

目录

本期导读.....	2
金融体系降杠杆初显成效 M2 增速放缓或成新常态.....	2
地方债发行下半年全面提速.....	2
宏观政策.....	3
金融体系降杠杆初显成效 M2 增速放缓或成新常态.....	3
地方债发行下半年全面提速.....	8
房地产信托融资额持续高企 下半年“急刹车”难踩.....	11
监管政策.....	15
资管混业治理再引关注 分类穿透式监管路径待厘清.....	15
期货资管.....	20
期货成交量萎缩三成半 资管最受伤.....	20
行业新闻.....	26
李奇霖：通道业务山穷水尽 券商资管何去何从？.....	26
FOF 揪资管新篇 银行代销模式寻变.....	38
理财规模缩减将倒逼银行变革.....	41
产品情况.....	43
信托产品.....	43
资管产品.....	43
银行理财.....	43

本期导读

金融体系降杠杆初显成效 M2 增速放缓或成新常态

7月12日下午，央行召开媒体吹风会，央行调查统计司司长阮健弘通报上半年金融统计数据基本情况，并回答有关问题。

数据显示，6月末，广义货币（M2）余额 163.13 万亿元，同比增长 9.4%，增速创历史新低，分别比上月末和上年同期低 0.2 个和 2.4 个百分点。

“M2 扩张主要有两种途径，一是信贷扩张，一是同业业务、影子银行等。”东方证券首席经济学家邵宇对 21 世纪经济报道记者表示，“随着央行加强 MPA 考核与金融去杠杆政策，同业理财、通道业务、影子银行受到压制，M2 增速自然降低。且融资方式再次向银行渠道回归，造成了新增贷款的增多。”

地方债发行下半年全面提速

今年上半年，我国地方债发行规模为 1.86 万亿元，发行节奏和规模都低于去年同期水平，其中新增债券发行 4545.3 亿，仅完成全年总量不到三成。置换债券三年过渡期已近后期，尚余约 1.8 万亿元规模有待置换。业内预计，按照全年发债的额度，下半年新增债和置换债发行都将提速。

据中诚信国际统计，今年 1 至 6 月，我国地方债发行总额为 18609.75 亿元，发行期数为 379 只。“发行规模在上半年的后半段有所提高，但整体低于去年同期。”中诚信国际研究院、地方政府与城投行业分析师杨小静对《经济参考报》记者表示，发行利率方面，6 月份资金面有所缓解，6 月发行利率有一定下降，但当前发行成本依然为地方债发行以来的高点。

宏观政策

金融体系降杠杆初显成效 M2 增速放缓或成新常态

7 月 12 日下午，央行召开媒体吹风会，央行调查统计司司长阮健弘通报上半年金融统计数据基本情况，并回答有关问题。

数据显示，6 月末，广义货币（M2）余额 163.13 万亿元，同比增长 9.4%，增速创历史新低，分别比上月末和上年同期低 0.2 个和 2.4 个百分点。

“M2 扩张主要有两种途径，一是信贷扩张，一是同业业务、影子银行等。”东方证券首席经济学家邵宇对 21 世纪经济报道记者表示，“随着央行加强 MPA 考核与金融去杠杆政策，同业理财、通道业务、影子银行受到压制，M2 增速自然降低。且融资方式再次向银行渠道回归，造成了新增贷款的增多。”

与此同时，社融、信贷规模均出现超预期增长。九州证券全球首席经济学家邓海清解释称，M2 与信贷、社融之间存在“剪刀差”，表明全社会杠杆增速下滑，但实体经济融资情况良好，去杠杆主要发生在金融部门。

M2 的增速持续放缓也引发部分人士担忧。阮健弘对此解释称：“随着金融进一步回归为实体经济服务的本源，只要实体经济合理的融资需求得到满足，M2 增速放缓实际上反映了存量货币周转效率的提高，比过去低一些的 M2 增速可能成为新常态。”

另外，6 月份市场利率小幅上升。当月同业拆借加权平均利率为 2.94%，分别比上月和上年同期高 0.06 和 0.8 个百分点；质押式回购加权平均利率为 3.03%，分别比上月和上年同期高 0.1 和 0.92 个百分点。

M2 将保持低增速

5 月份 M2 同比 9.6% 的增速曾引起市场广泛关注，而 6 月 M2 增速则降至 9.4%。

对此阮健弘称，随着稳健中性货币政策落实和加强，金融监管效应显现，近期商业银行一些与表外相关资金运用科目扩张的速度有所放缓，由此派生的存款和 M2 增速有所下降，是金融体系内部去杠杆的客观结果。

“对 M2 增速放缓要客观看待。”阮健弘称。一是金融数据对实体经济支持力度稳固。非金融部门持有的 M2 增长 10.2%，比整体 M2 增速高 0.8 个百分点，说明金融对实体经济支持力度不减。

二是货币政策操作注重预调和微调，金融监管协调有所加强，金融部门适当把握了去杠杆节奏。6 月末，金融体系持有的 M2 同比增长 2.5%，比 M2 整体增速差 6.9 个百分点，这一差距比 5 月末有所收窄（5 月末差距为 8.9 个百分点）。

三是基数效应拉低今年 6 月 M2 增速约 0.15 个百分点。

未来 M2 低增速成新常态已成市场共识。东方金诚研究发展部王青等人认为，由于上半年 M2 增速已跌破个位数，进一步下行的空间不大，但在金融去杠杆持续、基础货币投放维持稳健中性、货币乘数将见顶回落的预期下，下半年 M2 整体将低位运行于 10.0% 左右，完成全年 12.0% 增速目标的难度较大。

“即便下半年货币政策和监管政策平稳而非收紧，也并不意味着 M2 的显著回升。在中性预期下，预计 M2 同比增速年末在 9.5%-9.7%；在悲观预期下，M2 同比增速将回落至 9.0%。”招商证券宏观分析师闫玲称。

除 M2 外，6 月末 M1 增速亦不及预期。具体来看，6 月末 M2 同比增长 9.4%，M1 同比增长 15.00%，M2 和 M1 的“剪刀差”为 -5.6%，前值为 -7.4%。中信证券固定收益首席研究员明明认为，M2 和 M1 的负“剪刀差”连续四月呈缩小之势，表明资金持续脱虚向实。

房地产信贷增长势头回落

M2 低增速与信贷超预期之间产生的差别，也备受市场关注。

6 月信贷增长超预期，主要源于企业短期和中长期贷款规模扩张，拉动信贷规模增长。数据显示，6 月新增人民币贷款 1.54 万亿，比 5 月新增人民币贷款多增 4300 亿。

上半年人民币贷款增加 7.97 万亿元，同比多增 4362 亿元。分部门看，以按揭贷款为主的住户部门中长期贷款增加 2.82 万亿元，占新增贷款总数的 35%，低于去年全年 45% 左右的平均水平；以实体经济贷款为主的非金融企业及机关团体贷款增加 4.43 万亿元，占新增贷款总数的 55%，高于去年全年 48% 左右的平均水平。

一位国有大行华南地区分行行长告诉 21 世纪经济报道记者，上半年该分行的按揭贷款业务占总贷款量的 30% 多一些，总量有所上升，但比例低于去年同期。“其实居民的买房热情并没有减少，比例降低的原因主要是企业贷款增多了。除了珠三角传统的民营制造业借款小幅上升以外，还有受益于大湾区建设而来的基建类贷款。”

需要说明，房地产调控效果在上半年的信贷中亦有体现。据了解，房地产信贷数据呈现四个特点：一是房地产贷款余额增速回落，二是房地产贷款增量占比下降，三是个人住房贷款抵借比率降低，四是个人住房贷款期限缩短。

“综上，房地产信贷增长势头回落，个人住房贷款抵借比率和期限均有所下降，这些变化有利于抑制房地产泡沫，促进房地产市场平稳健康发展。”阮健弘称。

直接融资占比下滑

社会融资规模继续保持平稳较快增长。2017 年 6 月末，社会融资规模存量为 166.92 万亿元，同比增长 12.8%，高于 12% 的增长目标。

社融增长超预期的同时，社融结构变化尤其是直接融资占比萎缩。数据显示，2017 年上半年社会融资规模增量累计为 11.17 万亿元，比上年同期多 1.36 万亿元。从结构来看，属于间接融资的银行贷款仍是最主要渠道，占比达 73.5%。

而直接融资规模则大幅度减少，其中企业债券融资净减少 3708 亿元，同比多减 2.14 万亿元；非金融企业境内股票融资 4702 亿元，同比少增 1321 亿元。债券、股票两项合计占比社融规模 0.9%，同比降低 23.2 个百分点。

“这其实是一个很尴尬的状况，在我们鼓励发展直接融资的同时，直接融资业务却在大幅减小。”邵宇称，“一是因为目前很多直接融资并非真的直接融资，银行资金仍然通过资管嵌套、通道业务参与其中，面对监管部门要求的去杠杆，通道减少，直接融资数额也就减少了；二是上半年债券市场波动较大，利率抬升，债券融资和股票融资监管趋严。”

邵宇进一步表示，中国金融市场上银行的资金量太大，要实现真正的直接融资，建议把银行中的部分资管业务、私人银行业务剥离出来成立子公司，并加强投资者教育，打破刚性兑付，让这部分钱可以进入直接融资领域。这对防范金融风险，降低融资成本都有好处。

需要说明的是，债券市场融资正逐步回暖。6月新增社融规模 1.78 万亿，从结构来看，企业债券负增长规模显著收窄，6月为-219亿元。

闫玲称，6月份广义社融和表内信贷规模与此前的有异同。相同之处在于，监管政策从严落实仍对表外融资有所抑制，部分需求转回表内信贷；不同之处在于开正门，堵偏门，信托贷款显著增长。

“年末社融存量同比增速将落至 12.0% 的政策目标附近。”东方金诚预计。

一是稳健中性货币政策引导社会融资增长合理区间；二是从资金需求端来看，房地产贷款和实体经济融资需求将边际减弱；三是上年末社会融资的高基数效应；四是下半年地方债发行预计提速，将抑制人民币贷款增长。

地方债发行下半年全面提速

今年上半年，我国地方债发行规模为 1.86 万亿元，发行节奏和规模都低于去年同期水平，其中新增债券发行 4545.3 亿，仅完成全年总量不到三成。置换债券三年过渡期已近后期，尚余约 1.8 万亿元规模有待置换。业内预计，按照全年发债的额度，下半年新增债和置换债发行都将提速。

据中诚信国际统计，今年 1 至 6 月，我国地方债发行总额为 18609.75 亿元，发行期数为 379 只。“发行规模在上半年的后半段有所提高，但整体低于去年同期。”中诚信国际研究院、地方政府与城投行业分析师杨小静对《经济参考报》记者表示，发行利率方面，6 月份资金面有所缓解，6 月发行利率有一定下降，但当前发行成本依然为地方债发行以来的高点。

“上半年地方政府债券的发行节奏和规模，都明显比不上去年同期的水平。”社科院中国财经战略研究院财政审计研究室汤林闽博士对《经济参考报》记者表示，在他看来，一方面，这与利率成本较高有关。由于货币政策收紧等因素，2017 年上半年地方债券的发行利率总体处于较高水平，且呈现出逐渐提高的势头，地方债发行的难度上升，地方政府的发行意愿也受到一定的抑制。另一方面，这也与加强地方债、地方举债融资的监管和规范有关。从 2016 年下半年到 2017 年上半年，地方债风险分类处置、规范地方政府举债融资行为等一系列举措出台，在举借债务、开展举债融资行为等方面，地方政府受到的限制增加，行动也更为谨慎。这些都在不同程度上拖慢了地方债发行的节奏、制约了地方债发行的规模。

据统计，上半年新增债券共发行 4545.3 亿元。其中，新增一般债券 2016.9 亿元，新增专项债 1103.2 亿元。杨小静指出，根据 2017 年政府工作报告中对 2017 年地方政府债券工作的安排，2017 年计划发行新增地方政府债券共计 1.63 万亿元，其中新增一般债券 0.83 万亿元，新增专项债券 0.8 万亿元，相比于 2016 年实际发行的 11684.7 亿元新增债券，计划增加 4600 亿元，今年新

增专项债券有了大幅度提高。而上半年新增债券的发行进度较慢，仅完成全年总量的 27.89%。因此预计下半年新增债券发行速度会加快。

汤林闽也认为，下半年地方债的发行量和发行节奏都会增加。他指出，地方债置换的三年过渡期已经接近后期，目前需要置换的债务存量还有一定的规模。“不论置换工作是在 2017 年结束，还是在 2018 年结束，2017 年的置换工作都非常重要，置换债的发行规模应当不会少于 3 万亿元。而从数据上看，上半年只发行了 1.2 万亿元左右，下半年置换债的发行规模和发行节奏都应当超过上半年。”

政策层面，近期财政部先后发文清理整顿地方政府的违法违规融资行为，先是在 4 月底联合其他五部门发布 50 号文，全面清理整顿包括地方政府违规担保，通过平台公司违规举债，利用 PPP、产业基金变相增加政府债务等在内的违规行为，此后又在 6 月发布 87 号文，专门规范地方政府购买服务。在“堵后门”的同时，也“开前门”，例如 62 号文允许地方政府发行土地储备专项债，50 号文中也明确允许地方政府出资设立融资担保公司，以期建立地方政府“阳光化”的举债机制。

杨小静认为，从近期地方债监管层面的政策来看，50 号文和 87 号文是规范地方政府融资行为的重要政策，监管方面已经明令禁止违规的融资行为，在“堵后门”的同时，也利好一些“开前门”的融资方式，如地方政府债这种规范化的举债方式。考虑到地方政府在基础设施领域依然具有巨大的融资需求，而基础设施建设类项目适用于地方政府专项债之类的政府债券，因此，未来，一方面在地方政府债的规模上，尤其是专项债的规模上会在预算范围内有增长

的需求，另一方面，会积极拓展专项债的发行类别，以匹配地方基础设施类项目的融资需求。

房地产信托融资额持续高企 下半年“急刹车”难踩

伴随着房地产调控不断深入，房企的资金“饥渴症”日渐明显。作为房地产公司重要融资渠道之一的房地产信托，也在 2017 年上半年迎来爆发期，募资数量和规模持续高企。

业内人士表示，因为银行资金直接流入房地产领域受限，房地产企业目前已经把融资的主渠道聚焦至信托公司，而部分信托公司基于逐利及做大业务规模的冲动，也“开足马力”开展房地产信托业务。预计下半年流入房地产领域的信托资金将趋于平缓，但不会出现断崖式减少。不过，房地产信托业务的风险仍不可忽视。

房地产信托业务强势复苏

用“坐过山车”来形容 2016 年下半年以来的房地产信托业务，并不为过。2016 年下半年开始不断推出的房地产调控政策，一度令房地产信托业务迅速降温，在 2016 年 11 月份，甚至出现房地产信托“零募集”的情形。

然而，2017年上半年，房地产信托业务“吸金王”的角色重新满血复活。由于其他融资渠道不断收紧，信托再次成为“输血”房企的重要渠道。

来自用益信托的在线统计显示，截至6月末，今年上半年成立的房地产集合信托产品达435个，募集资金1163.71亿元，同比增加35.51%。而从发行市场来看，今年上半年共发行540个房地产集合信托产品，募资总金额1775.62亿元，在资金规模上比去年前6个月大幅增长59.67%。

来自中国信托业协会的统计数据，同样证明了房地产信托业务的复苏。统计显示，2017年一季度信托资产投向房地产行业的规模为1.58万亿元，占比为8.43%。与2016年一季度的1.29万亿元相比，增长22.48%，与2016年四季度的1.43万亿元相比，增长10.49%。

事实上，近期的集合信托市场上，房地产信托的发行量一直居高不下。以6月26日至7月2日这一周为例，虽然信托的整体发行规模未能延续此前反弹的势头，但是房地产信托的发行规模仍高企，募集资金规模达44.32亿元，在各大领域的投向中占据首位。而此前一周的统计显示，房地产信托的发行规模在各大领域的投向中同样占据首位。这一方面显示了房地产信托业务的火爆，另一方面也证实了房地产企业“求资若渴”。

“今年以来相关政策不断出台，房企的融资渠道持续收紧，尤其是银行开发贷的大量抽离，使得房地产企业资金头寸紧张，开发商将融资主渠道再次聚焦于信托领域。”中国人民大学信托与基金研究所所长邢成告诉记者。

他指出，作为信托公司的传统优势业务，房地产信托业务一直占据主流业务的地位，而且在银行资金和房企发债等融资渠道收紧后，信托资金应用的灵活性优势渐显，加上房企较高的利润率能覆盖信托资金的成本，故而房地产信托业务重新火爆。

逐利冲动面临政策调控风险

面对房地产企业的“嗷嗷待哺”，信托公司的逐利冲动正在释放。据用益信托统计，今年上半年以来，共有 47 家信托公司开展了房地产信托业务，占到信托公司总数的 69.12%。其中，四川信托、爱建信托、中建投信托、大业信托、山东信托、浙金信托和紫金信托开展房地产信托业务的数量相对较多，位居行业前列。

“今年上半年信托公司主动管理类的房地产信托业务增长确实较多，尤其是在房企的主流融资渠道被收紧后，房地产信托的业务机会可谓明显。”某信托公司高管告诉记者。他同时透露，目前银行的自有资金和理财资金都无法通过通道的形式投放至信托领域，因此，当前合规的房地产信托项目均是以信托公

司主动管理的产品出现，然后由银行进行代销。这意味着，就某种程度而言，当前房地产信托产品的资金来源，大头还是以银行为主。

而另一位信托业内人士指出：“此前各地的监管尺度有所不一，以上海地区为例，监管严格要求信托公司要执行‘四三二’标准，不允许给房企拿地项目融资。但部分地区此前的要求没有这么严格，因此存在部分‘漏网之鱼’。”

他透露，虽然今年 5 月份以来，监管层将房地产信托业务列为重点检查对象，并重申严禁“假股真债”的地产项目投资，但是从实际情况来看，部分信托公司或仍通过股加债等产品形式，用相对隐蔽的设计结构为房企拿地融资。

至于下半年房地产信托的走向，前述信托公司高管和邢成均认为，在现有调控格局下，房地产信托业务的规模在下半年或继续增长，而且其在信托业务规模中的占比也同样可能增长，但流入房地产领域的信托资金将趋于平缓，房地产信托业务出现“急刹车”的可能性较小。

华融信托研究员袁吉伟则认为，当前虽然仍存在银行系统资金流入房地产信托领域的情况，但是部分大的金融机构对于信托业务已趋于谨慎。他指出，下半年机构端流入房地产信托领域的资金或有减少可能，更多的资金将来源于个人投资者。同时，信托公司对待房地产信托业务的态度也有分化，部分信托

公司基于风控的考量，对相关业务并不热衷。他建议，部分开展房地产信托业务相对激进的公司注意把控风险。

邢成也提醒，房地产信托领域仍存在政策调控风险。他说：“如果限购限贷政策和房地产信托监管政策进一步升级，则房地产行业和房地产信托业务都会直接受到影响。如果银根紧缩，需求萎缩，有些房地产开发商就会出现资金链断裂，有些开发项目就会成为烂尾楼，部分房地产信托业务就可能爆发风险。”

监管政策

资管混业治理再引关注 分类穿透式监管路径待厘清

正值全国金融工作会议前夕，有关不同金融行业下资管业务统一监管的问题能否被进一步解决，被业内密切关注。

“金融工作会议更多还是从更宏观的角度来讨论部署金融风险的防控、监管盲区的覆盖；对于如何监管资管产品这些细节话题未必会过多关注。”7月12日，一位接近监管层的国有大行人士向21世纪经济报道记者表示，“但是，不排除通过会议可能会进一步酝酿完善部际间的金融监管协调机制，这将在一定程度上会对当前资管产品监管模式和思路带来新的变化。”

同时，21世纪经济报道记者通过调研多家机构获悉，目前业内一方面对不同种类资管产品如何进行统一的穿透式监管尤为关注；另一方面，资管产品通过层层嵌套投向融资类项目是否会被进一步限制，也成为金融监管体制改革预期下的又一话题。

目前不同资管产品在投资者适当性、投资范围、杠杆率等要求上均存在差异，而有业内人士认为，可考虑根据投资范围对资管产品进行分类监管，以确保其产品各要素与所投资领域的“匹配性”。

“分类”监管思路

有关统一资管产品监管意见的“基本法”（下称《意见》）仍在酝酿，而被期望于改善金融监管体制的全国金融工作会议也即将召开，针对资管产品的统一监管思路又一次引发业内讨论。

业内认为，此前资管《意见》拟安排各部门资管产品报送至央行进行统一监测与管理，其短期内的可操作性相对有限。

“统一报送涉及到的数据参数、格式的繁杂性注定这是一个浩大的工程，短期内将各部门数据统一管理存在难度，而且有的产品本身结构比较复杂。”某

国有大行总行产品设计人士坦言，“而且本来每个部门都建立了自己的统计系统，再进行一遍报送也有重复建设之嫌。”

而在一位接近监管层的券商资管负责人看来，目前证监会针对私募基金逐步采取的分类、专营监管具有一定的借鉴意义。

今年 4 月份，基金业协会对其私募备案系统进行了升级，并按照投资范围，将股权投资类、证券投资类等私募管理人实施了分类监管，而管理人则被禁止交叉经营多种业务，只能在多种方向中选取其一。

上述券商资管负责人表示，“确定投资范围，就能对适合这一领域的产品要素进行统一监管。”“比如针对股票市场私募产品，它的杠杆率、投资者门槛、产品结构肯定和股权类产品是有差异的，而分类监管恰好能解决这一问题。”

依据投资范围来“划界”监管，也能在一定程度上对一些“不达标”产品进行有效限制。例如在场内市场中，中国证券登记结算公司（下称中证登）就能针对资管产品起到把守“入口关”的作用。

“嵌套多少层最后还要落在底层资产上，管住入口就是管住底层资产，产品账户不满足监管要求，比如是投股权的私募基金，很有可能在中证登办理开

户会比较难。”一位接近中证登的私募机构负责人透露，“其实在去年的信托产品中也有所体现，假如穿透后发现信托账户背后的杠杆过高，那么也会考虑对其开户行为进行限制。”

而另一方面，部分市场的割裂现状也有赖于监管协调的加强。

“像债券市场有银行间债市和交易所债市，那么这两个市场能否在产品投资人的杠杆率要求上进行统一，也有赖于市场规则的互联互通。”中信证券一位债券承销人士坦言，“而且这里面又涉及到监管部门归属的问题，短期内解决并不现实。”

不过伴随着金融工作会议的临近，进一步深化金融监管协调性的预期也在加强。有业内专家预测，会议有可能研究设立联合机构处理监管协调问题。

非标管控难题

被监管部门和市场关注的另一话题，则是资管产品的非标业务问题。

事实上，非标业务日前也被央行在《中国金融稳定报告（2017）》中所重点提及：“加强‘非标’业务管理，防范影子银行风险，将银行表外理财产品纳入广义信贷范围，引导金融机构加强对表外业务风险的管理”

“资管产品在融资类业务上膨胀，其实会影响 M2 的真实性，给货币政策带来干扰。”上述接近监管层的国有大行人士表示，“按照惯性，资管机构往往也会刚性兑付，但是净资本约束上却常常存在不足，这也让信用风险停留在资管机构体内，这也是监管层重视非标问题治理的原因。”

业内人士认为，混业资管下的非标问题也并不止于“银行非标”，券商、基金子公司、私募基金、集合信托的融资类业务模式也存在被进一步约束的需求。

“集合类资管产品本身就是可以通过自有渠道和三方渠道募集，委托人并不一定都来自于银行。”上述券商资管负责人表示，“在投资范围上，不少资管机构也在进行监管套利，例如一些券商、基金子公司、私募机构产品就成了融资平台的补血通道，这些非标业务可能都会成为监管层下一步的治理对象。”

除此之外，当前一些互金平台存在以定向委托投资等名义从事的“无牌照”产品投资非标业务的现象也被业内所关注。

“目前一些互金平台以很小的门槛开放投资、募集资金做资管业务，完全不考虑金融牌照问题。”前述接近监管层的国有大行人士表示，“因为没有金融牌照，所以这些金融乱象往往管理也不是很到位，未来可能更需要多部门间监管机制的改善来协调处理。”

期货资管

期货成交量萎缩三成半 资管最受伤

根据中国期货业协会最新统计数据显示，2017年上半年我国期货市场累计成交量为14.78亿手，累计成交额为85.9万亿元，同比分别下降35.48%和13.52%。

方正中期期货研究院院长王骏认为，今年上半年全国期货市场整体成交规模下滑，主要原因是商品期货成交量“不给力”、金融期货成交量“力不够”。同时，王骏认为，国内商品和股票现货市场整体交易清淡、供给侧改革推向深入、国内宏观经济保持平稳和海外宏观货币环境不确定性上升等因素也起到了重要的影响。

市场的“不给力”，也对期货公司的业务产生了不小影响。其中，期货资管所受影响最大。

整体疲软是罪魁祸首

期货市场成交规模，为何下滑幅度如此之大？

王骏指出，商品期货成交规模的萎缩是今年上半年全国期货市场成交规模下滑的根本原因。

今年上半年商品期货累计成交量为 14.65 亿手，成交额为 73.31 万亿元，相比 2016 年上半年的成交量为 22.81 亿手，成交额为 90.02 万亿元，同比分别下滑 35.77% 和 18.56%。

去年风光无限的黑色商品螺纹钢期货、铁矿石期货在今年上半年的成交量同比分别下降 40.21% 和 39.69%。虽然铁合金、热轧卷板、玻璃期货上半年成交量保持增长，但仍然无法冲抵全期货市场最活跃的两大品种的成交量下滑。去年下半年接力螺纹钢的焦炭、焦煤和动力煤期货成交量在今年也大幅减少，分别下滑 68.81%、51.74% 和 35.67%，出现整个板块成交规模的下滑，成为商品期货市场成交规模萎缩的一个主要原因。

此外，化工商品和金属商品的表现也不尽如人意。今年上半年，化工期货中的聚丙烯、聚乙烯、石油沥青、天然橡胶、甲醇和 PTA 六大活跃品种出现成交量同比大幅回落，分别下滑 72.63%、51.89%、48.98%、22.38%、20.04% 和 8.22%。与此同时，贵金属和有色金属期货中的黄金、白银、镍和铜四大主力品种成交量也出现萎缩，分别减少 47.69%、30.21%、43.81% 和 36.32%。这些主力品种的成交规模下滑，助推了整个商品期货市场成交规模的下降。

与商品相比，金融期货触底反弹。今年上半年金融期货累计成交量为 0.127 亿手，累计成交额为 12.59 万亿元，同比分别增长 33.98% 和 35.17%。

但王骏指出，今年上半年金融期货中的 IF、IC 股指期货和 5 年期国债期货成交量出现较大下滑，分别下降 21.21%、20.21% 和 17.36%，所以股指期货松绑的市场效果并不是特别明显，只是出现了一定程度的成交规模的改善或恢复，并没有出现成交量的大幅反弹或巨幅回升。随着国内股市价值重估、上证指数正式纳入 MSCI 指数和香港等境外资金投资力度加大，股指期货避险和资产配置需求可以进一步上升，下半年的成交量将继续稳定上升。

市场“不给力”

疲软的市场对期货公司经营带来不小影响。

“按照目前的市场情况来看，我们预计今年业绩要比去年下降一至两成。”一位期货公司负责人预计。

“今年期货资管业务加速转型主动管理。但期货市场成交萎缩，价格波动减弱，给转型带来了难度。”鲁证期货资产管理部总经理孟涛向《国际金融报》记者表示。

中国证券投资基金管理业协会数据显示，2017年上半年，共有754只期货资管产品设立。对比去年同期的1755只，新产品设立明显放缓。分月份看，3月发行164只，为上半年最高；6月下降至88只，仅为3月的一半。

从公司角度看，共有94家期货公司在上半年新发期货资管产品。各家公司数量参差不齐，半年仅发行1只资管产品的不在少数。

另据中国证券投资基金管理业协会数据，截至2017年3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53.47万亿元，而期货公司资产管理业务规模约2980亿元。

“我们自己心里清楚，虽然去年依靠通道业务将规模做起来了，但是从质量上来看，资管产品的收益并不理想。”一家期货公司资管负责人告诉记者，“今年期货市场波动率降低，行情起伏不大，限制了管理期货类策略产品的发展。”

据私募排排网不完全统计，1至5月纳入统计排名的单账户期货策略产品共计 187 只，今年来平均收益为-6.55%；其中 76 只产品获得正收益，占比刚满四成。

跳出期货市场

期货市场表现不佳拖累了管理期货私募，迫使期货公司将投资范围扩大到其它市场。

“今年上半年公司资管业务不发通道业务产品，全面向自主管理转型。而且我们也不再局限在期货领域，也会在债券、股票上寻找机会。”上述负责人表示。

由于固定收益投资与传统的期货投资具有很强的互补性，不少期货公司早就开始布局固收类投资来加强期货资管的主动管理能力。

永安期货今年就获得了中国银行间市场交易商协会会员资格，并已与银行等机构开始建立合作，布局固定收益投资。不少期货公司早已组建自己的固收团队，今年这些公司推出的固收产品已经获得银行等大型金融机构的青睐。

这些期货公司的做法是十分明智的。《国际金融报》记者从私募排排网了解到，今年上半年，在所有策略中，债券策略独领风骚。

方正证券首席经济学家任泽平近日也通过其微信公众号“泽平宏观”发布了文章《做时间的朋友——2017 年中期回顾与展望》，他在文章中指出，债市配置价值凸显，我们可能正站在债市新一轮牛市的前夜。

他进一步指出，债券市场的熊牛之界存在三大信号：经济名义增长率见顶、市场换手率明显上升以及债券回购利率期限利差回到历史高位。随着经济二次探底、再通缩、货币政策从收紧转向不松不紧，债市正开始逐步具备配置价值。

不过，转型主动管理，涉足更多投资领域也有不小的风险。

近日，厦门国贸公告称，该公司下属两家全资子公司国贸期货与厦门启润分别出资 9500 万元和 500 万元设立的孙公司国贸资管报告称，受近期港股市场的局部系统性风险影响，国贸资管部分投资于港股的 5 只资产管理计划（磐石成长二号，磐石成长三号，磐石成长四号，咏溪一号，咏溪二号）净值出现较大程度的下跌，目前已触及强平清盘线。

行业新闻

李奇霖：通道业务山穷水尽 券商资管何去何从？

券商资管是什么？从字面简单看，它就是代人管钱的意思，在现实中已经成为证券公司重要的业务部分。但如果对“管钱”进行细分，这里面又有更深层次的意义。一种是主动管钱，即我们所说的主动管理，钱投向哪种资产，怎么投由我决定；而另外一种是被动的管钱，即我们所说的通道，钱投向哪种资产不由我决定，我只是一个执行指令的木偶。

在过去几年时间里，券商资管一直处于前者弱后者强的状态，通道成为其扩规模的利器。但由于监管的收紧，市场的变化及其本身的脆弱与竞争力的不稳定不持久性，通道到现在似乎已经走到了尽头，券商资管正处于转型的十字路口，未来它该何去何从？

为什么会有通道业务？

在市场中，任何业务的出现都有其合理性。通道业务能从无到有发展到当前超万亿的规模，其根源在于银行、非银与实体企业三者的利益具有一致的契合点。

银行是一个赚取利差、经营风险的机构，它的主要业务模式是吸收负债资金，然后拿去做投资获得收益。这个投资可以是做贷款或类信贷（即非标），也可以去投债券，或者去做其他资产。但无论怎么运用，银行都是为了实现低风险高收益的目标。

对于贷款，监管限制会使资金不能如愿投向相对高利率低风险的行业与企业。这种监管限制体现为两点，一是银监会各种的风险指标约束，比如集中度限制，银行要确保每笔贷款占净资本的比例不能超过 10%，同时该客户所在集团的整体授信也不能超过银行净资本的 15%。这意味着即使有资质十分好且收益率相对可以的客户，银行也不能一口吃太多，必须要分散。二是行业限制。在这种监管限制下，银行低风险高收益目标的实现受到了阻碍，银行的收益率可能会受到影响。这时银行或许还可以下沉企业资质来获得高利率，但这样风险就大了，不良贷款与坏账率可能就会上去，资本可能就不够用，后面其他业务展开就会受到影响，得不偿失。

这时通道的作用就显现了。我找一个机构，给他钱，让他去帮我投，表内的监管对我的约束就小了不少。如果这是信托机构，那它还能给我承诺刚兑，我就不用考虑什么行业不能投，投资限额是多少，会不会使不良贷款率升高之类等问题。

对于债券类资产，银行出于风控严格或资本占用问题，大多买的是风险较低的利率债、国债、高等级的城投等固定收益债券，这些债券相应的收益都比较低，与其实现高收益的目标同样存在冲突。怎么办？还是通过通道业务，比如我找到一家券商，券商为我成立一个定向资管计划，通过资管计划我就可以投资于相对低等级的信用债等高收益资产。

以上我们所说的还都是只是单位资金的利率收益，没有考虑规模。在利率固定时，只要做大规模，我一样可以赚的盆满钵满，但是资产规模不是想扩大就能扩大的，银行受到资本充足率的限制，要想扩大规模，资本金也得增加。

这时候通道业务的好处又得到体现了，通道业务出去的钱要么不算入能够不通过通道来拿到资金，那么它们还会故意去选择更贵的“通道贷款”？所以从现有通道规模来推测，企业肯定是存在借“通道”贷款的理由的。

而非银机构当通道也是喜闻乐见的。因为银行给通道费，我无需承担风险不需要承担责任，只要提供一个平台，就能获得 0.1%-0.5% 不等的收益，何乐而

不为？我要做的就是不断的扩规模，不断去拉钱来提供总量获得收益。所以非银机构也有当通道扩规模的诉求。

而作为资金需求方的企业来说，似乎借由通道所借到的钱成本更高，因为中间多了几层金融机构，它们似乎是不情愿的。但一个巴掌拍不响，从现有通道规模来推测，企业肯定是存在借“通道”贷款的理由的。那具体是为什么呢？

一来部分行业的融资受限。在这种情况下，它们就有可能去借这些“通道贷款”来维系，所以我们也可以看到在 2012-2013 年（信托+委托贷款）有着很高的增速与绝对量。虽然这些贷款可能成本比普通贷款高，但这些融资利率对他们来说还是可以接受的，有这个动力不断去借这些高利率的“通道贷款”。二来是一些无法直接从银行手中获得信贷支持的民企或中小企业，他们或可能需要扩产能，或有借新还旧压力，不得不去借这些高成本的非标贷款，毕竟与民间借贷相比，这些资金已经是相当廉价的了。

所以综合以上几点来看，无论是从银行、非银还是企业都有促成通道出生壮大的愿望与现实。

站在风口浪尖的券商资管

尽管通道业务是块肥肉，但在它刚出生时，信托是这个领域唯一的霸主，券商资管是只能看不能吃的。这段时期，信托的通道业务发展十分迅速，在短短两年内，通道占据主导位置的单一信托规模就从 2 万亿左右飙升至 7 万亿，年均增速达到 87%。

但是很快在“加强监管，放松管制”的指导思想下，信托在通道业务上一家独大的日子被打破了。2012 年 10 月，券商集合的行政审批取消，允许券商定向资管计划成为新的通道。券商资管的通道业务这才走上了历史舞台。

从展开模式上看，在过去几年时间里，券商资管的通道业务大概可分为两类：一是引入信托机构形成银证信三方合作；二是直接展开银证合作。

对于第一种银信证合作模式，其基本运作结构是：银行发行理财产品募集资金后，用理财产品资金购买券商设立的定向资产管理计划，券商的定向资产管理计划再通过信托公司放贷款给企业。有了券商的通道嵌入，银行没有直接与信托公司接触，银行又可以逃脱对银信合作的监管。基金子公司的模式与此基本一致，仅存在通道机构的区别。对于第二种银证合作，与上面的银证信合作相比，少了信托公司这一环节，券商直接就把银行购买定向资管计划的钱融资给企业，这样以来通道环节少了，通道费也就便宜了。

具体到单个资产，银证直接合作的模式又会随着资产类别的不同而又有所改变。比如我们以银行理财资金借助通道参与股票质押式回购为例。首先银行会自行与待融资企业进行沟通定价，商定好融资利率、期限等具体因素；然后用理财资金去购买定向资管计划，给券商发布投资指令，让其去认购待融资企业的特定股票收益权，把资金放给企业。而企业则将股票放在一个专门股票账户中，将股票质押给券商作为融资抵押品。

在这个过程中，银行自担风险，但同时也会给作为定向资管计划管理人的券商授权：当股票在止损或到期不能还款条件发生时，券商可自行处置股票还款，以此来保证银行的利益。

借助上述这几种模式，券商资管通道规模发展迅速，迎来了短暂的春天。但是一项新业务也需要将新业务的风险锁在笼子当中。监管层在 2013 年 7 月下发了《关于规范证券公司与银行合作开展定向资产管理业务有关事项的通知》对银证合作进行了第一次规范，并相应提高了银证合作的门槛。2014 年 2 月，监管又下发了《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》，再次提高了银证合作的门槛，同时针对当时出现的以集合计划充当通道的行为进行了补充规定，要求券商不得通过集合资产管理计划开展通道业务。截至此，我们能看到，监管对于券商资管的通道业务还主要是以规范为主，防风险至上。

但是通道业务被玩的越来越复杂，券商资管、基金子公司与信托三类机构在做通道时，往往会互相多层嵌套，中间的结构与层级越难看透，风险链条被越拉越长。这就对监管提出了更高的要求。但在实际监管政策的制定与执行中，各个通道却因为归属不同的监管机构的管辖范围：信托归属银监管辖，券商资管与基金子公司又属证监管辖，存在一个分业监管协调的问题。所以从 2016 年开始，证监会对券商资管与基金子公司担当通道的态度便开始有所转变了：鼓励做主动管理。

所以我们能看到这一年，先是在 6 月份证监会调整了券商风险管理指标计算，试图以风险指标来约束通道的业务发展，随后又在 7 月份明确表态鼓励券商做主动管理业务，而同期发布的《理财新规征求意见稿》甚至直接禁止了券商与基金子公司担当通道的资格。2017 年 5 月 19 日在证监会例行发布会上，发言人张晓军甚至首次提及将全面禁止通道业务，并强调不得让渡管理责任。券商资管与基金子公司的通道业务似乎到这就走到了尽头，未来银行通道的压缩看来必不可免。

券商资管该去向何方？

对于券商资管而言，通道业务受阻在短期内无疑是割肉之痛，但长期看，这反而会是券商资管转型的良好时机。我们认为未来券商资管可以在以下两块

上发力：一是在负债端，不要死盯住同业机构，要放宽视角同时注重零售端；二是抓住机会及早转为主动管理型的资管型机构。

负债端：同业与零售并举

在 2015-2016 年，券商资管从银行拿钱不用太过费心，无论是具有规模与评级优势的大券商，抑或是处于相对弱势的中小券商，在流动性泛滥的时代都能相应的分得一杯羹。这时的钱来自与央行，来自于快速流转套利的同业资金。但是随着 2017 年 4 月的“八大文件”下发，银监开始严查同业套利、理财空转等违规违法行为。在风声鹤唳中，各家银行不但不给新增的同业资金，反而开始赎回原有的集合、公募等资产，引发了市场同业负债的持续紧张。

在这样的背景下，券商资管要再想向同业要钱难度就大的多了。怎么办呢？

两个办法。一是继续攻坚同业。无论再难，易冲量、大规模的同业资金仍将是我券商资管不可缺少的金主。要想在“僧多肉少”的同业市场占据一席之地，券商资管需要能做别人所不能做，在控制风险的情况下做高收益，提供优质有效的投研服务，增强自身吸引力与既有客户的粘性。具体进一步怎么做，我们后面再叙。

二是转战零售市场，零售时代，渠道为王。要想在零售端尽可能的吸收居民、企业资金，最为关键的是要有渠道。这个渠道可分为两种：

第一种是实体渠道，主要包括券商、银行和第三方理财等机构。

现在券商资管产品的营销渠道主要还是自己旗下分布在各地区的营业部，其销售人员、营销网点和客户群体等与强势的商业银行相比，规模还非常小。即使是大券商比如经纪业务排名前三的某券商营业网点达到了 428 家，与邮储银行的 39927 家相比，仍是杯水车薪。因此与大行合作进行代销就成为券商迅速扩大资管规模的重要途径。

但是非银的资管产品与银行自己的理财产品也存在一定程度的竞争。曾有消息称，有的银行销售人员在代销券商理财产品时，会劝一些客户赎回盈利的券商理财产品，转而去推荐买银行的理财产品。特别是当券商理财产品刚开始盈利时，这种现象比较多。所以非银找银行代销需要给足渠道费用，销售额度提成和托管费用，同时需存一些协议存款回银行。

第二种就是“互联网+”的网络渠道。相比于具有竞争关系的银行而言，互联网平台代销券商资管产品的姿态就更加开放，他们可以作为代销平台为各大银行、券商、信托等代销理财产品等。

他们本身是互联网电商平台，具有极高的流量，受众面广，同时它们一般兼具移动支付功能，购买、转账便捷，一些具有较好流动性与收益率的短期产品会有较好的销量。在现实中曾多次出现产品一上线就被抢购一空的“盛况”，并且“互联网+”的渠道相比银行代销有一个优点：相比习惯刚性兑付的银行用户，互联网用户更容易接受净值型产品。

资产端：做主动管理的弄潮儿

通道业务市场基本是一个完全竞争市场，它是很难做出彩的。对于资金方的银行来说，各家通道可能并没有任何本质的区别，我想和你做这笔业务，可能仅仅因为你的券商评级符合我要求，且刚刚我们关系好，具有符合我口味的放款效率，未来如果别家券商的业务人员关系更铁，那业务可能就往其他券商跑。换句话说，这种所谓的竞争力可能是极其不稳定的。

而主动管理则不同，如果你能做别人所不能做的，你手中有技术能做出高收益，这就是核心竞争力，是能够未来长期维持生存并做大规模的利器。尤其是现在钱多的逻辑与现实已经消失，过去钱多管理人少的局面已经消失，取而

代之的是钱少管理人相对多。在这样的情况下，券商资管更应该发挥自身优势，深耕于主动管理。

那要做主动管理的话，券商资管应该怎么办呢？我们认为关键是吸取教训，把握好自身特点，提高投研能力，做银行所不能做。

纯债委外产品在经历过金融去杠杆的风暴后基本都是深浮亏的状态，这就使银行处于一个很被动的地位。要赎回就要接受浮亏实现的现实，不赎回监管方面又会有压力，腹背受敌；当好不容易下定决心要赎回时，有些甚至可能被告知买的都是一些没流动性的非公开 PPN、ABS 等固定收益产品，短期很难周转流动性，实际上是非银机构将风险直接转移到了银行体系。

这样就使银行对非银机构产生了不信任感，很多银行直言不讳觉得非银机构资产管理能力还不如自己，有些有余力的银行可能就自己做了，这是客户的流失，是过去粗放发展要交的学费。但有些可能还是需要借助券商资管的力量，他们可能没有时间没有人员去做专门的信用筛选与债市走势判断。

对于这些宝贵资源，券商资管要吸收此前的教训，一是要尽可能的发挥自身的投研、加杠杆与风控相对较松的优势，不能只做简单的配置，要提高抓波段的能力，这是银行自身缺乏的；二是要吸收此前的教训，做好流动性管理，与客户做好沟通，提前布局，避免再次出现慌忙中低价抛售资产应对赎回，而

造成亏损损害其他委托人利益的情况出现；三是要做好信用筛选，不能为了超额收益激进冒险拿一些重口味流动性差的债。

当然在经历了金融去杠杆过程券商普遍浮亏的情况下，出于警戒心理，银行在做一对一委外时可能也会加强对券商资管投资选择的干涉，这是可以理解的。但是一旦未来产品收益不达标，双方就可能出现相互扯皮的现象，引发无谓的争端。这就要求券商资管要及时与银行方面做好沟通，未来的沟通成本会大大提高，毕竟权利与责任是相匹配的。

除纯债产品外，券商资管更应该做银行自身不能做的利率衍生品对冲、分级 A、权益产品等等。这些领域，银行或出于监管或出于自身能力的缺乏，没有实施的基础，但又能丰富资产类别，扩大大类资产配置的范围，分散系统性风险，是银行相当重视的一块，具有相当广阔的市场。

尤其是现在 FOF 与 MOM，在现在监管去多层嵌套的趋势下，他们成为了唯一官方认可的可多层嵌套的产品。通过这些，银行可以实现大类资产的广泛配置，实现分散投资降低系统性风险的目的。

但上述所说的种种，对非银机构的投研能力提出了很高的要求。那么非银可采取两种方式来予以对应，一是建立自身高精尖的投研团队，设计丰厚的奖励激励机制，提高投研实力；二是依托本机构的研究所，加强与研究所宏观、

策略、固收等总量研究的联系，可建立培训与定时交流机制来提高资管的投研实力。

最后还是值得说一下，尽管短期券商资管可能都会处于一个低谷期，还是要做好流动性管理，投资风格不能太过激进。

但长期来看，现在国内的资管市场还有很大的增长空间。过去十年资管行业的年均复合增长率是 40% 左右，即使假设未来增速降至一半 20%，以现在 70 万亿的体量，到 2020 年也会有 120 万亿的规模。以人均规模来看，现在国内大约是 5 万元左右，与美国 16 万美元相比，还有很广阔的发展空间，对未来要保持足够的信心，冬天来了，春天还会远吗？

FOF 抢资管新篇 银行代销模式寻变

公募 FOF（基金中的基金）靴子落地，成为资管行业的福音。根据中国证监会 7 月 10 日披露的《基金募集申请公示表》显示，已有 43 家基金公司提交了 82 只 FOF 基金的发行申请。

对代销基金的银行而言，公募 FOF 基金不受代销限制，可以配置全市场基金，更进一步推进基金一站式配置的服务体验，更成为银行发展的大好机遇。

“我国基金行业可提升空间巨大，随着国家不断深化金融改革、加强金融监管、整治金融乱像，公募基金行业作为资产管理行业之一，有望成为更多资金的聚集地和回流地，步入快速发展通道。”但工行副行长李云泽坦言，该行超过 5 亿的客户中，基金客户仅有 2000 万人，如何挖掘巨大的客户需求和市场潜力，让更多客户参与基金投资中，是摆在眼前的难题，李云泽表示，这也是该行参与研发基金指数的初衷和目的。

7 月 12 日，由中国工商银行（以下简称“工行”）与中证指数公司（以下简称“中证指数”）合作编制的“中证工银财富基金指数”在北京正式发布。首批“中证工银财富基金指数”由“中证工银财富股票混合基金指数”和“中证工银财富动态配置基金指数”构成。

《中国经营报》记者了解到，截至 2017 年 6 月末，国内公募基金市场规模已突破 10 万亿元，基金数量超过 4300 支，“选择困扰症”已经成为困扰广大投资者最为直接的问题。

而工行“对症下药”，推出的中证工银财富基金指数是国内首款银行财富管理定制基金指数，旨在充分发挥工商银行在基金领域的专业优势，为个人投资者提供简单、实用的资产配置模板，降低个人选择基金时的信息不对称，有效解决基金投资者的“选择困扰症”。

据了解，中证工银财富基金指数无论是从样本的选择、成分的调整以及后续成分基金的维护，都经过工行的充分调研、分析，为投资者选择基金节省了大量的调研成本。

李云泽介绍道，过去 16 年，工行累计代销基金超过 7 万亿元，代理基金业务存量市值超过 6000 亿元，累计服务客户超过 2000 万人。“利用工行多年的销售和专业经验，利用包括中证工银财富基金指数在内的各种方式方法，将自身的专业性转为客户的直观体验，为个人客户提供更加简单、实用的资产配置分析和参考，引领个人客户基金投资进入配置阶段，改变目前银行代销基金销售的传统模式，提升服务水平。”李云泽如是说。

“让投资者从投资中获利，为投资者创造价值，是行业发展的方向。”工行个人金融业务部总经理宋建华介绍道，工行在探索中发现，工行自己的基金销售业务已经成为市场的风向标，可为市场提供借鉴。

根据历史数据回溯，自 2013 年初至 2017 年 6 月末，“中证工银财富股票混合基金指数”累计上涨 122.07%，超越同期沪深 300 指数 76.74%，在同期可比的 458 只基金中排名 25.76%，业绩表现优秀；“中证工银财富动态配置基金指数”累计上涨 59.36%，年化收益率为 11.37%，年化波动率为 7.17%，夏普比率达到 1.59，表现稳健。

基于此，工行推出了中证工银财富基金指数。

宋建华介绍道，中证工银财富基金指数是基于工行每个季度重点代销基金产品池而选择，采取定性+定量评价体系，可以成为个人投资者主动配置基金的依据，也可称为 FOF 基金的投资标的。

据介绍，中证工银财富基金指数是全市场的 FOF 基金指数，未来随着国内公募基金 FOF 产品的推出，该指数也有望成为 FOF 基金产品开发的基准和投资者比较、选择不同 FOF 产品的重要依据。

理财规模缩减将倒逼银行变革

2017 年 5 月末，我国商业银行理财规模为 28.4 万亿元，环比净下降了 1.6 万亿元，为近十年来最大单月降幅，同比增速也罕见跌至个位数 9%。这些年来，商业银行理财在丰富金融投资产品，满足社会公众多样化财富管理需求的同时，某种程度上也异化为规模扩张工具。而理财规模的缩减，将倒逼银行加快资产负债结构调整，加速业务变革。当前我国商业银行理财规模缩减的动因，在于外部金融运行环境的突变。全球范围内为应对 2008 年国际金融危机而实施的量化宽松货币政策，已进入退出时间窗口期，而抑制资产价格非理性炒作以维护金融稳定目标的内在需求强烈，导致整体金融监管环境趋严，过去一段时间滚动扩张的理财业务增速放缓。特别是同业理财规模明显缩减，而个人和企业存款增长有限，未来一段时期商业银行理财规模仍有进一步压缩空间。此外，就金融降杠杆而言，银行表内贷款已经有真实资本支持，降杠杆空间极

为有限。但商业银行表外理财既没有资本支撑，业务范围又较少约束，且优先劣后结构化隐匿于资产运作之中，导致业务高杠杆运行，蕴含了较大的风险隐患。

商业银行理财规模缩减，既是金融降杠杆的结果，也将倒逼商业银行加快资产负债结构调整，加速业务模式变革。一是流动性风险管理重要性凸显。过去金融市场流动性整体宽裕，金融机构可随时通过金融市场满足时点流动性需求。但随着金融降杠杆有序推进，金融机构整体富裕资金规模缩减，导致时点流动性管理难度和成本急剧增大，倒逼资产负债结构调整，同业资金清理首当其冲。二是表内外信用风险管理标准趋向统一。表外理财资产准入门槛低于表内的现实，将随着理财资产规模缩减逐步成为历史。应该看到，在理财规模扩张时期，表外资产信用风险往往容易被技术性掩盖。但资金滚动运作一旦受阻，表外资产信用风险管理重要性将明显上升，促使表内外资产管理运作标准趋向一致。三是信贷管理模式面临变革。理财规模缩减同时也伴随着金融机构理财业务收入下降，有效控制信用风险的同时做好信贷业务布局，增加业务发展潜力，必将逐步成为银行经营管理的重中之重，这对长期以来部分银行信贷管理“重形式、轻实质”的倾向提出巨大挑战，未来社会融资管理运作的方式可能会发生较大变化。四是加快金融与科技之间的融合将成为新趋势。随着科技成果在金融领域的广泛应用，银行信用中介功能的重要性将会显著下降，而信息中介功能将得到较快发展。未雨绸缪，主动迎接金融科技，将是多数大银行不得不面对的现实。

综合来看，当前理财规模缩减还属于金融机构短期整体的应激反应，只有少数银行已经顺应新经济发展在做战略发展规划，推进全面结构性调整。但随着金融科技的蓬勃发展，特别是数据抓取与分析技术的进步及在银行体系内的广泛应用，银行变革的紧迫性已经迫在眉睫。短短几年内，余额宝发展至高达 1.4 万亿元的资金规模，已经让任何金融机构不敢小觑金融与科技融合的巨大发展潜力。

产品情况

信托产品

上周共搜集到新发行信托产品 41 只，期限为 6-36 个月不等。年化收益率在 5.8%~7.7% 之间。

资管产品

上周共搜集到新发行资管产品 13 只。期限为 3-54 个月不等。年化收益率在 6%~9% 之间。

银行理财

上周共搜集到银行理财产品 25 只。期限为 33-365 天不等。年化收益率在 4.5%-5.4% 之间。