

目录

本期导读.....	2
货币政策基调不变 降准或成选项.....	2
中间价与市场价背离 人民币汇率强势运行.....	2
同业存单“缩量”：净融资负增长 银行负债结构优化.....	3
宏观政策.....	4
美联储 10 月起启动渐进式缩表 维持基准利率不变.....	4
中间价与市场价背离 人民币汇率强势运行.....	10
一段“准富豪”的独木桥之旅 52 家企业闯关 IPO 失利后记.....	12
监管政策.....	17
合规指引渐行渐近 多家券商张榜纳贤招人忙.....	17
银监会 1970 张罚单落地 剑指金融乱象.....	22
保险资管.....	23
新财富投票“新力量”：保险、银行话语权提升.....	23
行业新闻.....	29
同业存单“缩量”：净融资负增长 银行负债结构优化.....	29
宗良：资管业务要切实服务于实体经济的投融资需求.....	35
洪磊：三大层面化解私募资管行业问题.....	43
产品情况.....	48
信托产品.....	48
资管产品.....	48
银行理财.....	48

本期导读

货币政策基调不变 降准或成选项

美国时间 9 月 20 日，美联储联邦公开市场委员会（FOMC）会后决定，保持 1%-1.25% 的联邦基金利率目标区间不变，从今年 10 月开始缩减资产负债表规模（缩表），和市场预期一致。这次决议得到 FOMC 委员全票通过。

美联储会后公布的利率预期点阵图显示，联储高官预计：2017 年还将加息一次；2018 年将加息三次，2019 年加息两次，2020 年将加息一次。他们将长期中性利率预期由 3% 降至 2.75%。

中间价与市场价背离 人民币汇率强势运行

《证券日报》记者从中国外汇交易中心获悉，20 日，人民币对美元汇率中间价报 6.5670，较上一个交易日下跌 140 个基点。但当日在岸和离岸市场人民币汇率却走出了相反的走势，均出现了超过 170 个基点的上涨，截至记者发稿前，在岸市场人民币汇率报 6.5686，较上一个交易日上涨 173 个基点，离岸市场人民币汇率报 6.5676，较上一个交易日上涨 171 个基点。

东方金诚研究发展部副总经理王青昨日对《证券日报》记者表示，昨日人民币市场汇价与中间价走势背离，出现一定程度升值，这是对此前 7 个交易日人民币贬值 1.37% 的修正，属较为正常的市场波动。短期内，人民币汇价在双向波动的同时将偏强势运行态势。

同业存单“缩量”：净融资负增长 银行负债结构优化

又到跨季月末，虽然央行加大了公开市场投放力度，但市场资金面仍偏紧，银行间市场利率连续多日上行。这可能与本月同业存单到期量较大有关。

不过，虽然同比来看，同业存单今年的发行规模和存量都仍在上升，但是截至 9 月 20 日，同业存单当月的发行总额不及到期偿还额，净融资额为负。而且，同业存单正在由过去的投资工具向补充流动性的工具转变。

多名受访中小银行金融市场部人士向 21 世纪经济报道记者表示，目前银行发行同业存单的主要动力有别于半年前。半年前银行发行存单主要是为了投资，而现在主要是为了补充流动性。

宏观政策

美联储 10 月起启动渐进式缩表 维持基准利率不变

美国时间 9 月 20 日，美联储联邦公开市场委员会（FOMC）会后决定，保持 1%-1.25% 的联邦基金利率目标区间不变，从今年 10 月开始缩减资产负债表规模（缩表），和市场预期一致。这次决议得到 FOMC 委员全票通过。

美联储会后公布的利率预期点阵图显示，联储高官预计：2017 年还将加息一次；2018 年将加息三次，2019 年加息两次，2020 年将加息一次。他们将长期中性利率预期由 3% 降至 2.75%。

以下点阵图截图显示，16 名高官之中，有 11 人预计今年还有一次加息，只有四人预计不会加息，还有一人预计今年还将加息两次。值得一提的是，本月意外递交辞呈的鹰派高官、美联储副主席费希尔也参与了最新利率预测，但他下月就将卸任，不会参加今年最后两次联储会议投票。

在 FOMC 声明中，美联储高官表示，今年 10 月 13 日开始减少购买住房抵押贷款证券（MBS），减少购买美国国债的行动将从 10 月 31 日开始。未来的债券组合再投资将根据发行的规模“按比例”分配给各类债券。

FOMC 声明承认，最近几周袭击德州和佛罗里达州的飓风造成重大影响，“风暴相关的干扰和重建将近期内影响经济，但过往经历显示，风暴不可能实质性改变全国经济中期的走向。”

FOMC 预计，飓风带来的暴风雨会“短暂”推升通胀，但不可能明显改变通胀潜在路径。

FOMC 声明对金融环境着墨不多，并没有评估在联储加息后金融环境是否太过宽松，只是指出，会在加息决策中考虑到金融因素。

对于经济前景的风险，美联储高官认为“大致均衡”。这意味着，联储决策者认为未来美国经济走强和走弱的风险大致相当。

FOMC 决议声明和预示加息路线的利率预期公布后，美元指数此后抹平日内跌幅，转而高涨，美债价格下挫、收益率走高。2 年期美债收益率创将近九年来新高。

芝加哥商业交易所（CME）的“美联储观察工具”显示，美联储会后，目前美国联邦基金期货交易市场预期，今年 12 月美联储加息的几率超过 70%，一天前预计几率还不到 58%。

市场反应：美股、美债、黄金跌 美元涨

美联储会议声明发布后，美股一度跌幅扩大、探底，此后收复部分跌幅；美国国债价格下跌、收益率走高，2 年期美债收益率创将近九年新高；美元兑日元短线拉升，黄金跳水。

美股三大指数集体下行，后跌幅收窄，道指转涨。

10 年期美国国债收益率日内上涨 2.4 个基点，刷新今年 8 月 8 日以来盘中高位至 2.289%，发布声明前为 2.236%。2 年期美债收益率日内涨幅达到约 3.4 个基点，涨至 1.45%，创 2008 年 11 月以来新高，声明发布前为 1.381%。

美元指数突破 92 关口，一度涨超 0.8%，美元兑日元升破 112 关口。

现货黄金本月首次跌破 1300 美元/盎司关口。

Ameriprise Financial 的首席市场策略师 David Joy 认为，美联储会后，美债收益率曲线的短端有很好的反应，这至少是初步显示，很多人可能之前没有预计到今年还有一次加息，所以有些调整。

Joy 认为，美元对美联储决议的反应较强烈，但股市的反应相对没那么大，这是和美联储认为经济表现良好的看法一致的。即使再来一次加息也不会改变这种对经济的看法。

利率预期中位值“倒挂” 莫非隐含降息？

此次会后公布的点阵图出现了一个惊人的现象：联储高官预测的较长期利率目标水平竟然比相对近期的目标水平低。

和今年 6 月公布的预测范围相比，本月公布的 2017 年利率目标范围为 1.125%-1.625%，持平 6 月预期。

2018 年和 2019 年利率目标范围有所收窄，分别为 1.125%至 2.725%和 1.125%至 3.375%，6 月分别为 1.125%至 3.125%和 1.125%至 4.125%。

2020 年利率目标为 1.125%至 3.875%。而更长期利率目标范围却又比 6 月缩小，为 2.25%至 2.5%，6 月是 2.5%至 3.5%。

这样一来，2020 年的利率目标中位值已有 2.87%，超过了更长期的目标中位值 2.75%。两者之间的差距意味着，四年后美联储可能需要半次降息才能回到三年后——2020 年的利率目标中位水平。

看到 2020 年美联储预期利率目标水平高端超过了 3%，“债券之王”格罗斯此后警告，美联储应该“小心”加息，因为美国经济杠杆高企。

格罗斯指出，如果按照美联储目前的加息计划，未来两年联邦基金利率达到 2.8%、甚至 3%，等于加息 170 个基点，这就可能导致经济衰退。他认为，美联储会不会酿成经济衰退取决于是否坚持现在这种联邦基金利率预期。

经济预测更新：看好今明两年经济增长 预计通胀近期仍低

本周会后公布的最新经济预测中，美联储调高了今明两年的 GDP 增长预期，下调了明后两年的失业率预期和今明两年的核心 PCE 通胀预期。

具体预测如下：

2017 年实际 GDP 预计增长 2.4%，高于今年 6 月预期增速 2.2%；

2018 年实际 GDP 预计增速 2.1%，高于 6 月预期增速 1.9%；更长周期实际 GDP 预计增 1.8%，6 月预期增长 1.8%。

2017 年失业率预计为 4.3%，持平 6 月预期；

2018 年失业率预计为 4.1%，低于 6 月预期的 4.2%；

2019 年失业率预计为 4.1%，低于 6 月预期的 4.2%，更长周期料为 4.6%，持平 6 月预期。

2017 年 PCE 通胀预计为 1.6%，持平 6 月预期；

2018 年 PCE 通胀预计为 1.9%，高于 6 月预期的 2.0%；

2019 年和更长周期的 PCE 通胀为 2.0%，持平 6 月预期。

2017 年核心 PCE 通胀预计为 1.5%，低于 6 月预计的 1.7%；

2018 年核心 PCE 通胀预计为 1.9%，低于 6 月预期的 2.0%；

2019 年年核心 PCE 通胀预计为 2.0%，持平 6 月预期。

万亿美元规模“央妈”瘦身揭幕

美联储本周决议为一场万亿美元规模的“瘦身”行动将拉开帷幕。

过去九年，美联储的资产负债表规模膨胀近五倍，从 2008 年金融危机以前的约 9000 亿美元增至目前的 4.5 万亿美元。

在美联储庞大的资产负债表中，美国国债占比 52%，规模 2.46 万亿美元，住房抵押贷款证券（MBS）占 37%，规模 1.77 万亿美元，另有 11% 是逆回购协议，还有不到 1% 的联邦机构债券以及央行间流动性互换和贷款。

今年 6 月的美联储会议宣布年内第二次加息，并公布缩表计划，预计每月初始缩减 60 亿美元国债、40 亿美元 MBS；缩表规模每三个月增加一次，直至达到每月缩减 300 亿美元国债、200 亿美元 MBS 为止。

7 月的 FOMC 货币政策会议纪要显示，美联储官员已就今年启动缩表达成共识，绝大多数官员预计会在本周会议上宣布缩表。

但到目前为止，美联储都没有透露缩表的目标水平。本月初美联储三号人物、纽约联储主席杜德利估计，到“下一个十年的初期”，美联储的资产负债表规模可能会降到 2.4-3.5 万亿美元。

华尔街见闻此前提到，按杜德利给的区间计算，就意味着，美联储到期后不再继续投资的规模仅为 1-2 万亿美元，远低于 2008-2014 年间美联储资产负债表高达 3.7 万亿美元的增幅。

中间价与市场价背离 人民币汇率强势运行

《证券日报》记者从中国外汇交易中心获悉，20 日，人民币对美元汇率中间价报 6.5670，较上一个交易日下跌 140 个基点。但当日在岸和离岸市场人民币汇率却走出了相反的走势，均出现了超过 170 个基点的上涨，截至记者发稿前，在岸市场人民币汇率报 6.5686，较上一个交易日上涨 173 个基点，离岸市场人民币汇率报 6.5676，较上一个交易日上涨 171 个基点。

东方金诚研究发展部副总经理王青昨日对《证券日报》记者表示，昨日人民币市场汇价与中间价走势背离，出现一定程度升值，这是对此前 7 个交易日人民币贬值 1.37% 的修正，属较为正常的市场波动。短期内，人民币汇价在双向波动的同时将偏强势运行态势。

联讯证券董事总经理、首席宏观研究员李奇霖昨日对《证券日报》记者表示，昨日人民币中间价延续了最近的跌势，导致持续下跌的原因：一是 9 月 8 日央行将境内金融机构代客远期售汇业务所需提取的外汇风险准备金从 20% 降至 0，对外释放了不希望人民币过于强势的信号，前期人民币持续升值的趋势

扭转；二是近期美元持续贬值的趋势有所缓解，而支撑美元的因素包括特朗普税改计划通过概率上升、美国 8 月份通胀数据超预期等；三是中国 8 月份的经济数据明显低于预期，也给汇率带来了一定压力。

“在岸和离岸市场人民币汇率出现了上涨态势，意味着市场对人民币的汇率总体呈乐观的趋势，并没有持续的贬值预期，短期汇率压力有限。”李奇霖表示。

外汇局 18 日公布的 8 月份结售汇数据显示，2017 年 8 月份，银行结汇环比增长 11%，售汇增长 1%，结售汇逆差 38 亿美元，环比下降 75%；远期结售汇签约顺差 31 亿美元，环比增加 18%，连续第 5 个月顺差，表明 8 月份境内外汇供求状况总体较 7 月份更加平衡。

外汇局新闻发言人表示，近期，我国经济延续稳中向好态势，继续提振市场信心，人民币汇率双向波动、稳中有升，使得境内主体在涉外交易中的预期及行为更趋理性。未来在国内经济基本面更加稳固、对外开放程度不断加深、市场预期进一步趋稳的环境下，我国跨境资金流动总体将保持稳定有序、基本平衡的格局。

李奇霖称，考虑到前期人民币持续走强、9 月美联储大概率会通过缩表决议，人民币短期仍有一定的贬值压力。但从 8 月份的结售汇数据看，之前人民币贬值的预期已经被大幅扭转，短期资本流动对汇率的影响有限，人民币的贬值空间有限。因此，对国内经济和资本市场而言，汇率变动的影响不大。

王青表示，近两个月结售汇逆差持续走低与人民币在此期间大幅升值直接相关，即面对人民币持续大幅升值态势，市场贬值预期加速消散，境内市场主体结汇需求明显上升，购汇意愿下降。鉴于人民币整体仍偏强势运行，预计 9 月份银行结售汇数据或将出现小幅顺差，从而进一步巩固跨境资金流动基本平衡的局面，并与人民币汇价运行构成良性循环，支撑外汇储备余额延续恢复性增长。

一段“准富豪”的独木桥之旅 52 家企业闯关 IPO 失利后记

股海沉浮，IPO 永远是造富的第一捷径。但正如有光的地方就有黑暗，当一些人随着 IPO 的成功而拥有巨大财富时，也有一些企业在 IPO 的路途中折戟沉沙，最终造富失败。

自去年四季度 IPO 审核提速以来，至最新的 9 月 15 日，虽然两市已经有 333 家首发企业获得发审委的审核通过，但同样也有 52 家最终倒在了成功的门口。若再将暂缓表决和取消审核的企业累加，则 IPO 失利的首发企业数量更达到 68 家。

根据 21 世纪经济报道记者的统计，上述 68 家 IPO 闯关失败的首发企业，拟登陆创业板的比例达到 56%。而在 IPO 失利首发企业的地域分布上，广东省则以 12 家为最多，其次则是浙江和江苏。

值得注意的是，尽管 IPO 仍然作为造富捷径存在，但相比于以往，这一过程实现的难易程度却发生了一些改变，作为体现的便是次新股生态的变化。

Wind 资讯数据显示，今年上市并交易 10 个交易日以上的次新股中，打开涨停板的时间较以往来得更快更早。

华南一中小型券商策略分析师对此表示，尽管 IPO 提速常态化短期不会改变，但并不意味着审核的力度会有所放松，而从 IPO 被否企业的数量来看，也侧面印证了这一事实。同时，随着监管力度的加强，次新股的炒作趋势已有效地被抑制。这些情况的发生，证明 IPO 造富正越来越艰难。

IPO 造富失败率升高

江山代有人才出，一代新股胜旧股。然而当所有人都将目光聚焦于通过 IPO 来实现巨额财富梦想时，也有一批企业最终倒在了 IPO 的路上，造富的梦想亦随之破碎。

9 月 15 日下午，中国证监会发布消息称，最新核准了包括广州金逸影视传媒股份有限公司（下称“金逸影视”）等 9 家企业的首发申请，共募资不超过 44 亿元。此前 9 月 13 日的一次发审会中，则有 4 家。

金逸影视 IPO 的成功过会，也预示着 A 股影视业上市公司将再添新军，但今年 5 月 31 日过会的浙江时代电影院线股份有限公司（下称“时代院线”）最终 IPO 被否，则预示着即使行业相似，也难有相同的结局。

时代院线招股说明书显示，此次 IPO 的保荐商为摩根士丹利华鑫证券有限责任公司，原计划发行股份 4333.33 万股，募资 2.98 亿元。这意味着，时代院

线首发价格为 6.87 元/股，而若成功上市，时代院线的实际控制方浙江省财政厅持有这家公司的市值，将至少达到近十亿元。

但时代院线的 IPO 之旅最终以失败告终，理由是利润下滑等原因。实际上，类似时代院线的例子，在今天的 A 股并不少见。

Wind 资讯数据显示，截至 9 月 15 日，两市 IPO 遭到否决的首发企业数量，达到 52 家，若再加上暂缓表决的 8 家（剔除最终上市成功的）和取消审核的 7 家，则在距离 IPO 成功临门一脚时最终失败的企业数量，达到了 67 家。

21 世纪经济报道记者统计发现，这 67 家 IPO 失利的首发企业，原本预计募集资金共计 304.60 亿元，平均发行的价格为 11.04 元/股。这预示着，若此前这些企业全部上市成功，则 A 股将再度多出逾 50 位亿万富翁。

若再将上述 67 家企业分门别类，则从分布地域而言，广东省以 12 家之数位列全国各省市之首，排名第二、第三的则分别是浙江省的 10 家和江苏省的 6 家。

再以保荐商角度而言，广发证券保荐的首发企业中，6 家最终 IPO 被否，其也成为最多的证券机构。排在广发证券之后的，则是包括中信证券、海通证券和国金证券等在内的保荐 5 家首发企业被否。

不过，在今年 IPO 暂缓表决的首发企业中，浙江香飘飘食品股份有限公司（下称“香飘飘”）的案例也许是个例外。在今年第一次上会时，证监会发审

委曾对其作出了暂缓表决的决定。但三周之后的 6 月 6 日，香飘飘又再度上会并成功过会。只是对于香飘飘暂缓表决的理由，证监会并未对外披露。

北京一家私募人士对 21 世纪经济报道记者表示，当监管层决定以 IPO 提速的方式来解决“堰塞湖”问题时，外界曾质疑这一政策的实施是否会降低上市公司质量，但从目前而言，IPO 通过率相较往年，实际已经更低。

“客观数据显示，今年 IPO 审核否决率达到 14.48%，去年前三季度与去年第四季度这一数据分别则为 6.2%、7.5%，对比明显。”上述私募人士说。

次新股造富也不容易

当 IPO 审核否决率创下历年新高时，一些已经 IPO 并成功上市的企业，在作为次新股而存在的时间里，股价情况也不容乐观。

Wind 资讯数据显示，在今年上市至少交易 10 个交易日，并剔除实际控制人方为国资背景的 293 家次新股中，涨停天数占上市以来交易日数比例为 10% 以下的数量，达到 117 家。这意味着，有近四成的次新股在首日上市后，即面临快速打开涨停板的局面。

以景旺电子（603228.SH）为例。今年 1 月 6 日，景旺电子首次在上交所挂牌上市。这家主要从事印制电路板的研发、生产及销售等业务的制造业企业，尽管在上市的头四个交易日股价分别录得 44% 和涨停的结果，但在第五个交易日

日时涨停板即被打开，涨幅仅有 0.07%。而在第六个交易日，景旺电子股价更出现了下跌。

且 Wind 资讯数据显示，自景旺电子上市至今的 171 个交易日中，公司其间出现涨停的天数只有 4 天，涨停天数占上市交易天数比例仅为 2.34%。与景旺电子情况类似的，还包括海利尔（603639.SH）、杰科股份（603337.SH）、华达科技（603358.SH）等一批次新股。

不过，对上述提及的多家次新股而言，能够“聊以自慰”的或许就是当下的股价，仍较其发行价，乃至上市首日价格高出不少。

21 世纪经济报道记者统计发现，上述 293 家次新股中，截至 9 月 15 日收盘的股价，较其发行价涨跌幅为一倍以上的，占了八成。而相较于上市首日股价而言，涨跌幅为一倍以上的占比，也有 50.85%。

但值得注意的是，赛托生物（300583.SZ）、世运电路（603920.SH）、太平鸟（603877.SH）和新凤鸣（603225.SH）四只次新股，最新股价较上市首日的股价，已经出现下跌，跌幅分别为 16.11%、5.16%、4.22%和 3.15%。

其中，赛托生物最新股价为 48.58 元/股，9 月 15 日当天下跌 2.08%。公司简介显示，其为一家应用基因工程和微生物转化技术制造甾体药物原料的企业，大股东为山东润鑫精细化工有限公司，持股 37.32%。

因此，若以最新股价计算，则大股东持有的市值为 19.34 亿元，上市首日持有的市值则是 23.05 亿元，前后缩水 3.7 亿元。

此外，世运电路、太平鸟和新凤鸣三家次新股各自大股东最新持有的市值，较公司上市首日也分别缩水 2.71 亿元、2.79 亿元和 1.89 亿元。

华南一中小型券商策略分析师对此解释，造成次新股“提前”开板的因素，一个是 IPO 审核提速的常态化，使得新股和次新股不再“物以稀为贵”，资金分流，炒作退潮；其次则是今年市场整体呈现震荡，且随着全面监管的趋严，市场估值生态也在发生变化。

“次新股监管氛围在日益趋严，一些刚上市不久的股票在连续涨停后，会接到交易所有关的问询。同时，今年次新股出现业绩下滑乃至亏损的案例屡见不鲜，这从另一侧面影响了次新股的估值。”上述策略分析师说。

监管政策

合规指引渐行渐近 多家券商张榜纳贤招人忙

10 月 1 日之前，券商应合规管理办法、指引等新规要求，正启动大规模招聘。据了解，目前安信、国信、广发、方正、第一创业等券商都已先后开始招聘合规风控人才，少则十几人、多则上百人，其中，券商大中型营业部、投行、研究所等需配置的合规专员人数最多。

安信证券副总裁、合规总监辛治运接受证券时报记者专访时表示：“合规风控相当于券商自身的免疫系统，此次重新完善合规风控就像是补旧账，招聘、调岗看似增加营运成本，实际上也摒除了只重短期利益的做法，建立长期稳健的业务发展模式。”

启动大规模招聘

记者获悉，安信、国信、广发、方正、第一创业等券商都已先后开始招聘合规风控人才，招聘分券商内部、外部同时进行，少则十几人、多则上百人。

按照要求，证券公司总部合规部门中具备 3 年以上证券、金融、法律、会计、信息技术等有关领域工作经历的合规管理人员数量占公司总部工作人员比例应当不低于 1.5%，且不得少于 5 人。以此计算，曾有券商担心以每家券商几千人的规模计算，所需合规管理人员将以百人计。实际上，券商总部人数大部分以 1000~2000 人计算，1.5%的比例相当于 15~30 人，较为合理。

华东区一家上市券商透露，该公司总部 1003 人，应配备 15 名合规人员，原本就有 13 人。采用内部招聘的方式，面向各部门和分支机构、风控合规岗位人员招聘，现在合规人员已到位。

不过还有一条规定，证券公司从事自营、投资银行、债券等业务部门，工作人员人数在 15 人及以上的分支机构以及证券公司异地总部等，应当配备专职合规管理人员。

这样一来，拥有大量营业部的大中型券商就需要补充很多合规专员，其次是包括新三板、固收等投行部门，以及研究所都需要配备全职合规专员。

以安信证券为例，其总部约 1400 人，按 1.5% 比例配备，只需在原有合规团队基础上增加几人即可。最主要是约 300 家营业部，不过，其中单家营业部超过 15 人的不足 100 家，大部分原本就有合规专员，还有部分兼职合规人员可以转为全职，另外再进行招聘。

安信证券副总裁、合规总监辛治运认为：“此次完善合规管理体系对证券行业是补旧账，短期看增加了运营成本，但长期看是必不可少的。”

目前来看，大型券商普遍拥有 200 家以上营业部，不过 15 人以上的通常是大中型营业部了，职能不再是单一的经纪业务，还覆盖两融、股票质押式回购、托管，有的营业部甚至还负责承揽新三板等投行业务，加上适当性管理新规的要求，配备专职合规管理人员并不为过。

合规风控人才要求高

根据新规，券商合规人员的标配很高。辛治运表示：“合规风控人才要求综合素质强，不仅需要法律背景，还要懂券商业务运作，另外独立于业务部门行事，还需要沟通协调能力强，兼顾合规和发展。”

其中，投资银行、新三板、固定收益、机构业务、资产管理、研究中心、经纪业务的 7 个部门，属于合规风险管控难度较大的部门。

深圳某上市券商的招聘中提出，法律合规部招聘法律合规岗要求：1.资产管理产品、资产证券化项目或新三板项目的交易结构及文本的法律合规审查；2.子公司治理相关的法律合规事务处理；3.参与监管法规及文件的跟踪、解读及传导工作，协助开展合规检查，处理合规咨询事务、参与其他专项合规管理事务。

关于合规专员管理和考核，大型营业部必须有合规专员常驻，而分散的营业部合规专员则可以考虑集中在分公司办公。对合规风控人员的考核，新规要求券商不得向合规总监、合规部门及其他合规管理人员分配或施加业务考核指标与任务，而兼职的合规人员由合规负责人考核的业绩应当超过 50%。

辛治运透露：“此次合规新规虽然给券商的压力比较大，但同时也提到了券商自查自纠发现问题、再向监管层报告，这种情况可以减轻处罚或免责，也给了券商动力。”

“合规风控是免疫系统”

近几年，监管层对合规风控的重视程度与日俱增，“合规就是生命”慢慢不再只是一句空话。过去行业常常过于注重短期利益，低估了违规的实际影响。

辛治运表示：“一朝违规被处罚，波及的业务范围是方方面面的，后续影响时间常常是长期的，比如一家券商被暂停 3 个月开户资格，但实际上三年内新增营业部、定向增发申请等都没有资格了。”

用一句话概括，辛治运认为“合规风控是券商自身的免疫系统”。他表示，股灾之后这几年监管层也在对行业的发展做总结和反思，从券商的合规自查制度，到行业协会自律、交易所监督，再到证监会监管，形成一个风控系统。

可以说，合规新规、投行奖金发放新规、投资者适当性管理办法的初衷是一脉相承的。辛治运进一步表示，监管层考虑保护中小投资者利益的同时，也有利于摒除证券行业只重短期利益的做法，建立长期稳健的业务发展模式。

辛治运认为，操作指引，更多起到引导作用。当行动起来，在落实时间、合规专员人数等方面，监管部门会实事求是，充分考虑实际操作层面的需求。

银监会 1970 张罚单落地 剑指金融乱象

自今天 3 月份，银监会以 8 份加强银行业监管的文件拉开银行业最强监管序幕后，其官网上陆续公布行政处罚信息。据《证券日报》记者统计，截至 9 月 19 日，银监会及各地银监局共开出罚单 1970 张，其中，银监会机关开出 25 张，银监局开出 533 张，各地银监分局开出 1412 张。覆盖国有行、股份行、城商行等各类银行机构，涉及领域包括信贷、票据、信披违规、违反审慎经营、挪用资金等五大类。

在中国银行国际金融研究所资深研究员张兴荣看来，银监会及各地银监局开出的罚单，折射出银行业共性管理问题存在以下四点：一是部分员工职业素质欠缺；二是规章制度不严不实，银行在关键流程和节点的管控上存在问题；三是，有规不依、执行不严；四是，道德风险与内外部欺诈问题。

民生银行首席研究员温彬 9 月 19 日在接受《证券日报》记者采访时表示，近年来，随着金融市场化进程加快以及银行竞争压力加大，个别银行机构为追求盈利而忽视风险管理、法律合规意识淡化，进而出现一些金融乱象，不仅导致部分业务脱实向虚，也增加了银行机构自身风险。监管部门通过加强金融监管，强调依法合规经营，引导银行机构在防风险前提下增强支持实体经济力度。

谈及如何防范短期声誉风险、完善长效违规防控机制，中信银行办公室研究规划处中级经理谢立志表示，首先，要做到关注舆情变化，落实声誉风险应对预案。其次，正确认识罚单问题，防范两种倾向。一种倾向是罚单金额相对于银行总体盈利而言，占比较小，属于合理的监管“成本”，不必小题大做；另一种倾向是过于强调合规问题，不分情节轻重对违规人员一律严加惩处，在内控上“叠床架屋”，使得基层不堪重负，严重挫伤员工积极性，导致业务停滞不前。再次，建立全面的罚单跟踪处置系统，借以提升管理成效。此外，完善制度流程，提升整改问责的工作质效。最后，持续开展风险合规文化建设，强化队伍建设，形成良好风气。

保险资管

新财富投票“新力量”：保险、银行话语权提升

一年一度的新财富时间又如期来临，社交媒体中到处可以看到各家券商分析师团队的拉票海报。

21 世纪经济报道记者从新财富方面了解到，截至 9 月 20 日，获得投票资格的机构达到了 860 家。这 860 家机构涵盖了包括公募基金、证券公司等在内的十类金融机构，所管理的资产规模超过 70 万亿元。

相比 2016 年，参与投票机构的资产管理规模翻了一倍。这其中，银行和保险机构资产管理规模增加最多，其中银行新增资产约 23 万亿元，保险及保险资管新增资产约 5 万亿元。因此，银行、保险机构所管理的资产规模有了非常大的提升，这一变化也反映在参与投票机构的数量以及投票权的变化上。

相比传统的买方，银行和保险机构将在今年的新财富评选中占据重要的一席。银行、保险机构的异军突起是否会影响原有的投票格局，市场也在拭目以待。

大型保险资管成拉票主力对象

保险公司和保险资管已经在资本市场中占有重要的一席之地。这一情况相应地也反应在此次新财富投票当中。

根据 21 世纪经济报道记者了解到的情况，新加入投票的保险资管和保险公司的资产管理规模约为 5 万亿，存量规模为 21 万亿，占比接近三成。

投票机构的数量也较往年增加。一位接近新财富的人士表示：“今年，申请新财富分析师投票资格的保险和保险资产管理公司数量较往年大幅增加，考虑到保险在资本市场的地位变化，获得新财富分析师投票资格的保险及保险资管的机构数量均有所增加。”

根据记者获得的新财富最佳分析师评选办法，保险机构根据管理资产规模所获得的投票权重发生了变化，并细化了大型保险资管公司的投票比重。

相比去年的投票规则，今年的规定中，管理规模 500 亿以下的仅获一票，而 500 亿-1000 亿的也仅获 4 票。规模小的保险资管机构投票权重弱化是为了给规模更大的机构投票权腾出空间。

而 2016 年的规则中，管理规模 5000 亿元以上的并没有进行细化，全部都是 12 票。今年划分出了 5000 亿-10000 亿、10000 亿-15000 亿、5000 亿-20000 亿、20000 亿及以上几档，分别获得票数为 12 票、15 票、18 票以及 21 票。

“超大型机构握有的票数要远超小机构，大型的保险资管毫无疑问将是各家分析师拉票的主力对象，保险资管已经成为了主流的投票机构，拥有很大的话语权。”北京地区今年参选新财富的一位分析师表示。

除了保险公司及保险资管外，银行也是今年崛起的重要投票力量。相比保险，银行所代表的资产管理规模增长幅度更是惊人，今年银行新增管理资产约 23 万亿元。

回顾近两年的新财富评选，银行的参与度和重要性都在大幅增加。2015 年参与投票的银行仅有 25 家，去年参与投票的银行数量为 42 家，而今年参与的银行数量增长了近一倍（79 家）。

“银行投票主体权重占比的提升主要来自于可投票机构数量的增加，银行越多，话语权越大。”前述接近新财富的人士告诉记者。

目前新财富评选中，银行参评的一项重要指标是总资产规模要在 500 亿以上，这也意味银行投票群体还有可能进一步增加。

银行抱团新财富投票也凸显了其想在资本市场发声的状态。长久以来，银行在新财富评选中话语权非常弱，这与其所管理的资产规模并不匹配。“不过，记者了解到，在今年的评选中也并未调高银行所持有票数的权重。

私募数量占比下降

与保险和银行机构相对应的是，私募基金数量占比的下降。

记者了解到，随着国家对私募基金的监管趋严，今年新财富分析师评选相应提高了私募基金获得投票资格的门槛，私募基金须同时具备以下几个条件方可获得投票资格：包括与 5 家及以上参评券商研究机构在 2017 年 6 月 30 日及之前有已确认并依然有效的合作关系；机构成立时间要在 2016 年 1 月 1 日之前，并且已在中国证券投资基金业协会登记并公示的。

另外，已发行并正在运作的阳光产品（指自主发行或通过信托发行）的资产总规模达到 6 亿元或以上。

在新增门槛的种种要求之下，21 世纪经济报道记者获悉，私募基金在评选中的数量和资产管理总规模都有所下降。根据新财富杂志公布的数据显示，参评私募基金所管理的资产规模由 2016 年的 17000 亿元下降到了 11000 亿元。

“实际上，私募并不是各家分析师重点拜票或者拉票的对象。首先私募基金的票数较为分散。另外单个私募基金管理的资产规模也较小，总体来看私募

基金是一只重要的投票组成，但分散到各家来看，各自贡献的比重就要弱一些。”前述参评的分析师表示。

根据今年的规则，自主发行产品总规模在 50 亿以上的，每家 2 票；50 亿以下的，每家 1 票。

而权重方面，管理规模 10 亿-30 亿元的权数为 1；10 亿-30 亿元的权数为 2；30 亿-50 亿元的权数为 3；50 亿-100 亿元的，权数为 4；100 亿及以上的，权数为 5。但实际上，自主发行产品总规模超过 50 亿、管理规模超过 100 亿的私募并不多。

与此同时，记者了解到，今年的新财富不仅仅对投票机构有了更加严格的要求，也对参评的分析师提出了更严格的要求。如参评候选人的参评条件更加严格，包括未受到过中国证监会公示的行政处罚、行政监管措施或立案调查；未受到过中国证券业协会公示的自律惩戒等要求。

前述接近新财富的人士则透露：“尽管今年分析师参评更加踊跃了，但实际上满足条件获得参选资格的分析师减少了。”

行业新闻

同业存单“缩量”：净融资负增长 银行负债结构优化

又到跨季月末，虽然央行加大了公开市场投放力度，但市场资金面仍偏紧，银行间市场利率连续多日上行。这可能与本月同业存单到期量较大有关。

不过，虽然同比来看，同业存单今年的发行规模和存量都仍在上升，但是截至 9 月 20 日，同业存单当月的发行总额不及到期偿还额，净融资额为负。而且，同业存单正在由过去的投资工具向补充流动性的工具转变。

多名受访中小银行金融市场部人士向 21 世纪经济报道记者表示，目前银行发行同业存单的主要动力有别于半年前。半年前银行发行存单主要是为了投资，而现在主要是为了补充流动性。

同业存单市场迎来拐点？

9 月同业存单出现了 2016 年以来的首次净融资额为负的情况。截至 9 月 20 日，当月发行总额为 2.09 万亿元，到期偿还 2.33 万亿元，净融资额为-2350 亿元。

目前来看，9 月到期量巨大主要源于 6 月发行的 3 个月期存单规模较大；且随着央行及相关监管部门对同业存单加强管理，银行发行同业存单的动力从投资转向流动性管理，同业存单规模基本趋稳，不排除将进一步缩量。

21 世纪经济报道记者梳理多维度数据发现，虽然银行业整体同业存单占总负债的比重有所提高，但同业负债占总负债比重正在下降。同业存单正逐渐回归流动性管理工具定位，特别是股份行的相关数据表明，其正率先在结构上获得转型。相对而言，城商行对同业存单的依赖要高于其他类型银行。

9 月缘何现负净融资额？

实际上，从发行量的角度来，截至 9 月 20 日的当月存单发行规模并不少，且今年整体的月均发行量要比去年多约 5000 亿元，9 月净融资额为负，主要是到期量为史上巨量，超出今年次高 8 月到期 7000 多亿元。

有华北某农商行人士向 21 世纪经济报道记者表示，9 月存单到期量为史上最高，期限主要以 3 个月为主。回溯今年 6 月发行量超 2.4 万亿元，确实是史上最高。“银行发行 3 个月期存单，一方面可获取资金增配合格优质的流动性

资产（分子增加），另一方面在季末时 3 个月期存单尚未纳入未来 30 天现金流出量（分母不变），有利于银行改善流动性覆盖指标（LCR）。 ”

本周有市场分析指出，股份行 3 个月期同业存单价格上涨了约 5bp，一级市场询量主要集中在 3 个月期，其次是 6 个月期，尤其是 3 个月 AA+评级利率上调至 4.5%，股份行 3 个月期上调至 4.4%，个别股份行 3 个月期募集量直破百亿关口。

“我们的同业存单存量目前还没有收缩，只是 9 月的发行价格太高，我们暂停了发行。” 华中某城商行人士表示。多名受访中小银行金融市场部人士向 21 世纪经济报道记者表示，目前银行发行同业存单的主要动力有别于半年前。半年前银行发行存单主要是为了投资，而现在主要是为了补充流动性。“我们不管是同业存单，还是同业负债的规模都在下降，主要是因为监管指标的要求，委外都在收缩，杠杆也在降低。” 上述某农商行人士表示。

8 月底，央行公告自 2017 年 9 月 1 日起，金融机构不得新发行期限超过 1 年（不含）的同业存单。在 8 月中上旬，《2017 年第二季度货币政策执行报告》已披露拟于 2018 年一季度评估时起，将资产规模 5000 亿元以上的银行发行的一年以内同业存单纳入 MPA 同业负债占比指标进行考核。据统计，有 19 家银行将受此影响，而多名受访银行人士也表示，早些时候地方人民银行已经传递了相关信号，在发行方面已经有所计划。

另外，从购买方的角度，上述华中某城商行人士表示，相较于货币基金，考虑到货币基金免税和期限灵活的优势，货基的配置优势仍然高于同业存单。

对于 9 月是否将是同业存单市场“缩量”的拐点，上述华北某农商行人士认为，一方面要看到 9 月的特殊性，9 月为季末，加上缴税和央行“削峰填谷”方向未变，另一方面，银行“三三四”检查还未完全结束，监管易紧难松，货币基金投资同业存单新规尚待落地，同业存单不管从量还是价上都可能出现拐点。

同样公布于 8 月底，将于 10 月 1 日执行的《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》规定，货币基金投资于主体信用评级低于 AAA 级的机构发行的包括同业存单在内的金融工具占基金资产净值的比例合计不得超过 10%，其中单一机构发行的金融工具占基金资产净值的比例合计不得超过 2%，意味着部分货基可能需要减持同业存单。

同业存单的结构之变

截至 9 月 20 日，同业存单存量是 8.29 万亿元，比去年末增加 1.99 万亿元。对于同业存单的判断，规模本身并不能说明问题，更多要看到其在银行负债结构中的占比，以及其同业链条中的角色。

由于目前银监会最新只公布了截至 7 月末的总资产和总负债数据，且以 7 月数据来看。截至 7 月末，商业银行业总负债为 169.76 万亿元，环比甚至有略微下降；同业存单的规模为 8.42 万亿元，即，同业存单占商业银行总负债的 5%。而去年 7 月，这个比例为 3.5%（5.3/152.1）。

再细分不同类型银行来看，今年 7 月和去年 7 月，国有大行同业存单占总负债比重分别是 0.21%和 0.08%；股份行数据为 7.3%和 7.8%；城商行为 12.27%和 7.5%；农商行为 2.86%和 2%。由此可见，同业存单占总负债比重大幅度提高的主要是城商行，其他类型银行比重变化均不超过 1 个百分点。“股份行历史发行趋近饱和，面临的监管压力也比较多，所以占比有所下降。”某股份行人士分析称。

另有可以佐证的数据来自银监会。近期 9 月的相关通气会上，银监会披露，前期同业业务增速较快的中小银行下降尤为明显，其中股份制银行同业资产与年初相比降幅达 45%。同业资产的收缩，传递到同业负债的收缩，传导链条清晰可见。

就如何看待同业存单的数据变化，某股份行金融市场部负责人曾向 21 世纪经济报道记者分析称，有两个数据应该分而视之：其一是同业存单占同业负债的比重，该占比提高应该是一个正常的过程：要看到同业存单作为一种标准化负债工具，本身对线下的同业拆借是一种替代；其二是同业负债占总负债的比重，该数据已经有监管指标限制，对于银行而言应该有一个控制，能够保障负债的稳定性。

也就是说，虽然同业存单占银行总负债的比重有所提升，但这并不意味着银行业负债结构的恶化；有迹可循的是，银行业同业负债已经出现下降，在总负债增长的情况下，实际上银行同业负债的比例是在下降。

银监会最新对外公开数据显示，8 月银行同业资产、同业负债分别较年初减少 3.2 万亿元和 1.4 万亿元，同比增速分别为-13.8%和-1.6%。再根据此前披露的截至二季度末的数据倒推，同业资产 7、8 月份共收缩了 1.4 万亿元。这某种程度上意味着，“（发行）同业存单-同业理财-货币基金-同业存单”的同业链条正在收缩。还可以佐证的数据是，银行同业理财今年以来已经减少了 2.2 万亿元。

宗良:资管业务要切实服务于实体经济的投融资需求

近几年，我国资管行业发展迅速，近期，央行公布的《2017 年第二季度货币政策执行报告》中，就如何促进资管业务规范发展开设专栏。日前，就我国资管业务规范发展及其前景等相关问题，记者采访了本报专家委员会委员、中国银行首席研究员宗良博士。

记者：近年来，随着国人收入水平的不断提高，如何配置资产、进行财富管理成为面临的重大课题。请您分析一下我国资管业务发展现状？

宗良：资产管理行业的本质是管理资产，即“受人之托，代客理财”，而管理资产的核心是管理价值和风险。我国资管业务主要包括银行表外理财产品、证券公司资产管理计划、信托公司受托管理的信托资产、基金及其子公司资产管理计划以及私募基金、公募基金和保险资产管理计划。目前我国资管行业的发展态势呈现出以下特点：

一是发展速度快。近几年，在“放松管制、放宽限制、防控风险”的政策环境下，资管机构依靠政策红利，业务发展速度较快，资管规模快速增长。以券商资管为例，中国证券业协会数据显示，2011 年年底券商资管规模不足 0.3 万亿元，而到 2017 年中，该规模已达 18.1 万亿元。虽然 2016 年开始，我国资管规模增速有所放缓，但绝对量的增加依然可观。

相关统计显示，截至 2017 年上半年，我国泛资管行业规模已达 118.8 万亿元，较 2012 年的 26.9 万亿元增长了 342%。其中，银行理财规模 28.4 万亿元，占比 23.9%，在各类机构中占比最高；信托规模 23.1 万亿元，占比 19.4%；保险公司资管规模 14.5 万亿元，占比 12.2%；其余资管业务来自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，合计规模约 52.8 万亿元，占比约为 44.4%。

二是互联网资管发展势头猛。互联网理财产品通过互联网金融渠道吸引了大量社会闲置资金，以余额宝为例，上市 4 年来，已成为规模最大的货币基金。截至 6 月末，余额宝资金规模达 1.43 万亿元，占我国资管总规模的 1.2% 左右。

三是监管日趋严格。2016 年下半年，证监会连续发布《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》《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》等多项约束性文件，加强对机构资管业务的监督与治理。2017 年上半年，银监会罕见两周连发 7 文，主要整治“三违规”“三套利”“四不当”等银行业市场乱象，旨在弥补监管短板，加强监管效能。

记者：近期，资管市场出现波动，也暴露了一些风险，您认为我国资管业务存在哪些风险点？

宗良：自 2012 年的“一法两则”开始，受投资范围扩容等政策红利惠的影响，券商、基金业资管规模快速扩大。体量不断膨胀的资管产品也成为资本市场诸多风波的催化剂，风险事件时有发生，以下风险应予以重视：

第一，监管套利导致同业链条无序拉长、积累风险。各金融子行业在投资范围、资本计提、杠杆限制等方面要求不同而存在监管套利的空间。不同类型的金融机构之间相互合作，通过多层嵌套、层层加杠杆等方式做大收益。但同时，这种同业链条的无序拉长，也带来了底层资产看不清、杠杆过高、资金脱实向虚等问题，甚至会引发系统性金融风险。

第二，产品设计能力有限，大规模进行委外投资。由于资产管理多样化投资能力的不同，银行将大量理财资金委托给券商、基金等机构，不参与资产管理的真正环节，背离了资管本质。

第三，通道业务体量大，加剧期限错配风险。许多理财资金被不合理地通过通道机构用于发放贷款。机构借由通道业务资金出表，通过放贷来套利。一方面，增加了底层资产不透明的风险；另一方面，会导致在理财期限仍以短期为主的情况下，进行长期贷款，加剧了期限错配，使机构面临的风险增加。

记者：资管行业逐渐暴露出的风险会对行业发展产生不良影响，那么，应该采取哪些措施促进资管行业规范发展？

宗良：过去的 2015 年、2016 年，部分资管机构参与的场外配资诱发 A 股剧烈波动，一些资管产品也成为不少产业资本强势收购上市公司的加杠杆工具，风险事件不断发生。针对我国资管行业逐渐暴露出的风险点，应当综合考虑发展与监管的平衡点，采取切实有效的应对措施：

一是坚持功能监管和机构监管相结合，建立统一监管标准。对于不同资管机构开展的不同资管业务，监管部门应当制定一套统一的监管标准，从根本上避免机构监管套利，减少金融业内部的系统性风险。

二是回归资产管理业务本质，打破刚性兑付。应该明确要求经营机构不得承诺保本、保收益，并加强对投资者的教育，强化卖者尽责、买者自负的投资理念，推动预期收益型产品向净值型产品转型。改变投资收益超额留存的做法，金融机构应该只收管理费，管理费之外的投资收益应该全部交给投资者，让投资者在尽享收益的基础上自担风险，从而回归“受人之托，代客理财”的资管业务本质。

三是加强宏观审慎管理，建立宏观审慎建设框架。资管行业是跨市场、跨行业与各金融环节相互联动的，并不是单个监管机构可以单独来解决问题的。而宏观审慎管理是保持经济金融稳定、有效防控系统性风险的重要举措。

四是增强主动资管能力，实现资产跨市场配置。资管机构面对日趋激烈的同业竞争，应当尽快加强产品创新，减少依赖委外资金，逐步缩减通道业务。2017 年，投资依然面临“资产荒”困境，大类资产轮动速度加快，多元资产配置、资产跨市场配置仍是重要选择。

记者：近几年，互联网金融作为新兴产业发展迅速。目前，我国互联网金融资管业务发展有何特点？

宗良：互联网资管是互联网金融体系发展的新生力量，正逐步成为互联网金融中的重要组成部分。我国互联网资管业务具有以下特点：

第一，机构发展活跃度高。互联网企业、各类投资管理公司等非经营企业开展资产管理业务十分活跃。仅在工商管理部门注册，不持有经营牌照的投资管理公司、投资咨询公司、担保公司、理财公司等，向公众提供的投资产品或理财咨询服务形式多样、名目繁多。根据国家互联网金融风险分析技术平台的最新监测数据显示，互联网资管公司已达 3500 家。

第二，资管规模发展迅速。互联网理财产品以货币市场基金为主，目前，国内规模最大的公募基金为天弘基金，与阿里巴巴紧密合作，余额宝产品触及到了千家万户，也促成其规模的扩大。

第三，资管门槛低端化。所谓资管门槛低端化主要反映在两个方面：一方面，参与资产管理业务的机构越来越广泛，主要表现为互联网资管从业机构的数量增加较快；另一方面，投资门槛的降低。市场上很多标准化的资产管理产品都有较高的投资门槛，但通过互联网资管的资金池进行投资，只需 1 元（如余额宝）就可以越过高投资门槛，使投资者结构由监管机构规定的合格投资者向普通投资者转化。

第四，投资路径多元化。互联网资管的投资渠道主要有三种：标准化的金融资产、非标准化的金融资产和互联网金融平台体系内创新的非标金融资产。此外，互联网资管投资与这三种渠道并不是相互独立的，可以将这些渠道中的不同产品任意组合，形成高收益、低风险的金融理财产品。

第五，风险控制能力弱。由于互联网金融的轻资产、跨区域、高隐蔽性特征，大量监管套利混杂其中。互联网金融在中国处于起步阶段，目前还没有较为完善的监管和法律约束，缺乏一定的准入门槛和行业规范，整个行业面临一定的政策和法律风险。

记者：第五次全国金融工作会议对我国资管行业带来哪些方面的影响？

宗良：第五次全国金融工作会议围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革“三位一体”的金融工作主题作出了重大部署。习近平总书记强调做好金融工作要把握好几点原则：回归本源；优化结构；强化监管；市场导向。此次会议对我国未来资管业务的开展带来较大影响。

第一，有效处置资管业务风险点，坚决守住风险底线。此次会议强调维护金融安全，将防控金融风险放在重要地位。因此，对资管业务监管标准不一、监管套利、通道业务、委外资金等风险点，监管部门将积极采取有效应对措施，守住不发生系统性风险的底线。

第二，统一、协调资管业务监管标准，补齐监管短板。本次会议决定设立国务院金融稳定发展委员会，统筹协调监管，有利于消除机构间“交叉区域”“真空区域”的套利机会。此次会议为资管业务统一监管标准指明了方向。

第三，回归资管本源，服务于实体经济发展。会议提出，金融工作的重要原则就是“回归本源，服从服务于经济社会发展”。我国资管行业转型方向就是要回归资管本质，把为实体经济服务作为资管业务的出发点和落脚点，去通

道、减委外，减缓资管行业无序扩张的步伐，引领资金脱虚入实，协调金融与经济的平衡发展。

记者：您如何看待我国资管行业的发展前景？

宗良：随着我国宏观经济的发展，居民收入水平的提高、理财观念的增强、金融科技进步以及相关法规的不断完善，我国资产管理行业将迎来前所未有的发展机遇，成为名副其实的大资管。未来我国资管行业的发展，将呈现出以下几个方面的特征：

第一，大资管行业将逐步回归资管本质。在监管趋严的大背景之下，为了促进资管业务规范、健康发展，根本之举还是要回归“受人之托，代客理财”的资管本质，加强风险自担的投资者教育，打破刚性兑付，充分发挥资产管理业务的功能，切实服务于实体经济的投融资需求，进一步避免资金脱实向虚。

第二，机构资管业务“去通道”化。随着监管层提出不得从事让渡管理责任的通道业务，未来我国资管行业“去通道”方向明确，主动管理将成为资管机构的核心竞争力。

第三，进一步落实风险防范措施。坚持严控风险的底线思维，把防范和化解风险放在更加重要的位置，重点针对资管业务的多层嵌套、杠杆不清、套利严重、投机频繁等重点问题，加快统一监管标准，减少存量风险，控制增量风险。

第四，互联网金融监管日趋完善。随着移动互联网技术的发展，实体经济引发新的金融需求，互联网金融作为传统金融行业与互联网行业相结合的新兴产业，风险正逐渐暴露。第五次全国金融工作会议对互联网金融仅涉及一句“加强互联网金融监管”，政策层的表态明确，未来互联网金融即将面对监管趋严的新挑战。

洪磊：三大层面化解私募资管行业问题

私募基金在管理总规模突破 10 万亿元大关的背后,行业发展转型仍然任重道远。9 月 18 日,中国证券投资基金业协会会长洪磊在出席“私募资产管理百人论坛”时表示,截至今年 9 月 10 日,协会自律管理下的资产管理业务总规模达到 54.09 万亿元,较 2016 年底增长 4.9%。其中,私募证券和私募股权基金规模 10.25 万亿元,较 2016 年底增长 31.2%。

自 2016 年以来,银行、证券、保险以及资产管理领域进一步加强监管,着力降杠杆、抑“刚兑”、控通道、防空转,证券期货经营机构私募资管业务发生较大调整,政策初见成效。

不过,洪磊强调,私募资管行业中的监管套利、资金空转、基础资产不透明、受托责任与风险管理责任不清晰等问题仍存,其根源主要在于信托与委托关系不清晰等方面。

“风险自担”投资文化被削弱

自 2016 年 2 月《关于进一步规范私募基金管理人登记若干事项的公告》发布以来,私募基金行业逐渐告别野蛮生长,走向规范发展。到如今,不过一年半的时间,其良性变化已是显而易见。

数据显示,截至 2017 年 9 月 10 日,协会自律管理下的资产管理业务总规模达到 54.09 万亿元。其中,公募基金规模 11.20 万亿元,较 2016 年底增长 22.3%;私募证券和私募股权基金规模 10.25 万亿元;证券基金期货公司及其子公司私募资管业务发生较大调整,券商资管业务规模 17.67 万亿元,较 2016 年底增长 3.8%;基金公司专户规模 6.53 万亿元,较 2016 年底增长 2.7%;基金子公司专户规模 8.22 万亿元,较 2016 年底减少 24.7%;期货公司资管业务规模 2155 亿元,较 2016 年底减少 24.3%。

而在政策初见成效的同时,从严监管既带来了存量调整,也产生了新的压力,如被动调整导致部分资管产品流动性风险加大、资金成本抬升导致重点领域和薄弱环节融资难加剧等。

洪磊直言,私募资管行业问题的根源主要有 3 个方面。一是信托与委托关系不清晰,部分行业实践脱离了信托关系的有效约束;二是投资功能与融资功能不清晰,监管重心与实践不匹配;三是市场化信用机制不健全,“信用依附”削弱“风险自担”的投资文化。

“上述三方面问题往往交织在一起,既增加了金融体系的脆弱性,带来系统性风险隐患,也模糊了功能监管的边界,使监管协调变得更加复杂、低效。”洪磊称。

资管“兼营”投融资易诱发套利

从广义上看,资产管理就是“受人之托,代人理财”。无论是公募还是私募资产管理活动,都具有信托关系所要求的基本特征。洪磊称,信托与委托关系不清晰,使部分行业实践脱离了信托关系的有效约束。

据了解,信托关系所要求的基本特征有四个方面。一是资产管理人是用别人的钱进行投资;二是管理期间管理人拥有完整的资产处置权,资产脱离了投资人的控制;三是投资人基于充分的信任将资产处置权交付给管理人,这种信任是动态的、变化的,信任持续的基础是管理人能够专业、尽责地对待受托资产,不是私人关系,也不是简单的合同关系;四是投资人风险自担,如果管理人承诺无风险收益,那么本质上就成了信贷管理而不是受托管理。

相比而言,委托关系只要求双方忠实于事先的合同,只要不存在欺诈或重大过失等限定性条件,管理人在持续性管理运营中,并不承担忠实于投资者的法定义务,尤其是将投资人利益置于自身利益之上的义务。

洪磊认为,在委托关系下,对投资人保底保收益、设置优先劣后份额并将投资管理权限转让给劣后份额、通道式管理等均具有意思自治的合法性,与信托原则有根本区别。但在实践中,部分私募资管活动以合同约束代替信托约束,仅履行合同事先约定的责任而未履行信托义务要求的持续性责任,是行业乱象频生的重要原因。

洪磊还表示,资产管理监管的重心是资金的获取与运用。实践中,很多基于单一项目的融资需求以资产管理的形式存在,基础资产的信用状况、收益能力以及基础资产转化为可投资标的过程中的信息披露等融资端的监管超出了资产管理

的监管范围。当资产管理“兼营”投资与融资活动时,必然产生监管空白和套利,从而增加金融系统性风险。

多维度化解制度与市场不匹配缺陷

“应从三个层面着力,系统化解市场制度与市场行为不匹配的缺陷。”洪磊表示,三个层面即法律层面、监管层面和市场层面。

从法律层面看,洪磊称,应当修订完善证券法、基金法、信托法,充分发挥特别法的专业价值,将各类资产管理纳入统一规范,根据本质特征确立各类资管活动的法律属性、活动边界与行为规范,为行业统一监管奠定法理基础。

“从监管层面看,要充分发挥金融稳定发展委员会的统筹决策与协调职能,统一资产管理的上位法要求,实现功能监管。”洪磊强调,要基于信托法和基金法完善监管规则,严格区分合同行为和信托行为的不同要求,明确资金信托活动的边界和具体规则。此外,还要从投资者、资产管理机构、中介服务机构的需求和市场功能出发,为资产管理有机生长打开制度空间。

从市场层面看,要推动现代化行业治理体系,建立市场化信用体系与信用文化。洪磊建议,要以个体信用的积累、运用为基础,逐步推动个体信用在市场博弈

竞争中发挥基础性作用,打破市场与监管博弈和监管套利的怪圈,推动市场主体回归行业本质,重视自身功能价值和内部治理,以信用立身,以持续的专业性和真正有价值的创新推动行业健康发展。

产品情况

信托产品

上周共搜集到新发行信托产品 54 只, 期限为 9-240 个月不等。年化收益率在 5%~10%之间。

资管产品

上周共搜集到新发行资管产品 12 只。期限为 3-60 个月不等。年化收益率在 5.10%~8.5%之间。

银行理财

上周共搜集到银行理财产品 24 只。期限为 35-749 天不等。年化收益率在 4.3%-6.2%之间。