

## 目录

本期导读.....	2
货币政策基调不变 降准或成选项.....	2
消费贷变身“首付贷”亟须加强监管.....	2
通道业务撑起 23 万亿信托业“半壁江山”.....	3
宏观政策.....	4
货币政策基调不变 降准或成选项.....	4
消费贷变身“首付贷”亟须加强监管.....	23
“万亿”重磅信号来了，配资蠢蠢欲动.....	26
监管政策.....	30
监管年内 5 次发文规范同业存单业务 多家上市银行主动“做减法”.....	30
资管机构如何克服“投资者适当性”恐惧？ 合规专家快答 10 个焦点问题.....	36
保险资管.....	40
平安养老险投资策略揭秘： 大类资产配置股票优于债券，看好龙头股行情.....	40
行业新闻.....	47
通道业务撑起 23 万亿信托业“半壁江山”.....	47
公募 FOF 来了，银行准备投了吗？.....	52
“大资管时代”变革：基金子公司缩水.....	54
产品情况.....	58
信托产品.....	58
资管产品.....	58
银行理财.....	58

## 本期导读

### 货币政策基调不变 降准或成选项

根据国家统计局最新公布的数据，8 月份，全国居民消费价格指数（CPI）和工业生产者出厂价格指数（PPI）数据同比涨幅均有扩大。

业内人士表示，尽管 8 月物价涨幅扩大，但未来通胀仍将维持低位水平，物价不会持续大幅攀升，物价波动对货币政策也不会构成较大影响。货币政策仍将保持稳健中性基调。不过，最近一段时间人民币汇率走势的变化为货币政策工具选择提供了更大空间，降准成为可能的政策选项。

### 消费贷变身“首付贷” 亟须加强监管

在去年下半年央行等七部门叫停“首付贷”之后，近日有媒体报道称，部分城市首付贷又“死灰复燃”。虽然房产中介、开发商和银行都宣称没有首付贷，但却有不少“马甲”产品，比如消费贷或者同首付贷类似的产品。

众所周知，在一系列调控政策的作用下，楼市已逐步进入平稳发展轨道，不仅价格趋向理性，过快上涨的势头得到了有效遏制，部分地区还出现房价小幅回落的现象，市场秩序得到了较好规范。

很显然，楼市的稳定，需要各方面的共同努力和密切配合，需要政策的无缝对接和监管的有力跟进，并对各种违法违规行为予以严厉打击。而近期在北京等地出现的个人经营性贷款和消费贷款变异问题，就值得高度关注，应采取强有力的措施加以解决。

## 通道业务撑起 23 万亿信托业 “半壁江山”

信托业协会 9 月 4 日发布的数据显示,截至 2017 年二季度末,全国 68 家信托公司受托资产达到 23.14 万亿元,同比增长 33.86%,比一季度环比增长 5.33%。其中,由通道业务构成的事务管理类信托规模为 12.48 万亿元,占比达到 53.92%。

多位信托业人士对经济观察称,二季度通道业务依然显著增长,这也是促进信托业资产管理规模发展比较快的一个重要因素。

信托专家陈赤对经济观察报表示:“信托业资产管理规模绝对量虽然在增加,但与前几年高速增长相比,增速实际上是在下降。从未来看,信托业资产管理发展到一定规模,增长速度应该会趋于平缓。我们应该换一个视角,更多地从‘质’的方面,关注信托业是否在服务于改革大局,服务于民生普惠、弱势群体、精准扶贫等领域,发挥独特的作用,体现出更大的价值,而不单单是发挥现有的融资功能。”

## 宏观政策

### 货币政策基调不变 降准或成选项

根据国家统计局最新公布的数据，8 月份，全国居民消费价格指数（CPI）和工业生产者出厂价格指数（PPI）数据同比涨幅均有扩大。

业内人士表示，尽管 8 月物价涨幅扩大，但未来通胀仍将维持低位水平，物价不会持续大幅攀升，物价波动对货币政策也不会构成较大影响。货币政策仍将保持稳健中性基调。不过，最近一段时间人民币汇率走势的变化为货币政策工具选择提供了更大空间，降准成为可能的政策选项。

#### 双升物价涨幅扩大

统计局数据显示，8 月份，CPI 环比上涨 0.4%，同比上涨 1.8%；PPI 环比上涨 0.9%，同比上涨 6.3%。

国家统计局城市司高级统计师绳国庆表示，CPI 环比涨幅扩大主要受鸡蛋和鲜菜价格上涨较多影响。其中，鸡蛋产量减少，价格上涨 16.2%；高温多雨和强对流天气导致鲜菜储运成本增加，价格上涨 8.5%；鸡肉和猪肉价格分别上涨 3.0%和 1.3%，上述四项合计影响 CPI 上涨约 0.32 个百分点。而 PPI 方面，同比涨幅在连续 3 个月保持稳定之后，比上月扩大 0.8 个百分点。在主要行业中，涨幅扩大的有黑色金属冶炼和压延加工业，上涨 29.1%；石油加工业，上

涨 16.8%；有色金属冶炼和压延加工业，上涨 16.3%；石油和天然气开采业，上涨 15.7%。

交通银行首席经济学家连平表示，季节性因素影响食品价格上涨，是带动 8 月 CPI 上升的主要原因。夏天全国性高温和强降雨天气影响了蔬菜等农产品的生产和供应，使得食用农产品价格出现了持续上涨。鲜菜、鸡蛋等农产品价格环比、同比涨幅都显著扩大。

“PPI 同比涨幅在连续 3 个月平稳运行之后反弹回升至 6.3%，主要是近期黑色金属和有色金属类产品价格大幅上升所致。”连平表示，近期钢材价格大幅上涨有多方面原因，一方面基建和部分制造业复苏拉动需求，另一方面去产能和环保限产带来供给收缩，也不排除大量资金流入初级产品市场的可能。PPI 上升有助于工业企业盈利改善。工业产品价格涨幅扩大可能会继续促进企业利润增长，促进生产和投资行为。

中国银行国际金融研究所研究员周景彤表示，PPI 涨幅走高从结构来看，主要是由生产资料价格上涨引起的，而在生产资料当中，采掘业上涨幅度最大，涨幅比上月扩大了 2.4 个百分点，同期原材料工业扩大了 1.7 个百分点，加工工业扩大了 0.6 个百分点。PPI 同比环比涨幅由此前的高位回落转为重拾加快，意味着在投资较快增长和去产能背景下，能源原材料价格涨幅的再次扩大，这将对下一步 CPI 涨幅带来更大压力。

展望物价或平稳运行

虽然 8 月 CPI 和 PPI 数据同比涨幅均有扩大，但多位业内专家认为，未来通货膨胀将维持低位水平，物价不会持续大幅攀升。

申万宏源的研报预测，尽管 8 月 CPI 显著回升，但在农业供给侧改革的背景下，年内食品 CPI 涨幅均将处于低位；而生猪价格的上涨也难以持续，预计四季度会有所回落。且生活资料 PPI 仍然保持稳定，对 CPI 的传导有限。另一方面，环保限产仍将继续支撑 PPI，经济和政策均不支持企业大幅扩张产能，周期行业的盈利有望延续。

连平预测，下半年 CPI 上升幅度较为有限。虽然天气原因导致食品价格上升，但同比涨幅仍然为负，依然为低通胀水平。随着天气影响因素的减弱，即便未来食品价格恢复性上升，涨幅也不会太大。而今年全年 CPI 平均涨幅仍将低于去年。

周景彤也认为，未来 CPI 涨幅不会太明显，全年应该在 2% 左右。但需要注意的是，由于食品价格尤其是禽蛋、鲜菜价格上涨较快，加之“猪周期”由下转上，以及前期 PPI 上涨对 CPI 带来一定的传导压力，未来 CPI 还有上升趋势。

光大证券首席经济学家徐高表示，因为上游价格如果涨得太多可能部分向 CPI 传导，但明显会对经济增长形成阻力。经济增长如果稳不住，CPI 上涨的动能也不会太足。因此，CPI 未来几个月的走势还会处于比较温和的状态。

工业领域价格方面，连平认为，PPI 反弹可能是短期现象，未来涨幅仍会收窄。PPI 走势受大宗商品价格影响较大，未来大宗商品价格难以大幅上升，不会

进一步推升 PPI。需求对工业产品价格拉动作用难以显著增强，受翘尾因素走弱影响，下半年 PPI 同比涨幅将低于上半年。

但也有专家对此持有不同意见。方正证券首席经济学家任泽平表示，“未来供求缺口将在很长一段时间维持，原因在于银行对‘两高一剩’行业限贷、环保督查、供给侧去产能。这意味着中上游工业品价格和企业盈利水平将在相当长一段时间保持高位。”

### 态势降准或成政策选项

尽管 8 月物价涨幅有所扩大，但是业内人士表示，物价的波动对目前货币政策的约束性影响不大。而鉴于目前人民币汇率的走势和银行间市场流动性的情况，不少业内人士表示，目前，货币政策运用的空间有所扩大。

周景彤认为，由于短期物价涨幅扩大有限，不会从根本上改变宏观经济政策的方向和节奏，但可能在力度上会有小的调整。连平也表示，虽然 CPI 和 PPI 都有上升，但目前不存在明显通胀压力，物价波动对货币政策不会构成影响。

从人民币汇率角度来看，9 月 8 日，人民币对美元中间价报 6.5032，较前一交易日上涨 237 点，这是中间价连续第 10 个交易日上调，也创 2011 年初以来最长连涨纪录。

对外经贸大学校长助理丁志杰表示，目前人民币汇率升值的态势，给货币政策选择提供了更大的空间。过去大家担心降准会给人民币带来贬值压力，现

在这种担心不存在了。因此，通过降准的方法来释放流动性成为可能的政策选项。这是货币政策回归常态化的重要举措，并不是所谓的“大水漫灌”。

从银行间市场流动性角度来看，九州证券首席经济学家邓海清表示，银行间市场流动性偏紧态势明显。2017年前两个季度超储率均值1.35%，较2016年全年超储率均值2.05%下降0.7个百分点，2017年以来用超储率衡量的银行间市场流动性明显偏紧。从大银行和中小银行的结构上看，银行间流动性同样“问题重重”。他表示，降准替代外占、缓解流动性总量及结构矛盾，是最佳之选。“目前央行降准已经具备较好的政策窗口期。”

中国民生银行首席研究员温彬在接受《经济参考报》记者采访时表示，外汇占款从27.3万亿元的最高点下降到目前的21.5万亿元；法定存款准备金率从21.5%的最高点下降到目前的17%。自2016年3月降准至今，央行主要通过“逆回购+MLF”方式补充流动性。截至今年8月末，MLF余额4.3万亿元，比2016年2月末增加3万亿元，基本对冲了外汇占款同期减少的2.4万亿元。不过这种方式有两个缺陷：一是成本高，银行获得1年期MLF利率为3.2%，而法定存款准备金利率为1.62%。二是不对称，只有大中型银行才有机会直接从央行获得MLF支持。央行之所以未能降准，主要是担心形成人民币贬值预期。当前，人民币升值预期强化，可以适时降准，并逐步回笼MLF，此举不仅可以降低金融机构自身融资成本，更主要的是，可以有效引导金融机构降低实体经济部门融资成本，且不会引起流动性宽松。

值得注意的是，诸多业内人士强调，目前整体的货币政策稳健中性的基调未变，即使降准也绝不意味着货币宽松和“大水漫灌”的流动性投放。“在我

国宏观经济企稳向好以及人民币升值的背景下，央行须加强与市场沟通，避免造成货币政策宽松的预期。”温彬表示。根据国家统计局最新公布的数据，8 月份，全国居民消费价格指数（CPI）和工业生产者出厂价格指数（PPI）数据同比涨幅均有扩大。

业内人士表示，尽管 8 月物价涨幅扩大，但未来通胀仍将维持低位水平，物价不会持续大幅攀升，物价波动对货币政策也不会构成较大影响。货币政策仍将保持稳健中性基调。不过，最近一段时间人民币汇率走势的变化为货币政策工具选择提供了更大空间，降准成为可能的政策选项。

### 双升物价涨幅扩大

统计局数据显示，8 月份，CPI 环比上涨 0.4%，同比上涨 1.8%；PPI 环比上涨 0.9%，同比上涨 6.3%。

国家统计局城市司高级统计师绳国庆表示，CPI 环比涨幅扩大主要受鸡蛋和鲜菜价格上涨较多影响。其中，鸡蛋产量减少，价格上涨 16.2%；高温多雨和强对流天气导致鲜菜储运成本增加，价格上涨 8.5%；鸡肉和猪肉价格分别上涨 3.0%和 1.3%，上述四项合计影响 CPI 上涨约 0.32 个百分点。而 PPI 方面，同比涨幅在连续 3 个月保持稳定之后，比上月扩大 0.8 个百分点。在主要行业中，涨幅扩大的有黑色金属冶炼和压延加工业，上涨 29.1%；石油加工业，上涨 16.8%；有色金属冶炼和压延加工业，上涨 16.3%；石油和天然气开采业，上涨 15.7%。

交通银行首席经济学家连平表示，季节性因素影响食品价格上涨，是带动 8 月 CPI 上升的主要原因。夏天全国性高温和强降雨天气影响了蔬菜等农产品的生产和供应，使得食用农产品价格出现了持续上涨。鲜菜、鸡蛋等农产品价格环比、同比涨幅都显著扩大。

“PPI 同比涨幅在连续 3 个月平稳运行之后反弹回升至 6.3%，主要是近期黑色金属和有色金属类产品价格大幅上升所致。”连平表示，近期钢材价格大幅上涨有多方面原因，一方面基建和部分制造业复苏拉动需求，另一方面去产能和环保限产带来供给收缩，也不排除大量资金流入初级产品市场的可能。PPI 上升有助于工业企业盈利改善。工业产品价格涨幅扩大可能会继续促进企业利润增长，促进生产和投资行为。

中国银行国际金融研究所研究员周景彤表示，PPI 涨幅走高从结构来看，主要是由生产资料价格上涨引起的，而在生产资料当中，采掘业上涨幅度最大，涨幅比上月扩大了 2.4 个百分点，同期原材料工业扩大了 1.7 个百分点，加工工业扩大了 0.6 个百分点。PPI 同比环比涨幅由此前的高位回落转为重拾加快，意味着在投资较快增长和去产能背景下，能源原材料价格涨幅的再次扩大，这将对下一步 CPI 涨幅带来更大压力。

### 展望物价或平稳运行

虽然 8 月 CPI 和 PPI 数据同比涨幅均有扩大，但多位业内专家认为，未来通货膨胀将维持低位水平，物价不会持续大幅攀升。

申万宏源的研报预测，尽管 8 月 CPI 显著回升，但在农业供给侧改革的背景下，年内食品 CPI 涨幅均将处于低位；而生猪价格的上涨也难以持续，预计四季度会有所回落。且生活资料 PPI 仍然保持稳定，对 CPI 的传导有限。另一方面，环保限产仍将继续支撑 PPI，经济和政策均不支持企业大幅扩张产能，周期行业的盈利有望延续。

连平预测，下半年 CPI 上升幅度较为有限。虽然天气原因导致食品价格上升，但同比涨幅仍然为负，依然为低通胀水平。随着天气影响因素的减弱，即便未来食品价格恢复性上升，涨幅也不会太大。而今年全年 CPI 平均涨幅仍将低于去年。

周景彤也认为，未来 CPI 涨幅不会太明显，全年应该在 2% 左右。但需要注意的是，由于食品价格尤其是禽蛋、鲜菜价格上涨较快，加之“猪周期”由下转上，以及前期 PPI 上涨对 CPI 带来一定的传导压力，未来 CPI 还有上升趋势。

光大证券首席经济学家徐高表示，因为上游价格如果涨得太多可能部分向 CPI 传导，但明显会对经济增长形成阻力。经济增长如果稳不住，CPI 上涨的动能也不会太足。因此，CPI 未来几个月的走势还会处于比较温和的状态。

工业领域价格方面，连平认为，PPI 反弹可能是短期现象，未来涨幅仍会收窄。PPI 走势受大宗商品价格影响较大，未来大宗商品价格难以大幅上升，不会进一步推升 PPI。需求对工业产品价格拉动作用难以显著增强，受翘尾因素走弱影响，下半年 PPI 同比涨幅将低于上半年。

但也有专家对此持有不同意见。方正证券首席经济学家任泽平表示，“未来供求缺口将在很长一段时间维持，原因在于银行对‘两高一剩’行业限贷、环保督查、供给侧去产能。这意味着中上游工业品价格和企业盈利水平将在相当长一段时间保持高位。”

## 态势降准或成政策选项

尽管 8 月物价涨幅有所扩大，但是业内人士表示，物价的波动对目前货币政策的约束性影响不大。而鉴于目前人民币汇率的走势和银行间市场流动性的情况，不少业内人士表示，目前，货币政策运用的空间有所扩大。

周景彤认为，由于短期物价涨幅扩大有限，不会从根本上改变宏观经济政策的方向和节奏，但可能在力度上会有小的调整。连平也表示，虽然 CPI 和 PPI 都有上升，但目前不存在明显通胀压力，物价波动对货币政策不会构成影响。

从人民币汇率角度来看，9 月 8 日，人民币对美元中间价报 6.5032，较前一交易日上涨 237 点，这是中间价连续第 10 个交易日上调，也创 2011 年初以来最长连涨纪录。

对外经贸大学校长助理丁志杰表示，目前人民币汇率升值的态势，给货币政策选择提供了更大的空间。过去大家担心降准会给人民币带来贬值压力，现在这种担心不存在了。因此，通过降准的方法来释放流动性成为可能的政策选项。这是货币政策回归常态化的重要举措，并不是所谓的“大水漫灌”。

从银行间市场流动性角度来看，九州证券首席经济学家邓海清表示，银行间市场流动性偏紧态势明显。2017 年前两个季度超储率均值 1.35%，较 2016 年全年超储率均值 2.05% 下降 0.7 个百分点，2017 年以来用超储率衡量的银行间市场流动性明显偏紧。从大银行和中小银行的结构上看，银行间流动性同样“问题重重”。他表示，降准替代外占、缓解流动性总量及结构矛盾，是最佳之选。“目前央行降准已经具备较好的政策窗口期。”

中国民生银行首席研究员温彬在接受《经济参考报》记者采访时表示，外汇占款从 27.3 万亿元的最高点下降到目前的 21.5 万亿元；法定存款准备金率从 21.5% 的最高点下降到目前的 17%。自 2016 年 3 月降准至今，央行主要通过“逆回购+MLF”方式补充流动性。截至今年 8 月末，MLF 余额 4.3 万亿元，比 2016 年 2 月末增加 3 万亿元，基本对冲了外汇占款同期减少的 2.4 万亿元。不过这种方式有两个缺陷：一是成本高，银行获得 1 年期 MLF 利率为 3.2%，而法定存款准备金利率为 1.62%。二是不对称，只有大中型银行才有机会直接从央行获得 MLF 支持。央行之所以未能降准，主要是担心形成人民币贬值预期。当前，人民币升值预期强化，可以适时降准，并逐步回笼 MLF，此举不仅可以降低金融机构自身融资成本，更主要的是，可以有效引导金融机构降低实体经济部门融资成本，且不会引起流动性宽松。

值得注意的是，诸多业内人士强调，目前整体的货币政策稳健中性的基调未变，即使降准也绝不意味着货币宽松和“大水漫灌”的流动性投放。“在我国宏观经济企稳向好以及人民币升值的背景下，央行须加强与市场沟通，避免造成货币政策宽松的预期。”温彬表示。

根据国家统计局最新公布的数据，8 月份，全国居民消费价格指数（CPI）和工业生产者出厂价格指数（PPI）数据同比涨幅均有扩大。

业内人士表示，尽管 8 月物价涨幅扩大，但未来通胀仍将维持低位水平，物价不会持续大幅攀升，物价波动对货币政策也不会构成较大影响。货币政策仍将保持稳健中性基调。不过，最近一段时间人民币汇率走势的变化为货币政策工具选择提供了更大空间，降准成为可能的政策选项。

### 双升物价涨幅扩大

统计局数据显示，8 月份，CPI 环比上涨 0.4%，同比上涨 1.8%；PPI 环比上涨 0.9%，同比上涨 6.3%。

国家统计局城市司高级统计师绳国庆表示，CPI 环比涨幅扩大主要受鸡蛋和鲜菜价格上涨较多影响。其中，鸡蛋产量减少，价格上涨 16.2%；高温多雨和强对流天气导致鲜菜储运成本增加，价格上涨 8.5%；鸡肉和猪肉价格分别上涨 3.0%和 1.3%，上述四项合计影响 CPI 上涨约 0.32 个百分点。而 PPI 方面，同比涨幅在连续 3 个月保持稳定之后，比上月扩大 0.8 个百分点。在主要行业中，涨幅扩大的有黑色金属冶炼和压延加工业，上涨 29.1%；石油加工业，上涨 16.8%；有色金属冶炼和压延加工业，上涨 16.3%；石油和天然气开采业，上涨 15.7%。

交通银行首席经济学家连平表示，季节性因素影响食品价格上涨，是带动 8 月 CPI 上升的主要原因。夏天全国性高温和强降雨天气影响了蔬菜等农产品

的生产和供应，使得食用农产品价格出现了持续上涨。鲜菜、鸡蛋等农产品价格环比、同比涨幅都显著扩大。

“PPI 同比涨幅在连续 3 个月平稳运行之后反弹回升至 6.3%，主要是近期黑色金属和有色金属类产品价格大幅上升所致。”连平表示，近期钢材价格大幅上涨有多方面原因，一方面基建和部分制造业复苏拉动需求，另一方面去产能和环保限产带来供给收缩，也不排除大量资金流入初级产品市场的可能。PPI 上升有助于工业企业盈利改善。工业产品价格涨幅扩大可能会继续促进企业利润增长，促进生产和投资行为。

中国银行国际金融研究所研究员周景彤表示，PPI 涨幅走高从结构来看，主要是由生产资料价格上涨引起的，而在生产资料当中，采掘业上涨幅度最大，涨幅比上月扩大了 2.4 个百分点，同期原材料工业扩大了 1.7 个百分点，加工工业扩大了 0.6 个百分点。PPI 同比环比涨幅由此前的高位回落转为重拾加快，意味着在投资较快增长和去产能背景下，能源原材料价格涨幅的再次扩大，这将对下一步 CPI 涨幅带来更大压力。

### 展望物价或平稳运行

虽然 8 月 CPI 和 PPI 数据同比涨幅均有扩大，但多位业内专家认为，未来通货膨胀将维持低位水平，物价不会持续大幅攀升。

申万宏源的研报预测，尽管 8 月 CPI 显著回升，但在农业供给侧改革的背景下，年内食品 CPI 涨幅均将处于低位；而生猪价格的上涨也难以持续，预计

四季度会有所回落。且生活资料 PPI 仍然保持稳定，对 CPI 的传导有限。另一方面，环保限产仍将继续支撑 PPI，经济和政策均不支持企业大幅扩张产能，周期行业的盈利有望延续。

连平预测，下半年 CPI 上升幅度较为有限。虽然天气原因导致食品价格上升，但同比涨幅仍然为负，依然为低通胀水平。随着天气影响因素的减弱，即便未来食品价格恢复性上升，涨幅也不会太大。而今年全年 CPI 平均涨幅仍将低于去年。

周景彤也认为，未来 CPI 涨幅不会太明显，全年应该在 2% 左右。但需要注意的是，由于食品价格尤其是禽蛋、鲜菜价格上涨较快，加之“猪周期”由下转上，以及前期 PPI 上涨对 CPI 带来一定的传导压力，未来 CPI 还有上升趋势。

光大证券首席经济学家徐高表示，因为上游价格如果涨得太多可能部分向 CPI 传导，但明显会对经济增长形成阻力。经济增长如果稳不住，CPI 上涨的动能也不会太足。因此，CPI 未来几个月的走势还会处于比较温和的状态。

工业领域价格方面，连平认为，PPI 反弹可能是短期现象，未来涨幅仍会收窄。PPI 走势受大宗商品价格影响较大，未来大宗商品价格难以大幅上升，不会进一步推升 PPI。需求对工业产品价格拉动作用难以显著增强，受翘尾因素走弱影响，下半年 PPI 同比涨幅将低于上半年。

但也有专家对此持有不同意见。方正证券首席经济学家任泽平表示，“未来供求缺口将在很长一段时间维持，原因在于银行对‘两高一剩’行业限贷、

环保督查、供给侧去产能。这意味着中上游工业品价格和企业盈利水平将在相当长一段时间保持高位。”

## 态势降准或成政策选项

尽管 8 月物价涨幅有所扩大，但是业内人士表示，物价的波动对目前货币政策的约束性影响不大。而鉴于目前人民币汇率的走势和银行间市场流动性的情况，不少业内人士表示，目前，货币政策运用的空间有所扩大。

周景彤认为，由于短期物价涨幅扩大有限，不会从根本上改变宏观经济政策的方向和节奏，但可能在力度上会有小的调整。连平也表示，虽然 CPI 和 PPI 都有上升，但目前不存在明显通胀压力，物价波动对货币政策不会构成影响。

从人民币汇率角度来看，9 月 8 日，人民币对美元中间价报 6.5032，较前一交易日上涨 237 点，这是中间价连续第 10 个交易日上调，也创 2011 年初以来最长连涨纪录。

对外经贸大学校长助理丁志杰表示，目前人民币汇率升值的态势，给货币政策选择提供了更大的空间。过去大家担心降准会给人民币带来贬值压力，现在这种担心不存在了。因此，通过降准的方法来释放流动性成为可能的政策选项。这是货币政策回归常态化的重要举措，并不是所谓的“大水漫灌”。

从银行间市场流动性角度来看，九州证券首席经济学家邓海清表示，银行间市场流动性偏紧态势明显。2017 年前两个季度超储率均值 1.35%，较 2016 年

全年超储率均值 2.05% 下降 0.7 个百分点，2017 年以来用超储率衡量的银行间市场流动性明显偏紧。从大银行和中小银行的结构上看，银行间流动性同样“问题重重”。他表示，降准替代外占、缓解流动性总量及结构矛盾，是最佳之选。“目前央行降准已经具备较好的政策窗口期。”

中国民生银行首席研究员温彬在接受《经济参考报》记者采访时表示，外汇占款从 27.3 万亿元的最高点下降到目前的 21.5 万亿元；法定存款准备金率从 21.5% 的最高点下降到目前的 17%。自 2016 年 3 月降准至今，央行主要通过“逆回购+MLF”方式补充流动性。截至今年 8 月末，MLF 余额 4.3 万亿元，比 2016 年 2 月末增加 3 万亿元，基本对冲了外汇占款同期减少的 2.4 万亿元。不过这种方式有两个缺陷：一是成本高，银行获得 1 年期 MLF 利率为 3.2%，而法定存款准备金利率为 1.62%。二是不对称，只有大中型银行才有机会直接从央行获得 MLF 支持。央行之所以未能降准，主要是担心形成人民币贬值预期。当前，人民币升值预期强化，可以适时降准，并逐步回笼 MLF，此举不仅可以降低金融机构自身融资成本，更主要的是，可以有效引导金融机构降低实体经济部门融资成本，且不会引起流动性宽松。

值得注意的是，诸多业内人士强调，目前整体的货币政策稳健中性的基调未变，即使降准也绝不意味着货币宽松和“大水漫灌”的流动性投放。“在我国宏观经济企稳向好以及人民币升值的背景下，央行须加强与市场沟通，避免造成货币政策宽松的预期。”温彬表示。

业内人士表示，尽管 8 月物价涨幅扩大，但未来通胀仍将维持低位水平，物价不会持续大幅攀升，物价波动对货币政策也不会构成较大影响。货币政策

仍将保持稳健中性基调。不过，最近一段时间人民币汇率走势的变化为货币政策工具选择提供了更大空间，降准成为可能的政策选项。

## 双升物价涨幅扩大

统计局数据显示，8月份，CPI环比上涨0.4%，同比上涨1.8%；PPI环比上涨0.9%，同比上涨6.3%。

国家统计局城市司高级统计师绳国庆表示，CPI环比涨幅扩大主要受鸡蛋和鲜菜价格上涨较多影响。其中，鸡蛋产量减少，价格上涨16.2%；高温多雨和强对流天气导致鲜菜储运成本增加，价格上涨8.5%；鸡肉和猪肉价格分别上涨3.0%和1.3%，上述四项合计影响CPI上涨约0.32个百分点。而PPI方面，同比涨幅在连续3个月保持稳定之后，比上月扩大0.8个百分点。在主要行业中，涨幅扩大的有黑色金属冶炼和压延加工业，上涨29.1%；石油加工业，上涨16.8%；有色金属冶炼和压延加工业，上涨16.3%；石油和天然气开采业，上涨15.7%。

交通银行首席经济学家连平表示，季节性因素影响食品价格上涨，是带动8月CPI上升的主要原因。夏天全国性高温和强降雨天气影响了蔬菜等农产品的生产和供应，使得食用农产品价格出现了持续上涨。鲜菜、鸡蛋等农产品价格环比、同比涨幅都显著扩大。

“PPI同比涨幅在连续3个月平稳运行之后反弹回升至6.3%，主要是近期黑色金属和有色金属类产品价格大幅上升所致。”连平表示，近期钢材价格大

幅上涨有多方面原因，一方面基建和部分制造业复苏拉动需求，另一方面去产能和环保限产带来供给收缩，也不排除大量资金流入初级产品市场的可能。PPI 上升有助于工业企业盈利改善。工业产品价格涨幅扩大可能会继续促进企业利润增长，促进生产和投资行为。

中国银行国际金融研究所研究员周景彤表示，PPI 涨幅走高从结构来看，主要是由生产资料价格上涨引起的，而在生产资料当中，采掘业上涨幅度最大，涨幅比上月扩大了 2.4 个百分点，同期原材料工业扩大了 1.7 个百分点，加工工业扩大了 0.6 个百分点。PPI 同比环比涨幅由此前的高位回落转为重拾加快，意味着在投资较快增长和去产能背景下，能源原材料价格涨幅的再次扩大，这将对下一步 CPI 涨幅带来更大压力。

### 展望物价或平稳运行

虽然 8 月 CPI 和 PPI 数据同比涨幅均有扩大，但多位业内专家认为，未来通货膨胀将维持低位水平，物价不会持续大幅攀升。

申万宏源的研报预测，尽管 8 月 CPI 显著回升，但在农业供给侧改革的背景下，年内食品 CPI 涨幅均将处于低位；而生猪价格的上涨也难以持续，预计四季度会有所回落。且生活资料 PPI 仍然保持稳定，对 CPI 的传导有限。另一方面，环保限产仍将继续支撑 PPI，经济和政策均不支持企业大幅扩张产能，周期行业的盈利有望延续。

连平预测，下半年 CPI 上升幅度较为有限。虽然天气原因导致食品价格上升，但同比涨幅仍然为负，依然为低通胀水平。随着天气影响因素的减弱，即便未来食品价格恢复性上升，涨幅也不会太大。而今年全年 CPI 平均涨幅仍将低于去年。

周景彤也认为，未来 CPI 涨幅不会太明显，全年应该在 2% 左右。但需要注意的是，由于食品价格尤其是禽蛋、鲜菜价格上涨较快，加之“猪周期”由下转上，以及前期 PPI 上涨对 CPI 带来一定的传导压力，未来 CPI 还有上升趋势。

光大证券首席经济学家徐高表示，因为上游价格如果涨得太多可能部分向 CPI 传导，但明显会对经济增长形成阻力。经济增长如果稳不住，CPI 上涨的动能也不会太足。因此，CPI 未来几个月的走势还会处于比较温和的状态。

工业领域价格方面，连平认为，PPI 反弹可能是短期现象，未来涨幅仍会收窄。PPI 走势受大宗商品价格影响较大，未来大宗商品价格难以大幅上升，不会进一步推升 PPI。需求对工业产品价格拉动作用难以显著增强，受翘尾因素走弱影响，下半年 PPI 同比涨幅将低于上半年。

但也有专家对此持有不同意见。方正证券首席经济学家任泽平表示，“未来供求缺口将在很长一段时间维持，原因在于银行对‘两高一剩’行业限贷、环保督查、供给侧去产能。这意味着中上游工业品价格和企业盈利水平将在相当长一段时间保持高位。”

态势 降准或成政策选项

尽管 8 月物价涨幅有所扩大，但是业内人士表示，物价的波动对目前货币政策的约束性影响不大。而鉴于目前人民币汇率的走势和银行间市场流动性的情况，不少业内人士表示，目前，货币政策运用的空间有所扩大。

周景彤认为，由于短期物价涨幅扩大有限，不会从根本上改变宏观经济政策的方向和节奏，但可能在力度上会有小的调整。连平也表示，虽然 CPI 和 PPI 都有上升，但目前不存在明显通胀压力，物价波动对货币政策不会构成影响。

从人民币汇率角度来看，9 月 8 日，人民币对美元中间价报 6.5032，较前一交易日上涨 237 点，这是中间价连续第 10 个交易日上调，也创 2011 年初以来最长连涨纪录。

对外经贸大学校长助理丁志杰表示，目前人民币汇率升值的态势，给货币政策选择提供了更大的空间。过去大家担心降准会给人民币带来贬值压力，现在这种担心不存在了。因此，通过降准的方法来释放流动性成为可能的政策选项。这是货币政策回归常态化的重要举措，并不是所谓的“大水漫灌”。

从银行间市场流动性角度来看，九州证券首席经济学家邓海清表示，银行间市场流动性偏紧态势明显。2017 年前两个季度超储率均值 1.35%，较 2016 年全年超储率均值 2.05% 下降 0.7 个百分点，2017 年以来用超储率衡量的银行间市场流动性明显偏紧。从大银行和中小银行的结构上看，银行间流动性同样“问题重重”。他表示，降准替代外占、缓解流动性总量及结构矛盾，是最佳之选。“目前央行降准已经具备较好的政策窗口期。”

中国民生银行首席研究员温彬在接受《经济参考报》记者采访时表示，外汇占款从 27.3 万亿元的最高点下降到目前的 21.5 万亿元；法定存款准备金率从 21.5% 的最高点下降到目前的 17%。自 2016 年 3 月降准至今，央行主要通过“逆回购+MLF”方式补充流动性。截至今年 8 月末，MLF 余额 4.3 万亿元，比 2016 年 2 月末增加 3 万亿元，基本对冲了外汇占款同期减少的 2.4 万亿元。不过这种方式有两个缺陷：一是成本高，银行获得 1 年期 MLF 利率为 3.2%，而法定存款准备金利率为 1.62%。二是不对称，只有大中型银行才有机会直接从央行获得 MLF 支持。央行之所以未能降准，主要是担心形成人民币贬值预期。当前，人民币升值预期强化，可以适时降准，并逐步回笼 MLF，此举不仅可以降低金融机构自身融资成本，更主要的是，可以有效引导金融机构降低实体经济部门融资成本，且不会引起流动性宽松。

值得注意的是，诸多业内人士强调，目前整体的货币政策稳健中性的基调未变，即使降准也绝不意味着货币宽松和“大水漫灌”的流动性投放。“在我国宏观经济企稳向好以及人民币升值的背景下，央行须加强与市场沟通，避免造成货币政策宽松的预期。” 温彬表示。

## 消费贷变身“首付贷” 亟须加强监管

在去年下半年央行等七部门叫停“首付贷”之后，近日有媒体报道称，部分城市首付贷又“死灰复燃”。虽然房产中介、开发商和银行都宣称没有首付贷，但却有不少“马甲”产品，比如消费贷或者同首付贷类似的产品。

众所周知，在一系列调控政策的作用下，楼市已逐步进入平稳发展轨道，不仅价格趋向理性，过快上涨的势头得到了有效遏制，部分地区还出现房价小幅回落的现象，市场秩序得到了较好规范。

很显然，楼市的稳定，需要各方面的共同努力和密切配合，需要政策的无缝对接和监管的有力跟进，并对各种违法违规行为予以严厉打击。而近期在北京等地出现的个人经营性贷款和消费贷款变异问题，就值得高度关注，应采取强有力的措施加以解决。

事实上，从今年以来个人消费贷款的发放情况来看，确实出现了令人担忧的现象。数据显示，今年前 7 个月，居民新增消费性短期贷款 1.06 万亿元，累计同比多增 7137 亿元，而去年全年仅新增消费性短期贷款 8305 亿元。今年前 7 个月新增总额已远超去年全年，可见短期消费贷在 2017 年增速迅猛。那么，这些个人消费贷款的去向如何，就值得好好探究。

相关媒体调查发现，在北京地区，又发现房产中介开始违规协助提供“首付贷”的现象。而且，为了掩人耳目，还引入了合作的担保公司，并假借“信用贷”、“消费贷”之名继续活跃在二手房交易市场。

其中，至少透露了两个重要信息：一是“首付贷”重现，而且比此前更隐蔽、更具破坏性；二是“消费贷”变身了，没有成为真正的消费贷款，而极有可能转道房地产，变成房贷。那么，前7个月个人消费贷款为何增长迅猛也就很好理解了。而北京市金融监管机构对银行个人贷款资金违规进入房地产市场情况进行检查，也进一步证明“消费贷”变身的现象是存在的，且比较严重。

如果任凭“消费贷”变身，并进入房地产领域，不仅会严重削弱楼市调控政策的作用，还会促使资金继续向虚拟经济领域转移。那么，实体经济的企稳复苏难度也会更大。

这也意味着部分地区“首付贷”再现、“消费贷”变身等问题，影响的不只是楼市，而且事关经济金融政策的走向，事关金融“脱虚向实”目标的实现。如果金融“脱虚向实”的目标不能实现，其可能产生的后果比房价上涨更为严重。

在信贷资金结构已经严重失衡、实体经济贷款比重严重偏低的情况下，再不通过结构调整和政策改善，让实体经济成为信贷资金的主战场，要想尽快让经济步入复苏通道，难度是可想而知的。因为，政策继续宽松的条件已不具备，甚至出现应当收紧政策的声音。在这样的情况下，唯有调整信贷结构，将已经形成的信贷资金存量以及规模变小的增量调整好、优化好、使用好，才能从根本上解决信贷资金结构失衡、效率下降、风险增大的问题。

越是调控的关键时刻，越要加大监管力度、强化监管的精准度。对“首付贷”重现、“消费贷”变身的问题，必须快速出手，加强监管，对可能存在的

问题进行全面检查。通过监管机构抽查，在抽查的基础上让银行自查自报，并对违规银行给予严厉处罚，做到防微杜渐。

## “万亿” 重磅信号来了，配资蠢蠢欲动

至 9 月 11 日，两融规模已 11 连升，按今日的行情走势，12 连升并无悬念。更值得关注的是，这个规模已创下年内新高。

至 9 月 11 日，两融规模已 11 连升，按今日的行情走势，12 连升并无悬念。更值得关注的是，这个规模已创下年内新高。

这显然是 A 股市场回暖的最有力标志。更重要的是，融资买入额连上几个台阶，从 6 月初的不足 300 亿元，上升至如今的 600 多亿元。

1、两融余额从 7 月 31 日开始，已连续 31 个交易日站在 9000 亿上方，且最近 11 个交易日连续实现了净流入。截至 9 月 11 日，沪深两市融资融券余额为 9737.17 亿元，创下年内新高，距离万亿关口已经不远。

2、从融资买入额角度来看，更能清楚地看到两融市场的热度：6 月初融资买入额在 200-300 亿元；进入 7 月份后，融资买入站上 400 亿元；而在 8 月底融资买入额再上一个台阶，维持在 500-600 亿元。昨日融资买入额为 626.63 亿元。

3、自 2016 年 1 月 15 日两融规模跌破 1 万亿之后，两融规模一直在低位徘徊。如今两融规模已经攀至 9700 多亿，距离万亿关口只剩不足 300 亿空间。

配资活跃也是近日市场的一个重要变化，券商中国记者了解到的是，近日一些大型营业部接到的配资咨询又多起来，“我们已经很久没有遇到有这样要求的客户了。”一家营业部总经理称。

### 两融规模创 9 个月新高

太平洋证券非银分析师孙立金表示，两融规模与市场走势同步性较高，因此在此在 A 股这一轮上涨行情的带动下，两融规模也在平稳回升。

自 2016 年 1 月 15 日，两融规模跌破 1 万亿之后，两融规模再未攀上过万亿大关。如今两融规模已经攀至 9700 多亿，距离万亿关口只剩不足 300 亿空间。但万亿整数关口，对市场来说更多只是心理关口。而在上涨行情带动下，两融规模突破万亿很正常。

今年 6 月初，两融规模跌至年内新低——8600 多亿，不过随后，两融余额连续三个月多不断攀升。从月份来看，6 月-9 月，融资净买入金额分别为 107.91 亿元、206.17 亿元、454.59 亿元、274.26 亿元。

据 Wind 数据统计，截至 9 月 11 日，沪深两市融资融券余额为 9737.17 亿元，两融规模创 9 个月新高。且最近 11 个交易日融资连续呈净买入状态，累计融资净流入 464.02 亿元。

据 Wind 统计，8 月 28 日至 9 月 11 日，单日融资净流入最高的为 81.62 亿元，最低值为 7.98 亿元，期间 11 个交易日平均融资净流入 42.18 亿元。从数据中，也反映了两融市场目前处于平稳健康的修复状态。

在券商中国记者采访中，不少分析人士都表示，目前尽管两融规模创下年内新高，只能说明市场需求正稳步回暖中。而两融规模要有大幅提升，则需要时间。

川财证券最新研究报告指出，两融余额的持续攀升，显示市场情绪继续好转，风险偏好提升，交投活跃，资金面相对看好后市。

“投资者比较看好大盘后期走势。”联讯证券非银分析师认为，宏观经济数据处于较强的韧性；货币政策保持稳健中性；现阶段整体投资环境较好，供给侧改革效果初显，并且面临消费升级、制造升级的机遇期，因此比较看好后市，认为存在结构性机会。

从平均值来看，今年以来两融余额平均规模为 9046.92 亿元，与 2016 年两融余额 8981.52 亿元相比略高一些。但从两融余额占 A 股流通市值的情况来看，则与 2016 年相比低一些。

据 Wind 统计，今年以来两融余额占 A 股流通市值平均值为 2.21%，与 2016 年 2.47% 相比低了 0.26 个百分点；与 2015 年 3.4% 相比则低了 1.19 个百分点。

“随着市场赚钱效应的提升，投资者对两融需求也随之增加，进入回暖期。”深圳某中型券商融资融券部负责人称，目前融资客基本都以存量客户为主，在行情带动下加大了投入比例。从新增客户情况来看，目前并没有较明显的变化。

### 融资客独宠有色

“从六月两融回暖以来，融资客就比较偏爱金融和有色金属。”深圳某大型券商两融分析师称，尤其是在有色金属的配置上，远远超过其他板块。

确实没错，在券商中国记者统计中发现，今年 6 月以来，申万 27 个一级行业中，有 25 个行业都呈融资净买入状态。其中，有色金属、化工、非银金融 3 个行业融资净买入额超过 100 亿元，分别为 225.19 亿元、105.89 亿元、104.65 亿元。而上述 3 个行业融资净买入额占 27 个行业融资净买入总额的近五成。

相反，机械设备和房地产板块，则是融资客主要卖出的标的，分别融资净卖出 6.94 亿元、0.15 亿元。

对此，有分析人士称，全球经济持续回暖，制造业逐渐向好拉动工业品种需求转好，有色金属行业景气度有望继续回升，这使得有色金属板块成为融资客加仓的重点品种，而从侧面讲，正是融资客的加仓使得有色金属板块强势爆发，部分品种出现连续涨停，融资加杠杆突击功不可没。

从个券(含 ETF)来看,截至 9 月 12 日,今年 6 月份以来,融资方面共有 589 只个券出现融资净买入。其中,沪深两市融资净买入超过 10 亿元的标的有 22 只,排名前五名的分别是方大碳素 44.06 亿元、科大讯飞(002230,股吧)38.07 亿元、中国平安 25.3 亿元、万华化学(600309,股吧)18.44 亿元、洛阳钼业 17.87 亿元。

相反,中国重工、华夏幸福、乐视网、同方股份、天士力等 70 只标的股融净卖出超过 1 亿元,而前述五个个股融资净卖出最多,分别为 8.72 亿股、6.71 亿股、5.15 亿股、4.32 亿股、3.74 亿股。

华鑫证券在研究报告中指出,目前大盘维持高位震荡,两融投资者风险偏好却继续提升。不过,虽然两融余额持续攀升,但融资融券标的中也出现了一定的分化,部分个股短期积累较大涨幅多数兑现获利。

## 监管政策

### 监管年内 5 次发文规范同业存单业务 多家上市银行主动“做减法”

上市银行中报披露收官,缩表成为了热词。民生银行、中信银行、上海银行资产规模下降,光大银行、浦发银行、江阴银行资产规模较 2016 年年底增长不到 1%。对于缩表的原因,多家银行表态包括“缩减同业资产、负债”。

恒丰银行研究员执行院长董希淼对本报记者表示，银行主动“缩减同业资产、负债”，一方面是因为监管的有意引导和相关检查的威慑；另一方面是因为银行自身也不再刻意追求规模与增速，而部分银行的缩表也和去年年底的存款冲太快有关，今年上半年自然会回落。

### 三家银行主动缩表

中信银行、民生银行和上海银行中报显示，相较于 2016 年年底，三家银行总资产分别减少了 3141.22 亿元、1458.63 亿元和 454.47 亿元，此外，另有多家上市银行的资产规模增速远低于同期水平。

对于银行业如此表现，外界普遍归因于同业业务的收缩。商业银行同业业务最初仅限于商业银行之间的拆借，以调剂短期流动性余缺。然而，从 2010 年以来，同业业务逐渐发生了质变，演变成商业银行拆入资金或吸收理财资金，扩大各种表外资产的工具。

民生银行中报显示，截至 6 月末，同业资产 3074.19 亿元，较上年末下降 33.44%；同业负债 1.26 万亿元，较上年末下降 16.96%，占总负债比重略降至 23.43%。随着同业资产、表外业务的收缩以及利率变动，民生银行拆放同业及其他金融机构和买入返售金融资产利息收入分别下降 15.84%和 79.99%。

安信金融赵湘怀认为，民生银行 2017 年上半年存放同业和买入返售大幅下降 33%至 3074 亿元，结构全面优化。预计未来，民生银行的同业资产和负债抗风险能力将提升。

中信银行上半年同业资产和应收款项类投资下降明显。其中，应收款项类投资减少 1936 亿元，下降 18.5%；同业资产减少 2817 亿元，下降 51.5%。

中信银行管理层表示，“年初我行审时度势，明确‘控表’策略。这些策略顺应了大势，踩准了市场趋紧、监管趋严的‘点’，把握了自营存款增长难的‘势’，避免了资产负债不协调增长带来的问题”。

截至上半年，上海银行存放同业及其他金融机构款项、拆出资金 2017 年上半年显著下降 10%至 1416 亿元。

上海银行表示，2017 年上半年以来，该行根据市场和自身经营战略要求，加大一般性负债组织力度，同时适当控制同业负债规模。截至 2017 年 6 月末，相关指标符合监管要求，即使考虑同业存单因素，同业负债占比也在监管指标内。下半年，该行将根据市场变化及监管要求，持续优化包括同业业务在内的资产负债结构，坚持发展导向，确保实现全年经营管理目标。

此外，无锡银行的同业资产规模降幅最大，高达 74.7%。无锡银行解释称，这是由于调整资产配置造成了同业资产的减少，并导致总资产增速明显放缓。截至今年 6 月末，该行资产总额为 1259.17 亿元，增长幅度仅为 1.03%。

银监会审慎规制局局长肖远企此前在媒体通气会上表示，截至二季度末，银行同业资产和同业负债余额比年初均减少 1.8 万亿元，增速分别是-5.6%和-2.3%，是 2010 年以来的首次收缩。

董希淼认为，未来同业负债高的银行还会继续调整，同业业务会回归理性。

## 五份文件规范同业存单业务

本报记者梳理发现，今年上半年，同业存单成为了监管重点，从 3 月份开始共有 5 份文件聚焦同业存单。

3 月份，银监会下发“46 号文”，对利用同业理财购买本行同业存单现象以及同业存单空转现象进行专项治理。

4 月 6 日，银监会下发“53 号文”，要求机构自查“若将商业银行发行的同业存单计入同业融入资金余额，是否超过银行负债总额的三分之一；若将商业银行所持有的同业存单计入同业融出资金余额，是否超过银行一级资本的 50%”。

4 月 7 日，银监会下发“6 号文”，要求银行加强风险监测，采取有效措施降低对同业存单等同业融资的依赖度，加强重点机构管控；督促同业存单增速较快、同业存单占同业负债比例较高的银行合理控制同业融资规模等等。

4 月 10 日，银监会下发“7 号文”，要求对同业融资依存度高、同业存单增速较快的银行业金融机构重点检查期限错配情况。

上个月，央行发布的《中国货币政策执行报告》指出，拟于 2018 年一季度评估起，对资产规模 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。依据考核指标，银行同业负债占比不超过 25%，可获得满分 25 分；不超过 33%，可获得 10 分-15 分，否则为 0 分。

董希淼认为，监管对于大、中、小银行进行了区分，明年第一季度从 5000 亿元规模银行开始，是给中小银行留出了时间，事实上，不少城商行、农商行的同业存单规模不亚于上市银行。

## 涉及同业违规的罚单增多

今年以来，随着监管部门对同业业务重拳出击，罚单明显增多，部分上市银行也在被罚之列。

8 月份，据中国银监会山东银监局（鲁银监罚决字〔2017〕14 号）行政处罚决定书，某股份制银行济南分行因票据业务管理不尽职，违规办理同业业务等行为，被处以 55 万元的罚款。

8 月 14 日，厦门银监局公布对另一家股份制银行厦门分行的行政处罚决定，认为该分行存在部分贷款资金需求和用途把控不力、同业业务违规接受远期回购承诺和隐性担保的主要违法违规事实。

一家总部位于华东的上市银行的广州分行近日也因为同业业务严重违反审慎经营规则，收到了广东银监局 200 万元罚单。

# 资管机构如何克服“投资者适当性”恐惧？ 合规专家快答 10 个

## 焦点问题

7 月 12 日，《证券期货投资者适当性管理办法》正式实施的第 8 个交易日，各大机构及管理人仍对该《办法》有不少疑惑，比如，私募是否要双录？每半年一次的自查需要包含哪些内容？私募基金履行适当性义务的流程是什么？就此，《证券日报》基金新闻部记者采访了私募基金专业外包服务机构——北京海峰科技公司 CEO 林虹。

“目前，依然有大部分机构尚未达标，主要在于数管理制度梳理、信息技术系统改造等工作。”海峰科技 CEO 林虹就此表示，“证监会出台的行政法规《证券期货投资者适当性管理办法》是适当性管理的底线要求，基金业协会出台的《基金募集机构投资者适当性管理实施指引（试行）》是针对基金募集机构的行业自律要求，对象包括公募基金、私募基金和代销机构。各家基金募集机构可在《指引》的基础上自行制定与本机构的募集行为管理制度，并可作为提供差异化服务的竞争手段。”

针对“新老划断”的问题，林虹表示：募集机构向新客户销售产品或提供服务的，向老客户提供高于原有风险等级的产品或服务，需按照《办法》执行；而对于向老客户提供不要与原有风险等级的产品和服务的，则不受影响；同时基金业协会还鼓励募集机构结合实际情况进行回访、自查、评估等工作。

作为中国第一批公募基金的发行、募集和会计制度的起草参与者，林虹更看重制度建设，在她看来，当下市场存在分散立法、标准不一无底线、权责不明无约束力，适当性管理是成熟市场普遍要遵循的原则，制度是保护投资者的重要防线。“要整顿目前混乱的市场管理，核心就是要把投资者分类标准统一、加强机构适当性的义务、明确监管机构及自律组织的适当性监管职责，强化机构违反适当性的责任约束。”她说。

《证券日报》基金新闻部记者注意到，海峰科技根据市场情况和各大管理人的困惑，总结了十大适当性热点问题，并一一作出解析：

### 1. 私募是否要双录？

答：私募若可以通过通过互联网等非现场方式进行留痕的，可以不用双录（录音或录像）。

### 2. 每半年一次的自查需要包含哪些内容？

答：自查可以采用现场、非现场和暗访的形式；制度落实情况、人员考核及培训、投诉处理情况等。

### 3.适当性的回访和私募回访确认一样吗？

答：不一样。私募回访确认是在购买环节；适当性的回访贯穿整个过程，并且要定期、抽取一定比例，对持有 R5(最高风险基金产品)的普通投资者适当性要增加比例和频次。并且两者回访的内容也不完全一样。

### 4.风险承受能力最低类别=C1 吗？

答：不等于。C1 里面包含了风险承受能力最低类别的投资者。风险承受能力最低类别的投资者指的是 C1 里面满足以下条件之一的：不具有完成民事行为能力；没有风险容忍度或不愿承受任何损失。

### 5.私募基金履行适当性义务的流程是什么？

答：了解投资者信息——投资者适当性匹配——基金风险揭示——合格投资者确认——投资冷静期——回访确认。

## 6.投资者评估数据库需要满足哪些条件？

答：功能上是需要动态管理风险等级；内容上主要包括投资者填写信息表及历次变动内容（存量和增量）、普通投资者过往测评结果、风险承受能力变动情况、转化及审核结果、风险评估标准、程序调整情况。

## 7.投资者评估数据库的建立有缓冲期吗？

答：《指引》给予各基金募集机构六个月的系统改造时间。

## 8.如何界定新老划断问题？

答：界定新老划断，主要分三部分：

基金募集机构向新客户销售基金产品或者提供服务、向老客户销售（提供）高于其原有风险等级的基金产品或者服务，需按《办法》要求执行；向老客户销售或提供不高于原有风险等级的基金产品或服务的，不受影响，继续执

行；同时，鼓励募集机构根据实际情况结合客户回访、自查、评估等工作，主动对老客户的适当性管理作出妥善安排，在实践中不断总结经验，持续优化投资者适当性管理制度。

9.如果委托第三方机构对基金进行评级，对第三方的资质有要求吗？

答：目前市场上有很多第三方服务机构可对基金进行评级，目前协会对第三方的资质没有硬性要求。

10.对产品审慎评估的因素都有哪些？

答：特殊免责条款、结构性安排、衍生品性质、流动性（产品端以及投资端）、非标资产、杠杆、集中度、重大违法违规。

## 保险资管

### 平安养老险投资策略揭秘：大类资产配置股票优于债券，看好

## 龙头股行情

今年以来，经济增长驱动方式换挡升级，为保险资金运用带来了新的机会。对此，平安养老险总经理助理兼投资总监王承炜、另类投资事业部总经理

王海瑛对 21 世纪经济报道记者道出了平安养老险的投资策略。王承炜透露，今年初以来，平安养老险逐步增加了对权益类资产的配置。“股市以结构行情为主，龙头企业具有较好的投资价值。”

中国平安半年报显示，截至上半年末，平安养老险管理的企业年金受托资产、投资资产及其他委托管理资产共计 4605.88 亿元。其中，企业年金受托资产 1807.51 亿元，企业年金投资资产 1675.75 亿元，其他委托管理业务资产 1122.62 亿元。

王海瑛表示，平安养老险一方面通过发行基础设施债权投资计划、股权投资计划等方式支持服务实体经济；另一方面通过保险资金直接投资的模式参与。

## 偏好基础设施类 PPP 项目

《21 世纪》：地方政府债务监管“高压”态势之下，融资平台公司如何转型和改制成为市场关注的话题。保险机构如何参与地方融资平台公司的转型和改制？

王海瑛：保险机构可以通过发行基础设施债权投资计划、股权投资计划或股权直投等方式，参与地方融资平台公司转型和改制等机会。

事实上，一些大型地方融资平台在“43 号文”出台前后就已开始转型之路，这些平台依托当地政府雄厚的财政实力以及优秀的管理团队，获取了大量的保险资金投资，包括债权投资、股权投资以及股债结合等方式。保险资金的注入进一步增强了这些公司的竞争力。

《21 世纪》：保险资金虽然规模不及其他金融机构，但却越发受到地方政府重视。为何各地基建项目都希望引入保险资金？

王海瑛：因为保险资金具有显著的优势。一是规模较大，可以为实体经济提供大体量资金支持；二是保久期长的项目，与基建项目期限天然匹配；三是使用形式多样，可以债权、股权、股债结合等多种方式；四是一般固定利率较多，有利于项目方控制财务成本。总体来看，在支持基建项目方面，保险资金优势明显。

《21 世纪》：PPP 项目火了好一阵子，但其中难免鱼龙混杂。如何选择地方政府主导的 PPP 项目？看好哪些行业？

王海瑛：在选择地方政府主导的 PPP 项目时，我们首先考虑项目合规手续是否齐全，是否已经履行了相关的审批、核准、备案手续和 PPP 实施方案审查审批程序，是否纳入了国家发展改革委 PPP 项目库或财政部全国 PPP 综合信息平台项目库。

其次，对于政府付费或可行性缺口补助的项目，将重点关注项目所在地政府的财政综合实力，所约定的财政支出责任需要纳入年度财政预算和中期财政规划。

最后，重点考虑项目的投资期限、投资收益和退出方式等。此外，如通过设立保险基础设施投资计划的方式，PPP 项目还须属于国家级或省级重点项目，主要社会资本方还须为行业龙头企业，主体信用评级不低于 AA+，并且最近两年在境内市场公开发发行过债券。

在行业方面，我们主要聚焦符合国家发展战略的重大项目，如市政公用事业、地铁、轨交、城际高铁、高速公路等板块。其中，更加倾向于现金流较充裕的项目，这类项目未来可以实施资产证券化，进一步提升保险资金的投资回报。

《21 世纪》：医疗、健康、养老被视为未来的朝阳产业，相关部门近期更是相继出台支持政策。这些产业的前景如何？目前的难点是什么？

王海瑛：基于我国日益增长的庞大人口总量，以及日趋严重的人口老龄化现状，国内医疗健康养老产前景广阔，将进入高速发展的时期。我们对于医疗健康产业都进行了有益的探索，但从目前来看，有些商业模式仍有待完善。我们将紧密关注这一领域的机会，并积极参与其中。

## 增加权益类资产配置

《21世纪》：近期，国家统计局发布我国上半年宏观经济数据显示，经济企稳向好趋势明显。如何看待下半年宏观经济走势？对保险资金配置策略会产生哪些影响？

王承炜：预计下半年宏观经济稳中趋降，总体经济韧性较强。其中，下行力量主要来自地产销售和投资下滑、基建投资放缓、产成品补库存接近尾声；向上的力量主要来自出口维持高位、制造业资本开支回升、消费升级。

考虑到去年下半年的高基数效应，今年下半年的经济同比增速可能略有放缓。综合来看，我国经济在经历了过去几年的去产能、去杠杆后，供给逐渐出清、优胜劣汰、资源配置逐步优化，总体经济韧性较强。

《21世纪》：在此背景下，四季度大类资产配置策略如何？预期收益目标可能会由哪类资产实现突破？

王承炜：从大类资产配置的角度看，股票优于债券，龙头持续走强，结构行情为主，今年初以来，逐步增加了对权益类资产的配置。

今年的宏观经济韧性较强，企业盈利修复，叠加流动性稳定，政策鼓励资金脱虚入实，多重因素对股票市场形成支撑。尤其是在供给逐步出清、行业集中度提升的情况下，龙头企业的竞争力突显，具有较好的投资价值。

债券经过前期的快速调整，收益率维持在近几年较高的水平，具备较高的配置价值。但是考虑到金融去杠杆持续推进，债券市场依然承压，交易获利空间有限。

从目前的投资收益情况看，股票的投资表现优异，有望突破今年的收益目标。

《21世纪》：未上市股权投资项目越发受到关注，保险资金的稳健性要求其格外谨慎。保险资金对未上市股权投资项目筛选标准、退出模式是什么？

王承炜：对于未上市股权以间接投资为主，目前参与未上市股权投资的规模较小。由于未上市股权投资项目不确定性较大、缺乏流动性，出于分散投资、控制风险的角度，主要通过认购股权投资基金，借助基金投资中小创业公司的方式参与，未来可能通过转让基金份额、投资标的 IPO 等方式退出。在行业方向上，目前暂时选定医药生物这一具有长期成长空间、科研含量和技术壁垒较高的领域。

《21 世纪》：作为保险资金，尤其是养老金，风险防控永远处在第一位。能否结合自身实际谈谈如何防范非标投资的风险？

王承炜：我们建立了专业的风控职能部门和风控团队，对非标项目开展独立审核；制定了严格的非标投资风险管理制度和完善的投资决策流程；建立了完善的投后管理制度；建立了完善的内部信用评级框架体系。

比如，对存量项目按照月度、季度的频率，按照交易对手、底层项目种类等维度，持续进行定性指标、定量数据跟踪，并通过集团投资管理平台系统对财务指标及变化情况进行跟踪分析。

## 行业新闻

### 通道业务撑起 23 万亿信托业 “半壁江山”

信托业协会 9 月 4 日发布的数据显示,截至 2017 年二季度末,全国 68 家信托公司受托资产达到 23.14 万亿元,同比增长 33.86%,比一季度环比增长 5.33%。其中,由通道业务构成的事务管理类信托规模为 12.48 万亿元,占比达到 53.92%。

多位信托业人士对经济观察称,二季度通道业务依然显著增长,这也是促进信托业资产管理规模发展比较快的一个重要因素。

信托专家陈赤对经济观察报表示:“信托业资产管理规模绝对量虽然在增加,但与前几年高速增长相比,增速实际上是在下降。从未来看,信托业资产管理发展到一定规模,增长速度应该会趋于平缓。我们应该换一个视角,更多地从‘质’的方面,关注信托业是否在服务于改革大局,服务于民生普惠、弱势群体、精准扶贫等领域,发挥独特的作用,体现出更大的价值,而不单单是发挥现有的融资功能。”

通道业务占 “半壁江山”

二季度信托业除了资产管理规模突飞猛进,备受关注的事务管理类信托也继续保持了高增长。

截至 2017 年 2 季度末,事务管理类信托规模为 12.48 万亿元,比 2016 年 2 季度末的 7.47 万亿元增长 67.11%,环比 2017 年 1 季度末的 11.48 万亿元增长 8.68%;在信托资产规模中占比达到 53.92%,比 2016 年 2 季度末的 43.20%上升了 10 个百分点,由此可见,通道类信托占据信托业“半壁江山”。

多位信托业人士对经济观察称,主要原因是监管政策的变化,导致券商、基金公司、私募基金等通道受限收窄,原来通过这些机构做的通道业务,很多都流向信托公司渠道。客观地看,是需求端增长比较大,而不是信托公司主动刻意拓展的结果。“此轮信托资产规模上升周期逐步进入顶部,未来面临回落的走势。第一,监管层可能更加关注信托行业过快增长的风险。过快增长必然伴随风险的累积,这一轮信托资产增长快速回升很大程度是受到通道业务带动,这并不符合当下资管行业监管倡导的去通道精神;第三,基数效应不再。这一轮信托行业资产规模增速加快也与历史同期增速逐步放缓有较大关系,诸如 2016 年 6 月末信托资产增速仅为 8.95%,然而自 2016 年三季度开始,信托资产规模增速逐步加快,同期基数增速抬高,后续增速继续上升难度增大。”华融信托研究员袁吉伟对经济观察报表示。

值得注意的是,自 2015 年 3 季度以来,事务管理类信托业务占比呈现出快速上升的趋势,投资类信托和融资类信托占比则处于下降通道。

截至 2017 年 2 季度末,融资类信托为 4.49 万亿元,同比增长 9.67%。融资类信托自 2013 年 4 季度末为 47.76%的较高比率开始一路下降,2014 年 1 季度为 43.94%,2016 年 2 季度末已经下降为 23.68%,2017 年 2 季度则又下降为 19.40%。在 3 年半的时间里整整减少近 28 个百分点。二季度末,投资类信托规模为 6.17 万亿元,同比增长 7.81%;投资类占比也经历了一个下降过程,2017 年 2 季度末占比是 26.68%,比 2016 年 2 季度末的 33.13%下降了 6.45 个百分点。

陈赤认为,“信托业务分类是一个需要深入研究的复杂课题,目前将信托按功能划分为事务管理类、投资类、融资类三块业务,但这三部分涵盖的内容有交叉。事务管理类信托本身不是像融资类、投资类是以资金运用方式来划分的,而是以受托人和委托人之间的关系、权利职责来划分的。因此,看上去融资类、投资类业务规模降低了,事务管理类规模上升了。实际上,事务管理类信托业务中包含了大量的投资类、融资类业务,只是被模糊化了。”“这是一个相对的概念,由于通道业务占比较高,发展较快,另外两个增长规模是也在增长的,但只是占比被弱化了,不是特别绝对的降低了。”袁吉伟对经济观察报表示。

钱去哪了?

信托通道业务规模增长迅猛毋庸置疑,虽然过快增长必然伴随风险的累积,但也与通道业务资金流向有很大关系。“信托的通道业务很多,大部分还是通过信托的通道流向了实体经济,另外少部分流向了资本业务,比如说做股票投资。通道业务并不是说跟实体经济是截然不同的关系,实际上是一个包含的关系。二季度信托资金流向工商企业实体企业规模在稳步的增长,实际上这中间也有很大的通道业务所致。”陈赤对经济观察报称。

根据信托业协会数据,截至 2017 年 2 季度末,信托资金流向工商企业有 5.15 万亿元,同比增长 42.18%,同比多 1.53 万亿元,比 2017 年 1 季度多增加 4261.55 亿元,是五大领域中增长最快的。工商企业资金信托占比为 26.24%,比 2016 年 2 季度末的 23.64%上升 2.6 个百分点。

按行业投向而言,2017 年 2 季度末流入信息传输、计算机及软件业的资金信托达到 2548.70 亿元,同比 2016 年 2 季度末的 1377.20 亿元增长 85.06%。同期,对科研及技术服务部门的资金信托从 437.10 亿元增加到 680.85 亿元,增长 55.77%。

基础产业是资金信托配置的第三大领域。截至 2017 年 2 季度末,资金信托规模为 3.10 万亿元,同比增长 17.00%。从占比来说,2017 年 2 季度末占比是 15.82%,与 1 季度末的 15.91%接近。

房地产信托一直是信托业重点关注的领域。截至 2017 年 2 季度末,流向房地产业的资金信托为 1.77 万亿元。房地产业的占比从 2017 年 1 季度的 8.43% 温和上升到 9.02%。“整个房地产公司融资难度比以前要大一些,虽然房地产信托收益也在上升,有的收益率已经达到 8%,这是在去年都没有的情况。但房地产信托的一些合规性要求更加严格,信托公司在房地产信托发展会更加审慎,也会放缓房地产信托信托。”袁吉伟表示。

复旦大学信托研究中心主任殷醒民教授对经济观察报表示:“在经济处于弱下行周期向新的上升周期过渡、行业转型和强监管的大环境下,信托公司应当根据经营环境的多重变动所带来的市场机遇,摆脱狭窄的通道业务路径依赖,回归到信托本源业务上来,提升经营业绩。”

多位信托业人士一直认为信托公司应摆脱通道业务的依赖性,着力于发展有自身核心竞争力的,有能为实体经济做更好服务的主动管理类信托。

陈赤对经济观察报表示“从信托发展过程来说,监管层倡导以主动管理型的信托占主导地位,但是这需要一个过程。今年这种增长较快的情况,是在比较特殊的阶段里发生的,应该不会是一个常态,当然也不应该是未来发展的方向。从未来来看,信托业不应该以通道业务为主营业务,而必须着力于发展具有自身核心竞争力的,能够为经济社会尤其是实体经济做更好服务的主动管理类信托。”“信托公司除了传统意义的投融资业务,还应更多参与并购业务,优化产业结构,支持龙

头企业并购,打造一流企业;采用投贷联动模式服务实体经济,第三大力发展 PE 等对初创科创企业进行融资。”

## 公募 FOF 来了, 银行准备投了吗?

9 月 8 日, 多家公募基金拿到了首批公募 FOF 产品的批文。这距离 2016 年 6 月证监会对《公开募集证券投资基金运作指引第 2 号——基金中基金指引》公开征求意见已经一年多。

对于银行而言, 公募系 FOF 的吸引力究竟有多大? 21 世纪经济报道记者采访了多名银行人士, 综合来看, 银行更倾向于私募 FOF 或通过专户来做 FOF, 亦有银行人士表示更青睐 MOM 模式。而就银行代销方面, 有城商行人士表示还在研究, 更看好全天候和养老两个主题, 同时也要进一步测算对应客群的需求。

某城商行资管部相关负责人坚定地认为, “FOF 一定是未来趋势”, 但该行主要是通过专户或者投资私募 FOF, 目前还没有投资公募 FOF 的计划。

该负责人表示, 在选择私募 FOF 时, 主要是可以看到私募明显的风格导向。“比如做 CTA 的, 细化是做趋势的还是高频的。我们看 FOF 的时候, 不会简单地去看一个所谓‘混合型’, 或者一个单一的风格。”

上述负责人还表示，相比于投资单只基金，银行投资 FOF 更多是从多元化投资角度考量，首先会优选母基金管理人，它的管理水平至关重要，同时还要结合银行自身的需求。

亦有多名城商行人士反馈，目前部门内有团队在跟进研究 FOF 投资，但至今还未落地，包括以专户、私募或公募形式。“持续观望”的态度较为普遍。而目前固定收益市场的情况，也导致某国有行资管部人士发出了“现在自己投什么都比给基金券商划算”的感慨。

另有股份行资管部人士向 21 世纪经济报道记者表示，银行更倾向于做 MOM（银行自己作为母管理人），因为相比 FOF 可以更好地管理子管理人（小 M）。“选子管理人（小 M）和子基金（小 F）的区别在于，小 F 看不到底层持仓且不利于沟通。”另外，FOF 涉及到母基金和子基金的双重收费，也是一些银行更倾向选择 MOM 的考量。

某城商行资管部负责人分析，虽然小型银行机构通过专户投资 FOF 较难有动力投资公募 FOF，但今年 3 月证监会通过《机构监管情况通报》发布了加强公募基金投资者集中度管理的若干要求，对银行投资公募 FOF 也可能有一定约束和影响。

上述通报中，明确封闭运作或定期开放运作的基金必须采取发起式形式，才不受单一投资人持有份额集中度限制。而发起式基金要求基金管理人及高管作为发起人，自己认购不少于 1000 万元基金，并不是基金公司的主流产品。否则，单一投资人持有份额不得超过 50%。

除了银行自身投资，银行和基金的合作方式还有代销。某城商行分管理财产品代销的负责人向 21 世纪经济报道记者表示，对于公募 FOF 有一定兴趣，但还在研究当中。

“对于城商行而言，销售 FOF，第一看品牌，还是要选择老牌公司的基金；第二看历史包袱，过去几年，银行代销了一些亏损很严重的基金，要尽量避开这些伤了客户心的基金公司。”该负责人士分析：“第三看服务质量，一些大牌基金公司虽然名头响，但对于城商行不是很重视，但新发行的 FOF 基金一定需要渠道的培训和客户的路演，所以基金的配合度也是考量之一；第四看策略，我觉得全天候和养老基金是 FOF 最重要的两个主题，但这两类主题面对的客群不一样，还需要进一步测算这两类客群的需求。”

## “大资管时代”变革：基金子公司缩水

资管行业风水轮流转。如果说 2013 年之前的 5 年是信托公司的黄金时代，2013 年诞生的基金子公司则成为令人艳羡的对象，管理规模快速增长。那么现

在，信托公司又成为“主角”，规模明显持续增长，而基金子公司规模缩水渐成趋势，部分业务规模回流至信托。

## 上半年信托规模高速增长

今年以来，信托、券商资管与基金子公司的资管规模呈此消彼涨的态势，信托快速增长，券商资管缓慢增长；基金子公司的资管规模则下降。

据中国信托业协会近日公布的数据显示，截至二季末，全国 68 家信托公司受托资产达到 23.14 万亿元，比 2016 年底增长 2.92 亿元；基金子公司同期管理规模为 8.59 万亿元，比 2016 年底下降 1.91 万亿元。

一位有多年信托从业背景的第三方财富区域总经理表示，信托规模上涨比较快，首要因素是信托的通道业务依然占比较大，不少信托仍是以被动管理为主，不是主动管理。另一重要原因是信托的刚性兑付到目前为止没有真正打破，无论是个人投资者还是机构投资者对信托的认可度高于券商资管及基金子公司，都偏好信托产品，而不是资管计划；且以固定收益类产品为主，收益可商量。

然而过去四年，是基金子公司自诞生以来飞速发展的四年。所有基金子公司的管理规模曾在 2016 年年底一度达到 10.5 万亿，超越了公募市场的管理规模。深圳一基金子公司负责人表示，基金子公司被称为“万能通道”，在投资范围的优势，相对信托公司而言，基金子公司在计划财产卖出回购、融资融券、股指期货、商品期货等领域有着天然优势。

他还提到，由于 2013 年基金子公司大规模成立时，正值信托公司净资本管理开始，信托通道费率大幅抬升。为缩减通道费用，银行以及私募基金等机构投资者开始选择基金子公司作为投资通道。此外，基金子公司业务人员大多来自信托公司，长于产品结构设计、项目撮合而非投资管理。

事实上，依托于中国经济的高速发展，大资管行业近十年取得了巨大发展。其中，信托行业在 2007 年只有 7100 亿的管理规模，到了 2017 年年中已发展到了 23.14 万亿。其次，券商资管同步取得巨大发展，从十年前的 8000 万规模增长到 2017 年年中的 18 万亿。

### “回流”信托成为一个趋势

随着基金子公司净资本管理的实施，金融监管逐步深化，基金子公司的比较优势已不复存在。2016 年 12 月，《基金管理公司子公司管理规定》及《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》落地，“史

上最严的”新规对基金子公司的监管生态进行了重构。基金子公司业务发展遭受重创，整个行业一片哀鸿，资管规模逐步下降，基金子公司从2016年底的10.5万亿规模下降到2017年中的8.59万亿。

今年以来，信托资产规模高歌猛进，半年内资产管理规模增长了近3万亿，券商资管仅增长5100亿，基金子公司资管规模却下降了近2万亿。有研报表示，信托受到的监管压力边际增强趋势明显弱于券商资管和基金子公司，且未来被认证为首选通道，承担平抑经济周期波动使命的预期正逐步加强。

据沪上一家子公司总经理表示，在子公司新规实施后，增长的方式已发生了实质的变化。过去由于没有风险资本约束的成本，对项目的收费水平没有太多的硬约束，导致管理规模的盲目增长。在目前的风险资本约束下，必须以公司的资本回报水平为前提，以各类型业务的风险系数计算各类型业务的最低收费水平。在满足这一收费水平要求下，才会考虑项目是否可以立项。而最低收费标准的约束，就将很多通道业务挡在了门外，这类业务很多转到了信托公司。

不仅基金子公司的部分业务回流信托，基金子公司的部分从业人员也开始回流信托。据悉，目前不少基金子公司人员流动较大，前期业务通道化严重，业务人员中产品经理偏多，但投资型人才、资源型人才积累不足，也相应制约了公司获取优质资源或配置优质资产的能力。

在 2013 年至 2015 年，市场经常听闻某一家基金子公司挖了信托某高管，或者某一个信托团队加盟某一家基金子公司。自基金子公司新规实施后，原来从信托公司出来的基金子公司人员又回流到信托。据北京一位从基金子公司离开的从业人员表示，今年因新规影响，子公司离职率较高，有的选择了去信托。

## 产品情况

### 信托产品

上周共搜集到新发行信托产品 48 只，期限为 6-120 个月不等。年化收益率在 5.8%~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 1-240 个月不等。年化收益率在 5.70%~9.0%之间。

### 银行理财

上周共搜集到银行理财产品 22 只。期限为 35-268 天不等。年化收益率在 3.5%-5.2%之间。