

新私募扩容调查：两大创新模式横空出世

民生精品---非公募一周要闻

2015年5月15日

非公募一周市场要闻：

（一）券商集合理财

数家券商托管资产规模迈入千亿俱乐部（上海证券报）

IFA平台将颠覆券商现有经纪业务模式（上海证券报）

（二）阳光私募

基金公司总经理成奔私新主力 券商银行人搭伙（每日经济新闻）

新私募扩容调查：两大创新模式横空出世（每日经济新闻）

（三）银行理财

央行年内再降息 理财产品收益下行“压力山大”（上海证券报）

银行理财产品质押贷款流入股市（深圳商报）

（四）信托

信托业拟推“监管+行业”双评级模式（新华网）

信托报表的风险观察窗口：寻迹“刚性兑付”的秘密（21世纪经济报道）

（五）保险

偿二代下的保险资产管理（上海证券报）

险企谨慎寻觅海外投资机遇 委托、直接投资双管齐下（中国证券报）

非公募产品动态信息：

（一）券商集合理财产品发行设立情况

本周暂无券商集合理财产品进入发行期

本周有3只券商集合理财产品设立

（二）阳光私募产品发行设立情况

本周有2只阳光私募产品进入发行期

本周有27只阳光私募产品设立

民生证券金融产品研究中心

分析师： 闻群

执业证号：S0100512110002

电话：(8610)8512 7512

邮箱：wenqun@mszq.com

分析师： 陈啸林

执业证号：S0100513040001

电话：(8610)8512 7512

邮箱：chenxiaolin@mszq.com

地址：北京市东城区建国门内大街28号
民生金融中心A座17层 100005

相关报告

- 1、《民生非公募一周要闻（2015-5-8）：一季度银行理财规模收缩 结构性产品业绩靓丽》2015.5.8
- 2、《民生非公募一周要闻（2015-4-24）：私募资管规模逾 2.8 万亿 备案管理人破万》2015.4.24
- 3、《民生非公募一周要闻（2015-4-17）：信托“法律断层”弥补在即 新条例未破分业格局》2015.4.17
- 4、《民生非公募一周要闻（2015-4-10）：理财产品可转让拆解：限制多、待激活》2015.4.10
- 5、《民生非公募一周要闻（2015-4-3）：收入年增 2.5 倍 券商资管爆发完胜经纪业务》2015.4.3

目 录

一、非公募一周市场要闻	3
(一) 券商集合理财.....	3
◇ 数家券商托管资产规模迈入千亿俱乐部 (上海证券报)	3
◇ IFA 平台将颠覆券商现有经纪业务模式 (上海证券报)	3
(二) 阳光私募.....	5
◇ 基金公司总经理成奔私新主力 券商银行人搭伙 (每日经济新闻)	5
◇ 新私募扩容调查: 两大创新模式横空出世 (每日经济新闻)	7
(三) 银行理财.....	10
◇ 央行年内再降息 理财产品收益下行“压力山大” (上海证券报)	10
◇ 银行理财产品质押贷款流入股市 (深圳商报)	12
(四) 信托.....	13
◇ 信托业拟推“监管+行业”双评级模式 (新华网)	13
◇ 信托报表的风险观察窗口: 寻迹“刚性兑付”的秘密 (21世纪经济报道)	14
(五) 保险.....	18
◇ 偿二代下的保险资产管理 (上海证券报)	18
◇ 险企谨慎寻觅海外投资机遇 委托、直接投资双管齐下 (中国证券报)	20
二、非公募产品动态信息	22
(一) 券商集合理财产品发行设立情况	22
◇ 市场概况.....	22
◇ 本周暂无券商集合理财产品进入发行期.....	22
◇ 本周有 3 只券商集合理财产品设立.....	22
(二) 阳光私募产品发行设立情况	22
◇ 本周有 2 只阳光私募产品进入发行期.....	22
◇ 本周有 27 只阳光私募产品设立.....	22
表格目录	24

一、非公募一周市场要闻

(一) 券商集合理财

◇ 数家券商托管资产规模迈入千亿俱乐部（上海证券报）

在牛市行情和政策放开的共同作用下，国内私募行业正迎来井喷式发展期。雨后春笋般兴起的私募也带旺了券商托管外包业务，有望在多个领域为券商带来增量收入。记者了解到，包括国泰君安在内的数家券商，托管资产规模已突破千亿。

日前，第一批 15 家私募基金外包服务机构在基金业协会完成备案，国泰君安、招商证券等券商榜首有名。在国泰君安资产托管部总经理陈忠义看来，由于国内私募行业的发展才刚刚起步，许多私募投资者对投资以外的许多事项都不熟悉，因此，越来越多的人倾向选择经验老到的托管和外包机构，来帮助他们实现合理的产品设计，提供业绩计提解决方案，提供专业规范的业务运营支持。

“私募的想法和需求都需要落实到执行，而我们有足够的经验知道他们要什么，有足够的力量来推进执行。以产品设计为例，我们可以帮助私募机构提供管理型、结构化、安全垫、结构化转管理型、安全垫转管理型、FOF 类、MOM 类、夹层基金、对赌产品等数十种的产品设计，光产品合同模板类型就有近 30 个。”陈忠义说。

目前，国内私募机构已突破万家，管理资产规模达到 3 万亿元。业内人士认为，随着私募基金高速发展黄金期的到来，国内私募投资基金归来规模或以数十万亿计。如此庞大的资产对接券商托管外包业务，足以产生一个令人垂涎的大蛋糕。

据测算，5000 亿元的私募资产托管规模，可以为券商托管带来 6 个亿的直接业务收入，而同时产生的交易费用和融资融券业务收入与托管业务收入的比例则在 3 倍以上。

除了托管外包业务本身的收费和交易费用，券商更看重为私募资产提供更多深入服务所能产生的新机会。陈忠义就认为，私募基金不仅是券商经纪业务中最活跃和优质的客户，同时其日趋庞大的资产规模也为券商的产品销售、财富管理、融资融券、金融衍生品创新等提供了强大基础资产池。

眼下，券商资产托管行业正处于加速跑马圈地的关键时期。在牛市背景下，传统以价格换份额的策略效果有限，服务质量成为券商私募基金托管外包业务竞争的撒手锏。多位私募人士均表示。当前的私募基金发行产品并不愁资金，托管外包机构的效率及质量，反而是其做选择时的一项重要指标。

陈忠义表示，为了满足私募客户快节奏发行产品的需求，国泰君安已通过多种手段优化业务流程，提高效率。“我们通过内部流程梳理，尽可能优化所有业务办理流程，从意向洽谈、产品设计、合同制作到产品备案、账户开立、产品成立可以进行投资交易，我们一般会在两周内实现产品上线。”陈忠义说。

http://caifu.cnstock.com/fortune/sft_qlszg/201505/3429594.htm

◇ IFA 平台将颠覆券商现有经纪业务模式（上海证券报）

近年来，随着证券行业竞争的加剧，行业平均的佣金率持续下滑，部分券商已经将

佣金率下调万分之二点五的水平，甚至提出用“零佣金”来吸引客户，使得传统经纪业务在券商收入结构中的占比不断下降，冲击了券商原有的依赖于交易佣金的盈利模式。券商需要找到新的盈利模式和发展路径。

2015年3月16日，中国证券业协会发布了《账户管理业务规则(征求意见稿)》，允许符合要求的证券公司以及证券投资咨询公司接受客户委托，代理客户账户投资或交易管理。这就为国内券商进入理财市场，开展代客理财业务提供了可能，也为经纪业务的转型提供了机遇。

IFA 平台的主要业务模式

IFA 平台是在海外盛行的一种独立经纪商架构，本身没有投行与自营业务，甚至不发行任何金融产品，只为独立投资顾问提供一个开放式的平台。在产品端，IFA 平台可以接入股票、债券以及经过研究筛选出的由各类金融机构发行的共同基金、保险管理、年金管理、退休金计划以及另类投资(例如房地产投资信托)等海量金融产品，获取销售产品的渠道费用与交易的佣金费用；在客户端，IFA 平台对接独立投资顾问，使其可以从平台上的海量产品中为客户选择量身选择，并通过 IT 系统的建设，使得交易账户开设与管理、文件影印存档、交易执行、产品的托管和清算、交易报告的生成这一系列繁琐的中后台流程都可以在平台上方便地操作。而投资顾问在平台上买卖证券所获得的交易佣金以及管理费用由 IFA 平台代为收取，并将其中绝大多数返还给投资顾问。例如美国最大的 IFA 平台公司 LPL，将佣金与管理费用的 80%-90% 都返还给独立投资顾问，远高于大型金融机构所能提供的 30%-50%，因此吸引了较多的独立理财顾问加入。

这样的盈利模式设计，使得投资顾问和客户利益一致化，避免了投资顾问为获取渠道费用而向客户推销高佣金产品的行为，确保了其以客户为中心的投资导向。

对接 IFA 平台可实现证券账户功能拓展，增加中小券商盈利点

首先，低佣金策略给中小券商带来了客户导入，但仍需发掘新的盈利增长点。仅通过提供经纪业务通道服务的低佣金策略所吸引的客户与其创造的利润规模不成正比。中小券商需要充分挖掘这些客户的潜在价值，在导入用户的基础上开拓新的盈利增长点，为用户提供更多的增值服务。

其次，IFA 平台帮助券商实现产品多元化，增加盈利手段。提供有竞争力的产品以满足客户全方位的金融需求，是增加用户黏性并提高客户价值的重要手段。但是，对于很多中小券商而言，其业务单一，产品开发能力有限，依靠自身力量难以实现产品体系的多元化。而 IFA 平台开放式的架构使其得以接入种类丰富的金融产品。不仅仅是券商自身的资管产品，各类金融机构发行的银行理财、保险产品、基金、信托产品、甚至是 P2P 金融产品，都可以在 IFA 平台上发布，供客户选择。中小券商与 IFA 平台合作，双方可以形成优势互补。IFA 平台可以批量接入投资顾问，间接获得投顾所服务的客户群体，同时降低了投资顾问的管理成本。而通过接入 IFA 平台，券商的客户在一个账户上就可以完成个人资产的多元配置，避免了资产在不同金融账户中切换带来的麻烦，有利于增强客户黏性，同时给券商带来了综合理财的服务收入。

IFA 平台对券商投顾业务发展的影响

1, 国内理财市场正在向财务咨询与财务管理方向发展。随着目前国内利率市场化、社保体系与税收制度改革的全面推进, 以及理财市场的多元化, 中国理财市场将从产品推销向投资咨询以及财富管理阶段过渡。

2, 借助代客理财新规, IFA 平台可帮助券商投顾业务向全方位理财服务转型。具体到证券行业, 目前券商投资顾问主要是以推荐股票以及代销其他金融产品为服务内容, 普遍采取前端收费的方式。券商投顾代客理财业务新规的出台, 也使后端收费成为可能。如果能够按照管理的客户资产规模的盈利状况定期收取管理费用, 将实现投顾与客户的利益一致, 可以避免前端收费存在的一些弊端, 增加投顾咨询业务对券商的利润贡献。另一方面, 随着国内理财市场的发展以及客户理财需求多样化, 券商投资顾问给客户提供的服务也不仅局限在推荐股票和代销第三方金融产品上, 这就需要投资顾问在全面了解客户财务状况和个人偏好的基础上, 为客户选择合适的金融产品组合。而 IFA 平台上丰富的产品资源, 为投资顾问设计客户理财规划创造了非常大的选择空间。接入 IFA 平台, 是券商投顾业务实现从单一产品推销向全方位理财服务转型的重要手段。

3, IFA 平台对券商的投顾管理模式提出挑战。随着国内金融行业准入条件的进一步开放, 未来 IFA 平台与普通券商将会产生竞争关系。目前筹备 IFA 平台的国内机构大部分已经获得证券投资咨询的牌照, 它的业务模式决定了可以更高的激励条件来吸引普通券商的投资顾问加入 IFA 平台, 成为独立投资顾问。这种逆向选择机制可能使券商投顾队伍中客户资源丰富、研究服务能力强的纷纷加入 IFA 平台, 而留下没有客户资源以及缺乏研究能力的。因此, IFA 平台的出现将给券商投顾业务的发展以及投资顾问薪酬激励制度带来直接挑战。

<http://news.simuwang.com/qszg/15/05/141,187995.html>

(二) 阳光私募

◇ 基金公司总经理成奔私新主力 券商银行人搭伙 (每日经济新闻)

Wind 数据显示, 截至 2015 年 5 月 6 日, 近一年来离职的公募基金基金经理达 236 人, 而去年同期仅 156 人。截至 4 月末, 完成登记备案的私募管理人数量已超万家; 私募行业资产规模约 2.5 万亿元, 距一季度末公募基金管理的偏股型基金 2.8 万亿元整体规模仅一步之遥。

浩浩荡荡的“公转私”浪潮, 不仅迫使部分公募基金公司开始反思自身僵化的机制, 也深刻影响着传统作坊式私募公司, 类公募化私募基金逐渐成为主流并得到快速发展。在此背景下, 传统作坊式私募公司将何去何从?

去私募创业, 成为眼下资产管理行业最时兴的选择。公募基金群体中, 除耳熟能详的明星基金经理外, 近一年来总经理下海渐成趋势, 而市场部、中后台、运营风控等人才也成为私募挖角对象。

经过记者的走访了解, 券商行业中不仅资管人才, 那些手握客户资源的市场人员更成为新私募的理想合作伙伴, 同样掌握市场资源的私人银行部门人员以及银行信贷人员也都相继选择奔私的创业思路。

总经理奔私渐成趋势

2010年，莫泰山挂靴交银施罗德总经理后，加盟重阳投资，打响基金公司总经理“公转私”的第一枪。2012年，他创办了博道投资管理公司。

随后的一年多，在“公转私”的名单中，这些名字相继出现：原财通总经理陈东升、原国投瑞银总经理尚健、原万家副总吕宜振、原民生加银总经理俞岱曦，以及今年4月离任的汇添富总经理林利军和兴业全球副总经理杜昌勇。公募基金高层甚至总经理的奔私潮愈加汹涌。

尽管基金公司总经理等高管职位依然具有吸引力，但随着公募基金牌照的不断放开，制度红利优势的逐渐消失，以及公募基金机制的日渐僵化，公募基金高管职位的吸引力和性价比也将大打折扣。

而从上述“公转私”的基金公司总经理发展来看，他们充分利用自身优势，定下了不同的发展策略，目前发展良好。

博道投资经过一年多的发展，从公募基金中挖掘了一批优秀人才，已完成各类产品线的初步搭建，其资产规模超过50亿元。

尚健领衔的弘尚投资依靠红杉资本的优势，奉行稳健经营理念，也在陆续构建全平台产品。俞岱曦创办不久的万吨资产，将初期目标锁定在A股和新三板市场，资产规模也突破了15亿元。

刚刚转身的林利军则在那封令人动容的离职信中诚恳地写道：“我将更加简单，更加专注，更加超长期、积极拥抱移动互联网，从发现价值走到发现与创造价值，帮助真正的企业家创业创新，为打造世界级的中国企业尽绵薄之力。”坊间也普遍预测，林利军的下一站将是一级市场的私募股权基金。

明星基金经理离职潮涌

基金经理的奔私潮则早已泛滥，而那些明星基金经理的转身，更让业内感叹：公募已沦为私募的“黄埔军校”。

而这张“公转私”的名单也颇为耀眼：前南方基金投资总监 邱国鹭(专栏)、原兴业全球副总经理兼投资总监王晓明、前博时基金权益投资总部董事总经理兼股票投资部总经理邓晓峰、前宝盈基金的基金经理王茹远、前景顺长城副总经理 王鹏(专栏) 辉、前上投摩根投资总监冯刚、嘉实基金的党开宇……

同花顺 iFinD 数据显示，2014年共有216名基金经理离职，创出新高，离职率高出2013年6.59个百分点。“公募行业监管太严，性价比低还有承担压力，关键是这一波走的都是有名气的，可以说公募基金经理排名前1/4的都有跳槽动力。对他们而言，赶上牛市私募做一两年就可以了，公募可能要十来年甚至是一生的规划。”一位资深券商资管人士对《每日经济新闻》记者分析指出。“其实，我在公募已干了十年，每年做到前1/3的排名，压力不算大，但我最终选择出来做私募，就是想换个环境磨练一下，因为要考虑的事情更大，对自己是个挑战。”一位公募老将坦言。

沪上一位资深公募人士指出，资产管理是个靠人的行业，资本所占地位很轻。刚进入公募时，他是抱着做一辈子的打算，可后来才发现原来还有一条路可走。从资产管理

行业占 GDP 的比重看，公募和私募都有很大发展空间，而后者更大。另外，从市场环境来看，过去十五年都未发生的事情，在过去半年到一年都发生了。站在这个时代，感受到改革现象很强烈，尤其是资本市场的改革。

一些 80 后基金经理也选择到私募创业，其中一位 80 后基金经理就表示，“我离开公募，是觉得公司的机制有些僵化，反应较慢，错过了很多机遇。另外也想出来磨练自己，合伙制的文化以及工作氛围，我也比较喜欢。”

券商银行人员加入潮流

公募投研人员加上拥有市场资源的券商及银行人士，组成了这些新私募的团队。

“多年发行产品路演，基金经理对券商销售渠道的人员很熟悉。客户群体对基金经理投资思路的认知度，市场人员的销售能力和客户沟通能力，双方可谓知根知底。在公募基金人士要创业时，这些手握客户资源的市场人员就成为他们选择的合作伙伴。”某基金高层人士指出。

此外，券商资管投资人士的奔私也在加速。

银行尤其是私人银行，掌握了大量高净值客户人脉，而这些客户正把资产从原有的房地产向理财市场转移，就为私人银行的人士进入私募提供了很好的助力。

“银行信贷人员，手中有不少的机构客户群体。这些机构客户往往追求稳定的收益，并不喜欢太冒险。目前实体经济景气度不高，银行信贷人员贷款也没有以前顺畅。一些企业不愿意向银行借钱，更愿意挂牌新三板，因为能获得更多融资且更为方便。另外，存款搬家已是大势所趋。”前述基金高层人士进一步表示。

<http://news.simuwang.com/roll/15/05/2,187898.html>

◇ 新私募扩容调查：两大创新模式横空出世（每日经济新闻）

离金融机构林立的陆家嘴片区稍远，租金却便宜一半的浦东其他区域，正聚集越来越多的新近成立的私募。

在《每日经济新闻》记者的走访中，时常能看到这样一幕场景：透明的落地窗，小型会议室里，五六个年轻人正兴奋地谈论当天的 A 股行情，气氛融洽。即便加班到八九点成为他们的生活常态，你也能从其脸上看到丝丝满足感。

这些有别于传统模式的新私募，由于创始人或团队浸淫公募基金多年，从而或多或少延续了公募基金部分优秀的制度和章程。

类公募化私募基金的提法，逐渐被更多私募人士提及，只是对此的理解却各有不同。

私募类公募化

“我们也规定员工及其亲属不能炒股。如果你想炒股，请不要来这里。”多家新成立的私募基金人士给出了明确的答复。

在走访多家私募后，《每日经济新闻》记者有些惊讶地发现，这个原本被公募人士抱怨的制度，被不少私募沿用甚至更为苛刻。

上海同安资产管理公司的有关人士告诉记者：“我们公司计划推行全员持股，要求员工投资时不能买类似股票、期权的标的，员工投资要么就存银行，要么就买公司产品。

具体流程上，公司像公募一样采取申报制度，如果员工违规买卖股票，一旦被发现，他在公司的股份就没有了，也将失去公司合伙人的资格。”

简单的员工投资制度，就能看出公募体制对新私募的影响。

那么，何为类公募化私募基金？在投研人士眼中，即为私募投资风格的公募化；在管理层人士眼中，就是私募吸收了公募制度当中的优秀精华；在产品人士眼中，类公募更指私募仿效公募搭建完善的产品线；在合伙人的设想中，就是在将来谋取公募牌照。

“原来的私募投资经理更多是草根出身。从研究机构角度，这种投资风格不可解释、不可持续、不成体系，但公募出身的投资经理拥有一套自己的理论体系，觉得自己是可预测的、可解释的、可跟踪的。‘公转私’的人增多也使得私募投资风格有些公募化。”一位征战公募十年的私募人士阐述道。

“但这并不能说明谁好谁坏，毕竟他们也经过市场检验。只能说他们的方法不是那么的理论化，或者说这个方法会使私募产品的投资风格多元化，对高端客户也多了很多选择。”该私募人士进一步解释。

域秀资本的合伙人之一冯刚也指出，过去十几年，公募基金很大的作用是培养了很多优秀人才。这些优秀人才无论是在市场、投研，还是管理方面，都得到了很好的锻炼，现在是利用私募本身优秀的合伙人机制，将人才和资金进行重新组合。

同时，在公募基金高管眼中，类公募化私募更应被解释为，采用私募优秀的合伙人机制，同时吸取了公募基金优秀的风控、运营、市场等规章制度。

去年才成立的巨杉资产，凭借前期产品出色的业绩，资产规模持续扩张。其工作人员也向《每日经济新闻》记者坦言：“随着规模的扩大，我们感到了运营风控的重要性。为此，专门从公募基金引进了资深运营风控人士，同时根据投资经理的投资风格，设定单只股票投资比例限制。若投资经理买卖一旦越线，风控人员可直接卖出平掉。”

前述同安投资公司人士更表示：“我们采取了合伙人制度，但根据公募基金思想、理念来管理公司，产品布局、部门设置、投资管理流程都是按照公募来设计的，尤其风控理念值得借鉴，这也使公司的管理更加制度化、阳光化。”“客观上来看，公募体系在运营风控、投研、销售配备上，很值得私募学习。”深圳望正资本合伙人王鹏辉也表达了相同看法。

不少资管机构市场人士指出，类公募化应该理解为不局限于传统私募的单一边界，按照公募基金原有的高中低风险兼备的思路，新私募构建多样化的产品线，从而实现高净值客户在不同投资时钟内都能实现资产最优配置。“一方面，随着私募规模越来越大，希望品种多元化。另一方面，公募基金老总、副总、投资总监‘公转私’后，他们的格局更大，不再将目光局限于传统的二级市场。”沪上一位“公转私”人士分析称。

据了解，交银施罗德前总经理莫泰山创办的博道投资，目前旗下产品线就已覆盖股票、债券、量化对冲和港股四大方向。成立不久的弘尚投资，其产品也将从起步初期的A股投资，逐渐覆盖港股、量化对冲等多条产品线。而越来越多的“公转私”投资人士，不是选择创业而是加入此类私募，从而让单个私募公司产品线扩充得以实现。

还有部分投资人士指出，所谓类公募化，是指私募最终取得公募基金牌照。上海一

家一季度才成立的私募公司内部人士透露，公司计划在资产规模做大稳定后，申请公募基金牌照。而据记者了解，多家私募都计划借助本轮牛市迅速扩张规模，申请公募牌照也是未来发展的必然要求。

平台型私募起步

随着一批公募基金界老将相继下海，平台型私募基金公司也开始起步，并成为业内的新趋势。

所谓的平台型私募，目前并无明确定义，但它具备一些业内公认的特征：搭建一个平台，公司负责产品发行、研究服务支持、中后台运营和长期资本对接，而基金经理专心做投资，为客户创造收益。

“目前很多私募公司都想建成平台型私募，首先，这类企业对投资经理的业绩提成比例很关键；其次是公司要能找到人，尤其是优秀人才。我觉得想做平台型私募，自己最好不要管产品。”前述沪上投资人士进一步表示。

据了解，私募基金目前对投资经理分成比例并不统一，但大致位于40%~60%，有的甚至高达七成。具体为，基金公司在产品提取的20%业绩报酬中，将划分40%~60%（即总体的8%~12%）给投资经理，销售团队、股东则参与剩下的分成。

前南方基金投资总监邱国鹭就致力打造平台型私募，据媒体此前报道，其旗下高毅资产将采用基金经理制，每个基金经理在激励机制、跟投机制、产品命名等方面都采取了创新举措。

“我们平台发行的产品，三分之二的提成分给基金经理。”邱国鹭曾表示。仅从利润分配机制看，这家私募平台初期相当于免费服务于基金经理，但只要能聚集最优秀的投研人才，长期盈利模式不必担忧。“即使投资经理曾有管理上百亿元资产规模的经验，也始终存在瓶颈。公司要往前发展，必须寻找更多优秀的人才，搭建不同的团队。另外，一个平台有不同风格的基金经理，在券商、银行等不同渠道发行产品，可在较短时间树立公司品牌。这就需要私募拥有更加包容的文化和更大的自由度。”沪上一家私募合伙人指出。

“出来创业，不仅要考察投资能力，还要检验个人在管理、销售等多方面的能力，这也使下海的基金经理将目光投向加盟平台型私募而不是单独创业。即使只招3到4个研究员，考虑租金等办公成本，一年最少也要200万~300万元。”沪上一位“公转私”人士表示。

深圳一家新私募的合伙人向《每日经济新闻》记者介绍，包括市场、销售等在内，公司现有员工已逼近20人，现已到位的投资经理有3人，分别来自基金公司和券商资管，另有2位基金经理正在原公司办离职手续。公司实行的是投资经理负责制，每个人都将发行自己的产品，产品业绩由其自己负责，大家将共享公司的销售、后台、投研等平台服务。公司的管理将由另一位合伙人负责，该合伙人只负责产品业绩。

对于“平台型私募”这一概念，上述深圳私募人士则十分谨慎，“现在我们就是个合伙制企业，才刚起步，离平台型私募还早。平台型私募的内部管理能力、机制、文化、人性等元素都很重要。国外那些平台型私募都是做了好多年。我们出来做，就是希望机

制更灵活。三到五年后，再看公司是否具备平台私募的特征。”

一位对此研究多年的券商资管人士表示：“平台型私募才刚起步，尽管业内大多数公司也找了一批明星基金经理，但现在还没有比较成功的案例可以研究。”

平台化产品持续扩容

除去组织架构上的调整，在产品设计上，私募也开始有更多的创新。尤其是平台化私募，它们的目光将拓展到对股票、债券、量化对冲等市场产品的择优组合。

“对于客户而言，资产配置最重要。例如，如何根据当时的市场状况，合理配置房地产、债券、股票等资产。”前述同安投资内部人士表示。

据了解，同安投资为其发展制定了三大方向。其一，公司将重点布局打新、定增和新三板等方向，并会加大且持续投入。其二，不在布局方向上的优质投资产品，公司会通过其千禧研究中心选择业内顶尖的优质机构，如通过 FOF 和 MOM 的形式来管理，最终形成理想的产品平台。其三，联合政府的对冲基金园区和高校等合作，共同培养一批私募基金的优秀投资者。

同时，一位“公转私”的量化人士也向《每日经济新闻》记者表示，和朋友合伙的私募公司，计划借用互联网技术，先期推出一些产品，这些产品将甄选目前市场流动性好且收益有保证的低风险产品，一些值得关注的非标资产也会纳入产品中。今后，还将针对高风险投资者的偏好，推出加入对赌机制的产品。“这种产品平台未来会更多，品种更丰富，投资管理公司可充分利用自己的优势。产品平台公司的最大特征，是老板不做投资，不会干预具体的投资流程。而传统私募，老板很多是搞投资的，产品数量不多，投资是个人因素占据主导地位，公司波动风险会较大。可以说，资产管理市场的每个细分市场都很大，能养活一群人。”前述沪上资深人士表示。

<http://news.simuwang.com/roll/15/05/2,187886.html>

（三）银行理财

◇ 央行年内再降息 理财产品收益下行“压力山大”（上海证券报）

时隔两月，央行再度发布降息的消息让银行理财市场的收益率下行压力持续倍增。

记者梳理 2015 年以来的银行理财市场收益率水平发现，除年初受到节日因素影响而呈现上升趋势外，银行理财产品整体上的下行态势并未改变。而市场人士也预期，随着货币市场上宽松的流动性持续，未来银行理财产品的预期收益率仍将以下降为主基调。

理财产品收益还将缓步下行

2015 年 5 月 10 日，央行宣布自 5 月 11 日下调人民币贷款及存款基准利率 0.25 个百分点，金融机构一年期存款基准利率下调至 2.25%。同时，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.3 倍调整为 1.5 倍。

降息的消息一发布，就有银行业内人士表示，随着宽松的货币政策的持续，将会进一步导致市场资金面的充裕，这对银行理财市场而言无疑是一个负面消息。

统计显示,自2014年初以来,银行理财产品收益率便开始一路下滑,由5.7%—5.8%高位下降至5.1%—5.2%附近。进入2015年后,一季度的前两个月,人民币理财产品的平均预期收益率虽承接了去年年底的上行走势,但却未能保持,并在3月份出现下滑。

据银率网统计,人民币非结构性理财产品的平均预期收益率从去年开始呈现下行趋势,在去年年底受到“年末效应”的影响,平均预期收益率有所上升。今年年初,受益于春节的假期效应,理财产品平均预期收益率维持了两个月的良好态势。但进入3月份,受到降息等因素的影响,银行理财则出现下滑的征兆。

而最近的市场情况也反映出银行理财产品的预期收益率一直处于下行通道中。统计显示,进入5月份以来,银行理财产品的平均预期收益率已经连续两周处于下降状态,其中5月的首周环比下降了0.06个百分点,第二周则继续微幅下行0.03个百分点。

对此,有银行业内人士对记者表示,目前不同期限SHIBOR都在全线下跌,货币市场的流动性仍很宽松,“在这样的市场背景下,未来一段时间理财产品的收益率还是会缓步下行。”

“破5”尚需时日

值得关注的是,尽管负面消息不断,但不久前的银行理财市场上却出现了预期收益率不降反升的“怪事”。

来自融360的统计数据显示,今年4月份,商业银行共发行5793款理财产品,其中人民币理财产品5645款,理财产品发行量较3月份增加了704款,增幅为13.8%;而4月份理财产品的平均预期收益率为5.22%,较3月份上升了0.06%。而上周末降息消息发布后,记者从各银行网点了解后也发现,降息并没有对理财产品的预期收益率形成立竿见影的效果。

“一般银行理财产品都是提前设计的,因此产品收益率还能保持一段时间,但是未来推出的产品收益率肯定会下降。”招商银行的一位理财经理告诉记者。此外,随着股市的不断走牛,大量资金纷纷从其他领域涌入资本市场。银行的资金也面临着流失的困境。某国有大行理财部门负责人向记者表示,当前流入股市的资金中,有很大一部分是从银行流出的,为了防止资金外流,银行不敢轻易下调理财产品收益,“可以说为了保住存款,银行正被迫将收益率稳定在一定的水平。”

此外,今年以来新股数量大幅增加,多次造成短期资金的紧缺现象,这也导致了暂时的流动性紧张局面。以5月份为例,有25只新股密集申购,市场预计将冻结资金超过2.5万亿元,业内人士称资金面偏紧将对银行理财收益起到一定的支撑作用。不过,有分析师仍指出,随着宽松流动性的持续,银行理财收益“破5”很可能在今年下半年出现。

对于目前仍希望投资一部分理财产品作为资产配置的投资人而言,前述理财师的建议是应该“抓住”目前较高收益的最后机会,及时购买相对收益较高的理财产品。而银率网的分析师则指出,投资者最好在投资前货比三家,挑选收益率较高的银行进行购买理财产品。而就目前的情况来看,城商行一直保持着收益率较高的优势,故而建议可以去这些银行寻找相关产品。

<http://www.jnlc.com/bank2015/0514148819.shtml>

◇ 银行理财产品质押贷款流入股市（深圳商报）

“最近股市太好了，不少之前买理财产品的客户都来我这里办理理财产品质押贷款了。”深圳某国有大行的理财经理林女士昨日向记者透露。记者发现，随着 A 股红火，银行理财产品质押贷款业务一夜之间从“无人知晓”开始走进大众视野。据悉，这项原本仅为应急之用的业务近一两个月内业务量暴涨，有些城市的银行日均有千万规模的量放出，而此前可能一两个月都没有一单业务。深圳业内人士昨日在接受记者采访时指出，股市风险太大，是否一定能覆盖贷款利率还很难说，因此应当慎用，为此“赌博”得不偿失。

理财产品质押贷款“一夜走红”

理财产品质押贷款，简单地来说，就是银行以自身发行的理财产品为抵押物的贷款业务。目前，深圳部分银行开设了此项业务，目的主要是满足理财产品投资者在有资金急用的情况下应对流动性需求。

李小姐曾使用过这项业务。去年年底，她在某国有大行里购买了一款年化收益率为 5.3% 的银行保险产品，锁定期限为两年。但想不到的是，两个月后，她便因为家里有事需要资金周转，但理财产品不能提前支取，理财经理建议做银行理财产品质押贷款。李小姐第一次知道原来银行有这一业务，很方便地，她便贷出了近九成的资金。

就是这么一款原本是银行用于应急的业务，最近却突然火了起来。

“由于最近股市太好了，不少之前买了理财产品的客户都来我这里办理理财产品质押贷款了，而以前基本从来没有人问过。现在几乎每天都至少有一两个咨询的。”当记者以顾客的身份在某国有大行的网点进行咨询时，该行理财经理林女士对记者说。“理财产品收益最多也就 5% 左右，肯定比不上投资股市赚钱。”

仅少数银行可质押贷款

这种业务听起来新鲜，但事实上，做此业务的银行并不多，也并不是所有的银行理财产品都可以做质押贷款业务。

记者昨日采访了深圳包括中行、农行、建行、工行、交行以及平安、招行、光大、邮储等在内的银行发现，只有少数银行开设了此项业务。比如农行、建行和工行三家国有大行都有类似的理财产品质押贷款业务，且三大行对此类业务都有限定。

除了目前各家银行的理财产品质押贷款均只接受本行产品外，记者发现，能够进行质押贷款的大多只有银保产品。而且能贷出的金额也不同。有的银行最高可贷出本金的九成，而有的最高只能贷出本金的八点七成。

不过相对于其他贷款来说，该质押贷款利率并不算高。“如果你购买的理财产品本金是在 100 万以上，那么在办理质押贷款的时候就不用还利息了，因为你理财产品的收益可以覆盖到贷款的利率。如果本金在 100 万以下，也只是要付年化 6.6% 的利息。”某国有大行的理财经理黎女士告诉记者。

“这项业务主要是为了满足理财产品投资者对资金流动性的需求，所以贷款利率并

不高，也是银行作为金融服务方，一种业务灵活性的体现，客户体验也会相对较好。”上述国有大行的理财经理龙先生指出。

值得注意的是，相较于目前不少个人贷款方式而言，理财产品质押贷款在申请手续及放款速度上优势明显。据某国有大行理财经理李女士介绍，办理该理财质押贷款业务，只需登录其官网网银，选网上贷款一栏，便可看到自己可进行质押贷款的情况，然后选择质押贷款即可完成。“只要不超过 30 万的，在网上都可以直接办理，一般实时便可以通过。但超过 30 万的，就必须带齐一定手续到线下网点去办理，而且我们只有一级支行才可以办理该业务。”

至于还款方式和用途要求则与常规贷款无异。“如客户产生逾期，质押物处置后资金不足以归还贷款本息的，按照常规贷款的逾期对客户进行催收。”农业银行深圳分行相关人士指出。

贷款基本流向股市

记者注意到，虽然在登录网银时，银行便有提示，“质押贷只支持正常的消费用途”。但事实上，近期该业务的火爆与股市脱不了干系。理财经理也向记者坦言，“资金的流向无法控制。”

“该业务突然爆发显然源自于股市吸金对客户的诱惑。比如银行的这些客户在银行购有 100 万理财产品，但即使银行可以给到年化预期收益率 10%，但现在股市一个涨停就 10%，谁心里不痛？”财经评论员宋清辉昨日接受记者采访时表示。他认为，理财产品质押对于银行来说，只要质押品合规，就基本上没有大风险。但是，对于这些质押贷款用于炒股的客户来说，风险便大了。一旦亏损，不但血本无归，还要面临逾期的问题。

对于业务量的暴涨，业内人士分析称，可能是源于股市的火热，在权益类市场不济的情况下投资者往往会选择稳健型产品，但当股市赚钱效应暴增时，就会吸引大量资金从较为稳健的理财、货基、债券等流入股市、股票型基金等权益类市场。

“可以预见的是，这种贷款基本流向股市，除了近期的股市，还有什么能够吸引那么多人放弃收益不顾，反而背上利息也要取走资金的？事实上，购买理财产品的人在购买时就已经做好长时间锁定资金的准备了。虽然对很多人来说，这样的质押贷款相对于其他贷款产品来说依然是低息资金，但还是应当慎用。”一位不愿具名的股份制银行人士也指出。他认为，股市风险太大，是否一定能覆盖贷款利率还很难说，为此“搏一把”也许得不偿失。

<http://www.jnlc.com/bank2015/0515148976.shtml>

（四）信托

◇ 信托业拟推“监管+行业”双评级模式（新华网）

监管层对信托公司的评级思路正在发生变化，或由原来仅有的监管评级，转变为监管评级加行业评级双评级模式。

记者 10 日从多家信托公司处了解到，中国信托业协会日前向部分信托公司下发《信

托公司行业评级指引（试行）（征求意见稿）》称，未来协会单独对各大信托公司进行包括资本实力、风险管理能力、增值能力和社会责任等四方面的打分考核，评级结果将向社会公开。

“协会经过一个月的内部意见征求和起草，目前形成相对完善的信托行业评级体系，且已经下发至部分信托公司做进一步征求意见和反馈。”南方某信托公司管理人士10日对记者表示。他透露，自己所在公司5月7日接到行业评级意见稿，相关部门要求其反馈意见于本月14日汇总到协会。

该业内人士提供给记者的一份征求意见稿材料显示，未来推出的信托公司行业评级将按照定量、客观、公正、透明的原则开展，评价信托公司综合经营管理能力、发展质量、风险管理能力、市场影响力以及业务规模与风险管理能力的匹配性。评级内容包括信托公司资本实力（Capital Strength）、风险管理能力（Risk Management）、增值能力（Incremental Value）、社会责任（Social Responsibility）四个方面，简称“短剑”（CRIS）体系。信托公司行业评级结果根据各项评价内容的量化指标得分情况综合确定，评级结果划分为A、B、C三级，最后由协会秘书处负责对外公布评级结果。

对此，北京某知名信托分析人士表示，一直以来，信托业缺乏一种有效、权威的评价体系。协会主导的行业评级意见稿一旦通过，有望填补这种空白。“尤其是这一次评级结果向社会公开影响巨大，充分展示信托业日渐趋于成熟和自信。不过，上述四大类考核指标由于是选取，并不全面。比如，创新、资产管理能力、人力资源、公司管理等重要方面均没有涵盖。另外，评级体系仍需完善。比如先前信托公司条例中，允许有条件的公司发债上市等，这些都需要信用评级的跟进。”该分析人士说。

<http://trust.hexun.com/2015-05-12/175726814.html>

◇ 信托报表的风险观察窗口：寻迹“刚性兑付”的秘密（21世纪经济报道）

编者按：行至转弯路口，管理14万亿资产的信托业，一年一度的财务报表无疑是全方位了解各公司生态的重要窗口。

事实上，除了资产规模、营收、净利润等常规数据，仍有诸多细化指标，耐人寻味的地方触目皆是，不乏暗藏各种行业秘密和情绪：依赖于银行体系生存的无奈，刚性兑付带来的兜底压力、不同公司基于历史或现实原因选择的个体化展业路径，其中都可略见端倪。

关于年报的精细解读系列，21信托研究院此前已推出多年，今年的专题我们将分为上下两篇，上周我们以目前已经出炉的67份年报为起点，洞悉“异动指标”背后的业态逻辑。本周我们还将继续管窥年报中深度隐匿的几项重要信号，以期用理性的观测为整个行业的良性发展抛砖引玉。

导读：即使在项目风险频频传出的多事之秋，所有公司也都明确表示“虽已计提赔偿准备金但并未动用”，而未使用的信托赔偿准备金多数“存放于经营稳健、具有一定实力的境内中资商业银行”或“购买低风险高流动性证券。”

行至风口浪尖，风险事件对于信托公司而言似乎在所难免。

但尽管耳闻诸多，但从目前已经公布的 67 份信托公司年报来看，关于具体的风险情况几乎都无从提及，但事实上，这早已不是一个能够回避的问题。而风险处置能力，恰恰是如今最能体现机构经营水平的重要考察项之一。

业内人士透露，观察信托公司的所谓兜底与风险问题，从财务报表中主要应关注四个重点，一是自营资金与信托资产的相互交易，二是自营资产的不良率，三是重大诉讼情况，四是信托公司的赔偿准备金计提。

“兜底”隐匿财技

信托公司固有资产与信托财产的交易在实践中并不鲜见，以自有资金投资于本公司发行的信托计划来谋求保值增值本无可厚非，但越来越多的迹象表明，部分所谓“刚性兑付”运作留下的痕迹也可能在此隐匿。

当然，即使万不得已需要自掏腰包“兜底”，这笔“支出”或者说“过渡资金”在财务账面上也会处理得非常隐蔽，想仅从表面看出端倪实属不易。

但基于信托“刚性兑付”的主要路径，一是信托自营资金为企业发放贷款后偿还信托资金，二是自营资金直接认购信托受益权，因此，将“与关联方的重大交易事项”部分作为一个观察窗口，则略可管窥局域。

信托公司财务报表中，“与关联方的重大交易事项”项下，多数会对“固有财产与信托财产相互交易”情况作出披露。

一般而言，信托公司以自有资金投资公司自己管理的信托项目受益权，或购买自己管理信托项目的信托资产，都应纳入这一统计范畴。

在目前已披露的 67 家信托年报中，当期这部分新增交易规模较大的包括上海信托、山东信托、华宝信托等，而外贸信托、华能信托、金谷信托等则未发生交易。

另有部分公司这一部分的数据从无到有，例如渤海信托，年初“固有财产与信托财产相互交易”余额为 0，2014 年则增加了 9000 万元；还有国元信托，年初同样为 0，2014 年新增 1.54 亿元。

相比此前仍有个别公司对固有与信托财产之间的详细交易情况做出披露，今年则所有公司均选择了“三缄其口”。

然而需要注意的是，尽管在研究“刚性兑付”的财务报表体现时，可以选择上述观察窗口，但必须明确“固有财产与信托财产相互交易”绝不等同于“兜底”数据，其余额及增量多寡都不能用来作为某家公司利用自有资金解决兑付危机的依据，因为对于信托公司而言，至少还有两类情况会反映在这类数据中。

一是信托公司初期未能募得足够资金，自掏腰包购买部分受益权，随后逐步转给客户；二是在自有资金中配置信托受益权以提高投资收益。

另外，即使信托公司动用自有资金所谓“兜底”风险项目，也并不意味着会形成绝对损失。刚性兑付，从历史来看，是信托公司为维护市场声誉和规避监管的不利后果而在信托计划发生兑付风险时采取的一种特殊处理的权宜之计，在行业发展初期也确实为警戒提升风险管理能力起到了一定的督促作用。大多数情况下，此举都是为了解决流动性问题，以便争取更多时间，通过司法诉讼、拍卖等方式回收资金。

自营不良信号

另外一个风险观察窗口，即为自营资产不良率。

按照相关规定，信托公司固有资产与信托资产应分开管理。目前各机构所公布的不不良资产主要指自营资产的不良部分，即“信用风险资产五级分类”中的次级类、可疑类和损失类资产。

而从 2014 年信托公司财务报表披露的情况可以看出，自营资产的不良率走向出现明显的两极分化。

一方面，对于多次经历行业整顿的信托业而言，固有资产的不良问题中有很大部分属于历史遗留问题。如华能贵诚信托 2014 年末自营资产不良合计 4839.58 万元，不良率 0.65%。其中占最大比例的两笔，来自于华能贵诚委托汉唐证券理财，2004 年 9 月 3 日汉唐证券被行政托管并于 2007 年宣告破产清算，目前破产清算尚未结束，应收汉唐证券的余额为 2523.19 万元，计入可疑类。以及 2003 年，华能贵诚信托资金委托华夏证券理财，华夏证券于 2008 年 7 月 31 日经法院裁定受理破产，现已进入清算程序，应收华夏证券股份有限公司的余额为 1135.38 万元，计入损失类。除此之外的几笔，也多为 08 年以前的“旧案”。

因此，随着历史遗留问题逐渐被化解，信托业自营资产不良率的主趋势是普遍下行，包括安信信托、北京信托、华融信托等在内的 33 家公司都实现了不良率为 0，其余多家公司的自营不良率也呈逐年下降之势。

而另有部分公司自营资产的不良率却在过去的一年中激增。

例如华宸信托，在 2013 年底自营的不良率才只有 0.88%，2014 年末则激增至 50.52%，其中主要变化为“可疑类”增加了 1.47 亿元，“损失类”仍为 300 万元，不良资产合计 1.50 亿元。

再如，新华信托的不良率也从 12.22% 上升到了 43.16%，不良资产规模从 2.51 亿元增长到 7.77 亿元。其中“次级类”2.90 亿元、“可疑类”4.23 亿元、“损失类”6351.83 万元。

至于自营不良率的上升，一方面原因来自于公司自有资金日常运作过程中出现的“不尽人意”；而另一方面，“刚性兑付”潜规则未破背景下，自有资金有时会充当救火队“兜底”风险项目已不算秘密，也成为不良增加的一项诱发因素。

由于信托公司对贷款安全性的控制措施与风险承担主体与银行有明显区别，所以并不适宜坏账率这种量化指标，因此通常报表中不会有明确数据来考量信托资产的风险情况。

但还是有个别公司也利用五级分类方法对信托资产风险情况做出大致量化，至少 6 家公司明确表示信托资产不良率为零，包括长城新盛信托、国元信托、华澳信托、昆仑信托、兴业信托以及中原信托。

风险事件缓增

在年报中明确对风险事件有所披露的部分来自于“或有事项说明”及“重大诉讼事项”。

而在报表中明确对“刚性兑付”有所披露的仅两家，其一为山西信托，称其管理的信泽 8 号集合资金信托计划，因债务方灵丘县宏达铅锌锰业有限责任公司不能按时支付信托本金，则公司决定需以固有财产承担损失人民币 200 万元，公司已于 2014 年度计提预计负债，目前信泽 8 号已进入抵押物拍卖程序。

而对于此前使其陷入麻烦的联盛事件，山西信托也在其中披露了处置进展，但对于这一项目，则明确表示目前不动用自有资金接盘。

山西信托表示“信裕 15 号集合资金信托计划”规模 5 亿元，原本于 2014 年 2 月 4 日到期，但因债务方联盛集团到期无法兑付，根据合同延期 6 个月至 2014 年 8 月 4 日，截至信息披露日，联盛集团正在进行债务重组，鉴于山西柳林金家庄煤业有限公司 35% 的质押股权能够完全覆盖信托本金，故管理层判断无需以自有资金承担兑付，故未计提负债。

另一为陕国投，公司表示“因福建泰宁南方林业发展有限公司无法按期偿还信托贷款，为有效维护信托受益人权益和广大股东的利益，我公司采取了申请强制执行保全资产和受让信托受益权等方式以求妥善解决相关问题”。

至于“诉讼”部分，此前多年，尽管风险事件也时有发生，但信托业务涉诉事件极少，可以归为信托纠纷案由的更是寥寥无几，直至 2013 年开始，才逐渐有越来越多的信托公司选择通过司法介入来解决项目风险问题。

具体来看，除早期一些历史遗留案件，近期的信托诉讼纠纷主要集中于信托公司与交易对手之间，并以债权债务纠纷为主。

准备金计提学问

信托赔偿准备金是信托公司风险管理体系的重要组成部分，被认为是缓释行业风险的重要手段。近期刚刚披露的官方数据显示，截至 2015 年 1 季度末，信托赔偿准备金规模为 122.54 亿元。

但即使在项目风险频频传出的多事之秋，所有公司也都明确表示“虽已计提赔偿准备金但并未动用”，而未使用的信托赔偿准备金多数“存放于经营稳健、具有一定实力的境内中资商业银行”或“购买低风险高流动性证券”。

对此北京某信托公司财务负责人认为：“按照普遍的观点，提取的信托赔偿准备金主要用于弥补因管理操作不善而对信托财产造成的损失，若动用准备金，相当于信托公司自己承认业务过失，所以大家都不愿意开这个口。”

按照监管方面的规定，信托赔偿准备金按税后净利润的 5% 计提，累计总额达到公司注册资本的 20% 时，可不再提取。

而事实上，在目前赔偿准备金“提而不用”的情况下，日积月累下实际上多家公司都已经超过这一比例，达到“可不再提取”的标准。

仍在提取赔偿准备金的公司，计提标准则绝大多数以“5%”为限，而也有公司的计提标准高于监管要求。

例如爱建信托、山东信托、华宝信托、山西信托、中铁信托都将计提比例提到了 10%，新时代信托则表示 2014 年，提取 15% 的信托赔偿准备金。

北京信托则披露，虽然赔偿准备金累计总额已超过注册资本的 20%，但公司 2014 年因提高抗风险能力的需要，决定仿效银监会设计的信托业救助基金的基本理念和方案，把会计科目项下的信托赔偿准备金加上公司对项目负责人预留的风险准备金等，设立信托项目缓解风险救助基金，当期计提 7000 万元信托赔偿准备金。

<http://trust.hexun.com/2015-05-12/175714216.html>

（五）保险

◇ 偿二代下的保险资产管理（上海证券报）

2015 年 2 月，中国风险导向偿付能力体系（以下简称“偿二代”或“C-ROSS”）正式建成，17 项监管规则同时发布，这标志着我国保险业偿付能力监管掀开了新的历史篇章。

根据保监会测试结果，与偿一代相比，偿二代下行业整体偿付能力充足率保持稳定，仍然为紧平衡状态。产险公司保险风险、市场风险、信用风险的最低资本占比分别为 48%、17%、35%；寿险公司保险风险、市场风险、信用风险的最低资本占比分别为 22%、66%、12%。

由于现行标准下资本要求与风险程度相关性不高，只要业务和资产规模相同，无论风险高低，资本要求基本相同，使得公司无法有效地配置和管理资本。新制度下，资本要求将跟随具体资产风险的高低而变化。保险公司可以通过掌握不同投资组合的资本占用情况，科学评估自身投资行为的风险与收益，有效提高资本的使用效率。

偿二代下资产风险的资本要求及对资产配置的影响

为便于比较对各类资产的影响，我们将偿一代下的非认可资产比例和最低资本中资产风险的比例算数相加，得出了偿一代下的风险因子。简化计算可能造成结论存在偏差，仅供参考。

（一）总体特征：多数资产风险因子上升，不动产和基建显著利好

与偿一代相比，偿二代资产风险的资本要求总体呈现出以下特征：第一、根据风险特征重新调整了资产的分类方式，既有合并也有拆分，不同机构开发的同类产品资本要求进一步趋同；第二、几乎所有资产的风险因子均有所上升，依次为权益>权益类金融产品>债券>固定收益类金融产品>不动产。投资性不动产和基础设施股权计划是少数风险因子有所下降的资产，在偿二代推进过程中显著受益；第三、从偿二代下的大类资产横向比较来看，风险因子从高到低依次为权益>权益类金融产品>不动产>固定收益类金融产品>债券；第四、对于信托计划、保险资产管理产品、股权投资计划等金融产品的风险评估中引入了穿透法。穿透法是指保险公司确定某项金融产品所投资的具体、明确的基础资产（基础资产指债券、股票、未上市股权等具体产品），根据各项基础资产的风险暴露和风险因子计算相应的最低资本，并将各项基础资产最低资本算术加总作为该类金融产品最低资本的方法。对于无法穿透的产品，偿二代赋予了较高的风险因子。

（二）境内权益和不动产类资产：股基风险因子低于股票，财务性股权投资一视同

仁

对于权益和不动产类资产，偿二代相比偿一代的资本要求呈现以下特点：第一、股票的风险因子大于股票基金。因此，适当利用基金配置权益类资产有利于节约资本，其中指数型基金是较为经济的一种方式；第二、偿二代规则中对股票具有逆周期调整的机制，即股票浮盈需要保险公司计提更多的最低资本。保险公司可以通过及时止盈来降低对公司最低资本的要求；第三、具有控制性的长期股权投资不再区分标的是否上市，但区分是否是保险企业、金融企业，这将鼓励保险公司通过场内外多种方式进行金融保险行业相关的战略性投资；第四、不具有控制性的股权投资不再区分标的的行业性质，这有利于保险资金广泛地财务投资于新兴产业、养老、健康、现代农业等非金融企业；第五、基础设施股权计划的风险因子下降，且显著低于偿二代下的其他股权投资，相较于欧洲偿付能力体系也更加优惠。股权形式是海外基础设施投资的主要形式，未来险企应进一步加大实质性的基础设施股权投资；第六、投资性不动产的风险因子下降。如前所述，不动产是偿二代体系下最为受益的资产类别之一；第七、另类保险资管计划（以银行理财产品、信托计划等金融产品为投资标的）若无法穿透，其风险因子在所有资产类别中最高。未来发行另类保险资管计划应尽量保证基础资产标的清晰。

（三）境内固定收益资产：人身险久期缺口挂钩资本要求，非标因子上升幅度小于债券

对于固定收益类资产，偿二代相比偿一代的资本要求呈现以下特点：第一、人身险的利率风险评估采用资产负债联动的情景法，在其他因素不变的情况下，资产负债的久期缺口越大、资本要求越高。久期管理在寿险战略资产配置中的重要性进一步提升；第二、财险的利率风险与期限直接相关，期限越长、风险因子越大。可以说偿二代在一定程度上并不鼓励财险资金的“短债长投”；第三、低评级品种的边际资本收益率更高，即同期限下的信用利差上升幅度大于其风险因子的上升幅度，在短期限品种中更为明显。这种特征有可能促进险资固定收益投资的评级下沉；第四、整体来看，非标品种的风险因子上升幅度小于债券。偿二代体系显著有利于基础设施债权计划，预计该领域的保险资金需求将继续上升。

（四）境外资产：部分发达市场投资低于国内同品种，新兴市场资本消耗大

境外资产的分类相对较少，大类资产内仅区分发达国家和新兴市场。总体来看，投资境外资产对资本消耗的影响并不显著。具体特征如下：第一、投资长期限的发达市场固定收益品种不仅有利于减少寿险的负债久期缺口，也有利于节约资本；第二、从资本节约、风险水平和投资价值等因素综合来看，发达市场股票投资应是现阶段保险资金境外的投资的主要领域；第三、相对偿一代，投资境外不动产的资本要求更大幅降低；第四、在中国保险资金境外投资初期，应审慎尝试新兴市场投资。

对未来保险资产管理的一些建议

（一）建立保险市场的风险收益率曲线，以资产收益率最大化为目标

随着偿二代的推进，许多保险机构正在加紧优化资产配置模型。新规则下最大的难点在于如何协调投资收益率和偿付能力充足率二者的关系。由于双目标模型在理论上很

可能是无解的,而且偿二代的监管理念在于识别出需要监管干预的公司,即“底线思维”,因此个人认为,偿二代下的保险资产配置仍应以偿付能力充足率和负债成本为硬约束,资产收益率最大化为目标。

定义预期投资收益率高于 5.5%,偿付能力充足率高于 150%为资产配置的有效边界。以偿付能力充足率作为风险衡量指标,在不同资产配置组合下我们得到许多向下弯曲的风险收益率曲线。

（二）将资本回报率指标纳入类别资产的投资业绩考核和大类资产配置决策中

如前所述,个人认为,在偿二代体系中,投资收益率仍是保险投资端的主要考核指标,只在非常情形下才调整考核指标。经资本调整后的投资回报率(下简称“资本回报率”)虽然更加精细,但计算复杂、不够直观,投资经理决策时难以顾及。

但是,资本回报率可以作为评价各类资产投资业绩的重要指标,以及大类资产配置的决策依据。由于波动率数据可获得性及标准问题,过去各类别资产的投资业绩之间缺乏可比性。未来,采用偿二代的标准风险因子进行风险调整后,在一定的时间跨度内,各类别资产的投资效率便可置于同一视角下比较,对于投资效率较高的资产可以分配较高的资本额度。然后,通过动态监测边际资本收益率指标,投资经理还能够及时再平衡资产组合,提高资本利用效率。

（三）全面提高投资风险管理能力

偿二代体系对保险投资的风险管理能力提出了更高要求。具体如下:第一、将定性风险管理能力与分类监管挂钩。第二、对定量风险管理技术提出了更全面、细致的要求。第三、对风险管理体系健全性的评估将直接影响最低资本。因此,资产管理公司必须在集团统一的偿付能力管理部属下,建立完善的投资风险管理体系。

<http://insurance.hexun.com/2015-05-15/175829175.html>

◇ 险企谨慎寻觅海外投资机遇 委托、直接投资双管齐下（中国证券报）

上市险企在海外投资方面规划已久并相继发力,借助监管政策放开的机会,谨慎寻找投资机会。公开市场权益类产品、外国公司债券已经分别成为保险资金境外投资股市、债市中的重要部分,境外房地产投资也成为极为关注的方面。在投资方式上,委托投资和直接投资“双管齐下”被业内所看好。保险公司人士认为,从长期战略配置角度出发,增加海外投资比例可以有效利用全球市场内各类投资机会,分散境内投资组合风险,实现在风险不变的前提下提高险资整体收益的目标。

寻觅海外投资机遇

险企海外投资案例在逐渐增加,上市公司频频现身。在监管政策的放开和风险控制背景下,各家公司都在谨慎寻找机会,适时出手。与此同时,保险资金境外投资在延续 2014 年以来的涨势,各方面指标屡屡创下新高。公开市场权益类产品、外国公司债券已经分别成为保险资金境外投资股市、债市中的重要部分。

中国人寿财务总监杨征在公开场合表示,近年来,监管政策放开为中国人寿进行全球化资产配置提供可操作的平台。从资产负债的匹配、进一步分散风险以及通过投资安

排获取超额收益的角度来说，海外投资都会提供新的机会，但其中也蕴含风险。在监管允许的条件下，中国人寿正在着手推进海外投资工作，未来将积极稳妥地逐步提升海外资产配置的比例，海外投资将常态化，“我们对于海外投资的标准会很严，主要是试验性质的，先试起来再说，这也符合我们的一贯风格。”

境外房地产投资成为保险业极为关注的方面，但投资方出手始终谨慎。保险公司人士表示，房地产资产由于具有相对稳定的租金收益，与其他资产类别的相关性低、抗通胀等特性，是保险资金战略资产配置的重要资产类别之一。目前市场流动性充裕、融资环境宽松，发达国家门户城市核心物业的资产估值和价格都处于高位，投资核心物业要谨慎选择。同时，保险资金境外投资的核准取消或仍需一个过程，如果松绑到位，将为保险资金运用带来巨大机遇。目前，保险公司也在考察选择标的方面普遍谨慎。

保险公司投资部门人士认为，在战术配置层面，房地产的中期预期收益要根据未来的宏观经济环境和目前市场估值水平对长期预期收益做合理调整；战术层面则可利用地域、子资产类别、资金结构等投资策略争取获得超额收益。目前市场流动性充裕、融资环境宽松，发达国家门户城市核心物业的资产估值和价格都处于高位，投资核心物业要谨慎选择。保险机构可关注具有更高相对投资价值的区域和策略。在风险控制方面，应关注所投区域的经济基本面以及汇率、利率，特别是未来利率上涨对资产价格的影响。

委投、直投双管齐下

北京大学中国保险与社会保障研究中心发布的《中国保险业发展报告 2014》提出，2014 年的保险业市场化改革将更多体现在保险公司自身业务模式、投资能力和风险管理等软实力的提升，保险资金应在提升大类资产配置能力和适时加大海外投资布局力度等方面提升资金运用的收益率水平和稳定性，适当控制债权计划规模增速，抓住经济下行周期的债券投资机会，适时加大海外资产投资的布局力度。

委托投资和直接投资双管齐下的方式正被业内所看好。一位大型保险集团投资部门负责人表示，中国保险公司可结合各自的内部资源配备、投资标的特性、投后管理所需资源综合考量，选择合适的投资模式。

中国平安集团副董事长孙建一表示，2015 年将加强经济和市场趋势研究，做好资产负债匹配，重点抓好资本市场及海外非资本市场的投资机遇，加大海外投资和委外投资力度，寻找优质、估值相对便宜的资产，并严控风险，稳步提升收益水平。中国平安集团首席律师、秘书姚军表示，2015 年中国平安将继续密切跟踪研究境外市场，在审慎控制风险的基础上加大海外配置的力度与速度，在有效控制汇率风险的前提下实现全球多资产类别的分散化配置战略，从而提高险资整体收益。

<http://insurance.hexun.com/2015-05-15/175829708.html>

二、非公募产品动态信息

(一) 券商集合理财产品发行设立情况

◇ 市场概况

表 1: 券商集合理财产品市场概况

类型	数量合计(只)	占比(%)	份额合计(亿份)	占比(%)	资产净值合计(亿元)	占比(%)
限定性	673	37.00	2,964.33	64.45	3,534.29	66.04
非限定性	1055	58.00	1,467.37	31.90	1,572.09	29.38
全部产品	1819	100.00	4,599.48	100.00	5,351.36	100.00

资料来源: wind, 民生证券研究院金融产品研究中心。数据截止日期: 2015.5.15

◇ 本周暂无券商集合理财产品进入发行期

表 2: 券商集合理财产品设立情况

产品简称	目标规模(亿元)	推广起始日	存续期(年)	投资类型	管理人	投资经理
无						

资料来源: wind, 民生证券研究院金融产品研究中心。数据截止日期: 2015.5.15 注: 分级产品分开统计。

◇ 本周有 3 只券商集合理财产品设立

表 3: 券商集合理财产品设立情况

产品简称	成立规模(亿份)	产品成立日	产品到期日	投资类型	管理人	投资经理
海通季季升(2015)B		2015-5-11		混合型	海通证券	秦岭
海通季季升(2015)A		2015-5-11		混合型	海通证券	秦岭
海通季季升(2015)C		2015-5-11		混合型	海通证券	秦岭

资料来源: wind, 民生证券研究院金融产品研究中心。数据截止日期: 2015.5.15 注: 分级产品分开统计。

(二) 阳光私募产品发行设立情况

◇ 本周有 2 只阳光私募产品进入发行期

表 4: 阳光私募产品发行情况

产品简称	投资类型	投资顾问	投资经理	受托人	推介起始日期	推介终止日期
晶石 1 号	股票型			万向信托	2015-5-14	
尊岳优选 6 号	股票型			山东信托	2015-5-11	2015-5-27

资料来源: wind, 民生证券研究院金融产品研究中心。数据截止日期: 2015.5.15 注: 分级产品分开统计。

◇ 本周有 27 只阳光私募产品设立

表 5: 阳光私募产品设立情况

产品简称	投资类型	投资顾问	投资经理	受托人	成立日期	终止日期
------	------	------	------	-----	------	------

融盈1号(中融)	股票型			中融信托	2015-5-15	2017-5-14
景泰富尊1期	股票型	深圳市景泰利丰投资发展有限公司	张英飏	中信信托	2015-5-15	
东方港湾3号	股票型			中融信托	2015-5-14	
黄金优选1期36号	股票型			平安信托	2015-5-13	
黄金优选33期2号	股票型			平安信托	2015-5-13	
浦江之星176号	股票型			中海信托	2015-5-13	
金山1号(厦门)	股票型			厦门信托	2015-5-13	
黄金优选27期14号	股票型			平安信托	2015-5-13	
巨杉银信宝10期	股票型			外贸信托	2015-5-13	
黄金优选28期5号	股票型			平安信托	2015-5-13	
黄金优选27期16号	股票型			平安信托	2015-5-13	
黄金优选13期6号	股票型			平安信托	2015-5-13	
黄金优选1期35号	股票型			平安信托	2015-5-13	
黄金优选17期8号	股票型			平安信托	2015-5-13	
黄金优选1期34号	股票型			平安信托	2015-5-13	
黄金优选11期6号	股票型			平安信托	2015-5-13	
黄金优选27期15号	股票型			平安信托	2015-5-13	
黄金优选17期7号	股票型			平安信托	2015-5-13	
黄金优选1期33号	股票型			平安信托	2015-5-13	
黄金优选24期1号	股票型			平安信托	2015-5-13	
鼎萨2期(山东)	股票型			山东信托	2015-5-13	
黄金优选13期5号	股票型			平安信托	2015-5-13	
黄金优选27期13号	股票型			平安信托	2015-5-13	
黄金优选33期1号	股票型			平安信托	2015-5-13	
黄金优选20期4号	股票型			平安信托	2015-5-13	
时节好雨40号	股票型			华宝信托	2015-5-11	
瞰金8号(第13期)	股票型			中融信托	2015-5-11	

资料来源: wind, 民生证券研究院金融产品研究中心。数据截止日期: 2015.5.15.

表格目录

表 1: 券商集合理财产品市场概况.....	22
表 2: 券商集合理财产品设立情况.....	22
表 3: 券商集合理财产品设立情况.....	22
表 4: 阳光私募产品发行情况.....	22
表 5: 阳光私募产品设立情况.....	22

分析师及研究助理简介

闻群，民生证券金融产品研究中心总经理。浙江大学经济学学士，中国人民大学西方经济学硕士，10年基金行业研究经验。在公募基金、企业年金、非公募等金融产品领域有深厚的研究积累。具有敏锐的市场感觉，所构建的公募基金组合连续多年战胜市场基准、同业基准，累积收益可观。具有给监管部门、基金管理公司、保险资产管理公司、银行、以及其他大型企业集团进行金融产品服务的丰富经验。证券业协会基金从业资格考试题委会成员、基金年鉴连续5年主要执笔人；中国证券报金牛基金奖专家评委。曾任天相投资顾问有限公司总裁助理、首席基金分析师。

王静进，金融产品研究员，北京科技大学金融工程、工业设计双学位。5年基金行业研究经验。2012年10月加入民生证券，在公募基金评价选择、组合构建等方面有丰富经验。

陈啸林，金融产品研究员，英国纽卡斯尔大学银行与金融学硕士。5年基金行业研究经验。2013年3月加入民生证券，在私募、信托、券商集合理财产品研究上有深厚积累。

李洋，金融产品研究员，首都经济贸易大学金融学硕士。2013年5月加入民生证券研究院，研究方向侧重公募基金产品，擅长金融产品数据跟踪和定性研究。

徐玉宁，金融产品研究员，西南财经大学数量经济学硕士。2014年7月加入民生证券研究院，擅长计量建模和量化数据分析。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。