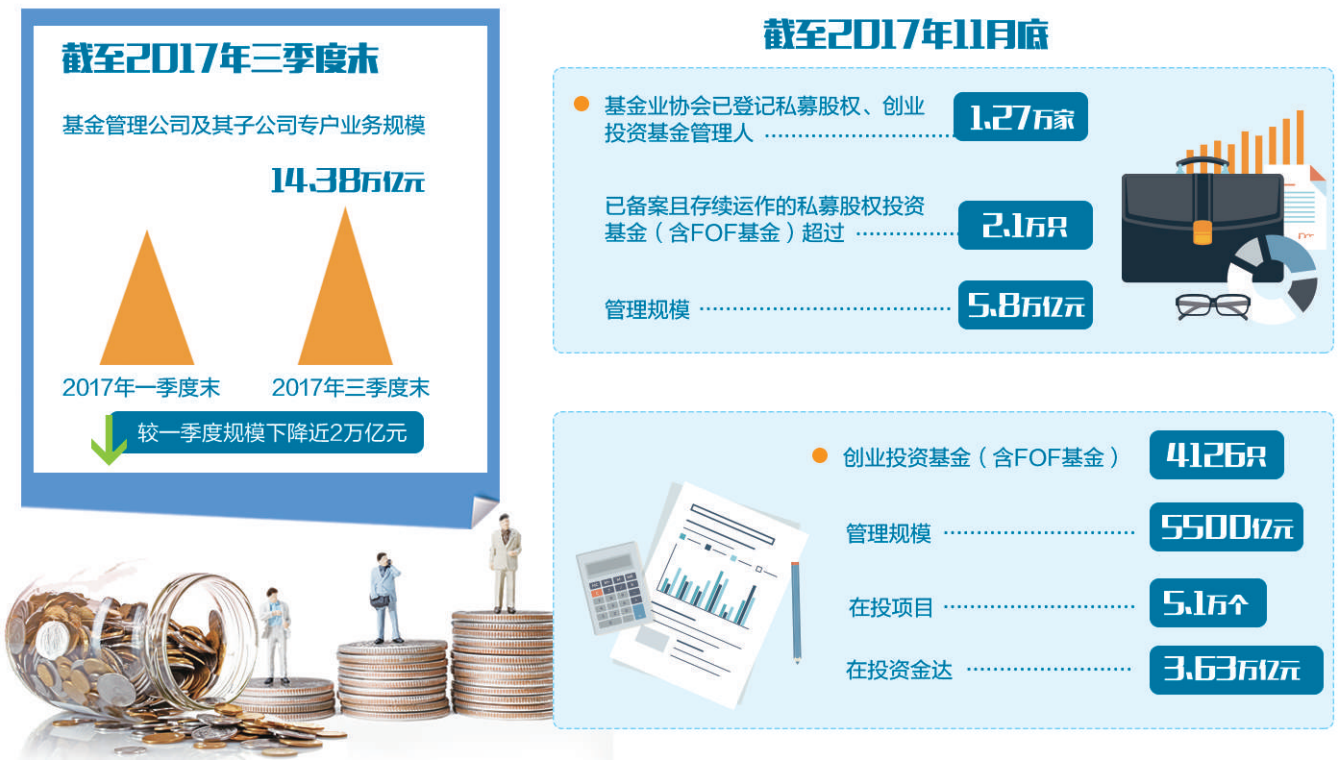
基金业："通道"收窄 赚钱得凭真功夫

——关注2018财政金融新趋势之四

经济日报·中国经济网记者 周 琳

展望2018

2018年，基金行业再想借力银行资金、保险资金"刷"规模、赚快钱、赚监管套利的钱，将会越来越难。在资管产品开缴增值税的多项新规中，通道业务和嵌套业务都是被规范、严管的重点对象，基金子公司的通道业务规模很可能继续下降。随着规范私募基金发展的政策日益完善，无论是阳光私募还是私募股权基金的投资安全性将得到更大提升，私募追求绝对收益的特性将吸引更多投资者入场



2018年正值我国公募基金行业发展20周年，也是私募基金发展的第16个年头，我国约100万亿元的资管产品将面临缴纳增值税的新环境。

随着国外资产管理公司涌入，新的一年里，国内私募公司和公募基金公司将面临更大的竞争压力。在大类资产配置新阶段，2018年私募股权投资基金可望成为财富管理市场新宠，公募FOF（专门投资于其他证券投资基金的基金）也将发布首份"成绩单"，而曾经辉煌一时的分级基金、定增基金将在新的一年更加"缩水"。在资本市场双向开放的大趋势下，沪港深基金、MSCI基金和货币基金在新年里必将发展得更加规范和稳健。

"去通道"回归资管本源

在严监管、去杠杆的大背景下，2018年我国公募基金及其子公司的通道业务、嵌套业务将逐步规范，而委外基金、定增基金、分级基金、保本基金、货币基金等几类产品将继续"瘦身"乃至发生质变。

2018年1月份，银监会制定并发布了《商业银行委托贷款管理办法》，明确规定委托资金用途应符合法律法规、国家宏观调控和产业政策，资金不得从事债券、期货、金融衍生品、资产管理产品等投资。天相投顾基金评价中心负责人贾志表示，这意味着当前很多资管产品非标投资的重要渠道被封堵住了，未来这些资管产品通过多层嵌套间接实现放款的方法将不可操作，此外资管产品投资非标需要严格期限匹配。

对于公募基金行业来说，2017年一路狂飙突进的委外资金"定制型基金"极可能在2018年面临规模调整乃至大幅缩水，而过去通过委托贷款途径发放的部分私募基金非标投资将可能面临通道被堵死的可能。概言之，2018年基金行业再想借力银行资金、保险资金"刷"规模、赚快钱、赚监管套利的钱，将会越来越难。

对于公募基金公司麾下的数十家专户子公司来说，2018年这些基金子公司的通道业务规模很可能继续下降。无论是中国人民银行、银监会、证监会等多部门发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，还是在资管产品缴纳增值税的多项新规中，通道业务和嵌套业务都是被规范、严管的重点对象。

金牛理财网分析师宫曼琳表示，在一系列规范基金子公司发展的新规出台后，基金子公司的资管规模一路下探。截至2017年三季度末，基金管理公司及其子公司专户业务规模为14.38万亿元，较一季度规模下降近2万亿元。可以预见，2018年靠通道业务"吃饭"的基金专户子公司的日子并不会好过。

对于私募基金来说，无论是私募股权还是阳光私募，都切身感受到2017年全面监管、依法监管和从严监管的"寒意"，而这一态势在2018年必将持续。2017年底，全国股转系统发布的挂牌私募核查结果公告显示，富海银涛、拥湾资产、银纪资产、达仁资管、中科招商等5家新三板挂牌私募机构，因不符合整改要求，被强制摘牌。目前，总计28家挂牌私募中，除了上述5家陆续被摘牌，10家安全过关，还有13家私募依然在被核查的过程中。2018年，这些已被摘牌的私募有可能转投港股市场或者其他市场，而存量挂牌私募机构发展态势必将更加规范，回归主动管理和服务实体经济本源。

双向开放持续加码

2018年1月，私募股权投资机构弘毅投资所申请设立的公募基金管理公司"弘毅远方基金"获批，这是国内第114家公募基金管理机构，也是第3家私募基金转公募基金的机构。格上理财研究员杨晓晴认为，2017年8月底，私募基金实际缴纳资金规模突破10万亿元大关，增幅远高于同期的公募基金。2018年私募和公募管理人将更多向彼此之间"敞开大门"，管理人角色转换的案例将更多，阳光私募的管理人数量和资产管理规模有望再上新台阶。

按照此前规划，2018年6月，A股将正式纳入MSCI新兴市场指数，国内外各类资管机构将借助这一"桥梁"加速布局A股。随着我国金融业对外开放步伐加快，外资私募和合资公募基金公司的数量有望增多，国内资管市场的竞争将更加激烈。

目前全球资管规模排名前十位的私募公司中，已有7家在我国设立外商独资私募基金管理人，进入我国资管市场。2017年1月以来，富达利泰投资获批成为首家完成私募基金管理人备案的外商独资企业（WOFE），随后瑞银、富敦、英仕曼、惠理、景顺纵横和路博迈等公司也完成登记。按照中国证券投资基金业协会规定，这些外资私募将会在6个月内备案首只产品。

2017年以来，在落实全国金融工作会议部署和要求、切实服务实体经济的背景下，公募基金和私募基金管理人加快为创新创业、扶贫、发展直接融资贡献新力量。截至2017年11月底，基金业协会已登记私募股权、创业投资基金管理人1.27万家，已备案且存续运作的私募股权投资基金（含FOF基金）超过2.1万只，管理规模5.8万亿元。创业投资基金（含FOF基金）4126只，管理规模5500亿元，在投项目5.1万个、在投资金达3.63万亿元，相当于全社会融资规模存量的2.1%。其中，投向中小企业的项目数量达3.4万个，占比67.6%，投向高新技术企业的项目数量达1.7万个，占比33.7%，初步显露出优质股权资本推动创新发展的重要价值。

看重长期价值投资

2017年A股市场以蓝筹股为代表的业绩驱动公司成为大多数公募基金赚钱的重要标的，反观部分中小盘题材股、ST概念股等因缺少实际业绩遭到投资者"用脚投票"。2018年，基金行业的投资风格有望延续"业绩为王"的态势，更加重视长期投资和价值投资。

南方全天候策略混合基金中基金A份额基金经理夏莹莹表示，2018年基于对宏观基本面的判断，A股的吸引力将大于固定收益类资产。原因包括经济基础稳步向好、监管趋严促进市场更规范、外资加大A股配置力度等。具体行业来看，消费升级、先进制造将是2018年热点概念。中长期来看，港股仍具有较高的配置价值，而国内的债券牛市恐难再现。

2017年是黄金震荡上行的一年，以黄金基金为代表的商品基金在2018年将继续充当"避险稳定器"。博时基金黄金ETF经理王祥表示，基于不同经济体复苏节奏上的差异，金融市场的波动仍在所难免，黄金的避险属性始终值得期待，黄金市场整体或存投资机会。

"2017年在债券市场表现不佳的情况下，追求绝对收益的私募基金正在成为越来越多国内高净值人群的财富管理工具。2018年随着规范私募基金发展政策日益完善，无论是阳光私募还是私募股权基金的投资安全性将得到更大提升，私募追求绝对收益的特性将吸引更多投资者入场。"金斧子投资咨询公司CEO张开兴说。

市场动向

保监会审慎推进保单贴现业务试点

未到期人寿保单也可转卖了

本报记者 江 帆

日前，保监会下发了《人身险保单贴现业务试点管理办法（征求意见稿）》，对人身险保单贴现业务经营规则、信息披露以及监督管理等向社会公开征求意见。保监会表示，审慎推进保单贴现业务试点，规范保单贴现交易行为，是为了促进保单贴现交易市场的健康发展。

人身险保单贴现业务最初产生于美国，随后作为一种金融创新与银保融合的投资工具风靡于西方各国。所谓保单贴现，实际上是一种人寿保单受益权的转让买卖，即保单持有人将其未到期的人寿保单以折价方式，通过保单贴现机构将保单受益权转让给保单投资人从而获得贴现资金，当该保单满期或被保险人保险责任发生时，保单投资人可以领取保险金获得投资收益的交易行为。

北京工商大学保险研究中心主任王绪瑾认为，保单贴现有两个好处，一是可以缓解投保人或者被保险人当下流动资金困境；二是可以减少人们购买保险的后顾之忧，因为一旦需要现金，保单可以变现，这可能会吸引更多人来投保人寿保险。

此次保监会的《人身险保单贴现业务试点管理办法（征求意见稿）》中规定可以贴现的保单有两类，一种是普通贴现，即是指保单持有人无力续费或不愿意继续持有保单时，将其保单通过保单贴现机构转让给保单投资人从而获得贴现资金，保单投资人成为保单新的投保人和受益人，并承担保单到期前缴费义务的交易行为；另一种是重疾贴现，即指重大疾病患者将其持有的保单通过保单贴现机构转让给保单投资人从而获得贴现资金，用于解决医疗救治的财务需求。同时，贴现保单合同生效时间应超过2年。

事实上，放开这两种保单的贴现，对个人和保险机构都非常有益。长期以来，退保问题一直困扰着保险消费者和保险机构，退保不仅与保险销售误导相关，影响保险业的社会形象，而且大量退保可能引发保险公司潜在的流动性风险。有了保单贴现业务，就等于多了一个疏解风险的渠道。

《人身险保单贴现业务试点管理办法（征求意见稿）》对保险消费者的保护，也有明晰规定，即贴现保单相关保险公司必须是经保监会批准设立，并依法登记注册在境内（不含港澳台）的人身保险公司；保单贴现资金应于保单受益人变更后3日内一次性全额支付给保单贴现人。保单贴现机构还需要在保单贴现合同签订现场同步录音录像，在录音录像过程中，必须记录下保单贴现机构向保单贴现人履行明确的说明义务、保单贴现人作出明确肯定答复、保单贴现人签署保单贴现合同等相关文件等内容，并保存5年以上。

一线传真

创新集约化服务新模式

农行黑龙江分行千亿元助力"大粮仓"建设

本报讯 记者倪伟龄、通讯员蓝怀忠报道：黑龙江省是保障国家粮食安全的重要战略基地，也是全国最大的绿色食品产业基地，是名副其实的"大粮仓"。2017年，黑龙江粮食总产量突破1200亿斤，取得14年连增的历史新纪录，连续5年实现粮食总产、商品量、调出量、年增量和人均产量5项全国第一。

黑龙江省粮食稳产高产离不开当地金融机构的大力支持。2010年以来，农行黑龙江分行按照"依托产业、突出重点、规模发展、集约经营"创新发展路径，以服务涉农龙头企业、优质县域中小企业和优质农户为重点，创新探索集约化服务模式，形成了以优势地区和特色区域为目标，以主导产业和优质客户为依托，以价值链为引导，以产业链为覆盖，以资源集中投入为保障，携手粮食产业、粮企、农户，为"大粮仓"提供金融支持。

黑龙江省拥有耕地近2亿亩，土地肥沃平坦且集中连片，农业机械化程度全国居首。2010年以来，农行黑龙江分行在5个方面有效探索"大粮仓"集约化服务模式：一是依托大型产业化龙头企业，采取"银行+龙头企业+农户"方式开展金融服务。二是依托专业合作社，顺应农业规模化发展趋势，采取"银行+合作社+农户"的方式提供金融服务。三是依托农业产业基地、产粮大县、稻米加工园区，开展专业化服务。四是依托新型农业经营主体，在中高层次上开展对种粮大户、家庭农场的金融服务。五是依托特色经济作物产区，对特色经济作物种植、贮藏、加工和外销等各环节提供全面金融服务。

黑龙江垦区拥有耕地面积4000万亩，横跨松嫩和三江平原，拥有112个农牧场，615家国有及国有控股企业，是我国农业综合生产效率最高的地区。

近年来，农行黑龙江分行以"打造服务垦区三农特色银行"为目标，创新实施规模经营、大户承贷、多户联保、垦区监管的信贷模式，累计投放农户贷款160亿元，支持新型农业经营主体7.3万户，研创了"统贷统还"贷款模式，破解了垦区国有耕地贷款抵押难题。同时创新出台了《支持垦区"生态高标准农田"建设专项信贷服务方案》等一系列专属信贷政策，不断助力垦区现代农业发展迈上新台阶。

此外，近年来，该行以大数据为依托，大力开展互联网农户贷款业务，批量采集农户数据，系统自动审查审批，极大地提高了贷款效率。5年多来，该行已累计向60多个产粮大县和112个国有农场发放贷款超过1000亿元，重点支持了26家粮食生产龙头企业、355家县域粮食生产中小企业和40多万种粮大户。农行集约化服务"三农"模式助推了"祖国大粮仓"黑龙江农业产业结构调整，壮大了农业龙头企业和新型农业经营主体发展实力，保障了粮丰囤满，民安农富。

"一行三会"发文严控债券代持——

债市加杠杆空间将被压缩

本报记者 陈果静

□ 机构债券代持业务过多，将导致债券持有方账面杠杆水平被低估

□ 新规若严格执行，债券代持将阳光化操作，市场整体加杠杆的能力将下降，债券整体需求可能受到影响

在防风险、去杠杆的背景下，针对债券市场交易的规范再加码。

近日，"一行三会"下发了《关于规范债券市场参与者债券交易业务的通知》，要求市场参与者合理控制自身债券交易杠杆比率，针对债券代持更作出了明确规定：对于约定由他人暂时持有但最终须返售或者为他人暂时持有但最终须由其购回的债券交易，应通过买断式回购交易达成，按照相应会计准则进行会计核算，并以此计算风控指标，统一管理。

债券代持是债市此前常用的加杠杆工具之一。所谓代持，是指债券持有方和代持方达成协议，持有方暂时将债券转让给代持方，约定在一段时间后以特定价格赎回并支付代持方费用。此类代持行为通常发生在场外市场，不受监管机构监管，双方全靠"抽屉协议"约束。

近年来，随着债市的发展，部分逐利动机较强、内控薄弱的市场参与者，在场内、场外以各种形式直接或变相加杠杆博取高收益。同时，还有市场参与者采用"代持"等违规交易安排，规避内控风控机制和资本占用等监管要求，放大交易杠杆，引发交易纠纷。这些不审慎的交易行为客观上使得债券市场脆弱性上升，潜藏较大风险隐患。

2016年12月份，国海证券"萝卜章"事件爆发，该公司某负责人以"假公章"冒用国海证券名义进行交易，令某机构代持的100亿元债券出现亏损。当时，"萝卜章"事件涉及债券金额约200亿元，涉及金融机构20余家，给债券市场造成了严重不良影响。这一事件爆发后，引发了各方对债券代持业务风险的关注。中央经济工作会议重点强调防范金融风险，针对债市的去杠杆、防风险措施在此后迅速出台。

对债券代持的风险隐患，东方金诚首席分析师徐承远认为，如果机构债券代持业务过多，将导致债券持有方账面杠杆水平被低估。债券持有方通过单笔债券代持次数越多，则实际杠杆和真实杠杆之间的偏离度越高；同时，债券代持业务的真实杠杆难以监测。由于债券代持反映为两个机构之间的业务关系，随着代持次数增加，和债券持有方产生代持关系的代持机构也相应增加。

中信证券明明研究团队也表示，由于债券代持行为的普遍存在，债券市场参与者的真实交易杠杆率无法得到准确计量，相应风险无法做到合理把握，表面上整个债券市场杠杆率较低，但由于债券代持等线下实质加杠杆行为的存在，整个债券市场的真实杠杆率很有可能远远大于公开披露数据，看似风平浪静，实则暗流涌动。

2017年以来，多个监管政策密集发布，债市行情也是"阴云密布"，那么，上述通知出台后是否会对债市造成进一步的冲击？"对债市整体影响有限。"海通证券首席经济学家姜超认为，此前市场对主要监管措施已有预期，如代持业务在国海证券"萝卜章"事件以后便已开始收缩，目前仍在做的多数已符合监管要求。据海通证券初步测算，对于杠杆率方面的要求，目前多数机构也已满足。另外通知要求设置了过渡期，而回购、代持等业务一般期限较短，有充足的时间进行整改，没有快速去杠杆的压力。

通知规定一年时间为过渡期，引导市场参与者在过渡期内，完善内控风控机制建设与管理，规范债券交易行为，有效控制债券交易杠杆比率等。此前应按未按买断式回购处理的交易，在过渡期内可以按合同继续履行，但不得续作，并纳入表内规范，由此造成相关指标不达标的可以在过渡期予以豁免。

但姜超认为，对不同债券品种和机构仍有结构性冲击。债券代持主要目的在于规避监管在资本约束、投资范围、杠杆限制等方面的限制，新规若严格执行，债券代持操作将阳光化，市场整体加杠杆的能力将下降，债券整体需求可能受到影响，尤其是对于一些低等级信用债来说。同时，对非银机构可能影响较大。代持受限将导致信用债流动性下降，而信用债是非银机构的主要持仓品种，未来其面临的资金压力可能进一步加大。

本版编辑 梁 睿