购措施的逐步放开，房地产行业取得一定的相对收益。从历史经验来看，房地产板块超额收益主要来自于货币信贷以及房地产供给两个层面。

49 家基金抢食 153 家上市公司 “定增王”财通基金豪砸百亿

来源：21 世纪经济报道 7 月 4 日

Wind 统计显示，2013 年，共有 263 家 A 股上市公司实施了定增方案，而截至今年 6 月，这些定增项目平均浮盈超过 24%。

“IPO 开闸后限量发行，一级市场竞争更趋激烈，而二级市场低迷、结构性行情短期难改，一级半市场上定向增发在低风险的赚钱效应下，想不火都难”，多位私募人士表示。

事实亦如此，进入 2014 年，公募基金参与定增的热情也依然不减。

据统计，今年以来，共有 153 家上市公司实施定向增发，49 家基金公司参与其中并获配了股份。

基金博定增热情高涨

随着定增市场相对稳健赚钱效应的出现，不少公募基金对定增市场投入了更大的热情。

同花顺 iFinD 统计数据显示，今年以来，共有 49 家基金公司在上市公司定向增发中成功获配，合计 247 次，获配股份总数近 164 亿股。有基金人士表示，相对于获配次数，此前基金参与增发的次数一定更加频繁。

具体来看，财通基金、华安基金是至目前为止参与定增获配次数最多的两家公募机构，两者均获配 23 次，此外，兴业全球基金、东海基金、宝盈基金也获配次数较多，分别为 20 次、15 次和 12 次，而汇添富基金、新华基金、平安大华基金获配次数都是 9 次。

据 21 世纪经济报道记者了解，目前参与定增的基金产品集中于专户或基金子公司的资管计划，当然，其中也不乏纯粹的通道业务，背后的掌舵者是私募或资金大户等。

如广州创势翔投资日前公告称，其今年 6 月成立的“宝盈创势翔 1 号特定多客户资产管理计划”已成功获配航空动力（600893.SH）的定增股份，认购股份数量为 1738.43 万股，不过，公开信息显示的发行对象名称只是宝盈基金。

值得一提的是，在参与定增的公募基金中，虽然也不乏华夏、南方、嘉实、工银瑞信等“巨无霸”基金的影子，但若与中小型基金公司相比，它们对定增的参与热情明显冷淡得多。

对此，有基金分析人士向 21 世纪经济报道记者表示，这与基金专户和公司业务发展及业务定位有关。

除了业内熟知的有“定增王”之称的财通基金外，华安、平安大华、东海等都是今年参与定增规模陡增的基金新秀。

据悉，它们今年认购定增所动用的资金分别达到了约 100 亿元、70 亿元和 30 亿元，已远远超出去年全年的资金总额。

整体浮盈丰厚

众多投资者都知道，上市公司定增时由于增发价较二级市场股价往往存在一定比例的折扣，因此为投资定增提供了一定的安全垫。再加上受增发利好刺激，上市公司股价往往在增发实施后显著上涨，使得参与增发的资金在大概率上能获得可观的账面盈利甚至暴利。

同花顺 iFinD 统计，今年以来实施定增的 153 家 A 股上市公司，至 7 月 3 日收盘时，逾七成二级市场股价是高于增发价的，即参与投资这些公司定增的机构已浮盈。

其中华泽钴镍（000693.SZ）、远东股份（000681.SZ）涨幅均超过 300%。

而在有基金参与的项目上面，京东方 A（000725.SZ）、中国重工（601989.SH）、天齐锂业（002466.SZ）、炼石有色（000697.SZ）、航空动力（600893.SH）等均为它们带来了过亿的浮盈。

据有机构统计，今年以来浮盈达到 10 亿元以上的公募基金，包括财通、华安、工银瑞信、汇添富、天弘等。

广州创势翔的一位负责人 7 月 3 日公告，其首只定增产品成立尚不足一个月，参与航天动力定增的浮盈已超过 90%。而同期参与航天动力定增的基金还有建信、诺安、财通、银华及华安基金的子公司。

7 月 3 日，某上市券商的一位投行人员向 21 世纪经济报道记者表示，尽管现在 IPO 再度重启，但对投行来说，还是愿做定增项目，一方面时间和人力成本较小；另一方面，保底协议已是业内公开的秘密，加上现今股市有了一定的转暖

迹象，这个市场的风险越来越小，机构愿意参与进来，承销越来越好做。

财通成定增王

在公募基金业，参与上市公司定增力度最大的非财通基金莫属。

财通基金相关人士向 21 世纪经济报道记者透露，截至今年 6 月底，该公司自 2013 年以来，共成功参与定增项目 60 个，累计参与金额近 130 亿元，位居全行业首位。同时，其收益也是可圈可点，现总浮盈超过 30 亿元，浮动收益率已过 30%。

该人士指出，财通基金的优势体现在平台资源方面，公募基金先天就具有与上市公司、投行保持良好沟通的条件，尤其是专户和基金子公司，参与上市公司定增更加方便。

同时，财通基金介入定增市场较早，至今已积累了丰富的投资资源和经验，有专业投研团队持续跟踪优质的定增标的，总是能够在第一时间获取各个定增标的深度资讯，与客户共享。

据悉，现在很多券商自营、资管、专业投资机构、上市公司等都会主动寻求与财通基金合作，好处除了可以获得基金公司雄厚的客户资金支持外，还可以通过发行一对一或一对多管理型、结构化定增专户产品，进行组合投资，借此分散投资单一个股的风险。

Wind 数据显示，2013 年所有上市公司累计增发数量 522.07 亿股，募集资金规模达 3463.65 亿元，参与一家上市公司的定增项目平均需要资金 1.31 亿元，这不是一般个人投资者，包括中小投资机构所能够达到的。

此外，财通基金在定增领域的另一项“创新”是组建了自有的量化团队，引入量化对冲策略平滑投资定增的风险。

7 月 3 日，上海另一家热衷于定增的基金公司专户负责人亦向 21 世纪经济报道记者承认，未来定向增发这个一级半市场会越来越热，且会因上市公司积极

推进并购重组、市值管理等而受到投资者越来越多的关注，到这个市场上淘金也将越来越走向专业化。

资金信贷

存贷比计算口径调整 分子减分母增

来源：中国证券报 7 月 1 日

银监会 6 月 30 日发布了《关于调整商业银行存贷比计算口径的通知》，进一步完善存贷比监管，从 2014 年 7 月 1 日起实施。这将有助于商业银行将更多的信贷资源用于支持实体经济。

进一步完善存贷比

为进一步完善存贷比监管，经研究，银监会对存贷比计算口径进行以下调整：

第一、调整存贷比计算币种口径。目前的存贷比监管按照本外币合计口径进行考核，调整后将对人民币业务实施存贷比监管考核，本外币合计和外币业务存贷比作为监测指标。

第二、调整存贷比分子（贷款）计算口径。在近年已实施的存贷比分子扣减支农再贷款、小微企业贷款专项金融债、“三农”专项金融债对应贷款，以及村镇银行使用主发起行存放资金发放的农户和小微企业贷款基础上，再扣除以下三项：一是商业银行发行的剩余期限不少于一年，且债权人无权要求银行提前偿付的其他各类债券所对应的贷款；二是支小再贷款所对应的小微企业贷款；三是商业银行利用国际金融组织或外国政府转贷资金发放的贷款。

第三、调整存贷比分母（存款）计算口径。在现有计算口径基础上增加以下两项：一是银行对企业、个人发行的大额可转让存单；二是外资法人银行吸收的境外母行一年期以上存放净额。

截至 2014 年一季度末，商业银行存贷比为 65.9%，较年初下降 0.18 个百分点，与 75% 的上限尚有距离。

利于经济结构转型

多数市场人士认为，此次存贷比计算口径调整，所能释放的表内信贷规模或低于预期。此次存贷比计算口径调整符合经济新常态下结构优化的调控思路，进一步落实中央对三农和小微领域的金融支持，有利于经济结构转型。

民生证券人士认为，缩分子的规模总体和预期基本一致，但扩分母的规模仅包括大额可转让存单和外资法人银行吸收的境外母行一年期以上存放净额，大概率低于同业结算存款的规模。

交通银行首席经济学家连平认为，目前存贷比调整可释放的信贷规模存在不确定性，各家商业银行的具体情况存在差异。比如，此次调整存贷比分母（存款），增加了“银行对企业、个人发行的大额可转让存单”项目。“大额可转让存单是增量项目，该项目增加让存贷比规模调整具有不确定性。因为大额可转让存单尚未正式推出，未来具体会到怎样的规模尚难确定。”他预计，商业银行放贷节奏可能会小幅加快，信贷规模或有所增加。

另有业内人士认为，从分子中剔除“商业银行发行的剩余期限不少于 1 年，且债权人无权要求银行提前偿付的各类债券所对应的贷款”。这点是为鼓励发行专门支持中小企业的金融债埋下伏笔，这将为商业银行加大（类）信贷支持保障房建设等领域创造条件。

继续向三农小微领域倾斜

银监会相关负责人表示，上述调整有利于缓解部分银行存贷比压力，有助于商业银行更多支持三农、小微等实体经济领域。“资产端鼓励支持实体经济增加支农和小微贷款。负债端鼓励银行增加更多稳定资金来源，有效控制金融风险。”

银监会相关负责人表示，银监会高度重视改进存贷比监管的相关工作，一方面积极推动立法机关修订《商业银行法》，另一方面不断完善存贷比监管考核办法，如将“三农”专项金融债、小微企业专项金融债、支农再贷款等对应贷款从存贷比分子中扣除，并从 2011 年开始推行月度日均存贷比指标等，在促进商业

银行加大对实体经济支持力度、降低存款波动性等方面，取得了一定效果。

兴业银行首席经济学家鲁政委表示：“根据我们此前研究报告所进行的测算，如果全面放弃贷存比指标，在理论上有利于降低融资成本 138 个基点。本次调整，虽然达不到 138 个基点，但也能在一定程度上对降低融资成本起到积极作用。”

交通银行金融研究中心研究员鄂永健表示，此次存贷比计算口径调整，通过适当减少分子、扩大分母对存贷比管理进行调整和优化，有利于缓解银行存贷比压力，进而促进扩大信贷投放，降低实体经济融资成本。总体上看，由于这些分子、分母调整项规模不大，静态效果可能不十分显著，但有一定的定向激励作用。

同业存款未被计入分母

此前市场呼声较高的同业存款，此次并未被计入存贷比分母（存款）计算口径。银监会相关负责人表示，经过反复研究没有将同业存款放进来主要考虑正在加强对同业业务的监管和规范发展，特别是一行三会此前刚刚联合发布相关文件，制度设计不当可能会干扰此前监管政策实施，引发同业业务监管套利。

有分析人士认为，目前上海自贸区试点的存贷比调整的设计方案已把稳定性高的非银行金融机构存款放到存贷比分母中，如果试点结论显示可行，不存在监管套利，监管部门也会考虑进一步进行调整。

民生证券人士认为，此次存贷比计算口径调整将大额可转让存单纳入分母，将提高银行发行可转让存单的热情，推动利率市场化。大额可转让存单替代理财，表外资金回流一般性存款将扩大存贷比分母，刺激表内信贷。另外，一般性存款扩大将导致银行补缴的准备金总量上升，或导致银行资金利率运行中枢上行。但是，大额可转让存单存款来源更为稳定，有望缓解季末资金波动。

银监会相关负责人表示，银监会将观察存贷比计算口径调整对银行经营行为和金融市场的影响，对于存贷比出现异动的银行，将视情形采取相应措施，防止

监管套利。同时，银监会将根据《商业银行流动性风险管理办法（试行）》，综合运用存贷比、流动性比例、流动性覆盖率和多维度的流动性风险监测指标，密切跟踪分析银行业流动性风险状况，维护银行业安全稳健运行。在中长期，银监会还将继续积极推动并配合立法机关修订《商业银行法》。

存贷比口径“六减两增” 至多释放 8000 亿资金

来源：21 世纪经济报道 7 月 1 日

6 月 30 日，银监会宣布调整商业银行存贷比计算口径。自 2014 年 7 月 1 日起，支农再贷款、支小再贷款所对应的贷款和“三农”专项金融债所对应的涉农贷款等 6 项，将不计入贷存比（贷款）计算的分子，而银行对企业或个人发行的大额可转让存单（CD）等两项计入分母（存款）。

我国 1995 年颁行的《商业银行法》规定，贷款余额与存款余额的比例（即存贷比）不得超过 75%。分析人士认为，银监会此番对存贷比“分子做减法，分母做加法”，有利于缓解银行的存贷比达标压力，也有助于银行把更多的信贷资源投入实体经济，尤其是“三农”和小微企业领域。

华夏银行发展研究部研究员杨驰分析，此次调整存贷比计算口径。有助于降低银行利用同业业务等逃避存贷比和信贷规模限制、进行监管套利的冲动，引导资金从表外逐步回流表内。

理论最多释放 8000 亿元

实际上，存贷比计算公式的分子中，扣减支农再贷款、小微企业贷款专项金融债、“三农”专项金融债对应贷款，以及村镇银行使用主发起行存放资金发放的农户和小微企业贷款等三项，近年已经实施。

此次再扣除的三项包括：商业银行发行的剩余期限不少于一年，且债权人无权要求银行提前偿付的其他各类债券所对应的贷款；支小再贷款所对应的小微企业贷款；银行利用国际金融组织或外国政府转贷资金发放的贷款。银监会认为，

上述贷款具有明确稳定的资金来源，无需相应的存款资金进行匹配。

按照杨驰的统计，截至 2014 年 5 月末，商业银行发行的期限在 1 年以上的债券总额 12531 亿元，基本上均无提前偿付条款，扣除其中近 5000 亿元的小微专项金融债，符合条件的商业银行债券约为 7500 亿元。2014 年，人民银行下发的支小再贷款额度为 500 亿元。我国商业银行利用国际金融组织或外国政府转贷资金发放的贷款，近年来稳定在 30 亿美元左右。

“据此估算，此次调整存贷比计算口径，理论上商业银行释放流动性最多可超过 8000 亿元。但考虑到各行贷款规模和资本充足率的限制，实际释放资金将低于理论数值。”杨驰对 21 世纪经济报道记者说。

银监会相关人士也表示，要测算此次调整完存贷比对银行信贷的影响，还应考虑几个因素。首先，现在存贷比不是抑制放贷，造成融资难、融资贵的主要因素。截至 2014 年 3 月底，商业银行存贷比为 65.9%，较年初下降 0.18 个百分点，与 75% 的上限尚有 9 个百分点的空间。一部分银行已接近上限，但是也有很多中小银行还不到 50%。

此外，还要考虑每家银行有不同的发展战略、风险偏好和信贷政策。从外部政策上看，银行还受到存款准备金率等其他政策的制约。

同业存款未纳入分母

银监会相关人士表示，“存贷比”在管控流动性风险、控制信贷过快增长和维护银行体系稳定方面发挥了一定的积极作用，但也存在覆盖面不够，风险敏感性不足，未充分考虑银行各类资金来源和运用在期限和稳定性方面的差异，难以全面反映银行流动性风险等问题。

鉴于此，银监会着手研究调整“存贷比”计算方式。此前的 2006 年，分子中扣除农信社的支农贷款；2011 年，商业银行小微企业专项金融债也从存贷比分子中扣除；2011 年，实行月度日均的存贷比考核；2012 年，分子中扣除村镇

银行使用主发起行存放资金发放的农户和小微企业贷款。

分母方面，在现有计算口径基础上增加了两项：一是银行对企业、个人发行的大额可转让存单；二是外资法人银行吸收的境外母行一年期以上存放净额。

值得关注的是，此次银监会并没有将同业存款纳入存贷比分母。杨驰认为，这与金融机构之间可能通过资金来往、实现虚增同业存款规模、导致存款重复计算有一定关系。在当前治理规范同业业务的大背景下，预计同业存款短期内很难纳入考虑范围。

银监会上述人士也表示，未将同业存款纳入存贷比分母，主要基于避免监管套利的考虑。同业存款主要来源于银行同业和其他非银行金融机构。目前监管部门正加强同业业务的监管，如果把银行同业存款计入存贷比分母，可能会影响“127 号文”的效果。

同样，如果把非银行同业存款纳入存贷比分母，则有些非银行金融机构很可能成为银行存款的通道。比如，一家银行存贷比压力比较大，就可能把资金拆借给非银行金融机构，非银机构再存回来，从而完成监管套利。

为了规避监管，银行之间的设计可能会更复杂。比如，A 银行将资金拆借给 B 非银行金融机构，B 机构再把资金存给 C 银行，那么 C 银行的存贷比就可以降低；同时 C 银行再把资金拆借给 B 机构，B 再存回 A 银行。

“存贷比”调整新路径

银监会同时透露，此次计算方式的调整是短期的做法，中长期银监会还会继续推动，积极参与《商业银行法》修订。

国内银行业高管黄金老也曾撰文呼吁改进存贷比上限监管。他认为，“正如我们不能把法定存款准备金率、再贷款利率、公开市场操作量事先确定一样，更不能把这个值写进法律。所以，需要从《商业银行法》等法规剔除具体的存贷比上限监管数值。”

巴塞尔协议 III 提出了流动性覆盖率（LCR）和净稳定资金比例（NSFR）两个新指标，来监管商业银行流动性。黄金老也认为，这两个新指标应用前景也不乐观，且不说银行和监管部门执行起来十分费力（高度依赖于 IT），主要问题在于它仍是一个跨越银行资产和负债两方的比率，此动彼也动。

今年 2 月《商业银行流动性管理办法》提出了新的指标“净稳定资金比率”，这一指标是可用的稳定资金/业务所需的稳定资金，标准是大于 100%。

监管部门相关人士表示，“净稳定资金比率是一个更全面的资金来源指标，在资金来源方面，除了存款还考虑了债券和资本金，资金运用方面除了考虑贷款之外，还考虑投资等其他的方面。它更全面，也具有更高的风险敏感度，因为具有不同的风险权重这样一个系数。”

因此，未来的可能情况是净稳定资金比率和存贷比这两个指标并行；还有一种可能是，净稳定资金比率作为监管指标，存贷比作为监测指标。

信贷资产证券化产品发行将改为备案制

来源：上海证券报 7 月 1 日

记者从消息人士处了解到，为简化监管审批流程，信贷资产证券化产品的发行将由审批制改为备案制，目前部分银行已接到口头通报，但目前正式的文件仍然处于签报的过程之中，相信不久将获实质性进展。而平安银行发行资产证券化产品一事，无疑成为信贷资产证券化审批加速从“审批制”向“备案制”转变的导火索。

据了解，银监会已在本月稍早时候表示决定将银行业金融机构信贷资产证券化业务审批制改为业务备案制，以资格审批与产品备案相结合的方式，加快推进信贷资产证券化。这也与银监会所推动的信贷资产证券化常态化发展保持了一致。随后，央行相关人士也表态，称将根据金融监管协调机制达成的一致意见，今后信贷资产证券化产品由银行自主发行，包括发行的窗口与时机选择，无须再进行

行政审批。

平安银行事件，触动的还有银行间债券市场的奶酪。因为相比之下，交易所市场显然更具有吸引力。

刚刚完成“甬银一期”资产证券化产品发行的宁波银行，目前正在积极准备申请扩大试点规模。而他们也希望下一次发行能够在交易所市场进行。

该行的一位人士介绍说，银行间市场和交易所市场最大的不同是，银行间市场是银行金融机构更多一些，而交易所市场中，券商、基金这些机构更多一些，如果在交易所市场发行，能够把银行体系内的信贷资金的风险真正转移到别的市场上去，市场化程度也更高一些。

央行批复交通银行 50 亿信贷证券化项目 可选择跨市场发行

来源：21 世纪经济报道 7 月 2 日

7 月 1 日，有媒体消息称，央行近期已经批复交通银行和中信银行分别约 50 亿元和 61.9 亿元额度信贷资产证券化项目跨市场发行，即按以往国债和企业债跨市场托管和发行模式，通过中央国债登记公司（下称“中债登”）转托管。

21 世纪经济报道记者从一位接近交行总行的人士处证实，央行最近确实批复了交行最新一期的信贷资产证券化项目，“不过，目前仅是可以选择跨市场发行，最终是否会在上交所发行，还需要视与监管层、中债登、上交所各方的沟通结果”。

他进一步透露，未来一周时间左右，此次信贷资产证券化项目具体发行方式将最终落定。而一旦交行此次资产证券化项目落地上交所，或将意味着商业银行信贷证券化产品跨市场发行成为常态。

此前的 6 月 23 日，经历一段风波后，26 亿元平安银行 1 号小额消费贷款资产支持证券在上交所上市，成为首例跨银行间和交易所债市的信贷资产证券化产品。

6 月 17 日，央行在答记者问时也表示，持各类债券产品、信贷资产证券化产品以及其他各种适宜跨市场发行、交易的金融产品在银行间和交易所跨市场发行并交易，已形成相应托管与转托管制度。

并称“今后信贷资产证券化产品由银行自主发行，包括发行的窗口与时机选择，毋须进行行政审批”。

21 世纪经济报道记者获悉，近日，交行正在积极筹备此次发行，包括与监管层、托管方等协商发行模式，以及选择发行时点，对潜在投资者路演。如果发行后仍是面向交易所债市的机构投资者，将在交易所的固定收益证券综合电子平台交易。

据了解，此前金融监管部际协调机制中，几个主管部门商定的“转托管”模式，即 ABS 登陆上交所将形同国债与企业债，在中债登与中证登之间开设转托管渠道，在中证登进行登记、结算和托管，之后再由中证登转托管至中债登。

而最终，平安银行上述发行并没有采取这种“转托管”模式，而是突破为中债登直接为交易所债市的投资人提供开户、登记、托管等服务，即中债登是债券惟一托管机构。

不过，其中的仍有小缺陷是，在中债登直接嫁接上交所的托管模式中，交易所和中债登之间在技术上还不能实现电子化方式过户，需要中债登在后台系统，根据书面协议用非交易过户的形式手工过户。

央行近期也表示，2013 年以来，为防范市场风险，人民银行一直在督促指导中央国债登记结算有限责任公司努力改进和完善相关登记托管系统，有关工作仍在进行中。

上述接近交行总行的人士表示，如果交行此次证券跨市场发行、交易，其托管模式也是最受关注的，目前，这也是交行与各方沟通的一个重点。

事实上，一旦信贷资产证券化常态化，不仅能扩大信贷资产证券化产品投资

者范围，有利于共同识别风险，分散银行业信贷风险。更直接的是，其将满足交易所的投资者资产配置需求，扩大交易所债市影响。

央行数据显示，截至 2014 年 5 月末，已共有 23 家金融机构发起发行了 43 单、1793 亿元信贷资产证券化产品。

其他

房企“贫血”陷绝境 资金危局波及一线城市

来源：中国证券报 7 月 2 日

覆巢之下，安有完卵。在楼市坚挺的一线城市，房地产企业的资金风险也开始暴露。近日，上海嘉定悦合国际广场项目资金链断裂被迫停工，由于开发商存在借贷纠纷，该项目已被法院查封。此前，杭州、苏州等地已经出现过数起开发商资金链断裂、楼盘无法按期交付的案例，房企资金链危机呈现出蔓延态势。业内人士指出，未来融资困难、销售不畅的中小房企或处于更加危险的境地，相关金融机构的风险也在积聚，部分开发商可能加大促销力度以解资金之渴。

在繁华的上海市嘉定区曹安商圈，悦合国际广场因为开发商资金链断裂、债务纠纷而停工，在建项目已被法院查封，开发商正在寻找接盘方。本报记者万晶摄

上海开发商资金链断裂

上海市嘉定区曹安商圈，林立着数家超大型批发商场，来往的货车络绎不绝，一派繁忙景象。然而身处繁华地段的悦合国际广场项目却因为开发商资金链断裂，延迟交房半年，已经停工达一个月，并拖累多家金融机构深陷其中。

悦合国际广场已经被上海市闵行区人民法院以财产保全的名义正式查封，同时被徐汇区人民法院以执行需要的名义轮候查封。由于在建工程已被法院查封，无法进行预售登记，在开发商将资金窟窿补上之前，该项目已不允许销售。

悦合国际广场项目的开发商为上海悦合置业有限公司，该项目由一幢甲级写字楼、三幢 LOFT 公寓、一幢综合商业楼构成，总建筑面积达 22 万平方米，可售面积为 15.6 万平方米，尚有约一半面积未售出。

“公司正和一家央企谈判，希望央企能够接盘。和其他地产公司也在谈，找

到接盘者才能尽快复工。”日前，中国证券报记者从上海嘉定悦合国际广场项目的销售人员处得到如上回答。“只需 3 亿至 4 亿的资金进来，工程就能够完工。”

悦合置业的股东为上海合鲸投资管理有限公司和上海宁佰投资管理有限公司，分别持有 76% 股权和 24% 股权。悦和置业与上海宁佰的法定代表人同为相迪龙。有知情人士表示，相迪龙实际控制的关联公司有十余家，这些公司之间存在大量相互担保、相互借贷关系。悦合国际广场在建工程被查封主要因悦合置业与多家银行之间的债务纠纷导致。悦合国际广场部分在建工程的抵押权人为浦发银行闵行支行，债权数额为 2.4 亿元。另有资料表明，建设银行、宁波银行和悦合置业之间也存在不同形式的债权债务关系。

在上海出现开发商资金链断裂案例之前，国内其他地区已出现开发商资金链断裂、工程停工烂尾，甚至开发商跑路的情况。长沙市岳麓区的九龙领仕汇项目三期，封顶后已停工超过一个月，该项目开发商湖南省九龙房地产开发有限公司因资金陷入困难，拖欠施工方湖南麟辉建设集团有限公司数千万元工程款，导致工程停工。目前，开发商正在向资金实力雄厚的企业寻求融资或合作。

位于杭州的商品房项目田逸之星一期原本应该于去年年底交付，由于开发商浙江中铁拖欠施工方中豪建设工程款，工程自去年 6 月停工。浙江中铁属于地方国企改制后转型的民营房地产企业，法定代表人为张伟强。浙江中铁一直使用高杠杆腾挪项目，目前公司已被中豪建设起诉，法院已经对 20 余套底层商铺进行财产保全。此外，还有多笔民间借款未归还，多家债主将张伟强和浙江中铁告上法庭。在借贷利滚利的情况下，浙江中铁困难重重。

在房地产繁荣时期大肆扩张、过度借贷的开发商，正在面临后续融资艰难、资金回笼不畅带来的危机。今年 3 月份，宁波奉化最大房企兴润置业出现资金链断裂，资不抵债，总负债 35 亿多元，企业资产总额在 27 亿至 30 亿元，实际亏空 5 亿至 8 亿元。5 月初，全国百强房企光耀地产因债务危机，濒临破产，波及

到多家银行、信托和类信托计划。

房地产信托风险积聚

上海悦合国际广场的股东上海宁佰还参股投资了杭州的昊元之江时代中心，销售也不顺畅。而中航信托曾经分三期发行过天启 308 号昊元置业结构化集合资金信托计划，共募资 6.9 亿元，其中第一期将于 2014 年 10 月 30 日到期。

近来，房地产信托因为地产项目陷入险境而“踩雷”者不断增多。由苏州荣辰置业发展有限公司发行的一款“山东信托-平江生活广场单一资金信托计划”原定于 2013 年 8 月份到期，但今年 5 月初传出信托计划未能足额兑付本息的消息。荣辰置业承接了苏州火车站周边“平江生活广场”定销房项目的开发建设，由于该项目商铺只能对划定的特定人群销售，而这部分人群对销售价格不满意，使得项目销售停滞，资金无法回笼。

陷入债务危机而濒于破产的光耀地产，一度令众多银行、基金公司和信托公司成为惊弓之鸟。财通基金子公司上海财通资产管理有限公司曾在 2013 年 12 月 17 日和 30 日分别发行的两期光耀扬州·全球候鸟度假地资管计划，募集资金共计 2.5 亿元，用于光耀集团扬州全球候鸟度假地项目开发建设。在光耀地产爆出资金危机后，市场对于财通资产的兑付能力产生质疑，目前财通资产选择通过资产处置变现，用拍卖项目土地和项目公司股权的方式追回本金和预期收益，事件有望得到解决。

多家信托公司也曾通过信托产品向光耀地产输血。华澳·长昊 1 号-光耀股权收益权流动化信托、中诚信托·深圳光耀集合资金信托、五矿信托·惠州山水名人花园贷款集合资金信托先后为光耀地产提供 8 亿元、1.9 亿元、2.44 亿元资金，幸运的是在光耀地产爆出危机之后，华澳、中诚、五矿信托全身而退，有的选择提前清盘。

随着地产项目销售和融资环境发生巨变，信托公司与地产公司之间诉讼集中

爆发。2013 年 11 月，新华信托发行的山东火炬置业有限公司贷款集合资金信托计划因违约，进入司法诉讼程序；2013 年 11 月，四川信托因与融资方的借款纠纷，将旗下信托计划合作方峨边县洋城锦都置业诉至法庭。2014 年，新华信托陷入与上海高远置业的信托纠纷中；由于开发的荣丰休闲购物中心销售不畅，五矿信托起诉上海荣腾置业追讨 4 亿元的债务；四川信托起诉上海森泽房地产有限公司，追讨信托尾款。

业内人士表示，大部分房地产信托投资项目是由于融资方受到房地产市场销售低迷影响，项目出售或出租严重低于预期造成回款困难；同时银行借贷、资本市场、海外市场等融资渠道受阻。各种因素叠加导致融资方违约，从而出现信托兑付风险。

虽然之前信托公司对产品有刚性兑付的“潜规则”，但近几年房地产信托大发展，管理的资产规模或已超出信托能够刚性兑付的能力。用益信托统计数据显示，仅集合类房地产信托今年预计到期规模为 1780.06 亿元，其中一季度 368.48 亿元、二季度 439.15 亿元、三季度 444.61 亿元、四季度 527.82 亿元。

高杠杆房企或临险境

在销售下滑、融资收紧的背景下，之前过度扩张、融资杠杆较高的开发商正迎来“寒冬”。国家统计局数据显示，今年前 5 个月，房地产开发企业到位资金为 46728 亿元，同比增长 3.6%，增速比前四个月回落 0.9 个百分点。其中，国内贷款 9379 亿元，增长 16.5%；利用外资 150 亿元，下降 24.5%；自筹资金 18222 亿元，增长 9.8%；其他资金 18977 亿元，下降 6.4%。

中原地产市场研究部选择了 23 家在 A 股上市的大型房企财务指标进行分析，今年一季度这 23 家房企平均资产负债率达到了 77%的历史高点。剔除预收账款后，这 23 家房企的实际资产负债率达 55%，仅次于 2008 年三季度 56%的历史峰值水平。

中原地产还选取了 10 家标杆房企进行统计。今年前 5 个月，这 10 家标杆房企共计融资 600.97 亿元，相当于去年全年融资金额的 46%，其中海外融资 436.17 亿元，占融资总额的 72.6%，而国内融资占比仅为 27.4%。其中 5 月份，这 10 家标杆房企共计融资 31.50 亿元，环比大幅回落 73.3%，融资金额已连续 3 个月回落，创下近 11 个月以来新低。

“中国房地产行业，越来越成为大佬们的游戏，‘小鱼小虾’生存环境恶化。”上海易居房地产研究院副院长杨红旭表示，2014 年上半年，在低迷的市场条件下，龙头房企的表现强于中小房企，房企销售前十名的销售金额集中度，从 2013 年的 14.6% 上升至 18.6%。从今年三季度开始至明年，信贷还款趋增，尤其是信托集中到期。当前，每年新增房地产信托金额已超开发贷。最危险的开发商是少数信托融资量大、去年购地凶猛的中型房企，他们或面临较大的资金压力。

业内人士表示，目前存在资金链断裂风险的房企主要有以下几种：一是最近几年才开始大举进军房地产领域的企业，从拿地到建房再到销售的过程需要不断投入资金；二是一些主要从事钢贸、煤矿等行业的企业，在利润较高时投身房地产，资金来源有保障，但现在这些企业的主营业务不景气，对房地产的资金产生很大影响；三是一些对银行贷款依赖程度高的中小型房企，在银行信贷支持力度减弱的情况下，面临资金链断裂的风险。

中原地产市场研究部总监张大伟表示，2013 年非理性扩张带来的是高负债，房企将加速卖项目以解资金之渴，化解资金链风险，尤其是资金沉淀时间较长、收益不明显或短期难开工的项目将是房企售卖的主要目标。

基金子公司艰难谋变

来源：上海证券报 7 月 4 日

地方政府债务的集中到期令其早早搬出了“借新还旧”的砝码，而在这场资本挪腾中，基金子公司作为冲劲十足的新生力量，“贡献率曲线”不断陡峭化。

而近期，在监管层明确提示地方平台融资风险之后，游戏参与者们似乎也意识到了其中一二。

难言的隐患

近日，一起地方债务违约事件令市场侧目。齐鲁银行年报显示，济南市历城区城市建设综合开发公司(下称“历城城建”)的 3507 万元贷款本金违约，并欠息高达 613 万元。

业内人士认为，该案属首例地方政府融资平台银行贷款违约事件，但齐鲁银行却否认该笔贷款为地方融资平台贷款。

由于地方政府融资平台的数量和规模从来都无据考证，如果不考虑这家颇具地方政府背景的历城城建是否真该归属地方融资平台，但此案至少给风风火火的基金子公司、券商资管和信托公司们亮起了一盏红灯。

“对于房地产项目，如果做好前期的筛选和甄别，同时配备足够专业人员做好投后管理，投资风险是比较好把握的。但是，对于地方融资平台我们很难真正做到心中有数，其中情况更加复杂，也是整个行业现在最大的隐忧。”一位银行系基金子公司老总向记者坦言。

据了解，地方融资平台的债务问题在我国一直备受关注，但随着融资渠道的越来越窄，以及融资要求的不断提高，对资金需求旺盛的地方融资平台在近一两年转向子公司募集资金。而在占据基金子公司九成以上业务的通道业务中，房地产和平台类融资又是绝对的两大主力。

“基金子公司在快速发展业务的过程中，风险控制意识还存在不足，且风格较为激进，有一些项目并不符合信托或者券商资管的合规风控要求，特别是一些房地产项目以及地方政府融资平台项目，但是基金子公司却愿意承接，且基金子公司作为一个后来加入的市场竞争者，也愿意让渡一部分利润以争夺项目。”华宝信托指出。

今年，证监会规范基金子公司的“26 号文”出台，提出“审慎投资于平台、房地产、矿业、产能过剩行业、影子银行等潜在风险隐患较高的领域”。

基于此，基金子公司明显收缩业务，从用益信托公布的数据来看，今年 6 月，基金子公司发行的资管产品有 30 只，发行总规模为 76.88 亿元；5 月份，发行产品为 31 只，规模为 81.64 亿元。与 3、4 月份相比，确有天壤之别。4 月份基金子公司共发行 39 只产品，规模为 147.01 亿元，而 3 月份共发行 57 只产品，规模为 137.08 亿元。

不变则不通

对于政府平台的融资风险，基金子公司提高了事前审查标准，以上海一家公司为例，该公司在选择地方政府时，以往的标准是国家百强县，如今标准提高到百强县中的前八十名，其更是提出了“城市年 GDP 不低于 40 亿元”的标准。

而从上海另外一家主要从事政府平台通道业务的公司了解，该公司目前也缩减了一部分业务，“此前的融资主体包括地方政府和融资平台，现在我们只做前者，对于平台的风险很难把控，配备调研的人手也不够。”这家公司的总经理透露。

即便如此，地方政府由于今明两年债务集中到期的压力，从信托、基金子公司和券商资管融资的需求或不减，借新还旧的模式将持续。

而由于业内有诸多基金公司实际依靠子公司“养家糊口”，故单方面收缩业务规模毕竟不是长久之计，“业务转型也喊了一阵子了，领导也在谋划主动管理，例如股权质押、资产证券化等。”一家规模排名前五的子公司业务人员告诉记者。

兴全睿众总经理杜昌勇告诉记者，在子公司业务上，开展较多的是股权质押类项目，通过有竞争力的融资成本和适合的质押率，以收益权转让及回购的形式提供融资。

记者同时获悉，万家基金子公司万家共赢发行的江苏小贷、阿里小贷、广西

金通小贷等多款小贷资产证券化产品，虽然规模不大，但成为基金公司新业务模式的有益尝试。