

目录

本期导读.....	2
证监会首提全面禁止通道业务 强调不得让渡管理责任	2
一季末基金子公司专户规模缩水严重	2
宏观政策.....	3
银监会：加快银行资管和理财业务立法	3
证监会首提全面禁止通道业务 强调不得让渡管理责任	3
银行资管.....	8
资管销售体系面临全面整改 新规最快 5 月底落地	8
银行理财收益率小幅上行 大部分债基亏损	10
行业新闻.....	16
一季末基金子公司专户规模缩水严重	16
同业理财一年翻倍的神话或难再复制	17
产品情况.....	25
信托产品	25
资管产品	25
银行理财	25

本期导读

证监会首提全面禁止通道业务 强调不得让渡管理责任

监管收紧通道业务已是行业共识，但一直以来证监会并未明确禁止通道业务，而是给予机构充分缓冲期逐步压缩通道业务规模。在 5 月 19 日的新闻发布会上，发言人张晓军首提全面禁止通道业务，强调不得让渡管理责任。

一季末基金子公司专户规模缩水严重

一季度，基金专户业务三大领域——基金公司专户、社保基金及企业年金、基金子公司专户业务中，基金子公司专户规模缩水较大，另外两项有小幅提升。

宏观政策

银监会：加快银行资管和理财业务立法

5 月 15 日，银监会办公厅下发的《关于印发 2017 年立法工作计划的通知》（以下简称《通知》）称，立法工作要把防控金融风险放到更加重要的位置，确保不发生系统性、区域性金融风险底线。要针对突出风险，及时弥补监管短板，排查监管制度漏洞，完善监管规制，加快对银行股东代持、资管业务、理财业务等重点领域的立法工作。

银监会计划在 2017 年完成 46 项立法项目，其中包括 4 项行政法规、11 项规章以及 11 项规范性文件。除了上述提及的重点领域的立法项目之外，还包括《商业银行新设债转股实施机构管理办法（试行）》、《网络借贷资金存管业务指引》（制定）、《商业银行流动性风险管理办法（试行）》等具体任务。

《通知》显示，2017 年抓紧研究、待条件成熟提出的立法项目共 16 项。包括《小额贷款公司监督管理条例》（制定）、《金融租赁资产风险分类指引》（制定）、《消费金融公司发行二级资本债有关事项的通知》（制定）等。

证监会首提全面禁止通道业务 强调不得让渡管理责任

监管收紧通道业务已是行业共识，但一直以来证监会并未明确禁止通道业务，而是给予机构充分缓冲期逐步压缩通道业务规模。在 5 月 19 日的新闻发布会上，发言人张晓军首提全面禁止通道业务，强调不得让渡管理责任。

这一表述是在谈及新沃基金专户业务风控缺失导致重大事件处罚时提及的。张晓军表示，证券基金经营机构从事资管业务应坚持资管业务本源，谨慎勤勉履行管理人职责，不得从事让渡管理责任的所谓“通道业务”。

接近监管人士表示，上述表述虽然是在谈及新沃基金后提出，但实际针对的不仅仅是基金行业，而是整个资管行业，包括券商资管、基金公司及其基金子公司的通道业务。

2016 年以来，监管层压缩通道态度明显。基金业协会在 2016 年资产管理业务统计年报中表示，通道业务整体增速下降，证券公司、基金公司资管通道业务发展继续保持较快增长，增速保持与 2015 年相近的水平，但基金子公司专户通道业务受监管政策影响较大，增速大幅下降。截至去年底，整个资管行业内“一对一”产品规模约为 27.08 万亿元。根据基金业协会统计，截止 2016 年底，基金子公司一对一专户存续产品管理规模达 8.21 万亿元，公募基金存续的一对一专户规模为 4.18 万亿元，而相应的券商定向资管规模约为 14.69 万亿元。

通道的风险

通道业务并非正式的业务名词，只是在分业监管下各类金融机构利用监管缝隙发明的业务。一般为银行为解决资金出表，将资金委托给券商或基金成立定向资管或者一对一产品计划，但具体资管计划的管理权仍然掌握在银行手中，券商基金等机构仅仅充当通道，通道业务的核心是管理责任的让渡。过去五年间，我国资产管理行业在银行主导表外融资业务的驱动下，规模快速扩张。

但快速发展背后风险也在不断累积，看似仅仅是承担通道业务的资管机构在真正出现问题时很难全身而退。比如近期由中山证券担任管理人的“中山融盛 5 号定向资产管理计划”由于出现实质性违约，中山证券与资管计划的委托人、托管人兴业银行青岛分行共同站上了原告席。去年，中航证券及爱建证券也分别因旗下的定向资管计划出现透支交易而被处罚。

虽然公司公告中强调与委托人有合同协议，诉讼所涉委托贷款及诉讼程序的法律风险与收益均由兴业银行青岛分行承担和享有，但中山证券能否真正撇清所有风险仍有待观察。

上述资管计划相关方明确，但在诸多通道业务中，“虽然合同里约定原状返还，但实际运作中风险并未完全规避，”证监会副主席李超在去年一次公开讲话中表示通道业务风险责任难以说清。

此次新沃基金被处罚的乾元 2 号特定客户资产管理也是一只“一对一”的专户产品，在通过多次回购，以极高的杠杆集中持有债券，相关债券出现兑付违约后，导致回购交易无法偿付，直接将风险传导至多家其他金融机构。

一位接近监管人士曾表示，虽然通道业务来钱快且业务简单看似没有风险，但实际上一旦出现风险事件，作为管理人的证券基金经营机构肯定没法全身而退，这也是收紧通道业务的一大考量。

另有一位基金子公司副总表示，即使是投资于标准化的产品，如果有出资方刻意隐瞒其他资管计划，作为管理人仅能了解单一通道产品的运作情况，判断其是否具有风险，但无法真正了解出资人背后的真实操作目的，在金融监管分业的背景下，这些风险难以被快速识别，资管机构也无力判别这些风险，并且出事后管理人难以完全回避责任。

上述这一顾虑在宝能“逼宫”万科及恒丰银行持有君康人寿时都曾出现过，宝能曾用 9 个资管计划用来增持万科，而恒丰银行一案中，恒丰银行资管部投出 280 亿元，也是通过两个一对一的资管计划进入代持公司，以购买杉杉控股及相关公司持有的君康人寿 71.44% 股份，隐秘程度可见一斑。

一位基金公司督察长认为，即使是通道业务，基金公司也是产品的管理人，需要履行风控，不能造成其缺失，投顾说什么就投什么，风控的核心在于债券信用风险及异常交易。

但在实际操作过程中，是否能严格进行风控把关存在很大的不确定性。一位基金子公司副总向财新记者坦言，管理人是应该对资产产品实行风控，但在实际操作过程中，尤其是涉及单一出资方，产品的管理人一般不想做到很复杂，一方面委托人不配合，另一方面通道业务很多运作模式在业内也是约定俗成的。“调查成本、客户配合度都是需要考虑的问题。”

净资本约束倒逼缩减通道

从行业现状看，单一出资人的产品是出现让渡管理权、风控缺失的“重灾区”。

目前行业资管产品从类型上看，主要分为券商资管计划、公募基金专户、基金子公司专户。更细分看，券商产品主要分为集合计划（一对多）、定向资产管理计划（一对一）以及专项资管计划（一对多）；基金公司有一对一的专户产品以及一对多产品；基金子公司也可分为一对一专户产品及一对多专户产品。

多位业内人士向财新记者表示，上述一对一专户及券商定向资管计划并非全部为通道业务，也有部分主动管理产品；但确实存在当沦为通道时可能会委托人话语权更大，甚至拥有绝对话语权的情况。

针对通道业务可能存在的风险，证监会在 2014 年曾有过一轮规范，发文规定“禁止基金子公司通过‘一对多’专户开展通道业务；明确要求证券公司“不得通过集合资产管理计划开展通道业务”。但在“一对一”的专户和券商定向资产管理计划上一直没有明确严格限制。

2016 年，监管层继续发文约束基金子公司及证券公司，倒逼行业自己回归主动管理，缩减通道业务规模。去年 12 月，基金子公司净资本约束正式落地，各项业务均需与净资本挂钩，基金子公司通道业务量骤减。

一位基金子公司副总向财新记者表示，虽然证监会此前明面上并未完全禁止通道业务，但是实际操作中却在倒逼资管经营机构缩减通道业务。基金子公司净资本管理正式实行后，通道业务成本提高。“比如一对一的通道产品计提净资本成本是千八，但市场上手续费能达到千一就是很不错的水平了，所以除个别银行系的在增资后会有一些业务亏本做，一般来说净资本都稀缺，如果不增资不太可能做。”

同在去年，监管也针对券商资管业务出台“八条”底线和风控指标，在以净资本为核心的监管新规下，风险资本准备计提比例全面攀升，通道业务将占用券商大量净资本。而对券商来说，资本金都是“真金白银”。

一位证券公司资管业务负责人表示，目前在多重监管政策的引导下，券商资管通道业务增速从整体来讲已呈现下降趋势，而此前以银行委外投资为主体的主动管理业务出现了快速增长，并且投资方向越来越多元化。

正如前文所述，近几年资产管理行业的快速规模增长与银行出表初衷有很大的关联，但近期银监会也在收紧规则，强调“穿透式”监管要求。

5 月 12 日，银行业理财登记托管中心有限公司就下发了通知，明确无论通道类还是委外类业务都需要遵循分层原则登记，此前虽然银监会也有类似要求，但由于实际操作并不明确，银行普遍存在少登记和拆分登记的做法，也就是说不登记底层资产负债规模，只是按照理财投资额为限登记。

从法律关系上而言，不应存在通道类的资管产品。一位从事并购重组的律师告诉财新记者，信托关系是受托人是以委托人名义按合同约定做事，而委托关系则是受托人以委托人名义做事；委托关系就是出借账户，属于通道业务。

但《证券法》第八十条规定，禁止法人非法利用他人账户从事证券交易；禁止法人出借自己或者他人的证券账户。也就是说“既不能出借账户，也不能借用账户，所以不应该有委托关系的资管产品”。

银行资管

资管销售体系面临全面整改 新规最快 5 月底落地

据中国证券报，围绕投资者适当性管理的新规细则最快将于本月底公布，券商、基金、期货等机构的销售体系面临全面的整改、重塑。

去年底，证监会公布了《证券期货投资者适当性管理办法》，该办法将于今年 7 月 1 日起施行，旨在“将适当的产品销售给适当的投资者”。

知情人称，中国证券业协会、中国期货业协会制定的相关配套实施细则预计 5 月底或 6 月初正式对外发布。

报道称，目前，包括券商、基金、期货等机构在内均在根据上述管理办法规定推进制度修订、流程完善和信息技术系统准备工作，部分公募基金已经开始对 TA 系统(登记过户系统)进行改造后内部测试，券商资管也将陆续开始内测。投资者适当性管理工作涉及面广，任务重、时间紧，相关操作细节均在等待协会配套实施细则进行明确，资管相关的销售体系面临全面的整改、重塑。

上海一家券商资管人士表示，因为投资者适当性管理涉及到产品直销、代销、产品和运营等各个方面，相关流程、制度和表单都必须根据《管理办法》去改。

该人士还称，按照新规，“基本上与之前卖产品的原则方法都不一样，”因此新的投资者适当性管理工作是一项庞大的系统性工程，且时间比较紧，但目前仍然需要等待协会统一指引。

机构积极备战

在新规落地倒计时开启后，各路经营机构均积极部署准备工作。

一位券商业务人士表示，证券公司需根据《办法》进行制度修订、流程完善和信息技术系统准备，“交易系统、账户系统等均需进行优化提升，工作时间紧、任务重。证券公司适当性管理方面的系统功能、工作机制面临着一次重要的、全面的检验。”

国信证券相关负责人介绍，公司已按照《办法》规定进行了初步制度修订，各业务部门正在梳理、优化、完善相应的制度、指引或细则；待协会指引发布后，将根据最新监管要求再补充修订。其次，梳理现有业务流程并进行完善，包括新制定流程（最低风险级别客户特别保护、高风险产品或服务特别工作程序、双录等）和修改现有流程（开户、风险承受能力测评、金融产品销售等）。此外，各项业务的系统改造需求基本确定，正在加紧开发。

广发证券相关人士介绍，投资者适当性管理工作是今年证券公司工作的重中之重。为满足办法规定的互联网业务留痕要求，广发证券计划引入电子签名系统，客户在 7 月 1 日后通过互联网方式签署业务协议、风险揭示书等文本均将使用电子签名。

东方红资产管理表示，公司在投资者适当性管理工作上分为两个重点，一方面是了解投资者，另一方面是了解产品。公司将进一步深入了解更多关于投资者的信息，例如职业、收入来源、财务状况和诚信记录等内容。同时，公司根据投资者的财务状况、投资知识和经验、风险偏好、诚信状况等因素，综合评估，确定投资者的风险承受能力并对其进行细化分类管理。

新规

证监会主席助理黄炜将新规归纳为三类：一是以判断投资者风险承受能力为目标的投资者分类义务；二是以判断产品风险等级为目标的产品分级义务；三是以“将适当的产品销售给适当的投资者”为目标的销售匹配义务。

《管理办法》适用所有涉及到客户购买产品或接受券商服务的业务，例如传统经纪业务、资管业务、研究业务等，覆盖融资融券、个股期权、分级基金等需要准入条件的高风险业务，涉及面非常广。

《管理办法》对投资者适当性制度如何落实做了明确规定，明确将投资者区分为普通投资者和专业投资者。

普通投资者在信息告知、风险警示、适当性匹配等方面享有特别保护，包括禁止经营机构向风险承受能力最低类别的投资者销售或提供风险等级高于其风险承受能力的产品或者服务。

《管理办法》围绕证券期货经营机构的适当性义务展开，要求所有涉及客户购买产品或接受券商服务的业务都需要按照投资者适当性的要求进行管理，对新开立账户或接受服务的客户以及购买新产品或接受新服务的老客户进行分类、评估、匹配及动态管理，建立投资者评估数据库。

银行理财收益率小幅上行 大部分债基亏损

2017 年 4 月，银行理财产品发行和到期量均回落，1 个月以内理财收益率明显下行，其他期限理财收益率继续上升，增幅有所收窄。受监管预期影响，4 月债券收益率继续上行，除分级 A 外其他债基当月业绩均亏损；信托产品发行产品数量和规模均较上月小幅下降。新发信托产品平均预期收益率小幅下降，从 3 月的 6.60% 降至 6.59%；公募固收产品成立规模继续下滑，短端利率债上行幅度继续高于中长端利率债，AAA 和 AA+ 等级信用债收益率上升幅度较大，除分级 AA

基金外，其他债基业绩均亏损；券商资管产品新发数量和份额较上月回落。4 月债券型资管产品业绩下滑，货币型资管产品的 7 日年化增长率中位数从上月的 4.6% 小幅降至 4.55%。

银行理财收益率上行幅度收窄

1. 4 月产品发行和到期量回落。

截至 5 月 3 日，4 月银行理财产品累计发行 9939 只，到期 9291 只，均较上月同时点所统计的数量回落。

2. 理财收益率继续上行。

4 月，除短期理财收益率明显回落，银行整体理财收益率保持小幅上行趋势。其中，1 个月以上的保本型和非保本型收益理财产品平均收益率分别较上月上升 2-5bp 和 1-7bp。与去年同期相比，理财产品收益率继续同比上行，1 个月以内期限理财产品收益率同比增幅收窄，其他期限理财收益率同比增幅继续扩大。

其中，委托期 1 个月以内的银行理财产品收益率明显回落。保本型和非保本型产品平均收益率分别较上月下降 22.5 和 5.9 个基点；委托期在 1-3 月的银行理财产品收益率继续上升，增幅收窄。保本型和非保本型收益理财产品平均收益率分别上升 3.6 和 1 个基点；委托期在 3-6 月的理财收益率小幅上行，保本型和非保本型收益理财产品平均收益率分别上升 2 和 6.5 个基点；委托期在 6-12 月的理财产品收益率继续上行，保本型和非保本型收益理财产品平均收益率分别上升 5.5 和 7.2 个基点。

4 月，银行理财收益率曲线明显上移幅度较小，但保本型理财收益率曲线与上月相比变陡。

综合而言，4 月银行理财产品的发行量和到期量均小幅回落，理财收益率上行幅度收窄。由于 MPA 考核结束，1 个月以内理财收益率明显回落。而非保本型收益率则继续保持上升趋势。预计资金面仍紧平衡，整体理财收益率或保持平稳。

新发信托产品规模和预期收益率均回落

1. 3 月信托产品发行规模小幅下降。

据不完全统计，4 月份共有 55 家信托公司发行了 509 款集合信托产品，预计发行总规模 1133.32 亿元，发行产品数量和规模均较上月同一统计时点小幅下降。

4 月，除工商企业投向类的信托产品新发数量保持不变、其他投向类新发数量小幅增至 192 只外，投资在其他领域的信托产品新发数量均不同程度下降。其中，投资在基础产业、房地产和金融领域的信托产品发行数量分别下降至 33 只、50 只和 187 只。

从发行规模上来看，除投资在工商企业领域的信托产品发行规模小幅提升至 128.01 亿元，投资在其他领域的信托产品发行规模均下降。其中，基础产业类投向的信托产品发行规模下降幅度最大，由 3 月的 173.54 亿元大幅降至 301.4 亿元；房地产、金融和其他投向类的信托产品发行规模分别下降至 73.18 亿元、253.49 亿元和 309.07 亿元。

从平均成立规模来看，4 月份基础产业类、金融类和其他投向类信托产品平均成立规模均有所下降，分别较上月同时点统计数据下降至 1.12 亿元、1.72 亿元和 2.22 亿元；而房地产类和工商企业类信托产品平均成立规模分别小幅提升至 1.88 亿元和 1.60 亿元。

2. 新发信托产品平均预期收益率回落。

4 月新发信托产品平均预期收益率小幅下降，从 3 月的 6.60% 小幅降至 6.59%。与 3 月同时点数据相比，除基础产业、房地产类和其他投向类新发信托产品平均预期收益率有所上升外，投资在其他领域的新发信托产品平均预期收益率均小幅下降。其中，工商企业类和金融类投向新发信托产品的平均预期收益率分别降至 6.58% 和 5.63%；而基础产业、房地产类和其他投向类的新发信托产品平均预期收益率分别上升至 6.78%、6.99% 和 8.23%，其他投向类信托产品预期收益率上升幅度较大。

从平均期限来看，4 月份新发信托产品的平均期限较 3 月整体小幅缩短，从上月的 1.72 年缩短至 1.64 年。其中，基础产业类、房地产类、金融类和工商企业类投向新发信托产品的平均期限分别缩短至 2.32 年、2.01 年、1.22 年和 1.31 年，而其他投向类新发信托产品的平均期限延长至 2.3 年。

公募固收产品中大部分债基业绩亏损

1. 新发行基金：4 月纯债基新成立规模大幅下降。

据 WIND 不完全统计，4 月新债券型基金成立规模继续下滑，共成立新债券型基金 24 只，规模大幅降至 67.61 亿元。其中，新成立 20 只纯债型基金，成立规模较上月降至 64.18 亿元；新成立 3 只混合二级债基，新成立 1 只混合一级债基。

4 月，继续无新成立保本型基金；新成立货币市场型基金数量和规模均略有回升，成立规模大幅升至 102 亿元；无封闭式债基和短期理财基金成立。

2. 债券收益率继续上行，除分级 A 基金外其余债基业绩均亏损。

以复权后单位净值增长率作为业绩指标来评价各类债券型基金业绩表现。今年 1-4 月，仅分级基金 A 的累计业绩保持增长，其余债基累计业绩较上月均有所下滑，且其余债基单月单位净值均负增长。其中，分级基金 A 的累计业绩表现最突出，其单位净值增长率均值从 0.82% 升至 1.13%；纯债基金和封闭式债基的单位净值增长率均值分别从 0.28% 和 0.26% 降至 0.24% 和 0.18%，降幅收窄；混合债基的累计业绩增速下滑幅度较前期放大，二级债基和一级债基累计单位净值增长率均值分别由 0.28% 和 0.32% 大幅降至 0.11% 和 0.09%；分级基金 B 累计业绩亏损幅度继续放大，累计单位净值增长率均值从 -0.93% 降至 -1.79%。

4 月，整体债券收益率继续上行，增幅扩大，而风险资产价格继续下跌。MPA 考核结束后，月初债券收益率有所回落，但后期受到监管升级预期强化、委外赎回等因素的影响，收益率明显反弹。其中，短端利率债上行幅度继续高于中长端利率债，国债利率上升幅度高于国开债。其中，10 年期国债下滑 18bp，国开债收益率上升 12bp；1 年期国债和国开债收益率则分别上行 30bp 和 15bp。在信用债方面，短融收益率上升幅度较小，AA 和 AA+ 等级信用债收益率上升幅度较大。不同信用等级的短融收益率上升 14-26bp 不等。此外，3 年期中票收益率上升 21-39bp，5 年期中票收益率上行 24-37bp 不等；5 年期企业债收益率上升 29-37bp 不等。在风险资产价格方面，主板、创业板和转债指数均继续下跌，创业板指数下跌 2.97%，主板和转债指数分别小幅下行了 0.47% 和 1%。由于资金利率明显回落，R007 整体较上月底下降。

由于债券收益率继续上行且上升幅度放大，导致纯债基金和封闭式债基的业绩再度亏损，单位净值增长率均值分别从上月的 0.13% 和 0.08% 下降至 -0.04% 和 -0.08%；分级基金（B）的业绩亏损幅度有所收窄，单位净值增长率为 -0.82%。分级基金（A）的单位净值增长率均值从 0.32% 小幅降至 0.28%；风险资产价格继

续下挫，混合债基业绩均亏损幅度放大。二级债基和一级债基的单位净值增长率均值分别由-0.08%和-0.06%下降至-0.16%和-0.23%；从货币基金看，7 日年化收益率均值从 5.43%回落至 2.71%。短期理财基金的 7 日年化收益率均值同样下滑。

综上所述，受监管政策预期强化和委外赎回等因素影响，债券收益率上升幅度放大，短端利率债和 AA、AA+ 等级信用债收益率调整幅度较大。除分级 A 基金外，其他债基业绩均亏损。后期随着经济通胀数据回落和监管政策逐步明朗，债市仍有投资机会，后期债券收益率有下行空间。

债券型资管产品净值比重上升

1. 债券型产品资产净值规模占比继续上升。

截至 2017 年 5 月 3 日，现存券商集合理财产品数量达 3749 只，资产净值合计 19556 亿元，净值较上月上升。其中，债券型产品存量增至 1148 只，资产净值上升至 9372 亿元；货币市场型产品数量小幅增至 194 只；混合型产品降至 1279 只。总体看，债券型产品资产净值规模占比继续提升至近 50%；货币型产品资产净值规模占比降至 37%。

在债券型产品中，中长期纯债型基金净值比重升至 68%，资产净值合计上升至 6411.2 亿元；混合债券型一级基金净值比重下滑至 12%，资产净值略增至 1120 亿元；而混合债券型二级基金和短期纯债基金净值比重分别降至 6%和 14%，资产净值分别为 553.05 亿元和 1288.3 亿元。

2. 债券型券商资管产品新发数量上升。

据 WIND 不完全统计,截至 2017 年 5 月 3 日,4 月券商资管产品新发 517 只,发行总份额为 76.12 亿份,新发数量和份额较上月同期统计时点回落。4 月,新成立 328 只债券型券商资管产品,新成立货币型券商资管产品 119 只。

3. 债券和货币型资管产品业绩继续下滑。

从业绩表现来看,4 月债券型资管产品业绩下滑,净值增长率中位数从上月的 0.3%降至 0.22%。4 月货币型资管产品的 7 日年化增长率中位数从上月的 4.6%小幅降至 4.55%。

行业新闻

一季末基金子公司专户规模缩水严重

一季度,基金专户业务三大领域——基金公司专户、社保基金及企业年金、基金子公司专户业务中,基金子公司专户规模缩水较大,另外两项有小幅提升。

中国基金业协会官方微信公布的最新数据显示,截至今年 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,比去年底增加 1.68 万亿元,增幅为 3.24%。其中,公募基金管理机构管理的公募基金规模 9.3 万亿元,基金管理公司及其子公司专户业务规模 16.36 万亿元,证券公司资产管理业务规模 18.77 万亿元,期货公司资产管理业务规模约 2980 亿元,私募基金管理机构资产管理规模 8.75 万亿元。除了基金及子公司专户规模外,各大类机构资管规模均较去年底有所提升。

曾经迅速发展的基金及子公司专户业务,在新规约束之下,总规模开始出现明显下滑。

数据显示,截至一季度末,基金管理公司及其子公司专户业务规模 16.357 万亿元,较去年底的 16.886 万亿元减少 5291.61 亿元。这是基金管理公司及其子公司专户业务规模连续第二个季度出现缩水——去年四季度,专户业务规模也

出现了 5000 亿元左右的缩水，而去年三季末，专户业务规模达到 17.392 万亿的历史性高点。

具体来看，基金管理公司及其子公司专户业务总体规模出现下滑，其中涉及的三大领域，即基金公司专户业务、社保基金及企业年金业务、基金子公司业务的前两项仍有小幅攀升，仅基金子公司专户规模缩水较大。

基金子公司业务方面，截至一季度末，基金子公司共管理资产计划 13010 个，资产 99136.72 亿元。相比去年底，产品数量减少 1484 只；规模缩水 5894.19 亿元，降幅为 5.6%。从具体产品来看，“一对一”产品和“一对多”产品分别为 7573 只、5437 只，规模分别为 79000.07 亿元和 20136.65 亿元，相较去年底，“一对一”和“一对多”业务规模分别下滑 3099.54 亿元、2794.65 亿元。业内人士认为，伴随监管新政逐渐落地，子公司业务规模受净资本约束，未来基金子公司业务从重“数量”转向重“质量”，预计还会有下滑的空间。

在基金子公司业务规模下滑的同时，基金公司专户规模、社保基金及企业年金业务规模则有小幅攀升。具体来看，一季度，基金公司专户业务规模为 5.12 万亿元，较去年底增长 153.29 亿元。其中一对一专户产品规模增加了 766.13 亿元，而一对多产品规模缩水了 612.84 亿元，显示出专户业务变化的一个新方向。

数据还显示，一季度末基金公司管理的社保基金及企业年金规模为 13236.75 亿元，较去年底增加了近 450 亿元。

同业理财一年翻倍的神话或难再复制

2016 年同业理财余额从 3 万亿元猛增至近 6 万亿元；但今年一季度开始，同业理财已出现收缩态势，余额和占比都已下降，且这样的态势还会持续。

“去年的资金成本平均不过 4%，现在满大街都是 5%以上的，行内给的渠道费少得可怜，有时甚至没有销售费，做同业的客户经理都没了动力。”近期，很多同业部人士抱怨业务难做，可是半年前的同业部却是一派欣欣向荣。

5 月 19 日，银行业理财登记托管中心（下称理财中心）发布《中国银行业理财市场年度报告（2016 年）》（下称《报告》）。其中，银行同业类产品存续余额为 5.99 万亿元，同比增长一倍；占全部理财产品存续余额的 20.61%，较年初上升 7.84 个百分点。

去年一年间，由于资金成本较低、能减少风险计提、宏观审慎评估（MPA）考核等原因，同业理财以较高的增速扩张，无论是余额还是占比都显著提升。

但是据银行同业部人士和分析师观察，从 2017 年一季度开始，银行同业理财已经出现收缩的态势，增速和占比都在下降，但还没有发生剧烈调整。结合当前的监管大背景，同业理财的生存空间将进一步被压缩。

从 3 万亿到 6 万亿

2016 年同业理财的增长速度惊人，官方统计数据证实了市场的感受。

根据近三年的理财市场年度报告，同业理财在 2014 年底的余额仅有 0.49 万亿元，占理财余额比例为 3.25%，在此后的两年间相继增长到 3 万亿元、占比 12.77%和 5.99 万亿元、占比 20.61%。

也就是说，同业理财余额在 2016 年增长一倍，占理财余额的比例在两年间从 3.25%达到五分之一。

华创证券资深分析师周冠南表示，以往的报告会披露每个月同业理财的余额，近期截至 2016 年年中，同业理财逐月上涨，在季末时点更高，但是 2016 年报告没有披露每月数据，无法判断债灾发生之后，是否继续保持了此前的增速。

发展迅猛的原因何在？一位资深银行业分析师对财新记者表示，从 2014 年底开始的低息环境是大背景，助长了这轮同业理财的迅速膨胀。在同业资金增加的同时，银行需要找到投资点，要么委外要么直接购买具有基于行业信用评级的同业理财。

报告也表明，2015 年 7 月开始，银行同业理财资金余额突破 2 万亿元，并在 2015 年底突破 3 万亿元，在 2016 年 6 月突破 4 万亿元。

不过一位股份制银行资管部人士认为，2008 年之后货币政策也比较宽松，但同业理财的规模并没有这么大的涨幅，所以这不是直接原因。

他表示，表外运作是银行开展同业理财的主要目的，为的是规避风险资本计提和各项指标考核的监管。

同时，同业理财相对于个人和企业理财，更具有批发业务的特征，对价格更为敏感且募集规模较大，容易作为银行冲量工具。多位资深分析师表示，很多中小银行偏好通过发行同业理财扩张规模。

还有很多人把原因归结于 MPA 考核。2016 年 11 月，人民银行确定在 2017 年把表外理财纳入 MPA，“在正式实行之前，把基数做大”，一位银行同业部负责人表示，在临近 2016 年年末的时候，很多银行同业理财规模增长很多。

前述银行资管人士还表示，经济下行期间，银行信贷部门十分谨慎不敢投放贷款，因此，同业部门就成了银行的盈利重点。

增速神话或已终结

“从一季度开始，同业理财就出现萎缩现象了。”多位银行同业部人士反映，同业理财业务从 2017 年一季度开始就已经出现增速放缓的迹象。

前述资深银行业分析师表示，据其测算，同业理财余额占理财市场的比例已经下降了 3 个百分点；据其观察，大部分同业理财暂时都是到期不续做，因此余额和占比都在逐步下降。他预测这种情况还会持续很久，但余额不会马上掉下来。

“最近由于各种因素叠加，同业理财几乎没有额度。”一位股份制银行同业部人士表示，其所在银行给同业条线的激励和额度都在变少，就连卖理财的渠道费也在缩减，同业客户经理也没有了动力。

这位同业部人士续指，主要是现在同业的资金成本太高，利润都让给了客户，“去年平均资金成本不到 4%，今年满大街都是 5%”，现在同业成本比零售部门高很多，所以很多银行的资管部门都调整策略，给零售部门增加资源、调整激励和额度等。

“但是同业理财在短期内不会下得那么快。”前述资深银行业分析师表示，理财市场的整体规模也不会太受影响，只不过负债端的客户会大规模调整。对于机构来说，如果经济向好就没必要做同业理财投资，如果经济依然不好，还是得做现金管理等资金业务。

周冠南分析，对同业理财更多通过资产端来约束，但是现在还没有对这部分投资的风险计提资本作出更多规定，因此不会在一季度看到快速回落。

但是她观察到，银监会 2017 年立法工作中，会修订商业银行资本管理办法、表外业务风险管理指引，所以也要等待监管给出明确的信号。

她认为，同业理财不应该继续如此大规模增长，在 2010 年至 2014 年，同业理财多充当表外资产扩张的工具，在 2015 年至今多被银行作为批发性负债工具来使用，但是最终资金多流入了债券市场，导致理财市场配置债券资产的比例

也提升了 3 个百分点左右。接下来还要看资金方是否有资产管理的真实需求，即使有，也不一定要通过同业理财来操作，这种模式的确存在资金空转套利嫌疑。

监管重点——同业理财

最近的银行业，“三三四”几乎成为大家的口头禅，业内人士都在讨论银监会的“三违反、三套利、四不当”全行业检查。其中，空转套利问题是监管部门的打击重点之一，而同业理财恰恰是资金空转链条上的重要一环。

尤其是在 2016 年，“发行同业存单一投资同业理财一投向债券市场”成为了普遍的同业链条模式，监管认为增加了面临市场压力时引致的关联度风险。

以上海这个同业业务发达的地区为例，截至 2017 年一季度末，上海辖内表外业务余额 18.3 万亿元（不含衍生品），同比增长 34%，这个增速明显低于 2016 年同业理财整体创下的 50% 的同比增速。（详见财新网“沪银监局已进驻银行 重点查同业和房贷风险”）

前述资深银行业分析师表示，以他的理解，凡是在资金流转过程中存在不必要的嵌套和通道都算是资金空转，即使资金最终流入实体企业，也应被视作空转，更不用说仅仅在金融机构体系内的空转套利。因此，同业理财作为重点监管对象，会在一段时间内呈现收缩态势。

近期，理财中心还祭出升级版穿透式登记新规，发布了《关于进一步规范银行理财产品穿透登记工作的通知》，要求银行业遵循分层原则登记，不得省略资产管理计划和协议委外而直接登记底层信息，逐层穿透至最底层的资产和负债来登记。

这个规定将大大改变原先同业理财委外后底层资产成为一笔糊涂账的现状，受穿透式登记的影响，同业理财将进一步承压。

国海证券罚单落地 资管、债券、经纪停赛一年

5 月 19 日证监会表示，对国海证券及有关人员进行严肃处理，拟对资产管理产品备案、新开证券账户、受理债券承销业务有关文件均暂停一年，消息一出，引起市场哗然。

相关业务涉及资管、经纪、投行，均是券商传统业务板块。当期利润、项目与人员团队的稳定性、券商评级等方面，国海证券均面临着困境。

公司合规风控失效

5 月 19 日下午证监会新闻发布会公告称，严肃处理国海证券债券事件相关责任人。

据证监会介绍，由于国海证券发生的债券风险事件对债券市场造成严重不良影响，为查找事件原因，证监会对公司的债券交易业务、资产管理业务，以及与之相关的内部控制、合规管理、风险管理等事项，进行了全面的现场检查。检查发现，国海证券存在内部管理混乱、合规风控失效、违规事项多发等问题。

据公司收到《限制业务活动、责令增加内部合规检查次数事先告知书》显示，一是内部管理混乱，资产管理业务部门管理松散，员工激励约束机制失衡，人事管理混乱；二是合规风控失效，合规审查流于表面，隔离墙制度形同虚设，风险监控未有效覆盖；三是资产管理业务运作违规，业务人员代签名、代盖私章现象严重，资产管理部门协助投行部门销售债券，资产管理产品和提供投资顾问服务的信托产品存在异常交易，产品发生重大变更未及时告知客户，投资主办人与实际管理人不符；四是张杨等员工违规假冒公司名义对外开展债券代持交易；五是深南大道营业部副总经理姚芳违规为客户与他人之间提供融资中介服务；六是对清溢光电等 IPO 保荐项目的核查不充分。

为严肃法纪，加强监管，进一步规范证券投资基金经营机构经营行为，证监会表示，在行政监督管理措施正式下发之日起一年内，暂不受理债券承销业务有关文件，暂停资产管理产品备案，暂停新开证券账户；责令增加内部合规检查次数，在一年内对公司开展全面内部合规检查，并每季度向证监会提交检查和整改报告；责令处分存在代签名、代盖章、代管资产管理产品等行为的王者旻、邓卫中、陈嘉斌、耿聪等有关责任人员，并向证监会报告结果。

证监会表示，认定郭亮为不适当人选，在决定书下达之日起 8 年内，不得担任证券公司资产管理业务相关职务；拟撤销分管相关业务的高级管理人员胡德忠、燕文波的证券公司高级管理人员任职资格；拟对公司历任合规总监李慧、刘俊红、付春明予以公开谴责；拟对姚芳采取监管谈话措施。

国海证券对此回应称，对于监管部门指出的问题，公司将深刻反思，举一反三，严格按照监管要求继续深入整改完善，推动合规、风控、内控对人员、机构、业务、产品的全覆盖，推进公司稳定、健康、可持续发展。目前，公司经营稳定，流动性风险可控。

多项业务束缚手脚

从监管现场调查发现的情况来看，资产管理业务出现问题较大。据年报显示，资产管理业务营收在公司占比 3.46%；截至 2016 年 12 月 31 日，公司共管理 26 只集合计划、115 只定向产品和 9 只专项计划，资产管理业务实现营业收入 1.83 亿元，同比增长 123.15%。

其中集合理财与定向资管为主要板块，2016 年定向资管收入达 1.25 亿元；集合理财收入 4980 万元。

而此次证监会暂停公司资产管理产品备案一年，势必影响到国海证券的新增资管业务；今年如何发展资管业务，成为新上任的资管团队“难题”。

根据 WIND 梳理集合资管产品，去年以来至今国海证券共有 10 名投资经理离职，其中 2017 年以来离职就有 4 名，包括此次被责令处分的王者旻。

随后新上任的投资经理里面，多来自申万宏源证券，比如“国海金贝壳 9 号 74 天”的投资经理靳毅，曾任职申万宏源证券资产管理事业部固定收益总部；“国海天信投资新三板 1 号”投资经理李军曾任职申万宏源证券资产管理事业部资本市场总部。据了解，早在去年 6 月国海证券聘任卢凯为副总裁，其履历曾经为申万宏源证券资产管理事业部总经理。此外，另有投资经理来自光大证券资管、东吴证券资管等。

而在债券承销方面，此次处罚对国海证券亦带来不小的打击。

公开资料显示，2015-2016 年公司在债券承销方面的收入分别为 3.50 亿元、9.23 亿元；在投行承销收入板块中依次占比 55.07%、89.17%，成为投行板块的重要利润来源。同时 2016 年公司的债券主承销家数在行业排名第 11 位。

随着 IPO 发行常态化，把重心转移至 IPO 业务或是国海证券投行的另一条出路。根据 WIND 数据统计，公司在会项目只有 6 家；但在辅导备案登记受理方面，公司目前已有 18 家，在业内排名第 23 位。

“暂停新开证券账户一年”对国海证券的经纪业务发展带来限制，华南一家上市券商营业部财富管理人士对此表示，“处罚对经纪业务影响很大，不能获客；未来只能在财富管理方面突破，充分挖掘存量客户需求，提供综合化服务。”

产品情况

信托产品

上周共搜集到新发行信托产品 33 只，期限为 6-144 个月不等。年化收益率在 5.11%~8.2%之间。

资管产品

上周共搜集到新发行资管产品 4 只。期限为 12-24 个月不等。年化收益率在 8%-8.2%之间。

银行理财

上周共搜集到银行理财产品 25 只。期限为 34-696 天不等。年化收益率在 4.2%-5.7%之间。