

目录

本期导读.....	2
央行回应“现金贷”：所有金融业务都要纳入监管.....	2
债市波动继续加剧 两月逆回购询量稳定预期.....	2
基金子公司风控管理新规周年考.....	3
宏观政策.....	4
银行三季报登场 城商行增速亮眼.....	4
债市波动继续加剧 两月逆回购询量稳定预期.....	8
前三季度货运增速 创 5 年来新高 经济向好迹象明显.....	12
监管政策.....	16
央行回应“现金贷”：所有金融业务都要纳入监管.....	16
资产管理行业陷竞争红海 警惕资产处置价格虚高.....	17
保险资管.....	21
互联网保险代销模式有潜在风险？众安保险“吓”跌 4%.....	21
行业新闻.....	24
欧美资管行业大讨论：固定费率结构已过时？.....	24
从普遍亏损变普遍盈利，三季度定增基金打了个翻身仗.....	30
基金子公司风控管理新规周年考.....	33
产品情况.....	39
信托产品.....	39
资管产品.....	39
银行理财.....	39

本期导读

央行回应“现金贷”：所有金融业务都要纳入监管

针对近期部分媒体报道，“现金贷”规模扩张迅猛，亟待规范的现象，中国人民银行有关负责人在今天（10月28日）的“2017首届中国互联网金融论坛”上表示，包括“现金贷”在内的所有金融业务都要纳入监管。

近年来，面向工薪族、高校学生等人群的“现金贷”异军突起，成为互联网金融领域发展最为迅猛的业务类型之一。现金贷又称小额现金贷款业务，借款和还款方便、灵活。但是，利率过高、野蛮催收、滥用个人信息等问题层出不穷，为互联网金融的健康发展埋下了隐患。

债市波动继续加剧 两月逆回购询量稳定预期

多数人士认为，市场的资金成本将会变得更高。招商银行资产管理部高级分析师刘东亮对21世纪经济报道记者称，这对市场来说是个意外的利好，“但是央行的逻辑并没有变，就是会给钱，但是不便宜。”

10月资金面宽松，但债市颇不平静。

自长假后进入下跌通道以来，债券市场就开启了跌跌不休的模式。本周，在前期跌幅有所收敛的基础上，在市场短期消息的刺激下再度大幅波动。

10 月 25 日，国债期货收盘大跌，现券收益率整体大幅上行 5-6bp。不过，到 10 月 26 日，债券市场在上午早盘继续走弱之后，下午止跌反弹，期债收高，现券收益率也转而下行。

基金子公司风控管理新规周年考

净资本约束新规实施的近一年时间里，依赖通道业务起家的基金子公司频频遭遇转型阵痛，寻求股东增资、兼职人员调整、业务模式探索等压力接踵而至。北京商报记者注意到，目前已有 18 家基金子公司合计增资逾 50 亿元，相比较看，银行系子公司增资压力较小，而对于前期通道业务占比过多的中小型基金子公司来说，由于缺口较大，寻求股东增资并不容易。子公司传统通道红利受阻后，资产证券化（ABS）、FOF、PPP 业务成为逐鹿对象，不过由于优质项目少、行业竞争激烈等原因，转型之路困难重重。

去年 12 月下发的《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》两项监管新规对基金子公司风险管控的影响力在市场上已然显现。其中，“子公司净资本不低于各项风险资本之和的 100%”一项要求成为悬在基金子公司通道业务上的一把利剑，基金子公司增资扩股，成为新监管口径下规模扩张的主流路径。

宏观政策

银行三季报登场 城商行增速亮眼

上市银行 2017 年三季度财报进入密集披露期。从已经发布的数据看，不同类型银行的业绩表现分化趋势较为明显，大型银行继续稳企，城商行增速亮眼。而受缩表进程影响，股份制银行的盈利表现则相对平庸。

业绩分化明显

今年前三季度，大型银行的业绩改善超预期。截至 9 月 30 日，建设银行实现归属于本行股东的净利润 2012.42 亿元，较上年同期增长 3.82%。同时，前三季度该行的营业收入、拨备前营业利润均在中报基础上持续提升。

一个主要原因在于净息差回升幅度明显，生息资产收益率提升。据招商证券金融组测算，3Q17 建设银行净息差为 2.23%，季度环比回升 8bps，回升幅度较 2Q17（2bps）继续扩大。“对于四大行这类资产规模较大的银行来说，净息差的稳步回升将持续拉动净利息收入增长，是其业绩改善的核心动力之一。”招商证券分析师马鲲鹏、李晨称。

由于经营稳健且核心盈利能力突出，业界判断未来大型银行业绩持续向上的趋势将进一步延续。招商证券金融组判断，四大行当前正处于至少五年级别业绩持续向上的起点上

而与大型银行业绩持续向好相比，处在“调结构”阶段的股份制银行目前依旧未能走出收入增长乏力的局面。至 9 月末，平安银行(000001,股吧)实现营业收入 798.33 亿元，同比降幅 2.60%；中信银行实现营业收入 1153.07 亿元，同比下降 0.03%

究其原因，多由负债端成本上升，以及非息收入中投资收益的减少所致。如前三季度平安银行的投资收入为 6.44 亿元，较去年同期的 24.66 亿元降幅明显。另据天风证券测算，3Q17 平安银行的负债成本率为 2.64%，环比上行 13 个基点，其中个人、公司定期存款成本率环比分别上行 24 个和 9 个基点。

与营业收入的下降相伴，股份制银行的盈利增长也较为缓慢。报告期内，中信银行实现归属于本行股东的净利润 347.38 亿元，同比增长 0.56%；平安银行净利润 191.53 亿元，同比增长 2.32%。

城商行方面，不同于大型银行和股份制银行的“个位”增长，受规模扩张和投资收益带动，三季度交出的答卷颇为亮眼。眼下，盈利分布更趋多元已经成为城商行的一个主要经营策略，包括中间业务的拓展，提升投行、托管、资产管理等利润中心的盈利能力。如基于货币基金投资收益的增加，宁波银行(002142,股吧)前三季度实现投资收益 16.33 亿元，同比增长 12.13 亿元，增幅达到 288.4%。

加之资产规模的增长，宁波银行前三季实现归属于母公司股东的净利润 73.68 亿元，同比增长 16.15%；至 9 月末，该行资产总额为 9530.64 亿元，比年初增长 7.69%。

值得一提的是，尽管各类型银行三季度业绩呈现出分化局面，但从资产质量角度，不良贷款率下降成为主旋律，资产质量改善明显。至 9 月末，中信银行不良贷款率 1.66%，比上年末下降 0.03 个百分点；建设银行不良贷款率 1.50%，较上年末下降 0.02 个百分点；宁波银行不良贷款率 0.90%，比年初下降 0.01 个百分点；平安银行不良贷款率 1.75%，较 6 月末下降 0.01 个百分点。业界认为，后续随着银行业资产质量的进一步改善，计提拨备压力将得到释放，为业绩提升提供空间。

压降同业规模

而从经营业绩低于市场预期的几家银行来看，影响三季度业绩的主要因素在于正在进行的缩表进程。以中信银行为例，截至报告期末，集团资产总额 55369.73 亿元，比上年末下降 6.64%；负债总额 51357.51 亿元，比上年末下降 7.41%。缩表趋势较为明显。

具体到压缩的最主要资产，主要是应收账款类投资。“三季度中信银行缩表着力点在于投资类资产，环比降低 13%，其中应收款项类投资环比降低 31%。”华泰证券(601688,股吧)判断主要原因在于表内自营非标规模压降。

事实上，受金融降杠杆的影响，不少银行自今年一季度以来就启动了缩表进程，包括资产端的同业理财、证券定向资管计划，以及负债端的同业存单等均被大幅压降。

银监会最新数据显示，截至三季度末，银行业同业资产和负债双双收缩，比年初分别减少 2.6 万亿元和 2 万亿元。特定目的载体投资增速比去年同期下降 47 个百分点。

尽管在一定时间内，缩表带来的生息资产收缩会影响业绩表现，但对于稳定息差和提升流动性覆盖比率而言，资产端的结构调整与规模收缩无疑都是有帮助的。如单季度看，中信 3Q17 净息差为 1.83%，季度环比提高 11bps，拨备覆盖率季度环比提升 8 个百分点至 160.98%，令拨备计提压力得到缓解。此外压缩同业存放和同业存单规模，也有利于银行在市场利率上行的环境中控制负债成本。

毕竟，银行目前仍然面临较大的吸储压力。从已经披露的财报数据看，存款增长乏力成为普遍现象，不少银行都出现了季度存款总额环比负增长的局面。

为此，银行方面加大了高成本主动性负债的吸收力度，如大力发行保本理财产品等。“自 2016 年下半年开启金融去杠杆以来，存款立行逐渐又重新成为商业银行的共识，大力吸收存款今年再次成为许多商业银行工作中非常重要的任务和目标。”青岛银行计划财务部副总经理刘晓曙分析称，受央行实施偏紧的货币政策影响，股份制、城商行等中小银行的同业负债成本几乎上升了 100

个基点，当前以及未来相当一段时期，一般性存款的平均成本都将远低于同业负债的成本。但与过去有存款就有了利润不同，当前股份制、城商行等中小银行要更加注重获取成本低、稳定性强的存款，对于大多数商业银行来说，未来存款增长的最大挑战将主要来自存款成本的管控。

债市波动继续加剧 两月逆回购询量稳定预期

与此同时，多数人士认为，市场的资金成本将会变得更高。招商银行资产管理部高级分析师刘东亮对 21 世纪经济报道记者称，这对市场来说是个意外的利好，“但是央行的逻辑并没有变，就是会给钱，但是不便宜。”

10 月资金面宽松，但债市颇不平静。

自长假后进入下跌通道以来，债券市场就开启了跌跌不休的模式。本周，在前期跌幅有所收敛的基础上，在市场短期消息的刺激下再度大幅波动。

10 月 25 日，国债期货收盘大跌，现券收益率整体大幅上行 5-6bp。不过，到 10 月 26 日，债券市场在上午早盘继续走弱之后，下午止跌反弹，期债收高，现券收益率也转而下行。

据 21 世纪经济报道记者了解，市场出现这种逆转的原因同样也是受到短期消息的刺激。当日，央行在公开市场进行 2 个月期的逆回购询量。一位机构交易员表示，虽然 10 月份的资金面很宽松，但大家对后期流动性的预期非常谨

慎，也导致市场大幅波动。推出 2 个月期的逆回购新品种，确实短期对市场预期有一定的稳定作用，但关键还是要看利率。

10 月债市多次调整

10 月份的债市经历了多次调整，整体大幅下跌。自 9 月 30 日至 10 月 26 日收盘，5 年期国债期货主力 TF1712 价格从 97.695 跌至 96.710，10 年期国债期货主力 T1712 从 95.190 跌至 93.770；银行间现券也大幅走弱，中债 10 年期国债收益率为 3.78%，较 9 月 30 日的 3.61%上行 17bp，中债 10 年期国开债收益率 4.37%，较 9 月 30 日的 4.19%上行 18bp。

21 世纪经济报道记者了解到，十一长假归来后，债市持续大幅向下调整的原因，一是随着超预期的经济数据公布以及央行行长周小川关于下半年 GDP 有望实现 7%的增长的表态，使得债市投资者此前对经济基本面相对悲观的预期出现逆转，一致认为四季度经济表现可能比预期中要好；另一方面，央行虽然确定了定向降准的政策，但是由于要延至明年才实施，对市场并未形成实质利好，反而使得部分全面降准的观点落空。

从资金面看，整个 10 月份都处于较为宽松的状态。一位基金交易员称，从主观感受上判断，10 月份是近年以来宽松日子最多的一个月份。央行提前在上半个月就持续大量地向市场投放资金。因此，尽管到了下旬缴税缴准以及月末效应的窗口，资金面虽稍有收敛也并没有出现明显紧张的迹象。

税缴准以及月末效应的窗口，资金面虽稍有收敛也并没有出现明显紧张的现象。

央行公开市场操作方面，上周央行累计向市场净投放资金 5600 亿元，创下 1 月中旬以来的最高记录，反映在资金市场上，资金价格一路下行，截至上周五，7 天回购利率报 2.99%，较前一周下行 4bp。在此基础上，央行在本周的前半周继续向市场大量投放资金，周一和周二分别净投放 1400 亿。

周三之后，这一情形开始发生变化，持续大额净投放的状态结束。在此之前，交易员就表示，后市还将重回紧平衡的状态，实际情况印证了这一预期。

在上述因素的作用下，债券市场在 25 日大幅下跌。10 年期国债活跃券 170018 收益率上行 6.5bp 至 3.79%，10 年期国开活跃券 170215 收益率上行 6.75bp 至 4.39%，双双突破前期高点。

两个月逆回购询量稳定市场

10 月 26 日，央行向机构进行 2 个月的逆回购操作询量，受此影响，债市在早盘开盘继续下跌之后，下午开始止跌反弹。

在央行目前的货币政策工具中，主要是通过常规性的公开市场逆回购和 MLF（中期借贷便利）以及其他临时性的短期流动性操作工具。其中，公开市场逆回购自去年从每周两次变为每日操作以来，就成为最主要的工具，期限品种包括 7 天、14 天和 28 天期。21 世纪经济报道记者观察发现，最近一年以

来，央行投放货币的期限明显由短期向长期转移。而此时推出两个月期逆回购操作也符合这一规律。

两个月期逆回购询量的消息确实稳定了当日的市场，不过市场长期的谨慎预期似乎并没有发生变化。与此同时，多数人士认为，市场的资金成本将会变得更高。招商银行资产管理部高级分析师刘东亮对 21 世纪经济报道记者称，这对市场来说是个意外的利好，“但是央行的逻辑并没有变，就是会给钱，但是不便宜。”

华创证券分析师吉灵浩就指出，在目前基础货币投放完全依赖央行操作的背景下，公开市场投放期限的拉长意味着基础货币成本的提高，这与去年央行推出 14 天和 28 天逆回购对市场的影响逻辑如出一辙。两个月期的投放必然意味着原有的 7 天、14 天和 28 天品种的投放量会被分流，“缩短放长”也会使得基础货币投放综合成本的上行更为显著。

但也有不同观点。

九州证券全球首席经济学家邓海清表示，目前的情形与去年 8 月份“缩短放长”并不一样，当时公开市场对资金的影响主要在“价”上，但现在推出的两个月逆回购资金价格必将远低于目前市场的资金成本，即使资金投放期限的拉长使得公开市场投放成本提高，但对于市场资金利率将并不会造成影响，反而是中长期资金在“量”上的增加，将会稳定市场中长期的资金预期。

上述机构交易员则表示不认同这种说法，“现在哪家还能借到 3 以下的资金？”

但他同时表示，一直以来，在货币期限曲线的政策利率上，OMO（公开市场）和 MLF 之间都有一段空白，只能用非政策利率来弥补（口径不同效果略差），现在多了个品种，对完善信息是好事。

前三季度货运增速 创 5 年来新高 经济向好迹象明显

“今年前三季度交通运输主要指标增速创近几年来新高。”10 月 26 日，交通部综合规划司副巡视员毛健在分析前三季度交通行业发展形势时说，运输结构继续优化，企业效益有所改善，行业发展新动能不断壮大，交通运输经济运行总体呈现“稳中有进、持续向好”的态势，为全面完成年度各项任务目标奠定了坚实基础。

当日公布的数据显示，前三季度，中国全社会完成货运量 343.3 亿吨，同比增长 10.5%，为 2013 年以来新高。其中，第三季度增长 11.4%，较上半年加快 1.4 个百分点。

货运量第三季度高于上半年，这可能与目前大宗商品价格回升快，企业预期经济向好，加快囤货有关。中国物流信息中心副总经济师陈中涛指出，目前货运形势良好，与企业对目前的经济预期看好有关。

全社会货运量两位数增长

2013 年到 2016 年全年，全社会货运量累计增速一直是个位数（1-2 月合并计算）。到了今年，全社会货运量突然加速，且开始出现两位数增速。

2017 年 1-6 月全社会货运量增速为 10%，7、8、9 月的全社会货运量增速分别是 10.3%、10.4%、10.5%，表现出了加快的势头。

铁路表现很突出。2014 年 1 月到 2016 年全年，全国铁路货运量累计增速一直是负增长，2017 年全国铁路货运量开始出现两位数增长。今年 1-2 月铁路货运量是 14.5%，此后一直在 15%左右，前三季度增速为 14.6%。

毛健指出，今年前三季度货运量比上半年加快，铁路和公路都表现出色。

作为经济晴雨表，高速公路反应明显。截至目前，中国国家高速公路里程超过 13 万公里，高速公路货运量占全国公路货运量的比重大概为 40%。

“今年 5 月，交通运输部正式推出了高速公路运输相关的指标，从前三季度运行情况看，高速公路货运量同比增长 15.5%。这一增速高于铁路货运量增速，也高于全社会货运量增速。”毛健在分析前三季度货运加快的原因时说。

今年前三季度铁路货运量保持快速增长，完成货运量 27.6 亿吨，实现两位数增长，同比增长 14.6%，增速创“十二五”以来新高，占全社会货运量比重为 8.0%，同比提高 0.3 个百分点。

公路货运量增速逐季加快，完成货运量 266.6 亿吨，同比增长 10.9%，其中一、二、三季度分别增长 8.9%、10.6%和 12.5%。快递业务持续高速增长，完成业务量 273.9 亿件，同比增长近 30%。

中国投资协会副会长刘慧勇指出，目前货运量增速加快，可能与基础设施投资加大有关，因为随着铁路、公路等加快建设，基础设施改善带动了货运量的提升。特别是在边远地区，公路基础设施改善后，有利于物流业发展。

货运量反映经济向好

全社会货运量的大幅向好，是经济向好的迹象。

此前，机构将铁路货运作为重要指标，以此推算出目前经济持续向好的情况。

第三季度经济增速为 6.8%，比一季度和上半年的 6.9%略低，但是全社会货运量增速反而加快，反映出未来经济向好的预期在增强。

数据显示，目前货运转好，与内外需均转好有关。

前三季度，全国规模以上港口完成货物吞吐量 94.7 亿吨，同比增长 7.6%，为近四年来新高，各季度增速均保持在 7%以上的较快水平。其中内贸高于外贸，内贸吞吐量增速为 8.0%，外贸吞吐量增速为 6.9%。

从重点货类看，煤油矿箱等货类均实现较快增长，其中集装箱吞吐量完成 1.77 亿标箱，同比增长 9.1%。

铁路的情况也印证了这一点。中国铁路总公司的数据显示，今年前 9 个月，国家铁路货物发送量累计完成 218186 万吨，同比增长 13.9%。各铁路局均有不同程度增长，其中乌鲁木齐局增幅最大，达 48.6%。

单看 9 月，铁路全路货运增收势头依然强劲，货物发送量达 24626 万吨，同比增长 8.3%。全路分界口日均交接货车 4062 列 20.5 万辆，同比增加 231 列 1.87 万辆，同时创下了 4400 列 22.32 万辆的单日交接历史新高。

各铁路局提前启动备冬储煤运输，煤炭日均装车同比增加 6352 车、增长 12%。全路集装箱和商品汽车日均装车均达历史最高水平。

交通银行金融研究中心高级分析师刘学智指出，今年的贸易状况明显好于过去两年，国际市场外需回暖带动出口增长，中国内需也有改善，企业盈利提升。在国内生产提速时，也会带动进口增长。

刘学智认为，从长期来看，外贸转好仍然存在诸多不确定因素。外需回暖势头明年能否延续存不确定性，西方发达国家贸易保护主义抬头，全球需求改善可能有限。

目前，外需改善仍只具有恢复性。铁路货运加快，但是仍不如前几年。

今年 1-9 月，国家统计局公布的铁路货运量是 275505 万吨，只相当于 2010 年 1-9 月的水平，低于 6 年前 2011 年 1-9 月的 293727 万吨的水平。

中国物流信息中心副总经济师陈中涛指出，经济增速略放慢，货运反而加快，有多重原因。调研显示，企业对于目前的经济预期良好，特别是需求旺盛，出口和进口的需求都很大，该良好势头保持到明年上半年没问题。

目前，货运量增速提升时，货运周转量也在提升，这与外贸恢复性增长有关。另外，铁路加快市场化改革，以及全国铁路货运能力大幅提高也有关系。

“在一些大宗商品价格上升时，一些企业担心价格上升有囤货的需求，这也会带动物流增长。”陈中涛说。

监管政策

央行回应“现金贷”：所有金融业务都要纳入监管

针对近期部分媒体报道，“现金贷”规模扩张迅猛，亟待规范的现象，中国人民银行有关负责人在今天（10 月 28 日）的“2017 首届中国互联网金融论坛”上表示，包括“现金贷”在内的所有金融业务都要纳入监管。

近年来，面向工薪族、高校学生等人群的“现金贷”异军突起，成为互联网金融领域发展最为迅猛的业务类型之一。现金贷又称小额现金贷款业务，借款和还款方便、灵活。但是，利率过高、野蛮催收、滥用个人信息等问题层出不穷，为互联网金融的健康发展埋下了隐患。

中国人民银行金融市场司司长纪志宏：“现金贷”规模扩张迅猛。所有金融业务都要纳入监管，任何金融活动都要获取准入。为防范化解相关风险，人民银行会同相关部门组织开展了互联网金融风险专项整治，目前整治工作取得了初步成效，风险不断上升的势头得到了有效遏制。

下一步，专项整治工作将按照十九大报告经济工作的有关要求，以防范系统性金融风险为底线，完善法律法规框架，创新监管方法，实施穿透式监管，建立互联网金融的行为监管体系、审慎监管体系和市场准入体系，引导其回归服务实体经济本源，并以此作为衡量的标准。

资产管理行业陷竞争红海 警惕资产处置价格虚高

随着“三去一降一补”的进一步推进，资产管理公司（AMC）的作用和影响愈加重要。银监会主席郭树清在党的十九大中央金融系统代表团开放日上表示，今年前三季度银行业处置不良资产 9799 亿元，未来还会进一步加大不良贷款处置力度。

“就经济形势而言，目前金融领域风险仍然不容忽视、实体经济杠杆率较高、国企改革有待深化，这些都为资产管理公司的发展提供了大量机遇。”中国信达资产管理股份有限公司博士后科研工作站魏丽莹表示。

中国人民大学副校长刘元春认为，目前虽然各项经济指标稳中向好，金融风险有所缓和，结构性调整也在跟进，但还难以快速反弹，金融风险的警报并

未完全消除。“目前监管要求金融要回归主业，围绕不良资产的供需和制度构建也发生了变化，要从以前的‘接盘’模式向市场化、法制化迈进。”

目前，除传统的四大资产管理公司外，各类资产管理公司也竞相入局。但随着不良处置市场的参与者增多，不良债权价格日益高涨。不少行业人士纷纷提醒到，在不良资产处置行业快速发展的同时，也要警惕过快的不良资产处置节奏带来的隐患。

竞争格局从 4 到 4+N

从 1997 年设立四大资产管理公司（AMC）开始，传统的处理银行不良资产业务就主要集中在东方、信达、华融、长城这四大持牌 AMC 手中，分别对应处置中国银行、建设银行和国家开发银行、工商银行和农业银行的不良资产。

自 2014 年银监会批复首批可在本省（市）范围内开展金融不良资产批量收购业务的地方 AMC，2016 年又取消了对地方 AMC 收购不良资产不得对外转让的限制，允许有意愿的省市增设 AMC 以来，地方设置 AMC 的热情不断高涨，不良资产处置行业快速发展。

目前，除传统的四大 AMC 外，快速发展的 AMC 也在吸引各类资本关注。银行系 AMC、地方 AMC、民营 AMC、外国私募基金等竞相入场，据 21 世纪经济报道记者统计，截至 2017 年 10 月，地方 AMC 注册成立家数达到 43 家，还有 15 家正在筹建，如今国内 AMC 数量即将突破 60 家。

“目前商业银行通过投资子公司来积极参与债转股业务，而地方 AMC 与政府沟通密切，又熟知当地的经济人脉，外资、民营和国有企业也在积极入局，不良资产行业已经成为充分竞争行业。”魏丽莹说。

“在行业竞争加大和监管一直强调增强金融服务实体经济能力的背景下，作为全牌照的 AMC 要发挥自身的专业优势。一是需要更好的发挥全牌照优势，优化配置资源；二是大力开展主业创新，尤其是非金业务和市场化债转股业务创新；三是加强资本占用疏导管理，清理集团内重复职能的机构、业务，降低服务成本。”中国东方资产博士后科研工作站李思维表示。

警惕资产处置价格虚高

银监会最新公布数据显示，2017 年二季度末，商业银行不良贷款率 1.74%，与上季末持平，信贷资产质量总体平稳。虽然不良贷款率有所企稳，但在不断增多的贷款总额下，不良贷款余额也在增长。截至 2017 年二季度末，商

业银行不良贷款余额 1.64 万亿元，较上季末再次增加 563 亿元，今年前 8 个月共处置不良贷款 6319 亿元，比去年同期多 250 亿元。

上升的不良贷款余额和行业主体大幅扩容，在给行业带来机遇的同时也带来了风险。随着不良处置市场的参与者迅速增多，竞争压力不断加大，这也无形之中抬高了不良资产的价格。

“不可否认，目前国内的不良资产价格有虚高成分。此前在某省参与一次处置竞拍的时候，传统四大 AMC 举牌价大多是四五折左右，但本地的 AMC 举牌价却可以达到 7 折，而这类 AMC 之后又主要通过做一些不良资产的债转股的业务来运营。”中国华融资产管理股份有限公司博士后科研工作站研究员刘佳表示。

“不少业内人士，包括世界银行和国际货币基金组织人员都觉得目前我们的不良资产处置速度太快，而且这些不良资产处置的方式在与微观资源配置上没有根本性的联系，很多处置只是从左口袋到右口袋，没有根本意义上化解不良资产。”刘元春表示，“要警惕在这一轮处置中形成资产价格泡沫。”

保险资管

互联网保险代销模式有潜在风险？众安保险“吓”跌 4%

“保险科技第一股”众安在线遭遇了上市以来的一次大考验。10 月 26 日，《众安财险等专业互联网保险公司代理销售模式潜在风险值得关注》一文出现在了银保监会海南监管局网站上，文章就相关合作模式蕴藏的风险进行了分析。虽然文章在下午被删除，但众安在线的股价盘中出现 7% 的下跌，最终收于 76.85 港元，全日下跌 4.71%。

三大问题

文章指出，近期，海南保监局在日常监管中发现，众安财险与海南某区域性专业中介机构签署了保险业务代理协议，协议中明确规定了代理的险种范围、手续费标准及支付方式、双方的权利义务等。

其基本业务操作流程如下：众安财险向区域性专业中介机构提供其自营网络平台的专属链接，链接对应该中介机构的唯一出单号，该中介机构拓展线下保险客户，了解其保险需求后，用专属链接登录众安财险自营网络平台完成承保过程，众安财险按照代理协议约定的标准向其支付手续费。

海南保监局认为上述模式存在涉嫌超范围经营、合作业务定性和监管标准的一致性等三大问题。例如，众安财险委托区域性代理机构登录其自营网络平台代理销售保险产品，将线下渠道转换为线上渠道，导致线上线下业务渠道的边界模糊，涉嫌违反“与互联网交易直接相关”的要求。如果将该类业务定性为保险公司通过自营网络平台实现的互联网保险业务，其他机构（如区域性代理机构）帮助其向客户宣传、介绍其自营网络平台产生的费用，不应该以手续费名义支付，也不应该和保费规模挂钩；而若将该类业务定性为保险公司通过区域性代理机构实现的传统代理业务，则不属于“与互联网交易直接相关的”保险业务，保险公司仍然涉嫌超业务范围经营。

此外，与住所地以外的区域性专业中介机构或兼业代理机构合作方面，专业互联网保险公司和传统公司互联网业务的监管标准一致性也面临挑战。

监管边界待重塑

业内人士表示，文件中提出的关于众安在线代理模式的问题，是互联网保险快速发展中出现的问题，不是一家互联网保险公司的个案。

海南保监局提出的三大问题实际上直指行业两大焦点：互联网保险公司的业务边界是什么？线上线下业务的界限是什么？而归根结底，最核心的问题则是，监管机构如何通盘考量互联网保险业务的监管。

在传统业务下，监管已经有了一套行之有效的管理办法，其中，非常重要的一条是保险公司在住所地以外的各省、自治区、直辖市开展业务，应当首先设立分公司。对于众安保险等取得互联网保险公司牌照的公司来说，可以不设分支机构，但限制条件是，开展的保险业务要“与互联网交易直接相关”。该表述划定了众安保险等公司开展业务的边界，但随着互联网业务的快速发展，“与互联网交易直接相关”的边界变得越来越难以认定。

例如，众安财险委托区域性代理机构登录其自营网络平台代理销售保险产品，这种模式可以轻松地将线下渠道转换为线上渠道，导致线上线下业务渠道边界模糊。且其中，还涉及监管统一性问题：传统保险公司经营互联网保险业务时，是否也可以委托当地的区域性专业中介机构或兼业代理机构拓展线下客户后通过线上平台出单，规避要先设立分公司的要求。

互联网的强渗透效应和互联网保险创新加剧，不仅使得保险公司对既有政策的理解差异化加深，在实际监管过程中，监管处置的一致性也难以得到保证。

海南保监局建议，应该规范互联网保险公司的业务范围、试点部分兼业代理机构开展互联网保险业务、明确线上线下业务的界定和标准,以进一步规范监管表述，提高监管要求的可执行性。

一家专业互联网保险公司高管认为，由于国外没有互联网保险公司这种业态，所以无法对标，那什么是“互联网保险”？互联网保险公司的边界在哪里？这些问题行业和监管部门都没有定论。如今监管部门意识到这个问题，并在未来加以明确，这对保险公司而言，就是不用“摸着石头过河”了，可以更好地依法合规经营。

行业新闻

欧美资管行业大讨论：固定费率结构已过时？

长期以来，共同基金等资产管理人都会按照固定的费率结构收取管理费，在基金投资业绩产生极大差异的同时，基金管理费用岿然不动，管理人的收益仍旱涝保收。

稍早之前，安联资产、富达国际等全球大型资产管理集团率先宣布调整旗下产品的管理费，以更灵活、与业绩挂钩新型费率结构替代传统的固定费率模式，在全球基金业引发关注。本报曾经就此做过深度报道。之后，越来越多的管理人、投资者、监管者展开思考：在新的竞争格局之下，怎样才是合理、公平、有效率的收费结构。在对这一主题的持续关注中记者发现，在关于费率的大讨论中，不少机构投资者认为，调整费率非常复杂，其背后的基金经理激励机制、业绩基准选择等因素都必须重视。

安联富达激起千层浪

9 月份，全球最大的资产管理机构之一，安联资管和富达国际相继宣布计划调整目前的基金收费模式，降低管理费，将收费更多地与业绩挂钩。

以富达国际的新收费计划为例，富达国际将降低旗下基金的年度管理费，覆盖基金管理公司的基础成本，同时将可变的管理费与基金业绩挂钩。富达国际首席执行官阿比盖尔·约翰逊表示，资产管理机构需要对费用进行系统性的重新考量。

约翰逊认为，应该采取新的收费模式——“支点费率”。支点费率是指在基金业绩超过基准时多收费，而在业绩表现不佳时少收费。其实，这种费率结构早在上世纪 70 年代已经出现，但在欧美市场很少被采用。

目前，富达国际采取的新型费率结构可以说是“支点费率”的一个变种，即在达到而业绩承诺时收取足额的管理费，而业绩不及格时只收取基本管理费。

据了解，目前全球基金的主流收费模式仍为固定的管理费模式，即按照资产管理总额的一定比率收取费用。长期以来，固定的管理费模式并不会因为业

绩的优劣而影响这笔管理费的收取，因此在不少人眼中，基金行业只要规模做大，就成为“旱涝保收”的稳健行业。

和传统的固定费率相比，约翰逊认为，“支点费率”能够让投资者在市场波动时更愿意选择长期投资。但如果使用“支点费率”，也会引发新的问题，即基金产品选择的业绩基准是否合适，而且，在实际操作中，到底选择哪个时间段来调整费率也会是一个难题。

基金经理薪酬不应与公司绩效挂钩

澳大利亚 IFM 投资公司首席执行官布雷特·亨百利认为，目前资产管理行业的费用结构亟需改变。他表示，目前国际资产管理者的毛利率在 40%到 80%之间，但是投资者并没有享受到这种高利润。另一方面，资产管理公司也应该更慷慨地对待基金经理，因为是基金经理的技能给投资者创造了价值，基金公司需要加大投入吸引、奖励并留住人才，来保证竞争力，这样做也有利于长期投资价值。

据了解，IMF 公司以长期业绩作为考核投资部门的奖励标准，而非像一些公司那样从投资利润中拿出一部分作为奖金来奖励投资人才。

亨百利认为，现在许多基金经理的奖金都是依照股东回报比率提取，或者母公司年终收益情况来进行分配，但这种分配方式往往会发生错配，并导致对基金费率结构的诟病。人们会问，按照基金的信托责任，基金经理服务的对象是投资者还是基金公司？如果基金经理不能带来良好回报，凭什么从公司的利润中获得高额奖金？

固定费率更多源自传统

全球大型咨询机构韦莱韬悦的资深顾问蒂姆·霍奇森表示，目前的费率结构更多是一种传统的延续，缺乏仔细思考和严谨的分析。

霍奇森认为，管理 1 亿元资产并不会比管理 1 千万元资产要难上 10 倍，但如果按照传统的收费模式，即以资产管理总额收费，管理 1 亿元资产的收益就是管理 1 千万资产的 10 倍。而按照收益进行利益分配，对于管理较小规模资产的基金经理就是不公平的。不过，从销售角度考虑，按照管理资产规模收费会激励基金经理努力募集更多的资金。

霍奇森建议改变对基金经理的利益分配原则：基金经理应当获得管理基金产生的 $\frac{1}{3}$ 利润。

合理评估基金经理投资风险

据了解，目前全球大型养老金通常会聘请数十位甚至上百位投资经理，并采取不同的费率结构来激励他们取得更好的投资业绩。最常见的激励方式就是传统的按固定比率提取报酬，同时也有一些养老基金会采取超过业绩基准的惩罚机制等略为复杂的激励结构。

实际上，在面对是否采用较灵活费率机构时，包括养老金管理人在内的不少机构投资者并不赞同，他们更关注的是基金经理的投资风险。英国 Nest 养老金首席执行官马克·福斯特认为，机构投资者应当评估酬劳体系对单个基金经理的激励是否有效。他明确表示不会改变公司的薪酬奖励体系，而是要特别注意将资产的支配权和使用权转给基金经理后，公司可能面临的利益损失风险。

福斯特表示，并不会单纯地因为基金经理业绩不够理想，就辞退基金经理。因为公司不会考察基金经理在每个短期区间的业绩表现，而是会考察他们在投资中所涉及的各项风险，还会对业绩是来自运气还是投资经验进行分别考察。他表示，采用跟踪指数的评估策略的好处就是，可以很好地评估风险，而且也容易在客户和基金经理之间找到利益平衡。

长期投资费率应折扣

全球监管机构一直以来都在鼓励投资者奉行长期投资策略，这不仅可以改善资产管理的投资偏向，而且资金的长期投资也有利于振兴实际经济。但与此同时，在单一的费率前提下，长期投资也带来不少争议和问题。

美国波士顿 MFS 资产公司首席执行官麦克·罗布热表示，对长期投资的评估，各个机构的标准并不相同，有的认为 7~10 年才是长期区间，有的认为 1~3 年时间就已经足够长。这也反映出，在资产管理行业，投资者长期回报和基金经理绩效评估之间存在明显的矛盾。

赫耳墨斯投资总监约恩·默里表示，机构需要重新审查基金经理的考核指标，尤其是一些以指数为基准的基金，其基准的选定是利于还是阻碍了长期投资业绩。主动管理基金经理需要以 5 年甚至 10 年的滚动业绩来进行评估，也就是说，主动管理基金经理需要很长时间才能证明其能力。短期内一个基金经理的运气可能不错，但长期来看还是需要管理能力。

除了对长期的期限争议之外，也有声音对考察指标的有效性表示怀疑。默里认为，评估某项投资策略的长期投资业绩并不容易，因为基金经理和资产管理公司的评估方法可以说有着天壤之别。资产管理公司通常会用长期的、低负债的指标来评估公司的成功与否，但却只会给基金经理选择一个常规的指数指标来做评估依据。

纽约 FCLT 智库认为，今年业界包括管理者和基金经理都在讨论长期投资绩效以及费率的问题，其中一个值得关注的考量就是长期费率的折扣，即投资者投资时间越长，费率就会越低，这可能会使得投资者对短期投资业绩乏力更有耐心，有利于资产管理者和投资者，是一个双赢局面。

从普遍亏损变普遍盈利，三季度定增基金打了个翻身仗

聊了好几天基金三季报，今天我们来关注定增基金的情况。

牛妹经过统计发现，到目前为止，共有 15 只定增基金披露了三季报，虽然并不能了解所有定增基金的表现，但是从目前披露的这些基金情况来看，三季度定增基金真是打了个翻身仗。

多数定增基金调高仓位

今年上半年，定增基金遭遇再融资新规、减持新规等，监管层从融资频率、发行规模、定价机制等方面对定增行为进行约束，造成二季度定增基金普遍收益惨淡。然而，三季度定增基金的表现彻底打破了此前亏损的局面。

结合二季度定增基金的表现，牛妹发现，几乎所有定增基金都调高了股票的持仓比例，目前仅有华安智增和广发睿吉调低了股票仓位（详见表格）。尤其是广发睿吉，本就只有 2.69% 的股票持仓，截至三季度末仅剩下 0.32%，其他全部资金都几乎都用来买入返售金融资产。

基金加仓之后也获得了不错的收益，其中以嘉实惠泽、九泰锐益、九泰锐智、华安智增表现最为明显。二季度这几只定增基金的亏损均在 2000 万元以上，三季度不仅获得了正收益，并且嘉实惠泽、九泰锐益的利润分别达到了 1.26 亿元和 1.03 亿元。

从区间回报来看，信诚定增和九泰锐智三季度表现最好，均达到了 10.03%。

为何三季度定增基金纷纷从之前的普遍亏损转变成了普遍盈利？也许我们从三季报的公开信息中能够看出些许基金经理的操作。

布局优质定增资产

九泰锐益指出，报告期内新增参与了 4 个定增项目的投资，完成新增定增投资 2.11 亿元。其前十大重仓股中的豫光金铅(600531)、立讯精密(002475)、

亿利洁能、华友钴业(603799)都表现较好。信诚鼎利也表示，三季度定增布局的电解铝为代表的周期板块和新能源为代表的成长板块表现积极，带来净值快速增长。

虽然受制于基金合同制约，很多定增基金只能建立很小部分二级市场仓位，但很多定增基金纷纷选择了金融类个股，以银行类股票居多。

据牛妹不完全统计，三季度定增基金增持的股票中，频频出现招商银行(600036)、建设银行(601939)、工商银行(601398)、农业银行(601288)等个股，而三季度银行类股票也出现了一波上涨。

另外，从基金经理对未来的观点来看，面对减持新规和再融资新规市场上呈现两种态度。

信诚鼎利表示，目前已进入部分定增个股解禁期，将会止盈部分获利个股，并对资金做合理配置。但广发睿吉表示，由于今年上半年定增项目折价率较低，且定增新规对解禁卖出的限制增强，使得定增凑包难度较大，因此在六个月建仓期内未能参与定增项目。其将争取召开持有人大会，把投资范围从直接参与定增扩展到定增相关策略，或者再融资相关策略，以便更好的抓住投资机会。

基金子公司风控管理新规周年考

净资本约束新规实施的近一年时间里，依赖通道业务起家的基金子公司频频遭遇转型阵痛，寻求股东增资、兼职人员调整、业务模式探索等压力接踵而至。北京商报记者注意到，目前已有 18 家基金子公司合计增资逾 50 亿元，相比较看，银行系子公司增资压力较小，而对于前期通道业务占比过多的中小型基金子公司来说，由于缺口较大，寻求股东增资并不容易。子公司传统通道红利受阻后，资产证券化（ABS）、FOF、PPP 业务成为逐鹿对象，不过由于优质项目少、行业竞争激烈等原因，转型之路困难重重。

亟待资本金补血

去年 12 月下发的《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》两项监管新规对基金子公司风险管控的影响力在市场上已然显现。其中，“子公司净资本不低于各项风险资本之和的 100%”一项要求成为悬在基金子公司通道业务上的一把利剑，基金子公司增资扩股，成为新监管口径下规模扩张的主流路径。

“明显感觉与业内的交流互动变少了，之前业务上的沟通比较多，今年基金子公司压力很大，很多业务都无法开展，能做的只有按照基金子公司新规净

资本要求寻求股东增资，目前整个行业都处于探索的过渡期。”沪上一家基金子公司相关负责人向北京商报记者抱怨道。

据北京商报记者统计，截至目前，今年以来已有 18 家基金子公司陆续实现增资，合计金额超 50 亿元，其中银行系基金子公司显得更为财大气粗，工银瑞信旗下工银资本在今年 4 月获得股东增资，注资完成后，资本金由 2 亿元增至 12 亿元，同样获得股东大手笔注资的还有建信基金旗下的建信资本，今年 5 月建信资本增资 10 亿元，由 5000 万元资本金摇身一变跻身 10 亿级别体量，同属银行系的招商财富也获得 3 亿元资金支持。

此外，天弘基金旗下天弘创新资产、中邮基金旗下首誉光控也成为增资大户，年内均获得 5 亿元资本金注入，子公司增资潮起，还有多家基金子公司正走在增资的路上。

盈码基金研究员杨晓晴认为，和券商等股东相比，银行系的基金子公司股东不缺钱，因此有充足的注资条件，相比之下，通道业务占比过多、股东实力不强的子公司寻求增资更为困难。

业务模式难转型

通道业务红利消失，基金子公司谋求资本金补血的同时，业务模式改革也被提上日程，转型资本消耗更小的资产证券化（ABS）、PPP、FOF 业务的呼声越来越高，不过从多家基金子公司反馈态度来看，经过近一年时间的探索磨合，相关业务转型并不如预期般顺利。

“其实不只是在基金子公司方面业务承压，今年以来券商、银行乃至整个资管行业业务开展都较为困难，新规对于前期定位不清晰、业务开展较少的基金子公司来说可能影响不大，但对于以通道业务为主营业务的子公司来说，由于体量较大，清理起来还是十分困难的。”沪上一子公司市场部人士表示。

业内呼声很高的 ABS 业务转型模式在经历市场检验后被证实展业较为困难，“转型 ABS 一个是很难做，做了也很难持续，主要是 ABS 特点使然，由于净资本约束成本，ABS 费率低，备受市场瞩目，由此也造成行业竞争较为激烈；另一方面，监管严态下，子公司投资态度趋于保守，以前有风险溢价但有较高收益的项目也愿意尝试，但是近年来监管风向趋严，子公司态度开始趋于谨慎。此外，监管套利以及通道红利消失，PPP 业务项目少，开展落地难，竞争激烈。FOF 则存在双重收费的问题，此外分散投资收益不高，很难满足投资者对收益方面的需求”。上述人士补充道。

杨晓晴也表示，子公司当前新业务占比小，短期内业务结构变化不大，一方面，子公司业务转型还没有比较成熟的模式，目前大都在探索阶段；另一方

面子公司以前的业务重心在通道，对 PPP、ABS、FOF 没有充分的研究和资源积累，突然转型未免力不从心。

事实上，监管思路已经由保持基金子公司独立性转变为加强母公司对子公司的管控，目前来看，未来差异化主动管理型路径将成为基金子公司的发展趋势。“未来将会根据各公司战略定位，在各自领域特色化发展，走特色化主动管理道路。比如股东为中信集团的信诚基金，可以借助股东优质的资源渠道优势在地产领域更为深入。”北京一子公司市场部人士坦言。

兼职人员大调整

由于行业内人才的稀缺性，母公司员工在子公司兼职的现象并不少见，新规下发初期，业内普遍认为短期内子公司人员职位将面临大变动。

新规正式实施当日，宝盈基金就发布了调整子公司兼职人员公告，根据公告，宝盈基金创新业务部张新元、李光明，产品规划部江山、张霁，专户投资部曹松涛不再兼任中铁宝盈资产管理有限公司投资经理。副总经理兼专户投资部葛俊杰和研究部段鹏程依旧在子公司担任董事长、董事和执行监事，但不在子公司领薪。宝盈基金成为基金子公司新规生效后第一家做出兼职人员调整的基金公司。

北京商报记者统计发现，截至目前，宝盈、国投瑞银、海富通、招商、浦银安盛、国寿安保、安信基金、鑫元、浙商、前海开源、金元顺安等基金公司已经对兼职情况进行了后期调整。

“母公司领导持有子公司股权风险还是比较大的，从经营层面来看，二者属于两个法人主体，利益出发点不同。”基金子公司资深人士表示。

杨晓晴也表示，基金母公司及子公司之间的人员隔离，杜绝了利益冲突和利益输送，同时也加强了风险管理和内部控制，是保障公司规范有序运作的前提条件。目前来看，母公司人员兼任子公司职位的现象还是十分普遍的，随着子公司新规的执行力度不断加大，未来将陆续有基金公司对子公司人员兼职现象做出调整。

备案规模骤降

基金子公司两项新规实施即将满周年，伴随着监管新政威力发酵，以通道业务为主营业务的基金子公司规模也相应出现萎缩。

基金业协会数据显示，截至今年二季度末，基金子公司专户业务规模为 8.59 万亿元，较年初的 10.5 万亿元缩水近两成，值得一提的是，自去年四季度开始基金子公司规模已经连续三个季度下降。

从产品备案数据来看，截至今年二季度末，基金子公司专户产品为 1.14 万只，与 2016 年三季度的高点相比，专户产品数量减少了 4665 只。

从基金子公司规模角度来看，排名靠前的子公司专户业务也出现规模下滑趋势，协会数据显示，今年年中，规模排名前 20 的基金子公司合计专户管理规模达 5.63 万亿元，环比下滑 9.19%，较年初的 6.84 万亿元减少近两成。具体来看，二季度子公司专户规模缩水已成常态，二季度专户管理规模排名第一的子公司招商财富资管，月均规模为 5761.01 亿元。其次是浦银安盛资产管理、平安大华汇通财富，两家基金子公司月均管理规模均超过了 4000 亿元，上述 3 家子公司专户业务较年初规模分别缩水 1016.2 亿元、420.99 亿元、2080.59 亿元。

“为满足监管要求，子公司也在积极寻求新的业务模式和发展方向，业务转型和补充资本金这两个方向如果进展顺利的话，规模缩水也会出现逆转。”杨晓晴认为。

产品情况

信托产品

上周共搜集到新发行信托产品 65 只，期限为 6-36 个月不等。年化收益率在 6.05%~8%之间。

资管产品

上周共搜集到新发行资管产品 40 只。期限为 6-60 个月不等。年化收益率在 5.30%~9.5%之间。

银行理财

上周共搜集到银行理财产品 25 只。期限为 7-189 天不等。年化收益率在 4.3%-5.3%之间。