

目录

本期导读.....	2
多管齐下 货币政策开年“精准滴灌”	2
制造业与非制造业 PMI 双双回升 新年首月经济露暖意.....	2
基金子公司资管规模 2 年降幅近 50%.....	3
信托产品.....	3
资管产品.....	3
银行理财.....	3
宏观政策.....	5
多管齐下 货币政策开年“精准滴灌”	5
制造业与非制造业 PMI 双双回升 新年首月经济露暖意.....	8
监管动态.....	10
两融 130% “强平线” 拟取消 担保物范围将扩大	10
行业新闻.....	11
基金子公司资管规模 2 年降幅近 50%.....	11
资产负债“两荒”之下同业存单热度不减.....	12
银行理财产品：严监管下的突破.....	17

本期导读

多管齐下 货币政策开年“精准滴灌”

央行连续第二个交易日通过公开市场操作实施流动性净投放。央行 1 月 31 日发布公告称，为了维护银行体系流动性合理充裕，以利率招标方式开展了 500 亿元逆回购操作，期限为 14 天，中标利率为 2.7%。在整个 1 月，央行通过公开市场逆回购、降准以及 TMLF 等操作保证了春节前市场流动性合理充裕。

业内人士表示，2019 年货币政策着力点将通过精准投放流动性、推进银行补充资本以及推进利率市场化等方式来打破银行信贷投放束缚，引导银行主动加大对实体经济的支持力度，疏通货币政策传导机制，而货币政策“大水漫灌”、近期 QE（量化宽松）的可能性不大。

制造业与非制造业 PMI 双双回升 新年首月经济露暖意

新年首月，制造业 PMI 超预期回升，非制造业 PMI 升至四个月新高，表明 2019 年经济开局平稳。

中国物流与采购联合会、国家统计局服务业调查中心昨日发布数据显示，2019 年 1 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 49.5%，比上月上升 0.1 个百分点。

“1 月份 PMI 指数微升，结束了自去年 8 月份以来的持续回落，表明经济运行有企稳迹象，但基础仍需着力巩固。”国务院发展研究中心研究员张立群说。

从分项指数来看，生产指数、新出口订单指数、主要原材料购进价格指数和出厂价格指数纷纷回升。

基金子公司资管规模 2 年降幅近 50%

中国证券投资基金业协会日前发布数据显示，截至 2018 年底，证券期货经营机构私募资管业务管理资产规模合计 22.66 万亿元，较 2017 年减少 22%。其中，基金子公司资管业务规模持续下降，在过去 2 年内规模降幅近 50%。

截至 2018 年 12 月底，证券期货经营机构私募资管业务管理资产规模合计 22.66 万亿元（不含社保基金、企业年金），与 2017 年 12 月底相比减少 6.37 万亿元，缩水 22%。其中，基金公司资管业务管理规模 4.37 万亿元，2017 年底基金公司专户业务管理规模为 4.96 万亿元。从单月数据来看，2018 年 12 月份，证券期货经营机构共备案 597 只产品，设立规模 1018.23 亿元。其中，基金公司备案 128 只，设立规模 264.55 亿元，占比 25.98%。此外，基金子公司备案 121 只，设立规模 306.51 亿元，占比 30.1%。

信托产品

上周共搜集到新发行信托产品 93 只，期限为 6-24 个月不等。年化收益率在 6.0%~10.0%之间。

资管产品

上周共搜集到新发行资管产品 9 只。期限为 3-120 个月不等。年化收益率在 5.0%~6.64%之间。

银行理财

上周共搜集到银行理财产品 44 只。期限为 31-365 天不等。年化收益率在

4.10 %-4.90%之间。

宏观政策

多管齐下 货币政策开年“精准滴灌”

央行连续第二个交易日通过公开市场操作实施流动性净投放。央行 1 月 31 日发布公告称，为了维护银行体系流动性合理充裕，以利率招标方式开展了 500 亿元逆回购操作，期限为 14 天，中标利率为 2.7%。在整个 1 月，央行通过公开市场逆回购、降准以及 TMLF 等操作保证了春节前市场流动性合理充裕。

业内人士表示，2019 年货币政策着力点将通过精准投放流动性、推进银行补充资本以及推进利率市场化等方式来打破银行信贷投放束缚，引导银行主动加大对实体经济的支持力度，疏通货币政策传导机制，而货币政策“大水漫灌”、近期 QE（量化宽松）的可能性不大。

节前央行精准投放流动性

鉴于当日无逆回购到期，人民银行 1 月 31 日实现净投放 500 亿元。Wind 数据也显示，春节前公开市场已无央行流动性工具到期。

一般而言，春节前现金需求会集中释放，且今年地方债发行节奏提前，发行规模较大，因此，银行间市场资金面面临一定缺口。不过，央行近期通过公开市场逆回购、分批次的降准以及定向中期借贷便利（TMLF）等一系列操作，维持一定规模的流动性投放，保证了春节前市场流动性合理充裕，更为金融机构提供了长期流动性的支持。

准备金率方面，央行于 1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，合计 1 个百分点。同时，2019 年一季度到期的中期借贷便利（MLF）不再续做，释放资金约 1.5 万亿元。25 日，央行开展了 2018 年度普惠金融定向降准动态考核。在政策激励下，与上年相比，更多金融机构达到普惠金

融定向降准标准，可分别享受 0.5 个或 1.5 个百分点的存款准备金率优惠，而此次动态考核净释放长期资金约 2500 亿元。

央行表示，普惠金融定向降准动态考核净释放长期资金 2500 亿元、加上下调金融机构存款准备金率 1 个百分点置换中期借贷便利后净释放的长期资金 3000 多亿元，以及 1 月 23 日开展的 2575 亿元定向中期借贷便利操作，上述三项措施共释放长期资金约 8000 亿元。

央行的一系列操作正体现了其货币政策的思路 and 方向。中国人民银行货币政策司司长孙国峰此前撰文表示，外汇形势的变化使我国银行体系总体面临较大的中长期流动性缺口，再加上银行内部“以存定贷”的管理模式等，对信贷投放形成约束。人民银行通过多种方式建立对银行的正向激励机制，对于金融机构发放普惠口径 1000 万元以下的小微企业贷款，人民银行通过定向降准、定向中期借贷便利、再贷款等方式向金融机构提供优惠利率的长期资金，精准提供流动性。2019 年 1 月 4 日宣布的降准政策分两次实施，和春节前现金投放的节奏相适应，精准把握流动性的总量。

永续债落地破银行资本约束

2019 年央行工作会议提出，稳健的货币政策保持松紧适度。进一步强化逆周期调节，保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定。加强政策沟通协调，平衡好总量指标和结构指标，切实疏通货币政策传导机制。

业内人士表示，中国金融体系的特点是以银行为主体，央行目前疏通货币政策传导机制的着力点也是银行体系，即打破相关束缚，鼓励银行主动加大对实体经济的支持力度。央行进行精准流动性投放实际上正是破解银行信贷供给面临的流动性约束。而目前央行除了从流动性方面来改善货币政策传导机制之外，也在缓解银行资本约束和利率约束方面，推进相关政策。

2019 年 1 月 24 日，央行公告创设央行票据互换工具(Central Bank Bills Swap，

CBS），公开市场业务一级交易商可以使用持有的合格银行发行的永续债从中国人民银行换入央行票据。1 月 25 日，中国银行发行 2019 年第一期无固定期限资本债券，标志着我国首单商业银行永续债正式落地。中行永续债票面利率为 4.50%，较预期利率稍低。

不过，CBS 推出后，市场上出现了一些“中国版 QE（量化宽松）已经开始”的声音。中欧陆家嘴国际金融研究院常务副院长、原央行调统司司长盛松成表示，“CBS 工具的推出主要目的在于助力银行顺利发行永续债，满足巴塞尔对于系统重要性银行（GSIB）的资本充足率要求，但中国央行并不承担永续债最终的信用风险，而美联储当年购买‘有毒资产’是承担相应风险的，这是 CBS 工具与 QE 的主要区别之一。”

盛松成还表示，CBS 工具与 QE 的更大区别是“以券换券”，不直接增加基础货币投放。无论央行票据换永续债，还是未来换回，都不会投放或回收市场流动性。这一次央票发行与多年前央行发行央票是不同的。当年由于人民币持续升值，中央银行购买外汇，投放了大量流动性，央行发行央票是为了收回流动性。而这一次的央票发行，不直接涉及到市场流动性，更不会直接向市场注入流动性，所以不是 QE。

中国交通银行首席经济学家连平在接受《经济参考报》记者采访时也表示，货币政策要解决的主要问题是如何能够促使金融机构，通过各种渠道、方式和产品来加强对实体经济的支持，让流动性流到实体经济所需要融资的地方去，而不是流动性的大规模宽松。近期实行 QE 的可能性很低。

利率“两轨合一轨”将稳步推进

另外，利率传导不畅也对银行信贷需求形成约束。

在利率传导方面，利率“双轨制”合并的进程也在逐渐推进。2019 年央行工作会议提出要稳妥推进利率“两轨并一轨”，完善市场化的利率形成、调控和

传导机制。孙国峰撰文指出，目前存贷款利率上下限已放开，但人民银行仍公布存贷款基准利率，存在基准利率与市场利率并存的利率“两轨”，这实际上对市场化的利率调控和传导形成一定阻碍。人民银行将进一步推进利率市场化改革，推动利率逐步“两轨合一轨”。

就利率市场化进展而言，目前，央行已经取消了存贷款利率上下限限制，但依然公布银行存贷款的基准利率。业内人士表示，在未来基准利率与市场利率并轨的过程中，央行的政策利率将发挥更重要的作用，一些央行公布的参考性利率指标也将发挥更大引导作用。

业内专家也表示，“两轨合一轨”是一个循序渐进的过程，央行的推进也会十分审慎，以实现市场平稳过渡。连平表示，“央行的存贷款基准利率实际上是金融机构资产端和负债端价格的锚，十分重要。一旦存贷款基准利率取消，锚没有了，市场利率可能会发生较大波动，竞争之下中小金融机构可能面临较大风险。因此，这个过程应该是十分谨慎的。”国家金融与发展实验室副主任曾刚表示，对金融体系而言，利率市场化是相对的。虽然在将来可能逐步加大利率定价的弹性和浮动范围，但央行并不会完全放弃对利率的管理。

制造业与非制造业 PMI 双双回升 新年首月经济露暖意

新年首月，制造业 PMI 超预期回升，非制造业 PMI 升至四个月新高，表明 2019 年经济开局平稳。

中国物流与采购联合会、国家统计局服务业调查中心昨日发布数据显示，2019 年 1 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 49.5%，比上月上升 0.1 个百分点。

“1 月份 PMI 指数微升，结束了自去年 8 月份以来的持续回落，表明经济运行有企稳迹象，但基础仍需着力巩固。”国务院发展研究中心研究员张立群说。

从分项指数来看，生产指数、新出口订单指数、主要原材料购进价格指数和出厂价格指数纷纷回升。

中国物流信息中心分析师文韬分析称，多数指数稳中有升，显示供需增速相对稳定，产成品库存继续减少，价格下降势头趋缓，经济运行呈趋稳迹象。

与制造业 PMI 回升趋势一致，1 月份非制造业 PMI 环比上升 0.9 个百分点至 54.7%，创下 4 个月新高。

服务业是带动非制造业 PMI 连续两月上升的主要动力。数据显示，1 月份，服务业 PMI 大幅上升 1.3 个百分点至 53.6%，服务业景气度升至七个月以来的高点。

国家统计局服务业调查中心高级统计师赵庆河在解读数据时表示，从行业情况看，批发、铁路运输、航空运输、邮政快递、电信、银行、保险、旅游等行业商务活动指数位于 57% 及以上较高景气区间，表明在节日效应和消费升级等因素拉动下，相关行业表现比较活跃。

“非制造业供需连续趋升，开局良好，节日因素拉动效果明显，消费与投资发力稳增长的基础动力依然较好。”中国物流信息中心分析师武威表示。

此外，诸多分项指数也释放出积极信号。比如，1 月份，高技术产业 PMI 为 49.6%，较上月回升 1.5 个百分点，显示高技术产业基础较好，活力较强，对制造业趋稳运行有一定带动作用。

同期，建筑业 PMI 中新订单指数稳定在 55% 以上，且较去年同期有所上升，表明建筑业需求稳定。“这预示着 2019 年基础建设投资有望实现趋稳回升，投资继续发挥稳增长的作用具备基础。”武威说。

尽管经济有企稳迹象，但多位分析人士也强调，经济增长的基础仍需巩固，未来逆周期调节或加码提速。

昨日数据显示，在制造业 PMI 中，大中小企业 PMI 走势分化。1 月份，大型

企业 PMI 环比上升，中小企业 PMI 则继续回落。

交行金融研究中心高级研究员刘学智分析认为，稳增长政策对大型企业的带动作用逐渐显效，未来针对中小企业的减税降费力度将加大。逆周期稳增长政策措施需要尽快出台和落实，预计第二季度至第三季度有望看到经济运行企稳改善。

华泰证券首席宏观分析师李超表示，未来政策将更加注重逆周期调节，稳定总需求，相关逆周期调节政策或加码。财政政策预计将更为积极，今年减税降费总规模或超 1.3 万亿，货币政策将会出现向稳增长切换的过程，逐渐由灵活适度转向稳健略宽松。

监管动态

两融 130% “强平线” 拟取消 担保物范围将扩大

融资融券业务现行的 130% 强制平仓线拟取消，改为由证券公司与客户自主约定最低维持担保比例。

证监会官网昨日发布信息称，证监会正指导沪深交易所完善融资融券交易机制，以满足投资者的多样化需求。

根据该消息，为进一步优化融资融券业务机制，提升证券公司自主管理能力，沪深交易所正在抓紧修订《融资融券交易实施细则》，拟取消“平仓线”不得低于 130% 的统一限制，交由证券公司根据客户资信、担保品质量和公司风险承受能力，与客户自主约定最低维持担保比例。同时，融资融券业务担保物的范围也将扩大，以进一步提高客户补充担保的灵活性。此外，为满足投资者对标的证券的多样化需求，沪深交易所正在研究扩大标的证券范围。

根据中国证券金融公司最新发布的数据，截至今年 1 月 30 日，沪深两市的

融资余额为 7270.5 亿元，融券余额为 64.1 亿元，融资融券余额占 A 股流通市值的比重为 2.01%；全市场平均维持担保比例为 237.4%。两市共有 94 家证券公司开展融资融券业务，两融业务投资者共计 477.8 万名，其中有融资融券负债的投资者 104.7 万名。

行业新闻

基金子公司资管规模 2 年降幅近 50%

中国证券投资基金业协会日前发布数据显示，截至 2018 年底，证券期货经营机构私募资管业务管理资产规模合计 22.66 万亿元，较 2017 年减少 22%。其中，基金子公司资管业务规模持续下降，在过去 2 年内规模降幅近 50%。

截至 2018 年 12 月底，证券期货经营机构私募资管业务管理资产规模合计 22.66 万亿元（不含社保基金、企业年金），与 2017 年 12 月底相比减少 6.37 万亿元，缩水 22%。其中，基金公司资管业务管理规模 4.37 万亿元，2017 年底基金公司专户业务管理规模为 4.96 万亿元。从单月数据来看，2018 年 12 月份，证券期货经营机构共备案 597 只产品，设立规模 1018.23 亿元。其中，基金公司备案 128 只，设立规模 264.55 亿元，占比 25.98%。此外，基金子公司备案 121 只，设立规模 306.51 亿元，占比 30.1%。

值得一提的是，2018 年以来，基金子公司的资产管理规模持续大幅缩水。2017 年底的基金子公司专户业务管理规模达 7.31 万亿元，到 2018 年底仅剩余 5.25 万亿元，规模下降比例达到 28%。若与 2016 年相比，差距更为惊人。2016 年底，基金子公司专户业务管理规模有 10.5 万亿元。也就是说，在过去 2 年间

基金子公司资管规模下降幅度接近 50%。

金牛理财网分析师宫曼琳表示，基金子公司规模下降与通道业务收紧、收益波动、监管政策变化等多种因素有关。由于最初基金子公司凭借自身“万能牌照”优势过度发展“通道”业务，主动管理业务占比不高，导致部分基金子公司出现业绩亏损或业务“爆雷”，风险控制指标亟待完善。

2016 年 12 月份，中国证监会发布《基金子公司管理规定》与《基金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》，对基金子公司净资本金、风控管理等方面提出了明确要求。此后，基金子公司走上调整之路。到 2018 年 6 月底，基金子公司管理资产规模已缩减至 6.12 万亿元。随后，监管明确限制了子公司投资于单一资产的比例，基金专户子公司投资非标业务难度加大。

一位业内人士表示，目前监管的整体思路是去通道、去嵌套，基金子公司因而大量清理通道业务，影响到了资管规模。同时，前几年过快发展带来的恶果逐渐显现，少数基金子公司不注意风险控制，产品相继“爆雷”。未来，更多的基金子公司将谋求增加主动管理业务，以便更好服务实体经济。

资产负债“两荒”之下同业存单热度不减

同业存单量价齐跌的情况在 2019 年的首月出现。1 月单月，同业存单发行总额创近两年新低，平均发行利率持续回落，降至 3.0% 上下，但发行的期限结构显著拉长。

数据显示，2019 年 1 月，9 个月至 1 年期的同业存单发行规模在各期限中占比最高，为 35.93%，而此前这一占比多为 10% 甚至以下。多位券商分析师认为，同业存单期限调整的背后是监管政策约束所致。

此外，在 1 月公布的发行计划中，多家银行上调了同业存单全年发行计划，如 A 股 30 家上市银行中，已公布发行计划的银行中有 15 家上调，10 家与去年

持平，3 家下调同业存单发行计划。全年来看，2019 年同业存单发行量将延续 2018 年的上升态势。

同业存单发行量一路上行，背后是银行间资产、负债“两荒”的难题，多位业内人士对记者表示，银行负债端压力尚未明显缓解，在尚未满足监管指标的情况下，对同业存单仍有依赖；同时，银行间市场资金充裕，银行对优质资产需求加大与市场供给不足加剧，同业存单在其中起着配置的过渡作用。

发行规模回落，期限结构显著拉长

同业存单往往有着年初发行收缩、年末发行放量的情况。2019 年的首月，同业存单发行总额创下近 23 个月以来新低。据 Wind 资讯数据显示，2019 年 1 月同业存单发行总额达 10572.10 亿元，平均发行利率为 3.0369%，净融资规模为 2532.40 亿元。

1 月的同业存单发行规模相较 2018 年 12 月，收窄超四成，对此，多位业内人士认为，近期银行资金流动性较为充裕，银行并不缺头寸，因此发行同业存单较少。此前，天风证券固收首席分析师孙彬彬在接受第一财经记者采访时也表示，春节前市场整体处于宽货币环境，伴随着跨节因素的削弱，同业存单发行规模出现下降属于正常的回落。

此外，也有分析师提及，同业存单到期量较少是发行下降的另外一个原因。据 Wind 资讯数据显示，2019 年 1 月同业存单到期量为 8039.70 亿元，是 2018 年以来单月到期规模最小的月份。

量跌的同时，同业存单的“价”同步下行。在经历 2018 年末短期上扬后，同业存单平均发行利率出现回落，1 月平均发行利率为 3.0369%，较 2018 年 1 月的 4.799%下降逾三成。孙彬彬称，未来资金利率将持续下行，同业存单的票面利率或回到 2.50%之下甚至更低。

同业存单的发行利率定价基准参照 Shibor（上海银行间同业拆放利率），因

此，同存发行利率的走势一定程度上被视为资金面的风向标。今年 1 月份以来，3 个月以上资金利率持续下行，以 3 个月期 Shibor 为例，该期限资金利率由月初的 3.285% 一路下行至 2.90%，下行幅度为 38.5 个基点。

一位来自城商行金融市场部人士向记者表示，目前资金整体利率走势向下，再加上年初一般性存款回流，各大银行发行同业存单的动力并没那么强烈，而且业内对今年流动性的预期普遍向好。

不过，值得注意的是，同业存单发行规模正常回落之际，期限结构显著拉长。公开数据显示，2019 年 1 月，9 个月至 1 年期的同业存单发行总额高达 3792.30 亿元，在各期限中占比最高，为 35.93%。而此前，这一占比多为 10% 甚至更低。

事实上，期限结构的这一变化在 2018 年下半年就有迹象，股份制银行尤为突出，和 2017 年相比，股份行一年期同存发行占比在 2018 年 8 月达到高峰，同时 9 个月期限的同业存单占比上升十分显著。多位券商分析师认为，同存期限调整的背后是监管政策的约束所致。

2018 年 7 月 1 日，《商业银行流动性风险管理办法》（下称《办法》）正式实施，对同业融资进行了限制。

《办法》提出三个新指标，分别是净稳定资金比例、流动性匹配率和优质流动性资产充足率，这三个指标的考核对短期限的同业存单影响较大，如在净稳定资金比例的考核中，6 个月到 1 年的融资可用稳定资金系数 50%，而 6 个月以下的为 0，这就直接导致市场上 1 个月至 6 个月期同业存单供给下行。

民生证券研究院副院长李锋称，三大银行流动性新指标的推出，使得同业存单供给边际走低，进而也影响同业存单利率下行。“监管政策变动是 2018 年同业存单发行利率下行的重要推手。”他称。

银行仍青睐，多数上调发行计划

尽管 1 月的发行规模明显缩减，但全年来看，同业存单发行量可能将延续

2018 年的上扬态势。数据显示，2018 年，金融机构同业存单共计发行约 21.10 万亿元，较 2017 年全年发行规模上升 4.62%，创 2013 年同业存单开始发行以来的最高年度发行水平。

再来看 2019 年，截至 2 月 1 日，从已公布 2019 年同业存单发行计划的 300 多家银行中可以看到，多数银行上调了 2019 年的全年发行计划。

以 A 股上市银行为例，记者整理发现，30 家银行中，除了农业银行和中国银行还未公布外，有 15 家银行上调了发行计划，10 家与去年持平，仅有 3 家下调。

而在 15 家上调的银行中，宁波银行上调规模最大，为 1400 亿元，幅度达 73.68%，此外，建设银行、贵阳银行、上海银行、长沙银行、无锡银行、张家港行、江阴银行上调幅度均高于或等于 30%；下调的 3 家银行为浦发银行、华夏银行和紫金银行，下调规模分别为 200 亿元、500 亿元和 50 亿元。

穆迪金融机构部副总裁、高级分析师诸蜀宁告诉记者，银行在确定发行计划备案额度时，除了考虑到自身负债情况外，还会考虑同存到期规模、发行成本和监管要求等因素。他还提及，发行计划的备案额度是针对同业存单发行余额进行控制，在具体的发行过程中，需结合整体的市场情况分析，如同业存单发行的难度等。

另外，从计划发行额度上看，股份行较高，如浦发银行、兴业银行、光大银行、民生银行，计划发行均高于或等于 6000 亿元；其后是大行和城商行，如建设银行、江苏银行、背景银行、宁波银行，均高于 3000 亿元；最后是农商行，如吴江银行、江阴银行，发行额度低于 200 亿元。

上述城商行人士对记者表示，经历了 2018 年的同业严监管后，各大银行的同业存单发行规模趋于平缓，而银行并未大幅收缩同存规模，也体现了负债端压力仍存，且这一压力还可能加剧。

监管规定，在 2018 年一季度，资产规模 5000 亿元以上银行发行的 1 年以内同业存单被纳入宏观审慎评估体系（MPA）同业负债占比指标进行考核，2019 年第一季度，资产规模 5000 亿元以下金融机构发行的同业存单也将纳入 MPA 考核，不少银行面临着缩表压力。

银行资产负债“两荒”

作为中小银行加杠杆的利器，同业存单的供求变动也反映着银行资产负债端的需求。

从负债端来看，银行一般性存款增速偏慢，负债压力长期较大，同时，一些高息理财产品对存款亦有分流，导致银行揽储难度增加。东方金诚首席金融分析师徐承远表示，商业银行资产负债端增速差存在一定缺口，表明负债端压力尚未明显缓解，银行对同业存单存在一定的依赖。

而部分银行同业负债占比距离监管要求仍有一定的安全边界，为其发行提供了空间。另外，去年下半年以来，央行实施一系列降准操作带动资金市场利率走低，进而拉低同业存单发行利率，不少商业银行选择放量发行以降低负债成本。

不过，央行的操作虽然能为市场补充流动性，但从央行手中获得流动性的主要是大行，中小银行处境仍艰，一些中小行只能利用同业工具，尤其是同业存单获得大行的超储从而扩展负债端。

从资产端分析，在当前环境下，银行间市场资金充裕反映出商业银行在资产配置上或已经面临“资产荒”问题，商业银行对低风险、高收益等优质资产需求加大与市场供给不足加剧。

“对于认购方来讲，央行连续降准之后，银行间资金较为充裕，信贷投放不足，投同业存单是最理想的选择，既有利润，又能控制风险。”一位民营银行金融市场部人士对记者表示。

银行的信贷投放受其风险偏好较低和资本补充压力加大等因素的制约。上述

人士称，一些银行资本充足率存在压力，尽管有流动性，但信贷投放产生的货币乘数增加效应受资本金制约，资金流向金融市场的概率较大，如配置国债、同业存单等。

李锋亦认为，尽管货币政策相对宽松，流动性大量投放至银行间系统，但由于中低信用资质主体风险暴露，银行惜贷较为严重，“资产稀缺”问题凸显，资金在银行间系统内空转，导致银行间资金流动性与实体流动性“冰火两重天”。

融 360 分析师杨慧敏称，未来银行或倾向于增加长期限同业存单来改善银行负债结构。针对此，不少银行早已有所动作，如增加 9 个月至 1 年期同业存单的发行量。但还需注意的是，利用同业资金优化资金来源结构的前提是银行要有核心的存款，才能较好平衡主动负债规模，把控风险。

银行理财产品：严监管下的突破

金融危机发生后，在流动性大量释放和经济增速换挡的矛盾中，银行理财等预期风险收益水平较高的产品迅速扩张，过剩的流动性在金融体系内空转，杠杆风险不断积累。2016 年以来，我国持续加强对金融行业杠杆的控制和监管，当前，资管新规已经落地，依靠杠杆资金滚动、具有刚性兑付性质的预期收益型产品将逐渐成为历史。然而，零售投资者对预期收益型产品的需求依然强烈，市场必然会探寻未来的突破和创新。

预期收益型产品的历史发展及监管

2011 年左右，由于股市债市都比较低迷，投资者直接和间接入市热情都不高。然而随着四万亿刺激措施的逐步实施，一方面地方政府和房地产行业有大量的项目融资需求，另一方面投资者需要收益率较高风险较低的理财投资产品，因此具有刚性兑付性质的银行理财产品获得投资者青睐。同时，公募保本基金也成

为各公司的抢占目标，分级基金产品的优先级成为以稳定收益为目标的资金的首选配置对象。刚性兑付的银行理财产品的高速发展启发了公募基金的产品设计思路，在商业银行通过发行短期和超短期理财产品变相揽储受到限制（银监发〔2011〕91 号文）的情况下，为弥补这一空白，模仿银行理财的有固定投资期限的短期理财债券型基金随后风靡一时，但归根结底与货币基金并无本质差别。种种现象都表明，人们对预期收益型产品存在着大量需求。

2011 年初，银行理财产品账面余额为 3.2 万亿元，到 2013 年末就增长到 10.24 万亿元，超过基金、券商和保险资产管理规模。随着银行存贷款利率的放开、利率市场化程度的不断深入，银行业负债竞争加剧，到 2015 年底理财产品账面余额再次翻倍，增长到 23.5 万亿元。在银行理财监管不断升级和规范的作用下，2017 年底，理财产品账面余额依然进一步增长到 29.54 万亿元。

为及时防范和化解系统性金融风险，2017 年 11 月，一行三会发布资管产品征求意见稿，旨在进一步严格规范并坚决落实对风险收益不等价的高预期收益型产品的监管措施；2018 年 4 月底，具有重大战略意义的资管新规正式发布。而在 2017 年底之前，公募保本基金、各类分级产品都已经受到严格管制，资产管理规模不断缩水。此次统一监管新规要求资管产品实行净值化管理、消除多层嵌套和通道，无疑将对银行理财产品的发展带来最重要的挑战，规模庞大的表外预期收益型产品将逐渐进行市场化转型或转移到表内。但是投资者对收益高于银行存款且稳定性高的理财产品的需求依然存在，本金有保障的结构性理财或负债产品或将成为这些需求的市场化转移方向。

什么是结构性产品

首先必须指出的是，本文所讨论的结构性产品和 2015 年股市异常波动以来各监管部门所管制的杠杆式结构化产品有根本不同。结构化产品的优先份额为劣后份额提供杠杆资金，享受低风险稳定收益，劣后份额对优先份额进行风险补偿。

此结构是指产品获得收益后，对收益的分配结构（收益分配不按份额比例计算，由资产管理合同另行约定），其根源是产品的资产结构。正如美国投资公司协会（ICI）对结构化杠杆的解释：结构化杠杆是指通过增加资产而改变基金的资本结构（美国基金是公司型的，因此是资本结构），主要实现方式包括借款、发行债务、发行优先份额等。而本文所讨论的结构化产品是指产品本身的收益结构，而非分配结构。

随着金融市场的不断创新，结构化产品所包含的因素越来越多，其定义也越来越难以说清楚。英国金融服务局（Financial Services Authority）将结构化投资产品进行了框架性解释：“至少收益挂钩于某一指数或指数组合、一篮子股票或者其他因素及因素组合的市场表现，并可由事前设定的公式计算”。结构化产品挂钩的基础资产包括股票、股票指数、利率和信用类资产、货币、商品等等。产品的收益可以设计成全部或部分保本，也可以是收益增强或者杠杆形式。当然，产品预期收益向上的潜力越高，向下的可能性也就越大，收益和风险总是相平衡的。其中，保本结构化产品与我国近年来投资者热衷的预期收益型理财产品在收益特征方面较为类似，具有一定的可替代作用，如银行表内的结构性存款和表外的保本结构性理财、证券公司的收益凭证等。

结构化产品的发展及其作用

20 世纪 80 年代，投资银行为寻求和吸引更多投资者参与金融市场、满足投资者较为复杂的个性化的风险收益目标，创新并产生了结构化产品。正因为结构化产品是综合性的金融衍生品，能够满足标准金融衍生品所满足不了的需求，所以过去三十几年来，结构化产品越来越受到大型机构及个人投资者的欢迎。

结构化产品产生于美国，而在欧洲市场发展更为广泛和迅速，并很快传播到亚太地区。在德国和瑞士，2012 年左右，投资者持有的结构化产品大约占其金融资产的 6%。根据 SRP（Structured Retail Product Limited）2015 年的报告，在

欧洲主要市场 60% 的受访者认为，结构性产品比上市的股票期权更受欢迎。2008 年的全球金融危机对结构性产品的发展带来了较大冲击，挪威在雷曼兄弟破产后，禁止了结构性产品的发行。欧洲市场的结构性产品年销售规模从 2007 年的 2400 亿美元下降到 2013 年的 950 亿美元，2014 年有所复苏到 1000 亿美元。但是，产品数量增长非常快，经过 2009 年的短暂下跌，已经从 2007 年的 1.2 万只左右上涨到 2014 年的 1.8 万多只，这主要反映了零售投资者依然偏好甚至更加青睐结构性产品。据 SPR 估算，德国结构性产品的需求者 100% 是零售投资者，这一比例在法国为 90%，比利时为 95%，葡萄牙为 80%。在美国，结构性产品如同股票、债券、ETF 或者开放式基金一样，只需在 SEC 注册，这意味着零售投资者很容易购买。2011 年到 2012 年两年时间，美国发售了 2.66 万多只结构性产品，规模超过 12.5 亿美元。

结构性产品之所以受到零售投资者的持续欢迎，主要是其可以满足一般市场参与者的多样化需求。根本原因在于该类产品能够把市场不确定性进一步细分，为投资者提供了根据自己对未来市场走势的预期进行投资的灵活工具。所以，尽管受金融危机的影响，在发展过程中遇到了挫折，但机构和零售投资者依然对结构性产品有强烈的需求。结构性产品对投资者的多样化投资和风险管理都发挥了重要作用。在投资方面，结构性产品给予投资者分散投资、增强收益的机会，获得其本身不能投资的资产的风险敞口；在风险管理方面，可通过定制化产品灵活便利地对不愿承担的投资组合风险敞口进行对冲，并保留投资组合不断增值的潜力。

在投资者青睐结构性产品的众多因素中，最重要和最吸引人的是收益的确定性，金融市场波动的不断加剧愈加显示出这一点的重要性，使得结构性产品事先确定性的收益结构更加有吸引力。作为一个投资者，能够明确地知道投资一个产品在什么样的情况下将获得多大的收益或产生多大损失，怎样强调这点的重要性

都不为过，而且没有什么比这更重要的了。

在各种收益结构的结构性产品中，保本型产品最受零售投资者和稳健型机构投资者青睐。国际经验表明，保本结构性产品规模增长的原因是受需求推动，而其他结构性产品主要受市场和销售推动力量的影响。保本型产品受欢迎的根源是投资者一直以来不变的损失厌恶和储蓄倾向。

结构性产品不仅满足了广大零售投资者的多样化需求，而且也成为国际大型银行的有力融资工具。世界银行作为联合国的国际金融机构，2011 年左右，每年在全球各市场大约发行 350 亿美元债券，包括挂钩于股票或债券指数的结构性票据（Structured Notes）等，在早些年份，结构性票据甚至占世界银行总融资额的 25%。到 2016 年，世界银行的结构性票据发行量已经高达 114 亿美元，高于大多数华尔街银行。世界银行以其特殊身份，一直在努力提升结构性产品的标准和优化市场行为。

2013 年，我国证监会发布相关暂行规定，明确证券公司可以用收益凭证作为债务融资工具。2015 年和 2016 年，证券公司在中证机构间报价系统发行的收益凭证规模分别为 2971.68 亿元和 2223.75 亿元，2017 年增长到 3137.34 亿元，加上柜台市场，总发行规模为 7120.71 亿元，收益凭证成为证券公司越来越重要的短期融资工具。

保本结构性产品的一般形式及我国的潜在需求

标准保本结构性产品的投资由安全资产和风险资产两部分组成，典型的安全资产是零息债券，风险资产是所挂钩基础资产的多头欧式看涨期权。期权提供了对基础资产价格上行的风险暴露，同时零息债券对本金进行保障。因此，保本结构性产品的预期收益是一个区间，最终实现收益取决于风险资产的市场行情。零息债券的票面价值（等于受保障的本金）和贴现值之间的差额用于购买期权。产品到期时，投资者获得的收益等于票面名义价值和所挂钩的风险资产的期权产生

的收益之和。到期时，如果基础风险资产的市场价格低于执行价格，那么期权价值为零，该产品只能支付名义价值；如果基础风险资产的市场价格高于执行价格，那么该产品应支付的收益等于名义价值和期权获得的收益之和。风险资产部分获得的收益与产品的参与率有关，产品的保障收益越高，参与率就越低，风险资产的投资比例越低。因此在本金或收益保障要求的前提下，产品的收益结构取决于所挂钩的基础风险资产的价格变化。

根据 2017 年中国银行业理财市场报告，2017 年一般个人类产品存续余额较年初增长 2.76 万亿元，增幅达 23.31%，占全部理财产品存续余额的 49.42%，较年初增长 8.68 个百分点；保本产品的存续余额为 7.37 万亿元，占全部理财产品存续余额的 24.95%，较年初增长 4.51 个百分点。可见，投资者对预期收益型产品的需求增长仍在持续。但是，2018 年 4 月底落地的资管新规要求未来银行理财产品实行净值化管理、打破刚性兑付等要求都会降低产品收益的确定性，降低其对投资者的吸引力。然而，投资者尤其是一般个人投资者对预期收益型产品的刚性需求不会降低。

2017 年以来，金融机构尤其是银行业务全面开始了实质性去杠杆。到 2017 年底，银行总资产增速明显下降，银行对银、非银同业资产负债扩张大幅回落，表明银行去杠杆防风险取得了阶段性成果。但是银行表内的存量“影子银行”资产收缩仍然缓慢。银行对非银行的净债权，主要衡量银行向非银金融机构（如理财、信托、券商等）购买的资管计划、理财产品、收益权、券商集合等，近几年猛增且 2017 年以来下降并不明显，这意味着银行表内资产的投资需求依然很强烈。2017 年下半年，银行已经开始了结构性存款争夺战。据报道，2017 年，包括工农中建的中资全国性大型银行的表内个人结构性存款负债产品增加了 48.23%，收益率也非常接近理财产品。银行的表外理财产品中，挂钩沪深 300 等指数的预期区间收益型结构性产品也日渐增多。可见，在监管部门对各金融机

构保本型投资产品严监管的背景下，保本结构性产品已经开始成为包括零售和稳健型投资者青睐的目标。除了收益确定性之外，结构性产品的期限结构也与银行的预期收益型产品非常相近，绝大部分为一年之内的短期产品。

保本结构性产品对期权期货等金融衍生工具的需求

结构性产品中基础风险资产的欧式期权既可以是场内期权，也可以是场外期权。目前我国场内金融期权产品仅有上证 50ETF 期权，早在 2015 年上证 50ETF 期权上市初期，就有证券公司推出了挂钩于该期权的收益凭证。很多没有相应场内期权的结构性产品通过场外期权实现增值目的。根据中证机构间报价系统股份有限公司 2017 年 12 月报告，商业银行是证券公司场外期权的主要交易对手之一，而商业银行购买场外期权正是为了结构性产品的增值。银行代销的结构性理财产品也都会通过场内或场外期权实现本金保障之外的增值目标。证券公司发行的场外期权产品中，按名义本金口径计算，股指类产品占一半以上，并且客户中大部分是银行。

证券公司发行场外期权产品要通过场内产品进行风险对冲。对于股票指数期权，通过场内股指期货对冲风险暴露无疑是最便捷且成本最低的方式。根据美国 CFTC 的金融期货持仓报告制度，作为市场卖方的交易商/中介机构是四大类应报告大型交易者之一，它们设计并向客户出售各种金融产品，然后匹配和对冲来自于各个市场和客户的风险暴露头寸，金融期货合约是它们对冲所出售产品和其他业务风险的重要工具，也因此为金融期货市场提供了充足的流动性。在国内，出售场外期权产品的证券公司也同样需要在金融期货市场对冲业务风险，证券公司通过股指期货对冲沪深 300、中证 500 指数的场外期权产品风险的成本大大低于个股期权产品的风险对冲成本（我国无场内个股期货和期权，只能在现货市场对冲风险），因此，指数场外期权的报价比个股场外期权的报价低得多，也不容易产生以转移配资博取高杠杆为目的的个股场外期权风险。

发展场内期权期货市场，夯实结构性产品健康发展的基础

保本结构性产品实现保本并增值的普遍方式是运用期权工具，正是由于我国缺少场内股指期权工具，有强烈市场需求的结构性产品才只能通过场外期权实现保本增值的目的。竞价交易、统一清算结算的场内期权市场，凭借其严密的风险管理制度、较低的交易成本，能够降低有广泛市场需求的保本结构性产品的管理和投资成本、改善市场秩序、保护广大投资者利益。据调研，由于上证 50 指数有其对应的 ETF 期权，因而，上证 50 指数场外期权产品比沪深 300、中证 500 的场外期权规模小、定价低。目前，以沪深 300 股指为基础的各类衍生品交易活跃，尤其是场外期权需求较大，所以建议尽快上市沪深 300 股指场内期权。

随着保本结构性产品及场外期权市场的发展，以及我国金融对外开放的加速，证券公司在股指期货市场对冲风险的需求将越来越高。然而这与当前我国股指期货市场依然受到严格管控的现实形成强烈矛盾。虽然证券公司对冲场外期权头寸风险可以向中金所申请套保额度，不受日开仓数量上限仅有 20 手的限制，但市场流动性不足可能导致证券公司对冲场外期权风险的操作对市场流动性带来冲击，并提高对冲成本。因此，为了结构性产品的健康发展并惠及到各类投资者，应充分了解和协调证券公司的需求，适当放松对股指期货市场的临时管控措施。

值得关注的是，场外个股期权与指数期权在资金来源、对冲效率、对现货市场影响方面均有所不同。据调研，场外个股期权的资金大部分来自于推动股市异常波动的配资资金，成为股市加杠杆的又一渠道。2018 年 1 月底 A 股大幅波动期间，在券商场外期权产品中，个股类的亏损比股指类高很多，主要原因在于个股类期权风险敞口通过现货市场对冲成本高、效率低。更重要的是，证券公司对冲风险的操作有可能对现货市场造成较大冲击。监管层已经注意到相关风险，并初步采取了风险防范措施。