

目录

本期导读.....	2
资管巨头富达：A 股下半年向好 看好科技创新.....	2
中国房地产可能在下半年起经历一轮周期性下行	3
宏观政策.....	4
资管巨头富达：A 股下半年向好 看好科技创新.....	4
营改增新规实施渐进 资管行业反馈调整动态	5
中国房地产可能在下半年起经历一轮周期性下行	9
监管政策.....	12
如何解读资管产品增值税征收新规及其对资本市场的潜在影响	12
保险资管.....	16
5 月 8 家保险资管注册产品规模 536 亿元.....	16
行业新闻.....	17
郭田勇：资管产品未来要强调去除刚性兑付	17
银监会邓智毅：大资管时代的顶层设计非常必要	25
复星医药一天“崩”掉东证资管 1.3 亿元.....	26
产品情况.....	28
信托产品.....	28
资管产品.....	28
银行理财.....	28

本期导读

资管巨头富达：A 股下半年向好 看好科技创新

未来十年中国股票市场增长将主要由创新驱动，特别是在大数据、云服务及人工智能等方面的应用。投资者关注焦点不应局限于科技企业，那些在消费相关行业、服务业以及工业领域具备卓越创新能力和产品的公司，也将会成为未来十年的强劲增长动力。

他表示，“长远来看，中国经济基本面呈积极发展态势，这对市场投资情绪有促进作用。另外，A 股纳入 MSCI 新兴市场指数标志着中国股市国际化进程的又一里程碑，中国资本市场将会吸引更多海外资产管理公司，增加对中国在岸市场投资。”

全球知名指数供应商：MSCI 明晟北京时间周三凌晨宣布，从 2018 年 6 月开始将中国 A 股纳入 MSCI 新兴市场指数和 MSCI ACWI 全球指数，计划分两步实施。

马磊指出，他特别看好中国人口红利带来的长远优势，虽然中国普通劳动人口供应已出现拐点，但每年新增 800 万大学生，且这些大学生起步薪资还低于蓝领工人，这将成为中国科技创新的最大驱动力。

中国房地产可能在下半年起经历一轮周期性下行

6 月 21 日，国际评级机构标普发布名为《中国房地产开发商面临放缓压力，但影响可控》的报告，内容指出，中国前几大开发商比前几次下行周期期间更有条件应对接下来更加艰难的环境。

“中国未来地产商只有一两百家，更多的公司就是项目公司。” 上海（楼盘）菩悦资产创始人陈凯在 6 月 16 日易居沃顿第六期中国房地产实战研修项目课题发布会上这样说。

陈凯称，从房地产行业增长和行业估值来看，从 2011 年到 2016 年，房地产的整个销售面积的增速在往下掉，销售金额的增速也在往下掉。此外，房企 A 股的估值倍数也在往下掉。“整个行业的 ROE 从 2010 年的 14% 到 2016 年的 8%，也在改变。我们回想一下，一边是大家很开心的拿地，一边是行业在集中，行业 ROE 在改变。”

标普全球评级信用分析师黄馨慧表示，“随着政府出台更多限制措施给炽热的房地产市场降温，随着融资渠道收紧，房地产行业可能会在 2017 年下半年和 2018 年经历一轮周期性下行。”

宏观政策

资管巨头富达：A 股下半年向好 看好科技创新

他还指出，未来十年中国股票市场增长将主要由创新驱动，特别是在大数据、云服务及人工智能等方面的应用。投资者关注焦点不应局限于科技企业，那些在消费相关行业、服务业以及工业领域具备卓越创新能力和产品的公司，也将会成为未来十年的强劲增长动力。

他表示，“长远来看，中国经济基本面呈积极发展态势，这对市场投资情绪有促进作用。另外，A 股纳入 MSCI 新兴市场指数标志着中国股市国际化进程的又一里程碑，中国资本市场将会吸引更多海外资产管理公司，增加对中国在岸市场投资。”

全球知名指数供应商：MSCI 明晟北京时间周三凌晨宣布，从 2018 年 6 月开始将中国 A 股纳入 MSCI 新兴市场指数和 MSCI ACWI 全球指数，计划分两步实施。

马磊指出，他特别看好中国人口红利带来的长远优势，虽然中国普通劳动人口供应已出现拐点，但每年新增 800 万大学生，且这些大学生起步薪资还低于蓝领工人，这将成为中国科技创新的最大驱动力。

“大量的应届毕业生会成为助力创新产品和服务快速、稳健发展的动力，推动中国从‘世界工厂’向‘创新中心’的转型。”他说，庞大的制造业产业链、充足的优秀人才供应及资本支持，合并起来就是很强大的生产力。

富达国际是一家私人持有的投资管理公司，去年底资产管理规模约 830 亿美元，客户包括退休基金、央行、主权基金、大型企业、保险公司及个人投资者等。目前其已在中国开设两个代表处，拥有 12 亿美元 QFII（合格境外机构投资者）额度及 4.6 亿元人民币 RQFII（人民币合格境外机构投资者）额度。

营改增新规实施渐进 资管行业反馈调整动态

行业关注重点

事实上，“营改增”已于 2016 年 5 月 1 日在金融行业全面实施，但相关政策仍在逐步配套完善的过程中，财政部、国家税务总局多次发布相关文件对政策进行补充说明，特别是关于资管行业“营改增”后存在的一些问题。

首先是 2016 年 12 月 21 日发布的《关于明确金融、房地产开发、教育辅助服务等增值税政策的通知》(财税〔2016〕140 号)(以下简称“140 号文”)，此后今年 1 月 11 日，又发布《关于资管产品增值税政策有关问题的补充通知》

(财税〔2017〕2号)(以下简称“2号文”),明确2017年7月1日以后,资管产品运营过程中发生的增值税应税行为,以资管产品管理人为增值税纳税人,按照现行规定缴纳增值税。

但是关于增值税的缴纳规则,资管行业内则一直存在讨论。

“按照证券投资基金法相关规定,基金财产投资的相关税收,由基金份额持有人承担。而根据140号文和2号文的规定,基金投资产生的增值税应税行为,以基金管理人为纳税人。这样就导致基金管理人在完成纳税义务之后,还需要从基金份额持有人收回相应的税款。”普华永道金融行业税务及商务咨询服务合伙人康杰在接受21世纪经济报道记者采访时表示。

21世纪经济报道记者查阅相关资料发现,《基金法》第五条规定,“基金财产独立于基金管理人、基金托管人的固有财产。基金管理人、基金托管人不得将基金财产归入其固有财产”;第八条规定,“基金财产投资的相关税收,由基金份额持有人承担,基金管理人或者其他扣缴义务人按照有关规定履行代扣代缴义务。”

康杰称,为了能够使得基金管理人缴纳的增值税最终由基金份额持有人承担,基金管理人在核算基金单位的每日净值时,需要考虑当日即此前交易产生的增值税影响,并据此估算净值。然而,增值税是按期缴纳的,增值税的实际缴纳是在每个纳税期的期末。这样就产生了每日净值如何预先计提增值税,如何处理计提增值税与实缴增值税的差额等一系列问题。

“这是 140 号文和 2 号文实施给公募基金管理人在未来基金运营方面带来的最大的挑战。”一位不愿透露姓名的机构人士表示，“例如，投资者集中在纳税日的前后发生巨额的申购赎回，可能对基金的流动性产生一定威胁。”

“可以预见将来税企之间容易产生不同意见的地方，可能会集中在 140 号文中第一条对于金融商品是否保本，以及第二条赎回资管产品如何才算是到期，这两条新的规定上。”康杰认为。

实际上，140 号文中关于保本的争议表现在依据合同约定的书面条款进行判断是否保本，还是税务机关会参考多重因素综合判断；关于资管产品持有至到期的概念也存在理解模糊之处，赎回和转让环节的收益该如何认定等。

“针对资管产品的营改增政策对于整个行业的产品设计、产品运营、票据管理和纳税申报等方面都提出了极大的挑战。”毕马威中国税务合伙人罗健莹在接受 21 世纪经济报道记者采访时表示，“例如一些净值型产品，由于投资者的回报跟标的资产的收益直接挂钩，假如产品需要交纳增值税，对管理人在净值管理及汇报的工作要求提出了新的挑战。”

行业期盼厘清纳税主体

不过，由于上述争议的问题未能明确，在时间线步步紧逼之下，整个行业渐处于焦虑之中。

“税收关乎国家发展大计，整个行业都期待尽早厘清谁该纳税、怎么纳税，以便能积极响应，‘以资管产品管理人为增值税纳税人’的规定给整个资管行业带来了较大的挑战和压力。”一家中型券商资管人士表示。

罗健莹表示，对许多资管产品而言，本身就涉及向一行三会提交的各种监管报告，产品的日常管理及汇报工作也可能大量依赖系统运算。假如本次实施细则对产品的各项指标计算产生较大影响的话，各大券商及其他资管产品管理机构均需要对现有的业务系统进行调整开发。值得注意的是，最近一段时间基金业协会也在为行业税收问题奔走。6 月 17 日，洪磊在 2017 中国风险投资论坛上表示，对投资运作中的基金财产征税，会不可避免地出现重复征税问题，同时呼吁，基金行业税收应回到税收中性原则。

“公募基金的主要投资业务集中在证券市场投资，而现行增值税政策已经给予了公募基金一个重大的优惠，也就是对于公募基金买卖股票和债券的差价免征增值税。”康杰称，“在此基础上，如果对于公募基金采用一般征税方法，给予其抵扣进项，会增加公募基金的合规运营成本。”

康杰表示，其中原因在于纳税人如果要申报抵扣增值税进项，需要花较大的管理成本来建立一套严密的内部流程来确保进项抵扣的完整与准确。管理成本的投入和所纳税金相比，不符合成本效益原则。同时，对于嵌套式的资管产品，无论是简易计税还是一般计税，执行起来可能还是会带来重复征税的问题，嵌套层数越多重复征收越严重。”罗健莹分析称。

除此之外，关于私募基金的税收安排，行业内则表示目前文件并没有对私募以及公募加以区分，因此都适用于现行法规。

康杰告诉 21 世纪经济报道记者，业界目前相对比较统一的一个认识是，依照国家的证券投资基金法募集设立的证券投资基金，应该都可以适用现行法规中给予证券投资基金的规定。

“从相关规定字面上说，目前的证券投资基金法并未将私募基金排除在外。”罗健莹称。

中国房地产可能在下半年起经历一轮周期性下行

6 月 21 日，国际评级机构标普发布名为《中国房地产开发商面临放缓压力，但影响可控》的报告，内容指出，中国前几大开发商比前几次下行周期期间更有条件应对接下来更加艰难的环境。

“中国未来地产商只有一两百家，更多的公司就是项目公司。”上海（楼盘）菩悦资产创始人陈凯在 6 月 16 日易居沃顿第六期中国房地产实战研修项目课题发布会上这样说。

陈凯称，从房地产行业增长和行业估值来看，从 2011 年到 2016 年，房地产的整个销售面积的增速在往下掉，销售金额的增速也在往下掉。此外，房企 A 股的估值倍数也在往下掉。“整个行业的 ROE 从 2010 年的 14% 到 2016 年的 8%，也在改变。我们回想一下，一边是大家很开心的拿地，一边是行业在集中，行业 ROE 在改变。”陈凯说，“房地产这个行业正在变化，这种情况下我们为什么做地产，肯定当然是挣钱了，所有的人问老百姓，你问他们这二十年你觉得什么最挣钱，毫无疑问都是买房子。”

标普全球评级信用分析师黄馨慧表示，“随着政府出台更多限制措施给炽热的房地产市场降温，随着融资渠道收紧，房地产行业可能会在 2017 年下半年和 2018 年经历一轮周期性下行。”

钜派投资集团首席执行官兼联席董事长倪建达称，“房地产行业的财务数据都很漂亮，很亮丽。万科做到了四千亿、五千亿，大家现在都进入了一万亿的行业，包括绿地和恒大都有这样的憧憬。”

易居沃顿研究基地指导组副组长臧建军称，“过去十几年我们进行房地产调控，核心点是把房地产作为经济发展和 GDP 成长的一个工具，和这次的调控有点不同，这次的调控我认为是强势政府下把房地产回归于老百姓，房子是用来住的，而且这次调控是持续的。”

作为央企的保利地产，被外界认为其近年来的风格较为保守，同时和万科以及中海地产之间的差距较大。

保利房地产股份有限公司副总经理余英表示，保利的架构进行了巨大的调整，在三千亿的基础上开辟新的产业。余英说：“军民融合和产城融合是我们发力的重点，我们看到和万科和中海的差距，主要是在城市数量上不够，位置主要是在长三角和京津冀，我们在广东省和万科没有差距，广东所有的地级市全进去了，但是在上海长三角和京津冀有差距。所以我们去年成立了一个叫淮海公司和渤海公司，还有一个浙南公司，就是要把长三角和京津冀地级市占领，要扩大我们公司的数量，每个城市来个二十个亿，加起来可能三四五战略就能够实现了。”

在谈到房企转型时，余英称，“我从来反对转型这一说，这么大的企业转不了，只能把传统的卖房子，从两千亿到三千亿再加上一些新业态，学习华夏幸福，有新的业态。我们做增量，我认为传统的大地产商是不可能转型的。”

标普在报告中称，对于一些规模较小或扩张过快的开发商来说，随着行业迎来更多调控措施，其可能发生倒闭、违约，从而加快行业整合。

监管政策

如何解读资管产品增值税征收新规及其对资本市场的潜在影响

1 哪些应税行为需缴纳增值税

据财政部和国税总局联合下发的《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》（财税〔2016〕36 号）（以下简称“36 号文”），2016 年 5 月起营业税改增值税在金融业等行业全面推开。针对 36 号文实施后各方反映的问题和疑问，财政部和国税总局在 2016 年 12 月联合发布了《关于明确金融、房地产开发、教育辅助服务等增值税政策的通知》（财税〔2016〕140 号）（以下简称“140 号文”），进一步明确了金融业的营改增政策。考虑到资产管理行业在收益分配、核算等方面的特殊情况，财政部和国税总局在今年 1 月再次联合下发了《关于资管产品增值税政策有关问题的补充通知》（财税〔2017〕2 号）（以下简称“2 号文”），将对资管产品征收增值税的时间由 2016 年 5 月 1 日推迟到 2017 年 7 月 1 日。

根据财政部和国税总局系列文件，自 2017 年 7 月 1 日起资管产品需要就运营过程中发生的应税行为缴纳增值税，纳税人为产品管理人。具体而言，产品管理人需要就资管产品运营中产生的应税行为缴纳增值税的情形如下：

1、利息收入。包括金融商品持有期间（含到期）利息收入、买入返售金融商品利息收入、融资融券收取的利息收入，以及融资性售后回租、押汇、罚息、票据贴现、转贷等业务取得的利息及利息性质的收入，按照贷款服务缴纳增值税。

2、金融商品转让收入。转让外汇、有价证券、非货物期货和其他金融商品（其他金融商品转让包括基金、信托、理财产品等各类资产管理产品和各种金融衍生品的转让）所有权的业务活动，以卖出价扣除买入价后的余额为应纳税额。若相抵后出现负差，可结转下一纳税期与下期转让金融商品销售额相抵，但年末时仍出现负差的，不得转入下一个会计年度。

3、证券投资基金（封闭式证券投资基金、开放式证券投资基金）管理人运用基金买卖股票、债券产生的金融商品转让收入免征增值税。

2 新规可能引发税收套利、重复征税等问题

对一个国家而言，税收的意义不仅在于收入分配，更在于调整产业结构，优化资源配置。国家税务总局局长王军曾明确指出，全面推开营改增试点，既是当前大力推进供给侧结构性改革的战略举措，又是立足长远打造增长友好型税收体系的重大实践。基于这一理念，36 号文和 140 号文关于资管产品增值税的相关内容在法律基础、行业发展导向等方面尚存在一些值得细究之处。

首先，产品管理人作为纳税主体，不符合资产管理行业的信托本质，与《基金法》相悖。资产管理行业本质上是受人之托、代人理财的信托关系。《基金法》第五条规定，“基金财产独立于基金管理人、基金托管人的固有财产。基金管理人、基金托管人不得将基金财产归入其固有财产。”第八条规定，“基金财产投资的相关税收，由基金份额持有人承担，基金管理人或者其他扣缴义务人按照有关规定履行代扣代缴义务”。事实上，产品管理人应为其收取的管理费缴纳增值税，但资管产品投资收益的纳税主体应该是投资者。国际通行做法是将基金财产的税收列入所得税或资本利得税，在资金退出端征税，并对长期投资者实施税收减免或递延政策。这样既明确了应税主体，又避免了资管产品和投资者的重复征税。

其次，免税范围未能公平对待不同类型投资者，不利于发展壮大机构投资者队伍，可能引发税收套利。在营改增前，法律上所有资管产品投资收益均需缴纳营业税。但是由于当时没有明确扣缴义务人且投资者分散，实际操作中资管产品投资收益并没有缴纳营业税。营改增后，对个人投资者、合格境外投资者（QFII）、香港市场互联互通机制投资者、香港市场与内地互认基金、证券投资基金（封闭式证券投资基金、开放式证券投资基金）这五类投资者买卖股票和债券的金融商品转让收入继续免征营业税。这事实上造成了个人投资者与机构投资者、境外机构投资者与境内机构投资者、证券投资基金与其他资管产品的税收歧视。根据《基金法》，非公开募集证券基金与公募基金只是募集方式不同，均属于“证券投资基金”范围。36 号文仅列举了封闭式证券投资基金与开放式证券投资基金，并未明确私募证券投资基金是否也在免征范围内，从而有

可能造成公募基金与私募证券投资基金间的税收歧视。对于私募证券投资基金行业而言，目前相当大部分存量管理规模来自 2013 年《基金法》修订前作为投资顾问或研究顾问，通过信托、基金公司专户理财和券商资管计划等通道发行的产品，不能纳入“证券投资基金”的范畴，受到的冲击则可能会更大。由此，新规不仅会造成机构投资者税负高于一般投资者的逆向税收激励，不利于发展壮大机构投资者队伍，甚至有可能导致相当部分私募基金再次转入“灰色”地带。

再次，在产品嵌套的情况下，新规可能导致重复征税问题，这对 FOF 等大类资产配置产品和资产证券化产品最为明显。以 FOF 为例，母基金和子基金层面在穿透底层资产的情况下均需要对投资收入缴纳增值税，但实际上应税行为只发生了一次。

3 新规或对金融市场流动性产生冲击

需要特别提示的是，新规可能对金融市场的流动性产生相当大的冲击。公募基金与非公募基金类资管产品的税收歧视可能导致投资者在新规正式实施前大量赎回非公募基金类资管产品，对股票和债券市场造成流动性冲击。2016 年末，我国各类资管产品总规模已经超过 110 万亿元，而其中公募基金不足 10 万亿。可见，即使是很小比例的非公募基金类资管产品集中赎回，也将可能对市场构成较大冲击。更重要的是，一旦投资者对这种流动性冲击形成一致预期，

不排除所有类型的投资者都有可能选择提前抛售相关金融资产，进一步放大金融市场动荡。鉴于当前资本市场仍然处于一个弱平衡状态，这种潜在冲击对金融市场的不利影响尤其值得关注。

改革是一个循序渐进的探索过程。营改增政策涉及到服务业的方方面面，恐难一蹴而就。财政部和国税总局此前两次发文针对资管行业的营改增问题进行补充和明确，体现了严谨科学的工作态度和及时回应社会关切的工作作风。从目前的实际情况来看，资管产品增值税征收的相关政策细节还需有关部门继续本着严谨科学的态度做进一步完善，以利于在中短期维护市场的稳定运行，同时有利于在中长期壮大机构投资者队伍，推动我国资产和财富管理行业持续健康发展。

保险资管

5 月 8 家保险资管注册产品规模 536 亿元

近日，中国保险资产管理业协会(简称“保险资管协会”)公布 5 月份产品注册数据。资料显示，2017 年 5 月，8 家保险资产管理公司共注册债权投资计划和股权投资计划 17 项，合计注册规模 536.00 亿元。其中，基础设施债权投资计划 6 项，注册规模 210.00 亿元；不动产债权投资计划 9 项，注册规模 186.00 亿元；股权投资计划 2 项，注册规模 140.00 亿元。

2017 年 1—5 月，17 家保险资产管理公司共注册债权投资计划和股权投资计划 66 项，合计注册规模 1727.32 亿元。其中，基础设施债权投资计划 15 项，注册规模 515.97 亿元；不动产债权投资计划 41 项，注册规模 742.85 亿元；股权投资计划 10 项，注册规模 468.50 亿元。

2016 年 5 月，5 家保险资产管理公司共注册债权投资计划和股权投资计划 6 项，合计注册规模 71 亿元。2016 年 1—5 月，18 家保险资产管理公司共注册债权投资计划和股权投资计划 50 项，合计注册规模 759.54 亿元。

截至 2017 年 5 月底，累计发起设立债权投资计划和股权投资计划 693 项，合计备案(注册)规模 17405.99 亿元。

行业新闻

郭田勇：资管产品未来要强调去除刚性兑付

他还提到，中国资本市场的管理资产总额已经有六七十万亿的规模了，量非常大，这块我们的确要保持它的平稳发展，不能出太大问题。

另外，资管市场要真正发挥好它的作用，包括监管层面，也包括货币政策层面，大家要进行紧密的协调，保证既能做到风险可控，该管理的风险控制

住，也不能让它在短时间内急剧收缩，最后影响实体经济的发展，那么我们这种收缩也是得不偿失的。

首先，资产管理的本质应当是受人之托，代为理财。它其实是一种类信托的本质，如果我们在金融教学中按照直接融资和间接融资划分，我们认为资管市场本质上应该属于一种直接融资行为，比如说我们在商业银行存款，你把钱存在银行里，银行把钱再贷出去，你不知道你的钱这会儿贷给谁了，这种中介行为，银行要对存款人的利益负全责，就是我把钱存到银行里，万一银行把钱搞没了，银行哪怕倒闭、哪怕清算，它也得要还客户的存款，所以这块就是我们讲的“刚性兑付”，我的存款你一定要兑付才行。

为什么说资管市场是类直接融资行为呢？严格意义上讲资管市场并不存在刚性兑付，本质是委托理财行为，无论是银行的理财产品、券商资管、保险资管、基金资管以及社会私募等各类资产管理行为，它的本质是一样的，客户把钱委托给资产管理机构，由资产管理机构代客户进行投资，这里要客户自己承担风险。现在社会上讨论比较多的一个问题是，资管市场要打破刚性兑付，我们的资管刚发展起来时是从银行理财产品开始，一方面银行为了吸引更多客户买理财，另一方面，很多客户对银行有天然信任感，他认为买了银行理财就是更高收益的存款，根本不认为这里面存在风险，所以一开始在资管市场形成时，观念上可能就出现了一些偏差。

很多商业银行也有意无意地认为，我发的理财产品只是比存款利息更高的一种存款而已，很多商业银行也是这么想。从这里开始层层往上掣，信托产品，以及券商发的资本产品，大家都给客户承诺未来不但要保本还要保收益，这就形成了很大问题，整个资本市场形成了一种本来不该有但现在已经有点根深蒂固的刚性兑付潜规则。这种潜规则一旦形成，要想在短时间内完全打破，恐怕也比较难。

今天我们资本市场真正正本清源，未来还应当加强对客户的风险教育，第一，我是一种委托理财行为；第二，对从事资产管理的机构，一是要让资产管理机构有比较高的专业素质，对客户的资金用专业化水平投资运用，二要保证信息的透明度，真正对客户披露我每一项投资的种类，投资净额的情况，只要你诚实守信地经营，其实资管产品的本质应该和投资股票一样，委托以后，盈亏都应当由客户承担，这是大的方向。未来下一步资管市场就要朝这个方向走，不能在潜规则下使“脓包”越变越大，导致积重难返，形成更大的风险隐患。这是第一点，资管产品未来要强调去除刚性兑付，这是很重要的。

第二，我想说说资本市场当前在监管导向上既要控制风险，又要充分调动各家银行的积极性。现在在金融领域我们经常说出现了资金空转，出现了高杠杆，出现了所谓脱实向虚的很多问题，这些问题跟金融机构自身的逐利性还是分不开的，在风险比较大的情况下，我当然要尽量规避风险，我也不愿意投向小微企业、投向民营企业，贷款风险大，如果钱在金融体系内空转就能挣到钱，那我当然愿意让钱空转嘛，它本身是有利益导向的。

我这里讲的是，比如从当前资管市场的问题我们可以看到，近两年银行体系的同业存单发行量非常大，我们分析同业存单的量为什么这么大，比如大的商业银行购买存单，小银行发存单，同业存单就成为国有大行的钱不好投，中小银行发存单，大行来买，买了以后给中小银行，中小银行再给下游信托、券商、各类资管机构，再把钱运用到一些领域中去，做成一些理财产品、一些信托产品，包括委外类资产，我把钱委托给投债之类的，这么来做。

从去杠杆防止“三套利”（监管套利、关联套利和空转套利），从这个角度去整顿，应当说是有其道理的。但我们也要看到，在中国金融机构中，中小银行和大银行相比，中小银行的风险偏好还是高一些，它还是敢于投一些风险比较大的项目，特别是在当前经济下行的情况下，大银行的风险偏好比中小银行低，但大银行业愿意用钱直接买中小银行的存单，给中小银行使用，这样我就能挣到钱了；如果中小银行也降低风险偏好，也不往外投，这样我们出现的问题会更大，钱会形成“堰塞湖”，淤在金融体系内很难外出，所以我讲一个问题，我们还是要保护中小银行高风险偏好的意识，比如一些城商行，它的中小企业客户还是很多的，它还是愿意投，我们要保护它的积极性，如果大家都不愿意投，经济下行趋势会变得更加明显。

讲这个问题我想说明，在目前的情况下，从监管政策来看，我们说“宏观审慎监管”，我们现在也在搞宏观审慎监管的研究，从国际上来讲，宏观审慎监管是 2008 年金融危机以后针对一些银行、大型金融机构出现“大而不倒”的问

题提出来的概念，一旦出了问题，你不能倒，你倒了整个国家就出问题了，不能让大银行出问题，所以要把它统一纳入到宏观审慎的监管框架内，对于所谓系统中小型金融机构，比如在美国我们看到美联储把除了大型银行之外，甚至包括 A&G 等大型保险公司都纳入到它的统计监管内，其实就是给你制定更高的监管标准，保证你不出问题，因为你出问题后我们没法儿救。

中国也讲宏观审慎监管，我们的监管出发点是一样，都要宏观审慎监管，但在中国感觉有点变味，从 MPA 这套考核制度来看其实重点盯住的是中小银行，宏观审慎监管的着力点跟国际上有点不一样，通过 MPA 考核以后，除了表内资产还要看表外资产，定了各类指标，宏观审慎监管做完一套规则后受处罚的都是中小银行，大银行反而没事，所以我担心宏观审慎监管在中国发生“使命漂移”，变成“微观审慎监管”了，这还是我们有点担心的问题。

我们本来假设不能让系统性金融机构出问题，我们假设非系统性金融机构，中小银行是可以倒、可以出问题的，我们本来有这种假设，所以我们建立了存款保险制度、建立了金融企业，清算破产制度，我因为什么建立这个制度呢？万一中小银行经营出问题，你就可以倒了，保险公司可以把赔付存款人的钱，你该倒就倒吧。

我讲这个问题，我们要注意当前宏观审慎监管的出发点和着力点，不能最后让宏观审慎监管的对象发生偏离，把中小银行作为监管对象，对这个我们有

点担心，因为我们前面打了很多铺垫，在当前经济下行的情况下，由于中小银行风险偏好程度高，要调动它的积极性，它对于支持小微、民营企业这块还是会有很大帮助的，在当前新的监管政策下，我们要考虑到这方面的问题。

第三，针对资产管理的统一规则。当前资产管理要制定统一的管理办法，目的就是要统一游戏规则，不能各自为政，不能每个监管机构各自对你管的这块来制定一套管理办法，大家知道，无论是银行资管产品，保险、证券还是基金，各类资本产品的核心内容其实都是一样的，就是我要把客户的钱拿来，我帮助客户把钱向外投，管理客户的资产。所以说，各类资管机构的本质还是相同，我们按照功能监管的原则，只要这类金融业的功能是一样的，那么你的监管标准应当是相同的，我想这个基本出发点是没有问题的。

但我想说，在目前的情况下，我们既要注重统一监管规则，同时也不能急于求成，急于一蹴而就，我们还是要按照求同存异的原则来定位。现实三个不同的监管机构都是存在的，而且我们当前按照各种法律法规的规定，每一类金融机构的业务内容并不相同，举个最简单的例子，商业银行不能直接购买企业的股票，不能进行股权投资，这是按照《银行法》的规定，商业银行如果给企业做股权质押的业务，企业把股权质押给银行，银行又不能持股，那你怎么押？必然要借助通道，比如信托公司可以持有企业的股权，或者银行再成立一些资产管理公司来持有，我跟它之间通过合作来做，这样所谓的“通道”恐怕难以完全避免。这是一个现实问题。

现在从监管上存在监管者和被监管者“公说公有理，婆说婆有理”的情况，就像在学校里老师对学生一样，老师批评学生，学生得心服口服。学生可能心里觉得老师身上也有很多缺点，但他不敢说，没法儿公开对话，老师批评学生，学生也可以反过来批评老师，大家可能会觉得礼崩乐坏。作为老师，我自己经常主动想我身上还有些什么缺点，因为没有人来批评我，所以我得主动反思。

监管机构也要学会这种主动法则，被监管部门肯定跟老师和学生的关系一样，只能你批评他，他不能反过来批评你，他也不敢呀。比如监管机构指责金融机构“三套利”，你监管套利，但金融机构私下会说，监管套利不是由于监管规则出问题所以我们才套利吗，因为监管制度不合理呀，但金融机构又不能说这个事，所以只能姑且听之。监管机构，包括位高权重者，你是管理者，他是被管理者，就像党讲的，管理者批评与自我批评的精神还是非常重要的，这样你才能反思问题，对于提高监管水平才有帮助。

从整个资本市场的发展来看，应该说有十多年，从银行搞理财开始，从信托业大发展开始，到券商出现了券商资管、基金资管以及保险类资管，我们体制内这块经过十一年的长足发展，管理资产总额已经有六七十万亿的规模了，应该说非常大，也占据了中国金融业总资产将近半壁江山，不太到，但是也快了，量非常大，这块我们的确要保持它的平稳发展，不能出太大问题。

今天我看到央行研究局长徐忠在陆家嘴论坛上谈了一个观点，强监管导致在短时间内急剧收缩杠杆，导致金融机构总资产的收缩，大家不太敢向外投钱，导致整个社会的货币供应量出现明显降低，大概降到 9% 了，本来计划应该到 12%-13%，突然间出现了骤降。

他说的问题是不是由于监管政策所引致，还需要讨论和数据分析，但从理论上来看确实存在这个问题，金融业在放杠杆时能导致资金规模成倍扩张；同样，在收杠杆时的确会导致资产规模放大，带有倍数性的收缩，的确是这样。

比如刚才我们讲资产管理机构管理的资产有七八十万亿，商业银行发了理财，投给一家信托公司，信托公司再把这个钱委托给一家券商来投，一笔资产出现的结果可能是几家机构的总资产都同比例地出现了上升，当你向回收时，你说不能做了，往回收，这样券商资产规模小了，银行资产规模也变小了，会同比例放大倍地减少，这里面的确会有这种效应。

最后我想说，资管市场要真正发挥好它的作用，包括监管层面，也包括中央银行，从货币政策层面，大家要进行紧密的协调，保证既能做到风险可控，该管理的风险控制住，也不能让它在短时间内急剧收缩，最后影响实体经济的发展，那么我们这种收缩也是得不偿失的。今天时间有限，我就跟各位网友交流这几个观点。

银监会邓智毅：大资管时代的顶层设计非常必要

邓智毅表示，金融科技的发展会经历三个阶段：金融 IT、互联网金融、和金融科技的 3.0 阶段。在金融科技 3.0 阶段，大数据、云计算、人工智能、区块链这些技术合力产生了深远影响，中国目前正处在从第二个阶段向第三个阶段发展的转化过程当中。金融科技对于资管行业的影响越来越广，与此同时，金融科技的潜在风险也越来越多。

具体而言，从机构层面来上看，一是影响传统金融机构的盈利能力，二是增加信息科技的操作风险，三是有可能提高整体风险水平，四是对突发事件管理能力提出更高的要求。

从系统方面来说，也存在一系列的风险。一是增加了机构之间的关联性和金融体系的复杂性，二是很可能强化羊群效应和市场共振，增强风险波动和顺周期性。

邓智毅认为，监管层面至少面临以下几大挑战：一是对于监管专业的能力形成挑战，监管者很可能很难快速配备相应专业的资源以及更新知识结构，识别潜在风险，从而影响监管有效性；二是增加了风险监测和管控的难度。

“由央行牵头对于资管产品统一监管办法，这是非常必要的。大资管时代，就好比我们把物理上分散的机场、火车，出租车，汽车全部整合在一起，如果顶层设计合理的话，就会像上海虹桥交通枢纽，如果设计不好，就会成为北京西客站。”邓智毅说。

邓智毅认为，在各个金融板块之间进行合理的切换和跨市场配置，这是金融潜在的需求，监管必须去满足和鼓励，但对空转、无故拉长链条，或许底层资产深不见底的恶性通道必须坚决进行遏制。

“各个金融板块之间由于监管政策不一样，包括杠杆率、净资本要求和流动性的比率等等一系列的指标，有的有，有的没有，有的多，有的少，也为资金在不同板块之间套利形成了一个诱导。”在邓智毅看来，通过统一资管办法，进行顶层设计，可以让资金有序流动，尽可能在不同的监管政策里面补齐，最大限度减少监管套利。对于新的资管产品统一监管规则，对于大资管的规范和引导，应该充满期待。

复星医药一天“崩”掉东证资管 1.3 亿元

据相关媒体报道称，银监当局要求排查相关企业授信和债务融资风险，包括万达、安邦、海航、复星等。料均是为摸底及排查可能存在的风险，但并非已经做出风险判断。部分商业银行先后自主采取了避险措施，目前工行和中行已相对调整到位，建行和浦发动作稍慢，而其他股份制银行并没有都采取行动。

号外财经特别注意到，6 月 22 日早晨，俄罗斯媒体报道报道，中国复星集团完成了收购估价超过 100 亿卢布(约合 11.37 亿元人民币)的莫斯科沃兹德维任卡(Voentorg)中心写字楼的交易。有分析人士就此预测，复星或希望通过收购克里姆林宫附近的项目来打入房地产市场。业内人士预计，暴跌的原因或恰恰与复星大规模海外收购有关。

股债“闪崩”既成事实，谁在墙角哭泣呢？

号外财经注意到，截至今年一季度末，共有 68 只公募基金重仓持有复星医药，持股总量为 8104.42 万股，环比增持了 3841.30 万股，季度持仓变动比例高达 90.11%，持股占流通股比达到 4.25%，持股市值为 22.87 亿元。进一步统计显示，第一大重仓该股的基金管理人上海东方证券资产管理有限公司，该公司旗下基金合计持有该股 4632.58 万股，环比增持 2124.43 万股，持股占流通股比 2.43%，持股市值达 13.07 亿元，持股市值占净值比也高达 6.30%。

显然，东证资管也成为复星医药“闪崩”最大受害人。号外财经估算了一下，复星医药在 6 月 22 日股价从 32.8 元跌至 30.17 元，每股下跌了 2.73 元，如果东证资管再二季度以来对该股没有增减仓，东证资管将产生 1.3 亿元的账面浮亏。换句话说，复星医药一天“崩”掉东证资管 1.3 亿元。另据同花顺

(300033,股吧)统计,近 5 日内,复星医药资金总体呈流出状态,低于行业平均水平,5 日共流出 4.07 亿元,其中仅 6 月 22 日当天净流出 2.68 亿元。

机构在撤离,有东证资管旗下的公募基金吗?这要等基金半年报出炉才一见分晓。

产品情况

信托产品

上周共搜集到新发行信托产品 37 只,期限为 12-36 个月不等。年化收益率在 6.1%~7.7%之间。

资管产品

上周共搜集到新发行资管产品 6 只。期限为 12-24 个月不等。年化收益率在 7.8%~8.5%之间。

银行理财

上周共搜集到银行理财产品 25 只。期限为 33-365 天不等。年化收益率在 4.6%-6.05%之间。