

固定收益

XINYUAN FIXED INCOME

07

2016年8月 第七期
www.xyamc.com



鑫元看市场

2016年下半年宏观展望及固收策略

聚焦

债券市场信用事件分析与总结

债市增信工具大盘点

违约处置方式及高效掘金探讨

债市监管法规大事记

机构

“八条底线”倒逼基金子公司转型

基金子公司发展历程梳理

人物

基金经理赵慧：投资宜静，热点不可轻易追

声音

“债券违约”诉讼 追偿要点解析

从《叶问3》票房事件看资产“未来”

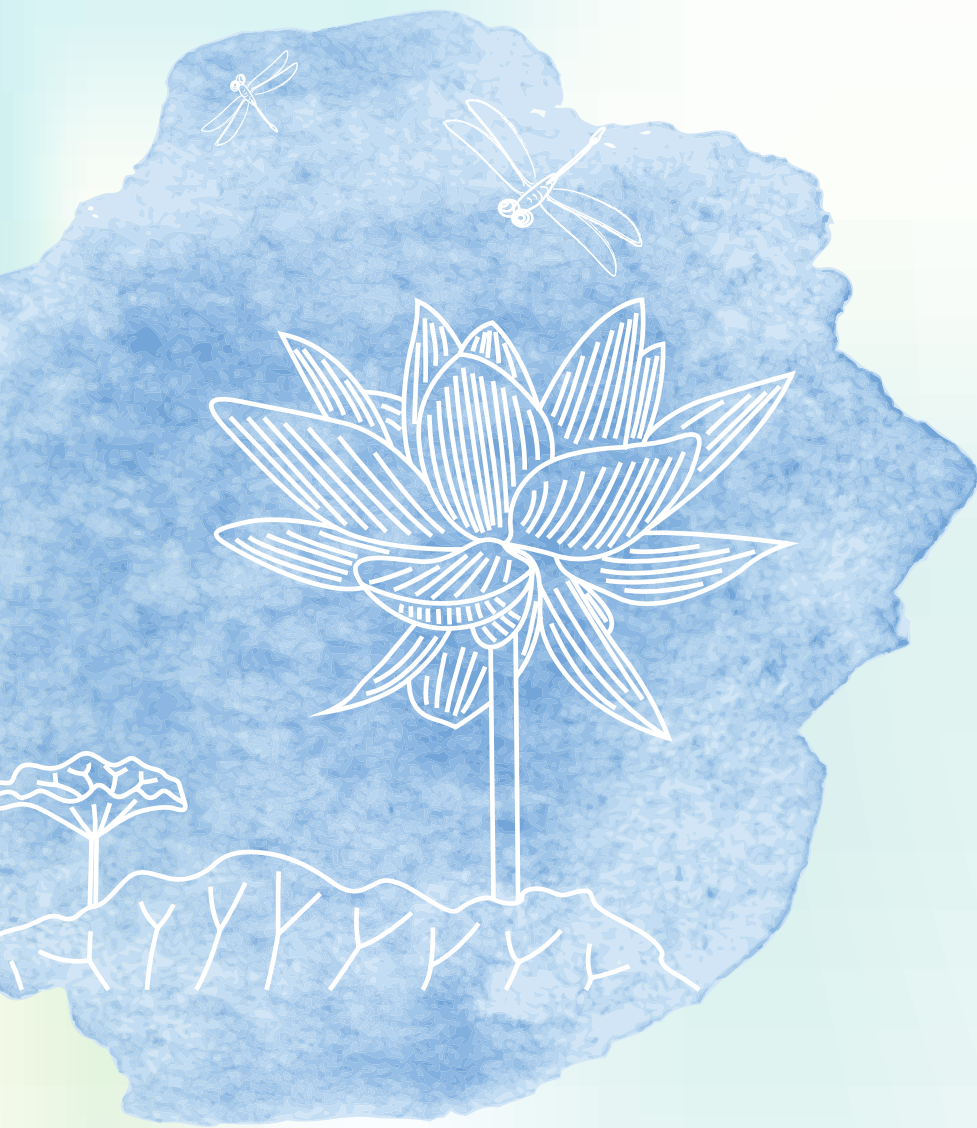
收益权证券化的利弊

宏观

房地产公司债信用分析模型初探

票据风波引发监管升级 电子票据或成“解药”

新常态下商业银行资产负债表如何生变





直面债市违约风起

如同可以接受生老病死，人们开始接受债券违约，也意识到债券必然会有违约，以往业内外一直呼吁的债券风险定价开始真正初现端倪，这无疑是整个债券市场投资理念的提升，值得铭记。我们承认，违约是任何一个国家债市发展的必经之路，有高收益、高风险的券种违约，质量高、收益低的券种方有市场。在经济下行周期重压之下，债券违约很可能常态化。但无疑信用风险也在加大，信用债违约正在向纵深扩展。如果任凭违约趋势继续，任凭违约行业扩沿，本来就处于下行期的整体经济如何应对？会不会最终外溢，引发系统性风险？再者即便债市的主要参与者是机构，能够独立参与债市投资的自然人投资者寥寥，但这些机构资金恐怕大多还是来源于社会大众。特别是那些代表广大个人投资者权益的货基、债基在踩雷后如何自处？如何面对流动性风险，面对基金持有人可能发生的亏损？在发债门槛越来越低的今天，以上疑问显然并非哗众取宠。

因而，债市从“不许人间见白头”，多年来没有一起实质性违约，到一旦踩雷违约债，让债权人“自生自灭自倒霉”，给市场风险背书，这倒并不见得就比以往债券必然刚兑就要好。虽然没有哪条法律规定企业必须刚性兑付，但自负盈亏的企业，在出现问题之后，就需要市场化和法制化的方案来解决。只是当前配套的违约处置体系稍显“力不从心”，对于卖者违约后的处置，尤其是对违约事件债权人保护措施，以及中介机构约束等相关的制度都有待细化，这凸显“卖者尽责”同时“买者自负”的重要性。

违约事件并不可怕，也并非一定不能接受，前提是建立在与投资者的风险识别与承受能力匹配、债务人的信息披露准确及时，以及被违约债权人最终要得到合法公正的赔偿等等一系列符合现代经济社会法律法规，诚实信用等公序良俗的基础之上。时间将会见证投资者与债市中的债务人、发行人、托管人共同在建立市场化和法制化的信用违约处置体系道路上的努力。



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 婵

项目协调 杨 畅 马 磊

内容合作 环讯传媒

CONTENT

卷首语

01 直面债市违约风起

04 固收动态

鑫元看市场

06 2016年下半年宏观展望及固收策略

聚焦

11 债券市场信用事件分析与总结

16 债市增信工具大盘点

20 违约处置方式及高效掘金探讨

24 债市监管法规大事记

机构

26 “八条底线”倒逼基金子公司转型

30 基金子公司发展历程梳理

人物

32 基金经理赵慧：
投资宜静，热点不可轻易追

目录

2016年8月 第七期

声音

36 “债券违约”诉讼 追偿要点解析

40 从《叶问3》票房事件看资产“未来”收益权证券化的利弊

宏观

45 房地产公司债信用分析模型初探

48 票据风波引发监管升级 电子票据或成“解药”

52 新常态下商业银行资产负债表如何生变

NEWS

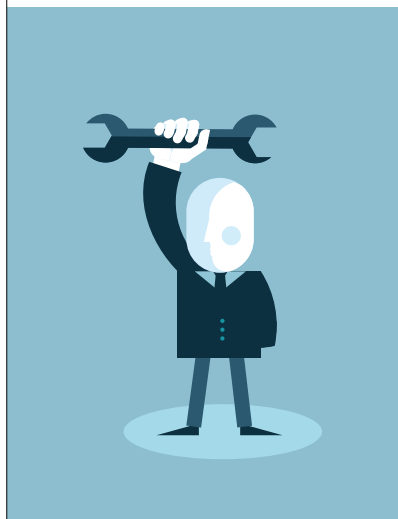
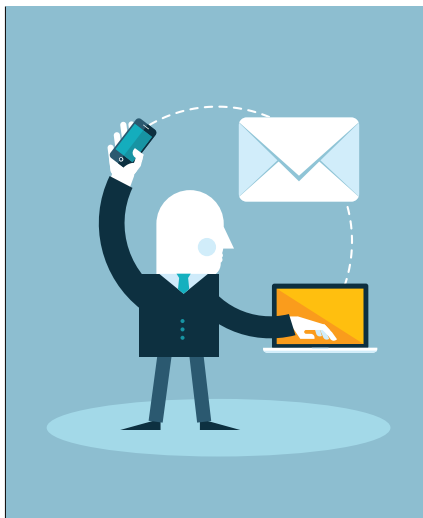
固收动态

银监会发布“82”号文

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》（银监办发[2016]82号），该文就银行业金融机构开展的信贷资产收益权转让业务进行了规范。

招商证券金融研究团队指出，“82号文”基本将银行过去信贷资产收益权转让中各种空子堵上。第一，信贷资产收益权转让了，但资本金还得继续计提。第二，不良资产转让了，拨备还得继续提，不良率和拨备覆盖率的计算中也要纳入这部分收益权转让了的不良贷款。第三，银行不能用本行理财资金承接本行的信贷资产收益权或提供回购承诺。

安信证券金融研究团队认为，该规定对出表业务较多的银行来说，其资本耗用、不良率可能会有所上升。对于拨备覆盖率、资本充足率指标贴近红线的个别银行来说，压力明显。长期看，该规定有利于全行业不良贷款真实暴露，监管指标趋于真实化。



证监会：正修订机构资管八条底线禁止行为细则

7月15日，证监会发布《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》。新规定自7月18日起实施，包括大幅降杠杆、禁止资金池业务、不能宣传预期收益率等五大变化将影响资管生态。

业内人士指出，新规定的主要思路是在正本清源、强化约束的前提下，重点加强对违规宣传推介和销售行为、结构化资管产品、违法从事证券期货业务活动、委托第三方机构提供建议，开展资金池业务，限制奖励机制等。

中信证券认为，对杠杆比例的调整，有效地防范了高杠杆下带来的高风险，增强了整个行业在出现极端市场情况下抵抗风险的能力，也有效地避免了杠杆叠加下的止损机制给市场带来的冲击。

国债被疯抢，但多家企业集中取消发债计划

今年以来债券市场颇不平静。一边是国债被疯抢，一边则是信用债风险事件频繁暴露，在这种背景下，债券发行计划取消的消息集中出现。

民生证券研究院固定收益研究负责人李奇霖表示，目前机构普遍偏爱短久期债（久期长的债券随市场利率的变化剧烈），不少机构对信用风险高的过剩产能行业甚至是一刀切的态度。大智慧统计显示，截至6月20日，有308家企业推迟或放弃了2952亿元人民币的债券发行计划，这一数量是去年同期的2.4倍。

国泰君安固定收益部总监周文渊表示，资金已开始流出债券市场，资金和利率的变化导致债券市场需求降低，这是短期的阶段性现象。中长期来看，经济仍然面临较大下行压力，债券收益率仍有支撑。另一方面，政府要强调避免恶意的信用违约事件出现，注重契约精神和信用市场建设。



银监会：银行理财业务监管办法将适时发布

近日，有报道称，《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，7月28日，银监会表示，相关办法目前处于内部研究论证和征求意见阶段，待根据各方意见修改完善后适时发布。

中信证券发布债券研报称，银监会最严理财新规，除了要求银行理财“剥离”高风险品种，使得以固定收益为主的理财资金关注的风险点重新回到信用违约上来，同时也是为了方便监管，理顺权责关系。便于银监会在必要的时候对非标类理财业务直接进行监督和管理，引导市场发展。另外其有关理财产品总资产和净资产的要求继续表明降杠杆决心未变。

华泰金融在最新研报中表示，银行理财新规首先影响是降银行理财资格区分；同时会对短期的非标流动性产生冲击；而且通过理财托管使理财的不规范大幅减少，对整个影子银行规模会有抑制作用。

MSCI宣布延迟将中国A股纳入MSCI新兴市场指数

6月15日，MSCI在其网站上发布公告称，延迟将中国A股纳入MSCI新兴市场指数，因该公司此前指出的四个主要障碍中有三个仍然有待得到克服。

MSCI的董事总经理和全球研究主管Remy Briand表示，国际机构投资者希望在中国A股被纳入MSCI新兴市场指数之前看到A股市场准入情况得到更进一步的切实改善。MSCI将履行我们的标准惯例，密切关注近期所公布新政的执行进展并收集市场参与者的反馈。

证监会回应MSCI延迟纳入A股称，任何没有A股的国际指数都是不完整的，此次决定不会影响中国资本市场改革开放的进程和市场化、法治化的方向，建设长期稳定健康的资本市场是我们自身的需要。



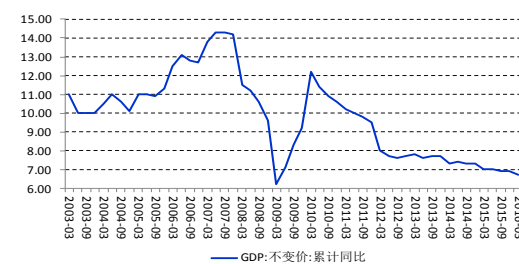


2016 年下半年 宏观展望及固收策略

文 | 鑫元基金投资研究部

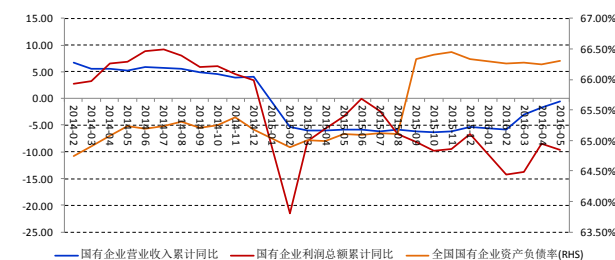
未来两至三年我国大概处于供给侧结构性改革阶段，鑫元基金认为今年下半年甚至是2017年整体经济基本面都会面临较大的下行压力；而债市投资方面，收益率震荡下行，违约风险仍不容忽视。

图1：2003年-2016年Q1经济增速



数据来源：WIND 资讯，鑫元基金整理

图2：2014-2016年5月国有企业经营效益



数据来源：WIND 资讯，鑫元基金整理

一、经济结构性下行 供给侧改革纵深推进

从转型相对成功的经济体，德国、日本、韩国、台湾、新加坡等经验分析，经济增长都先后经历高速增长向中高速、中速以及低速的不同增长阶段。目前我们面临的经 济新常态下的重要特征之一是经济向中高速增长，在要素供给效率变化（新增劳动人口减缓、资本边际回报下降、技术增长缓慢）、资源配置效率变化（服务业相对低端、人口由制造业向低效率服务流动并未提升生产率、产能过剩化解）及转型阶段创新力不足和新兴产业占比较低等因素，未来长期内经济的潜在增速大趋势处于下行通道，根据中国社科院对未来经济模拟预测的结果，预计2016年-2020年GDP的潜在增速在5.7%-6.6%，2021年-2030年的潜在增速为5.4%-6.3%。另外，从2014-2016年上半年的改革进度上看，未来2-3

年我国大概率处于“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”的供给侧结构性改革阶段，且随着去产能、去杠杆等推动不断深入，对经济造成的负面冲击作用也会逐步显现，因此，从经济增长的角度，我们认为今年下半年甚至是2017年整体经济基本面都会面临较大的下行压力。

2016年1-6月的经济数据分析，工业增加值累计同比、固定资产投资累计同比、社会消费品零售总额累计同比和进出口累计同比分别为6.0%、9.0%、10.3%和-8.8%，较一季度末分别回升0.2个百分点、-1.7个百分点、0个百分点和3.5个百分点。6月份经济运行呈现的特点有：一是在“权威人士”讲话之后，刺激政策力度减缓，特别房地产在量价快速回升后，部分区域对地产的政策由支持转变为调控，房地产固定资产投资回升趋势减缓，由1-5月累计投资总额7.0%回落至1-6月份6.1%，预

计后期维持缓慢回落态势；二是相对积极的财政政策和宽松的融资环境以及年内对稳增长相对迫切的需求，基建投资维持高位；三是制造业分化明显，传统制造业和产能过剩行业投资低迷，新兴产业和消费相关的行业投资增速仍维持较快增长势头，比如文体行业、食品、医药、汽车制造、环保、计算机等。

从经营效益上，1-6月份国有企业营业收入和利润总额累计同比分别为-0.1%和-8.5%，营业收入较1-5月份回升0.5个百分点和1.1个百分点，虽然有所改善，但整体经营形势相对严峻。杠杆率方面，截止6月份国企的资产负债率为66.33%，处于近几年较高位置。根据社科院披露数据，截止2015年底，居民部门、金融部门、政府部门（含融资平台折算债务）、非金融企业部门的杠杆率分别为40%、21%、57%、131%。如果把融资平台债务加进来，非金融企业部门债务率达156%。非金融企业部分负债中，

国企的负债率明显偏高，正如5月9日权威人士采访中提及，“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”，这意味着下阶段国企面临较大的改革和去杠杆压力。

随着《3月5日新华社专访任正非：首谈华为为何不上市（全文）》、《4月19日习近平在网络安全和信息化工作座谈会上的讲话（全文）》、《5月9日人民日报再问权威人士：经济L型要持续几年不能靠加杠杆硬推》、5月30日在全国科技创新大会、两院院士大会、中国科协第九次全国代表大会《习近平：为建设世界科技强国而奋斗》以及4月18日和5月20日两次深改小组会议上均强化加快推进供给侧结构性改革，使得围绕“三去一降一补”的供给侧结构性改革和创新驱动战略改革成为下半年乃至2017年的改革重点，同时，通过对比自深化改革小组成立以来的24次会议中，改革的重点正逐步由体制机制方面向经济金融领域蔓延的态势。推进供给侧结构性改革，重点包括结构调整，减少无效和低端供给，扩大有效和中高端供给，并最终推动全要素生产率提升，具体有化解过剩产能、促进产业优化重组、降低企业成本、发展战略新兴产业和现代服务业、增加公共产品和服务供给等等。随着供给侧结构性改革的加快推进，对经济基本面和政策会形成较大影响，具体包括：一是信贷政策和货币政策更注重配合供给侧改革的推进，一季度信贷高增长的态势得到抑制，货币政策宽松更加谨慎，市场对降息降准的预期明显下降；二是稳增长

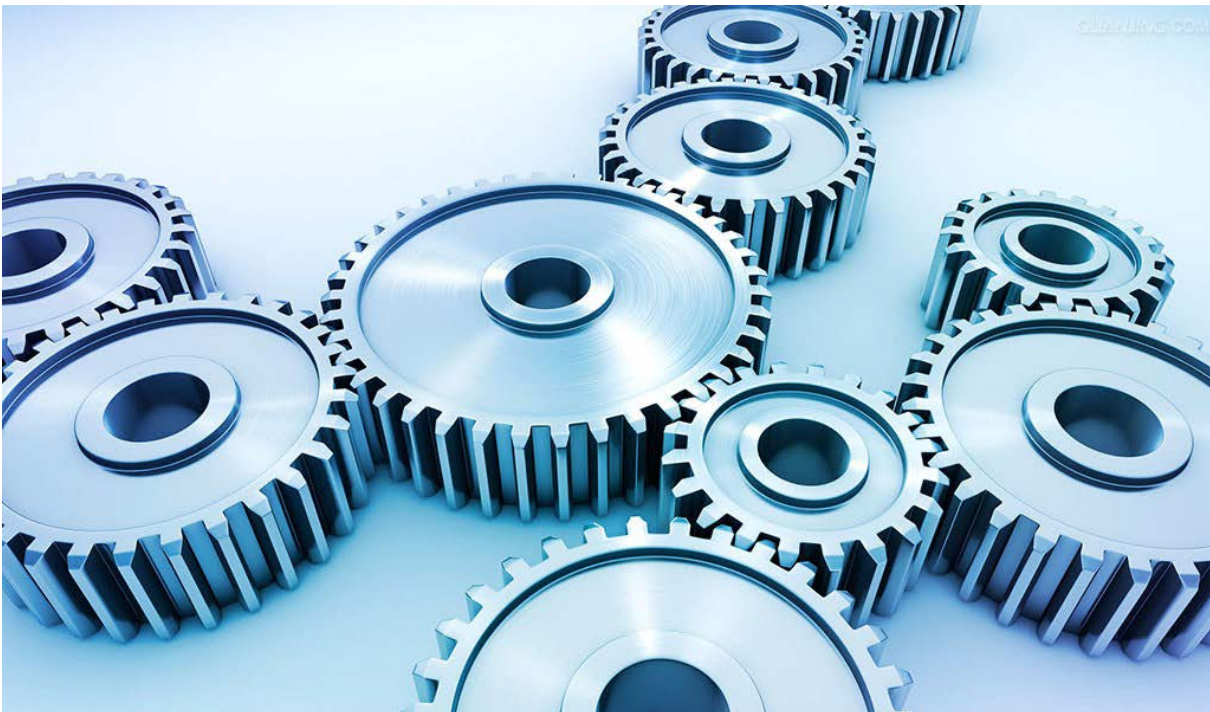
政策仍会托底，但供给侧改革推进中需要做“加法”，产业不足以抵消“减法”产业造成的负面影响，使得经济结构性下行压力会加大，同时，市场对经济下行压力的担忧也会上升；三是供给侧改革形成的冲击逐步释放，去产能对信用市场冲击加快，国企和金融的去杠杆对信用市场和资本市场冲击加剧；四是产业内并购重组和上下游整合加快，不仅限于产能过剩行业；五是防范系统性风险仍是底线，相对充裕的流动性和积极财政政策取向不会轻易改变。

综合判断，我们认为三季度经济下行压力较大，四季度实现弱企稳，投资结构上房地产投资增速缓慢回落，基建投资增速维持高位，制造业投资继续体现出结构性减速特征；受猪周期和原油价格回升推动，年内CPI有所上行，但行业的结构性过剩压力仍然较大，全年通胀压力不大；货币政策方面，在英国实现脱欧公投后，全球均面

临货币政策边际宽松的预期，若后期英国脱欧事件形成的冲击超出预期，则不排除国内进一步降息降准的概率。

二、投资展望—— 收益率震荡下行 违约风险仍不容忽视

一季度末及二季度初经济回升力度和信贷投放明显超预期，直接导致二季度货币政策宽松边际减缓以及信贷投放的收缩，同时在猪周期和大宗商品价格上涨的带动下，部分投资者开始担忧通胀是否会抑制货币政策的宽松节奏，同时，监管层也加大金融杠杆的监管以及市场对人民币汇率信心不足，另外，经济的结构性下行形成债市的结构性违约压力开始凸显，直接导致二季度债市出现较大幅度的调整：一是不同期限利率品的调整幅度普遍超过10BP，期限利差有所扩大，短端品种调整超过中长期限品



种；二是信用利差开始扩大，低评级信用债调整幅度相对较大。

对于下半年债市投资方面，相对看好三季度收益率下行机会，维持四季度震荡走势的判断。相对而言，三季度债市利好因素较多：1、英国实现脱欧公投后，全球投资者的避险情绪明显上升，同时，对美联储加息预期明显减缓，拓宽国内货币政策的宽松空间；2、经济增速在一季度冲高，二季度略实现企稳，三季度再度下行压力较大，基本上对债市形成支撑；3、CPI同比在3、4月份攀高后，5、6

月份开始回落，三季度预期维持在2%以内，整体通胀压力不大；4、货币政策受经济下行和英国脱欧影响，后期边际宽松可期。三季度期间金融去杠杆、银监会对银行委外资产的限制以及人民币汇率贬值等因素汇能会对债市形成负面冲击，但在相对较强的经济基本面和政策面的支撑下，我们认为整体收益率仍会偏下行的机会较大。信用品方面，在政府角色在过去3年的缓慢转变中，由经济发展主体的推动者与经济发展的参与者稳步向市场经济主体的推动者转换，重视市场化

经济的处理方式，在经济下行阶段及加快供给侧结构性改革下，产能过剩行业以及高债务率行业面对经营风险、政策风险以及流动性风险等，信用违约风险概率明显提升。因此，信用品配置上依旧强化品种的信用风险优先选择的策略。另外，当前仍处于信用评级的集中调整阶段，对于部分行业处于趋势下行、盈利能力恶化、负债率偏高及目前评级展望处于负面的主体，应重点规避主体评级被下调的潜在风险。

表 1：2016年二季度债市收益率变动

品种	2016-3-31	2016-6-24	变动BP	品种	2016-3-31	2016-6-24	变动BP
国债：1年	2.0861	2.4005	31	中票(AAA):3年	3.0874	3.1924	11
国债：3年	2.3025	2.5678	27	中票(AA+):3年	3.3074	3.5224	22
国债：5年	2.4720	2.7079	24	中票(AA):3年	3.6974	4.0324	34
国债：7年	2.7823	2.8801	10	中票(AA-):3年	5.4574	5.8824	43
国债：10年	2.8419	2.8808	4	中票(AAA):5年	3.2690	3.4680	20
政策债：1年	2.4218	2.6498	23	中票(AA+):5年	3.6290	3.8480	22
政策债：3年	2.7631	2.9383	18	中票(AA):5年	4.1390	4.3880	25
政策债：5年	3.0692	3.1453	8	中票(AA-):5年	5.8790	6.2380	36
政策债：7年	3.2913	3.3673	8	企债AAA(2):3年	3.0784	3.2327	15
政策债：10年	3.3580	3.3466	-1	企债AA+(2):3年	3.1584	3.3927	23
央票：1年	2.3679	2.6948	33	企债AA(2):3年	3.3084	3.7527	44
央票：3年	2.6663	2.9867	32	企债AA-(2):3年	3.9984	4.5227	52
短融(AAA)	2.7517	2.9814	23	企债AAA(2):5年	3.3114	3.5021	19
短融(AA+)	2.9517	3.3114	36	企债AA+(2):5年	3.4414	3.6921	25
短融(AA)	3.1317	3.7814	65	企债AA(2):5年	3.7314	4.0521	32
短融(AA-)	4.8817	5.6314	75	企债AA-(2):5年	4.7014	4.9821	28

数据来源：WIND 资讯，鑫元基金整理

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。

债券市场信用事件错综复杂，按照不同发行主体分析违约原因，总结规避思路，对目前债券市场发生的信用事件进行梳理与总结的过程，其实也是反思与改进的过程。



我们按照不同发行主体分析违约原因，总结规避思路，对目前债券市场发生的信用事件进行梳理与总结。

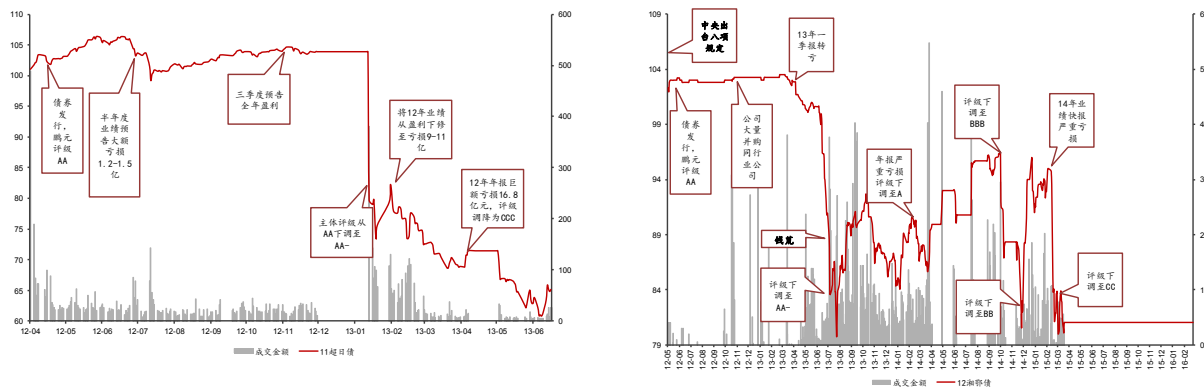
超日、湘鄂情：行业景气度下行周期激进投资

超日债是国内首例违约的公募债券。债券发行后企业在11年年报即披露亏损0.55亿元，至半年业绩预告时大额亏损1.2-1.5亿元，而在三季度发行人预告全年盈利，至12年年报将盈利下修，大幅亏损

16.8亿，深交所通报批评企业信息披露问题，评级公司将主体评级调降，至此企业融资能力大幅下降，至13年6月份，企业贷款逾期。

我们认为超日债的违约原因有以下两点：

在债券存续期，光伏行业自身景气度低。在05-08年，欧洲提高光伏上网价格，大量资本涌入导致产能严重过剩。至2012年，全球产能70万吨，全球产量37.4万吨，彼时光伏新增安装量以欧洲、日本为主，欧美也取消了对光伏装机的补贴，



并且对中国出口欧美的光伏组件裁定倾销，国内的光伏产业元气大伤。

企业自身投资极为激进。在2011年以后，行业投资普遍谨慎，但是发行人逆势对上下游产业链进行扩张，11、12年投资性现金流合计流出约35亿，对下游企业大幅赊销，账期大幅延长，造成坏账严重，资金流极为紧张，在2012年银行抽贷后，企业基本失去融资滚动能力。

从信用分析规避的角度看，我们认为可从以下几点进行事前规避：

在当时时点，对于当时的低景气度行业进行规避。在超日债发行时，光伏行业景气度普遍恶化，行业平均负债率约70%，且EBITDA、净利润等指标均大幅恶化。

在债券存续期间，企业自身财务指标大幅恶化，且财报的可信度较低。参考发行人12年年报，其营业收入较三季报大幅减少，且减

少金额与存货匹配，很有可能是企业当时已经停产，此外，11年中报时企业的应收账款周转天数增加300%，说明企业对下游大量赊销。

规避激进投资的企业。在11年行业景气度极差的情况下，企业积极对外投资，且在银行抽贷背景下将自有的6.5亿资金投向欧洲，一系列激进且失误的投资最终造成企业大幅亏损。

湘鄂债在发行时，其经营情况实际较好：09年上市，10、11年用募集资金扩张，11年收入与利润实现跨越式增长，负债率不到30%，作为餐饮企业，有自己的品牌、固定的消费群体，也意味着有稳定的现金流。

2012年开始的反腐倡廉、反三公消费运动是湘鄂情违约的导火索，但是对比同样为高端餐饮的小南国（2015年才出现亏损）、全聚德（营业额和利润有所下降，但总体保持盈利，同时收缩负债规模，11年归还短期借款后几乎无外部有

息负债），我们认为与超日类似，激进的投资与转型才是企业违约的根本原因。

公司上市以来的投资项目如下：2009年，公司直营连锁店为14家，到2010年激增为24家，2012年3月末增至30家，分店多开在二三线城市，2011年1.98亿收购*st中农10%股份，成为第三大股东，2012年8000万收购北京龙华德餐饮（溢价6700万元），湘鄂债发行后，募集资金基本用于新开门店与股权收购。由于餐饮业景气度下滑，公司大量关停门店，而大量失败的投资最终导致公司现金流断流，最终导致违约。

从信用分析规避的角度看，我们认为可从以下几点进行事前规避：

从资产质量的角度来看，发行人的资产规模过小，资产中有大量的门店装修、厨房刀具、商誉，资产的质量不实。

企业的逆周期扩张过于激进。

熔盛、春和：较差的行业结算方式

船舶行业目前出现了两起信用违约事件，这与船舶行业自身的行业特点密切相关。造船行业按照完工百分比确认收入、成本和毛利润，但是结算方式则大多采用预付款的方式，船东只需要付少量订金，造船企业则需要垫资生产，这导致造船行业的现金流与收入确认完全不匹配。对于船东而言，船东只需要设立一个壳公司支付少量的定金即可订船并规避弃船风险，新船订单实际上就是一个call option。

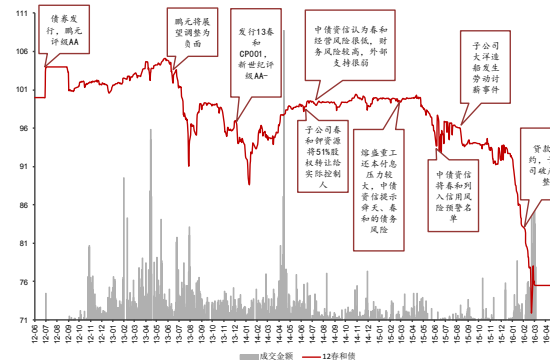
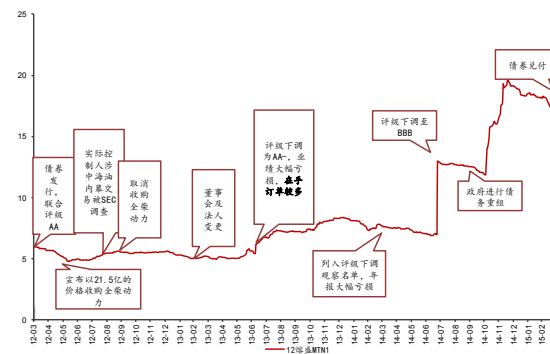
熔盛重工作为行业龙头，在上市初期为了追求业绩接受了大量的订单：

2010年全年接获46艘船舶订单，合同总价22.65亿美元，实现销售收入126.65亿元，净利润17.19亿元。

2011年，全年接获39艘新船订单，合同总价18.1亿美元。熔盛重工手持订单达到创记录的111艘（1684万载重吨），位居中国第一、世界第三。全年实现营业收入159亿元，净利润17.21亿元。

直到2014年上半年，熔盛重工仍以90艘船舶、共1150万载重吨的手持订单位列全国第二。

随着航运市场景气度的下降，大量船东要求发行人下调合同金额，但是发行人迫于业绩压力不进行降价处理最终导致大量船东弃船，由于开据预付款保函时银行要仔细审核企业资质和造船能力，特别是过往履约历史，为了保证资金周转，发行人通过关联方到熔盛重



造船行业按照完工百分比确认收入、成本和毛利润，但是结算方式则大多采用预付款的方式，船东只需要付少量订金，造船企业则需要垫资生产，这导致造船行业的现金流与收入确认完全不匹配。

工下取订单以及接旧的弃置订单，此外发行人将大量资金挪用于房地产，最终，发行人交船困难，银行断贷导致发行人债务违约。

与熔盛类似，春和也是由于航运持续的低迷，大量船东弃船导致现金流周转出现问题，最终债务

违约。

船舶企业的违约案例中，熔盛、春和确有激进投资的原因，但是船舶企业违约更多与行业的结算方式有关。从信用分析角度，我们认为应直接规避此类资金结算方式较差、垫资比例过重的行业。



华通路桥、雨润：实际控制人的黑天鹅

华通路桥的信用事件属于典型的黑天鹅事件：2014年7月，发行人发布公告，因公司董事长正协助相关部门调查，将于下周三(23日)到期的短期融资券13 华通路桥CP001 本息兑付面临不确定性。公司整体资金运用完全维系于董事长一人，在董事长不能主持工作的情

况下，再融资成为了公司的致命伤。雨润信用事件的爆发也是缘于实际控制人被调查：2015 年 3 月 23 日，南京雨润实际控制人祝义财被检察机关执行指定居所监视居住措施，对公司生产经营、融资能力及财务状况带来不利影响。

此类事件很难通过传统信用分析工具识别。华通路桥的负债率、现金流质量和盈利能力在同类企业中都属于正常，唯一反常的地

方可能就在政府大量占用往来款所拉长的营运周期。但是用各种传统的工具去分析，华通路桥都不像一个短期内发生兑付问题的发行人。

只能从企业与政府的业务关联性来甄别此类公司。从华通路桥的业务来看，其建筑工程业务包括地质灾害治理以及爆破业务，此类业务需要地方政府特批；而雨润则可从其发行前的年报看出些许端倪：发行人每年都有5亿以上的政

府补贴收入，作为民企而言，补贴收入占其净利润的比例过高。

云峰，中城建：实际控制人的地位模糊

云峰集团投资激进，大量涉足煤炭行业，高度依赖外部融资保证资金周转，绿地控股解除委托管理协议后，银行抽贷导致违约。

从信用资质分析角度，发行人自身经营较差，投资激进，投资此标的主要原因还是缘于发行人为绿地控股子公司的国企背景，实际细究云峰集团股权，可以发现绿地的实际控制其实仅为会计上的实际控制。

云峰集团的股权分为三份，单一最大股东为职工持股会，持股比例45.5%，第二大股东上海绿地资产控股，第三大股东为绿地控股集团下的绿地商业。在云峰集团的董事会层面，绿地控股集团和绿地资产控股合计占有4席，管理层占有3席。绿地借壳上市前，绿地资产控股将持有股权无偿委托绿地控股集团管理，故此实际控制其实仅为会计上的实际控制。

同样出现控制人问题被投资人视为央企的还有中城建，4月25日，债券发行人中国城市建设控股集团有限公司（中城建）发布实际

控制人变更公告，称公司最终控股股东由原来的中国城市发展研究院有限公司变更为惠农基金，中国城市发展研究院有限公司持有公司股份由100%下降至1%，其余99%的股份转为惠农基金持有。4月26日，联合将公司列入可能下调的评级观察名单，理由是相关变动可能对公司资产质量和后续经营发展产生不良影响。

根据公司16中城建SCP001发行文件披露，截至12年6月底，中国城市发展研究院有限公司（中城建）持股98.53%。14年12月，中城建与中城建国际科技发展（北京）有限公司分别持股51%和49%，由于后者为中城建的全资三级子公司，公司实际控制人仍为中城建。中城建是中国房地产研究会全资子公司，中国房地产研究会是“经国家民政部批准，从事房地产及住宅问题研究的全国性社会团体，业务上由住房和城乡建设部（住建部）主管”、是“由从事房地产规划建设、开发建设、经营管理、部品供应、投融资、研究咨询等业务，并热心房地产研究的企事业单位和地方房地产社会组织，以及对房地产问题有较强研究能力的人士自愿结成的学术性的全国性的非营利性的社会组织”。从发行文件表述来看，中城建的全资股东房地产研究

会只是一个非盈利性社会团体。

云峰与中城建均是实际控制人存在背景瑕疵导致出现信用事件。分析此类企业，务必要注意非上市国有企业的公司治理问题，非上市国有企业会计报表上的实际控制可能并不等同于商业环境中的实际控制，国有企业在法律层面的代理股权可能会严重扭曲企业的报表。

分析近年来的债券市场信用风险事件，我们认为有以下几个问题是值得信用研究人员特别注意：

一是在行业景气度下行期间，要尤其注意企业激进投资的问题。绝大多数的信用事件究其缘由还是企业过于激进的投资最终导致现金流的断裂。

二是关注企业的公司治理风险。对于信用分析采用的财务打分而言，其默认是在投资一个公司治理结构健康的企业，然而我国的商业环境较为复杂，需关注公司的股权斗争、实际控制、企业的异常政商关系等治理结构方面的问题。

三是国有企业并不等于刚兑。在经济下行周期，信用研究更应考虑企业自身的现金流造血能力，而不能将债券偿付寄希望于舆论压力带来的政府救助。

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。

债市增信工具大盘点

文《固定收益》编辑部

信用风险逐渐暴露，债市信用质量有所下降。如何在发债企业信用风险上升的背景下，既为我国经济结构调整和产业转型升级添砖加瓦，又坚守金融风险底线，已经成为我国债市当前亟需解决的问题。

近年随着中国债市的快速扩张和清理整顿的不断深入，信用风险逐渐暴露，债市信用质量有所下降。如何在发债企业信用风险上升的背景下，既为我国经济结构调整和产业转型升级添砖加瓦，又坚守金融风险底线，已经成为我国债市当前亟需解决的问题。

当前的情况是，发债主体评级下调事件频发，可能推动债市信用结构进一步调整。而市场化增信机制的发育是否足以匹配当前债市发展、打破刚兑的程度，则仍需时间来验证。

发债主体评级下调

2008年之后，我国企业在宽松货币政策和扩张性财政政策的刺激下，曾连续大幅增加固定资产投资。从2008年到2011年，发债企业的信用状况保持平稳，年均发生10起左右主体信用评级下调事件。

然而2012年以来，通胀风险上升，宏观政策转向，企业资产负债表普遍恶化，发债企业信用状况开始发生明显下滑。根据大智慧的统计，2012年当年即发生了38起主体信用评级下调事件，较上一年增长了280%，次年更膨胀到105起；2012年到2015年的4年里累计发生了414起主体信用评级下调事件，年均超过100起，是之前5年的10倍。

这一趋势并未结束。今年截至2016年6月23日，我国债市发生主体信用评级下调85起，较上年同期增加了38起，增幅约为89%。其中39起被明确列入“负面”展

望，还有11起被列入“走势可能调低”性质的评级观察。

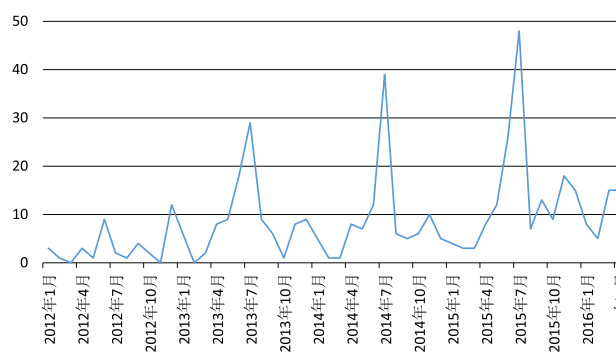
回溯2012年以来的数据可知，每年年中是主体评级下调的高峰（图1：发债主体信用评级下调事件激增），尤其6月、7月——这个时间段往往企业陆续发布了上一年财报，信用评级机构会根据企业基本面、经营业绩、财务状况等变化来调整对企业的评级。

今年发债主体信用等级调降的趋势愈加明显，且评级变动幅度增大，部分主体的信用评级在统计期内调整超过3个子级以上。如东北特钢从“AA”直落到“C”，中间跨过了21个子级；南京雨润食品则从“BB”到“CCC”，跨过了9个子级；武汉国裕物流产业集团有限公司的评级从“AA-”调低到“BBB-”、中煤集团山西华昱能源有限公司的评级从“AA”调低到“BBB”，期间均跨过了5个子级。

总的来说，今年截至6月23日，发债主体信用等级调整幅度在4个子级以上的有32起，占下调总数的一半左右。说明相关发债主体的信用状况发生了重大变化，信用风险大幅上升，也表明这些发债主体信用评级的准确性和稳定性较弱。事实上，上述信用等级调整幅度极大的发债主体，基本上均已经发生实质性的信用违约，本息难以如期兑付。

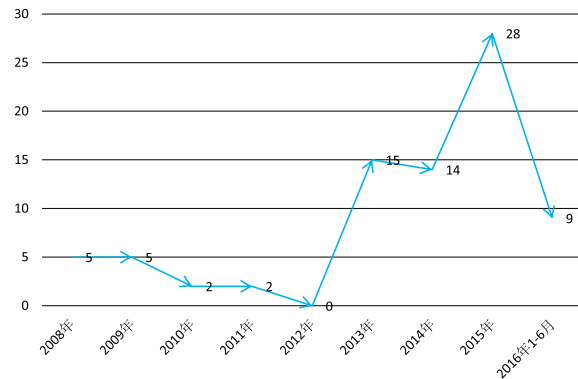
根据联合资信的统计，2014年、2015年分别由11家、27家发债主体的信用等级发生了大跨度的评级调整。而今年迄今为止的32起大跨度信用等级调整事件涉及23

图1：发债主体信用评级下调的事件激增



数据来源：大智慧（截至2016年4月）

图2：担保人主体信用评级的下调趋多



数据来源：大智慧（截至2016年6月23日）

家发债主体，已相当于去年发生总数的85%。显然，过去三年以来基本面发生重大恶化现象的发债主体在快速增多。

从行业分布角度来看，被调低主体评级的发债企业主要分布在煤炭、钢铁、化工、机械、电气设备等于固定资产投资相关的上游企业。这多少反映了我国经济结构调整和产业转型升级的效果，产能过剩行业、企业面临着更大的转型压力，也更容易成为债券市场风险事件的主角。

从发债主体所属地区的角度来看，今年江苏、山东、浙江、山西、四川等地成为今年的“重灾区”——从经济较弱的内陆地区到经济发达的华东沿海地区，均有较大规模的企业暴露信用风险，这意味着债券市场的风险呈区域扩大的趋势。

另一个值得注意的趋势是，紧随发债主体信用评级调低暴增的步伐，担保人主体信用评级调低的现象也“水涨船高”。通常情况

下，若担保方信用水平下降很可能连带削弱相关债券的偿还能力，或影响相关债券抵（质）押资产的价值水平，从而导致对债券增信作用的降低，甚至失效。

大智慧的统计显示，2013年发生了15起担保人信用评级下调事件，较前五年累计发生的数量还多1起；此后担保人信用评级下调数量一直高企，今年以来已发生了9起（图2：担保人主体信用评级的下调趋多）。根据以往的经验，下半年才是担保人信用评级变动的高峰，估计今年担保人信用评级调低的数量不会与去年相差太多。

目前我国经济依然面临着较大的下行压力，国内总需求不足，产能过剩的问题仍亟待解决。联合资信认为，当前我国债市信用违约事件频发，信用基本面仍在持续恶化，前期积累的风险仍有可能在未来陆续暴露。在去产能、去杠杆加速的背景下，我国发债主体的整体信用结构或许还将进一步演化，信用等级分布、行业分布、区域分

布……都可能继续分化。随着债券违约趋于常态化，且刚性兑付日益被打破，未来因违约而造成实际损失的可能性或将继续提高。

增信措施及其作用

一方面，监管层持续放松对金融机构的管制、逐步取消相关审批，且坚持“打破刚兑”同时意味着政府信用将陆续撤出国内债市；另一方面，国内债市总规模日益膨胀，已接近58万亿元，识别和防范各种信用风险成为投资者正在面临的重要问题，也是国内债市发展的重要瓶颈之一。出于缓释债券信用风险的迫切压力，机构对各类市场化增信产品的需求越来越大。

监管层早已开始对此进行有意识地引导。上交所副总经理刘绍统认为，我国引入和推进完善相关债券增信机制、推进相关债券增信产品的条件和时机已经比较成熟，交易所正在研究和推进符合投资者需求、符合债券内在规律的交易机

表1：初级内部评级法下合格信用风险缓释工具

信用风险缓释工具	种类
抵质押品	金融质押品、应收账款、商用房地产和居住房地产、其他抵质押品
净额结算	1、表内净额结算；2、回购交易净额结算；3、场外衍生工具及交易账户信用衍生工具净额结算。
保证	1、风险权重低于交易对手的主权、金融机构、一般公司等实体 2、如果信用保护专门提供给资产证券化风险暴露，该实体当前外部信用评级在 BBB- 以上（含）、且在提供信用保护时外部信用评级在 A- 以上（含）
信用衍生工具	1、信用违约互换；2、总收益互换

来源：《商业银行资本管理办法（试行）—附件 6：信用风险内部评级法风险缓释监管要求》

表2：2010-2013年我国担保行业概况

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
融资担保业：法人机构数量（家）	6030	8402	8590	8185
资产总额（亿元）	5923	9311	10436	11200
在保余额（亿元）	11503	19120	21704	25700
融资性担保代偿余额（亿元）	/	88.8	249.5	309
担保代偿率	0.70%	0.50%	1.30%	1.60%
担保损失率	0.04%	0.02%	0.10%	0.12%
担保责任拨备覆盖率（%）	507.30%	607.30%	280.30%	196.80%
行业融资性担保放大倍数	2.07	2.11	2.10	2.30

数据来源：银监会、中国融资担保业协会

制，以及相关增信产品。

国内最常见的增信方式是第三方担保和抵（质）押担保，而包括信用违约互换（CDS）在内的市场化增信手段也在积极试水中（表1：初级内部评级法下合格信用风险缓释工具）。今年稍早，中国银行间市场交易商协会（下称“交易商协会”）向相关市场机构下发了《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则（征求意见稿）》（以下简称《征求意见稿》），这令国

际债市上最基础、使用最广泛的信用衍生品信用违约互换（Credit Default Swap，CDS）在中国市场的落地又近了一步。

（一）第三方担保。指在发行债券时，引入第三方担保人，由发行人和担保人提供双重偿债保险，即当债券发行人和担保人同时发生违约时，债券才会出现最后违约。

从企业债的发行情况来看，有增加使用第三方担保的趋势。根

据大智慧的统计，截至6月26日，已完成发行439期企业债（分开计算），其中181期有第三方担保，占比41.23%。而上一一年，在586期企业债中，有225期拥有第三方担保，占比38.40%。

近年来，我国担保公司数量快速增长。我国担保行业起步较晚，首家信用担保公司成立于1993年，后于1999年开始中小企业信用担保试点。二十多年来，我国担保行业已经形成了一定规模（表2：2010-2013年我国担保行业概况）。

2015年12月，银监会普惠金融部主任李均峰在全国融资担保行业发展与监管工作推进会上透露，我国担保行业平均资本从0.75亿元提高到1.17亿元；注册资本1亿元以上的担保机构占比从31.4%上升到58.8%；注册资本10亿元以上的机构数量从29家增加到75家，最大的机构注册资本已达到120多亿元。

目前宏观经济下行，金融机构不良率攀升，银行惜贷倾向明显，担保公司逆周期调节作用显现。不过这也同时造成了担保行业代偿余额、担保代偿率的直线上升，代偿压力加大。根据公开数据，从2011年到2013年，我国担保行业融资性担保代偿余额从88.8亿元上升至309亿元，增幅为247.97%；同期行业担保代偿率则从0.5%扩大到1.6%。同时，担保损失率上升，担保拨备覆盖率下降，担保放大倍数上升。

值得注意的是，尽管我国担保公司的资本实力已有较大的发展，但依然参差不齐，担保能力并不均衡。在我国担保行业中，长期

以来，国有机构占比并不高，约为24%。另外，注册资本在1亿元以下的担保机构占比在40%以上。增信主体自身的信批程度、资本负债杠杆率，以及较小的资本金决定了其自身的信用等级偏低。中债资信认为，对持有第三方担保的债券进行信用评价时，需要着重关注发行人主体信用风险、担保人主体信用风险以及发行人和担保人的相关性等三个方面。

2016年年初，国务院发布《推进普惠金融发展规划（2016-2020年）》，其中提出“大力发展一批以政府出资为主的融资担保机构或基金，推进建立重点支持小微企业和‘三农’的省级再担保机构，研究论证设立国家融资担保基金。”

（二）另一种较常用的增信方式是抵（质）押增信。其为通过特定的机制安排，使得抵（质）押债券持有人相对于其他普通债权人享受抵（质）押资产变现收入的优先受偿权，是在债券违约后通过抵（质）押资产的事后变现来降低债券持有人的损失率。合格抵（质）押品包括金融质押品、应收账款、商用房地产和居住用房地产以及其他抵质押品。

中债资信表示，抵质押物能够在多大程度上覆盖债务本息是其增信效果大小的关键。基于抵质押增信原理，通过对抵质押债券的信用评级可以对债券预期损失的风险进行度量，而债券预期损失风险是主体违约风险与违约损失风险的综合。具体而言，对于抵质押债券的信用风险评估，首先通过发债主体长期信用分析判断债券的违约风险，再通过对抵质押物变现对回收

率影响的评估，最终形成对债券预期损失风险的综合判断。

（三）CDS信用违约互换。其主要作用是解决信用风险的流动性问题。2010年，交易商协会发布《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》，推出信用风险缓释工具CRM（Credit Risk Mitigation），可视为中国版CDS的雏形。

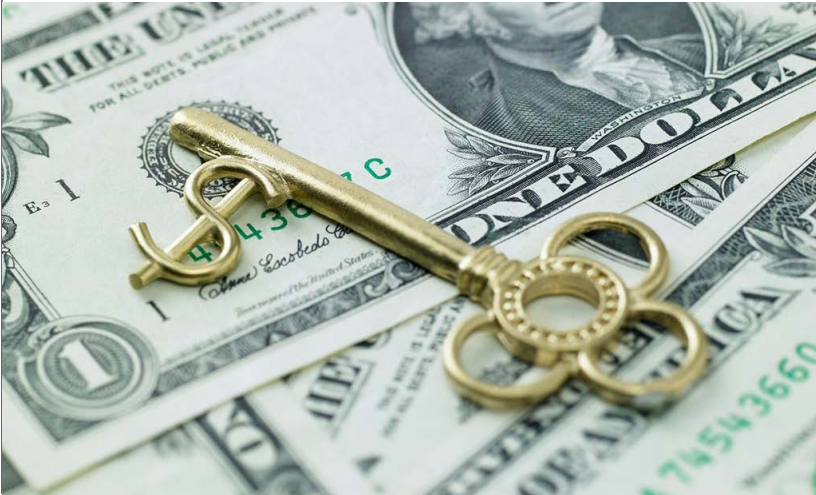
然而5年过去了，CRM在国内市场的发展步骤并不尽如人意——当前存量不足百亿，与市场普遍认为的数十万亿潜在规模相去甚远。CRM体系中有CRMA（CRM Agreement，信用风险缓释合约）和CRMW（CRM Warrant，信用风险缓释凭证）两种产品，前者属于合约类，后者属于凭证类。两者共同的特征是：仅针对单一债项，并有严格的杠杆率限制。

中金证券表示，从广义而言，国外主流的CDS也是CRM工具的一种。不过相对而言，我国的CRM具有鲜明的中国特色。如参考主体从一揽子债务变成特定债项；

市场参与者实行分层管理；集中托管清算，实施较高的市场透明度；严格控制风险比率和交易杠杆。

今年交易商协会的《征求意见稿》中计划推出CDS和CLN（Credit-linked Notes，信用联接票据）两个产品。CLN是指在资产证券化中，发起人的债权债务未转移给SPV时，由SPV发行信用连接票据，使用发行票据获得资金购买高质量低风险证券，所得收益用于支付票据本息，剩余部分用来分散债务人违约而使发起人承担的信用风险。简单地说，CDS是盯住参考实体债券、贷款等债务的信用风险，由卖方为买方提供风险损失保护的双边合约；CLN则是附有现金担保的CDS产品。

从整体来看，由于社会信用体系尚不够完善，我国债市传统的增信措施对债券信用的风险缓释作用整体偏弱，至于CDS等新引进的市场化增信手段，其相关的交易制度框架、定价机制，以及会计、税收和法律制度等仍有待进一步完善。🔴



违约处置方式及高效掘金探讨

文 | 《固定收益》编辑部

随着信用债市场规模的不断扩大，违约风险有所上升，且在经济下行压力加大的背景下，债券市场刚性兑付难以维系，企业债券违约风险逐渐暴露。债券违约主要有哪些处置方式以及如何高效掘金违约债的问题也备受关注。



近年，随着信用债市场规模的不断扩大，违约风险有所上升，且在经济下行压力加大的背景下，债券市场刚性兑付难以维系，企业债券违约风险逐渐暴露。

根据大智慧的统计，2012年以来，我国债市信用风险事件涉及债券产品69只，其中2014年到2016年6月中旬就有60只债券产品陷入违约泥沼，覆盖民企、央企、地方国企等各类主体，扩散至短融、中票、公司债、企业债等各种债券类型。

尽管如此，仍有一些机构对违约债券青睐有加，并将违约债券的处置过程视为“投资金矿”，认为其中蕴藏着巨大的投资机会。

债券违约主要处置方式

目前，我国债券市场主要的违约处置方式可以大致分为四种：

其一，行政力量干预兜底。债券暴露违约风险时，当地政府主动干预、主承销商兜底的处置模式，是过去较长时间内我国主要的债券违约处置方式之一。一方面，地方政府担心违约影响该地区其他企业债券的发行，提高债券融资成本，降低直接融资规模；另一方面，地方政府出于“维稳”的需要，也不希望债券违约引发债权人恐慌心理，并导致企业破产，从而影响就业和稳定。2014年7月，“13华通路桥CP001”短融券违约风波，最终通过山西省政府、主承销商广发银行多方斡旋，其4.29亿元全部本息在截止日如期兑付。

近期监管层频繁表态信用债风险释放的重要性，监管对于债券

市场违约事件的容忍度在增加。无论监管层还是机构，都很清楚，这种政府牵头斡旋最终实现“刚性兑付”的债券违约处置方式并不具备可持续性，且增加金融市场、银行体系的整体风险，阻碍信用衍生品市场的发展——不让投资者承担债券损失，是无法培育出理性风险意识的。未来通过政府干预、财政兜底来缓解信用违约的情况将越来越少，且短期内政府出台政策遏制违约继续发生的可能性也比较小，信用债市场的新平衡只能通过市场化手段，提高信用利差寻找收益与风险相匹配的均衡点。无论如何，打破“刚性兑付”，建立债券违约的市场化处置机制，成为当务之急。

其二，增信或担保机构代偿。对于信用等级较低的债券，为提升信用等级，提高投资人对债券的认可度，债券发行环节会引入信用增进机制。债券增信措施实际上是额外给予债权人的偿债保障。

国内债券市场比较普遍的增信方式主要有第三方担保、抵押、质押以及提供流动性等，依据的法律主要是《物权法》、《担保法》、《破产法》等。对于有担保的债券，债权人可直接要求担保人代偿。对于有资产抵质押的债券，债权人对于抵质押资产具有优先受偿权，可以通过处置抵质押物获得赔偿。

在大智慧统计的69例债市风险案例中，目前已有20余例通过这个办法缓解或解决了兑付危机。比如今年4月披露的两例兑付危机“13思创SMECN1”和“13云中债”，分别由各自的担保人中债信用增进投资股份有限公司和昆明产

业开发投资有限公司进行代偿。

其三，债务重组。在实行抵押权、财产保全、追加担保、启动保护性条款、受托人履责、召开债权人会议等措施均无法满足债券偿付的情况下，则不得不考虑债务重组和破产等处置机制。

重组是指公司债权人适用另一套债权替代原有的索偿权。在处置债券信用违约时，若企业违约的原因主要局限在流动性风险、过度扩张风险和管理层风险等层面，那么可以通过债券展期、债转股、债务减免、寻求信用增级或追加抵押物等方式，实施债务重组，帮助企业度过难关，恢复正常经营。常见的重组方案有银行债务重组、公众债务重组等。

央企中国铁路物资股份有限公司在面临兑付风险之后，第一时间与19家债权银行召开沟通会，实施银行债务重组。该公司今年4月披露称，由于公司业务规模萎缩，经营效益下滑，公司正在对下一步的改革脱困措施及债务偿付安排等重大事项进行论证，存在兑付风险，申请公司相关债务融资工具暂停交易。该公司发行且尚在存续期的债务融资工具共有“16铁物资SCP001”、“15铁物资SCP008”等9期，规模168亿元。5月10日，中国铁物宣布与诚通集团达成一致，通过加快营运资金回笼、盘活土地资产、变现股权投资项目、争取外部资金支持等方式筹措偿债资金，使这AA+央企级别的债券违约事项出现了转机。

而去年12月暴露兑付危机的四川圣达集团，则试图通过引入投资人和合作者进行资产重组的方式，

来筹措偿债资金。

重组很容易与破产程序中的“和解”结合在一起。因为债务人一般不愿意直接进入破产程序，因此当企业出现偿债危机时，债券持有人很容易选择与发行人达成和解协议来解决问题，同时还可以免去冗长的法律程序和不菲的法律费用。

2015年4月“ST湘鄂债”面临2.41亿元资金缺口而无法如期兑付，其发行人中科云网一度陷入“破产退市”的舆论漩涡。经过7个月的艰难谈判和积极筹措，其迎来一纸《债务和解协议》，由中湘实业代偿本息及违约金。

其四，破产程序。近年经济基本面疲弱，令企业经营压力进一步加大，部分连续亏损、资金枯竭、主要资产被轮候查封的企业被拖入破产程序。

根据我国《破产法》，破产程序包括：和解、重整和破产清算，三者之间存在一定的可转换性。破产清算简单易行，是用清算所得资金偿还债权人，但债权人的损失可能比较大，它是企业债券持有人在采用其他救济手段都无法维护自身合法权益时，不得已启用的最后一种手段。一般来说，在企业遭受行业性风险或系统性风险时，破产清算可谓最优处置方式。

2015年4月“11天威MTN2”爆出兑付危机，其发行人天威集团于5个月后向法院提交破产重组申请，并在2016年1月获得法院受理，进入破产重整程序。面临类似境况的还有“13桂有色PPN001”。2016年2月，“13桂有色PPN001”

逾5亿元本息到期无法偿付。广西有色金融集团公告披露，公司已于2015年12月提交破产重组申请。若此次重组失败，广西有色将进行破产清算，无担保债务受偿率不足20%。

如何高效掘金违约债？

在监管层管控委外、降杠杆等政策导向，以及持续发生信用违约事件的冲击下，市场风险偏好回落。大智慧的统计显示，自3月非金融企业信用债（含短融、中票、企业债、公司债、定向工具）发行规模和净融资额双双刷新历史新高之后，债券发行规模连续两个月萎缩，到5月非金融企业信用债净融资额甚至出现罕见负增长，是2010年7月以来首次出现净融资负值（图1：近年非金融企业信用债发行趋势）。

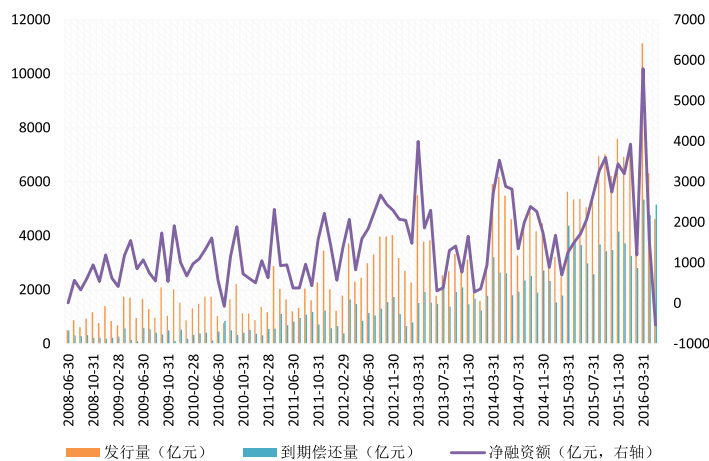
与此同时，在资产配置荒的

背景下，国内债券市场普遍缺乏收益较高且风险偏低的资产，这倒逼投资者降低收益要求，或在提高风险偏好的前提下寻找收益可观的资产。由此，为市场深挖高收益债、违约债券的投资机会提供了契机和可能。

既然债券暴露了违约风险，为何还要买？机构总是逐利的，在风险可控、可承受的范围内，追逐利益最大化。中债资信分析师表示，本质上，违约债券投资是一种挖掘深度内在价值的投资方式，其投资对象是由于特殊原因而持有或需处置变现的资产，这类资产在过度信用风险、市场风险、流动性风险等因素影响下，价值被显著低估，具有变现需求急迫、潜在升值空间和偿还变数大等特征。

从美国市场来看，作为一种特殊的固定收益类资产，违约债券甚至可以跑赢权益资产。比如，从1989年到2010年，美国折价债券策

图1：近年非金融企业信用债发行趋势



数据来源：固定收益整理（截至2016年3月31日）

可以预想的是，未来违约现象的持续增多将成为我国债市的必然趋向。同时，更多机构正在酝酿或者已经进入违约债券的投资市场。这意味着我国违约债券市场正在不断走向成型。

略年化回报达到12.7%，不仅领先于高收益债券指数和全球债券指数，也跑赢了标普500指数年化8%的收益率。

业内人士指出，当前债市违约原因多样，其一行业景气度低迷，例如煤炭、光伏、化工等行业；其二企业经营不善、公司治理突变等引发流动性紧张，造成企业信用风险上升，如大股东变更、股东股权之争或公司核心人物变动等；其三公司发生重大资产重组对公司资产和盈利能力造成重大负面影响，比如子公司关联关系变动、核心资产的剥离等都将明显影响公司的盈利能力和偿债能力。业内人士认为，应该对违约债券进行正确区分，不该一刀切。

从违约程度来看，违约债券可以简单分为两类，实质违约债券与预期违约债券，前者是付息日确实拿不出钱来，后者是预期自己还本付息有不确定性。根据大智慧的统计，在2016年涉及违约的36只债券产品中，有13只债券已实质违约，即在付息日无法兑付本息；另外21只中，有的通过担保公司、增信公司代偿，有的寻求商业银行流动性支持，有的实施债务重组，多

数实施了兑付。

一家主要从事债券交易的私募基金相关人士表示，债券违约后，其发行主体的金融资产交易价格会发生剧烈波动，其中隐含着溢出效应，简单说就是出现负面信息的资产容易发生错误定价，若投资者能抓住时机在市场错误定价时买入该资产，将有机会获得较大的升值空间。这就是违约债券的投资逻辑。

中债资信指出，按债务重组进程的参与程度，违约债券投资策略可以分为主动投资和被动投资两大类。主动投资策略是投资者以债券持有人的身份参与债权人会议，参与债务偿还讨价还价的过程，有的甚至介入公司管理层，主导重组过程。相对来说，主动投资策略因参与程度较深，容易获得非公开信息，因此通常有转售期限限制，直到重组完成后才可以卖出债券。被动投资策略则注重交易机会，不参与重组的协商过程，不受转卖债券的锁定期限制。这一类投资策略偏好投资流动性较强的大型企业，退出时间较短。

从海外的经验来看，根据发债企业信用周期维度，违约债

券的投资策略包括信用违约掉期（CDS）、不良贷款投资、资本结构套利、解困融资、深度价值挖掘、DIP重整融资、重组后的股权投资等。

当然投资违约债券并不轻松，需要投资者回归到“企业价值”本身，对其进行合理的资产评估、风险控制，并根据风险和投资价值大小采取不同的投资策略，同时还要解决在重组或清算过程中复杂的法律问题，需具有与债权人旷日持久讨价还价的耐心。尤其国内违约债券投资尚处于懵懂的萌芽阶段，很大程度上是一个以时间换空间、牺牲流动性博价值的过程。

因此，违约债券投资并非一种普适性投资。业内人士指出，违约债券投资的参与者应该具有强大资源统筹能力，对行业的高度认知能力以及对各类金融产品的强辨识能力，尤其对银行抵质押债权包的处置，依赖高度的专业知识和分析能力。

截至2016年5月末，我国债券市场总托管余额为56.4万亿元，公司信用类债券托管余额为25.8万亿元。根据大智慧的统计，过去三年以来，我国违约债券规模共计335.3亿元，无论与整体债市存量相比，还是单与信用债存量相比，我国债券的违约率和违约规模仍较小。

可以预想的是，未来违约现象的持续增多，将成为我国债市的必然趋向。同时，更多机构正在酝酿或者已经进入违约债券的投资市场。这意味着我国违约债券市场正在不断走向成型。

债市监管法规 大事记

谈起我国债市，历史最早可追溯到1950年。当时，新中国刚刚成立，为恢复和发展经济，发行了一种以实物为计算标准的公债--人民胜利折实公债；之后，为了加速国家经济建设，我国从1954年-1958年，连续五次发行“国家经济建设公债”；1958年，国家经济秩序由于“大跃进”、“浮夸风”被打乱，国债被迫暂停，1959-1980年，为“空白期”；直到1981年1月，《中华人民共和国国库券条例》颁布，财政部才开始恢复发行国债；但是，我国债市真正的起步，还要从1988年算起，尤其是 1999年以后，随着银行间债券市场规模的扩大，场外债券市场已渐渐演变为中国债券市场的主导力量。

如今，经过多年的发展，我国债券市场无论在市场规模、产品覆盖和市场参与度方面都有了较快的发展，已经成为我国金融市场的重要支柱，对整个社会经济的影响力在不断增强。而随着我国债券市场规模的逐步扩大，有关部门对债市管理水平同改革之初相比也有了明显的提高，颁布了一系列相关的法律法规，形成了一个债券市场监管制度与法规体系。

2006

2006年11月6日，人民银行颁布《全国银行间债券市场债券借贷业务管理暂行规定》，提高市场流动性，开展债券借贷。

2008

2008年4月9日，央行发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》，将市场自律的职能交给2007年成立的交易商协会。

2010

2010年9月18日，修订《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》，是中国推动资本项目开放和人民币国际化的一项举措。

2014

2014年6月17日，《上海证券交易所可交换公司债券业务实施细则》（上证发[2014]41号），加快了可交换债券的发行。

2015

2015年1月15日，中国证监会正式发布《公司债券发行与交易管理办法》。

2015年2月，上交所发布《上海证券交易所债券质押式协议回购交易暂行办法》，有助于增强ABS在交易所市场的流动性。

2011

2011年5月30日，交易商协会发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具非公开定向发行规则》，银行间市场推出私募债。

2011年7月21日，《关于进一步加强企业债券存续期监管工作有关问题的通知》推出，加强债券资金用途监管。

2011年11月财库[2011]141号《2011年地方政府自行发债试点办法》，地方政府自行发债试点，试点包括上海市、浙江省、广东省、深圳市。

2009

2009年6月18日，中国人民银行发布《银行间债券市场债券登记托管结算管理办法》，规范银行间债市登记托管结算。

2007

2007年1月9日，《全国银行间债券市场做市商管理规定》发布。

2007年8月14日，中国证监会颁布《公司债券发行试点办法》。

随着市场的发展变化，这些法规条例也在不断修正、完善，充分反映了我国的债市管理制度正逐步从行政干预走向有效监管。笔者特意梳理了近十年来我国债市的监管法规，为读者独家呈现。

2016年2月14日，中国人民银行制定发布《全国银行间债券市场柜台业务管理办法》。

2016年5月6日，央行发文对合格机构投资者进入银行间债券市场进行规范。

2016



“八条底线” 倒逼基金子公司转型

文 | 《固定收益》编辑部

在业内人士看来，此次针对证券期货机构资管业务的多份文件更多直指基金子公司缺乏净资本约束、管理机制缺失等问题，而为其上锁净资本监管后，部分基金子公司的资本金可能将面临压力。

近期，证监会发布了《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》，将2015年3月中国证券投资基金业协会发布实施的《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》升级为证监会的规范性文件；新规定自7月18日起实施，与2015年3月份公布的版本相比，此次政策最大的变化在于新细则对资产管理计划杠杆倍数进行了严格的限制；同时再次重申不得为配资提供便利。

除了“八条底线”，目前监管层针对资管行业还发布了《证券投资基金管理公司子公司管理规定》、《基金管理公司特定客户资产管理子公司风控指标指引》等两份征求意见稿。在业内人士看来，此次针对证券期货机构资管业务的多份文件，更多直指基金子公司缺乏净资本约束、管理机制缺失等问题，而为其上锁净资本监管后，部分基金子公司的资本金可能将面临压力。



在监管新政倒逼下，基金子公司去通道化势在必行，新的业务增长点从哪里寻找？民生加银资管公司总经理蒋志翔在接受《经济日报》记者采访时表示“基金子公司成立时间短，改革将倒逼子公司通过牌照整合转型升级，做强主动管理业务，引导其将业务聚焦至优势领域。”

政策红利消失，告别“裸奔”下的野蛮生长

根据中国基金业协会统计显示，截至今年一季度末，已有79家基金公司获得子公司牌照，产品数量已达1.72万只，规模约9.84万亿元，远高于私募基金的5.70万亿元和公募基金的7.77万亿元，成为证券期货经营机构资产管理中规模增速最快的力量之一。

曾有子公司高管坦言，基金子公司牌照等于0.8的信托加上0.5的公募基金再加上0.2的券商投行，是全市场最好用的一张牌照，被称为资本市场的万能牌照。正因为有牌照优势，基金子公司在各个维度与信托、券商资管展开竞争，尤其是在争抢通道业务中，基金子公司资管规模急剧扩大。

基金专户子公司产生于2012年11月，全称是专项客户资产管理计划，采取报备制。按照有关规定，基金子公司可投资于非上市交易的股权、债权和其他财产权的业务，投资范围比信托、公募基金更广。

在业务模式类似的资管机构中，信托、券商资管均受到风险资本和净资本管理限制，但基金子公司却仅有《证券投资基金管理公司

子公司管理暂行规定》中注册资本不低于2000万元的限制。拥有同等的权利，却没有同等的监管要求，基金子公司“裸奔”式生长或将就此终结。

最新的《证券投资基金管理公司子公司管理规定》征求意见稿中明确要求，扣减后的基金子公司净资本需要达到四项指标，即净资本不得低于1亿元人民币；净资本不得低于各项风险资本之和的100%；净资本不得低于净资产的40%；净资产不得低于负债的20%。

这意味着一直以来不受净资本管理的基金子公司即将迎来受限时代。

基金子公司的成立门槛也愈发严格。《管理规定》征求意见稿中，基金子公司的设立需满足成立年限不低于2年、非货币基金公募规模不低于200亿元、净资产不低于6亿元等7项最低“门槛”。

这表示那些成立时间短、非货币基金规模小、净资产较低和违法违规经营的基金公司将被挡在基金子公司门外。

“我们内部做过测算，到目前3000多亿的规模，扣除去年到期的，净资本刚好能覆盖现有的量，不能再继续扩张了。有些公司做到五六千亿的规模，要么得大规模增加资本金，要么就暂停新业务，等待原有的规模到期，这样规模就是绝对下降的。”一位子公司高管这样表达。

设立门槛变高，净资本加紧约束，杠杆监管变严，基金子公司在新的监管政策下，或将告别野蛮生长。

通道业务优势不再，转型主动管理急需提升

基金子公司之所以能在短时间内快速扩张的原因，主要是子公司通过业务线的灵活延伸从现有的上市证券类资产拓展到了非上市股权、债权、收益权等实体资产后，给资产管理业务留下大量的灵活发展空间。

基金子公司管理规模大多来自通道业务，占据子公司约七成规模的通道业务，一度成为基金公司弯道超车，实现规模扩张的利器。所谓通道业务，就是银行自有资金无法直接投向融资标的，需要信托、券商、基金子公司等包装成相关信托计划、资管产品，银行以购买信托计划、资管产品的名义间接投向融资标的。

基金子公司并不直接参与该业务的资产管理，也无需主动、系统地进行项目开发、产品设计以及风控安排。理论上不承担风险，收益也相对微薄，但是规模大到一定程度后却成为多数基金子公司的主营业务。

在净资本约束方面，针对通道业务，信托公司要扣减1%到3%的风险资本，券商资管需扣万分之几的风险资本，基金子公司则一直无相应的净资本要求，宽松的制度环境令子公司轻松分走券商、信托通道业务的市场蛋糕。

根据最新《“八条底线”细则》拟定，股票、混合类资产管理杠杆倍数最多不超过1倍，而员工持股计划则最多不得超过2倍；同时期货、固定收益杠杆不得超过3倍，此外其他类型资产管理计划杠



杆倍数不得超过2倍。

按照《风控指标指引》规定，在基金子公司风险资本的计提里，一对一专户业务将最多按1%计提风险资本计算系数，资产证券化业务则按照0.1%-0.2%计提，主动管理业务最多将按3%计提。这一计提方案将大大增加子公司的业务成本。

在基金子公司去杠杆的背景下，通道价值将极大降低。

在金融监管政策研究院创办人孙海波看来目前基金子公司只有两条路可以走，要么大幅度缩减通道业务，要么大幅度补充资本。

对基金子公司而言，绝大部分的净资本是不达标的。据Wind数据统计，105家基金子公司，合计注册资本74亿元，只有34家基金子公司注册资本超过1亿元，其中还有6家是香港的子公司。基金子公司的净资本是远远低于风险资本的。华创证券分析师华中炜表示，

应对的方法要不就是股东追加资本金，要不就调结构，从扣减比例高的业务向扣减比例低的业务转移。

华泰证券分析师沈娟认为，通道类业务空间被压缩，有望引导基金子公司向主动资产管理业务转型，“由于不受风险资本和净资本约束，近年来基金子公司资产管理规模急速提升，其中通道类业务占比约70%，而《管理规定》的出台，要求专户子公司所有新设立的资管计划都将计算风险资本，并根据特定客户资产管理业务管理费收入计提准备金，基金子公司资金端优势将减弱。为寻求长期核心竞争力，基金子公司或回归资管业务本源，由‘被动’的通道业务转向‘主动’的资产管理或将成为未来主流趋势。”

某子公司高管表示：“子公司不再拿着牌照换规模，而是被迫向主动管理转型，未来子公司将由规模导向转变为能力导向。”

基金子公司在由“被动”的通道业务转向“主动”的资产管理过程中，资产证券化(ABS)业务或成首选目标。

资产证券化或成为基金子公司转型首选

从基金子公司监管新政看，资产证券化（ABS）业务对净资本及风险资本的占用最少，因而基金子公司人士普遍认为资产证券化是基金子公司去通道化、朝主动管理方向发展的切入口。

按照《风控指标指引》，在基金子公司风险资本的计提里，

资产证券化业务按照0.1%-0.2%计提，远低于一对一专户和主动管理业务，这也是监管方面有意引导子公司多开展资产证券化业务的体现。

近年来，国务院总理李克强多次提及要扩大资产证券化试点规模，新任证监会主席、前央行农行董事长刘士余也屡次强调资产证券化对国内金融市场的重要意义。

“如果没有资产证券化，我们银行的资产负债表会越做越大，企业的资产负债表也会越做越大，这对资本的需求只能水多加面，面多加水。”刘士余表示，必须大力推行资产证券化业务。

在监管“地震”下，加上不再享受红利进而面临的金融业全面竞争，不少基金子公司如民生加银资管、国开泰富资管、平安大华汇通、华夏资本已经开始主动进攻ABS市场。

某信托公司高管也曾撰文表示，“在混业经营的趋势之下，金融机构之间的部分业务实质正在形成同质化竞争。在传统业务收入不断缩水的现状下，如何以最高效率运作资产与资金，盘活存量资产，优化资产配置结构，并能够兼顾流动性、收益性、安全性等多维度，是各金融行业在大资管时代的核心竞争力。而资产证券化无疑是诠释这种竞争力的典型的标准化工具。”

蒋志翔在接受《证券日报》记者采访时，表达了今后转型的重点方向：“我们将更多的资源和精力倾斜于主动业务转型升级，比如在资产证券化、PPP产业基金、股

权投资等业务领域上公司有针对性地加强了中后台的支持力度，调整业务考核指标以激励上述转型业务的发展。”

嘉实资本、博时资本、华夏资本、工银瑞信资管、交银施罗德资管等在内的十多家基金子公司，已经发行了资产证券化项目。

根据中国资产证券化分析网的统计，今年1-5月，ABS发行量为914.19亿元，其中融资租赁类ABS发行共246.36亿元，占有新发企业资产证券化ABS的26.95%。

除去资产证券化，PPP产业基金、股权投资、新三板和量化对冲业务也成为基金子公司转型主动管理业务的重要方向。

从“被动”到“主动”转型非易事

基金子公司转型并非易事。

有基金子公司人士坦言，依靠通道业务等快速成长的基金子公司，在现有业务风险不断增加的背景下，要想实现成功转型，既缺乏明确的战略方向，也缺乏相应的人才储备，这让许多基金子公司的未来发展陷入尴尬境地。

“对于风险的忽略，让我们尝到了苦果，现在要花费更多的人力物力去阻止违约事件的发生。更让我觉得困难的是，基金子公司转型不仅是必然，也是生存的迫切需求，可真想转型了，就发现自己最大的短板其实还是在专业人才的储备上。”某基金子公司副总经理说。

业内人士表示：“项目在推

进过程中环环相扣，需要多元化的配合，比如项目收益与风险之间的平衡，与销售渠道协调的募资能力，以及与包括律所、评级机构、会计师事务所等外部专业机构的合作沟通，都要求团队不仅具有很强的专业性，组织和协调能力也必须非常出众。”

“无论是资产证券化、新三板和量化对冲，这类创新业务对基金子公司的风控能力和政策把控能力而言，无疑都是重大考验。”北京某基金子公司的副总经理表示，目前大部分子公司在项目风险控制上只设立了投资决策委员会，能够专门设置风控委员会的只有个别有主动管理能力的子公司。与基金公司本身严苛的风控相比，大部分子

公司的风控能力还不足以承担这些业务。

无论是从管理人员布局、优势业务发展定位、激励等基金子公司都面临新的调整，新的业务增长点还要在摸索中进行。但基金子公司之间的差距非常大，其成立时间、发展方向、股东背景都有不同，这对公司的未来发展也都会有较大的影响。

尽管资产证券化、新三板、量化对冲业务在发展中会遇到风控能力和人才等各方面的挑战，但正如某基金子公司业务负责人所说，“通道业务利润越来越薄，风险越来越高，但转型是大趋势，不管遇到哪些暂时性的困难，这些新机会都是应该花钱打好的基础。”



2012

颁布或实施日期

发布机构

政策名称

要点

2012 年 11 月 1 日

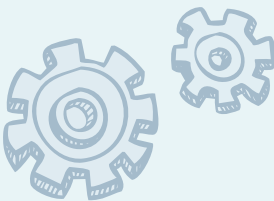
证监会

基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法

基金管理公司投资非标需设立专门的子公司



基金子公司
发展历程梳理



颁布或实施日期

发布机构

政策名称

要点

2012 年 11 月 1 日

证监会

证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定

明确子公司的界定，设立条件以及注册资本要求不低于 2000 万元



2013

颁布或实施日期

发布机构

政策名称

要点

2013 年 11 月 26 日

中国证券投资基金业协会

关于加强专项资产管理业务风险管理有关事项的通知

建立健全风险管理制度、对不同专项计划实行分别核算、分别管理

2015

颁布或实施日期

发布机构

政策名称

要点

2015 年 3 月 5 日

中国证券投资基金业协会

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（2015 年 3 月版）

明确和细化“八条底线”监管内容，加强对证券期货经营机构私募资产管理业务的自律管理

2014

颁布或实施日期

发布机构

政策名称

要点

2014 年 3 月 13 日

证监会

基金管理公司从事特点客户资产管理业务子公司内控检查要点

对包括公司治理、项目管理、销售管理、风险管理与监察稽核、运营管理、公司财务、人员管理、信息技术、风险隔离与利益冲突防范、母公司管控十个大项做了具体规范

颁布或实施日期

发布机构

政策名称

要点

2014 年 4 月 26 日

证监会

关于进一步加强基金管理公司及其子公司从事特定客户资产管理业务风险管理的通知

禁止开展资金池业务；禁止基金子公司通过“一对多”专户开展通道业务；基金管理公司成立不满一年或其管理的公募基金规模低于 50 亿元的，中国证监会将暂缓审核其设立基金子公司的申请

颁布或实施日期

发布机构

政策名称

要点

2014 年 11 月 19 日

证监会

证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定

将资产证券化业务管理人范围由证券公司扩展至基金管理公司子公司

颁布或实施日期

发布机构

政策名称

2014 年 12 月 24 日

中国证券投资基金业协会

资产支持专项计划备案管理办法及配套规则

2016

颁布或实施日期

发布机构

政策名称

要点

2016 年 5 月 18 日

中国证券投资基金业协会

修订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（征求意见稿）

相较此前版本，最大变化在于对资产管理计划杠杆倍数进行严格限制，股票类杠杆倍数不得超过 1 倍；同时重申不得为配资提供便利

颁布或实施日期

发布机构

政策名称

要点

2016 年 5 月 18 日

中国证券投资基金业协会

证券投资基金管理公司子公司管理规定

对基金子公司设立设置一系列门槛

颁布或实施日期

发布机构

政策名称

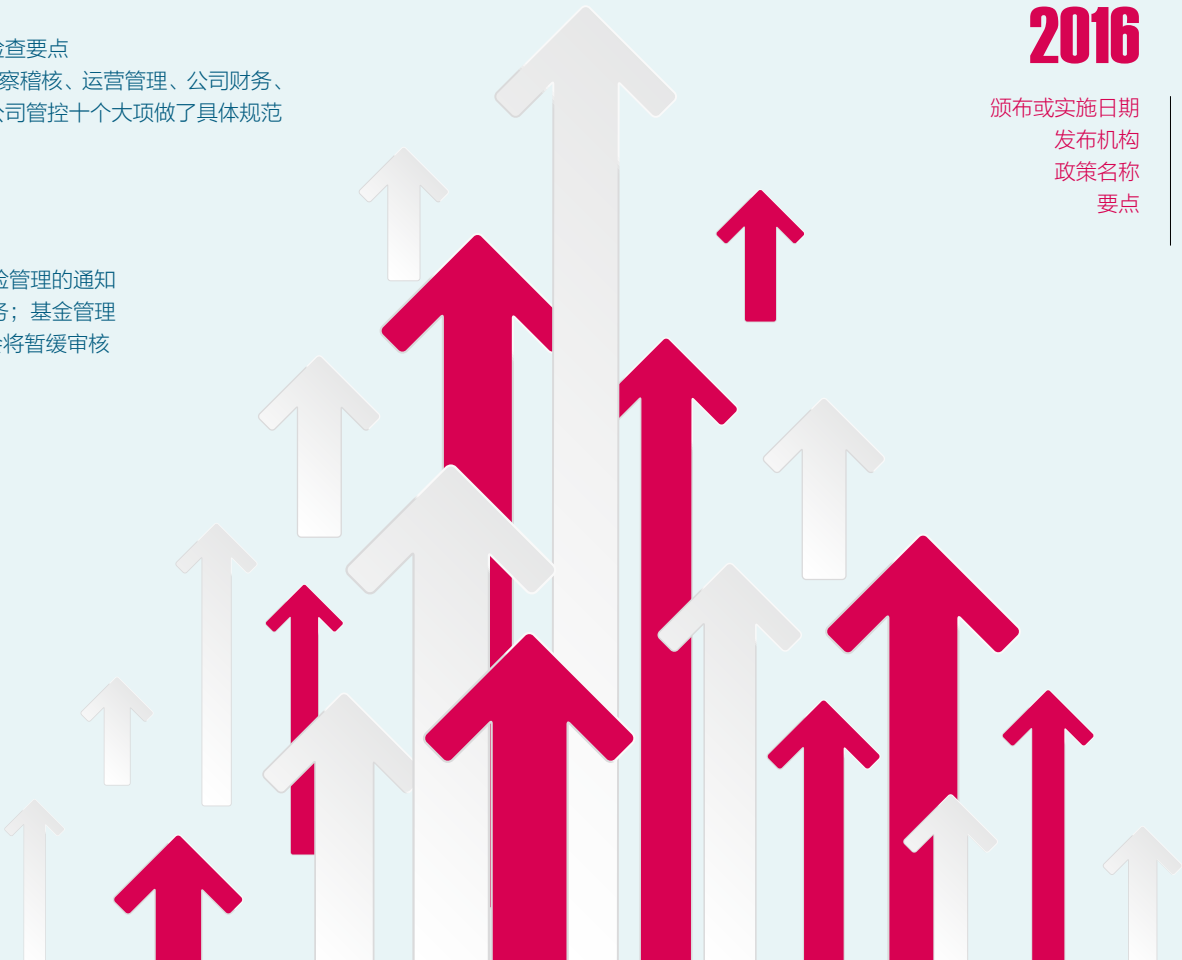
要点

2016 年 5 月 18 日

中国证券投资基金业协会

基金管理公司特定客户资产管理子公司风控指标指引

对开展特定客户资产管理业务的专户子公司实施净资本约束为核心的风控管理和分级分类监管



PEOPLE 人物

基金经理赵慧： 投资宜静， 热点不可轻易追

文 | 《固定收益》编辑部

近期，英国脱欧让国际金融市场大跌眼镜，但在鑫元基金基金经理赵慧看来，短期的市场波动并不代表债市的真正走势，脱欧作为偶然因素从中长期来讲，还有很多不确定性。展望未来，下半年国内经济增速放缓进一步确认，债市或将延续上半年走势继续震荡，投资者宜于“静心”，控制久期，而不可轻易跟随市场热点。

赵慧目前是鑫元基金投资管理部的公募基金经理，在此之前，她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，有丰富的银行间市场交易经验。她现承担着鑫元基金五只公募产品的投资管理工作，资产管理规模已超50亿元。

一、债市黑天鹅频繁来袭

《固定收益》：近期英国脱欧的“黑天鹅”事件持续发酵，对全球股市、汇市影响很大，那么这对全球债市及国内债市又有何影响呢？

赵慧：大家通常都说，债市就是发国难财，这次或许也不例外。英国脱欧事件给全球经济的持续增长蒙上阴影，提升了投资人的风险意识，强化了今年以来的避险情绪，造成全球金融市场震荡，债市也不例外。如近期美国10年国债收益率大跌12个BP至1.455%，重新回到2013年中以来的最低水平。预计脱欧事件的中长期影响也是深远的，比如我们看到英国主体评级遭到下调，后续脱欧谈判如何进展，欧盟内部是否会有新的分化，美国加息进程如何放缓，全球一体化进



程是否逆转等等。总之全球经济增长放缓和不确定性增加，都是利好债券，未来全球资产重配还会持续一段时间。

对于我国债市来说，更多的是情绪上的影响，毕竟资本项目管制长期以来都是一道防火墙。预计在短期的乐观情绪结束后，后期我国债市将重新回到自身的运行逻辑上去，依旧是震荡走势。

《固定收益》：信用违约事件频发可谓是贯穿中国上半年债市的“黑天鹅”，对此，您认为造成这种现象的原因是什么，对债市的影响有哪些？

赵慧：债券市场打破刚兑是一个市场走向市场化方向的必然选

择，否则行政化因素太多是不健康的。信用违约事件其实不仅仅是上半年的黑天鹅，在未来也将会是个持续的影响因素。

信用违约发生的原因是多种多样的，从大的背景来讲，整体经济发展速度下降，传统的过剩产能无力支持经济继续高速发展，经济结构转型，必然会有行业收缩；具体到违约的个体原因，也是跟宏观经济紧密相连，常见的原因有在已经走在下行的行业周期中继续激进投资造成资金链断裂（超日、湘鄂情、熔盛），实际控制人与政府官员勾结、企业治理受到政治事件影响，企业内部控制人之间的股权争斗等。

此外，值得注意的是，从市场的发行和到期量来看，未来月均的到期量是2016年之前基本都是1wE，而2016年以后基本月均到期量是1.6wE，增长了50%，单看信用债到期量，2016年之前单月到期量由14年的4000E上升至2015年的7000E，2016年下半年每月的到期量14000E，也是实现了大幅增长。这意味着信用事件依旧会是长期伴随市场成长的因素，是债券市场中必然出现的正常现象。上半年信用利差不断走扩也是市场的正常反应，未来我国债券市场必然会更加注重信用风险研究，信用风险定价会更加科学。

Q & A

《固定收益》：对于下半年的资本市场，您预计还会有哪些“黑天鹅”事件发生？

赵慧：站在2016年半年的路口，展望下半年。既然是黑天鹅，肯定是事先很难被市场所预料的，我也只能做一点简单的猜测。

一是信用风险是否扩散。目前债券投资者对于行业龙头，对于地方政府债券还存在一定程度的信仰，这些债券成为信用债投资的避风港。这类债务如果出现风险，可能引发踩踏。

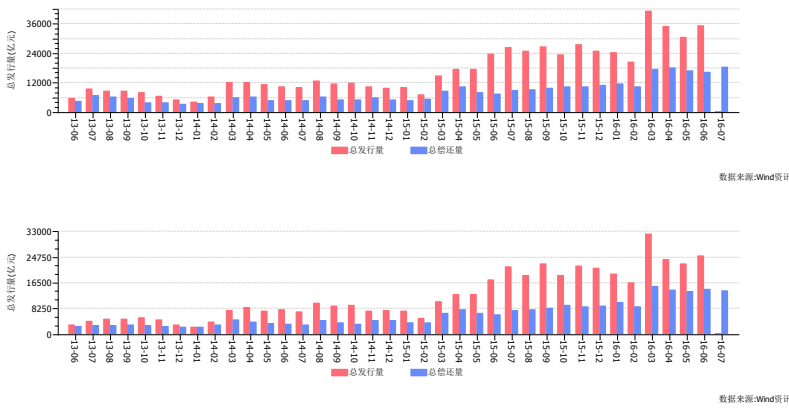
二是通胀是否报复性反弹。如果海外资金泡沫从金融市场离开进入大宗商品炒作，叠加基数效应，可能引发输入型通胀。

三是金融市场杠杆是否调整。目前我国货币乘数已至历史高位，资金超配债券，杠杆率高，资金链相对紧张。一旦出现资金紧张，在流动性和收益之间肯定先保流动性，这样市场回调幅度也不会小。

二、应对震荡市的法宝

《固定收益》：对于近期国家统计局公布了6月份 CPI和PPI数据，加上之前的一季度宏观数据，无论从总量还是结构来看，都是低于预期的，能否谈谈您对这些数据的看法？

赵慧： 目前我国的宏观经济增长正处于这个“L”型的刚开始，未来增速放缓会进一步确认。我认为宏观数据的回落是可预见的，主要原因有，一方面从总量上来看，开始修正之前天量融资对经济复苏的预期，整个社会仍以国有



部门投资为主，民营投资增速继续下降，背后反映的是实体经济融资需求的低迷；另一方面从结构上看，近期国内需求的回升主要来自房地产和基建拉动，而这两大动力可持续性不强，企业对未来经济预期仍然较悲观，缺乏供给动力。未来经济结构的转型还需要一个很长的周期。

《固定收益》：在此宏观经济背景下，信用债、地方债等呈现出一些什么新的特点？信用风险爆发时，您在债券基金的投资策略方面有什么应对措施？下半年，会有哪些策略的调整，能否举例说明？

赵慧： 投资者对于信用风险的关注，以及违约“黑天鹅”事件频发，导致风险偏好的不断下移。对于信用债体现在信用利差扩大，以及发行难度增加。AA评级及以下的信用债发行量，从3月份的2033亿骤降至6月份的559亿。目前一些机构对于产能过剩行业是完全规避的。与此同时，地方债务的形式，从企业债、私募债、信托产品等向地方政府债转化，地方政府债发行量，2014年上半年是0.14万亿，2015年上半年是0.87万亿，

而今年上半年达到3.57万亿。这么大的发行量，对于市场的配置能力是比较大的冲击。我们把信用债、地方债综合起来看，不难发现目前债券市场整体供给偏向高评级低风险，这类资产提供的收益率更低，也就不难理解资产荒的问题。

应对策略方面，目前应当静心，不宜激进。经济整个去产能过程仍在进行之中，信用风险没有完全暴露，风险收益比还没有足够吸引力。但经济下行有利于债券市场的整体收益率中枢保持低位，不排除继续向下的可能。因此组合总的配置基础以中短久期，中高评级为原则，辅以一定的杠杆利差增厚收益。同时，积极开展波段交易，把握市场扰动中产生的利率债交易机会。

保本是首要目标，永远不要对市场抱有太多期待。对于我目前管理的货币基金而言，鑫元货币基金主要是针对机构客户，其他债基主要面对的也是银行间客户，因而可能会更偏谨慎，偏向票息相对高的债，以及我们强大的投研团队通过调研发现的，但还没有被市场发掘的价值债券，这类债违约风险相

对可控。

《固定收益》：今年以来，央行一直将七天回购加权利率均值稳定在2.3%。资金面整体的波动性较去年四季度明显要大，对此您怎么看？货币市场基金是否面临流动性风险？在投资策略上将如何应对？

赵慧： 去年下半年以来，股票市场、外汇市场、商品市场剧烈波动，外围市场更是呈现山雨欲来之势。因此，中央政府将维稳作为金融市场的重要任务，不断地通过领导人讲话、央行报告等传递信息，上半年的资金走势总体是平稳的，半年末资金投放力度也比较大。我们预计下半年政府的总体指导思想不会改变，资金面仍将得到政府呵护。当然，之前也提到目前金融市场的资金链条是比较紧的，不排除可能有一些短期的冲击。因此货币基金配置上，我们仍然会保持较高的流动性，特别是加强跨关键时点的资金安排。

三、下半年债市何去何从

《固定收益》：“终于等到你。”一夜之间，公募系FOF（基金中的基金）的话题“刷爆”基金圈。那么您认为基金公司发展FOF业务的难点在哪？又该如何抓住这次机会实现快速发展？

赵慧： 6月中旬以来，FOF话题备受行业关注。实际上，目前基金公司发展FOF还存在较多的难点，因为FOF说到底是大类资产的配置，而大类资产要轮转，通常要花几年；FOF目前主要在券商资管、保险和私募基金有做，这种模

式对于投资团队的能力提出极高的要求，既需要有自上而下策略配置也要有自下而上的标的筛选，此外投后管理、绩效评估、定期跟踪、动态调整乃至必要时的战术性对冲都是极为重要的，这就要求这个团队经验丰富、懂得大类资产配置和各种投资策略还要具备风险管理能力。

公募基金发展FOF的话，除了投资团队，严密的投资流程更为关键，风险管理和绩效评估的系统分析工具也是必需品，此外更为关键的一点是目前公募基金的客户资金来源均比较短线化，而大类资产轮动的话可能走得是一个更长的周期，长线的资金来源对于FOF基金的发展更加有利。

《固定收益》：基于当前的市场环境下，对于2016年下半年的债市，您怎么看？作为普通的投资者，对于如何把握下半年债市机会，您又有什么建议？

赵慧： 我国债券市场已经历有史以来最长的一轮牛市，且目前仍处于有利的环境之中。此时此刻，我们仍有必要用居安思危的心态看待市场。对债券市场而言，本轮的投资收益已经不菲，因此我们的一只眼睛，关注市场如何转向。目前全社会的货币乘数接近历史最高位，资金对于金融市场的配置重于实体经济，金融市场超配债券，而债券市场的杠杆率也处于较高水平，其中隐含的系统风险不可忽视。打破目前市场青睐债券的逻辑的关键点，也就是我们需要时刻紧盯的。经济企稳复苏、货币政策趋紧、替代投资品的出现，是可能的潜在风险关键点，但目前还没有迹

象。

另一只眼睛，关注市场机会。今年上半年，收益率下行的速度放缓了。我们认为，制约市场下行的主要因素，对于利率债而言，是地方债供给过大部分对冲了银行的配置意愿，对于信用债而言，是理财收益率下行有刚性。我们认为，制约市场下行的主要因素，对于利率债而言，是地方债供给过大部份对冲了银行的配置意愿，对于信用债而言，是信用事件黑天鹅爆发引发情绪反弹。我们认为，打开收益率向下空间的钥匙可能有三点：一是经济增速放缓的进一步确认，引发货币政策放松预期；二是政府主导债务替换导致整体社会融资成本下行；三是理财收益率新一轮的下行。

最后，对于银行间市场而言，虽然这几年市场的参与类型和数量已经有了很大的发展，但从交易量来看，目前银行依然占据主导地位，一些行政化因素依旧会出现，期待未来参与者分散化，早日形成“百家争鸣”的格局。





“债券违约”诉讼追偿要点解析

文 | 北京大成（上海）律师事务所高级合伙人 李晨

随着改革的深化，债券违约进入诉讼程序将成为“新常态”。对于投资机构来说，探索和完善法制化的违约应对机制，提高债券违约危机应对能力已成为新形势下的必修课！

2015年下半年开始，中国信用债市场违约事件频频爆发，由于政策层面已走出由政府主导、协调解决的“刚性兑付”阶段，并逐渐引导、转变为由市场自由调节的应对机制，债券违约的诉讼追偿处理成为市场关注的新焦点。我们在处理了多起债券违约诉讼后，将实践中遇到的问题总结如下并做相应解析。

一、诉讼主体资格

债市投资者主要为银行、基金、证券公司和保险公司等非银行金融机构，在诉讼主体资格中，以相对复杂的基金公司作为投资管理人提起诉讼为例进行解析。

尽管主承销商召开债券持有人大会时常提议全部债券持有人统一聘请律师维权，但实践中大多管理人基于受托义务和与其它债权人间的利益冲突等考虑，选择了单独提起诉讼而不是通过债券持有人大会采取一致行动。在诉讼中，基金管理公司的诉讼主体资格主要来源

于法律规定、管理合同约定和投资人授权。

公募基金的管理人依法具有诉讼主体资格，根据《中华人民共和国证券投资基金法》第十九条“公开募集基金的管理人应当履行下列职责：……（十一）以基金管理人名义，代表基金份额持有人利益行使诉讼权利或者实施其它法律行为”，故违约债券由公募基金持有的，该基金管理人可以直接以原告身份提起诉讼。诉讼中需提交证监会的批文以证明其公募基金公司的管理人的合法诉讼主体身份。

非公募基金需依据管理合同或委托合同明确的约定或专门授权才具有诉讼主体资格。一般的管理合同或委托合同文本会在管理人权利、义务或受托人权利、义务章节约定诉权，如“以资产管理人名义，代表资产委托人利益行使诉讼权利或者实施其他法律行为”。实践中有些合同仅约定的表达类似：“资产管理人依据授权代为行使xxx权利”，如此情况下则需要投资人出具提起诉讼的授权委托书。

在此需要说明的是，如果一个基金公司管理的多只产品均持有同一只违约债券，在诉讼中也要分别提起诉讼，这样处理的原因在于被告的偿付对象是基金管理公司管理的基金产品，而非基金管理公司本身，且分别诉讼符合财务处理和审计要求。

二、诉讼管辖的确定

债券持有人与发行人之间的债权债务关系本质上是合同之债，适用《合同法》的相关规定，但与

一般的借贷关系又有所不同，其并不是建立在债权人和债务人双方直接签署的合同基础上，而是债券持有人基于债券发行的《募集说明》申购债券并支付对价取得债权或在债券流通市场上从第三方持有人处购得债券取得债权，故这种债权债务关系以债券为载体，其所体现的发行人与持有人之间的权利、义务等并未经过充分协商。因违约导致的争议解决方式、责任的承担限于《募集说明》中概括的约定，而《募集说明》往往对发行人的违约责任做限定，并对违约处置语焉不详。在处理该问题时，除可依据《民事诉讼法》第二十一条第二款“对法人或者其他组织提起的民事诉讼，由被告住所地人民法院管辖”在发行人住所地法院起诉外，还可依据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释》第十八条第二款“合同对履行地点没有约定或者约定不明确，争议标的为给付货币的，接收货币一方所在地为合同履行地”的规定在基金管理人所在地提起诉讼。根据这一条款提起诉讼，在司法实践中已得到统一的认可。

根据目前我国级别管辖的规定，以在上海提起诉讼为例，第一审民商事案件管辖标准为：上海高级人民法院管辖诉讼标的额3亿元以上一审民商事案件，中级人民法院管辖诉讼标的额5000万元以上一审民商事案件。以目前基金产品对单只债券的持仓规模，多数由中级人民法院或基层人民法院管辖。如在中部或东北、西北等部分省份，5000万元以上的案件一审一般由高级人民法院管辖。

三、财产保全

保全工作对于无担保债券违约的诉讼至关重要。根据现行法律与司法解释的规定，执行程序中应当由首先查封法院处分查封财产。由于“首封控制财产的优势”可以积极推进执行和处置财产，并取得一定的优先分配权利。当然，以首封法院处置为原则也有例外。最高人民法院就首先查封法院与优先债权执行法院处分查封财产有关问题，做出《关于首封与优先权执行法院处分财产问题的批复》，该批复规定于2016年4月14日起施行。根据批复第一条规定“执行过程中，应当由首先查封、扣押、冻结（以下简称查封）法院负责处分查封财产，但已进入其他法院执行程序的债权对查封财产有顺位在先的担保物权、优先权（该债权以下简称优先债权），自首先查封之日起已超过60日，且首先查封法院尚未就该查封财产发布拍卖公告或者进入变卖程序的，优先债权执行法院可以要求将该查封财产移送执行。”即首封法院不积极采取执行措施的，由有优先债权执行法院处置，首封法院应予移送执行。

目前违约的发债者集中于煤炭、化工和钢铁等产能过剩型行业，这类企业尽管现金流不足，但往往是重资产型的企业，在保全工作中需要分析其资产状况，选择具有变现价值、益于处理的资产进行保全，而根据上述司法解释可知，在选择被保全财产时，亦应当尽量避免设有抵押权等物上权利的财产，否则可能出现首封权与优先债权的竞合，不利于债权的实现。

保全金额应以《起诉状》为准，并提供相应的担保。实践中除银行可以提供信用担保外，上海市也接受著名企业的信用担保（需银行提供资信证明），其它类型的法人和非法人机构作为原告需以自有资产或聘请第三方提供保全担保。不同法院认可的担保公司有所差别，且有部分法院不认可担保公司的保全担保，只认可保险公司的担保，故在聘请第三方提供担保前需与具有管辖权的法院确认担保的形式和提供担保的主体，以免担保不被法院认可而影响保全工作进程。

四、执行程序及参与分配的顺序

因到期债券的违约诉讼在实体权利的确认上并不复杂，诉请主要为要求发行人按照票面价值还本、付息和按《募集说明书》的约定承担违约责任，没有明确约定的其他追偿支出和费用法院一般不予支持，在此不再展开详细介绍。取得胜诉判决后，发行人未能在判决书规定的履行期间内自行履行判决项下的付款义务，则可凭借该民事判决书向人民法院申请强制执行。

（一）处理非本辖区被执行财产的委托执行

根据相关司法解释，委托执行是指“对于执行法院经调查发现被执行人在本辖区内无财产可供执行，且在其他省、自治区、直辖市内有可供执行财产的，应当将案件委托异地的同级人民法院执行”。对于债权人来说，委托执行的法院在外地，沟通成本较大且在一定程度上存在制度不协调和地方保护主

义等障碍，容易造成执行进程拖延、执行情况难以掌握甚至难以达到执行目的。鉴于执行程序对实现债权的重要意义，在能够进行异地执行的情况下应当尽量避免委托执行。

（二）被执行财产分配的顺序

购买信用债的债权人其债权在法律性质上属于没有担保的普通债权，同一债务人在面对多个普通债权人的情况下，就同一资产的变现所得应如何分配，在司法实务中是一个较为常见且复杂程度因个案差异较大的问题。对此，各地法院理解不一，经常导致分配方案较为随意。近年来，我国相关法律及司法解释已有针对性的作出了明确的规定：

对于被执行人为企业法人的情况，依据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释》（2015年）第516条“当事人不同意移送破产或者被执行人住所地人民法院不受理破产案件的，执行法院就执行变价所得财产，在扣除执行费用及清偿优先受偿的债权后，对于普通债权，按照财产保全和执行中查封、扣押、冻结财产的先后顺序清偿。”由此可见，若被执行人为企业法人且不构成破产立案的，普通债权应当按照查封的先后顺序清偿，也就是应当由首轮查封的债权人优先受偿。若受偿后，仍有余额，由后续债权人按照先后顺序继续分配。因此，从法理上分析，对于被执行人为企业法人的案件，保全措施的先后顺序决定了清偿的顺序。这也是我们一直强调及时、有效的保全措施对最终能否实现债权具有重要影响的根本原因。

五、发行人进入破产对诉讼的影响

诉讼过程中或执行程序中，如发行人经营状况持续恶化，可能自行申请破产或被其它债权人申请破产。根据《企业破产法》第2条，破产的法定条件为“企业法人不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务或者明确缺乏清偿能力”。其具体标准为：“债务人的资产负债表，或者审计报告、资产评估报告等显示其全部资产不足以偿付全部负债的，以及债务人账面资产虽大于负债，但存在下列情形之一的，人民法院应当认定其明显缺乏清偿能力：（一）因资金严重不足或财产不能变现等原因，无法清偿债务；（二）法定代表人下落不明且无其他人员负责管理财产，无法清偿债务；（三）经人民法院强制执行，无法清偿；（四）长期亏损且经营扭亏困难，无法清偿债务；（五）导致债务人丧失清偿能力的其他情况。”综上，法院认定债务人破产成立，前提是债务人资不抵债或者明确缺乏清偿能力，而资不抵债或明确缺乏清偿能力，亦需符合相关规定。从目前的司法审查和已有诉讼情况看，大部分地方政府基于社会稳定、下岗工人安置等考虑，是不希望当地大型企业破产的，故在法院受理破产案件的环节会遇到一定的阻碍；而银行等有抵押的债权人在诉讼中对抵押财产享有优先受偿权，也不会主动申请被执行人破产。而法院对破产案件亦要进行实质性审查，方能决定破产与否。但决定被执行人是否会进入破产程序的关键，仍是政府、

债权人和债务人的综合判断、博弈，较难从法律角度分析破产的可能性。

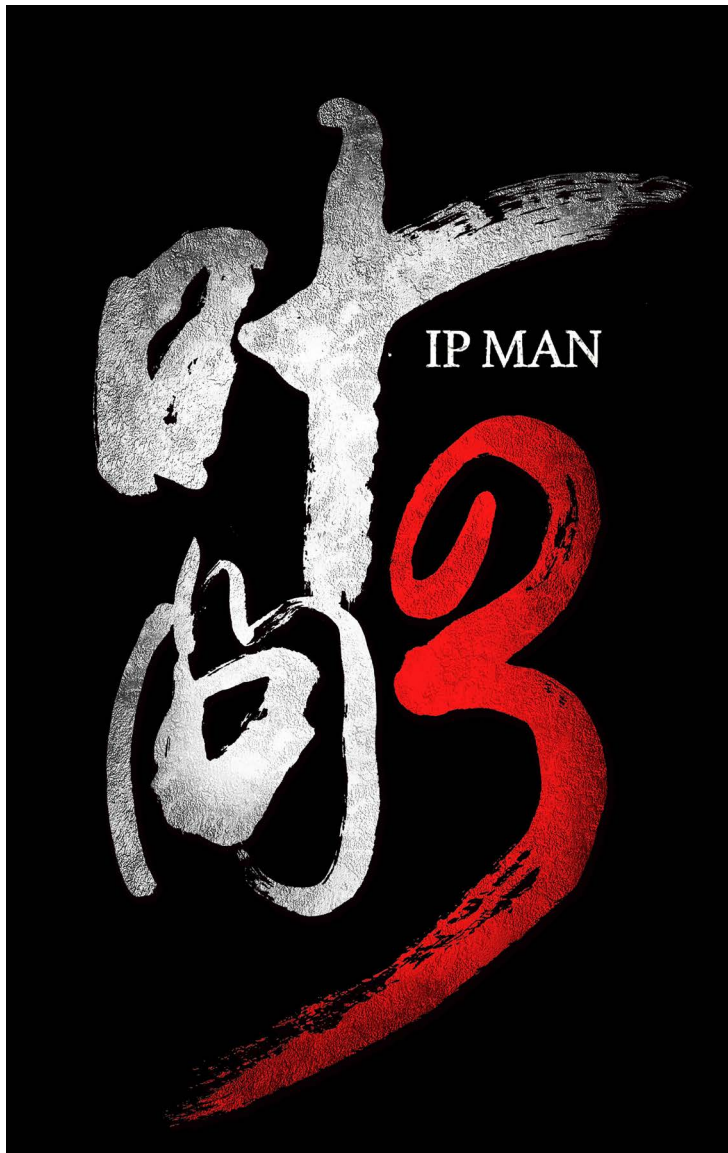
此外，根据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释》（2015年）第513条“在执行中，作为被执行人的企业法人符合企业破产法第二条第一款规定情形的，执行法院经申请执行人之一或者被执行人同意，应当裁定中止对该被执行人的执行，将执

行案件相关材料移送被执行人住所地人民法院。”该条款创设了“执行法院移送破产”的程序，在被执行人符合破产条件时，只要“申请执行人之一或者被执行人同意”，执行法院即可将案件移送被执行人所在地法院，由被执行人所在地法院对其破产进行后续审查。后续债权的实现将由破产案件决定。破产流程是另外一个非常专业和细致的领域，大致流程为受理破产案

件的法院依据破产程序指定破产管理人，所有债权人进行债权申报后破产管理人对被执行人进行破产清算，并根据清算结果编制破产清偿方案进行清偿，在此不展开详述。

随着改革的深化，债券违约进入诉讼程序将成为“新常态”。对于投资机构来说，探索和完善法制化的违约应对机制，提高债券违约危机应对能力已成为新形势下的必修课！🌹





从《叶问3》票房事件看资产“未来”收益权证券化的利弊

文 | 鑫沅资产·资产证券化部 卢林 胡峻睿

作为一名资产证券化从业者，笔者认为《叶问3》事件是互联网金融大背景下电影票房资产证券化的一次大胆尝试，也让大家注意到证券化这一创新金融工具。在此，笔者想从本次事件简单跟大家讨论一下未来收益权资产证券化的“利与弊”。

3月3日，《叶问3》上映的前一天，微信朋友圈有人贴出文章——《调查|明天才上映的《叶问3》已经负债?!》。文中提到，自2015年起关于《叶问3》的融资类产品在市场上出现，其中包括众筹、P2P等多种类型。后期幕后操盘企业为了达到资本运作的目的签署了对赌协议，为实现各方多赢的局面，幕后企业玩起了自购票房的游戏。文中所提到的现象后来被媒体广泛报道，并引发了监管的注意，再后来的结局是：相关机构被处罚，关联上市公司股价大跌，产品惨遭挤兑。

作为一名资产证券化从业者，笔者认为《叶问3》事件是互联网金融大背景下电影票房资产证券化的一次大胆尝试，也让大家注意到证券化这一创新金融工具。在此，笔者想从本次事件简单跟大家讨论一下未来收益权资产证券化的“利与弊”。

提到资产证券化，肯定离不开资产。用于证券化的基础资产我们一般分为债权类资产和收益权类

资产。债权类资产，就是指有明确的债权债务关系和还款计划安排的资产类型，例如租赁债权、小额贷款和应收账款等。收益权类资产则是指企业未来通过持续、稳定的经营才能够产生稳定现金流的资产类型。

收益权类资产多数是基于特许经营权，或者通过已签署的相关合同而产生的。在我国，基于特许经营权一般为民生、公用事业，如供水、供热等，或者高速公路收费，这些经营收入产生的现金流具有基础设施特性，用户数量巨大，收费金额稳定。其他依据合同产生的收益权例如景区门票、物业管理收费、影院票房等对应的基础资产则不具备上述特性，企业主体的持续经营能力将直接影响未来现金流的稳定性。

影院票房、门票收入证券化产品在国内并不是新鲜事物，交易所挂牌的就有多个，如平银华泰大地影院信托受益权资产支持专项计划、星美国际影院信托受益权资产支持专项计划、欢乐谷主题公园入园凭证专项资产管理计划、齐鲁资管北京八达岭索道乘坐凭证资产支持专项计划等。

下文将以影院票房证券化、门票收益权证券化等产品为例讨论、分析未来收益权类资产证券化产品的利与弊。

一、未来收益权资产证券化的“利”

首先，我们先简要分析未来收益权资产证券化给交易各方带来的“利”。

1、拓宽融资渠道

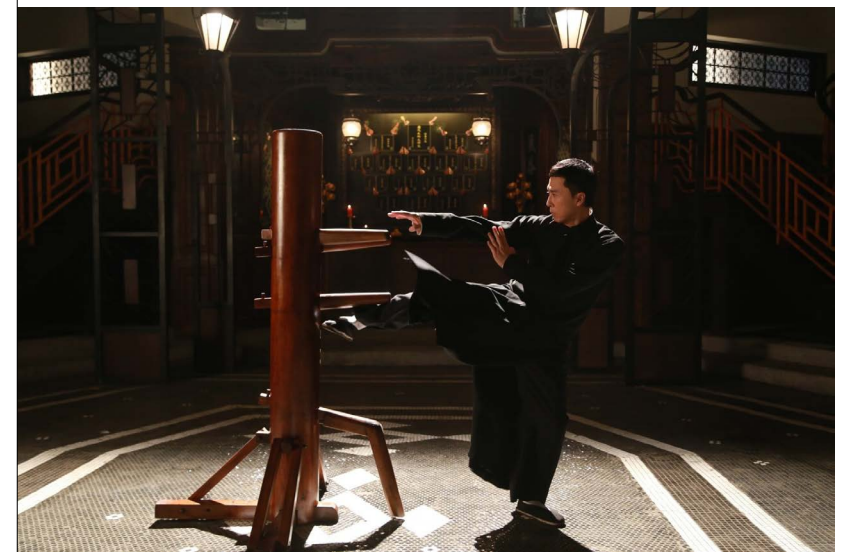
未来收益权资产证券化可以为原始权益人提供一条传统融资方式之外的融资渠道。传统的融资手段多以融资人整体的信用进行融资，对于企业整体资产、收益表现和信用条件的要求较多，手续繁杂，程序冗长，融资的门槛较高。而未来收益权证券化则是将未来能够产生现金流的基础资产，通过结构化安排，对其风险及收益进行分离、重组，同时增加一些信用增级措施，将收益权转换成可以出售和流通的证券化产品，为融资人实现融资目的。未来收益权资产证券化产品凭借融资人自有资产的未来收入获得融资，资产本身的现金流与发行主体的信用水平在一定程度分离，融资行为可以降低所受到的公司净资产规模、盈利指标方面的影响，从而实现融资目的。例如影视院线或者文化创意产业，由于企业核心价值在于文化产品，固定资产少，属于轻资产行业，其自身

的信用评级一般不高，在当前的监管标准下很难在债券市场上直接融资，通过银行贷款也有较大难度。当电影院线需要资金加速终端影院的建设时，就可以将未来的票房收入打包出售，通过未来收益权资产证券化的方式实现融资。

2、降低融资成本

融资成本是企业融资过程中最重要的交易要素。目前，债券市场中一年期的AA产品比AAA产品的发行利率高约80至100个基点，AA-产品则比AA产品高100个基点左右。对于一个轻资产行业的企业主体，其信用评级往往较低，如果使用公司债/企业债类融资工具，要么发行利率偏高，要么根本无法发行。例如院线、唱片工厂、景区运营公司。即使通过担保公司担保的形式实现债券发行，也必然需要承担较高的担保费用。

证券化方式则可以实现性价比更高的融资目的。通过将未来资产打包出售，利用现金流超额覆





未来收益权资产证券化是企业直接融资的有益尝试，也是我国证券化继续完善、创新的方向。

盖、优先劣后结构化设计、资金监管等措施，达到信用增级的效果，即发行的证券化产品基于资产本身获得更高的评级认定，甚至AAA。融资人即可获得低成本的融资结果。

3、优化财务状况

对于融资人而言未来收益权资产证券化出售的是未来资产，未来资产的出售给融资人增加了大量的现金，便于融资人更好的经营规划，提升企业管理能力，推动企业运营正向循环。

二、未来收益权资产证券化的“弊”以及缓释措施

有利必有弊，有收益就有风险。下文简单分析收益权证券化的“弊”，及风险所在，并给出相应的缓释措施。

1、现金流预测本身

未来收益权资产证券化产品的现金流实际表现依赖于企业的持

续经营，任何风吹草动都会对未来现金流的分布产生影响，造成现金流预测偏差。比如，本文篇头提到的《叶问3》，其实际票房表现就大大低于影片发行方最初的预测。无论高估或是低估，都无法掩盖未来资产现金流表现的不可控的特性，这是最大的风险所在。

面对上述风险，目前主要的缓释措施包括：首先，选择稳定性较好的基础资产，或是有长期历史记录资产类型；其次，提高各期现金流入对当期应付本息的覆盖倍数；再次，尽可能多地沉淀一定量资金在产品监管账户中，提高产品的流动性支持，从而降低风险。

以票房ABS为例，目前市场上已发行的两单产品(大地影院票房证券化、星美国国际影院票房证券化)都是由中下游的院线以及影院参与的，而没有选择单一影片的资产类型，且院线有一定的经营历史可供参考，从源头上缓解了单部电影票房不稳定的风险。

2、基础资产的运营成本

企业在持续经营的过程中需要投入运营成本，但是部分未来收益权证券化产品在测算现金流时，并未考虑基础资产日常运营的成本支出。成本支出往往是刚性的，若未在产品的相关文件中做相应安排，有可能影响企业的正常运营，进而影响基础资产的实际运营效果。

可采取以下方式规避风险：

(1) 采用净收入的方式计算未来现金流；(2) 只购买特定期限收益权；(3) 在专项计划中设计专门的账户储备资金来应对。

例如星美国国际影院票房证券化项目，通过设定收益权的特定期限，保留了部分运营时间为影院留足所需的营业成本。

3、资金归集与监管

未来收益权类资产现金流相对于债券类资产现金流更多样化、更分散，导致现金流的归集更复杂。例如票房证券化产品，购票资

金每天都会流入相应影院的收款账户，同时基础资产涉及多家影院。为避免资金长期闲置在影院的账户上。计划管理人一般需要设立相应的监管账户，并合理的安排资金归集至监管账户的频率，确保资金安全。另外，有一类未来收益权类资产常涉及循环购买，计划管理人也需要设立相应的监管账户，实现循环购买资金独立于原始权益人其他资金以及资金闭环运作的目的。

4、资金混同风险及缓释措施

未来收益权类资产现金流的产生依赖融资人（原始权益人）的经营，若证券化的资产只是融资人资产的一部分，就可能造成资金混同。例如影院、主题公园等证券化项目入池的基础资产只涵盖部分影

院、园区的电影票、门票收入。另一种混同则是因为融资人经营收入构成的多样性，例如影院、主题公园经营收入除了电影票房、门票外，还有其他自营项目，比如食品的售卖。收入结构的多样性，使得证券化项目面临一定的资金混同风险。

对于资金混同，多采用独立监管账户的方法解决。在欢乐谷主题公园入园凭证资产证券化项目中，计划管理人针对资金混同风险设置了相应的缓释措施，具体条款如下：“根据《基础资产买卖合同》约定，原始权益人不得将三个主题公园入园凭证销售收入以外的款项划入资金归集账户，以保证资金归集账户的独立性。”

总之，未来收益权资产证券化是企业直接融资的有益尝试，也是我国证券化继续完善、创新的方向。在实际业务的操作过程中，需要证券化从业人员认真分析融资人的业务特性，充分发挥该类产品的“利”，全面预防和小心应对其中的“弊”，才能实现投资人、融资人、管理人多方共赢，为社会发展起到正向推动。类似于《叶问3》这种单一影片票房证券化则属于过度证券化，其风险已远远超过证券化工具的使用范畴，一不小心就会伤人伤己。

与所有资产证券化从业者共勉。☞



房地产公司债信用分析模型初探

文 | 南京银行资金运营中心市场研究部 窦寒

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。

一、房地产公司债的主要特征

房地产行业属于资本密集型行业，具有杠杆高、周期长、毛利厚、地域性强、政策依赖度高等特点。长期以来，其对资本市场的融资需求始终保持的较高热度。自2015年1月沪深交易所对公司债发行实施新政后，房地产企业迅速成为新公司债发行的主力，2015年全年房地产公司债新发规模431661亿元，占当年交易所公司债发行总额的42%。对于房地产企业而言，公司债具有良好的流动性和交易所可质押性，发行成本较非标、银行贷款及海外债券等其他融资方式更为低廉，可以有效地降低地产公司财务费用并提高利润表现。

根据Wind统计，截至2016年5月，地产类公司债（含私募债）存量8322.72亿元，占公司债整体比例31%，由于自身资产较重以及去年年中以来地产行业的持续回暖，房地产企业普遍获得了较高的信用评级，AA+及以上的主体评级占比47%，依照申万一级行业分类，目前沪深主板已有141家地产上市公

司，总市值达2.32万亿，其中多数已在银行间或交易所发行了债券。所以在研究方法上，我们选取内地沪深主板上市地产公司2015年财报作为分析样本，采用财务指标与定性指标结合的方式，通过对发行主体进行排序，以达到“去劣”基础上“择优”的目标。

二、财务指标分析

根据传统的企业财务分析方

法，我们从资产规模、盈利能力、营运能力、财务能力四方面对地产公司财务状况进行质量排序。

资产规模是体现房企实力最直观的指标，一般而言资产实力靠前的大型地产商在销售周转、建造速度、土地储备、融资成本、业务创新等方面具有先发优势，即便在行业景气下行的阶段，也会因其分散投资及多元化业务模式体现出更强的抗风险能力。在2015年的中央经济工作会议中，也首次提及促进房

资产排名	主体简称	净利润 (亿元)	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	主体评级
第一梯队						
1	万科	259.49	6,112.96	1363.10	1955.49	AAA
3	保利地产	168.28	4,038.33	971.40	1234.29	AAA
4	招商蛇口	80.47	2,108.99	621.63	492.22	AAA
第二梯队						
5	华夏幸福	49.87	1,686.23	256.30	383.35	AA+
14	新湖中宝	10.42	890.67	254.01	116.36	AA
23	陆家嘴	21.22	524.49	162.40	56.31	AAA
第三梯队						
52	格力地产	13.70	206.13	39.62	25.45	AA
57	栖霞建设	1.76	134.67	41.16	57.37	AA
69	嘉宝集团	2.94	92.79	34.90	20.96	AA

房地产公司债信用分析模型初探
票据风波引发监管升级电子票据或成“解药”
新常态下商业银行 资产负债表如何生变

地产业的兼并重组，提高产业集中度。在政策环境方面也更加有利于大型房地产企业。选取总资产、净资产、营业收入、净利润作为资产规模的考察指标，赋以相应的权重进行排序，同时结合外部评级，将房企划分为三层梯队。选取部分样本房企的排名情况如下表所示：

对于盈利能力，我们着重考察毛利率、ROA、ROE这三类指标，同时考虑到过往三年地产行业的牛熊轮回中，各家房企的拿地策略、开发进度、抗压能力差别较大，部分中小房企前一年利润为负而第二年盈利暴增的情况并不少见，故考虑采用三年平均值的方法进行平熨，甄选出表现较为稳健的地产企业。选取三年平均毛利率、三年平均ROA、三年平均ROE作为盈利能力的考察指标，对样本企业进行排序。我们可以看出，以华夏幸福、陆家嘴为代表的部分第二梯队房企的平均盈利表现好于第一梯队房企，其原因在于，相较于面向全国布局的大型开发商而言，一些二线房企往往具有地域优势，且陆家嘴的金融地产模式和华夏幸福的

产业园区联动模式均具有其独特性，伴随陆家嘴自贸区 and 京津冀一体化进程实现了高速增长。

对于房地产行业而言，营运能力重点考察的是去库存能力及资本周转效率，其对应指标分别为存货周转率和营运资本周转率，由于各家房企的周转速度普遍好于前两年，为平熨过往牛熊转换中的波动效应，分别采用三年平均存货周转率、三年平均营运资本周转率指标进行测算。样本结果显示，尽管个体样本表现有所差异，但整体上看第一梯队房企的运营水平和平稳度要好于第二三梯队，显示大型房企

的逆周期管理能力更强。

结合地产行业期房销售、杠杆率偏高、融资需求旺盛等财务特点，我们对财务能力的考察着重三个方面：负债水平、偿债能力、再融资能力。对于负债水平，我们采用扣除预收账款后的资产负债率和经营性现金流净额与净债务比两个指标，由于预收账款所产生的负债并不需要以现金偿还，故计算资产负债率时先扣除预收账款额度更接近房企真实负债水平；偿债能力采用非筹资性活动的现金净额与流动负债比率、三年平均EBITDA利息保障倍数的指标；对于再融资能

盈利能力排名	主体简称	三年平均ROE	三年平均ROA	三年平均毛利率	所属梯队
1	华夏幸福	44.57	5.53	34.7	第二梯队
2	陆家嘴	13.95	6.48	58.05	第二梯队
3	招商蛇口	19.03	6.46	39.94	第一梯队
4	格力地产	20.32	5.09	38.49	第三梯队
5	保利地产	20.98	6.1	32.46	第一梯队
6	万科 A	19.94	5.73	30.26	第一梯队
7	嘉宝集团	11.66	5.83	33.31	第三梯队
8	新湖中宝	6.6	3.18	24.03	第二梯队
9	栖霞建设	3.33	1.8	18.93	第三梯队

主体简称	存货周转率				营运资本周转率			
	2013	2014	2015	三年平均	2013	2014	2015	三年平均
万科 A	0.32	0.32	0.40	0.35	1.25	1.26	1.59	1.37
保利地产	0.29	0.29	0.30	0.29	0.77	0.73	0.76	0.75
招商蛇口	0.25	0.30	0.28	0.28	0.86	0.89	0.70	0.82
华夏幸福	0.32	0.26	0.28	0.29	1.69	1.42	1.22	1.44
新湖中宝	0.25	0.23	0.19	0.22	0.49	0.44	0.37	0.43
陆家嘴	0.10	0.12	0.23	0.15	1.40	6.25	0.00	2.55
格力地产	0.11	0.08	0.10	0.10	0.40	0.21	0.29	0.30
栖霞建设	0.20	0.25	0.52	0.32	0.38	0.52	1.14	0.68
嘉宝集团	0.26	0.17	0.23	0.22	0.91	0.49	0.48	0.63

力，则采用利息支出与带息债务比值的指标，通过债务成本来比较再融资能力。

三、定性指标分析

通过对财务指标的加权综合排序，结合投资者自身信用偏好，能起到筛选和“去劣”的作用。但要做到“择优”，则还需要通过一些主观指标进行判断。这部分定性指标包括但不限于：

1，经济及政策环境。作为强周期型行业，地产行业的发展高度依赖经济形势和调控政策，故两边的极值可设为【经济增长政策宽松，经济衰退政策紧缩】，实际情况大多位于两个极值之间。

2，业务模式。不同类型的地产业务模式不仅体现在盈利表现上，也是对地产公司在细分领域的再定位，尤其需要回答行业整体面临转型升级过程中可持续发展问题。目前市场上较有特色的业务模式包括招商蛇口的招商局资源整合模式、华夏幸福的园区地产模式、嘉宝集团的区域地产基金模式等。

3，土储情况，尤其是一二线城市的土储情况。在整体去库存与城市分化并行的背景下，一二线城市由于其良好的去化表现而获得更高的安全系数，但同时也因增速过高的拿地成本而引起不少房企的顾虑。目前在一二线城市土储更具优势的包括地域性较强的中型房企，以及通过合作、并购、旧城改造等多种创新模式进行开发的大型房企。

4，流动性管理。合理的流动性结构不仅关乎企业偿债能力，也

直接影响到业务规划的实施进程。这方面大型房企的经验和能力要优于中小型地产商，除了具有较为充裕的银行授信额度外，还具有债券、定增、Reits等多渠道融资能力，同时对存货管理和拿地进度的把控也更为主动。

四、小结

总体而言，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。而分析模型自身是处在一个动态的调整过程中的，由于行业影响因素众多，随着整个行业的周期性变化，其主导因素本身在不断调整，如信贷规则、前期土储、限购措施乃至当地产业的转型升级等。同时，在择券时还需兼顾考虑到个券流动性、质押率、估值调整等二级市场因素。故模型本身更适用于根据风险偏好进行“去劣”，而在此基础上的“择优”，即个券甄选工作仍需投研人员进一步完成。🔗



票据风波引发监管升级 电子票据或成“解药”

文 | 《固定收益》编辑部



连续爆发的票据风险事件已经引起了监管层的高度重视，监管罕见的连续发文，已致使多家银行的票据业务规模出现大幅收缩。未来，随着“票交所”的建立，高度电子化的票据交易或将成为防止风险的“解药”。

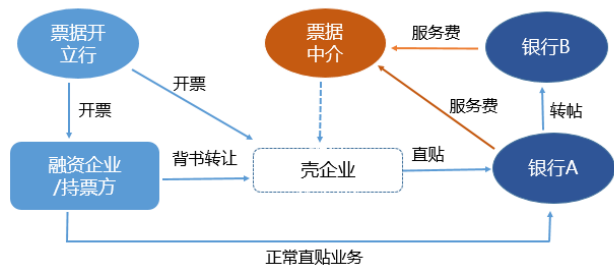
今年以来，风波不断的票据市场正受到最严厉的监管。

近日，媒体报道称，银监会城商行部已经对地方银监局发放《关于对城商行票据业务风险进行排查的通知》(城市银行部(2016)52号)文，文件直接由银监会城市银行部下发至各省银监局城商行处。实际上，不久前，监管部门已经在全国范围内发文规范票据业务了，4月底，央行、银监会正式发布《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号文)，这是今年银行业连续曝出票据案件之后监管层首次发文。此外，今年5月，票交所筹备小组正式成立，同时筹备组还借调了包括五大国有商业银行及部分股份制银行的票据产品创新部人士。

对此，业内人士分析称，连续爆发的票据风险事件已经引起了监管层的高度重视，监管罕见的连续发文，已致使多家银行的票据业务规模出现大幅收缩，甚至部分银行已经叫停了此项业务。极低的电子化程度使得票据交易的透明性大打折扣，未来，随着“票交所”的建立，高度电子化的票据交易或将成为防止风险的“解药”。

小编梳理发现，今年以来，票据市场“黑天鹅事件”不断。1月，某国有大行北京分行票据买入返售业务发生重大风险事件，经核查，涉及风险金额为39.15亿元；此后，一家股份制商业银行爆出9.69亿元票据案；3月，一家在香港挂牌的城商行上市后数日便发出公告称其上海分行买入返售发生风险事件，涉及金额7.86亿元。至此，仅

图1：票据中介业务流程关系



仅这三起暴露出来的票据大案就涉及金额近60亿元。

票据风险事件频发致监管加码

央行和银监会在“126号文”中指出，近年来，基于商业汇票的各类票据市场业务快速增长，为拓宽企业融资渠道、优化银行业金融机构资产负债管理发挥了积极作用。但也存在部分票据业务发展不规范，部分银行有章不循、内控失效等问题，已引发系列票据案件，造成重大资金损失，业务风险不容忽视。

显然，文件中所提到的“票据案件”成为监管不断加码的最直接原因。

除上述票据风险事件之外，各地银监局对于商业银行票据业务违规开出的罚单也不在少数。银监会公布的处罚数据显示，票据违规在处罚总量中占据相当大的比重，且该类问题非近两年才有，已持续较长一段时间。截至2016年5月26日，银监会公开发布处罚信息1026条，其中涉及到票据违规处罚有

237条，占比为23%。

而从时间跨度上来看，银监会对于票据违规的查处有两个高峰期：一个是2004年、2005年，以及2015年4季度到2016年1季度。

早在2004年、2005年，浙江银监局就对多家商业银行票据违规行为进行处罚，处罚名单中，国有五大行和主要股份制银行均在列。而从2015年4季度开始到今年一季度，银监会及地方银监局在这一期间开出的票据违规处罚达到131条，超过此前总和。其中，这些票据违规主要集中在湖北银监局和浙江银监局管辖内的银行。上述票据违规大部分是因为商业银行开展了无真实贸易背景票据业务。

在票据交易中，银行办理无真实贸易背景的票据，有一部分是企业的问题，还有一部分则属于银行明知故犯。一位银行业分析师称，银行之所以愿意冒着违规的风险去办理无真实贸易背景的票据承兑业务，主要是可以赚取中间业务收入及利差。

例如，A公司通过房产抵押从银行B拿到一笔2000万元的贷款，银行B通过和A公司协商，A公司将

伴随着票据业务的快速发展，商业银行与企业之间、各类金融机构之间、大型银行与中小银行之间的运作模式和交易方式已发生显著变化，而较为突出的现象为票据中介作为主体参与到票据业务链条之中。



其2000万元贷款作为保证金存入银行B，银行B给A公司开立2000万元额度或更高额度的银行承兑汇票。这个例子中，银行用一笔贷款完成了多个业务指标——2000万元贷款、2000万元企业存款、若干中间业务收入。

正因如此，“126号文”中强调，要严格贸易背景真实性审查。

银行内部风控有待加强

值得关注的是，2016年以来爆发的多起票据业务大案、要案，无一不浮现出票据中介的身影。

一位银行业内人士指出，理论上，票据市场的参与者应当为实体经济中的企业和各金融机构，承兑、直贴业务的参与双方为企业和银行、财务公司等金融机构，转贴现、回购和再贴现业务的参与双方为金融机构或央行。“而伴随着票据业务的快速发展，商业银行与企业之间、各类金融机构之间、大型

银行与中小银行之间的运作模式和交易方式已发生显著变化，而较为突出的现象为票据中介作为主体参与到票据业务链条之中。”

曾有推算数据显示，在票据市场中，经过票据中介撮合而成的交易估计占到总成交量的30%左右。部分票据中介已经参与部分金融机构的票据业务过程之中。

票据中介的存在，一方面在一定程度上缓解了中小企业融资的问题；另一方面，部分票据中介由于缺乏监管，利用部分商业银行管理漏洞，采用规避贸易背景、一票多买、挪用资金等手段违规办理票据业务，大大增加了信用、流动性及操作等风险。

有票据市场参与者介绍，票据中介从票据卖出方提出票据送到买入方，收到资金后付款给卖出方，中介不会垫款。在中介参与的票据买入返售和卖出回购过程中，有一个“只验票据封包不验票”的潜规则，案发行按照这一潜规则操

作，突破了票据入库、查库等环节的验票、查票基本规定，直至风险爆发才发觉原来票被掉包。

银行员工与票据中介内外勾结，票据市场“只验封包不验票”的潜规则被认为是近期案件爆发的共因。“即便票据中介胡来，如果没有银行内部人士配合，也是无法完成的。”一位银行人士称。

在多数业内人士看来，银行需要在票据违规业务中承担更多的责任。比如，买入返售业务涉及公司业务部、营业部、资金清算部、票据实物管理、印章管理等银行很多部门，但凡买入返售业务发生问题，都是银行与中介合谋的团伙窝案，暴露的往往是银行内部控制上的漏洞。

于是“126号文”把强化票据业务内控管理放在了规范的第一位。

如今看来，“126号文”正在对票据市场产生影响。央行发布的今年一季度货币政策报告数据显

示，票据承兑余额较年初增长1262亿元，同比增长速度趋缓。受银行承兑汇票监管加强的影响，未贴现的银行承兑汇票同比少增2649亿元，企业累计签发商业汇票4.9万亿元，同比下降8.4%。

票据业务亟须电子化

据相关机构统计，截至2015年底，当前票据贴现余额高达4.5万亿元。如果把重复卖出的也算进来的话，真实规模远远不止这个数。而票据业务本身存在的规则漏洞，令这一业务成为风险地带。

有业内人士认为，票据业务出现这些问题的根本还是在于票据业务本身。对比银行的其他业务，票据业务的最大弊病就是电子化程度极低，还存在手工交付验收环节，只要有人工参与的地方，操作风险都会加大。“比如，你买进来一捆报纸，这是极其低级的操作风险，只要用肉眼核验一遍就能发现。虽然业务流程对此有规定，但一个拥有十几万员工的大行，几乎没有办法做到让这十几万员工全都做到严格按流程行事。因为业务中手工参与环节的存在，票据业务发生风险几乎是不可消除的。”

电子商业汇票被认为是票据业务未来发展的主要方向。央行数据显示，2013年，电票规模在整个商业汇票出票量中占比为8.3%，2014年达到16.2%，2015年上半年达到28.4%。

“纸票今年以来风险问题频发，电票可以从以下三个角度有效解决效率和票据风险问题。首先是操作风险更低，从监管的角度来

讲，电票的普及也为整个票据流转的过程提供监管便利；其次是系统风险更低，能杜绝票据卖断式回购交易方式；第三是信用风险更低。电票普及后，由于出票人不良信用会被系统记录，信用环境可以更好，银行被风险套利的行为也会大大降低。”上述人士进一步表示。

5月31日，中国人民银行支付结算司司长谢众也表示，要用2-3年的时间取消现行的纸质汇票，通过电子汇票系统、网上清算系统降低票据业务和资金清算当中的风险。“纸票在整个运作环节中问题非常多，克隆、复制等等的票据案件在实际中非常多。目前电票系统到现在为止还没有发生一起案件或欺诈。”他表示。

有专家指出，电子票据基本杜绝了假票、克隆票，也不存在丢失可能，安全性几乎是毫无疑问的。电子票据信息清晰可查，流转情况一目了然，基本可以杜绝

此前以假票据骗取银行资金案件发生的可能性。同时，也可以清晰地对比、核查票据流转和资金流转的情况。票据代持、代保管、代理贴现、不见票的资金过桥等做法会迅速减少。

据悉，目前人民银行正在筹建一个票据交易所，该交易所要把金融市场功能和票据结合起来，可以通过平台做票据的交易和买卖，充分发挥票据的支付功能和做为信用工具的一种融资功能。

但电子票据并非万无一失。票据电子化和票交所的筹建，更多是解决了银行间的票据业务风险。企业更加要注意贴现风险的管理。

“市场上发生过多起案件，企业轻信能够以低利率贴现，将票据背书给‘票贩子’，收到票据后票贩子失联，或是款项被挪用，由于电子票据不受地域限制流转范围大、速度快，造成的损失几乎无法挽回。”一位行业内人士直言道。



新常态下商业银行资产负债表如何生变

文 | 《固定收益》编辑部



在经济步入新常态的背景下，面对严峻的经营挑战和难得的发展机遇，商业银行需要主动作为，不断优化变革资产负债管理模式，化危为机，突破重围。

当前，我国金融市场进入快速变革时期，利率市场化进程加快，互联网金融影响扩大，资本监管进一步趋严，对商业银行经营管理和盈利能力造成冲击。在经济步入新常态的背景下，结合中国央行自2016年起将现有的差别准备金动态调整和合意贷款管理机制升级为宏观审慎评估体系（MPA），面对严峻的经营挑战和难得的发展机遇，商业银行需要主动作为，不断优化变革资产负债管理模式，化危为机，突破重围。

一、商业银行资产负债表概览

我国商业银行资产规模由资产端、负债端两部分构成：资产端是资金来源，提供利息收入；付息负债则决定利息支出；叠加相应的利率环境以及资产负债结构下，决定了银行的净息差(NIM)。相应的，资产端也决定了生息资产收益率，负债端决定了付息负债付息率，进而决定了净利差(NIS)。

资产端主要包括：发放贷款及垫款、债券投资、现金及存放中央银行款项、同业资产。根据2015年16家上市银行年报数据，资产结构中信贷占比49.3%、证券投资占比24%、同业资产占比9.6%、现金和存放央行资金占比14%。负债端主要包括：存款、同业负债、应付债券、向中央银行借款及其他。根据2015年16家上市银行年报数据，存款占比约为75%、同业负债占比17.4%、应付债券占比2.8%、向央行借款占比0.64%。

从上市银行2015年年报以及2016年一季报来看：

总资产在15Q4、16Q1的同比增速分别为12.37%、11.79%，较15Q3小幅下降，其中，资产端的扩张主要集中于债券投资科目下的应收款项类、可供出售金融资产、持有至到期资产以及同业资产下的拆除资金；买入返售金融资产受一季度末首次MPA考核的影响，加速下降。从占比来看，贷款、证券投资占比去年年末以及一季度持续上升，去年年末以及一季度末分别

为49.86%、26.50%；而现金及存放央行的款项在外汇占款流出大背景下，占比不断下降，一季度末为12.61%；同业资产占比降至7.18%。

总负债在15Q4、16Q1的同比增速分别为23.45%、25.62%，其中一季度吸收存款同比增长8.40%、同业负债同比增长15.05%、应付债券同比增长71.55%。存款占比小幅回升；MPA考核下银行主动压缩同业负债，其占比显著下降；同时，在同业存单大量发行带动下，应付债券在上市银行总负债的占比由15年年终的2.77%上升至4.16%，且中小银行的占比上升较为显著。

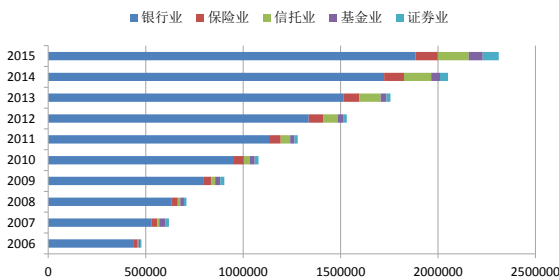
二、资产端

从商业银行资产端出发，大的特征以及变动是：

特征：

近年来，随着我国经济下台阶，整体的信贷需求发展速度放缓。贷款占比在50% 附近，是银行最主要的生息资产。各类债券投资包括交易性金融资产、可供出售

图1：我国主要金融行业资产规模概况（亿元）



数据来源：WIND 资讯

表1：商业银行资产负债表：架构

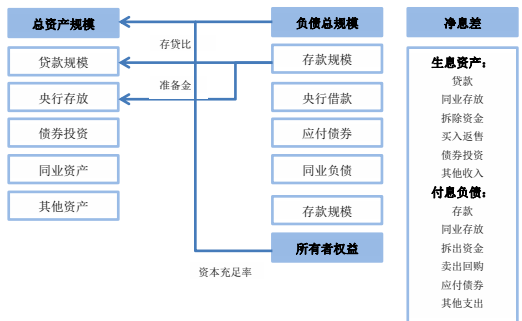


表2：商业银行资产负债表：常用科目

商业银行：资产端	上市银行汇总	占比	商业银行：负债端	上市银行汇总	占比
现金及央行存放	155497	12.16%	央行借款	14554	1.27%
同业资产	88504	7.18%	同业负债	172138	15.08%
存放同业和其他金融机构款项	31605	2.56%	同业存放	136041	11.92%
拆出资金	28069	2.28%	拆入资金	22826	2.00%
买入返售	28831	2.34%	卖出回购	13271	1.16%
发放贷款及垫款	614674	49.86%	吸收存款	854984	74.89%
债券投资	326649	26.50%	应付债券	47483	4.16%
交易性金融资产	21104	1.71%	应付职工薪酬	1841	0.16%
可供出售金融资产	78025	6.33%	应付利息	9415	0.82%
应收款项	97287	7.89%	延迟所得税负债	78	0.01%
持有到期投资	130233	10.56%	其他	41144	3.6%
衍生金融资产	3112	0.25%	合计	1141637	100%
固定资产	9729	0.79%			
其他	34533	2.8%			
总计	1232699	100%			

数据来源：WIND 资讯，上市银行公开资料整理

金融资产、持有至到期投资、应收款项类投资，主要是债券投资、表内理财、非标以及一些同业资产。银行出于流动性备付的角度持有债券，近年来主动持有比例上升。同业资产包括存放同业 、拆出资金、买入返售，具体涵盖同业拆借、同业代付、买入返售等。

总体来看，国有大行仍以传统的存贷款为主业，近年来由于地方债务置换将部分贷款资产置换为地方债的债券形式的资产，债券在其总资产中的占比有所抬升；股份制银行在应收款项增加带动下，债券投资占比显著上升，同时，小幅压缩狭义的同业资产（买入返售、

拆出资金、存放同业）；城商行近年来大力发展债券投资，也加大通过同业存单等方式主动负债经营的比重。

变化：

1. 从银行资产配置结构来看，不同类型的银行在资产配置上有不同的特点；且近年来银行不断推出各类创新业务，资产端同业资产与证券投资占比明显上升。大行的贷款占比相对较高且较为稳定，现金及存放央行的占比也相对较高，使得大行一般是货币市场的资金融出方；债券类资产在大行资产中的占比较大，导致大行自营对债券市场的影响力较大；但近年来，

中枢明显下行，四大行持有的利率债占利率债存量比例有所下降。同业业务中同业资产在股份制银行、城商行资产端的占比一度升至25%附近，在同业业务被43号文等监管趋严之后，灵活的股份制银行与城商行将业务创新点转向证券投资端，占比也显著上升。

2. 从央行存放在不同类型银行的总资产占比来看，商业银行存款准备金+超储的资金水平，国有五大行在流动性方面更优，占比高达13.92%；也因为其超储资金更高，故向央行借款在其总负债的占比也更少，仅1.06%，而股份制、城商行因MLF、SLF等，向央行借

款的比重相对更高。

3. 从同业业务来看，城商行、股份制银行在开展同业业务上更为积极，故同业资产在其总资产中的占比也更高，不过跟前几年比，占比有所下降；同时，一季度由于MPA考核而压缩最容易压缩的同业资产，股份制银行一季度同业资产显著负增长，股份制银行同业资产同比增速-16.12%。

4. 从债券投资与发行上来看，城商行的标准债券投资与融资更放光彩：一方面，限于贷款投放的限制，近年来主力发展债券业务，城商行可供出售金融资产同比增加在70%左右，交易性金融资产更是同比增加115%，持有至到期同比也增加41%，城商行的标债投资同比增速高达61%；而非标、同业理财、受益权等应收款项类同比增速为34%。另一方面，城商行更注重通过发行同业存单等主动负债的经营模式，其应付债券在总负债的占比高达14.5%，同比增速152%。相比之下，股份制银行主要是着力发展债券投资中的应收款项类投

资（理财产品、信托及其他受益权投资），一季度同比增速高达65.6%。

三、负债端：

从银行负债结构来看，不同类型银行的负债来源主要结构相似，但也有着不同的特点：吸收存款仍是最重要的资金来源，但近期均出现下滑态势， 股份制、城商行同业负债发展迅猛。

特征：

总体上，存款仍是各类银行最主要的负债组成和资金来源，但在金融脱媒化过程中银行面临较严重的存款流失问题，大行与股份行吸收存款占比近年来出现下滑趋势，但仍在65%以上，城商行存款占比则相对稳定；

大行的存款占比最高，目前仍近80%，股份制银行以及城商行存款占比不足70%；随着同业存单的发展，资金来源日渐多元化，大行与股份行的同业负债、其他负债一般呈上升趋势，而城商行由于同

业业务发展程度较高，近年来呈下降趋势；

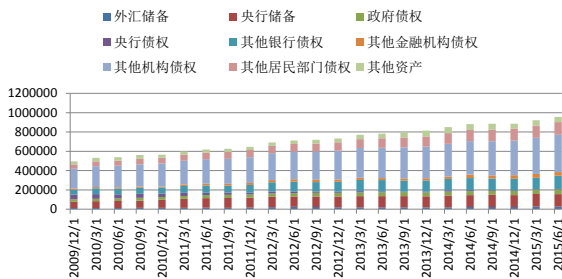
应付债券包含银行发行的次级债券，部分行包括同业存单或大额存单，而这两种业务都在高速发展中，应付债券科目整体也呈上升趋势（股份行、城商行较为明显，大行相对平稳）。

变化：

1. 存款增长速度放慢。存款一直是商业银行最重要的资金来源，大行存款在负债中的占比目前在80%附近，股份行、城商行由于客户基础具有劣势，存款占比相对较低，大约在65%左右；近年来银行业面临着整体存款增速放缓的趋势，从此前的年复合20%以上降至10%附近。特别是近年企业存款增长相对较为缓慢。

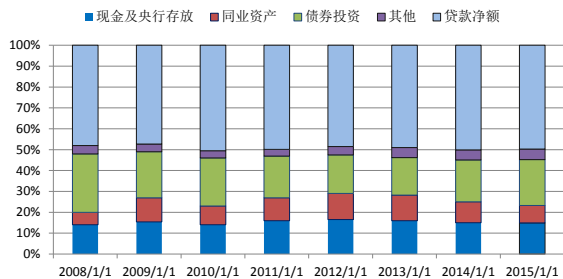
2. 随着利率市场化进程的推进，金融脱媒现象显著，各类银行都面临较严重的存款流失危机。除了存款增长乏力外，银行吸收存款的成本也在上升，具体可表现为两个途径：活期存款占比下降和被动存款利率上浮。

图2：我国上市银行资产类型分布



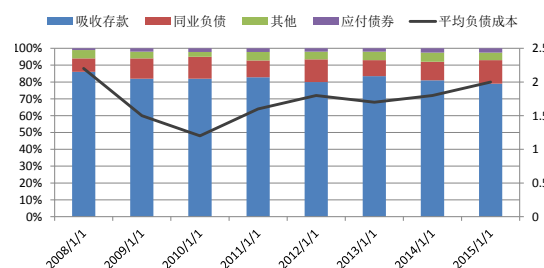
数据来源：WIND 资讯

图3：我国上市银行资产端结构变化



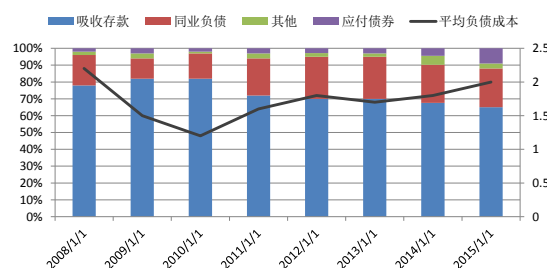
数据来源：WIND 资讯

图4：我国四大银行负债端结构变化



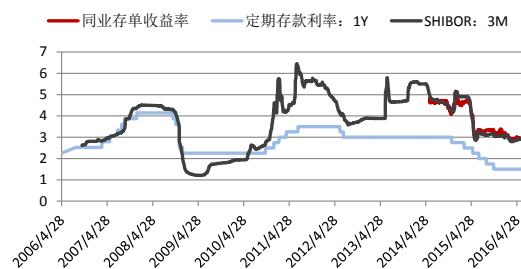
数据来源：WIND 资讯

图5：我国非四大银行负债端结构变化



数据来源：WIND 资讯

图6：我国部分金融利差



数据来源：WIND 资讯

利率市场化进程中，大量活期存款被投入到货币基金、理财产品当中，定期存款占比相对抬升，导致银行负债成本增高。同时，尽管存款基准利率不断下调，但商业银行利率上浮区间也在不断打开，所以导致商业银行存款负债成本下行并不如存款基准利率下行那样明显。

3. 一方面，同业存放主要是同业存款以及同业存单，作为同业负债的最主要组成部分，大行与股份行的同业存放占比均在70%以上，并在2013年后呈上升趋势；城商行在2010-2012年同业存放占比

有所回落，目前逐步提升中。

另一方面近年来商业银行金融债券发行量已经相对较少，增量主要体现在商业银行二级资本工具。同业存单的高速增长，股份行是发行主力。同业存单作为一种主动负债，有利于商业银行进行利率风险管理，进行主动资产负债匹配。根据成熟市场经验，当利率市场化完成后，商业银行主动负债比率会提升，同业存单规模整体来看仍有较大增长空间。

4. 银行综合负债成本未显著下行，尽管每家银行对于债券投资部门的业绩考核都各不相同，但总

体来看，银行的考核越来越难，或者成本相对升高。随着银行在大环境中赚钱越来越难，利润增速陡降倒逼银行债券投资部近年逐步增加收益率相对较高的信用债投资。这个在股份制银行更为明显。

近年来，同业资金利率水平与存款基准利率常年维持较大的正利差，这使得降息对商业银行决策的传导路径出现了阻碍，银行综合负债成本未显著下行，央行仍然需要进一步引导才能对经济产生有效支撑作用。

鑫元货币B

(000484)



数据来源：银河证券基金评价中心



更快 更高 更强 更稳

基金有风险，投资需谨慎。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