

## 目录

本期导读.....	2
穆迪：中国监管抑制影子银行利好银行业.....	2
国务院：鼓励地方政府 拿出更多优质资产与社会资本合作 .....	3
宏观政策.....	3
穆迪：中国监管抑制影子银行利好银行业.....	3
国务院：鼓励地方政府 拿出更多优质资产与社会资本合作 .....	5
“债券通”迎开门红 首日成交逾 70 亿.....	11
监管政策.....	13
投资者适当性管理实施指引发布 鼓励有序竞争 .....	13
期货资管.....	18
去通道阵痛加速转型 期货资管发展进入换挡期.....	18
行业新闻.....	21
基金子公司面临巨额赎回压力 A 股还没怎么跌客户就提前跑了.....	21
同业理财规模回落.....	24
资管产品征税迎缓冲期.....	28
产品情况.....	32
信托产品.....	32
资管产品.....	32
银行理财.....	32

## 本期导读

### 穆迪：中国监管抑制影子银行业利好银行业

穆迪投资者服务公司 4 日表示，近来中国监管部门抑制影子银行活动的举措初见成效，对中国银行业具有正面信用影响，但这些变化同时也伴随风险。

穆迪副总裁、高级分析师尹劲桦称：“迄今为止，我们看到影子银行业务迅速增长的势头出现了初步逆转，如 M2 增速已经放缓，中资银行发行的理财产品余额和 26 家上市银行的整体应收款项类投资也略有下降。这些进展尽管尚处于初步阶段，但对中国银行业具有正面信用影响，中资银行的信用状况将获益于由此带来的金融机构关联度下降。”

监管部门对“穿透”要求的严格执行还将改善银行资产的透明度，并促使其实提高对影子银行业务的资本和拨备。

此外，流动性的收紧和同业利率的上升也将抑制一些银行使用短期市场资金进行长期投资的做法。例如，国内银行同业存单余额在 2017 年 5 月的下降表明，中小银行对批发资金的依赖度可能已经出现见顶迹象。

## 国务院：鼓励地方政府 拿出更多优质资产与社会资本合作

7月5日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，会议听取投融资体制改革进展汇报，要求发挥社会资本作用促进有效投资。

今年前5个月，固定资产投资、基础设施投资、民间投资增速相较一季度均有所回落。随着“防风险”放到更为重要的位置，地方违法违规举债监管政策在收紧，外界判断这可能会对后续基础设施投资产生一定影响。

为了促进投资，国务院常务会议首次鼓励地方政府拿出更多优质资产，通过政府与社会资本合作模式引入各类投资，回收资金继续用于新的基础设施和公用事业建设，实现良性循环。会议也提出要促进民间投资健康发展，增强对外资的吸引力。

## 宏观政策

### 穆迪：中国监管抑制影子银行利好银行业

穆迪投资者服务公司4日表示，近来中国监管部门抑制影子银行活动的举措初见成效，对中国银行业具有正面信用影响，但这些变化同时也伴随风险。

穆迪副总裁、高级分析师尹劲桦称：“迄今为止，我们看到影子银行业务迅速增长的势头出现了初步逆转，如 M2 增速已经放缓，中资银行发行的理财产品余额和 26 家上市银行的整体应收款项类投资也略有下降。这些进展尽管尚处于初步阶段，但对中国银行业具有正面信用影响，中资银行的信用状况将获益于由此带来的金融机构关联度下降。”

监管部门对“穿透”要求的严格执行还将改善银行资产的透明度，并促使其提高对影子银行业务的资本和拨备。

此外，流动性的收紧和同业利率的上升也将抑制一些银行使用短期市场资金进行长期投资的做法。例如，国内银行同业存单余额在 2017 年 5 月的下降表明，中小银行对批发资金的依赖度可能已经出现见顶迹象。

不过，这些积极进展也同时伴随着风险。由于 2016 年第四季度以来同业利率大幅上升，依赖短期市场资金的银行面临更高的借款成本，而贷款收益率依然稳定，原因是央行基准贷款利率自 2015 年 10 月以来并未进行调整。

这些银行还面临再融资风险，因为其投资组合的期限较长，并且往往缺乏二级市场流动性。

在中央政府的指导下，国内各监管部门自 2016 年下半年以来采取协同行动来控制系统性金融风险。这些措施包括引入宏观审慎评估（MPA）框架、货币政策基调从“稳健”调整为“稳健中性”、加强监管审查等，从而降低了银行从事一些主要影子银行活动的经济动机和监管套利空间。

## 国务院：鼓励地方政府 拿出更多优质资产与社会资本合作

7 月 5 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，会议听取投融资体制改革进展汇报，要求发挥社会资本作用促进有效投资。

今年前 5 个月，固定资产投资、基础设施投资、民间投资增速相较一季度均有所回落。随着“防风险”放到更为重要的位置，地方违法违规举债监管政策在收紧，外界判断这可能会对后续基础设施投资产生一定影响。

为了促进投资，国务院常务会议首次鼓励地方政府拿出更多优质资产，通过政府与社会资本合作模式引入各类投资，回收资金继续用于新的基础设施和公用事业建设，实现良性循环。会议也提出要促进民间投资健康发展，增强对外资的吸引力。

发改委投资所体制政策室主任吴亚平对 21 世纪经济报道记者表示，地方政府一些使用者付费、有经营性收入的资产，由国有企事业单位在运营，可以通过资产证券化、转为 PPP 模式等，给民间资本更多投资机会，也能提高效率。

对于政府出资的投资基金，会议还圈定了范围，引导资金重点投向公共服务、脱贫攻坚、基础设施等领域，加大对中国制造 2025 的支持。

## 加大改革力度

2016 年 7 月份，中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见出台。

意见指出，与政府职能转变和经济社会发展要求相比，投融资管理体制仍然存在一些问题，包括简政放权不协同、不到位，企业投资主体地位有待进一步确立；融资难融资贵问题较为突出；政府投资管理亟需创新，引导和带动作用有待加强；权力下放与配套制度建设不同步，事中事后监管和过程服务仍需加强；投资法制建设滞后等——为此，意见做出了综合性部署。

意见实施一年后，国务院常务会议评价认为，各地区、各部门持续推进投融资体制改革，取得积极成效。2013 年以来中央层面核准项目数量减少 90% 以上，据抽样调查办理时间也缩短 90% 以上，相关改革举措激发了社会投资活力，有力促进了补短板、惠民生。

在此基础上，改革力度将进一步加码。会议指出，要继续推进简政放权、放管结合、优化服务改革，在“多证合一”、放宽社会领域投资等方面加快取得新突破。进一步简化项目准入和报建审批，尽快推开规划、建筑、人防、消防等“多图联审”、“多评合一”。

此外，会议指出要出台进一步激发市场活力的法规政策，营造公平法治环境，对在国内注册的内外资企业一视同仁，促进民间投资健康发展，增强对外资的吸引力。

吴亚平表示，“放管服”重要的是做好服务，尤其是很多民间资本不大了解政府投资政策和发展意图，有必要优化这方面服务。“简政放权”改革持续推进，在放宽准入的前提下，后续监管需要跟上，避免负的外部效应。

占全部投资比重 61%的民间资本，今年前 5 个月同比名义增长 6.1%，比同期全部固定资产投资名义增速 8.6%要低。分析人士还指出，今年 PPI 等价格指

数回升明显，若刨除价格因素，民间投资实际增速并不高，反映当前民间资本投资信心不足等问题。

吴亚平指出，要促进民间投资，有必要打破垄断，包括油气等自然垄断行业，也包括医院、学校等公共服务领域，减少民间资本进入的无形障碍，让民间资本和国企真正实现一视同仁。

## 盘活政府存量资产

近年政府大力推广的 PPP 模式，实践中有密切关注地方 PPP 项目的民营企业直言，地方政府真正优质的项目，如一些收费公路等，并不愿意通过 PPP 模式来实施，推出的项目多是一些未来现金流不佳的项目，这降低了民间资本参与热情。地方人士也直言，优质项目能有稳定盈利，为何要转给社会资本来运作？

现实也不乏将存量项目通过 PPP 模式引入社会资本，如一些污水处理厂、自来水厂等，原本由地方公营事业单位运作，通过引入专业社会资本，提高技术、经营管理能力，既减轻了地方政府债务负担，公共服务供应效率改善，项目本身也获得较好盈利。

业内典型案例例如合肥王小郢污水处理厂，2004 年合肥市住建委趁着“公共事业走市场化道路”的春风，推出王小郢污水处理厂这一优质资产进行试点，诚意招募专业社会资本来运作，至今仍为 PPP 项目典范。

今年前 5 个月，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）累计 4.2 万亿元，同比增长 20.9%，增速比 1-4 月份回落 2.4 个百分点。

对于基建投资增速回落，统计局发言人刘爱华表示，因为去年是“十三五”开局第一年，去年重大项目比较多，基数较高，对今年当期增速会有一定影响。不过，今年年初基建投资保持在 20%以上的增长，也是多年少见的。

今年 5、6 月份，财政部连发两个文件，要求进一步规范地方政府举债融资行为，坚决制止以政府购买服务名义违法违规融资，这对地方政府融资会有一定影响。

有中部地级市财政局局长对 21 世纪经济报道记者表示，财政部规范地方政府举债很有必要，但是短期内地方融资确实会困难些，地方财政的压力在加大。

严防地方政府债务风险导向下，在存量资产上做做文章也不失为一种办法。国务院常务会议提出，拿出更多优质资产，通过政府与社会资本合作模式引入各类投资，回收资金继续用于新的基础设施和公用事业建设，实现良性循环。

吴亚平表示，盘活地方政府存量资产，既能为地方政府腾出更多资金用于新项目，还能给予民间资本更多投资机会。

## “债券通”迎开门红 首日成交逾 70 亿

中新网北京 7 月 3 日电，3 日内地与香港“债券通”正式落地，其中的“北向通”宣布上线运行。“债券通”首日即获开门红。

7 月 3 日，内地与香港债券市场互联互通合作(下称“债券通”)开通仪式上午在香港交易所举行。中国人民银行副行长潘功胜与香港金管局总裁陈德霖共同为“债券通”的首笔交易鸣锣开市，标志“债券通”正式开通。

7 月 3 日，内地与香港债券市场互联互通合作(下称“债券通”)开通仪式上午在香港交易所举行。中国人民银行副行长潘功胜与香港金管局总裁陈德霖共同为“债券通”的首笔交易鸣锣开市，标志“债券通”正式开通。

当天，共有 19 家报价机构、70 家境外机构达成 142 笔、70.48 亿元(人民币，下同)交易。交易以买入为主，共买入 128 笔、49.04 亿元，体现出境外机构投资热情。交易券种涵盖国债、政策性金融债、政府支持机构债券、同业存单、中期票据、短期融资券和企业债等各种类型。

中国工商银行、交通银行、浦发银行、建设银行、德意志银行、汇丰银行、兴业银行、渣打中国、法国巴黎(中国)、中信证券、农业银行、广发证券、星展银行、东方证券、国泰君安证券、中国银行、中信银行、招商银行和花旗银行皆有交易与境外机构达成。

“债券通”上线后的首笔交易，由交通银行与交行澳门分行达成。

一级市场方面，中国农业发展银行和国家开发银行均首批面向境内外投资者发行“债券通”政策性金融债券。

当天，中国农业发展银行通过中国人民银行债券发行系统面向全球投资者公开招标发行 160 亿元人民币的政策性金融债券。其中，面向境内外投资者发行的总额 150 亿元、三种不同期限债券认购倍率均在 10 倍左右，均创历史新高；面向境外投资者专场发行的 10 亿元，获得了境外投资者的热烈追捧，认购倍率达到 2.52 倍。

国家开发银行当天亦推出首批“债券通”金融债券，并将于 7 月 4 日通过中国人民银行债券发行系统面向全球投资者公开招标，发行合计不超过 200 亿元人民币固定利率债券，这是同类品种中最大发行规模。

招商证券研究发展中心首席宏观分析师谢亚轩认为，“债券通”债券的一级发行受到境外机构的热捧，认购倍数创下新高，未来境外投资者有望成为中国债券发行市场的重要参与者之一。“债券通”迎来开门红，一方面标志着香港与内地债券市场的连通可行，更重要的是标志着中国债券市场对外开放进入了更高层次。

谢亚轩认为，“债券通”开通之后境外投资者对在岸人民币债券市场的积极参与，也将为中国带来可观的国际资本流入。据招商证券测算，未来 5 年年均流入规模可能达到千亿美元级别，这对中国平衡国际资本流动情况、稳定人民币汇率以及缓解中国债券市场供给压力都将形成利好因素。

中金公司分析师陈健恒认为，随着“债券通”中“北向通”上线运行，有望进一步降低合格境外投资者参与中国债券投资的交易成本和交易“门槛”。虽然“北向通”初始资金流入规模可能比较有限，但潜力可观。

兴业银行资金营运中心总经理马大军表示，“债券通”以国际债券市场通行的模式为境外机构增加了一条可通过境内外基础设施连接便捷入市的新渠道，提高了入市效率。“债券通”的推出既是人民币国际化战略实施的必然结果，也是中国债券市场逐步对外开放扩大的最新成果。

## 监管政策

### 投资者适当性管理实施指引发布 鼓励有序竞争

中国人民银行 4 日发布的《中国金融稳定报告（2017）》提出，对资产管理业务快速发展过程中暴露出的突出风险和问题，要坚持有的放矢的问题导向，从统一同类产品的监管差异入手，建立有效的资产管理业务监管制度。

## 切实防范风险传递

资产管理业务快速发展，规模不断攀升，对促进直接融资市场发展、拓宽居民投资渠道、改进金融机构经营模式、支持实体经济融资需求发挥了积极作用。但是，规则差异、产品嵌套等问题也逐渐显现，市场秩序有待规范迫切需要进行顶层设计，将宏观审慎管理与微观审慎监管相结合，机构监管和功能监管相结合，统一同类产品的监管标准，切实防范跨行业、跨市场风险传递。

一是分类统一标准规制，逐步消除套利空间。针对影子银行风险，要建立资产管理业务的宏观审慎政策框架，完善政策工具，从宏观、逆周期、跨市场的角度加强监测、评估和调节。同时，针对机构监管下的标准差异，要强化功能监管和穿透式监管，同类产品适用同一标准，消除套利空间，有效遏制产品嵌套导致的风险传递。

二是引导资产管理业务回归本源，有序打破刚性兑付。资产管理业务回归“受人之托、代人理财”的本源，投资产生的收益和风险均应由投资者享有和承担，委托人只收取相应的管理费用。资产管理机构不得承诺保本保收益，加强投资者适当性管理和投资者教育，强化“卖者尽责、买者自负”的投资理念。加强资产管理业务与自营业务之间的风险隔离，严格受托人责任。逐步减

少预期收益型产品的发行，向净值型产品转型，使资产价格的公允变化及时反映基础资产的风险。

三是加强流动性风险管控，控制杠杆水平。强化单独管理、单独建账、单独核算要求，使产品期限与所投资资产存续期相匹配。鼓励金融机构设立具有独立法人地位的子公司专门开展资产管理业务。建立健全独立的账户管理和托管制度，充分隔离不同资产管理产品之间以及资产管理机构自有资金和受托管理资金之间的风险。统一同类产品的杠杆率，合理控制股票市场、债券市场杠杆水平，抑制资产泡沫。

四是消除多层嵌套，抑制通道业务。对各类金融机构开展资产管理业务实行平等准入、给予公平待遇。限制层层委托下的嵌套行为，强化受托机构的主动管理职责，防止其为委托机构提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务。对基于主动管理、以资产配置和组合管理为目的的运作形式给出合理空间。

五是加强“非标”业务管理，防范影子银行风险。强化对银行“非标”业务的监管，将银行表外理财产品纳入广义信贷范围，引导金融机构加强对表外业务风险的管理。规范银行信贷资产及其收益权转让业务。控制并逐步缩减“非标”投资规模，加强投前尽职调查、风险审查和投后风险管理。

六是建立综合统计制度，为穿透式监管提供根本基础。针对资产管理业务统计分散问题，加快建设覆盖全面、标准统一、信息共享的综合统计体系，逐支产品统计基本信息、募集信息、资产负债信息、终止信息。以此为基础，实现对底层投资资产和最终投资者的穿透识别，及时、准确掌握行业全貌，完整反映风险状况。

## 强化金融监管协调

面对国内外复杂多变的经济金融形势，报告提出，要坚持稳中求进工作总基调，牢固树立和贯彻落实新发展理念，适应把握引领经济发展新常态，坚持以提高发展质量和效益为中心，坚持宏观政策要稳、产业政策要准、微观政策要活、改革政策要实、社会政策要托底的政策思路，坚持以推进供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求，加强预期引导，深化创新驱动，全面做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，促进经济平稳健康发展和社会和谐稳定。

要实施好稳健中性的货币政策，保持流动性合理适度、基本稳定，为实体经济发展营造良好的货币金融环境。继续深化金融改革，完善金融机构公司治理，强化审慎合规经营理念，推动金融机构切实承担起风险管理责任。建立多层次资本市场体系，完善市场运行规则，健全市场化、法治化违约处置机制。提高和改进监管能力，强化金融监管协调，统筹监管系统重要性金融机构，统

筹监管金融控股公司和重要金融基础设施，统筹负责金融业综合统计，推动建立更为规范的资产管理产品标准规制，形成金融发展和监管强大合力，补齐监管短板，避免监管空白。要把防控金融风险放到更加重要的位置，加强系统性风险监测与评估，下决心处置一批风险点，完善存款保险制度功能，探索金融机构风险市场化处置机制，确保不发生系统性金融风险。

在展望证券期货业时，报告指出，2017年要把防控风险放在突出位置，坚持依法、全面、从严的监管思路，完善市场基础性制度建设，强化监管问责，切实保护投资者合法权益，督促证券期货经营机构依法合规稳健经营，不断提高证券期货业服务实体经济和社会发展的能力。

在依法全面从严监管、加强投资者保护方面，报告提出，要进一步加强监管，落实证券期货经营机构风险管理的主体责任，督促其依法合规经营，夯实资本市场健康发展的基础。严厉打击内幕交易、操纵市场、虚假信息披露等违法违规行为，针对“忽悠式”重组、类金融资产重组上市、红筹企业退市回归、类借壳重组方案等问题，要予以重点关注和严格审核。对各类金融产品及其一致行动人加强监管，严格规范杠杆收购行为。加强上市公司和新三板挂牌企业会计审计监管，加强对各类市场主体的现场检查和非现场检查。强化证券期货经营机构投资者适当性管理要求和投资者教育主体责任。研究制定证券期货市场投资者投诉处理管理制度。推动建立多层次的投资者赔偿救济体制机制。

## 期货资管

### 去通道阵痛加速转型 期货资管发展进入换挡期

去年以来，伴随各项新政出台，金融行业监管趋严。在去杠杆、去通道的政策导向下，期货资管行业经历阵痛，增速放缓进入调整期。

2017年上半年，受市场环境影响，各家公司业绩分化明显，加速转型仍是行业共识。

#### 去通道带来规模阵痛

资管新“八条底线”正式实施已快一年时间，由于很多不符合规定的通道产品到期后只能清盘，而通道业务又在传统期货资管业务中占据很高比例，去通道的阵痛因此逐步显现。多家期货公司人士向证券时报记者反映，期货资管规模增长近期明显放缓，甚至出现下滑。

“最近我们举办期货资管会议时，很多公司都反映规模受到影响，今年上半年期货资管规模整体应该是下降的。”一家大型期货公司资管部负责人向证券时报记者表示。

中国证券投资基金管理业协会数据显示，2017年上半年，共有754只期货资管产品设立。对比去年同期的1755只，新产品设立明显放缓。分月份看，3月发行164只，为上半年最高；6月下降至88只，仅为3月的一半。

从公司角度看，共有94家期货公司在上半年新发期货资管产品。各家公司数量参差不齐，半年仅发行1只资管产品的大有人在，发行产品数量在10只的共有25家公司。其中，和合资产管理（上海）有限公司发行67只期货资管产品排名首位，新纪元期货、国投安信期货、兴业期货、金瑞期货等紧随其后。

另据中国证券投资基金管理业协会数据，截至2017年3月31日，基金管理公司及其子公司、证券公司、期货公司、私募基金管理机构资产管理业务总规模约53.47万亿元，而期货公司资产管理业务规模约2980亿元。

坚定转型自主管理

虽然牺牲了短期规模增长，但去通道的阵痛坚定了不少公司转型的信心。“期货资管未来将回归本质，将更注重自主管理能力的提升。我们公司注重自主管理产品的研发与市场拓展，未来也将会把自主管理业务作为资产管理业务的主要拓展方向。”广发期货相关负责人表示，“当然，对于符合新规要求的投顾，广发期货也会根据实际市场需求，委托符合资质的第三方担任投顾。”

据该名负责人介绍，广发期货在市场拓展上调整了业务重点，将自主管理业务作为主要着力点，通道业务规模逐渐收缩。截至 2017 年 5 月底，广发期货资产管理总规模约 50 亿。与去年同期相比，通道业务的产品数量和规模快速下降，且新项目少；自主管理产品的占比逐渐上升。

广州期货总经理严若中向记者表示，去年资管新八条出台后，公司就考虑资管业务战略转型。今年更是明确了不追求规模，不发通道业务产品，全面向自主管理转型，提高核心竞争力。“今年上半年转型效果不错。一是我们设计的资管产品得到了市场认可，尤其是得到风控最严格的银行的认可，已有银行批准认购 10 亿元；二是组建了一只业务能力过硬的团队，包括自主管理团队的搭建；三是产品运营良好，上半年所有自主管理产品都有盈利。虽然转型会牺牲规模，但这是值得的。”

在他看来，资管业务在今后期货公司业务中会占据十分突出的位置。除了改善财务结构，资管业务还是新的创收来源，还能带动其他业务的发展，与经纪业务、子公司联动发展，成为内部牌照联动的一个平台。

对于上半年各家期货资管产品的业绩表现，记者调查获悉，整体来看，今年收益水平要低于去年，但公司之间有一定的分化，诸如去年收益较高的华东一家大型公司今年上半年仅勉强做平，而华南一家公司仍有 10% 左右收益。

## 行业新闻

### 基金子公司面临巨额赎回压力 A 股还没怎么跌客户就提前跑了

昨日，银河资本连续发布两份产品资金巨额退出的公告，东兴双盈 FOF 一期和二期的资产管理计划出现巨额退出。同时，理财不二牛发现，银河资本自今年以来，提前终止合同而清盘的产品就有多达 22 只。并且理财不二牛查阅资管计划备案信息发现，这些产品的规模普遍偏小。

提起基金巨额赎回，大家可能有印象，动辄一天净值就能上涨 50%，很是惊人！一直以来，巨额赎回频频发生在公募基金上，而如今公募基金子公司也在发生巨额赎回。并且，银河资本在半年内就有几十只产品提前清盘，这样的情况确实罕见。那么，这其中到底发生了什么？基金子公司目前产品发行和操作陷入了两难的局面？

## 巨额退出濒临清盘

据"四季丰收之银河资本东兴双盈 FOF 一期资产管理计划出现巨额退出并部分延期退出的公告"和"四季丰收之银河资本东兴双盈 FOF 二期资产管理计划出现巨额退出并部分延期退出的公告"显示，两份计划的退出申请总份额已超过资产管理计划上一开放日总份额的 20%，发生巨额退出。

理财不二牛查阅中国证券投资基金业协会备案，两份资管计划均成立于 2016 年 6 月 29 日，规模分别为 0.66 亿元和 0.47 亿元，合同期限均为 36 个月。据银河资本 2016 年 12 月 13 日公告披露，"本计划的违约退出日为 2016 年 12 月 29 日，本计划对申请违约退出的份额持有人收取 1% 的违约退出费，违约退出费归计划财产所有。"可以看出，去年 12 月就已经有委托人申请提前退出，虽然前一次的退出份额尚不可知，但如果按此次退出超过资管计划总份额 20% 计算，此次两份计划赎回的金额超过 0.45 亿元，两份计划的剩余受托资产净值都不足 5000 万了。

理财不二牛询问银河资本客服了解此次退出的大概比例和退出的户数，但客服人员也未能提供有效的信息。他表示，"客服这边不能直接对接项目经理，只能反馈信息给负责人，待负责人回复"。

不过，据银河资本一位内部人士表示，“类似的情况挺多的，这种情况也很正常，因为投资人很可能也是机构代表，他们觉得市场有风险或种种原因就退出。目前市场不理想，这些投资者都是高净值客户，风险意识很强的，看着苗头不对就提前终止，很多时候 A 股市场还没有开始明显下跌，很多客户就已经赎回了。我们以往也有客户选择全部退出，除了资管计划持有中签的新股和停牌股的份额。”

### 半年内 22 只产品清盘

据银河资本信息披露，自 2017 年 1 月起至今，银河资本共有 22 只产品提前终止合同遭遇清盘

据 wind 数据显示，银河资本共有产品 147 只，提前终止合同清盘的比例占到所有产品数量的 15%。其中的原因几乎都是：由于委托人申请退出后剩余计划资产总值低于 1000 万元或开放退出后委托人少于 2 人，按资管合同应提前终止的条件，更有经全体委托人、资产管理人和资产托管人协商一致，决定终止计划并签署提前终止协议的资管计划，如“银河资本-中和明德日昇 3 号资产管理计划”

理财不二牛注意到，这 22 只产品集中遭遇提前终止的时间集中在今年的 1 月和 2 月。理财不二牛查阅资管计划备案信息发现，这些产品的规模普遍偏小，最大的不过 2 亿元，最小的仅 3000 万元。

据中国基金业协会披露的数据，自今年 1 月以来，基金专户产品备案数较去年同比一直下降。

去年 7 月至去年 12 月的基金子公司备案产品数分别为 804 只、786 只、627 只、339 只、290 只和 485 只。可以看到，去年第三季度，基金子公司备案产品仍保持在高位，从未低于 600 只。不过，自去年 12 月《基金管理公司子公司管理规定》、《基金管理公司特定客户资产管理子公司风险控制指标管理暂行规定》发布以来，备案产品数量近几个月来一直没有起色。不难看出，市场状况不好加上监管的压力，导致基金子公司目前产品发行和操作陷入了两难的局面。

## 同业理财规模回落

理财余额环比收缩

申万宏源研究分析，单月理财的减少在历史上也出现过，要观察理财规模净减少是否有持续性。从历史上看，同业理财的环比新增规模与同业存单的净

融资额看，二者有一定的相关性，5 月同业存单净融资额为负，或许是导致同业理财大幅下降的主要原因。

具体来看，相比去年底理财规模 29.05 万亿元，5 月理财规模下降了 6500 亿元，大概推算同业理财规模从去年底的 5.99 万亿元，回落至 4.1 万亿元左右，是带动理财规模下降的主因，而面向居民和私人银行客户的理财规模仍为净增加。

华创证券固收分析师表示，按照 2016 年理财年报数据，4 种类型投资者中一般个人、机构客户、私人银行、同业理财分别增长了 1.82 万亿元、0.32 万亿元、0.42 万亿元和 2.99 万亿元。从数据可以看出，这里面只有同业理财有较大的下降空间，这与目前金融去杠杆、压缩银行同业链条的监管方向是一致的。

值得注意的是，6 月份以来伴随理财产品收益率一路走高，产品发行规模持续下滑。兴业证券监测数据显示，从 6 月第 4 周各期限预期年化收益率相较于上周，本周理财产品预期收益率 1 周、2 周、1 个月、2 个月、3 个月、4 个月、1 年上涨，仅 6 个月下降。其中 2 周理财产品收益率涨幅最大，达到 61bps。

与此相对应的是，6月第4周理财产品发行总量仅2576款，发行量较上周有所下降。其中，3个月以内产品发行量为1236款，占比48.0%；6个月内产品发行量1980款，占比76.9%。

民生证券分析师称，流动性收紧与MPA考核压力之下，银行吸纳资金的规模与过去相比有所减少。理财收益率的逐渐抬高也侧面反映这一现象。且在监管自查中，银行理财结构面临调整。

### 去杠杆初见成效

天风证券分析师认为，表外理财余额增速是“去杠杆”的重要调控目标之一，目标应该与贷款增速、M2增速相一致。表外理财增速下跌，验证了“去杠杆初见效果”的表述以及监管进一步加压的内在要求。

根据5月的理财数据可以推测二季度的MPA，按照假设，2017年5月全部存款类机构的广义信贷增速为14.1%，较一季度末的16.8%继续下行2.7个百分点；中小型银行的广义信贷增速为16.8%，较一季度的19.7%下降2.9个百分点。如果央行不改变考核口径，二季度的MPA考核压力将明显减轻。

民生证券表示，目前来看，表外、非标转贷款趋势显现，理财与非贷款社融数据也表明这部分资产的收缩与放缓。当前银行仍处于自查整改阶段，从目前来看已逐渐调整业务模式。

穆迪分析师称，虽然理财产品发行总体步伐放缓，但一些基本趋势表明潜在风险可能上升。银行之间互购理财产品的规模增长，反映出银行在净息差下降的情况下努力提升盈利能力，并规避贷款资本金限制，进一步提高了中小银行与影子银行之间的关联性。

非标理财产品的回报率虽然较高，但其基础资产构成的透明度可能较差，且包含流动性较低的金融工具。例如发行银行可能将批发理财产品所募集资金转入非银行金融机构的资管计划，投资于债券或向难以获得传统银行贷款的借款人发放影子贷款。理财投资的行业分布及非标资产构成情况披露不足，此前曾包括在官方理财报告中但未包含在 2017 年 5 月发布的 2016 年全年报告中。由于信贷资金流转的多层嵌套结构以及数据披露薄弱，这些理财产品投资在单一行业或借款人的占比可能较高，从而面临特殊风险。

该分析师表示，4 月份发布的新规限制银行使用自有资金投资理财产品，有助于制约银行理财日趋批发性质，以及控制中小银行与影子银行之间关联性。此外，将银行表外理财业务纳入宏观审慎评估框架将增强监管部门监控银行今后利用此类投资扩张信贷的能力。

## 资管产品征税迎缓冲期

继年初财政部“松口”资管产品增值税缴纳时间节点后，监管部门再度将纳税时间延期，并同时将需缴纳的增值税税率“砍半”。6月30日，财政部发布《关于资管产品增值税有关问题的通知》(以下简称“56号文”)，明确从2018年1月1日起对资管产品管理人运营资管产品过程中发生的增值税应税行为，暂适用简易计税方法，按照3%的征收率缴纳增值税。业内普遍认为，从税率到起征时间，56号文都给资管产品管理人一个更加缓和的周期和空间。

### 明确纳税主体

56号文首次明确，被确定为资管产品增值税纳税主体的资管产品管理人，包括银行、信托公司、公募基金管理公司及其子公司、证券公司及其子公司、期货公司及其子公司、私募基金管理人、保险资产管理公司、专业保险资产管理机构、养老保险公司等所有资管机构，此前被市场预计“增值税免征”主体的公募基金也列入其中。

与之相对应的是，上述资管机构所管理的百万亿资管产品均被纳入征收范畴：即包括银行理财产品、资金信托(包括集合资金信托、单一资金信托)、财产权信托、公开募集证券投资基金管理计划、特定客户资产管理计划、集合资产管理计划、定向资产管理计划、私募投资基金、债权投资计划、股权投资计划、股债

结合型投资计划、资产支持计划、组合类保险资产管理产品、养老保障管理产品。

按照 56 号文要求，管理人应分别核算资管产品运营业务和其他业务的销售额和增值税应纳税额。未分别核算的，资管产品运营业务不得适用“简易计税方法，按照 3% 的征收率缴纳增值税”；管理人可选择分别或汇总核算资管产品运营业务销售额和增值税应纳税额。

需要注意的是，虽然我国资管市场规模已经达到百万亿级，但产品的缴税制度并不是很完善。中央财经大学中国银行业研究中心主任郭田勇介绍，出台文件的大背景是营改增，一些金融产品以前都是缴营业税，是根据机构整个的营业额统一缴税，现在改成增值税后，每一个业务都要收取，每个业务结构不一样，有进项、销项等，和以前的方法不一样，因此会给金融业务带来不一样的影响。

## 二度延期

事实上，近两年来，对于资管产品缴纳增值税的政策被反复提及。去年 3 月，财政部和国家税务总局下发 36 号文，该文件明确将金融业、建筑业、房地产业、生活服务业纳入增值税范围，并规定金融行业需缴纳增值税税率达 6%，新规于 2016 年 5 月 1 日起实施，36 号文的下发确立金融业营改增基本方案。

去年 12 月，财政部再次下发《财政部国家税务总局关于明确金融、房地产开发、教育辅助服务等增值税政策的通知》(以下简称“140 号文”)，针对 36 号文实施后各方反映的问题和疑问，进一步明确了金融业的营改增政策。相比前两份文件，56 号文最大的变化是，再次延长起征时间点，以及将税率由 6% 降至 3%。

原因在于，140 号文发布后，不少资管、信托公司都感到焦虑，因为运营过程中企业的税负将增加。1 月初，还有信托公司发布公告称，受此影响，部分存续项目预期收益率可能将有所下降。也就是说，成本或被转嫁给投资者。不过这很快变成“一场虚惊”，财政部随后又发布补充通知，将时间节点改为 2017 年 7 月 1 日，比 36 号文中规定的时间延后了 14 个月。

在 7 月 1 日前夕，财政部再次延后了起征时点，并降低税率。一位信托业人士认为，这给资管产品管理人一个更加缓和的周期和空间，郭田勇进一步表示，监管应该是对此前机构的反映进行了具体衡量。

细节仍待定

不过，业内人士认为，56号文对金融机构的影响还要看具体的细项规定。有研究机构指出，此次新规核心是解决了进项发票抵扣和分摊的问题。但是仍然没有回答一些细节问题，尤其是何为应税收入的部分细节问题，如对于持有到期的定义和保本理财的界定等。

这或许也是财政部将起征时点再次延后的原因。中国人民大学国际货币所研究员兼苏宁金融研究院特约研究员李虹含认为，财政部本来要在7月1日实施的增值税，现在延期到2018年1月1日，说明存在一些歧义或者问题还没有解决，比如多层嵌套的资管产品，应该在哪一层增加增值税还未解决；另外，增值的那部分该如何计算，特别是对资产管理产品有可能是亏损的。如果一旦出现亏损，增值税还收不收、该怎么收都是有问题的。

据粗略计算，截至2016年底，银行理财规模在30万亿元左右，剔除掉通道费之类的费用，要缴纳的增值税应该在900亿元规模的量级。谈及对银行的影响，李虹含表示，现在银行大部分是由计划财务部的税收专员进行增值税缴纳，以前商业银行的资产管理部甚至没有提到税收这一块，目前来看，如果要征收的话，银行在资产管理部可能要专门设置税收征收或者税收缴纳的岗位。

“对于银行来说，资产管理产品和资产管理计划在运作的过程当中，如果投资取得了收益，收益部分按照简易的计算方法征收3%的增值税，是一个相当

大的比例，对于利润也是会有较大的影响。资产管理的规模比较大，税金也较大，怎样合理地进行筹划，也是一个问题。”李虹含说道。

中金公司固收团队则分析称，资管类机构从不缴纳增值税到缴纳 3% 增值税，结合底层资产规定来看，或对高票息的信用债不利（利率债免）。但本次执行时间推后，短期投资者也没有予以回应，因此短期实际影响小。

## 产品情况

### 信托产品

上周共搜集到新发行信托产品 57 只，期限为 5-37 个月不等。年化收益率在 4.9%~8.8% 之间。

### 资管产品

上周共搜集到新发行资管产品 11 只。期限为 12-60 个月不等。年化收益率在 4.5%~8.8% 之间。

### 银行理财

上周共搜集到银行理财产品 21 只。期限为 35-368 天不等。年化收益率在 4.5%-6.7% 之间。