

目录

本期导读.....	2
20 亿港资在悄悄买入 私募：警惕股权质押风险.....	2
最严金融业资管意见：被禁止的刚性兑付 谁最受伤？.....	2
资管新规下员工持股信托或迎“瘦身”.....	3
宏观政策.....	3
楼市调控“不歇脚”：限售扩围 租赁市场迎大变.....	3
20 亿港资在悄悄买入 私募：警惕股权质押风险.....	6
不炒楼改炒股了？10 城房价跌回一年前水平 楼市资金或转战 A 股市场.....	10
监管政策.....	11
最严金融业资管意见：被禁止的刚性兑付 谁最受伤？.....	11
资管新规下员工持股信托或迎“瘦身”.....	14
保险资管.....	19
人保掌门人吴焰调任社保基金,10 年在任助推人保上市.....	19
行业新闻.....	24
蚂蚁金服：排查支付宝合作商户 贷款综合年利率不得超 24%.....	24
信托寻觅突破口 住房租赁市场扩张推动 REITs 进程.....	26
PE/VC 论经济谈风口 LP/GP 要互相信任.....	31
产品情况.....	38
信托产品.....	38
资管产品.....	38
银行理财.....	38

本期导读

20 亿港资在悄悄买入 私募：警惕股权质押风险

有私募提到了股权质押的风险问题，部分个股在 23 日跌停，给市场带来一定的恐慌情绪，尤其是股权质押比例较大的个股风险较大。由于近期中小盘股的下跌幅度较大，因此有股权质押的面临着补充质押品的压力，按照目前部分个股的跌幅来看，部分股权质押个股可能面临强行平仓的压力。如皇氏集团 11 月 22 日晚间就公告，公司董事徐蕾蕾的证券账户因为跌破最低保障比例，未能及时完成补充质押物，致使部分股票被东方证券强行平仓。

最严金融业资管意见：被禁止的刚性兑付 谁最受伤？

对于一些游走在法律边缘的信托平台和相关企业却是受到很大的影响，投资者不再相信这些平台和企业，因为你没有给予我们保障，没有安全感，势必会流失客户。其实之前也有人预测过，如果国家禁止刚性兑付该怎么办，如联合履约保证保险，通过风险保障金的形式将风险转移给保险公司，从而为投资者提供资金安全的保障，让平台可以置身事外。需要注意此次的指导意见中，不仅提到打破刚性兑付，还表示需统一杠杆监管要求、严禁多层嵌套、限制通道业务、强化资本约束和风险准备金要求等。这是否也是对一些想打擦边球的行为做警告，禁止多层嵌套。

资管新规下员工持股信托或迎“瘦身”

近日，上市公司德威新材发布公告称，宣布终止其公司第一期员工持股计划，原因为“由于员工持股计划购买有效期内，市场环境、监管政策等情况均发生了变化”。而根据德威新材此前的公告，该笔员工持股计划原定通过认购集合资金信托计划的方式进行，信托计划优先/劣后级比例为 2:1。

近日，央行等多部门联合下发的资管新规，新规指出，开放式私募产品、投资于单一标的的私募产品（投资比例超过 50%即视为单一）、投资债券、股票等标准化资产比例超过 50%的私募产品不得进行份额分级，这使得目前普遍采用分级方式发行的员工持股信托/资管产品面临监管障碍。

宏观政策

楼市调控“不歇脚”：限售扩围 租赁市场迎大变

作为楼市调控新招频出的一年，2017 年只剩一个多月，然而，全国范围内的楼市调控并未偃旗息鼓，在限售、住房租赁等领域均动作频频，“不许喘口气、不能歇歇脚”的楼市调控将继续影响明年楼市。

住房租赁政策密集发布

进入 11 月，全国迎来住房租赁政策发布的密集期。据中原地产研究中心统计，仅在 11 月 13-19 日一周时间里，就有超过 9 个城市发布了住房租赁相关政策。

其中，浙江确定温州、绍兴、嘉善、义乌为省级住房租赁试点城市；北京则发布加强利用集体土地建设租赁住房工作的有关意见；武汉出台住房租赁试点 50 条扶持政策；成都、郑州等地也相继发布最新的住房租赁政策。

截至目前，全国有超过 50 个城市出台了有关住房租赁的政策内容，且不断向三四线城市深入。

“租赁市场政策更多会考虑到流动人口净流入的城市，流动人口规模大、务工人员多、产业发展相对密集的城市，未来会有更多租赁优惠政策出台。”易居研究院智库中心研究总监严跃进告诉中新网。

相比人口净流入城市，部分三四线城市的住房租赁需求有限，但安居客房产研究院首席分析师张波认为，租赁政策依然是三四线城市重要的居住保障手段，不但有必要，且会对当地房地产市场稳定起到长效作用。

限售城市再扩围

在近期全国范围的楼市调控中，限售成为本轮政策最大特点。

泉州市近日发文明确，非泉州户籍家庭在泉州市和本市户籍跨市本级、县(市、区)新购买的商品房(含新建商品房和二手房)，须取得不动产权证满 5 年后方可转让。

不止泉州，此前，南京、厦门、石家庄、重庆、南昌、南宁、贵阳等城市已陆续出台了限售政策。

据中原地产研究院统计，截至目前，2017 年房地产调控政策已接近 180 次，加入限售的城市扩大到 50 个，限售年限一般在 3-5 年。

限售，直接影响了这些城市的二手房交易数据。以南京为例，根据南京网上房地产数据统计，10 月份南京二手房成交 4615 套，比上月的 6161 套下降了 1546 套，环比降幅 25.09%，比 2016 年 10 月降超六成。

“限售政策将快速向三四线城市蔓延，限购限贷政策不足以抑制市场热度的城市，预计都会启动限售。”中原地产首席分析师张大伟说，限售是 2017 年楼市调控的一个新生事物，明显打击了投机投资需求，降低房地产的投资属性，对于加杠杆的投资者来说，风险越来越大。

楼市调控“不歇脚”

很多购房者关心，未来，楼市调控之路要怎么走？房价走势如何？

对于楼市调控，官方进行了定调。11 月 21 日，住建部会同国土部、央行召开房地产市场座谈会，部署近期房地产工作，要求坚持调控目标不动摇、力度不放松，不能有任何“喘口气、歇歇脚”的念头。保持调控政策的连续性稳定性，把稳定房地产市场、化解泡沫风险作为重中之重。

在此之前，国家发改委、住建部还联合部署了从 10 月 30 日至 11 月 30 日在全国范围内开展商品房销售价格行为联合检查，检查对象为房企和地产中介，包括未明码标价、强制提供商品或服务并捆绑收费、捂盘惜售、炒卖房号等 9 类违规行为。

可见，楼市调控政策将依然从紧，原有政策会持续。严跃进预计，预售证管控、限购限售等政策都会持续，此外，查漏补缺也是导向，对于具体楼盘的预售会有管制，不排除在近期抓一些典型案例。

20 亿港资在悄悄买入 私募：警惕股权质押风险

沪指 11 月 23 日低开低走，尾盘放量跳水，截至收盘跌下 3400 点重挫 2.29%，并创出今年以来最大单日跌幅，同时也将 60 日均线跌穿。深市三大股指表现更为羸弱，下跌幅度均超过 3%，沪深两市有近 3000 只个股下跌。

对此有私募人士认为，市场获利筹码有回吐压力，加之在沪指 3400 点附近，主力分歧严重，需要震荡消耗浮筹，而四季度股指 K 线收阴的概率高。

尾盘跳水沪指跌逾 2%

11 月 23 日，A 股市场出现大跌，上证指数跌破 3400 点，沪深两市股指跌幅均超过 2%。创业板指数跌破了牛熊分界线，而中小板指跌幅也近 3%。

从个股情况看，沪深两市个股涨停只有 27 只，其中次新股 17 只。两市近 30 只个股跌停，不少都是白马股与次新股。尾盘股指出现放量跳水，几乎吞噬掉了前 3 个交易日的反弹空间。截至收盘，沪指重挫 2.29%，创出今年以来最大单日跌幅，两市共有近 3000 只个股下跌。

对此有市场人士认为，贵州茅台，海康威视等在 A 股这波行情的领涨股出现调整，其实是由于前期白马股大涨，使得积累的风险更多，现在开始释放。而前期大部分个股并没有跟涨，一直在释放风险。因此对于市场出现的下跌，反而不用悲观。

对于 23 日股指大跌的原因，上海千波资产束其全告诉《每日经济新闻》记者，首先，今年以来小盘股和大盘股上演了现实版的“冰与火之歌”，直到四季度，市场的持分歧者最终经受不住小盘股的寂寞考验，转投了“价值阵营”，市场参与者一致性预期越强就越容易形成阶段性高点；其次就是机构对涨幅巨大的白马股有获利了结需求，尤其是接近年末，资金趋于紧张，流动性供应不足使得白马股继续攀高的难度加大。

第三就是限售股解禁潮来临，价格因供求关系而波动。细心的投资者可以发现，最近多数个股的解禁造成了股价的大幅波动。包括证金在内，也频频减持涨幅较大的白马价值股，这对投资者心理也造成一定的恐慌。

此外伊洛投资基金经理冀烁文表示，A 股市场出现较大跌幅主要有几方面的原因，首先本轮行情自 5 月份以来逐步震荡上行，市场的赚钱效应也逐渐累积，获利筹码较多。其次近期市场的风向标，走势较强的蓝筹股纷纷出现回落，场内资金出现了严重分歧，这在一定程度上打击了投资者的做多信心。再者 23 日股指跳水主要发生在 14 点以后，很大原因是获利回吐造成的日内连锁反应，属于恐慌性抛盘。就短期来看，市场操作难度会加大，市场大概率有阶段性整理需求。

私募：警惕股权质押风险

虽然私募今年得益于绩优蓝筹的结构性行情，赚得盆满钵满，但到了年底也纷纷有了落袋为安的打算，因此市场风格是否会出现转化呢？

对此广东辰阳投资基金经理潘怡昌向《每日经济新闻》记者表示，此轮回调主要因贵州茅台等白马股涨幅过大后，引起主动性卖盘涌出。在股指期货流动性不足情况下难以对冲下行风险，机构只能抛售减仓。随着 A 股纳入 MSCI 和外资准入逐步开放，价值选股风格仍会主导市场。按价值来分析，今年以来一线白马股已经获得丰厚回报，如果按平均年增长率 10%~20%左右的指标来测算的话，现在一线白马股或有点过热。而现阶段应寻找有独特经营模式，市场

占有率稳定和有业绩支撑的二线蓝筹股，如大消费股中的医药和食品饮料板块中不乏吸引力的二线标的。

此外，蒙森投资基金经理程宇也指出，23 日白马股集体跳水，在意料之中。这两日市场资金在寻求热点的迹象明显，短线资金进入中小盘股寻找机会，大盘调整还会继续但无太大风险，白马股调整完后还会上涨，只是会以更慢的方式上涨。

也有私募提到了股权质押的风险问题，部分个股在 23 日跌停，给市场带来一定的恐慌情绪，尤其是股权质押比例较大的个股风险较大。由于近期中小盘股的下跌幅度较大，因此有股权质押的面临着补充质押品的压力，按照目前部分个股的跌幅来看，部分股权质押个股可能面临强行平仓的压力。如皇氏集团 11 月 22 日晚间就公告，公司董事徐蕾蕾的证券账户因为跌破最低保障比例，未能及时完成补充质押物，致使部分股票被东方证券强行平仓。

在 A 股市场下跌的时候，北向的港资却在悄然进入，沪股通、深股通净买入金额达到了 18.87 亿元人民币。需要注意的是，11 月 23 日港资主要净买入的是沪市 A 股，因为沪股通净流入的金额为 20.12 亿元人民币，而深股通则是小额净流出 1.25 亿元人民币。

不炒楼改炒股了？10 城房价跌回一年前水平 楼市资金或转战 A 股市场

最近一段时间，有关房地产的调控政策仍在继续加码。除供应端大力发展住房租赁市场外，地方政府也在持续增加自持和租赁用地，不仅如此，需求端的把控也在进一步深化，限售范围不断扩展至三、四线城市。

据上海易居房地产研究院发布的《10 月份房价指数报告》显示，10 月份 70 城房价同比增幅继续收窄，并连续 10 个月呈收窄态势。与此同时，房价同比下跌的城市数量增加。深圳、南京、合肥以及上海等 10 个城市房价跌回一年前水平。整体来看，由于一线城市受制于严厉的调控政策和预售审批影响，上涨动能枯竭，目前已连续 3 月环比负增长，步入下跌通道。

上海易居房地产研究院研究员赖勤在接受《证券日报》记者采访时表示，去年以来，国家采取了一系列因地制宜、因城施策的房地产调控政策，房地产调控效果明显。一线城市房价经过调控以后，市场预期比较稳定，投机投资性需求得到有力遏制。

值得关注的是，当前在房地产调控措施的步步紧逼下，业界对于前期的炒房资金是否会流入 A 股市场，抱有极大的关注度。

昨日，方正证券房地产行首席分析师夏磊在接受《证券日报》记者采访时表示，在大类资产配置中，股市和房楼是天然的替代品，存在跷跷板效应。近年来，随着居民收入水平的提高，寻找合适的投资机会成为已成为投资者较为

急迫的选择。当下，在“房住不炒”的政策威慑下，房地产市场将逐渐趋于理性，并驱逐出前期大量进入楼市的投资投机性资金，而在目前 A 股估值不高的背景下，这部分资金，很有可能成为 A 股市场的增量资金。

观察历史数据可以发现，2012 年之前，房价与股市趋势基本相同，即上证指数的涨跌幅和统计局公布的 70 个大中城市住宅销售价格数据基本趋同，而 2012 年之后则呈现出明显的反向关系，即高房价预期之下，资金更容易从股市流向楼市。”安居客房产研究院首席分析师张波也对《证券日报》记者表示，房地产调控在热点城市的不断收紧，无疑会对资金向股市流动起到拉动作用。但要注意的是，这并非是同比例变动，因为资金流向股市还有两个前提：一是上市公司的盈利预期改善，二是投资者对于投资风险的可承受力得到提升。毕竟对于投资者来说，楼市的投资风险性要明显小于股市。

监管政策

最严金融业资管意见：被禁止的刚性兑付 谁最受伤？

近日，发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》（下文简称“指导意见”），明确表示除国家另有规定外，非金融机构不得发行、销售资管产品。这一指导意见直指一些信贷平台或企业利用监管空白或缺陷，来打法律的擦边球套利，尤其是金融业的刚性兑付更是被明令禁止，要求金融机构不得承诺保本保收益。那么，面对最严的资管指导意见，到底谁受到的伤害最重呢？投资者还愿意去理财投资吗？

什么是刚性兑付？

刚性兑付，是信托产品到期后，信托公司必须分配给投资者本金以及收益，当信托计划出现不能如期兑付或兑付困难时，信托公司需要“兜底”处理，垫付本金或者本息。但事实上，我国之前并没有明文规定信托公司进行刚性兑付，这只是金融行业内针对信托的一条不成文规定，并没有法律约束效应。

为什么要禁止刚性兑付？

从刚性兑付字面解释来看，好像这个对投资者很有利，也并没有损害谁的利益，但国家现在为何要明令禁止呢？其实，细想来可以发现平台实行刚性兑付，就意味着把投资者的信用风险转移到自身，变相的成为一个信用中介，这与监管部门对网贷行业的定位相冲突，并容易造成市场虚假繁荣的现象，拥有重大的金融风险，一旦爆发危害极大。因此，为了长期的金融市场稳定考虑，监管部门才会禁止这种刚性兑换的存在。同时还提出，当出现兑付困难的时候，金融机构是不能够以任何形式垫资兑付，进一步强调了打破刚性兑付的需求。

禁止刚性兑付谁最受伤？

刚性兑付被禁止，对于政府来说可以保障长期金融市场的稳定，而对于金融机构而言，没有这种“承诺”势必会减少吸引投资者的一个有利因素，届时肯定是会受到一些影响，但也减轻了其很大的压力，并保障了长期的发展中不会出现重大金融危机。

但是，对于一些游走在法律边缘的信托平台和相关企业却是受到很大的影响，投资者不再相信这些平台和企业，因为你没有给予我们保障，没有安全感，势必会流失客户。其实之前也有人预测过，如果国家禁止刚性兑付该怎么办，如联合履约保证保险，通过风险保障金的形式将风险转移给保险公司，从而为投资者提供资金安全的保障，让平台可以置身事外。需要注意此次的指导意见中，不仅提到打破刚性兑付，还表示需统一杠杆监管要求、严禁多层嵌套、限制通道业务、强化资本约束和风险准备金要求等。这是否也是对一些想打擦边球的行为做警告，禁止多层嵌套。

不得不说，此次最严金融资管意见确实给这些平台和企业一个大大的警告。但从另一方面看，金融行业规则的更加完善让市场更加规范化，也能更好的吸引外来投资者的进入。金融市场的风险被进一步稳定，这对于创业者和投资者也是一针强心剂，并且严厉打击了那些游走在法律边缘的投机取巧者。

资管新规下员工持股信托或迎“瘦身”

目前，信托公司发行的员工持股信托普遍实行分级，优先/劣后比最多为 2:1，上市公司员工持股计划认购信托劣后级份额。

近日，上市公司德威新材发布公告称，宣布终止其公司第一期员工持股计划，原因为“由于员工持股计划购买有效期内，市场环境、监管政策等情况均发生了变化”。而根据德威新材此前的公告，该笔员工持股计划原定通过认购集合资金信托计划的方式进行，信托计划优先/劣后级比例为 2:1。

近日，央行等多部门联合下发的资管新规，新规指出，开放式私募产品、投资于单一标的的私募产品（投资比例超过 50%即视为单一）、投资债券、股票等标准化资产比例超过 50%的私募产品不得进行份额分级，这使得目前普遍采用分级方式发行的员工持股信托/资管产品面临监管障碍。

事实上，信托式员工持股信托自去年 7 月份以来刚刚开始了爆发式增长。Wind 数据显示，在今年完成员工持股计划的 154 家上市公司中，有 50 家公司选择以员工持股信托计划的方式进行，占比近 1/3。

而在分级受阻之后，员工持股信托对于信托机构的吸引力恐怕会明显下降。“员工持股计划业务本质上属于事务管理类业务，主动管理空间不大。如

果不允许分级的话，管理规模将直接缩水 1/2-2/3，原本就不高的业务利润也将随之一并压缩。”有资管人士对《证券日报》记者称。

被暂停的员工持股信托

11 月 21 日，德威新材发布公告，宣布终止其公司第一期员工持股计划。公告中，德威新材表示，实施“由于员工持股计划购买有效期内，市场环境、监管政策等情况均发生了变化”，决定终止此次员工持股计划。

德威新材今年 5 月份发布的第一期员工持股计划（草案）显示，德威新材此次员工持股计划将采用集合资金信托计划的方式进行。员工持股计划募集资金总额上限为 3333.34 万元，将全额购买信托计划的劣后级份额。信托计划的募集资金不超过 10000 万元，信托计划按照 2:1 的比例设立优先级份额和劣后级份额，信托计划主要投资范围为购买和持有德威新材股票，不用于购买其他上市公司股票。

从草案披露的方案来看，上述员工持股信托计划的模式可算是业内信托公司参与员工持股计划的主要方式：信托公司发起设立员工持股信托计划，按照一定比例（1:1 或 2:1）进行优先、劣后分级；上市公司设立员工持股计划募集资金用于购买员工持股信托计划的劣后级份额，而优先级份额则由其他资金方认购。

而使德威新材终止员工持股计划的原因，被认为是 11 月 17 日晚间，《中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局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《指导意见》）的下发。

在《指导意见》第二十条关于分级产品设计的规定中明确指出，公募产品及三类私募产品不得进行份额分级。三类不得分级的私募产品分别为：开放式私募产品、投资于单一标的的私募产品（投资比例超过 50%即视为单一）、投资债券、股票等标准化资产比例超过 50%的私募产品。员工持股信托计划由于投资范围主要为购买及持有上市公司股票，投资标的范围较窄，部分信托合同中投资标的仅限于上市公司股票及银行存款。因此，上市公司员工持股信托计划显然属于不得分级的私募产品之一。

某信托观察人士向《证券日报》记者指出，目前很多员工持股信托都是员工出资部分做劣后，再找优先资金，在监管文件落地之后，现有模式将无法继续运行。不过，这也并非意味着员工持股信托业务今后将在市场上绝迹。在杠杆功能弱化之后，部分真正想做员工激励的上市公司可能仍会选择员工持股信托，但可能彼时市场将不再呈现目前的火热态势。

信托公司观望

员工持股计划的快速发展背后，信托式员工持股计划刚刚“火了”一年有余。

Wind 数据显示，截至发稿，今年已有 154 家上市公司完成员工持股计划，涉及资金总额为 294.62 亿元。另外，目前尚有 195 家上市公司的员工持股计划处于“董事会/股东大会批准”阶段，尚未实施完成，已披露计划的合计资金规模超过 400 亿元。并且，员工持股计划并非“一锤子买卖”，迄今已有 31 家上市公司推出了第二期员工持股计划、11 家上市公司推出第三期员工持股计划。可以说，承做上市公司员工持股计划业务的潜力巨大，是各类金融公司“兵家必争之地”。

而 2016 年 7 月 18 日，证监会发布了《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》，对证券公司及基金管理公司设立资管计划提出了诸多要求。相比之下，信托计划的优势则更为明显——去年，几乎没有上市公司持股计划选择信托，而在今年完成员工持股计划的 154 家上市公司中，有 50 家公司选择以员工持股信托计划的方式进行，涉及资金总额 114.02 亿元。另外，今年以来已有 91 家上市公司的员工持股计划获得了董事会或股东大会的批准，其中有 35 家公司的员工持股计划将以信托计划的方式进行。也就是说，信托在员工持股计划中约占 1/3 的市场份额。

业内人士指出，信托公司承做员工持股计划的优势主要在于灵活的信托制度安排，产品设计可以根据员工持股计划的要求量身定做；其次，信托财产既独立于委托人，也独立于受托人，受《信托法》保护，在财产隔离和独立性方面效力更强；最后，信托公司在杠杆设置、优先级募集等方面具有一定的经验及资源积累。

而在监管方面对资金杠杆、产品分级等方面设限的情况下，员工持股信托计划的模式或将作出改变。但目前来看，停止了“分级”后的员工持股信托，对机构的吸引力可能更加有限。

某资管从业人员向记者表示，员工持股计划业务的收入情况并不算理想。“员工持股计划业务本质上属于事务管理类业务，主动管理空间不大。如果不允许分级的话，管理规模将直接缩水 1/2-2/3，原本就不高的业务利润也将随之一并压缩。”

“目前《资管新规》还在征求意见阶段，我们暂时打算‘按兵不动’，只能说是先观望一段时间。”北京某承做过员工持股信托的相关人士向《证券日报》记者表示。对于员工持股信托计划而言，由于投资标的只能是公司股票，较为单一，分级设计具有一定的意义。不过，通过份额分级，的确放大了劣后级份额的收益或损失，若市场面临下跌，劣后级份额净值的跌幅可能将超过上市公司股票本身的跌幅。

保险资管

人保掌门人吴焰调任社保基金,10 年在任助推人保上市

今日上午，据媒体报道，“保险老兵”人保党委书记、董事长吴焰将调任社保基金任副理事长，人保集团党委副书记、总裁缪建民将接任吴焰任党委书记，拟任董事长。

公开资料显示，吴焰自 2003 年担任中国人寿副总裁、中国人寿资产管理有限公司总裁开始，至今，在保险业任职已有 14 个年头。2007 年，在国寿任职 4 年后，吴焰调至中国人保控股公司出任党委书记、总经理，两年后，吴焰升任人保集团党委书记、董事长，截至当前，吴焰在人保已有 10 年。

10 年掌舵人保：吴焰助推上市进程

吴焰任职期间，助推人保上市成为标志事件。

纵观人保上市进程，其实，早在吴焰任职前，2006 年，人保便提出“三大任务”，明确提出到 2010 年努力实现集团管理的总资产较 2005 年翻两番；实现集团化重组和整体上市。2007 年上任的吴焰，被问及上市进程时，曾表示，当时仍无时间概念。

直到 2008 年，吴焰上任一年后，当年 1 月 29 日，中国人保集团工作会议之后，人保 IPO 上市计划逐渐明朗。2009 年，吴焰表示，人保集团改制正在稳步推进中，争取年内上市。然而人保上市路并非“一帆风顺”。

2010 年，吴焰表示，在 A 股上市在当时只是作为战略目标，没有具体方案，也尚未启动。但同时，吴焰为人保上市积极准备，持续突进改制，并规划引入战略投资者。

2011 年 1 月，时任人保集团监事会主席周树瑞表示，引进战投工作已进入关键时期，目前只差一锤定音，整体上市将在十二五期间内完成。随后，2011 年 6 月，全国社保基金出资 100 亿元入股人保集团，持股比例为 11.28%。

引入战投之后，人保加速上市进程。2011 年 7 月，媒体报道，一直在 IPO 上三缄其口的人保集团，已悄然展开非交易性全球路演，计划将在当年年底实现 A+H 股上市。然而，人保上市的进程，似乎更在乎稳扎稳打，直到 2012 年 5 月，吴焰公开表示，人保集团正在遴选上市承销商，尚未最终敲定，具体上市时机还要看时机窗口。正式 A+H 上市工作终于启动。

然而就在“临门一脚”时，人保却又迎来波折。2012 年 6 月 21 日，人保集团 H 股上市计划通过港交所聆讯，25 日却传出 H 股上市暂缓的消息。当时分析人士表示，由于当年港股融资环境的低迷，投资者对于新股发行市场信心不足，是造成人保集团 H 股最终不得不选择“择期发行”的原因。而与此同时，原本在 H 股上市之后推进的 A 股上市，也随之延后。

2012 年 11 月，媒体报道，知情人士透露，人保集团将于 11 月 26 日启动在港上市的发售工作，计划于 12 月 7 日在香港交易所挂牌上市。终于，当年 12 月 7 日，人保 H 股上市，上市当日，吴焰表示，人保此次在香港上市所筹集的资金已经能够满足公司在十二五规划期间的业务发展需要，因此在十二五规划结束前(即 2015 年前)，不会再在香港进行集资活动。谈话中，其对人保未来的股价也充满期待。

而对于人保集团原先计划同时进行 A+H 股上市，但由于 A 股市场持续低迷，最后只能 H 股先行的情况，当时，吴焰表示，随着内地经济的持续回稳，相信 A 股市场将重回增长轨道。他对未来 A 股的走势表示乐观，称集团会伺机而动，在合适的时机再次推动 A 股上市计划。

此后，直至今年 5 月，人保在港交所发布公告称，为补充资本金，进一步健全公司治理结构及打造境内外融资平台，拟申请首次公开发行 A 股并于上交

所上市。9 月，保监会挂出对人保 A 股上市公司后适用章程修改批复的公告，9 月底，人保披露 A 股招募书，至此，人保回归 A 股又迈进了一步。

人保业务现状面面观：财险独大，亟待补齐寿险、健康险短板

今年以来，人保高层出现频频变动，原党委副书记、副董事长、总裁王银成落马两月后，中国人寿集团总裁缪建民调任人保集团任党委副书记，2017 年 7 月 13 日，缪建民接到了保监会的核准任职资格通知，核准任命为人保集团总裁，任期自保监会核准之日起算。如今，吴焰调任社保基金，缪建民将接任主持工作。然而，如今的人保，仍有难题需攻克。

目前来看，中国人保集团拥有多家专业子公司，业务领域涵盖财产保险、人寿保险、健康保险、再保险、资产管理、保险经纪以及信托、基金等领域。

从人保集团保险业务目前的发展情况来看，保监会最新披露的数据显示，今年 1-9 月人保集团子公司中国人民财产保险获得的原保险保费收入为 2616.33 亿元、中国人民健康保险原保险保费收入为 178.21 亿元，中国人民人寿保险所获得的原保险保费收入为 981.47 亿元，三家子公司合计原保险保费收入 3776 亿元，同比增加 7.3%。

从人保集团保险业务方面来看，财险业务是人保集团的主力业务，每年可为集团总保费收入贡献约七成的比例。人保方面表示，其旗下财险业务自成立以来在国内所有财险公司中一直排名首位。根据保监会公布的数据显示，2016 年、2017 年前三季度，人保财险在我国境内财险公司中的市场份额分别为 33.50%、34.14%，均超过我国其余产险公司中第二名和第三名的市场份额总和。

但值得注意的是，虽然人保寿险的保费持续增长，但市场占有率正在逐渐下降。具体来看，有数据显示，从 2012 年到 2016 年间，人保寿险的保费收入一直在上涨，根据 2016 年年报内容，2016 年人保寿险保费收入达 1055 亿元，同比上涨 17%，占总保费收入的比例大约为 24%。从今年的数据来看，今年 1-9 月，人保寿险原保险保费收入为 981.47 亿元，同比上涨 2.93%。

但是，在这几年期间，人保寿险的市占率持续下跌，数据显示，2013 年到 2016 年 4 年时间里，人保寿险的市占率分别为 7%、6.2%、5.6%、4.8%，每年均以将近 1 个百分点的速度在下降。而今年已披露的 1-9 月保费情况显示，据蓝鲸财经统计，人保寿险的市占率进一步下降到 4.65%。据保监会公布的数据显示，2017 年前三季度人保寿险的规模保费仅排名行业第十，与国寿以及平安寿险具有一定差距。

健康险方面，人保健康的表现同样不容乐观，不仅市占率下跌，原保费收入也同比下挫。据蓝鲸财经计算，今年 1-9 月人保健康原保险保费收入为 178.21 亿元，同比下挫 19.56%，市占率仅有 0.08%，而在去年前三季度，人保健康市占率还有 1.3%。

据分析，人保健康、人保寿险存在着过分依赖银保渠道的相关问题，而人保再保险净利润虽然已经扭亏为盈，但业务规模尚小，主要依赖财险业务。因此，对于人保集团来说，如何补上短板加强寿险、健康险业务，同时积极发展再保险业务，是人保集团目前的重点关注问题。

行业新闻

蚂蚁金服：排查支付宝合作商户 贷款综合年利率不得超 24%

11 月 23 日下午消息，继蚂蚁金服旗下芝麻信用停止与部分现金贷平台合作之后，蚂蚁金服对互联网金融平台再发新要求。据悉，蚂蚁金服向部分消费金融类合作方发出邮件，要求年化利率不超过 24%。蚂蚁金服向新浪科技回应称，这是支付宝生活号上对入驻商家的规定。

蚂蚁金服表示，为了更好地保护消费者权益，做出了合作机构在支付宝生活号上展示推荐的贷款产品综合费率不超过年利率 24% 的规定，并且规定各消费金融类生活号自查，并于 2017 年 11 月 30 日前完成整改。

支付宝生活号是支付宝为企业、组织和个人提供的直接触达用户的服务平台，入驻商户可以通过此平台对用户进行信息推送、会员服务等。

“近日，我们排查发现，有个别商家在其生活号上推荐的产品存在超过法定利率、不当催收等问题。”蚂蚁金服表示，“生活号平台将开展持续排查，下架任何不符合要求的生活号。”

近期，蚂蚁金服开始全平台排查合作商不合规的金融产品。11 月 21 日，芝麻信用停止与部分现金贷平台合作。蚂蚁金服指出，近日，公司在排查中发现个别商户存在超过法定保护利率以上的各类费用、不当催收、没有按照协议履约等问题，所以暂停了合作。芝麻信用对合作伙伴有明确的准入规则，还会持续排查商户的资质、产品和服务情况。为了行业的持续健康发展，芝麻信用会持续排查商户的资质、产品和服务情况。后续如发现类似问题，也会立即停止合作。

目前，关于现金贷的整顿比预期来的更猛烈。11 月 21 日晚，互联网金融风险专项整治工作领导小组办公室发布《关于立即暂停批设网络小贷公司的通知》（以下简称《通知》），要求各级小额贷款公司监管部门一律不得新批设网络（互联网）小贷公司，禁止新增批小贷公司跨省（区、市）开展小额贷款业务。目前，多个地方金融局收到了该通知。

受监管步伐逼近影响，近期赴美上市的几家金融科技公司股价大幅跳水。截至 23 日上午，拍拍贷跌幅超过 24%、趣店超过 16%、宜人贷跌幅约 4.7%、信而富下跌约 5.94%。

信托寻觅突破口 住房租赁市场扩张推动 REITs 进程

在 REITs 业务上，信托起步不晚，研究不少，但现在却落后了。

21 世纪经济报道记者统计，自 2014 年 REITs 试点重启以来，截至目前共发行了 30 单类 REITs 产品，总金额 734.32 亿元，这些产品中一单在银行间债券市场发行，两单在机构间私募产品报价与服务系统发行，其余均在证券交易所发行。已发行的 REITs 产品中仅 4 单为信托型结构，且信托公司在其中扮演的角色较弱。

今年以来，随着政策引导，国内住房租赁市场迅速扩张，基于国际市场上 REITs 与住房租赁融资之间的密切联系，多位受访人士均对 21 世纪经济报道记者表示这可能成为推动国内 REITs 发展的重要时点。

信托公司短时间内从 REITs 试点政策上很难找到突破，但类 pre-REITs 的资产端储备仍然是一个可能性较大的突破口。

信托寻求突破口

天风光大-亿利生态广场一期、二期资产支持专项计划，分别由中航信托和昆仑信托做受托机构；建投-华贸 1 号资产支持专项计划，由平安信托做受托机构。

另外两单比较特殊。一个是国内首单银行间市场公募 REITs “兴业皖新阅嘉一期房地产投资信托基金资产支持证券”，兴业信托作为发行人和受托机构，其子公司兴业国信资产作为基金管理人，该产品性质比较特殊，是由央行特批，银行作为主导角色。

另一个是国内首只由信托公司作为原始权益人的类 REITs 产品，“天风-中航红星爱琴海商业物业信托受益权资产支持专项计划，中航信托作为原始权益人。

不过，这几只产品在已发行的类 REITs 规模中占比极小，信托公司在产品中的角色较弱。

理论上讲，信托是目前境内发展 REITs 更合适的载体。根据国际发展经验，REITs 的法律主体可采取特殊目的公司（SPC）或特殊目的信托（SPT）两种形式，信托的法律框架相对完备，具有指导优势，香港市场也主要采用信托形式。

“客观层面的不利条件较多，由于政策层面证监会推动的原因，国内类 REITs 主要是交易所 ABS 的形式，信托在交易所市场相比资管不占优势。”一位信托公司研究部人士认为，“未来的机会肯定有，只是需要跟随市场寻找。”

从目前来看，资产储备或是方向之一，以 pre-REITs 形式进行储备，为真正放开提前布局。

比较典型的如民生信托与万达广场合作的“地产+金融”的轻资产操作模式，万达将地产项目公司 100% 股权让渡给信托公司持有，由信托授权万达商业地产负责项目公司的日常管理和资产包内所有项目的开发建设及运营管理。

民生信托将产品设计为 TOT 结构，也是在后续 REITs 退出层面做考量。保利投顾研究院人士认为，当前万达 Pre-REITs 模式万达仍需承担兜底义务，虽缓解前端资金压力，但无法真正实现轻资产运营，但可推动物业快速成熟，未来能够更为迅速地把握 REITs 风口，实现真正退出。

也有信托地产业务人士认为，城市更新也是 pre-REITs 资产储备的一个途径，可以通过基金方式投资存量物业，对物业进行升级改造，通过对存量商业物业的再定位提升价值，达到 REITs 所需要的回报率，为 REITs 做准备。

重要时点：住房租赁市场扩张

近年来，央行、住建部的多个文件中都传递了推进 REITs 试点、将 REITs 作为公租房融资渠道等政策信号。而今年 10 月，新派和保利两单长租公寓类 REITs 连续获批则被视为市场的开放信号。

一位国有银行投行部分分析师认为，公租房和长租公寓均具备公寓 REITs 投资的基本条件。

近年来政府在公租房的投资力度较大，目前建设仍以委托代建的方式为主。事实上，公租房兼具公益性和收益性，可以考虑以 PPP 的模式进行建设、运营，而公寓 REITs 作为专业的公寓管理机构可以考虑参与公租房 PPP 项目，探索一种多赢的模式。

而发展长租公寓 REITs 需要关注运营模式和区域位置。该人士认为，应优先介入轻资产集中运营模式，该模式下前期投入较小。以万科泊寓为例，轻资产模式的综合收益率可以达到 15% 左右，符合 REITs 的收益要求。重资产自持模式，从投资到收回成本至少要 40 年以上，每年回报不足 3%。

但目前已获批的两单长租公寓类 REITs 的底层资产都是以自持类型的公寓为主。

关于盈利，住房租赁市场目前看来确实盈利能力欠佳，处于亏损状态的不在少数，依托长租市场的 REITs 利润空间是一个难题。

中国 REITs 联盟秘书长王刚近期公开表示，现在市场上 REITs 产品的优先级收益率普遍在 5% 至 7% 左右，次级更高。如果基于住房租赁市场的 REITs 资产本身收益不足 4% 的话就没有意义了。土地增值税使得拿房成本过高是导致企业利润压缩的重要原因，这个问题可以通过改革改变。

目前，部分地区已经开始针对租房用地的优惠，如今年 9 月深圳市规划国土委发布《深圳市人民政府关于完善土地供应管理的若干意见》中提到“只租不售的人才和保障性住房、创新型产业用房用地可以申请划拨土地的对象”。这意味着该类土地将不收取出让金，可以更大程度释放利润空间。

信托公司也正在布局住房租赁市场，从轻、重资产两方面深入参与。新派公寓与赛富基金的类 REITs 模式也被信托公司参照研究，或可以类似的方式作为切入点。

PE/VC 论经济谈风口 LP/GP 要互相信任

导语：2017 年 11 月 22 日，2017 CVCA 年会暨中国 PE/VC 高峰论坛在北京举办。德弘资本董事长刘海峰、TPG（德太投资）中国管理合伙人&黑土地集团创始人兼董事长孙强等行业人士就中国私募股权行业的未来发展在论坛中进行了探讨讨论。论坛主题包括围绕“PE 大咖论经济”、“VC 大咖论风口”、“LP 与 GP 对话”、“美中港上市地点选择与优劣比较”等内容。

PE/VC 拥有更多空间

关于十九大后的经济环境对 VC/PE 影响，春华资本集团创始合伙人及董事长胡祖六认为，十九大政策方向对金融投资产业发出重大利好信号，中国经济不会滑坡，仍会保持一定速度成长。同时，十九大报告中多次提到“底线是要防范系统性的金融危机”，金融风险发生的可能性不断降低。

此外，中等收入陷阱风险较低，创新型发展模式加快，供给侧改革更多做加法，互联网物联网等的发展都将为 PE/VC 提供更多空间。

德弘资本董事长刘海峰则谈到，许多行业在与消费升级结合后具有很大的潜力，如医疗、环保、教育、互联网等行业。另外，不同于在美国，领头企业通常会占到绝对市场份额，而在中国，优秀企业的市场占有率还有很大的增长空间。同时，投资模式已从增长型投资发展为更多元化，更多并购项目、跨境投资不断涌现。

2016 年起，政府大力消除传统产业的落后产能，中国的供给侧改革驱动因素已发生变化。太盟亚洲资本总裁及合伙人邱中伟指出，在跨境并购中，中国在团队本土化、文化融合、市场协同等方面仍面临挑战，不过拥有的两点优势不容忽视，即人才国际化水平迅速提升，买来全球研发能力和优秀研发团队。

PE 投资看十年，投资要跟潮流而动，是 TPG 中国管理合伙人、黑土地集团创始人兼董事长孙强的观点。未来的 PE 投资潮流依然与人口结构的变化有密切关系，人口结构变化产生将更多的社会需求，消费金融、医疗保健、物流等产业都存在很多投资机会。

A 股表面光鲜 港股彰显新的生命力

关于企业上市地点的选择，大致可以总结为：A 股表面光鲜、香港创业板彰显了港股新的生命力、美股的吸引力逐渐下降。

中信资本以并购为主要退出方式，上市其次。中信资本控股有限公司董事长兼首席执行官张懿宸认为尽管 A 股表面光鲜，然而其中市盈率高的股票仍属个例。同时，香港创业板彰显了港股新的生命力，港股市场逐渐由外来资金占主导转变为中资资金占主导的市场。相对而言，由于距离中国市场较远，美股的吸引力在逐渐下降，但是不可否认，对于某些行业的公司来说，尤其 TMT 企业美国市场的估值，整体效果仍然可观。

不过，尽管 A 股资本市场估值很好，但是每家企业应根据企业发展、行业特色和投资人背景等综合选择何种上市地点，全面考虑法规是否清晰、有无限制等因素。德勤合伙人单莉莉从审计角度对上市地的选择进一步作出了分析：A 股市场可能会进入整顿期，整体也将朝更加规范、更加严格管理的方向调整。

在高盛（亚洲）有限责任公司合伙人及董事总经理许明茵看来，H 股上市一贯侧重大型金融业。美股上市以 TMT 企业为主，但对现金流要求较高的公司，港股上市的优势则可得到充分体现。

古玉资本创始人董事长林哲莹则从投资人及其管理团队等角度给出了答案：不管是凭借 IPO 或是通过借壳退出，一个好的标的要求投资人及其管理团队具备市场应变能力和战略营销能力。时间维度、收益维度和安全维度应是评价选择何种上市地点的综合指标。

医疗健康领衔投资新风口

近来，创新消费、医疗健康、人工智能等是 VC 大咖们关注的方向，同时，机构的投资趋于专业化，投资阶段前移，投资规模增大。

启明创投接近 40% 的投资都在医疗健康领域，每个项目投资周期和关注点均有不同之处，近来，其较为关注精准医疗、医疗服务和新药。

此外，无人驾驶领域是启明创投关注人工智能的子领域，基金将加强无人驾驶在实践方面的应用，推动其在城市落地，预计在 2020 或 2021 年实现局部区域收费服务。

君联资本同样看重技术创新对医疗健康带来的机会，其近两年在生物药、基因检测与精准医疗等领域的投资已经大过医疗服务与器械领域。

关于药企的投资退出，君联资本董事总经理和总裁陈浩提到退出的等待时间会相对较长。邝子平则表示基金投资医药等周期比较长的项目，通过出售部分股权，实现部分退出；并且，如今在整个中国医疗行业投资接力赛的情形已经出现，每个阶段都有每个阶段的投资人接力延续。

传统行业大有可为

尽管互联网的头部效应越来越明显，但这样的企业也越来越少。红杉资本中国基金合伙人周逵谈到如果企业变成鲜明的头部公司，VC 的投资积极性将显著提高。不过，VC 和成长期的投资，在决策逻辑和估值方式上有很大差异，因此，机构内部将清晰分工，分派两个团队专业合作。

德同资本邵俊认为当下纯互联网流量趋于枯竭，迫使互联网巨头重新审视传统行业这一线下天然流量入口。正处于良好风口的传统行业，通过结合科技手段，大有可为。

关于估值提升，普华永道主管合伙人张勤谈到，供求关系是经济不可违背的规律，随着资本的增加，2016 年人民币规模不断增加、在全球占比提升，从供求关系来讲，在投资项目一定的情况下，估值提升是必然趋势。

关于 A 轮投资体量不断增加，陈浩分析其中原因主要在于：中国基本市场发生变化，如互联网的全面普及、消费者习惯已完全改变；资本体量不断增加；创业者对自身价值的定位相比过去显著提高。

LP 与 GP：互相信任是基础

在 LP 对 GP 的选择中，愉悦资本创始及执行合伙人刘二海谈到 LP 与 GP 建立良好关系的基础在于互相信任，在此基础上，信息透明和利益共赢是关键。

华泰瑞联基金执行董事陈安弟认为主要从四个方面考虑，一是考虑母基金要达到什么样的目标，二是从技术层面考虑，团队理事业绩、业绩可持续性、团队的商业资源及网络等，三是 GP 内部的治理，四是 GP 信息披露的透明程度。

远骥资本创始主管合伙人曲家浩同样认可团队业绩是 LP 选择 GP 的重要因素：团队要足够聪明、勤奋与接地气。不过，最核心的因素在于长期的利益一致性的机制。

随后，黑石集团高级董事总经理、大中华区主席张利平补充道，LP 和 GP 都希望投资利益最大化，但也会有一些冲突，这些冲突主要表现在 LP 和 GP 投资协议中违约、收费和费用、投资方向的选择、投后沟通与信息披露等方面。

就 LP 与 GP 合作沟通互动中可能碰到的问题，张利平谈到在多种基金制定多种分配方式之外，设立 LP 顾问委员会与 GP 交流、委托第三方如大型投行进行评估也是解决之道。

方达律师事务所合伙人陈瑱则就法律条款在 LP 与 GP 间关系的作用作出了阐述，“能在前端解决的问题，最好在前端将其规范”。当冲突发生时，法律条款并非解决方案，但却是双方对话与交流的基础。

创新输出

随着中国经济结构不断调整，创新已然成为新一轮中国经济增长动力来源。经历三十年的发展，中国开始对外输出创新技术。

从 2016 年开始，北京要做全国创新中心，到习主席的中国梦，到十九大的报告，其中都提到了创新。从国家意志以及国家领导人的意志角度来讲，创新已然成为重要的国家战略。

宜信在进行模式创新的过程中，成立了一支天使母基金，专投早期基金，并帮其机构化。在宜信创始人 CEO 唐宁看来，从金融创新来讲，无论是金融科技、财富管理、还是股权投资，都有很多可以创新的地方。

中国用户有着全球最快的对创新事物的接受速度，是创世伙伴资本创始主管合伙人周炜认为中国创新的优势所在。

产品情况

信托产品

上周共搜集到新发行信托产品 47 只。期限为 12-24 个月不等。年化收益率在 6%~9%之间。

资管产品

上周共搜集到新发行资管产品 20 只。期限为 6-24 个月不等。年化收益率在 5.90%~10%之间。

银行理财

上周共搜集到银行理财产品 25 只。期限为 36-370 天不等。年化收益率在 4%-5.3%之间。