

目录

本期导读.....	2
美联储公布利率决议：加息 25 个基点 年内开始缩表.....	2
房地产开发投资增速首现回落 楼市涨幅触顶迹象明显.....	3
宏观政策.....	3
美联储公布利率决议：加息 25 个基点 年内开始缩表.....	3
房地产开发投资增速首现回落 楼市涨幅触顶迹象明显.....	10
12 家券商资管公募业务规模超千亿 转型主动管理瞄准公募招兵买马.....	12
监管政策.....	17
大资管时代下的创新与监管：系统整体利益大于成本即可.....	17
保险资管.....	21
险资参与不良资产投资最佳方式是拿地方 AMC 牌照.....	21
行业新闻.....	24
资管通道业务被全面封杀.....	24
《关于金融资产管理公司等机构业务经营中不动产抵押权登记若干问题的通知》.....	28
京东再遭资管公司质疑，600 亿美金市值也许是“郁金香泡沫”？.....	29
产品情况.....	37
信托产品.....	37
资管产品.....	37
银行理财.....	37

本期导读

美联储公布利率决议：加息 25 个基点 年内开始缩表

北京时间的 6 月 15 日(周四)凌晨 02:00，美国联邦储备委员会宣布将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点到 1.00%至 1.25%水平，符合此前市场的普遍预期，本次加息是自 2015 年 12 月以来美联储的第四次加息。

美联储指出今年内将开始缩减资产负债表。具体而言，缩表起步阶段的上限为每月缩减 100 亿美元，其中国债为 60 亿美元、抵押贷款支持证券（MBS）为 40 亿美元。此后将逐渐增加，缩表的最终月上限是国债 300 亿美元、MBS 200 亿美元，总计 500 亿美元/月。

通胀隐忧为美联储下次加息凭添变数

截止目前，美联储年内已经进行了两次加息，该央行上次启动加息是在 3 月份的会议上，当时美联储公布的利率预期中值显示今年还会有两次加息。

那么在 3 个月之后，市场对美联储年内加息的预期是否发生变化？目前来看，多数观点认为美联储下半年仍将加息一次，但考虑到近期通胀数据的疲弱态势，加息的时间有可能延后。

房地产开发投资增速首现回落 楼市涨幅触顶迹象明显

14 日，国家统计局发布 1-5 月份全国房地产开发投资和销售情况数据，前 5 月，全国房地产开发投资 37595 亿元，同比名义增长 8.8%，增速比 1-4 月份回落 0.5 个百分点。其中，住宅投资 25423 亿元，增长 10.0%，增速回落 0.6 个百分点。这是 2017 年以来，房地产开发投资增速首次出现回落，但依然处于高位。

对此，国家统计局投资司首席统计师王宝滨表示，投资有所回落的主要原因是受各地调控政策密集出台的影响。

值得注意的是，除房地产投资增速外，房企施工面积、新开工面积、竣工面积、土地购置、土地成交额等多项重点指标也首次出现持平或回落态势。

宏观政策

美联储公布利率决议：加息 25 个基点 年内开始缩表

北京时间的 6 月 15 日(周四)凌晨 02:00，美国联邦储备委员会宣布将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点到 1.00%至 1.25%水平，符合此前市场的普遍预期，本次加息是自 2015 年 12 月以来美联储的第四次加息。

美联储指出今年内将开始缩减资产负债表。具体而言，缩表起步阶段的上限为每月缩减 100 亿美元，其中国债为 60 亿美元、抵押贷款支持证券（MBS）为 40 亿美元。此后将逐渐增加，缩表的最终月上限是国债 300 亿美元、MBS 200 亿美元，总计 500 亿美元/月。

通胀隐忧为美联储下次加息凭添变数

截止目前，美联储年内已经进行了两次加息，该央行上次启动加息是在 3 月份的会议上，当时美联储公布的利率预期中值显示今年还会有两次加息。

那么在 3 个月之后，市场对美联储年内加息的预期是否发生变化？目前来看，多数观点认为美联储下半年仍将加息一次，但考虑到近期通胀数据的疲弱态势，加息的时间有可能延后。

近期美国消费者价格意外走软，不仅消费者物价指数(CPI)增幅连续数月低于交易员的预期，美国 4 月核心个人消费支出物价指数按年增幅放缓至 1.5%，创下 2015 年 12 月以来的最慢，暗示通胀失去动能。

美国劳工部周二公布的数据显示，美国 5 月生产者物价持平，因能源成本创逾一年来最大月跌幅，表明通胀在年初攀升后有所放缓。

美联储理事布雷纳德(Lael Brainard)被视为是一名有影响力的 FOMC 成员，她在 5 月 30 日纽约的演讲中曾表示，如果通胀依然进展不力，可能会让我在未来重新评估联邦基金利率的预期走势。同时，上月明尼亚波利斯联储主席卡什卡利(Neel Kashkari)也表示，核心通胀回落令人担忧。

法国兴业银行的 Juckes 认为，“短期通胀动能一直处于令人不安的疲软状态，人们可能会认为，这应会令看重经济数据表现的美联储保持观望，直到数据出现回升。”

“若要让美联储进行更多升息，我们需要先见到更多通胀，” Voya 投资管理公司固定收益首席投资官 Matt Toms 表示。

法国兴业银行经济学家 Omair Sharif 本月初称，由于 5 月份非农就业报告令人失望，且通胀过低的担忧已经存在，除非就业增长反弹，否则 9 月加息决定将更难做出。高盛近日也将美联储今年第三次加息的预期时间从 9 月推迟到 12 月。

不过周一接受彭博调查的 43 位经济学家认为，尽管通胀前景明显下滑，但美联储还会在 9 月加息一次，然后在今年第四季度开始缩减资产负债表。

据 CME “美联储观察”，FOMC 声明前，美联储 9 月加息 25 个基点的概率为 14.2%，而 FOMC 声明后美联储 9 月加息 25 个基点的概率为 18.3%；12 月进一步加息 25 个基点的概率为 6.6%。

“缩表”前景仍存不确定性

鉴于市场已经料到此次加息终会到来，投资者更关心的是美联储接下来将何时以及如何缩减其资产负债表规模。

美联储此前曾宣布，计划在今年削减其 4.2 万亿美元的公债和抵押支持证券，这些资产组合多数是在金融危机后为了协助保持低利率并提振经济而购买的。眼下市场正愈加渴望美联储就缩表计划的时间和细节提供更明确的指引。

决策者已经表明，可能会从 2017 年稍晚开始，在几年的时间里缩减 4.5 万亿美元的资产负债表。不过，有些官员暗示他们要等到缩表开始后，才会判断减码资产负债表最后要进行到何种程度。

凯投宏观经济分析师 Michael Pearce 称，“如果美联储对今年缩减资产负债表规模动真格，并希望提前对外沟通这些计划，那么时间已经不多了。”

美联储曾借助上次政策会议的记录，提及计划暂停更多数量的到期证券的再投资。

按照提议，将对每月可从资产负债表上削减的证券规模设定上限。上限起初会设得较低，但美联储每隔三个月会调高上限，以便更大幅度地缩减持仓。

目前美联储尚未透露每月削减的上限和季度上调幅度方面的规模。本次会议之后，决策官员今年还将再召开四次会议，预计美联储实际上会在 9 月或 12 月进行缩表。

约翰霍普金斯大学的 Wright 说：FOMC 传达的信息表明，他们非常希望资产负债表正常化，所以如果通货膨胀仍然疲软，那么美联储首先放弃的会是年内最后一次的加息计划。

中国央行会跟进吗？

美联储加息每次都会引起全球市场的关注，眼下随着美国进一步收紧货币政策，中国央行会跟进操作吗？

还记得上一次美联储加息吗？今年 3 月 16 日凌晨，美联储将联邦基金利率上调 25BP。仅仅数个小时后，中国央行上调 7 天、14 天、28 天期逆回购操作中标利率(OMO)10 个基点，同时 6 个月、1 年期中期借贷便利中标利率(MLF)也分别上调 10 个基点。

其实，中国的“加息”已经走在美国之前，有明显的“透支”倾向。如果从债券市场看，中美利差也明显扩大。中国债券市场隐含加息次数达到了 3 次，大大超过美国实际加息次数。

应该说，现在中国完全没有加息压力。因为中国 3 月份之后，中国央行的紧缩政策方面已经全面领先于美联储，而非跟随。伴随一行三会持续去杠杆、加强金融监管下，市场流动性已大大收紧。市场资金利率已经得到了明显提升。

不过一些分析师则认为长期而言，中国央行的政策适应性微调仍将持续。据路透，当前中国金融去杠杆以抑制资产泡沫和引导资金“脱虚入实”成效初显。

大 A 股将怎么走？

每逢美联储召开议息会议，资本市场都是“心惊胆战”，近年来 A 股对美联储加息的关注度也越来越高。

2016 年美联储历次议息会议对应 A 股表现

据统计，去年以来，美联储召开过 7 次议息会议。会议召开前夕，A 股有 6 次是下跌的，下跌概率逾八成，利空冲击比较明显，议息会议结束后，美联储并没有启动加息，A 股又重回原有轨道，以上涨为主，表现出明显的强势。

再来看下，美联储的历次加息对 A 股有何影响：

有观点倾向认为，昨日 A 股的下跌，已经部分消化了本次美联储加息对 A 股的影响。

回顾最近几次美联储加息周期 A 股的走势，我们可以发现一些规律——美国开始加息之后，A 股都会先下跌后反弹。包括 2015 年底至今的加息周期，A 股中美国加息的次月(2016 年 1 月)出现暴跌，然后慢慢反弹。

房地产开发投资增速首现回落 楼市涨幅触顶迹象明显

14 日，国家统计局发布 1-5 月份全国房地产开发投资和销售情况数据，前 5 月，全国房地产开发投资 37595 亿元，同比名义增长 8.8%，增速比 1-4 月份回落 0.5 个百分点。其中，住宅投资 25423 亿元，增长 10.0%，增速回落 0.6 个百分点。这是 2017 年以来，房地产开发投资增速首次出现回落，但依然处于高位。

对此，国家统计局投资司首席统计师王宝滨表示，投资有所回落的主要原因是受各地调控政策密集出台的影响。

值得注意的是，除房地产投资增速外，房企施工面积、新开工面积、竣工面积、土地购置、土地成交额等多项重点指标也首次出现持平或回落态势。

数据显示，1-5 月份，房地产开发企业房屋施工面积 671438 万平方米，同比增长 3.1%，增速与 1-4 月份持平。房屋新开工面积 65179 万平方米，增长 9.5%，增速回落 1.6 个百分点。房屋竣工面积 33911 万平方米，增长 5.9%，增速回落 4.7 个百分点。

土地方面，1-5 月份，房企土地购置面积 7580 万平方米，同比增长 5.3%，增速比 1-4 月份回落 2.8 个百分点；土地成交价款 3036 亿元，增长 32.3%，增速回落 1.9 个百分点。

上海易居研究院研究员朱光表示，前 5 月房地产行业多项指标虽然出现小幅波动，但整体基本延续了今年以来整体平稳的态势。其中，从土地市场看，成交量持续正增长，地价继续上升；从房地产投资情况看，投资额和新开工量增幅曲线总体平稳；从商品房市场看，销售量增幅继续回落，价格增幅则基本平稳，库存量去化明显；从房地产市场供求比看，商办物业库存压力较大，住宅潜在供求相对平衡。

中原地产首席分析师张大伟表示，所有数据全面回落，楼市涨幅触顶迹象明显。各地楼市调控政策继续加码，成交量同环比均有不同程度下降。但是，截至 5 月末，整体库存去化明显，其中主要热点城市的库存小幅上升，去库存主要城市主要在三线城市。

张大伟认为，2017 年三四线楼市整体政策将依然平稳宽松。而基本完成了去库存任务的一二线城市，后续政策有可能会在经济企稳的情况下，调控持续加码。

12 家券商资管公募业务规模超千亿 转型主动管理瞄准公募招

兵买马

泛资管行业，各路派系涌入，竞争激烈的公募基金，其牌照却越来越吃香。本月初，莫泰山和他创立四年多的博道投资拿到了公募基金业务的批文，开始为正式回归公募业务做最后的冲刺。华泰证券资管拿到第一只公募基金产品的批文，也正在择机等待发行。随着政策红利逐步消失，通道业务的持续压缩，这也无异于倒逼通道业务向主动管理转型，券商资管必须考虑新出路。

《每日经济新闻》记者注意到，无论是出于牌照考虑，还是主动管理业务转型的现实压力，申请公募牌照，走公募化道路，成为了部分券商资管人士考虑的方向之一。

与之而来，伴随流动的还有公募基金培养的投资精英们。受目前券商资管公司相关信息披露不全面的影响，本文只详细统计了 12 家具有公募牌照的券商或资管子公司，以及部分大型券商的投研团队构架。值得注意的是，公募基金背景出身的投研人士正越来越多涌入到这个行业，有的甚至包括董事长在内。

12 家券商资管公募业务规模超千亿

中国证券投资基金业协会（以下称基金业协会）公布数据显示，截至 3 月底，取得公募基金管理资格的证券公司或证券公司资管子公司共 12 家。其实从上述就能看到，这 12 家公司参与公募基金业务有两种形式，一种是证券公司直接参与公募基金业务，共有 6 家，分别是山西证券、国都证券、东兴证券、华融证券、中银国际证券和高华证券；另一种则是以证券公司资管子公司形式参与，也有 6 家，分别是华泰资管、长江资管、东证资管、财通资管、浙商资管和渤海汇金。

不仅如此，在大资管混业经营时代下，追求公募牌照的券商也越来越多。除了上述 12 家，齐鲁资管也在申请公募基金管理业务资格。根据证监会披露的最新数据显示，齐鲁资管的最新进展还处于受理阶段。

除了踊跃申请公募牌照，公募产品的布局自然也是顺理成章之事。记者了解到，在公募产品布局上，近期渤海汇金和华泰资管分别有公募产品获批。这样看来，前述 12 家公司中，也就只剩高华证券没有相关的公募产品获批。“从长远来看，还是公募基金那套投研体系经得起市场的考验。”一位券商资管人士向记者表示。

Wind 数据显示，截至 5 月底，9 家公司共计发行了 58 只产品。东证资管以 27 只产品领跑产品发行榜，而其余 8 家均在 2~6 只产品之间，如居于第二的

东兴证券和浙商资管均发行了 6 只。规模上，9 家公司基金资产规模合计 1214.89 亿元，已超过千亿元。其中，中银国际以 500.35 亿元居于第一，其次是东证资管和东兴证券，分别达到 430.55 亿元和 127.70 亿元，而其余各家均在百亿元之下。

9 家公司 23 位投研有公募背景

在与公募基金业务条线构建的同时，也促使券商资管挖角公募基金人才的现象开始增多。早些时候，财通资管就表示公司正从公募基金挖角得力的投研人士。而 5 月打开申购的东方红内需增长，单日破百亿元的销售，在新基金销售遇冷的情况下，显得格外抢眼。其投资主办人就有着公募基金背景。

统计显示，12 家取得公募管理资格的证券公司和资管子公司，有 9 家拥有来自公募基金背景的人才，而且目前职位在基金经理、投资主办人及以上。总体而言，23 位具有公募基金背景的券商资管人士中，目前从事管理的还是以券商集合理财产品人数居多，但也不乏来自公募基金，即使跳槽到券商资管中，仍然从事“老本行”——公募基金研究与管理，共有 11 位。当然，这也全部集中在具有公募基金牌照的券商资管中。

从单个公司来看，《每日经济新闻》记者不完全统计数据显示，就投研人士来看，以开辟“先河”的东证资管人数最多，达 9 人。

比如，东证资管副总经理饶刚，董事总经理、私募权益投资部总经理张锋，董事总经理、私募固定收益投资部总经理兼固定收益研究部总经理李武，执行董事、私募权益投资部副总经理董卓，执行董事、公募固定收益投资部总经理李家春，执行董事、量化投资部总经理徐习佳。此外，还包括公募固定收益投资部基金经理徐觅，私募固定收益部投资部投资主办人周琰和蒋蛟龙。值得一提的是，上述 9 人中，除张锋、徐习佳和董卓，其余 6 人均曾是富国基金的得力干将。

其次，还有浙商证券资管，有 3 人，分别是赵语涛、唐光英和宫幼林，曾经都在公募基金供职，目前均为浙商资管的基金经理；长江资管人数亦是如此，旗下朱文辉、童国林目前为投资主办人，曾丹华为基金经理；

接下来是财通资管的总经理助理兼固定收益部总经理周志远和权益投资部总经理兼权益投资总监蔡立辉，山西证券的基金经理华志贵和蔡文，东兴证券的基金经理吕姝仪，中银国际的基金经理吴亮谷，华泰资管的投资主办人曹渝，以及还未获批公募产品的高华证券，旗下的执行董事、高级投资经理李颖等人，均具有公募基金工作经历，目前纷纷加入了上述券商资管行列。

跳槽海通资管公募人数最多

上述券商资管积极招纳、挖角公募基金背景人才，其实只是券商资管行业的一个缩影。就整个资管行业而言，这种“公转资”更是屡见不鲜。比如以主动管理规模“霸首”的中信证券，其资产管理业务高级副总裁刘淑霞，就曾任职于中信基金公司基金研究员兼基金宝产品的投资顾问。另外，与中信证券主动管理资产规模有一拼的广发资管，其投资总监则来自易方达基金。

此外，申万宏源资产管理事业部权益投资总部投资副总监王国强，投资主办人和主办助理秦庆和吕磊；光证资管的研究总监吴志芳、招商证券的投资经理倪文昊和黄立华；齐鲁资管的投资主办人汪建、田瑀、郑日。以上人员均有公募基金的任职经历。

但从人数上来看，海通资管则更为出众，其上到董事长，下到投资主办人均有来自公募基金的人才。记者根据其官网披露看到，其董事长裴长江曾任华宝兴业基金总经理，其总经理助理胡倩和杨贵宾分别出自于长信基金和富国基金。另外，旗下的投资经理李亦星、丁巍、俞乐、包振华等人亦是如此，均来自公募基金。

“近几年，公募基金的外扩化现象十分明显，除了优秀的投资经理，就是连带着市场岗位等不少人员也都选择离开。这与券商资管行业规模急速扩张，业务条线更为复杂有着紧密的关系。”沪上某券商资管人士向记者表示。

“公募基金人才外溢，也有可能是券商资管业务范围比公募基金广一些，不是单纯的销售基金产品。因而，对于市场人士是有可能跳槽的，不过对于投资经理来说，我认为待遇问题是最显而易见的，但总的来说，这还是很个人的事情了。”华南一家券商资管人士表示。

监管政策

大资管时代下的创新与监管：系统整体利益大于成本即可

去杠杆是金融监管永恒难题

2017年6月4日，在2017清华五道口全球金融论坛上，政、商、学界人士就“大资管时代的创新与监管”展开讨论。

清华大学五道口金融学院理事长兼院长吴晓灵表示，本轮金融危机之后的业界经验证明，传统的信用创造机理和由此而构建的监管理论都已面临极大的冲击。近年来国内大资管领域突飞猛进的发展，更让现实和理论之间的失衡体现得淋漓尽致。从去年底开始启动的金融去杠杆，监管层面对最直接的挑战是如何让业界信服其逻辑，这几乎也是金融监管永恒的难题。

吴晓灵指出，要降低金融系统潜在的破坏性，相应约束其效率就不可避免。至少，从机理上摸透业态发展对整个社会信用创造的影响是必要的。而在现实中，不光监管在努力探寻其中的逻辑，聪明的金融机构其实也在不断探

索，以期在市场变化中寻求机遇。所以，不论监管架构如何构建，要想在微观上永远平衡好发展和风险之间的矛盾是不现实的。我们所能期待的，只是在不同阶段抓住最主要的问题，让系统整体的收益大于成本就好了。

全国社会保障基金理事会党组成员、副理事长王忠民认为，“大资管时代，监管应从过去的准入、量化、价格监管，向信用监管转变。”王忠民指出，随着资产类别的增多，人们在不同资产类别中可以有丰富多彩的、交叉的、多维的各种选择，而这些市场新的表现却给监管带来困扰。如果继续沿用准入、量化、审批、规定价格区间的逻辑监管，市场就会损失一个东西——丰富多彩的创新。

因此监管应该调整一个基准，不管具体行为，只根据资管产品的本质强调针对“信用”的监管。基于信用风险的监管，可以规避市场中的欺诈行为，用非信用的逻辑攫取不当收益的行为，给市场留下无限的创新空间。

对于如何实现统一标准规制推动资管行业规范发展，中国人民银行金融稳定局局长陆磊强调，有五方面的事需要重点做。

第一，坚持功能监管和机构监管相结合，分类统一制定标准、规制。第二，加强宏观审慎管理，建立宏观审慎建设框架。第三，实施穿透式监管。第四，严格行为监管，强化金融机构的勤勉尽责义务。第五，回归资产管理的业务本质，打破刚性兑付。

陆磊指出，资管业务本质上是经营机构的表外业务，收益和风险均由投资者享有和承担，应该明确要求经营机构不得承诺保本、保收益，并加强对投资者的教育，强化卖者尽责、买者自负的投资理念。推动预期收益型产品向净值型产品转型，使资产价格的公允变化，及时反映基础资产的风险，让投资者在明晰风险的基础上自担风险。

资管行业必须解决刚兑问题

与此同时，宜信公司创始人、CEO 唐宁认为，伴随着大资管时代的到来，财富管理行业也将应运而生。为了促进资管行业未来快速健康地发展，唐宁认为科学合理适合投资人的资产配置非常重要，中产阶级、大众富裕阶层和高净值客户可以利用不同的资产配置方式实现财富的保值增值。对于高净值和超高净值的客户而言，满足其需求的资产组合应当是跨地域国别、跨资产类别的，并且利用母基金的方式超配一定比例流动性较低但收益较高的另类资产。同时，高净值客户可以通过理财规划师进行资产配置，而中产阶级、大众富裕阶层可以通过机器人投顾、智能理财配置资产。

百度副总裁张旭阳认为，不管是资产配置还是财富管理业务服务，都需要重新审视一些投资者的门槛和条件。他表示，资管行业的发展变化有模式之变、投向之变、体制之变和参与者之变等，当前的互联网已经进入人工智能阶段，而人工智能、大数据和区块链，会成为金融科技在场景革命之后，新的金融科技革命 2.0 的核心技术。

中投公司原总经理李克平指出，中国大资管行业还处在大而不专、多而不精的状态，而刚性兑付的预期是市场中面临的一大杀手。他称，资管行业发展的过程中，我国面临一个长期不能解决的顽症，就是刚性兑付，或者叫由刚性兑付的一些事件引发了比较普遍的刚性兑付预期，这是资管行业发展的大敌。一、破坏了风险定价，影响了市场配置效率；二、投资者有刚需兑付的预期，机构的投资能力就显得不那么重要。三、产品也变得没有意义。

所以资管行业的发展必须解决刚性兑付的问题，加强监管的统一协调，明确违规、界限，建立公平的市场环境，实现标本兼治。中国资产管理行业有巨大的发展潜力，但是有一个稳定、长期、严格的依法和执法的框架和环境，才能促使中国的大资管真正成为名副其实的资管，为中国经济做出贡献。

而对于资产管理者而言，又面临哪些挑战？国际货币金融机构官方论坛顾问委员会委员、澳大利亚主权财富基金未来基金原主席 Mark Burges 认为，有四个方面的挑战：一、在现有的非常低的利率环境下，难以找到高回报的投资机会；二、在股票投资方面，人们开始利用技术驱动、被动投资等思路，资管费用减少；三、金融科技(Fintech)以及新技术的出现，使得行业的成本结构发生变化；四、世界上有太多的资本在追逐回报，一方面回报偏低，另一方面资本非常多。

Mark Burges 认为，资产管理市场上应当有尽可能有深度、尽可能多的投资品种，因为中国非常强调稳定，资管行业必须要能够管理好风险，且正确做出决定。在风险管理方面，资管行业必须互相监督，作为专家必须能够大胆地说出发现的风险，确保整个资管行业良好地运行。资产所有者和资产的管理者应该和监管机构有更好的合作，建立起更好的沟通渠道，彼此信息共享，这将有利于做出深度的资本管理市场，使行业的从业者愿意开发更好的产品。

保险资管

险资参与不良资产投资最佳方式是拿地方 AMC 牌照

近年来，经济下行、利率市场化、国企债务、民营企业倒闭等因素导致银行不良资产率不断攀升，传统四大 AMC 公司(不良资产投资公司)东方、信达、华融、长城以及地方 AMC 公司在不良资产投资方面已经无法满足需求。

近日记者获悉，鉴于有市场需求，保险资金也开始纷纷布局中国不良资产投资市场。有消息称，今年中国平安就通过旗下子公司间接参股了重庆和深圳的地方 AMC 业务。

险资有两种参与途径

有人表示惊讶：保险资金通常追求长期稳健回报，最不乐意参与高风险投资，而不良资产风险极高，险资参与投资的话估计很难平衡资产与负债问题。

对此疑惑，6月8日，中国保险资产管理业协会执行副会长兼秘书长曹德云在2017年中国金融论坛上表示，保险机构可以通过两种途径参与不良资产投资业务：第一种路径是保险机构间接参与不良资产投资，主要包括三种方式：一是不良资产证券化产品投资；二是投资不良资产私募股权基金；三是设立或入股地方资产管理公司。第二种路径则是保险机构直接参与不良资产投资，包括保险资产管理机构可探索资产支持计划、债转股相关业务，以及保险机构直接收购不良资产包进行处置。

瀛和不良资产专业委员会副主任、上海金融信息行业协会不良资产信息应用专委会秘书长刘波在接受《国际金融报》记者采访时表示，“保险公司参与不良资产投资风险大不大，与参与主体大小没关系，其风险的核心与资产包的质量和资产包定价有关，价格有优势的话，获利会有保证。”

保险资金参与不良资产业务投资有优势，因为不良资产业务拥有跨周期及高收益特征，但刘波表示，不良资产业务投资的风险和收益成正比。险资成本比较低，对风险要求相对高，如果险资购买那些不良资产为基础的资产，保障相对较大；如果险资直接收购不良资产包，风险会更大。他认为，不良资产包的好坏主要看债务人的资产情况。

拿地方 AMC 牌照是最佳方式

在刘波看来，对保险公司而言，参与不良资产投资的最好方式是通过拿到地方 AMC 牌照。

“保险公司资金来源稳定，如果拿到地方 AMC 牌照，就有批量受让金融类不良资产的资质。另一方面可以债务重组，包括向金融机构拿债券包，然后转售。此外，往往地方 AMC 还带有投行的性质，险企可以募集资金去投资项目，赚取更多的投资收益。”刘波分析。

数据显示，截至 2016 年末，银行信贷资产中“次级”、“可疑”、“损失”三类不良贷款规模高达 1.51 万亿元，不良率 1.74%。在这样的背景下，传统四家不良资产投资公司东方、信达、华融、长城以及现有的地方 AMC 现在已经不能满足市场需求，而这是险资参与的机会。

从中国平安的例子看，保险公司参与不良资产投资最初会选择间接方式，比如设立或入股地方资产管理公司。目前来看，直接投资不良资产风险不易控制，因为直接参与相当于没有风险隔离，赚得多，风险也高，一旦亏损全是保

险公司自己的。但刘波指出，保险公司可以参与一些结构化设计的资产包，这样让风险有所缓冲。

保险公司投资不良资产的资金来源于哪?通常来说，保险公司的资产配置大约为 45%-50%的资金投资于债券等固收类产品，30%的资金投资于股票等权益类产品，10%-12%的资金进行另类投资，5%-10%直接投资于资产，剩下的持有存款。保险资金可以用自有资金和游资进行投资，但这些资金的收益也不同。

曹德云表示，投资不良资产证券化产品收益稳定、抵质押充足、资产质量好，能够有效地在配置压力下拓宽险资金融产品投资路径。而不良资产处置业务对投资管理团队的专业度有着较高的要求，险资可以考虑与资深资产管理人合作，作为 LP 投资不良资产私募股权基金。一方面可以利用专业投资管理人在信息获取、估值定价、行业研究及法律运用等方面的综合能力，使险资通过外部力量获取不良资产投资收益;另一方面可以以产业链整合为目标，寻找保险机构上下游产业链上的特定投资机会，更好地服务实体经济。

行业新闻

资管通道业务被全面封杀

通道业务遭彻底封杀

在证监会最新召开的发布会上，首次提及将全面禁止通道业务，并强调不得让渡管理责任。“证券基金经营机构从事资管业务应坚持资管业务本源，各资产管理人不得从事让渡管理责任的所谓通道业务，并坚持依法、全面、从严监管的理念，对经营管理混乱、合规风控失效、未履职尽责导致出现重大风险或者风险外溢的证券基金经营机构，依法从严问责。”张晓军在会上表示。

所谓“通道业务”，顾名思义就是一个管道，方便资金进出。通过产品的形式来体现资金的用途。通道方发行产品进行融资，通道方收取通道费，融资方得到资金，但通常会有杠杆操作，实际投资方享受杠杆的收益和风险。国内金融领域的通道业务大多围绕银行资产出表展开，对银行来说，凡是能够让它规避监管，转换表内外资产的途径、平台都是通道业务，包括券商、保险、信托、PE、投行等各种现存或将来会出现的非商业银行金融参与者都可以成为“通道”。

从资管计划通道业务的合作模式来看，主要分为银信理财合作、同业代付及偿付、票据买入返售、票据信托、信托受益权买入返售、信用证信托、银证合作、银基合作、信贷转让、债券承销、银保同业质押贷款等十一大类。值得一提的是，通道业务具体资管计划的管理权仍然掌握在银行手中，券商基金等机构仅仅充当通道，通道业务的核心是管理责任的让渡。由于通道业务层层嵌套的资产管理模式，产品结构复杂，管理人很难仅凭单一通道产品的运作情况，判断其是否具有风险，这也为规模急剧膨胀的通道业务埋下违约踩雷的风险隐患。

存量业务风险频发

随着经济不断下行，银行不良率攀升趋势凸显，不良资产出表需求与日俱增。此外，金融机构按照监管要求不能直投的，可以选择基金子公司等资管计划作为通道实现合规。资产管理行业在银行主导表外融资业务的驱动下，资管机构通道业务规模呈现出野蛮增长的态势。

中国信托业协会发布“2016 年信托公司主要业务数据”显示，截至 2016 年末，从资金来源方面看，2016 年末单一资金信托余额为 101231 亿元，占比 50.07%，也就是说这类被动管理的通道类业务占据了半壁江山。同样，依靠通道业务开始发家的还有基金子公司，中国基金业协会发布 2016 年基金子公司专户业务情况统计年报数据显示，截至去年末，基金子公司专户存续产品数量为 14494 只，管理资产规模为 10.5 万亿元，其中通道业务产品管理资产规模占比超七成。

不过由于通道业务自身结构性复杂，又偏受中小型资管公司青睐，中小公司风控能力不佳，常过于集中持有通道业务，存量的通道业务违约现象频发。2014 年通道业务风险事件集中爆发，此前，中诚信托“诚至金开 1 号”陷入 30 亿元兑付危机；5 月财通基金子公司发行的财通资产光耀扬州·全球候鸟度假地资管计划遭遇危机；7 月中诚信托的“诚至金开 2 号”被曝出现兑付问题，

并最终确定延期；8月万家共赢的8亿元资金被挪用案，则令金元百利和万家共赢两家基金子公司再陷困境。

华宸未来基金旗下基金子公司华宸未来资管此前也钟情于专户通道类业务，该公司“华宸未来-湖南信托志高集团专项资产管理计划”因项目运作出现风险状况违约，同年9月，华宸未来资管参与的另一项房地产资管计划“华宸未来-长兴莱茵河畔专项资产管理计划”再曝兑付危机，2016年，华宸未来资管又被曝出旗下资管计划“中普城市广场专项资管计划”出现兑付危机。

今年以来，通道业务风险事件持续上演，如今年4月，因中信建投旗下多个专户产品集中卖出造成中国平安和兴业银行股价毫无征兆地大幅跳水，对此，监管做出对中信建投有关账户限制一个月交易程序的处罚。

各大资管逐步收紧

北京商报记者注意到，近年来，监管对于资管通道业务的监管逐渐加码，从基金子公司、券商资管、银行等各机构全方位加强监管。

2016年8月，证监会就《基金管理公司子公司管理规定》及《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》两项基金子公司公开

征求意见，要求基金子公司净资本不得低于 1 亿元、不得低于净资产的 40%、不得低于负债的 20%，净资本不得低于各项风险资本之和的 100%等，且根据特定客户资产管理业务全部管理费收入的 10%计提风险准备金。净资产的约束成为悬在基金子公司通道业务头顶上的一把利剑，此后基金子公司通道业务规模不断瘦身。去年 12 月，基金子公司新规正式落地，基金子公司通道业务红利告终。

数据显示，基金子公司专户存续产品在去年 8 月以 11.27 万亿元的规模达到年内高点，此后专户业务规模逐月递减，去年 9-12 月，基金子公司专户业务规模分别减少 1232 亿元、1623 亿元、1919 亿元和 2920 亿元。济安金信评价中心主任王群航向北京商报记者表示，目前市场上很多基金公司，尤其是一些中小型基金公司在拿到基金公司牌照后，并没有积极开展相应的公募基金业务，而是借助通道业务做大规模，这种拿着公募牌照从事非公募业务的行为并无意义，另一方面，拿到公募业务牌照的基金公司需要在资产管理规模或者业绩达到一定程度才可以开展非公募业务，这样可以促进基金公司的长效发展。

《关于金融资产管理公司等机构业务经营中不动产抵押权登记若干问题的通知》

《通知》明确，金融资产管理公司及其分支机构在法定经营范围内开展经营活动，需要以不动产抵押担保方式保障其债权实现的，可依法申请办理不动产抵押权登记。金融资产管理公司收购不良资产后重组的，与债务人等交易相

关方签订的债务重组协议、还款协议或其他反映双方债权债务内容的合同，可作为申请办理不动产抵押权登记的主债权合同。

《通知》强调，金融资产管理公司、银行等依法批准设立的金融机构与抵押人持不动产权属证书、主债权合同和抵押合同等必要材料可以直接向不动产登记机构申请不动产抵押权登记，不动产登记机构应当依法受理、及时办理，不得要求金融资产管理公司、银行或者抵押人提供没有法律法规依据的确认单、告知书等材料，不得将没有法律法规依据的审核、备案等手续作为不动产登记的前置条件或纳入不动产登记流程。抵押当事人可以直接办理抵押登记手续，不再需要办理前期没有法律法规依据的合同网签备案、确认告知等，将更为便利。

《通知》规定，金融资产管理公司收购不良资产后重组的，需要在在建建筑物、房屋、土地使用权抵押担保其债权实现的，不动产登记机构应根据当事人的申请依法予以登记。金融资产管理公司收购不良资产涉及大量办理不动产抵押权转移登记或者变更登记的，不动产登记机构要积极探索批量办理的途径和方法，切实依法规范、高效便利，为金融资产管理公司健康发展提供有力保障。通过批量办理，将最大限度支持金融资产管理公司依法开展经营活动。

京东再遭资管公司质疑 ,600 亿美金市值也许是“郁金香泡沫” ?

“600 亿美元市值的京东—这是一个郁金香泡沫吗?”在毕盛资管近期针对京东发布的一份调查报告中,其作者毕盛资管创始人兼首席投资官 Wong Kok Hoi 直接公开对京东当前运营情况提出了质疑,认为其已接近 600 亿美元的市值如同 17 世纪发生在荷兰的“郁金香泡沫”一样,随时面临被戳破的风险。

报告提醒市场:如果“跟着钱走”,可以发现高瓴资本在过去三个季度持续抛售 4400 万股(约 18 亿美元)的京东股票,这都发生在去年京东商城 CEO 加入高瓴资本之后,而资本运作者的动向值得严肃对待。

除对京东市值的不认可外,报告还对当前京东大力发展的直营业务的未来表示了更大的担忧。

Wong Kok Hoi 认为,部分投资人和分析师错误地将亚马逊光环用在对京东的估值上,但两者在产品结构、成本结构、市场竞争环境等方面其实存在巨大差别,对京东的乐观情绪并不合理。

随着这份报告的发布,京东快速飙升了近 1 年的股价也终于放缓脚步。公开资料显示,在过去一年中,京东股价从最低的 19.51 美元快速攀升至 43.80 美元,期间累计涨幅超 124.5%。但随着报告的发布后,其股价出现了小幅调整后,并在昨日收于 39.22 美元。

京东被指市值不值 600 亿美元

这家来自新加坡的资产管理公司对京东本身发展情况的质疑可谓由来已久。就在去年今时，该公司高级分析师 Sid Choraria 就曾撰写了一份长达 50 余页的分析报告，质疑京东业绩乏力、商业模式症结、财务数据等问题。

巧合的是，随着那份报告的发布，京东股价应声跌幅超 8%，而报告本身则被华尔街分析师视为导致京东股价出现暴跌的“罪魁祸首”。

在今年 43 页的报告中，未曾见到作者对业绩乏力本身的质疑，而是更多将矛头指向了京东的业绩与市值脱钩。事实上，京东近期发布的 2017 年第一季度财报可谓靓丽。数据显示，京东在报告期内实现净收入 762 亿元人民币，同比增长 41.2%，非美国通用会计准则下(Non-GAAP)经营利润则达到 17 亿元人民币。更为重要的是，京东首次实现了盈利，净利润高达 14 亿元。

不过在 Wong Kok Hoi 看来，盈利的突破并不能掩盖其市值虚高的尴尬。“近一年来，市场将京东推向了 12 个月来的价格新高，但其股价上涨的原因和基本面完全没有关系。”

他强调，虽然中国在境外上市的互联网公司如阿里巴巴、腾讯、百度、网易、新浪、微博、新东方等在同期也都达到历史高位，但京东和那些中国公司相比有着明显不同，即后者在他们的核心业务范畴内都实现了实质性盈利。

而从趋势上来看，京东 3C 产品的利润率很低，占了京东收入的 50%以上，增长已见顶；此外结构因素阻碍运营成本改善，京东的运营成本占净收入的比重不降反升，从 2013 年的 10.7% 上升到 2016 年的 16%。

同时，本应逐利的资本在面对刚扭亏为盈的京东时，也开始有选择的离开，而这其中更是包括前京东商城 CEO 沈皓瑜如今所供职的高瓴资本。

据高瓴资本提交给有关部门的文件显示，最近三个季度中，其抛售了 4400 万股京东股票(接近 18 亿美元)。更耐人寻味的是，高瓴资本的抛售行为本身多发生在沈皓瑜加入之后，而当时更恰逢京东方面宣布将在 5 年内设立 100 万家便利店，计划投资 20-30 亿美元用于现代物流之时。

“按照刘强东的说法，这两项投资都将从一开始就盈利，因此高瓴资本的抛售行为难免让人感到疑惑。” Wong Kok Hoi 如此评价道。

许多美国投资人和分析师在分析京东估值时被亚马逊的光环所影响，Wong Kok Hoi 认为这是一个错误，原因有很多。亚马逊是一个不断创新的技术颠覆者，有 Alexa，Amazon Go，Kindle，Prime，云，媒体/视频等等。亚马逊的云服务每年的收入达 150 亿美元，经营性收入达 36 亿美元，增长幅度超 50%。2017 财年第一季度，亚马逊的云收入在总体年化经营性收入中占到 89%。没有亚马逊云服务，亚马逊的市值不可能有现在这么多；京东蹭了亚马逊的“云光环”，但实际上这不是它该得的。

此外，亚马逊在美国电商领域占据霸主地位，几乎没有竞争对手，并在 12 个国家开展业务。京东即使是在中国也跟霸主地位相去甚远，也没有海外业务。在中国，阿里巴巴占据 75% 的市场份额。从价值来说，亚马逊的市值在 2009 年是 500 亿美元，当时它已实现了 GAPP(一般会计准则)9 亿美元的利润，到 2010 年时盈利达到了 12 亿美元，市盈率为 50 倍。

Wong Kok Hoi 认为，京东自 2011 年以来技术投入占总收入的比重仅从 1.1% 上升为 2016 年的 2.1%，与亚马逊相比微不足道。因此运营成本结构，特别是仓配，将维持巨大挑战，利润将继续承压。

利润率低，强势直营业务或成“鸡肋”

值得注意的是，除了对京东市值的不认可外，该份报告还对当前京东大力发展的直营业务的未来表示了更大担忧。

众所周知，自上市以来，京东保持了以直营为主的运营模式。在 2017 年一季度中，直营收入占总营收的比重超过 90%。

“当前有人之所以对京东看多，主要是因为他们认为京东的直营业务毛利率将扩大到十打头两位数的中值(15%左右)。但这并不现实，因为 3C 产品的利润率很低，而 3C 产品销售收入占京东总收入的 50%以上，所以这将是阻碍其盈利的一个重要因素。”

Wong Kok Hoi 进一步解释称，“不仅如此，京东本身也很难摆脱 3C 家电占主导的产品结构，同时京东和主要竞争对手相比不具有特殊采购优惠条款，所以随着 3C 家电的线上渗透率趋于饱和，京东在这些领域的增速势必会出现放缓。”当然，如今京东的直营业务已不再局限于 3C 家电范畴。据京东首席财务官黄宣德的透露，在今年一季度期间，食品、饮料、婴幼儿用品等快消品类的产品对直营业务收入的高速增长同样发挥了重要作用。

对此，Wong Kok Hoi 表示，虽然近年来京东方面试图通过收购 1 号店和永辉超市的部分股权以期进入快消领域，京东通过直营快消品模式盈利的做法是一次风险很大的赌博。“因为快消品市场虽然增长很快，但竞争很激烈且利润率很低。由于订单都是小份，相关仓配费用也比较高。”

诚如 Wong Kok Hoi 所说，通过分析京东近年来财报不难发现，随着京东在快消领域的投入加深及相关业务的快速拓展，其履约成本亦快速上升，其履约成本占自营营收的比例也呈现出逐年走高的趋势。

以今年一季度为例，同比去年同期，京东履约成本上升了 30 个百分点，达到 58.53 亿元人民币，约占自营收入的 8.39%。

物流优势遭质疑

此外，Wong Kok Hoi 认为，京东的 256 个仓库网络(95%是租用的)及“最后一公里”配送曾被投资者看作是其一个重要的长期优势要素。但就当前市场环境而言，这一要素的重要性明显被夸大，而且在阿里巴巴等竞争对手包围下，也很容易被取代。更为重要的是，京东的仓库面积平均只有 2.2 万平米，适合存储 3C、家电，但对快消品及高毛利产品来说则显得不是很适合。

当然，除了对现有物流运营的质疑外，Wong Kok Hoi 指出，京东物流的劳动密集型模式将深受工资上涨的影响，并且这种影响还将随着其他物流快递公司对人力的加速竞争而加剧。

数据显示，在京东仓配支出中，劳动力成本成为了其中的最大一项。在 2014-2016 年期间，这一支出分别高达 41 亿元人民币、73 亿元人民币和 108 亿元人民币。同时，截止 2016 年 12 月，京东拥有 120662 名全职员工，其中有超过 10 万名员工正是在仓配部门工作。

Wong Kok Hoi 强调：想要管理和驾驭复杂的物流体系，需要富有创造性、技术驱动的解决方案，而京东在技术方面已落后了。而一家仍在亏钱的公司，难以找到足够的资金去大量投资旗下物流网络，让其实现扩张和升级的目的。

财经评论员杨国英指出，虽然自营物流一向被外界视为京东最大的优势，但从另一个角度来看，这部分的支出也在成为该公司的一大负担。同时他还指出，虽然目前京东已将其物流业务进行剥离，并对外开放，但从当前市场环境来看，其物流业务并不具备何种独特优势，面对其他同业公司的竞争仍将困难重重。

此外，有业内人士还针对京东剥离物流业务的决定进行分析认为，这也是出于对公司毛利率水平的考量。

在报告最后，Wong Kok Hoi 总结认为，京东的两个主要结构性挑战—自营业务低利润率产品结构和劳动密集型物流模式中遭遇的工资上涨，中期内不会轻易被改变。由于这些结构性原因，京东要创造 GAAP 相关利润非常困难。

值得注意的是，京东在第一季度号称实现 3500 万美元的盈利，其首席财务官表示，接下来几个季度不会再像第一季度表现那么好，因此，2017 年实现 1.4 亿美元盈利的目标看来是有难度的。即使实现了这个目标，京东市盈率仍高达 410 倍。即使它的盈利在未来两年里翻番，到 2019 年的市盈率仍达 103 倍。对一个并没有实际经济规模的企业来说，京东的价值能否经得住推敲仍值得怀疑。

产品情况

信托产品

上周共搜集到新发行信托产品 32 只，期限为 6-36 个月不等。年化收益率在 5.6%~7.6%之间。

资管产品

上周共搜集到新发行资管产品 2 只。期限都为 24 个月。年化收益率在 8%。

银行理财

上周共搜集到银行理财产品 25 只。期限为 34-503 天不等。年化收益率在 4.4%-5.2%之间。