

目录

本期导读.....	2
央行今日就 1 年期 MLF 需求询量 明日进行操作	2
人民币汇率狂飙背后：“高升”的弹性从哪儿来？	2
上半年银行理财规模普降，资金成本上升，利差缩窄，压力难破	3
宏观政策.....	4
央行今日就 1 年期 MLF 需求询量 明日进行操作	4
人民币汇率狂飙背后：“高升”的弹性从哪儿来？	7
消费贷款维持高增长 8 月新增信贷或达 1 万亿	9
监管政策.....	13
中国严监管下众生相：区块链平台下架代币 暂停交易	13
监管收紧，同业业务再遭“堵截”，银行如何转型？	17
保险资管.....	23
上市保险公司投资收益于向好 得益利率上升股市结构性机会	23
行业新闻.....	27
上半年银行理财规模普降，资金成本上升，利差缩窄，压力难破	27
净值型产品成资管主流 券商告别通道回归主动	33
当前高达 90% 以上的 ICO 项目涉嫌欺诈	40
产品情况.....	42
信托产品.....	42
资管产品.....	42
银行理财.....	42

本期导读

央行今日就 1 年期 MLF 需求询量 明日进行操作

8 月下旬，各省国库现金定存释放流动性约 1820 亿元，再加上本月超量续作中期借贷便利（MLF）净投放 1120 亿元以及国库定存投放 800 亿元，央行 8 月 21 日至今的实际净回笼资金规模在 1500 亿元左右。而 8 月末的财政支出规模预计为 7000 亿元左右，所以央行持续回笼是为了对冲流动性释放，货币政策仍保持稳健中性，并没有边际上的收紧。

9 月资金面的第一座“大山”，就是同业存单集中到期。最新统计显示，将有 2.3251 万亿元同业存单面临到期，创下历史上到期规模新高。这为银行带来较大的融资需求缺口。不过，业内人士认为，同业存单到期或带来个别时点上的压力，不会产生持续收紧的影响。

人民币汇率狂飙背后：“高升”的弹性从哪儿来？

如果说 5 月底开始人民币的反弹让市场稍显亢奋，那么 8 月人民币的飙升则让市场有些紧张。昨日在岸人民币兑美元触及 6.52 关口，刷新一年来新高，日内大涨逾 400 点。

这场突如其来的“人民币汇率狂飙”背后，主要原因是美元跌了。过去数周，多种国际货币均对美元出现了强劲涨幅。

市场情绪转换的微妙关口，对美国经济回升和美元升值预期开始有了变化。市场中对于特朗普经济政策内部矛盾的担忧，对美联储暂缓加息步伐的担忧，乃至对欧洲经济动荡的担忧同时发酵，特朗普改革受阻、“通俄门”发酵、欧元走强等一系列因素导致美元陷入疲软。除了美元疲软的短期因素外，在岸、离岸人民币不断创年内新高，长期因素还有人民币中间价形成机制引入“逆周期因子”，保证了人民币汇率有效调节。

上半年银行理财规模普降，资金成本上升，利差缩窄，压力难破

2017 年银行理财规模一降再降。今年 1 月末达到 30.31 万亿的峰值后，理财存续规模不断减少，继一季度末降至 29.15 万亿后，二季度末进一步降至 28.4 万亿，相比 2016 年末下降 2.23%。

目前，上市银行 2017 年中报悉数披露完毕，从数据来看，曾经急速扩张并领跑银行非息收入的银行理财，在严监管下已向高速扩张阶段暂别。

具体来看，同业理财规模压缩是银行理财余额下降的最大原因；同时，今年以来资金端成本快速上升进一步缩窄利差，也使理财规模扩充缺乏条件。即使牺牲规模，也没能保住收入，多家股份制银行理财业务收入同比出现大幅下降。这也间接给资产端带来巨大压力。

宏观政策

央行今日就 1 年期 MLF 需求询量 明日进行操作

经历了前两日的“求钱若渴”后，8 月最后一天的资金面终于平稳度过。随着月末财政支出加大支援，绷紧的资金面有所舒缓，一度突破逾两年高位的上海银行间同业拆放利率（Shibor）隔夜利率也在一天内大幅回落 9.27 个基点，报 2.8310%。

展望 9 月，综合天量同业存单到期、季末宏观审慎评估（MPA）考核、月中缴税等多重扰动因素，资金面或难言乐观。市场对于资金面的预期也从年中的“偏宽”转向了“偏紧”，市场情绪或将变得更为谨慎。

回顾 8 月，流动性出现意料之外的收紧。“本来大家预期资金面在 9 月跨季时面临压力，没想到提前在 8 月就表现得这么紧张。”某保险机构固定收益部投资经理告诉记者。

银行的超储率普遍偏低，是 8 月流动性偏紧的症结所在。“银行的储备资金变少了，头寸也变少了，更依赖于央行公开市场操作 放水。”上述投资经理指出。

反映在银行的资金操作上，一旦央行当日实施大额净回笼，商业银行的融出意愿受到冲击，市场上便会出现较大波动。8 月 30 日 Shibor 隔夜利率飙升至 2.9237%，一举突破 6 月下旬跨季前的最高位。非银机构资金压力陡增，当天上交所质押式国债回购利率 GC001 加权均价高达 6.8726%，两日内累计上行近 200 个基点。

反观央行公开市场操作则始终保持定力，8 月下旬以来维持净回笼格局。8 月 21 日至今，央行累计净回笼 5600 亿元，若按全口径计算，全月净回笼 4080 亿元，为近 5 个月首次单月净回笼。

对此，招商证券固收团队首席分析师徐寒飞对记者表示，不能被公开市场巨额净回笼的数字所“迷惑”，央行是在综合考虑诸多流动性释放因素之后，依然保持了“削峰”操作，维持资金面稳定。

据其梳理，8 月下旬，各省国库现金定存释放流动性约 1820 亿元，再加上本月超量续作中期借贷便利（MLF）净投放 1120 亿元以及国库定存投放 800 亿元，央行 8 月 21 日至今的实际净回笼资金规模在 1500 亿元左右。而 8 月末的财政支出规模预计为 7000 亿元左右，所以央行持续回笼是为了对冲流动性释放，货币政策仍保持稳健中性，并没有边际上的收紧。

9 月资金面的第一座“大山”，就是同业存单集中到期。最新统计显示，将有 2.3251 万亿元同业存单面临到期，创下历史上到期规模新高。这为银行带来较大的融资需求缺口。不过，业内人士认为，同业存单到期或带来个别时点上的压力，不会产生持续收紧的影响。

徐寒飞认为，季末的 MPA 考核及 9 月中旬的缴税期，也是资金面较大扰动因素。而债券供给对市场尚无冲击，9 月利率债净融资规模不大，信用债供给也低于前两月水平。

此外，“银行公布半年报后的分红也是一个制约因素，如果采取现金分红方式也会对其流动性产生影响。”另一位保险机构人士表示。

当然，9 月份资金面也不乏利好因素。一方面，8 月和 9 月是财政支出月份，财政存款还将继续释放流动性；另一方面，人民币升值使得外汇占款在边际上下降，减轻货币回笼压力。

对于接下来的央行公开市场操作，徐寒飞认为，需要关注的是 9 月初的 MLF 续作情况。9 月将有 2830 亿元 MLF 到期，首笔 1695 亿元 MLF 将于 9 月 7 日到期。如果继续像 6 月那样超量续作，则当前市场紧平衡的情绪很可能会缓解。如果续作的量不大，资金面紧张情绪则可能会延续到 9 月中下旬，待缴税期结束，等季末的财政支出开始发力，资金面才会有所松动。

人民币汇率狂飙背后：“高升”的弹性从哪儿来？

如果说 5 月底开始人民币的反弹让市场稍显亢奋，那么 8 月人民币的飙升则让市场有些紧张。昨日在岸人民币兑美元触及 6.52 关口，刷新一年来新高，日内大涨逾 400 点。

这场突如其来的“人民币汇率狂飙”背后，主要原因是美元跌了。过去数周，多种国际货币均对美元出现了强劲涨幅。

市场情绪转换的微妙关口，对美国经济回升和美元升值预期开始有了变化。市场中对于特朗普经济政策内部矛盾的担忧，对美联储暂缓加息步伐的担忧，乃至对欧洲经济动荡的担忧同时发酵，特朗普改革受阻、“通俄门”发酵、欧元走强等一系列因素导致美元陷入疲软。除了美元疲软的短期因素外，在岸、离岸人民币不断创年内新高，长期因素还有人民币中间价形成机制引入“逆周期因子”，保证了人民币汇率有效调节。

在这一轮波动中，人民币似乎从绳子变成了橡皮筋，有了更多弹性。相比 2016 年初频频对投机资本发出警告，2017 年的中国央行对市场波动变得较为低调，这意味着央行“参考一篮子货币”的汇率管理政策开始发挥稳定市场的效力。

当通过规则即可稳定市场预期时，央行自然无需通过亲自发声来“管理预期”。“参考一篮子货币”定价规则赋予了人民币跟随美元大幅波动的制度基础，但监管部门对于“参考一篮子货币”究竟能在多大程度上决定人民币中间价的波动仍存影响力。

由于汇率代表一国货币的对外“基准价格”，一旦汇率波动过大，从贸易制造到金融房地产等实体产业部门，都面临着一系列的“重新定价”，对企业的长期规划和发展极为不利。汇改第一年，央行需要考虑各方面的承受能力。

一年后，观察到汇率升值已在各方承受范围之内，且贸易顺差持续增加、问题仍未解决，自然开始推动升值的速度。

“8·11”汇改之后，人民币贬值预期的急剧上升曾加剧了资本外流。当前政府和央行对资本外流和外逃的控制取得明显成效，我国国际收支形势明显好转，外汇储备开始回升。同时，中国国际收支结构和海外资产负债结构也有所改善。

经济基本面表现稳健、中美利差提供了相对较厚的“安全垫”、监管层释放明显的引导汇率双向波动信号的大背景下，为我国完成“8·11 汇改”未完成的目标提供了有利的机会窗口。

汇率改革的最终目标是实现汇率的自由浮动。从官定中间价到市场收盘价，从对标“一对一汇率”到引入“一篮子货币”，从在岸价格调控到离岸价格博弈，中国在人民币汇率价格形成机制方面不断进取。没有“庄家”能够主导的跨境资本市场，将是人民币汇率寻找市场弹性最终的舞台。

消费贷款维持高增长 8 月新增信贷或达 1 万亿

延续此前实体经济融资需求，以及表外融资转回表内对信贷的拉动，市场普遍预计 8 月份新增贷款将环比 7 月份小幅上升。

证券时报记者调查获悉，按照惯例，8 月份在银行信贷计划中是个适中的月份，通常要高于前月而低于后月，加上 7 月份工业企业利润依旧较好，供需结构有所改善，大中型企业信心增强，信贷仍有支撑。综合各方数据预计，8 月份新增贷款约 1 万亿元。

从结构上看，新增贷款仍以居民按揭贷款和企业中长期贷款为主，此外，消费贷款继续保持年初以来的高速增长。而这一结构在上半年上市银行报表中也有明显体现。

预计新增贷款 1 万亿

通常情况下，8 月份信贷将较 7 月份季节性多增，根据历史经验，平均多增 2000 亿元以上。而数据显示，7 月份新增人民币贷款 8255 亿元。

华创证券首席宏观分析师牛播坤表示，鉴于 8 月份信贷投放节奏将较 7 月份有所加快，预计 8 月新增贷款将回升至 9500 亿元左右。“金融严监管之下，房贷额度收紧、利率上浮和批贷周期延长仍在持续发酵，但考虑到消费贷款的

高增长、信贷额度的投放节奏，预计 8 月新增居民中长期贷款环比将小幅回升。”

值得注意的是，8 月份信用债和地方债发行环比有所回落，将为信贷释放部分空间。Wind 数据显示，8 月份地方债发行额环比下滑 44.43%至 4697.35 亿元。

申万宏源(000166)证券研报认为，债券融资和表外融资转信贷仍将持续，而地方债置换对信贷的冲击也将减轻，预计 8 月份信贷增加 9500 亿元。

华创证券固收分析师屈庆预计，8 月份新增信贷为 1 万亿元，且贷款结构将继续优化。“从 7 月数据可以看出中长期贷款占比有所回升，整体实体经济融资需求依然比较旺盛，折射出经济增长内生动力仍然较强，进入 8 月份，随着生产活动增加，贷款或有进一步提升。”

上半年企业贷款和零售贷款齐飞

从新增贷款结构看，市场普遍预计，8 月份将延续上半年整体趋势，即“加大企业中长期贷款和居民消费贷款投放，按揭贷款继续保持适量增长”。

数据显示，上半年 25 家 A 股上市银行贷款总额较年初增加约 5.12 万亿元至 75.02 万亿元。其中，企业贷款和零售贷款上半年增量分别达 3.79 万亿元和 2.65 万亿元，分别较年初增长 8.86% 和 11.06%。

整体来看，上半年上市银行零售贷款增速也普遍高于企业贷款增速。以正在进行零售转型的平安银行(000001)为例，该行上半年零售贷款增量是公司贷款增量的 9.2 倍；中信银行(601998)上半年零售贷款增量更是达到公司贷款增量的 18.41 倍。

而在零售贷款结构中，上市银行零售贷款增长主要集中于消费贷款、信用卡透支，以及个人住房按揭贷款的增长。其中，上半年上市银行按揭贷款增量在零售贷款增量中占比达 66.44%。

不过，中金公司固收分析师陈健恒表示，基于前期房地产销售情况与滞后投放的信贷，预计四季度房贷会明显下降。

此外，前述上市银行票据贴现余额较年初大幅减少 42.53%至 1.79 万亿元，其中平安银行上半年票据贴现余额较年初减少近 70%。有股份行票据人士表示，银行票据贴现融资业务量明显减少，主要受监管趋严、“营改增”和票据利率走高等因素影响。

监管政策

中国严监管下众生相：区块链平台下架代币 暂停交易

中国监管方严厉叫停代币融资后，相关交易平台纷纷响应，或是下架代币，或是进行自查，ICO 项目集体“学习政策”。

央行等七部委公告次日，9 月 5 日本周二晚，国内领先的区块链资产交易平台聚币网连发两份公告，宣布“深入贯彻落实有关部门的决策，积极响应相关精神的要求，从即刻起停止‘创新试验区’品种交易，用户仍可将该区的交易品种转出至其他平台。”

除了宣布下架所有 ICO 代币，公告还提醒用户应理性、谨慎交易比特币等数字货币：

“聚币网现有的交易品种如比特币、以太币等多种“虚拟货币”不由货币当局发行，不具有法偿性与强制性，具有极高的价格波动甚至资产归零的风险”

“目前行业中可能存在部分非法集资、金融诈骗以及传销等违法犯罪行为，请理性辨识，远离非法金融活动。‘虚拟货币’市场行情往往受多方面因素影响而极具风险。”

此后云币网发布暂停交易的公告，也提到响应七部委周一联合公告，称正在进行内部合规自查，自查期间暂停交易业务。虽然表示自查完毕后会恢复交易，但公告未明确自查时长。

华尔街见闻全天候科技文章稍早提到，目前，包括云币网在内的十余家交易平台都相继宣布暂停交易，除了部分在海外交易所上市的代币，大部分 ICO 代币的交易都已经暂停，在国内交易所上市的公司几乎全部被政策波及。

在国内的二级流通市场关闭之后，一些 ICO 项目正在寻求海外市场的融资途径。日本、英国、新加坡都是潜在的目的地，相比中国，这些国家对数字货币和 ICO 的态度要温和的多。

目前的文件并没有挡住海外融资的渠道，有比特币或其他数字货币作为通道，ICO 项目得以绕过外汇管制。

已经登陆二级市场的 ICO 项目则更加谨慎。面对监管带来的问题，很多公司都选择沉默回应。

上月开启 ICO 的唯链 CFO 张杰告诉全天候科技：“ICO 方面的情况目前不方便表态，我们也需要时间学习，消化文件。”监管接踵而至。

在上周陆续传出取缔 ICO、地方急查 ICO 消息后，本周一中国央行等七部委联合发布《关于防范代币融资发行风险的公告》，认定 ICO 本质上是未经批准非法公开融资的行为，涉嫌非法发售代币票券、非法发行证券以及非法集资、金融诈骗、传销等违法犯罪活动。

公告要求，自公告发布之日起，各类代币发行融资活动应当立即停止。已完成代币发行融资的组织和个人应当做出清退等安排，合理保护投资者权益，妥善处置风险。

次日下午，香港证监会就本地区 ICO 募集资金的活动出台相关监管声明，称如 ICO 所涉数码代币符合“证券”的定义，就该类数码代币提供交易服务或提供意见，或者管理或推广投资数码代币的基金，均可能构成“受规管活动”。

声明称，从事“受规管活动”的人士或机构，不论是否位处香港，只要其业务活动是以香港公众为对象，便须获证监会发牌或向证监会注册。数字货币受挫 “代币”一度“团灭”。

华尔街见闻此前提到，中国七部委叫停代币融资后，本周一各大代币重挫，比特币、以太坊等主流数字货币也应声下跌。

周一比特币一度跌逾 2200 元人民币，较两天前历史高位跌去 700 多美元。以太币、莱特币跌幅均超过 10%。李笑来领衔 ICO 代币“量子币”（QTUM）人民币交易价跌逾 30%，交大密码学专家谷大武领衔的“超级现金”Hshare（HSR）跌逾 50%，EOS 币跌超 30%。

次日比特币进一步下挫，日内最低接近 4000 美元，创将近两周来新低，但此后大幅反弹。北京时间 9 月 6 日凌晨 3 点左右，刷新日高至 4449.40 美元，日内累涨约 3%。

以太币、莱特币也都走出低谷。截至本文更新，以太币回升到 310 美元上方，9 月 2 日巅峰时期曾超过 390 美元。莱特币站上 72 美元，还明显低于 9 月 2 日 98 美元左右的最高水平。

在本周一比特币大跌后，有观察人士预计这只是短期的波动。

数字货币对比网站 CryptoCompare 的创始人兼 CEO Charles Hayter 认为，长远来看，监管的影响是正面的。去芜存菁，可以孕育 ICO 新的黄金标准。

监管收紧，同业业务再遭“堵截”，银行如何转型？

9 月 1 日起，央行要求金融机构不得新发行期限超过 1 年（不含）的同业存单，此前已发行的 1 年期（不含）以上同业存单可继续存续至到期。

这一公告被业内人士普遍看作是 8 月中旬央行同业新规的“补丁”，意在堵住在监管约束影响下，1 年以上存单的发行量明显上升的可能性。

对此，申万宏源宏观研究团队指出，虽然考虑到金融机构发行一年期以上同业存单的规模较小，影响相对有限，但更重要的是，这其实是近期监管措施

的层次推进所释放的信号，预计未来监管将继续加强，同业存单的非理性扩张将成过去时。

监管日渐趋严，迫使各家银行对同业业务进行缩表，在这样的大背景下，银行该如何转型？

封堵监管漏洞

近日，央行发布公告称，决定将《同业存单管理暂行办法》第八条“固定利率存单期限原则上不超过 1 年，为 1 个月、3 个月、6 个月、9 个月和 1 年，参考同期限上海银行间同业拆借利率定价。浮动利率存单以上海银行间同业拆借利率为浮动利率基准计息，期限原则上在 1 年以上，包括 1 年、2 年和 3 年”的内容修改为“同业存单期限不超过 1 年，为 1 个月、3 个月、6 个月、9 个月和 1 年，可按固定利率或浮动利率计息，并参考同期限上海银行间同业拆借利率定价”。

这意味着，自 2017 年 9 月 1 日起，金融机构不得新发行期限超过 1 年的同业存单。

对于央行作出这一调整的原因，分析人士认为，主要原因是监管要为 8 月中旬央行的同业新规打“补丁”，及时堵住金融机构能够套利的制度漏洞。

据了解，8 月中旬，央行在二季度货币政策执行报告中提出要从 2018 年第一季度开始，将资产规模 5000 亿元以上的银行发行的 1 年期以内同业存单纳入 MPA 同业负债指标考核中。该公告明确了同存的监管要求，但在其监管内容中，仅将 1 年期以内同业存单纳入监管。

中信建投宏观债券研究团队指出，在当前“负债端”紧张的大背景下，银行存在较大的弥补负债缺口的需求，同业负债资金较易增长，并且在同业负债中，同存又由于其较高的标准化程度、较大的市场参与主体以及较好的流动性成为同业负债扩张的主力手段。

因此在监管仅限制 1 年期以下同存的情况下，银行或有延长期限至 1 年以上增量发行同业存单的倾向。而银行扩大 1 年期以上同存的行为并不在监管容许范围内，该举措有违监管意图。

释放从严信号

虽然新规堵住了监管漏洞，但业内人士仍表示，该规定对市场影响有限，其中主要原因有两个：

一是一年期限的同业存单在同业存单总量中占比较小。

央行数据显示，今年上半年 1 年期（不含）以上同业存单发行量和余额分别有 372 亿元和 1115 亿元，分别占其总量的 0.4%和 1.4%。

二是央行此次公告依然采用新老划断的方式，给予银行一定消化时间，并不会给短期流动性带来巨大的压力。

申万宏源宏观团队在其研报中指出，9 月同业存单到期量创历史新高，总金额超 2 万亿元，随后 10 月和 11 月到期量也都在 1 万亿元以上。限制新发同业存单期限不会对到期的同业存单的滚动产生影响，而目前监管还暂未从需求端限制同存投资，机构配置热情仍较高，总体来说资金面压力可控。

不过，申万宏源宏观团队也指出，此次新规也意味着同业存单市场将更规范有序。

具体来看，此次将同业存单的期限明确为不超过 1 年，是和《关于规范金融机构同业业务的通知》(127 号文)对于同业融资业务最长期限不得超过 1 年的要求保持一致，有利于引导同业存单回归商业银行流动性管理的本质职能，也是配合监管对同业链条风险进行化解。

同时，本次放开并鼓励 1 年期及以内期限的同业存单采用以 Shibor 为基准的浮动利率定价，也是利率市场化大环境的要求，有利于同业市场更好反映金融机构流动性状况。

除此之外，申万宏源宏观团队还认为，从近期监管措施的层次推进所释放的信号来看，未来同业存单监管有望进一步加强。

“一方面将进一步覆盖目前未纳入的银行，另一方面将从需求端进行管控，例如货基新规和将投资同业存单也纳入广义信贷。从这一点来说，同业存单的非理性扩张将成过去时。”该团队预计。

同业“缩表”提速

近年来，同业存单市场发展速度较快，规模日渐庞大，甚至成为部分银行的主要新增资金来源，但去年第四季度以来，监管部门屡次发文按下同业规模扩张“减速键”。

公开资料显示，今年上半年，银行业同业资产、同业负债规模双双收缩。

第二季度末，商业银行同业资产余额和同业负债余额比年初均减少了 1.8 万亿元。同业业务增速由整治市场乱象之前的正增长转为目前的负增长；同业理财较年初减少了两万亿元；银行理财中的委外投资较综合治理前减少 5300 多亿元。

交通银行金融研究中心高级研究员许文兵在接受《国际金融报》记者采访时指出，同业业务的收缩也迫使银行将“表外转表内”。而这一点在上市银行的半年报中得到了体现。

《国际金融报》记者梳理上市银行今年上半年业绩报告发现，在同业业务发展规模受到进一步限制的情况下，多家银行正在加速调整业务结构，一方面收缩同业业务，一方面加快投放表内贷款，尤其是招商银行、中信银行、南京银行等部分股份制银行，持续加大对零售贷款投放态势明显，有将零售业务作为转型突破口之势。

保险资管

上市保险公司投资收益于向好 得益利率上升股市结构性机会

上险企投资收益好于预期。

除保险业务实现价值增长，投资收益回暖也是上市保险公司业绩走强的主要动力。上半年，国寿股份、中国平安、中国太保分别实现总投资收益 566.63 亿元、590.75 亿元、247.51 亿元；同比分别增长 11.5%、55.3%、37.3%。

这与上市保险公司及时抓住利率上升及股市结构性机会存在莫大关系。具体而言，固定收益投资抓住市场利率从底部回升的时机，增加债券及债权型非标资产配置；及时把握大盘蓝筹股出现的结构性行情，增加股票及权益型基金配置。

投资收益整体回暖

险企当中谁的资产最多？谁的收益最高？

截至上半年末，国寿股份投资资产 25957.67 亿元，较上年末增长 5.8%。上半年，国寿股份实现总投资收益 566.63 亿元，相较上年同期增加 58.22 亿元，同比增长 11.5%；总投资收益率 4.62%，相较上年同期增长 0.24 个百分点。净投资收益 577.32 亿元，相较上年同期增加 31.48 亿元；净投资收益率 4.71%，与上年同期持平。

与国寿股份情况相同，其它上市保险公司相关指标亦有所提升。中国平安保险资金投资组合的年化净投资收益率 5.0%；年化总投资收益率 4.9%，同比上升 0.5 个百分点。

值得一提的是，中国平安送出了分红大礼包，大幅提升现金分红水平，拟向股东派发截至上半年末的中期股息每股现金 0.50 元，相较上年同期增长 150%。

同时，中国太保管理资产 13392.19 亿元，较上年末增长 8.4%。其中，集团投资资产首次超过万亿，达到 10313.09 亿元，较上年末增长 9.5%；实现年化总投资收益率 4.7%，同比持平；年化净投资收益率 5.1%，同比上升 0.5 个百分点；年化净值增长率 4.5%，同比上升 0.6 个百分点。

通常而言，第三方资产管理业务规模体现着一家保险公司投资能力受到外界认可程度。上半年，中国太保第三方资产管理业务规模 3079.10 亿元，较上年末增长 4.9%；管理费收入 4.60 亿元，同比增长 27.8%。

此外，新华保险总投资收益 160.11 亿元，年化总投资收益率和净投资收益率均为 4.9%，总资产 7053.20 亿元，较上年末增长 0.9%。

受投资收益回暖及其它因素影响，中国平安归属母公司净利润 434.27 亿元，同比增加 6.5%；国寿股份归属于上市公司股东净利润 122.42 亿元，同比增长 17.8%；中国太保实现净利润 65.09 亿元，同比增长 6%。

增加权益类投资比重

具体到大类资产配置上，上市保险公司思路大体一致，即抓住资本市场结构性机会。国寿股份副总裁赵立军表示，国寿股份在投资上的优异表现主要是因存量资产及到期的 2000 多亿元资产把握住了资本市场的结构性机会。

上半年，国寿股份主要品种中债券配置比例由上年末的 45.62%变化至 44.27%，定期存款配置比例由 21.94%变化至 18.26%，股票和基金（不包含货币市场基金）配置比例由 10.05%提升至 12.71%，债权型金融产品配置比例由 5.38%提升至 9.39%。

中国平安首席投资官陈德贤也透露，上半年，中国平安增加了权益类投资比重，从上年末的 16.9%增加至 20.4%，增加的部分主要集中在股票及权益型基金。其中，股票投资占比从 6.9%增加至 9.5%。

陈德贤表示，预计到今年末，中国平安的权益类配置比例将会大致维持在目前水平，仍然青睐高分红、价值型、经营管理能力强的大盘蓝筹。

太保资产强调把握各类资产的风险收益特征，通过动态调整组合结构，以达到预期的风险收益水平。具体而言，固定收益投资抓住市场利率从底部回升的时机，加大配置力度；A 股投资重点关注供给侧改革、消费升级、制造升级、节能环保等符合经济发展的投资机会，及时把握了大盘蓝筹股出现的结构性行情；及时抓住 H 股投资的政策机遇和市场机会，开展港股布局；另类投资抓住资金面收紧、利率短期上行的机会，重点围绕政府主导的交通、旧区改造和科技新区建设等成功开拓市场。

此外，对于近来备受关注的中国联通混改，国寿股份董事长杨明生表示，“我们对下一步的央企、国企混改十分重视，对类似中国联通的混改项目持积极进入姿态，充满期待。”

值得一提的是，保险公司多元化投资效果显现。以国寿股份为例，其投资地域覆盖 45 个国家市场。赵立军透露，截至上半年末，国寿股份境外投资账户余额 116 亿美元，相当于约 780 亿元人民币，占总的资产比重为 2.9%，具体品种包括短期存款、香港股票、欧洲股票、全球股票、私募基金、不动产等。

行业新闻

上半年银行理财规模普降，资金成本上升，利差缩窄，压力难破

银行 2017 半年报透视

一家国有大行资管人士表示，银行理财投资非标超限额的，走银登中心的投资不算非标；即使有额度的，流转后少占用非标额度，也是不错的选择。相比资产证券化，银登中心的非标转标更灵活，今年的规模将有较大增长。

2017 年银行理财规模一降再降。今年 1 月末达到 30.31 万亿的峰值后，理财存续规模不断减少，继一季度末降至 29.15 万亿后，二季度末进一步降至 28.4 万亿，相比 2016 年末下降 2.23%。

目前，上市银行 2017 年中报悉数披露完毕，从数据来看，曾经急速扩张并领跑银行非息收入的银行理财，在严监管下已向高速扩张阶段暂别。

具体来看，同业理财规模压缩是银行理财余额下降的最大原因；同时，今年以来资金端成本快速上升进一步缩窄利差，也使理财规模扩充缺乏条件。即使牺牲规模，也没能保住收入，多家股份制银行理财业务收入同比出现大幅下降。这也间接给资产端带来巨大压力。

从银行资管人士的反馈和半年报的披露中，都看到了银行理财对如何获取优质高收益资产和提升资产端收益的急切。

同业理财大幅度收缩

13 家上市国有大行和股份制银行报告期内受托理财余额，相比 2016 年末出现下降的有 8 家，降幅普遍超过 5%，其中招商银行和民生银行降幅超过 10%。

规模有所增长的银行也再无高增速，仅交通银行一家增速超过 10%，其余均为个位增速。

其中兴业银行值得关注。2016 年股份制银行都保持两位数增长时，兴业银行的理财余额同比下降，但在今年上半年规模增长 6.81%，在股份行中增速最快。

另外，交行的理财发展状况在业内较为特别，其规模主要由表内理财（保本理财）构成。半年报显示，交行非保本理财（大致理解为表外理财）规模相比去年末下降了 5.79%，可见总体的增长主要依靠表内理财。

如果单拿表外理财规模来看，比较表内外合计规模的降幅更大，仅华夏和兴业两家银行正增长，其余银行均在收缩，平安银行和民生银行收缩超过 20%。

银行资管人士普遍认为，银行理财规模收缩的最大原因是同业理财减少。在具体数据上也有明显体现。例如招商银行在半年报中披露，今年上半年同业理财销售额 6935 亿元，同比下降了 61.04%。

8 月中旬银监会近期重点工作通报会上曾透露，今年上半年末同业理财较年初减少约 2 万亿。

同业理财收缩之后，银行理财在资金端进行调整，销售端普遍以零售为核心，并增加对公理财的占比。

资金端成本进一步上升

对应规模，股份制银行的理财业务相关收入出现下滑者也不在少数，8 家股份制银行中 5 家收入同比下降，其中招行、光大收入同比下降超过 30%。

这与表外理财规模增长放缓有一定关系，但深究其原因，资金端成本上升造成利差进一步缩窄，或许造成了更大的影响。

多位银行资管部人士均对 21 世纪经济报道记者表示，今年理财资金端成本上升给资产端带来的压力极大。

一位股份行资管部人士称，上半年资产端收益和兑付给客户的利息差相比年初收窄了约 40-50bp，极端的时候几乎不赚钱。

这个现象反过来也一定程度影响了规模，由于市场资金依然偏紧，若追求规模，今年新增的规模很可能出现利差倒挂，反而影响收入。为此部分银行主动在销售端进行压缩。

去年的低成本也是吸引各家银行迅速扩张同业理财的重要原因，与之相比，个人零售理财的成本更难压降。

因此，为应对利差带来的收益压力，扩展高收益资产几乎成了银行理财半年报的关键词，各家银行都在琢磨如何获取优质高收益资产，提升资产端收益。

银登中心流转资产受青睐

获取高收益资产方面，中信银行的做法是，大幅压缩低收益货币市场资产和利率债，资产配置中同业存单净压缩 123.20 亿元，下降 9.22%，利率债净压缩 70.92 亿元，下降 3.49%。同时加大高收益信用债和权益类资产的配置力度。资产结构调整的效果是理财产品平均收益率提升约 0.1%。

上述资管部人士所在银行资产端主要是增加资本市场和另类市场等标的投资，减少或者说被动减少非标和融资类投资。

增加资本市场投资、权益类投资也是银行理财资产端调整的共性，在半年报中被多次提及。如招商银行通过上市公司“投融通”业务，发展二级市场股票及非上市公司股权直接投资；上海银行表示，加大权益类资产投资。另有股份行在权益投资策略上，主张抓住混改、一带一路、并购重组机会。

另外，债权类资产上，今年银登中心资产流转业务受到银行理财资金的普遍青睐。一位信托公司主做此类业务的信托经理表示，今年银登中心挂牌资产和买方需求非常大。据其透露，排名靠前的几家股份行都是挂牌资产的大买家。

一家国有大行资管人士表示，银行理财投资非标超限额的，走银登中心的投资不算非标；即使有额度的，流转后少占用非标额度，也是不错的选择。相比资产证券化，银登中心的非标转标更灵活，今年的规模将有较大增长。

尽管在调整上做了许多努力，但收效较难迅速体现。一方面银行难以迅速调降低收益资产比例，另一方面新进的资产价格也没有跟上负债端价格上涨的脚步。

除了调整投向，资产久期方面也发生变化，主要是控制久期，产品端平均期限拉长，减少资金和资产端的期限错配。“由于长期利率曲线较平，甚至倒挂，期限错配越厉害风险越大。”上述国有大行资管部人士称。

对此现状，也有资管人士呼吁应尽快促进理财业务回归“受人之托、代客理财”本质，培养投资者收益风险共担的投资理念，将产品的收益和风险同时传递给投资者。

净值型产品成资管主流 券商告别通道回归主动

正本清源，成为今年证券机构在谈及行业趋势时最高频的词汇。

“本”与“源”为主动管理、风险控制，要“正”的是高杠杆的过往，要“清”的是对“通道舒适区”的依赖症。

而本次我们选取两个机构群体——基金子公司与券商资管，他们都曾经在高速狂飙的通道业务中实现量级突破，享受过“舒适区”的规模甜蜜，但也面对过狂飙背后失控的阵痛。

如今，在转型回归的主旋律已经不断加强之下，他们开始跳出“舒适区”，努力转身。比如基金子公司在通过增资与新业务，寻找新的发展区间。券商资管则挥别通道业务，立志回归主动。

去杠杆、降通道、回归主动管理，是今年以来券商资产管理发展基调。

值得注意的是，在一系列严格监管措施与行业转型后，这种券商资管发展的理性回归已经初见成效。大集合资金池规模得到有效控制，降杠杆、去通道亦取得一定成效。

而在新的方向，券商资管的业务模式也在悄然发生改变。9月7日，沪上一家券商资管人士就向记者透露，目前按照摊余成本法估值的产品备案已经不予通过，而货币类产品基本都采用摊余成本法。

“通过与监管层的沟通，市价法是提倡和鼓励的，按照市价法估值的产品都是净值型的，因此净值型产品将是我们资管发展的趋势。”上述资管人士向 21 世纪经济报道记者表示。

鼓励净值型产品

经过一年多的努力，大集合资金池规模已得到有效控制，不合格的券商资管也都陆续平稳退出。在日前召开的培训会上，监管层就透露证券公司具有资金池大集合产品的规模已经控制在 6000 亿以下。

“整顿资金池的效果还是十分明显的，相比之前规模已经下降了不少。”一家上市券商的资管人士向记者表示。另一家中型券商资管人士也告诉记者，券商对资金池业务十分谨慎。

“尽管监管层没有向我们明示，但各种传言也让我们十分小心谨慎。目前大集合产品规模最多维持现状，不可能有规模的增长。一方面监管层严格控制，另一方面银行理财到期了它们也会退出，从资金端就开始收缩了。”上述中型券商资管人士表示。

在证监会的严格监管之下，券商资管产品的类别也在悄然发生变化。多位券商资管人士告诉记者，未来对产品的估值将更多采用市价法，净值型产品将是趋势。

“我们和行业、监管层也进行了沟通，现在采用摊余成本法的产品一概不予备案。我们资管一般都是先募集资金再备案，前段时间有家资管备案的产品没通过，又把募集的资金退还投资者。”沪上一家券商资管人士告诉记者。货币型基金与报价型产品多采用摊余成本法。

摊余成本法是指，估值对象以买入成本列示，按照票面利率或商定利率并考虑其买入时的溢价与折价，在其剩余期限内平均摊销，每日计提收益。

多位业内人士指出，这种方法在债券市场价格向上走的时候是平安无事的，但是当债券市场价格下跌时，该方法则可能虚高了债券的净值。例如债券价格下跌，基金已经出现亏损，但用摊余成本法计算，基金表面并没有亏损。投资者在买卖的时候却在溢价买入和卖出。

“摊余成本法按照摊余成本和实际利率计算确认利息收入，该方法能够平滑产品净值，但本身不能及时反映损益，可能会隐藏风险。但该方法隐藏损益

的风险，不能及时反映市场波动对产品净值的影响。”一位业内人士指出，但是该方法会对投资者的“诱惑性”更大一些。

上述中型券商人士告诉记者，目前监管层鼓励的估值方法是市价法。“最近通过备案的产品采用的基本都是市价法进行估值。”该券商人士告诉记者，“货币类的都是摊余成本法，监管层鼓励市价法，其实也就是不提倡券商资管发行和货币基金一样的产品。”

市价法指投资者在持券期间，每个估值日从市场或者第三方取得债券的估值价格，并将公允价值变动计入当日损益。该方法的优点是能及时反映市场波动对产品净值的影响。但缺点是可能导致反映的损益状况并不准确。另一方面估值价格波动频繁，容易降低产品净值的稳定性预期。

“其实如果在营销角度来看，机构不喜欢市价法的估值方式，因为净值波动比较大。他们喜欢的是有稳健收益预期的。”沪上一位资管人士告诉记者。市价法波动频繁，该方法容易降低产品净值的稳定性预期，但是其更能够及时反映真实损益。

“现在大家都在向净值型的固收产品进行转型，这毕竟是行业发展鼓励的方向。”多位券商资管人士如此向记者表示。

去通道压力尚存

“据我所知大多数券商通道业务都停了。”一家上市券商资管人士向记者表示。监管层在培训会上就指出，从统计数据看，资管方面通道业务规模比较大，不过目前已初步遏制住了增量。

刚刚公布的券商 8 月份财务数据显示，一些券商资管子公司业绩出现下滑，其中有的原因就包括为通道业务规模的下滑，例如业绩下滑规模较大的海通资管。

海通资管 8 月份实现营业收入 0.31 亿元，同比下滑 44.54%，环比下滑 43.47%；实现净利润 0.18 亿元，同比下滑 46.08%，环比下滑 10.44%。

对此，海通资管回应表示，今年以来，海通资管根据监管“去通道、降杠杆”的要求，不断压缩通道业务规模，固定管理费有所下降。不过随着不断致力于发展主动管理业务，产品业绩报酬有所增加。

尽管“降杠杆、去通道”已持续多时，增量亦已得到控制。但“去杠杆、降通道”的压力仍然存在。

以通道业务占比较大的海通资管为例，根据协会披露数据，海通资管二季度资产管理月均规模是 6526.67 亿元，尽管相对于一季度的 8519.72 亿元下降 23.4%，但与去年比并没有出现下降。其在 2016 年资产管理月均规模是 6471.19 亿元

而在此期间，海通资管主动管理的规模并未发生较大变化。二季度海通资管主动管理月均规模 852.87 亿元，2016 年主动管理月均规模 903.95 亿元。一季度主动管理月均规模为 910.33 亿元。

在会议上监管层就强调券商资管要发展主动管理。“我们资管业务的主动管理，深度广度还不够。要立足脱虚向实，推动资管业务发展，消化通道业务规模，提高主动化盈利能力。支持大家做资管，但要做真正的资管业务。”

无论如何，回归主动管理的旋律已经响起，对于券商资管这个在市场已经举足轻重的群体而言，未来的长远方向已经日渐清晰。

当前高达 90%以上的 ICO 项目涉嫌欺诈

日前 ICO 被中国人民银行、中央网信办等七部门公告叫停。公告强调,ICO 本质上是一种未经批准非法公开融资的行为。中国证券报获悉,各地金融办将对 ICO 后续处置逐案研判。业内人士表示,及时取缔 ICO 有助于遏制更大规模的非法融资行为,避免风险蔓延给民众造成更大的损失。

ICO 本质是非法集资

今年以来,ICO 融资对象在我国开始由小众渗透至大众市场,大量不具备风险承受能力和不了解区块链技术的散户型投资者蜂拥而至,积聚了大量风险。

“当前国内真正从事区块链创业的公司,仅仅 15-20 家。”中央民族大学法学院教授邓建鹏强调,而已经真正进入商业应用领域的区块链项目,则不超过 5 家,已经盈利的项目更是世上罕见。

“在向区块链专业人士调研时发现,当前高达 90%以上的 ICO 项目涉嫌欺诈。”邓建鹏表示,ICO 已经化身为非法集资的手段。这种创新型融资模式在此前没有任何相关法律规定,亦无明确对应的监管机构,发起 ICO 项目不需要任何监管机构审批。大部分 ICO 项目未设定投资者门槛,投机炒作盛行,涉嫌从事非法金融活动等多项违法行为,严重扰乱了经济金融秩序。

因此,认清 ICO 本质极其重要。中国政法大学互联网金融法律研究院院长李爱君认为,应从四方面来看:第一,ICO 是涉众型(公募)集资,它向不特定的对象发行“代币”,此代币可以在指定交易平台上进行“T+0”式集中竞价进行交易。第二,ICO 是多层次空手套白狼的把戏。第三,ICO 是一种融资渠道。禁止 ICO 并不是禁止区块链技术,ICO 仅仅是区块链的应用。第四,ICO 本身不是虚拟货币。

阻断风险蔓延

邓建鹏认为,央行等监管部门出手,一是及时挤压泡沫,打击涉嫌非法集资的违法者;二是向公众提示风险,使之远离非法集资带来的冲击;三是在大量 ICO 项目涉嫌欺诈的前提下,及时叫停 ICO,阻断风险的蔓延与扩散;四是提出要求清理整顿代币融资与交易平台,以控制风险在二级市场的传播。

值得注意的是,在央行等七部门发出公告后,比特币等价格出现明显波动。李爱君表示,此次公告是对 ICO 行为的禁止。目前比特币等虚拟商品并没有重新定性,因此比特币在交易平台上的价格波动并不是来自公告本身,而是来自投资者对比特币的认知及风险认识越来越趋于理性。虚拟货币是数字符号,目前各国都不承认其法偿货币地位,其中大部分国家只承认其为数字资产,如美国、中国等国家,因此其价值存在风险,极易波动。

李爱君表示,由于虚拟货币是虚拟商品,因此其价值取决于使用者、投资者等群体的认同,无信用保障,无法律保障。整体环境影响方面,政策、法律等多种不确定因素均会对其价格产生重大影响。具体的交易制度方面,没有涨跌停,没有交易时间限制,虚拟货币价格会在短时间内出现剧烈波动。

产品情况

信托产品

上周共搜集到新发行信托产品 49 只, 期限为 12-36 个月不等。年化收益率在 5.6%~7.8%之间。

资管产品

上周共搜集到新发行资管产品 33 只。期限为 3-120 个月不等。年化收益率在 5.20%~9.50%之间。

银行理财

上周共搜集到银行理财产品 24 只。期限为 7-365 天不等。年化收益率在 4.1%-5.2%之间。