

目录

本期导读.....	2
莫让市场短期波动成为强监管障碍.....	2
债市投资到了抄底的时候？	3
宏观政策.....	3
IPO “即报即审” 渐行渐近？ 市场期待继续优化审核流程	3
北上广房贷利率调查： 全面进入 “九折时代”， 随时可能再上调	8
债市投资到了抄底的时候？	13
监管政策.....	17
莫让市场短期波动成为强监管障碍.....	17
银行资管.....	20
缩表个案显资管新常态 资产负债调结构或引变化	20
行业新闻.....	23
最牛券商资管子公司去年盈利 10 亿 将 78 家券商甩在身后	23
金融去杠杆力度空前 资管人士:动作稍微大点电话就打过来了	27
MPA 考核下中小银行机构同业资管需求或大爆发	39
产品情况.....	41
信托产品.....	41
资管产品.....	41
银行理财.....	41

本期导读

莫让市场短期波动成为强监管障碍

股票市场一下跌，证监会就会被推上风口浪尖，这似乎已经成为 A 股市场过去 20 多年的常态。过去两周，各种聚焦资本市场监管者的声音此起彼伏，相互交锋，其中赞赏者有之，建言者有之，言辞激烈的批评者也有之。

引发这些纷杂声音的，是股票指数的波动与监管的频频亮剑。近期，A 股市场出现了一波短期快速调整，上证指数在 10 个交易日内下跌了 5% 左右，部分个股跌幅较大。

批评者的逻辑之一，就是股市的短期下跌归咎于监管重拳。对此，我们不敢苟同。

股票市场走势是多重因素的综合反映，既有对宏观经济走向的预期，也受中观行业发展影响，还是微观公司业绩的体现。同时，股票市场的走势还受到宏观政策、国际金融市场走势等因素的左右。所有这些因素，再叠加投资者情绪，即凯恩斯所说的“动物精神”，造成了股指的上涨或下跌。监管政策当然也是其中一项重要因素，但显然不是全部。将股票市场的短期波动完全归咎于相关部门的严格监管，显然是以偏概全。

债市投资到了抄底的时候？

4 月，银监会对市场加强监管，债市收益率在“三套利”、“四不当”的调控口号中节节升高，上涨幅度甚至超过去年底。

一个月时间内，二级市场上，10 年国债、10 年国开债到期收益率从 3.3%、4.0% 左右，各自上行数十个 BP 至约 3.5%、4.2% 的水平；信用债收益率涨幅更大，3 年期 AA+ 中票到期收益率升破 5%，创过去一年新高；一级市场亦大受影响，大量信用债取消发行，国开债、铁道债取消发行又现，少数信用债的发行利率甚至超 7%。

收益率上升的同时，债市的投资价值也在逐渐显现，而在债市投资上颇为低调的保险公司，有可能成为这轮调整中的大赢家。

宏观政策

IPO “即报即审” 渐行渐近？ 市场期待继续优化审核流程

在去年底以来的 IPO 提速潮背景下，虽然制度层面的新股发行改革安排并未出现新变化，但在 IPO 的实质审核层面，待审核的“库存去化”征兆已非常明显，并且正在朝着“即报即审”的状态持续发展。

经过近半年的提速和优化，IPO 的审核“排队”盛况或已今非昔比。

21 世纪资本研究院发现，虽然目前排队的拟 IPO 项目数量较多，但实际上未真正进入实质审核程序，显示“已受理”状态的公司数量为 81 家，已减少至不足百家。

这一结果距离业内预期本轮 IPO 提速至“即报即审”之目标，仅剩一步之遥。

21 世纪资本研究院认为，IPO 进入“即报即审”的阶段或已渐行渐。

另一方面，21 世纪资本研究院在与接近监管层的机构人士沟通时获悉，当前监管层对于 IPO 审核过程中的“多次反馈”现象有所关注。

我们认为，“未来在保证审核质量与要求的大前提下，发审流程的优化、审核效率的提高或能实现。

“已受理”不足百家

从去年 11 月份以来的 IPO 发审提速至今，IPO 实质审核状态已经发生质的变化。

仅从数量上看，目前 IPO 排队企业仍然存在堰塞湖效应，但事实上，当前的 IPO 发审状态已经与“即报即审”的最终状态非常趋近了。

21 世纪资本研究院根据最新发布的 IPO 企业审核状态信息情况表（下称信息情况表）发现，截至 4 月 27 日，处于 IPO 在审名单中的企业总数为 543 家。

虽然排队企业数量较多，但仔细观察能够发现，大部分的企业已经进入了审核流程，即监管层开始启动了意见反馈，而其中处于已受理、未反馈的企业数量占比已经不足 20%。

最新的在审企业情况表显示，处于已受理、未反馈状态的企业数量已仅剩 81 家，其中上交所 39 家、创业板 37 家，而中小板更少，只有 5 家。

21 世纪资本研究院认为，与市场所理解的 500 多家的审核长队现状不同，真正体现“即报即审”的实际上是在信息情况表中呈现“已受理”状态的企业数量，而并非全部排队企业；而“已受理”状态企业的数量越少，IPO 进入“即报即审”环节的阻力也就越小。

“从目前的排队状态看，中小板是非常适合‘被排队’的板块，因为前面没有进入反馈程序的企业只有 5 家了，如果这 5 家代谢掉了，那么就是实际上的即报即审。”深圳一家券商投行负责人在与 21 世纪资本研究院沟通时也表示，“照这样的速度发展下去，整个 IPO 审核已经距离即报即审非常近了。”

我们认为，在去年底以来的 IPO 提速潮背景下，虽然制度层面的新股发行改革安排并未出现新变化，但在 IPO 的实质审核层面，待审核的“库存去化”征兆已非常明显，并且正在朝着“即报即审”的状态持续发展。

此前，证监会主席刘士余曾指出：“务必理解制度，咬住牙关，保证质量好的公司能够及时上市，用两三年的时间解决 IPO 堰塞湖。”

我们认为，IPO 的“即报即审”不同于“即报即上会”或“即报即发行”，实现难度低于市场普遍观念，若现有发审节奏保持稳定，新股市场有望尽快迎来“即报即审”时代。

退出机制待关注

需指出的是，IPO 进入“即报即审”状态也许只是发审工作提速并得到实质性改善的第一步，而对应的市场预期，显然也会给审核工作带来新的压力。

21 世纪资本研究院认为，IPO 的“即报即审”大概率将刺激更多企业试图抢抓 IPO 红利窗口，上市企业和拟上市企业数量的增长速度也会快于以往，而与之伴随的是监管加严和对质量要求的不放松，以及进一步优化审核流程的可能。

事实上，当前 IPO 的一些审核环节仍然有进一步优化的可能性。21 世纪资本研究院在与部分接近监管层的中介机构人士沟通时获悉，当前监管层对 IPO 过程中的多次反馈意见问题有所关注。

“监管层关注到过去 IPO 审核过程中反馈次数过多的问题，其实这个也是目前存在的一个情况，这个就像论文答辩，因为每一次反馈意见都有周期，相当于变相地延后了进入初审等环节的进度。”上述深圳地区投行人士表示，“市场也有意见讨论提出，能不能尽可能地减少反馈次数，把许多问题都集中在 1-2 次反馈中。”

“目前一次反馈意见的几乎没有，多数还要 2-3 次乃至更多，而且这个次数是没有上限的，理论上只要发现了问题就需要持续的反馈和回复反馈意见，将相关问题厘清”上海地区一家券商保代表表示。

在市场看来，希望未来在抓好 IPO 质量的大前提下，进一步优化 IPO 审核的意见反馈等环节的流程。

另一个需要关注的是退市机制执行强度的变化。在拟 IPO、IPO 企业数量激增、重组新政下的借壳上市审核趋严后，资本市场容易呈现出阶段性的“进速大于出速”的状况；而上市公司数量增加的同时，整个市场能否在加快发审的同时，通过强化退市机制和退市执行力度，来进一步扶优限劣，仍然不容忽视。

北上广房贷利率调查：全面进入“九折时代”，随时可能再上调

21 世纪经济报道记者从农行、工行、北京银行、招商银行支行处获得正面回应，目前首套房利率已经上调，最低执行基准利率，二套房执行基准利率上浮 20%。

房地产新政效果显现，多地房贷利率呈上调之势。

21 世纪经济报道记者调研一线城市房贷利率获悉：北京地区多家银行已执行首套房贷基准利率，二套房上浮基准 10%；也有银行执行首套房贷九五折，二套基准上浮 10%，但不排除随时调整。

上海地区此前普遍的首套房最低九折利率，也已有银行上调至九五折；但二套房普遍利率仍为基准利率上浮 10%。

广州地区，五一小长假过后，房贷利率加速进入“九折时代”。此前国有行和多家股份行首套房贷已从原来的基准八五折上调至九折，还有股份行执行九五折，个别外资行虽有最低八五折，但审核很严。

据融 360 最新报告显示，4 月以来，上海、深圳、广州、重庆、福州、苏州、厦门、南昌、宁波等城市纷纷出现利率上调。其统计数据显示，在全国 35 个城市 533 家银行中，有 122 家银行首套房利率折扣上升，占比 22.89%。

融 360 分析师李唯一认为，房贷利率上调和目前一线城市、二线城市相继出台的限贷、限购政策落地有关，政策的调控作用已初显成效。

某股份行上海分行零售业务负责人向 21 世纪经济报道记者表示，虽然该行还没有调整上海地区的房贷利率，但总行确实在研究调整区域业务结构。“限购城市，特别是一线城市的房贷总量下来，可能重心会往非限购城市转移，要更加因城施策。”

北京首套执行基准利率，二套上浮 20%常态化

21 世纪经济报道记者从北京我爱我家、搜房网等多位中介处获悉，北京中介圈已经下达了相关通知，中国银行、农业银行、工商银行、建设银行、交通银行、中信银行、招商银行、北京银行此 8 家银行上调房贷利率，以网签日期为准，5 月 1 日（含）以后网签的业务，首套房利率最低执行基准利率，二套房执行基准利率上浮 20%，而 4 月 30 日（含）以前网签的业务，首套房利率最低执行九五折。

某中介人士表示，未来可能有更多银行上调利率，首套基准、二套 1.2 倍将是主流。

8 家已经上调的银行中，21 世纪经济报道记者从农行、工行、北京银行、招商银行支行处获得正面回应，目前首套房利率已经上调，最低执行基准利率，二套房执行基准利率上浮 20%。八家之一某股份行房贷业务人士表示，此轮调整主要是针对房贷利率，在审批流程和额度方面，暂时没有新的调整。

而 8 家之外的其他银行，21 世纪经济报道记者从民生银行、华夏银行、兴业银行支行获悉，目前首套房利率最低执行九五折，二套房利率上浮 10%，但业务人员多次强调，该利率只是目前的情况，随时可能调整，具体需等待总行通知。

中原地产首席分析师张大伟分析认为，北京作为全国楼市调控最严格的城市，房贷出现了收紧现象，贷款折扣减少，放款时间明显延长。这些都叠加房地产调控政策发挥调控效果。银行未来贷款额度收紧，价格上浮，放款放缓是常态。

某大行山东某支行信贷业务人士则对 21 世纪经济报道记者表示，山东地区房贷政策也已经全面收紧。4 月开始房贷利率优惠审批权已经上交省行，一般房贷都没有折扣。审批时间相较之前延长了一倍，对于资金的流向也有了更严格的控制。

“曾经有一款消费信贷产品，因为有客户通过该产品支付了首付在审查中被发现，支行还因此受到银监会的罚款。省行已经给了明确要求资金要注入实体，对于贷款流向房地产将有更严格的控制。”该人士表示。

广州加速“九折”，上海现首套九五折

广州和上海地区首套房贷款利率也出现了上调。

据悉，民生银行、浦发银行、中信银行、兴业银行早在今年 3 月就开始动手上调广州首套房贷利率优惠，从八五折上调至九五折。

“首套房九五折利率已经执行一段时间了。”中信银行广州分行人士对 21 世纪经济报道记者表示。此外邮储、广州农商行、广发银行、光大银行等在广州地区的首套房贷利率均在九折。

另外，有消息称早在 4 月 1 日，工、农、中、建、交五大国有银行就将广州地区的首套房贷利率优惠从八五折上调至九折。21 世纪经济报道记者已从农行广东省分行、工行广东省分行营业部确认了该消息。紧跟其后的还有招行。

而上海地区，21 世纪经济报道从多家银行和房屋中介处了解到，近期确有银行首套房贷款利率有所上调，从基准利率九折上调至九五折，但四大国有行还在执行最低九折标准。

招行上海某支行客户经理告诉 21 世纪经济报道记者，上月首套房最低利率已经上调至九五折。某华东股份行上海相关业务人士也表示，目前已经很难给出九折利率，且放款速度难以保障。

据多名上海银行业人士反馈，从去年下半年以来，相关监管对银行房贷投放环比新增量有所指导，要求环比增量不能增加。

央行上海总部统计数据显示，上海地区个人住房贷款一季度新增 676 亿元，同比少增 241.3 亿元。其中 3 月份新增个人住房贷款 218.5 亿元，环比和同比分别少增 4.7 亿元和 142.9 亿元。

广州地区也有“放款难”现象。

多家银行广州地区相关人士表示，目前申请贷款按正常流程，从申请到放款的时间为半个月至一个月不等，相比此前的一周到半个月，贷款流程几乎延

期了一倍。“能贷下来都是好事，有些银行的额度早早被抢空，想贷都不是一件容易的事。” 广州大源按揭代理有限公司总经理郑大源表示。

但上海地区，包括工、农、中、建、交在内的国有大行仍执行首套房最低九折利率。农行上海某支行客户经理表示：“一直有上调利率的传闻，但至少到目前为止农行首套房贷最低还是九折。”

“我们也关注到几家行已经上调了，但我们目前还没有。” 某股份行上海分行零售业务负责人表示：“不过确实首套房九折的利率对银行来说不太赚钱，如果银行同业都调整，不排除我们会跟进。关键是上海地区的房产交易量整个下来了，现在投放的都是之前审批过的存量，到下半年基本前面的单子都消化了，规模下来会对这块业务的利润贡献产生负面影响。”

债市投资到了抄底的时候？

4 月，银监会对市场加强监管，债市收益率在“三套利”、“四不当”的调控口号中节节升高，上涨幅度甚至超过去年底。

一个月时间内，二级市场上，10 年国债、10 年国开债到期收益率从 3.3%、4.0%左右，各自上行数十个 BP 至约 3.5%、4.2%的水平；信用债收益率涨幅更大，3 年期 AA+中票到期收益率升破 5%，创过去一年新高；一级市场亦大受影响，大量信用债取消发行，国开债、铁道债取消发行又现，少数信用债的发行利率甚至超 7%。

收益率上升的同时，债市的投资价值也在逐渐显现，而在债市投资上颇为低调的保险公司，有可能成为这轮调整中的大赢家。

险资或又成赢家

2016 年，在货币政策相对宽松的背景下，投资者通过加杠杆放大收益的做法较为普遍，今年，投资者则需要抛弃这一策略。

中信建投资产管理部执行总经理吴浩在接受 21 世纪经济报道记者采访时称：“去年杠杆高，因为一层资产的收益率只有 4%，再加杠杆也只能到 4.5%；而今年一层资产即可配到 5.5%左右，由于今年资金面始终会很紧，去年常规的杠杆交易策略已失效，甚至为收益负增强效果。”

包括吴浩在内的数位机构人士对 21 世纪经济报道记者称，现阶段，对于流动性管理压力较小的机构而言，尤其是保险公司，债市配置价值凸显。

“对流动性压力小、追求长期收益的机构而言，各类债券目前都存在投资机会。”吴浩称，现阶段的市场让他想起 2013 年下半年的债市，“银行、基金、

券商等均过得较为艰难，但保险行业特别开心，7%以上的债券比比皆是，彼时保险公司在债市开启‘扫货’模式，奠定了他们后面三年的舒服日子。”

吴浩续称，一季度国内经济数据比较稳定，工业增加值数据超预期，但这是去年较为宽松的货币政策的滞后表现，“二、三季度经济稍有回落是比较大的概率，基本面有望对债市形成支撑，收益率处在顶部的区域，不会再大幅波动。”

北京一位保险资管部门投资总监对 21 世纪经济报道记者称，目前利率债和高等级信用债具有较好的中长期配置价值，收益率往上空间不大，但她同时强调，“中低等级信用债调整压力较大，债市整体交易性机会还需等待超调或者基本面的拐点。”

“超调的关键触发因素还是金融监管政策的超预期，基本面的拐点，三季度概率更大些。”她说。

另一保险公司投资人士对 21 世纪经济报道记者称，现阶段长债的配置价值凸显，其所任职保险公司也在加大配置力度，“保险、银行也在跟基金公司成立长债专户”，可能还没到“扫货”的程度，但这样的趋势较为明显。

银监会监管动向成关键

数位接受 21 世纪经济报道记者采访的市场人士均表示，随着 4 月份银监会一系列监管措施的出台，银监会的监管力度，成为投资者需要密切关注的债市变量。

“目前利率债有阶段性机会，主要是存在于监管压力‘换挡’期间的喘息。但 6 月是 MPA 考核压力最大的时候，不要对利率债的反弹抱有过大期望。”富滇银行理财银行部投资经理谭松珩对 21 世纪经济报道记者称，信用债则不甚乐观，一是流动性缺乏，二是 MPA 压力之外，“银监会‘统一授信’的大招还没放，如果放了，信用债还得承受更大压力。”

尚未落地的监管措施还有不少，“统一授信”、同业存单纳入同业负债考核等措施，都备受市场关注。

“4 月份市场已经是一轮超调，银监会一系列文件密集出台，对市场冲击较大，近期决策层的会议就进一步强调要防范系统性风险。”北京一位券商固收分析师对 21 世纪经济报道记者表示，未来监管部门出台措施的力度有望趋缓，以减缓对市场的冲击。

中金公司最新研报称，近期中央政治局会议新提出了“确保不发生系统性金融风险”，同时要求“扩大直接融资”、“加强政策协调”，这些政策提法均为政策执行的力度留下余地，加强监管协调有助于降低极端情况发生的概率。

监管政策

莫让市场短期波动成为强监管障碍

股票市场一下跌，证监会就会被推上风口浪尖，这似乎已经成为 A 股市场过去 20 多年的常态。过去两周，各种聚焦资本市场监管者的声音此起彼伏，相互交锋，其中赞赏者有之，建言者有之，言辞激烈的批评者也有之。

引发这些纷杂声音的，是股票指数的波动与监管的频频亮剑。近期，A 股市场出现了一波短期快速调整，上证指数在 10 个交易日内下跌了 5% 左右，部分个股跌幅较大。

批评者的逻辑之一，就是股市的短期下跌归咎于监管重拳。对此，我们不敢苟同。

股票市场走势是多重因素的综合反映，既有对宏观经济走向的预期，也受中观行业发展影响，还是微观公司业绩的体现。同时，股票市场的走势还受到

宏观政策、国际金融市场走势等因素的左右。所有这些因素，再叠加投资者情绪，即凯恩斯所说的“动物精神”，造成了股指的上涨或下跌。监管政策当然也是其中一项重要因素，但显然不是全部。将股票市场的短期波动完全归咎于相关部门的严格监管，显然是以偏概全。

客观上说，近期相关部门推出的一系列金融监管举措，的确会对股票市场形成一定影响，但投资者对此无需反应过度。比如，为更好地防范风险，引导银行业支持实体经济，银监会近期公布多项举措，旨在稳步引导金融业去杠杆，防止资金在金融体系“空转”，引导更多资金流向实体经济。对此，有研究称，在不同金融市场间，本轮银行业监管的影响依次为债券市场、信用市场、股票市场。该研究认为，股市真正涉及到的资金约为 500 亿元至 1000 亿元，且整改会留有时间缓冲，实质影响甚微，因此，股价短期或已反应过度。

而从证监会的一系列监管举措看，不管是打击内幕交易、“顶格”处罚违法违规者，还是遏制忽悠式重组，其出发点与落脚点都在于维护资本市场秩序，打击金融乱象，促进资本市场长期稳定健康发展。比如，近期西部证券(002673,股吧)因为忽悠式重组，被暂停保荐资格；九好集团因虚增收入、虚构银行存款等而被罚款 439 万元；对唐汉博等操纵市场的违法当事人罚没款合计逾 12 亿元；对前股票发行审核委员会兼职委员冯小树突击入股案，除了没收冯小树违法所得 2.48 亿元外，还顶格处以 2.51 亿元罚款。

加强金融监管，是各监管部门的职责所在。证监会主席刘士余曾指出，证监会第一任务是监管，第二任务是监管，第三任务还是监管。加强监管，是为了防范金融风险，守住风险底线，维护国家金融安全；加强监管，是为了净化金融市场环境，夯实市场健康发展的基础，更好地保护投资者利益；加强监管，是为了完善市场基础制度建设，更好地发挥资本市场的各项功能，更好地服务于实体经济稳健发展。因此，对于资本市场乃至整个金融市场的种种乱象，监管当局就是要坚持底线思维，重典治乱、猛药去疴，果断出手，继续提升监管能力。

过去一年来，我国资本市场在新的监管理念下保持了稳定健康发展，为经济社会发展作出了应有贡献。从 2016 年 2 月份至今，A 股市场总体运行稳健，没有出现大幅上涨或大幅下跌等剧烈波动。这期间，资本市场监管逐渐加强，非但没有引起市场的恐慌性波动，反而增强了投资者信心，保护了投资者利益。一方面，监管当局深刻反思此前股市异常波动的教训，依法全面从严监管，持续整顿市场秩序，保护了投资者合法权益；另一方面，资本市场发展取得一系列新的成果，服务实体经济能力不断提高，资本市场监管理念也有了新变化，更加重视维护市场稳定健康发展。

应当说，不管是推动金融稳步去杠杆的举措，还是加强市场监管的系列重拳，目的均是防范和化解金融风险，遏制金融市场乱象，促进金融业健康稳定发展。对此，包括投资者在内的市场参与各方应有清醒认识。风物长宜放眼量。莫让市场短期波动，成为影响监管进一步强化的障碍。

银行资管

缩表个案显资管新常态 资产负债调结构或引变化

大资管的格局或随着银行端的资产负债表变化，而产生新的格局。

华南一家大型券商银行业分析师指出，目前出现的“缩表”只是个别现象，全面缩表的可能性较小，银行业资产结构调整是今年的主要旋律，信贷资产增速提高，非信贷资产规模收缩。

4 月 27 日，一家沪上券商资管人士向 21 世纪经济报道记者表示，在银行资产结构调整的长期趋势下，基金、券商等资产管理机构更应重视业务结构的优化，以往通道化的趋势肯定会出现改变。

“缩表”之争

4 月 25 日中信银行（601998.SH）公布一季报，报告显示中信银行总资产与总负债均显示下滑，成为今年第一家出现资产负债表收缩的银行。截至 4 月 27 日晚截稿时，除中信银行外，多家上市银行一季度总资产与总负债仍然较去年年末呈现小幅上升。

兴业证券银行团队解读称，从拆分资产大类来看，中信银行贷款中速增长，债券投资较上季基本持平，存放同业和买返业务带动同业资产环比压缩 40.8%。公司存款压缩较为明显，但存单发行有所增加，对负债形成积极补充。从历史上看，公司资产负债结构调整灵活程度大于同业，后续规模扩张情况仍然需要观察。

对于“缩表”是否会成为银行业的趋势，华东一名银行业分析师 4 月 27 日表示，这只是个别现象。“部分银行缩表可能是因为在去年年末冲存款，在今年开年的时候存款流走，两者差异较大出现缩表而已。”

北京一家股份行人士 4 月 27 日则担心“缩表”会成为银行业趋势，“毕竟有 MPA 考核在，对于一些靠同业业务扩张的银行，资产负债调整压力比较大。随着监管从严，缩表有可能是一个长期以及缓慢的过程。”

调结构或引新趋势

尽管面对“缩表”是否为大趋势，业界各方产生分歧，但银行资产负债结构今年要出现明显调整则是业内共识。

“总的态势就是放慢资产增速，调整资产结构；贷款增速快于资产增速；利润增速快于营收增速。”深圳一名银行业分析师亦表示。

“今年银行业是要做资产结构调整。”华南一家大型券商的银行业分析师 4 月 27 日向 21 世纪经济报道记者表示，“今年金融业的主题是要降杠杆，表外的非信贷资产会收缩，但是贷款会加大投放。毕竟这是 MPA 考核，银行要把更多的资源放在信贷里面，引导资金脱虚向实。所以今年会有一个很明显的迹象就是贷款速度会加快，非信贷资产在下降，而贷款资产则上升。”

“所以这也是我认为不可能存在银行全面缩表现象的原因。毕竟今年是要引导资金资源往信贷上配置，这样的结构调整会持续。银行是要支持实体经济的发展，况且目前融资需求非常旺盛。未来的趋势就是大力投放贷款，贷款增速比资产增速要快。”该分析师进一步表示。

前述北京股份行人士表示，事实上，随着“去杠杆”力度愈来愈大，商业银行去年已经开始主动对资产负债结构进行调整，主动控制业务增速。

“往年银行业存在为了追求利润而大力发展同业业务的现象，这使得资金空转，没有流入实体经济，银监会近期连续发文，对依靠同业负债来进行资产配置的发展模式进行约束。未来，在广义信贷考核下，银行资产腾挪的方式将被受到限制。”

而相对应的，是银行资产调结构给资管行业带来的新趋势，整个资管行业也已经意识到了这点。一位华东地区券商资管负责人就对记者指出，今年的主要目标是要提高主动管理的比例。“主动管理才是核心竞争力，也是今后券商资管上台阶发力的地方。”其指出。

行业新闻

最牛券商资管子公司去年盈利 10 亿 将 78 家券商甩在身后

上市券商年报已经收官，净利润同比降幅达到 50%。虽然整体业绩不佳，但由于资管、投行业务的支撑，与这两项业务相关的券商子公司在去年取得不错的成绩。

目前，有数据可对比的 13 家券商资管子公司合计盈利 46.6 亿元，同比增长 24.86%。其中，国盛证券资管子公司、齐鲁证券资管公司、国泰君安资管公司净利润增幅排名前三，分别为 2199%、441.8%、101%。而盈利最多的是华泰资管，达到 10.32 亿元。

业务模式单一，仅局限于开展投行业务的合资券商也获得逆袭的机会，这些公司中，不乏券商子公司。在有数据可查的 9 家合资券商中，4 家公司净利润实现同比增长，有的公司甚至迎来了成立以来的最好成绩。

华泰资管净利润居首,国联资管增幅最大

去年,受益于债券业务和委外业务的大规模增长,券商资管业务规模及收入均大幅增长。

根据中国证券业协会公布的经营数据,截至 2016 年末,证券行业受托管理资本金总额达到 17.38 万亿元,较年初增长 46.21%。记者据 WIND 数据统计,目前,有数据可对比的 13 家券商资管子公司合计盈利 46.6 亿元,同比增长 24.86%。

从净利润增幅来看,国盛证券资管的同比增幅最大。

国盛证券资管子公司成立于 2015 年,去年实现净利润 2988.7 万元,同比增长 2220.4%;实现营业收入 5163 万元,同比增长 838.4%。在报告期内,国盛证券资管的集合理财管理规模为 35 亿元,尚未开展专项资管业务。虽然增幅最大,但目前来看,国盛证券资管的净利润在券商资管子公司中还是最少的。

国泰君安资管子公司去年净利润增幅也超过 100%。截至 2016 年末，国泰君安资管的资产管理规模为 8464.26 亿元，较上年末增长 39.08%。其中，主动管理资产规模 3058.61 亿元，同比增长 40.88%。

去年，券商资管子公司中，净利润收入排名第一的是华泰资管。华泰资管去年实现净利润 10.32 亿元，同比增长 41.3%。据记者不完全统计，有 78 家证券公司净利润不超过 10.3 亿元。

截至去年年报报告期末，华泰资管合计管理集合资管计划 92 只，合计管理规模 1294.74 亿元。在定向资管业务方面，合计管理定向资管计划 588 只，管理规模 7187.05 亿元。在专项资管业务方面，主要在消费金融、票据、租赁、保障房、类信贷金融资产、绿色产业资产等领域，截至报告期末，合计管理专项资管计划 34 只，管理规模 351.41 亿元。

值得注意的是，进入 2017 年，华泰资管势头不减。今年一季度，华泰资管实现收入 5.7 亿元，同比猛增 8.6 倍，贡献营收 15%，明显高于行业平均，且首次超过投行业务收入，为一季度净利润正增长的最大驱动因素。

海通证券资管管理规模破万亿元

去年有 4 家券商资管子公司净利润出现同比下滑，分别是光大证券资管、东证资管、海通证券资管以及兴证资管。

兴业证券年报数据显示，去年全年实现受托资产管理业务收入 5.59 亿元，同比减少 28.62%，兴证资管净利润随之下滑。去年，兴证资管的主动管理规模增长较快，主动管理规模达到 595.24 亿，规模较 2015 年增长 263 亿，增速 79%。

海通证券资管的净利润在去年也出现下滑。不过，去年海通资管、海富通基金和富国基金的资产管理总规模达到 1.5 万亿元，管理规模破万亿元。安信证券分析师认为，受市场报酬率降低的影响，2016 年公司受托资产管理业务净收入降至 5.9 亿元。随着公司加强高费率的主动管理业务，业绩有望回升。

4 家合资券商净利润同比增长,一创摩根增幅最大

去年，投行业务是券商整体业绩的重要支撑之一。以开展投行业务为主的合资券商，由于没有其他业务的“拖累”，在去年业绩表现颇为亮眼。

从净利润的角度来看，9 家合资券商合计盈利 25.5 亿元，同比下滑 6.9%。其中，中金公司依旧是最赚钱的，WIND 数据显示，中金公司去年实现净利润

18.2 亿元，不过同比有小幅下滑。其次是东方花旗证券，盈利 2.58 亿元，东方花旗证券为东方证券的子公司。

如果从净利润增幅的角度来看，一创摩根、东方花旗、华英证券、大摩华鑫实现了同比增长，涨幅分别为 201%、98.8%、24%、10.7%。瑞银证券、瑞信方正等 5 家合资券商净利润出现下滑。

首先来看净利润增幅最大的一创摩根。一创摩根是第一创业的子公司，第一创业通过一创摩根来开展投行业务。报告期内，一创摩根共完成股权融资项目 5 个，承销金额 68.80 亿元；完成债券项目 29 个，承销金额 430.24 亿元。值得注意的是，对比 2015 年，一创摩根的 IPO 项目、企业债项目都实现“从无到有”。

作为国联证券的子公司，合资券商华英证券去年实现营业收入 3.91 亿元，同比增长 20.04%；实现利润总额 1.35 亿元，同比增长 24%，取得自成立以来的最好成绩。

金融去杠杆力度空前 资管人士:动作稍微大点电话就打过来了

4 月 28 日，上证综指以 0.58% 的微弱振幅为 4 月的最后一个交易日画上了句号。但在这个月，A 股市场却并未一直如此平静，月初雄安新区概念掀起了

一阵波澜壮阔的行情，而从 4 月中旬起短短不到 10 个交易日的时间内，沪指今年全年的涨幅便迅速被全部抹平。

而与 A 股的惊心动魄密切相关的是，一场中国金融去杠杆的战役正席卷着整个金融市场。“一行三会”空前的穿透式监管新政凸显出了此次金融去杠杆力度空前，甚至连金融反腐也被认为是这一场战役的一环。

此次力度空前的金融去杠杆有望改变中国金融体系大量资金在金融机构间空转的顽疾。而眼下，复苏迹象显露出新经济周期的临近，以及“十九大”这一政治节点的到来，这一切正催生着中国资本市场一个新周期的到来。这将是一个与过去不同的周期，指向新的方位。

金融去杠杆

A 股市场从今年年初开始的“春季攻势”在 4 月份经历了高潮和逆转。

4 月的第一天，有着“千年大计”之重的雄安新区规划横空出世。几天后，当 A 股市场开盘交易时，雄安新区概念股瞬间被爆炒，数十家上市公司连续数个交易日都强势涨停。上证综指也因此从 3 月底的 3223 点节节攀升，一度摸高至 3295 点。

不过，这波澜壮阔的行情也以前所未有的方式戛然而止。十余只雄安新区概念股在连续六个交易日一字封停后，4 月 12 日，沪深交易所同时出手干预，11 只个股因涨幅过大集体同时停牌核查。市场的基调由此急转直下。当 4 月 18 日停牌核查的雄安概念股集体复牌后，市场更是不断走低，热点题材全面熄火。“最初调整时我们是有买入一些雄安概念股，按照以往的经验，雄安概念股肯定还会有第二波第三波炒作行情，而且近期宏观经济数据很不错，外围市场一直在涨，我们并没有太多的担忧，所以在市场下跌没多久时就又冲进去了。”北京一私募投资机构投资总监称。

和他一样，很多投资者预期中的雄安概念股第二波行情此后却迟迟未能出现，市场也一直持续下跌，在 4 月 24 日时，A 股再次经历了大幅调整的行情，沪指更是在当天创下年内最大单日跌幅。这样的态势让不少投资者嗅到了市场中别样的味道，市场的调整并不仅仅是炒作题材的回落。

海富通基金经理吕越超对经济观察报表示：“这一轮市场波动主要是金融监管趋严和金融去杠杆的推进，同业监管的加强使得之前同业委外中通过擦边球进入权益市场的资金首先回笼，并进一步影响了市场参与者的预期和风险偏好。结合年初到 4 月初市场经历了一轮普涨，调整自然就发生了。”

自 3 月底开始，金融领域的一系列监管新政接连出台，尤其是银监会从 3 月下旬开始至 4 月 10 日发布了共 8 个文件，矛头直指金融风险防控。银监会发

布政策文件的密集程度前所未有，一场金融领域去杠杆的战役已经悄然而至，但在力度空前的雄安新区炒作热潮下，这些新政的威力并未得到投资者的足够重视。

3 月 28 日，45 号文《关于开展银行业“违法、违规、违章”行为专项治理工作的通知》、46 号文《关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理工作的通知》双文连发。直指金融产品因跨市场、跨行业引出的杠杆高、嵌套多、链条长、套利多等问题。

此后数日，银监会又发布了《关于提升银行业服务实体经济质效的指导意见》，提出 24 项政策措施，要求银行业金融机构按照风险可控、商业可持续原则，《关于银行业风险防控工作的指导意见》更是直接点名了银行业风险防控的十大重点领域。4 月 12 日，银监会发布《关于切实弥补监管短板提升监管效能的通知》。

伴随 8 份文件的同时，还有银监会开出的 25 件行政处罚罚单，涉及票据违规操作、掩盖不良、规避监管、乱收费用、滥用通道、违背国家宏观调控政策等市场乱象。

而在这些密集发布的政策中，很多都剑指发行量激增的同业存单、规模庞大的委外业务。6 号文要求银行采取有效措施降低对同业存单等同业融资的依

赖度，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，合理控制同业存单等同业融资规模。46 号文则要求严防同业“空转”，银行要自查是否存在同业资金空转，包括通过同业存放、卖出回购等方式吸收同业资金，对接投资理财产品、资管计划等，放大杠杆、赚取利差的现象等。

海通证券首席宏观债券研究员姜超表示：“利率市场化背景下，银行利差收窄，为了增加盈利，银行近年来规模大幅扩张，通过同业套利、绕道监管等方式来配置高收益资产。2015 年下半年以来，随着同业存单大量发行，银行同业套利再度卷土重来，增加了系统性风险。”

根据东方财富 Choice 数据统计反映出同业存单的庞大规模：2015 年同业存单发行规模达 5.48 万亿元，而 2014 年同业存单发行规模还不到一万亿，仅为 8985.6 亿元；2016 年同业存单发行规模则达到 12.81 万亿元，为 2015 年发行量的 2.4 倍。今年年初至 3 月底，同业存单业务更是持续井喷，发行规模就已接近 5 万亿元，接近 2015 年全年的发行规模。

申万宏源分析师毛可君认为，部分中小银行通过发行大量同业存单，形成的表内资金或直接委外投资，或进一步购买同业理财，同业理财资金进而委外投资。因此，同业去杠杆之下，部分中小银行同业资金面临压力，将以主动赎回、到期不续做、到期部分续作或者提升续作资金成本等方式调整委外规模。

金融去杠杆，委外赎回、同业存单新规等降低金融市场杠杆率开始让资金面更为紧张，去杠杆的威力很快便传导到了 A 股市场。尽管市场上并未出现大规模委外赎回等消息，目前也尚难有确切的数据来计算出银行监管新政对 A 股资金面的实际影响，但资金面的趋紧已经成为了不争的事实。

华安基金基金经理吴丰树表示：“这一轮的调整主要是金融监管，特别是对约束银行的同业负债以及委外方面，导致市场出现了一定的恐慌，资金面也有一些影响，但我认为对于股票市场来说资金面的影响其实不大，很多测算证明对资金的影响不大，大概在 1000-2000 亿，但在心理层面的影响要大一些。”

事实上，情绪较资金面更容易沿同业链条不断升级。在同业链条的最末端，管理银行委外资金或使用银行资金加杠杆的非银行金融机构，情绪最易受到冲击。正是这些金融去杠杆的使得 A 股市场短期承压明显。

穿透式监管与金融反腐

在这场金融去杠杆的战役中，并非只有银监会在“战斗”。

诸多迹象表明，强力监管态势并非是从今年 3 月才开始的，早在去年底的中央经济工作会议上便已经传递出了重视防控金融风险的信号。在那之后，监

管部门开始打造一张穿透式监管的大网便徐徐张开，而与之相伴的是，金融领域的高压反腐态势亦不断升级。

去年年底，央行便已正式要求从今年一季度起对金融机构的宏观审慎评估（MPA）正式把表外理财纳入广义信贷范围，引导金融机构加强对表外业务的风险管理。而“一行三会”的其他部门亦有所动作，与央行、银监会交相呼应。

证监会频频出手惩治市场中恶行，除了对雄安新区的炒作予以干预外，也发话对高送转等题材要严加监管。证监会主席刘士余曾公开痛斥“股市里的野蛮人”为“妖精”、“害人精”，还指责“高送转+大股东减持”是“吃相太难看”。刘士余的这些言论曾一度引起市场的很大争议，但这却是监管层针对 A 股市场严厉监管最明确的信号，A 股市场绵延数年的“高送转”顽疾愈演愈烈，早已戳到了监管层的痛处。

“现在证监会和交易所其实对异动交易盯得特别严，资金量大点的机构不管是买入还是卖出都会受到监管，稍微动作大点，交易所的电话就打过来了，他们的电话还不是打给我们实际操作人员，而是直接就打给了公司老板，所以我们根本不敢有太大的动作。”深圳一资管机构业务负责人称。

4 月 23 日，保监会也大力出手，公布了《中国保监会关于进一步加强保险业风险防控工作的通知》，明确指出了当前保险业风险较为突出的九个重点领域，并对保险公司提出了 39 条风险防控措施要求。

金融监管部门出台相关政策是常态，但一行三会同时“重拳出击”却较为少见，监管力度的空前可见一斑。监管层的这一系列组合拳频频发力，穿透式监管的金融监管体系呼之欲出。

在今年“两会”期间，“一行三会”多位官员及部分金融领域的代表和委员已经开始频频谈及穿透式监管的迫切性，这也折射出监管层在加强金融监管上已经达成共识。

一直以来，在中国庞大的金融体系中存在着的众多金融机构间有着复杂的业务关系和冗长的业务链条，各类结构化的产品、资管计划层层嵌套，复杂异常，最典型的形式就是银行互相购买理财产品、银行借道信托发放信托贷款或转让信贷资产、银行委外投资、定向通道业务等等。这些行为导致金融领域杠杆率上升，银行表外业务迅速扩大，资金在金融市场涌动，甚至在同业之间“空转”，这不仅拉长了资金进入实体经济的链条、抬高了企业融资成本，更埋下了系统性金融的隐患。

惠誉评级此前便发布过一份覆盖 70 家城商行的研究报告称：“多家城商行贷款规模与投资规模相当，但是这些投资标的的底层资产披露并不清楚，风险也相对较大。”不仅如此，诸如债券等市场的高杠杆率，险资利用高杠杆资金多次“举牌”上市公司等事件也与这一顽疾不无关联。

而这这些屡见不鲜的乱象和隐患却难以得到有效的监管，传统监管理念下的分业分段式监管，难以实现对资产管理业务的整体性监管，因而资金在金融机构之间空转套利的行为尤为严重，风险隐患也因此不断积累。

中国人民银行研究员、金融监管协调办公室副主任苟文均在《中国金融杂志》刊文称，近年来，我国出现的系统性风险隐患，基本上都与资产管理业务无序扩张有关。促进资产管理业务健康发展的一个重要方面，就是要转变监管理念，按业务属性确定行为规则和监管主体，强化监管的统筹协调，实施穿透式监管和宏观审慎管理。“目前的政策来看，监管层的思路是全面的监管政策的技术工具，再加上金融机构自查自改。”上述深圳资管机构人士称，监管机构在此次监管中已经表现得游刃有余。

平安证券固定收益部总经理石磊认为，现在监管工具比以往丰富了很多，2013 年因为银行资产端的非标融资的失控，传统的信贷额度管不住非标融资，迫使央行不得不在负债端抽紧，祭出钱荒大招，硬碰硬的结果就是利率大幅跳涨。今年与 2013 年不同，央行除了有负债端调整工具，还有资产端直接调控工

具 MPA，此外，各监管部门步调一致，跨监管套利已经无路可逃，银行资产端增速失控的可能性很小。因此，今年很难会见到持续的钱荒，而更多是偏紧的资金面，偶尔有短暂的流动性紧张。

而在构建穿透式监管体系同时，金融反腐则是此轮强力监管中的又一个“杀手锏”。金融系统的反腐浪潮已经席卷至各个层面。

4 月 9 日，中纪委宣布今年刚满 60 周岁的项俊波被调查，他成为了金融监管系统“一行三会”落马的首名“掌门人”。而一个前发审委委员都竟能通过 300 万元本金令人咋舌的非法获利 2.5 亿元，这也凸显出金融领域腐败的严重性。

安信证券认为，当前金融反腐和监管进入新阶段，短期对市场风险偏好和资金面偏利空。但从中长期看，金融监管改革最终形成微观审慎监管与宏观审慎政策功能上的相互协调与统一，所有金融活动有法可依、有规可守；上至投资者、下至标的资产的穿透式监管，能提高整个金融体系的透明度。

资本市场新周期

为什么金融去杠杆选择在了当下？一个有意思的背景是，在金融领域一系列去杠杆的措施接连出炉之际，也正是一系列中国宏观经济数据出炉的时刻，而这些宏观经济数据表现异常抢眼。

4 月 17 日，国家统计局公布的国民经济运行数据超出了不少人的预期。今年一季度，国内生产总值(GDP)为 180683 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.9%。而从投资、工业生产、进出口等多项数据来看，一季度增长超出市场预期。

在某基金公司金融行业研究员看来，配合着经济形势的改善的时间窗口，现在金融去杠杆可能引发的阵痛和震动相对会更小一些，为监管加码赢得了空间。

但显然，A 股市场短期格局仍然会受到金融去杠杆的直接影响。不过，更值得注意的是，诸多迹象显示，在伴随着金融去杠杆化进程推进，再加上经济复苏迹象明显、“十九大”这一新政治周期临近等种种因素的叠加影响下，中国资本市场的一个新周期若隐若现。

方正证券首席经济学家任泽平提出的观点是，从宏观经济的角度来看，现在已经站在了新周期的起点上。他认为，大量的宏微观证据表明，中国经济步入增速换挡期“经济 L 型”的一横，正站在“新周期”的起点上。2016 年以

来，中国工业企业的产能利用率正逐步触底，部分传统行业产能出清实际状况远比统计数据展示的更为充分。

虽然关于新经济周期的争论亦不少，但一个共识是，至少中国经济离一个新经济周期的开启至少是越来越近，这也为当下金融去杠杆的创造出了时间窗口。而更重要的一个共识是，众所周知，“十九大”如期而至，对中国社会而言，一个新的政治周期正在来临。“2016 年下半年以来地方换届完成，半年后的 2017 年 10 月 19 大召开，人事调整之后，思想统一、行动统一、政令畅通，新政治周期正在拉开大幕。”任泽平认为，3 月财政支出同比增长高达 25.4%，1-3 月累计高达 21%，继一带一路之后，雄安新区建设也将带动万亿级投资体量，这些都是新政治周期因素所影响。

而在新经济周期的预期和政治周期的合力助推下，资本市场也正在迎来一个新的周期，这一新的周期并非只与涨和跌有关，随着市场的去泡沫、健康化，价值投资的回归，而更多的是改变资本市场的生态体系。因此，无论是监管体系，或者是投资机构的投资逻辑和投资策略，资本市场都有望形成新的格局。事实上，近期 A 股市场出现的投资逻辑变化或许已经显现出了 A 股市场生态的变化迹象。

2017 年以来，A 股市场最大的特点就是龙头白马股的行情越演越烈，久违的“价值投资”气息喷薄而出，不仅仅是家电、白酒等行业，包括医药、化工、电子等等多数行业的龙头公司都有非常不俗的表现，这在过往并不多见。

“中国股市，格局或许真的变了。”北京某券商人士如此解读最近的行情。过去，追涨杀跌、短线交易、炒壳等投机行为在最近一年内迅速地失效了，过去二十多年，这些一直都是市场上比较有效的赚钱策略；相比之下，一向只是“嘴上说说而已”而已的价值投资今年来屡试不爽，过去不温不火的贵州茅台、格力电器开始飙涨。

事实上，即便目前投资机构对于短期市场走势和中长期走势都依旧有很大的分歧，以任泽平为主的看多一方和以李迅雷、姜超为代表的空方论战一直未休，但是在他们逻辑中，以白马股为主导的“准价值投资”行为占主导的市场。“按照目前的监管风格，我们的理解更加偏向于：股票是用来投资的，不是用来炒的。”国信证券一位人士称。

MPA 考核下中小银行机构同业资管需求或大爆发

从 2017 年一季度起，银行表外理财被正式纳入宏观审慎评估（MPA）广义信贷考核指标。央行实施的 MPA 考核涉及对同业负债的评估，占 25 分。如果同业负债超过总负债的 33%，银行则被评为 0 分。一旦同业存单被纳入 MPA 考核，很多中小银行的同业负债规模就会超过监管要求，资金面会更加紧张。

为推动去杠杆，2016 年下半年以来，央行通过公开市场操作不断提高政策利率水平。受此影响，同业存单发行利率也水涨船高，普遍高于 4.5% 的水平，甚至高于同期理财收益率。市场普遍认为，同业存单的膨胀，与银行机构存款增长乏力、弥补流动性不足、趁着监管新规尚未正式出台先做大存量、以及对接新的资产等因素有关。这些都迫使银行低成本“续命”。但市场普遍认为，这种情况很难长久维持下去。

按照 MPA 评分规则，银行真实资本充足率必须高于宏观审慎资本充足率方能不落入 C 档，否则将面临更严厉的 C 档惩罚措施。这意味着对银行扩张表外理财规模的约束力更大，银行资管业务将被迫压缩表外理财规模，尤其是一些中小银行，同业理财规模的下调已迫在眉睫，未来其日子将更难过，需要增加更多低风险、高透明的业务。

在以往货币政策稳定且可预期的情况下，大量中小银行尚能采取“同业存单-同业理财-债券”模式扩大杠杆，增加收益。但近期在国内国际多种因素的共同作用下，国内货币政策越发偏紧，金融机构的筹资成本不断上升。下一步，一旦监管政策正式收紧或者货币政策转向，中小银行机构极有可能面对流动性风险，被迫调整资产负债表，或甩卖资产，或因卖不掉资产而面临危机。

产品情况

信托产品

上周共搜集到新发行信托产品 19 只，期限为 12-36 个月不等。年化收益率在 6%~7.9%之间。

资管产品

上周共搜集到新发行资管产品 2 只。期限都为 24 个月。年化收益率在 8.8%。

银行理财

上周共搜集到银行理财产品 20 只。期限为 33-442 天不等。年化收益率在 3.6%-4.85%之间。