

期货公司杀入公募业 中小险企谋求话语权

机构开启“全能”模式 资金频频跨界“奔袭”

□本报记者 张莉 周文静

伴随金融牌照逐渐放开，来自券商、保险、期货等机构“跨界”的冲动日益增加。南华期货设立公募基金的申请上报并等待下一步审核，这被视为金融混业的重要动作。同时，中小险企陆续掀起轩然大波的举牌事件，以谋求在市场中更多“话语权”，也令各方感受到混业时代群雄割据的紧张气氛。

业内人士认为，金融“混业”背后的资金链条也将日趋复杂化，不同机构之间的产品对接将更加密集，而由于目前融资成本的抬升和对高收益资产的追逐，各类资本跨界布局的动作将会比政策走得更快。在大资管的市场环境下，配资、杠杆、结构化产品俨然成了资本市场的热词，资金在不同的机构之间流动，而这些机构分属于几个不同的系统，资金流动过程中容易脱媒而无法实现资金的穿透和监控。混业融资带来的流动性风险及防火墙设置不足等问题引起了关注。超级混业时代来临后，监管机构间的超级监管难题随之将至。



IC图片

金融机构“全牌照”雏形浮出水面

日前，证监会官网显示，南华期货全资持有的南华基金设立申请材料于1月5日被接收，该基金管理公司拟注册地为上海。若审核通过，南华期货有望成为首家取得公募基金牌照的期货公司。期货业内人士分析，期货公司向公募基金领域延伸是一种创新尝试，大型期货公司希望向综合性的金融服务机构发展，向券商看齐，这也反映了当下金融机构混业经营的方向。

作为期货机构进军公募业的“吃螃蟹人”，一直以来，南华期货并不掩饰其争取金融全牌照的战略意图。过去一年，南华期货在资管业务、风险管理等创新业务方面步伐加快，同时在海外业务方面不断布局。南华期货公司相关负责人表示，希望借助业务拓展将期货公司的资产管理业务未来能做大，如果仅做期货业务，无疑会受到市场容量的制约。按照设想，未来还将继续争取更多金融牌照。

除了期货机构之外，险资在资本市场的动作则更为“凶猛”。过去一年，从险资举牌潮到“宝万股权之争”，前海人寿、生命人寿、安邦保险等险资企业在二级市场的买股力度不断放大，并频频触

及上市公司举牌线，引来各方热议。“近期，市场频频出现下跌行情，已出现险资因避险需要而集中抛售的情况，同时也有曾参与举牌的险资出手护盘。这些买卖股票的行为如此牵动市场神经，实际上已经体现出保险公司在市场话语权的提升。”深圳某公募基金经理说。

有机构人士认为，险资频频扫货二级市场蓝筹股的最大动力在于“改造自身”，借助资本平台实现自身业务资源的整合，而这正是险企实现金融“跨界”的切入点。“金融资本正在从财务投资人身份转变为积极的股东主义者，对上市公司控制的欲望逐步强烈，未来资金、资产、上市公司原股东可能会共用一个资本平台，形成崭新的三维控制平衡，跨界并购的案例也会越来越多。”国金证券投行并购相关负责人判断。

2015年12月23日，高层召开会议继续强调加大金融体制改革力度，优化金融结构，积极发展直接融资，降低社会融资成本和杠杆率。会议提及，加强资信评级机构和会计、律师事务所等中介机构监管，研究证券、基金、期货经营机构交叉持牌，

稳步推进符合条件的金融机构在风险隔离基础上申请证券业务牌照。其中，“鼓励机构交叉持牌”则被业内普遍认为是混业经营加速的信号。

实际上，除了中信集团、光大集团以及平安集团试点综合金融控股集团之外，不少金融机构“全牌照”的战略平台雏形陆续浮出水面。资料显示，目前上市银行中，7家设立证券公司和保险公司，9家设立基金公司，11家设立金融租赁公司，3家设立信托公司，3家设立金融消费公司，1家设立资产管理公司。而保险领域中，安邦、人寿等均在积极打造金控集团。

业内人士分析，当前金融混业是大势所趋，金融机构跨界运作资本的冲动非常强烈，资金布局也在加速。在资产配置荒、资产价格走低的背景下，曾经来自不同领域的金融正在打破界限，在资本市场中跑马圈地，令并购重组市场的活跃度不断提升。这也将意味着机构投资人队伍也会逐渐从公私募机构、券商扩展到保险、银行、期货公司等各类机构，不排除未来国内资本市场将有一批运作数十家上市公司资产的金融寡头出现。

资金“跨界”难穿透

以银行、保险为例，银行理财、保险资管资金量巨大。普益财富估计，2015年银行理财存续规模已突破20万亿元，近期在资本市场上备受关注的保险资产规模目前已升至12万亿元。“2015年上半年，以银行理财为代表的资金通过杠杆配资模式进入市场；2015年下半年，保险资金更是频频加持二级市场股票并举牌上市公司，机构资金入市并开始在市场上举足轻重。”金融资深业内人士说。国金证券马鲲鹏认为，大量以资产配置为目标的大型机构投资者入场将与二级市场体量的扩大相辅相成，这将与此前由中小投资者短线交易型风格主导的二级市场会有显著不同。

一般来说，银行理财入市主要通过以下几种方式，一是给公司大股东做股权质押融资、定增和员工持股提供资金；二是通过信托、私募和基金子公司做伞形和结构性产品；三是为券商的收益互换和两融受益权等业务提供资金支持。不过，前述的伞形信托自去年下半年“去杠杆”之时已被叫停，但业内人士表示，并不排除理财资金通过其他渠道再入市场。

机构人士认为，在利率市场化后，预期收益型产品在不断替代存款，各类理财、资管类产品发行

上升，这类产品对权益类配置需求也更为强烈。目前银行理财资金主要通过结构化配资、两融受益权、股权质押式回购、增发、PE、衍生品等其他权益类投资“间接”进入股市。银行理财开通的证券账户只能投资于标准化债券、信贷资产支持平面、优先股等固定收益类产品，而不能投资直接投资于二级证券市场，但资金配置又有需求在二级市场上投资，因而这类理财资金主要通过给信托、私募、基金子公司等提供优先级资金进而设置成结构化产品。

“资金从银行理财流向私募和基金子公司的结构化产品，资金的去向和监管不再是银监系统的事情，但这二者监管之间并未形成无缝的对接，加之这些产品有多重投资，比如FOF产品，如果是通过结构化筹得的资金，其杠杆倍数很难统计，资金来源难穿透。”不少机构人士认为。资金来源穿透问题不仅存在于银行理财资金投资二级市场，2015年下半年在二级市场凶猛异常的保险资金也存在同样的情况。一家大型险企投资人士表示，险企除了运用保险资金在保监会规定之下投资证券市场，还可以通过其他投资进行非上市公司的股权投资，一些险企通过配资的模式进

行股权投资，再通过“假股真债”将配资的钱进行二级市场的投资。事实上，不少信托公司也有类似的投资。其中，配资的钱有可能是银行理财资金，也有可能是大资管环境下各类机构资管产品的资金。

“在大资管的市场环境下，配资、杠杆、结构化已经成为市场常态的操作，资金在不同的机构之间流动，而这些机构分属于银监、证监和保监几个不同的系统，资金流动过程中容易脱媒而跳出监管的筛子，无法实现资金的穿透和监控。”上述业内人士说。马鲲鹏表示，2015年市场已经在预演理财资金加杠杆配置中长期利率债，其中最清晰、最有代表性的长期期资产策略便是保险举牌。险资通过举牌低估值、高股息蓝筹股实现权益法入账从而锁定长期收益率，加大期限错配力度以更多获取期限利差。判断险资举牌会在2016年继续上演，以资产配置为导向的保险举牌资金将成为2016年权益二级市场增量资金的主力。对于银行理财，马鲲鹏认为，银行理财资金尽管对权益类资产配置意愿强烈，但投资自主性相对弱，预计其更多将扮演趋势跟随者和强化者的角色。

超级监管时代来临

尽管金融机构的跨界动作频频，但从监管方面而言，先于政策起步的混业经营与混业融资，在带来风险的同时，也考验监管部门的决策能力。超级混业时代来临之际，超级监管框架能否即时搭建、符合市场最新变化，则成为各方机构普遍关心的问题。

以“宝万之争”引发的资金来源争议为例，对于宝能系方面是否跨银证保三方面资金进行杠杆增资买股，目前并未有清晰的结论，个中缘由，除了披露信息并不完备之外，分业监管的体制也成为重要因素。不少市场人士认为，监管部门的“分段监管”形成的漏洞，触发了这场跨界的资本运作，“宝万之争”应倒逼现有监管制度和框架的改革。银行及保险机构人士分析，目前银监系统对于银行理财产品投向资管计划的用途并未有特别规定，当资金流出银行领域后，则无法实现对其流向的监管；相应的，证监系统的监管范围则限于上市公司的监管及交易行为，举牌者并非上市公司，其披露信息也只能通过万科公告的渠道进行。此外，

在必行，不过由谁操作、如何操作，则成为当前争议的重点。去年11月，经济学家巴曙松在公开论坛上表示，“现有的监管框架在应对不同金融产品间的‘跨界风险传染’时，防范危机的能力已经非常低下，金融监管架构应跟随金融市场当前风险结构及来源构成而随之演变。”在巴曙松看来，由传统的多头监管向双峰监管甚至是一元的综合监管发展，将逐渐成为主流。

日前，央行发布消息称，从2016年起，将现有的差别准备金动态调整和合意贷款管理机制“升级”为“宏观审慎评估体系”（简称“MPA体系”）。央行相关负责人称，MPA体系的推出是为了进一步完善宏观审慎政策框架，更加有效地防范系统性风险，发挥逆周期调节作用，并适应资产多元化的趋势。业内人士认为，MPA体系的推出标志着以宏观审慎为主线的“大金融监管”模式浮出水面，在混业时代的背景下，央行提出MPA体系建立，或有打破此前分业监管制度的藩篱，建立适应市场趋势的统一的超级金融大监管架构。

实际上，对于看清“混业经营”趋势的人士而言，建立超越此前分业监管的“超级监管框架”势

券商牌照逐步放开 传统业务转型压力陡升

□本报记者 张莉

日前，国务院常务会议明确提出，加大金融体制改革力度，研究证券、基金、期货经营机构交叉持牌，稳步推进符合条件的金融机构在风险隔离基础上申请证券业务牌照。业内人士认为，在利好政策的推动下，混业经营的窗口期有望在2016年开启，交叉持牌将成为混业经营推进的重要着力点。

对于券商而言，在混业经营的模式下，不少外来竞争者的加入，传统的投行业务、资管业务都将面临新的挑战，证券公司传统业务面临转型压力较大。不过也有机构认为，混业经营的模式有望打开券商业务条线之间的限制，并倒逼券商在投行、资管等优势业务进行提升，混业经营也将给券商带来机会。

券商牌照或持续放开

在业内人士看来，混业经营预期逐渐强化的背景下，各类金融机构跨界持牌的积极性也在不断提高。以银行为例，目前大型商业银行几乎都已拥有控股的信托公司、租赁公司、基金公司和保险公司等金融机构，而券商牌照是少数没有得到放开的金融牌照之一。此时，来自顶层的积极信号，令各方看到了券商牌照逐步放开的信号。

接近监管层方面的相关人士预计，在诸多证券业务中，以财务顾问、证券保荐承销为代表的投行业务有望成为混业试点，一方面券商投行的业务放开难度并不大，且在部分领域混业经营模式已经有所尝试；另一方面，为满足当前资产证券化、新股注册制改革以及多层次资本市场的建设需要，中介机构群体的扩大也成为大势所趋，这也是券商牌照有所松绑的主要因素。

不过，也有机构人士预计，按照目前

的监管程序，券商牌照的放开仍需要经历较长的过渡期。中航证券分析师杨鹏飞表示，考虑到法律、监管等因素，合理的顺序是先从向证监会管辖下的基金、期货等机构放开新三板、投行等服务企业融资的业务，逐步拓展到向产业资本、其他金融机构开放经纪、做市等业务，直至放开全牌照。华泰证券分析师罗毅也表示，混业经营是未来大趋势。现行法律下我国金融体系属分业模式，牌照放开还需等待相关法律法规修改先行，考虑到修法涉及面广、影响深，预计会有2至3年的过渡期。

混业经营提升券商竞争力

对于券商机构而言，混业经营以及牌照的放开，将意味着此前证券公司拼接牌照垄断获得的价值在逐步弱化，场内竞争者增多，也将给券商旗下各项业务带来影响。有券商人士表示，外资大型投行的混业经营给国内证券机构带来的压力和冲击越来越大，市场疲弱背景下，如果券商机构不扩大经营范围，开拓更多的金融产品，必将面临更大的发展压力。

“交叉持牌、混业经营将打开券商巨 大业务空间，券商发展的制约因素将逐步突破，包括财富管理、并购咨询、交易、产品设计、做市商、柜台业务等将为券商带来巨大机会。”申银万国研究员何宗炎认为。中泰证券也乐观表示，混业经营时代银行有望凭借客户、资源、渠道优势强化自身竞争力。

业内预测，混业经营后，券商需要提升自身资管、投行的业务能力来应对竞争压力，同时也需要推出更多保值、增值性良好的理财产品业务来留住客户，给予客户更多投资空间选择。在券商资管业务范围逐步放开的背景下，未来券商将可以涉足包括股权、债券、房地产和实物投资市场，并创新更多理财产品，以形成多策略、多产品线的业务发展模式。

会计障碍扫除 银行理财业务分拆再进一步

□本报记者 周文静

近日，财政部发布《企业会计准则解释第8号》，对商业银行及其子公司应当如何判断是否控制其理财产品及会计处理问题进行了明确。业内人士表示，随着资产管理等轻资本业务专业化程度不断增强，子公司架构运营成为必然趋势，并为商业银行带来全新的成长空间。这一准则的发布，意味着为未来银行资产管理业务拆分扫清了会计处理障碍。

目前，国内商业银行中理财业务分拆业务进程较快的主要有光大银行和浦发银行，兴业银行银银平台分拆为数家公司，中信银行也发起设立中信银行资产管理公司，但尚须监管方核准。广发证券研究报告称，理财业务分拆设立子公司有利于强化理财业务的优势，建立更为完善市场化的员工激励机制，提升理财业务的专业性和核心竞争力，同时实现风险隔离。

会计障碍扫除

分拆理财业务成立独立的资管公司算不上新鲜事。2015年初，光大银行就提出将全资设立理财业务子公司，成为首家欲分拆业务的上市商业银行。随后，浦发银行发布公告，以全资子公司的方式设立浦银资产管理公司。2015年末，中信银行亦表示将设立资管公司。不过，前述银行的分拆还需监管部门的审批核准。银行方面表示，尽管当前成立子公司还未正式得到监管机构的批复，但私人银行和信用卡业务的分拆方案已经在研究中。

日前，财政部发布《企业会计准则解释第8号》，无疑将为银行分拆理财业务扫除会计处理的障碍。文件要求，商业银行应当按照《企业会计准则第33号——合并财务报表》的相关规定，判断是否控制其发行的理财产品。如果商业银行控制该理财产品，应当按照《合并财务报表准则》的规定将该理财产品纳入合并范围。商业银行发行的理财产品应当作为独立的会计主体进行会计处理。在对理财产品进行会计处理时，应当按照企业会计准则的相关规定规范使用会计科目，不得使用诸如“代理理财投资”等可能引起歧义的科目名称。

工行资深研究员史晨昱表示，随着资产管理等轻资本业务专业化程度不断增强，子公司架构运营成为必然趋势，并为商业银行带来全新的成长空间。现行监管模式下的资产管理子公司无疑成为推动混业经营的良好契机。而利率市场化是银行吸引资金供给的突围手段。

银行资管发展空间值得期待

据第三方机构普益财富估算，2015年银行理财规模将突破20万亿元。而规模巨大的银行理财面临诸多难题，如并未回归资管业务的本源，大部分投资者仍将认定为是银行默认的刚性兑付的存款替代品，同时，很多银行并不具备足够的资产管理能力。

申万宏源研究报告认为，我国银行理财业务距离真正的“受人之托、代客理财”资管业务本质相距甚远。对银行而言，理财产品主要是作为存款的替代品存在，存在隐性担保、刚性兑付（信用错配）、期限错配等问题。在资产配置方面，银行理财产品以固定收益、存款和非标为主，权益类占比还不到7%。国内与美国银行资管相比较而言，发展差距较大。

不过，上述问题也表明了国内银行资管的发展空间值得期待。从整体资产管理规模来看，国内银行业整体提升空间很大。伴随金融改革和转型速度加快，国内银行资管未来料将出现分化格局，同质化竞争的痛点必将驱使特色银行登场。未来，银行理财有望回归资管本质。从产品端来看，净值型产品将是发行重点。从资产端来看，在资产荒背景下，银行理财资金有动力加大对权益类投资，分享资本市场繁荣发展的红利。

不过，史晨昱认为，如果真要实现业务拆分，将必须对银行内部的利益格局进行重新分配。因此，商业银行资产管理要做到形神兼似，还有很长的路要走。一是需要相关制度建设的配合。如按照现行的商业银行法律，银行尚不能实现分拆资产独立成立子公司。更为重要的是，资产管理子公司化，与其说是一场管理框架的模式革命，不如说是一次理念和思维的蜕变，更是一项业务重构的系统工程。

这将给整个银行业带来由内至外的新挑战。从资产管理产品的具体运作来看，资产端方面，具有较高投资回报率的非标项目资源通常掌握在分行及公司投行部门等手里；资金端方面，个人和大部分机构理财产品的销售主要由分支行来完成。建立资产管理子公司后，上述协作和定价面临市场化方向的调整，利益分配问题存在困难。目前看，大部分尚处于准事业部阶段。即使是拟成立子公司的股份制银行，依然貌合神离。如果真要实现业务拆分，将必须对商业银行内部的利益格局进行重新分配。因此，商业银行要做到形神兼似的资产管理业务子公司化还有很长的路要走。