

去伪存真 结构性存款迎强监管

□本报记者 郭梦迪

银保监会日前发布《关于开展“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》，首次提出排查结构性存款，排查主要针对结构性存款不真实、通过设置“假结构”变相高息揽储。分析人士指出，对于商业银行来说，想要在未来的竞争中抢占先机，必然要发展“真”结构性存款，当前需要逐步提高自己的金融研究能力和市场交易能力。

结构性存款突破11万亿

近年来，结构性存款一直发行火热。Wind数据显示，截至今年4月末，中资大型银行和中资中小型银行的结构性存款规模总计为11.13万亿元。具体而言，4月末，中资大型银行结构性存款规模为3.77万亿元，中资中小型银行结构性存款规模为7.36万亿元。

业内人士认为，揽储压力是结构性存款走俏主要原因。中金公司指出，在银行存款增长总量不足，且早贷不均的情况下，银行更需要有市场化利率的业务来吸收负债。目前结构性存款利率是唯一可以实现市场化利率的存款业务品种，从成本来看，结构性存款的负债成本目前已经接近银行理财的利率，大幅高于上限指导的大额存单的利率。

中银国际证券认为，结构性存款的激增主要来自于以下三个方面：一是负债端同业负债监管趋严，各大行加大对存款市场份额的争夺；二是资管新规落地后，保本理财不复存在，需要寻找理财的替代品来防止资产流失；三是非标监管下，部分表外融资回归表内，提升负债端资金需求。

2017年以来，监管对同业业务监管趋严，将同业存单纳入同业负债考核，影响了商业银行从同业端获取资金的能力；同时，出台流动性管理办法，加强同业业务监管。银行负债端资金的获取更加依赖稳定的存款。在存款竞争趋烈以及对保本理财转型市场份额争夺的背景下，结构性存款增长迅猛。

部分中小行“被迫”暂停

在结构性存款规模增长的背后，此前市场上更多存在的是“假”结构性存款。中国社科院金融研究所博士后、青岛银行博士后高绪阳介绍，“假”结构性存款的操作模式主要包括两种：

第一种是行权模式：商业银行根据同业市场竞争率及存款FTP价格等因素，确定

结构性存款的成本，再将这些成本划分为保底收益部分和期权费部分，用期权费部分向交易对手购买挂钩金融衍生品的期权，同时设置较宽的波动区间和较窄的观察期，确保未来挂钩标的以极大概率落在波动区间内，到期后，交易对手按照约定支付投资收益，实际收益相当于之前支付的期权费用，同时收取手续费。

第二种是不行权模式：商业银行一般不参照成本金额，而是参照成本率，将其确定为较低收益率，同时设定一个较高收益率，为较高收益率购买一款期权，该期权的触发条件几乎是不可能发生的，商业银行只是以期权费为代价给高息存款嵌套了一个形式上的“结构”。

中国证券报记者了解到，理财新规落地后，部分不具备衍生品交易资质的中小银行便接到“通道行”的通知，暂停与其合作发行结构性存款。

“去年10月理财新规发布当晚，我们银行就接到了‘通道行’的通知，考虑到新发布理财新规的规定，‘通道行’不敢再让我们借其通道发行结构性存款了，所以我们紧急叫停了手头上的结构性存款新增项目。不过，后续的产品还在继续发行。”华北一家小型商业银行相关业务负责人告诉中国证券报记者，其所在银行因为暂不具备发行理财产品的资格，而发行一般的存款又不具备竞争力，便将发行结构性存款作为变相“高息揽储”的方式之一，理财新规征求意见稿发布之后，公司还和“通道行”合作过一段时间。

部分城商行和农商行并不具备衍生产品交易业务资格，而理财新规规定商业银行发行结构性存款应当具备相应的衍生产品交易业务资格。中国证券报记者了解到，有部分不具备衍生品交易业务资格的银行也在准备申请该业务资格，同时也在招聘相关人员。“我们公司有衍生品交易业务资格，但是不知道之后业务细则出来会不会要求重新申请业务资格。”一位外资行相关业务人士坦言。

结构性存款“去伪存真”

展望未来，中银国际证券指出，结构性存款、大额存单是银行短期负债端资金补充的方式，但长期来看，负债端稳定资金的获取依然需要依赖存款。仅仅通过提升产品定价来获得资金的方式并不具备可持续性，存款的获取更加依靠各家银行吸储的综合实力，例如，客户资源禀赋、渠道的拓展、为客户提供



视觉中国图片 制表/郭梦迪 数据来源/Wind

的综合化服务。

高绪阳认为，对商业银行来说，发展“真”结构性存款不仅仅是短期盈利的需要，更是长期战略的需要。因此，想要在未来的竞争中抢占先机，商业银行必然要发展“真”结构性存款，当前需要逐步提高自己的金融研究能力和市场交易能力。

中泰证券银行业分析师戴志锋认为，结构性存款更多被看作是利率市场化过渡期产品，真正的结构性存款较难迎来大发展。而

且，利率市场化完成后，可替代品会有很多，真正的结构性存款对银行的投研能力以及客户的金融知识要求较高，短期内行业生态很难有大的突破。“假”结构性存款以起购金额低、收益率确定且高，替代了大额存单，成为了利率市场化过渡期的产品。“假”结构性存款被严监管及利率市场化完成后，预计客户投资需求将被普通存款替代，届时，普通存款利率上浮将不再有上限约束，大额需求也会有相应更为透明、标准化的产品满足。

天安财险年内尚需兑付154亿元理财险

西水股份称计划变卖资产

□本报记者 潘昶安

西水股份日前回复上交所针对子公司天安财险的问询函称，2019年5-12月，天安财险尚有154.21亿元的理财险需兑付；2019年5-7月，天安财险存在资产负债累计现金流缺口。天安财险“计划通过出售投资性房地产、提前结束信托产品、处置其他无固定期限资产等方式补充资金，满足理财险兑付及对外融资偿还的资金需求”。

年内尚需兑付154亿元

在复函中，西水股份披露了2019年天安财险相关理财险的兑付安排。2019年1至4月，天安财险已完成理财险兑付404.80亿元，5月至12月尚有154.21亿元理财险需兑付。

复函显示，1至4月的理财险兑付，天安财险主要通过信托产品的提前到期，不动产投资项目处置，提前支取定期存款，通过股权投资基金、兴业银行股权等资产收益权转让融资等方式提供资金。其中，通过债券、股票、基金、不动产等资产卖出，释放资金112.85亿元；通过信托产品提前清算、银行存款提前支取等方式，筹集资金142.99亿元；通过卖出回购融入资金146.18亿元。

曾凭借理财险保费收入成为行业黑马的天安财险，在行业回归保障的大背景下，对理财型保险业务进行了“急刹车”。不过，此前年内尚需兑付154亿元

售出的理财型产品近年迎来兑付高峰，目前天安财险的理财型保险处于净兑付期。上交所问询函显示，2018年该公司“保户储金及投资款”科目资金流入为零，资金流出1187亿元，报告期末余额566.4亿元，其中一年内需兑付的金额为550.8亿元。

分析人士指出，这也许是天安财险兑付高峰期的最后一次“大考”。根据此前西水股份公告，天安财险2017年末的“保户储金及投资款”兑付金额余额为1702.497亿元，2018年末为566.35亿元。与2018年相比，2019年的到期兑付金额已显著减少，但仍较大的压力。

西水股份及三家合伙企业深圳前海金奥凯达投资合伙企业（有限合伙）、深圳前海国亚创豪投资合伙企业（有限合伙）、深圳前海恒锦宇盛投资合伙企业（有限合伙）为一致行动人，合计持有天安财险50.875%股权。

或继续处置资产

今年5-7月是天安财险流动性压力最大的三个月，天安财险累计主要资产与主要负债的现金流匹配情况为负值。复函显示：“在不考虑无明确到期期限资产的情况下，公司在2019年5-7月存在资产负债累计现金流缺口，天安财险计划通过出售投资性房地产、提前结束信托产品、处置其他无固定期限资产等方式补充资金，满足理财险兑付及对外融

资偿还的资金需求。”

天安财险在复函中亮出了投资资产的“家底”：截至2019年4月30日，天安财险除兴业银行外的主要投资资产为集合信托产品355.73亿元，股权投资基金180.70亿元，股票投资19.84亿元，债券投资10.24亿元以及货币资金16.46亿元。

值得关注的是天安财险对兴业银行的投资决策。因资产处置回款进度低于预期，天安财险日前提交董事会的议案显示，拟提请董事会授权管理层根据其理财险兑付、对外融资到期等负债端现金流需求与资产端现金流供给的匹配情况，在部分存在现金流缺口的时段，通过卖出兴业银行股票的方式增加资金来源。目前尚未确定审议该议案董事会的具体召开日期。

而这一决策或引起“连锁反应”，给公司业绩带来影响。西水股份在复函中表示，如处置兴业银行股份，公司及天安财险合计持有兴业银行的股数占比将降至3%以下，公司及天安财险将不具有向兴业银行公司提名董事的权利，公司及天安财险将不再符合按照长期股权投资对兴业银行股权投资进行会计核算的基础，进而会对公司业绩产生重大影响。

业绩承压待解

天安财险业绩承压也引起了上交所关

注。在上交所的问询函中，要求西水股份分析保险业务综合成本率大幅上升、承保利润为负的主要原因。这针对的是天安财险2018年的经营情况。问询函指出，2018年天安财险取得已赚保费148.5亿元，同比增长5.43%，增速较去年下降11.78个百分点；综合成本率107.48%，较去年增加6.86个百分点；占保费收入95.6%的险种承保利润均为负。

从复函来看，西水股份对天安财险综合成本率大幅上升、承保利润为负给出了三个主要原因：一是受保费充足度降低共性因素和公司提高客户满意度因素影响，赔付水平同比上升；二是公司在销售渠道建设和目标业务领域销售资源方面的投入力度加大，费用水平同比上升；三是天安财险承保亏损主要由车险、意外险和保证险造成，占比为90.10%，其中，车险保费收入比重最高，占比为78.62%。

综合成本率上升、承保利润放缓，是目前许多中小财险公司都在面临的窘境。申万宏源认为，商车费改步入深水区，行业向头部公司集中的趋势愈发明显，中小公司盈利能力堪忧。随着车险产品费率“报行合一”正式实施，同时行业自律控制手续费上限，未来手续费或迎拐点，倒逼行业改变单纯依靠手续费拼抢市场份额的情况，强化改善客户服务体验和提升自身风险管理水平，利好行业长期健康发展，中小公司将进一步寻求差异化竞争策略。

机构看好券商股配置机会

□本报记者 戴安琪

5月20日，券商板块盘中出现拉升，方正证券一度触及涨停板。截至当天收盘，方正证券涨幅超过8%，除部分个股有轻微下跌外，大部分券商股均有不同程度的上涨。业内人士认为，资本市场的战略地位不变，后续大概率仍有政策的催化，科创板持续推进，创业板改革方向逐渐清晰，监管层着重提升上市公司质量，进退有度，尊重市场规律。券商板块仍处于政策+流动性+业绩改善期，且估值具有安全边际。

最坏时期或已过去

5月20日，沪深两市低开低走，全天维持弱势震荡态势。至收盘，上证综指跌0.41%，深证成指跌0.93%，而券商板块逆势上涨，涨幅达1.13%。其中，方正证券一度触及涨停板，收盘涨8.23%，华创阳安涨停4.50%。

投资价值有望提升

西南证券分析师郎达群表示，对证券行业2019年后续行情维持乐观态度，维持“跟大市”判断。

他认为，下半年市场环境虽然面临诸多不确定性，但当前市场交投情绪和风险偏好更趋于理性，市场断崖式下跌的概率较小。券商2019年业绩在自营和经纪业务的拉动下仍有望呈现同比攀升态势，拉动板块业绩全年向上。随着科创板概念持续发酵，科创板市场的创立为券商投行和直投部门打开了业绩向上空间，在发展直接融资的政策驱动下，券商面临长期政策利好催化，投资价值有望持续提升。在中性假设预期下，判断券商2019年业绩增幅有望在40%~50%之间。而在估值上，经过4月份的一轮回调，券商板块重新回到1.3倍PB的历史底部区间，相对业绩增长来说，安全边际明显，是比较合适的上车良机。

天风非银团队认为，资本市场的战略高度不变，后续大概率仍有政策的催化，龙头券商是直接受益者，且估值具有较高安全边际。具体来看：在科创板稳步推进的背景下，创业板的改革也在逐渐清晰，深交所透露

创业板四大改革动向，包括优化创业板首发条件、扩大包容度，建立双重股权架构企业上市制度，完善创业板再融资制度，完善市场并购重组功能。提高上市公司质量，夯实有活力、有韧性的资本市场的基础。一方面，IPO过会率大幅提升；另一方面，上市公司退市常态化，5月17日沪深交易所宣布对四家公司实施终止上市，目前暂停上市的企业包括乐视网在内共有9家，数量创下历史新高。券商板块估值水平已经调整到一个相对较低的位置，结合估值水平和中长期趋势，继续推荐券商板块。

财富证券认为，明晟公司日前宣布其相关指数将A股的纳入因子由5%提升至10%，有望为A股带来1800亿元新增资金，在MSCI纳入标的中市值占比较高的金融股将持续获得稳健的外资流入。估值方面，前期券商紧随市场波动，4月PB已经回落至年初低位水平，板块回调促成配置良机。

上市险企前4个月保费增速分化明显

□本报记者 程竹

A股市场五大上市险企日前发布的今年1-4月保费数据显示，中国人保、中国人寿、新华保险、中国平安和中国太保1-4月累计原保费收入分别为2326.56亿元、2949亿元、515.2亿元、3316.32亿元和1484.41亿元。

业内人士认为，目前众保险公司处于短期调整期，1-4月上市险企保费增速出现比较明显的分化。在代理人稳量提质、转型保障的发展思路下，预计未来各家险企会持续发力保障型产品的销售。同时，下半年利率向上有望驱动保险股估值中枢抬升。

保费增速有所分化

中国人寿今年前4个月的保费同比下降30.8%，主要是因为去年同期销售臻品系列年金使得基数较高；中国平安1-4月保费同比增长8.3%，其中个人业务新单保费同比略降0.4%，主要是因为去年二季度基数较高且公司聚焦长期保障型及长期储蓄型产品；中国太保和中国人保1-4月保费同比分别增长11.4%和14%，均实现双位数增长。

平安证券分析师刘志平认为，今年1-4月上市险企保费增速分化比较明显。整体来看，太保、平安改善趋势更为明确，新华保费增速平稳，中国人寿保费增速由于去年同期的高基数原因出现较明显的负增长。

刘志平预计，5月份，中国人寿此前受到的高基数影响将基本消除；二季度，中国太保、中国人寿的保费增速将有望继续改善，新华保费增速相对平稳。

招商证券分析师郑积沙认为，“开门红”后代理人数量的下滑和代理人自身业务节奏的调整，令1-4月上市险企单月新单保费处于低点；预计后续5-6月各公司均将发力谋求同比和环比较好表现，为半年报业绩蓄力。

1-4月产险保费增速略有下滑。除中国平安、中国太保保费有所增长外，其他大型财险公司总保费收入均有所下滑，主要是受非车险中大病等险种签单时点影响。刘志平认为，产险业务仍然将在较长时期内维持非车险增速拉动总保费增长的格局。

新业务价值全年料持续增长

郑积沙认为，就全年来看，新单保费增速趋于稳定，全年新业务价值（NBV）可实现接近两位数的增速。

“从险企披露的一季报来看，一季度各公司新单和新业务价值的表现分化明显，主要是受各家保险公司不同的产品策略所致。整体而言，上市险企负债端表现好于去年。后续各季度的新单保费增速将逐渐趋于平稳，全年NBV预计会实现趋近于两位数的增速。”郑积沙表示。

方正证券分析师左欣然认为，2019年险企更注重重保障险销售，业务结构优化，助力NBV增长超过新单增长。预计全年NBV将实现5%~10%正增长，内含价值有望实现14%~20%左右的增长。

郑积沙称，保险板块短期承压不改长期向上态势。预计各公司在5-6月积极发力，谋求保费和价值的稳定增长。长期看，未来利率政策易紧难松，下半年利率向上有望驱动保险股估值中枢抬升。

国盛证券开展“5·15全国投资者保护宣传日”活动

□本报记者 张凌之

2019年5月15日，证监会宣布设立“5·15全国投资者保护宣传日”。国盛证券当日在江西省赣州市赣南宾馆组织开展了“5·15全国投资者保护宣传日”大型专项活动，200余名投资者参与了活动。

在本次专项活动中，国盛证券工作人员以《认清本质 防范非法证券活动》为主题，向投资者对如何识别、防范非法证券活动进行了详细的讲解。

国盛证券还通过线上线下开展“5·15全国投资者保护宣传日”活动，如线上通过公司网站、官方微信、短信等方式，线下利用在营业部现场悬挂横幅、张贴宣传海报、发放宣传折页、播放视频、开展股民学校或沙龙讲座等。

除此之外，国盛证券不断提升投资者教育的广度和深度。一方面，坚持强化风险警示，建设多渠道警示体系，帮助投资者加强风险防范意识和自我保护能力；另一方面，加强金融知识普及及宣传，引导广大投资者正确认识资本市场，树立理性投资理念。同时，切实做好投资者服务工作，投资者可以通过营业部现场、全国统一客服电话、官方微信、公司网站、交易客户端、手机APP等多种渠道联系到公司服务人员，客户需求一触即达。