



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

NIFD季报

主编:李扬

中国金融监管

郑联盛
李俊成

2024 年 7 月

《NIFD季报》是国家金融与发展实验室主要的集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、财政运行、金融监管、债券市场、股票市场、房地产金融、保险业运行、机构投资者的资产管理等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度 2 月份发布。

优化重点环节金融监管 确保金融系统总体稳定

摘要

2024 年二季度，我国经济金融系统继续保持稳健向好发展态势。金融管理部门综合施策，针对重点金融风险环节不断优化金融监管，着力针对性应对和处置金融风险。针对中小金融机构风险，监管部门强化金融资产管理公司主责主业，着力优化问题金融机构处置机制。面对房地产和地方债务风险，金融监管部门统筹考量，将土地市场监管、地方债务监管和房地产风险防控有机集合，着力拓展资金来源、盘活存量闲置土地、稳定房地产市场预期并有序化解地方债务风险。针对债券市场特别是收益率曲线建设，中央银行创新地开展国债操作，着力构建平滑的国债收益率曲线。为强化金融消费者权益保障，金融管理部门着力于规范建设私募产品代销。未来，在全面贯彻二十届三中全会精神中，金融监管将加强，重点风险领域应对处置将进一步健全，金融服务实体经济质效将更好提升。

本报告负责人：

● 郑联盛

国家金融与发展实验室
金融法律与金融监管研究
基地主任

本报告执笔人：

● 李俊成

中国社会科学院金融研
究所金融风险与金融监
管研究室副研究员

【NIFD 季报】

全球金融市场

人民币汇率

国内宏观经济

宏观杠杆率

中国宏观金融

中国金融监管

中国财政运行

地方区域财政

房地产金融

债券市场

股票市场

保险业运行

机构投资者的资产管理

目 录

一、强化金融资产管理公司主责，推进中小金融机构改革化险 ...	1
二、盘活闲置土地政策优化，资金来源安排引发关注	3
三、35 号文相关规定升级，地方防风化债政策深化.....	5
四、央行将开展国债操作，维护债市稳健运行	8
五、起底最严私募代销新规，私募市场监管再度加强	10
六、近期监管展望	11

一、强化金融资产管理公司主责，推进中小金融机构改革化险

2024 年 4 月 16 日，国家金融监督管理总局发布《关于落实<中国银保监会办公厅关于引导金融资产管理公司聚焦主业积极参与中小金融机构改革化险的指导意见>有关事项的通知（金办便函〔2024〕474 号）》（简称“474 号文”）。金管总局此次发文，强调落实《中国银保监会办公厅关于引导金融资产管理公司聚焦主业积极参与中小金融机构改革化险的指导意见（银保监办发〔2022〕62 号）》（简称“62 号文”），贯彻 2024 年 1 月国家金融监督管理总局提出的 2024 年八大工作部署中“全力推进中小金融机构改革化险，把握好时度效，有计划、分步骤开展工作”。

各上市中小商业银行年报数据显示，部分中小银行不良率已突破 2%。监管部门数据显示，2023 年末商业银行（法人口径）平均不良贷款率为 1.63%，部分已上市中小银行不良率远超行业平均水平。相比已上市中小银行，全国其他 4000 余家非上市中小银行的情况更值得关注。2020 年至今已解散 56 家中小银行，仅 2023 年就解散 23 家，另超过 200 家中小银行发生股权变更。近年来中小银行上市节奏变慢，2023 年没有一家中小银行上市，2024 年上半年 10 家拟上市中小银行中 6 家中止、1 家撤回。

近年来，面对经济下行压力，房地产和地方平台公司的违约风险不断上升，对金融机构尤其是中小金融机构造成了显著冲击。中小金融机构由于过度扩张、风险管理经验不足和治理缺陷等，使其面临的风险更为严峻。为缓解中小金融机构风险，中国银保监会于 2022 年 6 月 6 日发布了 62 号文，旨在鼓励金融资产管理公司（AMC）积极参与中小金融机构的风险化解和改革工作。62 号文强调了 AMC 在逆周期金融救助和风险化解中的关键作用，特别是在中小金融机构的不良资产评估和处置工作上。通过 AMC 的专业能力，帮助中小金融机构减轻不良资产负担，推动其合并重组，优化公司治理，维护金融体系的整体稳定。

62 号文的发布旨在鼓励金融资产管理公司（AMC）更积极地协助中小银行处理不良资产，以应对中小银行近年来面临的日益严重的经营风险。然而，2023 年房地产市场的持续低迷和地方政府债务问题，大型银行面临着愈加严峻的不良资产压力。截至 2023 年末，商业银行不良贷款余额为 32256 亿元，其中，六大行、12 家全国性股份行、城商行、农商行不良贷款余额分别为 13133 亿元、5164

亿元、5017 亿元、8623 亿元，以六大行和 12 家全国性股份行为代表的大型银行的不良资产仍占不良资产总额的绝大部分。

本次 474 号文作为 62 号文的拓展升级，在以下四个方面对 62 号文的相关规定做出补充和完善。一是将 62 号文中对中小银行的规定拓宽至大型银行和股份制银行。该条款扩大和加强了 AMC 处置大型银行、股份制银行不良资产的范围和能力，提升大型银行、股份制银行不良资产的处置效率。二是对 62 号文中关于禁止 AMC 通过结构化交易为银行业金融机构不良资产违规出表提供通道的规定作出进一步补充。三是针对结构化交易中的 AMC 收购尽职调查和报价决策时间作出严格规定。在结构化交易中，银行机构应为 AMC 提供足够的尽职调查时间，原则上不少于 15 个工作日，以促进双方充分评估资产价值。如果银行在 AMC 尽职调查和内部决策期间对拟转让资产进行重大调整，应及时向 AMC 披露相关信息，并适当延长尽职调查时间。这一规定旨在确保 AMC 能够审慎、充分地评估资产价值，并独立、审慎地开展尽职调查，避免因交易安排降低尽调标准。四是加强对 AMC 反委托处置业务的监管。AMC 进行反委托处置业务，应充分论证其必要性，并保留重大资产处置的决策权。同时，AMC 不得要求受托的原债权金融机构通过承诺固定收益等方式实质承担已转出资产的信用风险。这一规定旨在防止利用资产反委托处置之名进行资产假转让，确保反委托业务的合规性。

474 号文的发布预示着大型银行与中小银行在不良资产转让方面将实现更加均衡的发展。特别是对“AMC 委托原债权金融机构处置不良资产”的规定，将有助于发挥大型银行在不良资产处置方面的专业优势。大型银行拥有专业的团队和成熟的系统，在不良资产处置方面具备强大的能力，通过接受 AMC 的反委托业务，大型银行可以更深入地了解标的资产信息，从而提高处置效率和效益。然而，在这一过程中，各参与主体必须严格遵守 474 号文的规定，避免以反委托为名，实施虚假资产转让的行为，确保不良资产处置的合规性和有效性。

表 1 474 号文对 62 号文的补充

62 号文		474 号文
处置中小金融机构存量不良资产	AMC 加大对 中小金融机构 不良资产收购、管理和处置力度；提供市场化估值定价、方案设计、顾问咨询等技术支持，以轻资产方式参与化解地方中小金融机构风险；拓宽金融资产的收购范围；以真实估值为基础、在资产真实转让的前提下开展 结构化交易 ；在不良资产真实、洁净出表前提下，采取 反委托 原债权金融机构的方式进行处置；以分期支付收购款方式批量收购金融机构不良资产。	将适用范围由“中小金融机构”拓宽至“大型银行、股份制银行”；AMC 与金融机构开展 结构化交易 ，双方对转让资产的会计处理应严格遵守会计准则有关规定，不得通过交易结构设计安排隐匿风险资产；结构化交易中，银行机构原则上应为 AMC 收购尽职调查和报价决策提供不少于 15 个工作日的尽职调查时间；AMC 进行 反委托处置业务 ，应保留重大资产处置决策权，对处置过程进行必要管控。
推动中小金融机构重组和完善公司治理	鼓励 AMC 参与高风险中小金融机构兼并重组工作；向中小金融机构提供人才和智力支持，帮助中小金融机构建立完善现代公司治理机制。	
优化 AMC 融资来源和结构	减少短期融资，增加长期融资，提升负债稳健性；支持 AMC 适度增加金融债券发行规模，降低融资成本；鼓励商业银行、保险公司依法依规认购 AMC 发行的债务融资和资本工具，商业银行等金融机构持有 AMC 发行的金融债券的风险权重由 100%降至 25%。	

资料来源：作者整理。

二、盘活闲置土地政策优化，资金来源安排引发关注

2024 年 6 月 24 日，自然资源部开展视频培训，各省及 71 个大中城市自然资源及相关部门负责人参训，会议披露，自然资源部同国家发展改革委等部门针对当前盘活房地产存量土地存在的利用难、转让难、收回难等问题，研究出台 18 条政策措施（下简称“18 条”）。

自 2021 年房地产市场风险加速暴露以来，土地市场持续低迷，土地收入随之大幅下降。房地产开发商的土地购买规模显著减少，土地流拍现象屡见不鲜，同时，部分开发商购地后未能及时开发，导致土地闲置问题日益严重。据市场监测，2024 年 1-4 月全国住宅用地流拍宗数 883 宗，撤牌 75 宗，流拍撤牌率 28%，较去年同期提升 6.2 个百分点，处近年中高位水平。行业研究机构数据显示，截至 2023 年末，百强房企的土地储备去化周期为 4.89 年，土地库存压力较大。2024 年 4 月 30 日，中共中央政治局会议首次提出“统筹研究消化存量房产、优化增

量住房”的政策措施，“去库存”成为 2024 年行业管理部门的重点政策方向，以促进房地产市场的平稳健康发展。

2024 年 5 月 17 日全国切实做好保交房工作视频会议召开，会议提出多项重磅救市政策（下简称“517 新政”），其中涉及土地部分指出，“妥善处置盘活存量土地，目前尚未开发或已开工未竣工的存量土地，通过政府收回收购、市场流通转让、企业继续开发等方式，妥善处置盘活，推动房地产企业缓解困难和压降债务，促进土地资源高效利用”，将房产去库存进一步延伸到土地市场。本次 18 条的出台正式落实了 517 新政中处置盘活存量土地政策，主要包括三个方面的内容：一是促进开发建设。政府应采取措施消除开发建设过程中的障碍，完善规划条件和相关配套设施要求。同时，合理调整项目的开竣工日期，并依法免除因自然灾害或疫情导致的违约责任，以降低开发商的负担，促进项目顺利进行。二是推动土地转让。充分利用土地二级市场，推进房地产用地的“带押过户”政策。配合司法及破产处置程序，优化土地分割和开发流程，支持开发商之间的合作开发，以提高土地资源的利用效率和灵活性。三是规范土地收购和收回。明确依法收回土地的情形，并提出在协商收回时可以采取等价置换等方式。对于收回的土地，如果用于保障性住房建设，可以通过地方政府专项债券等资金进行支持。但在此过程中，必须量力而行，避免因过度投资而增加地方政府的隐性债务。

相比于 517 新政，本次 18 条主要新增内容有三点：一是对于有偿收回闲置土地政策进行完善。根据《闲置土地处理办法》相关规定设置了准线：须是非企业自身原因造成闲置或者土地局部未开发，且企业无力继续开发、也难以转让的土地。若是企业原因导致超期未动工两年以上的土地，政府应依法无偿收回。二是收回收购土地用于保障性住房的，可通过地方政府专项债券等资金予以支持。三是再次强调地方政府回购去库存的基本原则：量力而行，坚决避免新增地方隐性债务。

本次政策更新中，最受市场关注的是为保障性住房建设提供的土地支持措施。自然资源部在 517 新政发布会上强调，地方政府在收购存量土地用于保障性住房时，将获得一定的政策扶持。具体来说，地方政府收购的已建成商品房或存量土地，若用于保障性住房建设，将能够按照现有规定享受税收优惠，有效降低相关成本。为了提高土地流转效率，地方政府被允许采用“收回—供应”并行的工作

方式，简化规划和供地手续。对于这些用于保障性住房的土地项目，地方政府还可以通过发行专项债券等途径获得必要的资金支持。这些措施被视为可能重启土地储备专项债券的信号，旨在通过政策激励，促进保障性住房的建设和供应，同时提高土地资源的利用效率。

专项债资金支持地方政府回购存量土地，引发了市场对其是专项债资金使用范围的扩展还是土地储备专项债券重启的讨论。这种分歧源于对回购存量土地与传统土地储备概念的理解差异。传统土地储备涉及未开发的土地，而回购的则是已经出让的成熟土地。在当前房地产市场供求关系发生重大变化的背景下，传统土地储备制度需要适时调整，以适应存量盘活为主的市场环境。地方政府普遍面临财政收支平衡和偿债压力，筹措资金实施去库存工作存在困难。因此，利用专项债资金支持地方政府购回存量土地，加快土地收入回笼，可能是政策考虑的一个选项。

本次 18 条措施的出台，对房企和城投公司来说是一个重大的政策利好。地方政府实施土地回购可以有效缓解房企的资金压力，为其纾困。对于城投公司而言，房企风险暴露后，土地市场迅速降温，若地方政府能够以合理的价格回购土地，城投公司可以更有效地盘活这部分资产，对城投公司的债务化解和业务转型都将起到积极的推动作用。

三、35 号文相关规定升级，地方防风化债政策深化

2024 年 6 月 25 日，审计署公布了 2023 年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作情况。报告认为，虽然全国债务化解取得了一定进展，债务风险整体可控，但地方债务管理仍需加强。报告特别指出了两个问题：一是违规举债行为尚未完全停止。24 个地区所属国有企业通过在金融资产交易所违规发行融资产品、集资借款等方式向社会公众融资，截至 2023 年底，相关融资余额达 373.42 亿元，形成了 112.58 亿元的隐性债务。二是拖欠账款问题有所新增。10 省市 56 个地区在按要求建立拖欠账款台账后，自 2023 年 3 月起又新增拖欠 76.31 亿元，特别是 5 个地区在无预算安排、未落实资金来源的情况下，安排了新项目建设，导致 69.5 亿元的新增拖欠。同时，7 省 30 个地区通过不当手段虚报了 53.28 亿元的存量清偿完成额。地方债务管理和财政纪律需进一步加强，以确保财政的可持续性和风险的可控性。

随着一揽子化债方案和《国务院办公厅关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见（国办发〔2023〕35号）》（简称“35号文”）等政策的实施，城投公司的定融非标融资问题得到了一定程度的控制，但仍有30%的新增融资被审计署认定为隐性债务。2024年以来，监管机构持续加强对城投非标融资的整治，特别是对地方金融资产交易所的清理。2024年3月25日，最后四家地方金交所的撤销标志着地方金交所正式退出历史舞台，监管的重点转向了更为隐蔽的无牌“伪金交所”。2024年6月初，信托业的现场检查力度进一步加大，部分信托公司收到监管部门的窗口指导，要求全面暂停第三方代销业务。此前，对于非标政信类业务规模较大的信托公司，监管部门已经发出窗口指导，要求严格执行35号文，通过融资平台查询系统确认相关平台是否在监管名单之内。若在名单内，要求相关债务只减不增，降低高息非标融资。最新的监管升级措施，包括叫停第三方代销，进一步限制了信托非标政信类产品的销售，实际上已经关闭了信托渠道。

本次指导意见在执行范围和力度上对35号文的相关规定进行了加强，标志着监管政策的进一步升级。首先，指导意见的适用范围不再局限于特定的重点风险地区，而是根据实际情况由监管机构灵活确定。其次，金融机构在使用融资平台前，必须通过查询系统确认相关平台是否列入监管名单。此外，对于名单内平台，无论作为融资还是担保主体，都要求其债务只减不增，严格控制高息非标融资。指导意见还扩大了监管范围，将平台作为担保人形成的或然债务也纳入监管，进一步压缩了名单内平台的债务增长空间。对于党中央、国务院批准的重大项目等，在35号文中曾允许在一定条件下新增融资，但本次指导意见取消了这一灵活性，明确规定名单内平台不得新增任何融资。这次渠道整顿意味着35号文名单内的城投公司将无法通过非标渠道新增融资，这将对城投公司的融资结构和地方政府的债务管理产生重要影响，促使各方更加注重债务的可持续性和风险防控。

尽管35号文为名单内平台化解存量债务提供了超出预期的政策支持，但其对新增融资的严格控制也达到了空前严格的水平。这虽然缓解了城投公司的债务压力，但它们的流动性压力依然存在，部分城投公司的融资需求依然旺盛。在传统低息融资途径受限的情况下，它们不得不寻求成本较高的非标融资。然而，非标融资的主要渠道，包括政信类信托和金融资产交易所的定融产品，也面临严格

的监管，这给 35 号文名单内的城投公司带来了巨大冲击，进一步恶化了它们的融资环境。因此，一些地区开始寻求退出名单或不再被视为重点风险地区。例如，2024 年 6 月，重庆渝中城市更新建设有限公司和重庆市江北区城市建设发展集团有限公司等多家区级城投公司在区国资委官网上发布公告，宣布退出城投名单，不再承担政府融资职能，这反映了城投公司在当前监管环境下面临的挑战和压力。

35 号文为融资平台的退出提供了政策依据，要求平台在退出时必须严格遵循相关规定，并在有金融债务的情况下获得债权人的同意。然而，35 号文并未明确退出的具体条件、标准和程序，导致地方政府在制定自己的退名单标准时存在差异。一些地方政府已经制定了自己的退名单标准，如重庆市的三个标准：隐性债务清零、至少三分之二银行债权人同意、声明不再承担政府融资功能；湖南省的隐性债务清零标准；湖北省的隐性债务化解完毕和市政府说明主体不再承担融资职能的要求；四川省的隐性债务全额归还标准。尽管地方政府的标准各不相同，但监管机构已经对传统的退平台标准进行了升级，采用了更客观、更公平的三大指标（城投类资产低于 30%、城投类收入低于 30%、政府补贴/净利润低于 50%）来判断城投公司是否已完成转型，不再承担政府融资平台职能，这意味着地方政府自行制定的退名单标准可能不会得到监管机构的充分认可。

地方政府有充分的理由和动力退出重点地区名单。如果一个地区已经通过一揽子化债方案和 35 号文等政策有效地消减和控制了地方债务，那么退出重点地区将有利于该地区的进一步发展。退出后，35 号文和《重点省份分类加强政府投资项目管理暂行办法（试行）（国办发〔2023〕47 号）》（简称“47 号文”）的严格限制将不再适用，这将减少对新增融资的监控，同时允许更多项目继续建设投资，对经济复苏和发展起到积极作用。然而，监管机构并未在 35 号文和 47 号文中明确提供退出重点地区的具体标准和程序，缺乏实操方案和后续配套措施可能会影响政策的效力。

地方政府努力“退名单”“退重点地区”，最根本目的就是能够放宽新增融资。根据 Wind 城投债数据，2023 年四季度发行的 1341 只城投债中，明确用于新增用途的债券仅 6 只，占比 0.45%；2024 年一季度发行的 1866 只城投债中，明确用于新增用途的债券仅 20 只，占比 1.07%，借新还旧占主导地位。而在重点省份，由于融资约束较为严格，其城投公司并未发行任何用于新增项目的债券。

自 2023 年 10 月化债方案实施以来，已有 98 家地方国企发布退平台公告，其中 10 家为发债主体。尽管如此，这些企业的债务新增仍然受到严格限制，大多数企业仍被认定为城建类主体。在这些退平台的国企中，江苏省的企业数量最多，占比达到 56.12%。

由此可见，无论是“退名单”还是“退重点地区”，它们本身并不直接决定新增融资的可能性。发债审批机构，如交易商协会和交易所，依然会根据化债方案调整后的发债条件进行严格审核，只有满足产业类平台条件的项目才可能获得新增融资的机会。即便监管机构未来发布关于平台“退名单”或地方“退重点地区”的具体条件、标准和流程，预计这些审核标准仍将是实质性的，融资政策预计将继续执行现有的严格尺度。在政策推进和落实的过程中，有可能出现进一步收紧的情况。这一点从一揽子化债方案和 35 号文等文件的实施效果可以看出，它们在具体到发债条件时展现出更为严格和标准化的趋势，这反映出债务压降是政策制定者的主要目标和方向。

化债工作即将进入更加艰难和复杂的阶段，需从两个方面同时发力：一是加大政策支持和资源协调。需进一步强化一揽子化债方案和 35 号文等政策的执行，协调更多资源，支持地方政府攻坚克难，完成债务化解任务。二是严格监管和打击违规行为。监管机构应持续保持对违规融资行为的高压态势，通过清理违规非标融资渠道、开展城投反腐倒查等措施，从根本上治理和净化地方违规举债和违规运营的环境。双管齐下，有效推进化债工作成果，确保债务化解工作的长期效果。

四、央行将开展国债操作，维护债市稳健运行

2024 年 7 月 1 日，中国人民银行发布公告，为维护债券市场稳健运行，将在近期对部分公开市场业务一级交易商实施国债借入操作。这一操作将通过预先通知市场的方式进行，以减少对国债的投机行为。由于国债借入涉及成本且需最终归还，只有在国债价格下跌的情况下，借入方才能获利。在当前 10 年期国债收益率降至历史低点的背景下，出售国债有助于稳定长期利率并防范风险。公告发布后，国债收益率在 2024 年 7 月 1 日下午显著上升，10 年期和 30 年期国债收益率分别上升至 2.25% 和 2.48%，分别上行 4.28 和 5.00 个 BP。2024 年 7 月 2 日，10 年期和 30 年期国债收益率保持稳定。

2024 年以来，中国中长期债券收益率显著下降，30 年期国债收益率从年初的 2.84% 下降至接近 2.4%，10 年期国债收益率也降至 2.2% 左右。长期国债收益率通常反映投资者对经济基本面的预期，应略高于潜在经济增速。然而，当前长期利率与中国经济的长期增长预期出现了阶段性背离。此外，长期债券利率应高于短期债券利率，但 2024 年第一季度，10 年期和 30 年期国债收益率分别下降了 27 和 38 个 BP，存在收益率倒挂的风险。中国人民银行此次公告决定实施国债借入操作，这些国债可以在二级市场上出售，从而提高长期国债收益率，维持正常的收益率曲线，保持市场的正向激励作用。

中国人民银行采取国债借入这一债券借贷方式，债券融入方以一定数量的债券为质物，从债券融出方借入所需的债券，并约定在未来某一日期归还债券。央行选择这种方式，主要是因为其持有的国债规模不足。根据 2024 年 2 月央行披露的资产负债表，央行持有的中央政府债券余额为 1.52 万亿元，占央行总资产的 3.54%，占存量国债规模的 5%。

央行此次采取国债借入操作的主要目的有以下四点：一是引导市场收益率曲线向合理水平收敛，通过成交价格 and 标的期限为市场投资机构提供参考定价，同时通过成交规模影响市场的资金面，从而调节利率水平。二是提示机构投资者在“资产荒”背景下的风险，避免因期限错配和集中购买长期国债而加剧利率风险和流动性风险。三是畅通货币政策传导渠道，稳定市场预期，抬高长债利率，使之与经济潜在增速相匹配，完善央行流动性管理工具箱，提高货币政策传导效率，构建利率走廊。四是增强海外投资者信心，通过抬高长债利率降低中美利差，缓解汇率贬值压力，提升人民币汇率的弹性。维护债券市场的长期平稳运行，引导市场预期，防范利率和流动性风险，同时稳定汇率和增强投资者信心。

中国人民银行的国债借入操作为央行提供了直接调节中长期无风险利率的手段，有助于补充传统的流动性调节和政策利率调整工具，使央行能够更全面地影响收益率曲线，引导市场预期，调节市场风险偏好，将对债券市场和资本市场产生深远的影响。首先，这一操作将直接影响国债市场的利率走势，其影响程度主要取决于交易的规模。若央行借入卖出的规模较小，对市场的直接影响可能有限，更多起到预期引导的作用；若规模较大，则可能快速提升债市收益率，促使其回到合理区间，但也要注意由此可能引发的流动性风险。其次，央行的操作有

助于缓解当前的“资产荒”问题，推动长期国债收益率回归至合理水平。在稳增长、宽财政的政策背景下，稳健的货币政策将支持债券市场的长期稳定发展。预计长期国债收益率在经历适度上升后将企稳，并可能进入震荡格局。经济基本面的改善和政府债券供给的增加，将进一步推动长期国债收益率达到合理区间。最后，央行的国债借入操作能够引导银行利差恢复至合理水平，维护市场稳定和金融安全。当前债市的过热现象，本质上是市场对经济预期偏弱的反映。通过国债价格的变动，可以影响银行的存贷利差，进而提高金融市场的整体收益率，恢复市场信心。

五、起底最严私募代销新规，私募市场监管再度加强

2024年6月，国家金融监管总局发布《关于商业银行代理销售业务的征求意见稿》，其中最为关键的两项提议是：禁止银行代销阳光私募产品和禁止银行向不特定对象宣传私募产品。标志着自2023年7月《私募投资基金监督管理条例》发布后，私募行业监管的进一步加强。

自2016年以来，商业银行已被禁止直接代销私募基金，但通过信托通道的“阳光私募”形式，部分银行尤其是私行客户群体中的销售仍在继续。市场普遍认为，此次监管收紧与2023年11月杭州的量化私募“跑路”事件紧密相关，并且考虑到《关于规范商业银行代理销售业务的通知（银监发〔2016〕24号）》（简称“24号文”）已实施8年，加之私募产品的信息透明度问题，提高银行代销准入门槛显得尤为必要。

目前，新规尚在征求意见阶段，如果最终实施，将对银行代销私募基金的两种主要形式产生影响：一是通过代销信托计划或券商资管计划聘请私募基金作为投资顾问；二是代销底层嵌套投资私募基金的理财产品。新规可能会明确禁止这些变相代销行为，影响私募行业的销售渠道和投资者的产品可接触范围。资管领域中，能发行资产管理产品的持牌金融机构包括商业银行、理财公司、信托公司等，新规的实施将取决于这些机构发行的产品是否属于通道。如果新规最终禁止银行代销阳光私募产品，商业银行将无法继续代销私募产品，这将对私募行业的生态产生深远的影响。

中国的私募基金行业规模庞大但管理水平不一。中国证券投资基金业协会数据显示，截至2024年4月末，存续私募基金管理人21032家，管理基金数量152794

只，管理基金规模 19.90 万亿元，较 3 月末的 20.29 万亿元环比减少 1.92%。这也是私募基金管理规模自 2022 年 7 月以来的首次下降，规模跌破 20 万亿元。尽管银行是私募证券代销的主要渠道，券商的市场份额正在迅速增长，尤其在私募证券投资基金托管市场占据主导地位。市场机构数据显示，截至 2023 年 9 月 25 日，全市场共有 22.1 万只私募基金，其中券商托管的私募基金数量占比达 73%，在托管私募证券投资基金的市占率高达 98%。银行托管的优势主要体现在股权投资基金和创业投资基金，市占率分别为 81%、87%。

代销私募基金为银行带来了丰富的收入来源，但考虑到声誉风险，银行在代销过程中变得越来越谨慎。以招商银行为例，2023 年招商银行财富管理手续费及佣金收入 284.66 亿元，同比下降 7.89%，其中，代理保险收入 135.85 亿元，同比增长 9.33%；代销理财收入 54.24 亿元，同比下降 18.37%；代理基金收入 51.79 亿元，同比下降 21.52%；代理信托计划收入 32.06 亿元，同比下降 19.43%；代理证券交易收入 7.31 亿元，同比下降 19.05%。很显然从招商银行的代销收入看没有直接代销私募基金，而收入的下降或许是在逐步退出信托、券商资管类的私募产品。

银行代销私募基金涉及多个环节，需要完善的内部流程和专业的员工以避免操作风险。本次新规对商业银行代销私募基金的限制虽然会减少银行收入与私募基金数量，但是对银行类金融机构以及私募行业的风险控制起到重要作用。同时，新规还会推动持牌金融机构私募类产品的发展。若私募基金不能通过银行销售，则更多转投向证券渠道，提高证券公司议价能力，优质私募机构预计将在这一过程中崛起，更好地服务于实体经济。

私募基金作为投融资市场的重要组成部分，其进一步规范发展对于资本市场的稳定和效率至关重要。私募股权基金，尤其是专注于创业投资的基金，在支持科技创新和产业升级方面发挥着不可替代的作用。它们通过早期、小型以及科技领域的投资，为科技型企业提供关键的资金支持和资源对接，加速科技成果的商业化应用，促进产业的创新和发展，为经济的可持续发展提供强有力的支持。

六、近期监管展望

2024 年第二季度，中国经济运行保持积极的态势，在宏观政策效应持续释放、外需有所改善等因素带动下，服务业、消费和进出口都有所回升，工业生产

保持较快增长，就业物价形势稳定，转型升级持续推进，国民经济延续回升向好态势，运行总体平稳。尽管面临一些挑战，中国经济在 2024 年第二季度整体保持了稳定增长的态势，特别是在工业生产、消费市场等方面表现出积极的信号。政府的稳增长政策和市场内生动力的恢复是支持经济增长的主要因素。需强调的是，对于二季度主要经济指标的向好，中国金融市场在保持稳定运行的同时，仍需时刻防范金融风险。

一是中小金融机构存在较高不良率，仍需重点防范化解金融风险。近年来经济下行压力较大，房地产、城投等违约风险扩大，中小金融机构受到重大影响，风险隐患尤为突出，成为地方金融安全的风险源之一。2024 年二季度针对中小金融机构改革化险的政策调整对金融资产管理公司聚焦主业积极参与金融机构改革化险工作提出了非常详尽的要求。此外，随着 2023 年地产持续低迷及地方政府债务问题，大型银行也需要加速不良资产处置效率。由此，本次调整还将适用范围扩充至大型银行、股份制银行，能够推动未来大型银行与中小银行不良资产的转让规模达到平衡。

二是盘活房地产存量土地问题仍任重而道远，缓解土地财政困境仍需政策调控。近年来的房地产爆雷潮后，土地市场持续低迷，土地闲置问题日益严重。为实现房地产行业“去库存”目标，2024 年二季度发布 18 条新规，其中最重要的是收回收购土地用于保障性住房的，可通过地方政府专项债券等予以资金支持，土储专项债或将重启以疏通房地产行业发展问题。但当前政策落实仍待关注，后续采用专项债资金支持地方政府回购存量土地的方式是专项债资金使用范围的扩大，还是土储专项债的重启，仍需观望。

三是化债工作压力仍然较大，应对隐性债务的政策连贯性与稳定性十分重要。一揽子化债方案、35 号文等政策的推进已经达到一定化债效果，但是城投违规融资仍持续新增，二季度对 35 号文相关规定的升级通过渠道整顿，实现 35 号文名单内城投无法新增非标融资的目标，但是未来化债工作将持续面临新增难题，仍需保持政策的动态调整。

这些潜在风险需要通过加强监管、完善风险管理机制、提高市场透明度和参与者的金融素养等措施来进行有效防控。同时，监管部门需持续监测市场动态，及时采取措施以维护金融市场的稳定和健康发展，实现强监管下的金融安全平稳

运行。二十届三中全会着重强调金融体制改革，以制定金融法来进一步优化金融监管体系，更好促进金融高质量发展，金融服务实体经济和中国式现代化的监管基础将进一步夯实。

（感谢吴昀笑和刘译圣的科研助理工作）

版权公告：【NIFD 季报】为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。