

資管新規監管邏輯 全面清理影子銀行



▲數據顯示，銀行理財經過十多年的快速增長之後，自2016年年末開始，已經基本停止增長

資料圖片



金融透視

4月27日，經中國國務院同意，《關於規範金融機構資產管理業務的指導意見》（以下簡稱「資管新規」）正式發布，並立即引起市場熱議，但是其中的部分監管條款，其實早已開始執行。

招商銀行金融市場部高級分析師 萬劍

我們首先來看一下受影響最大的銀行理財業務，從銀行理財產品資金餘額上看，銀行理財經過十多年的快速增長之後，自2016年年末開始，已經基本上停止增長，規模穩定在29萬億元（人民幣，下同）的水平。其中，受資管新規影響最大的同業理財，其2017年底存續餘額為3.25萬億元，較年初降幅為51.13%，顯示資管新規的效力早已體現。（見配圖一）

同樣，社會融資的需求端也受到影響，根據3月份的金融數據，當月社會融資規模存量增速僅有10.5%，已經是近年來的最低了，而且下行勢頭仍在持續。我們來看一下社會融資規模的主要科目，其中人民幣貸款存量增速比較平穩；委託貸款規模自2017年一季度開始停止增長，自2017年末開始淨減少；信託貸款自2017年年末開始停止增長。委託貸款規模淨減少，顯然與2018年1月5日中國銀監會《關於印發商業銀行委託貸款管理辦法的通知》有直接關係。

行業衝擊逐漸消弭

我們對資管新規的第一個理解，在於資管新規裏面的部分監管思路，已經通過別的文件得到了落實，市場已經消化了一年左右的時間，因此資管新規雖

然分量很重，但是對市場的直接衝擊並沒有那麼大。

資管新規發布後，各方解讀中涉及很多專業術語，如淨值化、打破剛兌、底層穿透、禁止嵌套等等，非一線從業人員對監管技術細節往往並不熟悉，非一線從業人員更關注的是資管新規背後的監管邏輯。筆者認為，資管新規背後的核心理念，是清理影子銀行，這跟推動表外業務回表差不多是一個意思。

那麼影子銀行究竟有什麼罪過，以至於監管要堅決整頓呢？我們首先來看一下銀行的表內業務，即銀行通過存款等形式吸收負債，並投向貸款、債券等資產，通過享受期限溢價、信用溢價、流動性溢價等方式獲得收益的業務。其特點，一是高槓桿性，銀行吸收的存款，都是銀行的負債；二是系統重要性，銀行是經濟運行的循環系統；三是高度傳染性，銀行間業務往來頻繁，牽一髮而動全身。那麼與此相對應的，銀行的表內業務也要接受全方位的嚴格監管。

表內業務的主要監管指標主要包括三類，一類是信用風險指標，通過單一客戶集中度、行業集中度、統一授信、大額風險暴露、貸款五級分類、計提撥備等，管控貸前貸後風險，並通過撥備吸收預期損失；第二類是流動性指標，

監管流動性壓力；第三類是資本充足指標，通過資本充足率限制槓桿率，並通過資本淨額吸收非預期損失。

那麼影子銀行的核心風險，就在於實質上構建了類似表內業務的「資金池」，但是又缺乏相對應的監管。人們經常提到的影子銀行或者說表外業務的幾個優勢，比如表外業務不消耗風險資本，這方便表外業務加槓桿；表外業務不佔用信貸額度，不適用於統一授信規定，這方便表外業務規避嚴格的表內授信規則；表外業務可以適當消化不良資產，這方便表外業務粉飾財務報表；表外業務可以通過層層嵌套，投向房地產、平台、「三高一剩」等限制性行業，這方便表外業務賺取豐厚的政策套利。在央行的通稿中，指出影子銀行一定程度上干擾了宏觀調控，提高了社會融資成本，影響了金融服務實體經濟的質效，加劇了風險的跨行業、跨市場傳遞，因此監管之手重重落下。

剛性兌付不攻自破

明白了資管新規出台背後的監管訴求，我們就容易理解具體的監管條款。《關於規範金融機構資產管理業務的指導意見》全文通知一共三十一條，接近1.2萬字，其核心主要是兩項，一是在吸收資金的時候，打破剛性兌付，使得影子銀行的槓桿率大大降低，二是規範資金流向，使其符合宏觀調控方向和監管要求。

首先來看打破剛性兌付。打破剛性兌付是監管精神，打破剛性兌付的具體手段，就是淨值化。如何理解淨值化？想像一下購買了一隻股票型基金，購買的成本是1元，過了一個月，變成1.1元，又過了一個月，變成了0.9元，這就是淨值化。淨值化之後，所謂的保本、剛兌等問題，也就自然消失了。資管新規的正式稿中，對淨值化估值做了一點優化，允許投非標的封閉式產品，採用攤餘成本法估值，但是投非標的封閉式產品，要求資產的終止日不得晚於封閉式資產管理產品的到期日，也就是說如果投一個三年期的非標，要求產品的期限要長於三年，這種產品一方面比較難發，另一方面很可能成本收益倒掛，規模很難做大。所以未來，大部分銀行理財，將使用淨值化估值，剛性兌付不攻自破。

再來看規範資金流向，配圖二是資管產品募集方式的大概框架。其中，向不特定社會公眾公开发行的公募產品，其投資的資產為標準化債權、上市交易的股票、商品及金融衍生品，可以類比

於債券型公募基金、股票型公募基金等。而向合格投資者非公开发行的私募產品，其投資範圍更廣泛一些，其由合同約定，可以投資債權類資產、上市或掛牌交易的股票、未上市企業股權（含債轉股）和受（收）益權以及符合法律法規規定的其他資產。另外，在新規十一條中專門規定，金融機構不得將資產管理產品資金直接投資於商業銀行信貸資

小米價值在於「鐵人三項」

富途證券行政總裁 鄒必偉



必偉解盤

5月3日，勞動節後第二天，小米集團向港交所遞交了上市申請，有機會成為香港改變上市規則之後，同股不同權第一股，也會成為今年全球最大規模的IPO（首次公开发行股票）。市場預計小米有可能以1000億美元估值，集資超過100億美元。

我們先來看看小米到底是一家什麼樣的公司，從招股書上我們可以看到，按照雷布斯的說法，小米是一家以手機，智能硬件，IOT平台（也就是物聯網平台）為核心的互聯網公司。也就是所謂的鐵人三項商業模式。這裏筆者認為，公司最核心的概念其實就是物聯網平台，因為如果僅看前兩項業務，即手機和智能硬件這兩項，其實就是一個製造型企業，無論如何是撐不起1000億美元的估值。但如果前兩項加上第三項，也就是物聯網平台概念相連，就會爆發出巨大的活力和生命力。

我們可以看到，在傳統BAT三家公司中，騰訊等於是解決了人和人的連接，阿里解決了人和商品的連接，百度解決了人和信息的連接，而小米如果能以小米硬件為入口，形成所謂的人和物的連接，進而做到萬物互聯的階段，那才是能撐起1000億美元估值的核心競爭力。

從招股書中可以看到，小米這個獨特的鐵人三項商業模式，是有三個互相協作的支柱組成，那就是創新、高質量、精心設計且專注於用戶體驗的硬件，高性價比的價格銷售產品及高效新零售，豐富的互聯網服務。

而如果按照這個邏輯去看，也

就是說，互聯網服務的收費應該是以後小米利潤的核心增長點。目前小米已經連接了超過1億台設備，這些產品互聯互通，為小米互聯網服務提供了專屬平台。同時，小米基於安卓的自有操作系統MIUI擁有1.9億月活用戶，構成了一個開放的平台並且提供包括內容、娛樂、金融和效能工具在內的互聯網服務。

關注互聯網服務收入增長

2017年，小米每用戶平均互聯網服務的收入為9.1美元。筆者覺得，後續可以關注兩個方向，第一，小米的連接用戶是否持續增加；第二，小米每名用戶的互聯網服務平均收入是否持續增加？至於說小米生態鏈的估值，筆者覺得不應該計入小米的估值當中，因為BAT三家公司的估值並沒有把他們的生態鏈估值計入進去，否則，騰訊和阿里的估值照理應該比現在高出很多。

而從2017年的財務數據看，小米的營收逾1146億元（人民幣，下同），經營利潤122億元左右，年度利潤如果扣除因為可轉換可購回優先股公允價值變動項目下產生的540億虧損之外，利潤也是接近100億元。那如果以這個來推算，按2017年算，1000億美元的估值，就是60倍以上的市盈率（PE），而且，這個收入當中，手機銷售收入就達到了70%，但利潤率若按最新的承諾，也就是不會高於5%，那這樣的話，光看這個部分，其實增長也極為有限的。

所以，綜合以上，小米作為行業領先者，享有了比較高的品牌溢價，後續我們需要觀察公司的互聯網服務收入是否能持續增長來支持高估值，當然，也因為小米是行業領先者，同時又是同股不同權第一股，在認購時候，受到熱烈追捧，應該是意料之中的事情。

美息符預期 新盤料旺場

美聯物業住宅部行政總裁 布少明



主樓布陣

美國聯儲局5月議息後維持利率不變，惟亦預計通脹膨脹接近2%目標，估計下月美國加息的機會幾近百分之百。其實美國的加息步伐一如市場預期，故今年樓市氣氛並未受到影響，近月的交投表現理想。事實上，美國對上一次加息為今年3月份，而反映3月份樓市市況的4月註冊數據表現相當突出。據土地註冊處資料顯示，4月份整體物業（包括一手私樓、二手住宅、一手公營房屋、工商舖、純車位及其他等）註冊量錄8741宗，按月升約36.3%；同期涉及金額則達778.38億元，按月更勁升約54.1%。

除了4月單月外，今年首四個月物業市場交投表現亦比起去年同期好，金額更甚。若以今年首四個月累計，整體物業註冊量錄2.9835萬宗，比起去年首四個月2.7424萬宗高出約8.8%，創六年來同期新高；在樓價上升及大額成交支持下，今年首四個月整體物業註冊金額達2594.14億元，比起去年同期2324.62億元按年更升約11.6%，除創自1997年後的二十一年同期最旺外，亦是自1991年有紀錄以來二十八年同期新高。

今年首四個月整體物業表現突出，二手住宅市場成動力之一。據

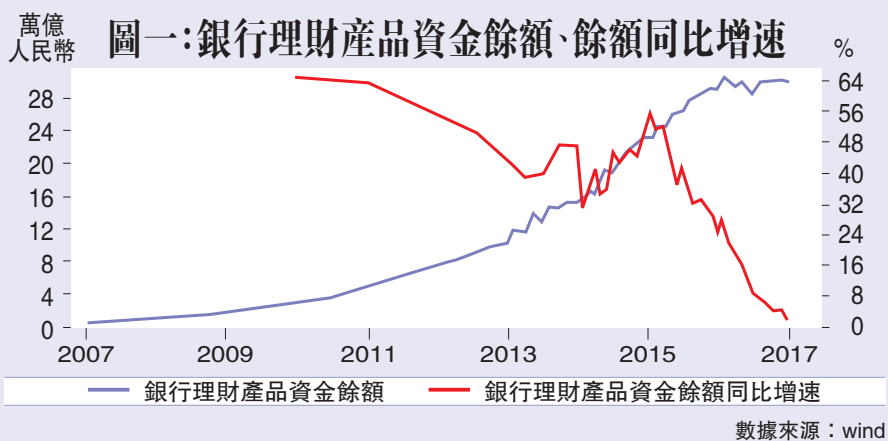
美聯物業房地產數據及研究中心綜合土地註冊處資料顯示，本年首四個月二手住宅註冊量錄1.7326萬宗，金額約1334.48億元，按年分別升約16.7%、34.1%。

本月一手交投或破兩千宗

新盤方面，4月份一手私樓註冊量錄2127宗，比起3月741宗大幅上升約1.87倍，創七個月新高，上升的主要原因是3月熱賣的將軍澳大型新盤MALIBU大部分成交個案於4月註冊登記，而4月一手私樓註冊量最多的新盤項目正是MALIBU，其次為西區63 POKFULAM、香港仔南津、迎岸及沙田薈薈等。不過，若以年內首四個月計算，在全新盤推盤量（以項目單位數目計）明顯較去年同期少之下，導致一手私樓註冊量及金額按年下挫。今年首四個月一手私樓註冊量錄4875宗，金額錄690.35億元，按年分別下跌約21.8%、19.6%。

不過此情況料將於5月有大幅改善，因為大量新盤已經整裝待發。屯門全新盤日前公布首張價單，首張價單涉及118伙，項目訂價進取，料受買家追捧，並會吸納部分二手購買力，本月該區二手交投將放緩。

回顧4月份，一手交投以新盤貨尾為主，約錄逾600宗成交，二手市場樓價升幅顯著。市場預計5月內將有多個大型焦點新盤推售，相信5月份一手交投有望突破2000宗，而二手成交則約3500至4000宗水平。



圖一：銀行理財產品資金餘額、餘額同比增速

數據來源：wind

圖二：資管產品募集方式

