

事件：7月20日，央行发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》，银保监会发布《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》。

简评：资管新规补充通知的出台及理财新规征求意见，大概率表明政策最差的时候已经阶段性过去。资管新规出台后，由于配套细则及一些条款的不明确，令银行等金融机构在实操中难以开展业务，这导致了部分业务的停滞，也加剧了紧信用的出现。从这个意义上看，政策出台本身及其体现出的一些修正取向，比政策真正的修正程度更重要。我们预计政策最差的时候已经阶段性过去（就当前的环境来看，我们倾向于认为，未来待出的标准化资产的定义、公募银行理财产品投资股票的方式等也存在对市场边际利好的可能），后续需等待基本面出现相应的改善迹象（主要是社融数据的企稳）。

政策面改善预期的确认，将边际改善市场对紧信用的预期，从而带来市场风险偏好和基本面预期的修复，有利于市场短期反弹。在6月社融数据明显低于市场预期预期的情况下，市场对政策调整的预期逐步升温。此次部分政策条款体现出的政策放松意味（如公募资管产品可以投非标；摊余成本法应用的放宽；老产品可以投资新资产；商业银行可以在过渡期

内自行制定整改方案；过渡期之后，未到期的难以回表的非标资产和未到期股权资产，可以和监管进行协商等），是对市场前期预期的确认，有助于缓解前期市场对紧信用的显著担忧。这一方面能够改善市场对经济基本面的预期，另一方面则有助于风险偏好的修复。不仅如此，在理财新规明确公募理财可以投资公募股票基金的情况下，预期后续理财配置权益市场的资金存在增加的渠道。

后续如有短期反弹行情，我们倾向于认为，新兴成长行业的投资机会更值得关注。资管新规补充通知及理财新规的出台，对经济基本面预期的改善，将有助于推动金融和周期股的反弹。但考虑到（1）中期维度上去杠杆的政策大方向并未发生变化；（2）理财新规中，公募银行理财就可以投资公募股票基金的紧信用预期的边际改善能否转变为现实的“宽信用”尚面临较大难度（在遵循期限错配原则下，公募承接非标的能力存疑），需要市场数据的逐步验证（宏观面验证社融数据，微观层面观察银行在“发行老产品对接新资产”等领域能够有多大程度发力）；后续如有短期反弹行情，我们倾向于认为受益于风险偏好改善的新兴成长行业的个股投资机会的持续性可能更强。

中期维度看，A股市场面临的下行风险尚待解除。首先，去杠杆的政策主线并未发生变化，此次政策更多是“纠偏”性质（避免因处置风险而引发新的风险），而非政策转向。其次，中美贸易摩擦的担忧依然存在。最后，海外流动性收紧背景下，全球小型危机发生的概率正在上升，这

令外部环境的不确定性也在增加。因此尽管当前 A 股的估值在纵向维度上看已经处于历史低位，但市场依然缺乏足够的上行推动力。

重要提示：

提示：本材料不构成任何投资建议或承诺，本材料并非基金宣传推介材料，亦不构成任何法律文件。投资有风险，基金过往业绩不代表其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩不构成新基金业绩表现的保证。有关数据仅供参考，不构成任何承诺。投资者投资工银瑞信基金管理有限公司（“工银瑞信”）管理的产品时，应认真阅读相关法律文件。

工银瑞信在本材料中的所有观点仅代表工银瑞信在本材料成文时的观点，工银瑞信有权对其进行调整。若本材料转载第三方报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，并不代表工银瑞信的立场。除非另有明确说明，本材料的版权为工银瑞信所有。未经工银瑞信的书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、复制或修改。

公司地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 A 座 6-9 层

邮政编码：100033

客服热线：400-811-9999（免长途费）

公司网址：www.icbccs.com.cn