

where
Wall Street
goes to school™

纽金中国 财经观察周报

NYIF China Finance Review Weekly

第 110 期 2019.07.01-2019.07.07

纽金美国: www.nyif.com

纽金中国: www.nyif.com.cn

纽金中国学习平台: learning.nyif.com.cn

监管	银保监会: 扎实推进金融供给侧结构性改革.....	8
	中国将向面临重大流动性风险的证券公司提供流动性支持.....	11
中资	已获两张“入场券”城商行系理财子公司将加入战局.....	12
	供应链金融成银行新突破口, 发力仍面临三大痛点.....	14
	老虎证券又有大动作! 940 万美元收购美国 33 年老牌券商.....	16
外资	美国投行再度兜售 CDO、CDS 新一轮“金融危机”风雨欲来?	17

本周关注: 2019 年下半年中国经济展望: 发展的内敛

来源: FT 中文网 (作者介绍: 程实, 系工银国际首席经济学家、董事总经理、研究部主管; 钱智俊, 系工银国际高级经济学家。)

“内重则可以胜外之轻, 得深则可以见诱之小。” 2019 年, 全球经济在增长端滑向中枢水平之下, 在风险端陷入地缘博弈之中。

时逢外部乱局, 中国经济正在积极转向内敛化发展, 向体内寻觅增长潜力。一方面, 得益于结构性优化, 内生增长引擎的韧性有望延展。下半年, 抑制消费增长的新旧结构错配料将加速消解, 而减税红利的真正释放则有望引导企业盈利和制造业投资企稳。房地产投资的总量数据虽将下滑, 但是经结构拆解之后, 其对经济增长的真实压力或小于市场预期。另一方面, 顺应全球政策转向, 中国经济政策的内部空间可供深入挖掘。下半年, 积极财政有望进一步发力, 支撑基建投资稳步上行。随着美联储大概率重启降息, 中国货币政策料将延续结构化的边际调整。



点击访问
纽金中国学习网站
learning.nyif.com.cn



立足于内敛化发展，2019 年下半年，中国经济预计将在外部冲击中守住增长底线，消费引擎的主导地位进一步巩固，经济结构转型升级仍将平稳推进。持续释放的增质红利不仅有望促进“大消费+新经济”的价值双主线映射于资产价格，亦将在全球乱局中凸显相对优势，吸引外资渐次回归中国市场。

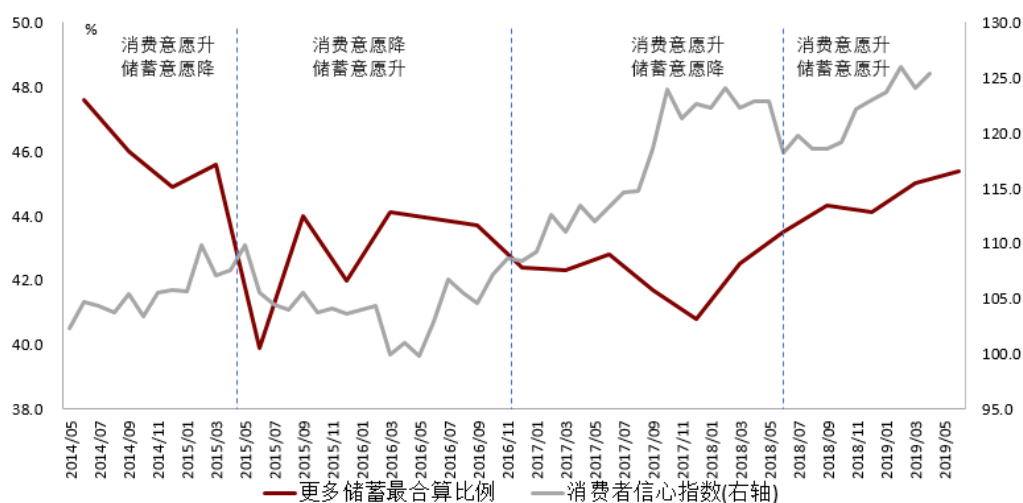
内敛之一：延展内生韧性，下行压力不失控。

2019 年一、二季度，在外部风险的冲击下，中国经济走势经历较大起伏，进一步凸显了下半年对内生增长的倚重。从静态来看，作为内生增长的核心，中国消费、制造业投资、房地产投资均不缺问题，构成了当前市场悲观预期的三大根源。但是，从动态来看，考虑到结构改善和政策演进，中国经济内生增长也不缺解法。我们认为，上述三大核心的下行压力不会失控，将呈现超预期的增长韧性，2019 年社消零售总额同比增速有望触及 8.5%，固定资产投资同比增速有望维持于 6.3%。

首先，消费引擎有望打破新旧错配。2019 年上半年中国消费增长不及预期，主要是遭遇了结构性的新旧错配。从消费能力来看，2019 年年初至今，中国居民可支配收入增速保持平稳，而人均消费支出增速却呈现下降趋势，两者的剪刀差渐次扩大。总量性的消费能力未得到充分调动。从消费意愿来看，可以发现（详见附图），从 2017 年开始，总体消费意愿比例振荡上行，2019 年虽在外部冲击下有回落，但是仍居于高位，而大额商品消费意愿比例持续下行，至 2019 年已经触及历史低谷。

上述现象共同表明，中国消费升级趋势并未在总量上被外部风险阻断，而是正在处于结构上的新老交替阶段。其中，旧部分是传统的大额商品消费，主要以汽车、高档商品消费为代表。新部分则是消费升级重心下沉，从高档消费品转向中档消费品、从一二线城市转向低线城市和农村地区。受制于商业模式、物流运输、交易成本、信息匹配等因素，当前的供给结构和方式并未顺利匹配这一结构性变化，导致旧动力过快衰退、新潜力未能充分释放。由此，主动的消费意愿未能兑现为消费支出的现实增长，反而被动转化为储蓄行为，2019 年上半年消费意愿和储蓄意愿出现了携手上升的怪现象。

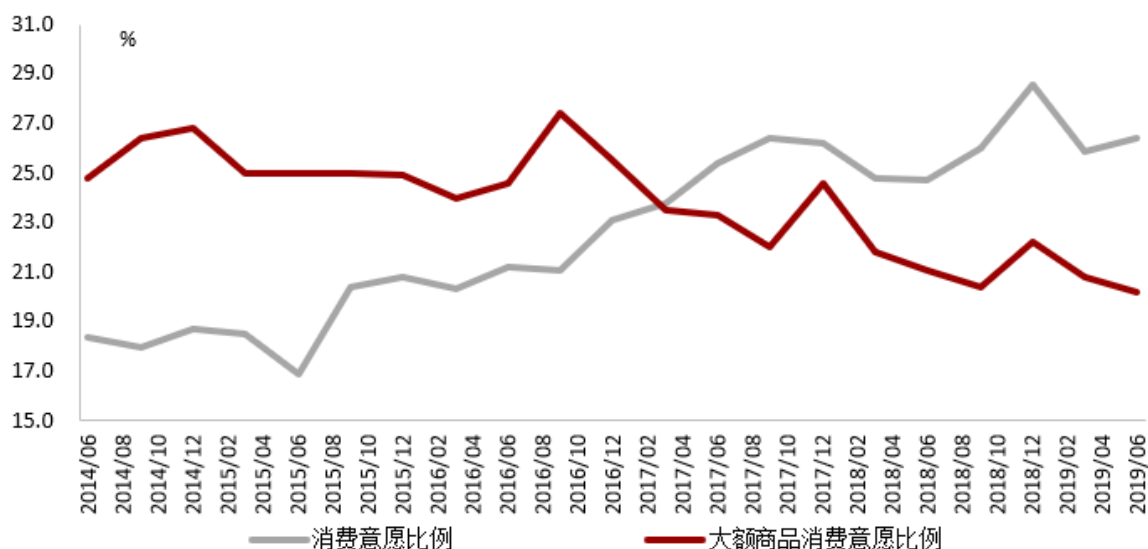
2019 年上半年中国居民消费、储蓄意愿双上升



资料来源：Wind 以及我们的整理

所以，当前消费增长乏力是阶段性、结构性的，亦将随着结构桎梏的瓦解而得到显著改善。针对这一问题，下半年政策调控有望从结构入手，推动消费增长中枢温和抬升。第一，加速新力释放。顺应消费重心下沉趋势，新一轮基建发力有望完善低线城市、乡镇地区的消费基础设施，打通新零售向县域经济的渗透渠道。同时，加速推进城乡公共服务均等化，由此激活县域经济对医疗、文娱、教育等服务消费的升级需求。第二，避免旧力过快流失。在“因城施策”的基础上，下半年或将推出更多针对汽车、家电等大额消费品的补贴政策，有望拉动汽车销售走出当前低谷。

近年来中国消费潜力的结构性分化持续加剧

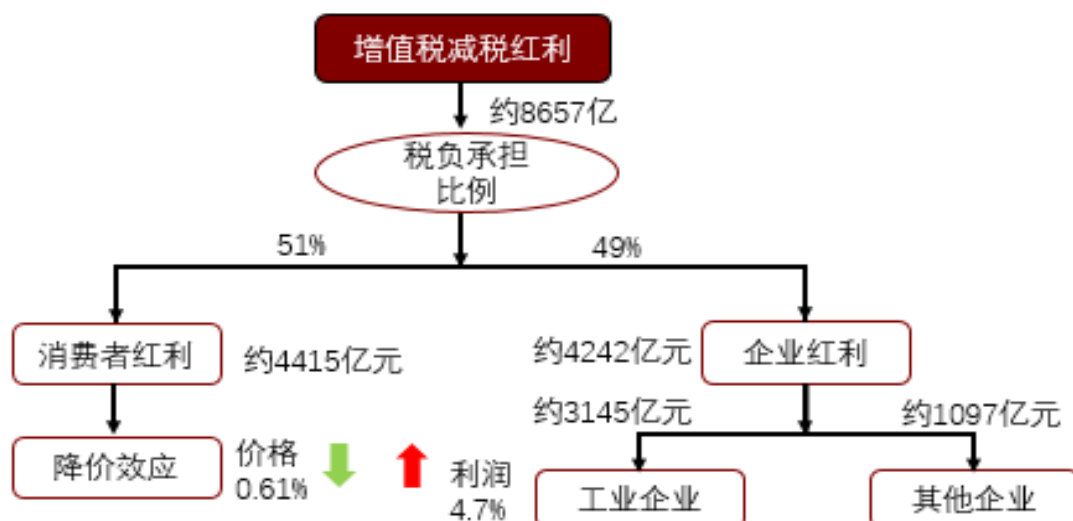


资料来源：Wind 以及我们的整理

其次，制造业投资将逐步企稳。2019 年上半年，企业盈利能力的恶化严重拖累了制造业投资意愿，这也是上半年中国经济投资引擎表现低迷的主要原因。展望下半年，此前落地的大规模减税降费将度过政策时滞期，真正进入红利释放期，有望成为企业盈利和制造业投资的稳定器。

根据我们测算，本次增值税减税所产生的 8657 亿元红利中，除流向消费者的 51% 外，剩下的 49% 部分将直接惠及企业部门。其中，约 3145 亿元红利将流向工业企业，并转化为企业盈利。这预计将对 2019 年规模以上工业企业利润的同比增速产生 4.7 个百分点的正向影响，对主营业务利润率产生 0.3 个百分点的提振作用，从而减缓企业盈利的下行趋势。此外，本次增值税减税配套政策（约 1400 亿元），小微企业的普惠性减税（2000 亿），以及社保费率及税基下调（3000 亿元），有望进一步扩大减税降费对企业盈利的改善效应。得益于此，至 2019 年末，工业企业利润的累计同比增速有望逐步回升至 5% 左右，并带动制造业投资增速企稳。

2019 年增值税减税红利的分布情况



最后，房地产投资无需过度悲观。2018 年，随着房市政策和金融条件双收紧，房企纷纷转向高周转策略，以加速回笼资金，客观上促进了房地产投资的高增长。随着高周转策略逐步退出，房地产投资下行压力逐步显露，成为市场所忧虑的 2019 年下半年重大风险之一。着眼于房地产投资的结构特征，上述压力虽然将在纸面数据上兑现，但是其对经济增长的真实拖累料将低于市场预期。

其一，经济压力有“水分”。高周转策略的退出将率先导致土地购置费用的大幅下滑，从而引发房地产投资增速的纸面数据明显恶化。当前，这一趋势已经出现，从 2018 年 7 月至 2019 年 5 月，土地购置费的累计同比增速降幅高达 45 个百分点。然而，由于 GDP 核算中的固定资本形成不涵盖土地价值，因此土地购置费并不计入 GDP。所以，这部分的房地产投资恶化看似剧烈，实际上对经济增长影响甚微。

其二，建安投资有支撑。高周转策略退出对“稳增长”的真正威胁，在于土地购入的减少引发后续建筑施工的萎缩，从而拖累作为房地产投资核心且计入 GDP 的建安投资。但是，从行业经验来看，中国房地产投资主要以容积率为 2.5-5 的户型为主，从购地到新开工约需 4-6 个月，从新开工到竣工约需 24-30 个月。从数据来看，本轮周期中，从土地购置费的触顶回落（2018 年 7 月）到新开工面积的回落（2018 年 12 月）历经 5 个月，验证了从购地向新开工的压力传导（详见附图）。由此推断，建筑面积的触顶回落将大概率出现在 2020 年，而非 2019 年。事实上，2019 年 2 月至今，建筑面积累计同比增速持续提振，仍在上行周期。从历史经验看，建筑面积和建安投资具有高度的同期相关性（详见附图），因此在建筑面积保持稳定的情况下，建安投资的下行风险有限。

内敛之二：挖掘政策空间，适应博弈长期化。

展望下半年，中国经济外部的最大不确定性依然来源于中美贸易博弈。从方向来看，随着 6 月底 G20 峰会两国元首会晤，中美经贸谈判重新启动，本轮贸易摩擦暂别短期急速升级，转入长期博弈阶段。从力度来看，5 月末至今，美国公布的消费者支出、PMI、非农就业、通胀预期等关键数据接连走弱，进一步验证了我们此前报告的判断，即美国经济将于 2019 年中走入周期拐点。受此掣肘，美国经济难以承担贸易博弈的极端化升级。有鉴于此，我们认为，贸易博弈将走向“长期化+非极端化+多维化”，贸易风险虽有起伏但不会失控，同时博弈重心向金融、科技、全球治理等领域逐步拓展。

全球贸易博弈的长期延续固然会对中国经济产生外部压力，但是由此引致的全球政策环境的转变，也赋予了中国经济政策新的内部空间。中国经济政策有望从三个维度进行内部拓展，在下半年守住增长底线。

第一，财政政策取代货币政策，成为逆周期调控的新主角。下半年，得益于全球经济重返利率下行轨道，积极财政的融资成本压力有望得到边际改善。由此，近年来剩余的地方专项债额度或将得到利用，同时专向建设债、专项债突破额度、特别国债等措施有望进入政策菜单，以进一步强化基建对经济的托底作用。与财政政策相配合，下半年社会安全网预计亦将得到完善，通过失业保险基金、高职院校扩招、扩大服务业容量等措施，保障居民生活水平，以巩固国内中长期需求和预期。

第二，由于下半年美联储大概率降息，中国货币政策将顺势而为。其一，伴随美联储降息节奏，中国央行有望适时适度调降OMO、MLF的利率，但调降存贷款基准利率的可能性依然较小。这将兼顾当前“稳增长”和未来利率并轨“促改革”的双重目标。其二，当前至年底，料将有进一步的降准或定向降准落地，配合TMLF加码，进一步打破中长期流动性约束。其三，央行预计将通过永续债等措施，补充商业银行尤其是中小银行资本金，舒缓民营和中小企业的融资瓶颈。由此，M2增速、社会融资规模增速等总量性指标，下半年有望温和回升。

基于上述的外部局势和内部政策，下半年“滞胀”风险压力较小。从内部来看，虽然“猪周期”的影响料将继续发酵，但是由于货币政策将强调“结构功能”，而非一味地总量发力，因此通胀压力相对可控。从外部来看，前期贸易博弈成本的显现将拖累全球总需求，对全球油价中枢形成抑制，在美伊不发生军事冲突的情况下，“猪油共振”局面难以形成。有鉴于此，随着下半年“猪周期”进一步发力，部分月份的CPI同比增速可能再度冲高，但不会突破3%，全年通胀中枢水平预计为2.5%。

内敛的发展，增质的机遇。

综上所述，得益于经济发展的内敛趋势，2019年下半年，中国经济金融有望在复杂多变的国际形势中，呈现三大相对确定的内部特征。一是，内敛发展夯实内生增长。基于内部的增长韧性和政策空间，我们预计，2019年中国经济增速有望稳定于6.4%。同时，虽然人民币汇率整数关口的政策意义将进一步淡化，但是美元兑人民币汇率年内“破7”的概率依然较小，人民币汇率有望在下半年渐次企稳。二是，内部机遇激活价值主线。国际局势动荡带来的风险偏好起落难以提前捕捉，但是经济增质产生的价值主线可以提前布局。2019年下半年，中国经济增质将继续为“大消费+新经济”两条价值主线注入红利，由此产生的结构性机遇料将加速向资本市场映射。三是，内部红利吸引外部青睐。在全球复苏疲弱之际，中国经济增质红利的相对优势有望进一步凸显。叠加金融开放的持续扩大，国际资本对中国经济金融的长期青睐不会逆转。2019年下半年，外资产将按照先固收类资产、后权益类资产的方式渐次回归中国市场。

中国上市银行（A股）（人民币元）

	代码	银行	价格	每股收益	每股净资产	市盈率	市净率
1	000001	平安银行	13.92	0.43	13.24	8.02	1.05
2	002142	宁波银行	23.78	0.65	13.44	9.14	1.77
3	002807	江阴银行	4.73	0.09	4.84	13.25	0.98
4	002839	张家港行	5.70	0.14	5.26	9.90	1.08
5	002936	郑州银行	5.12	0.18	5.05	7.24	1.01
6	002948	青岛银行	6.51	0.11	4.82	14.47	1.35
7	002958	青农商行	7.36	0.14	4.15	13.44	1.78
8	600000	浦发银行	11.57	0.56	15.28	5.16	0.76
9	600015	华夏银行	7.80	0.30	12.56	6.52	0.62
10	600016	民生银行	6.09	0.36	9.75	4.22	0.62
11	600036	招商银行	36.47	1.00	21.09	9.11	1.73
12	600908	无锡银行	5.71	0.16	5.44	8.69	1.05
13	600919	江苏银行	7.33	0.33	9.07	5.61	0.81
14	600926	杭州银行	8.19	0.35	9.66	5.79	0.85
15	600928	西安银行	8.19	0.16	5.08	13.01	1.61
16	601009	南京银行	8.61	0.39	8.47	5.50	1.02
17	601128	常熟银行	7.88	0.16	5.07	12.09	1.55
18	601166	兴业银行	18.27	0.95	21.97	4.83	0.83
19	601169	北京银行	5.99	0.30	8.50	5.00	0.70
20	601229	上海银行	8.97	0.46	13.37	4.88	0.67
21	601288	农业银行	3.65	0.18	4.72	5.21	0.77
22	601328	交通银行	6.18	0.28	8.87	5.45	0.70
23	601398	工商银行	5.67	0.23	6.53	6.16	0.87
24	601577	长沙银行	9.40	0.40	9.32	5.87	1.01
25	601818	光大银行	3.86	0.19	5.65	5.20	0.68
26	601838	成都银行	8.92	0.35	9.00	6.36	0.99
27	601860	紫金银行	7.45	0.08	3.39	23.39	2.20
28	601939	建设银行	7.54	0.31	7.89	6.13	0.96
29	601988	中国银行	3.75	0.17	5.13	5.42	0.73
30	601997	贵阳银行	8.98	0.57	13.27	3.96	0.68
31	601998	中信银行	6.05	0.27	8.55	5.60	0.71
32	603323	苏农银行	5.71	0.12	6.03	11.78	0.95
		平均				8.01	1.03

香港上市银行（港币元）

	代码	银行	价格	每股收益	每股净资产	市盈率	市净率
1	00011	恒生银行	195.00	12.66	81.13	15.40	2.40
2	00023	东亚银行	22.45	2.25	31.70	9.99	0.71
3	00222	闽信集团	4.01	0.97	11.27	4.14	0.36
4	00440	大新金融	36.60	5.99	79.59	6.11	0.46
5	01111	创兴银行	13.78	1.81	23.18	7.61	0.59
6	02356	大新银行	13.96	1.76	18.19	7.91	0.77
7	02388	中银香港	31.00	3.03	24.31	10.24	1.28
8	02888	渣打集团	71.55	2.50	107.07	28.61	0.67
		平均				11.25	0.90

数据日期：截至2019年7月5日（周五）收盘价

经济数据

● 中国

瑞银财富管理周四称，预计中国在今年余下时间内再降低存款准备金率100-200基点，加上借贷便利等工具足够支持流动性宽松，不会跟随美联储（FED）降息而下调基准利率，人民币兑美元将保持在7.0以内。

经济学人智库最新发表预测，届2030年中国的劳动年龄（15-64岁）人口将较去年减少7,000万，这将限制中国的潜在经济增长；而在过去数十年推动中国经济增长的人口红利将急速消散。

● 美国

劳工部周五公布报告称，6月份就业增长大幅反弹，新增非农就业人数达到了22.4万人，此前市场担心就业形势和整体经济增长前景开始变得疲软；失业率小幅上升，至3.7%。美国非农就业报告表现强劲，从而使得美联储在定于7月份召开的下一次货币政策会议上降息的可能有所下降。但就业报告还指出，薪资增长放缓，且越来越多的证据显示美国经济正在失去动能，这仍可能为美联储在月底降息提供足够的缓冲。

● 欧洲

德国工业订单数据表现疲弱，加深了这个欧洲最大经济体所面临的黯淡局势，从而进一步为投资者提供了暂停股票投资的理由。

英国本周的企业调查显示第二季度整体产出萎缩，这一来自英国企业和消费者的最新信号突显出英国经济在2019年强劲开局后的放缓程度。今年第一季度许多公司忙着为原定的3月脱欧最后期限做准备。随后经济放缓不仅仅是库存激增的贻害。英国招聘与就业联合会(REC)周五表示，6月通过招聘公司招聘的永久职位连续第四个月下降。

中国上市银行（H股）（港币元）

	代码	银行	价格	每股收益	每股净资产	市盈率	市净率
1	00416	锦州银行	---	1.43	7.44	---	---
2	00939	建设银行	6.27	1.15	9.20	5.44	0.68
3	00998	中信银行	4.44	1.04	9.97	4.26	0.45
4	01216	中原银行	1.78	0.14	2.57	12.97	0.69
5	01288	农业银行	3.25	0.66	5.50	4.96	0.59
6	01398	工商银行	5.55	0.95	7.61	5.87	0.73
7	01551	广州农商	4.40	0.76	6.15	5.79	0.72
8	01578	天津银行	4.42	0.79	8.84	5.62	0.50
9	01658	邮储银行	4.70	0.75	6.40	6.27	0.73
10	01916	江西银行	5.01	0.52	6.11	9.67	0.82
11	01963	重庆银行	4.67	1.38	11.05	3.38	0.42
12	01983	泸州银行	3.00	0.33	3.21	9.04	0.94
13	01988	民生银行	5.44	1.31	11.37	4.16	0.48
14	02016	浙商银行	4.19	0.70	5.24	5.98	0.80
15	02066	盛京银行	5.68	1.01	11.12	5.62	0.51
16	02139	甘肃银行	1.85	0.39	2.86	4.75	0.65
17	03328	交通银行	5.98	1.12	10.34	5.32	0.58
18	03618	重庆农商	4.22	1.03	8.07	4.08	0.52
19	03698	徽商银行	3.07	0.82	5.84	3.74	0.53
20	03866	青岛银行	6.82	0.52	5.62	13.23	1.21
21	03968	招商银行	38.60	3.69	24.59	10.46	1.57
22	03988	中国银行	3.28	0.69	6.19	4.74	0.53
23	06122	九台农商	2.96	0.28	3.71	10.51	0.80
24	06138	哈尔滨银行	1.65	0.58	4.80	2.86	0.34
25	06190	九江银行	10.60	0.83	10.93	12.72	0.97
26	06196	郑州银行	3.04	0.55	5.89	5.51	0.52
27	06818	光大银行	3.58	0.73	6.59	4.89	0.54
		平均				6.61	0.69

全球主要上市银行（美元）

	代码	银行	价格	每股收益	每股净资产	市盈率	市净率
1	BAC	美国银行	29.26	3.00	28.08	9.75	1.04
2	BBVA	BBVA 银行	5.68	0.91	9.32	6.22	0.61
3	BCS	巴克莱	7.84	1.20	19.71	6.54	0.40
4	BK	纽约梅隆	44.53	4.22	43.05	10.55	1.03
5	BNS	加拿大丰业	54.27	6.94	55.18	7.82	0.98
6	C	花旗集团	71.40	7.84	84.87	9.10	0.84
7	COF	第一资本金融	92.54	12.95	113.89	7.15	0.81
8	CS	瑞士信贷	12.25	0.83	17.56	14.80	0.70
9	DB	德意志银行	8.03	0.15	34.60	54.33	0.23
10	FMBI	第一中西部	20.88	1.59	20.20	13.10	1.03
11	HSBC	汇丰控股	42.08	3.62	45.80	11.62	0.92
12	ING	荷兰国际	11.78	1.34	15.23	8.76	0.77
13	JPM	摩根大通	113.49	10.15	80.10	11.18	1.42
14	KEY	KeyCorp	18.00	1.84	15.79	9.78	1.14
15	LYG	劳埃德银行	2.89	0.30	3.22	9.62	0.90
16	MFG	瑞穗金融	2.89	0.43	6.57	6.75	0.44
17	MS	摩根士丹利	44.21	5.06	47.99	8.74	0.92
18	NYCB	纽约社区银行	10.21	0.88	14.18	11.54	0.72
19	RBS	苏格兰皇家	5.77	0.44	9.56	13.19	0.60
20	RF	地区金融	15.21	1.72	15.31	8.86	0.99
21	SAN	桑坦德银行	4.69	0.52	6.84	8.99	0.69
22	SIVB	硅谷银行	222.90	20.52	102.69	10.86	2.17
23	SMFG	三井住友	7.07	1.02	15.16	6.91	0.47
24	UBS	瑞银集团	12.14	1.10	14.45	11.02	0.84
25	USB	美国合众	53.68	4.47	32.70	12.00	1.64
26	WFC	富国银行	47.77	5.14	44.02	9.29	1.09
		平均				11.48	0.90

数据日期：截至2019年7月5日（周五）收盘价

市场综述

● 中国股市

中国股市当周冲高回落，沪综指.SSEC 全周小涨 1.1%。中美元首就重启贸易谈判达成一致，提振周一大盘高开高走，个股普涨，资讯科技股特别是华为供应商股价涨幅居前；不过乐观情绪来得快去得也快，尽管中美将恢复磋商，但市场对前景预判依旧谨慎，此外 6 月 PMI 数据疲弱，显示经济未现回暖迹象，股指因此承压逐步回落，但沪综指 3,000 点附近支撑力度较强，周四和周五两度下探均未果。

● 美国股市

美国股市周五小幅收低，标普 500 指数结束连续三天刷新收盘纪录的走势，此前美国公布的就业报告意外强劲，促使投资者重新评估美国联邦储备理事会(美联储/FED)下次会议立场会有多鸽派。

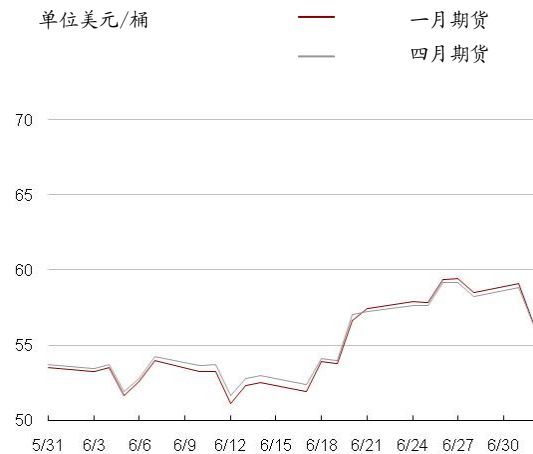
● 欧洲股市

欧洲股市周五结束连续六日上涨的势头，因德国疲弱的经济数据和瑞典 Hexagon 公司的悲观财测带来压力，在美国公布强劲的就业数据，促使投资者缩减对美国联邦储备理事会(美联储/Fed)本月大幅降息的押注后，欧股扩大跌幅。

原油

NYMEX 原油期货 30 天价格走势图 (2019.05.31 - 2019.07.02)

来源：美国能源信息署



在7月4日召开的国新办新闻发布会上，银保监会副主席周亮表示，当下，金融服务实体经济质效得到持续提升，防范化解金融风险取得积极进展，金融业改革开放迈出新步伐，下一步，将坚持稳中求进，持续深化金融供给侧结构性改革，着力增强金融服务实体经济能力，深化金融改革开放，平衡好稳增长和防风险的关系。

当天的发布会上，银保监会副主席梁涛，首席风险官、新闻发言人肖远企，首席检查官杨丽平也就相关问题回答了记者提问。

大型银行“掐尖”？低利率贷款是否可持续？

近年来，银保监会在落实党中央、国务院关于深化民营、小微企业金融服务要求方面做了大量工作，也取得一些成效，实现了信贷增量扩面，融资成本有效降低，同时完善了“敢贷愿贷”机制，也提升了“能贷会贷”能力。

在此过程中，大型银行积极发挥“头雁”作用，显著提高小微企业贷款速度。截至5月末，大型银行普惠型小微贷款余额2.1万亿元，较年初增长23.7%。

对于外界关注的大型银行“掐尖”现象，杨丽平回应，目前小微金融市场空间较大，普惠型小微企业法人和企业主贷款户数占有纳税申报企业的比例仅为26%。从大型银行的客户情况来看，主要还是结合本行数据与整合外部数据，先立足于在本行有业务的小微客户进行筛选。她表示，中小地方性法人银行在整个小微企业贷款当中依旧是主力军，地方法人对普惠型小微企业贷款的总量占整个普惠型小微企业贷款总量的55%，这部分银行有自己独特的经验和优势。

“适度竞争可以更好帮助银行改善服务。”杨丽平强调，不可否认，大型银行和中小银行在小微企业的客户上肯定会有一些重叠。但是通过大型银行发挥“鲶鱼效应”，能够带动市场的活跃程度，也可以促进小微企业客户群体下沉，把小微企业市场服务的“蛋糕”做大。杨丽平表示，下一步，银保监会将继续指导大中小银行都发挥好各自的特长和优势，形成优势互补、良性竞争的差异化服务格局。

另外，外界也非常关心5家大型银行新发放的普惠型小微企业贷款平均利率4.79%是否商业可持续。杨丽平表示，大型银行发放小微企业贷款的定位是保本微利，对此，各行加强成本核算、改进风控，不断完善产品和服务。同时，通过大数据、云计算等，更准确识别风险，降低对抵押担保的过度依赖，从而降低自身的资金成本、运营成本、风险成本。另外，国家也对小微企业贷款给予了优惠政策，比如人民银行对普惠金融实施定向降准、创设定向中期借贷便利，财税部门也有相关的政策，这些都会反映在小微企业贷款定价当中。

杨丽平提醒称，个别银行将低利率资金贷给企业之后，相关的资金被用于套利购买理财产品，对此监管也要求各行加强贷款的流向管理，让低成本资金不被挪用，更好地服务小微企业。

纠正保险业市场乱象

“近几年来，我国保险机构经历了一个快速发展阶段，也出现了盲目扩张和乱象。乱象集中表现在公司治理薄弱、违规资金运用、产品创新不当、销售误导、财务业务数据不真实等方面。”梁涛在发布会上表示，针对上述问题，银保监会党委正式成立后，于2018年5月份召开了深化整治银行业和保险业市场乱象的工作推进会议。

在具体工作上，一是要求全面自查，部署所有保险机构针对市场乱象整治重点，自查本机构存在的问题并进行认真整改，确保整治工作落到实处。二是聚焦重点，扎实开展监管检查。2018年，监管部门对保险机构开展检查1466次，累计投入力量9793人次。今年检查的内容主要覆盖公司治理、偿付能力、资金运用、车险、农险、短期健康险等方面。三是依法依规严格惩处，保持高压态势。特别是落实双罚制，加强对高管人员的处罚，综合采取了限制业务范围、责令停止接受新业务、吊销业务许可证、撤销任职资格、禁止进入保险业等多种处罚措施，切实提高违法违规成本，使得机构不敢违规、不能违规、不愿违规。

梁涛表示，通过持续整治，取得了明显效果，保险市场的乱象在很大程度上得到了纠正。今年1至5月，共处罚保险机构277家次，对机构罚款4400多万元，责令停止接受新业务15家次，吊销业务许可证两家次。处罚责任人员416人次，对个人罚款将近1600万元，撤销任职资格18人次。同期，保险业为全社会提供风险保障总额2500万亿元；小额贷款保证保险为29万户企业，特别是中小企业提供了增信服务。目前，保险业开展的大病保险已经覆盖了11.29亿城乡居民，大病保险患者实际报销比例在基本医保基础上平均提升了10至15个百分点；保险资金通过投资债券、股票、股权等，已为实体经济直接融资8.8万亿元。目前来看，保险资金投资更加理性。保险机构风险合规意识明显增强，投资更加审慎理性，前几年个别机构非理性举牌、境外激进收购等行为得到明显遏制，保险资金运用总体平稳。此外，制度短板也得到有效弥补。2018年以来，修订出台规章和规范性文件20多项。部分制度滞后、缺位、交叉重叠和相互冲突等问题得到有效解决，公司治理、资金运用、产品管理、消费者权益保护、监管能力自身建设等重点领域的制度体系进一步健全和完善。

牵好公司治理这一“牛鼻子”

此前，金融领域发生的一些案件反映出部分经营机构在公司治理方面存在的突出问题，主要表现为股权关系不透明、不规范，比如说股权代持的问题；还有关联交易管理粗放，存在着利益输送问题；发展战略盲目追求粗放扩张，内部管控与发展速度不相匹配。

对此类问题，梁涛在发布会上表示，银保监会高度重视公司治理工作，于去年4月份召开了中小银行和保险机构公司治理座谈会，对健全银行业和保险业的公司治理机制，组织调研和部署工作；“三定方案”出台以后，专门设立了公司治理监管部，统筹银行和保险业的公司治理监管工作。

“我们通过补齐制度短板，加强检查评估，并强化问责，持续推动银行业和保险业提升公司治理的合规性和有效性。”梁涛表示，在监管实践中，坚持分类施策，对不同的机构根据具体情况的不同，实施差异化监管。比如，对国有大型银行和保险公司，重点推进党的领导和公司治理的有机融合，在将党建写入公司章程的基础上，持续推动国有银行、保险机构公司章程与党委的议事决策规则有效衔接，完善“三重一大”事项决策的内容、规则和程序。对于中小商业银行和保险公司，重点开展股东股权和管理交易乱象的整治，严厉打击股东股权违规行为和通过非法关联交易进行利益输送的现象。

梁涛表示，下一步，银保监会将以提升银行业和保险业机构公司治理的有效性为核心，持续加强公司治理监管。一是进一步弥补公司治理监管制度的短板，完善银行保险业公司治理的监管制度体系，在公司治理的机制、股权管理、交易管理方面补齐制度短板。二是开展银行保险业机构公司治理的评价，针对发现的问题进行整改落实。三是推动公司治理监管的信息化系统建设，提升公司治理监管信息化水平和科技化水平。

开放节奏整体不受外部因素影响

在当天的发布会上，有记者提问“外部不确定性因素是否会影响中国对境外金融机构入华的立场和审批节奏”。对此，肖远企表示，这一问题也是银保监会非常关注的内容，并正在采取相应的措施。

肖远企强调，银行保险业对外开放整体上不受外部因素左右，主要还是根据行业自身发展的需要，根据防控风险和对外开放整体的需要。“我们长期认为，一个开放的、活跃度高的金融市场是有利于防控风险，有利于提供多样化的产品和结构，也有利于提高整个金融市场效率的。”

去年4月份，银保监会推出了15项开放措施，今年5月份，政策继续发力，推出12项开放措施。肖远企表示，今后还将根据需要，陆续推出更多的开放措施。“我们在对外开放方面，尤其欢迎那些有专业专长，在细分市场有特殊产品和管理经验的外资机构进来。”他举例谈到，在不良资产处置、财富管理、商业保理和健康养老保险领域，非常欢迎境外的金融机构来华开展业务。同时，也欢迎境外的金融机构等参与中国银行保险以及非银行金融机构改革重组，特别是中小机构的改革重组，包括可以采取一些法治化、市场化的收购、兼并、合并的方式。

另外，肖远企还提到，此轮开放既鼓励新的机构进入，也鼓励已经在中国境内营业的外资保险和银行等金融机构一同享受开放带来的利好。“比如，去年我们推出开放新措施以后，外资银行在市场的深度方面大大拓展，同业业务和零售业务都得到比较好的发展，既有利于现有在华经营的外资机构，也有利于新进入机构与中资机构一起相互借鉴学习，共同提高市场竞争力和活跃度，提高金融市场整体效率。”

回应社会关切

梁涛在回应安邦集团风险处置情况的问题时表示，安邦集团股权管理比较混乱，治理机制也比较失效，“三会一层”形同虚设，风险不断积聚。他介绍，2018年2月23日，银保监会依法对安邦集团实施监管，监管以来，银保监会主要采取了以下几个监管措施。

第一，保稳定。主要加强一线管控，通过综合施策，全力确保现金流安全，切实维护了消费者的合法权益。第二，瘦身。在确保稳定的同时，按照法治化、市场化原则，通过公开挂牌等形式，坚决处置出清与保险主业协同性不强的海外资产以及非核心的金融牌照，目前，有超过1万亿元的各类资产已经或正在剥离，公司资产规模有了明显下降。第三，纠偏。梁涛表示，此前安邦主要是发行一些中短期理财型产品，现在通过采取措施，持续降低中短期理财性产品的规模和占比，到今年年底，预计占比不会超过15%，推动公司全面回归保险主业。第四，推动重组。稳步推动引战重组，推动公司逐步实现正常经营。

“总的来看，在各方大力支持下，安邦集团的风险处置工作已经取得阶段性成效，风险得到了初步控制，没有发生处置风险的风险，公司利益相关方的合法权益得到有效保护。”梁涛表示，下一步，银保监会将按照中央的部署，加快推进资产处置、业务转型、拆分重组等各项工作，稳妥有序处置安邦集团的风险，打赢安邦集团风险处置的攻坚战。

另外，自包商银行接管以来，受到市场广泛关注。周亮表示，目前，包商银行的各项业务已经完全恢复正常，市场上个别中小金融机构的短期流动性困难，在采取了果断措施后，风险已经得到化解，现在市场是非常平稳的。

http://www.financialnews.com.cn/jg/dt/201907/t20190705_163229.html

中国将向面临重大流动性风险的证券公司提供流动性支持

2019.7.5 路透

中国证监会周五发布《证券公司流动性支持管理规定（征求意见稿）》，如果证券公司面临重大流动性风险，将允许它们申请证券投资者保护基金的支持。

证监会在一份指导意见草案中表示，如果券商或市场不能将风险降至最低，它们将能够申请证券投资者保护基金的支持。

“虽然当前证券行业尚未发生重大流动性风险，但与境外金融机构以及境内银行、信托等其他金融机构相比较，证券公司缺乏稳定的长效流动性支持手段，相关基础制度尚不健全。”证监会表示。

证监会称，其起草的证券公司流动性支持管理规定现向社会公开征求意见。有关意见和建议可于8月5日前反馈至中国证监会证券基金机构监管部。

证监会还指出，投保基金公司用于流动性救助的资金，不得超过投保基金上年末余额的80%，对单一证券公司的救助资金原则上不得超过投保基金上年末余额的30%。

另外，证监会称，“证券公司使用投保基金的期限不得超过一年。经住所地派出机构核实，到期归还确有困难的，经证券公司申请，投保基金公司同意后可以延期不超过一年。”

<https://cn.reuters.com/article/china-csrc-securities-firms-liquidity-07-idCNKCS1U101P>

已获两张“入场券”城商行系理财子公司将加入战局

2019.07.04 金融时报

近日，杭州银行、宁波银行先后发布理财子公司获批筹建的公告，成为首批拿到理财子公司“入场券”的城商行。

“理财子公司对于银行及资管市场的发展具有重要意义，特别是比较优质的城商行获批设立理财子公司值得关注。这一方面意味着监管层充分肯定了两家城商行在资管业务上取得的成绩；另一方面也是支持中小银行发展的一种实质性举措。”中国人民大学重阳金融研究院副院长董希淼在接受《金融时报》记者采访时表示。

城商行系即将入场。在首轮比拼中，城商行系理财子公司将如何立足？未来是否会有更多的中小银行入局？

首批两家花落浙江

7月1日，杭州银行发布公告称，近日收到银保监会批复，获准筹建杭银理财有限责任公司。筹建工作完成后，该行将按照有关规定和程序向银保监会浙江监管局提出开业申请。

次日，宁波银行也发布公告称，近日收到银保监会批复，获准筹建宁银理财有限责任公司。筹建工作完成后，将按照有关规定和程序向银保监会宁波监管局提出开业申请。

“浙江地区的城商行整体经营比较规范，盈利、资产质量都相对较好，首批拿到这个牌照也在意料之中。”东方金诚首席分析师徐承远对《金融时报》记者表示。

从今年一季报数据来看，两家银行业绩的确不俗，盈利指标都实现了两位数高速增长，同时，资产质量表现突出。

杭州银行一季度实现营业收入52.94亿元，同比增长26.64%；归属于上市公司股东的净利润18.15亿元，比上年同期增长19.25%。同时，该行资产质量继续企稳向好，截至一季度末，不良贷款率为1.40%，较上年末又下降0.05个百分点。

宁波银行一季度实现营业收入81.24亿元，同比增长23.4%；实现归属于公司股东的净利润33.9亿元，同比增长20.1%；不良贷款率环比持平为0.78%。

在整体经营稳健向好的基础上，两家银行理财业务卓有成效的转型成果也是其拿到首批“入场券”的催化剂。

数据显示，杭州银行近两年来实现了向净值化产品的飞速转型。截至去年年末，该行存续理财产品规模1931.90亿元，其中非保本理财规模为1874.80亿元，较年初增加101.74亿元。净值型理财产品占比从年初的5.15%提高至年末的31.32%；同时，零售理财产品占比进一步提升，从年初的72.77%提高至年末的86.75%。

宁波银行非保本理财规模则已占城商行鳌头。截至 2018 年年末，宁波银行理财产品规模 2594 亿元，增长 7.1%，净值型产品规模 536 亿元。该行非保本理财产品规模 2347.05 亿元，比 2017 年年末增加 17.7%。

城商行系的独特优势

“对于理财子公司的设立，监管部门多次明确按照‘成熟一家，批准一家’的原则给予支持。可以期待，未来会有更多中小银行系理财子公司获批。”董希淼认为。

据《金融时报》记者统计，截至目前，工行、建行、交行的理财子公司已相继开业，中行也于近日发布公告称其理财子公司获准开业。另外，加上新公告的杭州银行、宁波银行，目前已有 7 家银行在获批筹建中。除此之外，至今还有 20 家宣布设立理财子公司的银行尚待监管层批复，其中包括北京银行、江苏银行、徽商银行、青岛银行等 10 余家城商行。

自去年年末银保监会下发《商业银行理财子公司管理办法》（以下简称《管理办法》）以来，设立理财子公司的重要意图已十分明确。这既能够让理财产品与其他产品站在一条接近“统一”的起跑线上，同时还能解决多重嵌套、刚性兑付问题，提高信息透明度和监管有效性，有利于金融监管和资管行业长远发展。

站在中小银行业自身发展的角度来看，设立理财子公司也为其整体经营转型打开了另一扇窗。杭州银行在此前拟发起设立理财子公司的公告中称，“设立资产管理公司对未来发展能产生积极正面的影响，是顺应监管要求、完善表内外风险隔离机制、提升资管业务能力的重要举措，有利于资管业务实现专业化经营和推进转型发展，也有利于拓宽盈利空间并推动公司整体经营发展转型。”

不过，在首轮设立浪潮之下，城商行系如何立足值得关注。

“尽管理财子公司是独立的子公司，但仍是在母行体系内。城商行扎根本地，对当地市场更为熟识，有其自己独特的客户群体，这或是其理财子公司发展的优势之一。与此同时，城商行管理半径相对较短，决策机制比较灵活，更有利于理财产品的创新设计。”董希淼认为。

除此之外，专家认为，城商行可以更加灵活地引入外部投资者来增强子公司资本实力，引入更灵活的市场机制。事实上，两家城商行都在公告中提及，其理财子公司将在监管批准的前提下，根据业务发展需要在适当的时机引进战略投资者。

“参战”与否则需多方考量

两家城商行的获批筹建带来了很好的示范效应，但专家同时认为，并不是任意一家城商行都适合成立理财子公司，这需从业务规模、资本实力、经营管理能力等方面进行多方考量。

“设立理财子公司可能带来增量的资本要求，在如今资本补充压力较大的情况下，会给银行带来一定的挑战。”董希淼认为。

成立理财子公司首先要面对的是资本问题。根据《管理办法》，成立理财子公司最低注册资本要求是 10 亿元。这直接消耗商业银行核心一级资本，对资本充足率带来影响，同时还可能削弱银行其他业务拓展能力。

董希淼分析，在理财子公司投入资本 10 亿元，就意味着银行可能在其他业务上收缩规模。在极端情况下，银行将不得不收缩 100 亿元至 120 亿元信贷规模。而随着对实体经济服务力度加大、表外业务“回表”以及资本约束加强，商业银行资本补充压力越来越大，中小银行面临的这方面问题更突出。

据测算，如果参照信托公司监管标准，理财子公司 10 亿元净资本约能支持 1000 亿元至 1500 亿元的理财规模。所以，如果银行理财规模小于 1000 亿元，那意味着成立理财子公司之后其业务不够饱和，影响资本使用效率。

此外，《管理办法》虽然放松了对理财子公司非标资产投资要求，但如果理财产品总净值规模低于银行总资产规模的 11.4%，成立子公司并不能帮助银行提升理财投资非标资产能力。

http://www.financialnews.com.cn/gc/sd/201907/t20190704_163160.html

供应链金融成银行新突破口，发力仍面临三大痛点

2019.06.30 证券日报网

面对一个 2020 年产值有望达到 15 万亿元的蓝海市场，各家商业银行纷纷将供应链金融作为其战略转型过程中的着力点和新的业务突破口。

而近年来，中小银行也开始纷纷布局这一领域，以期为转型发展提供新动力。针对这一现象，金融壹账通供应链副总经理庄海龔日前在接受《证券日报》记者采访时表示：“供应链金融业务的开展，对于中小银行来说最重要的一点就是业务上的突破。”

中小企业融资难新抓手

中小企业金融服务目前已成为推进金融供给侧结构性改革，增强金融服务实体经济能力的重要一环，而供应链金融也成为了解决这些企业融资难题的重要突破口。

在 6 月 27 日举办的中国供应链金融高峰论坛上，中国中小企业协会专职副会长马彬表示，随着一系列政策落实推进，中小企业“融资难”、“融资贵”问题虽然在一定程度上得到缓解，但这些企业融资得不到满足以及融资成本高昂的情况依然存在，这也让本来抗风险能力就偏弱的中小企业处境更加困难。

供应链金融作为中小企业的重要融资渠道，通过对中小企业的先进管理和应收账款风险管理，能有效地将单个企业的不可控风险转变为供应链企业整体的可控风险。从根本上变革了风险管理的模式，让银行敢贷、能贷、愿贷，使得中小企业获得低门槛、低成本的贷款成为现实。

据了解，今年3月份，中小企业协会联合中小银行互联网金融联盟、金融壹账通共同发起设立中国中小企业协会供应链金融工作委员会，搭建中小企业供应链金融服务平台，运用区块链技术实现供应链上企业的多级信用穿透，在企业与银行间构建一张互信网络，使得信用好、经营优的中型企业也能够拥有自己的供应链金融系统，成为核心企业，让供应链上中小企业获得融资。

银行发力供应链金融 仍面临三个痛点

面对供应链金融的广阔发展前景，银行也均在发力，希望在供应链金融市场上能够分得一杯羹。据中国银行业协会首席信息官高峰介绍，近年来，各家银行根据自身特点发展差异化战略，根据不同行业、不同类型客户，设计个性化、专业化的供应链金融解决方案。不断地提高服务质量和效率。

他同时指出，目前商业银行在供应链金融领域仍面临着三个痛点：首先是银行端和核心企业端需求存在错配。银行端更关心的是上游，而核心企业更加强调于下游，就是销售端。第二个痛点是银行端在供应链金融的金融科技方面支撑不够。很多银行做的并非真正意义上的供应链金融，真正的供应链金融业态的DNA和传统银行的DNA是不一样的，不仅是简单的将融资从线下搬到线上。第三个痛点就是在政府端对银行端的有关资源配合力度不够。

在高峰看来，这需要政府、银行、核心企业，包括金融科技公司，努力地打造智能供应链金融生态，共同破解中小企业难题。构建智能供应链金融生态圈，从根本上解决链条长尾端的中小企业融资难、融资贵、融资慢的难题，为中小企业打开广阔的供应链金融市场。

中原银行交易银行部总经理熊凯向记者表示，银行供应链金融应不只局限在对客户的应收、预付和存货这方面的金融服务，而应包括服务客户的日常经营、生产所产生的支付结算，日常资金的增值和融资需求。银行的服务对象也不应局限于核心企业，还应延伸到核心企业上下游的客户。

中原银行也在探索建立一个敏捷型的供应链服务平台和开放型的供应链生态平台。供应链的服务平台是用银行的科技来提升客户的体验，让客户能够很好地、快速地获得银行低成本的资金。生态平台则是与一些公司合作，共同把相关设计方拉在一起，共同促进供应链业务的发展，这也是该行未来双核驱动发展的方向。

中小银行纷纷布局 风控能力是一个挑战

对于中小银行纷纷布局供应链金融领域，庄海龔对《证券日报》记者表示，中小银行与大型银行在竞争中无论是在资金成本、网点优势、科技实力以及业务经验等多方面都处于劣势。而开展供应链金融，则会成为中小银行竞争中的一个突破点。

据他介绍，当中小银行开展供应链金融业务之后，借款主体发生了变化，由原来的大企业变成了中小企业，后者的利率承受度高了很多，将能带来业务上的突破。“当正规银行给这些企业的贷款利率到8%或9%时，这些企业可能都能接受，因为原来他们借款的来源是一些P2P平台，或者是小贷公司。”

此外，由于供应链金融还是处于百花齐放的初始发展阶段。所以对于中小银行来讲，能够在新领域上形成自己独特的优势。这些恰恰是扬长避短，能发挥本地优势的地方。

金融壹账通首席风控官高帆在接受《证券日报》记者采访时指出，现在中小银行开展供应链金融所面临的一个难题是风控。通过数据构建一个风控的模型，可以帮助他们判断中小企业的风险敞口到底有多大，定价是不是合理，这对于中小银行是非常重要的。

她表示，供应链金融，尤其是不确权的供应链金融，需要很多的其他数据源和不同的风控方式，对中小银行来说，这还是非常具有挑战性的。“金融壹账通拥有一整套完整的供应链科技体系，它不但能够帮助中小银行提升风控能力，还可以帮助中小银行获客和解决操作的效率问题。”

<http://www.zqrb.cn/jrig/bank/2019-06-30/A1561897712484.html>

老虎证券又有大动作！ 940 万美元收购美国 33 年老牌券商

2019.07.03 券商中国

国内互联网券商正加速布局，老虎证券宣布收购了一家美国 33 年老牌券商。

美国东部时间 7 月 2 日，老虎证券（TIGR）在美股开盘前发布公告，老虎证券的美国全资子公司 Tiger Fintech Holdings, Inc. 已与美国券商 Marsco Investment Corporation 签订最终收购协议，公司将以 940 万美元股票加现金组合的方式收购 Marsco 的 100% 股权。这笔交易已得到双方董事会的一致批准，预计将在今年第三季度完成，这也意味着老虎证券很快将美股清算牌照收入囊中。

老虎证券相关负责人表示，斥资收购清算牌照也是老虎证券“国际化”进程中一枚重要的棋子。互联网券商发展高速时期，自我清算协同研发投入，可为老虎证券开发多种创新功能提供支持，为进军美国、新加坡、澳大利亚等在内的更广泛国家和地区打下基础。

收购美国 33 年老牌券商 Marsco

7 月 2 日美股开盘前，老虎证券公告称，老虎证券的美国全资子公司 Tiger Fintech Holdings, Inc. 已与美国券商 Marsco Investment Corporation 签订最终收购协议，公司将以 940 万美元股票加现金组合的方式收购 Marsco 的 100% 股权。这笔交易已得到双方董事会的一致批准，预计将在今年第三季度完成。

老虎证券创始人及 CEO 巫天华表示，Marsco 在过去的 30 年里有着良好的运营记录，它带来的丰富的券商执行和清算经验，将使老虎完善从前端到后端的专有技术，进一步巩固我们在互联网券商中的领先地位。

据悉，Marsco 成立于 1986 年，是一家有着 33 年历史的美国老牌在线经纪券商，并且是美国证券存托与清算公司（Depository Trust and Clearing Corporation，简称 DTCC）的清算会员。

Marsco 联合创始人及 CEO Mark Kadison 表示：“我们相信，老虎先进技术驱动的平台和 Marsco 的清算能力、后台专业知识相结合，将给投资者提供具有前沿技术、创新性和价格竞争力的产品。”

老虎证券成立于 2014 年，主要面向普通投资者及机构投资者提供美股、港股、英股、A 股（沪港通/深港通）等全球主要市场的股票交易服务，同时涵盖 ESOP 管理、美股打新、投资者社区等多种增值服务。3 月 20 日，老虎证券正式在美国纳斯达克交易所挂牌上市，目前，公司已取得美国、新西兰、澳大利亚的券商牌照或许可。

清算牌照即将收入囊中

老虎证券是最早出击取得清算牌照的互联网公司之一，此次交易意味着老虎证券很快将清算牌照收入囊中。

业内人士介绍，此次收购对公司不仅具有转折意义，且含金量颇高。当下，绝大多数支持美股交易的中资背景券商依赖国外清算商提供清算。相比于 A 股和港股较为简单的清算系统，美股的清算牌照很难获得。

晋升为自我清算后，老虎证券将打通美股交易、清算、结算和资产托管全流程，成为自清算经纪商。对于老虎证券来说，自我清算不仅将大幅降低清算成本，同时还将进一步增强其底层功能和灵活性，助力业务增长并创造新的盈利增长点。

此前，老虎证券公布的第一季度未经审计的财务报告显示，在美股市场增长疲软、投资者交易活动放缓的情况下，其收入仍然实现可观增长。第一季度，老虎证券实现营收 960 万美元，较 2018 年同期的 800 万美元相比增长 160 万美元，同比增幅为 20.1%。这一增长主要得益于融资融券服务费、利息收入和包括 IPO 认购服务、ESOP 管理等其他收入的增加，以及收入结构的逐渐优化。

<https://finance.sina.com.cn/roll/2019-07-03/doc-ihytcitk9362959.shtml>

美国投行再度兜售 CDO、CDS 新一轮“金融危机”风雨欲来？

2019.07.0321 世纪经济报道

“美国经济趋于衰退，竟然又让这门生意格外活跃。”一位华尔街对冲基金经理向记者感慨说。

他所说的“生意”，是越来越多大型投行正不遗余力地搭建具备高杠杆投资特性的金融衍生品交易平台，向中小投资机构与个人投资者兜售信用违约互换（credit-default swaps）、CDS 期权和合成型 CDO（synthetic collateralized debt obligations）等金融衍生品。

“很多合成型 CDO 所允许的杠杆投资倍数超过 30 倍，这意味着投资机构稍有不慎，就可能血本无归。”这位对冲基金经理透露。然而，在高收益的诱惑下，金融市场不缺乏追捧者，比如众多寻求风险对冲的中小投资机构，以及打算押注美国经济衰退大赚一笔的散户投资者。

记者获得的数据显示，在这些机构和个人的热烈追捧下，这类投行主导的衍生品交易平台成交量持续飙涨。今年以来，与信贷指数相关的合成型 CDO 交易量在去年逾 2000 亿美元的基礎上，又上涨了约 40%；互换期权（或 CDS 指数期权）日交易额达到 200 亿-250 亿美元，甚至高于高信用级别的公司债交易量。

“高成交量背后，是市场赌性与贪念越来越强烈。”对冲基金 BMO Capital Markets 策略分析师 Aaron Kohli 向记者直言，在 5-6 月美股动荡下跌期间，动用高杠杆买入上述金融衍生品的部分投资机构年化收益一度达到 50% 以上，但他们都不愿落袋为安，而是追求更高回报；随着 6 月底美联储暗示降息令美股回升，这些“贪婪”的机构实际回报一下子从 +50% 变成 -10%。

值得注意的是，合成型 CDO 等金融衍生品交投再度活跃，正引发众多大型金融机构的担忧。

“2007 年次贷危机之所以爆发，一个重要原因是之前众多投行借助经济高速增长周期，发行了大量看似低风险高回报的金融衍生品，吸引大量投资机构与个人买入；没想到次贷危机爆发导致这类金融衍生品价值大幅缩水，令他们损失惨重，甚至因为众多机构无力追缴交易保证金，引发连环式爆仓与流动性风险，如今 CDO 等金融衍生品再度卷土重来，不排除历史有可能再度重演。”Academy Securities 宏观策略师 Peter Tchir 指出。

衍生品交易热背后的高杠杆高收益高风险

上述华尔街对冲基金经理坦言，今年以来，他们内部一直在讨论通过加大信用违约互换、CDS 期权和合成型 CDO 等金融衍生品的投资力度，以押注美国经济衰退。

“尽管内部不少交易员认为这类衍生品交易存在流动性不足与信息不对称等风险，但最终基金内部还是决定加仓博取高回报。”他透露。其中一个重要原因，是近年以来大型投资银行所搭建的金融衍生品交易平台，让这类衍生品交易变得更加便捷易操作。

以摩根大通搭建的衍生品交易平台为例，用户可以购买一系列囊括信用衍生产品、公司债券、外汇远期、利率掉期、CDS、合成型 CDO 的组合凭证，但无需直接持有这些投资品种，只需买卖组合凭证就能实现调仓与获利退出，令相关交易变得相当便利的同时，还能有效降低衍生品交易流动性不足所衍生的诸多市场风险。

与此同时，摩根大通还将承担相关交易的法律、金融监管等要求，比如定期向相关金融监管部门报告交易、通过清算所将其纳入资金渠道等。

“其实我们最看重的，还是高杠杆投资所创造的超高投资收益。”这位华尔街对冲基金经理向记者直言。只要投资机构买入的信用违约互换、CDS 期权和合成型 CDO 等金融衍生品取得正回报，投行会允许他们多次提高投资杠杆，以创造更高回报。具体而言，近期不少中小型对冲基金买入信用违约互换工具（CDS），押注美国经济衰退导致企业债券兑付违约的投资杠杆倍数，已经超过 30 倍。

为了盘活金融衍生品成交活跃度，部分投行所搭建的衍生品交易平台还向个人投资者开放，尽管他们一再标榜这类衍生品交易只面向具有成熟交易经验的机构投资者。

“对个人投资者开放，对吸引机构投资者入驻显得尤其重要，因为这能让机构投资者看到割韭菜的机会。” Aaron Kohli 直言，若合成型 CDO 等金融衍生品交易平台只针对机构投资者放开，鉴于机构投资者获得市场信息的优势相差无几，导致风险定价与交易策略趋同，其结果是各方均无利可图。若散户投资者纷纷涌入，这些机构投资者就可以利用散户投资者的错误交易行为与信息不对称优势，从散户身上赚取丰厚收益。

多位熟悉这类衍生品交易平台运作的投行人士向记者坦言，目前无法估算散户与中小投资机构在衍生品交易市场的投资比重，但一个不争的事实是，这类衍生品交易市场缺乏有效监管，导致内幕交易争议层出不穷。比如个别交易者与投资机构会“诱导”原先可以全额兑付垃圾债本息的企业故意“违约”，从而人为抬高 CDS 价格赚取巨额利润，受损的则是“不知情”的广大中小投资机构与散户。

记者多方了解到，这些异常交易不但备受华尔街金融市场“诟病”，也令金融监管部门着手遏制其中的过度投机与市场操纵行为。

近日，高盛集团、摩根大通等大型投行正着手清理涉嫌内幕操作的可疑 CDS 交易，并确保所有垃圾债发行企业违约的原因，都是基于正常的企业运营财务压力，不存在“人为的操作”，令 CDS、信用互换等金融衍生品交易看上去更具可靠性与公平性。

2007 年次贷危机又在重演？

合成型 CDO、信用互换等金融衍生品交易再度格外活跃，同样引发不少金融机构对新一轮金融市场剧烈动荡“风雨欲来”的担忧。

“因为大量合成型 CDO 的出现，很可能意味着新一轮金融市场剧烈动荡正在来临。”Peter Tchir 坦言，这背后，可能是大型投行正赶在金融市场剧烈动荡来临前，不遗余力地将持仓风险转嫁出去。

通过发行大量合成型 CDO（比如以企业资产为担保的企业信贷资产合成型债权凭证），投行一方面确保企业信贷资产所有权“不发生变更”，一方面将相关信贷资产信用风险转移给一家壳公司（SPV），再由 SPV“转移”给中小投资机构与个人投资者——由此投行既能拥有企业信贷资产违约的“处置权”与丰厚资产处置利润，又无需承担相应的市场风险。

也有对冲基金经理向记者直言，其实众多中小型对冲基金对此“心知肚明”——他们也从 2007 年次贷危机汲取了大量投资教训，不会一味“相信”投行对合成型 CDO 等金融衍生品设定的信用评级与投资风险评估模型。与此同时，鉴于美国经济衰退概率骤增，他们更倾向押注大量企业债券兑付违约，进而买涨信用违约互换工具 CDS 期权与押注经济衰退的合成型 CDO，从而与投行投资策略保持“一致”，避免沦为他们的狙击目标。

“不过，近期美国股市反弹与经济数据暂时好转，让部分中小型投资机构与散户有所动摇，开始反向操作以博取短期高回报，令自身陷入巨大市场风险漩涡。” Peter Tchir 指出。

在他看来，一旦金融衍生品市场多空博弈骤然加剧且引发任何一方巨额亏损，都会导致整个金融市场面临新的“次贷危机”。毕竟，当前美国信用互换等 CDS 衍生品市场交易规模高达 8.2 万亿美元，无论多头还是空头“大溃败”，都会导致这类投资机构因无法缴纳巨额交易保证金而陷入连环式爆仓与流动性风险窘境，由此造成新的金融危机。

“这不是危言耸听，2007 年次贷危机爆发的一个重要原因，正是雷曼兄弟倒闭导致信用互换 CDS 等金融衍生品价格飙涨，导致空头无力支付巨额交易保证金而连环爆仓，最终酿成金融市场流动性危机与市场投资信心彻底崩盘。”他强调说。如今，历史却又在重演。

<http://www.21jingji.com/2019/7-3/4OMDEzODBfMTQ5NjA4OA.html>

声明

本周报由纽约金融学院上海运营公司（以下称“纽金上海”）制作。本周报中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但纽金上海对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本周报中的信息、意见等在任何时候均不构成对任何人的个人推荐，仅供参考之用。本周报所载的观点并不代表纽金上海或任何其关联公司的立场。对依据或者使用本周报所造成的一切后果，纽金上海及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

Disclaimer

This report is edited and produced by an operating entity of New York Institute of Finance in Shanghai (hereinafter referred to "NYIF Shanghai"). Although information and opinions presented in this report have been obtained or derived from public sources believed by NYIF Shanghai to be reliable, NYIF Shanghai neither expressed nor implied any representation or warranty of accuracy and completeness of such information and opinions. Nothing in this report constitutes a personal recommendation to any individual. Opinions presented in this report do not necessarily represent NYIF Shanghai and its related companies. For all the consequences occurred by using this report, NYIF Shanghai and/or its related persons shall not bear any legal responsibility.



微信扫码关注，获取更多资讯

微信公众号： nyif-china

公众邮箱： china@nyif.com

官方网站： www.nyif.com.cn