

# 固定收益

XINYUAN FIXED INCOME

# 06

2016年4月 第六期  
www.xyamc.com



## 鑫元看市场

2016年二季度宏观展望及投资策略

## 聚焦

市场倒逼银行打响流动性反击战  
银行流动性管理的监管变迁  
探究我国商业银行流动性管理策略

## 机构

奔跑吧，T+0 业务！  
银行、基金公司上线 T+0 业务流程解析  
一张图看清 T+0 业务的发展历程

## 人物

鑫元基金常务副总张乐赛：  
不忘初心，厚积薄发

## 专家论市

钱多，钱少？论债市的货币现象

## 声音

2015年交易所发行ABS产品回顾  
资产证券化投资价值浅析

## 宏观

把握全球资产配置，聚焦美债投资  
案例：BAT 开打金融战 对传统银行影响几何？  
两会风向标，2016年楼市往哪里走？

## 基金经理观点

2015年流动性总结及2016年展望

鑫元基金  
XINYUAN ASSET MANAGEMENT

# 固定收益

XINYUAN FIXED INCOME

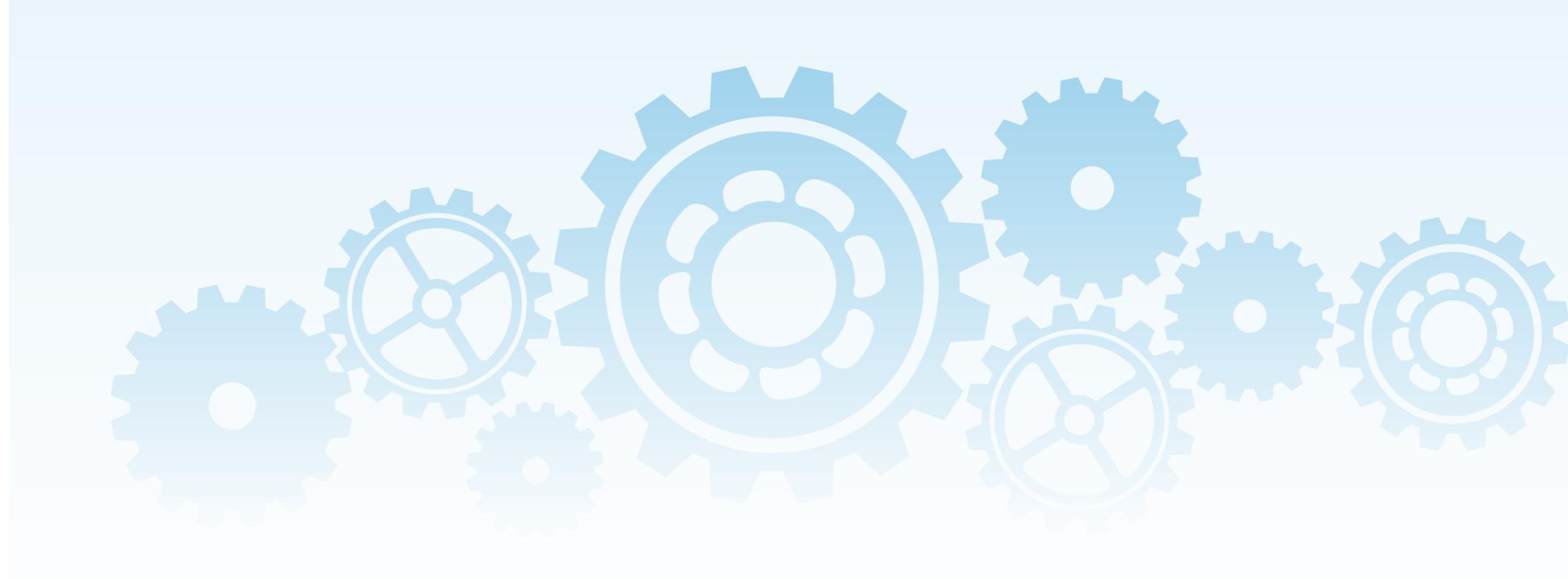
(第六期)

## “变”与“不变”

债市违约风紧，在经济下行与权益市场间歇性巨震的大背景下，更给各类金融机构的资产配置决断雪上加霜。信用事件频发的时刻，如何努力守住风险底线，同时努力把握出现的每个投资机会，通过灵活的大类资产配置来获取超额收益，是摆在包括鑫元基金等立志深耕固收市场机构面前的一个现实挑战。

“宏观审慎评估体系”（MPA）是之前市场另外一个关注的焦点，凸显商业银行流动性管理的必要性。这一方面说明流动性监管在不断与时俱进，不断拉近与国际金融监管体系的距离；另一方面也意味着银行的流动性管理急切需要有一个质的提升。面对利率市场化的倒逼、互联网金融的冲击，多家银行主动推出“T+0”类余额宝产品来打响反击战，并以此为引子与契机，来有望对传统银行的经营模式、业务模式进行转型升级，以应付未来面临的困难与挑战。

无论市场将来如何，“变”已是主旋律，作为机构投资者，“不变”的是擦亮眼睛和坦然面对。



鑫元基金《固定收益》编委会

**总编辑**  
张乐赛

**执行主编**  
王 辉

**编 委**  
张丽洁 李晓燕 史少杰  
厉大业 陈 宇 黄 梅

**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 王 慧

**项目协调** 杨 畅 马磊

**内容合作** 环讯传媒

## 目录

2016年4月 第六期

# CONTENT

### 卷首语

01 “变”与“不变”

### 04 固收动态

### 鑫元看市场

06 2016年二季度宏观展望及投资策略

### 聚焦

11 市场倒逼银行打响流动性反击战  
14 银行流动性管理的监管变迁  
18 探究我国商业银行流动性管理策略

### 机构

24 奔跑吧，T+0业务！  
29 银行、基金公司上线T+0业务流程解析  
30 一张图看清T+0业务的发展历程

### 人物

32 鑫元基金常务副总张乐赛：  
不忘初心，厚积薄发

### 专家论市

38 钱多，钱少？论债市的货币现象

### 声音

41 2015年交易所发行ABS产品回顾  
45 资产证券化投资价值浅析

### 宏观

51 把握全球资产配置，聚焦美债投资  
56 案例：BAT开打金融战 对传统银行影响几何？  
60 两会风向标：2016年楼市往哪里走？

### 基金经理观点

64 2015年流动性总结及2016年展望

NEWS  
固收动态**今年地方债发行提前启动**

2016年的地方债发行时间远远早于去年。2月15日，河北省定向发行350.13亿元地方债，较去年首支地方债发行时间提前了近3个月。

**财政部长楼继伟：**2015年底16万亿地方政府债务还有11.2万亿需要置换为债券，如果未来三年置换完，年均将置换3.7万亿。由于2016年只有28万亿债务到期，地方政府可能提前置换未到期债务。

**宏源证券分析师陈磊：**2015年地方政府债券总体规划发行额度为3.8万亿，今年地方债任务比去年更重，预计规模甚至可能会超过5万亿。为了不给后面的发行造成压力，地方政府应该都会提前启动发行。

**首批债转股规模或为1万亿元**

媒体报道称，首批债转股规模为1万亿元，预计在三年甚至更短时间内，化解1万亿元左右规模的银行潜在不良资产，同时中国银行等多家银行入选第一批债转股试点。

**海通宏观姜超：**短期来看，一石三鸟。对于债转股企业，负债率大幅下降，困局得以缓解；对于银行，资产质量明显提升；对于AMC，赚得盆满钵满。长期而言，难言乐观。企业经营绩效低是高负债的原因，债转股后改善有限。之所以2002年后债转股的企业未再次陷入高负债的困境，或被兴起的地产周期所掩盖。

**全国人大财经委副主任委员吴晓灵：**债转股是市场化、法制化去杠杆的工具之一，但一定要切实贯彻市场化原则，即充分尊重债权人、投资人(股东)的自主意愿，切忌拉郎配和指标分配。用好了这一市场工具可以换来一个健康的发展机制，优化中国的经济结构，用不好会成为逃废债的盛宴，寻租设租的新工具！

**深港通今年肯定通**

今年“两会”联合记者会结束后，香港记者围堵证监会主席刘士余询问深港通今年会不会通，他回应肯定通。

**瑞银报告：**预计深港通的细节将于今年第二季度公布，下半年将正式实施。同时，深港通的开通将促使主要指数供应商MSCI将A股纳入其新兴市场指数。

**业内专家：**从最近一系列的信息来看，深港通的筹备已经万事俱备，就等着监管层的最后确定，届时将正式步入落地实施阶段。而深港通的开通将有利于A股市场的健全与成熟。香港股票市场作为一个成熟的市场，有许多值得借鉴和学习的地方。深港通的开通一方面有利于增量资金流入A股市场，另一方面，也有利于助推A股市场在监管制度、制度建设等方面走向成熟。

**战略新三板被删除**

根据证监会意见，十三五《纲要草案》将删除“设立战略性新兴产业板”的内容。

**中金公司首席策略师王汉锋：**从相关内容被删除来判断不成立战略性新兴产业板，应该看作是较为合理的推测。新三板和中小创的发展可能会受到相对更高的重视。同时，这些新的尝试被暂停，反应监管层对市场可能采取的是更加务实求稳的态度。

**英大证券研究所所长李大霄：**设立战略性新兴产业板是上交所筹划多年的工作，此次十三五规划中主要讲沪深两个交易所的共同规划和发展战略。删除设立战略新兴产业板这条，是因为这是上海证券交易所的具体工作内容和这些规划不在一个层次上。而等待条件成熟时，战略新兴产业板会择机推出的。

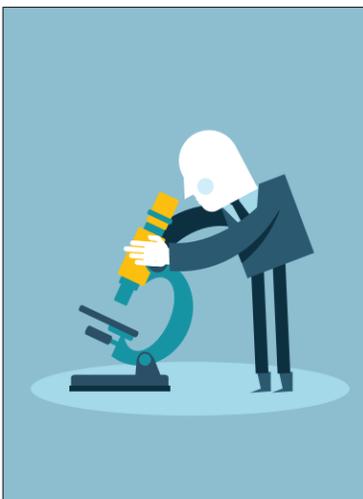
**地方国企刚兑“金身”被打破**

近期，东北特钢成了地方性国企在公募市场上出现的债券违约首例。此外，中铁物资成为首个债券申请暂停交易央企公司。

**民生固收团队：**在行业普遍下行背景下，已经不可再迷信地方国企和国开行主承的信仰。原因主要包括：一，在刚兑打破的大背景下，政府对企业救助的意愿逐步降低；二，国有企业经营业绩普遍下滑，政府的救助能力有限；三，政府和银行的意愿并不完全统一，在协调中或存在障碍或时滞。

**招商证券固定收益研究主管孙彬彬：**

外部支持方面，东北特钢作为北方最大的特钢企业，受辽宁省国资委的直接管理仍然出现短融兑付困难的情况，足以证明企业背后问题的复杂；且公司其他应收款中看出资金被省国资委长时间占用，也从侧面反映出省国资委面临的资金约束，协调能力可能存在欠缺。



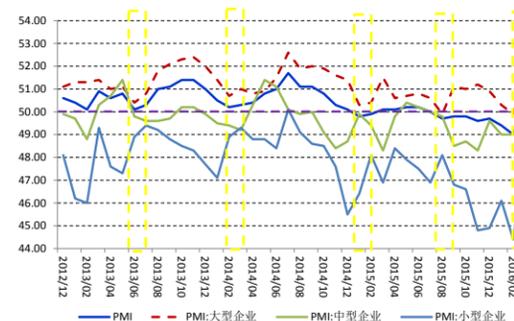


## 2016 年二季度宏观展望 及投资策略

文 | 鑫元基金投资研究部

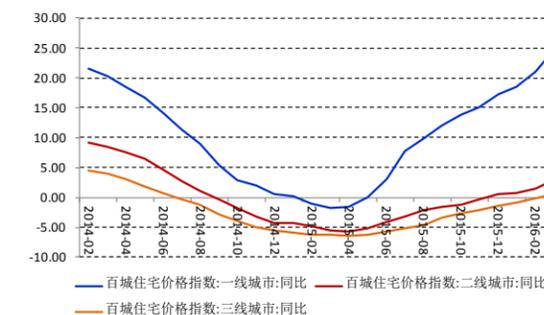
受一季度强刺激政策推动，二季度经济弱企稳态势有望延续，但或有所反复且会面临较大的政策不确定性。

图1：2012年12月-2016年3月制造业PMI  
(含大型、中型、小型制造业PMI)



数据来源：WIND 资讯，鑫元基金

图2：一、二、三线城市（百城）房价同比



数据来源：WIND 资讯，鑫元基金

### 一、政策强刺激 经济景气低位回升

受政策强刺激的推动，一季度经济自低位回升，3月份制造业PMI回升至50.2，结束连续8月份低于50的不景气分界线。对推动3月份经济回升的因素有：一是持续宽松政策的刺激，1-2月份新增贷款总额为3.24万亿元，创下同期的历史新高；1-2月份新开工计划总投资增速达41%，也是创下2010年以来的新高。同时，从大型、中型、小型制造业PMI看，2014年6月、2014年2月及2015年2月，受刺激政策影响，大型企业PMI优先反弹，本次也不例外；二是大宗商品反弹改善工业企业基本面，推动相关制造业加快补库存需求。1-2月规模以上工业企业利润总额同比48%，2015年以来首次由负转正。三是房地产量价齐升推动地产投资由负转正，带动相关产业链景气回升。

从过去几轮的刺激结果看，

在经济周期性和趋势性下行的背景下，刺激政策只是阶段性改善经济下行态势。通过过去几轮的刺激对比，本次刺激面临以下三方面的不确定性：一是本次刺激力度大于过去3轮，同时叠加全球性大宗商品反弹，进一步强化刺激效果，增加后期政策调控的不确定性；二是过度信贷投放导致一线与二、三线城市加剧分化，一线城市价格过度上涨面临政策调控压力，三线及以下城市复苏有限，库存压力暂无缓解迹象；三是强刺激弱化改革效果与预期，导致后期在“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”这方面的任务更加艰巨。但如今年政府报告中指出，年内发展面临的困难更多更大，同时也将经济的增长目标由2015年7.0%下调至6.5%-7.0%，目标增速2002年以来的最低，体现出年内经济下行压力仍然较大，另外从过去几轮刺激政策看，在经济企稳后相关结构性改革政策会加快推出，刺激政策有所

弱化。受一季度强刺激政策推动，二季度经济弱企稳态势有望延续，但或有所反复且会面临较大的政策不确定性。

### 二、从《政府工作报告》看年内政策目标与投资机会

对于政策目标，《政府工作报告》指出将采取更积极的财政政策和稳健的货币政策。财政计划赤字率为3%，与2009年持平，较2015年提升0.7个百分点，为近10年赤字力度最大。货币政策保持稳健，要适度灵活，广义M2和社会融资规模余额预期增长均为13%，M2同比目标比去年提升1个百分点，为2002年以来政策相对宽松的年份。除财政和货币政策外，其他的宏观调控，如创新宏观调控方式，加强区间调控、定向调控、相机调控，统筹运用财政、货币政策和产业、投资、价格等，政府年内在强化实现“去产能、去库存、

去杠杆、降成本、补短板”的过程中，将综合各类宏观调控工具。考虑到宏观刺激政策仍具备较大空间，特别是财政赤字的空间相对较大，在宽松政策的配合下，实现年内既定经济目标的概率较大。

相对货币政策，市场对财政政策宽松的预期比较充分。对于货币政策方面，目前更多强调区间调控和定向调控，不进行大水漫灌，但从实际数据上看，在新一届政府3年多来的治理下，M2/GDP持续创下新高，2015年升至205.74%，近三年增速为12.81%，增速明显较高。因此，我们认为年内M2同比13%的目标，在经济继续下行的背景下，基本上可以理解为相对宽松的货币环境。

投资机会上，我们认为长期性机会更多是产业结构调整 and 改革驱动带来，交易性机会注重把握产业政策和市场预期差。从政府工作报告的表述分析，我们认为年内稳定经济增长优先级仍会高于结构性改革。在经济企稳阶段，随着“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”五项任务的推进以及全球经济复苏缓慢，不可避免会

对阶段性经济形成负面冲击。在市场对中国长期经济下行预期相对充分背景下，容易对短期经济超预期下行形成过度反应，以及叠加对金

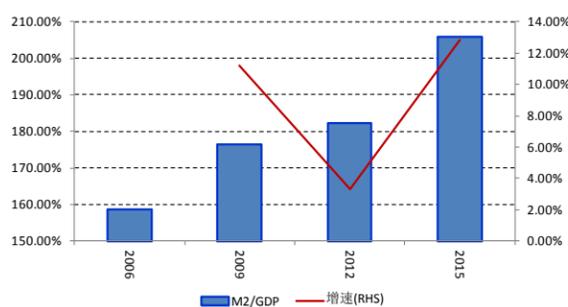
融市场不稳定（包括人民币贬值、信号风险、银行不良率攀升等等）的预期，市场不稳定的交易行为围绕经济基本面的波动以及政策不稳

表 1: 2002-2016年政府工作报告GDP目标、货币政策和财政政策

政府目标	GDP 增速	财政政策	货币政策	财政赤字率
2002年	7%	稳健	稳健	
2003年	7%	积极	稳健	
2004年	7%	积极	稳健	
2005年	8%	稳健	稳健	
2006年	8%	稳健	稳健	
2007年	8%	稳健	稳健	
2008年	8%	稳健	从紧	
2009年	8%	积极	宽松	3%
2010年	8%	积极	适度宽松	--
2011年	8%	积极	稳健	2%
2012年	7.5%	积极	稳健	1.5%
2013年	7.5%	积极	稳健	2%
2014年	7.5%	积极	稳健	2.1%
2015年	7%	积极	稳健	2.3%
2016年	6.5%-7%	积极	稳健	3%

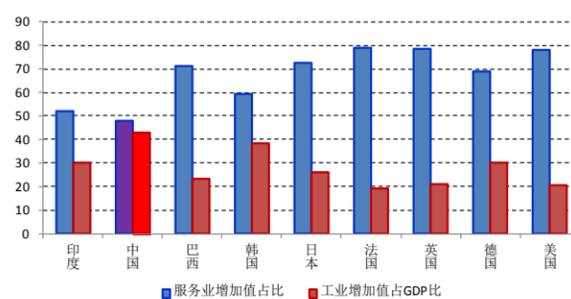
数据来源: 历年《政府工作报告》，鑫元基金整理

图3: 2006年、2009年、2012年和2015年 M2/GDP及M2/GDP增速



数据来源: WIND 资讯, 鑫元基金

图 4: 2014年主要经济体服务业增加值和工业增加值占GDP比重



数据来源: WIND 资讯, 鑫元基金整理

定的冲击下，更加容易被放大。因此，在经济与金融系统不稳定的情况下，应以把握结构性机会为主，特别是改革红利释放带来的投资机会。

从产业趋势角度，我们建议重点关注以下两方面的投资机会：

1、供给侧改革驱动的投资机会。需求与供给不匹配的风险是推动供给侧结构性改革的重要影响因素，体现在第三产业发展相对不足以及过度工业化，特别是重化工业的过度化，与主要经济体相比，我国服务业增加值占比明显偏低及工业增加值占比明显偏高。产业方面，符合转型趋势及2016年重点推动的行业优先受益，包括（1）创业创新孵化器，如高新区、高校科研相关行业；（2）补足短板，改善产品和服务供给，“互联网+”行业（制造业、电子政务、共享经济等）、数字经济（文化创意产业）等；（3）国企改革，2016年国企分类调整，创新发展一批，重组整合一批，清理退出一批，其中符合创新发展一批的国企业具备较大的产业空间，如航天、航空、军工、网络安全等。

2、扩大总需求驱动的投资机会。扩大总需求分两大方面：一是稳增长角度扩大总需求，体现在投资性需求增加；二是供给侧改革红利释放，推动匹配性需求的增长。2016年最终消费对GDP增长的贡献

达66.40%，为2001年以来的新高，未来结构性消费需求变动将驱动结构性的投资机会。从稳增长角度，主要集中的基建投资的增长，包括建设水电核电、特高压输电、智能电网、油气管网、城市轨道交通、地下管廊、绿色建材等，此类投资更多在市场预期范围内，难以形成较大的趋势性机会，因此建议重点结构性消费需求变动带来的投资机会。养老、健康、家政、教育培训、文化体育、大众旅游等服务消费受政府长期持续支持，行业龙头有望长期受益。符合转型与环保趋势的信息消费、新能源汽车、充电设施等阶段性处于政策和行业快速发展的双重利好阶段，有望持续维持较高景气度。

### 三、投资展望——风险偏好反复 寻找确定性品种

从经济基本面角度，虽然房地产固定资产投资回升有利于阶段性经济企稳，但持续依靠房地产和基建投资来稳定经济对结构性供给侧改革无益，稳增长更多是为改革腾挪空间，我们认为后期地产投资和基建投资存在一定的此消彼长的关系。同时，市场对三线及以下城市的高库存忧虑并未减缓，因此，对于地产投资阶段性企稳的可持续性也存较大疑虑。虽然受政策刺激推动，经济阶段性出现企稳信号，

但在经济下行整体趋势不变下，经济基本面对债市仍具备较好的支撑效果。另外，阶段性信用违约风险上升下，有利于降低市场风险偏好。对于二季度不确定性较大的因素是CPI同比上升及阶段性经济基本面企稳降低市场对货币政策宽松的预期，对债市形成阶段性利空。但在“去杠杆、去产能”的大背景下，维持相对宽松的货币和利率环境仍是十分必要的，整体来看，利率品收益率仍有下行空间。因此，在二季度期间，随着通胀阶段回升、货币政策不稳定预期以及经济基本面企稳影响下，且一季度利率品短端收益率出现较大幅度下行，预计二季度利率品波动加大，建议以波动操作为主。信用品上，维持一季度的策略观点，安全至上。

我们维持二季度股市震荡的判断，主要的理由是：一是投资者预期的不稳定。估值偏高，截止3月25日，两市滚动市盈率的中位数为50倍；基本面复苏持续性存在预期不一致；过去连续几轮市场的持续性暴跌使投资者在心理层面偏谨慎；二是外部环境的不确定性也相对较大，包括美联储加息预期、人民币贬值预期等。风格配置方面，周期和成长轮动效应仍会存在，建议把握交易性机会。

免责声明：  
本报告中的信息均来源于已公开的资料，我们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，我们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，风险自担。  
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。

对商业银行来说，面对流动性难题时，储蓄流失是主要压力的来源。

在全球金融环境更加严峻，我国利率市场化加速推进，互联网金融不断冲击等综合背景下，商业银行流动性受到一定的冲击，甚至倒逼商业银行进行业务转型，为再次扬帆保驾护航。

其中，“T+0”成为很多商业银行的选择。一家大型商业银行个金部负责人表示，从长远来说，储蓄理财化将成为很难逆转的趋势。而“T+0”类的现金管理产品已成为商业银行适应储蓄理财化趋势的基础产品之一。

### 我国商业银行流动性现状

在我国宏观经济背景下，银行体系的流动性总体表现为结构性过剩。即实体经济和金融系统融资需求得不到有效满足，表现出资金短缺境况，同时在不同领域实际上又存在资金过剩。



从货币存量上看，过去二十年以来，我国的M1和M2高速增长（图1：过去二十年以来我国货币供应量）。在2009年之前，两者年均增速分别达到16%和21%。此后M1和M2的增速虽然有所放缓——比如M1在2011年下半年到2015年上半年期间，每月同比增幅多在10%以下，但总体增速依然不低，尤其M2，长期保持在2位数以上的月均同比增幅。2016年3月，M1同比增长22.1%；M2同比增长13.4%。

从银行超额储备率来看，2006年底，我国金融机构超额储备率在48%左右的高位。从2006年到2011年，我国31次上调法定准备金率累计14个百分点，吸收了银行体系的一部分流动性，但金融机构的超储率仍然保持在3%左右，流动性合理宽裕。不过自去年以来，出于基础货币回笼、资金外流等原因，我国超储率呈现较大波动。安信证券按央行口径测算显示，从2015年4月到2016年1月，我国银行超储率从3.3%降至1.7%左右，意味着流动性宽裕程度有限。

再来看看市场利率的表现，2006年前后，1年期央行票据的发行利率与1年期存款利率的利差是负值，即银行1年期定期存款的资金成本高于1年期央票的投资收益；2013年央行对系列3年期央票开展了到期续做，发行利率也明显低于同期定存利率4.25%（表1：2013年央票续做发行情况）。这种利率的倒挂一定程度上透露了流动性过剩的事实。

市场倒逼银行打响流动性反击战  
银行流动性监管的变迁  
探究我国商业银行流动性管理策略

然而，上述状况在近年起了变化。尤其2013年以来，我国资本市场的繁荣，和互联网金融的快速崛起，分流了大量银行存款；同时，在不断下行的利率以及全球货币体系格局重构的压力下，流动性趋紧甚至流动性暂时不足的现象时有发生，并且流动性的波动开始加大。对商业银行而言，流动性不足的风险已不再是“隔壁老王”的事。

其实，不仅中国的流动性环境变了，全球的流动性环境都发生了深刻变化。继1月日本央行突然宣布实施“负利率”政策，以期望扭转避险意愿升温的势头之后，3月上旬欧洲央行也发布了令市场震惊的货币政策决议：下调了三大利率，扩大了QE的范围，还表示将发布新的定向长期再融资操作，试图为市场进一步注入流动性来刺激经济。当前，美银美林实时全球流动性跟踪指标（GLT）继续急跌，目前全球流动性收紧的状态已经达

到2008年金融危机时的水平。该指标是综合衡量新兴市场和发达国家流动性状况的指标。回溯可知，在2011年12月，流动性收缩曾接近2008年3月的水平，当时美联储主席伯南克毫不犹豫地启动了第二轮量化宽松。全球金融市场和经济局势面临重重困境，这也大大提高了市场对美联储6月加息的押注。总的来说，国际市场对我国金融体系流动性稳定的冲击可能更加剧烈。

### 多因素冲击商业银行流动性

首先，利率市场化的基本完成给商业银行流动性管理带来了新的挑战。此前，在利率市场化的不断推进中，货币市场基金、理财产品以及资本市场的崛起，激发了存款资金的投资热情，加剧了存款搬家的趋势。商业银行为了满足投资者不断抬高的资产收益率要求，抬高了风险资产的占比，盈利压力不断挤占流动性缓冲区间，都给商

业银行的流动性管理带来了更大的压力。

耳熟能详的案例是，在2013年6月“钱荒”爆发同期诞生的“余额宝”，上线19天客户数便超过251万户，规模57亿元；2015年底，这两个数字分别成长为2.6亿户和6207亿元。类似的，腾讯理财通等现金管理产品也获得了高速增长，截至2016年1月，其用户数突破3000万，资产规模则超千亿。

其次，比活期利率更有吸引力的收益率及互联网金融的深入发展，对储蓄流入货币基金起到了推波助澜的作用。2013年之后货币基金数量与资产规模的成倍扩张（图2：货币基金规模变化趋势图）。截至2015年底，货币基金资产规模达4.48万亿元，占公募基金规模的53.3%。

此外，美联储加息导致的新兴市场资本回流美国也对商业银行的流动性产生了冲击。大量的资本在逐利的天性驱使下流出，虽然目

表1：2013年央票续做发行情况

发行日期	名称	代码	发行量(亿)	期限	利率(%)
2013-11-11	10 央票 99 续	1001099N	100.0	3 年	3.5000
2013-10-28	10 央票 94 续	1001094N	59.0	3 年	3.5000
2013-10-14	10 央票 89 续	1001089N	55.0	3 年	3.5000
2013-09-26	10 央票 84 续	1001084N	49.0	3 年	3.5000
2013-09-09	10 央票 79 续	1001079N	851.0	3 年	3.5000
2013-08-26	10 央票 74 续	1001074N	515.0	3 年	3.5000
2013-08-12	10 央票 69 续	1001069N	755.0	3 年	3.5000
2013-07-29	10 央票 65 续	1001065N	735.0	3 年	3.5000
2013-07-05	10 央票 60 续	1001060N	1103.0	3 年	3.3700

数据来源：央行官网

前仍在可控的范围内，但这一趋势恐还会存在一段时间。一家股份制商业银行的风控人士强调，银行单靠资本充足率无法支持其安然度过流动性危机，而增加稳定资金来源在融资组合的占比、通过压力测试来评估经营模式中的风险点、相应的高质量流动资产和应急融资方案才是流动性风险管理的重点。

### 稳定负债端

对商业银行来说，面对流动性难题时，储蓄流失是主要压力的来源。

“宝类理财产品刚问世时，我们着实懵了一段时间——银行作为传统的物理渠道，其对零售客户的影响力，居然很短时间内就被互联网这个庞然大物、被只是经过简单包装的货币基金给极大削弱了？想不通。”前述股份制银行个金部负责人表示，当时一度觉得银行处

于一个很困难的境地。

事实上，商业银行很快就想通了，并针对互联网宝类产品展开了反击，最先被用来当作反击“炮弹”的正是“T+0”的类余额宝理财产品。

自2013年下半年我国首家直销银行推出以来，主打“互联网”概念的直销银行就如雨后春笋、遍地开花，其中以“T+0”和大额定存等系列现金管理产品则是直销银行的基础产品之一。据不完全统计，我国目前已有接近60家直销银行。

比如南京银行直销银行“你好银行”推出了“鑫钱宝”T+0产品，同时推出的还有“好享存”等定期理财产品。此外还有平安银行的“平安盈”、浦发银行“天添盈”、民生银行“如意宝”、广发银行“智能金账户”、北京农商行“凤凰宝”、福建海峡银行“海峡宝”、兴业银行的“兴全掌柜钱包”、金华银行“聚息宝”、招商

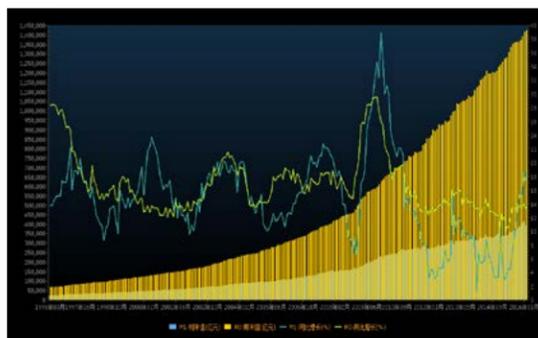
银行“朝朝盈”、渤海银行“添金宝”、中国银行“活期宝”等，都是“T+0”的现金管理产品。

效果是明显的。“我们发现，这种产品，确实在互联网渠道上有优势，互联网金融的问世，在零售客户和产品之间的配适性方面多了一条路。”前述银行人士笑称，立即也上马了一个类似的产品，“尝试了一下这个东西的魅力，发现若选好产品并辅以适当的销售，其爆发力惊人”。比如民生银行的“如意宝”上线19个月之后，为民生银行直销银行赢得249万客户，如意宝申购总额超过6800亿元。

华东地区一家城商行相关负责人表示，互联网金融的推出，对银行储蓄有明显的分流。“尽管银行一定程度上是在市场的倒逼之下才开始拥抱互联网，并对理财产品展开革新，但这并不意味着银行会输。实际上，这是双赢：一方面端正了银行对市场多元性的认识，另一方面客户得到更丰富的理财工具。”

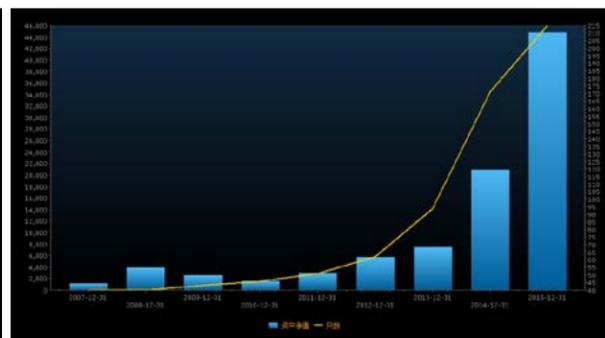
“我们认为储蓄理财化是难以避免的趋势。理财化，意味着客户既可以选择其他理财产品，也可以选择银行提供的理财产品，而银行要做的就是尽可能地以自己的专业和优势把正在‘理财化’的那部分储蓄换个方式留在银行，”该人士表示，“储蓄增幅降低，更需要将其转化为银行的其他产品，由此虽然银行的息差收入可能会有所降低，但理财等中间业务收入的快速增长，可以弥补息差减少而形成的空间。”

图1：过去二十年来我国货币供应量



数据来源：大智慧

图2：货币基金规模变化趋势图



数据来源：大智慧

随着商业银行资产负债结构、经营模式和金融市场的发展变化，传统的存贷比监管难以全面反映银行流动性风险。



随着去年被业内长期诟病的“存贷比”75%红线正式取消后，戴在银行头顶20余年的“紧箍咒”终于解除，银行高息揽储的现象或将彻底成为历史，银行业务发展也将更加灵活。

实际上，监管层在对商业银行流动性监管方面也是不断与时俱进，在防止银行出现流动性危机的前提下，逐渐放开制

约银行业发展的监管指标，并尝试与国际银行监管体系相接轨；不过《商业银行法》未来要修改的地方还有很多，仍然值得期待。

2010年9月，巴塞尔银行监管委员会拟定了新的国际金融监管框架——《巴塞尔协议III》。其作为全球银行业监管的标杆，将流动性风险加入三大支柱，使全

图1：四大行上市时间表

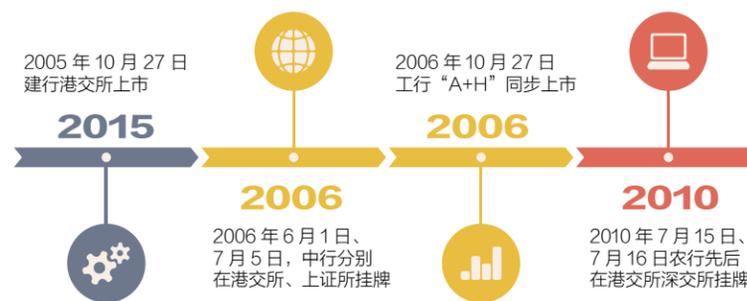
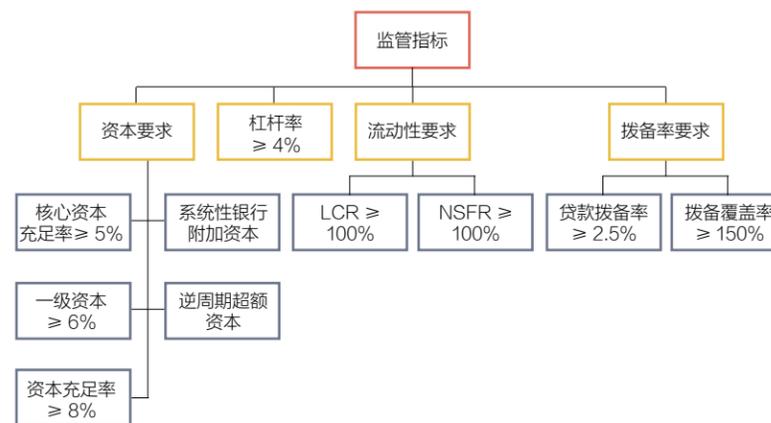


图2：“中国版巴塞尔协议III”相关监管指标一览



面风险管理理念深入人心；几乎同时，中国银监会也推出了包括资本要求、杠杆率、拨备率和流动性在内的四大监管工具，构成了我国银行业监管的新框架。这一被外界称为“中国版巴塞尔协议III”的中国银行资本监管新规于2013年正式实施。

### 监管变迁

自改革开放以来，中国商业银行的业务模式和流动性管理经历了三个阶段：

**1984年-2006年：“存贷单一，行政主导”，信贷管理等同于风险管理。**

这一时期，银行的资产负债表资产端绝大部分是贷款项目、负债端绝大部分是存款项目，结构单一，民众储蓄率高且提前支取意愿较弱。银行管理类似政府机关管理，风险理念薄弱，没有所谓清晰的流动性管理、资产负债管理的概念。

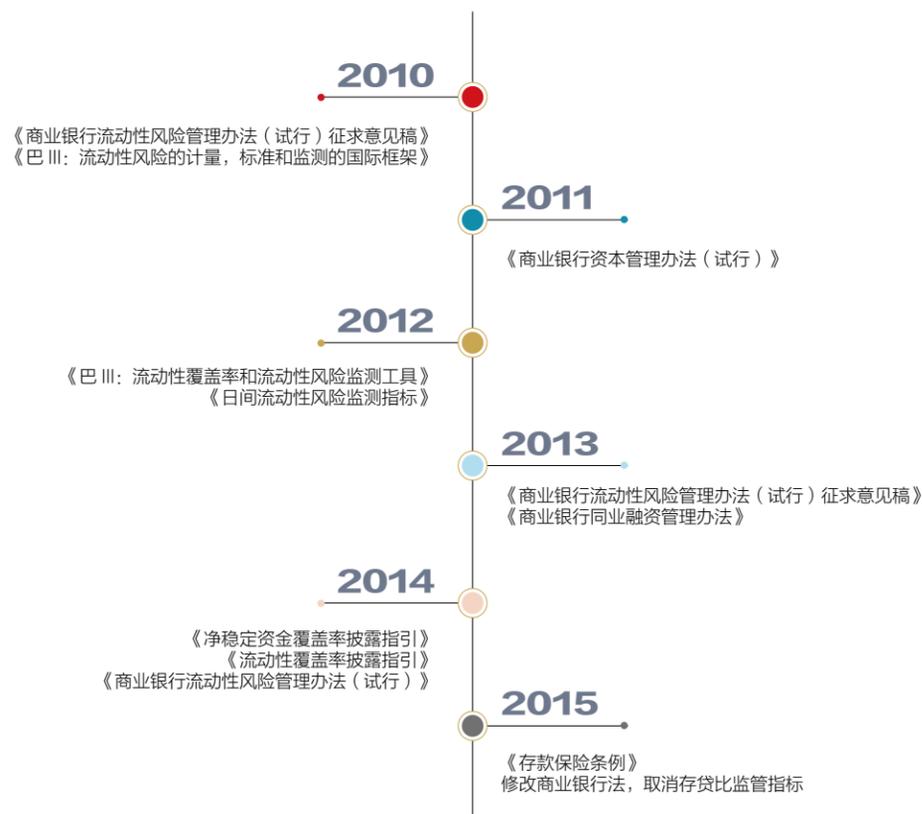
1995年5月10日，第八届全国人大常委会第13次会议通过了《中华人民共和国商业银行法》，明确了商业银行的性质、地位及与其他金融市场主体之间的关系，为商业银行自主经营提供了法律保障。只是在2006年以前，我国商业银行的改革主要是在转变经营机制、健全管理制度、变更业务范围、调整营业网点等较浅的层次上，对国有商业银行的监管也比较薄弱。

**2006年-2010年：“上市路上”，启动资产负债管理。**

这一时期我国银行体系中具标志性的事件，是工、农、中、建四大行的上市，这是真正意义上对中国金融业改革的延续和深化。由此，资产规模占比极大的四大行，向“真正的银行”走出历史性一步，实现去行政化的重大突破。

2006年，中国银行业监督管理委员会印发了《商业银行风险监管核心指标（试行）》的通知，明确提出商业银行风险监管核心指标分为三个层次，即风险水平、风险迁徙和风险抵补，风险水平类指标包括流动性风险指标、信用风险指标、市场风险指标和操作风险指标，以时点数据为基础，属于静态指标，流动性风险指标衡量商业银行流动性状况及其波动性，包括流动性比例、核心负债比例和流动

图3: 近年国际国内流动性监管主要相关政策图



性缺口率，按照本币和外币分别计算。

这个政策的颁布，说明一方面国内监管部门已经将流动性风险指标与信用风险、市场风险、操作风险并列，提到了对等的位置；另一方面在存贷比的基础上，对流动性风险指标开始细化，增加了三个主要的流动性比率指标。

**2010年—至今：利率市场化加快，流动性接轨“巴III”。**

该阶段银行的存款变得越来越不稳定；同业比重的大大增加，银行融资从零售资金为主变成批发性融资越来越多；跨境资金流动增

加，由原来的单一币种管理开始不得不重视其他币种；银行模式从持有资产模式开始越来越多样化利用各种工具出表，如同业存单，资产支持证券、衍生工具等。

中国银行业监管机构在这个时期大力推行巴塞尔协议在国内的本土化工作，频繁发布监管文件，在2010年8月底，中国银监会也提出了被外界称为“中国版巴塞尔协议III”——新四大监管工具的讨论稿。该监管引入了巴塞尔协议III的两个流动性指标流动性覆盖率和净稳定资金比例。2014年2月，中国银监会关于《商业银行流动性风险

管理办法（试行）》（征求意见稿），将流动性覆盖率更是提高到与存贷比、流动性比例并列的三大流动性监管指标。

### 流动性监管指标日益复杂

2015年8月，人大修订商业银行法草案，将存贷比从三大流动性监管指标中去除，变成监测指标。由此形成“2+N”监管和监测指标相结合的流动性监管体系。流动性覆盖率指标复杂程度远远大于存贷比，有利于商业银行更好的去管理和计量自己的流动性风险。

流动性覆盖率是用来确定在未来三十天内的极端压力情境下，银行所持有的优质的流动性资产的数量，覆盖应对此种情境下的资金净流出。

$$\text{流动性覆盖率} = \frac{\text{合格优质流动性资产}}{\text{未来30天现金净流出量}} \times 100\%$$

“存贷比”实际上应该叫“贷存比”，是银行贷款余额与存款余额的比率。在2006年银监会《商业银行风险核心指标》公布之前，我国流动性风险的定量指标监管主要就是存贷比指标和流动性比例（存贷比出发点很简单，即银行业金融机构从流动性管理角度而言应该以存款立行，用稳定的负债支撑资产扩张，这实质是微观上流动性管理工具；另一方面存贷比也可以控制银行贷款发放能力，从而间接控制银行的货币创造能力）。

但是，随着商业银行资产负债结构、经营模式和金融市场的发展变化，传统的存贷比监管难以全面反映银行流动性风险。

流动性覆盖率（Liquidity coverage ratio，简称LCR）是首个国际统一的流动性风险监管量化标准。2013年，《商业银行流动性风险管理办法（试行）》中LCR正式引入我国的流动性风险监管体系（这是对我国商业银行沿用了多年的以存贷比为核心的流动性风险管理体系的一次重大变革）。根据要求，商业银行的LCR应当在2018年底前达到100%。

流动性覆盖率是用来确定在未来三十天内的极端压力情境下，银行所持有的优质的流动性资产的数量，覆盖应对此种情境下的资金净流出。

分子项合格优质流动性资产

是指在流动性覆盖率所设定的压力情景下，能够通过出售或抵（质）押方式，在无损失或极小损失的情况下在金融市场快速变现的各类资产。（优质流动性资产包括现金类资产如现金、超额准备金、存款流失而释放出来的法定准备金；也包括优质债券资产如银行持有的优质的可用券（不含抵质押部分）。）

流动性覆盖率分母项，是压力情况下1个月内的现金流出和1个月内的现金流入的差额计算得来。其中流出和流入的金额，需要分别乘以各自的折算率。

### 《商业银行法》未来修订展望

商业银行法的修正本来一直有大改和小改之分，从目前来看，主要聚焦在取消存贷比上。下一步全面修改商业银行法的工作还要继续推进。

对于具体怎么改，兴业银行首席经济学家鲁政委认为，要为未来金融混业综合化经营发展趋势预留空间，不能继续沿着旧有的立法思维按照机构立法，用《商业银行法》只管理商业银行。未来的《商业银行法》要打破按照机构立法的特点，改为按照行为、按照业务立法。在这个大的方面，当然包括对商业银行经营领域的调整和扩大。

其次，在过去的《商业银行

法》中，很多非市场化的提法也应该被消掉、清理。比如“要支持国家的产业政策”（第三十四条）等要求，国家支持产业发展，其实只是降低了这个行业信用风险的因素之一，但商业银行是否要提供贷款，需要商业银行自己独立开展全面风险收益评估，如果作为法律条文要求商业银行必须支持，这也是不对的；第三，增加对商业银行权益保护的条款，特别是有效打击“逃废银行债务”，需要作出明确而具有针对性的规定。

第四，需要放宽商业银行对于不良资产处置的限制。现有商业银行中关于商业银行因行使抵押权、质权而取得的不动产或者股权应于二年内处分的规定，以及对于商业银行不良的核销等规定，都不利于商业银行从利益最大化的角度来进行资产处置。

交通银行首席经济学家连平则表示，除了存贷比，放宽商业银行业务范围、允许跨业经营和放宽分支机构准入机制也是未来修法有望涉及的三个方面。从国际经验看，综合化经营是银行应对利率市场化的重要途径，可以有效地为传统银行业开辟新的业务空间和利润来源。目前商业银行开展综合经营以个案审批的方式进行，限制很多，是否能够在未来修法中通过立法的方式予以突破，非常值得期待。

本文简单介绍了目前国内银行主流的流动性策略，是从流动性的短期拓展到流动性的长期管理和规划，从实际情景管理拓展到虚拟情景的全面流动性风险管理框架体系。



流动性风险一直是商业银行经营与管理过程中最基本、最核心的风险种类之一，根据银监会有关《商业银行流动性风险管理办法》，流动性风险可分为融资流动性风险和市场流动性风险。两种风险流动性管理的核心理念都是，追求安全与盈利的最优解。

本文简单介绍了目前国内银行的主

流流动性策略，是从流动性的短期拓展到流动性的长期管理和规划，从实际情景管理拓展到虚拟情景的全面流动性风险管理框架体系。

### 一、流动性管理框架

流动性风险来源主要是五个方面。

图1：商业银行流动性风险来源与风险类型



表1：银行资产负债的主要指标框架

可流通公债	名称	计算方法和标准
监管指标	流动性比例	三十天内流动资产 / 三十天内流动负债
	流动性覆盖率	优质流动资产 / 三十天现金净流出
检测工具	存贷比	存贷比
	合同期限错配	流动性缺口及流动性缺口率
	超额备付金率	人民币超额准备金率
	核心负债比	三个月以上的稳定资金来源占比
	同业市场负债占比	同业市场负债占比
	净稳定资金比例	可用稳定资金 / 业务所需稳定资金
	融资集中度	--
	可用无变现障碍资产	可在二级市场或央行进行质押抵押融资或无碍资产
其它市场监测指标	--	

资料来源：公开资料、中国银监会

在实际的流动性管理上，银行如何进行决策，以及更多的把精力和资源放在哪里，返取决于银行自身实际、资产负债表结构以及风险偏好。银行的流动性应当满足四种不同流动性需求：

缺口头寸风险，指的是每日正常资金支付的需求、央行准备金

的管理需求、流动性覆盖率及流动性比例以及如各类监管指标要求。

融资流动性风险，指的是银行负债端的客户提前取款需求时可能会出现负债挤兑。

市场流动性风险，指的是来自市场本身流动性的风险，如市场价格变动、以及市场失灵等。

资产贷款投资风险，指的是为满足资产增值需要，用流动性保证新的贷款投放，维持银行的稳定盈利和持续经营。

### 二、流动性监管指标

我国目前的流动性监管基本上是形成了“2+9”的监管和监测指标相结合的体系。合规性监管指标包括流动性覆盖率、流动性比例，监测工具包括存贷比、资产负债期限错配等不同维度的相关指标。如下表所示，这些构成了银行资产负债的主要指标框架。

### 三、流动性管理机构

从银行的流动性管理架构上来看，一般都会由董事会、高级管理层及下设的资产负债管理委员会、负责处理流动性相关前台交易的前台部门（金融市场部）、负责流动性风险计量及资产负债调配规划的中台部门（资产负债管理部、风险管理部、计划财务部）、负责流动性结算和应急支持的后台部门（运营管理部、运营作业部、信息技术部、保安部）等构成。

尽管流动性管理是跨越前中后部门的全方位管理，但一般还是中台统筹，多方联动。目前国内五大行及大部分股份制银行选择在“计划财务部”中设立“资产负债管理部”：

资产负债管理部则主要通过三种手段保证银行流动性能力和抗风险水平：

一是制定资产负债管理政策，促进业务协调稳定发展，使银

表2: 我国主要商业银行流动性负责部门

银行类型	银行名称	流动性负责部门
五大行	工商银行	资产负债管理部
	农业银行	资产负债管理部
	建设银行	资产负债管理部
	交通银行	资产负债管理部
	中国银行	计划财务部
九股份	招商银行	资产负债管理部
	中信银行	资产负债管理部
	民生银行	资产负债管理部
	浦发银行	资产负债管理部
	平安银行	资产负债管理部
	光大银行	计划财务部
	兴业银行	计划财务部
	华夏银行	计划财务部
城商行	广发银行	计划财务部
	南京银行	资产负债管理部
	恒丰银行	资产负债管理部
	浙商银行	资产负债管理部
	上海银行	计划财务部
	北京银行	司库管理中心
中邮储	邮储银行	计划财务部

资料来源: 公开资料、中国银监会

行的流动性、杠杆率、资本充足率、资产收益率ROA、净资产收益率ROE、净息差等各种指标合理有序;二是针对不同阶段的市场情况以及业务特点,制定不同的业务推动措施和激励政策调动经营机构积极性;三是通过制定和调整资本分配政策,来增强银行的竞争力。“司库(Treasury)”也是流动性管理机构,所有的资金流入,及所有的资金流出,统一归集在司库,最终达成量价平衡。不过目前

国内绝大部分银行没有单独设立这一部门,只是习惯上的称呼。

#### 四、流动性管理策略

2008年金融危机后,各国商业银行都不断改进流动性风险管理方法和技术,搭建了适合自己的管理策略。就我国来说,近年来逐步从流动性的短期拓展到长期管理和计划,从侧重实际情景管理到压力虚拟情景的全面流动性风险管理框

架体系。

##### 日间流动管理

日间流动性管理即头寸管理,是用实时流动性管理保证任何产品和比重的即时支付,提供现金流流动及透明度,在不增加风险的情况下减少成本,提高操作可靠性。

日间流动性风险产生原因在于现金流出入可能分布或集中于每日不同时间。其管理方式的变革,一是上存下借模式到FTP资

图2: 商业银行主要流动性风险管理方法

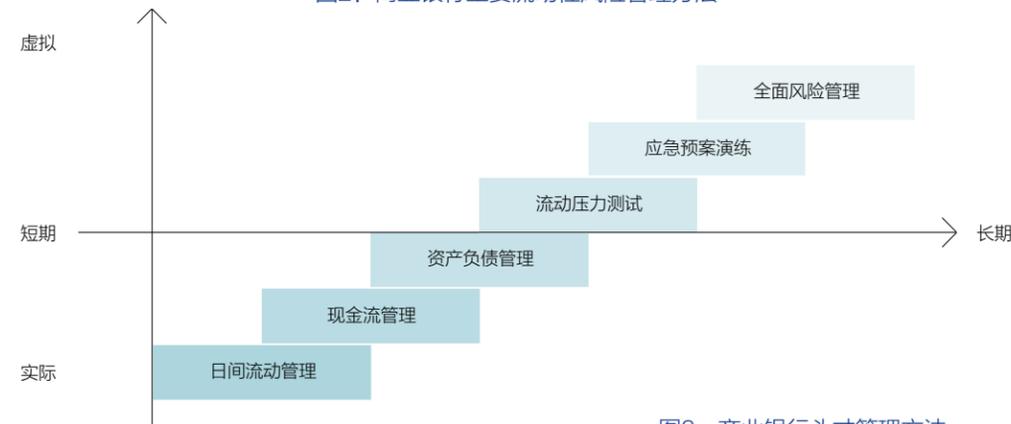


图3: 商业银行头寸管理方法

产统一定价模式的转变。另一个是中国人民银行第二代支付系统(CNAPS2)上线。两次转变都使得总行对于流动性管理更加集中,分行的头寸金额越来越小,超额备付金率总体有所下降,资金使用率提高。

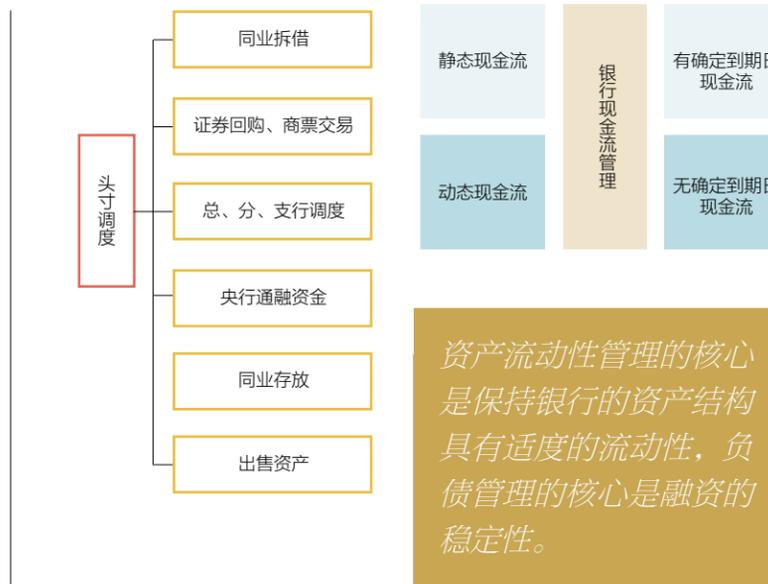
##### 现金流管理

现金流量管理是识别、计量和监测流动性风险的重要工具。通过计量、监测、控制现金流量和期限错配情况,监测流动性缺口的变化情况,及时识别银行资产负债经营中存在的即时偿付性风险和长期结构性风险情况。

流动性缺口报表是银行中现金流流动性风险管理的基础。流动性缺口报表包括有确定合同到期日产生的现金流、无确定合同到期日的现金流等。

其中对于复杂的无固定到期日的产品现金流,需要完善的测算技术:比如未来动态现金流;考虑交易对手的行为变化;分析抵质押品质量,评估其在压力融资能力;管理现金流入时间分布,等等。

##### 资产负债管理



资产流动性管理的核心是保持银行的资产结构具有适度的流动性,负债管理的核心是融资的稳定性。资产的流动性既可来源于资产本身在短期到期收回现金,也可来源于将原始合同期限较长的资产,如票据、债券,通过活跃的交易市场或迅速进行变现,或通过抵、质押方式支付对价并从交易对手方换取现金,补充流动性。负债的流动性管理措施通常包括适当提高核心负债占总负债的比重,拓宽

图4: 商业银行资产负债管理方法

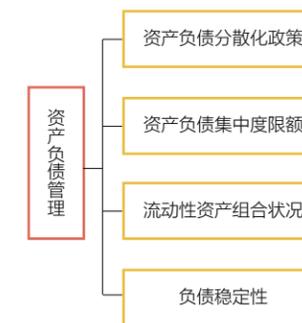


表3: 商业银行流动性压力测试

流动性压力测试类型	风险因子 / 压力指标			
负债流动性	企业存款持续流失	短期情形	银行压力测试情形设计	轻度压力测试
	储蓄存款持续流失			中度压力测试
	同业存款持续流失			重度压力测试
	批发性融资困难			轻度压力测试
	保证金变动	长期情形		中度压力测试
	回购业务困难			重度压力测试
	同业拆借业务困难			轻度压力测试
	无法进行债券融资			中度压力测试
市场流动性	贷款大量、集中违约			重度压力测试
	流动性资产变现困难			
	贷款承诺大量、集中提取			
	债券变现困难			
其他	法定存款准备金变动			

资料来源: 公开资料、中国银监会

表4: 商业银行风险释放手段

	释放风险应急手段	时效	成本	释放风险类型
第一层	货币市场拆借、回购	强	低	即时偿付风险
	卖出央票、国债、政策金融债	强	低	
	卖出企业债	强	低	
	票据正回购	强	中低	
	票据转贴卖断	强	中低	
	开展货币掉期业务	低	-	
第二层	吸收同业存款	中	中	中长期结构风险
	发布理财产品	中	中	
	央行借款	中	低	
	业务条线指标调整	中	中	
	内部资金转移定价调整	中	低	
第三层	信贷资产转让	弱	中	
	吸收协议存款	弱	中	
	经济资本分配政策调整	弱	低	
	资产证券化	弱	中	
	发行债券	弱	高	
第四层	增发股份	弱	高	
	向央行申请求助	弱	中	

资料来源: 公开资料、中国银监会



融资渠道等等。

银行在做资产负债配置的策略时, 主要考虑以下因素:

银行在构建自己的资产负债组合时, 最为关键的是注意收益和流动性的平衡。应将长、短期期限结构纳入资产负债管理的范围, 确定合适的比例, 以避免出现过度的长短期结构失衡风险。

除此之外, 还要建立多层次的流动性资产组合。建立现金备付、二级备付、可变现的债券投资组合、票据资产组合、法定准备金等多级流动性备付。在进行证券组合管理时, 必须充分考虑其对流动性及资本的影响。

对资产变现能力进行评估, 要考虑市场容量、交易对手的策略, 以及其他因素对资产可交易性、资产价格产生的影响。

设置集中度指标。各类资金交易的债务人债权人信用风险限

额、交易对手信用风险限额、对借款人的贷款限额时, 应按交易品种、币种、期限、行业、市场、地域、风险缓释工具等设置集中度限额指标。

#### 流动性风险压力测试

流动性风险压力测试是通过测算在遇到假定的小概率事件, 或“罕见但可能”的极端不利情况下可能发生的损失, 以及这些损失对银行盈利能力和资本实力的影响, 从而对银行流动性风险状况做出评估和判断, 进而采取必要措施。

流动性风险压力测试包括敏感性测试和情景测试, 通常包括识别风险因素、设计压力情景、进行流动性风险建模、定期进行压力测试测算、评估测算结果、进行内部报告等环节。

#### 流动应急预案演练

商业银行制定各项应急计划的原因是为快速、科学处置因各种

突发状况(如存款挤提、透支、支付故障等)和其他原因寻致的流动性危机, 防止流动性风险扩散和蔓延, 保证商业银行稳健运行, 并将突发事件可能造成的损失控制在最小范围内。

应急计划包括列明相关政策和程序, 明晰权限和职责, 包括清晰的触发情景和分级处理程序。应急计划应与银行的复杂程度、风险水平、业务范围和市场影响力相适应。应急计划会列明应急资金来源和可获得资金的数量、详细的分级和优先处理程度以及获得应急资金所需的时间等内容。具体在实践中, 还会考虑影响整个市场的压力情景对于资产出售的影响, 市场状况和融资能力, 第二轮冲击和声誉风险的影响, 流动性转移限制, 央行的融资政策和抵押品的要求, 日间支付要求等均需要根据具体情况分别制定对应的应急计划。

# 奔跑吧，T+0 业务！

文 | 《固定收益》编辑部

不得不承认，T+0 业务真正成为大众的狂欢是在宝类产品诞生之后，且后者实际上成为一条鲶鱼，在金融领域上演了一次成功的“破坏性创新”。

“如果银行不改变，我们就改变银行。”8年前，马云这句话并未引起银行界的重视。但8年后这句话在金融圈被反复提及，尤其在T+0业务被广泛应用于货币市场基金，并正面引起银行储蓄的流失之后。

货币市场基金，这种在较长时间里曾被基金公司 and 银行渠道视为鸡肋的金融产品，被马云换个“余额宝”的马甲后，以低门槛、T+0功能等特性一夜间席卷理财市场，颠覆了传统“基金+银行”的营销模式，甚至对基金行业的排位格局重新洗牌。

尽管早在马云喊出上述口号的两年前，商业银行已开发并推出主打“T+0”特色的理财产品，但商业银行也不得不承认，T+0业务真正成为大众的狂欢是在宝类产品诞生之后，且后者实际上成为一条鲶鱼，在金融领域上演了一次成功的“破坏性创新”。

## （一）T+0业务对商业银行的重要性

T+0业务的兴起和逐渐普及，对商业银行的储蓄、代理理财业务、中间业务收入等方面产生了影响。

其一，“T+0”助推商业银行提高对小额活期账户的认识，并提升服务中小客户的能力。

虽然宝类现金管理产品本质上仍是一个货币市场基金，存在一定投资风险，但由于投资操作

灵活、收益远高于活期存款利率，甚至高于一年期定存利率，其不可避免地对银行存款产生了分流作用。

据人民银行统计，截至2016年2月，我国居民个人储蓄余额超过57.5万亿元，其中活期存款为21.5万亿元，较十年前分别增长了255%和264%。而截至2015年底，我国全部货币市场基金的资产规模只有4.5万亿元——表面上看，货币市场基金的规模只有活期存款的1/5左右，似乎影响有限。

但若拉长时间线来看，货币市场基金，尤其是被赋予了“T+0”功能之后的货币市场基金，对商业银行活期存款的长期影

响将非常显著。这个过程，美国的商业银行早在上世纪60年代到90年代就已经经历过——当时由于货币市场基金分流了活期存款，在三十年内美国商业银行的活期存款占比从60%下降到10%。

在我国，货币市场基金诞生于2003年，但在2013年之前，货币市场基金的存在感并不强。然而，当宝类现金管理产品携“T+0”功能强势推进之后，银行骤然发现遭遇了强劲的挑战，首当其冲的是存款。

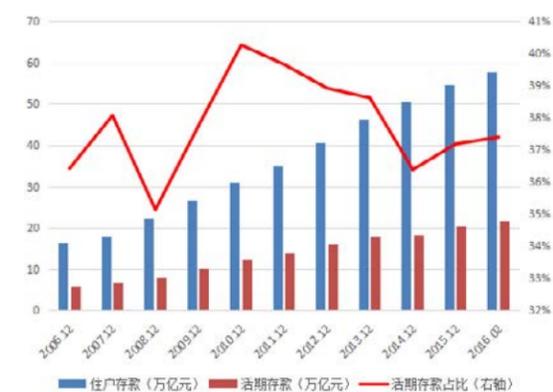
根据央行的数据，2006年以来，活期存款占居民储蓄比重呈下滑趋势（图1：2006年以来我国居民储蓄及活期储蓄增长示意图）。

这一趋势在2010年以来，尤其是2013年以“T+0”见长的宝类现金管理产品面世之后，表现得特别明显。2010年，活期存款占我国居民存款比重为40.3%，2014年这个数字只有36.4%，缩水了4.1个百分点；2016年2月，活期存款占比略有回升，但也不过回升到37.4%而已。同时，十年以来，我国居民活期存款年增幅约维持在15%左右，但自2009年达到28%的峰顶之后，活期存款年增幅持续下滑，2014年增幅仅为2.8%（图2：2006年以来我国居民活期存款同比增幅）。

而同期货币市场基金的资产规模从795亿元增长到4.5万亿元，年均增幅保持在60%左右，2014年

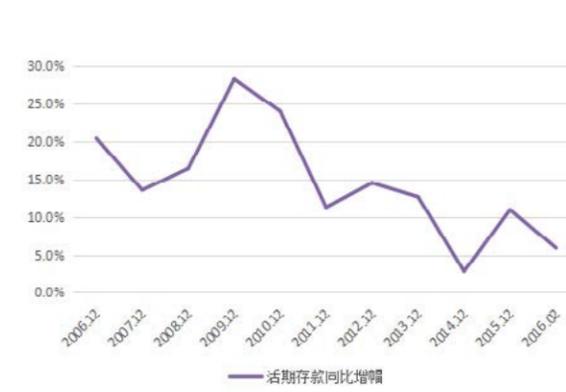
INSTITUTIONS  
机构

图1：2006年以来我国居民储蓄及活期储蓄增长示意图



数据来源：人民银行

图2：2006年以来我国居民活期存款同比增幅



数据来源：人民银行、固定收益

图3：2006年以来货币市场基金占居民储蓄比重



和2015年同比增幅分别高达179%和115%；与居民储蓄总额相比，从2006年到2013年的8年间，货币市场基金的规模占比始终在0.5%到2%之间徘徊，2014年扩大到4.2%，2015年则跃增为8.2%，增长迅猛（图3：2006年以来货币市场基金占居民储蓄比重）。

上海一家城商行的个金部负责人表示，相对来说，青年群体对“T+0”功能的接受程度比较高，并对此类产品建立了明确的消费习惯，虽然他们目前的经济实力并不雄厚，但长远看，随着该群体年龄的增长和资金的积累，将日益分流商业银行的活期存款——实际上，这就是要商业银行提高对小额活期账户的认识，并提升服务中小客户的能力。

其二，“T+0”促进银行资管业务的转型。在提高流动性之外，“T+0”业务还有一个突出特点，即与互联网的深度融合。比如余额宝嵌入电商平台实现基金直销，同时还可以随时赎回用于消费、转

账、银行卡划转等。这些功能是传统银行理财产品所欠缺的，而正是这些功能使得现金管理产品突破了单纯的“理财”角色，进而成为集理财、消费、账户管理等于一体的金融复合体。

从2013年下半年起，多家银行开始联合基金公司推出“T+0”业务，将银行的传统优势与互联网金融的优势相结合，创新理财产品和基金营销模式。比如平安银行、交通银行、工商银行、民生银行、建设银行等，此类业务均是基于货币基金T+0，具有低门槛、资金实时到账等功能。

同时，行动较快的商业银行开始搭建自己的电商平台/直销银行平台，或寻求与电商合作，将“T+0”业务内嵌到电商平台/直销银行平台上。“T+0”业务只是商业银行们在业务创新和开拓方面的基石产品——在此基础上，商业银行具有更大的野心，它们希望提供丰富的资管产品线，全方位满足投资者的金融需求。

比如南京银行在直销银行“你好银行”上除了嵌入“T+0”产品，还嵌入了各个期限的定期储蓄产品，期限从3个月到5年不等，起存金额50元，各档利率均在央行基准利率的基础上上浮10%。而贷款类、黄金投资、开放式基金乃至部分定制的保险产品，也是商业银行直销平台上的常见品种。

“T+0”业务可能对银行理财产品，尤其是短期理财产品造成一定的冲击。对商业银行来说，“T+0”业务的开拓，一方面可以吸引更多零售客户，尤其是对流动性要求较高、风险偏好较低的客户群；另一方面银行与电商形成协同效应，也有助于尽可能地将资金留在自己的体系内。

其三，T+0业务撬动银行中间业务变革。在利率市场化改革加速推进以来，无论是大中型商业银行，还是城商行、农商行都开始主动寻求中间业务收入的转型。

宝类“T+0”产品以嵌入电商平台、直销银行平台等方式，推进了基金销售渠道多元化的进程，拓宽了基金销售渠道，减少了基金公司对商业银行这一传统渠道的依赖，并从根本上触动了商业银行代理业务的奶酪。

以最大托管行工商银行为例，工行的手续费及佣金收入同比增幅从2013年的15.3%下降到2015年上半年的7.5%。

对商业银行来说，直面宝类产品及电商直销的挑战，上马自己的“T+0”业务，减少渠道控制权被摊薄的可能性，已经成为迫在眉睫的事情。

## （二）T+0业务发展的制约因素

目前“T+0”业务的发展面临监管政策收紧、高收益不再、流动性管理等方面的瓶颈。

监管政策的持续收紧，是影响“T+0”业务深入开展的重要影响因素。早几年，监管部门出于增强金融市场活力、加快利率市场化进程的考虑，对包括“T+0”业务在内的互联网金融的发展采取了默许的态度。但随着“T+0”业务的加速铺开，原先宽松的政策环境开始呈现收紧的势头。

2014年3月，央行在接受新华社采访时强调，“把线下金融业务搬到线上，必须遵守线下现有的金融法规，必须遵守资本约束，不允许存在提前支取或提前终止服务而按原约定定期利率计息或收费标准收费等不合理的合同条款。”这意味着原先基金公司“提前支取不罚息”的政策红利走向终点。而这项政策红利是“T+0”货币市场基金得以获得高流动性的重要基础。

“T+0”业务获得高速发展的另一个原因，是其相对存款的稳定超额收益。但在监管收紧、市场流动性适当宽松、利率不断下行的背景下，若其仍然维持原有的投资结构，即高比例的同业存款，那么其收益率将很难维持在足够的高度。

同时，银监会对银行表外业务的监管力度持续加强，这将减少商业银行对同业存款的需求。一旦银行表外资产难以支撑高息负债，协议存款的利息以及高度依赖同业存款的“T+0”业务的收益都将随之收缩。截至2016年3月中旬，

市场上的“T+0”货币市场基金最近一个月的年化收益率多数徘徊在3%-4%之间，个别产品的甚至低至2%以下，与一年期定存的基准利率1.5%已非常接近。

对“T+0”业务来说，流动性管理方面的困境更是重中之重。货币市场基金主要投向是同业存款，即“T+0”业务将零散的银行存款归集起来之后，再以同业存款的形式回流银行。如今随着“T+0”业务的不断扩大，商业银行需及时适应储蓄存款与同业存款相互转换、两种存款利率价格机制不一致的情况。

此外，在“T+0”业务的推动下，目前不少商业银行在尝试搭建自己的电商平台，然而“T+0”业务对TA系统要求很高，开发技术也很复杂，对多数中小型商业银行而言，搭建独立的电商平台并非易事。曾有银行人士提议商业银行联手合作，共同搭建“商业银行联盟”的电商平台，共享交易数据、物流数据、客户评价数据等，但这又涉及各家商业银行之间的业务壁垒问题，解决起来远非朝夕之功。

总而言之，“T+0”业务背后蕴藏着利率市场化和互联网金融对传统银行业务的影响和挑战。对转型中的商业银行而言，打破传统经营理念的桎梏，开展“T+0”业务，关注投资者投资需求和消费习惯的转变，提高业务创新和服务能力是当务之急。

## （三）国外货币基金业务发展现状及经验

美国货币基金的兴起，与我

国目前正在经历的情况相似，也是源于监管层对银行利率的监管，以及利率市场化改革的推进。

在上个世纪30年代之后，美国政府为了防止银行间高息揽储，维护金融市场稳定，因此设置了银行存款利率上限，一般储蓄存款利率最高为5.25%，定存则根据不同的期限利率上限设为5.75%-7.75%之间。然而到上世纪70年代，美国通胀高企，通胀一度达到10%-11%的水平，美国商业银行储蓄存款利率与市场利率高度背离，5.25%的利率上限根本没法维护投资者的利益。

在同一时期，美国开始推进利率市场化改革，到1980年利率市场化改革基本收官。期间美国的实际利率先升后降，最后维持在较低的水平——在上个世纪80年代末，美国实际利率均值在4.35%左右。投资者开始用脚投票。从1960-1990年，美国活期存款占比从60%下降到10%左右，其中上世纪八十年代的三年内从40%急速降到25%。

1972年10月，美国教师年金保险公司主管鲁斯·班创立了历史上第一只货币市场基金“储备基金”。这只产品购买了30万美元的高利率定存，并以1000美元为投资单位出售给小额投资者。两年后，第一只具有“T+0”功能的货币市场基金问世——美国富达集团推出的“富达日收益信托”成立7个月规模即突破5亿美元，占当时零售型货币基金资产的1/4。这使备受高通胀之困的小额投资者既享受到了大投资者才有的收益，又保持了高度的流动性。

1999年，美国Paypal公司推出了Paypal货币基金（现在又被称为“美版余额宝”），由Paypal自己的资管公司通过联接基金的方式交给巴克莱旗下公司管理，0.01美元起申购，自动转入、方便简捷。美版余额宝的风生水起，除了前述原因外，很大程度与第三方支付市场在美国的扩张有关。此前一年Paypal成立，交易流水快速膨胀，网上使用Paypal的人越多，账户余额就越大。

当然，“T+0”货币市场基金的大肆扩张以及对银行储蓄的蚕食，引起了美国商业银行强烈反应，并很快展开反扑。1984年，美国颁布《甘恩—圣哲曼储蓄机构法》，允许商业银行和储蓄机构发行一种新型的金融工具MMDA，即货币市场存款账户；此后获批推出的还有超级支付命令账户（Super NOW）。

由于银行的产品受存款保险保护，因此银行和存款机构推出的高收益账户对资金形成了较大的吸引；同时，上世纪80年代美国火红的股市也导致资金流出，因此当时货币市场基金的收益下降、规模增长停滞，商业银行和存款机构的反击初见成效。

任何一款金融产品需要面对三大考核指标：安全性、流动性和收益。对美版余额宝来说，其安全性和流动性都经受了考验。其发展路上最大的难题是收益。

2000年，美版余额宝诞生的次年，其年收益接近6%，同期美国商业银行存款平均利率仅为3%出头。2002年到2004年期间，美国利率大幅下降，美版余额宝收益



- 2014年3月10日，兴业银行掌柜钱包诞生，单日新增用户超过万人。
- 2014年6月30日，掌柜钱包的规模突破500亿元，位居十大货基之阵营。
- 2015年4月30日，掌柜钱包微信银行升级，开通微信端开户功能。
- 2015年5月14日，掌柜钱包直购银行理财功能上线。
- 2015年7月24日，掌柜金生宝功能上线，小白也能玩转黄金产品。
- 2015年8月26日，钱大掌柜PAD版上线。
- 2015年11月，掌柜钱包现金红包大放送。
- 2015年12月，掌柜钱包校园体验中心开业。
- 2015年12月31日，掌柜钱包用户数达到114万人，为用户赚了32亿元——两年内为用户共赚了54亿元。
- 截至2015年12月31日，掌柜钱包对接的兴全添利货币规模为675亿元，峰值曾达到965亿元（2015年3季度）。
- 截至2016年2月，掌柜钱包用户数突破100万人，钱大掌柜用户数突破500万人。

率最低曾跌到1.16%。Paypal为了留住客户，主动放弃大部分管理费来维持收益率。2005年到2007年，美国市场利率上行，该基金收益率和规模双双冲高，到2007年美版余额宝的收益率为5.1%，规模则冲到巅峰10亿美元。

但在2008年金融危机之后，即使Paypal放弃管理费，美版余额宝的收益率普降至0.04%，还不到之前高峰期的零头，甚至远低于银行存款利率2.6%。投资者再度用脚投票。2011年7月，美版余额宝宣布关闭，当时规模为4.71亿美元，

较巅峰时期缩水一半多。

换言之，作为一个金融工具，无论是已经清盘的美版余额宝，还是处于扩张期的中国宝类现金管理产品，抑或正在不断推进中的银行版“T+0”，归根结底还是不能脱离“收益”两个字。随着我国利率市场化的不断深化，存贷款利率已经先后放开，收益之争成为市场行为。而对商业银行来说，主动应对市场变迁，改变传统管理模式，推进产品创新和业务创新，才是“T+0”业务带来的关键启示。

# 银行、基金公司上线 T+0 业务流程解析



随着T+0业务的深入挖掘并衍生出新的业务功能，对系统会有更高的要求，届时双方会对系统进行进一步的改造和提升。

本T+0流程解析主要参考鑫元基金“鑫钱宝”上线流程。

币不可少  
鑫钱宝 闲钱理财再升级



## 2006

招商银行推出“金葵花”人民币日日金理财计划，这是国内第一只人民币 T + 0 理财产品。该产品的最大的特色是赎回资金实时到账，追加投资当日起息，让客户享受灵活买卖、实时到账便利的同时，兼顾流动资金的收益最大化。

2006

## 2012

国内首只证券交易所场内 T+0 交易的产品“汇添富收益快线货币市场基金”发行，其最低买入门槛为 1000 元，和目前大多数公募短期理财基金一样，远低于银行理财产品以及券商保证金理财产品的买入门槛。该基金的推出实现了货币基金场内实时的申赎功能，不过此后一段时间，国内货币基金赎回大多采取“T+2”规则，即使最快的赎回时间也在“T+1”。

2012

## 2013

5 月，支付宝与天弘基金共同推出“余额宝”（背后为天弘增利宝货币基金），天弘基金公司从基金申购头寸中拿出一部分为赎回客户进行先行垫付，实现了货币基金的 T+0 赎回（申购需要 T+1 日），截至 2013 年底，余额宝的客户数达 4303 万人，基金规模 1853 亿元，对接的增利宝货币基金稳居国内最大基金的宝座。

互联网金融所催熟的 T+0 赎回机制，为货币基金的风生水起作出的贡献不可磨灭。多家基金公司纷纷加入货币基金赎回 T+0 行列。

2013

2008

## 2008

开始涌现如工行“灵通快线”、中行“日积月累”、建行“日鑫月溢”、平安“聚财宝·日添利”、浦发“天添盈”等 T+0 类理财产品。投资者既可以在银行柜台购买，也可以通过网银申购和赎回。值得注意的是，银行 T+0 理财产品的起点普遍较高。多数产品投资起点要求 5 万元起，且部分收益还与购买额度相挂钩。

## 2014

2 月，为迎战互联网金融，在原有 T+0 理财产品基础上，多家银行联手基金公司，推出低起点、资金实时到账的“类余额宝”产品，以应对互联网金融的冲击。4 月，中信银行联手信诚基金发行“信诚薪金宝”，已经可以实现 ATM 机直接取现、刷卡消费以及跨行转账，而不再需要对货币基金进行赎回。

截至 2014 年底，我国货币基金总规模 2.1 万亿元，占基金总规模的 47%，全年货币基金规模增加 1.35 万亿元，增幅达到 1.8 倍。

2014

## 2015

随着“互联网+”时代的到来，直销银行也成为各家银行“互联网+传统理财”的试水平台，银行版“T+0”在直销银行上得到实现，目前有十多家直销银行都普遍推出了灵活性强、门槛低的“T+0”快速赎回货币基金理财产品。不过，伴随着 2014 年底开始的牛市行情，各大基金公司开始纷纷追逐管理费收入更高，渠道营销成本更低的热点产品，货基类 T+0 理财产品规模和收益均出现大幅下滑。

2015

## 鑫元基金常务副总张乐赛 不忘初心， 厚积薄发

文 | 《固定收益》编辑部

回顾张乐赛先生的个人从业经历，每一个起承转合几乎都完美契合了国内固定收益行业成长、壮大的历程。这有助于他在变幻莫测的行情中敏锐地捕捉各种细微的投资机会，并促使他在火热的股市上涨行情中，不为所动，坚守“固定收益”的既定路线，初心不改。

PEOPLE  
人物



不忘初心方得始终。

在国内固定收益圈子里，既能在投研上有所建树，同时又是一个营销好手的人，并不多见，张乐赛先生是其中之一。

4月初的一个午后，在震旦大厦31楼临江的办公室里，张乐赛先生与本刊进行了一次深入的交流。这也是张乐赛先生履新鑫元基金一年多以来首次对外公开亮相。

加入鑫元基金后，张乐赛担任常务副总经理一职，肩负公司市场、投研两大核心版块并协同分管综合管理部。他在鑫元基金的首张完整年度成绩单可谓抢眼：银河基金研究中心数据显示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。

张乐赛先生在固定收益领域的起点颇具“根正苗红”范儿。15年前，大学刚毕业的张乐赛即进入南京银行资金营运中心，从事债券交易工作。南京银行则可谓债市中的“黄埔军校”，其在城市商业银行中最早设置了独立的专职营运机构——资金营运中心，同时也是首批进入全国银行间债券市场的商业银行之一，较早涉足资金业务也

使得南京银行在银行间交易市场中拥有较大的先发优势。2015年业绩快报显示，南京银行净利润增速在上市银行中独占鳌头，同比增长高达2486%，其中，优秀的债券投资能力功不可没。正是那四年扎实的历练，推动了张乐赛先生形成自身的固定收益领域的投资风格、研究方式、以及对市场的看法。

随后，在诺安基金管理固收投资的10年，张乐赛先生凭借稳健的投资风格，绝对收益的理念及亮点纷呈的业绩，赢得了市场的一致认可。在债券型基金中，wind资讯统计数据，自2009年8月5日至2012年1月20日期间，在任职诺安优化收益债券基金经理期间，

该产品平均收益高达15.31%，远超同期同类平均4.59%的行业基准，在121只同类产品中排名前6位；在保本型基金中，张总管理的两只保本型基金业绩均居行业前三名；同时，张总管理的多只货币型基金产品的业绩也均居同期同类前列。

除了对固收行业深刻的理解，对投资时机能够精准的把握，同时兼具出色的营销能力之外，张乐赛先生履新南京银行与南京高科共同出资创立的鑫元基金的背后，董事长束行农先生恰恰是其入行的领路人，这样的渊源也令其对鑫元基金感情颇深。与此同时，鑫元基金坚守固定收益投资市场细分领域的定位，与其自身对“固定收益

“四个字的认识，不谋而合。

张总指出，固定收益主要对风险偏好较低的客户和投资机会，这样的客户和市场机会，其实占大多数，国外市场正是如此，固收类产品比主动管理类体量更大，但在过去很长时间里我国的情况却相反，这说明我国资产管理市场的发育不够均衡，尚有很大的发展空间。

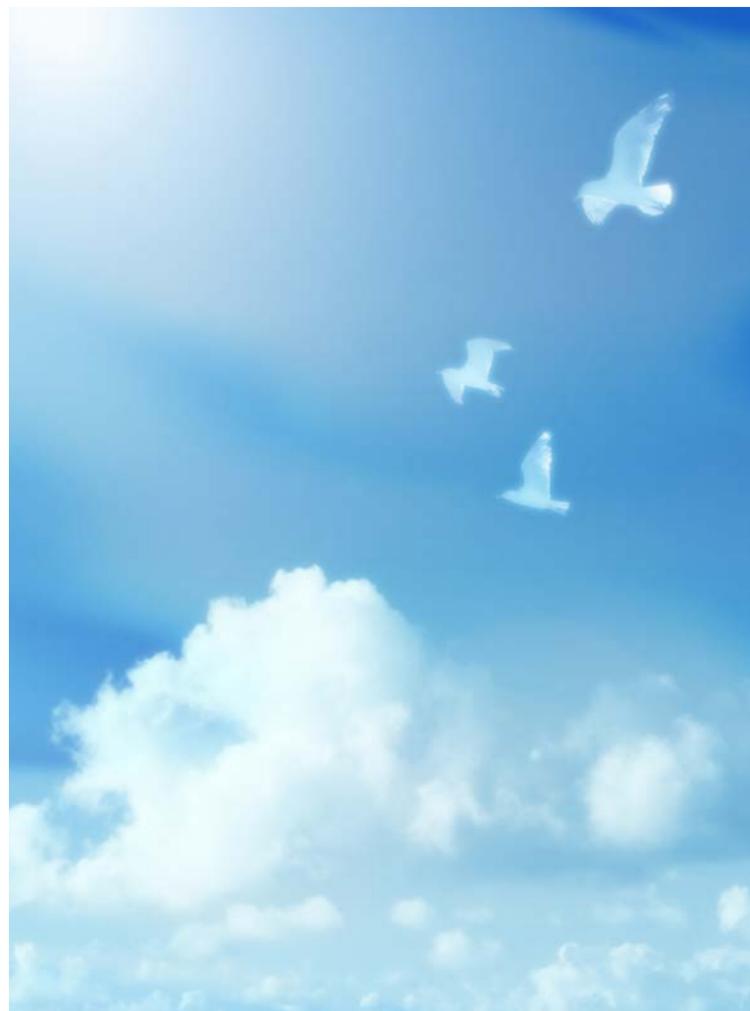
回顾张乐赛先生的个人从业经历，每一个起承转合几乎都完美契合了国内固定收益行业成长、壮大的历程。他亲历了固定收益在资产管理市场上地位薄弱、话语权较小的尴尬阶段；也见证了2008年金融危机之后，固定收益地位稳步上升的快速转变。因此，他对固定收益行业的所有环节捻熟于心：投资、研究、交易、风控；产品的设计、发行、销售；渠道的开拓和维护等等。这有助于他在变幻莫测的行情中敏锐地捕捉各种细微的投资机会，并促使他在火热的股市上涨行情中，不为所动，坚守“固定收益”的既定路线，初心不改。

敏锐的直觉，穿透现实的洞察力，使他熟知并善用市场各类投资品种。比如对于垃圾债、高收益债，张总认为：“关键是要知道怎么甄别并化解相应的风险。有风险承受能力的人，可以参与；风险承受能力不足的，别盲目入场”。当前，鑫元基金正在大力优化自有的信用评价体系，为今后备战高收益债未雨绸缪、厉兵秣马。尽管如此，张总也一再强调，固定收益投资最重要的就是严控风险。未来，美联储加息隐患仍存，货币市场流动性有所收紧，经济低迷仍将持

续，但通胀却已经抬头，因而债市爆发信用风险事件的频率会加大，广度会加深，避免“踩雷”的难度也相应增加。但对机构投资者来说，要学会在风险与收益中找到自己合适的定位，切实保证投资者的利益。

目前，张乐赛先生正在着力优化鑫元基金的“信用评价体系”，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，积极丰富针对不同承受能力客户的

产品线，大力布局互联网金融新业态，用心打造富有活力与创造力的销售营销队伍，全力构建前端投研实力雄厚、销售功力强，后端风险把控到位、营销优势突出的强大格局。“希望在不久的将来，能把鑫元基金固定收益的优势发挥得更为极致，提供更多满足客户需求的新产品，并持续平稳地为投资者优化资产配置，破局资产荒尴尬，创造稳健收益，以期通过三五年的努力，建立自身的市场地位。”



# Q & A

随着固定收益市场的不断扩大，未来雷区还会增多。一家金融机构的信用风险体系再完善，只要是充分参与全面的债券投资，就有可能遇到雷区。遇到雷区并不可怕，可怕的是没有应对的手段及经验。

《固定收益》：最新推出的万亿债转股，会给我国资本市场带来什么变数？

张乐赛：简单说，这就是通过债转股的方式，核销银行不良，把风险分散到银行体系之外。一方面，目前企业的债务率已经高企，另一方面近期发布的年报显示，银行不良率普遍有抬高趋势，银行系统压力加大。二者风险的化解与否，不仅制约了实体经济的发展，还关系到我国金融业的系统性安全，在此背景下，债转股的推出，透露出监管层切实进行金融维稳的信号。

风险体系的演变具有传导链条效应，会从非上市民企、上市民企、地方国企、及至大型国企一步步演变。最初信用风险的爆发，就是从中小企业私募债开始。债转股的关键，是信用风险的化解及鉴别，但前提是必须要遵循市场化的原则，倘若这一市场工具运用到，则可以优化中国的经济结构，化解金融风险的困境，反之，则是僵尸企业诞生的助推器。

《固定收益》：如何用市场化手段鉴别、化解风险，“踩雷”

是否意味着信用风险体系不足？对于专注固定收益的鑫元来说，是否有独特的甄别、化解信用风险的方式？

张乐赛：首先，我国债券市场建设仍然任重道远。当下信用风险事件频发，各方应尽快树立风险意识，提前建立市场风险管理体系，并学会用市场化的手段鉴别风险。高风险可能带来高收益，但怎样把高风险转化为高收益，极见功力。风险厌恶程度高的机构，对应低风险低收益的产品，甚至零风险产品；风险厌恶程度低的，则可以对应高风险高收益产品，并通过组合等手段，去合理化解风险。国外的垃圾债其实也是同样的处理方法。

我国的固收市场尚属年轻，没有经历过较大信用风险的洗礼，缺乏处置垃圾债、信用风险的经验。当发生信用风险时，如何找律师、如何打官司、如何维权、如何跟对方企业沟通，目前这些并非资管机构所擅长。打个比方，之前大家考虑更多的是避雷，不踩雷，现在则要加上如何排雷。如要充分把握信用风险，并成功化解风险，不

仅需要对信用风险有着深入研究，包括对债券、企业经营、银行体制都要十分了解；同时，建立市场对风险进行分散、转移的有效机制，运用市场手段防止风险过分冲击也是当务之急。

其次，“踩雷”并不意味着信用风险体系不足。随着固定收益市场的不断扩大，未来雷区还会增多。一家金融机构的信用风险体系再完善，只要是充分参与全面的债券投资，就有可能遇到雷区。遇到雷区并不可怕，可怕的是没有应对的手段及经验。

鑫元基金在风险甄别上，做了大量扎实的工作。一边是认真分析及参考国内评级公司的信用评级，更为重要的另一边则是不断加强自身的信用评级能力，打造自身的信用评级体系，同时注重实地调研，用事实说话，全方位剖析投资标的的相关情况，知己知彼，百战不殆。另外，在鑫元基金内部风控评级体系中，投研人员会从行业风险、盈利情况、企业自身债务结构、股东背景、产品市场销售情况、现金流、未来成长性指标去多角度考察。而且与股票研究有

所不同的是，我们除了关注盈利、超额收益这些常规指标之外，还十分关注企业的现金流和未来成长性。

目前我们的投研团队已近20人，并将不断扩大。只有打造了强大的投研队伍，才能更好的面对信用风险不断提升的市场，提升风险的辨识能力，练就辨别投资风险的“火眼金睛”，力求为投资者提供最为稳健的回报和服务。

**《固定收益》：鑫元基金今年的操作思路是什么？现在是发保本的好时机么？**

**张乐赛：**鑫元基金始终会坚守固定收益细分领域市场投资，力求长期稳定的投资回报，同时，采取更加灵活有效的投资策略，根据市场情况，以“绝对收益”的思路适当加强权益类投资，增加投资选择的空间，丰富产品投资的工具。追求绝对收益，并不盲目追求短期排名，让产品收益率保持一定的斜率，稳步前进；适当参与权益市场，不是说将来要发行股票型基金，而是希望通过权益市场为固收投资锦上添花。目前，公司在原有的固收投研团队之外，成立了一支专注权益类的投研小组，由富有股票经验的研究员和基金经理组成，专门负责产品中涉及权益类投资的研究，甄选股票池。未来，这支队伍还将不断扩大，结构还将不断优化，研究还将不断深入，精心为公司提供更多具有高价值的投研成果。

2013年成立至今，公司已经成

保本基金本身风险相对较低，而遇到权益市场走暖，还可以通过自身的加强功能，适当参与权益市场，提高产品收益，攻守兼备。

功布局系列货币基金、纯债基金、二级债基产品、混合基金、分级基金，今年将考虑适时推出保本产品，让公司产品线更为完善。

时势造英雄。保本基金的江湖也是如此。去年巨幅震荡的市场，引爆了保本基金的热潮，而从业绩表现来看，保本基金也确实名至实归。Wind数据显示，2015年全市场具有可比数据的44只保本基金全部实现正收益。

审视当下，震荡市将持续相当一段时间，保本基金发行的好时机仍存，保本基金本身风险相对较低，而遇到权益市场走暖，还可以通过自身的加强功能，适当参与权益市场，提高产品收益，攻守兼备。

**《固定收益》：如何布局互联网金融？**

**张乐赛：**鑫元基金今年把电商部调至市场部，加强了互联网渠道业务的拓展，将成本端变为利润端，也为传统渠道提供有益的补充。2013年下半年，宝类基金迎来了爆发式增长，但一路发展至今，开始处于整顿和过度阶段，并陷入内忧外患的尴尬境地。互联网金融在自身发展的同时，要带动投

资者对投资市场建立正确的认知，对风险和收益建立合适的定位，这需要时间和利益去磨合。鑫元基金热烈拥抱互联网金融市场，与招财宝、“你好银行”、苏宁金融等主流互联网平台共同推出了鑫元合享基金、鑫元合丰债券基金，并不断与第三方平台建立合作如蚂蚁金服、

顺丰等。未来，我们将大力推进货币基金T+0业务，为中小商业银行提高更多优质服务。

**《固定收益》：您对今年债市有何展望，对未来债市又有何寄语？**

**张乐赛：**着眼当下，债市经过连续两年的牛市，主要品种的收益率绝对值已经处于相对低位，收益率继续下行的空间在减少，加之今年经济低迷，货币市场流动性有所变化的环境下，存在波段性操作机会。需要谨防两大“黑天鹅事件”的袭来，即通胀压力的快速上升及美联储超预期加息的风险，同时，也需要关注个别信用债的违约风险。

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。然而截至3月末，境外机构债券托管量仅占市场总托管量的1.6%，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的统计，截至2016年2月末，我国开放式基金资产规模7.5万亿元，其中股票基金、债券基金、混合基金和货币基金分别5833亿元、7493亿元、16657亿元和44342亿元。与2013年初相比，股票基金的资产规模下降了50%，债券基金的规模则上升了115%。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。

最后，无规矩不成方圆，伴随市场信用风险的恶化，一方面债市监管相关法律法规的完善要提上日程，另一方面，投资者运用法律武器维护合法权利的工具将更加丰富和常态化；同时部分国内信用评级机构的风险评级与实际风险并

不匹配的现象有待改善，国内风险评级体系的优化也刻不容缓；另外，要将投资者教育作为一项始终坚持的要务，争取打造机构与投资者双赢的局面，共同推进我国金融市场长期繁荣稳定的发展。

鑫元基金，坚定地做固收市场的守望者，为投资者提供更多优质服务，相信明天会更好！

个人简介：

**常务副总经理 张乐赛先生**

超过十年从业经验，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。2014年12月加入鑫元基金，目前担任常务副总经理一职。





## 钱多，钱少？ 论债市的货币现象

文 | 兴业证券研究所债券分析师 唐跃

**理财的不断发行，在流动性层面，提升了同业资金的使用效率和周转速度，但并没有增加银行体系的可用资金，只是同业资金从银行转到非银行金融机构。**

2015年下半年以来，债券市场的流动性可谓泛滥，尤其是基金、券商和私募等机构，都说钱太多了，源源不绝，而泛滥的流动性，推动了债市牛市的不断深入。在这个报告里，我们从流动性和货币创造的角度，对债市流动性泛滥的事情进行了梳理，并在此基础上，对信用利差、金融杠杆以及金融不稳定性等相关问题做进一步的探讨。

### 一、两个“钱多”

在过去传统的分析框架里，我们谈流动性，尤其是金融机构流动性的时候，主要是从超额准备金，更多的是从供给的角度去考虑，但如果要谈流动性的松紧，应该还是要看资金供需的平衡关系，所以要把融资需求纳入到流动性的分析框架里面来，关于融资需求的分析，更多与经济基本面和金融机构的行为等有关，这里不展开细说。但既然说到钱多，自然最终要回到供求的关系上来。

首先，从投资者的直观感受来讲，市场上的钱多，应该大致可以分成两个部分。

第一部分是由于经济衰退，融资需求下降，银行的风险偏好很低，资金滞留在银行间市场，金融机构借钱很方便，也很便宜，融资便利程度高，自然觉得钱多。从数据来看，2015年以来，由于资金面宽松，给金融机构加杠杆提供了非常大的便利，银行间市场的回购和拆借规模出现了几倍的上升，到2015年底，待回购债券余额规模接近4.5万亿。过去几个月，超储率水平实质上在下行，而金融机构的融资规模整体上行，但资金利率保持稳定，这应该是金融机构感受到钱多的一个重要表现。

第二个钱多，具体到金融机构，应该是基金、券商等接到的来自于银行理财的委外资金很多，直观来看，是银行发行理财，将老百姓的资金借给了非银行金融机构，然后配置在债券市场上。之所以造成这样的情况，与去年的权益市

场大幅动荡后，居民的资金回流理财，而理财将资金大量委外有关。

所以对金融机构而言，大概可以这么理解：

- 1) 经济下行，融资需求衰退，银行间市场流动性宽松，借钱便宜；
- 2) 股灾后风险偏好下降，居民资产配置回流理财，而理财资金大量委外，使得金融机构接了很多的资金，不过这部分资金的成本，是相对比较贵的。

### 二、是硬通货，还是乘数？

不过问题到这里，并没有结束，我们想做进一步的探讨和梳理。

实质上，回到超额准备金这个最基本的问题，银行发行理财，将资金委外给其他金融机构，但资金并没有脱离整个银行体系，最终来看，只是将银行的超额准备金转成了非银行金融机构的可用资金，所以实质上是同业资金在不同金融机

构之间分配的问题。

具体来说，A银行发了100万理财，抢了B银行的100万存款，B银行在资产方超储和法储同时下降，而负债方存款下降，而A银行将理财资金委托给C非银金融机构，C非银金融机构多出100万可用来配债的资金，所以C机构感受到资金非常的充沛，但对银行间市场来说，发行理财并没有让银行的超额准备金流出银行体系，不考虑其他因素，基础货币的规模基本上是没有变化的。

所以这个过程就变成了，银行不断的发行理财并委外，将银行的可用资金转移给非银行金融机

构，这些机构拿到资金配置债券，看起来债券市场的增量资金巨大，许多金融机构都有被动配置的压力。但实质上，这个过程只是提升了超额准备金的周转速度和使用效率，而并没有增加银行体系的可用资金，这实质上有点像杠杆和乘数的概念。

而且如果回归到最原始的债权债务关系，如果银行直接买债，那么相当于放贷，有准备金的约束，而如果是理财或者理财通过委外买债，最终实质上是居民存款转成了企业存款，相当于直接融资。而从理论上讲，直接融资过程脱离了准备金的约束，进行了信用的创造

（尽管不创造货币），有杠杆提升的含义。不过这也不难理解，理财的扩张是在外汇占款增速赶不上信贷扩张，贷存比受限的背景下产生的，而贷存比的出台就是限制银行杠杆的，因此理财的扩张仍然可以看成是银行在想办法提高杠杆。

更进一步的是，理财资金委外后，这些非银行金融机构还能再加一层杠杆，而同业之间的借贷，没有准备金的约束，杠杆是进一步放大的。

所以说，理财的不断发行，在流动性层面，提升了同业资金的使用效率和周转速度，但并没有增加银行体系的可用资金，只是同业资

图1：利率信用分化

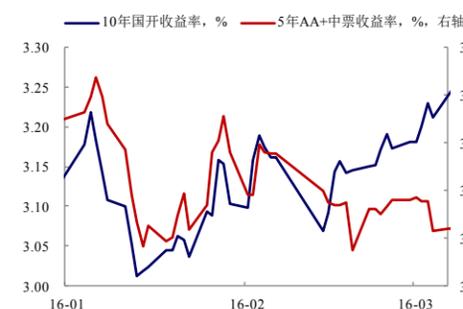


图2：广义基金持债



图3：贷款需求



图4：理财余额



金从银行转到非银行金融机构。当下许多投资者感觉到资金非常多，但银行间市场真正的“硬通货”可能并不多。某种程度上，流动性多了，更多的是金融杠杆上去了。

### 三、流动性的结构与债市的映射

进一步，在此基础上，我们分析一下这个流动性结构，对债券市场的影响，并对近期信用债表现优于利率债的原因进行解释。

一方面，在这个情况下，银行间市场的超储率水平没有大的变化，而过去半年，由于汇率贬值，以及央行出于宏观审慎的考虑，超储率水平甚至是下降的。但与此同时，银行在不断的发行理财，同时将资金委外给其他金融机构，而这些金融机构也在通过加杠杆买债券，这样对流动性的影响就是：

1) 超额准备金的供给没有增加，甚至收缩，但是金融机构需要不断加杠杆，对超额准备金的需求是在增加的。加上央行对回购利率的控制，货币市场利率难以下降。

2) 但与此同时，银行不断发行理财，其他金融机构（包括理财）感觉到钱非常多，因此会产生巨大的配债需求。

那么对债市而言，由于回购利率难以下降，利率债的票息价值大大弱化，而其他金融机构（也可以包括理财）配债需求又非常大，如果没有系统性的信用风险，信用利差就很难出现实质性的走阔，实质上，过去几年信用利差一直是收缩的。

而回到过去一段时间债市的表

利率债市场，尤其是长债，在经历过动荡和调整之后，金融机构的投机最近有了明显的冷却，当下信用利差的收缩，实质上反映了市场对债市的谨慎心态在上升。

现，信用债明显好于利率，从流动性的角度来考虑，一是央行的态度更为中性，回购利率难以下降，甚至波动增加。二是理财仍在扩张，超额准备金不断的进行结构性的转移，带来了大量的配债需求，所以信用债的配置需求强于利率是内生性的。

而且过去一段时间，从宏观驱动因素上看，稳增长和风险偏好回升本身就有利于信用债的表现。而利率债市场，尤其是长债，在经历过动荡和调整之后，金融机构的投机最近有了明显的冷却，当下信用利差的收缩，实质上反映了市场对债市的谨慎心态在上升。

### 四、再谈谈金融不稳定性问题

到这里，其实还有很多后续相关的问题值得分析和解决，我们想在后面的报告中进一步阐述，请投资者继续关注。不过在这里，有一个事情还想多说一句，就是金融风险的问题。

首先，理财（委外）买债，表面看起来，最终是居民存款转化成了企业（政府）存款，属于直接融资，但我们知道，在中国现行的信用体制下，居民投资的是理财，而理财是刚兑的，因此是银行的信用，居民购买的不是企业的信用，谈不上是纯正的直接融资，所以最终金融风险还是停留在银行体系之内。换句话说，直接融资本来是将风险从银行剥离，由其他金融机构承担，提升效率的。当下同业资金的运用效率的确提升了，但风险的定价却没有跟上。

而且很重要的是，接到委外资金的机构可以通过同业资金加杠杆，而同业之间的借贷并不需要缴纳准备金，这相当于也放大了杠杆。具体到数据里，M2里面有许多是同业的信用创造的，实质上也是金融杠杆抬升的证据。

除此之外，只要理财不断扩张，金融机构对其青睐的资产就具备强大的配置需求，尽管央行不降回购利率，总量货币政策不松，但这些资金的配置对资产价格会产生非常大的影响，这无疑间接削弱了货币政策传导的效果，而央行作为金融机构的最后贷款人，这种情况恐怕是不太合适的。

从上面这些因素（可能远远不止）来看，央行推出MPA（宏观审慎）的监管框架，大致是可以理解的。不过从上面的分析来看，如果要在短期内严格实施，恐怕流动性的风险会非常大，过去一段时间，在稳增长的意图越来越明确后，监管理财委外的事情好像已经告一段落，但后续的情况，仍然值得我们进一步跟踪和分析。



## 2015年交易所发行ABS产品回顾

文 | 鑫沅资产·资产证券化部

2015年资产证券化产品规模不断增大，尤其是在下半年单月平均发行规模约为上半年的两倍。同时因市场资金面宽松，市场利率下行，资产证券化市场产品利率也不断下行。

本文对2015年证监会监管ABS发行情况进行简要的回顾。通过Wind我们一共收集了证监会监管即交易所发行ABS产品206单，合计发行规模2010亿元，发行人69家，其中券商37家，基金子公司32家。

2015年国内资金面持续宽松，加上国家政策导向，资产证券化市场规模得到了快速增长，同时产品类型呈现多样化的发展，新类型基础资产的不断涌现更是为这个市场开创了无限想象空间。但因投资者对资产证券化产品尚未有全面的了解，以及二级市场流动性较差等因素，使得投资者更加偏好信用评级高、期限短的产品。

### 一、市场产品特征

#### 1. 产品规模快速增大，类型呈现多样化

2015年资产证券化产品第四季度产品发行规模930.4亿元，为第一季度发行规模148.2亿元的6倍。同时，产品类型增多。除了租赁租

金和基础设施收费类产品作为市场的主要资产类别发行规模占比超过总规模的50%之外，应收账款类产品规模快速增大，已成为市场ABS产品第三大类基础资产。与此同时，不动产REITs、航空票款等新型基础资产产品陆续出现。资产证券化已成为企业直接融资、快速融资的新途径。

在产品多样化的大背景下，基础设施投资仍占据了一定的规模和比重。2015年基础设施收费类产品发行总规模便占发行总规模的1/4，达到484亿元。虽然《资产证券化业务基础资产负面清单指引》明确将以地方政府为直接或间接债务人的基础资产列入负面清单（地方政府按照事先公开的收益约定规则，在政府与社会资本合作模式（PPP）下应当支付或承担的财政补贴除外），但经济发展的实际需求仍发挥着重要作用，预计中短期内PPP模式下资产证券化将成为基础设施建设的重要融资方式之一。

#### 2. AA级以上产品更受青睐

资产证券化通过分层结构设计实现产品内部增信，将一个基础资产池对应的现金流进行重组，从而对应划分为不同风险等级的证券产品。通过汇总2015年的产品信息，信用评级AA级以上的产品为市场主流。该现象一方面与投资者偏好高安全性产品相关，另一方面也受制于长期监管过程中投资者养成的投资习惯。

更高的信用评级意味着更低的信用风险，与国债同级别的AAA产品可以让投资者在承担最小风险的同时获得比类国债产品更高的收益，投资者当然乐得其所。在投资决策习惯上，由于传统的债券市场中监管要求公募债券的信用评级必须在AA级以上，资产证券化产品则没有类似规定，当投资者未能对资产证券化产品形成整体概念和认知时，沿用旧有惯性标准做出投资决策亦是一种聪明的决策方式。

#### 3. 市场以中短期产品为主

产品期限结构方面，我国资

图 1: 各类产品发行规模 (亿元)

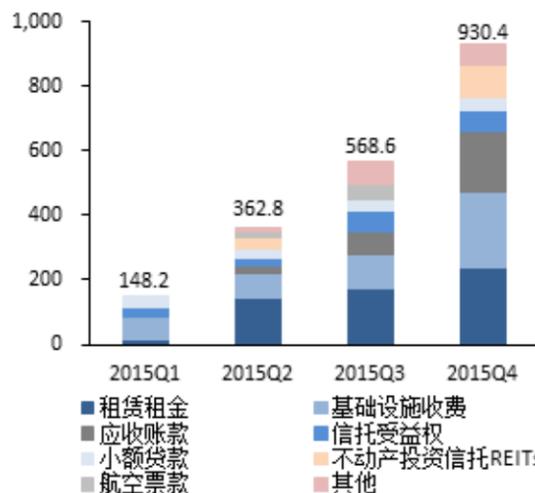


图 2: 各类产品发行规模占比 (%)

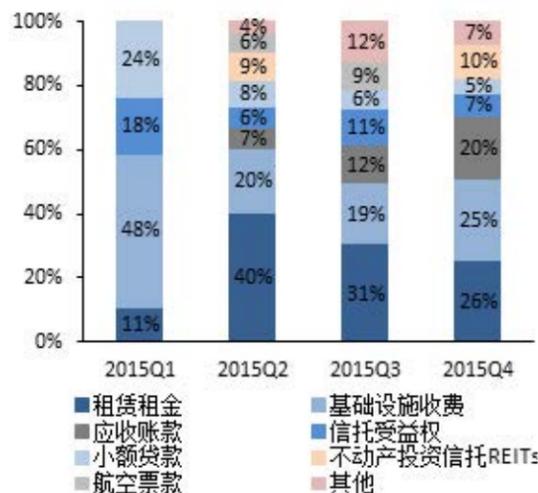


图 3: 产品的评级统计

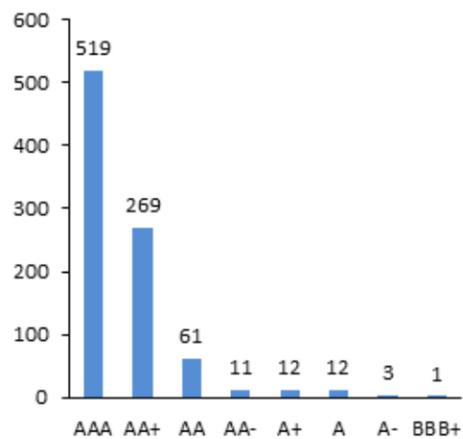
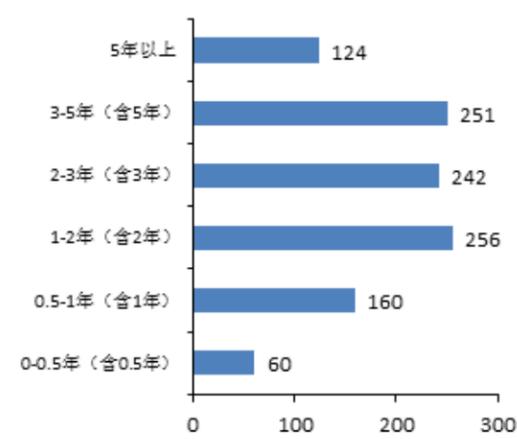


图 4: 产品的期限统计



产证券化市场以5年内产品居多，5年以上的长期产品仅占11%，这与国外主要为长期产品的分布具有很大的不同。造成国内外市场差异的主要原因在于我国资产证券化市场是由政策引导的，市场的活跃度较低，产品的流动性较差，长期持有的成本高，故而投资者更青睐中短期的产品。其次，我国资产证券化市场尚处于摸索的阶段，投资者

尚未形成全面的认知，出于尝试的目的，选择中短期产品更加可取。再加上资产证券化市场规模相对较小，很难吸引大量长期资金进入，资金以中短期为主。另外，我国债券市场的主要交易品种为国债、金融债、短期融资券和中期票据等，短期融资券和中期票据利率多为短期，国债和金融债大多为5-10年产品，2-5年中期品种的短缺促使资

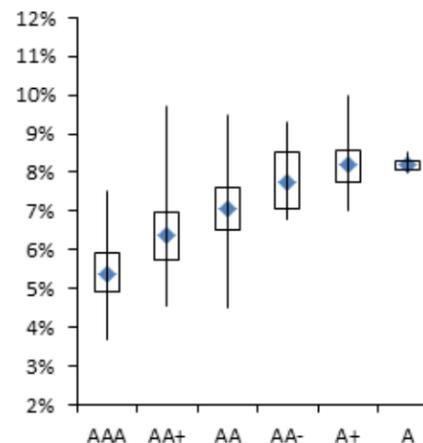
产证券化市场形成以中短期产品为主的格局。

## 二、产品定价符合市场规律

### 1. 产品风险与收益相匹配，个别发行人身份优势明显

优先级产品主要为固定支付型，而劣后级产品多为过手型且没有信用评级。图5列出了信用评级

图 5: 不同信用评级产品利率统计



A以上的产品利率，从图中可以看出产品的风险与收益具有匹配性，即利率水平随着信用评级的降低而升高。

同时，图中可以观察到相同等级的产品利率存在较大的差异，如AA级产品利率最大值与最小值相差5%。产生该现象的原因一方面在于基础资产与产品结构存在差异，另一方面在于发行主体的资质存在差异。以AA级别的“丰汇202”和“宝信4B”为例，这两个产品均为租赁租金类型，其评级、评级机构及主承销商相同，发行金额与期限相近，但是两者的收益率相差了2.4%。对比原始权益人，汇丰租赁注册资本人民币20亿元，宝信租赁注册资本5亿元，在

图 6: 不同期限产品利率统计

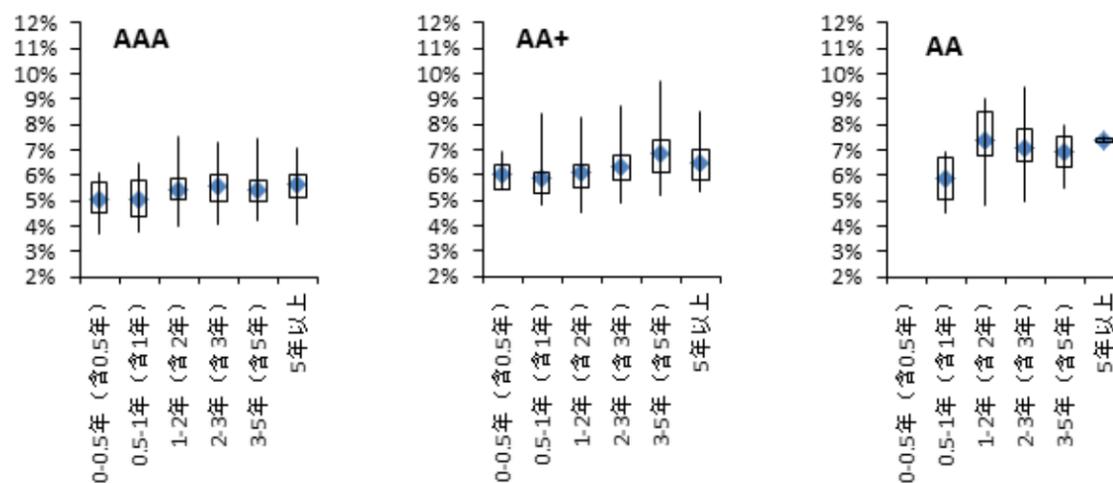


图 7: 2015年各月产品发行规模

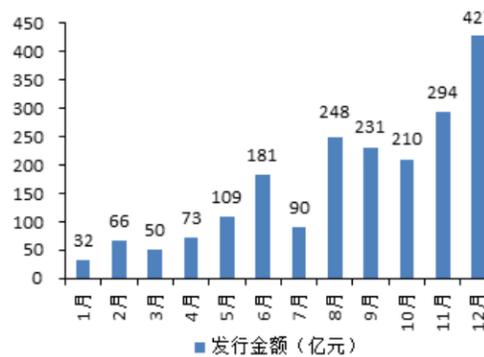


图 8: 2015年各月AAA评级产品发行利率

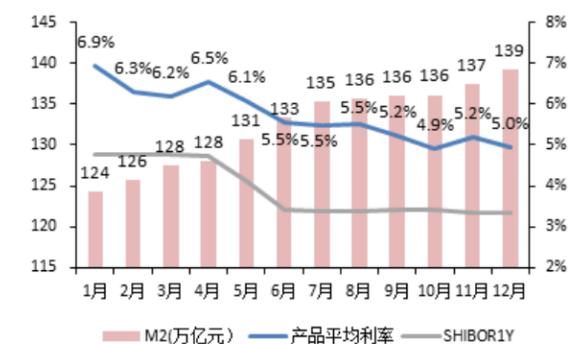


表 1: “丰汇202”和“宝信4B”产品对比

产品名称	发行时间	发行金额(万元)	评级	期限(年)	利率	原始权益人	主承销商
丰汇 202	2015-10-22	10,900	AA 中诚信	1.76	4.80%	丰汇租赁	恒泰证券
宝信 4B	2015-7-22	8,700	AA 中诚信	1.67	7.20%	宝信租赁	恒泰证券

表 2: “丰汇201”和“太盟1A3”产品对比

产品名称	发行日期	发行金额(万元)	评级	期限(年)	利率	原始权益人	主承销商
丰汇 201	2015.10.22	10,000	AA 中诚信	0.76	4.50%	丰汇租赁	恒泰证券
太盟 1A3	2015.10.30	1,700	AA+ 上海新世纪	0.69	5.50%	先锋太盟 融资租赁	国金证券

2015年上半年全国融资租赁企业排行榜中,丰汇租赁排名33,而宝信租赁则在50名之外。由此可见,原始权益人的实力一定程度上影响产品的发行利率。

与AAA级产品利率水平显著低于其他级别产品不同,AA级别产品利率水平基本与AA+级别相当。产品利率反映了投资者对该项产品的认可程度,而评级结果则是评级机构对产品的风险估量。对于投资者而言,个别AA产品可以媲美AA+的产品。造成这一原因的主要因素可能在于不同的评级机构在评级的过程中具有不同的侧重点,导致相似的产品得到不同的评级结果。

除此之外,图中可以发现AA-级别以下的产品利率明显不同于AA级别以上产品,即市场中以AA级别为分界线进行区分。虽然评级在A级以上的产品都可认为是投资

型产品,但是我国评级市场中存在潜在的“向上浮动”的评级规则,市场逐渐形成AA评级为投资级产品分界的共识。

### 2.非AAA的不同期限产品利率水平差异大

观测不同期限产品的利率,可以看到产品期限越长、利率越高的总体趋势。图6分别列示AAA、AA+和AA评级产品的期限与利率关系,发现不同期限AAA产品利率波动较小,说明了投资者对于信用等级最高的产品定价存在共识。

对于评级低的AA+和AA产品,产品的利率差异明显大于AAA产品。级别越低利率差异越明显,投资者对产品的分歧越大。每一家评级机构具有独立的评级标准,一项资产在不同的评级公司可能得到不同的评级结果,而获得相同评级结果的产品未必风险相当,在发行利率上也产生利率倒挂现象。如表

2所示“丰汇201”和“太盟1A3”产品的对比。中诚信给予“丰汇201”AA评级,上海新世纪给予“太盟1A3”AA+评级,但前者的利率比后者低1%。

### 3.宽松的资金将进一步促进市场增长

2015年资产证券化产品规模不断增大,尤其是在下半年单月平均发行规模约为上半年的两倍。同时因市场资金面宽松,市场利率下行,资产证券化市场产品利率也不断下行。

3月5日,国务院总理李克强在2016年政府工作报告中提出,今年广义货币M2预期增长13%左右,较上一年目标上升了1个百分点。2015年M2预期目标为12%左右,实际增速为13.3%。持续宽松的资金面将有利于资产证券化市场的进一步扩容,2016年资产证券化市场值得期待。

## 资产证券化投资价值浅析

文 | 鑫沅资产 简志超 李勇



资产证券化作为一种结构化的融资方式,通过对可预测现金流的重组分配、破产隔离、信用增级等手段,有效控制了风险,是一种值得关注和运用的投资方式。

随着金融机构之间竞争壁垒的日渐削弱,混业经营趋势渐成,各类资产管理方式百花齐放,“泛资管时代”已经来临。然而多元化的投资方式带来大发展机遇的同时也带来了挑战,新业务和新产品背后不可避免容易出现风险。资产证券化作为一种结构化的融资方式,通过对可预测现金流的重组分配、破产隔离、信用增级等手段,有效

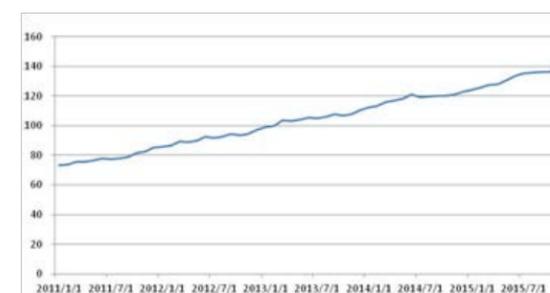
控制了风险,是一种值得关注和运用的投资方式。

### 一、混业经营趋势渐成,“泛资管时代”来临

2012年以来,证监会、银监会、保监会联合央行和财政部陆续出台新政策,在扩大投资范围、降低投资门槛、减少行政限制等方

面,打破了银行、证券、信托、基金、保险之间的牌照垄断,业务范围限制放宽。再加上央行货币宽松、利率市场化加速、国民财富快速增长催生了多元化的客户需求,各家金融机构都努力在资管市场上“跑马圈地”,混业经营趋势明显,全口径业务竞争成为常态,我国资产管理全面进入“泛资管时代”。

图1: 2011-2015年央行货币供应量(M2)走势(单位:万亿)



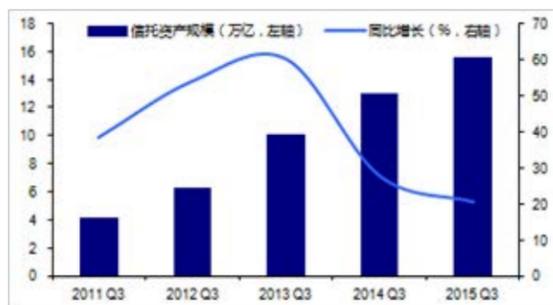
资料来源:中国人民银行官网

图2: 2011-2015年银行理财规模



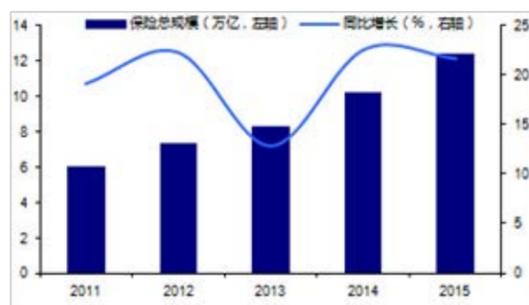
资料来源: wind

图3：2011-2015年信托规模



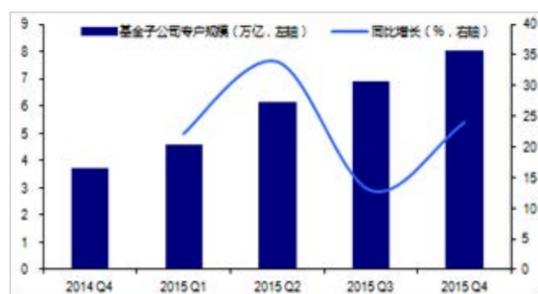
资料来源: wind

图4：2011-2015年保险规模



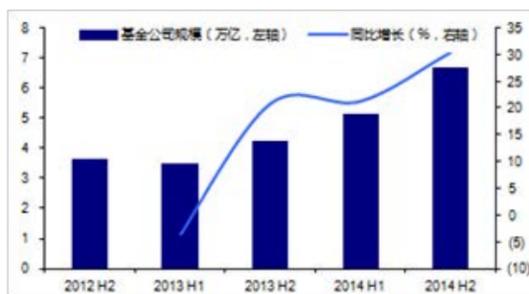
资料来源: wind

图5：2012-2014年基金公司理财规模



资料来源: wind

图6：2014Q4-2015Q4基金公司及其子公司理财规模



资料来源: wind

### 1、利率市场化加速推进

按照先货币市场和债券市场利率市场化，后存贷款利率市场化的总体思路，我国的利率市场化改革已经取得了重大进展，除了银行存款上限管制外，其他利率基本上放开。比如外币存贷款利率已经市场化；货币市场和债券市场的利率，包括同业拆借、回购、国债、金融债、企业债的利率都已经完全放开；而银行信贷市场已全面放开贷款利率管制，进入放开存款利率阶段。2014年11月和2015年3月、5月，存款利率浮动上限分别扩展至基准利率的1.2倍、1.3倍和1.5倍。存

款利率有望在年内完全打开浮动区间，完成利率市场化最后一跃。

### 2、国民财富稳步上升

我国的高净值人士数量正在快速增加。根据瑞银和普华永道报告，在2015年第一季度，中国几乎每个星期就有一名新的亿万富豪诞生；过去五年的数据显示，财富创造正在从美国向亚洲转移，特别是中国。招行联合贝恩管理顾问公司发布的《2015中国私人财富报告》也指出，2014年末，我国个人可投资资产1千万元以上的高净值人群规模已超过100万人，相较2012年增长了33万人，而相较2010年已经

翻番，高净值人群总体持有的可投资资产规模达到32万亿元。

### 3、货币宽松

2014年以来中国经济面临一定的减速压力，央行通过定向降息、定向降准、定向公开市场操作、定向再贷款、再贴现等政策工具实施定向宽松货币政策，以实现“稳增长、促改革、调结构、惠民生”的政策目标。从图1可以看出，近5年货币供应量（M2）较快增长。截止2015年底，广义货币余额139.23万亿元，同比增长13.34%；狭义货币（M1）余额40.10万亿元，同比增长15.21%。这说明央行实施的是

稳健略偏宽松的货币政策，市场流动性整体宽裕，为资产管理行业进入快速成长期、高速发展期创造了有利条件。

### 4、各种资管方式百花齐放

中国银行业协会党委书记王岩岫在“2015中国资产管理年会”上表示，“资产管理目前已成为各类金融机构争先发展的业务。”近几年，银行、信托、保险、基金公司及其子公司资产管理规模不断扩大。具体地，2015年底，银行理财规模达20万亿元，同2011年的4.59万亿元相比，复合增速达44.5%（图2）；2015年三季度，信托资管规模达15.62万亿元，同2011年三季度的4.10万亿元相比，复合增速达39.7%（图3）；2015年，保险资管规模达12.36万亿元，同2011年的6.01万亿元相比，复合增速达19.8%（图4）；基金管理公司及其子公司的资产管理规模也获得较大发展。2014年中，基金公司资管规模达6.68万亿元，与2012年中的3.62

万亿元相比，复合增速达35.8%（图5）。2015年中，基金子公司专户规模达8.57万亿元，与2014年中的3.74万亿元相比，增速达29.1%（图6）。

## 二、风险时有发生，渐成常态

竞争、创新的“泛资管时代”，风险的发生更加频繁。2015年债券违约事件呈加速爆发态势，而陷入兑付危机的信托产品也不在少数。事实上，风险事件的频频发生，反而促进了资本市场的良性回归。

### 1、违约提速，且行业相对集中

在债券方面，自“11超日债”以来，从利息违约到本金违约，从私募债违约到公募债违约，从民企债券违约到国企债券违约，债券违约事件愈演愈烈。2014年有6只债券违约，2015年违约数量上升到29只，违约的常态化迹象越发明显。

在已经违约的债券中，多数集中于两高一剩（高污染、高能耗的资源性行业和产能过剩行业），具体见图7。这些行业经营状况低迷，成为了主要的风险源。

在信托方面，由于国内实体经济不振，加上证监会打击场外配资、清理伞形信托，信托类产品收益走低、风险增大。如图8所示，2014年共有5只信托产品陷入危机，而2015年是信托产品的集中兑付期，先后共有14只产品无法按期支付本息。

2、政府不再为违约债券兜底 此前债券实行审批制，投资

者一定程度上认为债券的发行含有政府的隐形担保，一旦发生企业债券违约，政府有义务承担违约责任。另外，地方融资平台为当地基础设施建设筹资而发行的城投债，出现违约时也会有地方政府协助调拨资金、代为清偿。政府的托底行为，人为地避免了违约的发生。云南省政府下的云投集团和山东潍坊市市政府控制下的山东海龙，因政府干预，避免了迫在眉睫的违约事件发生，就是这种现象的典型例子。

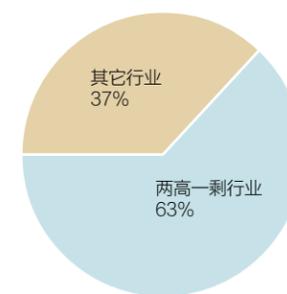
现在政府逐渐意识到，为违约债券兜底的行为扭曲了投资人对信用风险的预期，滋生了道德风险，损害了信用市场的整体健康，于是开始放手，允许违约事件按市场规则发生。政府托底、银行救助的做法不再继续。

### 3、风险不可避免，风险评估需重视

当今社会，若要完全与风险分离，除非毫不沾染市场化的洪流。国外金融市场发展的规律显示，风险是市场发展过程中必然会出现的。然而风险并不可怕，它可以引起投资者的重视和理性思考，倒逼市场的良性发展。

既然风险不可避免，便要重视对投资风险的合理评估，在更准确地认识风险的基础上，合理规避风险、选择应对风险的对策。一是要充分做好宏观分析和微观估计。从宏观角度分析是对风险进行整体把握的一个有效方式，从微观角度估计要求投资者充分了解经营状况、财务信息等。二是要对投资成本和收益预期进行准确估计，获得全面的投入、产出数据。三是对于一些产品结构复杂的证券化产品，

图7：违约债券发行主体的行业分布



资料来源: 根据公开信息整理

表1: 资产证券化风险加权资产计量规则

长期信用评级	AAA 到 AA-	A+ 到 A-	BBB+ 到 BBB-	BB+ 到 BB-	B+ 及 B+ 以下 或者未评级
资产证券化风险暴露	20%	50%	100%	350%	1250%
再资产证券化风险暴露	40%	100%	225%	650%	1250%

数据来源: 商业银行资本管理办法

还要重视对其资产池现金流的分析, 重视交易结构、特别是SPV及相关法律法规分析, 加大对信用增级措施的关注。

### 三、资产证券化产品的投资价值逐渐显露

在泛资管的时代里, 投资者亟需一种产品设计合理、风险可评估的投资方式。资产证券化作为以特定资产组合或特定现金流为支持, 发行可交易证券的创新性结构化融资方式, 通过现金流分析及压力测试评估产品风险, 是一种不错的新型融资工具, 在全球得到了广泛运用。

#### 1、资产证券化产品收益率优势

在2014年和2015年我国债券市场迎来了两年的牛市行情。10年期国债收益率从2014年初的4.6%下降到2016年初的2.9%, 5年期AAA级企业债总体收益率水平从2014年初的6.5%下降到2016年初的4.1%, 伴随着各类资产收益率的总体下降, 我国各类金融机构开始面临资产荒的困境。

同样在这两年的时间, 国家出台了一系列支持我国资产证券化业务发展的相关规定。资产证券

化产品从小众产品逐步走进机构投资者投资者的视野。从规模上看, 与企业债、公司债为代表的债券品种相比, 资产证券化产品规模仍然较小, 但明显的高收益特征让资产证券化产品受到市场的追捧。

根据统计, 相同评级和期限的企业资产证券化产品的收益率比债券要高100bp到200bp左右。但与债券市场相比, 资产证券化产品流动性较低, 投资人在认购之后通常会持有到期, 所以收益率溢价部分也可看做给予投资人的流动性补偿。

#### 2、风险权重的吸引力

除了收益率可观外, 资产证券化产品对投资人的吸引力还体现在其标准化认定及低风险权重。一般来说, 信贷资产证券化产品在银行间市场发行, 企业资产证券化产品在交易所挂牌交易。对于银行为代表的机构投资者, 投资AA-以上的资产证券化产品的风险权重仅为20%。

#### 3、基础资产多样化

作为资产证券化产品现金来源, 基础资产的多样性给投资人很大的选择空间, 投资人可根据基础资产的不同建立不同的投资策略。

目前信贷资产证券化产品的

基础资产主要包括: 企业贷款、个人住房抵押贷款、个人信用卡贷款、汽车贷款、金融租赁公司租赁债权等。其中以企业贷款为基础资产的信贷类资产支持证券(CLO)仍为主要发行品种, 2015年发行额3.17846亿元, 占比78%; 个人汽车抵押贷款支持证券(Auto-ABS)发行额337.45亿元, 占比8%; 个人住房抵押贷款支持证券(RMBS)发行额259.80亿元, 占比6%; 信用卡贷款ABS发行额155.69亿元, 占比4%; 消费性贷款ABS发行额63.02亿元, 占比2%; 租赁ABS发行额61.91亿元, 占比2%。

企业资产证券化产品的基础资产主要包括: 融资租赁资产、企业应收账款、小额贷款、公共事业收费权、信托收益权、不动产投资信托等(REITs)。其中以融资租赁资产、公共事业收费权以及应收账款为基础资产的产品发行量较大, 分别为512.57亿元、414.85亿元和229.96亿元, 分别占企业资产证券化产品发行总量的29%、23%和13%。除上述大类资产外, 信托收益权类产品发行177.45亿元, 占10%; 小额贷款类产品和不动产投资信托类产品(REITs)分别发行137.8亿元和130.85亿元, 均占

7%; 企业经营性收入类产品发行额77.60亿元, 占4%; 企业债权类产品发行额42.95亿元, 占3%; 由保理融资债权、两融债权、股票质押回购债权及公积金贷款组成的其他类产品合计发行78.27亿元, 占4%。

#### 4、资产证券化产品总体风险较小

伴随着经济下行, 2015年我国债券市场出现了十几单违约事件, 其中既有私募债也有公募债。而资产证券化产品尚无违约事件发生。

首先, 资产证券化产品通常采用优先/次级的结构化设计。投资人购买公司债的风险在于单一主体的违约, 购买资产证券化产品优先部分的风险则为分散的基础资产发生违约的比例足够大以至于损害到优先级的收益。类似于“不要将鸡蛋放在一个笼子里”, 资产证券化通过将优先部分投资人的风险进行了分散和转移。优先部分的投资价值在于稳定、低风险、较低收益。相较于优先部分, 次级部分承担了更大的风险同时也享有更高的预期收益, 该部分更高的预期收益

由基础资产与优先部分发行成本的利差决定。次级部分的收益分为两部分: 产品存续期间的预期收益、产品到期后的超额收益, 次级部分的投资价值在于高风险、更高的收益。

其次, 资产证券化产品是针对现金流进行重组得到的, 同时在评级过程中高等级产品要能够承受较大的压力测试条件, 个别基础资产的违约并不会造成高等级产品的正常兑付。

再次, 通过真实出售基础资产达到基础资产与原始权益人破产隔离的效果。原始权益人将金融资产“真实出售”给SPV后, 破产隔离将基础资产与原始权益人的破产风险隔离开来, 一旦原始权益人发生破产清算时, 其证券化的资产权益不被作为清算资产, 所产生的现金流仍按证券化交易契约规定支付给投资者, 以达到保护投资者的目的。

最后, 我国资产证券化还处于初期试点过程, 监管审批力度较强, 在国家的政策引导下发行资产证券化产品的基础资产资质较好, 出现风险的概率较低。

### 四、总结

在货币宽松、利率市场化加速、私人财富不断增加的大背景下, 各类金融机构都纷纷在资管领域“跑马圈地”、扩张业务, 银行理财、信托、保险、基金公司及子公司的资管规模日益扩大。竞争、创新的“泛资管时代”在为各类金融机构提供了发展机遇的同时, 也使风险的发生更加频繁。债券违约集中爆发、信托兑付危机层出不穷, 逐步打破“刚性兑付”是大势所趋。

风险不可避免, 也不可怕。投资者需要一种交易结构严谨、风险可评估的投资方式。资产证券化作为一种创新性的结构化融资方式, 能够实现主体信用与产品信用的分离, 保证破产隔离的实现; 能够通过设计不同期限档次和信用档次的证券来分散风险; 能够提供信用增级降低风险; 并且有评级机构通过现金流分析及压力测试来准确评估产品风险, 是值得广大投资者关注的新型资产管理方式。



#### 参考文献

- [1] 于璐. 行业盛宴: “大资管”时代来临[J]. 时代金融旬刊, 2013(9).
- [2] 万洁平, 俞自由. 探索中国资产管理业务发展模式的构想[J]. 商业研究, 2012(16):124-126.
- [3] 刘晓琴. 国内近期债券违约危机事件回顾与分析[J]. 现代国企研究, 2015(6).
- [4] 张玲, 张佳林. 信用风险评估方法发展趋势[J]. 预测, 2000, 19(4):72-75.
- [5] 刘扬. 结构化融资与资产证券化——国际经验, 国内现状及发展[J]. 现代经济信息, 2009(20).
- [6] 王强. 我国资产证券化的信用增级研究[D]. 西南财经大学, 2010.
- [7] 巴曙松, 刘清涛. 当前资产证券化发展的风险监管及其模式选择[J]. 杭州师范学院学报: 社会科学版, 2005(2):21-26.
- [8] 张超英. 资产证券化的本质和效应[M]. 经济科学出版社, 2004.
- [9] 罗照华. 论现金流量分析的若干问题[J]. 财贸研究, 2000(2):20-23.
- [10] 林强. 资产证券化在我国过去、当下及未来[J]. 时代金融旬刊, 2015(2).
- [11] 王轶昕, 程索奥. 中国资产证券化发展的理性分析与现实选择[J]. 南方金融, 2015(6):42-49.

(实习生吴晨媛对本文亦有贡献。)

# 宏观



## 把握全球资产配置，聚焦美债投资

文 | 南京银行资金运营中心 汪琪

总的来看，短端美国公债收益率受美国基本面和通胀的影响较小，主要受资金面和美联储货币政策预期、全球货币政策分化相关。

### 一、美国公债的投资价值

美债作为一种全球性的避险投资标的，其价格变动反应了全球经济基本面预期和市场风险偏好的变化。目前全球经济疲弱、复苏乏力，除美国进入加息周期外，其他主要经济体经济增速普遍放缓。欧元区最新利率决议宽松力度也超出

市场预期，反映出欧元区的结构性问题，即去杠杆过程仍有待完成，而这在欧元区经济复苏势头尚不稳固、上行趋势仍有待进一步明朗化的背景下，持续的货币宽松帮助企业部门去杠杆也是必要的。日本同样深陷泥沼，负利率政策引发银行的观望情绪，银行间拆解余额下降，通胀也处于停滞状态。

新兴经济增速同样低迷。据IMF数据，除中国外2015年新兴市场GDP增速仅1.92%，低于发达国家1.98%的整体增速，这是1999年以来首次增速落后于发达国家。考虑到新兴市场国家的人口增长更快，若以人均GDP计，两大阵营经济体的差距更大。

从生产要素来看，我国人口

【观察】把握全球资产配置，聚焦美债投资

【观察】案例：BAT 开打金融战 对传统银行影响几何？

【两会视窗】两会风向标：2016 年楼市往哪里走？

图1: 美国短端国债收益率一览

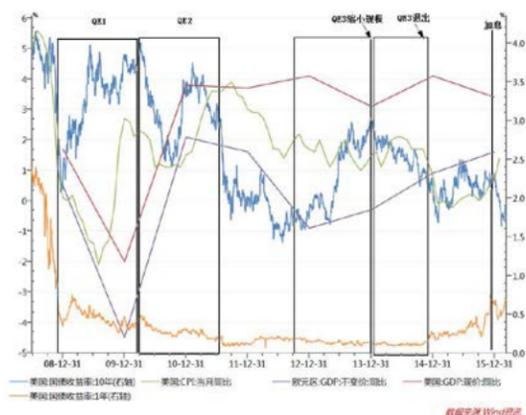
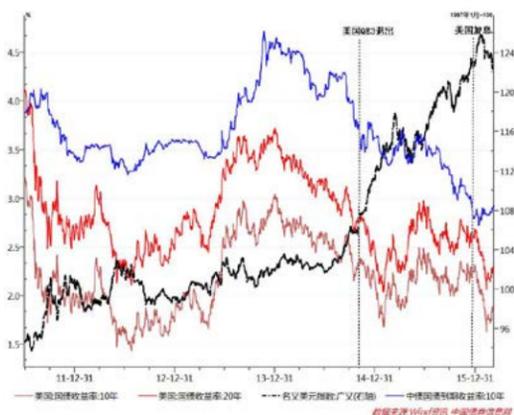


图2: 美国国债已具备一定投资价值



拐点出现, 劳动力红利释放殆尽; 土地价格不断增长, 资源约束加重, 环保成本提升。而债务和低效率部门对资金的占用导致资金利用率下降。劳动力、土地、资源、资本、技术等生产要素投入产出率不断下降, 决定了长周期来看, 我国经济潜在增速将放缓, 投入型增长模式需要向效率型增长模式转变。

从美国国债的走势来看, 短端美国国债走势受美联储货币政策影响较大。1年期国债收益率在QE1和QE2期间下行, 即使在QE2期间经济和通胀数据均有所回升的背景下, 1年期国债收益率依旧下行。QE3期间短端收益率位于相对低点, 下行钝化, 且由于13年底美联储缩减QE3规模, 市场逐步形成QE3退出的预期, 1年期国债收益率变动较小。2015年底美联储决定加息, 正式进入加息周期。短端收益率在加息预期下逐步走高, 但加息靴子落地带来一波做空获利了结的收益率下行。总的来看, 短端美国国债收益率受美国基本面和通胀的影响较小, 主要受资金面和美联储

货币政策预期、全球货币政策分化相关。

而美国国债长端收益率受货币政策的影响较小。QE1期间10年期美国国债收益率上行, QE2期间收益率下行, 而QE3期间收益率小幅上行。按照传统的分析框架, 长端收益率应主要被美国经济增长和通胀数据影响。但从图1可以看出, QE1期间, 10年期国债收益率大幅上行, 而期间虽然CPI上行, 但美国GDP数据却是大幅走低的。同样, 在QE2期间, 10年期国债收益率震荡下行, 同期美国GDP和CPI数据确实企稳回升。所以美国国债长端收益率走势并不能被美国经济和通胀数据完全解释。

事实上, 相对于美国经济增速, 发达经济体的名义GDP增速对长端美债走势影响更加显著, 1980年以来, 10年期美债利率与发达国家名义GDP增速的线性相关性0.8。2015年12月以来, 虽然美国经济数据相对强势, 但受制于疲弱的欧洲和日本经济, 美国10年期国债收益率持续下行。目前来看, 全球

经济疲弱的态势并未改善, 欧元区2月份CPI的意外回落。不仅CPI从1月份的同比增长0.3%意外大幅降至2月份的-0.2% (为欧央行2015年3月正式开启本轮QE以来的最差水平), 核心CPI也从1%下滑至0.7%。2月我国对欧美日三地出口同比增速分别为-19.75%、-23.10%和-20.08%, 也是2009年之后的最低记录, 显示外需持续萎缩。在这样的全球经济背景下, 长端美国国债已具备一定的资产配置价值。此外, 美元指数自2015年12月持续走高, 美联储与欧日央行政策分化导致美元走强, 美债持有收益因美元升值而具备吸引力。

后文将美国国债市场进行简要分析, 以便投资者参与美国国债市场投资, 构建全球资产配置。

## 二、美国国债市场简介

投资美国债券市场, 投资者需要明确美国国债和美国国债的区别。美国国债指联邦政府债务, 其包括美国公共债务证券PDS (简称

表 1: 美国可流通国债

可流通国债	到期期限	具体发行期限
T-Bill	<=1年	4,13,26和52周
T-Note	1年-10年	2,3,5,7,9和10年
T-Bond		20,30年
Tips		5,10,20年

表 2: 美国可流通国债类型分布

可流通国债	规模 / 万亿		占比
	规模 / 万亿	占比	
可流通国债	T-Note	8.42	64.2%
	T-Bond	1.71	13.0%
	T-Bill	1.51	11.5%
	Tips	1.15	8.8%
	FFB	0.32	2.4%
	其他	0.02	0.1%

美国国债)和机构证券。虽然美国国债中99.87%为美国国债, 但二者并非等同的概念。通常美债收益率指的是美国公共债务证券的收益率。本文也将以美国公共债务证券PDS为研究重点。

1993-2007年期间, 美国国债规模温和增长, 其占美国GDP的比重约60%左右。2008-2014年期间, 美国国债规模随着三轮QE的推行并喷, 其占GDP的比重也在不到10年的时间里从60%飙升至105%。随着2014年底QE3的退出, 美国国债占GDP的比例也趋于平稳。截至2015年11月, 美国国债余额188万亿美元, 占GDP的比重为105.5%。

按交易属性分, 美国国债可进一步划分为可流通国债和不可流通国债。截至2015年11月, 可流通国债规模13.1万亿, 占比70%。美国国债以可流通国债为主。其规模变化也主要受可流通国债规模变化引起。

可流通国债指投资者可在二级市场自由买卖该债券。美国可流通国债分为短期债券 (T-Bill)、中期债券 (T-Note)、长期债券 (T-Bond)、通胀保护国债 (TIPS) 和FFB等。其中T-bill到期期限小于1年, 规模占比约12%。T-Note到期期限在1年到10年之前, 规模占比最大, 约64.2%。T-bond到期期限大于10年, 占比13%。TIPS为通货膨胀投资债券, 主要为寻求规避通胀的投资者青睐。FFB债券(Federal

表 3: 美国不可流通国债类型分布

不可流通国债	规模 / 万亿		占比
	规模 / 万亿	占比	
不可流通国债	政府账户债券	5.43	95.1%
	储蓄债券	0.17	3.0%
	州立政府账户债券	0.07	1.3%
	国内账户债券	0.03	0.5%
	其他	0.00	0.0%
	外国账户债券	0.00	0.0%
	REA 账户债券	0.00	0.0%

图3: 包括外国央行在内的其他主体持有联邦政府债务一半以上

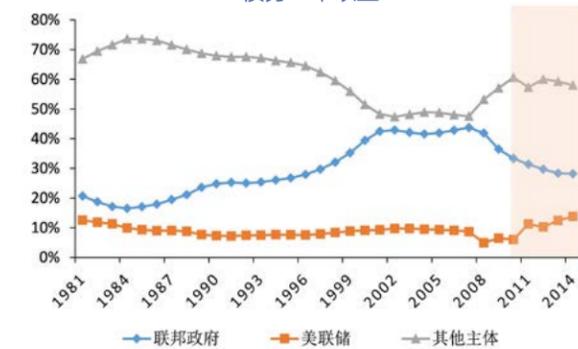


图4: 外国投资者对1年内公债需求提升

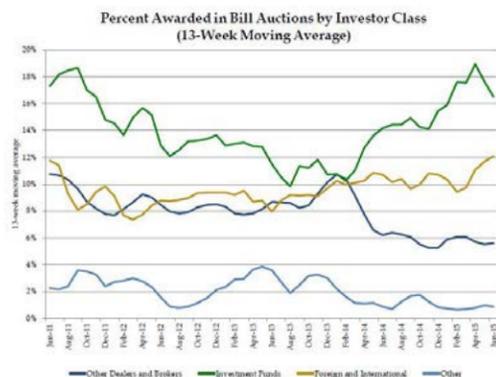
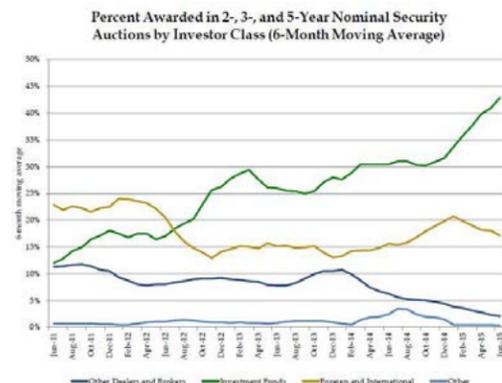


图5: 基金对2、3、5年期公债需求最大



Financing Bank)是联邦融通银行发行的债券,其不受联邦债务上限约束,政府机构可最多发行150亿美元FFB。因此,财政部可能以FFB的债券替换其它债券,以降低受限于债务上限的债务总量。

从投标需求来看,2015年市场对1年内T-bill的投标需求有所提高。1-30年期的美国公债需求则涨跌不一,其中2年、3年、10年期的公债需求较旺盛,其他期限公债需求有所下滑。

从投标机构来看,基金的中标情况最好。外国投资者对1年期以内公债、较长期限公债的需求有所提升,而基金对2、3、5年期公债的需求较大且持续提升。

不可流通公债无法在二级市场交易,投资者必须持有到期或回售给财政部。如前所述,截至2015年11月,美国不可流通公债余额5.7万亿,占比30%。从下图可以看出,美国不可流通公债的规模变动较小。2008年-2015.11期间规模缓慢增加,由4.7万亿增至5.7

万亿美元。值得注意的是,2015年1-10月不可交易公债规模出现下降,此前2011年、2013年不可流通公债规模也出现下滑,主要由于财政部间歇性关闭SLGS的发行以缓解债务上限压力(SLGS: Sales of state and local government series securities, 关闭SLGS是财政部的常规手段,以缓解国会和白宫在债务上限(debt ceiling)上的争议。)

不可交易公债按持有人账户分类,分为国内账户、外国账户、REA账户、联邦政府账户、州立政府账户、美国储蓄账户等,其中联邦政府账户是最大的持有人,截至2015.11规模5.4万亿,占比近95.1%。

按持有人划分,美国公债分为公众持有和联邦政府账户持有。公众持有包括美联储和其他主体。截至2014年底,美国公债中联邦政府账户持有28%,公众账户持有72%(美联储14%,其他主体58%),包括外国央行在内的其他

主体持有联邦政府债务一半以上。美国公债中其他主体持有占比最大,其次为联邦政府账户持有,美联储持有最少。

截至2015年底,中国仍是美国公债最大外债国,但近两年中国增持美国公债速度有所放缓。此外,中国持有TIPS的总额较大,占外国地区持有TIPS的33.2%,占全部TIPS的14%。

### 三、参与美国公债市场的方式

美国公债市场也分为一级市场和二级市场。但美国公债在一级市场发行之前,存在预售市场,即投资者可以以远期合同的形式对即将发行的国债进行交易。预售市场的存在使美国公债的发行价格更加合理。此外,美国公债在二级市场交易时可以本息分离交易。即公债利息和本金可分开交易,并重新组合。本息分离操作简便、成本低,在两个市场间套利交易活跃,使未

分离债券和已分离债券价格的相关性强,同时也大大提高国债二级市场流动性。

美国国债市场以场外交易为主,活跃的交易商和经纪商为市场提供流动性:

1)交易商(Dealer):美国国债投资者可通过treasury-direct直接购买美国国债,也可通过交易商购买,通过交易商购买需支付一定的费用。

2)一级交易商(Primary dealer):由纽约联储Federal Reserve Bank of New York 挑选,作为纽约联储交易对手,也是其实施公开市场操作的交易对手。截至2015.11,一级交易商共22家。

3)经纪商(Inter-dealer broker):撮合交易商之间的交易,增加市场流动性。2015年美国公债月均交易量4900亿美元,其中经纪

商贡献的交易量占比42%左右。

美国国债交易量2012年因fiscal cliff有所下滑,2013年随着QE加大力度、美债收益率走高、通胀持续低迷而有所恢复,2014年至2015年开始处于下行通道,主要由于美联储加息预期走强。但从绝对值来看,美国国债仍是全球交投最活跃的资产之一。从交易对手看,约42%的美国国债交易发生在经纪商与交易商、交易商与交易商间,58%的交易发生在交易商与客户间。

从交易标的来看,3年-6年的美国国债交投最为活跃,其次为2年期以内的公债。美联储决议加息后,所有期限的非贴现国债交投减少,1年期以内的贴现国债交投活跃度提升。

随着美国国债规模的不断增加,其交易时间也持续延长。目前

美国国债交易时间为22个小时,分为3个交易场所连续交易,分别为东京、伦敦和纽约。其中在纽约交易时间发生的交投占全球交投的90%以上。

1)东京: 08:30 a.m.-16:00 p.m.(东京时间),相当于19:30 p.m.-03:00 a.m.(纽约时间)

2)伦敦: 08:00 a.m.-12:30 p.m.(伦敦时间),相当于03:00 a.m.-07:30 a.m.(纽约时间)

3)纽约: 07:30 a.m.-17:30 p.m.(纽约时间)

总的来说,美国国债市场是一个交易量大、流动性好,对美国和其他经济体经济预期、全球风险偏好等均有所反映的投资标的。随着非美经济体的基本面持续疲弱,美债长端走势获得支撑。投资者通过参与美国国债市场,能够有效优化大类资产配置。

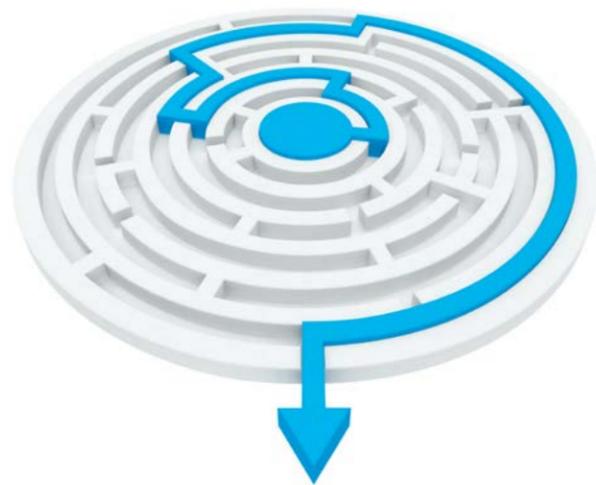
表4: 美国国债一级交易商一览

1	Bank of Nova Scotia, New York Agency	12	Jefferies LLC
2	BMO Capital Markets Corp.	13	J.P. Morgan Securities LLC
3	BNP Paribas Securities Corp.	14	Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated
4	Barclays Capital Inc.	15	Mizuho Securities USA Inc.
5	Cantor Fitzgerald & Co.	16	Morgan Stanley & Co. LLC
6	Citigroup Global Markets Inc.	17	Nomura Securities International, Inc.
7	Credit Suisse Securities (USA) LLC	18	RBC Capital Markets, LLC
8	Daiwa Capital Markets America Inc.	19	RBS Securities Inc.
9	Deutsche Bank Securities Inc.	20	Societe Generale, New York Branch
10	Goldman, Sachs & Co.	21	TD Securities (USA) LLC
11	HSBC Securities (USA) Inc.	22	UBS Securities LLC.

案例

# BAT 开打金融战对传统银行影响几何?

文 | 《固定收益》编辑部



在过去的 20 年里，金融业特别是银行业的赚钱能力尤为强劲；然而，当下金融业也面临前所未有的挑战。

伴随百度百信银行的曝光，BAT（百度、阿里、腾讯）三者之间的鏖战再度升级，从“二雄争霸”到“三国鼎立”，这一次BAT会带给金融界和传统银行怎样的“惊”和“喜”，传统银行的“围墙”又将受到怎样的冲击？

业内人士指出，美国当年通过证券化来瓦解银行业一枝独大的趋势，而中国如何实现？答案毋庸置疑，通过互联网金融的浪潮来，其中BAT可谓最具代表性，对传统银行的倒逼意义也最大。

## “BAT”三巨头齐聚银行业

相比另外两家竞争对手在互联网金融领域稍显激进的作风，百

度在金融领域的布局倒是很契合李彦宏本人的风格：慢性子，不过这里的“慢”也有着李彦宏以及百度的无奈。

在BAT三家当中，腾讯、阿里都有自己强大的用户账户体系与支付体系，而百度的金融业务则一直稍显弱势。

“支付是所有互联网金融业务的基础。在如此重要的‘基础’方面，百度却被甩了好几条街。”一位业内人士表示，百度尽管拥有自己的支付平台——百度钱包（百付宝旗下品牌），但成立初期相较支付宝和财付通而言市场所占规模偏小。当然，对于这个短板，百度想必也是知道的，市场曾传出“百度收购快钱”的消息，就是对此最

好的证明。

然而，这一收购最终并未成形，短板依旧存在，百度也就丧失了抢占互联网金融第一入口的机会。不过，这一情况也在慢慢改变，近年来，百度钱包通过糯米、外卖、旅游等业务获得高速增长，截至2015年12月底，百度钱包激活账户为5300万，同比增长189%。同时，百度在教育、旅游领域积极发展互联网消费信贷业务，市场份额不断提升。

“基础设施”正在不断完善，先后成立的百信银行和百安保险也昭示百度在新业务方面正加速推进，这也意味着百度不再甘于人后，互联网金融征程再次起航。

2015年11月18日，百度高调宣

布“牵手”中信集团发起设立直销银行——百信银行。至此，中国互联网“三巨头”BAT再次聚齐互联网银行领域。随后，百度也联合安联、高瓴发起百安保险，让外界对这场战争更添期待。

作为BAT巨头之一，百度觊觎

银行牌照已久，特别是在腾讯、阿里均有自己的民营银行的情况下。此前李彦宏也曾对外界透露会争取民营银行牌照，可是最终呈现给世人的为什么却是直销银行？

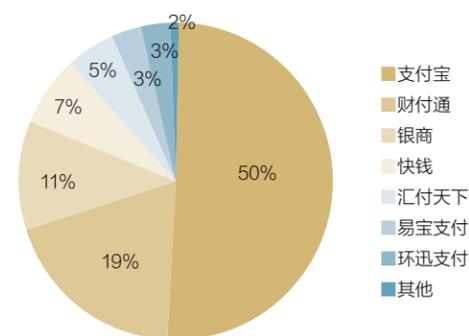
中欧陆家嘴国际金融研究院副院长刘胜军对这一问题的解释

是，百度可能看到了目前互联网银行的情况，所以选择了折中的方式。理论上讲，互联网银行的模式非常好，但是监管的障碍很多。获得民营银行的牌照之后，就必须在发展业务时获得银监会和央行的审批。

目前，阿里的蚂蚁金服虽然没有民营银行牌照，但业务同样风生水起：已涉足支付、小贷、基金、保险、理财、征信等多个业务领域，旗下拥有支付宝、支付宝钱包、余额宝、招财宝、蚂蚁微贷、芝麻信用等多个新兴互联网金融业态。

可再来看看网商银行的情况，2015年10月推出一款面向线下实体商户的贷款产品——口碑贷；11月面向农村农户的小额贷款产品——旺农贷正式上线，为农村的种植养殖者、小微经营者等提供信贷服务。但无论是口碑贷还是旺

图1：线上支付市场，第三方支付占主导位



数据来源：艾瑞咨询 数据截至：2015年年底

表1：BAT互联网金融业务布局一览

公司	支付	征信	基金	综合理财	保险	银行	股权众筹	P2P
百度	财付通 微信支付 QQ支付	腾讯征信	指数基金	理财通	众安保险	微众银行	无	无
蚂蚁金服	支付宝	芝麻信用	余额宝 招财宝 天弘基金 数米基金 德邦基金	蚂蚁聚宝 余额宝 招财宝	众安保险 国泰产检	网商银行	蚂蚁达客 36氪	网金社
百度	百付宝	无	指数基金 货币基金	百度金融	百安保险	百信银行	无	无

资料来源：网络 数据截至：2015年底

大量的具备金融属性的非金融业态利用互联网不断地挤入金融，金融跟非金融的界限日趋模糊，融合不断加剧，然后泛金融时代真正到来。这是一个金融与各种产业的同步化程度越来越高的时代。金融变得越来越普遍、越来越重要，但严格意义上的金融企业将越来越少。

农贷，客户选择和业务操作都基于线下操作。而微商银行的发展似乎更“糟”。2015年5月高调上线的“微粒贷”，但是被外界诟病为——创新不足；8月才正式上线的APP，被认为是直销银行的翻版；9月，微众银行对外确认行长曹彤因个人原因离职；11月，第二位高管——分管同业业务的副行长郑新林出走。

不少分析人士认为，蚂蚁金服已经是一个“类银行”机构，网商银行目前所从事的业务也仅仅是阿里现有金融业务的补充。而对于腾讯来说，在金融圈涉世未深，未有足够多的积累，这张牌照的用处或许并不大。

“微众和网商银行的核心问题在于：它们没有银行大股东，这样完全由互联网公司主导的互联网银行，在金融行业的监管思路和框架下，业务发展困难重重，这点在互联网银行成立之初高调的团队建设到如今高管不断离职的显著对比中已经得到印证。”有业内人士表示。

于是，此次百度另辟蹊径，采用直销银行的模式，也被认为是向民营银行所做的一次过渡。

### 此直销银行VS彼直销银行

值得一提的是，百信银行直销银行模式并不是百度首创，传统银行早在抢滩直销银行。从2013年9月北京银行与荷兰ING集团携手成立国内首家直销银行，至今短短两年时间，已经有超过50家银行设立了自己的直销银行。

那么，百信银行的直销银行模式同传统银行直销银行模式相比，到底有什么不同？

国信证券银行业首席分析师李关政认为，国内宽口径的直销银行其实有两类，一类是互联网银行，如微众、网商，是持牌机构，互联网公司主导；另一类则是北京、民生、兴业作为二级部门的直销银行，银行主导。而百信银行属于第三类，银行+互联网公司的独立持牌机构。

而这第三类机构的产生，也被一些业内人士视为百度在金融领域“少奋斗10年”的双赢之举。

“既能绕开繁琐的民营银行申请，还能避免微众银行、网商银行面临的远程开户尚未破冰的尴尬。”一位分析师提出，相比于过去直销银行大多作为传统银行二级机构存

在，百信银行作为独立公司运营，有助于更大程度地激发“互联网基因”，将直销银行优势放大、引爆。

一位金融业内人士亦对百信银行直销银行模式很是看好，他表示：“互联网+传统金融已经处于产生新的银行模式的储备期，但这种新的商业模式还在初始阶段，还需要继续试行和完善。从BAT布局金融路径来看，其更大的意义在于推动金融改革。”

### 对传统银行影响几何？

事实上，谁也不能否认互联网金融的强大力量。近年来，互联网金融正以第三方支付、大数据金融、P2P网络信贷、众筹融资等寡头垄断发展模式与传统商业银行形成错位竞争的格局。

在过去的20年里，金融业特别是银行业的赚钱能力尤为强劲；然而，当下金融业也面临前所未有的挑战。随着中国的互联网巨头BAT申请到银行牌照，金融行业正以未曾预想过的速度或主动或被动地进行着改变。

正如一位业内人士所说：“过去300多年几乎所有的行业都已面目全非，然而银行业的基本制度和运营逻辑并无大变，这几乎是没有天理的事情。”

有分析认为，BAT做金融的真正优势并不在于其客户量，金融本质上也是一种信息产业，而如阿里这类的互联网企业在获取判定客户的身份信用记录的真实信息以及监控客户的交易行为和踪迹上，具有传统金融业无法匹敌的优势。

传统商业银行所使用的风险管理，是一种在信息不透明不对称的情况下不得已使用的手段；但互联网与其最明显的差异在于：交易行为被置于信息越来越透明的环境当中，同时交易行为也是一种数据积累过程，而且采集获取信息的成本是超低甚至是零成本的，这对于传统商业银行来说是极难办到的。

有鉴于此，平安集团董事长马明哲预测，未来金融业发展有三大趋势：10年内，60%以上的现金和信用卡会消失；15年内，大部分

中小金融机构的前台由互联网企业完成；金融机构的前台将向小型化、社区化、智能化、多元化发展。

“短期来看，互联网金融尚不会对传统的银行业构成显著的冲击。但是从长远看来，随着电子商务市场交易规模日益壮大，互联网金融将对银行业产生根本而深刻的影响。因此，商业银行需要重新审视自身的优势与短板，并以此为契机全面认识技术变革带来的影响，更新理念，调整战略，加速改革创

新与转型发展，以应对互联网金融的发展浪潮。”另一外行业内人士表示。

或者在不久的将来，我们可以看到这样的情景：大量的具备金融属性的非金融业态利用互联网不断地挤入金融业，金融跟非金融的界限日趋模糊，融合不断加剧，然后泛金融时代真正到来。这是一个金融与各种产业的同步化程度越来越高的时代。金融变得越来越普遍、越来越重要，但严格意义上的金融企业将越来越少。



## 两会视窗

# 两会风向标： 2016年楼市往哪里走？

文 | 《固定收益》编辑部

权威专家指出，2016年一线城市的楼市政策将更加趋紧，打击投机者的力度也将提高，房地产的供给侧改革将提上日程，而二三线城市楼市去库存仍然任重道远。

2015年末以来，北上深一线城市及部分二线城市的房价一骑绝尘。在本次两会中，关于楼市的每个信号都受到了极大的关注。

国家统计局公布数据显示，2016年2月份，房价同比涨幅前三位的深圳、上海和北京，同比分别上涨57.8%、25.1%和14.2%；同

时，70个大中城市新建商品住宅价格同比上涨的城市有32个，比1月增加7个，且32个城市的涨幅均比上月有所扩大。

在此背景下，为调控房价过快上涨，两会刚过，沪深两市史上最严限购法令立即出台，对于2016年楼市走向也开始变得扑朔迷离，市场上多空两大声音充斥

于耳。本文也试图再次从两会中挖掘未来楼市走向的蛛丝马迹。

## 信号一：房地产供给侧改革

### 一线城市限购更严

去年以来，房地产销售实现企稳回升，今年1、2月份仍然

保持这个态势。对此，住建部部长陈政高在两会时表示，中国房地产市场目前呈现出明显的两极分化的特征，“要看到城市间的分化严重，且待售面积规模大、房地产库存高，库存增速也很快。”他提出，对于一线城市，将继续实行严格的限购政策，实行严格的差别化税收政策；增加土地供应面积，及时披露信息，稳定预期；增加中小套的数量；打击交易中的违法违规行。

针对陈政高的两会发言，住建系统一名接近决策层的人士介绍，住建部已经密切关注一线城市的房价，并已经召集相关会议研究此事。北京、上海、深圳这三个一线城市已经在储备政策，“两会”后便可能出台相应的调控措施，具体内容可能包括严格限购审核、扩大市场供应、打击捂盘惜售、规范金融杠杆等，以抑制房价过快上涨。

果不其然，三月底，上海

率先推出房地产新政，即非本市户籍居民家庭购房缴纳个人所得税或社保的年限，从购房之日起计算的前3年内在本市累计缴纳2年以上，调整为连续缴满5年及以上。购买第二套普通自住住房的首付款比例不低于50%；购买非普通住房的，首付款比例不低于70%。随后，深证房地产新政也揭开面纱，非深户在深圳购房，社保缴满年限由此前的1年提高至3年；首套房还清房贷，购买第二套房时，首付由3成提高至4成。首都北京的房价备受瞩目，有着最严限购政策的北京一举一动都牵动着楼市的神经。全国人大代表、北京市常务副市长李士祥表示：北京将严格执行限购尤其是通州的限购政策，与此同时，也将从人口疏解的战略出发，控制房地产开发投资。

由此可见，权威专家指出，2016年一线城市的楼市政策将更加趋紧，打击投机者的力度也将

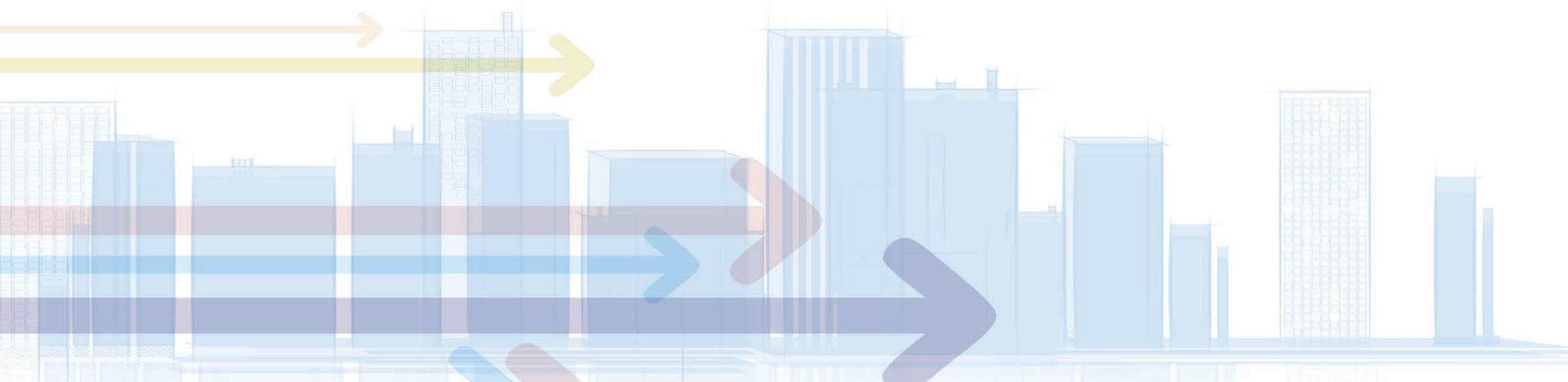
提高，房地产的供给侧改革将提上日程，而二三线城市楼市去库存仍然任重道远。虽然沪深楼市新政已出，相信北京的住房新政会在不久的将来推出，今年一线城市房价大涨将是主旋律。

## 信号二：城镇化目标“质量”首超“数量”

### 一线城市增加土地供应以释缓房价上涨

由于此前房地产市场的不景气，包括北上深等一线城市去年均大幅减少了土地出让的宗数和面积，与此同时，由于下半年以来土地市场的火爆，北上深等一线城市又屡屡拍出高价地。

据了解，一线城市土地价格持续上涨，但住宅土地供应并不多。今年前两个月，一线城市住宅类土地总共签约才16宗，而平均楼面价高达14409元，同比2015



年涨幅达到了25%。北京今年已出现的3宗住宅用地中，楼面价全部超过4万元，而去年北京实际商品房住宅面积土地建筑面积只有300万平方米，而商品房住宅签约则超过了700万平方米。

在此市场情况下，只有增加土地供应以增加房源供应才能稀释房价上涨预期。国土部部长姜大明在两会期间表示，将采取分类调控的原则，增加一线城市的土地供应面积。最近一线城市房价上升快，引起关注，为防止异常交易推高房价，全力支持一线城市地方政府调控措施。

另外，在政府工作报告提出的城镇化目标中，2020年常住人口城镇化率目标60%（2016-2020年均提升0.8PCT），户籍人口城镇化率目标45%（2016-2020年均提升1.5PCT），户籍人口城镇化率首次单独拎出且超过常住人口城镇化率，表明城镇化质量将进一步提高，符合此前“推进流动人口市民化”的预期。

分析人士认为，单单通过补贴鼓励农民进城购房，只是机会性地消化地产库存，而提高市民化率，是对农民工转换为市民的制度性障碍的解决，比如户籍以及附着在户籍上的社会保障，这是一种市场化的行为。在此基础

之上农民会自主选择进入能解决就业机会的城市，从而提高有效需求，是因地制宜化解房地产库存的前提，以避免往后形成新的风险。

### 信号三：整治“首付贷”再次被提及

#### 宽松货币政策不会因此转变

去年下半年以来，北上深等一线城市房价大幅上涨，以“首付贷”为代表的杠杆资金被认为是推动此轮房价上涨的一个重要因素。在两会期间的“金融改革与发展”媒体发布会上，政治“首付贷”再次被提及。

央行行长周小川表态称，P2P做“首付贷”资质成问题，必须明晰资金来源，银行要对房地产价值进行评估，首付不能是借来的。

分析人士认为，这是为保证按揭安全特性，使银行在“资产荒”中有按揭贷款配置资产。根据央行口径，今年一月份首套房的首付比例普遍在35%以上，二套房实际首付比例在40%以上。目前整个银行业的不良贷款比例大概在1.7%左右，而按揭贷款整体不良比率只有0.38%，远低于整体银行业的不良贷款比例。中国

的商业银行因这一因素将持续增加按揭贷款占比。

两会过后，包括央行、银监会在内的金融监管部门，继续密切关注部分地区房地产行业融资风险，深圳、上海、江苏等地已明确叫停“首付贷”业务。然而，购房者、投资者的资金需求并未跟着“首付贷”的叫停而立即熄灭。很多“首付贷”换个马甲继续出现，因而分析人士指出，对于监管者来说，2016年整治“首付贷”的政策仍将加码，并做好跟进措施。

此外，2016年的宽松货币政策大概率不会因为一线城市房价上涨而转变。周小川认为，货币政策是总量政策，是要针对全国平均的情况来进行设计和执行的。从全国总平均来看，房地产仍旧面临着比较大的去库存压力。因而货币政策总体偏向宽松的主旋律或将不变。

### 信号四：房地产纳入“营改增”试点

#### 长期看相当于变相降低房价

政府工作报告中指出：从5月1日起将全面落实“营改增”，试点范围扩大到建筑业、房地产业、金融业、生活服务业，并将所有企业新增不动产所含增值税纳入抵扣范围，确保所有行业税负只减不增。

如何确保“营改增”顺利落地？国税总局局长王军在两会发言时表示，国税总局将尽心尽力快出实施方案，估计两会结束



后，国务院很快会召开常务会议审定方案，审定以后，总局将配合财政部，尽快公布方案并制定一系列的操作办法。财政部部长楼继伟表示：“今年5月1日施行的营改增拟准备方案是，17%的标准税率不提高，但新增不动产可以纳入抵扣。”

对此，分析人士认为，从短期角度看，可能涉及存量项目的进项税凭证归集问题，“营改增”能否带来税负下降有不确定性，关键看后续细则，如是否涉及新老划断等；从中长期角度看，“营改增”将降低开发商的纳税负担，有助于盈利能力提升。举个例子：按照一致预期的房地产增值税率11%简单测算，假设开发商进项额占销项额的70%，那么仅就营改增本身而言将导致开发商税负下降40%，在当前以“去库存”为主的楼市调

控基调下，降低开发商税费也就是变相降低房价。

### 信号五：首提“新经济”

#### 房地产政策调控走向“结构分化”

2016年政府工作报告首次提及新经济，“促进分享经济发展，推动生产、管理、营销模式变革”。分析人士认为，房地产存量时代已经来临，而分享经济是使供给端更高效的匹配需求侧，这意味着在市场将有可能形成房地产新经济框架，如：基于信息的交易环节的搜房、世联；基于后市场的社区服务环节的彩生活；基于存量优化环节的云南城投。

房地产行业政策从“全局宽松”走向“结构分化”。2015年

政府工作报告提及“支持居民自住和改善性住房需求”，2016年为“完善支持居民住房合理消费的税收、信贷政策，适应住房刚性需求和改善需求，因城施策化解房地产库存”。2015年的重点是“支持”，2016年的重点是“完善+适应”以及“因城施策化解房地产库存”，这表明大的宽松框架已确定，同时2016年重点是落实和完善，行业政策从“全局宽松”走向“结构分化”。

以上几个方面都是从供需发力，对房地产供需关系的进一步改善有利，同时在机制上因城施策，防范未来新的风险。招商证券地产分析师赵可认为，无论从流动性、长期价格变化的波幅、资产复杂性来看，房地产都不同于股票，维持全局房地产市场复苏，早周期属性10年不变（支柱行业），长周期上复苏至2019年。

无论从流动性、长期价格变化的波幅、资产复杂性来看，房地产都不同于股票，维持全局房地产市场复苏，早周期属性10年不变（支柱行业），长周期上复苏至2019年。

# 基金经理观点

## 2015年流动性总结及2016年展望

文 | 颜昕 (鑫元安鑫宝货币基金·基金经理)



可以预见的是，今年央行货币政策将更加受制于汇率，也将更加关注国际资本之间的流动，货币政策的一致性放松预期在短期可能受到挑战。

### 一、2015年流动性总结

2015年央行5次降息、5次降准，同时结合SLO、SLF、MLF、PSL释放流动性。一方面经济增速下滑需要货币政策加以宽松，另一方面，外汇占款流出、地方债置换需要央行释放流动性。2015年外汇占款减少5127亿美元，几乎与降准释放的流动性一致。由于其他流动性工具为滚动续作，可以视为对短期流动性的熨平工具。

2015年CPI进入1时代，PPI持续负增长，经济增速进入新的台阶，过高的利率已不合时宜。

从更能体现实体经济融资成本的LPR（贷款基准利率）来看，2015年实体经济的融资成本呈逐步下降态势。

目前存款准备率基本达到08年货币紧缩前期水平，进一步降低存款准备金率仍有空间。

随着经济持续缓慢出清，实体的资金需求也在放缓。从社会融

资总量来看，2013到达顶峰后，整体呈回落态势。从融资结构来看，贷款仍占到社会融资的70%左右，直接融资比例有较大的提升空间。

### 二、2016年流动性分析

2016年中央定调为去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板，整体思路仍然是尽快让市场出清。2016年央行工作会议强调实施稳健的货币政策，营造适宜的货币金融环境，灵活运用各种工具组合，保持银行体系流动性合理充裕。2016年社会融资规模可能会继续缩量。

从地方政府债角度来看，2016年较2015年总发行量可能增加过万亿，置换和新增规模都有所扩大，总体地方债规模约在5-6万亿之间。地方债置换主要是存量债务降低融资成本以及明确政府债务的一种方式，并不会对流动性造成过多的冲击。

从外汇储备来看，由于前期

人民币高估形成了堰塞湖，加之国内资产回报率持续下降，人民币存在贬值需求，但贬值幅度与时间跨度市场预期分歧较大。

从外部环境来看，美国加息周期的启动和地缘政治的不稳定，已经带来美元的强势，这将会与国内出口低迷、稳增长有压力之间形成“共振”，导致人民币相对美元仍将贬值，资金的流出与央行的对冲，很容易引起国内流动性市场波动。2015年三季度资本账户逆差已达到创纪录的2239亿美元，完全吃掉了经常账户的634亿美元顺差，导致外汇储备缩水1606亿美元。这种趋势在2016年会延续下去，首先是个人资产配置多币种化，二是企业加快走出去，三是中美利率收窄，人民币单边升值预期打破。四季度以来，美国加息周期启动叠加地缘政治的不稳定，造成国际资本加速流动，同时叠加国内经济下行预期进一步升温，人民币相对美元贬值一度超预期。为此央行在境外

也强化了维稳力度，包括限制离岸人民币的拆借等。

2016年2月央行口径下外汇占款下降幅度为-2278.83亿元，幅度大于外汇储备下降的幅度-285.72亿美元，但下降幅度为近四个月最小值。2月份做空人民币的投机资金对于外汇占款的负面影响将有所下降，但居民企业包括银行自身的换汇需求仍会继续，仍会造成外汇占款的自然下降。2月金融数据中新增外汇贷款规模为-67亿美元，新增外汇存款规模为83亿美元，反映企业和居民仍在继续调整外币资产负债表，后续外汇占款仍面临持续流出的压力。目前来看，人民币汇率短期风险有所缓和。不过人民币汇率在2016年仍然会成为影响

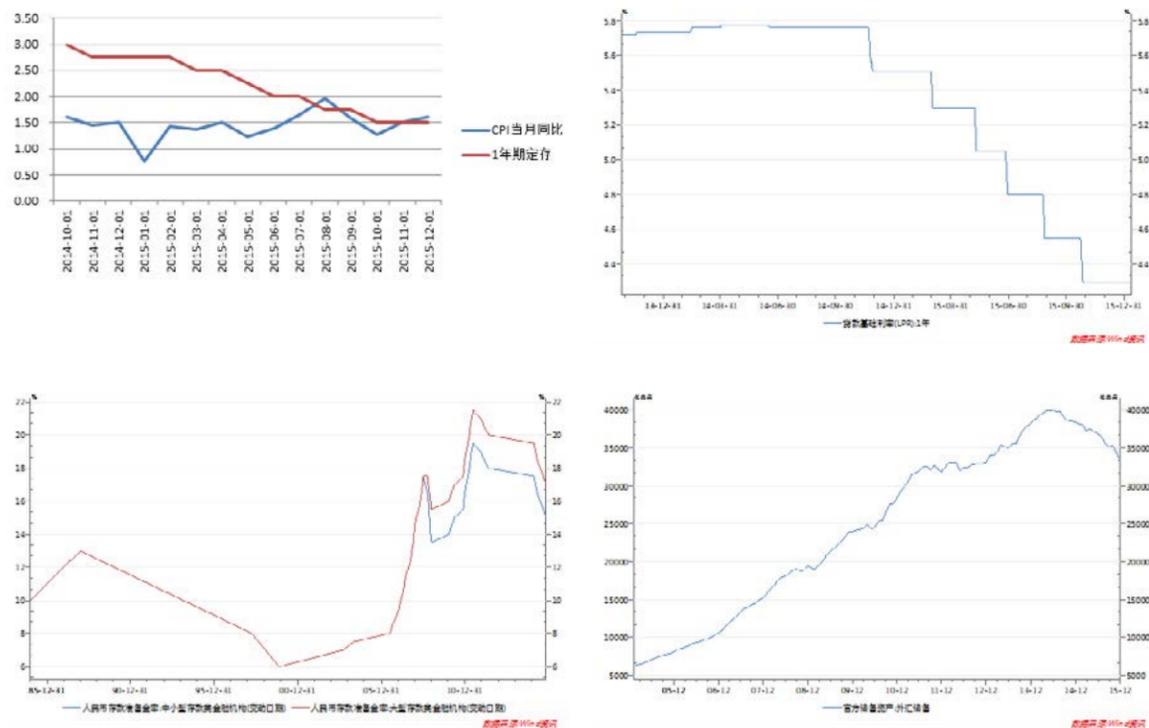
国内流动性的最重要因素，主要即关注外汇储备总量上的变化，首先当前外汇储备为3.33万亿美元，根据国际经验，并运用IMF所倡导的综合性指标，如果参考固定汇率体制标准，我国外汇储备的预防性需求的下限基准值为2.88万亿美元，而参考浮动汇率体制标准，外汇储备的预防性需求的下限基准值为1.63万亿美元。由于中国采取有管理的浮动汇率制，预防性外汇储备需求的下限介于1.63-2.88万亿美元之间。如果按2015年下半年外汇储备消耗的速度来衡量，2016年全年外汇储备将减少7000-8000亿美元，外汇储备不足的风险确实存在。通过降准，央行会对冲资金外流的风险，但是降准之后有可能

进一步激发市场对人民币的贬值预期，这种手心手背的权衡将贯穿全年。整体形态可能是央行降准，则市场流动性短期充裕，随着降准利好兑现，后续流动性又重新趋紧，这就考验管理层在预期引导上的能力。

从这个角度来看，可以预见的是，今年央行货币政策将更加受制于汇率，也将更加关注国际资本之间的流动，货币政策的一致性放松预期在短期可能受到挑战。在实际投资中，具体到指标而言就是人民币离岸与在岸利差以及外汇储备的边际变化率，这些将成为判断未来一段时间内境内流动性的最关键因素。就从这一层面来说，今年必将不会平静，流动性对于各类资产

	公开净投放	SLO、SLF	MLF	PSL	降准	降息	地方债置换	专项金融债
1月	1050	1800						
2月	1030	1606			6000			
3月	-2980		3700			-25bp		
4月	-500		650		13000			
5月	0		0			-25bp	10000	
6月	1850		1300		6000	-25bp		
上半年合计	450	3406	5650	na	25000	-75bp	10000	
7月	50	0	2500	429			10000	3000
8月	2800	3400	1100	604		-25bp	12000	3000
9月	-1700	0	0	521	6500			
10月	-1000	0	1055	705	6500	-25bp		
11月	100	0.5	1003	518				
12月	100		1000					
下半年合计	350	3400	6658	2777	13000	-50bp	22000	6000
余额		0	6958	10812				
全年	800	6806	12308	2777	38000	-125bp	32000	6000

数据来源：Wind，国泰君安证券研究



总的走势都将形成巨大的影响。从去年底到今年初来看，股票市场对这一影响的反应是极为敏感的，8月份以及年初的两次下跌其背景均源于此。而中国股市的波动又进一步影响国外资本市场，世界经济之间的联动性十分显著。投资者在后续可能需要全球视角，才能更好的对未来进行投资规划，同时对于隐含的风险点保持较高的敏感性。

2016年3月央行本年首次降准，但此后的公开市场操作利率并没有下调，整体来看政策利率并不旨在向下牵引，降准一方面符合构件价格型货币政策调控机制的长期需要，另一方面也可以降低公开市场操作的成本，可以看作是对公开市场逆回购的替代，但只是补水，

不是放水，对债市短期利好有限，中期可能触发信贷扩张。

总体来看，2016年降息的次数会明显减少。首先存贷款利率已经完全市场化，利率市场化接近尾声，降息的对经济增长的边际作用在递减。其次2016年CPI和PPI都应该高于今年，目前1年期定存与CPI基本一致，进一步降息空间有限。最后降息会加剧短端利率下行，可能进一步引发资本外逃，不利于人民币汇率稳定。

在过剩产能出清的大背景下，货币政策占配角，主动大幅放水意愿不强，降准多于用对冲外汇占款流失，定向宽松政策主要是为了平抑资本市场的流动性波动并加强薄弱环节支持力度以及对冲政

府专项债务。2013年钱荒使得央行对于银行间市场流动性的把控力大大增强，目前利率波动率已明显降低，2016年央行货币政策约束更多，包括汇率因素、物价水平过快上涨因素、资金脱实向虚需要金融去杠杆因素等等，同时房价上涨从一线城市向二线城市蔓延，部门三线城市房价也开始出现反弹，房价的快速上涨也会推高通胀预期上涨，也会制约央行货币政策的放松空间。资金投放频率和规模恐怕不会采用2015年大水漫灌的模式，这会导致银行间流动性长期处于一种紧平衡的状态，资金面的波动性会略有加大，在个别时点会表现的更加明显，最终造成短期资金利率难以出现明显下降。

# 鑫元稳利

## 债券型证券投资基金

基金代码：000655

### 投资特点

# 稳

本基金为纯债基金，对债券类资产的投资比例不低于基金资产的80%，不参与买入股票和权证。债性纯正，风险更低，收益更稳健。

# 利

鑫元基金发挥固收细分领域特长，努力为客户创造长期稳定的投资回报。根据《鑫元稳利债券基金2016年一季度报告》，本基金自2014年6月12日成立以来，截至2016年3月31日，累积收益率达17.5%。

(注：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。)

### 风险提示

尊敬的投资者：

非常感谢您对鑫元基金的关注，我们真诚地提醒您注意以下几点：

- 一、证券投资基金(以下简称“基金”)是一种长期投资工具，其主要功能是分散投资，降低投资单一证券所带来的个别风险。基金不同于银行储蓄和债券等能够提供固定收益预期的金融工具，投资人购买基金，既可能按其持有份额分享基金投资所产生的收益，也可能承担基金投资所带来的损失。
  - 二、基金在投资运作过程中可能面临各种风险，既包括市场风险，也包括基金自身的管理风险、技术风险和合规风险等。巨额赎回风险是开放式基金所特有的一种风险，即当单个开放日基金的净赎回申请(赎回申请份额总数加上基金转换转出申请份额总数后扣除申购申请份额总数及基金转换转入申请份额总数后的余额)超过前一开放日的基金总份额的百分之十时，投资人将可能无法及时赎回持有的全部基金份额。
  - 三、基金分为股票基金、混合基金、债券基金、货币市场基金等不同类型，投资人投资不同类型的基金将获得不同的收益预期，也将承担不同程度的风险。一般来说，基金的收益预期越高，投资人承担的风险也越大。
  - 四、投资人应当认真阅读《基金合同》、《招募说明书》等基金法律文件，了解基金的风险收益特征，并根据自身的投资目的、投资期限、投资经验、资产状况等判断基金是否和投资者的风险承受能力相适应。
  - 五、投资人应当充分了解基金定期定额投资和零存整取等储蓄方式的区别。定期定额投资是引导投资人进行长期投资、平均投资成本的一种简单易行的投资方式。但是定期定额投资并不能规避基金投资所固有的风险，不能保证投资人获得收益，也不是替代储蓄的等效理财方式。
  - 六、鑫元稳利债券型证券投资基金(以下简称“本基金”)由鑫元基金管理有限公司依照有关法律法规及约定发起，并经中国证券监督管理委员会证监许可[2014]488号文注册。本基金的《基金合同》和《招募说明书》已通过指定媒体以及鑫元基金网站www.xyamc.com进行了公开披露。
  - 七、基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证本基金一定盈利，也不保证最低收益。基金的过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现。基金管理人提醒投资人基金投资的“买者自负”原则，在做出投资决策后，基金运营状况与基金净值变化引致的投资风险，由投资人自行承担。
  - 八、投资人应当通过基金管理人或具有基金销售业务资格的其他机构购买和赎回基金，基金销售机构名单详见《招募说明书》及相关公告。
- 投资者在选择产品前应进行风险承受能力测评，选择与自身风险承受能力相匹配的产品。

### 基金经理



张明凯先生，超过七年行业经验，经济学硕士。2008年7月至2013年8月，任职于南京银行担任固定收益研究和信用债研究工作，精通信用债的行情与风险研判，是南京银行债券信用风险控制体系的创立者，在宏观经济研究、固定收益类产品投资交易方面具有丰富经验和独到见解。2013年8月加入鑫元基金管理有限公司，现任鑫元多只基金产品的基金经理。

### 后市展望

对于未来债券市场的走势，张明凯表示，长期来看，决定债券走势的三大因素包括政府刺激经济的路径、汇率以及债券替代品，总体仍向有利于市场的方向发展。二月份两会所传达出的信息中可以看到政府的决心，经济短期被刺激反弹的概率下降；随着日欧进一步向负利率政策延伸，全球衰退之下强势美元难以独美，美国加息后令国内资本流出的压力有所缓解；与债市相比，权益市场低位波动且操作性差，房产价格一线强势背后是价格的一步到位，黄金与大宗市场容量相对较小，大量的理财需求仍源源不断向债市进行输血。总体而言，未来一段时间内，债市仍能够为市场带来较为可观的相对回报。



客服电话：400-606-6188 (免长途话费)

公司网站：www.xyamc.com

地址：上海市浦东新区富城路99号震旦国际大楼31层



鑫元基金官方微信扫描添加



# 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](http://www.xyamc.com)

地址：上海市浦东新区富城路99号震旦国际大楼31层

欢迎投稿、商务合作

小编邮箱：[lvzhimiao@xyamc.com](mailto:lvzhimiao@xyamc.com)