



经济信息汇编

2018 年第六期

(2018. 5. 21-2018. 6. 20)

战略研究部 2018 年 6 月 20 日

一	经济信息摘要	(1)
二	宏观形势回顾	
	（一）国民经济运行态势	(3)
	（二）政经动态	(7)
	（三）沪深股市延续调整趋势	(9)
三	公司业务相关行业动态	
	（一）不良资产经营行业	
	1. 山东金融资产携手重庆渝康	
	主办地方国有 AMC 会议（☆☆）	(10)
	2. 四大 AMC 经营考：资金与处置周期难匹配（☆）	(10)
	（二）银行业	

1. 上海银监局发布
《2017 年上海银行业创新报告》(☆☆) (18)
2. 直面股东尖锐问题，
浦发银行高管誓言走出低谷 (☆☆) (19)
3. 上海银行业贷款增量下降趋势明显 (☆) (21)

(三) 证券业

1. CDR 细则落地 重点布局优质券商 (☆☆) (23)
2. 非标逐步“退潮” 未来何去何从? (☆☆) (24)

(四) 保险业

1. 保险行业开放政策渐次落地 (☆☆) (33)
2. 太保集团今年重点工作展望 (☆☆) (36)

(五) PE/VC

1. 募资难、退出更难 创投行业又临洗牌期 (☆☆) (41)
2. 20.6 亿拿下拜博口腔 51% 股权
泰康保险看中了什么 (☆) (43)

注：本期继续在公司业务相关行业动态板块试行按“强烈推荐阅读 (☆☆)”和“推荐 (☆)”分类标注，增强相关信息可读性。

一 经济信息摘要

国民经济运行态势

5 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 6.8%，比上年同月加快 0.3 个百分点，比 4 月份回落 0.2 个百分点。

5 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.9%，高于上月 0.5 个百分点。

1-5 月份，全国固定资产投资（不含农户）216043 亿元，同比增长 6.1%，增速比 1-4 月份回落 0.9 个百分点。其中，全国房地产开发投资 41420 亿元，同比名义增长 10.2%，增速比 1-4 月份回落 0.1 个百分点。

5 月份，全国居民消费价格同比上涨 1.8%，环比下降 0.2%。5 月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨 4.1%，环比上涨 0.4%。

5 月份，我国进出口总值 2.53 万亿元，增长 8.6%。其中，出口 1.34 万亿元，增长 3.2%；进口 1.19 万亿元，增长 15.6%；贸易顺差 1565.1 亿元，收窄 43.1%。

5 月末，广义货币（M2）余额 174.31 万亿元，同比增长 8.3%，增速与上月末持平，比上年同期低 0.8 个百分点。

政经动态

中共中央政治局 5 月 31 日召开会议，审议《乡村振兴战略规划（2018—2022 年）》和《关于打赢脱贫攻坚战三年行动的指导意见》。

近期，国务院共召开三次常务会议。确定加大困难地区和薄弱环节教育投入；确定进一步积极有效利用外资的措施；确定进一步建设和完善社会信用体系的措施。采取措施加快推进奶业振兴、保障乳品质量安全；部署建立残疾儿童康复救助制度；部署在市场监管领域推进管理方式改革和创新。决定深化服务贸易创新发展试点；决定较大范围下调日用消费品进口关税；决定全面清理各类证明事项。

国务院关税税则委员会决定对原产于美国的 659 项约 500 亿美元进口商品加征 25% 的关税，其中 545 项约 340 亿美元商品自 2018 年 7 月 6 日起实施加征关税，对其余商品加征关税的实施时间另行公布。

美国联邦储备委员会 13 日宣布将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点到 1.75% 至 2% 的水平，这是美联储今年以来第二次加息。

5 月份社会融资规模增量为 7608 亿元，比上年同期少 3023 亿元。

5 月份同业拆借加权平均利率为 2.72%，分别比上月末和上年同期低 0.09 个和 0.16 个百分点。

5 月末 CFETS 人民币汇率指数为 97.23，较 4 月末贬值 0.14%。

5 月末，我国外汇储备规模为 31106 亿美元，较 4 月末下降 142 亿美元，降幅为 0.46%。

5 月，生意社大宗商品供需指数 (BCI) 为 0.23，均涨幅为 1.42%。

五月沪深股市继续调整

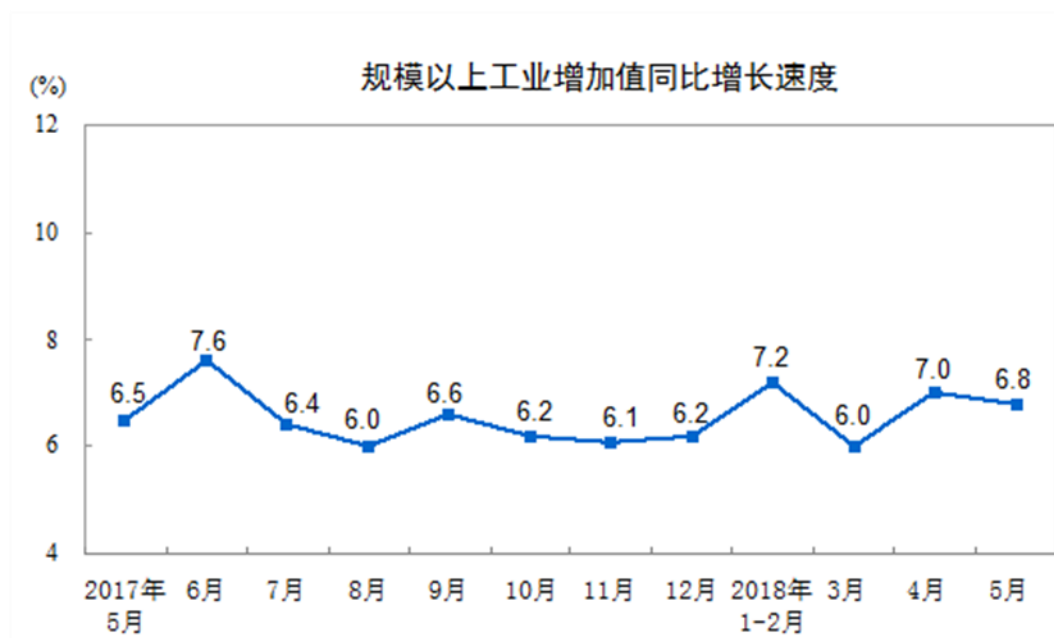
上证综指全月上涨 0.43%，深圳成指下跌 0.28%。当月沪深市场日均成交金额 4163.21 亿元，环比下跌 10.63%。创业板指全月下跌 3.43%，中小板指全月上涨 1.41%。

二 宏观形势回顾

(一) 五月宏观经济运行态势

1. 制造业总体扩张

5 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 6.8%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），比上年同月加快 0.3 个百分点，比 4 月份回落 0.2 个百分点。从环比看，5 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.58%。1-5 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.9%，与 1-4 月份持平。

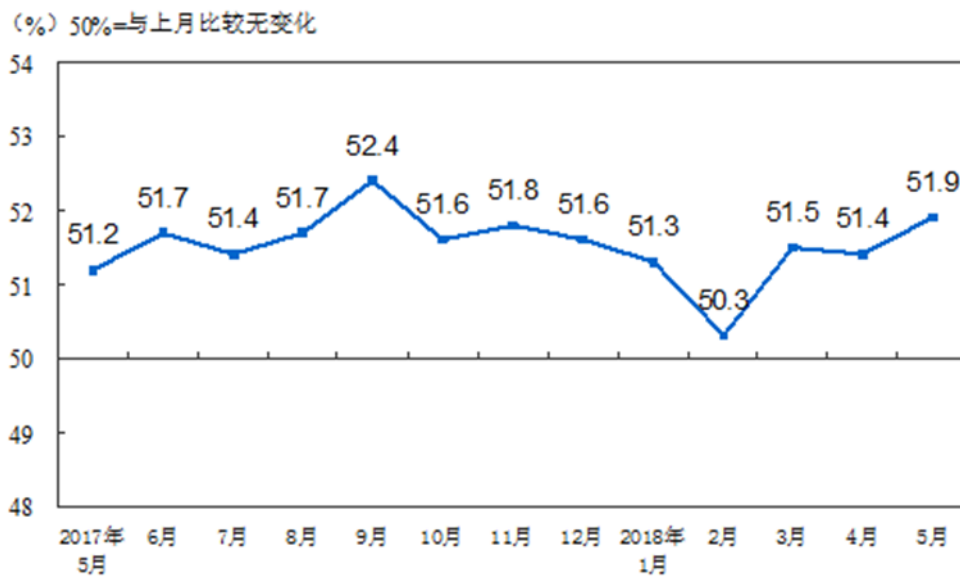


分三大门类看，5 月份，采矿业增加值同比增长 3.0%；制造业增长 6.6%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 12.2%。分经济类型看，5 月份，国有控股企业增加值同比增长 8.1%；集体企业下降 2.9%，股份制企业增长 6.1%，外商及港澳台商投资企业增长 8.4%。分行业看，5 月份，41 个大类行业中有 36 个行业增加值保持同比增长。分地区看，5 月份，东部地区增加值同比增长 6.2%，中部地区增长 8.0%，西部地区增长 5.4%，东北地区增长 7.3%。

5 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.9%，高于上月 0.5 个百分点，制造业总体扩张有所加快。从企业规模看，大、中型

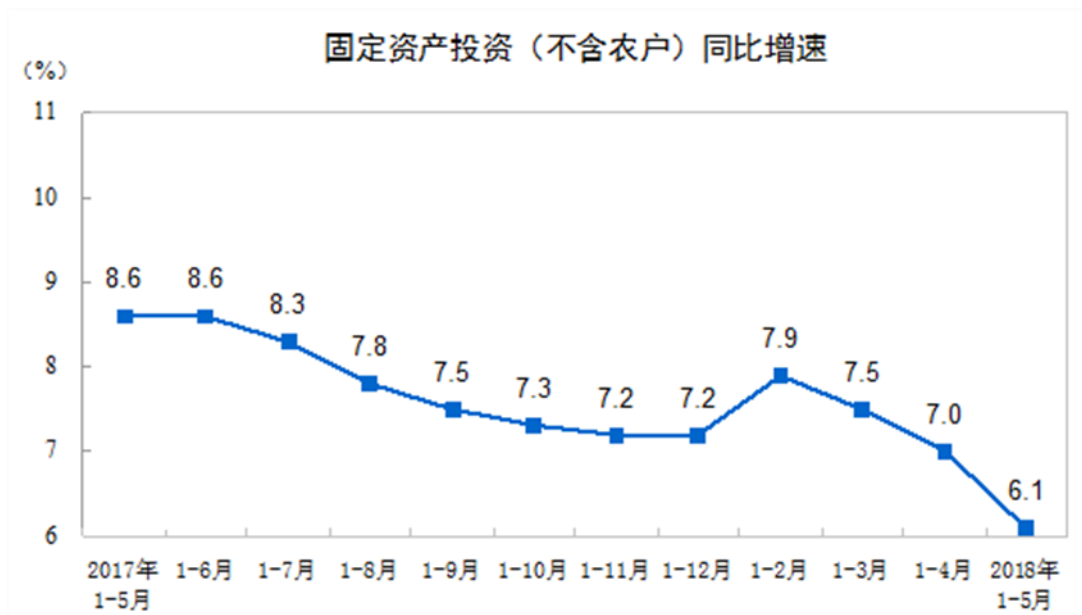
企业 PMI 为 53.1%和 51.0%，分别高于上月 1.1 和 0.3 个百分点，继续高于临界点；小型企业 PMI 为 49.6%，比上月回落 0.7 个百分点，落至临界点以下。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。

图1 制造业PMI指数（经季节调整）

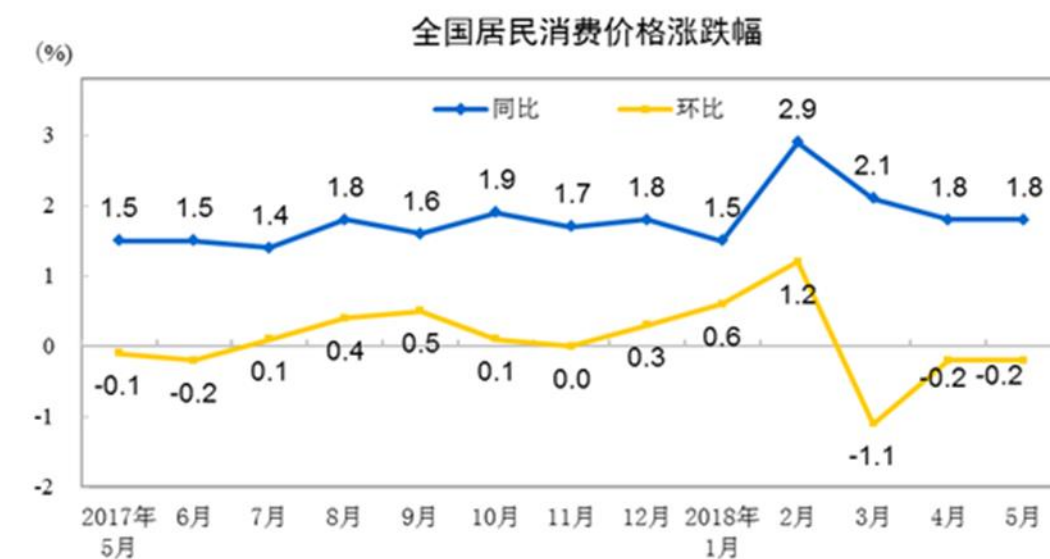


2. 固定资产投资增速再创近期新低

1-5 月份，全国固定资产投资（不含农户）216043 亿元，同比增长 6.1%，增速比 1-4 月份回落 0.9 个百分点。从环比速度看，5 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.47%。其中，民间固定资产投资 134399 亿元，同比增长 8.1%。全国房地产开发投资 41420 亿元，同比名义增长 10.2%，增速比 1-4 月份回落 0.1 个百分点。其中，住宅投资 29037 亿元，增长 14.2%，增速与 1-4 月份持平。住宅投资占房地产开发投资的比重为 70.1%。



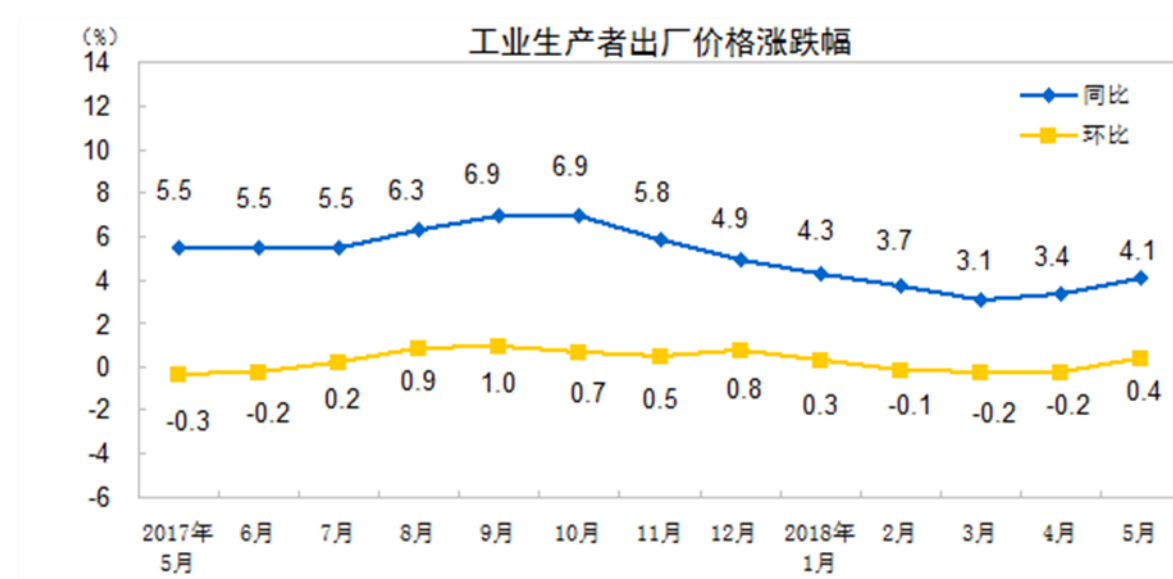
3. PPI 增速扩大



5 月份，全国居民消费价格同比上涨 1.8%。其中，城市上涨 1.8%，农村上涨 1.7%；食品价格上涨 0.1%，非食品价格上涨 2.2%；消费品价格上涨 1.3%，服务价格上涨 2.5%。1-5 月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨 2.0%。5 月份，全国居民消费价格环比下降 0.2%。

其中，城市下降 0.2%，农村下降 0.1%；食品价格下降 1.3%，非食品价格上涨 0.1%；消费品价格下降 0.2%，服务价格下降 0.1%。

5 月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨 4.1%，环比上涨 0.4%。工业生产者购进价格同比上涨 4.3%，环比上涨 0.3%。1-5 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期上涨 3.7%，工业生产者购进价格上涨 4.2%。



4. 外贸进口增速加快

5 月份，我国进出口总值 2.53 万亿元，增长 8.6%。其中，出口 1.34 万亿元，增长 3.2%；进口 1.19 万亿元，增长 15.6%；贸易顺差 1565.1 亿元，收窄 43.1%。前 5 月，一般贸易快速增长且比重提升。对欧盟、美国、东盟和日本等主要市场进出口均增长，对“一带一路”沿线国家进出口增速高于整体。我国对“一带一路”沿线国家合计进出口 3.21 万亿元，增长 11.1%，高出全国整体增速 2.3 个百分点，占我国外贸总值的 27.6%，比重提升 0.6 个百分点。

5. M2 增速保持低位

5 月末，广义货币 (M2) 余额 174.31 万亿元，同比增长 8.3%，增速与上月末持平，比上年同期低 0.8 个百分点；狭义货币 (M1) 余额 52.63 万亿元，同比增长 6%，增速分别比上月末和上年同期低 1.2 个和 11 个百分点；流通中货币 (M0) 余额 6.98 万亿元，同比增长 3.6%。当月净回笼现金 1702 亿元。

（二） 政经动态

中共中央政治局 5 月 31 日召开会议，审议《乡村振兴战略规划（2018—2022 年）》和《关于打赢脱贫攻坚战三年行动的指导意见》。

近期，国务院共召开三次常务会议。5 月 23 日召开国务院常务会议，确定加大困难地区和薄弱环节教育投入，推进多渠道增加托幼和学前教育资源供给；采取措施加快推进奶业振兴、保障乳品质量安全；决定深化服务贸易创新发展试点，以开放推动经济结构优化升级。5 月 30 日召开国务院常务会议，确定进一步积极有效利用外资的措施，推动扩大开放促进经济升级；决定较大范围下调日用消费品进口关税，更好满足群众多样化消费需求；部署建立残疾儿童康复救助制度，给他们更多帮扶和关爱。6 月 6 日召开国务院常务会议，部署在市场监管领域推进管理方式改革和创新，全面推行“双随机、一公开”监管；决定全面清理各类证明事项，更多消除群众和企业办事烦恼；确定进一步建设和完善社会信用体系的措施，以诚信立身兴业。

6 月 15 日，美国政府发布了加征关税的商品清单，将对从中国进口的约 500 亿美元商品加征 25% 的关税，其中对约 340 亿美元商品自 2018 年 7 月 6 日起实施加征关税，同时就约 160 亿美元商品加征关税开始征求公众意见。根据《中华人民共和国对外贸易法》《中华人民共和国进出口关税条例》等法律法规和国际法基本原则，国务院关税税则委员会决定对原产于美国的 659 项约 500 亿美元进口商品加征 25% 的关税，其中 545 项约 340 亿美元商品自 2018 年 7 月 6 日起实施加征关税，对其余商品加征关税的实施时间另行公布。

美国联邦储备委员会 13 日宣布将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点到 1.75% 至 2% 的水平。这是美联储今年以来第二次加息，符合市场普遍预期。

初步统计，5 月份社会融资规模增量为 7608 亿元，比上年同期少 3023 亿元。其中，当月对实体经济发放的人民币贷款增加 1.14 万亿元，同比少增 384 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减

少 228 亿元，同比多减 129 亿元；委托贷款减少 1570 亿元，同比多减 1292 亿元；信托贷款减少 904 亿元，同比多减 2716 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 1741 亿元，同比多减 496 亿元；企业债券融资净减少 434 亿元，同比少减 2054 亿元；非金融企业境内股票融资 438 亿元，同比少 20 亿元。专家认为，社会融资规模增量再次大幅低于当月信贷，表明金融去杠杆成效更加明显。

5 月份同业拆借加权平均利率为 2.72%，分别比上月末和上年同期低 0.09 个和 0.16 个百分点；质押式回购加权平均利率为 2.82%，分别比上月末和上年同期低 0.28 个和 0.1 个百分点。

5 月末 CFETS 人民币汇率指数为 97.23，较 4 月末贬值 0.14%。其参考 BIS 货币篮子、SDR 货币篮子计算的人民币汇率指数在 5 月 31 日分别为 100.53 和 98.34，较 4 月末分别升值 0.33% 和升值 0.46%。根据国家外汇管理局 5 月 31 日发布的 2017 年年报，去年人民币对一篮子货币基本稳定。该年报同时指出，2017 年人民币对主要货币有升有贬：人民币对美元汇率中间价升值 6.2%，境内银行间外汇市场 (CNY) 和境外市场 (CNH) 即期交易价累计分别升值 6.8% 和 7.1%；人民币对欧元、日元、英镑汇率中间价分别贬值 6.4%、升值 3.0%、贬值 3.1%。

5 月末，我国外汇储备规模为 31106 亿美元，较 4 月末下降 142 亿美元，降幅为 0.46%。5 月，我国外汇市场运行保持稳定。国际金融市场美元指数上涨 2.3%，主要非美元货币相对美元下跌，但资产价格总体上涨，这些因素综合作用，外汇储备规模小幅下降。

5 月，生意社大宗商品供需指数 (BCI) 为 0.23，均涨幅为 1.42%，反映该月制造业经济较上月呈扩张状态，经济平稳运行。BCI 监测的 8 个板块，涨幅最大的是能源板块，涨幅为 7.33%，其次是建材，涨幅为 5.85%，仅化工板块下跌，跌幅为 -0.25%。

（三）沪深股市继续调整

5月受外围因素影响，沪深股市再度延续调整走势。上证综指全月上涨0.43%，收至3095.47点，深圳成指下跌0.28%。当月沪深市场日均成交金额4163.21亿元，环比下跌10.63%。创业板指全月下跌3.43%，中小板指全月上涨1.41%。沪深A股规模指数中，大盘指数表现较好。其中，涨幅最大的为中证100，涨幅为1.36%；沪深300指数月内涨幅为1.21%；中证1000跌幅最大，跌幅达3.10%。上海市场中，上证380涨幅最大，为1.43%，上证180和上证50分别上涨0.91%和0.18%。

从行业指数来看，一级行业指数表现喜忧参半。其中主要消费行业涨幅居首，涨幅达到15.28%；原材料行业跌幅最大，跌幅为3.87%。

5月份主题及行业指数表现一般。但酿酒行业表现出色，中证酒涨幅达22.20%，涨幅居首；在跌幅方面，有超200条主题行业指数呈现下跌态势，其中800半导指数下跌15.06%，跌幅居首。

三 公司业务相关行业动态

(一) 不良资产经营行业

山东金融资产携手重庆渝康主办地方国有 AMC 会议

6月2日至3日,由山东省金融资产管理股份有限公司(简称“山东金融资产”)和重庆渝康资产联合主办的地方国有 AMC (Asset Management Companies, 即资产管理公司) 高层圆桌会议在重庆成功举行,共邀请 23 家地方国有 AMC 参会。山东金融资产总经理张贵言、重庆渝康资产董事长李波出席会议。

在会上,张贵言表示,各地方 AMC 业务区域性限制特点明显,业务模式和融资模式比较单一,“单打独斗”很难生存,“协同发展、抱团取暖”才是各地方国有 AMC 持续稳健发展的必由之路。

本次会议以“建立合作、共赢、分享的常态化沟通机制、业务型合作平台 and 专业化培训机制”为主题,在会议期间,各地方国有 AMC 针对如何解决当前地方国有 AMC 的资金融通、高层沟通及协同发展问题进行了深入研讨,针对高层圆桌会议机制及协同发展基金进行了意向签约。

四大 AMC 经营考：资金与处置周期难匹配

2014 年银行不良资产大规模推向市场后,不良资产包价格基本维持在原值的 3 折左右。2017 年以后,同类不良资产包价格都在上涨,2017 年上半年实际成交资产包价格约在 4-5 折,下半年部分资产包成交价超 6 折,有的甚至高达 7-8 折。

近年来,随着银行业不良资产的增加,以处置和化解不良资产为主业的金融资产管理公司 (AMC) 快速发展。同时,地方 AMC、民营投资者、私募基金等也相继涌入,企图从万亿不良资产市场中分得一杯羹。

一方面，各路资金的蜂拥而至，直接的结果就是推高了不良资产包价格，进一步压缩了 AMC 的盈利空间。另一方面，商业化转型以后，AMC 均需要市场化筹集资金，近期资金价格上涨也加剧了 AMC 的成本压力。

正如一位 AMC 人士所言：“不良的收购和处置需要跨周期，一般在经济下行周期大量买进不良资产，在经济上行期处置变现，通过这种跨周期运作方式获得收益。近 5 年宏观经济一直处于下行通道，AMC 买进多退出少，必然存在盈利压力。”

正是基于此，AMC 不得不发展债权类业务成为其稳定的收入和利润来源，但风险亦悄然而至。一家 AMC 业务部门负责人坦言：“过去做债权类业务，靠收财务顾问费，吃利差，感觉效益好，但没有考虑风险因素，如计提拨备和损失。目前经济下行，债权类项目出现问题，盈利也难。”

1. “假装在做不良”

要分析 AMC 的盈利压力，首先要拆解其利润来源。经过近 20 年的发展，特别是商业化转型以后，四大 AMC 均围绕主业进行了多元化发展，其利润来源也不仅仅是不良资产业务。

根据已上市的信达、华融和在银行间发债的东方发布的 2017 年年报显示，AMC 营业收入和利润来源主要是三块，不良资产经营业务、金融服务业务和资产管理业务。

2017 年信达总收入为 1200 亿元，其中应收款项类不良债权资产收入 177.73 亿元，不良债权资产公允价值变动 82.66 亿元，两者合计为 260.39 亿元，占比仅为 21.69%。加上债转股资产投资收益、抵债资产处置净收益以及其他托管清算、重组服务佣金及手续费收入等，共计为 401.91 亿元，占总收入的 33.5%。

与此同时，该公司其他投资收益为 294.65 亿元，已赚保费净收入 192.67 元，利息收入 206.4 亿元。由此可见，旗下证券、保险、银行、金融租赁等多元的金融业务收入已经成为信达收入的重要来源。官方给出的数据，不良资产业务占据“半壁江山”，不良业务占税前利润的 57.7%。

华融情况类似，2017 年华融总收入为 1280 亿元。其中应收款项类不良债权资产收入 307.53 亿元，不良债权资产公允价值变动 46.61 亿元，利息收入 210.15 亿元，投资收益 441.79，不良资产经营业务的收入占比为 27.67%。

而华融官方此前给出的不良资产经营收入为 689.12 亿元，占比为一半左右。其中还包括债转股资产经营业务、基于不良资产的受托代理业务、子公司开展的不良资产经营业务、基于不良资产的特殊机遇投资业务以及基于不良资产的房地产开发业务。

目前四大 AMC 发布的利润和增速都表现抢眼，为何还存在盈利压力？从年报中可以看出，非不良业务贡献较大，加上不良资产买进后，只要没有处置回收，在账面上都可以体现为公允价值变动，至少账面不会产生亏损。

有来自 AMC 的人士表示，“四大 AMC 多元化有其历史原因，以前通过受托管理、对高风险机构重组、并购等方式，四家几乎都实现了金融全牌照发展”。

该人士表示，第二个因素是完成政策性不良资产处置任务后，四大 AMC 商业化转型时，恰逢银行业发展处于“烈火烹油、鲜花着锦”的风光日子，利润丰厚，不良很低，2012 年以前几乎没有对外转让不良资产的需求。AMC 当时面临的是“无事可做，不转型就会被饿死”的尴尬状态，所以业内也调侃称，“我们是假装在做不良。”

而此后的几年，金融业资管业务快速发展，同业之间通过通道，层层嵌套，已达到规避监管政策和投向限制的目的。AMC 作为银行业金融机构，也一定程度上参与了同业之间的套利游戏。

华融 2017 年年报显示，通过投资，该公司在部分由第三方独立机构发起的结构化主体中持有权益。2017 年末，华融持有的结构化主体的账面价值及最大损失敞口为 3280 亿元。

此外，还有大量由华融发起或设立的结构化主体未纳入报表。该公司在年报中解释称，包括信托、资产管理计划、私募基金，主要通过向该类结构化主体的投资者提供管理服务获取手续费收入，该等收入对本集团而言并不重大，故未纳入报表。这些结构化主体中，信托

管理规模 3243 亿元，私募基金 1312 亿元，资产管理计划 2389 亿元，共计 6943 亿元。

2. 偏爱“非金”与“类信贷”争议

即使在 AMC 的不良主业中，也有大量非金融不良资产业务真实性值得关注。

从资产结构上看，AMC 不良资产经营中，真正来自于金融机构的不良资产占比很少。比如，中国华融 2017 年年报显示，该公司应收款项类投资 7012 亿元。其中不良债权资产 3684 亿元，自金融机构收购贷款 511 亿元，自非金融机构收购不良债权 3172 亿元。其他信托产品、债务工具、委托贷款、资产管理计划、理财产品等金融资产共计为 3717 亿元。

信达年报也显示，按来源类，信达 2017 年新增收购不良债权资产 2020 亿元，其中金融类 933 亿元，非金融类 1088 亿元。

其他几家类似，非金不良资产业务无论是规模还是收入、利润等占比几乎均为金融不良资产两倍左右。

金融类不良资产主要来自于银行出售的不良贷款和其他不良债权资产，而非金融类不良资产主要为非金融企业持有的，以及各类金融机构作为中间人受托管理形成的不良资产，主要包括应收账款、其他应收款、企业债券、委托贷款及信托贷款等。

2010 年信达开始试点处置非金融机构不良资产。2012 年 10 月银监会向四家金融资产管理公司下发《金融资产管理公司收购非金融机构不良资产管理办法（征求意见稿）》，尽管最终稿出台尚需时日，但其他三家此时也已开始从事非金不良业务，直至 2015 年 6 月财政部、银监会联合下发《金融资产管理公司开展非金融机构不良资产业务管理办法》，全面放开 AMC 开展非金不良资产业务门槛，华融、长城和东方才正式获得这一业务资质。

为 AMC 更加偏爱非金不良业务？行业内人士向 21 世纪经济报道记者表示，“非金不良资产购买更简单，账期更短处置起来更快，预期回报相对金融类不良业务也更高。”

尽管非金业务本也是 AMC 的主业，但操作中不乏变味。

比如 2013 年、2014 年，四大 AMC 均通过“债权受让”的方式，向二三线房地产企业提供融资。具体操作是：四大 AMC 作为出资方，原价受让房企关联公司之间的债权，到期后需要融资方的母公司回购这笔债权并提供抵押或者担保，融资方需要支付年化 10%-12% 的资金占用费。

这样的模式实质就是“放贷”，并且作为专业的不良资产处置机构，四大 AMC 此举还受监管部门关于对房企融资的政策限制。业内也称这样的业务为“类信贷”业务。而在资产管理公司官方表述中，则是“基于不良资产的特殊机遇投资业务”，即通过债权、股权、夹层资本等方式对在不良资产经营过程中发现的、存在价值提升空间的资产和存在短期流动性问题的企业进行投资，然后改善企业资本结构、管理水平及经营状况，最终实现退出并获得增值收益。

也有 AMC 人士表示，“随着监管趋严，现已明确金融资产管理公司不得从事类信贷融资业务，要把非金做成真正的非金融机构不良资产处置。”

但也有人认为，非金不良处置中本身有些项目就需要追加投资才能盘活，只有盘活项目 AMC 最终才能稳步退出，实现收益。关键在于这类业务没有明确的监管或者界定，没有区分那些情况属于常规处置手段，那些属于“变相融资”业务。

3. 资产包价格从 3 折涨至 4-5 折

不过，由于严监管和经济下行，企业还款能力进一步弱化，AMC 类信贷业务风险逐步加大，2015 年以后，各家都不同程度地收缩类信贷业务和投资业务，逐步回归不良资产主业。

2017 年，各家机构也都加大了对不良资产的投入力度。比如，信达 2017 年不良资产经营板块总资产规模新增 1355 亿元，同比增长 29.6%。华融收购不良资产包 3523 亿元，新增投放收购重组类业务 2704.3 亿元。2017 年，长城新增出资 620 亿元收购各类金融不良债权，同比增长 16%；新增出资 499 亿元收购非金不良债权，同比增长 295%。东方也表示，2018 年母公司计划筹措 1000 亿元投放到不良资产市场。

在四大 AMC 铆足劲发展不良主业的同时，市场的竞争也越来越激烈。地方 AMC 放开一个省只能设立一家的限制后，银监会先后批复了数个批次的地方 AMC。截至 2017 年底，地方 AMC 达到 57 家，同时五大国有行先后设立了债转股专门的子公司。市场已经形成了“4+2+N+银行系”的多元化竞争格局。

前述 AMC 部门负责人向 21 世纪经济报道记者表示，“这个市场上的‘玩家’远不止这些，还有很多民营资本和大型企业，通过设立不良资产投资部门或投资基金等在市场上抢购不良资产包。”

华南某民营基金的投资者也表示，“这是一个资金驱动的市场，大量资金的涌入对资产端产生了较大的需求，银行转让的价格也水涨船高。”

据介绍，从 2014 年银行不良资产大规模推向市场后，根据资产的质量和抵质押物情况，不良资产包价格略有波动，不过基本维持在原值的 3 折左右。

2017 年以后，无论是从银行转向 AMC 的一级市场，还是 AMC 转向其他投资者的二级市场，同样类型的资产包价格都在上涨。2017 年上半年实际成交的资产包价格约在 4-5 折，下半年继续呈现上涨态势，部分地区部分资产包成交价超 6 折，有的甚至高达 7-8 折。

一位 AMC 人士表示，“购买资产包的关键就是价格，后期我们买不起也不敢买了。不良资产领域赚钱的关键是‘买价低’，超过五折的资产包，我觉得赚钱难度就很大了。”

以 1 亿元的资产包为例，抵质押物充足，如果成交价为 5 折，也就是 5000 万，两年内假设回收率为 70%，能回收 7000 万元，这两年的资金成本，加上人力成本等处置费用，利润空间有限。

东方资产今年 3 月发布的《中国金融不良资产市场调查报告（2018）》也显示，资产包价格虚高降低了行业投资回报率，对于高资金成本的市场主体而言，盈利空间将受到大幅挤压，甚至引发风险。例如，私募基金对现金流和安全性有明确要求，若到期低价抛售不良资产，将面临较大亏损和兑付危机。一旦不良资产价格逆转而下，将可能引发资金链条断裂，形成第二波不良资产小周期。

不过，行业内普遍的共识是 2018 年资产包成交价格将趋于理性。一是投资者趋于理性，前期一些疯抢资产包的机构可能陷入自身流动性问题或者处置难问题。二是在强监管压力下，银行基于合规和考核需要，会加大不良处置力度，对外真实转让的资产包供给增加。

4. 资金与处置周期难匹配

除了资产包的价格，影响 AMC 盈利的另一个重要因素就是资金成本。商业化转型后，四大 AMC 不良资产收购资金需要市场化筹集。随着股改、引战、上市等系列动作的推进，四大 AMC 资金筹集渠道更宽，资金压力有所缓解，但资金与跨周期的处置方式仍难匹配。

据了解，为了维持业务的快速发展，四大 AMC 司近年来均致力于拓展资金来源，综合运用同业借款、同业拆借、保险融资、境内发债、境外发债、引入战投及上市等渠道。

华融是近几年业务发展较为激进的典型，融资渠道最为广泛。年报显示，向金融机构借款、利用债券和票据融资是华融最为主要的融资来源。截至 2017 年底，华融向金融机构借款余额为 7730 亿元，应付债券和票据余额为 3319 元，因吸收存款形成的负债金额达到 2023 亿元。

资金成本上，华融的短期借款利率为 1.65%至 9.00%，长期借款利率分别为 2.00%至 9.50%。

此外，鉴于海外市场融资成本较低，华融大规模在海外发行债券。2013 年-2017 年，华融共发行金融债权和二级资本债 1060 亿元，华融国际子公司还有 120 亿美元的债券。

信达和东方融资情况类似，截至 2017 年末，信达应付债券 2024 亿元，借款 5804 亿元，吸收存款 2262 亿元。信达母公司固定借款利率为 3.6%-7.06%，浮动借款利率为 4.75%-4.85%。东方短期借款 1330 亿元，年利率为 1.96%-7.5%，应付债券为 1302 亿元。长期借款 1779 亿元，利率为 2.7%-7%。长城暂未发布 2017 年业绩报告，未公开披露相关数据。

东方今年 4 月也宣布，引进了全国社保基金、电信、中国国新资本、上海电气集团等 4 家战略投资者，合计入股总金额 180 亿元。目

前，长城也在引战过程中。

地方 AMC 境遇则下了一个台阶。有地方 AMC 人士向 21 世纪经济报道记者表示，“相比四大，地方 AMC 资金渠道更窄，主要是资本金和银行贷款。还有部分 AMC 尝试着发展资产证券户等方式融资，不过量都很小。相比正规军，民营机构资金成本更高，15%是普遍状况，有的甚至超过 20%。”

AMC 人士也认为，目前银行自身也有很多不良资产处置方式，对外转让的压力主要是来自于监管合规和考核压力。AMC 的优势在于方式灵活，可以溢价再转让，也可以长期持有这些资产，关键因素就是资金成本，且现在的资金主要是短期资金，很难与跨周期的处置方式相匹配。

（二）银行业

上海银监局发布《2017 年上海银行业创新报告》

近日，上海银监局发布《2017 年上海银行业创新报告》。这是上海银监局连续第 7 年发布该《报告》。

《报告》展示了上海银行业金融机构自评自报的 599 项金融创新成果，呈现出“支持实体经济、服务上海区位、提升内部管控、注重金融科技、发挥规模优势”的五大特点。同时，创新成果更加多元化，559 项金融创新成果中，支持科创中心建设 71 个，占比 11.9%；支持实体经济重点领域 150 个，占比 25.0%；改善民生服务 79 个，占比 13.2%；支持金融中心建设和航运中心建设 96 个，占比 16.0%；金融科技和互联网金融领域 109 个，占比 18.2%；强化银行内控能力 94 个，占比 15.7%。《报告》认为，上海综合性、多功能、全方位的金融服务体系已逐渐形成。一方面，对外开放的营商环境持续优化。截至 2017 年末，上海辖内共设立外资法人银行 20 家，占全国外资法人银行数量超过一半，辖内外资法人银行资产、贷款和存款规模分别占在华外资法人银行总量的 82.84%、83.84%和 84.24%，占在华外资银行总量的 68.79%、72.00%和 77.95%；共有来自 29 个国家和地区的银行在沪设立机构，全球六大洲均有银行在沪设立营业性机构，外资银行营业性机构总数已达 230 家。另一方面，各类型金融机构集聚效应不断增强。截至 2017 年末，总行级专营机构集聚加速，在沪专营机构共计五大类 22 家，各专营机构资产规模合计 7 万亿元，全年实现净利润 866.2 亿元；在沪非银行金融机构共 7 大类 46 家，分别为信托公司、财务公司、金融租赁公司、汽车金融公司、消费金融公司、货币经纪公司。

《报告》展望，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，金融应回归本源，更好地服务于实体经济。上海银行业强化转型、机遇和合规三大意识，服务上海“五个中心”和“四大品牌”建设，借助上海区域资源优势，主动对接上海经济社会转型升级的新特点、新

动向，重点支持科创小微企业、自由贸易港建设和服务民生三大方向，加快公司投行、金融市场、零售、金融科技四类业务领域的转型和创新，发展有利于促进实体经济发展、防范化解风险、维护金融安全稳定的创新业务，将更好地满足人民群众和实体经济日益增长的金融服务需求。

直面股东尖锐问题，浦发银行高管誓言走出低谷

问题一：成都分行风险事件处理进展如何？除了罚单公布的违规事件，还有无未公开的重大违规？

浦发银行行长刘信义：

目前，成都分行的违规贷款合规整改工作已完成，对相关责任人员已严肃问责，对风险资产进行了全面评估，分类施策，强化管理，总体风险可控。

当前，成都分行风险事件里的资产正处于分类处置的阶段。“这700多亿贷款里，其中有些贷款处于正常还本付息阶段；有的贷款可能会进入到后三类（指计入不良贷款），我们要积极地化解；有些会出现风险信号，我们会予以密切的关注。”刘信义说。

他强调，浦发银行对此事件，有一整套对策，但化解的过程需要时间。

“我们处理成都分行的风险成本，在2016年、2017年、2018年都会列支完毕。”他表示，今年和去年是成都分行风险事件处置的大年。“成都分行明年要实现盈利或者微盈利。”刘信义说，到2020年，成都分行将会是一个正常的健康的分行，从而实现经营管理常态化。

针对今年5月公布的银保监会罚没浦发银行5855.927万元之事，刘信义表示，该项处罚是2016年检查之时发现的问题，成都分行风险事件实际上也发现于这一年。他表示，目前，浦发银行没有已发现但未处罚的重大风险案件。

问题二：浦发银行已经跌破净资产，为何不回购股票、进行高管增持，以提振股价？

浦发银行副行长、董秘谢伟：

目前，金融股权的回购在国内缺乏操作性。银行不同于一般企业，银行的资本是银行信用的基础，且具有一定的杠杆效应。就目前的操作情况来看，国内的商业银行目前并未发生过因为支撑股价而发生回购的情形。

主要原因有三个：

一、商业银行面临严格的资本金约束，如果回购股票，并注销，将会消减银行的资本金能力，降低银行资本充足率水平；假如回购股票并注销，但又想维持一定的资本金比例，那就必须从资产端来进行消减，但这很难得到监管部门的批准，而且也会消弱银行的经营能力，降低银行的收益，最终对股价产生不利影响。

二、如果回购股票，并注销，极易引起系统性风险、声誉风险。根据《公司法》178 条规定，公司如果作出减少注册资本的决定，必须采取通知债权人等行动。但银行的债权人是存款人，如果要回购并注销则可能需要得到存款人的同意，这有可能引发挤兑等风险。

三、根据相关监管规定，银行业如要变更注册资本，必须先得到监管的受理与批准。但从目前的情况来看，尚未看到相关案例的出现。

浦发银行董事长高国富：

关于管理层持股的问题，这个建议虽然很好，但是根据财政部此前相关规定，禁止金融企业管理层持股，目前只有个别同业作为试点的先例。

我行将在依法合规的前提下积极探索员工持股或股权激励。

关于不良率趋势的问题，高国富认为，浦发银行在去年三季度的时候，不良率可能是最高点了。该行副行长刘以研补充道，2017 年末，该行逾期率已经是 2011 年以来的最低，剪刀差是 2012 年以来的最低。从这些先行数据可以看出，该行的资产质量出现向好信号。

问题三：生命人寿所持的浦发银行股权怎么办？

浦发银行董事长高国富：生命人寿目前持有浦发银行 20%左右的股权，直到目前，监管机构没有确认它的股东身份，因此，它不能参与公司的表决，只能参与分红。按照目前的银行业股权管理办法来

看，这部分股权在未来一段时间肯定是要被减持的。但究竟怎么减持，浦发银行没有主动权。

问题四：怎么看当前浦发银行面临的挑战，浦发银行未来会怎样？

浦发银行董事长高国富：我们的战略是明确的，今年初，我们提出，要“打造一流数字生态银行”，我们的经营理念是回归本源、突出主业、做精专业、协调发展。

所谓回归本源、突出主业，就是我们要服务实体经济，虽然是银行集团，但我们的主业还是银行，我们要把银行的传统业务做深做细做扎实。

我们现在强调做精专业、协调发展，是因为在现在严监管的环境下，我们在发展过程中存在着很多不协调的情况。

比如我们的公金业务见长、对私业务有短板；比如我们的资产业务见长，负债业务则有短板等，造成了发展过程中遇到了很多障碍。

为了解决这些障碍，在新的理念之下，我们正在进行的一系列“调结构、保收入、降风险、强管理”的措施是完全正确的。

浦发银行行长刘信义：现在面临的挑战是不争的事实，给股东的回报不如预期也是不争的事实。但我们对浦发银行充满着信心。

首先，个案与局部的问题都是暂时的。就成都分行风险事件而言，我们完全有足够的吸收与消化风险。

其次，25年来，浦发银行一直处在银行业发展的前列，公司的管理与文化、队伍在行业中是优秀的。浦发银行的国际排名也佐证了这些。

当前，浦发银行调结构的已经显现出积极的成效。

例如，今年一季度，浦发银行在对公贷款余额仍然保持同类银行中最高，零售业务存款的新增量在同业里是领先，一季度零售业务收入成为第一大收入来源，超过公司金融业务。

上海银行业贷款增量下降趋势明显

上海央行总部数据显示，5 月份上海地区银行存款同比多增 703.96 亿元，但贷款同比少增 63.11 亿元。这一表现，与今年上海地区整体信贷走势较为吻合。

21 世纪经济报道记者梳理今年前 5 月上海地区信贷情况发现，今年存款变化起伏较大，2 月甚至出现过存款下降，但持续的趋势是结构性存款高速增长。

贷款方面则呈现出更明显的趋势性。上海地区贷款连续 5 月增速下降，房地产相关贷款中，房地产开发贷自 3 月以来出现小幅回温，而个人住房按揭贷款增速则持续下降，单月增量均低于 50 亿元。

(三) 证券业

CDR 细则落地 重点布局优质券商

《存托凭证发行与交易管理办法》正式稿颁布，从 CDR 的监管原则、发行条件、发行程序、再融资原则、信息披露规则、投资者保护等多个方面进行明确。试点企业维持较高门槛，旨在控制试点数量和节奏，以稳定市场预期。证券公司作为 CDR 存托机构优势更为明显，随着业务推进速度加快，龙头券商业务边界有望拓宽。我们预计大部分试点企业 CDR 发行工作有望在年内落地，将增厚券商投行业绩。

CDR 发行正式文件落地，节奏快于预期，政策支持大方向明确。2018 年 6 月 6 日晚证监会公布《存托凭证发行与交易管理办法》正式稿及配套规则，继 5 月 5 日征求意见稿后仅一个月正式稿即出台，节奏快于预期，体现出监管层对于业务的支持。6 月 6 日华夏、嘉实等 6 家基金公司上报的“战略配售”基金获得证监会发行批文，为 CDR 发行保驾护航。当前各 CDR 试点企业发行工作正积极推进中，据证监会网站披露小米于 6 月 7 日已提交《首次公开发行股票并上市》申请，成为首单 CDR 试点申请。我们认为监管层对于 CDR 业务支持的大方向明确，大部分试点企业发行工作有望在年内落地。

明确七大发行条件，试点企业维持较高门槛，控制试点数量和节奏。《办法》从 CDR 的监管原则、发行条件、发行程序、再融资原则、信息披露规则、投资者保护等多个方面进行明确。维持前期《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》中提出的“试点企业最近一年营业收入不低于 30 亿元人民币且估值不低于 200 亿元人民币”的要求。证监会表示试点将严格按标准和程序甄选企业，把握企业数量和融资规模，合理安排发行时机与发行节奏，以稳定市场预期。

证券公司作为存托机构优势更明显，有助于拓宽业务边界。存托凭证业务中涉及存托机构和当地托管人两个核心机构。根据国内的法

律法规，存托机构可以有商业银行和证券公司两个选择，而证券公司具备较丰富的资本市场运作经验，具备安排证券发行能力、有上市推荐和担保能力，作为存托机构优势更明显。CDR 将增加 A 股的多样性，丰富资本市场产品线。对于证券公司而言将增厚券商经纪及投行业务收入，且参考美国经验，发行存托凭证上市费用较普通 IPO 更高，有望增厚证券公司收入。CDR 有望推动中国资本市场加速走向成熟，境外业务布局完善、综合实力强的券商有望受益。建议关注全业务链发展、海外业务布局完善的券商。

非标逐步“退潮” 未来何去何从？

一、非标发展“前世今生”

1.1 什么是非标？

从银行理财角度来看，非标的最早定义来源于银监会在 13 年 3 月出台的《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》(银监发[2013]8 号文)，其中首次提出非标债权是“未在银行间市场及证券交易所市场交易的债权性资产，包括但不限于信贷资产、信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用证、应收账款、各类受(收)益权、待回购条款的股权性融资等”。16 年 1 月，银监会进一步将券商两融收益权和收益凭证以及保理、融资租赁等资产纳入非标债权范围。17 年，银监会将股票质押式回购从原权益类资产转为非标类资产。

从银行自营角度来看，银监会并没有对非标债权资产进行详细列举，但从表内外非标投资的业务模式来看，所有委外都列入非标。表内外的非标的交易模式是银行先投放给一层或多层特殊目的载体(即 SPV)，该 SPV 履行通道职能，充当 PSV 的一般是各类资管产品(最典型的是信托计划，此外还有券商资管、基金子公司资管、保险资管等)，然后再由该 PSV 投放给最终的投资标的。

从非标规模来看，表外非标规模约 4.8 万亿。表外非标的规模相对清晰，可以根据银行理财登记托管中心每年公布的《中国银行理财年报》中的资产投向来计算，截止 17 年末，非标余额约 4.8 万亿，占全部理财资产的 16%左右。

表内非标规模估算近 11 万亿。表内非标由于信息披露不全，计算难度较大。从上市银行的年报来看，非标类资产都放在“应收款项类投资”科目中，以招行为例，其在年报附注中披露，“应收款项类投资”为本集团持有的无活跃市价债券投资和非标债权投资。从明细中可以看到，非标债权投资包含了票据资产、贷款、同业理财、资产收益权等，非标投资占比占“应收款项类投资”的 97%。由于非标通常是经由各类 SPV 委外通道去投资，因此可以从招行披露的在第三方机构发起设立的结构化主体中享有的权益来分析招行的委外情况，这些结构化主体主要包括同业理财、资管计划、信托受益权、资产支持证券和基金，94%的委外投资都计入“应收款项类投资”科目。

由于上市银行中只有招行具体披露了“应收款项类投资”中非标的规模，对其余上市银行，我们假设同业理财、资管和信托计划、信托受益权均属于非标。截至 2017 年年底，上市大中型银行的非标规模约 6.76 万亿。上市大中型银行总资产规模约占整个商业银行的 60%，因此，预估整体银行表内非标规模约 11 万亿。

综上所述，银行表内外的非标投资规模近 16 万亿左右。

1.2 非标的发展历程

由于非标资产主要在“应收款项类投资”科目下，我们根据上市银行 2010 年以来的“应收款项类投资”科目的变化，比照社融中非标融资，即信托贷款、委托贷款的存量规模变化，概括非标业务的发展历程。

1、非标诞生初期(2010-2011)

非标诞生于 2010 年，原先就是为了“绕道放款”给地方融资平台、房地产。09 年四万亿财政刺激计划，促使地方政府开启了很多周期长、回报率低的基建项目，资金来源主要是银行贷款。但 2010 年银信合作和信贷政策都开始收紧，信贷资金难以按计划发放给地方政府的投资项目，而地方政府为追求政绩需要极力维持项目运转，因而转而通过地方融资平台，以更高的利率通过“非标”变相获取银行贷款。同时，2010 年房地产开启了密集的政策调控，银监会限制对

房地产企业的贷款，房地产企业也变相从“非标”中获取扩张资金。因此，目前非标存量中，大部分都是投向的地方政府和房地产。

2、快速扩张期(2011-2013)：

由于非标的收益高、又能用以调节监管指标，非标开始快速扩张。地方融资平台对利率都不敏感，房地产企业利润空间大，对资金成本的承受力较高，因此非标的收益明显高于同期贷款，对银行吸引力大。此外，由于非标交易模式中充当 SPV 的机构通常为非银机构，不归属银监会管辖，难以穿透，部分银行利用非标藏匿问题资产，或者利用非标增加杠杆水平、少提资本等，非标成为也成为了美化监管指标的万能工具，滋生了大量的监管套利空间。

3、扩张放缓期(2014-2016)：

由于“影子银行”的风险不断加剧，监管开始着手规范“非标”业务。

一是关于银行表外理财投资非标的规模设定上限。2013年3月，银监会出台《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》(银监发[2013]8号)，其中要求理财资金投资非标的余额任何时点均以理财产品余额的35%与商业银行上一年度审计报告披露总资产的4%之间孰低者为上限。

二是对表内利用同业资金投资非标进行限制。2014年4月，一行三会出台《关于规范金融机构同业业务的通知》(银发[2014]127号)等，其中对买入返售和非标业务作出限制，明确了同业类非标资产不得计入“买入返售(卖出回购)”科目下，只能计入同业投资，并承担相应的拨备的资本计提。原本在“买入返售(卖出回购)”科目项下，非标资产只需按25%的风险权重计提资本，不计提拨备，127号文后，必须按基础资产性质来计提资本和拨备。

2014年后，非标中也有不少满足信贷资质的融资方。对于地方融资平台、房地产等受调控的领域，虽然监管对前期各项业务约束加强，但银行选择更多的非银通道机构来“绕道监管”，资金链条更长。14年后货币政策宽松，“大资管业务”开始扩张，金融“脱实向虚”问题显现，满足贷款资质的客户也未必能顺利拿到合意贷款，还需根

据银行额度、价格、期限等各因素选择对接表内信贷、同业还是理财资金，因此不少也转向监管更宽松的非标融资。

4、规模萎缩期(2017 至今)

2017 年以来，监管从非标业务的资金方、融资方和通道方这三方面全面加强整治，18 年监管重点更是明确指向了地方政府债务，非标业务开始进入萎缩期。18 年初的监管文件已经全面限制了非标业务链条上的资金方、通道方和融资方，监管措施也发生了“质”的变化，就是从 17 年摸底性质的“检查”转变为实质性的“整治”。

二、非标转标准，回表是大方向

2.1 “资管新规”重新定义非标，约束更严格

2018 年 4 月，央行同银保监会、证监会、外汇管理局联合发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(银发[2018]106 号)(简称“资管新规”)，其中对“标”与“非标”进行了重新定义。

在“资管新规”对非标的重新定义下，非标范围扩大，银登中心 abs、北金所债权融资计划等模糊地带被划入非标。不同于银监会 8 号文用列举法定义非标的方法，“资管新规”只定义了标准化债权资产范围，其余均为非标债权资产。按照“资管新规”规定，以后资产不是属于“标”就是属于“非标”，不会再有当中的模糊地带，如之前银登中心的 ABS、北金所的债权融资计划未被列入非标，因此部分银行将其归为标准化资产，但“资管新规”要求标准化资产需满足“银行间、交易所等国务院同意设立的交易市场交易”、“公允定价、流动性机制完善”，这两项要求银登中心和北金所的债权类资产均无法满足。

在“资管新规”对非标投资的约束更多。首先，原则上公募产品不能投资非标。“资管新规”要求公募产品主要投资标准化债权资产及上市交易的股票，因此原则上只有私募产品才能投资非标，而私募产品只能向合格投资者发行，资金来源大幅受限。其次，非标资产投资不得期限错配。“资管新规”要求无论直接或间接投资于非标，非标的到期日均需要与负债端资管产品的到期日相吻合。而银行理财产

品绝大部分都是 3-6 月期限，非标资产则是 1 年期限以上，银行发行长期限的理财对接非标存在很大难度。

2.2 表外非标转回表内贷款是大方向

对理财业务而言，“资管新规”对非标类资产的要求较之前更为严格，非标资产何去何从？我们认为主要如下有两种方法：

一是将非标转成标准化资产，即“非标转标”。无论表内外非标都有转换成标准化资产的需求，转标的方式主要是公募 ABS、信贷资产流转。

二是表外非标转成表内贷款，即“非标回表”。在“资管新规”对表外非标严格要求下，部分表外非标需求将转回表内信贷。

“非标转标”的最合规方式是公募 abs，但要求较严格，非标转换的规模或较小。一方面，公募 ABS 的发行流程较长，公募 ABS 得在交易所挂牌上市，所以得先取得交易所的无异议函，等待时间较长。另一方面，公募 ABS 对基础资产的安全性要求更高，公募 ABS 的基础资产必须遵守《资产证券化业务基础资产负面清单指引》，其中规定以地方政府、地方融资平台为债务人的基础资产均不符合公募 ABS 要求，矿采资源开采收益权、土地出让收益权等也都被列入负面清单。2017 年公募 abs 净融资额较前一年虽大幅增加 4000 亿，但也仅约 1 万亿左右，18 年公募 abs 有望继续扩张，但能通过该方式实现“非标转标”的规模仍较有限。

“非标转标”的另一种方式是银登中心的“信贷资产项目流转”，银监会将其认定为“新增可投资资产”，而不是非标资产。银行业信贷资产登记流转中心(简称“银登中心”)是经财政部同意、银监会批准成立的，成立的目的是为了盘活存量信贷资产，主要负责为信贷资产提供登记、托管、流转和结算服务。根据银监会 2016 年 4 月发布的《中国银监会办公厅关于规范银行业金融机构信贷资产收益权转让业务的通知(银监办发[2016]82 号)》第二条第八款的规定：“符合上述规定的合格投资者认购的银行理财产品投资信贷资产收益权，按本通知要求在银登中心完成转让和集中登记的，相关资产不计入非

标准化债权资产统计，在全国银行业理财信息登记系统中单独列示”。2017年，银监会新修订了《理财业务统计表》（G06表），在对理财的资产端分类中，将银登中心挂牌的“信贷资产流转项目”单独列为“新增可投资资产”，而不是“非标准化债权资产”。

但能转换为“信贷资产项目流转”的规模仍较小。一方面是该市场仍不够成熟。16年末信贷合同登记额不到4000亿，市场活跃度不够高，认可度还不够高。另一方面，对可以转让的信贷资产也有一定要求，禁止“政府平台融资类贷款”“住房抵押贷款”等转让。银登中心副总裁成吴方伟在2016年资产证券化论坛上发表讲话：在银登中心登记并流转的资产主要是一些建筑业、制造业、批发零售业、租赁业以及水利、环境等公共基础设施行业类的贷款，不包括政府融资平台类贷款、住房抵押贷款和消费金融贷款等。

综上，能通过交易所公募abs、银登中心“信贷资产项目流转”转换成标准化债权资产的规模仍较小，发债和股权融资对企业的经营资质又要求较高，因此，除了转成表内贷款外，其余方式可能都“远水救不了近渴”，表外非标回表仍是大方向。

三、非标回表仍受资本金约束

3.1 银行整体资本压力不大

表外非标回表面临的最大问题是银行表内资本金额度的限制。目前，表外非标的风险资本计提为20%，大幅低于表内100%的计提标准。根据《商业银行资本管理办法》的“表外项目信用转换系数”，银行发行的一年期以内投资非标资产的非保本理财产品，信用转换系数为20%（一年以上为50%），若表外非标转回表内，将会提高风险加权资产规模，银行则需要相应提高资本金。

银行的资本分为三类：分别为核心一级资本、其他一级资本和二级资本。银行对不同类别的资本都有相应的资本充足率的考核要求，根据银监会18年一季度末数据，商业银行整体资本充足率均达标。

表外非标回表所需的资本补充规模尚可，整体资本补充压力不大。我们根据表外非标转向贷款的不同比例，假设维持13%的资本充足率下，测算“非标回表”对银行资本占用的影响。通过测算可得，

即使表外非标全部回表，银行表内新增资本需求约 5000 亿。而实际情况中，表外非标不可能全部转为贷款。另外，“资管新规”中也给出了 3 年过渡期，按今年调整 1/3 来计算，今年额外的资本需求不到 1700 亿，整体资本补充规模并不大。

3.2 股份制、中小城商行资本补充压力较大

虽然整体银行资本充足率指标大幅高于监管要求，但分类型来看，股份制和城商行明显低于均值，尤其是一级资本充足率的考核压力较大，不同银类型银行间出现分化。一般情况下，银行的资本增速应高于银行的信用风险资产增速，这样才能使资本充足率稳定。但从银监会全口径来看，17 年以后的，商业银行的资本增速低于信用风险资产增速，随着银行陆续补充资本金，17 年四季度后资本增速回升，但一级资本增速仍持续下降，一级资本除了依靠利润留存外，只能通过定增、优先股或可转债转股后才能补充。从上市银行一季报来看，股份制和城商行的一级资本充足率考核压力较大，部分股份制和城商行的一级资本充足率仅勉强达标。

四、非标继续收缩，信用风险上升

4.1 非标收缩，加大经济下行压力

由于非标主要投向的房地产、基建，这两者的投资形成了固定资产，从而直接影响了 GDP，部分认为，非标的收缩还不足以显著影响宏观经济。但是，非标融资中仍有不少来源于中小企业，信用收缩下或对经济造成较大下行压力。

首先，从房地产开发资金来源来看，约 20%左右来源于非标，累计非标融资约 3 万亿左右，占非标余额的 18%左右。截至 2017 年末，房地产行业累计融资 15.6 万亿，其中 51%来自于房款，包括预付款和按揭贷款；13%来自于银行贷款，还有 3%来自于非银金融机构的贷款，其中可能有少量为非标形式；13%来自于公司的自有资金，另外有 19%来自于公司其他的自筹资金，这其中包含的融资包括发债、非标等，而非标占绝大部分。因此，预估房地产资金来源中，约 20%左右来自于非标融资，规模大约 3 万亿。

其次，从基建的资金来源来看，约 30%左右来源于非标，非标融资规模约 4-5 万亿，占非标余额的 30%左右。基建主要包括“交通运输、仓储和邮政”、“电力、燃气及水的生产和供应业”、“水利、环境和公共设施管理业”这三个行业，其他行业多数归入制造业等。从分行业的城镇固定资产投资的资金来源来看，截止 2016 年末，这三个行业共累计融资 13.6 万亿，其中 16%来源于预算内资金，15%来源于贷款，另有 60%源自于自筹资金，其中包含了地方专项债、城投债、PPP 中的社会资本、自有资金等。根据对自筹资金的拆分，去除城投债、地方专项债、其他(含 PPP)的净融资额后，非标融资额(包括委托贷款、基建信托)约占一半。因此，截至 16 年末，基建资金来源中非标融资的占比大约 30%，在 4 万多亿左右，17 年增速或有所下降，预估基建中非标融资规模大约 4-5 万亿。

综上，房地产、基建的非标融资规模合计近 7-8 万亿左右，约占非标余额的半壁江山。这些非标通过形成固定资产投资，从而贡献相应 GDP，但占比不大。固定资产形成/固定资产投资完成额的比率大约为 54%，因此 7-8 万亿的固定资产投资额中约有 4 万亿最终能转换为资本形成计入 GDP，占 2017 年末实际 GDP(78.6 万亿)的比重为 5%，仅仅是房地产、基建的非标收缩，还不足以显著影响 GDP。

虽然基建和房地产的非标收缩对 GDP 的直接影响不大，但值得注意的是，非标融资中仍有不少来源于中小企业，主要由于自身满足不了贷款门槛，从而通过非标融资。但在银行表内风险偏好没有大幅改变的前提下，这部分非标也难以回归表内贷款，又很难通过债权或股权融资，可能面临非标到期无法续作的问题，资金链断裂风险加大，整体信用环境的收缩，或造成经济下行压力加大。

4.2 信用风险抬升，分化加剧

首先，通过非标融资的中小企业资质较差，原本就难以通过表内正规信贷获得资金，未来资金链断裂风险加大。非标诞生之初的目的就是“绕道放款”，除了地方融资平台、房地产是受国家宏观调控外，大部分中小企业通过非标融资的原因是因为无法满足表内信贷投放

的门槛。因此，这部分非标到期后也难以转向表内融资，若借新还旧的方式难以为继，可能会带来信用风险的上升。

其次，不同信用资质主体的分化将加大。随着信用风险的提升，投资者的风险偏好降低，不同资质的主体间分化将扩大。从今年4月以来，高评级信用债的信用利差逐步收缩，反之中低评级信用债的信用利差则不断扩大。以房地产为例，大型房企的融资渠道较多，除了最主要的房款销售稳定外，还可以发行债券、或将应收账款、购房尾款、物业费等做成公募ABS进行融资，银行贷款额度尚可。但小企业除了融资成本大幅提高外，融资渠道也较窄，表内贷款在额度有限的情况也将更青睐国企或大型企业。

（四）保险业

保险行业开放政策渐次落地

伴随保险行业扩大开放的政策不断落地，不少外资险企争相入局。这有助于促使我国保险市场更加成熟，进而提高内地保险市场的规模与效益，中国险企也将在竞争与合作中与国际同行接轨。外资险企在产品设计、服务水平、经营理念、技术经验等方面的优势不言而喻。不过，面对发展壮大的国内大型保险机构，外资险企想要在中国保险市场分一杯羹也并非易事

“在中资银行业和保险业快速发展的同时，外资机构的市场份额却一直维持在较低水平。”中国银保监会副主席陈文辉近日公开表示，一方面，银行业和保险业需要通过进一步扩大开放，提高金融资源配置效率，更好地服务实体经济；另一方面，中国经济全球化发展和中资机构“走出去”要求实施内外一致的金融制度，建立公平、开放、透明的市场规则。

事实上，今年4月份中国银保监会已下发规定，将外资人身险公司外方股比放宽至51%，3年后将不再设限；同时，放开了外资保险经纪公司经营范围，与中资机构一致，并取消外资保险公司设立前需开设2年代表处要求。此外，被称为外资保险公司“基本法”的《外资保险公司管理条例实施细则》近期也将启动修订工作。

1. 外资排队入场

伴随保险行业扩大开放的政策不断落地，不少外资险企争相入局。

4月27日，上海保监局对英国韦莱集团控股的韦莱保险经纪公司变更经营范围申请进行了审核批准。这意味着，中国银保监会有关保险中介行业扩大开放举措在上海正式落地。韦莱保险经纪有限公司成为全国首家获准扩展经营范围的外资保险经纪机构。

5月2日，中国银保监会正式批准工银安盛人寿发起筹建工银安盛资产管理有限公司。这是中国提出加快保险业开放进程以来，获批的第一家合资资管公司。据悉，工银安盛人寿由中国工商银行、法国

安盛集团和中国五矿集团公司 3 家中外股东于 2012 年合资成立。

紧接着，5 月 4 日，富卫人寿保险（百慕大）公司等向中国银保监会提交了筹建富卫人寿保险公司的申请材料。富卫人寿保险（百慕大）公司为瑞士再保险、盈科拓展集团等持股的富卫集团全资子公司。据消息人士透露，富卫人寿保险公司有望成为我国扩大保险业对外开放后获批的第一家持股比例达到 51% 的合资人身险公司。

纷至沓来的外资险企，将给国内保险市场和保险公司带来哪些变化？业内专家指出，国内保险公司与外资险企两者既竞争又合作，有助于促使我国保险市场更加成熟，进而提高内地保险市场的规模与效益。业内认为，经过一段时间发展，目前部分国内大型险企已经进入世界大规模保险公司行列，其经营管理模式也得到了国际的认可，具有了和国际同行同台竞争的能力。

2. 助力行业向好

当下，“引进来”的理念和方式，对中国保险业明确下一步发展方向和路径，有着重要的积极作用。

“首先，外资保险公司专业化运营方式及百余年的市场化运行经验可以帮助优化国内保险市场环境；其次，多样化的中外资持股比例和公司治理结构促进提升决策效率。同时，外资保险公司先进的运营理念、产品设计、风险管控体系更高效地贯彻到日常经营中，也能为国内民众提供多样化的养老和健康风险解决方案。”业内人士分析称。

新华保险董事长兼首席执行官万峰认为，“在经营理念方面，外资险企价格高、费率高，但服务好。外资险企突出的不是卖保险，而是提供服务，这种经营理念值得中资险企学习；在产品特色方面，外资险企将自身定位为风险管理师，而许多中资险企将自身定位为理财师、财富管理师，理念上的差异也带来销售经营风格的不同。这反映出国内保险业对客户的风险管理不足”。

相较于国内保险机构看重保费规模而言，外资险企更关注新业务价值和内含价值等业务衡量指标，以及合规和风险控制管理。随着中国开放的力度不断加大，中国险企势必要在经营管理和抗风险能力上与国际同行接轨，而中外资合作可以帮助实现这一目标。

“接下来，外资寿险业务将加快发展，它们的经营理念比较审慎，在长期保障型业务拓展方面比较有经验，这将促进我国寿险市场的转型与高质量发展。”国务院发展研究中心金融研究所保险研究室副主任朱俊生说。

此外，监管部门对外资保险经纪公司经营范围以及代理业务的放开，将会对国内保险中介市场带来深远影响。据介绍，此前中小型企业和个人是外资保险经纪公司营业对象的禁区，而围绕中小型企业和个人展开的保险业务，目前约占整个保险市场八九成以上的份额。现在放开经营范围限制，可以给国内企业和民众多样化投保选择，外资保险经纪公司将在境内保险市场中发挥更加积极的作用。

3. 规避“水土不服”

值得注意的是，数据显示，截至2017年底，共有来自16个国家和地区的境外保险公司在我国设立了57家外资保险公司，下设各级分支机构1800多家，世界500强中的外国保险公司均已进入中国市场。不过，2017年外资保险公司原保险保费收入为2140.06亿元，市场份额仅占5.85%。

也就是说，外资险企规模并不小，但市场份额占比却很低。究其原因，万峰坦言，这主要受中资保险机构近几年理财产品超常规发展影响所致。如果减去理财产品的部分，外资险企的市场份额会上升。他还表示，随着严监管持续推进，以及市场进一步开放，保险行业会向以风险管理为主发展，外资保险公司的优势将逐步显现，市场占比或将攀升。

与国内保险行业相比，国外保险市场高度发达，包括产品设计、服务水平、经营理念、技术经验等方面的优势不言而喻。不过，面对经过发展壮大的国内大型保险机构，外资险企想要在中国保险市场分一杯羹并非易事。

比如，此次将外资人身险公司外方股比放宽至51%的政策调整，尽管让外资股东在一定程度上拥有了主导权，但并非绝对控制权。由于目前外资独资控股寿险公司的限制还未完全放开，外资企业仍需以合资形式进入，中外股东在面对双方文化差异、经营理念不同、运作

模式不尽相符等问题时，还需要进一步融合发展。对此，有市场分析指出，“外资需要‘本土化’改变，在技术研发、产品开发、管理模式等方面要通过调整才能真正适应中国市场的需求”。

可以预见，面对前景巨大的中国保险市场，无论中企还是外资，机遇与挑战并存。

太保集团今年重点工作展望

6月15日，中国太保2017年度股东大会在长沙召开。包括董事长孔庆伟、总裁贺青在内的太保管理层回答投资者提问时表示，目前已确定2018年董事会重点关注工作。

1. 产险发展由向行业对标转为向同业对标

历经两年多管齐下加大综合成本率管控力度之后，太保产险的经营颓势得以扭转，保费收入重回两位数增长，综合成本率持续优化，承保盈利能力提升。太保产险的发展，已由向行业对标转为向同业对标。

太保管理层表示，太保产险高度重视商车费改完全市场化试点工作，总、分公司多次召开专题会议，研究预判费率完全市场化对公司车险经营的影响，并已有近期及中长期应对举措。据了解，近期应对举措包括：创新定价机制，实施保单成本率预期管控；确定核心渠道及重点渠道发展策略等。除积极应对商车费改完全市场化试点之外，太保产险在非车险、农险领域也已制定了未来的发展路线图，紧抓发展机遇。

2. 寿险长期趋势依然向好

近年来，太保寿险新业务价值增速呈现快速增长态势，持续保持上市同业领先。2018年一季度，在监管从严、回归保障、利率上行等大背景下，以及受到去年较高基数、银行理财产品竞争、增员人口红利消退等多重因素叠加影响，寿险行业新单保费收入普遍出现负增长。

太保管理层在股东大会上表示，虽然一季度新保业务未达预期，但是太保寿险在业务结构、队伍建设、客户经营等方面保持稳中向好。

“保险行业正处在深度转型变革时期，站在这一新的历史起点，我们也要看到寿险行业发展空间依然巨大，将迎来新一轮的黄金机遇期。”

随着期望寿命的延长，养老需求将更广泛。而个人税优健康险推广全国、个人税延型养老保险试点落地，各种政策红利接踵而至，也将大大提升民众的保险观念。与此同时，随着新一轮消费升级的加速和居民可支配收入的提升，民众财富管理及健康保障需求将持续助推寿险业增长。

3. 今年来信用债无新增主体或本金违约

近期，市场上信用债违约频繁，太保目前配置的信用债是否受到影响？有何管控举措？这也是今日股东大会现场，投资者关心的一个热点话题。

太保管理层在回答股东提问时表示，近期，市场上信用债风险事件发生较多。今年以来，太保整体持仓品种无新增主体或本金违约。

据透露，太保在债券投资中秉承审慎、稳健的原则，严格控制信用债投资风险，投资组合的整体信用风险较低。在太保持有的信用债中，外部评级为 AAA 的在 90%以上，行业主要集中于交通运输、公用事业、综合类企业、建筑业等；偿债主体普遍具有股东背景雄厚、行业或地区竞争力强、业绩相对稳定、抗周期能力较强等特点。

太保管理层表示，公司严格遵循银保监会有关信用风险管理的监管要求，对于信用债投资建立了全面的风险管理体系。公司在债券投资流程中建立了严格的投前和投后信用风险管理机制，投前须通过独立的信用评估部门的内部评级，投后进行持续的定期和不定期的跟踪评级。

据了解，对于风险相对较高的行业和个券品种，太保一方面予以重点关注并提高跟踪频率，根据风险程度区分标注并进行警示，主动揭示债券和发行主体的信用风险；另一方面建立了高风险信用债券处置规程，及时预警并处置预期信用水平下降的债券，积极防范信用风险事件。

4. 资管新规下大类资产配置策略不变

另一个备受投资者关注的问题是，监管部门近期出台“资管新

规”，对太保投资端的主要影响有哪些？对于表内业务是否会调整相应的资产配置？第三方业务未来是否有望拓展资管边界？对此，太保管理层表示，资管新规的实施，对于我国资产管理行业持续、健康和稳定的发展，将起到正面和积极的作用。资产端表内业务短期基本不受影响。

据透露，目前，太保投资的品种主要是资金信托和保险资产管理公司发行的债权计划，均属于非标债权金融资产。银行非保本理财产品期限较短，主要将其作为资产配置中的短期战术性工具。

从大类资产配置的角度分析，太保在积极控制信用风险的前提下，通过合理配置信托产品和债权计划获取流动性溢价，从而稳定保险资金投资组合的净投资收益率，提高与保险负债的匹配度，这一投资方向总体上不会有大的变化。

风险控制方面，太保一直严格遵守监管规定，对于投资标的甄选，注意规避结构设计过于复杂、涉及多层嵌套的产品，交易对手也以具有较高信用等级的国有大型企业为主，并尽可能采取了多种类型的增信措施。

太保管理层表示，现有的业务模式和合规标准基本上在资管新规的要求框架内，因此，资管新规对该公司投资非标债权金融产品在业务模式和风控方面的影响较小，大类资产配置策略和战术配置执行总体将保持不变。

至于第三方业务方面，太保管理层认为，中长期看，资管新规对资管行业建立了统一的监管标准，保险资管将与其他资管机构处于同一起跑线，在一定程度上创造了新的发展机遇。未来各类资管机构的竞争有望更加聚焦主动管理能力，包括投研能力、风险评估与定价能力、风控能力、营销能力等。

但短期看，保险资管公司可能会受到一定影响。一是银行委外规模面临下降，导致保险资管的第三方管理规模萎缩；二是新规对非标资产投资进行了严格的限制，未来大部分资金来源对非标资产的配置将更加审慎。

太保管理层同时表示，近期已获证监会核准，太保资产正式成为

国联安基金的股东，获得公募基金牌照。“未来公司将进一步丰富和拓展在在资产管理领域的核心竞争力，培育和提升资产管理能力，为公司在资产管理领域拓宽边界奠定基础。”

5. 加强基金与集团各业务板块的协同发展

近期太保资产收购国联安基金，获取了公募牌照。太保资产作为保险资产管理公司，收购国联安基金的主要考虑是什么？新的合资企业未来有何发展目标？

对于投资者关心的收购基金公司目的的问题，太保管理层回答称，主要基于以下三点考虑。

首先，收购基金管理公司有助于拓展公司个人客户的服务面，全面服务个人客户的财富管理需求。收购国联安基金公司股权，是太保集团实施战略转型 2.0、完善业务布局的重大举措。公募基金业务牌照，是太保集团继保险类业务后取得的第二类金融业务牌照。

通过收购基金管理公司，获取公募基金牌照，太保集团可以搭建包括保险产品和基金产品在内的更为完整和丰富的个人财富管理产品线，积极服务个人客户的财富管理需求，从而有助于获取更多的个人客户。

同时，在合法合规的前提下，通过集团内部交叉销售或其它方式，可以促进保险业务客户与基金业务客户之间的相互转化与迁移，在太保集团层面创造和发挥协同效应。

其次，收购基金管理公司有助于进一步提升公司主动投资管理能力。从历史业绩记录来看，国联安基金在权益类投资的主动投资管理方面表现较强。收购完成后，太保集团将继续支持国联安基金提升投资能力，为广大基金客户创造优良业绩。

同时，在严格遵守相关法律法规的前提下，通过集团层面的整体协同和适度融合，将有利于提升太保集团的整体主动投资管理能力，更好地服务于保险资金的稳健运用。

太保管理层表示，在收购完成后，也将充分利用基金管理公司的公募平台优势与机制优势，加强投资团队建设，招揽优秀投研人才，从而进一步提升太保集团的整体投资能力，实现良性互动和循环。

第三，通过发挥公募基金的政策与税收优势，将有利于稳定和优化保险资金的投资收益。公募基金是我国标准化程度最高、管治最为成熟的财富管理业务领域之一，法律地位明确，是普惠金融的重要手段和工具，国家对公募基金行业有一定的政策支持和税收优惠。

例如，公募基金持有人所获取的基金分红收入具有免税效应；公募基金在运营过程中所产生的证券买卖价差目前暂免征增值税。在合法合规的前提下，发挥公募基金的政策与税收优势，对稳定和优化保险资金的投资收益也将起到一定的积极作用。

谈及国联安基金未来的发展目标时，太保管理层透露，将坚持市场化导向，着力服务个人财富管理市场，丰富和完善产品线，注重风险管控，建立市场化的激励机制。在符合监管要求的前提下，加强与太保集团公司内部各业务板块的协同发展。通过五年左右的努力，建设成为一家管理规范、服务卓越、经营特色鲜明、规模和效益并重的基金管理公司。

（五）PE/VC

募资难、退出更难 创投行业又临洗牌期

募资难、投资难，退出更难，已经“飞”了好一阵子的创投行业，又一次走到了行业洗牌周期的门口。

“大量基金频频出现的情况下，今年反而感到募资更难了。”在5月18日的一场论坛上，多名创投行业人士均称，今年资管新规出台后，来自银行的资金受到限制，加上行业竞争加剧，今年以来创投行业募资出现困难。

在投资、退出方面，同样存在类似问题。由于天使基金机构化、产业资本强势介入、创投行业存在投机等原因，好的投资项目很难抢到手，价格也居高不下。但在退出时，难度却大幅增加，投资回报也在下降，创投行业即将进入洗牌期。

1. 募资、投资、退出三难

“从中央到地方政府，更多以母基金的形态（给予创投支持），大量基金频频出现的情况下，今年反而感到募资更难了。”在5月18日的第六届中国创业投资高峰论坛上，深创投总裁孙东升说，今年以来，创投行业最直接的感受，就是困局和迷惑，募资难、投资难，退出更难。

孙东升称，募资难主要难在社会募资，政府资金在创投母基金出资，存在比例限制，一般不超过25%-30%，资管新规出台后，一部分来自银行的资金受到限制，剩余的需要面向社会资本募集的部分，募资起来很困难。

“资管新规确实影响很大，特别是末端，市场上主流由政府引导资金，财政资金只占一部分，大头来自于银行表外资金。”毅达资本总裁尤劲柏说，资管新规出台之后，银行资金出不来，对股权投资行业带来了严峻影响。”

而在投资方面，同样存在类似问题。“好项目大家很难抢到手，而且投资价格居高不下。”孙东升称，近年来，以BAT为代表的产业资本，依靠强有力的生态圈，加上对行业的深刻理解，相较于创投和

PE 机构，具有天然的优势，形成了强烈的竞争态势。此外，由于一些天使基金机构化，导致在早期项目的投资上，也出现了比较激烈的竞争态势。

更为重要的是，创投行业本身也存在突出的投机现象。孙东升称，国内创投行业作为年轻的行业，缺乏专业投资能力，又表现出急功近利的心态，最近两年几乎每年一个风口，而今年上半年又出现了“独角兽”热，引发行业哄抢独角兽。

“独角兽都自带光环，大多数时候我们也没看明白，觉得很困惑。”基石资本总裁张维亦称，出现这种情况的原因，在于私募市场体现了充分的流动性，就出现了面粉比面包贵，甚至“劣质面粉比优质面包还贵”的怪现象。

行业哄抢优质项目，并未顾及退出时的市场变化。孙东升称，相较于募资、投资，项目如今退出更难。今年一季度，IPO 通过率仅 43%，远低于 2017 年的过会率，而 IPO 的退出案例同比下降 52.9%。

行业第三方数据显示，2018 年第一季度，共有 60 家中企完成境内外 IPO，相较于上年同期的 147 家，降幅接近 60%；其中 A 股市场有 37 家，创 2016 年 2 季度以来的新低记录。股权投资基金退出案例 491 笔，其中 IPO 退出 162 笔，同比下降 32.8%。

2. 回报下降，要注重流动性

对于创投机构来说，面临的另外一大严峻考验，是投资退出的难度不断加大。随着 IPO 审核的不断加强，最近两年来，VC/PE 通过 IPO 退出的数量，已经呈直线下降趋势。

“最近倡导独角兽上市，我们认为这会增加否决率，也会提出提出一些新的要求，给一些独角兽让步，创投机构多数投的还是中小企业，未来上市可能产生比较大的影响，现在若干企业已经开始撤材料，这是我们比较忧虑的。”孙东升称。

退出数量下降的同时，孙东升还称，尤其是对独角兽企业的争抢，导致回报进一步下降，一级市场估值高企，二级市场中小创投整体下移，导致创投在一、二级市场的套利空间，也在逐渐丧失，未来投资企业集体上市，将难以获得前几年的高额回报，10 倍回报可能就是

较好的收益，正常情况下可能只有三、五倍。在这种情况下，如果没有一个较高的成功率现盈利会变得非常困难。

而创投的投资回报，目前已经处于较低水平。上述行业第三方数据显示，今年一季度，按发行价计算，34家VC/PE投资的中企获得3.01倍的平均账面回报，比2017年2.5倍上涨21.2%，但整体仍维持在较低水平。

孙东升说，制度红利对市场的刺激锐减，未来创投收益不容乐观。他举例称，深创投投资华大基因的价格，达到43元/股，远高于后来IPO的发行价，后来该公司股价一路飙升，后来一路飙升，目前投资回报处在正常状态，但收益率也不高。

“现在一、二级市场价差越来越小，一些风口行业、风口企业，已经出现了市盈率倒挂的情况，甚至有些企业采取了招标竞价的方式做私募融资，空所以间套利越来越窄，成长性就成了唯一的选择。”尤劲柏说，IPO政策的不确定性，也对退出也带来很大影响。

除了IPO政策、定价之外，盲目追捧独角兽，导致的投资风险，也对创投创投回报率产生很大影响。张维称，很多独角兽企业虽然“光环很大”，但并不是每家都能走好，有些企业提出的所谓市场需求其实是伪需求，最终只有少数企业能走出来。

在业内人士看来，上述现实意味着，创投行业即将进入洗牌期，行业资源将向具有稳定募资能力、稳定团队的头部机构聚集，而新成立的小基金可能难以得到发展。与此同时，募资难、投资难、退出难的现实，流动性对创投机构的重要性也日益增加。“流动性要引起我们的重视，股权投资流动性比较差，是创投这种机构的天然特点，整个公司的流动性将时一个重要因素，可能各家机构都遇到这样的情况。”孙东升说。

20.6亿拿下拜博口腔51%股权 泰康保险看中了什么

近日，经中国银保监会批复同意，泰康保险集团宣布战略投资拜博口腔医疗集团（以下简称“拜博口腔”）。泰康人寿出资20.6236亿元人民币，投资拜博医疗51.56%股权。

据了解，本次投资由泰康健康产业投资控股有限公司牵头实施，由泰康人寿保险有限责任公司出资，意味着泰康保险集团打造的高端医疗模式在口腔专科领域正式落地。

资料显示，拜博口腔创始于1993年，2014年联想控股战略入股拜博，年均客流量超过百万。历经25年快速发展，拜博口腔在北京、上海、广州、深圳等50余个城市拥有200余家口腔医疗机构。由于门店数量增加放缓行业竞争加速等原因，拜博口腔仍然处在亏损状态。

泰康人寿牵手口腔医院，原因为哪般？泰康保险相关负责人表示，此次泰康的投资入股，是保险业与口腔医疗行业的一次重大结合，双方在资金、产品和客户上有着天然的协同优势。拜博口腔的网点布局、规模体量、业务定位跟泰康的客户基础高度契合，将与泰康旗下寿险、健康险产生显著协同效应。另一方面，两者的联合将有力整合服务方与支付方，实现医疗服务和保险支付的无缝对接，真正实现口腔医疗服务的提供方、支付方、大众消费者多方共赢。

泰康保险集团董事长陈东升则在接受采访时表示，泰康保险会迅速推出一款口腔保险和少儿口腔保险，在美国有60%的人都拥有齿科保险。所以，泰康和拜博的结合，是把支付和服务的结合，为保险客户、口腔需求客户打造一个完全的、闭环一体的一体化服务。

“拜博口腔已初步完成全国布局目标，如何进一步提高内涵式能力增长则成为其下一个核心发展主题。”联想控股表示，“联想控股一向鼓励并帮助被投企业通过多种方式获取企业发展所需的资源，此次泰康的加入将更有力地推动拜博下阶段目标的达成，为广大消费者和整个行业创造更大价值。”据悉，入股后，泰康将向拜博口腔提供资金、客户、品牌和产品等多方面的支持，利用自身优势为拜博口腔提供营销推广、人才培养、学科建设、产品开发等支持。