# 监管“合围”非标 债市短期承压

□本报记者 赵中昊

2018年伊始，多个监管部门携手对资管、信托、委托贷款、债券交易、股权质押等业务进行全面的去通道、去杠杆，近日银监会连发三份重磅文件，旨在整治银行业乱象。而此次监管机构联手清理的委托贷款、信托贷款，是非标业务的重要类型。此外，私募基金、券商资管以及基金子公司也曾通过嵌套委托贷款、信托贷款的方式开展非标业务。业内人士认为，非标被堵后，部分房企和城投融资平台可能会面临融资难的局面。而在多项监管政策封堵非标、流动性偏紧的背景下，债市或短期承压，未来非标转标将是大势所趋。



视觉中国图片

## 房企现金流承压

非标资产作为银行资金出表的一个重要渠道，对接的多是政策限制的城投、房地产等行业，积累了较大的潜在风险。联讯证券董事总经理、首席宏观研究员李奇霖认为，此次整治非标主要还是出于防风险的考虑。目前很多信托、理财等资管产品底层资产为非标，采取的是资金池模式、预期收益型产品，容易出现较多问题。期限错配下，当短期限产品到期后，长期限资产仍然存在头寸，这时资管机构便只能采取借新换旧或者依赖自有资金提供流动性支持。

李奇霖认为，非标被堵后，部分房企和城投融资平台可能会面临融资难的局面，有些此前依赖非标的，可能要逐渐转向银行表内贷款与债券融资。但是如果此前便能从银行获得贷款或者发债，这些企业可能就不会选择利率更高的非标了。这些企业如果要回表或发债，其融资成本必然要比原本高的多，在整体资金有限的情况下，市场的利率中枢可能会有所抬升。

李奇霖表示，房企的融资成本与融资压力在上涨，现金流链条承压，未来可能会更加依靠销售回款，由此会导致对首付比例上采取歧视性行为，高首付比例的买房者会享有高优惠，部分城市的房价在短期内可能仍会有下行压力。

兴业证券认为，对地产公司而言，监管规范非标等各种融资方式，2018年地产销售（即使考虑棚改货币化的因素）下行、去库存相比2017年边际较弱，加上地产债2018年开始面临集中兑付的压力，地产债券呈现着基本面和债务双重挤压的状况，地产领域信用风险的上升压力也高于其他行业。

天风证券银行分析师廖志明表示：“围堵非标对房地产的影响可能是偏空的。龙头企业还好，中小房企之前大量依靠信托、券商资管去融资，短期看现金流的风险是上升的。对房地产企业来说，违约风险是上升的，因为融资难度在上升。对部分中小房企来说，如果没有可替代的融资途径，可能会退出市场。”

## 债市或直面阵痛

廖志明对中国证券报记者表示：“围堵非标对债券市场的影响可能稍微大一点，对股市的影响可能没那么明显，总体来看影响可能是分化的。对资本市场短期的影响可能是偏空的，中长期看是一个利好。短期可能会有阵痛，因为利率往上走，对股市估值会有压制作用，对债市来讲，因为我们整个的M2增速在往下走，去杠杆的背景下，社会融资供给受限，需求没有增长的话整个融资成本上升，因此债券利率就会上升。长期来看，等到去杠杆过程进行得差不多，整个利率就会下来。”

李奇霖认为，此番规范对债券市场来说，非标的萎缩，一方面意味着实体创造出的信贷资产少了，能释放出机构（譬如保险或银行）的配债额度；另一方面非标被堵后，部分企业的融资来源受到影响，再投资的动力、融资成本等都会受到影响，实体经济的增长动能会有所减弱。

兴业证券相关人士表示，从目前的市场变化来看，资产端的调整慢于负债端，期限错配严重，非标的融资监管使得负债端资产压力增大。在流动性格局偏紧的背景下，非标监管和其他各种融资渠道的监管使得短端利率的压力难以明显缓解，从而对整体债市也将有明显制约。中长期看，非标监管可能带来融资需求的逐步回落，有利于利率债收益率下行。但在信用市场层面，非标融资受限对城投和地产冲击较大，信用风险可能面临结构性上升压力。

此次整治非标对股市的影响，李奇霖认为喜忧参半。一方面，由于非标被堵后，实体的整体融资成本有所上涨，企业的财务费用增加，盈利会受到一定影响，但这种影响应该说是一种非对称性的影响，因为对于行业龙头或者优质的大企业来说，其本身对于非标的依赖就偏低，是银行表内贷款的主要争夺对象，这部分企业受到的影响较小；而对于一些中小企业，在流动性整体都在收缩的情况下，其面临的融资压力最大，融资成本也最高，如果需求不振，那么其处境将相当危险，从这点来看，未来仍是蓝筹称王。另一方面，由于高收益的非标资产减少，资金在高成本压力下还是会寻找高收益率的资产，对股票市场来说，可能会是另一种利好，但就算如此，资金可能也还是会扎堆在大蓝筹上。

## 非标转标的渠道亟待打通

李奇霖认为，非标业务未来不容乐观。首先，资管投资非标以后不能再做期限错配，非标项目要想再找到期限匹配的资金会很困难；其次，现在通道业务、银信合作、委贷等非标渠道被管控得十分严格，也不能做多层嵌套，很多模式没法开展，非标自身的供给也会少很多。

兴业银行首席策略分析师乔永远表示，未来非标的投资方可能从以银行为主过渡到其他长久期负债机构（如信托和保险）；表内方面，长久期非标资产流转难度较大，加重资产负债表的刚性，未来继续增持空间有限；表外方面，在资管新规下，银行理财投资非标资产无法进行错配，而和非标资产期限匹配的理财产品存在销售难度较大的问题，因此银行表外部分可能会进一步减少对非标资产的投资。但部分信托产品和保险资金由于负债久期较长，可能成为非标资产的主要投资方。

乔永远认为，非标不能完全和多层嵌套以及监管套利画等号，由于目前非标资产定义的不断扩大，导致以往的一些低流动性的标准化业务实际上也算在非标资产的范畴内。非标资产实际上做了很多直接融资的事，穿透之后对于支持实体经济融资需求也做出了一定的贡献。但的确有部分非标资产可能存在不符合监管要求的情况，整改之后，规范化的投资将是长期趋势。

乔永远表示，非标转标的渠道需要打通。目前银行业普遍存在资本不足的情况，如果能有效打通非标转标的渠道，提升表内外标准化资产比例，加快资产流转，对于银行业缓解资本压力、更好发挥支持实体经济的作用有着重要的意义。

恒大经济研究院院长任泽平认为，在多项监管政策封堵非标的背景下，预计“非标融资需求转标”将是未来一大发展方向，ABS、收益权等在交易所或银登中心等交易机构挂牌的标准化资产将是解决非标融资需求的重要手段。

# 险资去年股票投资收益达1183亿元

中国保监会1月22日披露，2017年，保险市场发展稳中向好，产品保障功能凸显，资金运用配置更趋优化，投资收益稳步增长。统计数据显示，2017年，全行业共实现原保险保费收入36581.01亿元，同比增长18.16%。其中，财产险公司和人身险公司分别增长13.76%和20.04%；赔付支出11180.79亿元，同比增长6.35%。保险业资产总量16.75万亿元，较年初增长10.80%。

值得注意的是，2017年，保险公司资金运用余额149206.21亿元，较年初增长11.42%。其中，固定收益类余额70886.96亿元，占比47.51%，下降3.19个百分点；股票和证券投资基金18353.71亿元，占比12.30%，下降0.98个百分点；长期股权投资14769.06亿元，占比9.90%，上升3.51个百分点。资金运用收益8352.13亿元，同比增长18.12%，资金收益率5.77%，较去年同期上升0.11个百分点。其中，债券收益2086.98亿元，增长11.07%；股票收益1183.98亿元，增长355.46%。

从服务实体经济来看，保险业定期存款余额超过1.34万亿元，是实体经济中长期贷款重要资金来源；以债券和股票为实体经济直接融资超过7万亿元，较年初增长15.00%。其中，支持“一带一路”倡议投资规模达8568.26亿元；支持长江经济带和京津冀协同发展战略投资规模分别达3652.48亿元和1567.99亿元；支持清洁能源、资源节约与污染防治等绿色产业规模达6676.35亿元。从支持科技创新来看，科技保险为科技创新提供风险保障金额1.19万亿元；首台（套）重大技术装备保险为技术装备创新提供风险保障金额821.71亿元。从稳定社会就业来看，保险公司代理人数持续快速增长。截至2017年底，保险代理人数达806.94万人，较年初增加149.66万人，较年初增长22.77%。（程竹）

# 银行间市场首单私募金融熊猫债日前发行

日前，浦发银行成功联席主承中国银行间市场首笔私募熊猫金融债，本期熊猫债券发行金额为10亿元人民币，期限3年，票面年利率5.3%，募集资金用于支持三菱东京日联银行中国有限公司境内业务发展。

熊猫债券是指境外机构在中国发行的以人民币计价的债券，目前已成为境外发行人、国际投资者高度关注的新型国际债券。本次熊猫债主承销商为中国银行和三菱东京日联银行（中国）有限公司，浦发银行为其联席主承销商之一。

本次熊猫债的成功发行，是中日两国审计监管机构达成合作之后进一步深化和扩大中日两国双边财金务实合作的重要成果。也有利于鼓励包括日本在内的其他国家和地区境外机构进入中国资本市场，提升海外投资者进入国内债券市场的吸引力，对扩大境内债券市场对外开放、助推人民币国际化具有积极的促进作用。（高改芳）

# 券商香港子公司年报频频预喜

□本报实习记者 陈健

受益于2017年港股大牛市，内资券商香港子公司日前拉开了年报预喜序幕。18日，海通证券旗下子公司——海通国际发布2017年业绩预喜公告，截至2017年12月31日，海通国际全年纯利预计将实现突破性增长，与2016年同期相比，涨幅预计约为80%，利润将近翻番。

分析人士认为，内资券商香港子公司2017年业绩预计整体向好。而受益于良好的业绩预期，部分港股中资券商股开年以来强劲拉升，截至1月22日，2018年以来，海通国际、国泰君安国际、信达国际控股的涨幅分别达到31.17%、32.24%、27.91%。

## 国际业务收入快速增长

海通国际称，公司业绩预期大幅增长主要是基于集团的企业融资、资产管理、财富管理、固定收益、股本业务及投资业务的全面增长。

华泰证券表示，内资券商香港子公司主要业务是经纪和投行，其他的还有资管、孖展（融资）等。2017年受港股牛市行情影响，市场交易量增长比较明显，利好经纪业务；投资业务方面，由于是全球布局，2017年美股市场表现也不错，因此公司收益大幅增长；资管和“两融”也是去年的增量业务。

2017年港股市场表现看，IPO方面，港交所新股发行募集金额为164.27亿美元，位居全球交易所第三位；包括IPO在内的募资总额达到493.46亿元，位居全球交易所第五。

从2017年上半年和三季报业绩来看，国泰君安国际、兴证国际、信达国际控股等内资券商在香港子公司业绩表现都不错。数据显示，国泰君安国际去年上半年实现总收入15.60亿港元，同比增长28.8%，实现税后利润7.26亿港元，同比增长34.2%。兴证国际2017年前三季度收入和净利润已超过2016年全年，同比增长幅度分别达79.8%和58.4%。信达国际控股去年上半年总收入1.24亿港元，相比2016年同期上升30%，其中营业收益为9676万港元较去年上升31%。

西证国际证券表示，2017年上半年，集团实现营业收入9061.4万港元，同比增长1009.38%。

记者查阅上述公司2017年半年报发现，就业绩增长的原因，均提到受益于港股市场环境的回暖。数据显示，2017年全年恒生指数上涨35.99%，领跑全球股市，其中上半年恒生指数上涨17.16%。不过，从股价表现来看，兴证国际和西证国际证券，截至1月22日，2018年以来仍分别下跌5.93%、13.16%。

## “资本市场开放+走出去”带来机遇

就内资券商在香港发展的情况，国泰君安国际曾表示，2000年，香港内资券商只有少数几家，华资、外资为主，市场份额90%以上。现在华资淡出，内资和外资在各项业务为50%。投行方面中资券商业务占比达到90%，经纪业务中资券商60家左右，国泰君安国际和海通国际占第一梯队，占比均在1%左右。发债约90%项目被内资券商包揽。

整体看，华泰证券表示，当前内资券商香港子公司的主要业务还是服务内地客户，业务主要是境内境外联动，如协助内地公司去香港市场IPO、跨境并购。除了一些大的内资券商香港子公司，在香港布局比较久，已有一定名气，近几年开始扭亏为盈；其他中小型内资券商香港子公司基本还不盈利，处于布局阶段。

数据显示，2017年，港股市场新上市公司数量为174家，较2016年增加38.1%，其中，在港交所上市的内地企业共计55家，占当年的32%。值得注意的是，在香港首次公开招股集资额前五位的公司全部为内资企业。而负责为这5家公司联席保荐的机构共19家，其中10家为内资券商。

作为内资券商海外业务的桥头堡，对香港子公司的布局成为必不可少的一步。记者了解到，内地主要券商均在香港设有子公司，重视程度在不断提高。

2017年6月，招商证券称，公司向招商证券国际有限公司增资23亿港元，并由招证国际向招商证券(香港)有限公司增资20亿港元。

本月18日，银河证券公告称，通过其全资子公司——中国银河国际与马来西亚联昌集团（CIMB）完成了联昌证券国际私人有限公司50%股权的买卖交割。对此，银河证券表示，推进联昌证券收购项目，是落实国家“一带一路”倡议和响应中国证监会鼓励内地券商走出去的具体体现。

机构人士分析指出，内资券商设立香港子公司主要是看好未来内地资本市场对外开放、境内外市场联动带来的机会；此外“一带一路”等政策的提出，给内地券商带来了业务布局机遇。这些布局基本是依托香港子公司，原因是，香港子公司有境外业务牌照优势；有利于接触成熟资本市场，借鉴经验；看好海外业务未来发展空间，利于提前布局。

展望未来，华泰证券认为，内资券商海外业务未来发展情况，与内地资本市场对外开放程度，内地企业走出去情况，境内外市场联动情况有很强的关联性。协助国际客户走进来，和内地企业走出去是内资券商海外业务布局的重点领域。例如，随着沪深港通开通、A股被纳入MSCI，国内资本市场对外开放在加速，这会给内资券商带来较多的机会。

# 穆迪公司：规范网络小贷新规正面影响大

国际评级机构穆迪投资者服务有限公司（简称“穆迪”）近日发表研究报告指出，中国监管当局日前规范网络小贷的新规对此类贷款支持的消费信贷ABS具有正面信用影响，原因在于：新规将确保只有实力强的小贷公司方可继续从事网络小贷业务；提高贷款人的放贷标准和风险控制能力；禁止发放某些类型的贷款，从而有助于提高该类ABS入池基础贷款的质量。

穆迪称，中国人民银行和中国银监会在2017年11月底和12月初出台了多项关于规范网络小贷业务的新规。新规将确保只有符合资质要求、资金来源充足的机构才能继续发放互联网小额贷款，而实力较弱的贷款机构将退市。此举对网络小贷ABS具有正面信用影响，因为实力强的发起人将有利于降低ABS项目带来的与操作和服务商相关联的风险。

新规对网络小贷公司的放贷标准和风险控制提出了要求，以确保只有实力强的贷款机构才能继续执业。另外，新规对网络小贷公司的资金来源也实施了更严格的限制，因此只有资金充足的小贷公司方能继续展业。尤其是新规禁止网络小贷公司吸收公众存款或通过互联网平台或其他交易场所销售或转让其信贷资产。新规还加强了表外融资规定，要求将通过以资产证券化方式融入的资金应与表内融资合并计算。

新规对网络小贷行业提出了更严格的放贷标准和风险控制要求，明确禁止对现金贷、校园贷、首付贷等部分类型贷款进行资产证券化，这些限制措施将改善ABS资产池中基础贷款质量，对该类ABS证券的长期表现具有正面信用影响。

新规出台后，网络小贷ABS的发行量显著减少。穆迪公司预计一些发起人可能将需要注入额外资本以符合监管机构对小贷公司杠杆率的限制，亦或调整产品结构以满足新规要求。与此同时，这类小贷ABS的新发行规模或将受到影响。（李豫川）

# 广发证券：继续看好金融地产

□本报实习记者 万宇

广发证券日前在深圳举办了主题为 “新时代 新视角 新机会”的2018年投资策略会，该券商表示，今年继续看好金融、地产、化工、基本金属、煤炭、钢铁和工程机械等投资方向。

广发证券首席经济学家沈明高从全新视角解读全球及中国新时代的经济逻辑。他认为，世界经济方面，全球增长动力将来自于美国投资扩张，预计2018年美国投资继续增长，带动今年消费增长加速，消费升级也会持续带动投资增长。全球金融危机以来，首现“有通胀的增长”，全球央行政策滞后，通胀上升快于政策紧缩，欧日货币条件收紧难超预期，美元指数见底反弹。短期来看，美国的“宽财政”可以抵消“紧货币”对经济的负面影响。沈明高指出，中国进入消费时代，中国世界级互联网企业的崛起，反映了消费市场的规模优势，而创新优势体现在工程师红利明显，中国的消费升级还将推动制造业升级。

广发证券首席宏观分析师郭磊认为，2018年的经济主线和资产主线线索将有所变化，名义GDP扩张结束，企业利润整体增速会低于2017年，整体盈利的边际驱动略有弱化，伴随行业间分化。同时，2018年去杠杆继续，但倾向于认为去杠杆不会是定价逻辑的关键问题；地产销售、地产投资的贡献率都将大概率下降；实体经济已度过转折点，制造业投资将继续修复。第三轮产业变迁萌芽，被称为“高端制造”和“美好生活”的两大产业链背后是人口周期的迭代驱动。郭磊表示，当前比较看好资产负债表更为清晰的金融、类白酒逻辑的地产，中低端消费的扩张以及制造业修复线索下的机会。

广发证券首席策略分析师戴康指出，2018年A股受到流动性中性的影响，依然呈现结构性机会，比较看好三方面的机会：一是全年战略性配置金融，依次是银行地产、非银金融；二是受益于全球经济复苏的化工、基本金属；三是国内盈利稳定增强的煤炭、钢铁、工程机械重卡。

此外，广发证券2018股市策略报告中称，2018年行业配置将围绕“供给质量提升”展开。存量供给优化方面，建议关注受益“工业技术改造”的专用设备、电子、电气设备，以及受益经济尾部风险下降的金融与地产；扩张优质供给方面，建议关注产能率先扩张的中游制造（机械、建材、化工）、“美好生活” 需求下的消费升级（零售、医疗、传媒）以及科技创新驱动的存量替代（半导体）。主题投资方面建议关注商业逻辑强化的5G、OLED、新能源/新能源车。

# 国信证券与哈工大合作探索金融科技创新

□本报记者 王蕊

哈尔滨工业大学管理学院与国信证券日前在深圳举行战略合作签约仪式暨金融科技成果展。国信证券总裁岳克胜与哈尔滨工业大学管理学院院长叶强院长签署战略合作协议，约定拟通过共同开设金融科技课程、共建金融创新实践基地、金融科技前沿课题研究等系列举措，探索产学研相结合的新模式，推动金融科技在中国证券行业的创新发展。

近年来，国信不断加大在大数据处理、高速计算、人工智能等方面的投入和研发力度，技术创新始终走在行业前列。岳克胜指出，信息技术正以一种前所未有的力量改变着金融行业。近年来，国内证券公司的金融科技应用发展迅速，已在投资研究、证券交易、客户服务、风险管理等方面全面展开。

哈尔滨工业大学一直致力于培养理论研究扎实与工程实践能力强、符合市场需要的复合型人才。叶强表示，国信证券在大数据、人工智能等金融技术上走在行业前列，哈工大管理学院在大数据、信息系统、人工智能与金融的结合等领域具有领先的学术优势，希望双方的合作能够发挥各自优势，抓住机遇，在理论创新、技术创新、技术转化和人才培养等方面取得突破性成果。

国信证券认为，此次战略合作一方面有利于高校探索出金融科技实践型人才培养的新思路，将前沿的金融科技研究转化为生产力；另一方面有利于提升企业的技术创新能力，解决企业对金融科技人才的需求；同时也有助于帮助高校学生将理论知识与实践应用相结合，提升人才培养特色与优势。

会上，哈工大还分享了机器学习应用于投资的前沿科研成果，国信展出了指数增强策略及其订单执行优化、基于SVM(支持向量机)的多因子选股AI模型等多个金融科技实践应用成果。国信证券信息技术总部总经理助理殷树清系统介绍了国信在金融科技方面为广大投资者提供的产品和服务，包括行情数据中心及基于KDB+高速引擎的个性化计算服务、高级订单系统及面向多场景的订单执行服务、国信TradeStation策略平台和专业的技术支持等。

地址：北京宣武门西大街甲97号 邮政编码：100031 电话：编辑部63070331 发行部63070326、63070324 广告部63072603 传真：编辑部63070483、63070480 广告部63071029 零售价格：2.00元 广告许可证：京西工商广字0019号