

目录

本期导读.....	2
美联储加息 25 个基点 货币政策将进入“新阶段”	2
统一监管箭在弦上 百万亿资管市场将转型谋变	2
宏观政策.....	3
基建大增带动经济“开门红” 消费仍待发力	3
前 2 月房地产投资增速加快 全国商品房库存环比再度增长	8
美联储加息 25 个基点 货币政策将进入“新阶段”	13
监管政策.....	15
大资管统一监管标准 金融监管协调机制迈出一大步	15
统一监管箭在弦上 百万亿资管市场将转型谋变	21
保险资管.....	26
泰康资产资管产品注册规模 336 亿 净资产超 71 亿	26
行业新闻.....	27
首批传统基础设施 PPP 资产证券化项目落地 有利于盘活资产降低杠杆	27
信托同业合作回归业务重点 委外、私募 ABS、同业平台三管齐下	30
资管变局下的银行理财：权益类投资回暖	36
产品情况.....	43
信托产品	43
资管产品	43
银行理财	43

本期导读

美联储加息 25 个基点 货币政策将进入“新阶段”

据外媒报道，美国联邦储备委员会 15 日宣布将上调短期利率，并有望在今年继续收紧货币政策。随着美国经济转强，美联储将步入货币政策的“新阶段”。

美联储官员表示，将于 16 日把基准联邦基金利率目标区间调高 0.25 个百分点，至 0.75%-1% 区间，并预计会在经济表现符合预期的情况下继续徐缓上调利率。

美联储官员像去年 12 月那样预计今年会加息三次，每次幅度为 0.25 个百分点。这意味着美联储在本周加息后今年还将加息两次。

联邦公开市场委员会在为期两天的政策会议结束后发表声明称，随着货币政策立场逐步调整，经济活动将以温和步伐扩张，就业市场形势会进一步转强，通胀率也将于中期稳定在 2% 左右的水平。

统一监管箭在弦上 百万亿资管市场将转型谋变

今年全国两会期间，大资管产品统一监管的政策已经得到监管层确认。作为资管领域去杠杆、防风险、消除监管套利和服务实体经济的重大举措，大资管统一监管政策也引发与会代表委员的密切关注。

多位两会代表委员认为，大资管统一监管政策将对百万亿元资管市场产生冲击，资管产品或将开启去通道化进程，主动管理能力将成为资管机构未来核心竞争力。

宏观政策

基建大增带动经济“开门红” 消费仍待发力

3 月 14 日，国家统计局公布的数据显示，今年 1-2 月经济实现了良好开局。

统计数据显示，2017 年 1-2 月份，全国固定资产投资同比增长 8.9%，增速比去年加快 0.8 个百分点。同期全国规模以上工业增加值、全国服务业生产指数同比实际增长 6.3%、8.2%，增速较去年 12 月加快 0.3、0.1 个百分点。

中国经济中服务业比重超过了 50%。因此如仅以产业增加值测算，一季度经济增速很可能达到 6.7%。

不过，中国经济可持续发展的动力仍不足：目前经济拉动主要是基建带动明显，三驾“马车”中的投资（固定资本形成）、消费动力在减弱。

比如 1-2 月固定资产投资到位资金同比下降 8%。社会消费品零售总额同比名义增长 9.5%，增速比上年 12 月份回落 1.4 个百分点。

国家统计局新闻发言人盛来运指出，1-2 月份国民经济延续了去年下半年以来稳中向好发展态势，积极变化累积增多，发展态势持续改善，为推进全年经济社会发展目标任务打下了好的基础。

但他表示，目前国际不稳定不确定因素仍然较多，国内改革发展任务仍十分艰巨，发展的内生动力仍需加强。“（下一步要）适度扩大总需求，加强预期引导，深化创新驱动，不断巩固国民经济稳中向好的发展态势。”他在 3 月 14 日的发布会上说。

基建投资加快的“效应”

21 世纪经济报道记者了解到，今年 1-2 月经济实现了快速增长，无论工业、服务业增速，还是投资、出口增速，均比去年有所提升。其中民间投资更是“抢眼”。

1-2 月，全国固定资产投资（不含农户）41378 亿元，同比增长 8.9%，增速比去年加快 0.8 个百分点。其中民间投资 24977 亿元，增长 6.7%，比去年加快 3.5 个百分点，为去年 3 月份以来的最高增速。

1-2 月出口额、进口额同比增速（人民币计价）分别为 11%、34.2%，大幅高于去年 12 月 0.6%、10.8%的增速。

鉴于此，银河证券首席经济学家潘向东认为，一季度的 GDP 增速可能会在 6.7% 左右。

“1-2 月出口加快有去年基数比较低的原因。而工业回升很大一部分是由于补库存的影响。”潘向东说，“目前基建投资加快，是非常引起人关注的，原因就是 PPP（政府与社会资本合作）确实在加速。”他说。

21 世纪经济报道了解到，1-2 月全国基础设施投资 8315 亿元，增长 27.3%，这比 2016 年全年的 17.4%、2015 年全年的 17.2% 增速，提高了 10 个百分点左右。

基建投资加快使挖掘机的销售大幅增加：今年前 2 月挖掘机销售在 1.9 万台左右，同比增长了 190%。

基建快速增长也反映了“补短板”的需求强烈。统计局数据显示，1-2 月生态保护和环境治理业投资增长 38%，公共设施管理业投资增长 35.8%，道路运输业投资增长 21.6%，水利管理业投资增长 19.1%。

基建投资加快也带动了重工业需求增加。1-2 月粗钢、有色金属、平板玻璃产量分别为 1.14 亿吨、692 万吨、1.28 亿重量箱，同比分别增长 5.6%、11.7%、5.7%。

国家统计局新闻发言人盛来运指出， 1-2 月经济运行的主要指标数据，跟去年同期或者去年 12 月相比，多数都趋向改善，有些指标的表现好于预期。

“综合这些指标的情况来看，生产和需求略有回暖，总体运行延续了去年下半年以来稳中有进、稳中向好的态势。这表明稳的基础在加强。”他说。

数据显示，41 个大类行业中有 32 个行业增加值保持同比增长。其中，工业用电量 1-2 月份增长 6.9%，去年同期工业用电量是负的。服务业的用电量是 7.3%，也是明显提高。

消费增速下降

不过，下一步要实现经济持续稳定增长，仍需要新的动力。因为，目前投资快速增长的动力不足，另外消费也需要有居民收入增长的支持。

以投资为例，尽管全社会固定资产投资、民间投资，以及房地产投资都在加快，但是 1-2 月新开工项目计划总投资 20130 亿元，下降 8.3%，大幅低于去年全年增长 20.9% 的数字。这表明后续投资项目不足。

此外，1-2 月固定资产投资到位资金 54575 亿元，同比下降 8%，低于去年全年 5.8% 的速度。其中，自筹资金下降 19%，降幅比去年全年扩大 18.9 个百分点。这表明目前投资项目开工多，后续资金其实难以有保障。

亚洲开发银行中国代表处高级经济学家庄健认为，目前经济形势向上，与地方项目的上马是有关系的。新开工项目计划投资减少，可能与前几年项目效益递减有关。

“企业自筹资金不佳，除了和企业自身的产品销售、市场运作有关外，与融资成本的增长也是存在关系的。”庄健表示，“下一步要注意金融风险。比如依靠地方政府和企业的负债，来拉动经济增长存在的风险。”他说。

21 世纪经济报道了解到，1-2 月投资加快，与很多项目落地有关。国家“十三五”规划的 165 个重大项目正在加速落地。

另外 PPP（政府和社会资本合作）项目也在加快实施。截至 2016 年底，PPP 项目已经签约落地 1351 个，计划总投资达 2.2 万亿，项目落地速度明显加快。但是后续资金能否完全到位，仍需要观察。

在消费方面,1-2 月份,社会消费品零售总额 57960 亿元,同比名义增长 9.5% (扣除价格因素实际增长 8.1%),增速比去年 12 月、去年同期分别回落 1.4、0.7 个百分点。

尽管这主要受汽车消费放慢导致。但是从长期看,居民收入增速放缓,可能会影响消费可持续增长。

统计数据显示,2016 年全年全国居民人均可支配收入 23821 元,比上年名义增长 8.4%,扣除价格因素实际增长 6.3%,低于 GDP6.7%的增速。

中国银行国际金融研究所高级研究员周景彤认为,头 2 个月供给和需求都在快速增长。整体来看,如果 3 月份延续这种态势的话,今年一季度 GDP 增速比去年四季度的 6.8%还要高。

但是目前经济有很大的不确定因素,如房地产调控升级对投资的影响,投资的资金到位问题,消费不足等,这些都应引起关注。

前 2 月房地产投资增速加快 全国商品房库存环比再度增长

3 月 14 日,国家统计局公布了 2017 年 1-2 月份全国房地产开发投资和销售情况,全国房地产开发投资 9854 亿元,同比名义增长 8.9%,增速比去年全年提

高 2 个百分点。销售层面，全国商品房销售面积 14054 万平方米，同比增长 25.1%；商品房销售额 10806 亿元，同比增长 26%。

土地市场上，经历了 2016 年全年 3.4% 的同比负增长后，土地购置面积增长终于在 1-2 月由负转正。其间，房地产开发企业土地购置面积达到 2374 万平方米，同比增长 6.2%，同时土地成交价款 794 亿元，增长 12.7%。

国家统计局新闻发言人盛来运指出，数据表明，新一轮房地产市场调控采取的因地制宜、分城施策的调控措施是正确的，且成效明显，从 1-2 月份情况来看，三四线城市去库存的进程在加快。

投资增速近一年新高

3 月 14 日，国家统计局公布了 2017 年 1-2 月份全国房地产开发投资和销售情况。在调控效应和市场需求的复杂作用下，各项数据变化明显。

这首先体现在投资层面。1-2 月份，全国房地产开发投资 9854 亿元，同比增速达到近一年来的最高值 8.9%，比上年全年加快 2 个百分点。

土地市场方面，1-2 月份，房地产开发企业土地购置面积 2374 万平方米，同比增长 6.2%，实现一年来首次由负转正；土地成交价款 794 亿元，增长 12.7%，增速回落 7.1 个百分点。

21 世纪经济报道记者据此测算，1-2 月份，土地平均购置价格为 3344.6 元/平方米，相比 2016 年全年土地平均购置价格 4144.8 元/平方米，总体地价环比下滑趋势明显。

易居研究院智库中心研究总监严跃进认为，从土地市场的购置数据来看，呈现了转负为正的状态，过去供地和土地交易数量不足的风险正得到纠正，土地供应和交易的节奏在加快。尤其是对于目前一些大城市郊区市场来说，供地节奏加快，既符合了房企新一轮土地获取的需求，同时也防范了高溢价等现象的出现，预计上半年很多城市供地规模明显会加快。

同策咨询研究部总监张宏伟认为，企业在“调整年”并未减弱投资力度，甚至出现增长，一方面是由于去年良好的销售状况，带给企业相对充裕的资金环境；另一方面，也与企业为了应对可能到来的市场调整，通过投资，积极改善其在三四线城市的市场布局有关。这些企业在三四线城市的布局，也在一定程度上拉低了全国土地成交价格。

不过，销售与资金状况显示，房地产企业的投资热，持续时间存疑。

统计局数据显示，在调控政策的效用下，1-2 月份，全国商品房销售面积 14054 万平方米，同比增长 25.1%，增速比去年全年提高 2.6 个百分点。全国商品房销售额 10806 亿元，同比增长 26.0%，增速回落 8.8 个百分点。

同时，房地产开发企业到位资金 22880 亿元，同比增长 7%，增速比去年全年回落 8.2 个百分点，增幅缩水近半。

严跃进认为，在销售数据受政策管控影响的背景下，房企资金方面的压力依然需要警惕，尤其可能出现透支现象。

他分析，如果下半年政策继续收紧，市场销售数据下滑，企业销售回款等资金压力会增加，而如果再融资等收紧，那么部分房企甩卖股权的做法会增多。

弱三线城市去库存乏力

在采访过程中，受访者的一个共同观点是，从目前房地产销售的市场结构来看，三四线热点城市的拉动效应，对销售额增长作用明显。

在解读 1-2 月份房地产开发投资与销售数据时，盛来运同样指出，1-2 月份数据来看，三、四线城市去库存力度加大，非重点城市商品房销售面积同比增长 35.9%，增速比上年全年加快 14 个百分点。

2 月末，全国商品房待售面积 70555 万平方米，比上年同期下降 4.6%。尽管同比下降，但仍比去年末增加 1015 万平方米，也是 2016 年初以来首次连续出现库存增加的情况。

严跃进认为，库存规模增加与近期春节假期效应下销售数据受阻相关。但也有些观点认为，这表明了一些弱三四线城市的库存尚未真正消化，楼市分化的形势正在三四线城市蔓延。

中国指数研究院发布的交易情报称，截至 2017 年 2 月末，中指监测的 40 个主要城市库存量环比下降 5.5%，一些强二三线城市库存下降明显，其中蚌埠降幅最大，为 17.91%，温州次之，降幅为 8.75%。

一线城市中，以北京为例，房天下数据研究中心 3 月 14 日发布报告称，北京商品房库存已连续 6 周下滑。

这些数据表明，一二线城市与强三线城市的库存都在下降，因此，一些弱三线、去库存需求最迫切城市的问题凸显出来。

新城控股副总裁欧阳捷认为，商品房的库存增加主要是办公楼和商业增加了 1700 多万平方米，住宅市场的库存情况则差异较大。热点的一二线城市因为限购等调控原因导致成交量明显下滑，包括深圳、北京、廊坊等市都有同样的情况，但对于去库存存在困难的弱三四线城市，其库存其实是在上升。

美联储加息 25 个基点 货币政策将进入“新阶段”

据外媒报道，美国联邦储备委员会 15 日宣布将上调短期利率，并有望在今年继续收紧货币政策。随着美国经济转强，美联储将步入货币政策的“新阶段”。

美联储官员表示，将于 16 日把基准联邦基金利率目标区间调高 0.25 个百分点，至 0.75%-1% 区间，并预计会在经济表现符合预期的情况下继续徐缓上调利率。

美联储官员像去年 12 月那样预计今年会加息三次，每次幅度为 0.25 个百分点。这意味着美联储在本周加息后今年还将加息两次。

联邦公开市场委员会在为期两天的政策会议结束后发表声明称,随着货币政策立场逐步调整,经济活动将以温和步伐扩张,就业市场形势会进一步转强,通胀率也将于中期稳定在 2%左右的水平。

报道指出,美联储的声明中出现了新的措辞,即最近几个季度的通胀率正在接近该央行设定的 2%长期目标。美联储还表示,这仍是一个对称性目标,意味着美联储官员可能容忍通胀在一段时间内略微超过该目标。

官员们对联邦基金利率的预期中值与去年 12 月的预期几无变化,预计到 2018 年底短期利率将处于 2.0%-2.25%之间,表明明年还将加息三次,每次加息幅度为 0.25%。预计在那之后的加息幅度略微增加,预期中值显示到 2019 年底联邦基金利率将达到 3%。

美联储声明指出,目前的货币政策立场将支持就业市场形势进一步好转,并支持通胀率稳步回升至 2%水平。

美联储官员对经济的预期与去年 12 月基本一致,他们对今明两年国内生产总值(GDP)增幅的预期中值为 2.1%,对长期失业率的预期中值从之前的 4.8%小幅降至 4.7%。

明尼阿波利斯联邦储备银行行长卡什卡利(Neel Kashkari)15 日对加息投了反对票。他希望利率维持不变。这是美国联邦储备委员会会议自去年 11 月以来首次出现反对声音，当时堪萨斯城联储行长乔治(Esther George)和克利夫兰联储行长梅斯特尔(Loretta Mester)对美联储维持利率不变的决定投了反对票。

监管政策

大资管统一监管标准 金融监管协调机制迈出一大步

统一资产管理类业务的监管标准，能制止金融机构利用监管标准差异进行监管套利，还能避免因监管标准不同造成的市场不公平竞争。未来银监会、证监会、保监会将进一步制定具体细则，与大资管统一监管新规相对应。

自 2015 年场外融资加杠杆引起 A 股剧烈波动后，加强金融混合经营的风险防范就逐渐成为监管共识。“三会合一”的说法去年一度十分热闹，虽未正式得到证实，但金融监管体制改革再度成为今年两会的热议话题。

目前由中国人民银行牵头制定的资管统一监管标准新规，虽仍属于征求意见稿，但这个纲领性文件覆盖了原证监会管辖的券商资管、信托产品、公募基金，以及银监会管辖的银行理财产品、保监会管辖的保险产品，被视为“一行三会”在金融监管体制改革上的一次试验。

日前，央行行长周小川表示，两年多以前就成立了金融监管协调部际联席会议，如今“一行三会”及外汇局在资管的统一监管上初步达成一致，未来可能会进一步细化。

避免因标准不一的监管套利

近几年，资产管理行业早已形成混业经营的大资管竞争格局。从银信合作到银证合作，银行类信贷资金出表，借道信托计划或券商产品投向房地产；公募牌照申请对私募机构开放，券商资管、保险、私募公司等都可以申请公募基金管理人的牌照；信托公司发行证券投资类产品，券商资管与公募基金展开对银行委外资金的争夺，等等，这些都表明，金融机构早已在资产管理领域形成混业经营。

但我国目前的金融监管体制仍是按机构类型进行监管，难以适应混业经营趋势下的监管要求，甚至因各类机构的资管产品标准不同而存在监管套利的空间。

周小川日前在新闻发布会上回答记者提问表示，资管行业存在几个突出问题：一是理财产品市场上标准差距太大、套利机会太多、投机性过强等混乱问题；二是监管之间通气不够，对市场总体观察和风险把握还不够好；三是有一些资产管理产品嵌套运行，来回在金融系统里转。

《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，这是央行最新发布的统一资管监管标准的新规，被认为是未来相当长时间内对大资管市场产生影响的纲领性文件。不过，除杠杆比例限制、投资集中度限制、风险准备金要求外，其他相关内容都需要进一步明确细化。

全国人大代表、全国人大财经委员会副主任委员吴晓灵就主张，金融监管的思路应从以往的机构监管转变为机构监管与功能监管相结合。在资产管理领域，金融机构做了某项业务，就应该按照业务本质去接受监管。她同时认为，最典型的混业交叉经营就是大资本市场的资产管理，按法律程序交由证监会监管比较好。

全国人大代表、中国银监会信托部主任邓智毅表示，统一资产管理类业务的监管标准，有利于严防金融风险，维护市场秩序。从长远看，对推动我国资产管理市场可持续发展，以及整个金融体系改革与发展都具有深远意义。

邓智毅重点强调的就是新规可以有效防控风险，既能制止金融机构利用监管标准不一致进行监管套利，还能避免因监管标准不同造成的市场不公平竞争。

防止资金借道脱实向虚

新任银监会主席郭树清曾表示，资产管理行业由于监管主体和法律规章不一致，确实出现了一些混乱，导致资金脱实向虚。

央行的指导意见规定统一资本约束和风险准备金，也就是说，金融机构开展名为代客理财实际承担兑付责任的资产管理业务，应当建立资本约束机制。金融机构应当按照资产管理产品管理费收入的 10% 计提风险准备金，风险准备金余额达到产品余额的 1% 时可以不再提取。

这与证监会此前颁布的相关规定有异曲同工之处，即通过净资本约束来限制券商通道业务的发展，而当时被认为是信托不在此列。目前，券商资管规模约有 70%~80% 是通道业务，基本上承接了银行的类信贷投资业务。

征求意见稿统一将券商、信托等都包括在内，不过又开了一个口子，那就是金融机构通过子公司开展资产管理业务或者开展资产管理业务名实相符的，不受上述资本约束条款的限制。

事实上，这份指导意见对非标的监管思路基本沿袭了银监会的标准，而证监会原本就禁止多数证券期货经营机构资管产品投资非标，成为影子银行。

指导意见还统一了资管产品的杠杆要求。结构化产品、优先份额/劣后份额的杠杆倍数分别为固收类 3 倍、股票类 1 倍、其他类 2 倍。对公募产品和私募产品，对总资产/净资产设定 140% 和 200% 的限制。

“这就是为了支持实体经济。”邓智毅对证券时报记者表示，统一资管监管标准有利于稳步推进金融去杠杆，防止资金“空转”和“脱实向虚”，使资管回归本质，紧扣“三去一降一补”五大任务，主动参与供给侧结构性改革。

三会将制定具体细则

值得注意的是，统一资管监管标准虽然被视为金融监管体制改革的一种尝试，但毕竟是在不改变整个金融领域机构监管的现状下，通过“一行三会”的协调来进行的，所以最终需要寻找既不违背现有法律，又能兼顾各机构差异化发展需要的规定。

指导意见中仍存在一些有争议的问题，比如控制风险集中度的“双十限制”，即单只产品投资单只证券或证券投资基金不超过净资产的 10%（私募产品除外）；全部资管产品投资单只证券或证券投资基金的市值，不超过总市值的 10%。

在此之前，除了公募基金以外的产品没有 10% 的限制，这意味着单个银行理财产品投资证券投资基金也不能超过基金规模的 10%，也就是不能投资定制公募基金。

吴晓灵对证券时报记者表示：“银行的很多理财产品持有人都超过了 200 人，某种意义上也属于公募基金，如此也应参照公募的监管标准。”

未来，银监会、证监会、保监会还将进一步制定具体细则。全国人大代表、银监会副主席王兆星在接受证券时报记者采访时表示，银监会将出台银行理财产品的新办法，与大资管统一监管新规相对应。至于如何配合协调，目前还在研究修改中。银监会副主席曹宇也表示，理财产品新规需待指导意见的正式稿出台，而理财新规要求会更高，因为统一监管指导意见是最低标准。

证监会主席刘士余则表示，“一行三会”和有关机构制定资管产品的统一监管办法，这是中国金融市场防范风险、健康发展必须要做的一件大事，证监会正积极配合。

保监会副主席陈文辉表示，由央行牵头，“一行三会”一直在紧锣密鼓地进行监管框架的统一设计。整个资管业务有共同的规律，统一的监管标准非常有必要。

邓智毅表示，统一资管的监管标准还应充分考虑各类金融机构的功能定位，遵循各自发展规律，保持我国金融生态的多样性。他建议在消除监管套利前提下，对善意的金融合作保持适当宽容，以实现资源互补优化配置。应适当设置缓冲期，减少市场波动。同时应依法规范非金融机构和金融交易平台开展的资产管理活动。

周小川日前也表示，这个新规绝不是一劳永逸的，因为市场不断变化，可能还会进一步细化。未来金融监管协调机制还将朝着这个方向继续努力，而且在达成一致意见的情况下，还可能提高到更有效的层次。

统一监管箭在弦上 百万亿资管市场将转型谋变

今年全国两会期间，大资管产品统一监管的政策已经得到监管层确认。作为资管领域去杠杆、防风险、消除监管套利和服务实体经济的重大举措，大资管统一监管政策也引发与会代表委员的密切关注。

多位两会代表委员认为，大资管统一监管政策将对百万亿元资管市场产生冲击，资管产品或将开启去通道化进程，主动管理能力将成为资管机构未来核心竞争力。

银行理财规模或受较大冲击

中国证券投资基金业协会公示的数据显示，截至 2016 年 12 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 51.79 万亿元。除此之外，据普益标准测算，2016 年末，银行理财存续规模将超过 30 万亿元；而信托资管总规模则在 20 万亿元左右；保险资管规模约为 15 万亿元。由此看来，我国 2016 年末的资管产品规模合计超过百万亿元。

从市场流传出的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见(征求意见稿)》(以下简称“资管新规”)来看,资产管理业务定向为表外业务,金融机构不得开展表内资产管理业务。资产管理产品不得投资其他资产管理产品,但 FOF(基金中的基金)、MOM(管理人的管理人基金)、单层委外除外。

这意味着,银行保本理财将不再作为资产管理业务,转为资产负债业务,而银行理财资金不得投资其他资管产品,将对银行理财的资产配置造成较大约束。

经济界的一位全国政协委员认为,资管新规会造成银行理财规模收缩。目前来看,银行理财产品投资信托、公募基金或券商资管产品是很常见的,不允许 FOF 或 MOM 之外的资管产品投资资管产品,对银行理财的影响很大。

但全国政协委员、原招商银行行长马蔚华认为,通过统一监管和制度规范,会促进银行理财更加健康发展。由于银行理财规模巨大,而且与老百姓密切相关,要高度重视防范风险。

在马蔚华看来,过去的监管和分散管理模式,以及资管机构推出的非标准化产品,会造成一些风险积累,统一标准后便于资管产品的监管,也有利于防范市场风险。“统一监管大资管产品特别重要的意义在于,如果用标准产品,将来才

有市场进行转让，促进产品流动性，这样也更有利于化解资管产品风险。” 马蔚华称。

逾八成券商资管业务将受影响

谈及对券商资管业务的影响，上述经济界政协委员认为，券商资管和信托短期都会受到挤压，通道业务（银行借通道进行表外资产转移、开展类信贷业务等）影响最大，券商资管还有主动投资集合理财，但信托证券投资类产品少，利润影响较大。

该政协委员认为，从券商资管业务来看，券商资管的集合理财等主动管理业务影响比较小。而有些主动管理规模较低但管理总规模高的，大部分都是通道业务，这些券商资管受到的影响最为明显。

根据中国证券投资基金业协会公示的数据显示，截至 2016 年底，证券公司资产管理业务中，2.48 万只资管产品合计资产规模为 17.58 万亿元，其中定向资管计划资产（一般定向是通道业务）规模为 14.69 万亿元，通道占比高达 83.56%。

从资管规模靠前的证券公司来看，通道业务的占比也居高不下。截至 2016 年底，证券公司资产管理规模和主动管理规模前 20 名的公司中，主动管理业务

规模在资管总规模的占比为 32.49%，这也就意味着，剩余近七成的券商资管规模也是通道类业务。若按照资管新规的要求，这类券商资管业务都将受到较大影响，资管规模也将受到挤压。

信托短期将承受双重挤压

资管监管标准的统一，使信托行业同样面临重大挑战。

全国人大代表、中国银监会信托部主任邓智毅表示，资管监管标准的统一，可以消除监管套利，还能避免不公平竞争。短期看可能使信托出现资产荒与资金来源收窄的双重“挤压”，但长期而言仍是机遇。信托在净资本监管、尽调标准、内控程序、信息披露、投资者保护等诸多方面的行业标准，可以提供很好的借鉴。

在邓智毅看来，统一资管产品监管标准，首先可以有效防控风险，既能制止金融机构利用监管标准不一致开展监管套利，还能避免因监管标准不同造成的市场不公平竞争；其次有利于支持实体经济，稳步推进金融去杠杆，防止“资金空转”和“脱实向虚”，使资管回归本质；最后，还有利于强化投资者保护，有助于建立统一的投资者适当性分类管理机制，引导投资者按自身风险水平适度投资，确保合适的金融产品推介给适当的投资者。

邓智毅对记者表示，资管监管标准的统一，一定程度消除了信托原有的跨市场资产配置的独特优势，短期可能承受资产荒与资金来源收窄的双重“挤压”，传统经营模式和盈利能力将受到挑战。

公募基金规模增速或大幅下滑

资管新规明确禁止多层嵌套、限制通道业务，但在实际运行中，传统类型的资管产品投资标准化的公募基金产品更多。如果禁止资管产品投资资管产品，近年来“汹涌而入”的委外资金将遭受“重创”，公募基金的规模增速也会因此下滑。

上述经济界政协委员告诉记者，公募基金作为标准化产品，是银行、保险等资金青睐的产品类型，传统类型的资管产品投资公募基金也属于正常的运作方式，包括银行理财产品投资公募基金，保险资管产品投资公募基金等都属于资管产品投资资管产品，并没有被认为是监管套利。如果这一块被禁止，公募基金会减少大量的机构投资者，规模增速也会大幅下滑。

另外，资管新规要求，金融机构不得使用自有资金购买本机构或者资产管理子公司发行的资产管理产品。但此前监管层一直鼓励管理人购买自家管理的公募基金和专户产品，如公募机构大力宣传的发起式基金，就是使用自有资金购买本机构发行的产品，以便更好地与投资者利益绑定。

Wind 数据显示，截至 2016 年末，市场上 287 只公募基金（A、C 份额分开计算）合计资产净值已达 4566.16 亿元。

上述经济界政协委员表示，新规的要求可能还需进一步细化，需要考虑到某些产品的特殊性，比如发起式基金的制度设计对投资者利益保护是有利的。

“总体而言，资管新规是一个纲领性文件，对杠杆比例、投资集中度、风险准备金都有具体要求，可以针对资管产品去杠杆、防风险。但对于市场分歧较大的资管产品不得投资资管产品、自有资金不得购买自家产品的规定可能还需要进一步细化，但资管新规的核心是去通道化，未来资管机构必须谋求转型，打造自身的主动管理能力才是机构最核心的竞争力。”该委员称。

保险资管

泰康资产资管产品注册规模 336 亿 净资产超 71 亿

3 月 13 日，泰康资产对外披露，截至 2016 年底，其注册资本 10 亿元，净资产超过 71 亿元(合并报表口径，未经审计)。

目前，泰康资产投资范围涵盖固定收益投资、权益投资、境外投资、基础设施及不动产投资、股权投资、金融产品投资等，所提供的服务和产品包括保险资

金投资管理、另类项目投资管理、企业年金投资管理、金融同业业务、财富管理服务、资产管理产品、养老金产品、境外理财产品、QDII(合格境内机构投资者)专户、公募基金产品等。

值得一提的是，从 2006 年到 2016 年，泰康资产受托泰康保险集团一般账户资产年均投资收益率超过 8%，超越保险业平均收益率约三个百分点。

以另类投资为例，根据中国保险资产管理业协会数据，2016 年泰康资产管理产品注册规模为 336.52 亿元，占比 10.60%，注册规模位于行业首位，创历史新高。截至 2016 年末，泰康资产累计发行项目规模超过 1700 亿元，行业占比超 10%，累计投资规模处于业内领先地位。

行业新闻

首批传统基础设施 PPP 资产证券化项目落地 有利于盘活资产降低杠杆

3 月 10 日，三只传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）资产证券化项目获得上交所确认，并出具无异议函。这标志着国家发改委和中国证监会推进的首批传统基础设施领域 PPP 资产证券化项目正式落地。

证监会新闻发言人张晓军 10 日表示，国家发展改革委向证监会提供了首批 9 单 PPP 资产证券化项目的推荐函，其中包括交通设施、工业园区、水务、固废

处理等类型的传统基础设施领域项目,近日首批传统基础设施领域的 PPP 资产证券化项目落地。

上交所方面介绍,在国家发展改革委和证监会的指导下,上交所近期受理了中信证券-首创股份污水处理 PPP 项目收费收益权、华夏幸福固安工业园区新型城镇化 PPP 项目供热收费收益权、中信建投-网新建投庆春路隧道 PPP 项目三只资产支持证券挂牌转让申请。三只 PPP 项目资产证券化产品符合上交所挂牌转让条件,予以确认并出具无异议函。

据悉,此次获批的三个项目集中在污水处理、供热收费的公用事业以及基础设施建设领域,均为传统基础设施领域 PPP 项目。

中信证券-首创股份污水处理 PPP 项目收费收益权资产支持专项计划,由首创股份旗下 4 家全资水务子公司作为原始权益人,以水务子公司持有的污水处理 PPP 项目项下的污水处理收费收益权为基础资产,产品总规模 5.3 亿元,其中优先级规模 5 亿元,获 AAA 评级。

华夏幸福固安工业园区新型城镇化 PPP 项目供热收费收益权资产支持专项计划,以华夏幸福全资子公司九通公用事业在固安工业园区内未来 6 年向供热用户收取供热收费的收益权为基础资产,产品总规模 7.06 亿元,其中优先级 6.7 亿元,获 AAA 评级。

中信建投-网新建投庆春路隧道 PPP 项目资产支持专项计划，以浙江浙大网新集团有限公司下属子公司拥有的杭州市庆春路隧道专营权合同债权作为基础资产，产品总规模 11.58 亿元，其中优先级 11 亿元，获 AAA 评级。

在专家看来，PPP 模式为提高我国基础设施水平发挥了积极作用，而资产证券化作为基础设施领域重要融资方式之一，产品特征与 PPP 项目投资收益稳定、回报期长的特点相契合。推动 PPP 项目资产证券化有利于盘活 PPP 项目存量资产，吸引更多社会资本参与 PPP 项目建设，提高 PPP 项目资产流动性，推进供给侧结构性改革。

上海证券交易所副理事长张冬科近日表示，当前在经济形势错综复杂，企业杠杆率高企，信用违约风险增加，经济下行压力尚未完全缓解的大背景下，既要充分发挥资本市场的投融资功能，又要有效防范和降低系统性金融风险，既要积极支持实体经济，又要逐步降低企业融资杠杆，这是两难问题。

“资产证券化作为有效的金融手段至少有三个好处，可以缓解上述两难。”张冬科说，一是可以把一些缺乏流动性的优质资产转化为流动性较高的证券资产，进而能够盘活存量资产；二是运用出表型资产证券化产品，不会加大企业融资杠杆，避免生成金融风险；三是相比较于其他债券产品，资产证券化产品具有不同类型的外部增信保障，可以降低投资风险。

中东欧基金公司董事长姜建清表示，中国金融的主要问题是间接融资和直接融资的比例失衡，过度依赖银行的信贷融资，高杠杆意味着高风险，且信贷资金的投入对经济增长的拉动也具有边际递减效应。排除风险的根本措施在于企业、

银行双双去杠杆，提高资金的使用效率。资产证券化就是一项将停留在低效部门和企业的资金挪转出来，投向具备经济合理性的高效部门和企业的有效措施。

据悉，上交所对于符合条件的优质 PPP 项目资产证券化产品实行业务受理及评审的绿色通道，首批 PPP 项目资产证券化产品由专人负责即报即审。下一步，上交所将认真落实《政府工作报告》关于促进企业盘活存量资产，推进资产证券化的要求，持续推动 PPP 项目融资方式创新，支持 PPP 项目企业及相关中介机构开展 PPP 项目资产证券化业务，继续发挥交易所债券市场支持服务实体经济的作用，保障 PPP 项目资产证券化持续健康发展。

信托同业合作回归业务重点 委外、私募 ABS、同业平台三管齐下

一家以同业合作为优势业务的信托公司副总认为，资产证券化仍将是同业合作的重点，除了信贷资产外，不良资产、租赁资产等都有发展空间。

最近，信托行业有个颇为值得关注的现象——同业金融回归 2017 年业务重点。更准确的说，信托的同业业务从未离开主流市场，并随着监管政策和与市场业务热点变换形式。

信托同业合作始于银信之间，传统银信合作更类似于为满足需求而产生的与监管政策之间的博弈。2014 年以来，金融机构之间的产品交叉风险开始受到监管关注，从 99 号文开始的一系列监管政策陆续出台，同业合作一度消沉。后续

基金子公司、券商资管子公司“抢生意”，也对信托传统的通道业务造成严重冲击。

走到今天，虽然通道业务的竞争者消失，但对金融产品嵌套的监管更加严格，降杠杆、去通道仍在继续。观察当下的信托同业合作，传统通道业务的未来走势会相对沉寂，SPV 业务，MOM、FOF 等委外业务，同业平台运作正成为信托同业合作的新主流。

委外需求带动 MOM、FOF

2016 年末的信托业年会上，公布了信托的“八项业务”分类，主要从信托资金运用端将信托业务分成八类，同业信托是其中之一。银监会主席助理杨家才解释，同业信托就是资金来源和运用都在同业里，主要包括通道、过桥、出表等，可以集中解决监管套利问题。

一位业内观察人士认为，同业信托诞生之初带有监管套利的较大阴影，随着监管机制和市场竞争机制的完善，同业信托逐渐阳光化，业务合理性得到了确证。

此不久之后，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》公开，其中一条要求消除多层嵌套，禁止资管产品投资其他资管产品，这是对通道业务的明确限制。

两者看似有一定矛盾性，但在统一监管的必然趋势下，资管产品穿透监管、去通道化早已是主流，对信托业亦是如此。尽管在竞争者受到监管的背景下，通道业务有一定回流，但信托人士普遍认为，长远来看传统通道业务不会消失，但肯定会受到更多限制。

上述《指导意见》的同一条中提到了一项“豁免”，即可以进行基于 FOF、MOM 以及金融机构一层委外投资。市场将其解读为业务方向的信号。

MOM 和 FOF 是目前信托同业合作的重点方向。“主要是为银行委外资金搭建架构，主动管理部分较少，以被动事务性管理为主。信托提供全链条服务，提供交易设计、开户等产品落地前的工作，以及后期交易止损、清算、估值等。”一家同业业务较有优势的信托公司研究部人士表示。

银行通过信托通道做委外通常选择私募机构作投顾，也有承接此类业务较多的信托公司多为彼时阳光私募合作信托的擅长者。

例如外贸信托针对金融同业业务设立 MOM 资产管理平台，提供投资指令对接、交易对手协调、账务管理、核算分配、投资运行情况监控、交易调整、风险监测以及投资运营情况多维度分析等基础业务。同时也建立自己的投顾综合评价体系，提供投顾筛选、闲置资金管理辅助业务。

探索非公开市场 ABS

基于 SPV 架构的同业业务主要体现在资产证券化方面，包括公开市场 ABS 和私募 ABS 两类，信托公司依据自身基因专注不同领域。

公开市场 ABS 方面，信托在信贷 ABS 业务中本身具有作为特殊目的载体的天然优势。根据 Wind 数据统计，2015、2016 年信托作为发行人或管理人的信贷 ABS 业务规模均在 4500 亿元左右，2017 年截至 3 月 14 日，该规模为 771 亿元。

一家以同业合作为优势业务的信托公司副总认为，资产证券化仍将是同业合作的重点，除了信贷资产外，不良资产、租赁资产等都有发展空间。

前述观察人士还认为，在公开市场之外，信托作为具备资产和风险隔离天然优势的金融工具，在银行存量资产结构调整方面仍然具备较大的应用空间。且信

托公司在非公开市场领域,可提升产品架构设计和资产承销方面的主动管理能力,进而提升市场竞争力。

上述私募 ABS 有别于交易所市场的企业资产证券化,通常为不经过资产证券化交易所监管流程的非标债权 ABS,通过信贷类资产出表的形式“非标转标”,帮助银行调表的业务。

这一市场没有整体数据统计,从单个公司业务规模看,2016 年有多家公司做到了超百亿规模。其中一家公司研究部人士认为,如果参考美国资产证券化市场发展情况,私募性质的 ABS 占比约 45%。

一家与信托公司合作私募 ABS 项目的城商行人士表示,倾向于选择专业的团队,信托公司已经从最初的纯通道过渡到参与更多类型的事务管理,如现金流测算、分层结构设计、与律所评级机构等多环节沟通、项目包销等。

从收益角度看,如果信托公司角色为纯通道,通道费约 0.05%-0.1%;如果加入事务管理费用可到 0.08%-0.15%;加入包销环节可以达到 0.2%。

搭建同业平台

还有一种玩法是搭建同业平台，也是信托的互联网化探索。例如上海信托旗下子公司上信赢通下设的赢通金融资产交易平台。

该平台把不同的金融机构，尤其是农村金融机构、各地城商行、村镇银行聚集起来，解决地方银行资管能力和人才不足的问题。通过互联网为这些金融机构以及高净值客户提供资产管理、财富管理解决方案，并且资产可以通过平台实现发行和转让、流通。

在这两个方向的基础上，信托公司可以继续思考如何更有效的实现资金端和资产端的对接撮合，以此延伸出信托的投行和股权业务。

赢通平台实际上是对产品流通转让和交易的一个探索，通过平台把产品标准化，并引入外部评级。平台定位为金融资产交易互联网服务平台，以提供服务为主，赢通平台上的客户认购平台上的产品，其前提条件是基于独立尽调、独立判断、独立承担风险。

据赢通平台的使用者介绍，该平台目前对接了近 300 家金融机构，涵盖国有大行、股份行、券商、城商行、农商行等，城商行和农商行是数量最多的群体。其官网显示，截至 2016 年 4 月，平台在线交易额超 300 亿元。

外贸信托去年针对同业领域发布的“誉和景明”产品，在一定程度上与之类似。外贸信托将其定位为，连接资金端和资产端的资产管理载体，从传统的 SPV 服务模式向“SPV+同业投行”模式转型。

具体而言，以资产证券化（公募、私募）、股票质押、小额分散信贷、小额分散债权、定增、债券、企业非标类资产等作为重点入池资产，以资产证券化和 MOM 为主要工具，通过受托服务、撮合承销和资产配置三种业务模式，进行非标与标准化资产统一管理。

资管变局下的银行理财：权益类投资回暖

近日，央行行长周小川在“两会”记者会就资产管理问题回应称：“一行三会已经就大的问题初步达成一致。理财产品市场有些混乱，套利机会太多等。金融监管协调机制在达成一致意见的情况下，还可能提升到更有效的层次。”

在今年表外理财纳入宏观审慎评估体系(MacroPrudentialAssessment，简称 MPA)考核、银行理财“新规”酝酿出台、“资产荒”依旧困扰着资管市场的多重考验下，最牵动整个市场神经的是 2017 年将现资管行业“大一统”的监管格局。面对错综复杂的外部环境，资管市场中规模最大的银行理财资产管理将何去何从？

从多位资管人士的观点来看，2017 年权益属性资产总体好于去年，今年银行理财将会适度加大权益类委外产品的投资力度，相应下调债券配置比例，同时，寻求资产证券化、PPP 等领域新的投资机会。

资管新变局

自 2016 年起，央行将差别准备金动态调整和合意贷款管理机制升级为 MPA，通过资本和杠杆情况、资产负债情况、流动性、定价行为、资产质量、外债风险、信贷政策执行等七个指标对金融机构综合评估，从而加强逆周期调节和系统性金融风险防范。

其中一个重要方面是，即从以往的关注狭义贷款转向关注广义信贷，将债券投资、股权及其他投资、买入返售等纳入考核，以引导金融机构减少各类腾挪资产、规避信贷调控的做法。实施一年以来，央行不断完善对银行的 MPA 考核指标，最牵动资管市场神经的是，今年一季度银行表外理财正式纳入广义信贷范围考核，这将直接影响银行理财规模增长及配置领域。

而眼下银行表外理财首次纳入 MPA 考核的时点将至。一位大型券商委外业务人士对第一财经记者表示，相较于年初债市行情，银行显著关注流动性管理，投资偏谨慎，目前企业再融资债券收益有吸引力，市场因素已回暖，但监管因素

影响加大。眼下银行将迎 MPA 考核季末时点，中小银行的压力较大，部分银行出售资产以降低规模，预计一二季度监管考核压力较大。

而央行牵头发起的“大资管统一监管”框架一石激起千层浪。央行内审版的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(下称《指导意见》)的曝出在业界引起了极大的反响，资管业传统的行业分类监管模式或将被打破，功能性监管或将成为主流。两会期间，“一行三会”高层也均对统一监管标准进行了公开表态。

业内认为，一旦新规落地，银行理财的发展方向或继续向“调结构、稳风控”方向转变，理财规模增速将进一步放缓。比如《指导意见》的一条规定：“禁止表内资管业务。金融机构不得开展表内资产管理业务，不得承诺保本保收益，打破刚性兑付。”而目前银行表内资管主要是保本理财，该规定将直接对银行资管长期存在的“刚性兑付”潜规则构成挑战，这对银行保本理财产品冲击颇大。

在面临强监管、统一监管政策风险的同时，在美元步入升息通道、资产收益率走低的行情下，资管市场普遍深陷“资产荒”的泥潭，银行资管亦难独善其身。

一位股份制银行战略部研究员对记者表示，今年银行发挥的余地很小，产业结构是最大的约束。对银行来说，过去主要侧重营销能力，而且主要是在负债端，

现在经济下行周期，盈利模式转变不过来，造成资产配置真空，符合银行收益风险偏好的资产稀缺，出现“资产荒”。

对于“资产荒”对于银行资管影响，资管行业资深专家罗苓宁在某档资管类音频栏目提到：“资金荒”出现后资金成本的下降需要一定的过程，而对资产端的传导也存在一定的滞后，在这样的矛盾下，银行理财获取相对低风险高收益优质资产的难度有所增加。银行理财会立足优先保证整体流动性与成本可控，这在 2017 年将成为各家银行理财业务发展的基础。

债券配比降低看好权益类资产

对于今年的资产配置策略，民生银行资产管理部总经理助理郑智军近日在银监会例行发布会上透露，一方面，在债券市场、股票市场、衍生品市场、大宗交易市场资产轮动中寻找配置机会，持续推动被动管理向主动管理转化。另一方面，分散配置，在债券市场、资本市场、信用市场领域进行分散配置，同时加强海外投资配置。

上述研究员表示，银行应收账款下的投资业务监管趋严，现在中小银行的同业和表外资产都已经超过了信贷资产，加上同业存款在内的主动负债比重过高，也增加了资产负债表的脆弱性。债券市场接连发生的信用违约事件，势必引起监

管部门重视并会出台监管政策进行整肃，这会影响到银行的债券投资、委外投资等业务。

民生银行副行长李彬补充表示，鉴于目前市场资金面比较紧张，美元利率步入上升空间，可能会对资产管理中债券投资组合比例有适当的降低。

据记者了解，债券配比下降并非只在一家银行出现。“一季度受到央行 MPA 考核影响，我们配置目前处于暂停状态，接下来配置的速度会放慢，今年配置类债券将大幅下降。”一位股份制银行资管部人士告诉记者。

而在下调债券投资比例的同时，权益类资产的偏好也随之上升。

罗苓宁的观点指出，展望 2017 年，全球债券市场的调整可能不可避免。全球范围内大类资产比较，经过风险释放，权益类资产可能凸显比较价值优势，尤其是未来受益于全球财政政策的中国资本市场。预计 2017 年银行整体会加大对权益类市场的关注力度，但也不会步伐太大，对权益类资产的投资仍会保持一个稳步增长的态势。具体来看，股票二级市场会有结构性机会，银行会继续通过委外、FOF(Fund of Fund，即专门投资于其他投资基金的基金)、MOM(Manager of Managers，即管理人中之管理人模式)等方式进行参与，追求合适的风险收益比；同时量化领域在监管政策会适当修正的前提下拥有较好的投资机会，

银行理财通过优秀管理人的选择和投资策略的组合力争获取超额收益，并可与打新等策略相结合。

上述券商委外人士也表示，银行债券收益率下行，利差收益不及预期，债券比例下降是普遍行情。囿于银行成本和收益压力，综合考量监管、市场因素，大类资产配置将加码二级市场策略、股债结合、量化投资等偏稳健的权益类投资。

挖掘资产证券化、PPP 投资机会

在债券市场经受去杠杆的苦痛时，资产证券化市场迎来超万亿的繁荣发展。中诚信国际统计显示，2016 年银行间市场信贷资产证券化产品共发行 108 单，发行规模 3908.53 亿元，自 2012 年重启以来累计发行规模达 11135.01 亿元，突破万亿元，基础资产类型和发行主体不断丰富创新。

相较于传统的债券产品，资产证券化产品溢价优势比较明显，资产证券化品种成为目前各家银行大类资产配置的重要理财产品。

事实上，之所以资产证券化受到银行资管的青睐，是因为两者的对接有着天然契合度，银行理财“非标转标”的动力能为资产证券化的大发展带来巨大的想象空间。

在罗苓宁看来，作为发起机构，银行资管可以将本行理财资金投资的债权类资产打包出售给特殊目的载体，实现资产剥离，并作为委托人牵头整个 ABS 项目的落地。作为证券化资产的投资者，银行理财资金可以在资产符合准入条件的情况下投资市场上的资产证券化产品。理财资金体量庞大，资产配置能力强，能够为资产证券化业务的发展打下坚实基础。

郑智军则表示，民生银行一直持续跟进资产证券化产品市场，制定相关的投资指引，也挖掘一些优质资产评估，逐步提升对公共事业类、大消费类、创新类优质的资产证券化产品投资。

同时，资产证券化产品种类也在不断丰富。就在 3 月 10 日，华夏幸福固安工业园区新型城镇化 PPP 项目供热收费收益权资产支持专项计划发行，备受市场期待的首单 PPP 资产证券化项目正式落地。预计后续 PPP 证券化产品将相继涌入市场，为投资者提供新的产品选择。

对此，业内人士认为，伴随 PPP 项目的发展与落地进程加快，资产证券化产品将逐步渗透到 PPP 项目当中，成为增强项目流动性、实现再融资的重要渠道。理财资金体量庞大，资产配置能力强，能够为资产证券化业务的发展打下坚实基础。

产品情况

信托产品

上周共搜集到新发行信托产品 29 只，期限为 12-60 个月不等。年化收益率在 6.3%~7.5%之间。

资管产品

上周共搜集到新发行资管产品 4 只。期限为 18-24 个月不等。年化收益率在 8%。

银行理财

上周共搜集到银行理财产品 24 只。期限为 31-360 天不等。年化收益率在 3.9%-6.1%之间。