

## 目录

本期导读.....	2
资金面早情突至交易员猝不及防 央行呵护下紧势难持续.....	2
6 月同业存单发行环比多增 8000 亿 料下半年银行资金大概率回流债市.....	2
央行将履行金稳会办公室职责.....	3
宏观政策.....	4
资金面早情突至交易员猝不及防 央行呵护下紧势难持续.....	4
央行连 2 日净投放逾千亿 多层次释放稳住当前利率信号.....	10
6 月同业存单发行环比多增 8000 亿 料下半年银行资金大概率回流债市.....	13
监管政策.....	17
央行将履行金稳会办公室职责.....	17
规范、清理“中间环节”号角吹响：通道业务及民间金融整肃或升级.....	19
保险资管.....	23
保险资管新格局：31 家机构转型综合管理.....	23
行业新闻.....	25
集合信托市场回归平稳.....	25
展望债市：机会在孕育中 看好高等级信用债.....	28
监管政策频出 银行业现三大趋势.....	32
产品情况.....	37
信托产品.....	37
资管产品.....	37
银行理财.....	38

## 本期导读

### 资金面旱情突至交易员猝不及防 央行呵护下紧势难持续

周一（17 日）至周三（19 日）市场借钱难度陡增，主要期限资金利率大幅上行，这与 7 月上旬的意外宽松形成强烈反差。面对突发“旱情”，19 日央行再度放量开展 1400 亿元逆回购操作，不过连续三日逾千亿净投放下“补水”效果仍有限，资金面仍维持紧势。

市场人士指出，短期流动性趋紧主要归因于缴税走款、资金到期规模较大、商业银行海外分红、外汇占款持续流出等，预计央行仍将适时“补水”以平缓资金面波动，且随着季度性因素消退，资金面紧张形势大概率明显缓解。前瞻来看，考虑到全国金融工作会议和央行的最新表态，结合近期央行在公开市场上的系列操作，货币政策仍将保持稳健中性，在“不松不紧”、“削峰填谷”式的货币操作下，资金面有望维持在实际中性。

### 6 月同业存单发行环比多增 8000 亿 料下半年银行资金大概率

### 回流债市

从年初开始发行量一直低迷的债券市场出现了回暖迹象。

7 月 18 日，中国人民银行发布的 6 月金融市场运行情况显示，6 月债券市场共发行各类债券 3.7 万亿元，环比上月，大幅度上涨 27.6%。其中，除金融债券、信贷资产支持证券小幅减少外，国债、公司信用类债券、同业存单发行债券均有较大幅度上涨。

多位分析师认为，6 月债市回暖的主要原因有经济通胀出现下行拐点、银行同业去杠杆进入下半场、央行进行公开市场操作改善短期流动性以及金融监管压力有所缓和等。但是，多位分析师对后续债市走向的判断则出现分化，如九州证券首席经济学家维持“债市慢牛”判断，而兴业证券固收首席分析师唐跃则是中性偏谨慎的预期。

## 央行将履行金稳会办公室职责

继第五次全国金融工作会议中提出设立国务院金融稳定发展委员会，7 月 18 日，央行发布公告称，于 7 月 17 日上午召开了党委扩大会议，会议中进一步透露，央行将履行好国务院金融稳定发展委员会办公室职责，加强金融监管协调。

值得注意的是，对于金稳会的主要职能，央行金融稳定局局长陆磊在接受采访时曾表示，金稳会主要是统筹金融改革发展和监管，统筹协调货币政策和财政政策、产业政策等，增强监管协调的权威性和有效性。具体来看，金稳会的主要职能包括：坚持协同防范，统筹协调，健全风险监测预警和早期干预机制，补齐监管短板，健全监管制度，改进监管方法，进行监管问责，深化金融业改革开放，稳妥解决体制性、机制性问题。

此外，在会议中，央行还重申了未来将实施稳健中性的货币政策，并表示，在今后一段时间，央行将进一步提高金融服务实体经济的效率和水平，优化金融供给体系，推进金融市场创新，加快普惠金融发展。进一步防范化解系统性金融风险，强化宏观审慎管理和逆周期调节，加强对系统重要性金融机构和金融基础设施的统筹监管。

## 宏观政策

### 资金面旱情突至交易员猝不及防 央行呵护下紧势难持续

“突然一下就紧了，大家都懵了！”有交易员告诉中国证券报记者，最近三天市场借钱难度陡增，主要期限资金利率大幅上行，这与 7 月上旬的意外宽松形成强烈反差。面对突发“旱情”，19 日央行再度放量开展 1400 亿元逆回购操作，不过连续三日逾千亿净投放下“补水”效果仍有限，资金面仍维持紧势。

市场人士指出，短期流动性趋紧主要归因于缴税走款、资金到期规模较大、商业银行海外分红、外汇占款持续流出等，预计央行仍将适时“补水”以平缓资金面波动，且随着季度性因素消退，资金面紧张形势大概率明显缓解。前瞻来看，考虑到全国金融工作会议和央行的最新表态，结合近期央行在公开市场上的系列

操作，货币政策仍将保持稳健中性，在“不松不紧”、“削峰填谷”式的货币操作下，资金面有望维持在实际中性。

## “旱情”突至 交易员猝不及防

本周伊始，“资金面由松到紧就在一瞬间”的情节再度上演。

周一（17 日）午后 14:30 开始，上交所质押式国债回购市场上，GC001(4.295, -0.40, -8.52%)利率自 3.2%一线快速逼近 4%，尽管尾盘有所回落，最终加权值仍报收 3.25%，较前一个交易日上涨 46BP；随后的周二 GC001 高开高走，多数时段徘徊于 4.5%左右的高位，当日加权利率大涨 118BP 至 4.42%；周三尾盘，GC001 直线拉升至 5.8%之上，加权利率则继续上涨 31BP 至 4.74%，创 7 月以来新高。

“突然一下就紧了，大家猝不及防！”有券商交易员告诉中国证券报记者，前两周还能以略超 3%的价格借到 7 天资金，而本周以来 7 天利率基本都在 5.5% 以上，甚至隔夜利率也达到 5%左右，如果 7 天借不到就只能被迫滚隔夜。

银行间货币市场同样明显收紧，至 19 日收盘，银行间质押式回购市场上（存款类机构），隔夜利率从上周末的 2.60% 升至 2.77%；指标 7 天加权利率也从 2.74% 涨 2.83%；更长期限的 14 天、21 天加权利率分别报 4.0505%、4.4925%，较 14 日均上行逾 60BP。

市场人士指出，短期流动性骤然收紧，主要归因于缴税走款、资金到期规模较大、商业银行海外分红等多因素叠加，尤其 7 月份财政缴款规模可能超过 5000 亿元。国泰君安(21.470, 0.03, 0.14%)证券固收首席分析师覃汉指出，资金面突然趋紧，背后的原因可能有三点：第一，7 月逆回购到期量不小，仅上旬就有 5300 亿元到期。第二，7 月是传统的缴税大月，财政存款的增加给资金面带来压力。第三，6 月份外汇占款仍在环比下降。

货币政策“不松不紧”

面对“旱情”，央行再度显露出对流动性的呵护。

周一早间，央行开展 1700 亿元逆回购操作，实现净投放 1400 亿元，创逾一个月最大单日净投放；周二，央行逆回购操作继续加码至 2000 亿元，交易量刷新近一个月新高，实现净投放 1305 亿元；周三，央行继续开展 1400 亿元逆回购操作，净投放 1000 亿元。本周前三个交易日，央行已累计开展逆回购 5100 亿元，累计实现净投放 3700 亿元。

不过，在央行祭出天量逆回购后，资金面依然偏紧，引发市场对货币政策是否“明松暗紧”的猜测。尤其从央行近期在公开市场上的一系列操作来看，逆回购“锁长放短”与 MLF “锁短放长”操作持续相悖，一时间市场对央行操作意图众说纷纭。

逆回购操作方面，央行自 7 月 11 日重启公开市场操作之后，至 19 日累计开展逆回购 7200 亿元，其中 5300 亿元为 7 天期，仅 1900 亿元为 14 天期，28 天期操作暂停。与此同时，这期间到期的 3500 亿元逆回购中，7 天期仅 700 亿元，28 天期则有 2800 亿元。整体上，逆回购操作体现出“锁长放短”的倾向。



MLF 方面，央行则体现出“锁短放长”的操作倾向。4 月以来，MLF 投放呈现每月一次性足量对冲到期量的特点，同时投放期限逐渐拉长至 1 年，在 6 月、7 月仅进行了 1 年期 MLF 操作；4 月以来，MLF 投放量为 18125 亿元，其中 1 年期高达 16180 亿元；回笼的 15113 亿元 MLF 中，1 年期仅 1693 亿元。

该如何理解逆回购与 MLF 的相悖之处？天风证券固收首席分析师孙彬彬指出，实际上，央行在一季度货币政策执行报告中，已就这一问题给出明确答案：“央行公开市场操作主要使用逆回购和 MLF，目的是‘削峰填谷’，保持银行体系流动性基本稳定”。

孙彬彬认为，逆回购在操作上主要是为了熨平短期性因素的影响，比如财政收支节奏、季节性因素等。MLF 操作意在“弥补银行体系中长期流动性缺口”，主要为了对冲外汇占款变动对基础货币的影响。央行这种操作已持续了相当长一段时期，实际上反映的是央行越来越稳健“中性”的操作内涵，即从前期实际“中性偏紧”的操作，回归至实际“中性”。



进一步结合全国金融工作会议提出的“坚定执行稳健的货币政策”，以及 17 日央行在党委扩大会议中强调“保持货币政策稳健中性”来看。多数机构认为，稳健中性的货币政策仍将延续，央行“削峰填谷熨平流动性”的意图不变，未来“不松不紧”将是主基调。

### 资金面紧势难持续

“等缴税的扰动过去，估计资金紧张不了几天。”前述交易员告诉中国证券报记者。

考虑到本周是缴税走款高峰期，且下旬还有商业银行海外分红等因素，资金面可能面临较多扰动，机构出资心态比较谨慎，短期流动性仍可能面临压力，但市场人士认为，后续央行仍将适时“补水”以平抑资金面波动，且随着季度性因素消退，资金面紧势大概率将缓解。

孙彬彬指出，前瞻来看，央行当前操作更靠近“实际中性”，也就是所谓的“不松不紧”。其一，下半年经济仍面临下行压力，虽不足以改变货币政策基调，

但仍有保持中性操作的必要；其二，随着 M2 增速、理财增速等大幅下降，金融去杠杆已取得初步成效，货币政策没有进一步收紧的必要；其三，外围因素仍受到通胀下行的制约，“鸽派”声音再起，短期内对国内货币政策的制约较为缓和。孙彬彬认为，在“不松不紧”、“削峰填谷”式的货币操作下，资金面有望维持在实际中性，资金利率保持在利率走廊内运行。

申万宏源(5.890, -0.02, -0.34%)证券固收首席分析师孟祥娟亦称，结合全国金融工作会议提出“保持货币信贷适度增长和流动性基本稳定”，出于金融稳定和降低实体经济融资成本的考虑，预计下半年资金面不会出现大幅的放松和收紧。

综合机构观点来看，在超储率维持低位的背景下，缴税、分红、资金到期规模较大、外汇占款下降等因素的扰动不容忽视，短期资金面仍然承压。不过央行保持流动性基本稳定的意图同样明确，“不松不紧”、“削峰填谷”式的操作基调下，对资金面也无需过于担心，预计未来资金面将维持松紧平衡。

## 央行连 2 日净投放逾千亿 多层次释放稳住当前利率信号

面临缴税、资金到期等压力，近期央行连下几场“及时雨”，以补充市场流动性。

7 月 18 日，央行公告，为对冲税期、政府债券发行缴款和央行逆回购、中期借贷便利（MLF）到期等因素对银行体系流动性的影响，央行以利率招标方式开展了 2000 亿元逆回购操作。鉴于当日有 300 亿元逆回购到期，在公开市场净投放 1700 亿元。这是央行连续第 2 日在公开市场净投放资金逾千亿元。

自 7 月 11 日重启公开市场操作以来，央行向市场“补水”不少。无论是 7 月 13 日一次性投放 3600 亿元 MLF，提前对冲 7 月 MLF 到期量，还是最近连续两日开展大规模逆回购操作，都显示出央行对资金面的呵护。

中国人民大学国际货币研究所副研究员芦哲告诉记者，虽然当前资金压力在央行 6 月提前进行大量流动性对冲操作下暂时缓解，但 7 月每周逆回购和 MLF 到期量较大，短端利率仍难以彻底放松。

7 月 18 日，上海银行(26.73 +0.38%, 诊股)间同业拆放利率（Shibor）的短期利率继续上行，隔夜利率大幅上行 6.81 个基点报 2.7010%，7 天和 14 天利率分别上行 2.36 个基点和 1.17 个基点。

“从流动性压力结构来看，银行比非银机构的压力小，大银行比中小银行压力小。”芦哲认为，未来的流动性仍偏紧，利率还可能震荡上行。

九州证券全球首席经济学家邓海清则认为，近两日的资金紧张是利率的短暂波动，而不是利率的长期趋势；是缴税等客观原因和市场摩擦所致，而不是央行主动紧货币。央行大量净投放表明央行货币政策仍然是中性态度，在资金紧张缓解之前，预期大量净投放趋势不会变化。

在瑞银财富管理亚太区投资总监及首席中国经济学家胡一帆看来，可能到三季度之前货币政策都将大概率维持偏紧。她告诉记者：“上半年央行货币政策操作更趋灵活，不是一成不变，而是在经济、金融稳定和去杠杆之间寻找平衡。随着第三季度监管趋严，去杠杆仍是整体大方向，但进度会比较温和。”

此外，昨日上午财政部再度开展国债做市支持操作，随卖 2016 年记账式附息第 23 期 10 年期国债，成交总额为 15.1 亿元，中标价格为 93.86 元，参考收益率为 3.4787%。

这一收益率低于二级市场上同期国债收益率。7 月 18 日，中债国债收益率曲线显示，10 年期国债到期收益率 3.5851%。

交通银行(6.37 +0.16%, 诊股)金融研究中心高级研究员陈冀对记者表示：“央行、财政部等多层面也希望通过货币市场来传递信号，稳住当前利率。之前阶段的货币市场利率上升已经传导到实体经济方面，形成一定信贷融资压力。”

邓海清认为，此次随卖操作主要因为做市商需求，而非财政部主动增发，不代表政府有意引导长端利率上行。综合央行和财政部昨日操作来看，在“监管协调 2.0”背景下，货币政策与监管的组合应当是“严监管+平货币”，维持央行货币政策中性、不松不紧的判断。

## 6 月同业存单发行环比多增 8000 亿 料下半年银行资金大概率回流债市

从年初开始发行量一直低迷的债券市场出现了回暖迹象。

7 月 18 日，中国人民银行发布的 6 月金融市场运行情况显示，6 月债券市场共发行各类债券 3.7 万亿元，环比上月，大幅度上涨 27.6%。其中，除金融债券、信贷资产支持证券小幅减少外，国债、公司信用类债券、同业存单发行债券均有较大幅度上涨。

多位分析师认为，6 月债市回暖的主要原因有经济通胀出现下行拐点、银行同业去杠杆进入下半场、央行进行公开市场操作改善短期流动性以及金融监管压力有所缓和等。但是，多位分析师对后续债市走向的判断则出现分化，如九州证券首席经济学家维持“债市慢牛”判断，而兴业证券固收首席分析师唐跃则是中性偏谨慎的预期。

## 债券发行量多增 8000 亿

7 月 18 日，中国人民银行发布的 6 月金融市场运行情况显示，6 月债券市场共发行各类债券 3.7 万亿元，环比上月多增 8000 亿元。分部门来看，6 月公司信用类债券发行 4108 亿元，环比上月增长 1602 亿元，同业存单发行 2 万亿元，环比上月增长 8000 亿元，是本月债券市场发行量上升的主力。

“6 月债市回暖的主要原因是在 MPA 考核之后，商业银行理财资金再次进入债券市场，修复了此前的供需矛盾，”华融信托研究员袁吉伟告诉 21 世纪经济报道记者，“下半年随着银行、保险、公募基金等资金再度入场，相信债券市场会逐步回暖。”

“6 月的资金面整体较为平稳，说实话，比我们预期的好很多。”某城商行交易员告诉 21 世纪经济报道记者，“同业存单来钱快，而 6 月资金面没有那么紧，机构则可以去投资非标、债券等近期收益高的产品。”

“虽然 6 月公司信用债发行量有较大幅度提升，但目前企业的直接融资需求仍然受到抑制，只能不断向银行信贷融资转化。近期召开的全国金融工作会议再次强调了直接融资的重要性，但上半年的直接融资其实是大幅度萎缩了。随着下半年监管政策趋于缓和，相信企业债券市场发行量会是上升趋势。”袁吉伟表示。

另一方面，6 月较为宽松的市场流动性也促进了货币市场成交量扩大。

央行公布的数据显示，6 月同业拆借月加权平均利率为 2.94%，较上月上行 6 个基点。货币市场成交共计 63.8 万亿元，同比下降 1.9%，环比上涨 17.2%，质押式回购、买断式回购、同业拆借均呈现环比大幅度上涨。

市场预期分化



“目前市场上已经出现了监管趋缓的预期，但我个人认为下半年监管趋缓的可能性不大。虽然近期流动性较为平稳，但全国金融工作会议再三强调经济去杠杆，企业去杠杆，从而引发的市场基本面、债券供需就是偏紧的。”唐跃表示。

而市场出现监管政策趋缓预期的原因，一是 6 月央行整体维持流动平稳，净投放达 400 亿元，且最多一周（6 月 12 日到 6 月 18 日）的公开市场操作净投放却高达 4100 亿元；二是社会融资中的非标业务再次上涨，据央行公布数据，上半年信托贷款增加 1.31 万亿元，同比多增 1.03 万亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 5696 亿元，同比多增 1.85 万亿元；三是监管部门喊话“不会因为处置风险而产生新的风险”。

一位就职于某中型资产管理公司的债券投资研究员告诉 21 世纪经济报道记者，上半年债券市场走弱的时候，其实整体收益率是相对较高的，这也是银行发同业存单后购买债券的原因。一些机构也会在那时配置。“但我认为目前监管对去杠杆问题是明确的，考虑目前债券的收益率水平，其后续调整幅度或有限，认为下半年慢熊可能性较大。”

九州证券全球首席经济学家邓海清发文表示，在监管协调 2.0、央行稳健货币政策基调下，认为下半年债券市场为“震荡慢牛”。“7 月 17 日、18 日央行两次向市场进行逆回购操作，释放流动性，对冲资金紧张。财政部也进行 10 年期国债随卖做市，中标收益率为 3.4787%，低于活跃券的 3.58%，满足市场的需

求。这都表明在监管协调 2.0 背景下，货币政策与监管的组合应当是‘严监管+平货币’，没有再进一步通过收紧货币政策去杠杆的必要。”

招商证券固收团队近期发布的报告显示，当广义货币增速下降，资产价格走势就会开始回归到基本面。因为债券市场受到“政策去杠杆”的边际冲击逐步减少，表现会趋于稳健。而下半年随着去杠杆效果的初步显现、信贷需求回落以及机构对监管预期趋缓，商业银行对债券的投资力度可能显著加大，银行资金大概率将回流债券市场。

## 监管政策

### 央行将履行金稳会办公室职责

继第五次全国金融工作会议中提出设立国务院金融稳定发展委员会，7 月 18 日，央行发布公告称，于 7 月 17 日上午召开了党委扩大会议，会议中进一步透露，央行将履行好国务院金融稳定发展委员会办公室职责，加强金融监管协调。

值得注意的是，对于金稳会的主要职能，央行金融稳定局局长陆磊在接受采访时曾表示，金稳会主要是统筹金融改革发展和监管，统筹协调货币政策和财政

政策、产业政策等，增强监管协调的权威性和有效性。具体来看，金稳会的主要职能包括：坚持协同防范，统筹协调，健全风险监测预警和早期干预机制，补齐监管短板，健全监管制度，改进监管方法，进行监管问责，深化金融业改革开放，稳妥解决体制性、机制性问题。

此外，在会议中，央行还重申了未来将实施稳健中性的货币政策，并表示，在今后一段时间，央行将进一步提高金融服务实体经济的效率和水平，优化金融供给体系，推进金融市场创新，加快普惠金融发展。进一步防范化解系统性金融风险，强化宏观审慎管理和逆周期调节，加强对系统重要性金融机构和金融基础设施的统筹监管。

尽管此前，全球多地央行纷纷表示加入货币政策紧缩行列，令市场一度猜测国内货币政策是否会有所转向，但央行始终维持了稳健中性的货币政策。据了解，央行在《2016 年四季度中国货币政策执行报告》中首次提及稳健中性的货币政策，在 7 月 4 日的 2017 年二季度例会中，央行也强调称，当前我国经济金融运行总体平稳，但面临的形势错综复杂，将实施稳健中性的货币政策。

在资本跨境流通方面，外管局同样于 7 月 17 日召开党组扩大会议，会议中强调，将进一步促进跨境贸易投资便利化，全面提高外汇管理服务实体经济的效率和水平。构建跨境资本流动的宏观审慎管理和微观市场监管体系，加强事中事后监管，防范化解跨境资本流动风险，维护国家经济与金融安全。

值得注意的是，6 月 29 日，外管局发布的数据显示，2017 年一季度，我国经常账户顺差 1266 亿元，资本和金融账户顺差 2707 亿元，其中，非储备性质的金融账户顺差 2537 亿元，储备资产减少 178 亿元。

对此，外管局新闻发言人指出，我国的跨境资本流动状况已从“流出压力缓解”变为“跨境资金流动形势明显好转”。一方面是由于境内主体对外投资趋于理性，另一方面则因为境外投资者持续增加对我国的投资。

除此之外，会议中还表示，将严厉打击地下钱庄等违法违规行为，维护外汇市场健康稳定。推动金融市场双向开放，支持国内有能力、有条件的企业开展真实、合规的对外投资，优化外商来华直接投资外汇管理服务，支持中国企业参与“一带一路”建设。

## 规范、清理“中间环节”号角吹响：通道业务及民间金融整肃或升级

资金通过中介过桥、产品嵌套流向实体经济的现象，而正在被不断纠偏。

7 月 14 日至 15 日召开的第五次全国金融工作会议（下称会议）提出，在未来的金融工作部署上，要对“中间业务环节”（下称中间环节或中间业务）进行规范清理，以遏制实体经济融资成本的抬升。

这一定调与近年来监管层加快对机构间通道业务的整肃趋势不谋而合。

### “中间环节”由来

高层会议对金融活动“中间业务环节”规范、清理的提出，正在引来市场更多关注。

“要促进金融机构降低经营成本，清理规范中间业务环节，避免变相抬高实体经济融资成本。” 会议指出。

“目前‘中间环节’最明显的要数通道业务，这也是融资业务中‘中间业务’占比最大的部分。” 民生银行一位金融市场人士坦言。

由于通道业务快速发展于 2012 至 2017 年间，因此其也被业内视为金融工作“下一个五年”要整肃的重点。

“上一次金融工作会议是 2012 年初，那时券商、基金这些非银机构的通道还没有放开，银行只是通过发放信托贷款来做表外业务。”上述券商资管负责人表示，“可这五年来，资管产品的大发展，让银行和非银机构在多种套利模式上形成了共谋，这也给当前的监管提出了挑战。”

前述券商资管负责人坦言，通道业务中每一层通道的叠加，最终确实会转移给实体经济承担。

“这个中间环节主要指的应该是银行资金通过各种非常规渠道流向实体经济的现象。”上述券商资管负责人表示，“每隔一道产品，都会有相应的通道费率，而这种成本也会层层递进并转嫁给融资实体，拉高相应企业的融资成本。”

而在上述民生银行人士看来，通道业务在过去信贷额度管制严苛的环境下，也在程度上满足了实体经济的融资需求；监管层对待通道业务时应“规范”大于“清理”。

“通道业务产生的原因仍然是传统信贷管制无法适应实体经济发展需要所衍生的现象，客观上支持了实体经济的发展，因此对其进行的‘规范’比‘清理’更重要。”一位接近银监系统的国有大行人士表示，“但考虑到不断增长的体量



和潜在的金融风险，也应该强调对通道业务的规范，让其在统计监测、监管指标下更阳光的运作。”

## 民间金融待整顿

如果说通道业务是与持牌机构密切相关的“中间环节”，那么以 P2P、私募机构、第三方财富公司所交织的民间金融现象则被视为亟待整顿的另一类中介活动。

“银行在通道业务的整肃下实现了内表和表外的同步收缩后，P2P、民间借贷有可能接力成为‘中间业务’的主体。”上述国有大行人士坦言。“过去监管影子银行可能只要抓好银行资金就行，但如今涉及的主体更多了。”

“许多私募机构都在干着投融资中介的事，有的拿到一个项目然后通过渠道发产品，还有的拿到一个项目然后卖给 P2P 平台，再通过这种方法转移给散户。”上海一家私募机构合伙人表示，“在融资难度不断提高的情况下，这种现象屡见不鲜。”



上述国有大行人士认为，当前网贷、私募机构所开展的融资类业务，虽然名义上归属直接融资，但在其风险结构上仍然可视为无牌照的间接融资活动，因此也具有较强的“中间环节”性质。

“P2P、互联网资管、财富公司的产品基本上都是刚性兑付。”东北地区一位银监系统人士指出，“这种模式就决定了这类机构赚的是信息、信用不对称下的风险利差，其实质仍然属于会议定义的‘中间环节’。”

该人士认为，在对民间金融活动予以整顿规范的同时，应尽快完善市场化的民间投融资体系，以疏为堵的清理各类“中间环节”；事实上，这也正如会议提出“优化结构”时所强调的：“促进融资便利化、降低实体经济成本、提高资源配置效率、保障风险可控。”

## 保险资管

### 保险资管新格局：31 家机构转型综合管理

在服务保险主业的同时，保险资管机构正在奋力发展第三方受托业务。上证报记者日前从中国保险资产管理业协会（下称“保险资管协会”）获悉，据该协

会调研结果显示，业内 31 家保险资管机构正积极由“传统型”定位向“综合型”布局演变。

“随着行业界限、市场分割、产品差异的打破，对客户和资源的竞争将更加激烈，保险资产管理机构只有更快、更深、更广地参加大资管市场竞争，才能占据主动、拓展空间、确立优势。”保险资管协会执行副会长兼秘书长曹德云表示。

事实上，保险资管机构正在主动出击，保险资管的产品化进程正不断加快。自 2006 年出现第一只证券组合类保险资产管理产品和第一只基础设施投资计划产品之后，保险资管开始进入加速转型期并“多点开花”。

记者了解到，目前，保险资产管理已形成包括基础设施投资计划、不动产投资计划、股权投资计划、项目资产支持计划、组合类产品等五大类系列产品。

最新数据显示，今年上半年，20 家保险资产管理公司注册债权投资计划和股权投资计划共 80 项，合计注册规模 2027.62 亿元。与此同时，上述 31 家机构共获得 16 项资格、294 个业务能力牌照，较 2015 年增加 45 个。

那么，由保险公司发起设立的保险资管机构，在发展模式上分为几类？调研结果也解答了上述疑问。保险资管协会为上述 31 家机构划分为三大类：“综合型”、“专注型”和“传统型”。

“综合型”指的是在客户范围、投资方式以及资金投向三个方面都有着较为全面的布局，在服务保险资金的同时向跨市场领域发展；“专注型”指资金来源已突破关联方保险资金的传统范围，投资方式有重点发展方向但未全面布局，配置方向表现为传统与创新尝试相结合；“传统型”指资金来源以关联方保险资金为主，投资方式以专户管理为主，投资方向以传统投资为主。

调研结果显示，31 家保险资管机构呈现由“传统型”定位向“综合型”布局演变的趋势，“综合型”和“专注型”机构数量分别达 12 家、13 家。

## 行业新闻

### 集合信托市场回归平稳

经历了近期持续上涨的市场行情之后，国内集合信托市场走势略微下调。统计显示，上周成立数量及成立规模环比小幅下降。分析人士表示，上周发行规模较前期而言属于回归正常轨道。近期不少信托公司发布半年报数据，多数信托公司的营收和净利润保持平稳增长，今年信托业应该会延续一季度的良好态势。

## 平均年化收益率回升

数据显示，上周集合成立数量及成立规模均小幅下降，但成立规模依然稳居百亿元关口附近。与此同时，发行市场结束暴涨局面，市场出现回调。其中，发行数量环比减少 12 款，且发行规模环比下降 33.53%，但发行规模仍然守住了 150 亿元关口。

用益金融信托研究院助理研究员黄琬娜表示，前一周由于出现几款产品发行规模突破 10 亿元，其中有一款更是高达 40 亿元，从而拉动了整体发行规模，有一定的偶然性。7 月以来，集合信托成立市场变现良好，成立规模都处于百亿元关口附近，表明目前市场行情较为稳定。

从平均收益率来看，上周成立的信托产品预期年化收益率为 6.23%，环比回升 0.21 个百分点，说明目前市场上信托产品的收益率仍然较为波动。从各期限平均收益水平来看，收益最高的仍然为 1 至 1.5 年区间产品，收益率均为 7.25%。

黄琬娜表示，受监管影响，6 月以来，信托公司发行产品比较谨慎。截至目前，最新数据显示，7 月集合信托产品平均年收益率为 6.28%，预计未来仍有一

定的上升空间。总体来看，由于固定收益类信托与央行基准利率保持较高的正相关性，预计信托产品年化收益率会小幅回升。

## 信托投资需谨慎

今年以来，信托资产管理规模突破 20 万亿元，因主动管理能力较强，信托受到许多高净值资产人士的青睐。不过，随着国内经济转型持续深入以及国内资管市场的变化，业内人士表示，对投资者而言，在购买信托产品时也要避免一些误区。

当前，信托仍然维持“刚性兑付”的潜规则。在很多投资者看来，信托产品与高息存款可以等同，因此，购买时，预期收益成为选择的第一要素。不过，高收益的背后往往匹配高风险，投资者要充分评估投资标的的风险和来源。

另外，由于银行在我国金融架构中占主体地位，很多投资者只相信从银行渠道购买信托。但最近有银行代销的信托产品出现兑付困难，分析人士表示，在银行购买产品并不意味着就有银行背书，相反，万一产品出现问题，银行很有可能帮不了投资者，因为银行不承担产品的风险责任。

除此之外，前几年，政府通过其融资平台向信托融资进行地方基建，由于该类产品有隐性的政府信用，导致政信类信托迅速壮大规模，成为客户青睐的投资品种。对此，上述人士表示，投资者该转变政信类项目“刚性兑付”的思维，切莫认为有政府背景的项目无风险，相反，应该学会从地区情况是否良好、政府财政是否雄厚、征信措施是否完善等方面重新考量项目来源。

## 展望债市：机会在孕育中 看好高等级信用债

陆续披露的 2017 年半年报透露了基金经理对债券市场后市的态度，目前债券基金经理普遍认为，经历债券市场调整后，债券市场机遇在孕育，更看好短端高等级信用债、利率债等。

### 二季度灵活抓住机遇

二季度债券市场起伏，不少绩优债券基金经理在风险和收益之间平衡，灵活把握机会。

嘉实债券基金半年报显示，二季度该基金在获取绝对回报为主的前提下，增强策略灵活性，逐步增加组合杠杆和久期，积极参与转债和可交换债一级市场申购，并逐步增加转债仓位。

大成债券投资基金经理王立也表示，二季度继续持有中高等级信用债，在保持基础仓位的信用债投资比例基础上，严控信用风险，精选信用个券，重点持有中高等级信用债。利率债采取灵活波段操作的思路尽可能增强收益。权益方面，在二季度权益反弹的行情中，通过精选可转债个券，增加转债仓位获得了较好的收益。

“在 5 月份中下旬，增加了中期、中高等级信用债资产的配置比重，并适度拉长久期，6 月中旬进行了部分收益兑现，较好地参与了此次债券市场的上涨。”嘉实多利分级债券型基金二季报称，考虑到组合向下行风险抵御能力有限，二季度仍保持了股票资产的低仓位。

长城稳健增利债券型基金二季报称，由于信用利差偏低，择机在价格较好时适当降低了组合长期信用债的仓位，在 5 月份利率较高时，增加了长端利率债的仓位。同时，利用短期杠杆赚取银行间和交易所回购的利差，积极参与新股和新转债的申购，总体获得了不错的收益。

基本面逐步利于债市



展望三季度，多数债券基金经理认为，基本面逐步利于债市，债券收益率配置价值也具备，但后续仍需重点关注去杠杆情况和资产面波动等。

华富收益增强债券型基金二季报认为，目前来看，经济基本面已经逐步有利于债券市场，经济逐步回落的概率较大，而从绝对回报角度，债券收益率配置价值也具备。但现阶段政策面和资金面的反复和波动仍然会对市场形成掣肘，而金融去杠杆仍然在行进过程中，后续债券市场需要观察市场出清程度和速度。而美联储加息和缩表也依然会对国内债券市场形成负面影响。从配置角度，对债市的观点仍然相对中性。

国泰信用债券型基金二季报认为，展望三季度，基本面对于债市支撑或逐步显露。另一方面，资金面波动以及强监管政策推出节奏仍会是制约三季度债市表现的冲击变量。资金面预计先稳后松，而监管预期可能逐步缓和。

景顺长城优信增利债券型基金二季报认为，三季度国内经济仍存一定的下行压力，但经济增长惯性仍在，预计经济平稳运行，各项数据不会出现明显下滑。通胀数据较温和，暂时看不到通胀明显上行的基础。海外货币政策收紧趋势明显，一定程度上制约国内货币政策放松空间。

机遇在短端高等级债

不少人士认为，长端利率债或有波段机会，短端 1~3 年中高等级资产仍然是更为明确的机会。

景顺长城优信增利债券型基金二季报认为，当前债券绝对收益率水平尚可，利率债价值好于信用债，此轮收益率调整后，中国国债和美国国债利差已明显走扩，利率债配置价值尚可，收益率曲线平坦化，短端的中高等级信用债具有较好的持有价值，但信用利差仍存在一定回升压力，中长端的中低等级信用债仍面临一定的调整压力。

华富收益增强债券型基金二季报认为，长端利率债或有波段机会，短端 1~3 年中高等级资产仍然是更为明确的机会，将严控信用风险，弱化资本利得，风险资产及时做好波段操作和结构调整。

国泰民安增利债券型发起式证券投资基金二季报认为，三季度债市或将迎来防守反击时机。若基本面回落得到数据印证，组合可转守为攻，逐步拉长组合久期，提高组合进攻性。信用债投资方面，信用利差仍处历史较低水平，在经济疲弱及公开市场融资难度日益加大背景下，中高信用资质债券仍是首选。三季度将择机提高组合久期，适度增加杠杆，品种以利率债和中高等级信用债为主。

## 监管政策频出 银行业现三大趋势

今年上半年，金融监管部门政策频出。作为金融领域体量最大的行业，银行业有哪些新情况、新动向？记者调研发现，赚钱越来越难、资金空转初步遏制、支持实体经济增强是当前银行业正在发生的新变化。

### 趋势一：息差收窄 中间业务增速放缓

曾几何时，银行被称为“躺着赚钱”的行业，连续多年两位数的盈利增长让银行赚得盆满钵满。然而，这种情形已经一去不返。

“息差收窄，中间业务收入增长放缓，再加上应对不良贷款需要计提拨备，银行业保持盈利增长的难度越来越大。”某股份制银行风险管理部负责人对记者表示。

从 2014 年开始银行业利润增速降至个位数。今年一季度商业银行累计实现净利润 4933 亿元，同比增长 4.6%。虽然从绝对额看并不小，但与过去两位数的利润增速不可同日而语。

息差和中间业务收入是银行利润的主要来源，目前这两部分收入都面临着较大的压力。

“当前市场资金利率上行，银行负债成本上升，但资产重新定价反应比较慢，资产端收益率上行幅度不及负债端成本上升幅度，导致银行净息差收窄。”中信银行公司部副经理王鹏虎表示，当前，实体经济发展压力较大，风险可控的高收益投资项目较为匮乏，贷款投向集中在利率收益相对较低的国有企业和地方政府项目。

交通银行首席经济学家连平表示，商业银行净息差水平已由 2014 年四季度的 2.70% 下降至今年一季度的 2.03%，目前还存在继续向下的压力。

随着监管加强，理财业务增速放缓也使得中间业务收入增长受到制约。多位受访的银行业人士表示，理财业务是中间业务增收和转型的重要内容，但在强监管的背景下，理财业务增速有所收缩，或对今年银行业盈利水平带来一定影响。

业内人士表示，盈利能力是商业银行抵御风险的重要保障，盈利减少会对银行抵御风险的能力造成影响。

## 趋势二：理财规模下降 同业业务压缩

近年来，在实体经济有效需求不足的情况下，大量的银行资金通过表外理财、非银部门等渠道，绕开监管规定，对接一些贷款受限、需提取资本金、风险拨备较高的业务。由此，金融领域产生了资金空转、杠杆过高、期限错配等风险问题。

针对这种情况，今年以来，货币政策和金融监管政策不断发力。央行提高市场资金利率，维持资金面“紧平衡”。银监会密集出台文件，规范金融机构经营行为，补齐监管漏洞，防止金融市场过度加杠杆。

强监管的政策效果已开始显现。截至 5 月末，银行业金融机构理财产品规模为 28.4 万亿元，较 4 月末 30 万亿元规模有所下降。而 2007 年到 2016 年间，我国银行理财的复合增长率在 50%左右。

多位银行从业人员表示，从一季度开始，银行理财规模增速已经开始明显下滑，4、5 月后，各家银行的同业理财业务规模下滑更为明显，同业理财和理财的委外投资均已下降数千亿元。

与此同时，5 月份同业存单发行规模约 1.23 万亿元，连续两个月环比下降。记者从多家商业银行了解到，与前几年不断增加同业条线资源分配不同，最近几个月银行纷纷压缩同业业务，有些银行同业负债已下降了 20%左右。

国泰君安银行业首席分析师王剑表示，在强化金融监管和货币政策稳健中性的背景下，一些银行开始自觉收缩、停办有违规嫌疑的业务，监管措施已取得实质性进展，银行业风险得到有效控制，预计这种局面还会持续，效果将进一步显现。

### 趋势三：优化信贷结构 服务实体经济

面对去杠杆、严监管的新形势，商业银行开始调整资产负债结构，将更多资源留给了对公和零售业务，支持实体经济的能动性增强。

“今年的公司类贷款投放好于同期，一方面由于宏观经济稳中向好，另一方面因为近几年信贷结构一直在做优化调整，产能过剩行业、大宗商品贸易等领域的信贷投放被压缩，同时基础设施、新兴产业等领域的投放力度加大。”某大型银行公司部负责人表示。



今年 4 月，银监会发布《关于提升银行业服务实体经济质效的指导意见》，督促银行业回归服务实体经济本源。

5 月份，新增人民币贷款达到 1.11 万亿元，同比多增 1264 亿元，贷款余额同比增长 12.9%；新增社会融资规模 1.06 万亿元，同比多增 3855 亿元。

## 产品情况

### 信托产品

上周共搜集到新发行信托产品 38 只，期限为 6-36 个月不等。年化收益率在 5.5%~8.1%之间。

### 资管产品

上周共搜集到新发行资管产品 15 只。期限为 3-90 个月不等。年化收益率在 5.03%~8.80%之间。

## 银行理财

上周共搜集到银行理财产品 20 只。期限为 38-365 天不等。年化收益率在 4.15%-5.35%之间。