

## 目录

本期导读.....	2
全球最大资管公司：A股有望吸引4000亿美元资金流入.....	2
央行：调节好货币闸门 下半年政策不松不紧相机而动.....	3
宏观政策.....	4
全球最大资管公司：A股有望吸引4000亿美元资金流入.....	4
央行：调节好货币闸门 下半年政策不松不紧相机而动.....	5
资管产品征税办法需抓紧明确.....	10
监管政策.....	16
投资者适当性管理实施指引发布 鼓励有序竞争.....	16
保险资管.....	18
新常态下保险资管机构的回归与进取.....	18
行业新闻.....	25
泛资管时代到来，第三方财管剑指何方？ .....	25
重阳投资汤进喜：税收应考虑资本市场稳定及行业特点.....	28
复星医药一天“崩”掉东证资管1.3亿元.....	30
产品情况.....	32
信托产品.....	32
资管产品.....	32
银行理财.....	32

## 本期导读

### 全球最大资管公司：A 股有望吸引 4000 亿美元资金流入

北京时间 6 月 29 日凌晨消息，据 CNBC 报道，全球最大的资产管理公司贝莱德集团(BlackRock)周三称，一旦中国股市被完全纳入广受投资者关注的明晟(MSCI)指数，那么就可能会吸引到 4000 亿美元以上的资金流入。

这番言论是由贝莱德集团的中国股票投资主管朱悦(Helen Zhu)发表的，是对明晟上周决定将 222 只中国 A 股纳入其新兴市场指数反应平静所作出的回应。有些市场观察人士认为，明晟此举不会令“游戏规则”发生改变。

朱悦则在大连召开的世界经济论坛(World Economic Forum)大会上表示：“许多此类改变都必须要先加以实施，从而提供逐步改变的背景，然后其影响才会慢慢发挥出来。就明晟亚洲纳入(A 股股票)而言，这事实上只是第一个步骤而已，随后相对来说比较小的一步，因为就目前而言纳入系数仅为 5%。”

“但是，从中长期来看，这只是中国股市被完全纳入明晟指数这一渐进的而又是无可避免的程序的第一步而已。当中国股市被完全接纳以后，H 股和 A 股加起来在明晟新兴市场指数中的权重就可能会超过 40%，而这就意味着股市可能会迎来 4000 亿美元的以上的流入。”

## 央行：调节好货币闸门 下半年政策不松不紧相机而动

回顾上半年，央行“坚持积极稳妥去杠杆的总方针”，同时通过公开市场操作力度和节奏的灵活切换，来维护流动性稳定。展望下半年，业内人士表示，央行稳健中性的货币政策基调不会改变，而在维持资金面“紧平衡”的大方向下，相机抉择的政策操作灵活度将加强，在去杠杆与维护流动性基本稳定之间把握好平衡。

### 倒逼 政策助推金融“去杠杆”

2017年，央行货币政策基调仍是“稳健”，但其内涵较去年已经发生明显变化，去杠杆、挤泡沫、防风险已成为政策考量的重要因素。

业内人士表示，在去年以及之前比较长的时间内，由于整个金融市场资金面相对比较宽松，不少金融机构有期限错配、套利投资的动力和机会。实际上，很多机构能够通过一手拆借隔夜短期资金、一手投资期限较长资产的方式来获得稳定收益，而当整体银行间市场利率稳定在较低水平的时候，这种获利方式几乎没有风险。

## 宏观政策

### 全球最大资管公司：A 股有望吸引 4000 亿美元资金流入

北京时间 6 月 29 日凌晨消息，据 CNBC 报道，全球最大的资产管理公司贝莱德集团(BlackRock)周三称，一旦中国股市被完全纳入广受投资者关注的明晟(MSCI)指数，那么就可能会吸引到 4000 亿美元以上的资金流入。

这番言论是由贝莱德集团的中国股票投资主管朱悦(Helen Zhu)发表的，是对明晟上周决定将 222 只中国 A 股纳入其新兴市场指数反应平静所作出的回应。有些市场观察人士认为，明晟此举不会令“游戏规则”发生改变。

朱悦则在大连召开的世界经济论坛(World Economic Forum)大会上表示：“许多此类改变都必须要先加以实施，从而提供逐步改变的背景，然后其影响才会慢慢发挥出来。就明晟亚洲纳入(A 股股票)而言，这事实上只是第一个步骤而已，随后相对来说比较小的一步，因为就目前而言纳入系数仅为 5%。”

“但是，从中长期来看，这只是中国股市被完全纳入明晟指数这一渐进的而又是无可避免的程序的第一步而已。当中国股市被完全接纳以后，H 股和 A 股加起来在明晟新兴市场指数中的权重就可能会超过 40%，而这就意味着股市可能会迎来 4000 亿美元的以上的流入。”

贝莱德集团在其年中投资展望报告中表示，该集团既看好中国股市，也看好中国的信贷市场。

在接受 CNBC 采访时，朱悦则重申了这种观点，认为中国的增长动能仍保持强劲，并指出从中长期来看，中国当局采取的监管行动对于新兴市场上的投资来说是不可或缺的。

她还补充道，中国愿意承认和管理这种风险是朝着正确方向采取的行动，但投资者也必须认识到，这些问题并不是一夜之间就能得到解决的。她预计，未来三到五年时间里可能会暂停或是降低企业信贷的增长速度。

“任何花了七年或是九年时间才积累起来的问题都无法在一夜之间得到解决，因此解决之道也不会是一条直线。”朱悦说道。

## 央行：调节好货币闸门 下半年政策不松不紧相机而动

回顾上半年，央行“坚持积极稳妥去杠杆的总方针”，同时通过公开市场操作力度和节奏的灵活切换，来维护流动性稳定。展望下半年，业内人士表示，

央行稳健中性的货币政策基调不会改变，而在维持资金面“紧平衡”的大方向下，相机抉择的政策操作灵活度将加强，在去杠杆与维护流动性基本稳定之间把握好平衡。

## 倒逼 政策助推金融“去杠杆”

2017 年，央行货币政策基调仍是“稳健”，但其内涵较去年已经发生明显变化，去杠杆、挤泡沫、防风险已成为政策考量的重要因素。

业内人士表示，在去年以及之前比较长的时间内，由于整个金融市场资金面相对比较宽松，不少金融机构有期限错配、套利投资的动力和机会。实际上，很多机构能够通过一手拆借隔夜短期资金、一手投资期限较长资产的方式来获得稳定收益，而当整体银行间市场利率稳定在较低水平的时候，这种获利方式几乎没有风险。

而在今年上半年，央行通过多种手段来“倒逼”过度投机的金融机构降杠杆。一方面，公开市场操作逆回购利率、MLF(中期借贷便利)利率有所上行，释放了中性趋紧的信号。数据显示，今年上半年，货币市场利率中枢有明显上行。5 月，同业拆借月加权平均利率为 2.88%，较去年 12 月的 2.44% 上行 44 个基点。质押式回购月加权平均利率为 2.92%，较去年 12 月的 2.56% 上行 36 个基点。另一方面，央行从 2017 年第一季度开始，在 MPA 评估时正式将表外理财纳入广义信贷指标范围，以更全面地反映银行体系信用扩张状况，这也是其落实防风险和去杠杆要求、促进银行体系稳健运行的重要举措。

与此同时，在今年 4 月，银监会也发布了多个重磅监管文件并启动现场检查，剑指金融机构的一些过度扩张和违规行为，金融机构的杠杆操作、同业扩张、监管套利等行为也由此受到约束。

从已经公布的数据来看，去杠杆已经显效。5 月末 M2 同比增长 9.6%，首次跌破 10%，创下历史新高。央行有关负责人表示，“这主要是金融体系降低内部杠杆的反映。”该负责人表示，随着稳健中性货币政策的落实以及监管逐步加强，金融体系主动调整业务降低内部杠杆，表现在与同业、资管、表外以及影子银行活动高度关联的商业银行股权及其他投资等科目扩张放缓，由此派生的存款及 M2 增速也相应下降。5 月商业银行股权及其他投资科目同比少增 1.42 万亿元，下拉 M2 增速约 1 个百分点。

货币持有主体的变化对此也有所印证：5 月末金融体系持有的 M2 仅增长 0.7%，比整体 M2 增速低 8.9 个百分点；与此同时，非金融部门持有的 M2 增长 10.5%，比整体 M2 增速高 0.9 个百分点。“估计随着去杠杆的深化和金融进一步回归为实体经济服务，比过去低一些的 M2 增速可能成为新常态。”该负责人说。

## 维稳 公开市场操作“收放有度”

值得注意的是，在稳健中性的货币政策基调之下，央行也灵活掌握公开市场操作的力度和节奏，在去杠杆与维护流动性基本稳定之间保持平衡，避免在去杠杆过程中酿成新的风险。

6月末往往是市场流动性出现较大波动的时期。不过，从最近市场情况来看，资金面仍呈现“紧平衡”，但并未出现较为明显的流动性吃紧。接受记者采访的业内人士均表示，这和央行加码公开市场操作以及事先已与市场进行沟通关系密切。

“市场之前预期 6 月资金面会比较紧张，但实际情况并不如预期那么紧，也不及 4 月资金面的紧张程度，这还是和央行提前做了些工作有关。”一位大行金融市场部人士对《经济参考报》记者表示。央行公开市场业务操作室也表示，商业银行从央行获取资金后积极向市场融出，资金分层传导顺畅，货币市场关键期限品种利率稳中有降，金融机构对平稳渡过 6 月末时点信心明显增强。

而最近一周，伴随着月末财政支出力度加大，银行体系流动性将得到补充，央行则连续暂停公开市场逆回购，减少流动性投放。业内人士分析，这正体现了央行公开市场操作的力度和节奏更为灵活的特点。

央行在《2017 年第一季度中国货币政策执行报告》中明确表示，近年来随着货币供应方式发生变化，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。

展望 “不松不紧” 基调不变

市场人士最为关注的还是下半年货币政策的走势。大部分市场人士表示，央行稳健中性的货币政策基调不会改变，不过，未来货币政策在推进去杠杆时，也会更加注重力度和节奏，对宏观流动性平衡实现更好把控。

中国人民银行副行长陈雨露日前在“清华五道口全球金融论坛”上表示，将实施好稳健中性的货币政策，调节好货币闸门，维护流动性的基本稳定，努力做到货币既不松也不紧，做好供给侧结构性改革当中的总需求管理，为结构性改革营造中性适度的货币金融环境。

中国人民银行货币政策司司长李波在同一论坛发言时也进一步解释了“不松也不紧”。他说，所谓“不紧”，是指货币政策要支持经济正常、合理的增长，要保持流动性的基本稳定，要维护金融体系的基本稳定，防止发生系统性的金融风险；所谓“不松”，是指货币政策不能太松，否则僵尸企业和过剩产能将很难被去掉。

“虽然市场杠杆已经被打掉不少，但是一些中小金融机构仍对央行货币政策转向宽松抱有一定预期，仍存在利用市场调整的机会继续加杠杆的行为。我判断，去杠杆还未到位，货币政策基调的长期趋势应该仍会是稳健中性。”上述大行金融市场部人士表示。

“坚持积极稳妥去杠杆的总方针不动摇。当然，也要注意加强监管协调，把握好政策的力度、节奏，稳定市场预期，使结构调整总体平稳有序。人民银行将继续根据经济基本面和市场供求变化，灵活运用多种货币政策工具组合，

把握好去杠杆与维护流动性基本稳定之间的平衡，为供给侧结构性改革营造中性适度的货币金融环境。”央行有关负责人表示。

华创证券分析师吉灵浩表示，央行可能无意过于宽松。一方面，央行维持流动性紧平衡的方向并未改变；另一方面，今年以来央行流动性管理更加灵活，在维持资金面紧平衡的大方向下，相机抉择的政策操作灵活度加强，最终引导金融去杠杆的完成。

## 资管产品征税办法需抓紧明确

近期，由于房地产市场的限购，在有限的投资渠道中，资管产品成为了投资者更为关注的领域。但是，任何一笔投资均需要考虑税收的因素，只有税后的投资收益才是投资者所能获得的真正回报。

适逢我国从 2016 年 5 月 1 日开始金融业“营改增”，根据相关的税法规定，无论是各种占用、拆借资金取得的收入，还是各种资产管理、信托管理、基金管理的直接收费金融服务，均需按 6% 的税率缴纳增值税，并且这两类性质的收入税基均为全额，没有扣除。此外，基金、信托、理财产品等各类资产管理产品的金融商品转让收入也需按照卖出价扣除买入价后的余额为销售额征收 6% 的增值税。因此，资管产品是否需要征收增值税？谁应该是纳税人？该如何征税？这些问题引起了投资者的高度关注。

## 140 号文件引起的反响

业界所称的“140 号文”是指财税[2016]140 号文，文中明确指出：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。其中，有三个问题值得关注：

一是根据增值税的相关规定，在中华人民共和国境内销售服务、无形资产或者不动产的单位和个人为增值税纳税人。虽然，资管产品的管理人具有双重身份，其除了为投资者提供信托、基金、理财产品等金融产品以外，还提供了服务、获得了管理费收入，但是，无论是从产品还是服务的角度，其作为增值税纳税人是恰当的，也便于资管产品的征税，尤其是当投资者为境外投资者时，对境外的征税更需遵循源泉纳税的原则。

二是，当资管产品的管理人有多个资管产品时，是否应该独立纳税？根据增值税的相关规定，增值税纳税人的固定业户应当向其机构所在地或者居住地主管税务机关申报纳税。这意味着即使在税法中确认了纳税主体的身份，但在具体操作中，纳税人仍然需要到固定业户机构所在地的主管税务机关办理纳税登记。

当然，对于资管产品的征税还需要考虑到一些金融行业监管的问题，例如关于信托，自有资产及信托资产需要分别核算，因此，有些投资者会认为拥有多个资管产品的管理人无法统一计税。事实上分别核算不代表无法统一计税，之前建筑业改革已有先例，老项目简易计税，新项目一般计税，均为分别核算，统一计税，只是老项目的进项无法抵扣新项目的进项。因此，可以判断，即使资管产品简易计税，也不影响金融业表内业务的一般计税，并且同一资管产品的管理人可就其所拥有的不同资管产品分别核算，但统一纳税申报。

三是资管产品管理人有双重纳税人身份。一是收取管理费的纳税人，二是获得投资收益的纳税人。显然，资管产品管理人并非投资收益获得的主体，因此，投资者认为会加重资管产品管理人的税收负担，最终挤占其利润。事实上，纳税人及负税人既可以是同一主体，也可以是不同主体，也就是纳税人不一定是税收最终的负担者。增值税便是典型的例子，在供应链中会涉及多个企业，但最终税收负担应由最终消费者来承担。

因此，资产产品管理人是否会承担投资收益部分的税收负担，关键看税负能否转嫁，而这种转嫁的载体无疑是价格。通过定价转嫁出去了，则由投资者负担；转嫁不出去，则由资管产品管理人负担。但是，资管产品的投资收益受市场、消费者等诸多因素的影响难以转嫁，所以，另一种设想便是，在税法中明确规定管理费等中间业务服务的收入涉及的税收由资管产品管理人负担，而投资收益的税收由资管产品管理人来代扣代缴。

但是，一些资管产品以净值来核算的，也就是并非税法所指的卖出价扣除买入价后的余额，而是卖出价扣除买入价后再扣除管理费、手续费等为净值，因此，就净值再代扣代缴投资收益的增值税难以操作。而根据财税[2016]36 号文，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、债券免征增值税，因此，公募基金在产品运营过程中是免增值税的。这意味着资管产品运营过程中发生的增值税应税行为，对于公募基金而言主要还是在管理费上征税。

## 资管产品的税收优惠新政

对于资管产品的投资，需要考虑到税收优惠所产生的影响，以不同债券类型产品的收益为例，国债、地方政府债、政策性金融债券的利息均免增值税，

但企业债的利息是应税的，则在比较不同债券类的收益时不能仅比较税前收益率，而应比较税后的收益率。自 2016 年 5 月 1 日金融业“营改增”以来，笔者认为以下的税收优惠政策需要关注：

一是保本型金融商品的收益征收增值税，而非保本型的金融商品的收益，不属于利息或利息性质的收入，不征收增值税。具体而言，“保本收益、报酬、资金占用费、补偿金”是指合同中明确承诺到期本金可全部收回的投资收益。由此可见，金融商品是否保本关系到是否征税。

有的投资者觉得保本的金融商品既包括保本保收益型，也包括保本不保收益型，两者是否需要区别对待，前者征税而后者不征税。如果按照法规的要求，在此是否征税与收益无关，仅与本金有关，只要合同中约定本金能够到期偿还的，无论收益是否保障均需要征税。当然，收益的不确定性会导致更高的风险，因此在税收上给予减免会鼓励大家投资于高风险金融商品。通常金融商品的定价值会与风险相关，但税收仅是在政策引导上的一种安排，无法做到如金融产品定价上那么精确。但是显然，税收政策上的差异会引起金融产品研发及创设上的一些改变，去迎合政策的波动。

二是关于资产管理产品是否持有到期的征税问题。根据 140 号文，纳税人购入基金、信托、理财产品等各类资产管理产品持有至到期，不属于金融商品转让。但是这并非意味着不需要纳税，如果资产管理产品没有持有到期便转让了，则属于金融商品转让，需要按照卖出价扣除买入价后的余额征税，但法人投资者与自然人投资者是不一样的，法人投资者通常要征税，而自然人投资者有优惠政策，个人从事金融商品转让业务免增值税。假设购入基金、信托、理财产品等各类资产管理产品持有至到期，则需要区分为“保本型”或“非保本”。

型”产品，前者取得的收益属于贷款利息收入按照“贷款服务”缴纳增值税，而后者取得的收益不征收增值税。

### 三是 2017 年 7 月 1 日前后运营收入是否应税的问题。

根据财税[2017]2 号文的规定，对资管产品在 2017 年 7 月 1 日前运营过程中发生的增值税应税行为，未缴纳增值税的，不再缴纳；已缴纳增值税的，已纳税额从资管产品管理人以后月份的增值税应纳税额中抵减。

因此，对于资管产品在运营过程中取得的收入如于 2017 年 7 月 1 日前获得的应及时确认，按免税处理。而 7 月 1 日之后确认的收入则应按征税处理。此外，还有一个正负差抵免的问题。根据税法的规定，纳税人 2016 年 1~4 月份转让金融商品出现的负差，可结转下一纳税期，与 2016 年 5~12 月份转让金融商品销售额相抵。当然，2017 年 7 月 1 日之前的负差可结转至 7 月 1 日之后并与之后的正差相抵。因此，在 7 月 1 日前获得了正差并在此前确认了收入的则按免税处理。若在 7 月 1 日前获得了负差，则可将其结转至 7 月 1 日之后与正差相抵。

### 资管产品征税如何操作有待政策明晰

虽然 140 号文明确了资管产品以管理人为纳税人，财税[2017]2 号文明晰了资管产品 2017 年 7 月 1 日之后的运营收入才征税。但资管产品运营过程中发生增值税应税行为的具体征收管理办法，还有待国家税务总局另行制定。可是，时间已经非常接近 7 月 1 日了，因此受到了业界的高度关注。

首先，关于资管产品征税的时点是否会递延的问题，既然征税的政策已经明确，若延后则必须要有重要原因。目前需要出台的仅是征税操作的管理办法，原则上若政策确定了，征收管理上的难题不能构成政策递延执行的原因。

其次，如果政策按期执行，那么采用何种计税方法呢？目前增值税一共有三种计税方法——简易计税、一般计税及差额计税。金融商品转让，按照卖出价扣除买入价后的余额为销售额，也就是差额计税的方法。以提供直接收费金融服务收取的手续费、佣金、酬金、管理费、服务费、经手费、开户费、过户费、结算费、转托管费等各类费用为销售额作为税基，绝大多数的金融机构按照一般计税方法，但是，农村信用社、村镇银行、农村资金互助社、由银行业机构全资发起设立的贷款公司、法人机构在县(县级市、区、旗)及县以下地区的农村合作银行和农村商业银行提供金融服务收入，可以选择适用简易计税方法按照 3% 的征收率计算缴纳增值税。那么，意味着不同金融机构以及不同类型的金融服务收入，其计税方法是不一样的。

至于资管产品具体采用哪一种计税方法，还有待明确，显然简易计税方法有两方面的优势，一方面当没有足够的进项税额可抵扣时有利于降低应纳税额，另一方面简易计税的税率通常低于一般计税方法的税率，对于降低金融企业税负有利，但假设不同金融服务的税率不一样会导致未来金融机构在主营业务上的转变，促进资管产品的发展。

## 监管政策

### 投资者适当性管理实施指引发布 鼓励有序竞争

中国证券投资基金业协会（下称“协会”）近日发布了《基金募集机构投资者适当性管理实施指引（试行）》（下称《指引》），配套发布了六大类业务参考模板，为基金行业贯彻落实《证券期货投资者适当性管理办法》（下称《办法》）提供指导。

目前，我国已经在多个金融产品市场初步建立了投资者适当性规则体系，银行理财、信托、证券、基金等都在不同层面出台了适当性的制度要求。以基金行业为例，证监会在2007年就出台了《证券投资基金销售适用性指导意见》，协会2016年发布的《私募基金募集行为管理办法》中也特别强调在募集环节要履行投资者适当性匹配的义务。此次，《指引》按照《办法》规定的适用范围和职责范畴，结合原有业务规范，统一了基金行业适当性管理的具体要求，引导经营机构提高投资者保护的主动性和自觉性。

此次《指引》体现了以下特点：

一是明确基金募集机构为适当性管理的主体。基金募集机构包括公募和私募基金管理人、取得证监会基金销售业务资格的机构两大类。

二是鼓励募集机构间的有序竞争和差异化安排。《指引》根据属性、风险因素，重点关注产品结构、杠杆水平、投资标的流动性，未限定某类产品的具体等级；对投资者信息表、投资者风险测评问卷、产品和服务风险等级划分参考标准等均提出“参考”模板，不做强制使用要求，鼓励经营机构在实施中进行完善。

三是简化操作步骤和流程，减轻机构和投资者负担。与征求意见稿相比，《指引》取消了风险承受能力评价的更新要求、简化了投资者基金信息证明材料，降低了风险承受能力最低投资者、投资者信息核实、投资者转化流程、评估数据库、高风险等级产品销售等条款的执行难度，简化了给投资者带来不便的具体要求，强化纠纷调解中检验基金募集机构落实适当性成果。

协会指出，《指引》的实施是一个长期的过程，逐步达到保护中小投资者的目标。为此，协会在实施通知中明确了新老划断的安排，即已持有基金的投资者按照行业原有的适当性安排，《指引》实施后无需对风险等级进行重新测评，投资者在原购买渠道继续申购原有基金，或申购不超过原风险等级的新基金产品时，也不必对风险等级进行重新测评。

当然，与此同时，协会鼓励基金募集机构根据实际情况，结合客户回访、自查、评估等工作，主动对老客户的适当性管理做出妥善安排，在实践中不断总结经验，持续优化投资者适当性管理制度。

此外，考虑到投资者主要通过互联网等非现场方式交易基金，《指引》给予各基金募集机构一定的系统改造时间，系统改造在《指引》发布之日起六个月内按照相关要求完成。

## 保险资管

### 新常态下保险资管机构的回归与进取

保险资管机构处在发展的关口。国内外经济形势错综复杂，各类风险相互交织；同时，大资管快速发展，面对银行、信托、基金、券商等的同台竞争，秉承委托受托双向开放原则的保险资管，机遇与挑战并存。

经历了十余年的探索、发展，我国保险资管虽然已经成为资管行业一股不容小觑的力量，但相对于国外而言，其市场地位仍处弱势。在快速发展和推动创新过程中，也暴露出了一些问题。对此，保险资管机构应正视并积极整改，但也不可因噎废食。

近期，保监会连续发布“1+4”系列重要文件（保监发〔2017〕34号文、35号文、40号文、42号文、44号文），置身于服务中央治国理政的大逻辑下，要求保险业增强危机感和紧迫感，坚决守住风险底线，治理市场乱象，弥补监管和行业短板，支持实体经济。保险资管同仁们应积极贯彻落实“1+4”系列文件精神，深刻领会监管理念，积极谋求新常态下的健康持续发展。

回归本源，专注主业

回归资管本源。

2012年券商创新大会以来，我国资管业快速发展，势如破竹。规模从2012年的27万亿跃升至2016年的110万亿（未剔除重复计算因素），参与主体囊括了银行、信托、基金、券商资管、保险资管等多种类型机构，而大数据、互联网等新技术亦为资管业带来发展新动力。得益于保险资金用途的放开，保险资管无论在规模还是业务结构上都取得了长足进步。2016年末受托管理资产达到17万亿，初步形成了投资管理、投行业务、金融同业、财富管理多元化发展的业务版图。

资管业的迅猛发展，是政策支持、利率市场化深入、融资结构调整、居民财富收入增加等因素综合影响的结果，必然、合理，并将长期持续。但是，多层嵌套、杠杆不清、监管套利等问题也有所滋生，刚性兑付仍未完全打破。这些问题偏离了资管业的本质，积聚了大量的风险，推升了融资成本，对于实体经济和资管业本身均产生了不良的影响。

尽管遇到了阶段性的问题，但资管业快速发展的趋势不会改变。当前不断加码的监管政策正是旨在肃清市场乱象，正本清源，规范资管业发展。长期以来，多数保险资管机构习惯于依赖于母公司资金，盈利性要求不高，经营独立性较为欠缺，“看上去很美”。然而，在大资管时代，不进则退，保险资管应当明确独立资产管理机构的定位，以符合资管行业的市场规律来谋求自身发展。过去几年里，保险资管在拓展第三方业务中，也被裹挟进入了通道业务中，此类业务脱离了资管业务的本源，无益于保险资管核心竞争力的打造。2016年6月，通道业务被叫停。结合近期监管和市场动态，回归“受人之托、代客理财”的资管本源，已经成为了各界共识。回归本源，不仅指导保险资管对当下的业务发展模式、经营管理等进行全面的排查和规范，更重要的是指导拟定下一步发展方向。

### 回归服务保险业的定位，坚守“保险姓保”。

我国资管业发展尚处初级阶段，在业务类型、目标客户、产品结构等方面趋同现象较为显著，但金融子行业仍各有特色。区别于其他类型机构，保险资管来源于保险业，服务于保险业。尽管保险资管要增强自身经营的独立性，但从导向上来看要恪守服务保险业的定位，这既是行业的本质属性，也是行业优势所在。

近期，少数险资背离了“保险姓保”的行业属性，采取资产驱动的激进经营策略谋求破局，不仅扰乱了市场，也面临着流动性风险的巨大考验。因此，如果不坚持“保险姓保”，保险资管恐会陷入盲目追随、无序发展中。只有

回归服务保险业的定位，深刻认识保险资金的属性、优势、特点，保险资管才能在经营、投资、产品设计等方面做到有所取舍，才能找到其在资管产业链条上的独特定位。

回归服务实体经济的金融属性。

金融作为国民经济的命脉，其根本属性是提升资源配置效率，防控风险，服务实体经济发展。当前，我国经济正处在转型升级的关键节点，风险错综复杂，压力挑战明显增多。金融机构应当做实体经济的助推器和保障器，而不是掣肘。就保险资管而言，应提升险资运用的高度，以服务国家发展战略为导向，积极参与国家新发展，在供给侧改革、一带一路、长江经济带、雄安新区建设、中国制造 2025 等重点领域，利用现有的金融工具，积极创新产品模式，积极发挥保险资金的长期优势。既服务实体经济，又对保险资管自身大有裨益。一则通过投资上述项目，满足险资本身对长周期资产的需求，促进保险资金本身期限结构优化的需求，二是有利于在低利率环境中挖掘优质资产，应对“资产荒”。

回归风险管理的本质。

回归风险管理，对于保险资管有三重含义。第一，保险资管本身即是经营风险的机构，风控合规是稳健发展的基石所在。第二，保险业承担着社会

风险管理者的重要角色，而不是风险滋生者，更不是大股东的提款机。第三，从当前监管实践来看，根据机构风险管理能力实施分类监管已在酝酿实施。风控合规不再仅仅是机构发展的“安全带”，更是机构发展的“助推器”，与机构业务开展范围、政策优惠力度直接挂钩。不仅如此，“偿二代”监管体系升级并量化了“风控合规创造价值”的理念，风控与合规评价被纳入监管体系，直接影响了机构的最低资本金要求。因此，保险资管要想走得远、做得大，务必将风控合规时刻放在首位，将风控合规的理念融入到公司治理、业务发展、经营运转等方方面面，充分利用“偿二代”建设的契机，利用大数据等最新技术，努力提高全面风险管理水平。

变中求进，积聚发展新动能

寻求专业化、差异化发展。

“赢者通吃”是全球资管行业的显著特点，成功机构往往在特定领域建立规模效应。规模化发展本身无可诟病，但完全依赖渠道扩张的粗放型发展并不能持久，相反，如果通过价格战等低端竞争手段还会扰乱市场秩序，导致劣币驱逐良币。从全球资管经验来看，各机构虽努力做大规模，但不忘特色化经营，目前已经形成了全能资管、精品资管、财富管理、服务专家四大类发展模式。我国保险资管并不缺少规模领先的机构，但机构间盈利模式、管理模式、产品结构等同质化现象仍然显著，差异化、专业化结构相对匮乏。近期，部分机构开始了精品资管的探索，积极拓展第三方业务，在基础设施投资、资产支持计划、PPP、股权投资、国际化资源配置方面有所布局，但仍处探索初期，在业务深度和精度上有很大提升空间。

当下，正处在资管业调整期，保险资管机构一方面应深刻领会监管理念和意图，认真排查过往经营中的风险与问题，另一方面需前瞻性地研判行业发展趋势，审慎制定符合公司自身实际的发展战略。未来，我国保险资管业应当是类别丰富、良性竞争、优势互补的专业化、差异化格局，既有大而全的综合性资管机构，又有专而精、小而优的特色资管机构。对于中小型保险资管机构，必须摈弃激进经营的发展模式，精品资管模式或成为选择，在投行业务、财富管理业务、金融同业业务等方面精耕细作，从平台化发展转向为垂直业务的深度挖掘，以此作为突破口实现弯道超车。

加强产品创新，提升投资管理能力。

资管行业格局正在重塑，竞争正在从过去的粗放型渠道扩张阶段向精益化的资管能力和服务能力提升阶段转化。过去，因资金主要来源于关联公司，具有特殊的负债特性和投资约束，保险资管投资风格较为稳健、产品收益相对适中。保险资管虽在大类资产配置和风控方面具有优势，但在产品设计与创新能力方面存在短板。资管产品主要集中在债权投资计划上，且投资领域仅限于基础设施与不动产，部分公司涉水股权项目和资产支持计划，在大资管产品谱系中的覆盖面比较窄，业务深度也有待挖掘。

当前，监管政策持续收紧，去杠杆、去嵌套、去监管套利政策持续加码，对银行理财、同业业务、通道业务均产生了很大的冲击，资管行业正面临

重新洗牌。保险资管应抓住当下的机遇期，主动研判、积极争取转型过程中的结构性机会，夯实投资管理能力，加强产品创新，提升核心竞争力。首先，大类资产配置是投资决策中最重要的环节，面对经济下行和低利率环境持续的外部环境，保险资管需要不断优化传统的资产配置策略，并积极拓展新的资产配置领域，在养老、医疗、基础设施建设、中国制造 2025 等领域进行开拓。同时，要优化过去的负债驱动型资产配置，面对经济新常态，在资产端投资结构发生变化的同时，积极引导负债端进行科学合理的产品创新。其次，保险资管应高度重视产品创新能力建设，探索推进保险资管产品化，加强资产证券化产品、另类投资产品的创新力度。在政策允许的空间内，在债权投资、股权投资等领域内做深做透，并做好相应的投后管理。再次，随着委托受托双向开放，保险资管积极争取第三方资金，除了卓越的投资能力以外，还有赖于渠道能力和客户服务能力。过去习惯了关联资金的输血，保险资管的客户服务和渠道发展理念有待加强，而这也是资管的核心竞争力所在。

积极加强与其他金融机构的合作。

大资管时代已至，统一监管趋势渐明，各资管子行业之间的边界日益模糊，买方卖方角色转换频繁，跨界竞争与合作交融。保险资管作为大资管领域的新兵，与银行、信托、券商等相比，存在投资范围较窄、缺乏交易流通机制的客观局限，在产品创新能力上处于相对弱势。因此，保险资管更应积极主动与其他金融同业相合作，一来通过合作发挥彼此优势，实现共赢，二来通过合作，学习借鉴同业经验，推动自身能力建设。

其中，银行业作为我国金融体系的主导，其在资金、客户资源、渠道等方面优势显著，保险资管既可以通过提升主动管理能力，积极承接银行的委托管理业务，也可以积极寻求合作开展债权计划、资产支持计划、PPP 合作等业务合作机会。信托、券商、基金等机构在产品开发设计、投研能力、股权投资领域积累已久，保险资金可充分利用自身的资金优势，与上述机构开展深入合作，布局股权投资领域。互联网金融机构则在用户体验、信息技术等领域位居前列，保险资管可探索与其合作，提升客户服务和渠道能力，推进产品创新。不仅如此，保险资金全球配置是应对经济下行、全球经济不确定性的有效措施，随着我国金融双向开放的不断推进，保险资管应积极寻求与境外金融机构的交流、合作，分散投资风险，提高投资收益，并且通过吸收借鉴海外成熟经验，推进自身发展。

回归图稳，进取图活。对于保险资管而言，面对复杂多变的市场环境和日益激烈的竞争氛围，既要不忘初心，坚守主业，更需审时度势，前瞻性地研判经济形势和行业调整中的历史机遇，争取行业创新发展。

## 行业新闻

### 泛资管时代到来，第三方财管剑指何方？

近年来，随着中国百姓个人财富的不断积累，中国已成为资本化投资市场的摇篮。截至 2016 年末，国内大资管规模破百万亿元，其中银行理财规模突破

29 万亿元，信托资产超 20 万亿，公募基金及其专户 16 万亿，券商资管 18 万亿，以及私募 8 万亿。

在此背景下，第三方财富机构如雨后春笋般蓬勃发展。据银来资产总经理兼银来集团执行总裁夏小平透露，目前，市场上第三方财富机构大概有两百多家，其中包括大家熟知的诺亚财富、陆金所、宜信、海银、合星财富等等。就三方理财市场而言，以诺亚财富为例，其 2016 年报显示，去年总募集 1014 亿元，累计募资超 3800 亿元。

那么，什么是第三方财富机构？他们的产品模式如何？作为投资者又该如何辨别？

第三方财富管理机构，作为撮合体制中介服务机构，撮合投资者、项目方达成交易，从中收取佣金。从世界范围来看，第三方财富管理其实最早成型于美国、加拿大，他们的主要特点是由相对独立的理财顾问机构所设立的综合性财富管理机构，往往设立方都不是跟资金实际受托方相关的机构，因此他们的立场相对独立，能基于中立的立场，不代表任何机构，如保险公司、基金公司、银行等，也仅仅代表单个消费者的利益。

第三方财富管理机构的基本模式就是代销其他金融机构的产品，以信托、基金子公司、券商的为主，利润主要来源于代销费用。值得一提的是，目前第

三方财富管理机构存在股权加债权的投资模式。 所谓债权投资，是指只能获取投资单位的债权，债权投资自投资之日起即成为债务单位的债权人，并按约定的利率收取利息，到期收回本金；而股权投资，是指购买的其他企业（准备上市、未上市公司）的股票或以货币资金、无形资产和其他实物资产直接投资于其他单位，最终目的是为了获得较大的经济利益，这种经济利益可以通过分得利润或股利获取，也可以通过其他方式取得。 简单来说，债权投资可以获得预期约定收益，因为一般有抵押，所以风险较小；股权投资可以获得超额收益，收益大小则要看投资人眼光及公司运营情况。

为什么采用股权加债权的投资模式？对此我们采访到银来资产总经理兼银来集团执行总裁夏小平，他表示，从投资者的角度而言，债权投资可以锁定投资回报，因为债务在每年、每个季度或每个月都会产生一定的现金流，兑付客户的利息；而股权投资可以在锁定风险的同时，增加投资的浮动收益。所以，在这样的模式下，一方面投资者预期收益大幅提升，另一方面公司本身也可以实现良性发展，不至于资金链断裂。

目前经济企稳，宏观环境利好；另一方面资管混业、跨界竞合，泛资管时代的托管业务正进入共生、共融、共享的金融新生态。相关律师表示，对投资者而言，如果要选择在第三方财富机构进行投资，建议大致可以从以下几个角度进行筛选：

一是机构本身，规模有多大，是否具有实力，控股股东是谁，成立时间多久，在同行业里口碑如何，有没有逾约兑付的历史；

二是投资项目，项目本身是否真实存在，信息是否透明，是否会不定期对投资的项目进行信息披露，包括年报、季度报告等；

三是资金流向，是否存在自融现象，资金是否流向项目方，防止资金募集之后做资金池，甚至发生抽逃资金类似违规现象。

夏小平表示，货币宽松，中国人的财富也在不断进行积累。但是从政府层面，一是不希望钱在空转，没有流向实体；二是更不希望钱流到国外去。因此，从这个层面讲，国家是鼓励国内更多的专业财富管理公司出现的。金融创新既要激发市场活力，更好地满足小微企业、创新企业和百姓投融资需求；又要坚持底线思维，加强信息披露，完善风险监测，防止出现系统的金融风险。无论金融的形式如何，防控风险和增值是企业和投资者永恒不变的关注点。

## 重阳投资汤进喜：税收应考虑资本市场稳定及行业特点

中国证券网讯，“我们建议，应该根据《证券投资基金法》的规定，将私募证券投资基金与公募证券投资基金同样对待，在对个人买卖股票暂免征税前，暂时不予征税，促进私募基金作为机构投资者的发展。”重阳投资副董事长汤进喜 24 日在全球私募基金西湖峰会上表示。

他称，当前有一个非常迫切的问题，就是资管行业税收问题。私募基金管理机构应当依法纳税，承担应尽的社会责任。同时，税收政策也应当考虑资本市场稳定、行业本身特点和行业发展。如果对私募基金管理人征收私募基金的增值税，税收最后还是会由投资者承担，当前很可能会冲击证券市场，影响证券市场的稳定：一是投资者可能会因税收问题大量赎回，导致私募基金为应对赎回而卖股票；二是基金可能会在 7 月 1 日前兑现盈利而卖出股票。

“这两点都会冲击目前的证券市场稳定。此外，今后有的私募基金可能会转向账户管理，而不是采用目前阳光化的做法，形成劣币驱逐良币，造成私募基金行业发展的倒退。”他说。

汤进喜建议，应该对私募和公募基金同样对待，在对个人买卖股票暂免征税前，暂时不予征税。

会议上，汤进喜针对这几年行业的快速发展予以了肯定，但针对行业存在的问题，汤进喜表示，私募基金要想取得各方面的认可，还需要做出比其他机构更大的努力，改善行业形象，做负责任的机构投资者，用实际行动取信于社会。

“我们应该看到，私募基金作为一个群体，本身在许多方面仍有待提高和改进。私募基金总体合规意识和合规水平相比其他持牌金融机构，存在较大差距。总体来说，尽管部分私募基金十分优秀，也得到了各方面的认可，但是就一个行业来说，在监管部门、社会各界和投资者的眼中，私募行业的形象和社会认可度还有待进一步提高。”

针对私募机构如何成为负责任的机构投资者，汤进喜给出了四点建议：第一，履行受托义务，坚持投资者利益至上；第二、坚持合规经营，维护资本市场秩序；第三、坚持价值投资，促进经济结构转型；第四、开展公益事业，积极践行社会责任。

## 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是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？这要等基金二季报出炉才一见分晓。

## 产品情况

### 信托产品

上周共搜集到新发行信托产品 34 只，期限为 9-39 个月不等。年化收益率在 5.55%~9.5% 之间。

### 资管产品

上周共搜集到新发行资管产品 6 只。期限为 3-22 个月不等。年化收益率在 5%~8.7% 之间。

### 银行理财

上周共搜集到银行理财产品 25 只。期限为 35-365 天不等。年化收益率在 4.5%-6.5% 之间。