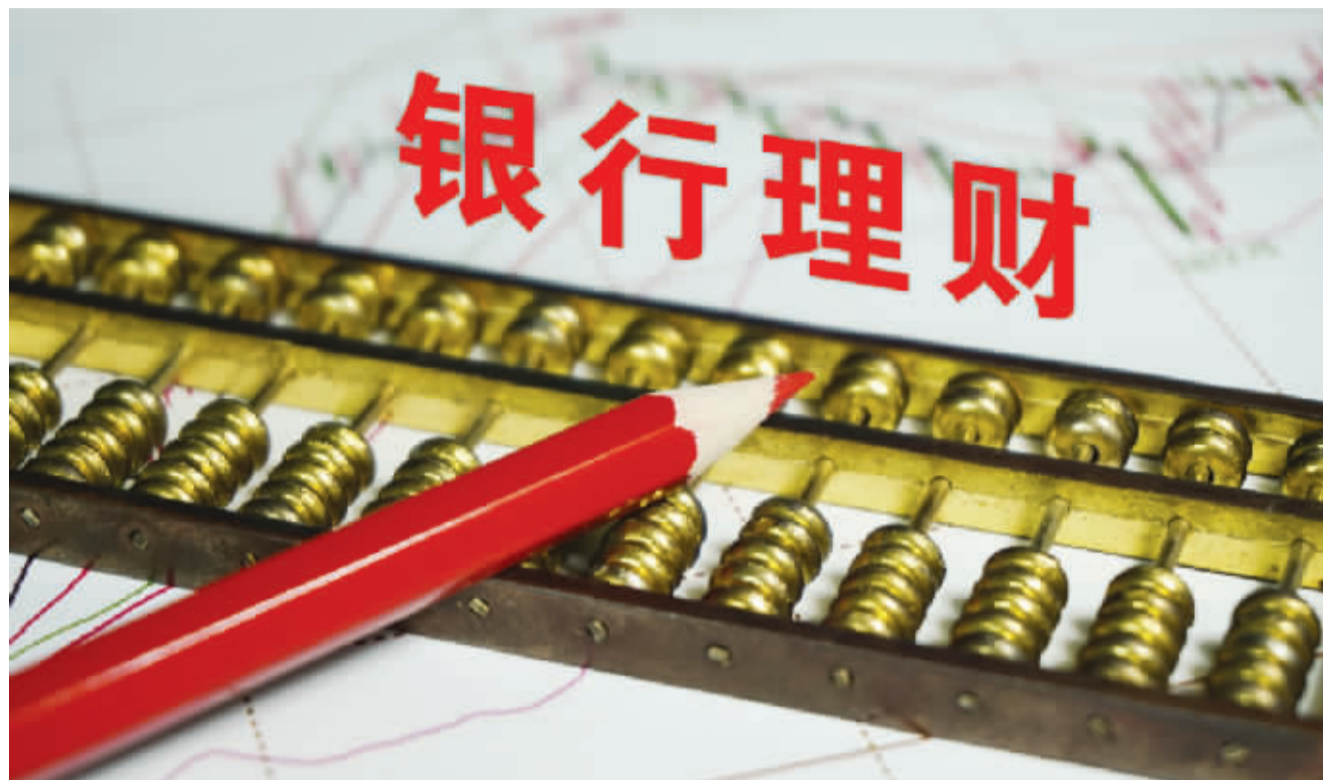


# 理财子公司应明确差异化定位

□香港交易所首席中国经济学家 巴曙松  
华创证券研究所固定收益组组长 周冠南



视觉中国图片

银保监会日前正式发布《商业银行理财子公司管理办法》(以下简称《办法》),成为下一阶段理财子公司成立发展的框架性监管规范。此次正式稿与10月19日征求意见稿变动并不大,主要是在股权管理、合作机构管理、自有资金投资、内控隔离和交易管控、从业人员规范等方面根据市场反馈意见进行了更为具体的修订。

《办法》相较“理财新规”有所突破,主要反映了表外资管业务和母行表内业务充分隔离后的政策改进。本轮金融监管升级以来,针对商业银行理财业务监管主要有三大文件,即资管新规、理财新规和子公司管理办法,三者之间可以说是层次递进不断聚焦的关系。

《办法》相较于着眼整体银行理财行业的“理财新规”而言,在具体的产品销售、投资范围限制和产品组织模式方面有一定程度的放松,这主要体现了银行理财子公司作为独立的法人主体,尽管有母行作为控股股东,但是在业务经营、产品销售过程中和母行的隔离会更显著,为了让银行理财产品也能够和其他同类型资管产品公平竞争,其监管要求会略有放松。

具体来看,理财子公司相较于银行在母行内发行运作理财产品有以下重要监管微调 and 比较优势:一是销售限制方面的放松,公募理财不再设置起购门槛要求,并且可以通过多种渠道进行公开宣传、子公司发行的理财产品可以通过其他机构代销,投资者首次购买理财产品不用临柜面签,销售限制方面的放松使得银行理财子公司的渠道优势更加明显;二是投资方面的放松,理财子公司发行的理财产品可以投资其他理财子公司或商业银行发行的理财产品、投资非标债权仅满足理财产品净资产35%的约束,不受限于母行上年度总资产4%的规模约束;子公司发行的公募理财产品可以直接投资上市公司发行的股票;三是业务模式方面的放松,银行理财子公司可以发行分级理财产品,和券商、信托等行业的监管要求趋同,产品设计更加灵活,且能够满足不同投资者风险偏好,而商业银行自身则不能发行分级理财产品。

政策优惠先行,而目前摆在银行面前的问题是,是否要成立独立的理财子公司来承接本行理财业务,以及理财子公司如何定位并建立核心竞争优势。

2018年3月以来,多家商业银行积极响应。截至11月26日,已有18家银行发布董事会已审议通过成立银行资管子公司的公告或新闻,包括5家国有行、8家股份制银行和5家城

商行。按照“资管新规”的要求,2020年底具有证券投资基金托管业务资质的商业银行应当设立具有独立法人地位的子公司开展资产管理业务,因此目前具有证券投资基金托管资格的27家商业银行应该设立银行理财子公司开展理财业务,其余商业银行可以选择申请设立子公司,也可以选择继续以银行自身为主体,遵循“理财新规”的监管要求开展理财业务,但是二者只能选其一。

目前,大中小银行对于理财子公司的看法仍有较大差异。股份制和理财业务规模较大的城农商行或积极筹备子公司的成立,为了获取在资管行业更有竞争力的监管条件;国有大行和拥有控股基金公司(附属机构)的商业银行则需要考虑成立子公司和现有的基金公司定位差别和竞争关系,避免出现内部竞争的情况,这也是监管提出商业银行可自行考虑将理财业务整合到其他已开展资管业务的附属机构的原因;理财业务规模较小的城农商行则要考虑是否申请理财子公司,包括是否满足相关成立条件和成本收益比,甚至未来部分小银行会退出资产管理市场,回归银行存贷本业。

未来理财子公司有望成为我国资管行业重要的参与主体,和其他资管子行业比较,理财子公司将继续继承银行资管部的核心优势,即强大的销售渠道、丰富的非标投资经验和天然的流动性管理能力,基于此银行或可以考虑发展初期理财子公司在产业链布局、产品开发、能力建设等方面的差异化定位。和其他资管机构相比,理财子公司最大的优势就是初期天然拥有母行的销售渠道,在产业链下游的客户获取方面具有较大的优势,未来还可以进一步在互联网销售平台和其他资管子行业进行竞争,优势或更为显著,但也需要考虑成立子公司后和母行渠道端口的关系演变。

其次,在投资端,银行理财子公司在主动管理能力方面并不占优,但是在非标投资方面有较强的经验和风控能力,此次子公司管理办法对于非标投资额度进一步放松,未来银行理财子公司在封闭式产品运作方面或继续强化非标债权资产的投资,从而提升产品收益和吸引力。此外,理财子公司在流动性管理方面或受到母行的支持而更有优势,在一些现金管理类产品的运作方面有较强的竞争力,初期可通过现金管理类产

品实现新老转化中的管理规模。

在稳步承接银行资管业务并有效运营之后,中长期理财子公司需要在已有先天优势的基础上,进一步进行差异化定位,并根据发展定位不断强化主动管理能力及资产配置能力。从国际经验看,银行系的理财子公司最终将发展为资产管理市场主流的产品供应商,但各家定位有差异,有的是基于全产业链的综合资产管理机构,有的会着重于某个方向或领域的能力建设,例如某类资产或某个策略的特色服务,有的则重点发展对高净值客群的财富管理,即以大类资产配置为核心能力构建产品线。

总体来讲,《办法》落地会使得银行筹建并成立理财子公司的进程加快,未来资管行业也将逐步涌入新的参与者,行业竞争格局也会逐步发生变化。需要看到的是,目前《办法》只是针对银行理财子公司监管的框架性文件,未来有待进一步的监管细则对银行理财子公司的运作进行规范,而理财子公司的市场定位、初期、中期及长期发力点,银行和其他机构的长期合作走向仍有待市场参与者在不断的尝试中进行明确。

## 借力税制设计 确保“房住不炒”

□中山大学银行研究中心 李宇嘉

近日,有关房产税的话题再次受到关注。国税总局日前在对政协提案的答复中表示,将统筹研究房地产交易环节与保有环节税收政策。同时,作为房产税征收的基础设施,不动产统一登记也取得显著进展,自然资源部自然资源确权登记局局长冷宏志透露,要不断巩固和提升不动产统一登记成果,抓紧启动《不动产登记法》立法。笔者认为,在主要城市实现住房信息联网的基础上,不动产登记基本完成并且抓紧启动相关立法,意味着房产税“落地”的基础条件已趋于成熟。

近期,无论是个税提高起征点、增加抵扣项,还是增值税税率下降,改革突破的决心很大。房产税“落地”后,城镇居民税收负担有多大?首先要看税种的定位。税收两个最基本功能组织财政收入和调节收入差距。在今年全国“两会”上,有关部门负责人指出,房产税主要是调节居民收入分配,特别是个人财富集聚,以促进社会公平。同时,筹集财政收入,满足公共服务需求。也即房产税首先是调节税,然后才是收入税。

据数据统计显示,当前房产占我国家庭资产的65%-70%,比美国高出2倍,房产增值收入占我国家庭财产增值90%以上份额。国际上普遍存在的调节个人收入差距的工具,包括个人所得税、资本利得税、遗产税、不动产税等在我国仍有待完善。

因此,以房产税来调节收入是应有之义。近期的个税新政、房地产税法,抑或是未来遗产税征收等,体现的都是调节收入差距的思路。既然房地产税定位于调节税,对居民家庭首套房或一定面积实施免征,将是大概率事件。在美国、德国等发达国家,首套房、低收入者、孤寡人群都会有很大程度减免。那么,对第二套及以上住房征收,税率该定多少?在一线城市,80平米住宅一年租金约8万元,净回报约为6万元,按资本化率4%计算,房子评估值大概为150万元,但市场价大约500万元左右。以目前上海、重庆试点的约0.5%的税率来计算,按照150万元税基,一年家庭要缴纳的房产税大约7500元;若按照500万的税基计算则是25000元。

据笔者测算,2017年深圳和上海人均可支配收入分别是5.3万元和5.9万元。以户均3人计算,7500元和25000元的房产税年缴纳额,分别占一线城市家庭的6%左右和22.5%。二线和部分三四线城市相比一线城市,租金减半,居民收入减少40%,评估值和市值也大约减半,结果与一线城市差不多。再参照一下国外经验。美国、日本等社会保障覆盖质量高的国家,在确定房产税实际税率时,一般在房屋市值基础上进行调整,还限制税率和用途。美国房产税主要用于地方公共开支,同时具有透明的支出披露体系,每个业主在年末亦会收到纳税单,其中就包括上一年度所缴纳的房产税的支出用途。

美国房产税支出通常有三大类:一是学区教育;二是消防、警务、残疾人援助、老年人服务、地区道路桥梁建设维护等公共基础设施和服务;三是地方政府的日常开支。其中用于地方公立学校的学区教育费用占据了房产税支出的绝大部分比重,约占全部税收一半。比如新泽西州的李堡市,2015年财政年度征收房产税约为6300多万美元,其中代学区征收的近3200万美元,占比超过50%。此外,美国采取“以需定收”确定房产税税率,即年度公共支出预算倒推要征多少税以及税率。因此,公共服务支出稳定的情况下,房价涨了还要降低税率,确保评估的税基乘以税率得到的税负,不超过居民家庭收入的3%-4%。由上可知,即便按照0.5%的税率算,我国房产税占收入的比重仍会超过美国房产税占家庭收入的比例。

因此,对首套房实行一定面积减免或低税率,应是一二线重点城市房产税征收的主要思路。在鼓励百姓获得财产性收益的政策方针下,考虑到房产税影响群体范围广,需要平稳实施,预计大多数中低收入家庭不会受到房产税冲击。也就是说,严格遵循“房住不炒”,量力而行地改善住房需求,绝不会受到房产税较大的影响。另外,税收环节设置存在的问题,也影响到了百姓置业。当前楼市进入存量时代,热点城市二手房交易超过新房,但二手房交易成本很高,税费大概占到交易总价的6%-10%,不利于存量房利用。近期,热点一二线城市新房热销,与二手房交易成本高有关。

管理部门提出要统筹研究房地产交易环节与保有环节的税收政策。笔者认为,如果能将交易环节的税负降下来,而腾挪到保有环节,并启动低税负缴纳原则,则能降低住房交易的“门槛成本”、促进合理住房需求。更重要的是,将交易环节的成本延后至持有环节,能够通过税制设计(税率、免征政策等),引导市场预期、遏制投机炒作、夯实“房住不炒”。

最后,从美国经验来看,房产税征收与房价涨跌并无直接关系。相反,直接从个人的腰包掏钱,税负“痛感”直观,纳税人会监督房产税是否用到片区或社区服务上。若街道或社区治安、教育、医疗、道路等都会因为房产税而改善,区域内的房价反而会稳定和上涨,这个逻辑与小区物业管理费类似。

## 2449点有望成为A股第五个历史底部

□英大证券首席经济学家 李大霄  
英大证券研究员 郑雁

过去28年来,A股出现过四个重要底部,分别是1994年的沪指325点、2005年的沪指998点、2008年的沪指1664点和2013年的沪指1849点。笔者认为,2018年10月19日,沪指出现2449点低位,有望成为A股第五个历史底部。具体理由有以下几个方面:

一是国内宏观经济增速虽有所回落,但总体运行平稳。

2018年第三季度国内GDP同比增长6.5%,国内GDP累计同比增长6.7%。近三年来看,国内经济增速保持在6.7%-6.9%的区间,总体稳步增长态势持续。国内经济发展中的一些问题也值得注意,面对经济发展中出现的问题,高层强调坚持稳中求进,要求以供给侧结构性改革为主线,加大改革开放力度,实施积极的财政政策和稳健的货币政策,提出了“稳就业”“稳外贸”“稳投资”“稳金融”“稳外贸”“稳预期”的经济工作要求,推动高质量的发展。拟出台措施包括:通过保持基础设施领域的补短板力度来抑制国内投资下滑趋势,增加对中小微企业的授信比例,稳妥开展债转股,研究降费降税,完善环保治理,提升科技创新的支持能力等。

整体来看,主要经济指标均保持在合理增长区间,经济发展中的一些问题也有精准应对措施,国内宏观经济中短期增速有所回落,总体仍保持运行平稳态势。

二是国内加大减税降负力度,并为民营企业提供金融支持。

为稳定经济增长,改善民营企业营商环境,国内先后出台了减税和支持民营经济的金融措施。在减税降负方面,2018年降低了增值税税率,实施了个人所得税改革,下一步还将推出更大规模、更具实质性和普惠性的减税降费举措。

在支持民营企业发展的金融措施上,增加对民营企业的贷款占比,加大不良资产处置,盘活信贷存量,推进市场化法治化债转股,建立联

合授信机制,减免相关金融服务收费,差异化制定贷款利率下降目标;设立商业银行理财子公司,调动更多理财资金用于支持民营企业;允许保险资金设立专项产品参与化解企业股票质押风险。

减税降负政策有助于降低企业经营负担,有助于进一步推进供给侧结构性改革。而支持民营企业的金融措施,有助于改善民营企业面临融资难融资贵问题,也有助于控制相关金融风险蔓延和扩大,维护经济稳定发展大局。与此同时,外部预期改善有利于稳增长大局。

三是A股低估的蓝筹估值优势明显。从大类资产配置的角度来看,A股低估值蓝筹股的估值优势明显。从纵向来看,在沪指2449点,上证50指数市盈率为9.33倍,市净率为0.98倍,处于历史较低水平附近;横向来看,美国道琼斯工业指数和标准普尔500指数、英国的富时100指数的市盈率分别为22.49倍、19.65倍和10.7倍,市净率分别为3.81倍、2.98倍和1.48倍,上证50指数明显要低于世界主要金融指数的估值水平。

从股息回报来看,上证50指数成份股对应整体股息率为3.43%,而美国道琼斯工业指数、标准普尔500指数和纳斯达克指数的成份股对应整体股息率分别为2.25%、1.86%和1.02%。而在国内各大类资产回报方面,十年期国债到期收益率为3.55%,余额宝七天年化收益率为2.70%,国内一线城市房屋租售比不到2%。尽管各大类资产存在不同的风险收益特征,跨资产类投资需要较强的专业投资和风险承受能力,但是各大类资产收益水平的显著差异也会引导相关资金合理配置需求。由此可见,A股低估蓝筹品种估值水平已处于历史低位附近,且有较高的股息回报,有望成为长线资金关注配置对象。

然而,当前A股估值中值依然偏高,题材、伪成长等高估值品种仍存在估值向下调整压力。尽管在市场下跌过程中,高估值品种股

也有大幅下跌,然而高估值品种市盈率多在20倍以上,市净率多在2倍以上,显著大于低估值蓝筹股的估值水平,且业绩下滑速度有超预期的情况,大小非减持压力不减,估值水平持续下探。

四是沪指2449点与A股历史低位的对比。

1994年7月29日,沪指创出325点低位。A股市盈率为11.45倍,市净率为1.41倍,期间个股跌幅中位数为65.93%。

2005年6月6日,沪指创出998点低位。A股市盈率为14.37倍,市净率为1.64倍,期间个股跌幅中位数为68.36%。

2008年10月28日,沪指创出1664点低位。A股市盈率为13.11倍,市净率为2.01倍,期间个股跌幅中位数为66.79%。

2013年6月25日,沪指创出1849点低位。A股市盈率为10.86倍,市净率为1.48倍,期间个股跌幅中位数为27.58%。

2018年10月19日,沪指创出2449点低位。A股市盈率为12.58倍,市净率为1.39倍,期间个股跌幅中位数为62.29%。

由此可见,沪指2449点附近全部A股估值水平与沪指325点、998点、1664点和1849点相近,期间个股跌幅中位数基本相同。

五是产业资本加大回购增持力度。

2018年上半年,在A股市场下跌调整过程中,二级市场大小非减持压力持续,呈现出产业资本净减持的状况。7月以来,低估值蓝筹股大小非股东增持股票现象增加,高估值股票仍承受着二级市场大小非减持压力。2018年11月,沪深两市上市公司股票回购和大小非净增持总额已有连续五个月维持总体净增持局面。随着上市公司回购新规发布,沪深两市股票回购规模持续增长。2018年9月至11月,A股回购规模分别为126.19亿元、129.50亿元和155.38亿元。当然,11月上市公司大小非股东减持规模又出现反弹,不排除部分回购措施是为了掩护减持行为,因此仍需投资者对股票回购情况仔细甄别。