

目录

本期导读.....	2
人民币汇率大幅走强升至近 7 个月高点 货币当局释放引导信号	2
减持新规实施 IPO 前夕 PE 突击入股料降温	3
宏观政策.....	3
人民币汇率大幅走强升至近 7 个月高点 货币当局释放引导信号	3
北上广深二手房价和租金齐跌 楼市拐点已至?	5
减持新规实施 IPO 前夕 PE 突击入股料降温	12
监管政策.....	15
PPP 资产证券化加速推进.....	15
保险资管.....	20
保险资管逐步收缩通道业务 专注主动资管	20
行业新闻.....	24
减持新规封套利、堵偏门 这些资管业务受到“一万点伤害”	24
通道红利渐失 券商资管谋转型.....	31
县市平台资管融资调查:各类"安慰"措施仍层出不穷.....	35
产品情况.....	41
信托产品.....	41
资管产品.....	42
银行理财.....	42

本期导读

人民币汇率大幅走强升至近 7 个月高点 货币当局释放引导信号

中国人民银行授权中国外汇交易中心公布，2017 年 6 月 1 日银行间外汇市场人民币汇率中间价为 1 美元对人民币 6.8090 元。人民币对美元汇率中间价较上一交易日大幅上调 543 个基点，创下了去年 11 月 10 日以来的最高值。截至 1 日日盘收盘，人民币即期汇率大部分时间也均在中间价升值方向运行。

业内人士分析，此次人民币大涨和最近央行在人民币对美元汇率中间价报价模型中引入逆周期因子有关。日前，中国外汇交易中心表示，央行确实考虑在人民币兑美元中间价报价模型中引入逆周期因子，主要目的是适度对冲市场情绪的顺周期波动，缓解外汇市场可能存在的“羊群效应”。中国外汇交易中心还进一步表示，近期，全球外汇市场形势和我国宏观经济运行出现了一些新的变化，美元整体走弱，同时我国主要经济指标总体向好，出口同比增速明显加快，经济保持中高速增长态势。汇率根本上应由经济基本面决定，但在美元指数出现较大幅度回落的情况下，人民币对美元市场汇率多数时间都在按照“收盘价+一篮子”机制确定的中间价贬值方向运行。分析显示，当前我国外汇市场可能仍存在一定的顺周期性，容易受到非理性预期的惯性驱使，放大单边市场预期，进而导致市场供求出现一定程度的“失真”，增大市场汇率超调的风险。

减持新规实施 IPO 前夕 PE 突击入股料降温

近日，证监会发布《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》，上交所、深交所随即公布了《实施细则》。这一新规对以上市作为主要退出途径的 VC/PE 机构而言，产生了深远影响。多位 VC/PE 人士认为，这一规定将拉长私募股权投资的退出周期，对于 A 股市场盛行的 Pre-IPO 突击入股，进行一二级市场套利是一个打击，但从长期看，将引导 PE 机构进一步转向长期投资、价值投资，促进资金“脱虚向实”。

宏观政策

人民币汇率大幅走强升至近 7 个月高点 货币当局释放引导信号

中国人民银行授权中国外汇交易中心公布，2017 年 6 月 1 日银行间外汇市场人民币汇率中间价为 1 美元对人民币 6.8090 元。人民币对美元汇率中间价较上一交易日大幅上调 543 个基点，创下了去年 11 月 10 日以来的最高值。截至 1 日日盘收盘，人民币即期汇率大部分时间也均在中间价升值方向运行。

业内人士分析，此次人民币大涨和最近央行在人民币对美元汇率中间价报价模型中引入逆周期因子有关。日前，中国外汇交易中心表示，央行确实考虑在人民币兑美元中间价报价模型中引入逆周期因子，主要目的是适度对冲市场

情绪的顺周期波动，缓解外汇市场可能存在的“羊群效应”。中国外汇交易中心还进一步表示，近期，全球外汇市场形势和我国宏观经济运行出现了一些新的变化，美元整体走弱，同时我国主要经济指标总体向好，出口同比增速明显加快，经济保持中高速增长态势。汇率根本上应由经济基本面决定，但在美元指数出现较大幅度回落的情况下，人民币对美元市场汇率多数时间都在按照“收盘价+一篮子”机制确定的中间价贬值方向运行。分析显示，当前我国外汇市场可能仍存在一定的顺周期性，容易受到非理性预期的惯性驱使，放大单边市场预期，进而导致市场供求出现一定程度的“失真”，增大市场汇率超调的风险。

知名外汇专家韩会师在接受《经济参考报》记者采访时表示，逆周期因子的引入本身并不会直接带来人民币即期汇率的升值，但官媒在解释引入逆周期因子时暗示了“在美元指数回落情况下，人民币没能走强并不合理”的观点，这向市场释放出了较为清晰的信号。

在该信号引导下，市场对人民币未来继续大幅贬值的预期明显降温，部分空头继续做空人民币的意愿下降，这有助于人民币汇率走强。

国泰君安分析师覃汉表示，美元指数年初以来累计跌幅近 5%，且有进一步破位下行的迹象，而在岸人民币对美元升值不到 2%。从这个意义上说，人民币对美元汇率本身有一定的“补涨需求”。

韩会师表示，这次波动为人民币双向波动打开了空间，一旦此轮升值能够达到 6.7 至 6.8 区间，那么即使下半年美元反弹、人民币顺势贬一下，调整的空间也会比较大。他预计，今年下半年，人民币在 6.75 至 6.95 区间宽幅震荡的概率较高。

北上广深二手房价和租金齐跌 楼市拐点已至？

房价刹车

据机构监测，北上广深四个一线城市的房屋租金开始出现下降，这个坚挺了近 10 年的数据在 2008 年金融危机以来首次出现下降。虽然降幅较低，但在楼市高压调控的背景下，这被视为楼市拐点的一个明确信号。这轮房租的下调主要的传导因素在于二手房交易的大幅度下滑，租房市场上的供应增加，房租随之出现松动。目前，一线城市二手住宅的交易量已经降到低位，随着交易量的持续低迷，未来房价的降幅还将进一步扩大。一二手房价格是联动的，二手房的下跌必然会影响到新房。目前一线城市的新房又普遍受限价管控，同时年中的业绩压力和资金链压力已经让房企在这轮价格博弈中开始逐渐松动，相比利润，现金流对他们而言更为重要。新房价格也随之出现下滑。目前市场的交易节奏放缓，这足以说明本轮新政成效显著。

导读

二手房价格层面，由于前期涨幅过大，所以回调的空间依旧存在，随着交易量的持续低迷，未来房价的降幅还将进一步扩大。

去年的“9·30”新政叠加今年的“3·17”新政，一系列楼市调控之下，一线城市高昂的房价终于低下了头。

变化首先出现在曾经火爆的二手房市场。刚刚过去的 5 月份，一线城市的二手房普遍出现了成交和价格下跌，在一线城市已经进入存量房时代的背景下，二手房价的变化无疑是个风向标，预示着楼市后期的趋势。

此外，另一个观察市场走向的重要指标——房租也呈下行态势，4、5 月份以来，京沪广深的出租房源大幅增多，成交周期均有增加，房屋租金出现了轻微下降。多位业内人士指出，作为反映市场变化的指标，租金与成交周期对于房价的走向同样具有参考意义。

上述两个维度市场和指标的变化，是对新一轮楼市调控的率先反应。接下来的房地产市场，继续降温下行将是大概率，并将可能从一线城市蔓延至大部分被调控城市。

二手房量价下行

刚刚过去的 5 月，京沪广深二手住宅市场首次统一出现下行信号。

在四个一线城市中，北京作为 3 月份新一轮调控的领头羊，限购限贷政策最为严厉。目前，北京二手房成交价、成交量均持续环比下行。

伟业我爱我家市场研究院数据显示，5 月北京二手房成交均价环比 4 月下滑 2.4%。在有交易的 12 个区域中，多达 8 个区的成交均价都在下跌，仅有 4 个区的价格上涨。我爱我家称，跌幅最大的是通州区、亦庄开发区，幅度均超过 20%。

与此同时，北京二手住宅成交量也在进一步探底。据中原地产研究中心统计，截至 5 月 30 日，当月北京二手住宅签约 10236 套，预计全月签约在 1.1 万套以内，而这是最近 27 个月的最低值。

伟业我爱我家集团副总裁胡景晖指出，在一系列政策叠加下，北京二手房市场购房需求明显减少，交易需求直线下滑，市场交易量大幅减少，网签量、签单量也自然持续下跌。

而作为本轮最早开始严厉调控的一线城市，深圳的二手住宅成交价也在持续回落。

据中原地产监测，过去三周（5 月 8-14 日、15-21 日、22-28 日），深圳的 188 个样本二手楼盘接连三周下行，成交均价分别为 5.24 万元、5.08 万元、4.82 万元，已创下近 70 周最低记录。

深圳中原调研指出，当前二手房业主报价频繁波动，整体呈震荡下行走势，显示业主对后市信心走弱。

广州（楼盘）作为首个开启“限卖”调控的一线城市，二手房交易行情受到外界关注。中原、合富等研究机构表示，当前广州二手房的看涨信心明显减弱。

“受新政调控影响，客户观望情绪持续，看房客明显减少，整体市场成交进一步走低”，广州中原发展研究部指出，从二手住宅盘源报价变化幅度看，本周报价下调 5% 以内的盘源增加最为明显，较上周净增 5.6%。

此外，被外界认为本轮调控手段较温和的上海（楼盘），同样出现了量价齐跌的状况。

据链家市场研究部，4 月上海二手住宅成交 1.55 万套，环比下跌 20.38%；此外，伟业我爱我家数据也显示，上海该月二手房成交均价为 51902 元/平方米，环比 3 月下跌 0.47%。与 2017 年成交价最高的 2 月份 53228 元/平方米相比，每平方米单价下跌约 1500 元。

中原地产首席分析师张大伟指出，目前一线城市二手房已经在调控的影响下出现“退烧”，下行主要还是表现在成交量上，而成交价的调整才刚刚开始，买卖双方仍在博弈。胡景晖则表示，整个市场正在向买方市场转变。随着交易量的持续下滑，买家观望情绪浓，市场议价空间在增大。

租金普遍回落

在二手房交易持续低迷的背景下，部分一线城市的存量房转而出租。房屋租赁市场供应增加，使得房屋租金也随之出现下滑。

21 世纪经济报道的调查显示，一线城市租房价格正处于回落区间。

链家网北京站信息显示，租房板块下有多个房源均出现了降价标识。其中，降价房源约占挂牌房源总数的三成，多为 4000-7000 元的中低价房屋。在电话中，一位经纪人告诉记者，他代理的部分房源确有降价现象，主要是房主为了尽快租出而主动调低价格，但降价幅度并不大。

记者查询发现，北京丰台马家堡一套 56 平米的一居室房屋，当前挂牌价为 4900 元，而在 4 月该小区同房型曾以 5400 元租出。此外，在西三旗、回龙观等出租房源密集区域，均出现类似降价现象，下调幅度多在 300 元-1000 元左右。

此外，多家租房网站的上海、广州、深圳板块也显示，部分房源的房租同样出现了降价现象。

机构的数据也印证了上述现象。链家研究院统计的房屋租赁数据显示，一线城市租金已出现回落。4 月，除北京房租创下 12% 的涨幅外，上海、深圳房租同比分别下跌 4.77%、1.21%，广州房租则相对稳定。

目前，上海是租金回落最为明显的一线城市，今年前五个月，上海的二手房租金已经出现三次环比下跌。

数据显示，上海房屋租赁指数首次下跌的时间点出现在去年 12 月，环比下跌 0.13%，结束了该指数连续上涨 90 个月的行情。今年 1 月起，上海延续了下跌态势。

多家研究机构的数据印证了这一趋势。4 月，中原上海租金指数为 238.2 点，环比下滑 1.09%，同比下滑 4.38%，环比、同比跌幅均有所扩大。

不仅是租金出现回落。随着一线城市的出租房屋供应量增加，房屋的出租难度也随之上升。

据链家数据显示，4 月京沪广深的房源成交周期（挂牌至签约）均出现了 7-20 天不等的同比显著增长。即使是在房租上行的北京，从去年 1 月到今年 4 月，成交周期在 7 天内的房源占比也由 43% 下降到 27%，成交周期在 15 天以上的房源占比则从 11% 上升至 28%。

胡景晖指出，在政策收紧的影响下，二手房交易市场持续降温，更多的业主选择由售转租。租赁市场房源供应量的增加，是房租得到有效平抑的原因。

“房租下跌跟楼市成交低迷有很大的关系。售罄少了，租盘就会多，供过于求租金就会回落，这几乎是必然的。”广州寒桐咨询总经理韩世同对 21 世纪

经济报道记者表示，租金回落只是开始。今后，楼市成交冻结对租金的影响或将持续显现。

持续降温

一线城市二手房市场和租房市场的变化，是对新一轮楼市调控的率先反应。当前，市场正在回归理性。

中原地产首席分析师张大伟认为，3 月后的数据逐渐开始反映出调控影响，预示市场进入调整周期，后续市场成交将继续降温。

胡景晖则发现，市场理性正在逐步回归：“经过一系列调控，北京楼市曾经的恐慌情绪消失，业主不再惜售跳价，客户不再恐慌抢房。目前市场的交易节奏放缓，这足以说明本轮新政成效显著。”

“定价更为市场化的二手房及房屋租赁市场纷纷出现价格下滑，这说明管控的效果是积极和明显的”，易居研究院研究总监严跃进认为，对于此类下跌信号，从正面的角度看，即市场暴热的状态确实在转变。

严跃进进一步指出，一二手房价格是联动的，二手房的下跌必然会影响到新房，尤其是目前一线城市均进入了存量房时代，每年的二手房成交远大于新房，可以说二手房实际上决定了一个城市的房价定价体系；而目前一线城市的新房又普遍受限价管控，已然难以上涨，如果二手房继续降价，新房价格体系也将加快被重构。

展望后市，多家研究机构均指出，楼市进一步降温或将是大概率事件。

二手房市场方面，胡景晖认为，以北京为例，二手住宅交易量目前已降至低位，接下来或许还会下降，但降幅会逐渐变小，低位趋稳将成为持续走势。价格层面，由于前期涨幅过大，所以回调的空间依旧存在，随着交易量的持续低迷，未来房价的降幅还将进一步扩大。

房屋租赁市场方面，严跃进表示，随着毕业季的到来，租赁需求将会上升，预期市场或有反弹可能，但未来一两年的趋势仍是平稳甚至下跌。

此外，中原研究中心指出，新一轮调控有继续收网之势，重点一二线城市和热点三四线城市不仅收紧了限购限贷，限售政策也在快速向三四线城市蔓延，后续或将有超过 50 个城市执行限售。随着限售政策的铺开，后市降温或将从一线城市蔓延至大部分被调控城市。

减持新规实施 IPO 前夕 PE 突击入股料降温

“不只要摘桃，还得栽树”。5 月 31 日，一家 PE 机构负责人如是说。

近日，证监会发布《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》，上交所、深交所随即公布了《实施细则》。这一新规对以上市作为主要退出途径的

VC/PE 机构而言，产生了深远影响。多位 VC/PE 人士认为，这一规定将拉长私募股权投资的退出周期，对于 A 股市场盛行的 Pre-IPO 突击入股，进行一二级市场套利是一个打击，但从长期看，将引导 PE 机构进一步转向长期投资、价值投资，促进资金“脱虚向实”。

打击 Pre-IPO 投机

针对减持新规，多位 VC/PE 人士认为，这将拉长私募股权投资的退出周期，目前颇为火爆的 Pre-IPO 投资将受影响。所谓 Pre-IPO，是指在企业上市之前，或预期企业可能近期上市时突击入股，其退出方式一般为企业上市后，从公开资本市场出售股票退出。凭借着一二级市场较大价差，以及风险相对较小、回收快的特点，Pre-IPO 投资被视为超级“印钞机”。中国证券报记者了解到，伴随着 IPO 提速，Pre-IPO 投资已经成为众多 PE 机构的业务重点，甚至有的公司今年只做 Pre-IPO 投资。业内人士认为，新规之后，Pre-IPO 投资人将更多关注投资股份占比，以往大额独资入股上市公司的现象可能减少。

值得关注的是，目前火爆的 Pre-IPO 投资中，不乏有 PE 机构突击入股，只为进行一二级市场套利。重阳投资认为，长期以来，A 股市场盛行 Pre-IPO 突击入股的投机行为和围绕定增的套利行为，不仅造成二级市场严重失血，更破坏了 A 股市场的投资生态。减持新规从各方面对减持做了进一步规范，打击了一二级市场套利空间。

洪泰同创投资创始人盛希泰表示，短期内，减持新规主要对于一批激进的投机型基金产生明显的“挤出效应”，此类基金的特点包括：一是跟随型投资策略，缺少专业判断能力和投后管理能力，仅是跟随大机构投资，市场变化时大机构抗风险能力较大，而“裸泳者”会浮现；二是投机型投资策略，在退出周期被拉长以及不确定性加大的市场背景下，赌单个项目的成功退出或快进快出的“投机”策略风险会加大。

引导 PE 价值投资

民享投资创始合伙人程韬认为，在 A 股市场“宽进严出”的背景下，企业估值确定性下行，上市的溢价套利受影响较大，对于一级市场而言，投资时期要往前移，股权投资的门槛继续提升。

九鼎投资研发部总经理王箐丰亦认为，减持新规将刺激 PE 机构进一步转向长期投资、价值投资、战略投资，像国际主流模式靠拢，改变对简单套利模式的依赖。他表示，从长期来看，新规对于有更强价值发现能力和产业运作能力的 PE 机构而言，是一个利好。

盛希泰进一步表示，长远来看，减持新政对于 PE 投资构成的利好包括：其一，退出的不确定性，将抑制一级市场投资估值，目前一级市场居高不下的泡沫和价格有望下调；其二，减持速度放慢，将减少对个股的股价冲击，PE 机构减持股份时的价格有望保持在较高水平；其三，国内一二级市场的套利空间被压缩，优胜劣汰的效应将更加显现，投资人将更加看重 PE 机构的投资和投后能力；其四，PE 基金的 LP、投资人将被教育，基金存续期的延长将进一步利于 PE 机构的价值投资策略。

监管政策

PPP 资产证券化加速推进

首单财政部 PPP 项目库资产证券化产品，5 月 24 日通过上海证券交易所审批。这一名为“富诚海富通-浦发银行 PPP 项目资产支持专项计划”的产品，发行总规模为 15.25 亿元，基础资产系信托受益权，采用结构化分层设计。

而此前，发改委已分两个批次推进 PPP 资产证券化项目。其中，首批 9 单中已有 4 单项目挂牌，发行总额达 27.14 亿元；近期，第二批 8 单项目亦在加紧推进。

作为推进 PPP 模式的两个主要部门，财政部和国家发改委近年来按照相应职责分工，不断发力。尤其是推进 PPP 资产证券化，多部委近期将联合出台一系列新政策。

立法保障是基础

PPP 资产证券化的推进，将为企业改善现金流与资产负债表结构的同时，也为各类基建项目提供融资支持和项目建设保障，加速 PPP 项目的落地执行。而 PPP 资产证券化的健康发展，离不开相关立法的支持和保障。

据悉，PPP 条例起草修订后的初稿已完成，近期将公开征求意见。同时，财政部、央行、证监会也将发文，以进一步明确 PPP 资产证券化的条件、标准、程序，从而规范 PPP 资产证券化，突出市场化导向。

其实，自 2014 年 9 月财政部发布《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》以来，多部门密集出台了一系列政策，力推 PPP 模式，引导社会资本和政府资本在公共产品领域的合作投资。

2016 年底，国家发改委、中国证监会联合印发了《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》，明确了资产证券化 PPP 项目的范围和标准，PPP 资产证券化的重要意义不言而喻。

据公开数据显示，截至 2017 年 3 月末，全国入库 PPP 项目合计 12287 个，投资额 14.6 万亿元。业内人士分析称，资产证券化为 PPP 项目主体提供了一个低融资成本、低风险、高效率的融资方式，在发达国家非常流行。PPP 项目资产证券化，将成为破解我国 PPP 项目融资难题的一条非常有效的途径。

“退出机制”不能一概而论

PPP 项目的各方资本合作，一般长达二三十年时间。在这个过程当中，不同阶段存在着不同的风险。因此，除了满足 PPP 项目初始期项目融资需求的金融机构贷款外，还需要能够匹配长周期内不同风险的金融工具。

当大量的社会资本参与基础设施和公共服务建设，并形成万亿级的资产以后，如何解决流动性问题，成为越来越突出的需求。从本质上来讲，资产证券化是将流动性较低资产转换为流动性较高资产的一种模式。其对盘活 PPP 项目存量资产、加快社会投资者的资金回收、吸引更多社会资本参与 PPP 项目建设具有重要意义。

而业内普遍寄希望于 PPP 资产证券化成为一种“退出机制”，亦有一些专家更是称其“为社会资本方提供了新的退出渠道”。但是结合 PPP 项目特性不难发现，社会资本方很难从 PPP 项目中提前退出。

对此，亚洲开发银行 PPP 高级顾问肖光睿告诉中国财富网，针对 PPP 项目的特点，ABS 等资产证券化并不会使社会资本全身而退。PPP 并不是单纯地解决融资问题，更重要的是解决建设、运营等整个长周期的效率问题。这类资产良好的运营和管理，一方面是 PPP 模式本身存在的意义，另一方面，也是支撑资产证券化产品长期收益的本质所在。

“我们讨论社会资本的退出，不能一概而论，要分类讨论。对于财务投资人来讲，资产证券化把非标的资产变成标准的金融产品，可以满足退出的需求；但对于产业投资人来讲，他肩负着资产管理的职责，让其全身而退有悖于 PPP 和资产证券化的本意。如果我们纯粹追求早期利润，马上做完就退出，既不利于这类资产的长期绩效，也不利于培育市场运营主体。”肖光睿说。

民生证券副总裁、研究院院长管清友亦表示，社会资本借助资产证券化提前退出不太现实，资产证券化很难成为社会资本的有效退出渠道。从某种程度上看，借助 PPP 资产证券化，社会资本可实现未来现金流的提前变现，拓宽融

资渠道，降低融资成本，即社会资本可通过资产证券化实现财务投资退出，但仍需行使运营维护的职能。

潜力巨大但须从源头规范

2017 年将是 PPP 落地的高峰期，而 PPP 资产证券化等创新模式，亦有利于加快基建投资项目落地。以交通为例，今年前四月，已完成公路水路交通固定资产投资超过 5005 亿元，超过去年同期的 3860.4 亿元，增幅高达 29.6%，保持了今年二月以来的同比高速增长态势。

中国财富网查阅历史数据发现，自 2015 年 6 月以来，公路水路交通固定资产投资完成情况连续 20 个月的增速低于 10%，直到今年二月开始连续 3 个月保持了高达 30%左右的增速。据推算，固定资产投资高位运行的态势将持续。作为 PPP 项目中的“大户”，交通行业的投资不断加大，也预示着 PPP 项目的持续推进。据悉，仅四川省在建高速公路中，采用 PPP 模式建设的就已占 7 成左右。

另据亚洲开发银行预测报告显示，到 2030 年亚太地区基础设施投资缺口约为每年 1.7 万亿。面对如此大量的需求，无论是 PPP 项目的落地，还是 PPP 资产证券化的进一步推进，都将其在发挥基础设施建设中的巨大潜力。

专家称，尽管通过 PPP 项目资产证券化可为 PPP 项目再融资提供无限遐想，无论是对社会投资人提前收回投资、政府减轻财政压力来说，还是项目公司优化财务报表等方面来说，都具有相当大的诱惑，但 PPP 项目资产证券化不可能一蹴而就。

“必须遵循资产证券化产品发行的基本规律要求，从源头规范 PPP 项目管理，通往 PPP 项目资产证券化的才会是光明大道。”上述专家说。

这亦让笔者想起，多年前时任世界银行资深公路顾问凯撒·奎罗兹曾在采访中比喻：“在 PPP 模式下，政府与社会资本实际上搭乘的是同一条船，若想实现共赢，必须共同承担风险。”他还将这种合作比喻为婚姻关系：PPP 项目的合作可能需要二三十年甚至更长的周期，那么，政府在选择社会资本合作的时候，也需要像选择婚姻伴侣一样，进行各方面的权衡和评估。公开透明，无疑是必要的条件。”

保险资管

保险资管逐步收缩通道业务 专注主动资管

通道业务收缩已是大势所趋，包括保险资管在内的各类资管机构正在加快业务调整。

昨日，一家资产规模超 1000 亿的保险资管公司高管对证券时报记者表示，该公司已于一个月前停止了通道类业务，全面专注核心资管业务。

保险资管

渐放弃通道业务

日前，监管部门强调券商、基金“不得从事让渡管理责任的通道业务”，虽然喊话面向券商和基金行业，但这个监管思路对其他类型资管机构也产生着影响。

“我们现在也用这个最新标准来定义通道业务了。”一家保险资管机构高管对证券时报记者表示，该公司这类业务已经压缩到很小比例，通道出借的对象包括银行、保险资管等机构。

2016 年 6 月初，保监会曾在《关于清理规范保险资产管理公司通道类业务有关事项的通知》（即 98 号文）中对通道业务给出定义，即“资金来源与投资标的均由商业银行等机构确定，保险资产管理公司通过设立资产管理计划等形

式接受商业银行等机构的委托，按照其意愿开展银行协议存款等投资，且在其委托合同中明确保险资产管理公司不承担主动管理职责，投资风险由委托人承担的各类业务”。

“之所以这样定义，是因为银行协议存款类通道业务占到了保险行业通道业务的 90%。”上述保险资管人士表示。就在一个月前，公司停止了银行协议存款通道类业务。据了解，在该资管公司开业的前几年，这项业务带来的通道费曾经支撑起公司初期运营成本。目前，这家公司管理资产超过了 1000 亿，绝大多数是主动管理。

据此前业内人士估计，保险资管通道业务的存量大约有 1 万亿，主要用于帮助银行调节存款主表、调节资产负债表。京都律师事务所解读《通知》时表示，清理规范主要是为加强受托投资管理，避免出现因内控措施不严导致资金被不法分子挪用或诈骗等风险事件。

98 号文虽然要求各保险资管公司清理规范银行存款通道等业务，但并未禁止保险资管做通道业务，只是在清理规范期间，暂停了新增办理通道类业务。据了解，2016 年 7 月 31 日清理规范结束之后，保险资管公司仍然可以续做这项业务。

统一监管

业内人士分析，保险机构主动压缩通道业务的另一个目的，是备战资管产品统一监管。不同类型的资管产品将接受统一监管的监管大方向，对保险资管公司的影响将非常直接。一直以来，保险资管机构都希望在资管产品的发行和销售上，争取到“同一待遇”，即与其他机构发行的私募产品一样，面向更多的机构投资者和个人投资者。

据一家大型券商董事总经理分析，此次监管部门对通道业务敲警钟，表明监管部门清理各自领域的套利业务，扫除风险，可能是为不久后的大资管新规正式出台做铺垫。

太平洋证券一位研究员表示，通道业务收费较低，一般在万分之几的水平，盈利依托于规模；在规模疯狂扩张的背景下，部分通道业务风险并未真正隔离，留下风险隐患。

保险资管的核心优势在于开发资产和主动管理资产的能力，靠通道业务并非长久发展之计。一旦与监管方向不符，通道业务在保险资管业务中将沦为“鸡肋”，被舍弃将成顺理成章的事。

行业新闻

减持新规封套利、堵偏门 这些资管业务受到“一万点伤害”

年初的“217 再融资新政”已经对定增“泼了一盆冷水”，而此次的减持新规，对定增业务、定增基金而言将无疑是“雪上加霜”。同一链条下，一系列资管产品，不只定增基金，私募 EB、PE 以及投资于二级市场的基金都会受到影响。

“可以说减持新规把能堵死的漏洞都堵死了。”在沪上一家上市券商首席策略分析师看来，减持新规的出台极大地消除了一级半、二级市场这两个领域的套利空间，业务生态也将发生改变。

“对定增基金的影响是首当其冲的。新规后大家不一定接受定增基金这种产品，以后可能会慢慢变成产业资本，在二级市场已经没有任何优势可言了。”北京一位受访的公募定增基金经理钱童(化名)也坦言。

与此同时，减持新规中，因可交换债、股票权益互换等特殊减持股份的方式也被纳入监管范围。“考虑到可交债的投资资金的风险偏好一般偏低，正常不太愿意承受股票波动风险，因此发生转股后一般不会长期持有股票，从这方面考虑，原先参与可交债市场的大部分资金可能会撤离。”博时转债增强债券基金

经理邓欣雨也告诉第一财经记者，减持新规下投资人的转股预期会下降，降低超额收益回报。

定增基金“雪上加霜”

2017 年 5 月 27 日，证监会发布《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》，上交所及深交所也发布了实施细则，规定即日起实施。值得关注的是，在 2016 年 1 月份发布的原减持规则(证监会[2016]1 号)仅对 5%以上股东、上市公司董监高适用的基础上，此次减持新规(证监会[2017]9 号)增加了两类特定股东，即 IPO 发行前股东和非公开发行股东。

其中，定增基金也被认为受到了“一万点伤害”。

2014-2016 年，上市公司定增融资备受青睐，属于一级半市场中最火爆的交易形式，仅 2016 年增发募集金额高达 1.8 万亿。但新规后，此番情形或将不复存在。

“对定增基金的影响，比 2017 再融资新政的影响还要大。因为最少的解禁期变为了 2 年，而折价上限是 10%，以后新的项目可能平均是 5%，折价 5%却

要求 2 年的封闭期，实际上已经不能覆盖现在的资金成本了，定增基金是没有什么前途的。”钱童告诉第一财经记者。

“现在增加了两个维度的限制，一个方面锁定期变成了两年，因为你锁定满 12 月以后再过 12 月只能减 50%，必须第三年才能全减完，就锁定期数增加了一年；第二个就是百分之一的限制。”某券商投行部总经理则表示。

“目前来看，如果大股东不保底的话，大家的观望情绪比较重。安全边际已经难以覆盖持有期限，本来可以去二级市场买，为什么要通过定增拿呢？”钱童也表示。

第一财经记者了解到，现在定增产品一般期限都是 18 个月，限售期延长了之后可能涉及到很多产品需要改合同的问题，并且对投资者而言，则是面临着解禁期的延长。

“新规打击非常大。很多之前本来到账的资金有意向要参与下一轮的定增，现在的规定一刀切没有新老划断，资金也回不来了。感觉 2 年的期限是太长了。”钱童坦言。还有一个问题是，现在很多定增都是“拼单”来做，就是很多小账户进行报价。但是按照新规，解禁第一年只能卖出 50%，那么，这个 50%由谁来卖出就是个问题。

“各家会出台有标准，先按同一参与主体计算。以前的话可能是谁早谁先出，新规后这样可能就不太公平。那些后面拼盘进来的，大家统一执行一个规定。政策刚粗来，各家可能会有细则来应对。”钱童也认为。

“如果集中大规模违约的情况真的出现的话，可能证监会会出台新的政策，因为证监会不希望通过规定产生新的市场风险，不会出现大规模违约对市场造成影响。”该券商投行部老总也认为，新规核心还是堵漏洞，其核心不希望造成市场大面积的违约或流动性的影响，后续应该会有相关的细则。

“减持新规下，定增的规模会下降，但并不表示做定增的收益率会下降。如果做定增的话，可能会向定增方提出更加苛刻的要求，那可能预期收益率更高我才愿意做这个单子。”沪上一家上市券商首席策略分析师则在受访时表示。

封堵减持套利“偏门”

2015 年以来，可交换债(EB)发行方式逐渐兴起，私募 EB+换股成为一类股东减持的替代手段，部分上市公司通过大量发行私募 EB，并通过换股成上市公司股份实现变相减持。

所谓私募 EB，是指以非公开方式发行的可交换债券(Exchangeable Bond/EB)。可交换债券是指上市公司股东发行的、在一定期限内依据约定条件可以交换成该股东所持有的上市公司股票的公司债券。

第一财经记者了解到，发行私募 EB 的需求包括减持套现、低成本融资、并购换股以及市值管理等。与大宗交易减持相比，通过发行私募 EB 实现减持套现不受证监会 18 号文(大股东及董监高在 6 个月内不得减持)限制，能够变相实现提前减持的资金回笼。

也就是说，如果投资者选择换股，发行人则变相完成了减持。在定增受限的前提下，私募 EB 产品已经成为上市公司替代定增的选择，也是上市公司大股东和高管减持套现的一大利器。

减持新规中，司法强制执行、执行股权质押、赠与、可交换债(私募 EB)、股票权益互换(TRS)等特殊减持方式也应遵守。

显然，由于可交换债、股票权益互换是股东减持的一个方式，减持新规便是要堵漏洞，不希望通过此方式是规避限制。

“新规对可交换债利率和换股股份也有规定，由于细则目前还没出来，主要的监管逻辑是在换股的时候不允许出现变相减持。”上述券商投行老总表示。

“投资人的转股预期会下降，降低超额收益回报，如果减持行为受到新规限制较大，或将影响到投资人的退出路径，考虑到可交债的投资资金的风险偏好一般偏低，正常不太愿意承受股票波动风险，因此发生转股后一般不会长期持有股票，从这方面考虑，原先参与可交债市场的大部分资金可能会撤离。在投资意愿下降情况下，可交债的融资成本会上行，这方面对发行人也不利。估计在细则出台前，该市场会处于观望状况，有些计划发行的项目可能会受到影响而推迟发行时间等。”邓欣雨也表示，目前对可交债转股后减持行为等监管细则还未出来，需要做进一步观察。

不过，广发证券表示，从量的影响来看，过去几年 EB 换股比例约为 8.11%，金额约为 92 亿，对存量市场的影响较小。

“现在做的可交换债不太多，去年本身体量就比较小，可能都抢不到量。现在是可转债的量起来了，一季度可转债已经有 800 亿的规模了，证监会是鼓励这种融资方式的调整。”钱童也说。

“虽然可交债这块会受到新规影响，但监管层对可转债这块延续了前期的支持政策，也能够看到不少企业纷纷加入可转债融资队伍里面，当期看来可转

债市场会在未来得到较快的发展，一定程度上会为风险偏好相对较低的投资人提供获取超额收益的来源。”邓欣雨说。

可转债入佳境

减持新规下，定增基金、私募 EB 等不再有吸引力，此前投向这部分资产的资金势必要寻常出路，若一时找不到新的投资方向，固定收益类资产或是其考虑的一个方向。不过目前尚无法确定这部分资金的体量，不好计算其影响范围。

华南一位债券基金经理也表示，若资金暂时找不到好的投资机会，可能会有一部分转向货币市场，间接对资金面形成影响，“不过这个量应该不会很大。”

“理财收益率还是取决于资金状况。如果货币环境还是偏紧、银行缺钱的话，理财收益率还是取决于银行资金面宽松。如果大家的钱都很紧，那么大家拆借利率肯定是水涨船高。”上述沪上上市券商首席策略分析师也说。

“去杠杆下，银行可能更多将资金投向实体经济，而非金融产品或业务。也是一种脱虚向实政策的体现。”其进一步认为。

监管趋严，但并非没有机会。“目前来看发公募 EB 比较多的是地方国有企业，新规下意味着企业的可交换债融资成本升高。现在市场上比较关注的可转债，所以很多企业融资都转向了可转债，而这也是监管所鼓励的。”该华南债券基金经理也向第一财经记者表示。

证监会 2 月 17 日发布的《上市公司非公开发行股票实施细则》对上市公司定增融资的实施增加了三个主要限制条件，但对于发行可转债、优先股和创业板小额快速融资的不受此期限限制——监管层引导企业选择股债结合产品进行再融资的意图明显。

在监管环境变化下，上市公司也选择用脚投票，实施细则以来，数十家公司将再融资计划转道为可转债。

通道红利渐失 券商资管谋转型

“因为市场低迷，今年权益类产品难发。固定收益板块、机构配置需求旺盛，新产品比较好发。但由于资金偏紧，这项业务也进入拼收益率的时代，规模做起来又担心‘踩雷’。”5 月底，上海一家券商资管相关负责人对中国证券报记者表示。

分析人士称，由于今年传统基础市场业务不好做，可交换债、资产证券化 (ABS) 等多项业务均成了“红海业务”，短期内券商资管规模将面临较大收缩压力。未来券商资管想要突出重围，将更加依赖主动投资能力及产品设计能力。

发展减速

“只有极少数券商资管新发行的产品规模可以达到几十亿元，一般也就几亿元。”上述券商资管人士坦陈，行业发展正在减速。

根据基金业协会统计，截至 2016 年，证券公司资产管理规模达到 17.58 万亿元，同比增长 48%。受市场影响，集合资产管理计划的规模较 2015 年增长明显放缓，专项资管计划持续高速增长。

截至 2016 年，券商集合资产规模 2.19 万亿元，同比增长 40.86%；定向业务增幅趋缓，较 2015 年年末的 10.15 万亿元增长 44.57%；以 ABS 为主的专项业务延续 2015 年高速增长趋势，规模 4315 亿元，同比增长 140.65%。从分布看，以通道为主的定向资管计划规模仍占最大比例，占资管总规模的 83%，较 2015 年略有下降。2012 年起，定向资管受益于政策红利疯长，规模持续攀升，2013 年占资管业务总规模的 93%。2016 年，监管层密集颁布新政，“去通道、降杠杆”意图明显，抑制了通道业务高速增长的态势，定向资管业务承压。

“固收业务做规模容易，这几年有较大爆发，但现在想控制一下进度，以防‘踩雷’。”另一家券商资管负责人向记者透露，实际上公司的几个业务板块都要做调整，比如以前定增业务板块做得比较大，今年受监管的影响可交换债的规模就大一些；此外，ABS 业务进入“红海”，竞争非常激烈，公司只能在细分领域发力。

通道红利渐失

目前券商资管以定向资管业务为主，占比近八成。海通证券研报指出，2012 年，券商资管业务迅速发展，尤其随着非标扩张、授信类影子银行的扩张，通道型业务迎来发展机遇，2012 年、2013 年券商资管规模分别同比增长 5.7 倍、1.8 倍。

券商资管通道业务通常指的是券商向银行提供通道，帮助银行调整资产负债表，从事资产从表内到表外的流动性搬运业务。由于通道方往往不需要负责项目端及资金端，从理论上说也不用承担投资风险，因此收取的手续费也较低。目前券商通道业务比较主流的模式包括定向票据通道业务、银证信委托贷款业务、银行信用证划款通道业务、现金类同业存款业务、平台银证债券类业务和银证保存款业务。

2014 年 2 月证券业协会发布《关于进一步规范证券公司资产管理业务有关事项的补充通知》后，通道型资管的政策红利逐步消失。由于通道类业务附加值较低，券商开始谋求转型。

业内人士表示，从近年来资管规模变化来看，以通道为主的定向资管规模占比仍较大，但增速开始放缓，一些小集合和主动型集合资管的规模高速增长，成为券商资管发展的重点业务。截至 2016 年，券商受托管理资产规模中主动管理业务规模 4.94 万亿元，同比增长 62.5%；通道业务规模 12.39 万亿元，同比增长 39.9%。

业内人士表示，压缩通道业务空间在前两年就开始了，比如在净资本压力下，资管通道业务成本上升，迫使券商资管向资本占用小的主动管理类产品转型；新版《证券公司风险控制指标管理办法》将券商资管纳入表外业务，通道业务计入杠杆率约束等。

发展阵痛已现

近年来，受宽松货币环境、居民财富管理意识的提升以及金融创新等多方面因素的影响，资产管理行业景气度不断提升，参与主体呈多元化趋势，各类资产管理机构规模快速扩张。

在大资管时代下，券商资管参与度稳步提升。从产品数量来看，截至 2016 年，证券公司拥有产品数 24782 只，同比增长 36%；从资产管理受托规模来看，证券公司管理规模接近 20 万亿元。

业内人士称，今年 5 月 19 日，证监会新闻发言人强调不得从事让渡管理责任的通道业务，明确了去通道化的决心。事实上，自去年以来，监管机构已多次发文提高券商、基金及基金子公司开展通道业务的门槛。

海通证券认为，监管层近期多次就通道业务、资金池业务表明强监管态度。经测算，尽管去通道、清理非标资金池业务对券商业绩的影响较小，但这表明资管业务野蛮扩张的时代已经过去。随着通道业务逐渐告别历史舞台，资管规模收缩的短期阵痛不可避免，中长期将倒逼通道业务向主动管理转型，未来券商的投资能力、产品设计等都将作为评价券商资管能力的重要指标。

县市平台资管融资调查:各类"安慰"措施仍层出不穷

今年以来，财政部及审计署加大对违规举债的曝光及处罚力度。其中，对部分地区违法违规举债的处罚，首开地方政府违规举债被问责的历史先河。毫无疑问，整肃违规举债还将继续。在处罚及曝光的案例中，违规举债行为大多指向地方政府违规提供担保及财政兜底。

此外，我们了解到，一些地方“将公益性资产注入平台公司”涉嫌违规。诸多处罚的法律法规依据为《预算法》及 43 号文、19 号文、463 号文等。4 月末，财政部等六部委联合下发 50 号文（《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》），再次引发市场对政府融资的关注。这些行动已对地方投融资及金融市场产生较强的震慑力，某种程度上将重塑地方融资生态。此外，政府融资方式的相关变化还有待进一步观察。

导读

据 21 世纪经济报道记者调查了解，多家机构发行的资管产品曾对多家市县级城投提供融资；部分产品虽然不直接采取财政担保措施，仍然沿用了债权回购、债务债权确认等各种“安慰”手段。

近期多部委对地方政府涉嫌违规担保举债行为的通知，引发市场对地方债的再度关注。

21 世纪经济报道记者获悉，此次针对地方政府举债的紧急规范，和今年 4 月底中央六部委联合下发 50 号文（《关于进一步规范地方政府举债融资行为的

通知》) 等文件有关。在此过程中, 部分县市涉嫌违规融资问题也被财政部及审计署等监管部门所点名。

需要注意的是, 在此次规范中, 证券经营机构发行的“输血”地方债的资管产品, 也成为重点关注对象。据 21 世纪经济报道记者调查了解, 多家机构发行的资管产品曾对多家市县级城投提供融资; 部分产品虽然不直接采取财政担保措施, 仍然沿用了债权回购、债务债权确认等各种“安慰”手段。

事实上, 早在五年前的 463 号文(《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》) 中, 禁止地方融资平台违规担保的要求早已有之。而与 5 年前的相比, 50 号文的发文单位增加了证监会、司法部两部门, 这亦被业内人士视为监管层对证券类机构“输血”地方平台违规融资活动的“补漏”。

“安慰”措施不断

事实上, 多家机构的资管项目对多个被监管部门点名的地方市县平台进行“输血”, 而各类安慰措施也仍然不断。

据 21 世纪经济报道记者调查获悉，西藏同信证券、财通基金子公司财通资产、长安基金子公司长安资产等多家机构曾发行资管产品向被点名的地区及城投平台提供融资。

例如西藏同信证券去年 4 月就曾发行过一只集合资管计划，为被财政部点名的东部某省份县级城投提供融资。资料显示，该产品规模 5 亿元，期限为 24 个月，至今仍未到期。

与近年来的诸多平台融资模式类似，在监管层禁止城投通过非银机构融资的要求下，其结构仍然采用了应收账款受让的设计模式。

按照该产品的结构，即同信证券募集集合资管计划资金，投向作为“通道方”万向信托发行的一只事务管理类财产权信托，再以该信托来受让上述县级城投代建工程并对当地财政形成 7.7 亿元应收账款。

值得一提的是，除传统的财政出函外，上述产品还采取了多种还款保证。

在 21 世纪经济报道记者获得的产品材料上，就列举了包括财政承诺在内不少于 4 种的增信措施，其中还包括债务债权确认、债权回购、保证担保等。

而在多项措施中，该县人民政府及财政多次“亮相”，例如在债务债权确认上，产品材料称该县人民政府、城投共同与万向信托签署了债务确认文件；同时在债权回购约定上，若该县人民政府未按时清偿债务，则城投将对应收账款进行回购。

无独有偶，在财通资产的一只输血某被点名县级市的一对多专项资管计划的风控措施上，也曾出现“财政局出具承诺函将根据本次资管计划时间节点要求优先安排财政资金偿还对借款人债务，确保资管计划的全部本息得以及时支付”的表述。

“做平台类项目本身看重的就是城投背后政府财政兜底的信誉，所以做足这些条款通常也只是形式上增信，因为金融机构内部对风控也是有一定的严格把控的。”北京一家基金子公司负责人坦言，“所以这里面也有一个平衡，一方面地方政府不能违规担保，另一方面又要让管理人放心，所以才会让各种带有安慰性的担保措施附着其中。”

“补漏”资管产品

除信托、资管、基金子公司等持牌机构外，地方政府违规担保举债的另一个特点是私募机构的渗入和参与。

21 世纪经济报道记者发现，在上述被点名的多个县市的融资产品中，私募类产品占据一定比例。例如利得财富、日发资产等私募机构也曾发行多只产品为上述被点名的县市地区进行政府融资；而各类政府“安慰”措施也频现其中。

以日发资产为例，其曾在两年前围绕上述某被点名的某开发区发行过不少于 10 只融资类产品，其存续期大多在 4-5 年。

“私募做地方债的好处是，可能风控标准会比持牌机构更低，因此安慰措施也不需要太多，但缺点是募资成本可能会高于持牌机构。”一位接近监管层的基金子公司副总经理表示。

“这也是证监会出现在 50 号文发文单位的原因，因为过去银行、信托是地方政府融资的主力，而现在券商资管、基金子公司，甚至私募基金都成为了为地方债输血的通道；因为这些都是证券经营机构，需要证监会的监管来补漏。”上述副总经理坦言。

此外，值得一提的是，目前 PPP 模式也在成为部分资管机构试图包装地方债融资的新途径。而在《通知》中监管层也对这一可能性予以了关注和提防。

“严禁地方政府利用 PPP、政府出资的各类投资基金等方式违法违规变相举债。”《通知》称，“地方政府及其所属部门参与 PPP 项目、设立政府出资的各类投资基金时，不得以任何方式承诺回购社会资本方的投资本金，不得以任何方式承担社会资本方的投资本金损失，不得以任何方式向社会资本方承诺最低收益，不得对有限合伙制基金等任何股权投资方式额外附加条款变相举债。”

“把 PPP 变成地方债的核心思路仍然是在结构上把长投 短债 化，即用短期资金的续借解决长期资金需求。”北京一家中型券商资管部投资经理表示，“这也和资产、资金端期限偏好的不匹配有关，PPP 通常是长期资金，而资管委托方通常的期限比较短，目前政策禁止对 PPP 的社会资本方承诺固定回报，那么过去的产品模式肯定也是不适用的，不排除未来会出现新的产品结构解决这一问题。”

产品情况

信托产品

上周共搜集到新发行信托产品 9 只，期限为 12-60 个月不等。年化收益率在 5.95%~7.5%之间。

资管产品

上周共搜集到新发行资管产品 3 只。期限都为 12-24 个月不等。年化收益率在 7%~8%之间。

银行理财

上周共搜集到银行理财产品 15 只。期限为 34-365 天不等。年化收益率在 3.5%-5.1%之间。