

目录

本期导读.....	2
资本市场发展 需要落实新发展理念.....	2
经济内生动力需要增强 结构性改革不可松懈.....	2
宏观政策.....	3
资本市场发展 需要落实新发展理念.....	3
委外规模到底多少？多家券商这样说.....	5
经济内生动力需要增强 结构性改革不可松懈.....	7
监管政策.....	10
保监会重拳防风险： 39 条措施剑指九大重点领域.....	10
银行资管.....	14
把脉资管一季报：去杠杆助推脱虚向实.....	14
行业新闻.....	17
证监会双创债试点征求意见 将成创新层首项差异化制度.....	17
私募 ABS “资本金套利”遇上强监管部分银行十倍变身通道现形.....	21
产品情况.....	25
信托产品.....	25
资管产品.....	25
银行理财.....	25

本期导读

资本市场发展 需要落实新发展理念

中共中央政治局 4 月 25 日召开会议，会议强调，要按照党中央关于经济工作的决策部署，坚持稳中求进工作总基调，贯彻落实新发展理念，坚持以提高发展质量和效益为中心，积极推进供给侧结构性改革，全面做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，及时解决经济运行中的突出矛盾和问题，确保经济平稳健康发展，确保供给侧结构性改革得到深化，确保不发生系统性金融风险

经济内生动力需要增强 结构性改革不可松懈

今年一季度 GDP 增速为 6.9%，比去年四季度提高 0.1 个百分点，比去年全年提高 0.2 个百分点。4 月中下旬以来，大多数省区市公布了一季度经济运行情况。各地一季度基建投资普遍保持较高增速，多数省份基建投资增速都在 20% 以上，北京、内蒙古、安徽等地增速超过 30%。

宏观政策

资本市场发展 需要落实新发展理念

中共中央政治局 4 月 25 日召开会议，会议强调，要按照党中央关于经济工作的决策部署，坚持稳中求进工作总基调，贯彻落实新发展理念，坚持以提高发展质量和效益为中心，积极推进供给侧结构性改革，全面做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，及时解决经济运行中的突出矛盾和问题，确保经济平稳健康发展，确保供给侧结构性改革得到深化，确保不发生系统性金融风险

对资本市场而言，同样需要新发展理念。而这一理念的体现，应该贯穿于资本市场的方方面面，如市场监管理念、市场发展理念等。而资本市场创新发展应该包括理论、制度、产品、监管、投资者保护等方面的创新。

以市场监管为例，我国资本市场经过多年发展，上市公司规模、金融机构规模、从业人员数量，以及各类金融产品的种类都不断扩大。那么，如何做好监管，为市场稳定、健康、有序发展保驾护航，就成为摆在监管层面前的一件重要事情。

我们看到，在对市场的监管方面，证监会主席刘士余提出“依法监管”“从严监管”“全面监管”。如今，证监会的各项工作，也正围绕着“三个监管”展开。

以打击违法违规行为为例，今年以来，证监会针对股票发行和持续信息披露等环节存在的虚假陈述等违法行为、炒作次新股和快进快出手法等恶性操纵市场行为，已经部署开展了两次专项行动；出重拳打击“忽悠式重组”，对相关当事人予以顶格处罚。

证监会猛药去疴、重典治乱，行政执法工作取得了显著成效。2016 年，证监会的行政处罚决定数量、罚没款金额、市场禁入人数均刷新历史峰值，2017 年第一季度的行政处罚罚没款金额已超过 2016 年全年，有力保护了广大中小投资者的合法权益，有效防范了市场风险，切实保障了资本市场服务实体经济和供给侧结构性改革的有效发挥。

在行政执法体制改革创新方面，同样有新举措：日前，证监会决定在沪深证券交易所设立巡回审理办公室，派驻执法人员对两交易所的上市公司相关违法违规案件开展行政处罚审理工作。

这是适应资本市场新变化、满足监管执法新要求的重大举措，必将有力推动行政执法力量贴近市场和监管一线，实现证监会集中统一执法与交易所一线监管的有机衔接和全系统执法能力、执法资源的有效整合，进一步提升了证券期货监管执法效能。

再比如，对于投资者保护，同样需要新发展。

我们看到，近年来，证监会围绕投资者的知情权、参与权、收益权、求偿权等各项基本权利，以健全法律建设为基础，通过引导公司规范治理、提供公平准入和有效服务、加强执法等方式，形成了从源头预防、日常监管、稽查执法、纠纷解决、优化赔偿的一整套保护体系，保护投资者合法权益正成为监管核心和衡量监管是否有效的标准。而从今年 7 月 1 日起，《证券期货投资者适当性管理办法》就将施行，这标志着我国资本市场投资者合法权益保护的基础制度建设又向前迈进了重要一步。另外，投教基地的建立，是适应我国投资者特征，持续、系统开展投资者教育的现实需要，让投资者“看得见、摸得着”，是对 1 亿多的投资者实实在在的保护。

委外规模到底多少？多家券商这样说

最近债市和股市接连下跌，委外资金的撤离已经成为市场性话题。那么委外的规模到底有多少呢？多家券商根据各自的测算给出了一个大概数字——10 万亿左右。

1、委外规模大多估算在 10 万亿左右

天风证券采用了两种测算方式，根据资管角度测算，2016 年的银行委外规模大概在 12.4 万亿，而从银行角度摸底测算出来的结果，2016 年，委外规模大概 9.4 万亿。天风证券认为，银行的口径可能更为全面，因此估算委外规模在 10 万亿左右。

兴业证券对委外规模也同样进行了一次“大起底”。在大起底的报告中，他们表示，他们通过测算包括信托类、资管类等各类资管产品年及各机构年报中披露的信息，估算下来银行委外规模约为 9.36 万亿。

● 银行委外规模估算

机构类型		委外规模（万亿元）
证券公司	信托	1.41
	券商定向资管计划	1.94
	券商集合资管计划	0.73
基金公司专户		2.38
基金子公司专户		0.39
保险		2.51
小计		9.36

数据来源：兴业研究

华泰证券不仅估算了规模还估算了流入债券市场与流入股市的比例。他们通过三个角度分析了投资规模，一是从受托方角度考察了基金公司、基金子公司、券商定向资管计划来来摸底，二是通过委托方即银行表内、表外来估算，

三是通过理财资金角度进行微观调研。最终，他们从三个方面得出了大致相同的估算结果，他们认为委外投资规模在 10 万亿左右，其中 10% 投资于股票市场，90% 投资于债券市场。

委外的具体数字很难测算精确。兴业证券就此解释，由于各类资管产品之间存在嵌套，中间可能存在重复计算，另外，部分机构资管产品相应变量缺失时，也会导致测算不准，因此券商推测的委外规模与实际值可能有所偏差。

海通证券的姜超也对委外规模进行了测算，他的测算值较 10 万亿更小，他也同样表示，他只是粗略地估算，用意主要在于推测出委外的数量级以作参考。

2、这么多委外为啥要走？

华泰证券对此有很清晰的原因解释。他们认为，近年来银行同业存单和理财发行规模扩张较快，为委外投资提供了重组的资金支持，今年初是委外投资的规模最高峰。他们认为，当前委外面临赎回的压力主要不是那些还没到期就要赎回的产品，而是有些到期了不续作的产品。

他们分析主要有两点原因：

1) 在预期政策对债市继续扰动的情況下，银行有意愿赎回委外以避免进一步浮亏。

2) 监管规则趋严，同业存单和银行理财的未来增量受到限制，因此银行有意愿主动压缩其资产端，委外赎回比压缩其他资产端更容易。

就是现在政策趋严的情况下，银行的部分委外资金必须得撤。既然大家都知道这一点，债券市场又已经反映出来开始跌了，那很多银行委外更得赶紧撤，赶在别人之前撤。

所以，他们判断，从去年委外投资规模的不断扩张来看，未来委外到期的压力还会更大，也会对股票和债券市场形成进一步冲击。

3、对后面的市场还会有怎样的影响？

上海一家中型公募基金投资总监认为，委外的撤离在信息发酵的最初期影响最大，因为此刻对市场参与者的心里冲击是最大的。但是随后，主要还是要看市场资金面的整体情况，他认为从总体而言，现在市场上的资金面并没有想象的那么紧，流动性还是可以的，因此他认为，对股市的影响会比较短期。

相比之下，对债市的冲击显然更明显。上海一家公募基金公司固收投资总监表示，去年委外资金大规模进入债券市场的时候，一直在抬高债券资产价格，而现在的情况恰相反。由于债券市场流动性限制，大笔资金真的要撤的时候，都只能压着价格往下砸。所以，如果测算起来，去年一窝蜂进来的资金现在再一窝蜂出去的，这些资金在债券市场上基本上都是亏钱的，根本赚不到什么钱。他认为，这种行为的本质“很散户”。“其实，从现在来看，卖出来的绝对数量并不算很大，但是对心理上的影响很大。”

经济内生动力需要增强 结构性改革不可松懈

今年一季度 GDP 增速为 6.9%，比去年四季度提高 0.1 个百分点，比去年全年提高 0.2 个百分点。4 月中下旬以来，大多数省区市公布了一季度经济运行情

况。各地一季度基建投资普遍保持较高增速，多数省份基建投资增速都在 20% 以上，北京、内蒙古、安徽等地增速超过 30%。

从各省数据来看，基建投资成为拉动投资的主力，个别省份基建投资对整体投资的贡献率超过六成。比如，内蒙古一季度基建投资同比增长 30.8%，对整体投资增长的贡献率达 60.7%，拉动投资增长 9 个百分点。从投向看，主要是在交通运输、水利、能源、仓储和邮政业、公共服务、生态保护和环境治理等领域。

从资金来源看，首先是，中央政府开始扩大财政支出，一季度全国一般公共预算罕见地出现了 1551 亿元财政赤字。这说明，在货币政策回归稳健中性之际，财政政策增强了力度。其次，政府和社会资本合作（PPP）项目开始快速落地。财政部 PPP 中心公布数据显示，与 2016 年末相比，截至 3 月末，全国已签约落地 PPP 项目净增 378 个，投资额 6369 亿元。此外，在基建投资高速增长的背后，国有投资保持较高增速。上海、广东、重庆等地一季度国有投资增速均超过 20%，青海国有投资增速则高达 53%。这是因为基建主要由政府主导，国企受益比较多，而且去产能、去库存改革改善了国企的经营环境。

一季度经济反弹的投资驱动特征并没有像以前那样明显，也就是说，投资增速相对过去两年的低位而言是在增长，但增幅并没有想象的大。比如，全国的数据显示，1-3 月全国固定资产投资 93777 亿元，同比名义增长 9.2%，增速比 1-2 月份提高 0.3 个百分点。

在投资增速加快的同时，供给侧结构性改革也带来一些积极影响，供给端与需求端同时发力，经济驱动力被放大。今年一季度，规模以上工业企业利润总额同比大幅增长 28.3%，主要原因是上游行业扭亏为盈、利润大幅增长，但

下游行业并未有大的变化。这主要是因为去产能、去库存导致能源、钢铁以及其他原材料涨价所致，成本冲击造成上游利润强、下游利润弱的局面。

可以看出，一季度的经济反弹，很大程度上源自去产能、去库存带来的成本冲击以及基建投资拉动。但市场需求本质上没有根本性的改善，结构性问题依然突出。因此，不应该将反弹视为反转，而应该珍惜经济反弹提供的改革时机，继续大力推进供给侧结构性改革，落实金融去杠杆、防风险的工作，抓好重点领域和关键环节改革，增强经济发展动力。

我们应该看到，中央财政扩大支出的空间有限，而地方政府与国企债务水平也比较高。近日，美国总统特朗普提出了大规模减税计划，这项计划可能引起全球的竞争性减税，否则，产业资金可能会流向美国，冲击包括中国在内的东亚制造业基地。中国政府也有实施大规模减税的计划，从目前进度看可能超过原来的目标，这可能使财政收入增速降低，如果财政支出继续快速增长，那赤字可能进一步扩大。

在美联储收缩还没有带来破坏性影响以及特朗普减税方案还是纸上谈兵的阶段，在中国经济处于反弹周期之时，我们应该继续推动供给侧结构性改革，有效去产能，尽快处理僵尸企业，把降低企业杠杆率作为重中之重，加大减税降费力度，降低各类交易成本特别是制度性交易成本，降低物流成本，减轻企业压力。

在增量领域，持续推进“放管服”改革，以清单管理推动简政放权，激活民间投资，继续推动创新驱动战略的落实，健全创新驱动发展体制机制，建立健全科技创新激励机制，等等。中国面临艰巨的经济结构调整任务，我们应该吸取过去几年的经验教训，防止杠杆率继续攀升，有效推进改革，化解结构性

问题，增强内生驱动力。改革任重道远，也更加紧迫，必须突出重点、攻克难点，提高改革整体效能。

监管政策

保监会重拳防风险：39 条措施剑指九大重点领域

防控金融风险进行时

今年以来，防控金融风险成为金融监管部门的重点工作之一，近期密集推出相关政策和措施。从年后资管产品“基本法”的酝酿，到日前银监会的“三大套利”核查和“四不当”整治、保监会下发通知要求险资强化风险防控；还有更早前，证监会早已对资管、私募机构的通道业务、融资类业务进行监管指标和窗口指导层面的收紧。除了对各类金融机构机器业务加强监管外，多项监管动作均指向了金融的交叉性风险领域，而防范资金入虚，特别是管控银行等大型机构资金流入资本市场可能正在成为诸多政策实施的共同目标。

据悉，保监会已于近日下发《关于开展融资性信用保证保险业务调研的通知》，重点调研保险公司通过信保产品为债券、信托、基金等发行及理财产品质押、债权转让、融资租赁、担保业务等融资业务提供融资增信服务的经营情况及风控措施。

金融整治风暴来袭。继发文强调加强保险监管，维护保险业稳定健康发展后，保监会再度发文强调进一步加强保险业风险防控工作。

4 月 23 日，保监会发布《中国保监会关于进一步加强保险业风险防控工作的通知》（下称“《通知》”）。《通知》明确指出了当前保险业风险较为突出的 9 个重点领域，并对保险公司提出了 39 条风险防控措施要求，涉及 10 个方面。

此前，保监会表示，当前保险业存在的突出风险和问题，既有部分保险机构急功近利、贪快求全等因素，也暴露出保险业改革探索经验不足，保险监管制度和实践中还存在一些短板，对风险的本质和演变的警惕性还不够高，对创新业务的监管制度还不够严密，监管机制的统筹协调尚待进一步完善等。

对此，《通知》明确，保监会将加强跟踪督导，确保《通知》中各项风险防控工作要求落到实处。对在风险防控工作中失责失当、出现重大风险的公司，保监会将追究公司“一把手”和相关人员的责任，做到有错必纠、有责必问、有案必查；涉嫌犯罪的，坚决移送司法，依法严肃处理。

国君非银刘欣琦认为，《通知》相关要求将引导保险行业经营更加稳健，营造健康的行业格局。以上市公司为代表的大型保险公司经营稳健，风险防范机制健全，健康的行业格局有利于大型保险公司推进转型和盈利模式变革。

严禁“抽屉协议”

《通知》涉及 10 个方面的风险防控。首当其冲的是流动性风险防控，保监会要求保险公司完善流动性风险管理制度机制，加强流动性风险管理和监测，完善应急处置机制，风险防范关口前移，强化股东的流动性风险管理责任。

对此，某保险公司高层人士表示，“近一时期，在利率环境复杂、资产配置难度大的背景下，少数保险公司发展模式激进，资产与负债严重错配，存在较大的流动性风险隐患，应该防患于未然。”

其次则是备受外界关注的资金运用风险防控。保监会要求保险公司建立审慎稳健的投资运作机制，防范重点领域风险，加强信息报送和披露，严禁通过投资多层嵌套金融产品、采用“抽屉协议”、“阴阳合同”等形式绕开监管要求变相向股东或关联方输送利益。

此前，保监会检查组进驻相关保险公司时就曾发现其存在编制提供虚假材料、违规运用保险资金等问题，并对其及相关责任人员分别作出了警告、罚款、撤销任职资格及行业禁入等处罚措施。

此外，还有战略风险防控、新型保险业务风险防控、外部传递性风险防控、群体性事件风险防控、底数不清风险防控、资本不实风险防控、声誉风险防控以及健全风险防控工作机制等。

前述大型保险公司人士坦言，“这确实是当前保险公司需要关注和防控的重点风险。比如，在‘侨兴私募债’事件后，保监会便要求保险公司重点防范信用保证保险、互联网保险等新型业务的风险。”

据悉，保监会已于近日下发《关于开展融资性信用保证保险业务调研的通知》，重点调研保险公司通过信保产品为债券、信托、基金等发行及理财产品质押、债权转让、融资租赁、担保业务等融资业务提供融资增信服务的经营情况及风控措施。

“保险公司应该加强对外部风险的摸排与管理，防范资本市场、汇率、利率等外部风险向保险业传递和转移；加强资本管理，防范资本被抽逃、占用，防范增资来源不合法的行为，严防利用不当创新、不当工具虚增资本。这都将成为保监会下一步监管的重要方向。”一位接近监管的人士说道。

去杠杆、防风险导向鲜明

事实上，《通知》导向鲜明，即要把防控金融风险放到更加重要的位置，强化统筹协调，及时弥补监管短板，坚决治理市场乱象，提升金融服务实体经济的质量和水平。

这无疑是对保险资金的运用和监管提出了更高要求。其中，资金运用依法合规管理是前提。保监会要求保险公司严格执行保险资金运用相关的法律法规和监管规定，确保依法合规开展资金运用业务；建立健全投资制度和内控管理，认真梳理公司现行制度规定，查找制度漏洞、短板和缺陷，并开展全面整改，确保各项制度切实落地；加强投资能力建设和风险责任人管理，严禁在未取得相应投资能力备案的情况下违规开展投资。

同时，保监会要求保险公司建立审慎稳健的投资运作机制，这意味着保险公司必须加强资产负债管理，制定长期稳健的资产配置策略，设定合理的投资风险偏好，避免激进投资策略在进行投资决策时，从风险、收益、期限、资本等方面综合评估，不能仅以收益率作为投资目标和考核依据。

其中，尤其是防范包括股票、未上市股权等权益类投资风险、房地产投资的风险，以及境外投资风险。“这些都是此前一些激进型保险公司投资争议最大的领域，合理配置并无不妥，但不可激进而为。”某保险资产管理公司人士坦言。

保监会还要求保险公司严禁违规开展资金运用关联交易，严格遵守保险资金关联交易各项监管要求，在资金用途、投资比例、事项报送和信息披露等方面切实依法合规，不得通过投资多层嵌套金融产品等手段隐匿或转移资金去向，不得通过“抽屉协议”“阴阳合同”等形式绕开监管要求，不得通过各类资金运用形式变相向股东或关联方输送利益。

此外，保险公司也要加强资金运用信息报送和披露，严格执行资金运用信息报告制度，严格落实资金运用信息披露监管要求，及时、准确、完整地披露股权、重大投资、关联交易等信息，增强信息透明度。

根据保监会发布的数据，截至 2016 年 12 月 31 日，保险业资金运用余额为 13.39 万亿元，较年初增长 19.78%。其中，银行存款 24844.21 亿元，占比 18.55%；债券 43050.33 亿元，占比 32.15%；股票和证券投资基金 17788.05 亿元，占比 13.28%；其他投资 48228.08 亿元，占比 36.02%。

银行资管

把脉资管一季报：去杠杆助推脱虚向实

把脉资管一季报：去杠杆助推脱虚向实

随着上市券商、银行、基金一季度的季报披露，整个大资管行业在今年的前三个月运行脉络已经清晰。这是有些许特殊的三个月，监管的新常态带来的脱虚向实之风已经明晰，资管机构如何调整方向，重新出发？这或许要从大资管行业的一季度众生相中寻找，幸运的是，顺应去杠杆趋势的苗头已现，一个有着更健康肌理、更稳健风控的行业新常态或在渐行渐近。

3 月以来，银监会升级对商业银行的监管，委外投资成为此轮“严监管”的重点对象，监管层提出银行机构应审慎开展委外投资业务，严格委外机构审查和名单管理，明确委外投资限额等要求。

券商资管在此次监管新政中亦面临“冲击”，根据兴业证券研究团队对各类非银机构的委外规模测算，券商资管占比 28.53%，紧跟公募基金后面。从一家券商资管人士处了解到，由于定制产品期限较长，银行委外到期赎回压力有限，对券商资管收入影响小；然而从长远来看，随着银行委外投放规模收缩将是今年趋势。

大型扩张趋势或改

从各家券商处了解到，资管目前面临的赎回压力较小。被问及目前委外赎回，多名券商资管人士谈到，未出现集中赎回。

4 月 27 日，上海一家中型券商资管子公司人士表示，总体而言压力不大。“我们对委外主要以一对一方式进行定制，定制时间比较长，不低于一年，所以这块对我们影响并不大。”

“从一季度情况来看，因为银行委外在我们这里主要投资债券，固定收益整体规模还是呈现增长的。”该人士表示。

上海一家小型券商资管子公司人士谈到，“我们公司没有遇到赎回压力，对委外产品按部就班进行，到期了就进行清算，如果没有到期则持有到期。”

在该人士看来，未来面临的问题将是银行投放的委外规模收缩。“委外产品规模肯定会下降。这与监管环境有关，银行有其考核压力所在。”

华南一家大型券商资管子公司人士称，“我们公司委外产品规模并不大，我们的产品期限普遍在 2-3 年，基本上目前都没有到期产品，所以我们压力并不大。”

该人士表示，随着委外在 2015 年开始逐渐发展，预计在 2017 年行业上会有部分产品陆续到期。“这些都是约定好期限的产品，很少出现提前赎回的，一般到期后银行就不再续约了。”该人士预计，委外规模今年将不像以往大幅扩张。

定向资管的新挑战

尽管委外回归平稳发展将是一个长期消化的过程；然而对于券商资管，业务结构或将面临新的调整。

华北一家券商资管人士表示，通过这次监管新政，券商更应重视业务结构的优化。“事实上，委外业务只是定向资管中的一部分，受近年来市场环境变化原因而得以迅速增长。但除了委外以外，定向资管中的其他银证通道业务也会受到这次银行监管影响。”

“券商通道费率低，银行资金量大，所以定向资管容易冲规模，加上近年的委外规模，券商的定向资管规模近期出现大幅增长。”该人士进一步解释。

根据广发证券非银团队对定向资管贡献收入的分析，“银行委外对接券商资管的产品类型为定向资管计划（即非通道定向资管），据 2015 年已披露数据，非通道定向资管在券商资管规模中占比 11%，以主动管理费率千二测算，贡献券商资管收入的 10%；2016 年底券商定向资管规模 14.69 万亿，假设定向资管占比 20%即 2.9 万亿，千二费率下，对 2016 年券商资管收入贡献约 20%。”

从已经披露 2016 年年报的上市券商情况调查了解到，“定向资管”成为多数券商资管三大模块中增长率最高的业务。

而在定向资管规模来看，排在首位为中信证券（600030.SH），规模高达 1.59 万亿元。国泰君安资管、华泰资管分别以 7392.04 亿、7187.05 亿排在第二、三位。

其中华泰证券（601688.SH）在年报中提到定向资管的增长不能忽视委外的“功劳”。“在定向资管业务方面，积极主动提升管理能力，在银证业务稳步发展的基础上，委外投资业务发展迅速，规模良性扩张”。

从定向资管收入在券商资管总收入占比来看，多家券商占比已经超出 50%，比如长江证券定向资管贡献 79.81%、中信证券 75.10%、国海证券 68.31%、国金证券（600109.SH）50.30%、招商资管 50%。

行业新闻

证监会双创债试点征求意见 将成创新层首项差异化制度

五一小长假前最后一次证监会新闻发布会，焦点集中在《中国证监会关于开展创新创业公司债券试点的指导意见（征求意见稿）》（下称“《双创债指导意见》”）上。

2016 年 7 月证监会便成立了跨部门的创新创业公司债券试点专项工作小组，统筹推动创新创业债试点工作，在经历了近 1 年时间后，征求意见稿终于问世。

《双创债指导意见》的出台也明确了创新创业债包括属类，发行主体以及配套机制等多项重要内容。

值得注意的是，因为《双创债指导意见》中提出将重点扶持新三板创新层企业，该政策也被视为是新三板创新层即将兑现的第一项创新层差异化制度。

针对双创类公司

双创债有着一个较长的发展历史。

在 2015 年 12 月，发改委曾向各地发改部门下发过《双创孵化专项债券发行指引》（以下简称“《指引》”），支持提供“双创孵化”服务的产业类企业或园区经营公司发行双创孵化专项债券。

查询了相关的文件发现，《指引》中明确支持的对象产业类企业或园区经营公司，而发行债券募集资金则将用于涉及双创孵化服务的新建基础设施、扩容改造、系统提升、建立分园、收购现有设施并改造等。

这与证监会支持的双创债发行主体有所区别，此次《双创债指导意见》面向的发行主体分别是创新创业公司以及为创新创业企业提供直接融资服务的创业投资公司。

华东地区一家大型券商固定收益部人士表示，当前证监会的试点主要针对创新创业公司，属于公司债的一个子项；第二，本次试点还提到了一些专项基金，只要基金的钱是用于创新创业公司的，也允许发债，这有利于扶持小规模、评级低的创新创业公司，提供更多样的资金来源，创新金融形式，不再集中于银行放贷。

根据 wind 数据显示，目前仅有 3 单双创孵化专项债成功发行，分别是 16 益阳集合债 01、02 以及 16 邵东专项债，融资总额为 34 亿元。

前述华东地区人士讲到：“‘双创孵化’专项双创债去年发的数量并不是特别多，原因是很多工业园区没有特别好的项目对接，而此前的审批流程比较长，一年半载下来资金的利用效率也比较低。”

《双创债指导意见》征求意见之前，“双创债”2016 年上半年已经在交易所市场有过试水。

2016 年 3 月份，全国首批创新创业企业公司债券在上海证券交易所开闸发行，首批“双创”公司债由“16 苏方林”、“16 普滤得”和“16 苏金宏”三单公司债券组成，合计募集资金 6000 万元。

随后在 2016 年 10 月，再有两家公司发行“16 龙腾 01”，“16 德品债”两单双创债，两单债券合计募资 5500 万元。

事实上，部分业内人士也指出证监会推行的双创债试点或需要接受发行承销的挑战，市场需求偏弱、中小企业风险偏大以及如何进行风险定价等问题还需要留待市场去共同解决。

一家前期获得过交易所双创债试点额度企业的董秘表示，我们曾经获得了 8 亿元的发行额度，但至今还没有使用，双创债的利率比贷款基准利率要高一些。

另一方面，双创债的评级也是市场关注的方向，国融证券投行部一位人士表示，发债离不开评级，目前即便是在新三板挂牌的创新创业公司都很难获得 AA 的评级，而之前 AA 评级的国债承销都有一定难度，因此双创债的规模发展还需要一定时间。

事实上，监管层也考虑到了相关政策在实际操作中推进的难度，因此在《双创债指导意见》中规定证券公司承销创新创业公司债的情况，作为证券公司分类评价中社会责任评价的重要内容。另外，证券业协会应建立创新创业公司债专项信息统计和评估机制，对证券经营机构开展创新创业公司债中介服务工作成效进行考评。

一位中信证券固定收益部的人士表示：“证监会双创债的审批权下放给了交易所，实行的发债手续简便，发行时间快，在一定程度上还是能提高企业资金利用效率。”

新三板创新层受益

此次双创债的试点，新三板市场创新层企业或是受益者之一。

根据《双创债指导意见》内容，试点初期重点支持对象有两类，其一是注册或主要经营地在国家“双创”示范基地、全面改革创新试验区域、国家综合

配套改革试验区、国家高新技术产业园区和国家自主创新示范区等创新创业资源集聚区域内的公司。

另外一类则是已纳入新三板创新层的挂牌公司。事实上，根据新三板发展的历史沿革，在第一类企业中也有大量的新三板企业。

北京新三板挂牌公司南北天地董秘、财务总监崔彦军表示：“双创债重点扶持创新层企业对新三板是个好事，起码体现了管理层越来越重视了，这次双创债的试点开展后，由于新三板公众公司的优势，新三板必将是最大受益者之一。”

而上述先期在交易所试水的五单双创债中，有 4 单是新三板公司所发行，可见监管层想要在新三板推广双创债的决心。

一位接近监管层的人士表示，“之所以选择创新层企业是因为此类公司财务较为规范，有一定规模，风险相对较小。”

证监会公司债券监管部调研员高莉博士此前也表示，证监会希望在新三板创新层里面进一步推进“双创债”，进一步降低企业融资成本。

值得注意的是，此次双创债试点重点扶持创新层企业也可以看作是新三板分层制度差异化管理的兑现政策之一。

“自从去年中段分层以来，有关新三板创新层差异化制度供给的红利还未兑现，所以这次双创债试点的文件可以看作是创新层制度优化的兑现。”一位中信证券区域投行的人士表示。

根据文件规定，未来将允许新三板创新层公司发行的创新创业公司债设置转股条款。

而设置转股条款，一方面使投资者可以在债券固定收益的基础上享受企业成长带来的溢价；另一方面为发行人提供股债夹层的融资工具，满足多样化的融资需求，降低企业融资成本。

“在实践中，因业绩、估值等因素的不确定性，创业企业在融资过程中经常与投资机构达成‘明股实债’的投资协议。通过私募可转债这一交易所挂牌的标准化债券产品，可有效满足创业企业与投资机构的投融资需求，支持创新层企业融资。也就是说非公开的附转股的双创债，为企业替代对赌条款提供了一个工具。”前述接近监管层人士透露。

与此同时，证监会规定在转换成新三板挂牌公司股份时，将给予减免股份登记费用及转换手续费的优惠。

私募 ABS “资本金套利” 遇上强监管部分银行十倍变身通道现形

地方银监局针对私募 ABS 的套利行为提出建议，下一步，明确银行投资此类产品优先级部分的风险权重为 100%，不得混淆概念；对以本行理财资金承接此类产品劣后级的发起银行，要求按基础资产“证券化”前情况计算资本。

金融去杠杆、防风险向深度演化。

近期，多个地方金融监管机构撰文反映，目前市场上一些非标金融产品在设计上借鉴了资产证券化产品的思路，部分银行在发起和投资这些“类资产证券化产品”过程中，出现了混淆概念和套利行为。

数位业内人士表示，此“类资产证券化产品”即目前市场上方兴未艾的场外 ABS、或称私募 ABS。

在检查“三套利”等背景下，此类私募 ABS 正在迎来“紧箍咒”。

“这种模式可能违反了银监会 46 号文关于监管套利的规定。”北京某券商 ABS 分析人士表示，46 号文将银行“通过理财业务与自营业务之间相互交易，规避信贷规模控制或将自营资产出表或减低信用风险加权资产”的行为，视为监管套利。

私募 ABS 被指资本套利

私募 ABS 对应主要在银行间市场发行的场内 ABS，是指利用 ABS 原理操作，但在线下交易或“机构间私募产品报价与服务系统”交易的产品。

华北地区某城商行人士表示，私募 ABS 与在公募 ABS 在结构上几乎没有区别，私募 ABS 主要是银行和交易对手之间直接进行，信披也比较有限；也正是出于隐蔽性，成为部分银行借此进行非标转标，降低资本占用，放大收益的途径。

多地银监部门分析称，商业银行与非银行金融机构合作，设计和发行此类“类资产证券化产品”这一行为本身并不违规，但值得关注的是，考虑到其特征，这类产品不是资产证券化产品，不能作为资产证券化产品对待，只能作为非标金融产品对待。

但在实践中，发起银行和投资银行普遍混淆概念，将其作为资产证券化产品对待，从而产生两方面违规行为：一是资本套利；二是发起人资产出表，但风险不真实转移。

此类产品优先级部分经过增信后，一般可达 AA-及以上信用评级。部分商业银行投资此类产品的优先级部分后，仅根据其产品名称中有“资产证券化”字样，就将其作为资产证券化产品看待，套用资本管理办法相关规定，按 20% 的风险权重计算 AA-及以上优先级部分的风险加权资产。

城商行、农商行是主体

2016 年有不少区域性银行资产规模继续扩张，涨幅接近一倍，在 MPA 体系下，广义信贷和资本充足率两项的考核压力不言而喻。

据了解，私募 ABS 的发行主体以城商行、农商行为主。

近期的一份财产信托计划推介材料显示，该计划基础资产为某城商行的自营非标投资资产，本金约 46 亿元，融资 35 户，加权平均剩余期限为 3.75 年，加权平均利率为 7%。

该份推介资料显示，具体投向包括基础设施项目建设、一类债务置换、过桥融资、中央补贴过渡、PPP 项目前期费用等；其余项目均已被纳入地方政府财政预算。

地方银监局针对私募 ABS 的套利行为提出建议，下一步，明确银行投资此类产品优先级部分的风险权重为 100%，不得混淆概念；对以本行理财资金承接此类产品劣后级的发起银行，要求按基础资产“证券化”前情况计算资本。

同时，鉴于此类产品不备案，发行机构和 SPV 的选择也无规律，监管部门尚不掌握此类产品的总体规模和风险情况，建议开展相应的调研和监测。

ROE 十倍翻转变身术

据了解，某城商行从 2014 年开始做存量资产证券化出表，截至 2015 年末，已经发行了近 400 亿规模，今年还有上百亿元的发行计划。

将存量资产做证券化处理，不仅有资产出表以实现监管考核达标的目的，从盈利角度，也是提高资金周转，撬动资金杠杆的做法。

影响银行利润的三大因素，分别是息差、杠杆率和资产周转率。在息差一定的前提下，对 ABS 的基础资产提供方来说，提前收回现金进行再投资，提高了资产周转率；对 ABS 的认购方而言，认购优先级，与自己放一笔表内贷款，或者做一笔自营投资相比，更节约资本占用，相当于提高了资金的效用。

以某只过桥贷款 ABS 产品为例，如果是直接投资，按 100% 风险计提，ROE（净资产收益率）为 47%。做成 ABS 之后，风险按 16% 计提，ROE 为 400%。

以前述城商行的资产包为例，基础资产的加权平均利率为 7%，优先劣后比为 8：2。假设简化优先级利率为 5%，劣后的收益将高达 15%。这也就意味着，同样的资产，用更少的资金获得了更高的收益。

不过值得一提的是，根据银行业信贷资产登记流转中心的规定，如果银行用表外资金对接结构化资产次级，本行的理财不能受让本行的资产。于是，就有银行用所谓“表表外”资金来对接：即，银行作为投资顾问，接受其他平台委托贷款，包装成其他平台的固收类理财产品进行出售。

劣后由表表外资金对接，上述案例中 15% 的劣后收益将在产品投资人、银行（作为投资顾问）、平台（销售方）和其他服务中介中分成，对于银行而言，依然是一笔可观的收入。

“在交易所或者银行间发行 ABS，受制于负面清单，比如政府类和一些其他行业类资产不能作为底层资产；另外这种做法，我们从资产入池到资产包销售，大概就 2 个月时间，效率上也比场内做要高得多。”某城商行投行部人士表示。

产品情况

信托产品

上周共搜集到新发行信托产品 26 只，期限为 12-30 个月不等。年化收益率在 5.2%~7.3%之间。

资管产品

上周共搜集到新发行资管产品 4 只。期限为 24-36 个月不等。年化收益率在 7.5%~8.8%之间。

银行理财

上周共搜集到银行理财产品 25 只。期限为 35-458 天不等。年化收益率在 3.55%-5.25%之间。