

■ 大资管支持实体经济系列报道之二

保险资金运用模式大胆创新

□本报记者 郭梦迪 张凌之

近年来，一系列针对保险资金运用的新政，促使险资在产品形态、业务模式上进行了一系列创新改进。业内人士指出，保险资金运用的大胆创新，有助于保险行业更好地支持实体经济发展。

设立专属资管产品

人保资本投资管理有限公司普惠金融事业部高级经理冯晓雷指出，保险资产管理机构通过发行普惠金融领域的专属资管产品，引导保险资金投入 to 涉农支小领域，将保险产品的风险识别化解功能与保险资金投资运用专业技术有机结合，这既是保险资金运用的大胆创新，也是保险行业支持实体经济发展、助推脱贫攻坚的重要举措。

保险资金投资周期性重资产行业另 类项目，主要是通过投资保险债权计划的形式。太平资产信用评估部总经理陈瑞指出，融资主体在设计交易结构、募集资金运用以及控制杠杆水平等方面均存在个性化的诉求，普通的保险债权计划在形式上往往无法充分满足融资主体的需求。太平资产结合融资主体、增信主体的业务属性和资产负债特征，以及拟投项目的融资需求，积极探索创新交易模式，设立了包括永续债权投资计划、股权投资计划和资产支持专项计划等多种类型的产品。

例如，太平资产与华泰证券资管合作设立和投资的“华泰—金美—中联水泥一期租赁资产支持专项计划”，是单通通过券商资管公司发行并根据保险机构资金

配置要求定制的租赁资产支持证券。设立该资产支持证券主要是基于中联水泥的业务属性和资产特征而量身打造 的交易结构，为保险资金投资另 类项目开拓出创新的交易模式。

陈瑞表示，在保险资金投资周期性重资产行业另 类项目过程中探索交易结构创新，既立足于满足融资主体特有的融资需求，同时也要结合保险资金自身的特点，充分做好信用风险的防范工作。

创新业务模式

除了在产品上的创新，保险资管机构在服务实体经济方面还做出了业务模式上的创新。

太平资产战略发展部发展研究室高级经济师马勇表示，夹层基金是私募股权投资(PE)中能适合保险资金投资的一种另 类投资模式，相较于传统的PE、VC，夹层基金更适合保险资金。夹层基金可以成为保险资金服务实体经济、拓展私募股权投资业务的一种创新模式。

马勇介绍，自2013年开始，越来越多的机构投资者开始逐步向夹层基金注资，如已有保险机构参与投资了鼎晖投资旗下的夹层投资基金，这一合作方向为PE与保险资金的合作提供了有益参照。

保险机构也在与其他金融机构一起合作进行业务模式的创新。太平资管北方

事业部董事总经理罗鸣指出，随着保险资金投资渠道不断拓宽，另 类投资占比稳步提升，与融资租赁行业的创新合作也走向深入，通过股权、债权及资产支持计划等多种方式对接双方业务需求，助力实体经济发展。

金融科技方面，《中国保险资产管理业发展报告（2018）》显示，截至2017年底，保险资产管理业不断加强金融科技的投入和自主研发，部分成果已经开始应用。例如，有的机构积极引入人工智能等先进技术 在投资中的运用，成功构建了具有特色的智能投研平台；有的机构开发了具有资产公司特色的量化评估模型，建立了投资风险量化评估体系。

“服务大局推进保险资金支持实体经济” IAMAC优秀征文观点摘录

《新常态下保险资金支持实体经济的思考》:保险资金通过积极参与地方政府重大基础设施建设、轨道交通、保障房及安居工程、环保治理、重大民生支持工程、PPP项目和国企混改项目等，一方面可以直接有效降低地方政府和国有企业的负债率，另一方面可以通过积极参与项目的运营管理改善和提高生产效率，同时还实现了自身资金的多渠道、分散化运用，可谓一举多得。保险资金需要发挥自身优势，不断提升投资能力、投后管理和风险控制水平，灵活采取股权、债权、夹层投资等方式参与。（泰康资产管理有限责任公司 易志祺）

《保险资金服务实体经济的路径选择与风险防范》:继续深耕股权投资计划、股权投资计划、ABS等各类投资计划。鉴于各类投资计划对于支持实体经济的重要作用，未来仍有进一步拓展其路径的必要。这既需要企业加快产品创新，同时也需要进一步完善相关体制机制，如进一步细化和完善保险资金参与国企混改、债转股、PPP项目的政策措施等。

继续鼓励保险资金以直接股权投资方式支持经济转型发展。股权投资虽然风险较高，但投资期限较长，收益也相对较

高，是较为理想的适合险资投资方式。对于实体经济来说，险资资金量大，可以接受较长的投资期限，通过与险资的合作，企业可以获得长期的发展资金，对降低企业负债水平具有重要意义。此外，保险资金开展直接投资可以缩短资金链条，降低实体经济融资成本。未来仍需政策引导，推动保险资金通过直接股权投资支持创新企业发展，参与国企改革和PPP项目，让保险资金在支持经济转型发展方面发挥更大作用。

（中诚信国际信用评级有限责任公司 闫衍、袁海霞、王秋凤、李路易、李小婧）

券商股票质押业务持续收缩

□本报记者 陈健

截至8月27日收盘，A股共有17家上市公司发布了2018年半年报。数据显示，无论是大券商还是中小券商，股票质押业务规模均有较大幅度收缩。据了解，各家券商纷纷通过加强项目前期尽职调查、分级评估以及后续逐日盯市、与上市公司股东沟通等措施，进行风险防控。

规模持续收缩

“最近几个跟踪的券商股票质押业务数据显示，股票质押业务新增规模总体看小于到期规模。”有券商研究人员表示。

半年报显示，中信证券股票质押式回购业务规模已由去年底的780.34亿元下降至今年上半年的594.25亿元，降幅达23.85%。国泰君安二季度末股票质押业务待购回余额为671.27亿元，较去年末减少26.05%，其中，融出资金余额562.50亿元，较去年末减少27.54%。中信建投股票质押式回购业务余额为412.23亿元，较去年末

下降50.40亿元。

长江证券指出，今年上半年，公司资本中介业务实现收入5.10亿元，同比下降8.52%，主要系股票质押市场市值持续收缩，公司战略性选择收缩质押业务规模，虽然在一定程度上减少了业务收入，却有利于降低业务风险、保障资金安全，提升公司风险抵抗能力。

山西证券介绍，2018年上半年，公司信用交易业务在去杠杆大背景下积极、稳妥化解存量业务风险，谨慎开展增量业务。截至二季度末，公司股票质押式回购业务规模26.65亿元，而去年末的规模为30.03亿元。

有券商人士对中国证券报记者表示，股票质押业务规模整体下降的主要原因可能有三方面：券商股票质押业务的资金来源主要是自有资金和银行资金，随着资管新规等政策的落地，银行资金逐渐回流，带来券商股票质押业务的被动收缩；当前市场环境低迷，出于风险考虑，不少券商对很多到期的股票质押业务不再续作，主动收

缩业务；股票质押新规实施以来，业务标准有所提升，也有券商主动收缩标的范围，如不少券商规定，对市值低于一定规模的上市公司，不再做股票质押业务。

从半年报看，各券商股票质押业务风险多在可控范围。中信证券半年报显示，截至报告期末，集团股权质押回购交易负债客户平均维持担保比例为212%。国泰君安介绍，2018年上半年，公司信用风险总体可控，股票质押业务的平均履约保障比例218%。浙商证券指出，2018年上半年，公司股票质押式回购业务（资金融出方为证券公司）客户的平均履约保障比例为209%，总体来看担保品充足。

多措并举防风险

防控风险成为各家券商的重要工作。上述券商人士指出，随着市场的调整，行业深刻认识到股票质押业务的风险，如流动性风险、信用风险等，预计后续券商的风控会更严，标的选择会更加谨慎。

财通证券在半年报中表示，在监管日

趋严格和资金趋紧的影响下，公司股票质押式回购业务以“防范和化解业务风险”为重点，积极加强业务风险的防控，全面排查存量业务风险隐患，高标准谨慎开展新业务。

申万宏源半年报显示，报告期内，公司股票质押业务规模增速较快，公司的信用风险敞口也随之增加。公司积极采取应对措施，通过加强项目前期的尽职调查、分级评估，以及后续的逐日盯市、客户风险提示、风险监控等方式，对信用风险进行了有效控制。

国金证券分析师李立峰认为，去杠杆背景下，股票质押违约风险有所上升，质押人纷纷下调质押率，提高安全垫。目前沪深两市平均质押率已由2017年的40%左右下降到目前的30%左右。

展望下半年，中信建投表示，公司将紧跟二级市场发展形势，结合严监管的政策方向，完善股票质押式回购业务风险控制体系，加强项目各环节审核力度，推动回购业务继续健康、平稳发展。

河北财达证券董事长翟建强：

助力实体经济 发力地方政府专项债“大蓝海”

□本报记者 赵中昊

河北财达证券董事长翟建强日前接受中国证券报记者采访时表示，专项债的发行对于地方政府财政资金的弥补作用明显，也为券商带来新的发展机会。证券公司要积极发挥自身优势，主动对接国家政策部署，围绕实体经济的真正需求，充分发挥证券公司的职能。

专项债品种将进一步丰富

中国证券报：日前，财政部发布《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》，要求加快地方政府专项债券发行和使用进度。如何解读财政部的《意见》，为什么要发展地方政府专项债券？

翟建强：《意见》的出台是对更加积极财政政策的推动落实，地方政府专项债券是地方政府筹集基础设施和城镇化资金的良好工具。加快地方政府专项债券的发行，不仅有利于填补地方政府资金缺口，强化地方政府投融资能力，而且对于完善地方债市场、深化地方债务管理改革具有重要意义。

目前，财政部联合相关部委在地方政府专项债券领域相继推出土地储备、收费公路、棚户区改造三类专项债券品种。未来，地方政府专项债券品种将进一步丰富，基建和民生领域收益及融资自求平衡的项目，都可能逐步纳入地方政府专项债发行范围。相关统计数据显示，2018年上半年全国共发行专项债券3673亿元，与1.35万亿元的额度还有近1万亿的差额。在我国经济结构调整的新时代，加快地方政府专项

债券的发行和使用，内在的含义就是加快推进基础设施建设和补短板，用地方政府专项债券去对接融资需求。

专项债的发行对于地方政府财政资金的弥补作用明显。首先，试点发行项目收益专项债券，由对应项目获得的政府性基金或专项收入偿还，明确不同专项债券品种偿债资金来源于对应的项目，做到权责对应，有利于锁定专项债券风险范围，切实保护投资者合法权益。同时，专项债专款专用，明确资金用途，透明度高，有利于对地方政府资金“接、用、还”全过程的把握，方便地方政府的债务管理。其次，发行地方政府专项债券，有利于丰富地方政府债券品种，完善我国地方政府债券市场，进一步健全我国资本市场。第三，专项债券融资成本相对较低，具有举旧还新的功能，利于调整地方政府债务结构，为地方政府规范举债的“前门”、增加融资途径、遏制违法违规融资担保行为，防范财政金融风险，守住不发生系统性风险的底线。

中国证券报：推广地方政府专项债需 要关注哪些问题？

翟建强：在专项债券品种不断创新发展的过程中，要时刻关注以下几个方面：

第一，要牢牢把握“项目收益与融资成本自求平衡”不动摇，在发行专项债券时，要详细分析项目的成本和收益情况，制定详细的项目资金平衡方案，将风险锁定在项目上，防范地方政府债务风险。

第二，债券发行过程公开透明化。虽然专项债券是由地方政府作为发行主体，但要充分发挥市场在地方政府债券发行中的

决定性作用，积极发挥市场机制的调节作用。在专项债券的评级中应侧重对项目的评级，所选的项目是政策鼓励的、纳入相关计划的、地方政府需要积极推进的项目，不能是超越地方财政能力盲目推动的项目，以避免新增地方政府隐性债务。

第三，尽可能详尽地披露地方政府债券信息，财政部对于地方债管理，一直坚持推动信息公开，接受公众的监督，以优质项目吸引投资者，保障投资者的合法权益。

充分发挥券商牌照功能

中国证券报：财达证券是地方政府专项债之一的棚改债首批试点机构。请问证券公司如何参与地方政府专项债券，如何更好地助力实体经济发展？

翟建强：今年2月，财政部出台《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》，强调要加强地方政府债务管理，鼓励各地通过政府购买服务等方式，引入第三方机构参与地方政府债券发行准备工作，提高地方政府债券管理专业化程度。“鼓励”两个字的出现，为券商、会计师事务所、资产评估等第三方机构带来了新的发展机会，同时第三方专业金融服务金购的引入，可以优化专项债券的发行工作，提升专项债券的市场生命力，多元化专项债券的投资者构成。

今年6月，天津市棚户区改造专项债券在上交所成功发行，是国内首单发挥了证券公司专业作用的政府专项债券。财达证券作为专业第三方，参与了发行准备工作。作为河北省内唯一的法人证券公司，财达

中行与建行 签订村镇银行股权转让协议

□本报记者 欧阳剑环

8月27日，中国银行及新加坡富登金控就联合收购建设银行于北京金融资产交易所公开转让的27家村镇银行股权事宜，与建设银行签订股权转让协议，标志着本次交易取得重要阶段性成果。签约完成后，有关各方将依法履行必要的监管审批等程序。

本次交易最终转让价格为16.06亿元，是中国银行继2017年成功收购国家开发银行持有的15家村镇银行股权后，强化村镇银行战略布局的又一重要举措。本次收购的27家建信村镇银行将并入中银富登村镇银行。中国银行通过收购，快速扩大了村镇银行机构覆盖范围，巩固了在村镇银行领域的领先地位，将更好地

服务“乡村振兴”战略，支持实体经济发展。

2011年，中国银行与新加坡淡马锡下属的富登金控合作，规模化、批量化发起设立中银富登村镇银行。截至6月末，中国银行在县域设立村镇银行法人机构近100家，在乡镇设立支行网点119家，在行政村设立助农服务站297家，形成了覆盖全国19个省（市）的农村金融服务网络，建成了全国最大的村镇银行集团。

数据显示，中银富登资产质量保持稳定，业务实现可持续发展。截至6月末，自设村镇银行的不良贷款率为1.72%，关注类贷款占比0.84%，拨贷比4.30%，拨备覆盖率249.52%。开业满三年的56家自设村镇银行中，51家实现盈利，37家ROE超过10%。

上半年互联网人身险增速下降

□本报记者 程竹

8月23日，中国保险行业协会发布2018年上半年互联网人身保险市场经营数据。2018年上半年互联网人身保险规模保费持续下滑，1—6月累计实现规模保费852.7亿元，同比下滑15.61%，是2017年以来保费增速出现首次负增长。

中保协认为，尽管保费和渗透率呈现下滑态势，但随着保险保障功能的凸显、保险科技的广泛应用，行业风险防控能力持续增强，业务结构得到相应调整。从长远看，互联网保险将获得更为有利的发展环境，进而激发行业活力。

2018年上半年，互联网人身保险市场经营主体为65家，其中，中资公司45家，外资公司20家。建信人寿以270.52亿元位列上半年互联网人身险保费首位，位列前十的其他公

券商ABS业务大洗牌

□本报记者 林婷婷

ABS业务逐渐成为券商激烈争夺的新战场。Wind数据显示，截至目前，今年以来66家金融机构共发行了305只企业ABS项目，发行金额合计4482.14亿元，同比增长近一成。其中，51家证券公司共发行了278只，涉及发行金额4119.6元，占比91.9%。业内人士表示，随着券商ABS业务规模的不断增长，行业排名或将多次洗牌，做好合规和风控也是应有之意。

业务排名大洗牌

无论是从金融机构占比，还是发行规模来看，券商在ABS业务中都占据主导地位。Wind数据显示，截至目前，已有16家券商发行的企业ABS规模超过100亿元。其中，华泰证券以380.6亿元的发行规模排名第一，信达证券374.76亿元排名第二；德邦证券、中信证券和方正证券的发行规模也超过200亿元。

与去年同期相比，券商ABS业务排名又经过了一轮洗牌。作为“黑马”的德邦证券，去年居ABS业务头把交椅，今年则被华泰证券超越。排名前二十的券商均发生较大变化，如信达证券后来居上，从去年同期的第15名一跃成为目前的季军。业内人士表示，这说明券商已在ABS业务中展开了一场新的博弈。

分析人士指出，券商在ABS业务中具有独特的角色优势，不仅可以在企业资产证券化上作为特殊目的载体（SPV），又可以做ABS承销商。

“ABS作为标准化产品，在非标收缩时能够产生替代作用，有助于拓宽企业融资渠道；同时，ABS相对于其他债券品种存在一定的流动性溢价，成为高收益资产重要标的。”东方金诚结构融资部总经理郭永刚表示，ABS凭借完善的交易结构设计，在降低产品风险、提

高回收率方面具有一定优势。

寻找自己的切入点

“未来ABS规模还将继续增长。”东北证券固定收益和大金融首席研究员李勇表示，券商可以聚焦响应国家绿色发展理念为核心的绿色资产ABS业务，这类资产受国家政策扶持，且具有较为稳定的现金流，是较为优质的基础资产。此外，房地产投资信托（RE-ITs）以及房屋租赁类ABS因规模庞大且资产性质较为优越可能成为发展方向，PPP资产证券化以及扶贫ABS等也可能存在发展红利。

“ABS业务给予不同规模的券商更公平的竞争机会。”李勇认为，ABS业务灵活多样，与规模和品牌效应关系不大，大小券商均可以进入，形成独特的竞争优势。

事实上，近几年券商都在寻找自己的切入点以开展ABS业务。例如，招商证券推出包括首单国有资产类REITs虹商场REITs以及首单金融机构REITs凯恒大厦REITs在内的多个标杆项目。平安证券则独辟蹊径，将重点放在了供应链金融ABS。德邦证券则主要依托蚂蚁金服生态，集中在消费金融领域取得突破。

值得注意的是，ABS业务信用风险也在逐步暴露。今年以来，包括庆汇租赁、平银凯迪和星美国际在内的ABS项目风险相继暴露，山东证监局对邹平电力ABS的全部发行相关主体开出罚单。业内人士表示，在债务违约潮之下，ABS也难独善其身。券商应警惕ABS违约风险，加强风险控制。

“ABS的信用风险主要来自底层基础资产、交易结构风险以及增信方信用风险等多个方面。”郭永刚表示，在当前市场环境下，业内人士表示，在债务违约潮之下，ABS也难独善其身。券商应警惕ABS违约风险，加强风险控制。