

固定收益

XINYUAN FIXED INCOME

08

2016年10月 第八期
www.xyamc.com

鑫元看市场

2016年四季度宏观展望及固收策略

聚焦

鑫元三周年：传承与新生

不放过任何一个“射门”机会

——专访鑫元基金总经理张乐赛

未来鑫元将打造“固定收益+”：

如何利用权益市场给固收做正向加强

声音

刚性兑付破局与债券市场风险研究

机构

银行理财监管新方向

银行理财监管新规要点梳理

宏观

债转股：两大“领跑”案例带来的启示

金融“去杠杆”进行时

ABS 首现违约，

资产证券化蓬勃发展之下潜藏的信用甄别危机

传承与新生

三年来，资本市场日新月异；三年来，固收市场斗转星移；三年来，鑫元基金亦从无到有，从新锐走向主流。

我们亲见，在资产配置荒以及权益类资产投资面临调整期等因素影响下，近年来固定收益产品规模持续快速增长。数据表明，截止去年底，近5年间全市场固收产品规模增长48万亿元，占全市场的比重从2011年的20.86%猛增至去年年末的62.83%。宏观经济下行压力不断加大以及行业投资环境变迁，都使得固收市场生态已经悄然生变。

我们亲见，去年以来，从利息违约到本金违约，从私募违约到公募违约，从民企违约到国企违约，从交易所信用债违约到银行间短融、中票违约，信用事件发生的频率创出历史新高。倒逼市场化和法制化的信用违约处置体系建立的同时，也在考验各家固收类产品的投资策略。

违约事件虽然频发，但依然无法改变资产荒和流动性宽松下，机构加杠杆压低信用利差的格局。更具黑色幽默意味的是，出于对一二线城市房价上涨的预期，居民加杠杆的势头也相当迅猛。回顾过去十多年来的加杠杆去库存历史，一个共性就是每次经济下行，都导致杠杆率与库存量的双双上升。就此我们可以理解中央经济工作会议明确表示要去杠杆，并作为供给侧结构性改革的五大任务之一的苦心。监管层对金融去杠杆的决心已经体现，影响必然也会波及债市，投资人结构与策略的新局面可期。

资本市场牛熊转换，固收领域顺流逆流，皆为常态。资管机构也许会迷惑，但终将依靠自身专业禀赋，勤勉尽责、扎扎实实，一步一步去不断适应市场的变化，如同深耕固收的鑫元基金，在传承中焕发自身的光彩。





鑫元基金《固定收益》编委会

总编辑
张乐赛

执行主编
李 雁

编 委
王 辉 史少杰 黄 梅 李晓燕 厉大业

编辑部
张明凯 郑文旭 丁 玥 王美芹
卢 林 陈令朝 蒋光祥 雷孟妮 吕值森
章奇奇 金宜康 赵成涛 张改青

视觉设计 吴晶晶 沙勇兵 阳 蝉

项目协调 杨 畅 马 磊

内容合作 环讯传媒

CONTENT

01	卷首语	传承与新生
04	固收动态	
06	鑫元看市场	2016年四季度宏观展望及固收策略
11	聚焦	鑫元三周年：传承与新生

16	不放过任何一个“射门”机会 ——专访鑫元基金总经理张乐赛
20	鑫元基金2016年机构策略报告会在西安召开
22	丁玥：尊重市场 做时间的朋友
26	未来鑫元将打造“固定收益+”： 如何利用权益市场给固收做正向加强
30	鑫元基金投研风采
34	声音 刚性兑付破局与债券市场风险研究

目录

2016年10月 第八期

42	机构 银行理财监管新方向
46	银行理财监管新规要点梳理
49	宏观 债转股：两大“领跑”案例带来的启示
54	金融“去杠杆”进行时
60	ABS首现违约， 资产证券化蓬勃发展之下潜藏的信用甄别危机

NEWS

固收动态

上海自贸区债券来了!

9月8日,“中债登”发布了《中国(上海)自由贸易试验区债券业务指引》。相关负责人表示,自贸区债券的正式推出,对于我国对外开放、人民币国际化进程的推进等都具有重要意义。



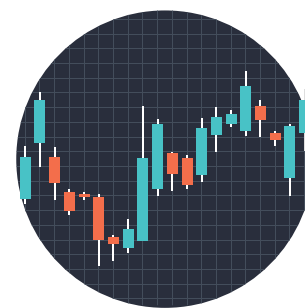
国庆楼市限购加码

国庆节期间,国内21个城市先后发布了新的楼市调控政策。其中,北京、深圳、广州、南京、合肥、厦门等城市调控力度较大。方正证券首席经济学家任泽平称,国庆期间各热点城市密集出台调控措施,主要是落实中央精神。我们判断房地产小周期结束,这轮房价上涨接近尾声。预计未来房价可能横盘消化,不太可能出现大起大落。



人民币汇率再创6年来新低

10月17日,人民币兑美元即期汇率尾盘一度跌破6.74关口,最低报6.7401,续创逾6年新低。离岸人民币兑美元亦跌逾百点,盘中跌破6.75大关至6.7502。国泰君安固收分析师徐寒飞表示,短期人民币汇率只是在“补跌”,持续下行的动力并不充分。从外部看,美元目前很可能已经进入了“最后的拉升”阶段。从内部看,汇率仍将获得一些支撑,本轮贬值不太可能突破6.8。



8月24日,银监会正式发布了史上最严《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法(评估稿)》

截至8月末,中国互联网金融现代统计和风险监测预警系统风险池的风险预警平台3507家,占全国P2P网贷平台6081家的57.67%。复星国际董事长郭广昌在谈及P2P行业时表示,“我从来不看P2P,我不是说所有的,但基本上都是骗局。”

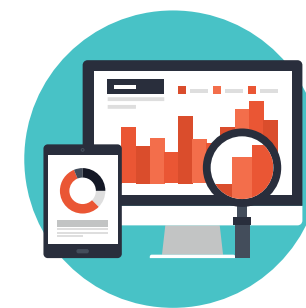


美元Libor飙升至7年新高

8月底,美元3个月期伦敦银行间同业拆放利率(Libor)飙升至2009年以来的最高水平。中国企业共计有5851亿美元外债,很多是以Libor为基础来定价的浮动利率,所以,Libor利率走高将会令他们的外债成本增加。道明证券高级亚洲利率和外汇策略师Sacha Tihanyi预计:Libor上涨肯定会对很多企业的资金运作和融资决策造成影响。

8月24日央行进行500亿元14天期逆回购,属春节后首次

自今年2月6日以来,中国央行公开市场操作8月24日首次进行500亿14天期逆回购,中标利率2.4%。央行副行长易纲表示,14天期逆回购操作给了市场更多选择,7天逆回购会继续保持。



中国债市火爆 30年期国债发行利率再创2008年来新低

8月19日,中国财政部拍卖了260亿元30年期国债,平均发行利率3.27%。这是时隔一个月,30年期国债品种再次创下2008年彭博社有统计以来的最低发行利率。华创证券首席分析师屈庆发布研报称,30年期国债配置价值太低。



2016 年四季度宏观展望 及固收策略

文 | 鑫元基金投资研究部

考虑到四季度还有一些不确定因素可能发酵，如汇率贬值预期导致热钱外流、违约事件的爆发等等，我们建议整体保持防御，降低组合久期和杠杆，通过精选个券、波段交易和小品种投资增强收益。

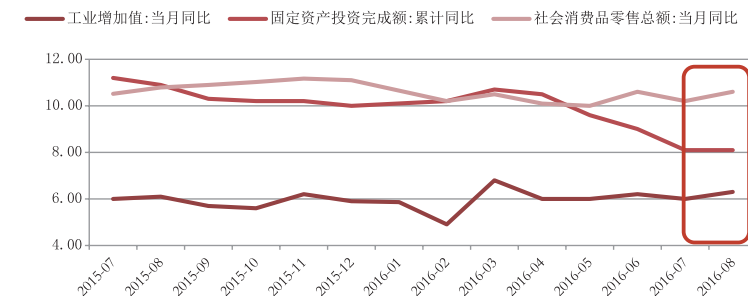
一、经济弱企稳 去产能初见成效

三大需求齐好转，经济在三季度企稳。9月份工业增加值同比增长6.1%，比8月下降0.2个百分点。9月投资同比回升，1-9月投资同比增长8.2%，与1-8月增速增加0.1个百分点，9月份单月投资同比增长9.0%，比8月高0.8个百分点，整体较为稳定。其中，制造业投资增速比8月高3.1个百分点；房地产投资增速比8月高1.6个百分点；基建投资相较8月份增速下降0.6个百分点。社会消费品方面，9月零售总额同比增长10.7%，比8月提高0.1个百分点，与预期持平。投资、消费、工业增加值等数据表现较为平稳，三季度GDP与一季度、二季度持平于6.7%，经济发展低位企稳。

经过多年的调整，中国经济现阶段已经相当接近底部，原因在于，供给侧调整是否到位一个主要的参照标准是去产能到位，具体来讲有两个指标尤其重要，第一，PPI能不能回升，这个指标目前现在已经出现了变化，PPI在9月份超预期提前由负转正；第二，工业企业利润，这个指标最近也已经由负转正。钢铁和煤炭作为产能过剩比较突出的两个行业，在过去的几个月中去产能的大背景下取得了显著成效，均出现盈利正增长。近期，发改委应钢铁业协会诉求启动煤炭一级响应，增加煤炭供给，很好的印证了去产能已见成效。

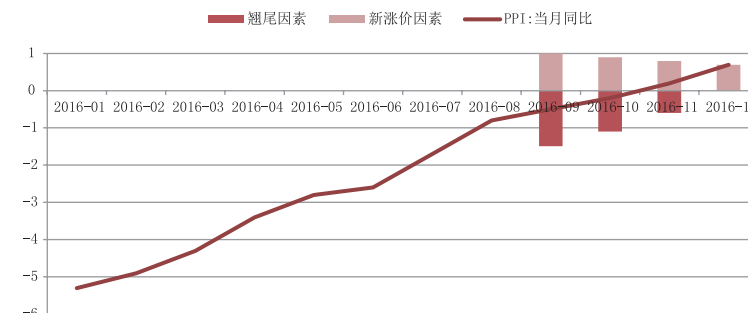
值得注意的是，接近底部和实现触底并不是一回事，今后一段时间将会是中国经济触底的关键时期，包括金融风险在内的不确定性

图 1：主要经济指标走势



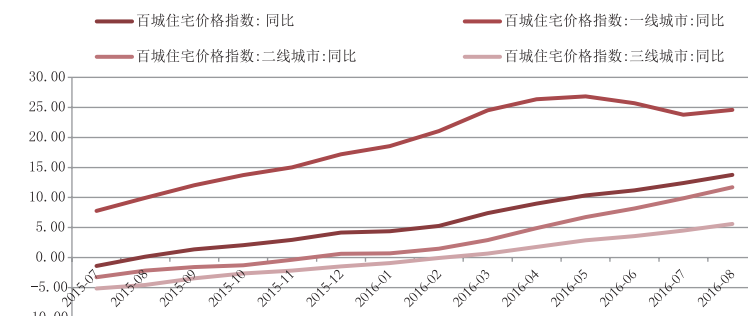
数据来源：WIND 资讯，鑫元基金整理

图 2：2016年PPI走势及预测



数据来源：WIND 资讯，鑫元基金整理

图 3：百城住宅价格指数走势



数据来源：WIND 资讯，鑫元基金整理

将会增加，经济L型走势上在底部将会有一些小的波动。今年上半年6.7%的增长率为完成全年6.5%的目标打下了坚实的基础，供给侧改革步伐将会加快。

作为“三去一降一补”的另一个重点工作，国务院提出四大原则和七大途径降低企业杠杆率解决企业债务过高、债务负担不断加重的问题，同时发布《关于市场化银行债权转股权的指导意见》，债转股作为企业去杠杆的重要举措将会实质性落地。此次债转股专注于“好企业”而不是“僵尸企业”债权，采取完全市场化的运作方式，确保了债转股高效实施。债转股对实体企业流动性的注入有利于前景良好的企业降低杠杆率，改善企业生产经营和财务结构，有利于债券市场良性发展。另外一个需要关注的焦点就是房地产，今年一线城市和部分热点二线城市房价的暴涨，有合理因素也有不合理因素。一线城市依靠资源禀赋产生的聚集效应催生了房价的上涨，库存也随之下降，住宅库存同比增速在2008年7月以来再度为负。近期约20个城市密集出台房地产调控政策，新一轮的调控以“限贷+限购”的模式控制房价上涨过快的势头，防泡沫和控制房价过快上涨的态度坚决。新政严控之下，国庆期间楼市销售量较九月末明显下降。九月下旬沪深交易所针对房地产类公司债公布监管新政，明确房企发债门槛及进行分类监管。在楼市火爆、房企债务飙升的背景下，一系列监管新政的实施凸显去泡沫和防范金融风险的决心。因此，我们四季度对地产债持谨慎态度。

二、管理层维稳意图明显

7月26日召开的政治局会议指出我国经济仍面临较大的下行压力，在推动供给侧改革、适度扩大总需求的同时，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，用稳定的宏观经济政策稳住市场预期。二季度的《货币政策执行报告》也强调了继续实施稳健的货币政策，保持灵活适度，适时预调微调，做好与供给侧改革相适应的总需求管理，从量价两方面为结构调整和转型升级营造适宜的货币金融环境。

积极的财政政策成为强调的重点。降低税负方面预计要进一步落实“营改增”政策，降低重复征税，达到减税的效果。财政资金将引导社会资金投向实体经济和基础设施建设领域，使基础设施投资成为托底经济增长依托，近期火热的PPP项目正是对前期政策的贯彻执行，预计第三批PPP示范项目投资总额将会超过1万亿，对提高社会资本参与基础设施建设的积极性起到很好的拉动作用。

货币政策稳健当头。信贷错配导致经济结构问题突出，通过优化信贷结构来推进供给侧结构性改革。稳健的货币政策不是促进金融脱离实体大发展，而是通过合理的政策引导使资金流入实体经济，避免通过资产泡沫稳增长。三季度经济通胀再度下行，为货币宽松打开了时间窗口。但是央行并未采取降准降息等“漫灌”的方式，而是组合使用多种货币政策工具进行精准“滴灌”。在季末面临MPA考核对市场造成流动性担忧时，央行通过大量投放流动性稳定市场预期，同

时通过不同货币政策工具品种提高资金成本，造成市场上钱多钱贵的矛盾现象，倒逼金融机构去杠杆。

在稳增长的背景下，供给侧改革也是当下经济发展的另一条主线。改革的主体有两个，一个是国企，尤其是央企层面的兼并重组将会提速，宝钢、武钢合并为国企改革提供了新的路线；另一个改革的主体是金融部门，“银行理财新规”、“券商资管八项管理办法”促使金融部门去杠杆，金融部门的改革促使资金流入实体经济，而不是促进金融脱离实体大发展，避免通过资产泡沫稳增长。

三、投资展望：居安思危，关注供需关系边际变化

四季度，债券市场仍然处于有利的宏观环境中。首先，经济增速维持较低水平。制造业投资和房地产投资增速均接近历史低值附近，而由于上半年GDP增速已达到6.7%，预计政府不论是增加经济刺激的意愿和能力均不强，基建投资仅将维持托底作用；其次，通胀水平可控，虽然CPI高点在年底可能回升至26%左右，但随着翘尾因素消失，明年一季度CPI即可能大幅回落，难以触发政策反应；再次，现阶段货币政策目标“做好供给侧结构性改革中的总需求管理，为结构性改革营造中性适度的货币金融环境”，稳健仍是主基调。

然而居安思危，对于市场出现的边际变化投资者需要保持足够的谨慎。资产荒是今年债券市场的重要特点，理财市场扩大导致

表 1：全国性商业银行主要债券品种持仓变动情况

	国债	国开行	口行	农发行	传统利率债小计	企业债	中票	短融资	超短融	传统信用债小计
2016年1月	405.31	-178.13	112.50	290.85	630.53	-29.86	61.50	-45.43	-8.14	-21.93
2016年2月	-689.13	-131.36	-120.56	112.30	-828.75	-98.04	8.08	-47.90	-330.00	-467.86
2016年3月	29.75	-329.23	-38.83	198.55	-139.75	-186.81	-85.94	-85.46	-144.03	-502.24
2016年4月	820.82	-613.19	-277.29	-257.67	-327.33	59.06	50.03	-216.20	69.57	-37.54
2016年5月	845.87	-544.08	1.08	-190.60	112.27	-20.42	-112.91	-108.66	-205.95	-447.94
2016年6月	-89.05	-99.39	-250.61	-235.05	-674.10	-156.10	-315.10	-101.85	-123.01	-696.06
2016年7月	1176.57	-315.12	88.42	-229.08	720.79	31.98	-394.39	-40.70	-412.95	-816.06
2016年8月	480.08	-537.00	-158.61	-42.83	-258.36	-85.35	-223.26	-111.10	-119.79	-539.50
合计					-764.70					-3,529.13

数据来源：中债登、上清所、鑫元基金整理

“钱多”的逻辑，已经使得绝对收益率、期限利差和信用利差均低于历史1/4位。我们认为，这一局面无法长期存在，信用债市场可能会出现萎缩。在权衡理财发展带来的规模扩张之利和高成本约束之弊之后，银行可能不再倾向前者，转而注意控制理财规模增长节奏。这意味着，后续的资金供给也将相应减弱。资产供给端也存在压力。一方面，判断地方债供给明年将达到6万亿以上规模，重压之下，银行自营部门对其他债券只能是不增或者减持；另一方面，如果PPP项目推

进顺利，也会分流一部分债市资金。

今年债券市场的前三季度另一个显著特征是利率债配置主体的演化。由于地方政府债挤占了银行债券配置空间，广义基金消化了几乎传统的利率债（国债、政策性金融债）。而广义基金对于信用债的配置顺序优先于利率债，因此，利率债表现跟随信用债而动，即只有在信用债配置价值很低的时候，利率债的行情才会发动，且一旦超调，很容易受到获利盘的打压，短期出现高波动率。四季度，这一格

局也可能发生变化。地方政府债供给节奏放缓，释放出来银行的配置能力叠加房地产限购背景下房贷投放减少导致的可配置资产下降，有望为利率债带来一波新的行情。我们将针对这一特点，继续关注利率债波段交易机会。

考虑到四季度还有一些不确定因素可能发酵，如汇率贬值预期导致热钱外流、违约事件的爆发等等，我们建议整体保持防御，降低组合久期和杠杆，通过精选个券、波段交易和小品种投资增强收益。



免责声明：
本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前务请核实，风险自负。
本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

聚焦

鑫元三周年：传承与新生
不放过任何一个“射门”机会
——专访鑫元基金总经理张乐赛
未来鑫元将打造“固定收益+”：
如何利用权益市场给固收做正向加强

三年间，鑫元基金锁定“固定收益”为努力方向，以可观的成绩单回应了当初坊间的种种疑问，用实力证明了“小而美”的路径行得通。

鑫元三周年：传承与新生

成立伊始，作为银行系基金公司，鑫元基金便独辟蹊径，大胆锁定“固定收益”为努力方向，三年来，其不仅以一张可观的成绩单回应了当初坊间的种种疑问，且用实力证明了“小而美”的路径行得通。

成立9个月，鑫元基金即在2014年半年报中翻越盈亏线，录得净利润正值。2014年末，鑫元基金的营业收入同比增幅约为3300%；2015年末，其营业收入同比再翻两番，且同期净利润增幅超500%。

鑫元基金数据显示，截至今年二季度末，旗下公募资产净值规模大约130亿元，专户规模为375多亿元，总规模超过500亿元；同期，子公司鑫沅资产所管理的资产规模达到3566亿元，在112家基金子公司中位列第七。

关于未来，用鑫元基金新任总经理张乐赛的话来说，就是要做“固定收益+”。他强调：一家基金公司的发展，一定要和行业的发展相结合，鑫元一路走来的每一步，都稳稳踏准了市场节奏，而伴随着固收产品优势的不断显现，鑫元基金也将迎来属于自己的“大时代”。



鑫元三周年：传承与新生

文：固定收益编辑部

传承：锻造固收行业标杆

事实上，如果将视线转回到2013年底，可以发现作为一家新生代基金公司，鑫元基金最初所面对的生存环境稍显“恶劣”，但很快“守得云开见月明”。

彼时，伴随2013年4月中旬债市稽查风暴以及2013年6月钱荒突袭，让原本处于“牛市”中的债券市场受到猛烈冲击，直到当年三季度，即鑫元基金成立之时，钱荒的后遗症还尚未过去。在央行的及时调控下，尽管资金面虽趋于稳定，但是资金价格中枢整体上行100BP以上。相应地，债券收益率迎来深度调整。从短端利率，到中长期利率，从信用债到利率债，无一幸免。在此期间，10年期国债收益率意外暴涨，调整幅度甚至高于

许多信用债产品。2013年6月份的“钱荒”之前，10年期国债利率基本维持在3.4%左右波动，“钱荒”过后则一路上行，直到11月下旬上冲至4.72%，为过去9年来最高水平。

不过2013年11月份召开的十八届三中全会为原本阴霾重重的债券市场打开了一片新天地，其提出发展并规范债券市场，未来发展仍将是主基调，中国债券市场有望迎来下一个黄金发展的10年。债市新一轮好时光来临。

正是当时市场配合下的一波牛市行情，推升固收类产品的整体收益，让鑫元基金在这一阶段经历了快速发展。

当然，随着金融脱媒的深化和利率市场化的破冰，推动“泛资管”时代的加速到来，金融机构所

面对的市场竞争将更为激烈，要在这样一个市场中脱颖而出，并非易事，而鑫元基金的突围之道是：有效利用自身优势。

这一优势便是其股东方南京银行多年在固定收益领域的积累。在城商行中，南京银行是第一家在上海证券交易所上市并最早介入债券投资业务的银行，每年人民币债券交易量在银行间市场均排名前列，南京银行也因此被业内称为债券投资经理的“黄埔军校”。

一直以来，南京银行给予鑫元基金以很大的支持，据透露，作为鑫元基金大股东的南京银行，于2013年10月发起设立了“紫金山·鑫合金融家俱乐部”，俱乐部的成员包括城商行、农商行等各类金融机构，目前成员已经超过120家，俱乐部的体量也超过十万亿元。这个旨在“资源整合、共赢发展”的俱乐部成了鑫元基金机构资金的重要来源。通过在这些同盟成员中精耕细作，提供专业的金融服务，鑫元基金机构合作及机构资金规模得以稳步增长。

南京银行在固定收益市场处于行业领头位置，依托股东优势，鑫元基金也希望成为基金行业固定收益投资领域的标杆。因而从某种程度而言，鑫元基金对固定收益细分市场的专注是对南京银行债市优势的一种传承。

到2014年12月时，鑫元基金已成立6只公募基金产品加上14只专户，实现近260亿元的资产管理规模，这样的成绩在同期成立的基金公司中表现十分亮眼，发行数和规模均排名前列。

新生：持续挖掘市场机会

“作为‘80后’基金公司，鑫元始终坚持投资者利益优先原则，以创造绝对回报为己任，着眼长期、稳健投资、严格风控，努力做好固定收益资产管理细分市场，为投资者提供专业贴心的产品和服务，以满足投资者多层次、多样化的理财需求。”鑫元基金总经理张乐赛表示。

而如果说最初发展更多借助股东优势，那么在后来的市场实战过程中，鑫元已经走出了一条属于自己的新路。鑫元基金的发展历程，也是持续挖掘市场机会，实施投资布局，奉献投资者回报的过程。

2013年底，鑫元基金刚成立，就意识到债券市场和货币市场蕴含着稍纵即逝的投资机会，迅速在专户产品上推出鑫满溢得分级产品和鑫安利得平层产品，在公募基金上快速设立鑫元货币市场基金，截至2016年9月30日，鑫元货币市场基金规模已经超100亿。

伴随着互联网金融的崛起，鑫元基金热情拥抱互联网金融市场，共同推出了鑫元合享债券基金、鑫元合丰债券基金，市场也给予了肯定的声音：鑫元基金第一只互联网产品鑫元合享债基在上线当日被秒杀，产品销售非常火爆，并获得了中国互联网金融高峰论坛颁发的“2014年度互联网金融创新产品大奖”。

鑫元基金也认真呼应机构投资者债券投资外包的需求，通过精准定位和前中后台紧密协调，在2013年底中标了多单债券主动管理

业务，通过实际把握和资产配置实现了稳健优异的业绩回报，充分体现了投资管理能力，为此鑫元基金获得了2015年中国金鼎奖“最佳传统债券”专户大奖。”

努力背后，获得的是市场的认可。

银河基金研究中心数据显示，鑫元基金2015年度净利润涨554%，增幅居国内基金业之首；截至2016年3月底，鑫元基金资产管理规模超475亿（不含子公司），并成功发行了11只公募基金产品，公募资产管理规模超147亿元，较2014年末增长逾37%。在空前剧烈的“牛熊”转换的2015年，这样的成绩实属不易。

公司发展壮大的同时，对团队投研实力也提出了更高的要求。鑫元基金持续吸收、储备和培养各类专业人才，一是从银行、基金、证券行业基金延揽优秀债券投研人员，高标准组建和打造了近二十人的投研团队，尤以信用分析见长，投资交易经验丰富，综合管理能力处于行业领先水平；二是精心构建了与固定收益运作相适应的产品研发、销售营销、后台运营、风险控制团队，对投研团队行程强有力的支持。

据悉，鑫元基金深入学习借鉴国内外优秀资管公司的成功经验，重点构建了行业研究、信用风险评估小组、投资决策委员会三层投资决策机制，并倾力构筑以信用为核心要素的风险管理体系。

张乐赛强调，对于一家基金公司而言，核心竞争力在于投研：“如果投资和研究很强，不怕发展不起来，如果投资实力不行，市场

再好未来也站不住脚。”

因此，鑫元打算适时推行股权激励以及准事业部制。不过在张乐赛的设想中，并不会采用纯粹的事业部制。“我们想做准事业部制，希望把考核激励的力度加强，把各部门利益绑定在一起，把公司实力呈现出来。”



66

那么下一个三年，
鑫元基金又会带给资本市场和基金行业怎样的惊喜？
时间会证明一切。

99



未来：打造“固定收益+”策略

张乐赛认为，一家基金公司的发展，一定要和行业的发展相结合，鑫元一路走来的每一步，都稳稳踏准了市场节奏，而伴随着固收产品优势的不断显现，鑫元基金也将迎来属于自己的“大时代”。而如何围绕固定收益定位以丰富产品策略、创新产品线，则成为鑫元基金亟需解决的当务之急。

鑫元基金对未来债券市场发展充满信心。放眼未来，首先，我国债市对外开放将稳步推进。当下国内金融改革加速、金融监管力度弹性增大，审批程序更加简化，人民币国际化全球开花，债市走出去的条件逐渐改善。中债登数据显示，截至今年8月末，境外机构债券托管量达6757亿元，占市场总托管量的比重仅约为1%。巨大的增长空间与国内债市“骑牛”前行的获利驱使，外加RQFII额度继续扩大与RQFII及QFII的额度审批流程逐步简化，未来境外投资者持有在岸市场的债券水平料将有较大规模的提高。

其次，债市投资品种将更加丰富，体量更大，话语权更多。随着老百姓对固定收益认识的不断提升，以及固定收益工具的不断丰富，固定收益的存在价值增日益获得重视，固收类产品的体量随之加速增长。根据中国证券投资基金业协会统计，截至2016年6月末，我国开放式基金资产规模7.95万亿元，其中股票基金、债券基金、混合基金和货币基金分别6655亿元、8136亿元、17386亿元和42009亿元。与2013年9月末的数据相比相比，股票基金的资产规模下降了50%，债券基金的规模则上升了153%。与此同时，伴随金融创新的深入及投资者需求多样化的增加，以绿色债券为代表的新型债券品种将更加丰富。

过去三年是历史上罕见的债券大牛市，但随着10年期国债收益率再创7年半以来的新低，信用风险常态化，留给债券市场的无风险收益也有所减少。此外，随着通胀预期的逐步走高，市场担心货币政策也会出现边际收紧，这些因素对债市都是未来的风险点。

针对这一局面，鑫元基金早

已做好准备。

据介绍，鑫元从去年起就在投研内部成立了权益投资小组，针对股票市场开发各种绝对收益策略，旨在为固收类产品做正向加强。这些策略相对灵活，且不以相对排名为目标。据张乐赛透露，目前上述权益类产品绝对收益策略已在专户产品取得了不错的效果。除此之外，公司还打算通过期货市场开发对冲产品实现绝对回报。

此外，针对债市信用风险的常态化，鑫元也正在着力优化“信用评价体系”，加大实地调研力度，稳步扩大行业内领先的投研团队、扎实提高固收市场风险甄别能力，以防止债市“黑天鹅”频频来袭。

在鑫元成立之初，股东方设想是大概三年实现盈利，但是成立不到一年，鑫元便扭亏为盈，提前完成任务；到第三年，不仅完成了盈利目标，并远远超过了当时的预想。

那么下一个三年，鑫元基金又会带给资本市场和基金行业怎样的惊喜？时间会证明一切。



2013年8月23日，由南京银行和南京高科出资设立的鑫元基金获证监会核准批文；并于2013年9月12日在上海正式成立；

2014年1月26日，鑫沅资产获证监会核准批文；并于2014年2月19日在上海正式成立；

2014年11月6日，鑫沅股权在上海正式成立。

不放过任何一个“射门”机会

——专访鑫元基金总经理张乐赛

文 | 上海证券报记者王诚诚

作为“80后”基金公司，鑫元始终坚持投资者利益优先原则，以创造绝对回报为己任，为投资者提供专业贴心的产品和服务，以满足投资者多层次、多样化的理财需求。

喜欢足球，喜欢在绿茵场上奔跑，喜欢射门的感觉，经常踢前锋位置的张乐赛充满激情，这正如他在职场上的特点：嗅觉敏锐，不会放过任何一个“射门”的机会。

8月中旬的一天，骄阳似火，我们在位于上海静安区中山北路909号的南京银行大楼里见到了这位公募基金行业年青有为的总经理。

从最初入行时在南京银行资金运营部就职，到担任诺安基金固定收益总监再到鑫元基金常务副总经理，如今执掌鑫元基金帅印，张乐赛的“射门”水平不免让人称叹——“没走任何弯路”的职场经历，足以让他成为债券市场、甚至公募基金行业里的一员老将了。

在采访中，我们的话题涉及行业发展，“80后”基金公司如何在市场中立足，以及鑫元基金正在打造的准事业部制，张乐赛向记者娓娓道来，沉稳自信又不乏激情。

生逢债券市场“大时代”

回头来看，张乐赛或许也没想到，从学校毕业后便进入的债券市场，不仅让自己与固定收益结下不解之缘，也成为其职业生涯的最佳起点。

2001年毕业后，张乐赛来到了位于家乡的南京银行工作，并进入资金运营部，投资经济专业毕业的他顺理成章地成为国内最早一批债券市场交易员。

“1996年银行间债券市场才刚刚成立，四大行还没有大规模开展业务，而南京银行已积极尝试，并已初具规模和影响力，因此，自己进入南京银行时恰逢固收业务扩展，专业又对口，算是接触债券市场比较早的。”张乐赛介绍说。

南京银行债券业务日后的发展壮大，证明张乐赛的选择十分精准。这家被称作“债券市场黄埔军校”的银行，为国内债券投资培养了大批专业人才，向券商、保险、基金及私募等市场上各类金融机构输送大量“新鲜血液”。

在南京银行接受的专业磨炼，不仅提升了张乐赛的投资实战经验、积累了丰富的的人脉关系，也为他日后在公募基金行业的发展铺平了道路。

2004年，债券基金投资对基金行业来说还是新鲜事物，但恰是这一年，张乐赛又一次作为“开拓者”的角色进入公募基金业，到目前为止已经整整12个年头。

回顾过去十几年债券投资在公募基金行业地位的变迁，张乐赛颇为感慨。他告诉记者，刚开始时，投资者对债券基金几乎不了解，债券基金在行业中一直处于“边缘”地位。2006年到2007年，股票市场迎来了一波牛市，由于债基的低风险低收益特征，投资者对这类投资品种的“偏见”更是达到顶峰。

“直到2008年股市突然转熊之后，投资者才对债券基金的接纳度有所提高，基金公司也开始逐渐重视固定收益产品线的布局。”张乐赛说。

在此过程中，张乐赛的个人职业生涯也一路“向前”，从一名普通的投资经理升至固定收益部总监，在公司管理的固定收益产品规模超过300亿元。

在加入鑫元基金之后，张乐赛更是迎来了职业生涯的小高峰，开启了从专业投资人向更为全面的公司管理层转变的新征程。面对新的挑战，张乐赛初心未改，继续朝着深耕固收领域的方向全力前行，努力打造一支战斗能力强的投研团队，力争为投资者带来长期稳定的绝对回报。

成立于2013年的鑫元基金，一方面依靠大股东南京银行的独特资源，创建以来一直专注固定收益细分市场走特色发展道路；另一方面过去三年也是国内债券市场史无前例的大牛市，鑫元基金的诞生可

谓生逢其时。在此背景下，鑫元基金迈上了快速发展的轨道，专户规模与公募业务齐头并进。银河证券数据显示，截至2016年6月30日，鑫元基金资产管理规模已超500亿元，其中公募规模超130亿元，专户规模超375亿元，成为“80后”基金公司中的佼佼者。

拓展机构合作

事实上，除了赶上债券市场大牛市的“东风”，拓展机构合作也是鑫元基金得以在竞争激烈的公募基金中崭露头角的重要因素之一。

近年来，银行、保险等金融机构委托基金公司进行资产管理的专项资金增长较快，债券市场成为承接银行资金的重要领域。据统计，

单是银行理财产品的规模就在数十万亿的量级，凭借这股大潮，不少基金公司顺势发展，开辟出资产管理行业的一片“蓝海”。

对此，鑫元基金亦有所尝试，一方面是公司固定收益投资的定位与机构理财需求有一定契合度，另一方面也具备银行系基金公司的相关优势。

据透露，作为鑫元基金大股东的南京银行，于2013年10月发起设立了“紫金山·鑫合金融家俱乐部”，俱乐部的成员包括城商行、农商行等各类金融机构，目前成员已经超过120家，俱乐部的体量也超过十万亿元。俱乐部的成立有利于推动成员间业务合作，优势互补。

这个旨在“资源整合、共赢发展”的俱乐部成了鑫元基金机构资金的重要来源。通过在这些同盟成员中精耕细作，提供专业的金融服务，鑫元基金机构合作及机构资金规模得以稳步增长。

“作为‘80后’基金公司，鑫元始终坚持投资者利益优先原则，以创造绝对回报为己任，着眼长期、稳健投资、严格风控，努力做好固定收益资产管理细分市场，为投资者提供专业贴心的产品和服务，以满足投资者多层次、多样化的理财需求。”张乐赛再次重申鑫元的定位，强调走专业化固收特色路线的初衷。

打造“固定收益+”策略

显然，鑫元基金坚持固定收益产品的战略不会轻易改弦易辙，但围绕这一定位如何丰富产品策



66

在这位公募行业年轻有为的总经理的带领下，鑫元基金正散发出“80后”基金公司所特有的活力。正如绿茵场上11名球员讲求战略战术的通力合作才能创造奇迹一样，张乐赛带领的这个团队正竭尽全力在另一个赛场上奋力奔跑。

99

略，创新产品线，则成了张乐赛当务之急需要思考的事情。

过去三年是历史上罕见的债券大牛市，但随着10年期国债收益率再创7年半以来的新低，信用风险常态化，留给债券市场的无风险收益也有所减少。此外，随着通胀预期的逐步走高，市场担心货币政策也会出现边际收紧，这些因素对债市都是未来的风险点。

“有时大家开玩笑说，职业生涯就剩最后100个BP了。”张乐赛笑称，以前通过债券基金创造6%-7%的收益很容易，但现在承担同样风险的情况下，收益率可能是3%-4%。由于债券收益率向下的绝对空间越来越小，未来单纯依靠债券市场创造绝对收益的难度会越来越大，收益率也会逐步降低。

针对这一局面，鑫元基金从去年起就在投研内部成立了权益投资小组，针对股票市场开发各种绝对收益策略，旨在为固收类产品做正向加强。这些策略相对灵活，且不以相对排名为目标。据张乐赛透露，目前上述权益类产品绝对收益策略已在专户产品取得了不错的效果。除此之外，公司还打算再通过期货市场开发对冲产品实现绝对回

报。此外，针对债市信用风险的常态化，张乐赛表示，公司正在着力优化“信用评价体系”，加大实地调研力度，稳步扩大行业内领先的投研团队、切实提高固收市场风险甄别能力，以防止债市“黑天鹅”频频来袭。

张乐赛认为，随着债市信用风险的逐步暴露，类似国外的垃圾债市场将逐渐形成，通过低价拿债、组合投资，垃圾债也会创造出可观的收益。

“很多低评级债券流动性很差，通过组合投资垃圾债，并派专人跟踪、调研、追偿，投资组合就很有可能取得不错的收益。”张乐赛表示，在政策允许的情况下，鑫元基金也会参与这类创新产品的创设，其中专户产品可以先试先行。

“未来债券市场的投资越发依靠过硬的投研能力，张总这两年努力打造投研团队，提高公司投研水平，看来用意很深。”业界熟悉他的人评价道。

“准事业部制”畅想

今年9月12日，鑫元基金成立就满三年了。在回顾过去还不错的

业绩的同时，张乐赛更多的是在思考公司的“下一个三年”。

“最近董事会、管理层，甚至包括我们的员工，都在考虑未来三年公司的发展战略问题。”张乐赛告诉记者，过去三年公司能够较快脱颖而出，与正确的定位不无关系，未来无论债券市场牛熊，继续发挥公司债券投资专长、创造绝对收益的方向不会变。

张乐赛的这一判断植根于他对整个基金行业以及理财市场的理解。从行业发展来说，随着公募牌照的进一步放开，基金公司间的竞争会愈发激烈，未来行业会加剧优胜劣汰，只有将公司的特长发挥到极致，才能立于不败之地。

而从整个理财市场来看，90万亿的储户存款逐步向理财产品迁移是大势所趋，由于在大多数个人投资者心中，银行理财产品是会提供隐性担保的，所以银行理财产品对固定收益尤其是债券市场的依赖度不会降低。

“现在公司调整的只是如何在做好债券投资的基础上力争收益加强，围绕债券投资做好绝对收益，仍是公司未来发展的立足之本。”张乐赛说。

如果说战略正确是成功的前提，那么执行力以及与之相伴的激励机制的顺畅则是确保成功的必要条件。

针对公司在行业中如何运用灵活的机制“弯道超车”，张乐赛也有自己的独特思考，未来，鑫元基金打算适时推行股权激励以及准事业部制。

对公募行业来说，事业部制并不陌生，但在张乐赛看来，纯粹的事业部制下，基金公司各部门之间内部竞争太过激烈，反而会增加一定的内部消耗。而且在这种制度下，公司更像是一个平台，相关部门或许会提高对风险的容忍度，无形之中提高了公司的运营风险。

让张乐赛更为推崇的“准事业部制”，则更注重公司各部门之间的合作，他的设想是，通过前中后台的利益捆绑形成合力，从而提高公司效率。

“大部分公司市场、投研、后台都是单独考核，从而造成一定的矛盾，比如规模迅速扩大与投资业绩之间的矛盾，以及后台部门的运营压力也会有所增加，然而，捆绑考核更能提高效率，减轻损耗，如通过对基金经理增加产品规模的考核，并对市场部门增加投资超额业绩分成的考核指标。”谈及公司即将推行的创新机制，张乐赛神采飞扬。

在这位公募行业年青有为的总经理的带领下，鑫元基金正散发出“80后”基金公司所特有的活力。正如绿茵场上11名球员讲求战略战术的通力合作才能创造奇迹一样，张乐赛带领的这个团队正竭尽全力在另一个赛场上奋力奔跑。



张乐赛 先生

鑫元基金管理有限公司总经理

超过十五年从业经验，中南财经政法大学经济学硕士。曾任职于南京银行，从事债券交易工作，历任诺安基金管理有限公司固定收益部总监、同时兼任诺安基金债券型、保本型、货币型基金的基金经理。现任鑫元基金管理有限公司总经理，兼任鑫沅资产管理有限公司执行董事。

（本文摘自9月5日《上海证券报》基金专版）

鑫元基金 2016 年机构策略报告会 会在西安召开

申万宏源首席宏观分析师李慧勇发表《黑天鹅时代生存之道》的策略报告

文 | 《固定收益》编辑部

对于未来资本市场的机会，李慧勇指出，相对于经济繁荣期，黑天鹅时代的产业投资机会显得更少，也更难能可贵，政府埋单型行业和未来新的增长点型行业可以关注。

2016年9月12日，鑫元基金在西安成功举办了“2016年机构策略报告会暨鑫元基金成立三周年”，会议特别邀请了申万宏源证券研究所董事总经理、首席宏观分析师、新财富最佳分析师李慧勇，并发表了对当前及未来宏观环境和资本市场的展望。来自城商行、农商行、券商、信托及保险等70多家机构，共计120多人参加了本次投资盛宴，现场气氛热烈。

首先，对于当前的全球宏观经济环境，李慧勇认为，次贷危机终结高增长以来，似乎危机一直没有停歇。次贷危机、欧债危机、英国脱欧，小的危机不计其数。假如说过去黑天鹅是论只的话，现在似乎真的进入了黑天鹅论群的时代。那么，黑天鹅的出现，核心原因是

增长不振，使得过去高增长掩盖的矛盾显现，包括高杠杆、日益增加的财政支出、收入两极分化、产业虚拟化等。

“解决危机最核心的手段是结构改革，寻求新的增长动力。但这是一个长期的工作，短期难以见到效果。最终我们发现危机管理的最主要手段突出体现在逆周期的宏观调控政策。一次危机，一次加码的宽松，然后固化，最终导致货币投放越来越多，利率越来越低，政府对经济的介入越来越多。在这种情况下，经济的好转更多不是经济转型成功的结果，而是政策刺激和资本市场泡沫化的结果。”李慧勇表示，流动性泛滥叠加实体经济不振以及不断出现的黑天鹅事件，RISK ON RISK OFF的切换更加频

繁，经济和资本市场的波动都比往常加大。

其次，李慧勇发表了对中国经济困境的看法，即和全球基本一致，未来的新增长动力仍在酝酿，短期经济缺乏一个稳定的增长动力，政策致力于保增长、防风险和促转型之间的艰难平衡。他认为，从近几年中国经济领域的变化看，保增长特征明显：1、从经济增长的边际贡献看，去年是金融服务业，今年是房地产业，都和相关政策有关。2、私人需求不足，政府投资不断增加。3、从货币创造看，政府相关的渠道在货币创造中影响越来越大。

“与其他经济体相比，中国特殊性体现在：制造业产能过剩尤其严重，PPI型通货紧缩仍是主要



2016年机构策略报告会暨鑫元基金成立三周年
2016.9.13



问题；大量资产形成银行坏账，仍有待消化；汇率的市场化恰逢经济调整期，汇率调整和资本流出压力都会被放大；尽管下调，但实际利率仍然偏高等。”李慧勇指出，这四大特殊性决定了中国经济仍面临挑战，但供给侧结构性改革是帮助中国走出困局的关键。供给侧改革决定了中国经济前景和调整时间。如果没有供给侧改革，保增长带来的经济稳定就像沙滩上建立的高楼大厦。其研究团队越来越觉得目前的供给侧改革就像是1998-2000年国企改革。当年的国企三年脱贫解困为之后中国经济黄金增长打下了坚实基础，未来三年逐渐深入的供给侧改革也有望达到同样的效果。

随后，就下半年的资本市场

展望而言，李慧勇指出，维持三季度小蜜月的判断不变，之后不确定性可能会增加。主要包括三个方面的理由，即从国际上看，美联储推迟加息，英国和欧元区采取措施应对可能的冲击，国际政局基本稳定；其次，中国经济下行压力使得保增长重要性再次提升，政策可能再次宽松；最后人民币正式成为SDR货币之前，人民币国际化力度会加大，深港通等政策有望落地。

最后，在此背景下，对于未来资本市场的机会，李慧勇指出，相对于经济繁荣期，黑天鹅时代的产业投资机会显得更少，也更难能可贵，基于保增长以及对未来产业增长点的预期，我们认为有两类投资机会可以去关注。一是政府

埋单型行业，以新基建为代表，包括PPP、地下管廊、新能源汽车等等。从宏观的角度来讲，在私人需求不足时，政府重点投资的领域是我们绝对应该重点关注的；二是未来新的增长点型行业。居民消费升级的规律是推动产生发展的核心驱动力，以中国为例，1978年-1998年20年的经济发展基本上解决了人们衣食的需求，1998年-2008年基本上解决了住行的需求，以此类推，未来中国经济发展将更多满足人们发展享受型需求，以文教娱乐、医疗保健、绿色环保、资产管理、高端装备为代表的“新五朵金花”是居民消费升级离不了的，这些领域会出现很多优秀的企业，可以多关注。☘

丁玥：尊重市场 做时间的朋友

文 | 《固定收益》编辑部

任何事物都有两面性，但对股票市场来说却只有一面，不是多头或空头的一面，而是正确的一面。

股票大作手杰西·利弗莫尔（Jesse Livermore）有句名言：任何事物都有两面性，但对股票市场来说却只有一面，不是多头或空头的一面，而是正确的一面。

什么是正确的一面？鑫元基金研究部总监丁玥一言以蔽之：赚钱的时候才是正确的。这位语调温柔、气场强大的复旦女生将“投资”视为终身事业，尤其是绝对收益理念下的投资，她认为伴随时间不断积累绝对收益与她“做时间的朋友”的人生理念非常相符。

履历显示，丁玥今年7月首次担任基金经理，管理鑫元半年定期开放债券型证券投资基金，主要负责该基金的权益投资部分。在2015年7月加盟鑫元基金之前，丁玥是中金公司研究部副总经理，拥有6年多扎实的基本面研究功底。基本面研究是股债不分家的，甚至从一定程度上说，股票的行业研究和公司研究更深入，可以兼容债券的信用研究。这为丁玥后来完善鑫元基金信用研究团队奠定了坚实的基础。

加盟鑫元以来，丁玥忙于扩充信用研究团队、拓展权益研究范畴，提升了鑫元基金研究实力，为投资助力；提出“利用权益市场为固收做正向加强”的思路，也用优异的权益投资实操能力促成了上述思路落地。今年年初，丁玥开始更多承担权益投资相关事宜，并操盘公司内部一个权益投资的模拟组合。截至年中，该权益投资组合的收益约为27%，跑赢万得全A指数将近30个百分点。

当你知道为了不亏钱而不能做什么的时候，你就开始学会为了赚钱需要做什么。丁玥非常明白这一点。“每一次进攻追求51%的进攻效率，把49%的效率留在防守，积累下来总会有小胜。”丁玥说，“贪胜的欲望谁都会有，尤其是速胜、快胜。但投资就是要控制好自己的欲望，不让它影响自己的客观判断，只赚自己看得懂的钱。而随着自己的不断学习和积累，知识边界不断扩张，自己看得懂的钱也会越来越多。”

丁玥从不与市场争辩，她认为跟市场置气不会带来任何好处。“我并没有先给出结论，而是给出假设，并推断出基于此假设的推论。这个推论能否得到市场的验证，需要观察和考证。验证的结果可能是证实也可能是证伪，若是证实，那么需要加强自己的趋势，若是证伪，则需要及时调整。在给出推论的同时，要分析清楚可能出现的其他情况，并想好应对之策。”她反复表示，要放空自己，尊重市场，观察市场。一旦草率给出结论，很容易只听得进符合自己的结论的证据，而忽视客观变化。

在经历了去年股市大幅波动以及今年初的熔断行情之后，鑫元半年定开债的数据不那么好看，份额规模也明显缩小，这个起点对一名新晋基金经理而言并不理想。不过，但凡有胆识者都具备如是共性——“临绝地而不衰”。丁玥笑称，要“先实现一个小目标”，即在保本策略的基础上，顺利度过安全垫积累期，增厚安



全垫后把握机会增强弹性，中期将净值做到水上，不让基民亏钱。

丁玥自认是典型的狮子座，是个对自己有明确严格要求的人。她的头顶仿佛时刻悬着一把达摩克利斯之剑，既昭示了边界明晰的原则，又警醒着时刻存在的危机。有趣的是，鑫元基金投研部门中狮子座占比最大，是一支由白羊座领导的，以火象星座为主导的团队，乐观开朗、富于开拓精神。

在业余生活方面，丁玥很享受公司轻松和谐的文化氛围以及家庭生活带给自己的丰富体验。比如她参与啦啦队，给公司足球比赛助

威，兴起时还能下个“一字马”庆祝赢球；又比如她把繁忙的出差与直接参与女儿的成长两者兼顾得很好。“我是挺需要参与其中的那种人。”丁玥坦言。她说的是“我需要参与”，而不是“（谁）需要我参与”。不难看出，于丁玥而言，照顾孩子与为投资者赚取绝对收益一样，都是能给自己带来明确价值的事——增加自己对投资的认识，增加自己对自己的认识。它们都属于在漫漫的时间长河中不必费力就能想起的事情。

“只有做时间的朋友，才能越老越有价值。”丁玥说。

Q&A

《固定收益》：今年7月开始担任鑫元半年定开债的基金经理，未来的思路是？

丁玥：作为一只二级债基，定开产品并没有要求一定要用什么策略去做。但之前由于市场动荡，公司产品净值也出现较大波动，这导致客户对鑫元的固收特色和投资理念产生了误解和偏差。需要对此进行纠正、回归：虽然我们做权益，但权益的本质是用来做一种增强手段，鑫元的投资理念仍是追求绝对收益。

因此自我接手半年定开这只产品后采用了类似保本的CPPI策略，将其定位为一只以保本为基础，追求绝对收益的产品。目前正处于安全垫积累期。从策略的执行上，尚未到我能够有很大的空间来做权益的趋势性大布局的时候，在此阶段，需要通过很多很多小幅的短平快操作来一点点积累安全垫。因此这一阶段的仓位变化非常灵活，同时需要非常严格地控制仓位和回撤，尽量不出现亏损交易，以期平稳进入稳定投资期，之后采用的工具和策略也会有所变化。

接下来我们还在酝酿更多新产品，比如保本基金、偏权益的混合型产品等。其中保本产品将沿用目前半年定开债中的CPPI策略，权益混合型产品则更加灵活，会采用类似我上半年做模拟组合的策略。



《固定收益》：长期以来，“相对收益”一直是公募行业的核心理念。为什么想到在公募产品，尤其是权益投资中适用“绝对收益”理念？

丁玥：我个人在理念上很认同以绝对收益投资。虽然我是股票研究出身，但我认为投资的本质是获取绝对收益并伴随着时间不断积累复利。所以我比较认同鑫元以绝对收益为投资特色的理念。这也跟公司对应的客户群，以及客户群对公司的认知相匹配。我们公司除了基民客户外，还有较多机构客户，比如银行类机构等，其资金性质决定了它们希望获得绝对收益和回报。

绝对收益的策略很多，市场上95%的股票类绝对收益策略是多头策略，其核心是依靠仓位和择时来对冲风险，关键在于基本面研究和选股。我们重点选择保本技术的股票投资、定增、新股申购、可转债/可交换债，以及分级A等五类弹性工具来追求绝对收益。未来随着资本市场的发展，还会有更多策略和工具来帮助我们实现获得绝对收益的目标。

《固定收益》：追求绝对收益的过程中，如何控制回撤？

丁玥：做绝对收益需要权衡

66

现在是慢熊格局，我们认为一方面要严守消费，另一方面则需要找到现在最核心的景气行业。

99

好回撤和收益率。对回撤的重视程度不亚于预期收益率。

回撤的控制，主要是投资经理自己的修炼。从方法和工具上说，国债期货、股指期货，个股期权都能用于对冲。但目前切实可用的对冲工具较少，主要靠仓位控制。用减仓或加仓来控制回撤。另外就是所选择股票的波动性和仓位的双重影响——波动性大的股票，仓位需严格控制；波动性较小，股价表现平稳的，仓位则可以适当重一些。这实际上是组合的贝塔与个股的贝塔之间的关系，个股的贝塔、期望波动率和权重，综合得到组合的贝塔，并严格执行。

《固定收益》：充分发挥保本策略的优势取决于哪些因素？

丁玥：要做好保本基金，首先，从客观上讲，取决于发行的时间点，即客观环境中是否发生了极端市场情况。例如，去年底发行的保本基金，业绩就比较难做，因为它们在安全垫积累期遭遇了市场的极端下跌行情，短时间就把初始安全垫给打没了，之后产品失去了弹性，只能趴着；而2014年发行的保本产品，在安全垫积累期市场相对平稳，而后在2015年迎来大牛市，它们的弹性都起来了，收获了不错的业绩。

这就是我们在安全垫积累期理论上要将止损线除以二分之一，再除以二分之一，要设置三道防线的原因所在。因为在安全垫积累期，初始安全垫都是债券票息所提供的，若全部亏掉，未来业绩就失去了弹性，乐观的情况是靠积累票息慢慢做回本。严格的风险管理也能为保本基金保留业绩弹性，以期在保本期后端发力。

其次，从主观上说，管理人是否足够负责任、积极发挥了主观能动性，对保本基金的业绩也会有很大的影响。目前有部分管理人基于未来市场不太乐观的判断，对保本产品全部配置债券，把保本产品当成债基来做。虽然按相对收益来说，做债可以保持不亏，但这些管理人从主观能动性上并没有积极为客户谋求业绩的弹性，这是一种消极的管理状态，不够负责任。要知道，保本基金收取的费率高于普通债基。

实际上，由于保本基金用到了较多组合管理技术，比较适合老百姓购买。简单地说，保本基金就是，在市场不好的时候，我们做好严格风控，兢兢业业地帮投资者做到不亏钱，一旦市场好起来，我帮投资者创造弹性，并走向正向循环——度过安全垫积累期之后，安

全垫就不仅是债券票息所提供的，还包括权益投资的部分，做得越好，股票带来的安全垫越大，能够投资权益的权重就越大，就能博取更大的弹性。它是海外市场多年来年金类产品比较青睐的产品模式之一。

《固定收益》：对未来一两个季度的行情怎么看？哪些板块潜力比较大？

丁玥：当前自然不是一个轻松积累安全垫的环境。最理想的环境是一个向上的趋势，那可以很快完成安全垫积累。相对上半年来说，未来一段时间会比较难做，但还是会积极去做，只是预期不会很高。大的判断是基于今年波动幅度比往年小，尤其下半年比上半年更小，毕竟上半年是砸过一个坑的。但中期我们对A股的表现仍有期待，由于资产荒导致低风险资产的收益率不断下行，而负债端相对刚性，保险、银行不可避免的会被动提升风险偏好，为故事带来增量资金。

当下是慢熊格局，我们认为一方面要严守消费，另一方面则需要找到现在最核心的景气行业。在行业配置中，消费品将成为底仓配置的首选，适合做中长期头寸。需要打破估值约束、寻找充裕流动性推动的优质生息资产，或高股息的蓝筹个股，此类被称为“类债券”的股票，能在利率下行过程中获得长期收益。

《固定收益》：近期信用利差被压得非常低，信用债还有配置机会么？

丁玥：信用债目前的性价偏低，在信用品种上以短久期的中高

等级债为主。以目前的利差水平，说明市场上对信用债的配置洪流依然汹涌。仅就半年定开债这只产品来说，目前没有新的资金流入，我们有原先配置好的信用债作为底仓，也不会去动它，不会去频繁交易。

相对同规模、同类型的基金公司而言，鑫元基金的信用研究团队人员齐备，我们具备较强的基本面研究实力，可以帮助我们选出跟市场有预期差的个券。但实际上目前这样的价值洼地并不多，信用债的利差被配置型的行为压得太低，

配置性价比不高。

《固定收益》：超长期利率债热度持续上升，还能持续多久？

丁玥：利率品表现比较突出。对于公募基金来说，我们的资金性质决定了买超长债是一种交易行为而非配置行为。我们会参与，但限制超长债的整体仓位，时刻关注超长债的流动性情况，买的时候就要想好卖的时间窗口。做超长债的交易，波段是比较大的。正如现在市场上流行一句话：股市债市化，债市股市化。📈



丁玥 女士

鑫元基金研究部总监兼基金经理

七年金融行业从业经验，金融硕士。曾任职于中国国际金融有限公司，担任研究部副总经理。曾获国际机构投资者（大中华区）II-All China最佳分析师，基础设施行业第二名，金属与采掘行业第三名。2015年7月加入鑫元基金担任信用研究主管，现任研究部总监，2016年7月兼任基金经理。

如何利用权益市场给固收做正向加强

文鑫元基金研究部总监丁玥

经济可能强于预期和中长期资金面的约束，是两个可能产生预期差的地方，落实到下半年债券投资上，可归纳为“中短久期”、“波段交易”、“提升信用门槛”三个原则。



近期固定收益圈子里流行一个话题：职业生涯只剩下100BP了，该怎么办？今天我们从权益市场的角度来谈一谈，还有什么工具、技术、策略，能帮助大家在打破“绝对收益”的风险约束下，给固收做正向加强。

这也是鑫元基金站在三周年的新起点上所提出的关键：“固定收益+”中的“+”，是加什么、怎么加。

或将带来市场利好的两个“预期差”

从中期来看，我们对权益市场并不悲观。市场对2016年宏观经济的预判几乎没有分歧：经济依然低迷、政策仍需宽松、利率仍会下行。但从投资角度而言，若要增强可操作性，必不可忽视短周期（2-4季度）的波动，由此更应该关注下述可能

出现的两个与市场的“预期差”。

第一个可能存在预期差的地方是，经济可能强于预期。从半年左右的周期、中微观的观察来看，今年以来大宗商品指数持续攀升，7月份工业企业利润持续改善，PPI也处于由负转正的上升过程中。

那么，此前市场总体上为何对该“预期差”的关注度较低？一个原因是今年以来的经济复苏中交织了供给侧改革在内，市场普遍认为价格上涨是因为供给的收缩，而非需求好。实际上从部分行业来看，剔除供给侧的影响因素后，其市场需求并不弱。尤其是地产销售屡超预期，投资端下行的幅度也没有想象中那么弱，因此地产相关产业链呈现出景气的上升态势。

第二个产生预期差的地方，在于中长期资金面的利好。其核心来自两个方面：保险和银行权益类委外。一方面是总量增长（尤其是保费收入的快速增加），更重要的是结构开始向权益类倾斜。在资产荒的大背景下，低风险资产的收益率不断下行，银行和保险被迫提升风险偏好。我们观察到保险、银行的权益类委外资产规模正在逐步增加，而且对于业绩的要求越来越市场化。这将在中期利好权益市场的资金面。而且在板块风格上，此类新增资金会更加偏好稳健的低估值蓝筹。

绝对收益目标下的权益类工具

重点介绍五类弹性工具，包括保本技术的股票投资、定向增发、新股申购、可转债/可交换债

一年期定增项目收益					
年份	一年期定增项目收益率	同年沪深300指数上涨幅度	相对沪深300超额收益	股票型基金一年收益率（中位数）	同年股票型基金中最高收益率
2007	309.90%	161.55%	148.35%	269.90%	343.88%
2008	0.60%	-65.95%	66.55%	-282.60%	-17.44%
2009	38.80%	96.71%	-57.91%	149.29%	220.04%
2010	83.60%	-12.51%	96.11%	-24.26%	56.71%
2011	23.50%	-25.01%	48.51%	-24.51%	7.59%
2012	-13.80%	7.55%	-21.35%	5.31%	36.41%
2013	20.20%	-7.65%	27.85%	-2.31%	75.27%
2014	48.50%	51.66%	-3.16%	33.32%	184.93%
2015	96.00%	-9.36%	105.36%	-9.49%	98.67%
平均	67.48%	21.89%	45.59%	12.74%	111.78%

数据来源：Wind资讯
数据说明：关于定增市场的统计数据来源于2006-2014年实施以现金认购的锁定期为一年的定增项目
统计说明：定增市场收益率=按锁定期1年后解禁当日收盘价/增发价-1

以及分级A。

（一）股票CPPI策略

适合于绝对收益投资者的股票投资策略，我们用得最多的是CPPI策略，即固定比例投资组合保险策略，这是一种投资组合的保险技术。其通常有2-3年的保本期限，期间投资的债券就是安全底线，票息折算到现在即最初初始的安全垫，以此为起点，放大一定的比例和倍数（M值），就是初始投资在股票上的仓位。

在投资理念上，我们注重把握趋势、累积复利、控制回撤。与跑相对收益的公募基金投资最大的不同在于，十分重视净值回撤度。只有控制了回撤，才能积累复利。要控制回撤，从投资流程上，我们会建立中长期头寸、短期头寸和现金类资产的投资组合。前两者对应不同类型的工具和武器来进行进攻；现金类资产则属于组合中的防御部分，其核心是仓位控制、规避风险。一般在安全垫积累期，或震荡市、下跌期，中长期头寸会比较少，而更多通过短期头寸、频繁交

易来获取收益，积累安全垫。

在具体操作上，我们往往会保持较高的行业集中度，优选高景气度的行业来增强进攻性，但同时以个股适度分散的方法来降低遭遇个股“黑天鹅”的风险。比如近期热门的PPP和正处于反弹周期的地产相关产业链，我们都采取了相似的操作手法。

（二）定向增发

定增具有“准绝对收益”的价值。从统计数据来看，主流的一年期定增项目持有期平均收益率为67.48%——从2007年到2015年，只有2012年录得负收益。即使是股市发生大幅波动的2015年，一年期定增也只有5月、6月、7月录得负收益。换言之，除非长时间单边熊市或牛市顶点，定增大概率可获得正收益。

那么定增产品相对确定性的收益从哪里来？其一，参与定增获得的部分折价率，目前大约为10-15%，这为定增产品提供了较好的安全垫；其二，成长性的阿尔法，这是定增类股票相对其他股票的阿

尔法——做了定增的个股通常具有一定的成长性，相对其他股票能跑赢15%左右；其三，由择时带来的贝塔，在市场低位参与定增，可分享市场上涨带来的收益。

目前定增处于井喷状态，其背后隐含了制度红利；同时市场普遍认可当前股市处于筑底阶段，定增折价较多提升了其安全边际，推

高了定增的参与热情。统计数据显示，2016年定增募资总额已超7000亿，预计一年期定增全年规模约5000亿元，超过2015年牛市水平。

（三）打新增厚

打新本质上也是制度红利。从打新的实际收益来看，每个账户最后得到的绝对收益额基本是固定的。因此可以从绝对收益的规模倒

推多大的资金规模最优。

在开板即卖假设下，今年上半年ABC三类投资者单账户打新收益分别为720万元、678万元、596万元。结合最近的发行节奏，静态估算三类投资者年化收益分别为2327万元、2193万元、1925万元。

由此推导出最优产品规模为1亿元（偏股型），如果是偏债类的产品，规模可能要到15亿元左右。如今打新对底仓的要求越来越高，从原来的1000万底仓提高到3000万。对A类账户来说，若是1亿元规模的偏股类产品，两市底仓合计需要6000万，占总规模比重较高，因此对应较高的风险偏好，打新的绝对收益增厚有望达到7.8%，但同时也要承受底仓波动风险。而偏债类的产品，规模需要达到15亿左右，底仓对整个净值的影响才比较小，由此其打新的绝对收益增厚将下降到1.5%左右。

C类受限类产品一般是通过专户来做。其偏股类产品的最优规模也是1亿左右，对应收益5.8%；15亿左右的偏债类，收益率降到1%左右。我个人认为，C类受限类产品的收益率仍有小幅上升空间，收益还可略有增厚。因为C类除了有专户，还有很多个人。当底仓要求从1000w提高到3000w之后，C类的个人投资者数量可能会下降，中签率将有所上升——当然再怎么提高，也不会超过A类，因此理论的中签上限参考A类。

总体来说，打新的上行风险和下行风险都来自于制度变化，包括对底仓要求的提高，对打新速度、发行速度的变化都是制度变化，因此在制度利好的时候抓紧机

会，可以为绝对收益类产品增厚收益。

（四）可转债和可交换债

可转债要视市场机会而动。目前结合股市和转债估值判断，趋势性机会还不明显，因此需要严格控制仓位，精选个券，灵活操作，同时关注股市受事件性冲击“挖坑”以及大盘转债供给冲击导致估值压缩后带来的增值机会。

可交换债是今年表现比较突出的一类产品，今年开始发行量增长显著。与可转债不同，根据发行人的主要诉求不同，分为偏股型EB（提早实现溢价减持）；也有偏债型EB，即资质较差的企业通过上市

公司股权质押来提供增信，解决融资难题。前者分为机构主导型和投行主导型，好的产品多是机构主导型，且为定制产品；后者相对私募债而言，票息并无明显优势，且存在逆向选择，好标的难选。

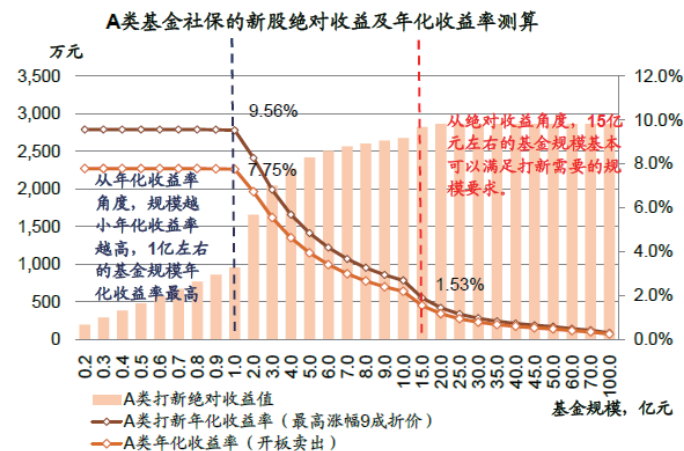
什么样的机构有优势去做机构主导型产品？首先是权益比较强的投资团队，跟上市公司有较深的沟通和联系，可以创造需求并为上市公司建议、设计产品，他们既可以摸清上市公司的底，也可以要到比较好债券条款；其次，银行类金融机构，很多公司本身是其贷款客户，他们对客户知根知底，相当于自己充当内部投行，在对企业的全

套融资方案中提供一个新选择进行配套发行。

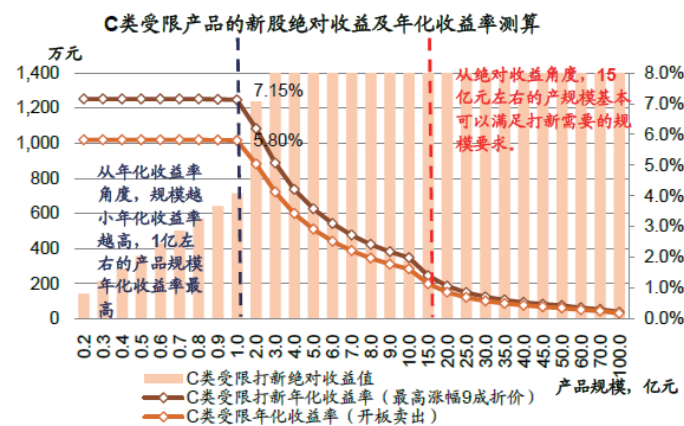
（五）分级A

在震荡市中，分级A可以灵活参与正反机会，有没有行情都可以提供收益。分级A类产品会重点捕捉一些套利机会，比如强势板块的整体折价轮动机会、R+3%品种的避险和博下折机会、重要成份股停复牌产生的套利机会等。当然，这些都基于较强的技术测算。

此外，鑫元基金正在筹备中的产品还包括国债期货、大宗商品期货等带有对冲性的工具，未来将陆续推出，为机构投资者提供更具优势的收益增厚。



资料来源：鑫元基金



资料来源：鑫元基金



VIEW

鑫元基金 投研风采



张明凯 先生

硕士研究生毕业，数量经济学专业，2008年进入市场，到2013年一直在南京银行金融市场部从事固定收益市场研究工作，主要负责范围信用风险个券和策略研究。2013年加入鑫元基金，历任鑫元货币市场、鑫元一年定开、鑫元稳利、鑫元鸿利、鑫元合享、鑫元合丰、鑫元半年定开、鑫元鑫新收益、鑫元安鑫宝、鑫元双债增强基金基金经理。投资理念：保持区别于一致预期的独立判断，寻找相对低估的板块重仓买入并长期持有，信奉宏观周期变量是决定盈利多寡的决定性因素。



颜昕 女士

国际审计专业，管理学学士。加入鑫元基金前任职于南京银行，担任货币市场的投资和交易工作。2013年9月加入鑫元基金担任交易员，2014年2月至8月，担任鑫元基金交易室主管，2014年9月起担任基金经理助理，2015年6月起任鑫元安鑫宝货币市场基金基金经理，2015年7月起任鑫元货币市场基金基金经理。2016年3月起任鑫元合享分级债券型证券投资基金、鑫元合丰分级债券型证券投资基金等产品基金经理。投资理念：不跟风，不贪心，学会辨伪，在市场悲观情绪中寻找希望。



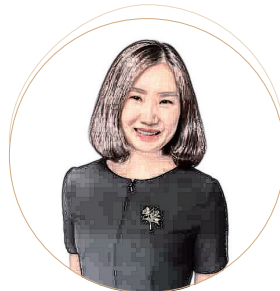
郑文旭 先生

八年金融行业经验，金融工程硕士。先后任职万得资讯债券产品经理（万得金融终端债券模块主要设计者）、东海证券固定收益部研究主管及鑫元基金专户投资经理。一路以来的职业经历，既积累了理论知识，又充实了实战经验，两者相互验证相互支撑。对于投资，兵无常势，水无常形，投资之道因势而变方可常胜。在建立完整的债市研究框架下，每年影响市场的主要因素都在改变，抓住主要矛盾方可制胜。前年是基本面，去年是风险偏好，今年则是机构行为和资金面。当前利率水平低位时期，注重挖掘类固收品种机会，对于分级A、可转债、国债期货等品种多有涉猎及积累。



赵慧 女士

六年金融行业从业经验，经济学硕士。曾在南京银行金融市场部、资产管理部和南京银行金融市场部投资交易中心担任债券交易员，具有丰富的银行间市场交易经验。2014年6月加入鑫元基金担任基金经理助理，2016年1月起担任基金经理。投资理念：深入研究个券，及时把握市场动向，为投资人赚取持续稳定的收益。



王美芹 女士

应用金融硕士、工商管理硕士。2007年初进入基金行业，从市场到投研，从专户到公募，见证了基金行业过去十年的高峰、低谷、蜕变、蓬勃。信奉查理·芒格的理念：“成功的投资只是我们小心谋划、专注行事的生活方式的副产品”，从工作、生活的细节出发，自律、自勉，相信勤能补拙，相信自律才能自由。投资上主要放眼大的宏观背景下的 大类资产机会，操作上追求稳健、精准的投资风格。



陈令朝 先生

七年金融行业从业经验，经济学硕士。曾任职于天相投资顾问有限公司，先后担任专题量化研究员、宏观策略研究员、策略主管，从事宏观研究及行业比较分析工作。2013年8月加入鑫元基金担任宏观策略研究员，现任专户投资经理。个人投资风格相对均衡，在价值股中寻求被低估的投资机会以及在成长股上注重中长期相对确定性的成长趋势，偏重自上而下的投资逻辑，对大势研判和行业性投资机会理解较深，理念上以追求绝对回报为主，在投资过程中持续不断强化对市场情绪的洞察及对各类商业模式的 理解。



孙宏钧 先生

本科保送就读北京大学数学科学院金融数学系，研究生保送就读中国科学院，在人保资产从事投研工作8年，管理保险和保险第三方资金账户经验丰富，2016年4月加入公司担任投资经理。投资上，坚持策略先行，坚信只有坚持好的投资交易策略才能长期为账户尽可能规避风险、创造相对稳定收益



孙易 先生

上海财经大学学士，英国帝国理工大学硕士。10年金融行业从业经验，曾任融通资本债券投资总监、德邦证券债券研究主管。在融通资本任职期间，管理的七个产品年化收益率均超过20%。投资理念：努力运用非线性的思维方式创造超越市场机会。





丁玥 女士

复旦大学金融学硕士。从业八年，曾任中国国际金融有限公司研究部副总裁，主持周期小组的研究工作，同时覆盖A股和H股。曾获国际机构投资者（大中华区）最佳分析师，基础设施行业第二名，金属与采掘行业第三名。兼职CFA讲师。2015年7月加入鑫元基金任研究主管，现任研究部总监及基金经理。
投资理念：坚持价值投资理念，通过深度基本面研究，买入并持有优质上市公司，以获取风险调整以后的超额收益。尊重市场，不逞强，不逆势，控制回撤追求绝对回报。



易圣倩 女士

南京大学经济学系本硕，2015年7月加入鑫元基金担任信用研究员一职，主要负责覆盖城投和钢铁行业。
中国固定收益市场正处于从萌芽到成熟的过渡阶段，有机会与中国债券市场一起成长是每位研究者的荣幸。想要在风险与机遇并存的市场中获得超额收益，除了丰富的知识和可靠的判断外，勇气亦是宝贵的财富。

严志勇 先生

复旦大学理学学士和经济学硕士，近6年证券行业工作经验，先后在中国国际金融有限公司、兴业证券等从事股票和债券的研究工作。2015年6月加入鑫元基金从事信用债研究，对周期类行业有较为深入的研究。
投资理念：深度调研，精细研究，寻求阿尔法收益。



李彪 先生

毕业于香港科技大学，硕士，五年行业从业经验。
擅于抓住周期轮动，采用至上而下与至下而上相结合的办法。在市场没有预期时候，先给出自己预期，在市场预期出现后，发现预期偏差，通过预期差来实现收益，相信只有预期差才能影响价格。擅于捕捉行情的起涨点，把握产业链的各个环节轮动，抓住产业链龙头，选择能在未来能改善生活质量、提升社会效率的行业龙头标的。



张岩 先生

四年金融行业从业经验，复旦大学金融学硕士。曾任职于上海申银万国证券研究所有限公司、上海博观投资管理有限公司。2016年5月加入鑫元基金担任高级研究员。
投资理念：尊重市场、敬畏市场、适应市场。



赵国君 女士

五年金融行业从业经验，人民大学金融学博士。曾任职于大公国际资信评估有限公司，担任资深信用评级分析师，掌握信用评级方法，熟悉多个行业信用风险特征。2014年11月加入公司，担任高级研究员，负责债券评估，实施债券风险监测，撰写行业专题报告。善于挖掘信用债投资机会，为基金经理投资提供准确可靠的投资建议。
理念：信用债的投资策略应就宏观经济环境和市场资金情况变化而适时调整，同时考虑中长期配置和交易需求的杠杆和仓位。对不同账户的投资偏好和风险容忍度进行区分，争取避免持仓券发生信用违约事件的同时，博取更高总体收益。
市场观点：目前信用利差已回到历史低位，信用债投资面临两难：高等级债券票息和息差太低，低等级信用风险仍大且息差保护空间不够充分。外部环境方面，去产能、打破刚性兑付、叠加经济周期，信用风险事件爆发估计还将持续。短期建议持有公益类城投债和优质产业债，关注过剩行业龙头被错杀的机会。中长期等待风险收益重新匹配后可能带来的再配置机会。

禹尧 先生

六年金融行业从业经验，美国密歇根大学金融学学士。曾任职于香港中国信托商业银行香港分行风控部、南京银行上海分行国际企业部，从事风险管理工作。2013年9月起加入鑫元基金，从事债券信用研究工作，并专精于周期性行业。
理念：好的风险就是收益，坏的风险就要规避，超额收益的体现就在于对风险的了解和把控。



曹建华 先生

上海交通大学概率论与数理统计专业硕士。2016年6月份加入公司。之前，在远东国际租赁工作4年，主要从事信用风险评估工作，成绩显著，对企业生存状态有深刻认知，在信用风险评估方面经验丰富。
理念：风险创造价值。深入研究行业及个券，管控风险，创造价值。



刚性兑付破局 与债券市场风险研究

文 | 南京银行 陈可



由于刚性兑付这一中国特色的隐形规则的存在，我国债券市场的发展长时间独立于国外市场，打破这种基于政府信用的“刚性兑付”规则势在必行。

一、刚兑及其影响

“刚性兑付”一词，是指金融工具出现风险、预期违约或达不到预期收益时，发行方为了维护自身声誉与市场稳定，通过向第三方机构寻求资金支持、用自有资金先行垫款，给予投资者价值补偿、政府信用担保等方式来保证金融产品本金和收益的兑付。在我国，从债券、银行理财产品到信托计划都存在刚性兑付问题。

由于主体经营不佳、债务沉重、资金链断裂等原因，近年来，我国债券市场发生了许多信用风险事件，但是政府为避免债券违约对社会产生较大的冲击而出面干预，在政府主导下，违约债券通过由银行代付，或者由承销商偿付，或者由政府财政拨款的方式偿付，最终避免了实质性违约。我国债市逐渐形成了由承销商兜底、地方政府背书、交易所优先兑付的市场惯性，长期以来保持着“零违约”记录。这种“刚性兑付”的隐性规则，传递给投资者一种错误的观念，

就是“债市无风险”、“风险有兜底”，投资者盲目追求高收益，导致资金价格不符合市场规律，阻碍了我国债券市场的健康发展。

正是由于刚性兑付这一中国特色的隐形规则的存在，我国债券市场的发展长时间独立于国外市场。与国际债券市场以信用风险溢价为主导的定价机制不同，我国债券风险定价机制中的核心要素是流动性溢价，信用风险溢价所占权重较低。而且市场只能更多依赖研究员的主观判断来确定信用风险溢价，而并非基于客观数据。债券信用风险未被有效定价，在一定程度上降低了金融资源的配置效率。投资人对信用风险溢价敏感度较低，从而倾向于把信用债等同于利率债。特别是投资人出于对刚兑预期以及高收益的吸引，踊跃配置城投债，对社会其他生产实体产生了挤出效应，推高了融资价格，使很多需要资金的优质项目反而面临资金不足。

因此，打破这种基于政府信用的“刚性兑付”规则势在必行。

2014年3月，“11超日债”正式宣告违约，成为我国第一例违约的公司债券，对债市投资者敲响警钟。

二、违约事件梳理

2014年3月4日，超日公司公告称，公司原定于2014年3月7日进行第二次利息支付的“11超日债”，无法按期将8980万元利息全额兑付，能够支付的金额仅有400万元，付息比例为4.5%。至此，“11超日债”正式宣告违约，成为我国债券市场上第一期实质性违约事件，我国公募债券的“零违约”被正式打破。这次事件中，公司明确表示不会得到地方政府的支持，从而造成结果的发生。这说明了地方政府允许其违约，从而打破了“刚性兑付”的市场惯例，也动摇了投资者“刚性兑付”的信念。但最后“11超日债”仍旧实现了全额本息偿付，“刚性兑付”规则依旧未被打破。

2015年，全市场共有3.8万亿信用债到期，不到100亿的有风险

图 1：违约债券属过剩产能占比

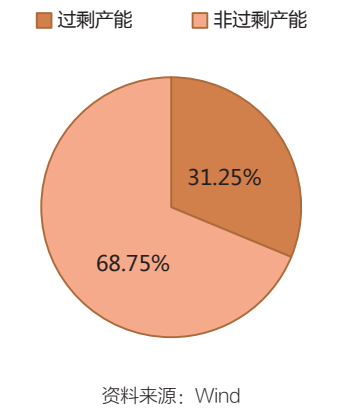
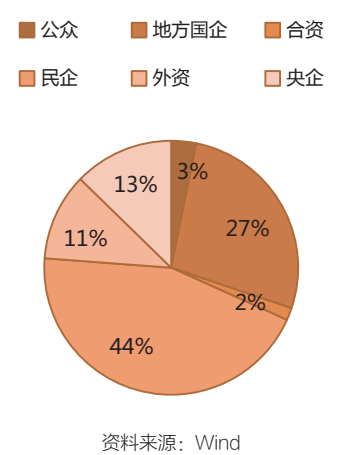


图 2：违约债券所属企业性质占比



债券最终构成实质性违约，占比为 0.24%，即使算上那些有兑付风险但最终仍按期兑付的信用债，整个信用债市场的违约率也不到 0.4%，远低于同期银行不良贷款率。

但今年以来，从民企到央企，从私募债到公募债，违约事件呈增多态势，债券市场的信用风险正在逐步加速蔓延。从 2016 年年初至今，已有 39 只共计 247.6 亿元的债券发生实质性违约，这一总量几乎是

表 1:2014-2016.07 违约主体及债券一览

	发行人	公司属性	发生日期	名称	是否过剩产能
1	协鑫集成科技	外资	2014-3-5	11 超日债	是
2	金泰科技	民营	2014-7-23	12 金泰 01	否
				12 金泰 02	
3	天联滨海	民营	2014-7-31	12 津天联	否
4	华珠鞋业	外资	2014-8-25	13 华珠债	否
5	东飞马佐里纺机	合资	2015-1-27	12 东飞 01	否
6	蓝博旺机械	民营	2015-2-4	12 蓝博 01	否
7	致富皮业	民营	2015-2-5	12 致富债	否
8	中科云网科技	民营	2015-4-7	12 湘鄂债	否
9	波鸿集团	民营	2015-4-12	14 波鸿 CP001	否
10	保定天威	央企	2015-4-21	11 天威 MTN2	否
			2016-2-24	11 天威 MTN1	
			2016-4-21	11 天威 MTN2	
			2015-12-30	12 天威 PPN001	
			2016-3-28	13 天威 PPN001	
11	中富实业	民营	2015-5-25	12 中富 01	否
12	福星门业	民营	2015-8-7	13 福星门	否
			2015-11-30	12 福星门	
13	上海建设机电安装	民营	2015-8-24	12 沪机电	否
14	吉林粮食集团	国企	2015-9-15	14 吉粮债	否
15	中国二重	央企	2015-9-15	12 二重集 MTN1	否
16	保定天威英利	公众	2015-10-13	10 英利 MTN1	是
			2016-5-12	11 威利 MTN1	
17	中钢股份	央企	2015-10-19	10 中钢债	是
18	内蒙古奈伦	民企	2015-10-28	12 蒙农科	否
			2016-5-4	11 蒙奈伦债	
				11 蒙奈伦	
19	平湖华龙实业	民企	2015-10-29	13 华龙 01	否
20	山水水泥	外资	2015-11-12	15 山水 SCP001	是
			2016-1-21	13 山水 MTN1	
			2016-2-14	15 山水 SCP002	
21	四川圣达	民企	2015-12-7	12 圣达债	是

22	国德电气	民企	2015-12-25	13 国德 01	否
23	亚邦投资	民营	2016-2-14	15 亚邦 CP001	否
24	上海云峰	国企	2016-2-29	14 云峰 PPN003	否
				14 云峰 PPN002	
				15 云峰 PPN005	
				14 云峰 PPN001	
				15 云峰 PPN001	
				15 云峰 PPN003	
25	宏达矿业	民营	2016-3-8	15 宏达 CP001	是
26	广西有色	国企	2016-3-9	13 桂有色 PPN001	是
27	中成新星油田	民营	2016-3-10	12 中成债	否
28	中联物流	民营	2016-3-13	13 中联 01	否
29	南京雨润	外企	2016-3-17	15 雨润 CP001	否
			2016-5-13	13 雨润 MTN1	
30	东北特钢	国企	2016-3-28	15 东特钢 CP001	是
			2016-4-5	15 东特钢 SCP001	
			2016-4-12	13 东特钢 MTN2	
			2016-5-5	15 东特钢 CP002	
			2016-7-11	13 东特钢 PPN001	
			2016-7-18	15 东特钢 PPN002	
			2016-6-6	14 东特钢 PPN001	
31	山西华昱	央企	2016-4-6	15 华昱 CP001	是
32	广西有色	国企	2016-4-22	13 桂有色 PPN002	是
33	天津泰亨	民营	2016-5-10	12 泰亨债	否
34	春和集团	民营	2016-5-16	15 春和 CP001	否
35	甘肃华协农业	民营	2016-6-1	15 华协农业 01	否
				15 华协农业 02	
			2016-6-13	15 华协农业 04	
			2016-6-13	15 华协农业 03	
36	四川煤炭	国企	2016-6-15	15 川煤炭 CP001	是
37	东兴金满堂		2016-6-17	金满锐溢	否
38	佳源乳业	民营	2016-7-28	14 佳源债	否

资料来源：Wind

前两年的 2 倍之多。违约券种多集中在钢铁、水泥、煤炭等过剩产能行业，“央企信仰”“国企信仰”纷纷被打破。4 月 11 日，中国铁路物资股份有限公司公告，暂停 168 亿元债券融资工具的交易，成为首个暂停债券交易的央企。具有较强偿付能力的央企成为了债券违约事件的主角，对债市的影响情绪较大。这也反映出无论是何种性质的企业，在经营状况持续走弱到达一定程度之后，都会出现信用违约行为，至此，潜伏在水下的国企信用差浮出水面。

目前，在今年违约的债券中，只有 7 只债券、37.1 亿元足额兑付，比例仅占全部违约金额的 15%，其他债券仍在拖欠。其中，只有川煤和中煤华昱属于国企和央企子公司。

三、刚性破局的必然趋势和影响

未来一段时间内，违约事件不但还会出现，而且会大量的出现，“刚兑”打破的案件也会大幅增加，但目前债市不构成系统性区域性债务风险。

7 月 23 日，央行主管《金融时报》发表了《市场化方式处置债券违约》一文，坚持市场化方式处置债券违约，刚性兑付只治“标”不治“本”，本质是在“麻醉”投资者的投资理性，使投资者丧失市场风险的判断能力。这很有可能反映了央行的想法。债券市场是典型的顺周期市场，在经济上行阶段，地

方财政殷实，偶有国有企业债券违约，地方政府可以兜底；而在经济下行阶段，地方财政吃紧，国有企业债券出现违约，地方政府兜底的能力越来越弱。而《人民日报》也发表文章表示经济还处于L型，经济短期内难以大幅回暖。《金融时报》还表示，中央推动市场化出清的决心没有变，为推进供给侧结构性改革，中央寄希望于通过市场化和法治化的方式解决僵尸企业和资不抵债的国有企业，那些企图通过“乱”、“闹”等极端方式实现利益、达到目的手段将不得人心。

8月6日，《人民日报》发文称，刚性兑付使国企债务风险越来越高，杠杆率不断提高，风险积累也越来越大。刚性兑付打破，信用债的定价回归市场，企业再发债券，其利率就会由市场根据不同行业的投资风险定价，利率和资金会优化配置，一些落后产能发行债券就会越来越难，这对于去产能、去杠杆，国企的深化改革、产业的转型升级作用巨大。

刚性兑付的打破，也使得评级机构在发行债券中可以发挥应有的职能。在刚性兑付的背景下，对债项和发债主体进行信用评级实际上并不能起到严格的评价和风险警示作用，评级变成了一个并无实际作用的发债的必经程序之一。在这种情况下，评级机构在债券发行中处于劣势地位，发债主体有很多评级机构可供选择，根据择优原则他们会选择评级高的机构合作。评级机构因而可能失去中立的地位，也很难保证其客观公正的原则。而违约事件的发生和信用风险的暴露，

将评级机构重新拉回到大众的视线中，并且在未来，对评级机构的客观性要求也会越来越高。

从发债主体角度来看，一方面，由于刚兑破局在一定程度上打击了一部分投资者的积极性，让投资者在面对债权投资时更加谨慎，使得对后续想要发行债券的企业面临了抑价的情况；另一方面，刚兑破局纠正了资金的错配，如上文人民日报中所说，投资者不再单一的投资于政府背景的企业，使投资者真正关注公司的发展前景和未来产生现金流的能力，一定程度上会促进资本市场的资金配置，使资本流向创新型企业中去。

四、债券市场信用风险研究

违约事件的出现并不可怕，反而，违约的发生对债券市场的健康发展有利，它加强了债市各参与方对市场风险的认识，并且提高债市承受风险的能力。出现了实质违约，投资者才能切实体会到违约风险并不只是存在于各种评级和预测中，是真的有可能发生的。打破刚兑，才能扭转投资者对政府兜底的依赖，让投资者回归到收益和风险并存的健康市场中。那么未来信用违约风险点在哪里？

1. 供给侧改革推升信用风险

随着中国经济L型筑底的基本形成及供给侧改革的推进，以钢铁、水泥、煤炭、化工、有色、船舶等为代表的产能过剩行业将会实现进一步出清，由于相关主体发生破产、并购、资产转移、诉讼导致的信用违约事件还将持续发生，信用债违约有可能将成为一个常态。

与此同时，国内信用债市场处于一个急速扩容过程。以短融、中票、公司债、企业债四个品种为例，其存量已从2014年的8.8万亿，增至2015年的11.3万亿，再到2016年7月达到13.6万亿，年复合增长率超过20%。另一方面，我国债券市场的快速发展并形成了包括银行、券商、保险、基金、资管、私募、QFII等机构的丰富的市场主体。债市投资主体的日益丰富，也使得中国债市容量仍有进一步高速增长的空间。

而今年以来违约事件频发，使得与其相关的发行主体势必要承受更为高昂的债券发行成本以形成足够的风险溢价，高收益债或者垃圾债市场或将逐步形成。这也进而导致投资者策略的进一步分化。从以往全市场对央企、地方国企、城投的一致无条件追捧，演变为银行、保险、基金等低风险偏好者追求高评级中低收益债券；而券商、资管、私募等高风险偏好者追求过剩产能行业等高收益债券甚至是垃圾债券。

参照投资者分级结构已经较为成熟的美国市场，其近40年的高收益债券年均违约率为4.14%，而投资级债券的违约率仅为0.08%，除2000及2008两次经济危机外，其整体违约率多数时间保持在1-2%的范围内。故参考美国经验，正在走向投资者策略分化道路的中国债市，预期未来两年整体违约率将会高于0.5%，但不会超过银行不良贷款率。

2016年二季度信用债进入到期高峰，一方面，信用债进入到期高峰后可能伴随违约高峰。煤炭行

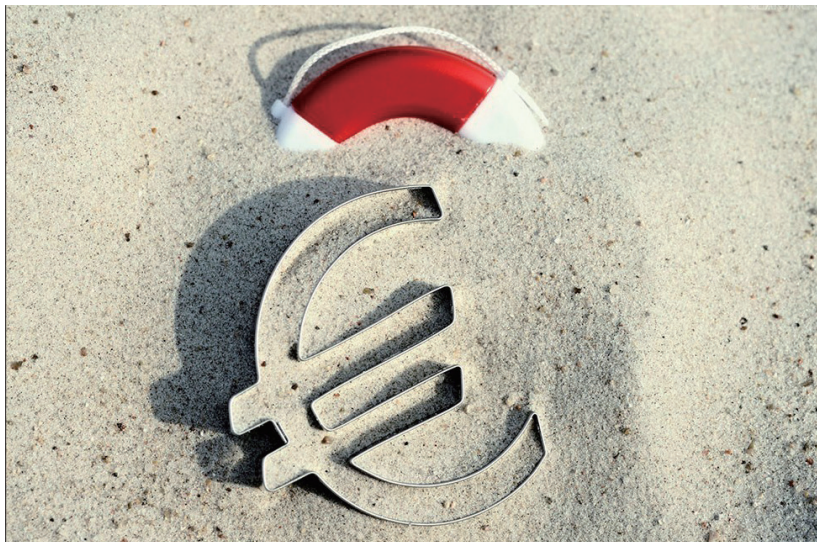
业存量债券接近万亿，居过剩行业之首，钢铁和水泥规模次之。根据海通证券统计，截至2016年1月23日，煤炭行业各个品种的信用债券存量规模达9196亿元，在所有行业全部存量债券中的占比为4.16%，明显高于同时点其他过剩行业。钢铁和水泥规模次之，分别为4068亿元和11895亿元，占比分别为1.84%和0.86%。有色规模相对较小，存量规模为644亿元，占比0.29%。这里面的一些发行主体经营及现金流状况目前处于较为困难的状态，也是违约风险相对较高的债券。从存量债券的兑付时点来看，16年一季度过剩行业需兑付的债券规模达1949亿，二季度升至2292亿，较2015年同期增长41%。

另一方面，再融资压力不容小觑，尤其是产能过剩行业。从2015年11月山水水泥信用事件爆发后，产能过剩行业发行逐渐受阻，主要产能过剩行业净融资规模由正转负。

2. 违约后的法律处置相对欠缺

在信用风险乃至违约事件发生后，在处置过程中投资机构要面临更多的问题。反观超日、湘鄂、天威违约事件的后续处理，可以看到，刚兑导致我国在信用债违约处理方面还有一定的制度空白。可以预期，随着违约事件的深化，关于债券市场相关制度的进一步建立也不会太远。

事实上目前司法界对于债券救济措施的熟悉相对欠缺，债权人如何行使、向谁行使撤销权等权利，行使之后的法律处理都需债权人留心跟踪。从目前已违约的部分



债券处置案例来看，机构投资者在司法处置程序上主要可能会面临如下三个问题：

1）行业规则是否具有法律上强制力的问题。由于行业规则并非立法及行政机关制定的法律规范，因而并不直接具有法律上的强制力。因此，相关规则必须转化为合同内容，尤其是《募集说明书》的内容时，才有适用余地。

2）主承销商的诉讼主体资格问题。目前法律操作层面上对主承销商作为法人进行代理诉讼的支持力度并不够，现实操作中投资人往往采用其他替代方案，如申请仲裁和分别诉讼，目前多以投资者分别诉讼为主。这就容易产生受偿金额不确定、清偿顺序不确定、诉讼成本高等一系列衍生问题。

3）企业破产清偿顺序问题。当企业进入破产程序后，其债务清偿顺序为互负债务、担保债权、破产费用、共益债务、职工债权、社保和税款、普通债权，且破产财

产不足以清偿同一顺序的清偿要求的，按照比例分配。无担保信用债作为普通债权，其偿还顺序位于最后顺位。这也对投资人给出启示，选债的时候需要重视募集说明书中原本最容易被忽视的法律条款；而在违约发生后，尽量通过各种渠道去协调解决，必要时走诉讼程序。目前债券市场非金融企业信用债中，无担保个券规模占比82.7%、只数占比80.6%。所以不到万不得已，债权人不应轻易选择（投票表决）破产清算程序。

总的来说，面对债券违约，投资人既可基于合同法行使追偿权、也可基于破产法提出破产申请。

五、信用风险缓释工具的运用

国内债市的违约率上升，刚兑打破，信用风险敞口加大，使得投资者在投资时更加谨慎，不再只

看重收益率而忽视其信用风险，这也使得债券市场对信用风险的定价更加合理。刚兑破局，迎来了市场对信用缓释工具的需求，可以为以信用违约互换为代表的衍生品提供一个有利的发展环境，对于信用风险缓释工具的推出是一个契机，因为各个机构都有分散信用风险的需求。而信用违约互换的衍生工具运用，则能够从根本上扭转违约发生后政府兜底的现状。信用风险在衍生品市场不仅得到了有效分散，并且可以通过交易创造新的价值。

信用违约互换（Credit Default Swap，CDS）又称为信贷违约掉期，是进行场外交易的最主要的信

用风险缓释工具之一，也是目前全球交易最为广泛的场外信用衍生品。信用违约互换是一种能够将参照资产（Reference Obligation）的信用风险从信用保护的买方（Protection Buyer）转移给信用保护卖方（Protection Seller）的金融合约。在信用违约互换交易中，违约互换购买者定期向违约互换出售者支付一定费用（称为信用违约互换点差），而当参照实体（Reference Entity）一旦出现信用类事件（主要指债券主体无法偿付），违约互换购买者将有权利将债券以面值递送给违约互换出售者，从而有效规避信用风险。违约

互换的出售者向购买者所遭受的损失进行的这种赔付是一种或有偿付，即当合约到期时，如果参照实体没有发生任何信用事件，则信用保护的卖方无需向买方进行任何资金支付，合约终止。

信用违约互换将信用风险分离并进行交易，具有明显的对冲功能，由于产品交易简单、容易实现标准化，自20 世纪90 年代以来，在国外发达金融市场得到了迅速发展。如果在信用债中引入违约担保互换，能够转移信用债的担保风险，降低银行系统风险，并将信用风险的承担者从国家转移至市场中的多元风险投资者，实现风险分

散。

信用违约互换对债券市场风险有一定的积极意义。

首先，信用违约互换的出现提高了市场的效率，促进了资源的有效配置。CDS的流动性高于一般的企业债券，在交易双方的议价过程中，价格会反映参考资产的发行人所处的经济环境，市场动态信息等的变化情况，其价格发现功能能够及时提供市场对债券违约概率的看法，也能揭示出一些市场上的隐含的信息，增加市场的透明度。同时，其交易价格的变化也对不同公司的信用评级提供了重要的信息，是金融市场资源配置重要的价格信号。此外，CDS使更多的机构参与进市场，有利于不同行业之间风险的分配和转移。为市场提供了多样化的投资工具，满足了不同风险偏好的投资者的需求，促进了资源的有效配置。

其次，对于发行债券的企业来说，通过发行附有CDS的债券，有利于提高债券的信用等级，可以降低债券的发行成本。同时，CDS还降低了交易成本，信用违约互换

具有高杠杆性，其交易成本低于其他的金融衍生品，CDS合约的标准化使其成为了投资者对冲风险头寸的有效工具，通过合成头寸实现卖空风险资产的效果，具有成本低的特点。

最后，信用违约互换提高了债券市场的流动性。在信用违约互换不存在的情况下，信用风险等级高的债券很难发行或被卖出，流动性很低。CDS的出现不仅促进了低风险证券的发行量的增大，还在一定程度上促进了高风险债券的发行和流通，信用风险和市场风险的分离，可以提升相应证券的评级水平，丰富了债券可投资的品种，有利于债券市场的流动性。

国内的信用衍生品市场刚刚起步。2016年6月，中国银行间市场交易商协会的金融衍生品专业委员会就银行间市场信用风险缓释工具召开会议，审议通过了CDS业务指引。CDS业务指引中明确，信用违约互换产品交易时确定的信用事件范围至少应包括支付违约、破产。根据参考实体实际信用情况的不同，可纳入债务加速到期、债务

潜在加速到期，以及债务重组等其他信用事件；同时，信用风险缓释工具业务参与者开展信用违约互换交易时应确定参考实体，包括但不限于企业、公司、合伙、主权国家或国际多边机构，并应根据债务类别和债务特征等债务确定方法确定受保护的债务范围。2016年8月，山西省金融办表示，为了给省内的煤炭企业融资增信，山西省准备推出CDS，目前方案已经上报省政府审批。

信用违约互换市场的规模取决于债券市场的成熟度以及信用类债券的发行量和波动性，可以预见，随着无担保债券的发行和垃圾债的开闸，信用违约互换的信用保护出售方将成为信用风险发生时的主要信用风险承担者。中国应借鉴发达国家信用违约互换市场的经验和教训，规范信用违约互换市场运行机制和相关法律法规，通过设定资本充足率对信用保护卖方的用风险敞口进行管制，积极发展信用违约互换市场，值得关注的是信用保护卖方的信用风险敞口，还需要监管部门进行严格控制。🔒



参考文献

- 王占浩，郭菊娥，薛勇，刘子哈：《“11 超日债”事件对投资者刚性兑付信念的影响》，《证券市场导报》，2015 年 3 月刊
- 苏宏宇：《刚兑破冰或重塑债市》。《经济杂志》，2016 年 4 月刊
- 李刚：《信用债违约比较与未来发展趋势》，2016 年 6 月刊
- 刘翔峰：《中国债券市场风险分析及对策》2015 年 12 月刊
- 张瑜：《浅析打破刚性兑付对债市参与者的影响》，《财政金融》，2014 年 4 月刊
- 鲁政委：《刚兑：市场化的“拦路虎”》，《金融市场研究》，2015 年 1 月刊
- 李振宇，李丹，聂逆：《2012 年违约事件为债券市场敲响风险警钟》，《金融时报》，2013 年 4 月刊

银行理财监管新方向

文 | 《固定收益》编辑部

当前的银行理财产品业务规模已经非常庞大，不能再与从前同日而语。理财业务回归资产管理业是大势所趋，这也是有利于市场整体风险偏好上移，有利于金融创新回到支持实体经济本源的。

银行理财业务近年来发展迅速，理财产品存续规模持续增长（见图表1），已成为银行的重要业务之一。据《中国银行业理财市场报告（2016上半年）》披露，全国共有454家银行业金融机构有存续的理财产品，存续的理财产品总数为68,961只；理财资金账面余额26.28万亿元，较2016年年初增加2.78万亿元，增幅为11.83%。然

而，随着银行理财产品存续规模的增大，银行理财业务的进一步发展却显现出瓶颈和问题，这就对监管层进行强化规范管理提出新要求。

2016年7月27日，《2016年商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》（下称2016年《征求意见稿》）下发银行，强化规范管理正式提上日程。相比2014年12月的年《商业银行理财业务监

督管理办法（征求意见稿）》，2016年《征求意见稿》明显趋严，政策监管新脉络也更加清晰。

推行第三方托管，打破刚性兑付

为了加强银行理财业务监管、服务银行理财业务发展和银行理财服务社会的需要，理财登记托



66

未来银行理财产品可以选择跨行托管，也可以选择理财登记托管中心托管。

99

管中心今年8月26日在北京成立。某大行资产管理人士公开表示，监管推行第三方托管除了加强监管外，还为了打破理财产品的刚性兑付问题。目前，银行理财产品都是在本行托管，而理财产品如果由本行托管，在遇到收益率不达标时就很容易进行内部调剂，这样就不利于打破刚性兑付。

刚性兑付是指理财产品在到期后，出现投资风险达不到预期收益率，甚至有可能难保本金时，发行机构也要以自有资金保证投资者得到本金和收益。打破刚性兑付实际上就是要打破投资者对理财产品的无风险预期。

其实，早在2014年《征求意见稿》中，监管层就曾鼓励商业银行选择独立的第三方银行担任理财产品的托管银行。而2016年《征求意见稿》里更是直接要求商业银行“应当选择银监会认可的托管机构托管本行发行的理财产品”，规定“商业银行不能自己托管本行理财产品。”未来银行理财产品可以选择跨行托管，也可以选择理财登记

托管中心托管。

理财登记托管中心实行公司制，是中立的服务性企业法人机构，业务由银监会监管。业务范围包括：理财登记托管结算业务；理财业务的风险监测与分析；理财大数据库建设，信息和技术服务，市场研究；理财直接融资工具和银行理财管理计划业务的综合服务；理财信息披露、培训宣传、咨询评价和投资者教育等服务；银监会同意的其他业务。

有股份行资管人士对媒体透露，“其实从监管的角度，是有一个长远规划的，希望通过理财产品的统一登记、统一托管（至理财登记托管中心），最后再形成理财产品的流转。但要做好一个流转平台，前期需要很多铺垫。”

当然推行第三方托管是简单的，但要打破理财产品刚性兑付却不是一朝一夕就能做到的，因为这里面涉及到改变投资者观念，要让投资者明白理财产品是有风险的、不一定保本，而这很重要。

严禁资金池，回归资产管理本质

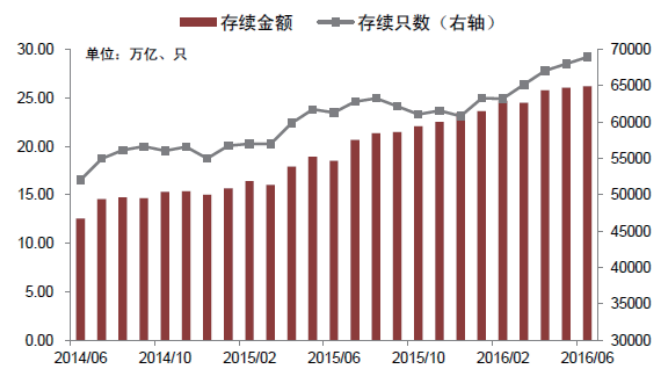
银行的理财产品业务和存贷款业务目前在商业逻辑上区别很大。

银行的存贷款业务包含两层债权和债务的关系，一层是储户把钱借给银行，银行以自身信誉保障这钱可以按约定时间还给储户。另一层是银行把所有的这些资金来源汇总（也叫“资金池”）拿出一部分去放贷款。在这个过程中，银行一般承担的是信用风险和流动风险。

而银行的理财产品业务实质是资产管理业务。资产管理业务是投资人把钱托付给资产管理人代自己进行投资，并按固定比例或约定的分成方式向资产管理人交付管理费，理论上是不该有“资金池”的，并且资产管理人也不保证投资收益，投资失败的风险需要投资人自己承担。

但是在现实操作过程中，银行是有“资金池”的，而一旦理

图 1：中国银行业理财市场存续情况



资料来源：中国银行业理财市场报告（2016上半年）



财业务利用了“资金池”的便利，比如模糊多只理财产品的资产边界，随意调节某只理财产品的收益等，就会滋生腐败和利益输送。所以，银行理财产品如何打破刚性兑付，回归资产管理本质是非常重要的。

实际上早在2014年《征求意见稿》中，就有不少相关条款是有利于理财产品业务回归真正的资产管理业的，比如直接规定“商业银行开展理财业务活动，应当遵循‘卖者有责，买者自负’的原则，实现风险与收益向投资者的充分传递”；此外，还要求非标资产要按照“实质重于形式”进行回表计提核算、理财业务风险管理统一纳入总行进行管理、建立风险准备制度、禁止期限错配等。

不过，2014年《征求意见稿》由于种种原因最终被搁置，目前再次进入征询意见阶段的2016年《征求意见稿》增加了一些更详尽的调整。比如在风险准备金方面2016年《意见征求稿》除沿用2014年《征求意见稿》中的将预期收益率型产品按照产品管理费收入的50%计提风险准备金（其他为10%）外，还规定“风险准备金余额达到理财产品余额的1%时可以不再提取；风险准备金使用后低于理财产品余额1%的，商业银行应当继续提取，直至达到理财产品余额的1%。”

规范影子银行，杜绝多头监管

影子银行是2007年美联储年度会议上提出的，它实质上是给企业贷款，但却不体现在资产负债表

的贷款项下，而是记在银行同业资产或应收款项类投资下面或者表外的理财产品。

我国商业银行理财业务始于2004年，早期的银行理财资金由于用途有限且没有投资人主体，所以银行曾选择与信托公司合作，即“银信合作”，先由信托公司向借款人发放贷款成立一只信托计划，再由银行理财资金去购买信托计划。这实际上就是早期的影子银行。彼时，为规范银信合作，银监会曾下发一系列的监管文件，如2005年2号文、2008年83号文、2009年111号文、2011年7号文、2011年148号文等都是为了促进银信合作的有序发展而出台的文件。然而理财资金如果投向非标资产，实质上就是投向存贷款业务，且不受资本充足率、流动性等监管指标限制，这样就无法做到防范风险。在银监会认识到其中风险叫停后，银行又改变策略开始购买信托计划的受益权。就在2008年至2011年银监会针对新动向又连发多文进行干预时，证监会却放开券商、基金公司及子公司等更多通道，于是银行理财产品投资于非标资产不仅可以走信托计划还可以走券商基金的资管计划，影子银行的形式开始多样化。为了切断银行系统与影子银行的联系，今年4月28日银监会下发《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》（82号文），要求银行将信贷资产受益权转到银登中心进行登记交易，旨在收紧银行将非标信贷资产转移至表外。然而由于监管出现多头化，即银行理财如果嵌套券商、基金的资管计划，银监会穿透难度是非常大

的。

于是2016年《征求意见稿》直接规定“符合银监会关于银信理财合作业务相关监管规定的信托公司发行的信托投资计划”才可以投资于非标资产。也就是说，商业银行非标资产理财被要求重回信托通道，银监会由此夺回监管权，使未来银行理财穿透信托计划识别底层资产成为相对可能的事情。

金融去杠杆，禁止发行分级产品

2016年《征求意见稿》提出禁止发行分级产品。分级理财产品是指商业银行按照本金和收益受偿顺序的不同，将理财产品划分为不同等级的份额，不同等级份额的收益分配不按份额比例计算，而是由合同另行约定、按照优先与劣后份额安排进行收益分配的理财产品。通常分为优先级和劣后级，产品到期后一般要先保证优先级的本金及收益兑付，然后才是劣后级。

2014年底的征求意见稿，允许发行分级产品，而且有一定的杠杆比例，但由于存在信息披露和利益输送的问题，2016年《意见征求稿》提出禁止发行分级产品。分级产品属于一种场外杠杆，相当于金融市场的“去杠杆”。

此外，《2016年意见征求稿》还提出理财产品总资产不得超过净资产的140%，类似于公募基金；对于标准化资产投资还增加了双10%要求，即每只理财产品持有一家机构发行的所有证券市值不得超过该理财产品余额的10%；商业银行全部理财产品持有一家机构发行

的证券市值，不得超过该证券市值的10%（国债等除外）。

去杠杆是符合中央经济工作会议要求的，它不仅体现在银行理财产品方面，在证券、基金、保险等领域也都存在明确要将炒作的杠杆降下去的政策。例如中国证券基金业协会修订的《证券期货经营机构落实资产管理业务“八条底线”禁止行为细则（2015年3月版）》就大幅降低了结构化资产管理计划的杠杆倍数。

实行分类管理和限制性投资 明确银行理财的准入门槛

2016年《征求意见稿》根据理财产品投资范围，将商业银行理财业务分为基础类理财业务和综合类理财业务。这实质上是明确了银

行理财的准入门槛，而此前银行理财只要符合2013年8号文的“三独立”、“三张表”要求及遵循2014年35号文关于风险隔离的栅栏原则就可以，不存在准入门槛的问题。

基础类理财业务和综合类理财业务的主要划分界限是资金净额是否超过50亿元人民币，如果不超过50亿元人民币就只能投资于银行存款、大额存单、国债、地方政府债券、中央银行票据、政府机构债券、金融债券、公司信用类债券、信贷资产支持证券、货币市场基金、债券型基金等资产；而如果超过50亿元人民币，就可以在基础类业务范围基础上，投资于非标准化债权资产、权益类资产和银监会认可的其他资产。此外，商业银行首次开展理财业务3年内的，也只能做基础类理财业务。

除了准入门槛限制，2016年

《征求意见稿》还对商业银行理财业务进行了限制性投资，如“商业银行理财产品不得直接或间接投资于除货币市场基金和债券型基金之外的证券投资基金，不得直接或间接投资于境内上市公司公开或非公开发行或交易的股票及其受（收）益权，不得直接或间接投资于非上市企业股权及其受（收）益权”，但“具有相关投资经验，风险承受能力较强的私人银行客户、高资产净值客户和机构客户”除外。

总体而言，当前的银行理财产品业务规模已经非常庞大，不能再与从前同日而语。理财业务回归资产管理业是大势所趋，这也是有利于市场整体风险偏好上移，有利于金融创新回到支持实体经济本源的。



166

理财业务回归资产管理业是大势所趋，这也是有利于市场整体风险偏好上移，有利于金融创新回到支持实体经济本源的。

999

银行理财 监管新规 要点梳理

166

今年7月27日,《商业银行理财业务监督管理办法(征求意见稿)》已下发至银行在业内传开,据说正式版将在10月份前后对外公布。

99



对银行理财业务分类管理

银行理财业务按投资范围分两类:

基础类理财业务

银行存款、大额存单、国债、地方政府债券、中央银行票据、政府机构债券、金融债券、公司信用类债券、信贷资产支持证券、货币市场基金、债券型基金。

综合类理财业务

在基础类业务范围基础上,商业银行理财产品还可以投资于非标准化债权资产、权益类资产和银监会认可的其他资产。

商业银行首次开展理财业务的,应当从事基础类理财业务。

商业银行开展基础类理财业务超过3年,且符合本办法第十六条所规定的综合类理财业务条件的,可以开展综合类理财业务,并应当在业务开办前20日向银监会提交书面报告。

从事综合类理财业务的银行资本净额不低于50亿元人民币。



对银行理财业务分类管理

商业银行理财产品不得直接或间接投资于:

除货币市场基金和债券型基金之外的证券投资基金

境内上市公司公开或非公开发行或交易的股票及其受(收)益权

非上市企业股权及其受(收)益权

但是风险承受能力较强的私人银行客户、高资产净值客户和机构客户发行的理财产品除外。



综合类理财业务 / 客户类型	普通理财	私人银行、高资产净值客户	机构客户
货币及债券型基金	√	√	√
不良资产及其受(收)益权	×	×	√
除货币、债券外的证券投资基金	×	√	√
公开或非公开发行(即增发)	×	√	√
股票及其收益权(即股票配资)	×	√	√
非上市企业股权(产业基金等)	×	√	√
股票质押式回购	√	√	√
非标债权资产	√	√	√
理财产品总资产不得超过净资产的140%			



银行非标资产通道只能是信托计划

商业银行所投资的特定目的载体不得直接或间接投资于非标准化债权资产,符合银监会关于银信理财合作业务相关监管规定的信托公司发行的信托投资计划除外;非标资产若要对接特殊目的载体,只能是信托计划,其它形式均被禁。

银行理财计提风险准备金

商业银行应当建立理财产品风险准备金管理制度,规定风险准备金的提取、划转、使用 and 支付等政策和程序,并经董事会或高级管理层批准后,将相关管理制度报告银监会。

按季从净利润中计提理财风险准备金,标准如下:

- (一)除结构性理财产品外的预期收益率型产品,按其产品管理费收入的50%计提;
- (二)净值型理财产品、结构性理财产品和其他理财产品,按其产品管理费收入的10%计提。

风险准备金余额达到理财产品余额的1%时可以不再提取;风险准备金使用后低于理财产品余额1%的,商业银行应当继续提取,直至达到理财产品余额的1%。

禁止发行分级产品

商业银行不得发行分级理财产品

分级理财产品是指商业银行按照本金和收益受偿顺序的不同,将理财产品划分为不同等级的份额,不同等级份额的收益分配不按份额比例计算,而是由合同另行约定、按照优先与劣后份额安排进行收益分配的理财产品。

债转股： 两大“领跑”案例带来的启示

文 | 固定收益编辑部

“市场化”是本轮债转股与上一轮债转股（1999 年）相比的最大区别，后者政策性色彩浓烈，筛选标准、转股对象、持股机构、操作方法等均为政府主导。

2016年10月11日和16日，武钢集团和云南锡业集团先后落地“市场化债转股项目”，分别成为债转股指导意见发布后践行新规的首家央企和首家地方国企。此前于10月10日，国务院发布《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》和《关于市场化银行债权转股权的指导意见》（以下统称“债转股指导意见”），正式拉开新一轮债转股的大幕。

解析两大“领跑”案例

一般而言，最先出炉的方案往往具有强烈的示范效用，也许指引着未来市场化债转股的发展方向。武钢集团和云南锡业集团的债转股项目均由建设银行担任实施主体，但具体方案有较大区别，充分体现了本轮债转股“一企一策”、“一事一议”等特征。

武钢是新中国成立后兴建的首个特大型钢铁联合企业，实际控制人为国资委。据世界钢铁协会（WSA）发布的《世界钢铁统计数据2016》，2015年宝钢以年产粗钢3493.8万吨名列全球钢企前五。但同年武钢集团的营业收入持续下滑，自2010年以来首次无缘《财富》世界500强榜单。截至2016年中报，武钢集团资产总额1724亿元，总负债1272亿元，其中流动负债1067亿元，资产负债率为约74%。

武钢项目明确通过分阶段设立两只总规模240亿元的转型发展基金，支持其降低资产负债率与转型升级，既包括部分直接投资武钢集团子公司股权，也包括承接武钢集团到期债务。目前，首期转型发展基金120亿元已经到位，由建行与武钢集团以5:1的出资比例发起设立。两期转型基金募集到位后，预

计可帮助武钢集团降低杠杆率10个百分点。

云南锡业集团由云南国资委全资控股，是云南两家省属国有企业的“百年老店”之一。目前，云锡是世界上锡占总量最大的企业，世界市场份额占比18-20%，国内市场份额占比45-50%。自2014年以来，由于有色金属行业价格下滑，云锡集团累计亏损60亿元，净资产由150亿元下降到100亿元左右；截至今年6月底，云锡集团资产负债率超过83%。

云锡集团债转股项目总额为100亿元，即建行募集100亿社会资金，承接云锡集团100亿债务，资金用途主要为债务置换，预期收益率在5%-15%，期限为5年，不承诺刚性兑付。该项目包括云锡集团下属二级、三级子公司的五个子项目，分两期落地，每期50亿。首期有三个项目，预期实施后，能降低

债转股：两大“领跑”案例带来的启示
金融“去杠杆”进行时
ABS 首现违约，资产证券化蓬勃发展之下潜藏的信用甄别危机

表1：今年债转股涉及企业（不完全统计）

时间	涉及企业	事 件
2016 年 3 月 8 日	熔盛重工	3 月 8 日公告称，拟向债权人发行最多 171 亿股股票（其中向 22 家债权银行发行 141 亿股，向 1000 家供应商债权人发行 30 亿股），以抵消 171 亿元债务。在随后 24 日举行的股东大会上通过。本次发行股票后，中国银行在熔盛重工总股本中的持股占比将高达 14%，成为其的最大股东。
2016 年 6 月 28 日	兰电股份	6 月 28 日，甘肃省国有资产投资集团有限公司发布公告称，根据甘肃省政府国资委相关文件，甘肃国投对兰州电机股份有限公司的 6 亿元借款实施了债转股。该方案实施后兰电股份股权结构变为甘肃国投、甘肃省新业资产经营有限责任公司持股和兰州长城电工股份有限公司分别持股 70%、19.97% 和 10.03%；负债率则下降为 60.8%。
2016 年 9 月 11 日	渤海集团	天津市金融局召开渤海集团的债务整体处置通气会，向各金融机构通报了渤海集团债务整体处置的最新思路，并征求各金融机构意见。目前的方案是，渤海集团中三家企业的优质资产组建新的公司，承接原有债务中的 500 亿元，800 亿元留存原公司及核销，600 亿元“债转债”。此前，渤海集团曾提出债转股方案，初步计划由政府成立基金接盘渤海对银行的债务，基金资金来源将引入社会资本，由银行按其债权比例以理财资金认购。
2016 年 9 月 27 日	中钢集团	中钢债务重组方案正式获得国务院批准。方案中明确，中钢集团 600 亿银行债务中的一半，即 300 亿元债转股，最主要通过可转债。2014 年 9 月，中钢集团爆出贷款逾期，拉响央企违约警报。2016 年初，相关各方敲定以债转股为主的处置方案。
2016 年 10 月 11 日	武钢集团	建设银行与武钢集团共同设立的武汉武钢转型发展基金（合伙制）出资到位，规模 120 亿元，成为首单支持央企市场化去杠杆的落地项目。首期武钢转型发展基金是武钢、建行联合发起设立的，出资比例为 1：5。此前建行与武钢于 8 月 8 日签订去杠杆业务合作框架协议，明确通过分阶段设立两只总规模 240 亿元的转型发展基金，支持武钢集团降低资产负债率与转型升级。
2016 年 10 月 16 日	云南锡业集团	建设银行与云南锡业集团控股有限责任公司公司签订总额近 50 亿元的市场化债转股投资协议，全国首单地方国企市场化债转股项目落地。两个月前，双方在云南签订了总额 100 亿元全面降低云锡集团杠杆率框架协议。

资料来源：新闻资讯

表2：两次债转股比对

涉及企业	1999 年债转股	2016 年债转股
经济背景	GDP 总量 9.02 万亿元（1999 年）	GDP 总量 67.67 万亿元（2015 年）
	GDP 增速下台阶，企业利润率趋势向下	GDP 增速下台阶，企业利润率趋势向下
	债转股可作为股份制改革的抓手之一	供给侧改革，以调整经济结构为目的
资本市场	二级市场处于起步阶段，股票市值 /GDP 不足 40%（最高为 48%）	资产证券化率水平提高，2015 年底股票市值 /GDP 为 79%，多层次资本市场逐步建立
银行	不良率约 40%	不良率不足 2%
	Basel II 要求资本充足率达到 8%	Basel III 要求银行资本充足率达到 10.5%（系统重要银行则为 11.5%）
	政策性不良资产剥离时按账面价值对价	自主处置不良资产，对价为账面价值的 2-3 折
实施路径	政府主导：由 AMC 公司进行债转股	银行主导：转让给第三方或成立子公司为主体
转股资产类别	不良资产	除了不良资产外，还有关注类和正常贷款
转股定价	1:1 转股	市场化定价
退出机制	回购、转让、上市	回购、转让、上市
是否出表	是	是

资料来源：招商证券、债转股指导意见



66

无论武钢案例还是云锡案例，都透露着强烈的市场化特点。实际上，自从年初监管层将“债转股”纳入议事日程以来，“市场化”这一字眼始终很醒目。

99

云锡集团15个百分点的杠杆率，其中第一个项目资金为20亿-30亿，预期由此降低云锡集团5个百分点的杠杆率。

不难看出，上述两个案例的实施对象——武钢集团和云南锡业集团，虽然都属于过剩行业企业，面临资产负债率高企、经营困难等问题，但它们也均为所在行业的龙头，行业地位高，政府支持意向较明确。

两个债转股方案都强调以子公司设立基金的方式投资于优质资产。光大证券固收分析师张旭认为，使用子公司设立基金模式的优势是，一方面可以将风险进行隔离，另一方面也可以更好地将债转股的利益保留在本行体系内。

但两个方案也有不同。比如武钢集团的方案通过新成立的基金，以债权和股权两个方式来帮助企业降杠杆；云锡集团则全部通过股权方式进行，且后者的转股全部是正常类贷款，并非市场原先普遍预料的关注类或其他类贷款。张旭表示，与不良贷款相比，正常类贷款的定价和处置更为清洁，不会造成资产收缩，降低负债率的效果更

好，因此有可能成为本轮债转股的主流品种。

由于债转股利于优化企业资产负债结构，并降低融资成本，对企业的影响总体利好，尤其是行业龙头企业，它们完成债务处置之后，有望更具有行业竞争力。因此，今年以来，除武钢集团、云锡集团外，还有多家企业正在尝试或进行债转股。上半年，熔盛重工和兰电股份分别披露了债转股方案；9月底，中钢集团的债务重组方案获得国务院批准，其中包括约300亿元的债转股计划。另外，渤海集团也曾提出债转股方案，而其债务处置的最新思路则发生了变化（表1）。

市场化为核心

无论武钢案例还是云锡案例，都透露着强烈的市场化特点。实际上，自从年初监管层将“债转股”纳入议事日程以来，“市场化”这一字眼始终很醒目。

3月，李克强总理表示“可以通过市场化债转股的方式降低企业的杠杆率”，由此定下了基调。此

后去杠杆、债转股的相关推进，直至债转股指导意见正式亮相，“市场化处置”一再得到强调。可以说，“市场化”是本轮债转股与上一轮债转股（1999年）相比的最大区别，后者政策性色彩浓烈，筛选标准、转股对象、持股机构、操作方法等均由政府主导。

表面上看，本轮债转股与上一轮债转股类似，都是银行先行转让债权，再在承接方层面转股。然而进一步分析发现，两者在经济背景、资本市场发育程度、银行业状况等方面存在很大的差异（表2）。

招商证券许荣聪认为，上述差异决定了本轮债转股在具体实施中比上一轮更加市场化。在本轮债转股实施过程中，是否进行债转股、转股资产类别、转股定价等细节，都将由银行、实施机构和企业依据国家政策导向自主协商决定——这在武钢集团和云锡集团的债转股方案中体现无遗。此外，本轮债转股中，承接方的资金来源将更倾向于引用市场化资金，而非如同上一轮那样，通过财政部做担保，向国有商业银行发行债券、向

表3：今年以来中央及地方“债转股”相关政策梳理

时间	相关政策及进度
2016 年 3 月 16 日	李克强总理在十二届全国人大四次会议的答中外记者提问时表示，可以通过市场化债转股的方式来逐步降低企业的杠杆率。
2016 年 3 月 24 日	李克强总理在出席博鳌论坛时表示，将用市场化手段推动债转股，探索用债转股降低企业杠杆，拟出台相关文件对债转股允许期限和处置手段加以说明。
2016 年 4 月 4 日	国开行、中国银行、工商银行、招商银行入选首批债转股试点，采用市场化手段，对暂时处于亏损状态，有后续发展潜力的企业（国企为主）实施债转股。本轮债转股对象为正常类和关注类银行贷款，而非不良资产。
2016 年 4 月 12 日	吉林省政府印发《吉林省推进供给侧结构性改革落实“三去一降一补”任务的指导意见及五个实施意见》，探索债转股等方式化解债务。在政策允许的情况下，经有权部门批准，探索开展债转股试点，依托金融资产管理公司集中运作处置风险资产。
2016 年 4 月 22 日	湖北省政府印发《湖北省推进供给侧结构性改革五大任务总体方案》，推动省内法人金融机构探索信贷资产证券化业务，引导商业银行省级分支机构将更多信贷资产纳入总行信贷资产池。开展企业资产证券化试点。做大做强省资产管理公司，鼓励各类资产管理公司对不良资产打包处置、实行债转股。支持符合条件的银行探索试点投贷联动业务。
2016 年 5 月 9 日	《人民日报》发表权威人士对当前经济的看法。权威人士表示：“对那些确实无法救的企业，该关闭的就坚决关闭，该破产的要依法破产，不要动辄搞‘债转股’，不要搞‘拉郎配’式重组，那样成本太高，自欺欺人，早晚是个大包袱。”
2016 年 7 月 6 日	河南省政府近期发布《关于省属国有工业企业发展混合所有制经济的实施意见》，推动国有金融机构将煤炭、钢铁等企业债权转为股权，降低企业资产负债率。本着降低企业成本、促进债务重组的原则，经双方协商一致可采取修改原定债务偿还条件、分期分批偿还债务或其他债权回购方式。
2016 年 7 月 18 日	《中国中央国务院关于深化投融资体制改革的意见》提出“开展金融机构以适当方式依法持有企业股权的试点，设立政府引导、市场化运作的产业（股权）投资基金，积极吸引社会资本参加”。
2016 年 8 月 6 日	银监会发布《关于钢铁煤炭行业化解过剩产能金融债权债务处置的若干意见》，支持金融资产管理公司（AMC）、地方资产管理公司，按照市场化、法治化的原则，开展债转股工作，关于债转股对象的表述是“钢铁煤炭骨干企业”。
2016 年 8 月 16 日	国家发改委、央行、财政部、银监会等多部委多次研究讨论后，最新方案取消了债转股试点规划，强调“一企一策、一事一议”。适用债转股的债权以银行贷款为主，债券等是否纳入由参与方自主协商而定，针对临时有困难、但有发展前景的企业降杠杆；政府鼓励社会资金参与但不强制“牵线搭桥”，也不承担损失兜底。
2016 年 10 月 10 日	国务院发布《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》和《关于市场化银行债权转股权的指导意见》，指出要坚持积极的财政政策和稳健的货币政策取向，优化债务结构、有序开展市场化银行债权转股权、依法破产、发展股权融资，积极稳妥降低企业杠杆率，要有序开展市场化债转股，防止一哄而起。

资料来源：新闻资讯、相关部委网站、地方政府网站

央行贷款。

海通证券首席宏观分析师姜超则强调，债转股指导意见从三个方面体现市场化原则：其一，取消试点规模，强调“一企一策”、“一事一议”；其二，以银行贷款为主，债券转股协商而定，有望大幅降低对债券市场的冲击；其三，

政府不强制“拉郎配”，不兜底损失，转股后风险将转向市场。

简单地说，本轮债转股的基线就是以市场化处置为核心，政府不再承担损失兜底责任，而是由市场主体依据自身需求开展或参与降杠杆，自主确定价格和方式，自担风险、自享收益，充分考虑不同类

型行业和企业的杠杆特征，分别制定具体处置政策，运用综合手段，积极稳妥地降低企业杠杆率。

据不完全统计，从今年3月到10月，中央层面先后11次公开讨论市场化债转股的重要性和可行性，并最终促成债转股指导意见的出台；期间，吉林、湖北、河南等地

方政府则先后出台相关实施意见，探索以市场化债转股等方式化解债务（表3）。

影响与挑战

从积极的影响面而言，本轮债转股有利于化解银行的不良风险，在一定程度上提高了银行的话语权；有利于企业去杠杆；有利于提高过剩企业之龙头企业的行业竞争力；有利于推动产业加速集中、并购重组。

但稳步推进债转股，仍将面临不少难题。第一，在经济下行的背景下，本轮债转股的效果具有不确定性。在这一问题上，海通证券首席宏观分析师姜超与方正证券首席经济学家任泽平的观点几乎完全一致。他们分别回溯了上一轮债转股企业的经营状况，认为债转股对改善相关企业的效果有限，当时债转股企业经营、绩效、资产质量的好转，很大程度是由经济复苏周期所带来的。

然而本轮债转股开启时，经济仍处于下行通道，供给侧改革大背景未变，即使过剩产能企业进行债转股，但若后期改革无法有效拉动周期，债转股企业仍不得不面对需求增长有限的窘境，其盈利能力和偿付能力难以获得出色的改善。

第二，转股主体筛选标准、实施机构参与方式、政府支持方式等尚不明确，这可能使市场无所适从。比如债转股指导意见严禁“僵尸企业、恶意逃废债、债务关系复杂及可能主张过剩产能扩张企业”进入债转股名单；同时该指导意见也鼓励“高负债居于产能过剩企业

前列的关键性企业以及关系国家安全的战略性企业”进行债转股。

问题是，关于“僵尸企业”并无明确定义。今年5月，国资委副主任张喜武在政策吹风会上披露，目前央企集团层面数量为106家，央企法人单位超过41000家，而国资委在未来三年内计划处置“僵尸企业”只有345户——这意味着无法排除部分“僵尸企业”滥竽充数，偷搭债转股便车。

姜超认为，这个问题的解决有赖于相关配套政策的出台，但目前来看并不乐观，如转股主体在市场化原则下很难给出过于具体的筛选标准。

第三，在政府明确不兜底的情况下，社会资本参与动力和企业实施债转股的意愿存在变数。从历史经验来看，处置不良资产过程中，往往伴随着频繁政府注资，尤其风险高的债转股，若政府信用不参与其中，民间资本较难产生足够的参与动力。此外，从企业的角度而言，债转股并非免费晚餐，需要付出较大的代价，企业实施债转

股的意愿不一定那么强烈。这些因素给本轮债转股的前景带来一定的不确定性。

第四，市场化原则下各主体协商推进的设定，或导致债转股推进效率偏低。在债转股指导意见的框架下，是否转股、转股比例、转股价格、转股方式等都需要参与主体自主协商决定。参与主体包括银行、企业、政府机构、债权人等，各有各的利益立足点，这将加大沟通协商的难度，拖低推进效率。此前中钢集团的重组前后谈判协商了两年，而渤海集团债务重组的方案也是一变再变。

总而言之，尽管债转股存在种种不确定性，但自年初以来，决策层高度重视并力推债转股，这表明债转股将成为下一阶段的重点。债转股可以从负债端改善企业融资结构，利于优化经济结构和产业结构升级，防止非金融企业的风险向金融企业转移，减少系统性金融风险，有望成为新常态下企业降杠杆、银行防风险的重要举措。🌸



金融 “去杠杆” 进行时

文 | 《固定收益》编辑部

地产行业分析框架的构造过程中，对于指标的选择以及相应权重的赋值还需依靠对行业经验以及对不同业务模式的理解。同时分析模型的运用应结合投资机构自身的风险偏好及收益需求才更有意义。

8月23日，中国央行就14天期逆回购需求询量，并在之后连续三天进行14天期逆回购。市场普遍认为，央行时隔半年重启14天期公开市场逆回购操作，扩大短期流动性管理力度，背后反映的是央行引导资金成本和金融去杠杆的政策意图。

近年，我国金融领域杠杆率明显上升，大量未进入实体经济的资金在金融市场中涌动，形成金融风险隐患。去年底以来，有关脱虚入实、去杠杆的监管政策层层加码，从监管层对各金融领域进行摸底排查，到5月的权威人士“政策5答”，再到7.26中央政治局会议提出“抑制资产泡沫”等基调，充分彰显了监管层对金融去杠杆的坚定决心。



杠杆率水平持续上升

近年以来，我国杠杆率持续升高，尤其是企业部门。中国人民银行研究局研究员王宇表示，我国经济的高杠杆是多年累积而成，是国际贸易增幅下降与全球产业结构调整的结果，也是经济增长过度依赖出口和投资的结果，随着实体经济对流动性的吸收能力持续下降，高杠杆状态已不可再持续。

中国社科院国家金融与发展实验室的数据显示，截至2015年底，中国债务总额168.48万亿元人民币，全社会杠杆率249%；而在2007年，这个数字只有158%。

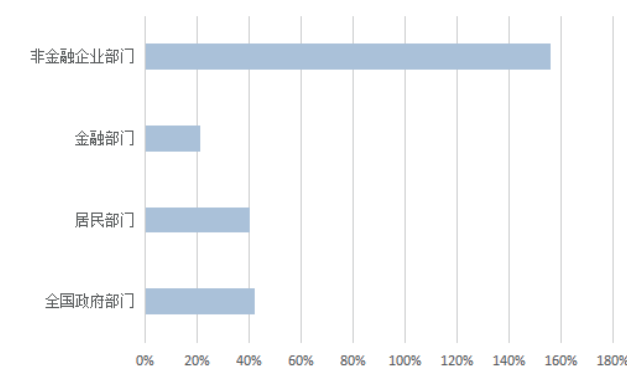
若分债务结构讲（图1：中国债务率水平（分部门）），在政府部门层面，根据财政部披露的数据，截至2015年末，中国纳入预算管理的中央政府债务为10.66万亿元，地方政府债务16万亿元，两项合计全国政府债务26.66万亿元，占GDP比重约40%。若加上地

方政府或有债务，则2015年全国政府债务的债务率将上升为42%左右，较欧盟60%的预警线仍有一段距离，也低于当前重要市场经济国家和新兴国家水平，如日本超过200%、美国超过120%、法国约120%、德国约80%、巴西约100%。

在居民部门层面，其债务结构以贷款为主，这一数字近年增长明显。统计局的数据显示，2015年底住户短期贷款额为8.91万亿元，中长期贷款额为18.12万亿元，两项合计我国居民部门总体负债规模约为27万亿元，占GDP比重约40%；2008年，居民部门杠杆率仅约为18%。另外，我国金融部门债务率约为21%。

非金融企业部门的问题比较突出。近年随着金融改革的不断推进，非金融企业的融资渠道日益多元化，债券、信托、券商资管、基金子公司、保险资管、私募等迅速发展。根据中国社科院国家金融与发展实验室的数据，截至2015年

图1：2015年中国债务率水平（分部门）



数据来源：财政部、统计局

底，非金融企业部门的债务率约为131%；若加上融资平台债务，这个数字则高达156%，不仅远远高于其他经济部门，也高于发达国家83%的平均水平和经合组织国家90%的阈值。而在2011年，我国非金融企业部门的杠杆率为124%。在4年的时间内增长了超过30个百分点，增速明显。

汇丰银行大中华区首席经济学家屈宏斌认为，尽管部分行业和企业的高债务可能潜藏着金融风险，但如果将中国的高储蓄率、金融市场尚不够发达、融资结构的特殊性等因素考虑在内，中国的负债水平仍属于正常水平。

即便如此，明显推高的金融杠杆依然引起了监管层的警觉。5月初，权威人士在一年内第三次发声谈当前中国经济。他强调，金融是现代经济的核心，这个核心出了问题会拖累全局，会拖累全面小康的实现。“尽管我国金融风险整体可控，特别是银行体系总体抗风险能力较强，但今年伊始发生的股市汇市动荡，也反映出一定的脆弱性。”

权威人士指出，要避免把市场的“超调”行为简单理解成只是投机带来的短期波动，而要从整个金融市场的内在脆弱性上找原因。“其中，高杠杆式‘原罪’，是金融高风险的源头，在高杠杆背景下，汇市、股市、债市、楼市、银行信贷风险等都会上升，处理不好，小事也会变成大事。”

早在2015年底中央经济工作会议提出的供给侧改革的五项重点任务中，“三去一降一补”，其中“一去”就是“去杠杆”。可见，去杠杆已经成为当务之急。

“去杠杆”政策频发

“高杠杆”背后潜藏的问题是资金的“脱实向虚”，这也是中国经济与金融体系所面临的关键问题之一。

《权威人士谈当前中国经济》一文提出了经济形势怎么看、宏观调控怎么干、供给侧改革怎么推、预期管理怎么办、经济风险怎么防等五大当前经济的核心问题。权威人士在文中五次提到“去杠

杆”问题，强调“当前最重要的是按照供给侧结构性改革要求，积极稳妥推进去杠杆”。

怎样才算“积极稳妥”去杠杆呢？权威人士指出，要彻底抛弃试图通过宽松货币加码来加快经济增长、做大分母降杠杆的幻想；对各类金融市场存在的风险隐患，金融监管部门要密切配合，摸清情况，做好预案；直面并主动应对处于上升趋势的银行坏账，不掩盖和拖延风险等。

不仅如此，7月26日的中央政治局会议将稳增长放在更重要的位置，并明确提出要“抑制资产泡沫”。这意味着下半年资金将更多从金融向实体流动，在带动实体经济复苏的同时抑制金融资产泡沫。会议强调，“去产能和去杠杆的关键是深化国有企业和金融部门的基础性改革，降成本的重点是增加劳动力市场灵活性、抑制资产泡沫和降低宏观税负”。

金融部门的基础性改革包括金融机构和金融监管改革，要引导货币信贷和社会融资合理增长，着力疏通货币政策传导渠道，优化信

表1：“去杠杆”相关金融监管举措及政策

	时间	责任部门	监管举措及政策	涉及领域
1	2015年10月	银监会	摸底委外资金情况 对大型银行和股份制商业银行的委外资金规模、杠杆率进行摸底	银行
2	2015年12月2日	各地证监局	摸底公募基金私募产品杠杆规模 要求进一步甄别、确认涉嫌配资的偏股型私募资管产品	基金及子公司
3	2016年3月4日	深圳市金融办、北京市金融工作局等	摸底排查涉嫌高杠杆房贷情况 打击首付贷行为	P2P、小贷公司、互联网金融平台等
4	2016年3月18日	银监会	《关于进一步加强信托公司风险监管工作的意见》（银监办发【2016】58号） 在原有监管政策基础上强化实质性风险，尤其是传统融资类项目的刚性兑付和结构化证券投资项目杠杆比例。如要求用穿透法识别底层资产；不得通过第三方机构推介；不得向不特定客户非合格投资者推现金融杆；现金杠杆率 1：2 等。	信托
5	2016年3月18日	保监会	《关于规范中短存续期人身保险产品有关事项的通知》保监发【2016】22号 叫停 1 年期以下中短存续期保险产品等，强化对资产负债错配风险和流动性风险的管控。	万能险，以及少量分红险、普通型保险
6	2016年4月14日	国务院组织 14 个部委	《互联网金融风险专项整治工作实施方案》 在全国范围内启动有关互联网金融领域的专项整治，为期一年。“穿透式”监管，不准嵌套等。	P2P 网贷、股权众筹、第三方支付等
7	2016年4月15日	中国证券投资基金业协会	《私募基金募集行为管理办法》 限定私募基金的募集主体，明确业务规范和行为标准	私募基金
8	2016年4月27日	人民银行、银监会	《关于加强票据业务监管促进票据市场健康发展的通知》银发 [2016]126 号 要求银行在全系统开展票据业务风险排查，规范票据市场，主要规范银行内控及同业业务管理。	票据、非标资产
9	2016年4月28日	银监会	《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【2016】82号文 要求银行“不良”仍然停留在表内核算，必须按照原信贷资产计提资本和拨备，杜绝了监管套利	银行
10	2016年5月12日	证监会	收紧保本基金申报 证监会就修订保本基金的指导意见公开征求意见。目前已经行的保本基金产品均采用了连带责任担保的方式，且多数规定了担保方拥有无条件的追索权条款，这将由基金公司承担最终的风险损失，与基金公司资本金制度不相匹配，潜在风险不容忽视，将适度控制保本基金规模，降低行业风险。	保本基金
11	2016年5月18日	证监会	《证券期货经营机构落实资产管理业务“八条底线”禁止行为细则（修订版征求意见稿）》 禁止参与场外配资、禁止违反风险收益匹配原则设计杠杆、禁止投资顾问及其关联方投资资管计划等	资管计划
12	2016年5月20日	证监会	修订、起草《基金管理公司子公司管理规定》和《基金管理公司特定客户资产管理子公司风险控制指标管理暂行规定》 两项规定对基金子公司进行净资本、风险资本占用、股东门槛等多项管理要求。	通道业务
13	2016年6月1日	保监会	《关于清理规范保险资产管理公司通道类业务有关事项的通知》 要求各保险资管公司清理规范银行存款通道等业务，在清理规范期间，保险资管公司将暂停新增办理通道类业务。	保险资管公司
14	2016年6月17日	证监会	修订《上市公司重大资产重组管理办法》 从认定标准、监管配套、中介机构责任等三方面对重组上市行为提出了严格的监管要求，意在规范借壳上市行为，给非理性的借壳、炒壳降温。	壳资源



66

金融部门的基础性改革包括金融机构和金融监管改革，要引导货币信贷和社会融资合理增长，着力疏通货币政策传导渠道，优化信贷结构，以此去支持去产能和去杠杆。

99

15	2016 年 6 月 13 日	保监会	《关于加强组合类保险资产管理产品业务监管的通知》 禁止发行资金池产品、嵌套交易结构产品，禁止向非机构投资者发行分级产品，分级产品 杠杆倍数为 1~3 倍等	保险资管
16	2016 年 7 月 18 日	国务院	《关于深化投融资体制改革的意见》 改革开放 30 多年来以中共中央文件名义发布的第一个投融资体制改革方面的文件，是对 当前和今后一个时期投融资领域推进供给侧结构性改革的纲领性文件。明确企业主体地位、 畅通投融资渠道，化解融资难、融资贵等问题。	民间投融资
17	2016 年 7 月 14 日	证监会	《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》 禁止变相突破合格投资者标准和法定的人数限制	资管计划
18	2016 年 7 月 27 日	银监会	《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》 对银行理财进行分类管理，禁止银行发行分级理财产品，银行投资非标资产只能走信托通 道等	银行理财、券 商资管、保险 资管、基金及 子公司、信托
19	2016 年 7 月 29 日	住建部、发改 委、人民银行、 工信部、国税 总局、工商总 局、银监会等 七部委	《关于加强房地产中介管理促进行业健康发展的意见》 喊停首付贷	P2P、小贷公 司、互联网金 融平台等
20	2016 年 8 月 19 日	证监会	暂停分级基金注册 考虑到分级基金产品设计比较复杂，证监会此前暂停了这类产品的相关注册工作。目前证 监会正在完善分级基金相关监管安排。	分级基金
21	2016 年 8 月 24 日	银监会、工信 部、公安部、 国家互联网信 息办公室	《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》 以负面清单形式划定了业务边界，明确不得吸收公众存款、不得归集资金设立资金池、不 得自身为出借人提供任何形式的担保、不得从事债权转让行为、不得提供融资信息中介服 务的高风险领域等。	网贷行业
22	2016 年 8 月 30 日	交易所	窗口指导收紧类平台公司发债 发行人最近三年的营业收入中，来自所属地方政府的比例超过 50%，将不能在交易所发 债	公司债

来源：据公开信息整理

贷结构，以此支持去产能和去杠
杆，使金融真正地支持实体经济发
展。

值得一提的是，在7月14日召
开的银监会上半年全国银行业监督
管理工作暨经济金融形势分析会议
上，银监会指出下半年的工作主要
任务之一是着力扭转资金“脱实向
虚”现象，重点严查热衷当通道、
做过桥、加链条，资金“脱实向
虚”等行为。

实际上，2015年下半年以来，

金融监管部门便频频启动摸底排
查、行业自查等举措。如去年底
到年初的摸底委外资金、配资
规模、高杠杆房贷等行动；8月29
日，基金业协会发起的私募自查自
纠活动等，以期排查各类金融风险
隐患。

几乎同时，脱虚向实、抑制
资产泡沫、去杠杆等相关监管政策
密集出台。监管层的意图很明显，
其一是推进金融去杠杆，其二是提
高实体回报，藉此达到解决“资产

荒”，推动资金脱虚向实的目的。

据不完全统计，去年底以
来，国务院、一行三会等监管部门
密集出台了超过20条监管措施，其
中银行理财、委外、信托、资管计
划、票据、非标资产、P2P等成为
重点规范对象（表1：“去杠杆”
相关金融监管举措及政策）。

系列金融监管措施基本对市
场、通道、资金端、资产端等实现
了全覆盖，且无不紧扣“抑制泡
沫”这一基调。华泰证券首席策略



66

在近期金融去杆杠的政策基调下，未来降杠杠、防风险
将成为央行货币政策的首要制约因素，当前坊间对金融
去杠杠的后续影响持谨慎态度。

99

分析师戴康认为，二季度是金融去
杠杠行动的高峰，多数政策已落
地，且市场认知充分，本轮金融去
杠杠政策的密集出台可能将进入收
官阶段。

在多监管部门协同努力下，
“脱虚向实”取得了一定效果。银
监会的数据显示，上半年，银行业
金融机构以支持供给侧结构性改革
为核心任务，通过信贷、理财、债
券投资、信托、租赁等渠道新增资
金投放14万多亿元，盘活不良贷款
5000多亿元；小微企业贷款余额近
25万亿元，实现“三个不低于”目
标。

债市下一步怎么走？

随着去杠杠政策进入落地、
深入推行阶段，将对债市产生什么
影响？在近期金融去杠杠的政策基
调下，未来降杠杠、防风险将成为
央行货币政策的首要制约因素，在
某种程度上说，这意味着后期流动
性变化存在不确定性。基于此，当
前坊间对金融去杠杠的后续影响持
谨慎态度。

华创证券首席债券分析师屈
庆认为，央行重启14天期逆回购操
作，预示着央行通过调节流动性投
放结构引导市场降杠杠的开始，信
号意义远大于实际投放量。一旦央
行去杠杠的意图明确了，必将是一
个长期过程，市场需要做好相应准
备。

换言之，去杠杠意味着资金
可能经常处于紧张状态。也许不
至于像2013年那样爆发大规模“钱
荒”，但会经常缺钱。

同时，伴随着金融去杠杠的
开始，成本将有所抬升，债券的性
价比则会下降，所以债市的调整还
将继续。此外，后期通胀的逐步回
升将加大债券市场的调整压力。

九州证券首席经济学家邓海
清也指出，未来需着重观察资金面
是否长期紧平衡，在利率市场化之
后，货币市场利率是央行的操作目
标，无论央行进行何种操作，都只
是实现央行目标的过程，最终货币
市场利率变化的结果才是央行的真
正目的。

邓海清认为，央行重启14天期
逆回购只是一个引子，隔夜利率上

行是债市最大的风险；或者隔夜资
金的可得性下降、波动性上升，隔
夜资金成本实质性上行。如果央行
有意降低隔夜资金的可得性，即使
央行维持7天和14天利率不变，对
市场而言效果仍等同于加息；若再
叠加上长端债市收益率上行，估值
浮亏导致的止损或止盈，则长端上
行幅度将更大，进入“价格下跌-
去杠杠-价格下跌-去杠杠……”循
环。这对债市并不是个好消息。

也有观点认为，尽管监管政
策已陆续落地，但要逐一严格执
行，达到监管层的目的，仍有较大
难度，需要继续观察实际的执行情
况。因此，未来一段时间内，将不
可避免发生政策与市场之间博弈加
大的情形。

兴业证券分析师唐跃表示，
若要严格执行去杠杠，经济下行的
压力会很大，央行放松的空间也会
打开，无风险利率最终会趋于下
行，但也将对资产端流动性造成冲
击。“债市可能因此经历先跌后涨
的过程，市场的不确定性将明显上
升。”🌹

ABS 首现违约，资产证券化蓬勃 发展之下潜藏的信用甄别危机

文 | 《固定收益》编辑部

随着 ABS 市场的不断扩大，发起机构将不断丰富，投资者需要更多的甄别，需要建立有别于传统信用债或者非标的分析框架，有效甄别风险。



国内首例ABS违约不期而至。

原本应于2016年5月29日到期的大成西黄河大桥通行费收入收益权专项资产管理计划的优先A档“14益友优02”，到期后未发布兑付公告。这是国内第一例ABS违约。

近年来ABS发展日益提速。

资产证券化浪潮方兴未艾，相关数据显示，2015年中国各类资产证券化业务规模超过了5000亿，数量是过去九年的总和。企业类ABS延续去年高速增长的态势，在2016年上半年新发行144期，比去年同期增加了近两倍。发行金额共计1541.98亿元，也达到上年度同期的3倍。参与到企业资产证券化的发行和管理的证券公司及基金子公司也不断增加。众多专业人士将资产证券化视为下一个大浪潮。

先来说ABS是什么？

ABS英文全称Asset-Backed Security，中文翻译为资产抵押债券，是以资产的组合作为抵押担保，以特定资产池所产生的可预期的稳定现金流为支撑，在资本市场上发行的债券工具。

资产抵押债券是20世纪70年代末资产证券化兴起之后在国际金融市场上出现的新型金融投资工具。基础资产的收益和风险得到分离和重组，以及有可预期的稳定现金流作为发行基石是资产抵押债券不同于一般固定收益债券的两大特征。

与一般固定收益债券不同，资产抵押债券广泛应用信用增级手段来提高债券信用评级。因而其会

涉及到更多的参与方，发行和交易的流程自然也更为复杂。

资产抵押债券发行和交易中最与众不同的两个环节是基础资产的真实销售以及发行之前的信用增级，也正是这两个环节决定了资产抵押债券信用风险的特殊性，下面对这两个环节加以说明。

1.基础资产的真实销售

所谓“真实销售”是指，某项财产的转让使得其不再属于债务人的财产范围。在发起人破产时，基础资产将不会作为破产财产进行清算，这对于资产抵押债券投资者来说至关重要。这样做将资产抵押债券发行所依托的基础资产与发起人的破产风险之间隔离开来，使得资产抵押债券的信用风险从根本上仅取决于基础资产应收现金流的质量。

2.信用增级

信用增级分为外部信用增级和内部信用增级。外部增级主要是由第三方提供担保包括专业保险公司、金融机构、大型企业的财务公司等。内部信用增级是利用基础资产产生的部分现金流实现自我担保构建优先/次级结构、进行超额抵押，以及采用利差帐户等。

信用增级实际将风险被分成了两部分一部分由第三方（指担保机构）承担，另一部分由交易发起人保留。

通过以上步骤，基础资产的收益和风险得到分离和重组，加之有可预期的稳定现金流作为发行基石，ABS可以以较低的成本借到资金。我们可以看到，为了发行ABS而不是发行普通债券的主要目的是为了以较低的成本为项目融得资

金，而要想给予投资者较低的收益，就只能从减小投资者所承担的风险入手，以上的所有作为都是为了使投资者相信自己面临的风险更小，从而投资者才愿意接受较低的收益，这不可避免的造成ABS的发行和交易的流程自然也更为复杂。

ABS狂飙式的发展难免存有隐忧。无论是在产品设计等的专业能力，还是管理人尽责程度等职业操守，甚至审核方面以及银行监管方面都受到一些市场人士的诟病。

多数机构对于ABS的分析依然沿用传统信用债或者非标的分析框架，然而ABS产品的设计也要比信用债要复杂的多不利于有效甄别风险。在没出问题之前，这些杂音很容易被ABS快速发展的大潮所湮没。

违约的“14益优02” 资产支持证券基本情况

大成西黄河大桥通行费收入收益权专项资产管理计划（“本案专项计划”）资产支持证券由中原证券管理并发行，分为优先级证券和次级证券两个层级，其中：优先级证券发行金额合计5亿元，按兑付期限分1至6年共6档产品，“14益优02”是其中的第2期；次级证券发行金额0.3亿，全部由原始权益人鄂尔多斯市益通路桥有限公司（“益通路桥”）自持。

基础资产为益通路桥因建设和维护大成西黄河大桥（“大桥”）所获得的自专项计划成立起未来6年内特定时期（3月-12月）的大桥通行费收入收益权。增信措施主要包括：(1)原始权益人自持劣

大成西黄河大桥通行费收入收益权专项资产管理计划基本要素

产品分级	优先级（6层）	次级
发行规模	5 亿元	0.3 亿元
规模占比	94.34%	5.66%
目标评级	AA+	未评级
产品期限	1 年 -6 年	6 年
利率区间	8.2%-9.5%	无
偿还方式	到期一次还本付息	不适用
原始权益人 / 差额支付承诺人	鄂尔多斯市益通路桥有限公司	
外部担保机构	内蒙古东达蒙古王集团有限公司	
管理人	中原证券	
托管人	中国银行内蒙古分行	
监管银行	中国银行达旗支行	
评级机构	联合信用评级有限公司	

资料来源：华创证券、产品推介材料

后级，(2)原始权益人承担差额补足义务，(3)母公司内蒙古东达蒙古王集团有限公司（“东达集团”）为差额补足义务提供不可撤销连带责任保证，(4)管理人在加速清偿事件发生时可宣布所有证券全部提前到期并要求原始权益人回购基础资产，(5)以大桥收费权设置质押为原始权益人的差额补足及回购义务提供担保。

1.基础资产收入单一

将基础资产和债务人分离出来是ABS的重要作用，从而使得投资人的利益不会因为债务人其他方面比如破产的风险所损害。然而，并不是说将基础资产分离出来就会降低风险。

本单违约资产支持专项计划的基础资产是大成西黄河大桥2014年至2019年。每年3月至12月的通行费收入受益权。原始权益人的主营业务收入来源非常单一，只有过

桥费一项。而过桥费的收入高低又决定于当地煤矿产业的好坏。基础资产风险过于集中。

2.增级效果不佳

该ABS采用内部信用增级，原始权益人自持劣后，但这并不能保证该ABS的投资者的投资安全，反而在项目进展顺利的情况下，原始权益人可以获得超额收益。原始权益人承担的差额补足义务，在基础资产出现问题时，该承诺也很难兑现。而提供外部担保、承担不可撤销连带责任的母公司东达集团外部评级仅为AA-。

3.资金监管无效

从专项计划管理报告来看，所谓的“资金监管”基本上是无效的。2015年第3季度之后，过桥费就再没有足额归集缴付过。中原证券披露的2015年第三季度管理报告显示，当期发生的大桥收费款本应为117万余元，但实际归集至

专项计划账户的款项仅为19万元。此后，从2015年度资产管理报告及2016年第一季度资产管理报告内容来看，2015年第四季度原始权益人应该又向专项计划账户缴付了20万元，此后就再没缴付过任何资金。当时“14益优01”到期时，由原始权益人益通路桥履行了差额补足义务，支付了1674万元。然而这些都没有得到足够重视。原始权益人在经营出现问题时，依然具有绝对自主权，没有第三方进行干预。

ABS首例违约警示

违约事件引起了市场对于ABS的风险与安全性的重新审视与思考，仔细分析“大成西黄河大桥通行费收入收益权专项资产管理计划”项目，其违约虽是偶然，却也存在其必然性。

就此次ABS违约对市场的影响而言，华创证券首席债券分析师屈庆认为“本单ABS产品发行期较早，投资者主要以区域内的银行机构为主，对整体ABS市场的影响较小，但是违约必然引起投资者对ABS产品风险的担忧，特别是收益权类的ABS，由于其面临的风险主要是持续经营风险，和传统的债权类ABS主要面临信用风险的情况差别较大，未来投资者对收益权类ABS的投资门槛要求将会更加严格。”

ABS产品的设计也要比信用债要复杂的多，随着ABS市场的不断扩大，发起机构将不断丰富，投资者需要更多的甄别，需要建立有别于传统信用债或者非标的分析框架，有效甄别风险。



鑫元基金
再攀高峰

鑫元货币基金
最新规模超过
一百亿!

数据来源：鑫元基金整理，时间截至2016年9月30日

风险提示：
基金投资需谨慎。数据来自鑫元基金。购买货币市场基金并不等于将资金作为存款存放在银行或存款类金融机构。基金的过往业绩并不预示其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成基金业绩表现的保证。



固定收益

XINYUAN FIXED INCOME

获取更多新鲜资讯，欢迎扫码关注！



电话：021-20892000 传真：021-20892111

客服热线：400-606-6188（免长途话费）

网站：www.xyamc.com

地址：上海市静安区中山北路909号12楼

欢迎投稿、商务合作
小编邮箱：lvzhimiao@xyamc.com