

目录

本期导读.....	2
二季度利率或震荡趋升.....	2
ABS 监管升级： 证监局开展现场检查	2
悬顶之剑落地 30 万亿银行理财躺着赚钱已成历史.....	3
保利地产发行首单房企租赁 REITs 租赁证券化进入规模爆发期.....	4
宏观新闻.....	5
央行：开展对各类虚拟货币整顿清理.....	5
国务院确定深化增值税改革措施进一步减轻市场主体税负	6
二季度利率或震荡趋升.....	8
监管动态.....	9
深交所启动新版证券上市协议签署工作 新增多项一线监管手段.....	9
ABS 监管升级： 证监局开展现场检查	11
监管堵漏债基同业空转 公募进入去杠杆下半场.....	14
行业新闻.....	17
悬顶之剑落地 30 万亿银行理财躺着赚钱已成历史.....	17
去年上市房企融资大起底 个别信托融资成本高达 11%.....	20
首单“升级版”新经济供应链金融 ABS 面世.....	22
保利地产发行首单房企租赁 REITs 租赁证券化进入规模爆发期.....	23
产品情况.....	26
信托产品.....	26
资管产品.....	26
银行理财.....	26

本期导读

二季度利率或震荡趋升

3 月 28 日，中国银行国际金融研究所在北京发布《2018 年二季度经济金融展望报告》。该报告预计，政策层面，二季度仍将保持去杠杆和防风险基调不变，受季节等多方面因素影响，资金面可能出现阶段性紧张，货币市场利率可能出现结构性小幅回调。中国银行国际金融研究所研究员李艳解释称，当前央行削峰填谷操作的工具组合和节奏把握日趋成熟，资金价格料不会出现大起大落，但在监管新规频出的背景下，市场预期以及金融机构资产负债行为的调整，都可能在部分时点或对部分金融机构形成结构性压力，“不排除央行在美国加息后继续跟随上调逆回购、MLF 等政策利率的可能性，利率中枢继续下行空间较为有限。”

流动性方面，报告判断仍将保持不松不紧。李艳表示，在今年《政府工作报告》中，“管好货币供给总闸门”取代了上一年的“调节好货币闸门”，而且没有提出“维护流动性基本稳定”的要求，可见今年将更加突出货币政策与宏观审慎监管政策的协调性，流动性在维持合理稳定的同时，将助力去杠杆和防范化解金融风险。同时，由于二季度人民币兑美元汇率及国内经济均面临一定压力，因此流动性也可能会受到一定冲击。

此外，报告还预测货币供应将保持低位运行。年初以来 M2 增速回升主要靠非银存款反弹、财政存款少增等因素支撑，在强监管和去杠杆政策不变的背景下，金融体系内部资金循环和嵌套将继续得以控制和减少，“预计二季度 M2 将在当前水平小幅波动，失速或加速概率都不大。”

ABS 监管升级：证监局开展现场检查

3 月 26 日，贵州证监局在官网披露了开展辖区 ABS 专项调研检查的消息。而就在 3 月 22 日，中国基金业协会公布《决定书》，称上海富诚海富通资产管理有限公司多项 ABS 业务在信

息披露、质量控制等方面存在问题，暂停其 ABS 备案三个月。这也是监管部门在 2018 年针对 ABS 领域开出的首张罚单。

同一天，沪深交易所与报价系统也公布了《资产支持证券存续期信用风险管理指引（试行）（征求意见稿）》，以强化资产支持证券存续期信用风险管理，督促各市场参与机构有效管理、预警并化解处置资产支持证券信用风险。

今年年初以来，证监会债券部下发通知，要求开展 ABS 业务的各家证券公司、基金子公司进行全面自查，同时要求各地方证监局开展现场检查，摸清风险，推动发展。

此前，监管层正式启动了 2018 年第一轮投行业务“自纠自查”工作，主要针对的就是公司债和 ABS 业务。

值得一提的是，地方证监局在对 ABS 后续监管中发现，原始权益人基础资产剥离不规范、不按期归集现金流、用沉淀资金进行委托理财、对权益人风险监测不到位以及产品违约等问题不断暴露。

据 Wind 统计，自 2014 年以来，共有 9 单 ABS 项目出现了评级下调，均为企业资产支持证券，也发生过管理人未尽职受到协会处罚的事件，此外，存续期内相对较弱的信息披露监管也是一个重要因素。

悬顶之剑落地 30 万亿银行理财躺着赚钱已成历史

3 月 28 日，中央全面深化改革委员会第一次会议通过了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，即业内俗称的“资管新规”。

新规一旦落地，近 30 万亿元规模的银行理财无疑将受到最大冲击。从 2004 年至今，银行理财从千亿元迅猛扩张至近 30 万亿元，在百万亿的大资管业中成为绝对的霸主。

在谈具体产品转型之前，银行理财业务必须解决组织架构的问题。

“新规之后有望推动银行资管子公司的落地。”国家金融与发展实验室银行研究中心主任曾刚表示。

根据指导意见，主营业务不包括资管业务的金融机构，应设立具有独立法人地位的资管子公司开展资管业务。事实上，日前招行打响了新规后申请资管子公司的第一枪。

值得注意的是，招行并非首家申请资管子公司的商业银行。早在 2015 年，光大银行、浦发银行、中信银行都曾申请设立资产管理子公司，但监管机构态度不明，未有进展。2016 年底，农行、工行、建行、中行先后发布公告，称将设立资产管理公司，展开债转股业务，注册资本均在 100 亿元左右。四大行债转股子公司在 2017 年纷纷获批。新规落地后，四大行究竟会成立新的子公司专营资管业务，抑或是将理财业务纳入债转股子公司，仍待观察。

除了设立资管子公司，在组织架构上清晰梳理，银行理财还面临一个最核心的问题——净值型产品的转型。

近 30 万亿的银行理财将迎寒冬考验。无论是资管子公司的落地，还是净值型产品的转型，银行都任重道远。资管新规大杀器即将祭出，银行躺着挣钱时代已经结束。

保利地产发行首单房企租赁 REITs 租赁证券化进入规模爆发期

在获批近 5 个月后，3 月 13 日，由保利地产和中联基金共同实施的国内首单房企租赁住房 REITs（第一期）成功发行，规模为 17.17 亿元。

不只保利地产，碧桂园、招商蛇口、龙湖、旭辉、越秀地产等房企也已获得租赁证券化的入场券。据不完全统计，截至目前房企获批的 REITs、CMBS、ABN 等租赁证券化产品规模已超 500 亿。

与此同时，租赁并购基金也已出现。3 月 12 日，中国建设银行与新派公寓发起首期 20 亿元公寓资产并购基金，促进租赁市场快速整合发展。

在今年的全国两会上，住房租赁机构化、专业化、证券化得到了前所未有的关注。市场与政策的力量相叠加，将极大地改变我国租赁市场生态。

平安集团旗下平安不动产，也在去年底开始涉足长租公寓市场，并与合作伙伴共同设立基金，投资了上海森兰项目，拟将其改造为中高端长租公寓，计划进行长期专业化、机构化运营。未来三年，双方还将在一线及多个强二线城市投资长租公寓项目，目标资产管理规模 100 亿元。

长租公寓业内人士认为，随着建行、平安这些大资金的入场，当前鱼龙混杂的租赁市场将得到极大的整合，未来将出现真正的长租公寓独角兽公司。

宏观新闻

央行：开展对各类虚拟货币整顿清理

3 月 28 日，央行召开 2018 年全国货币金银工作电视电话会议。会议全面总结了近年来货币金银工作取得的成绩，深入分析了当前的形势与挑战，并就 2018 年重点工作作出部署。

央行副行长范一飞指出，当前货币金银工作面临新挑战，传统业务环境发生重大改变，数字经济发展、支付手段多样化和公众用钞习惯变化等对人民币发行流通产生了深刻影响。央行货币金银工作在服务实体经济方面有待持续深化，在改善服务民生方面有待切实推进，在防范化解风险方面有待全面加强。

范一飞强调，2018 年要扎实推进货币金银工作深度转型，不断提升服务实体经济水平。一是进一步加大改革创新力度，扎实推进央行数字货币研发，持续改进纪念币发行管理方式，深入推动钞票处理中心业务和发行库转型，加大非标金银查验和货币史问题研究工作力度。二是着力提升现金服务水平，做好第五套人民币提升相关工作，持续提高现金服务水平，不断完善现金服务基础设施。三是从严加强内部管理和外部监管，开展大额现金管理，依法合规构建现金清分企业监管体系，开展对各类虚拟货币的整顿清理，着力构建“五位一体”的反假货币工作机制，加强人民币相关收藏品市场管理，切实维护人民币流通秩序。

此外，范一飞要求，商业银行要充分发挥现金投放和回笼的枢纽作用，进一步做好普通纪念币发行工作；进一步加强现金分析，提升现金管理水平，强化大额现金管理，切实保障群众小面额人民币需求；进一步加大反假货币工作力度，加强内控管理，不断提升从业人员和现金机具假币堵截能力。

国务院确定深化增值税改革措施进一步减轻市场主体税负

决定设立国家融资担保基金 推动缓解小微企业和“三农”等融资难题

◎新华社北京 3 月 28 日电

国务院总理李克强 3 月 28 日主持召开国务院常务会议，确定深化增值税改革的措施，进一步减轻市场主体税负；决定设立国家融资担保基金，推动缓解小微企业和“三农”等融资难题；听取国务院机构改革进展情况汇报，确保机构重置、职能调整按时到位；讨论通过《国务院工作规则（修订草案）》。

会议指出，过去五年通过实施营改增累计减税 2.1 万亿元。按照党中央、国务院部署，为进一步完善税制，支持制造业、小微企业等实体经济发展，持续为市场主体减负，会议决定，

从 2018 年 5 月 1 日起，一是将制造业等行业增值税税率从 17% 降至 16%，将交通运输、建筑、基础电信服务等行业及农产品等货物的增值税税率从 11% 降至 10%，预计全年可减税 2400 亿元。二是统一增值税小规模纳税人标准。将工业企业和商业企业小规模纳税人的年销售额标准由 50 万元和 80 万元上调至 500 万元，并在一定期限内允许已登记为一般纳税人的企业转登记为小规模纳税人，让更多企业享受按较低征收率计税的优惠。三是对装备制造等先进制造业、研发等现代服务业符合条件的企业和电网企业在一定时期内未抵扣完的进项税额予以一次性退还。实施上述三项措施，全年将减轻市场主体税负超过 4000 亿元，内外资企业都将同等受益。

按照《政府工作报告》关于扩展普惠金融业务、更好服务实体经济的部署，会议决定，由中央财政发起、联合有意愿的金融机构共同设立国家融资担保基金，首期募资不低于 600 亿元，采取股权投资、再担保等形式支持各省（区、市）开展融资担保业务，带动各方资金扶持小微企业、“三农”和创新创业。同时，强化社会信用体系建设。基金按照“政府支持、市场运作、保本微利、管控风险”的原则，以市场化方式决策、经营。初步测算，今后三年基金累计可支持相关担保贷款 5000 亿元左右，约占现有全国融资担保业务的四分之一，着力缓解小微企业、“三农”等普惠领域融资难、融资贵，支持发展战略性新兴产业。

会议指出，国务院机构改革是国务院今年的一件大事。国务院已成立专项协调小组，有关工作正积极稳妥推进。会议要求，要把思想和行动统一到党中央决策部署上来，把深化机构改革同“放管服”结合起来，着力转变和优化政府职能。坚持权责一致，做到日常管理尽责到位、应对突发事件相互补位，形成工作合力，决不允许出现管理“死角”，确保国务院机构改革与经济社会发展工作平稳有序、协同推进，确保完成全年发展主要目标任务。

会议通过《国务院工作规则（修订草案）》，决定提请国务院第一次全体会议审议。

二季度利率或震荡趋升

3 月 28 日，中国银行国际金融研究所在北京发布《2018 年二季度经济金融展望报告》(以下简称《报告》)。该报告预计，政策层面，二季度仍将保持去杠杆和防风险基调不变，受季节等多方面因素影响，资金面可能出现阶段性紧张，货币市场利率或将出现结构性小幅回调。

对于二季度资金面，报告表示结构性紧张难以避免，货币市场利率可能出现结构性小幅回调。中国银行国际金融研究所研究员李艳解释称，当前央行削峰填谷操作的工具组合和节奏把握日趋成熟，资金价格料不会出现大起大落，但在监管新规频出的背景下，市场预期以及金融机构资产负债行为的调整，都可能在部分时点或对部分金融机构形成结构性压力，“不排除央行在美国加息后继续跟随上调逆回购、MLF 等政策利率的可能性，利率中枢继续下行空间较为有限。”

流动性方面，报告判断仍将保持不松不紧。李艳表示，在今年《政府工作报告》中，“管好货币供给总闸门”取代了上一年的“调节好货币闸门”，而且没有提出“维护流动性基本稳定”的要求，可见今年将更加突出货币政策与宏观审慎监管政策的协调性，流动性在维持合理稳定的同时，将助力去杠杆和防范化解金融风险。同时，由于二季度人民币兑美元汇率及国内经济均面临一定压力，因此流动性也可能会受到一定冲击。

此外，报告还预测货币供应将保持低位运行。年初以来 M2 增速回升主要靠非银存款反弹、财政存款少增等因素支撑，在强监管和去杠杆政策不变的背景下，金融体系内部资金循环和嵌套将继续得以控制和减少，“预计二季度 M2 将在当前水平小幅波动，失速或加速概率都不大。”

监管动态

深交所启动新版证券上市协议签署工作 新增多项一线监管手段

为落实新修订的《证券交易所管理办法》（以下简称《管理办法》），补齐制度短板，昨日，深交所举办《证券上市协议（2018 年修订版）》签署仪式，正式启动新版证券上市协议签署工作。

与旧版协议相比，新版协议有三方面显著变化。其中，新版协议明确了上市公司违反规则协议的，除了通报批评、公开谴责外，深交所还可按规定采取向相关主管部门出具监管建议函、收取惩罚性违约金等惩戒措施。

落实交易所管理办法

“本立而道生，本固则木荣。上市协议是交易所进行自律监管的制度根基和权利本源，是确定交易所与上市公司之间权利义务关系的基础法律文件，是双方共同的行为准则。”深交所总经理王建军在出席签署仪式时表示。

据介绍，深交所于 1991 年与深宝安签订第一份上市协议，此后根据市场发展和监管实践，先后进行了 5 次修改。而此次协议，是在深交所落实《管理办法》的背景下修订的。

于 2018 年 1 月 1 日正式实施的《管理办法》，围绕加强党对交易所的领导、完善交易所内部治理结构以及强化交易所一线监管职能等方面作出系列制度调整，其中第五十八条规定，交易所应与申请上市的公司订立上市协议，并在协议中明确双方的权利义务，以及现场检查、惩罚性违约金等内容。

为全面做好新形势下一线监管各项工作，补短板、强弱项、防风险，深交所落实《管理办法》为契机，启动了上市协议的修订工作。在上市协议修订过程中，深交所召开专题会议，广泛征求上市公司代表和专业律师对修订内容的意见诉求，积极回应，并进一步改进和完善。

王建军表示，为确保《管理办法》不折不扣执行到位，加快形成系统完备、科学规范、运行有效的规则制度体系，除了上市协议，深交所还逐条对标，对所内其他需要修订调整的规章制度进行了系统梳理，并制定了补齐制度短板工作方案，稳步推进相关工作。

从三方面进行优化

据深交所法律部相关负责人介绍，此次修订，遵循“适应新要求、解决老问题”的基本思路，对旧版协议进行了全面优化，主要有以下三方面内容。

一是落实《管理办法》新要求，强化一线监管职能。首先，新版协议丰富了监管手段——明确交易所可对上市公司进行现场检查，以及检查的方式措施；明确上市公司违反规则协议的，除了通报批评、公开谴责外，深交所还可按规定采取向相关主管部门出具监管建议函、收取惩罚性违约金等惩戒措施。其次，新版协议明确了交易所的重要职权，包括实施停复牌、风险警示，作出暂停、恢复或终止上市决定等，实现监管链条全覆盖。再次，新版协议充实了信息披露和规范运作监管依据，进一步明确了上市公司应当诚实守信、规范运作，并按规定履行信息披露及其他相关义务。

二是体现契约精神，突出交易所自律管理属性。一方面，新版协议明确了交易所的义务和服务职能。另一方面，新版协议明确了内部救济机制，规定深交所建立自律监管内部救济制度，以保障上市公司对深交所相关重大自律监管决定申请听证、复核的权利。深交所还相应对《听证程序细则》《上诉复核委员会工作细则》进行了修订，拟近期对外发布。此外，原上市协议

为指定仲裁管辖，新版协议则提供有管辖权法院起诉及仲裁两套方案，允许上市公司自行选择争议解决方式。

ABS 监管升级： 证监局开展现场检查

3 月 26 日，贵州证监局在官网披露了开展辖区 ABS 专项调研检查的消息。而就在 3 月 22 日，中国基金业协会公布《决定书》，称上海富诚海富通资产管理有限公司多项 ABS 业务在信息披露、质量控制等方面存在问题，暂停其 ABS 备案三个月。这也是监管部门在 2018 年针对 ABS 领域开出的首张罚单。

同一天，沪深交易所与报价系统也公布了《资产支持证券存续期信用风险管理指引（试行）（征求意见稿）》，以强化资产支持证券存续期信用风险管理，督促各市场参与机构有效管理、预警并化解处置资产支持证券信用风险。

“ABS 信用风险监管之所以升级，主要是 ABS 市场规模的扩大和在资本市场上地位的提升，因此监管层投入了更多的关注。” 3 月 27 日，东方金诚结构融资部总经理郭永刚对 21 世纪经济报道记者表示。

现场检查进行时

今年年初以来，证监会债券部下发通知，要求开展 ABS 业务的各家证券公司、基金子公司进行全面自查，同时要求各地方证监局开展现场检查，摸清风险，推动发展。

此前，监管层正式启动了 2018 年第一轮投行业务“自纠自查”工作，主要针对的就是公司债和 ABS 业务。

“按照地方证监局要求，辖内各家公司在完成 ABS 业务自查工作后，将自查报告上报至证监局，证监局采取抽查之后再上报至证监会。” 3 月 27 日，一家券商资产管理业务负责人透露。

值得一提的是，地方证监局在对 ABS 后续监管中发现，原始权益人基础资产剥离不规范、不按期归集现金流、用沉淀资金进行委托理财、对权益人风险监测不到位以及产品违约等问题不断暴露。

如贵州证监局副局长程催禧近日就对贵阳公交公司、华能贵诚信托公司两家公司存续期 ABS 进行了调研检查，并就 ABS 产品设计、规模结构、利率期限、募集资金使用以及 SPV 破产隔离、基础资产营运、现金流归集等情况进行了解。

在上述券商资产管理业务负责人看来，与银行间信贷资产证券化市场相比，企业资产证券化市场的融资人（以及基础资产现金流重要提供方）主要是资质相对较弱的实体企业。

“由于融资成本相对较高，通常企业在难以发行公募债券时才选择以 ABS 的方式融资，此时融资人的现金流状态往往较差。”该负责人称，“由于企业资产支持证券采用私募发行，存续期信息披露要求相对较弱，这也导致了一些风险事件发生。”

据 Wind 统计，自 2014 年以来，共有 9 单 ABS 项目出现了评级下调，均为企业资产支持证券，也发生过管理人未尽职责受到协会处罚的事件，此外，存续期内相对较弱的信息披露监管也是一个重要因素。

监管持续升级

“自我国 ABS 市场重启以来，已有不少产品濒临到期还本和清算，发行期和存续期隐藏的诸多信用风险逐渐暴露，引起了监管层的重视。与此同时，各管理人 ABS 业务量在不断攀升，

但合规并没有跟上，不少产品的规范性较差，使得监管层有对其加强风险监测的需求。”郭永刚表示。

“从 ABS 开出的首张罚单来看，主要是针对未按照监管规定勤勉尽责履行计划管理人义务，而导致投资人的合法利益受到侵害的行为做出的裁决。”郭永刚认为，此次罚单关注点主要集中在基础资产转让的合法有效性，尽调的完整性，特定原始权益人和重要增信方的数据的可靠性、完整性、及时性和准确性，各中介机构信息披露的一致性，以及内控立项流程的合规性等方面。

郭永刚分析指出，通过对今年首单 ABS 处罚事项来看，监管针对在管的不同基础资产的 4 个专项计划整个流程中均指出了不合规之处，说明当前市场合规性问题绝不仅限于个别类型的产品或产品的单个环节，需要监管层从全局入手开展审查工作。

“《决定书》反复提到计划说明书与其他中介机构报告的不一致性，说明对未来资产证券化产品设立和管理过程中各中介机构间的合作意识和履约能力提出了更高的要求。”郭永刚称。

不过，3 月 27 日，对于旗下子公司受到处罚一事，海富通基金对记者表示不予置评。

与此同时，沪深交易所与报价系统也公布了《资产支持证券存续期信用风险管理指引（试行）（征求意见稿）》。

对此，天风证券分析师孙彬彬表示，此前交易所对于项目监管重点集中在项目申报阶段，此次《管理指引》则重点针对存续期的监管，强化对各参与主体形成全方位的约束，有效防范和管理信用风险。

具体而言,《管理指引》更加注重信用风险监测、预警和化解,力争做到信用风险早发现、早介入、早处置。同时,根据信用风险程度的不同,将资产支持专项计划分为正常类、关注类、风险类和违约类,就不同风险分类的资产支持专项计划做出差异化的制度安排。

从业务操作层面来看,《管理指引》强调管理人应当建立集体决策机制,具体工作落实“到岗到人”; 强调各中介应按规定履行职责、相互配合,进一步明确了各机构的职责与义务,这解决了各中介机构的 inconsistency 问题和后续服务不合规问题;此外,对产品风险程度的细化分类做出了差异化安排。

监管堵漏债基同业空转 公募进入去杠杆下半场

去杠杆、回归资管本源的监管趋势仍在延续。

3 月 22 日,市场传言称多家基金公司接到证监会机构监管部的电话口头指导。消息称,证监会发现近期有多只债券型基金在建仓期内大比例投资了同业存单,违背了债券型基金设立的目的性,并强调了亮点明确债券型基金在建仓期内不可大比例投资于同业存单的要求。

随后,21 世纪经济报道记者从部分基金公司人士处获悉,的确有多家公司收到了这一窗口指导。业内人士认为,这一举措与 3 月初监管层对短期理财债基、货币基金 T+0 等提出的监管意见在大方向是一致的,主要是为了限制同业空转,防止监管套利。

对于公募基金而言,多项监管措施的相继实施,将使各式冲规模的路径逐一被堵塞,最终加速回归财富管理本源。

监管堵漏

关于债基不得在建仓期内超配同业存单的消息,多位基金公司人士向记者表示,确有此事。

其中，监管层强调的两项监管原则包括：第一，同业存单不是债券；第二，债券型基金在建仓期内，法规中规定“债券投资比例不得低于基金资产的 80%”这条可以豁免，市值基金在建仓期内可以逐步建仓债权资产以达到该条款的要求，并不意味着基金投资债券以外的资产投资比例可以超过基金资产的 20%。

以上两点明确了债券型基金在建仓期内不可以大比例投资于同业存单。

据业内人士透露，债券型基金建仓期大比例投资同业存单的现象并不少见。3 月 26 日，华南一家大型基金公司固收总监向记者表示，由于之前债券基金在建仓期内不受限制，因此存在部分“钻空子”的情况。例如有的债券基金会利用六个月的建仓时间窗口与某些银行达成协议，专门投资这些银行发行的同业存单，等建仓期快结束时再卖掉存单买债满足 80% 的债券仓位要求。

上述固收投资总监表示，此次对债券基金在同业存单配置上提出要求，就是为了堵住这一漏洞，促使银行间市场去杠杆，防止同业存单互相质押空转，积聚系统性风险。

除上述原因外，有公募人士认为，对债券基金超配同业存单的限制，也有继续严控公募冲规模的考虑。

3 月 26 日，华南一位公募人士向记者表示，假如公募基金在 9 月份成立债券基金，那么到年底时还在建仓期，在这个阶段公募可与银行达成协议购买大量银行发行的同业存单，规模可以在短期冲到很高，等年终规模排名结束时再卖掉存单，这也是公募冲规模的方式之一。新的规定出来后，这种途径显然也不再适用。

具体到债券基金的运作上，除了正在发行和未来新发的债基将受较大影响外，业内人士表示，“同业存单不是债券”的这一规定对已经完成建仓在运行中的老基金可能也存在影响。

北京一家基金公司固收总监 3 月 26 日向记者表示，“存单不算债券，意味着不能将此充当为债券基金的比例，对于大组合，如果不想拉长久期，可能会带来一点麻烦。按照我们的理解，操作上可能需要卖掉一些存单，转配短期债等。”

不过亦有债券基金经理认为目前对老基金在同业存单配置方面如何界定还不太清晰，具体还待确定。

去杠杆下半场

从 3 月初监管层召集国内多家大型公募基金公司相关高管人士对短期理财债基和货币基金的运行、规模等进行讨论，再到前述提到的对债券基金超配同业存单提出的新要求，这一系列监管动作的背后，均反映了监管层对同业间杠杆问题的持续关注。

前述华南公募人士向记者指出，之前监管层为了控制货币基金规模提出的多项针对性要求，与降低银行间市场的杠杆风险也有关系，因为货币基金配置了大量银行同业存单。此外，对理财型基金的管控也有防止监管套利的考量，银行通过这类产品做类货币的投资，并不符合金融服务实体的要求，有金融空转的性质。现如今对债券基金提出的新要求，正是延续了同样的监管思路，可以说监管层几乎已经对各个可能存在风险的通道进行了限制，公募基金的各种冲规模的方式基本全都已经堵死了。

限制之下，公募基金也在谋变。在监管打破刚兑政策引导下，已有部分基金公司开始上报市值型货币基金，打破了以往货币基金采用摊余成本法的估值方式，例如易方达、富国基金等都上报了该类产品，多家基金公司也透露正在酝酿上报该类产品。

此外，有公募人士近期向记者表示，由于货币基金可能将转为净值型产品，因此近期包括银行、保险等在内的部分机构投资者正在考虑将一部分货币基金资金转投至纯债基金之上，不过这一需求尚较为“小众”。

业内预期，2018 年针对资管行业的去杠杆、防风险的任务将持续或强化，其中，防范流动性风险，加强对市场流动性的监管仍是重点，即将出台的资管新规指导意见将是金融去杠杆下半场的开端。

行业新闻

悬顶之剑落地 30 万亿银行理财躺着赚钱已成历史

历时四个月，资管业务指导意见终于获批通过，且规格颇高。

3 月 28 日，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席、中央全面深化改革委员会主任习近平主持召开中央全面深化改革委员会第一次会议并发表重要讲话。会议通过《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，即业内俗称的“资管新规”。

四个月前，央行牵头、“一行三会一局”联合出台《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，旨在打破刚性兑付、消除多层嵌套和通道，引导资管行业回归本源。

“赚快钱的年代已过去了。” 联讯证券董事总经理分析指出：“在严监管时代，最可怕的其实并不是资管新规，而是众多机构依然对监管放松抱有幻想。”

新规一旦落地，近 30 万亿元规模的银行理财无疑将受到最大冲击。

回顾银行理财的发展，最初由表内演绎而来。2004 年，央行放开存款利率下限和贷款利率上限，推动利率市场化，中小股份制银行纷纷谋变创新。受限于存贷比等其他监管指标，银行在探索中开始发行表外理财产品。从 2004 年至今，银行理财从千亿元迅猛扩张至近 30 万亿元，在百万亿的大资管业中成为绝对的霸主。

在谈具体产品转型之前，银行理财业务必须解决组织架构的问题。

“新规之后有望推动银行资管子公司的落地。”国家金融与发展实验室银行研究中心主任曾刚表示。

“银行资管子公司迎来破冰，这是资管业务发展的最优路径，既实现了银行资管业务的独立法人资格，有助于其独立持牌经营，也有利于真正打破刚性兑付以及实现风险隔离。”招商证券在一份研报中分析指出。

根据指导意见，主营业务不包括资管业务的金融机构，应设立具有独立法人地位的资管子公司开展资管业务。事实上，日前招行打响了新规后申请资管子公司的第一枪。

3 月 23 日，招行发布公告称，拟设立全资资管子公司，初始注册资本暂定 50 亿元，注册地原则上立足深圳。公告表示，同意聘请专业中介机构辅助本公司筹建资管子公司。此决议尚待监管层审批。

作为市场 NO.2，招行的理财规模仅次于 3 万亿梯队的工行。年报显示，截至 2017 年底，招行理财产品余额 2.19 万亿元，同比增长 1.42%，

值得注意的是，招行并非首家申请资管子公司的商业银行。早在 2015 年，光大银行、浦发银行、中信银行都曾申请设立资产管理子公司，但监管机构态度不明，未有进展。2016 年底，农行、工行、建行、中行先后发布公告，称将设立资产管理公司，展开债转股业务，注册资本均在 100 亿元左右。四大行债转股子公司在 2017 年纷纷获批。新规落地后，四大行究竟会成立新的子公司专营资管业务，抑或是将理财业务纳入债转股子公司，仍待观察。

“提了申请，监管机构就会认真来对待。我们鼓励更多主体参与，主体专业化有利于提高竞争和效率。我们是欢迎（这些专业机构的设立），但是要有一定审批程序。”中国银行保险监督管理委员会副主席王兆星 24 日在中国发展高层论坛间隙接受记者采访时回答道。

换言之，银行系资管子公司能否顺利落地，仍取决于监管机构的放行速度，并非一蹴而就之事。

银行理财躺着挣钱时代终结

统一起跑线上净值为王

除了设立资管子公司，在组织架构上清晰梳理，银行理财还面临一个最核心的问题——净值型产品的转型。

“资管业将从躺着挣钱向跑着挣钱转变。主动管理能力较强的资管机构必将乘势脱颖而出，在资产、负债两端表现卓越。”招商证券在一份研报中分析指出。资管新规倡导打破刚性兑付，对产品实施净值化管理。但长期以来，银行理财基本靠预期收益做大产品规模。

那么，在净值化管理时代，银行理财对客户是否还有足够吸引力？

“工商银行不会受到大的冲击，我们已经在几个方面做好了准备。”在谈及资管新规的影响时，工行行长谷澍在 2017 年业绩发布会上如是表示。谷澍介绍，在产品方面即资金来源端，工行已在打造净值型的产品体系，逐步按照资管新规要求，实现产品的净值化。

作为市场份额第二大的招行，净值化业务一直占据大半江山。年报显示，截至 2017 年底，招行净值型产品占理财产品余额的比重为 75.81%，同比增长 2.93%，规模为 1.66 万亿元。

“一是持续推进产品净值化转型；二是严控理财投资非标债权资产，提高债券、股票等标准化债权资产和权益类资产的投资比例。”招行 2017 年报表示，公司高度认同资管新规指导意见，并在净值化管理、打破刚性兑付等监管倡导的方向转型。

银行理财转型净值型产品，意味着客户将要承担净值波动的风险。如果转型不能平稳过渡，产品净值波动过大，银行很可能面临客户群体大规模流失。

一言以蔽之，近 30 万亿的银行理财将迎寒冬考验。无论是资管子公司的落地，还是净值型产品的转型，银行都任重道远。资管新规大杀器即将祭出，银行躺着挣钱时代已经结束。

去年上市房企融资大起底 个别信托融资成本高达 11%

随着上市房企 2017 年年报的陆续披露，上市房企的融资情况相继浮出水面。

从上市房企融资结构来看，银行贷款占据绝对优势，中票、公司债也为多家上市房企所青睐。但部分上市房企融资结构中，信托融资占比过半，对信托资金的依赖程度较高。

从融资成本来看，银行贷款、中票、公司债等方式融资成本多在 4%-5% 之间，与信托融资相比优势明显。《证券日报》记者整理目前已披露 2017 年年报的 30 余家上市房企信托融资数据发现，上市房企信托融资成本大多集中在 6%-10% 之间，个别公司的信托融资成本达 11%。

融资成本多在 10% 以下

《证券日报》记者统计的 33 家上市房企 2017 年年报中，有 8 家公司透露了信托融资的情况。其融资成本大多集中在 6%-10% 之间，部分信托融资成本达 11%。

从目前数据来看，具有国企、央企背景、实力雄厚的上市房企，往往能获得成本较低的信托融资。以中粮地产为例，截至 2017 年 12 月 31 日，其信托融资余额为 20.59 亿元，融资成本区间在 6%-6.61%，远低于市场上房企信托融资成本的一般水平。根据其披露数据显示，建信信托于 2016 年向其孙公司提供了一笔为期两年、总额 18 亿元的信托贷款，贷款利率仅为 6%。

除中粮地产外，津滨发展也详细披露了其 2017 年信托融资的情况。其年报数据显示，津滨发展 2017 年信托融资余额合计为 65 亿元，其中来自渤海信托的两笔合计 30 亿元的三年期贷款利率较低，均为 5.7%，而来自北京信托的 35 亿元三年期贷款利率较高，在 8.9%-10.5%。

除上述公司外，披露数据的上市房企信托融资成本均相对较高：中航地产 7%-8%、阳光股份 8%、嘉凯城 7%-11%、浙江广厦 10.5%……当然，信托融资成本与融资期限、资金数量、抵质押措施等多种因素有关，但融资方的实力水平往往更被信托公司所看重。

另外，华夏幸福虽未披露年报数据，但根据其披露的公告内容，仍可一窥其项目公司信托股权融资的情况。3 月 15 日，华夏幸福披露多份下属子公司拟签署股权转让协议的公告，其中涉及信托交易方为大业信托和国通信托。华夏幸福子公司京御地产拟以 26.42 亿元收购大业信托持有的项目公司 48.39% 股权，而此前大业信托向项目公司实际增资 25 亿元，资金使用时间不超过一年（以公告时间估算）。国通信托则是增资 9.6 亿元、股权转让价款 9.96 亿元，资金使用时间不超过 8 个月（同上）。如不考虑其他费用进行粗略计算，则华夏幸福信托股权融资成本大致为 6%。

与急需信托等非标渠道“续命输血”的中小房企相比，上市房企不仅可获得来自资本市场的资金，银行贷款、公司债券等融资方式与动辄成本超过 10% 的信托资金相比，优势也更为明显。

事实上，融资成本历来是房地产公司所最关心的问题之一。上市房企在融资过程中，也会对融资成本及费用进行动态调整。以北辰实业为例，其在年报中即披露称，“公司积极推进资本扩张战略的实施，借助‘总部融资’平台，努力探索创新融资渠道，报告期内，公司成功完成二零一七年度第一期 13.2 亿元中期票据发行，并在利率上行前最后的时间窗口，成功下调两笔存续非银融资利率，全年节约财务费用约 3200 万元”。

上市房企融资 信托占比或将提升

虽然多数房企的融资渠道以银行为主，但在众多上市房企中，也存在“偏爱”信托的上市公司。

记者发现，目前上市房企披露的 2017 年年报中，有部分公司可以推算出信托融资比重。例如，中粮地产截止到 2017 年年底信托融资余额为 20.59 亿元，合计融资余额为 265.66 亿元，占比 7.75%；阳光股份信托融资余额 6.41 亿元，期末融资总额 24.48 亿元，占比 26.18%；嘉凯城信托融资余额 71.44 亿元，合计 117.05 亿元，占比 61.03%。

值得注意的是，上述三家公司中，除中粮地产外，其余两家 2017 年信托融资比重都有所提升：2017 年阳光股份信托融资比重同比提升了 2.88 个百分点，而嘉凯城更是提升了 32.68%。

另外，在中国房地产业联合会公布的 2017 年中国房地产业综合实力 100 强排行榜上，上述三家公司中仅有中粮地产上榜且排名前 40 名。作为上市且排名靠前的房企，其仍能获取较多银行资金的支持，融资成本较低。

不过，随着今年房企融资渠道不断收紧，预计信托在上市房企融资中的占比将会逐步提高。据某资管资深人士介绍，目前银行对于地产项目业务已收缩至低位。从项目选择上看，多家银行只做满足“432”条件的开发贷、经营性物业贷款和并购贷类产品。另外，房企公司债发行也继续收紧。在 2018 年强监管、去杠杆的环境下，即使是“不差钱”的上市房企，或许也将面临资金短缺、资金成本上扬的问题。

首单“升级版”新经济供应链金融 ABS 面世

日前，华泰资管-联想保理及考拉保理债权一期资产支持专项计划（以下简称“该项目”）取得上海证券交易所无异议函。据了解，这也是国内首单新经济核心企业上下游联动型现代供应链金融资产支持证券。

该项目原始权益人为拉卡拉金融旗下两家保理公司，原始权益人以核心企业为依托，将核心企业集团体系的上游和下游供应链资产作为底层资产，采用创新交易结构，在资本市场发行资产支持证券募集资金，为上下游多层次供应商及分销商、经销商提供较低成本、较长期限及更加灵活的融资渠道。增信措施方面，能够依托核心企业集团体系的金融数据、数据挖掘及大

数据风控画像等多元化信息和现代金融科技的充分融合，有效降低信用风险，并通过引入创新的增信结构，使全部优先级资产支持证券获得 AAA 债项评级。

产品管理方面，华泰证券资管自主开发使用的智能 ABS 管理系统，将实现与原始权益人系统实现无缝衔接，以保障产品在循环购买、存续期数据监控、产品兑付等各项管理职能的高效、顺利运转。

目前，新经济与传统产业不断加速融合，以技术创新为引领，以新技术、新产业、新业态、新模式为核心，以知识、技术、信息、数据等新生产要素为支撑，推动产业链、现代供应链与价值链重塑。2017 年 3 月，央行、工信部、银监会、证监会、保监会联合印发《关于金融支持制造强国建设的指导意见》，指出金融部门应着力加强对制造业科技创新和技术改造升级的金融支持，积极拓宽技术密集型和中小型制造业企业的多元化融资渠道。同年 10 月，国务院办公厅发布《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》，意见明确提出积极稳妥发展供应链金融的重要任务。

该项目完成发行后，将有效促进产业链中小企业多层次供应商、分销及经销商的协同发展，并为新经济制造业的科技研发和扩大生产提供有力支持。

据 wind 资讯数据，在企业资产证券化领域，截至 2018 年 3 月 28 日，华泰证券资管共发行 ABS 产品 78 只，名列行业第二；发行规模 977.28 亿元，名列行业第三。创新供应链 ABS 的成功推出也充分体现了华泰证券资管强大的创新能力、产品设计能力，为华泰证券资管全面提升主动管理能力，锻造核心竞争力、增强品牌影响力奠定了坚实基础。

保利地产发行首单房企租赁 REITs 租赁证券化进入规模爆发期

在获批近 5 个月后，3 月 13 日，由保利地产和中联基金共同实施的国内首单房企租赁住房 REITs（第一期）成功发行，规模为 17.17 亿元。

不只保利地产，碧桂园、招商蛇口、龙湖、旭辉、越秀地产等房企也已获得租赁证券化的入场券。据不完全统计，截至目前房企获批的 REITs、CMBS、ABN 等租赁证券化产品规模已超 500 亿。

与此同时，租赁并购基金也已出现。3 月 12 日，中国建设银行与新派公寓发起首期 20 亿元公寓资产并购基金，促进租赁市场快速整合发展。

在今年的全国两会上，住房租赁机构化、专业化、证券化得到了前所未有的关注。市场与政策的力量相叠加，将极大地改变我国租赁市场生态。

租赁证券化产品超 500 亿

3 月 13 日，“保利地产-中联前海开源租赁住房一号第一期资产支持专项计划”成功发行，系国内首单完成发行的房企租赁住房 REITs，储架总规模 50 亿元，首期发行规模 17.17 亿元。

其以保利地产自持租赁住房作为底层物业资产，发行利率 5.5%，创近期发行同类产品最低。

从发行结构看，保利此单 REITs 分两部分：规模为 15.453 亿元的优先级和规模为 1.717 亿元的次级，公开交易比例高达 90%，相对于新派 REITs 50% 的公开交易比例，已经非常接近公募 REITs。

保利 REITs 产品采取储架、分期发行机制，虽然仍为私募发行，但储架发行的意义在于对未来公募发行的可能性做准备，保利通过储架发行机制间接实现了公募 REITs 的扩募功能。

在保利地产之后，房企租赁证券化如火如荼。今年 2 月是租赁住房证券化的“爆发月”。2 月 2 日，“中联前海开源-碧桂园租赁住房一号资产支持专项计划”获批，产品规模 100 亿元，成为目前最大一单租赁 REITs。

当月，招商蛇口首单储架式长租公寓 CMBS 获深交所审议通过，发行规模 60 亿元；高达 200 亿元的招商蛇口长租公寓系列资产支持票据也获批注册，这是银行间市场首单长租公寓 ABN。龙湖发行 50 亿元住房租赁专项公司债券；旭辉领寓长租公寓储架式权益类 REITs 也在当月获得通过，规模为 30 亿；越秀地产 50 亿租赁住房类 REITs 也获深圳证券交易所审议通过。

广东省公寓协会专家委员会主任委员刘策认为，当前房企发行租赁证券化产品一石二鸟：其一，为探索 REITs 积累经验；其二，目前开发端融资收紧，租赁就成为了新型融资渠道。

国泰君安也指出，在目前银行表外转表内，严控信托等非标资金流入房地产领域时，外加上海等城市严查并购贷款的情形下，开发商的融资渠道受限、融资收紧。但长租公寓却是国家现阶段重点鼓励和扶持的行业，加上重资产持有模式拉长投资回收期，资产证券化是释放行业资金沉淀最有效的解决方法。

租赁并购整合来临

无论房企的目的为何，租赁机构化、专业化、证券化都是趋势。

今年两会期间，政府工作报告、多位代表委员都提到了发展租赁市场。

根据保利发布的行业白皮书，地方政府正大力推动租赁发展，包括加大租赁用地供给，如上海已成交租赁用地 29 宗，建面达 180.9 万平方米，楼面均价不到 7000 元/平方米；鼓励租购同权，广州正加快实施细则的研究，天津、郑州等允许“租房落户”；发挥国企的领军引导作用，其中武汉成立国有租赁企业最多，已达 6 家，租赁用地均为国企竞得；多样化手段打通资金通道，已逾 8 单租赁住房类 REITs 成功发行。

而随着租赁并购基金的出现，这种趋势将进一步加快。

3 月 12 日，建设银行与国内长租公寓品牌新派公寓发起成立基于资产证券化的不动产并购基金，初期规模 20 亿人民币，后期将根据收购需要扩大规模。收购标的将集中在一线及二线核心城市的存量资产或开发商合作定制长租公寓的物业。目前该基金仍在审核备案中。

建行此次行动意味着银行介入住房租赁资产证券化实现了“破冰”。

平安集团旗下平安不动产，也在去年底开始涉足长租公寓市场，并与合作伙伴共同设立基金，投资了上海森兰项目，拟将其改造为中高端长租公寓，计划进行长期专业化、机构化运营。未来三年，双方还将在一线及多个强二线城市投资长租公寓项目，目标资产管理规模 100 亿元。

长租公寓业内人士认为，随着建行、平安这些大资金的入场，当前鱼龙混杂的租赁市场将得到极大的整合，未来将出现真正的长租公寓独角兽公司。

产品情况

信托产品

上周共搜集到新发行信托产品 43 只，期限为 6-36 个月不等。年化收益率在 6.88%~9%之间。

资管产品

上周共搜集到新发行资管产品 56 只。期限为 1-24 个月不等。年化收益率在 5.2%~9.5%之间。

银行理财

上周共搜集到银行理财产品 25 只。期限为 43-1085 天不等。年化收益率在 4.3%-5.7%之间。