

固定收益

XINYUAN FIXED INCOME

10

2017年4月第十期
www.xyamc.com

本期导读

MPA考核对商业银行的影响

鑫元基金副总经理李雁：

基金销售将更着眼于市场化、个性化

2017年二季度宏观展望及固收策略

央行变相“加息”，如何看待流动性预期？

新三板投资正在绽放——2017“春暖花开”

固定收益+之可转债篇

资管新规全解读



 鑫元基金
XINYUAN ASSET MANAGEMENT

固定收益

XINYUAN FIXED INCOME

(第十期)

蝶变：从“套利”到“创新”

节前（清明）同业存单发行量屡创历史新高的悸动中，迎来了季度末MPA大考的疲惫；近期央行连续十余个交易日暂停公开市场操作的安静里，等来的却是银行业金融机构“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理的“大杀器”。联系不久前债券质押政策进一步收紧等传闻的坐实，我们不难发现在整个资管领域，技术上的闪转腾挪已经越来越受掣肘。流动性拐点面前，靠天吃饭、靠流动性挣钱的余地也越来越小，对于一些已经有路径依赖、牌照依赖的中小机构来说，钱还能不能挣？究竟怎么挣？已成资管界的“钱学森之问”。但是倘若我们回视初心，扪心自问过往的不足，不难发觉弱在哪里，路在何方。因而，一些人眼中的晴天霹雳，却不过是另一些人耳边的靴子落地。后者早已不再沉湎于套利的喜悦，转身投入不创新毋宁死的警觉。

“三套利”等旧路逐一被封，将悄然改变整个金融业的生态结构。它不仅将从技术上限制同业的盲目发展，还将令表内表外套利无桥可渡，从而肃杀通道业务，“影子银行”的“影子”必将在强光下逐渐矮小乃至消失，资金脱虚入实也有了可能。否则，举目望去，都是价格战的喧嚣，做什么都是俗套，去哪里都是窠臼，有套利的钱好挣，哪里还用得着什么创新？

客观的说，过往多年，在行业内真正挣到钱的大部分机构都靠套利而非创新。因而，此刻监管思路的“蝶变”，既是鼓励金融创新，也是顾全国家当前政治、经济大局的表现。在此大背景下，鑫元基金愿与广大资管同仁一起，积极研判市场走势，告别套利依赖，拿出创新举措，最终为实体发展添薪助力。

兄弟爬山，各自努力。



目录

2017年4月 第十期

CONTENT

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 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
李圆圆 丁雪磊 金宜康 王琳玉 乔冠东

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

卷首语

01 蝶变：从“套利”到“创新”

04 固收动态

鑫元看市场

06 2017年二季度宏观展望及固收策略

固定收益+

12 固定收益+之可转债篇

聚焦

17 央行变相“加息”，如何看待流动性预期？

21 流动性紧缩导向或将抑制信贷放量

24 从峰值到新低 外储“去哪儿”？

机构

28 直击两会

32 2017年要做啥vs2016年做了啥

人物

34 鑫元基金副总经理李雁：
基金销售将更着眼于市场化、个性化

声音

37 新三板投资正在绽放——2017“春暖花开”

专家视点

39 MPA考核对商业银行的影响

宏观

43 绿色债券市场在召唤：绿色债券的国际经验及中国实践

54 资管新规全解读

57 委外投资业务之探索

NEWS

固收动态



3月PMI数据超预期

2017年3月份，中国制造业采购经理指数为51.8%，连续两个月上升；中国非制造业商务活动指数为55.1%，比上月上扬0.9个百分点，升至近3年的高点，超出预期。

方正证券首席经济学家任泽平认为：近期市场再度出现重大分歧，作为此轮行情最早最坚定的推荐者，任泽平旗帜鲜明坚定战略看多A股，结构性牛市，双轮驱动：中游崛起+低估值真成长，逻辑主要是供给侧改革超预期、需求超预期、信贷超预期和企业业绩超预期。



央行放水，流动性维稳

2月对金融机构开展中期借贷便利操作（MLF）共3.935亿元，其中6个月1.500亿元、1年期2.435亿元，利率分别为2.95%、3.1%；2月共进行2.035亿人民币的常备借贷便利（SLF）操作其中隔夜0.2亿元、7天1.5927亿元、1个月4.406亿元，利率分别为3.1%、3.35%和3.7%。

3月20日，中国央行公开市场将进行600亿元7天期逆回购操作，200亿元14天期逆回购操作，200亿元28天期逆回购操作。央行公开市场3月20日将有600亿逆回购到期，3月20日公开市场净投放400亿。

招商证券周岳认为：央行此举提高了金融机构的临时性流动性，有利于维护货币市场利率稳定。

加息靴子暂落地

3月美联储如期宣布将联邦基金利率上调25个基点至0.75%-1%。FOMC在随后的声明中对2017-18年的联邦基金利率、GDP增速、通胀率及就业率进行了预测，耶伦发言偏鸽派对黄金进一步形成支撑促短期金价上扬。

耶伦表示，年内加息三次仍是符合渐进方式的，这样将继续给后期金价带来压力，前景不容乐观。从技术上来说，黄金市场也面临着巨大的压力。一方面，从2011年创出历史最高位每盎司1920美元回落形成的长期下降趋势线依然有效，而近来金价的下跌使其回到了100天和200天移动平均线下方，有可能重新形成均线的空头排列。

养老金入市

人社部：2016年年底正式启动养老金投资运营实施工作，首批与社保基金理事会签约的是7个省、涉及资金3.600亿元，目前资金在划拨中。养老金投资运营的实施并不意味着入市，进入股市只是养老金投资的一种选择，将稳健推进基本养老保险基金投资运营，多措并举增强基金支撑能力。

招商证券周岳认为：养老基金的市场化能够促进资本市场长期资金的进一步增加，利于提振债市的投资需求；考虑到养老金投资的稳健性，对此消息不应过度乐观。



MPA将表外理财纳入范围

MPA，宏观审慎评估体系，即央行在季末借助在MPA评价体系对广义信贷类资产进行考察，通过设定一定的阈值范围评价并规范银行行为。

近期MPA的调整体现了央行“去杠杆、防风险”的决心，引导资金脱虚向实，长期维护金融体系的稳定发展，MPA考核继续扩围加码的可能性较高。

方正证券首席经济学家任泽平认为MPA考核对流动性进行直接评估，但银行对MPA大考已经有所准备，压力不大，这也符合MPA前期过渡期的总体期望。考虑到未来MPA考核加码的可能性，流动性可能逐步收紧。

申万宏源固收团队指出，商业银行迎来今年首次MPA考核，市场资金面情绪将较为谨慎。



供给侧改革

在供给侧改革的驱动下，利润回升在不同产业之间再分配。由供给收缩驱动而非需求驱动的企业利润回升，长期来看较难改变经济的长期趋势。

海通证券姜超认为：供给侧改革将导致第三产业占比上升，第二产业中传统工业占比下降、新兴产业占比上升。而从收入角度看，供给侧改革将引发经济蛋糕的重新分配：减税将导致生产税净额占比下降，加速折旧和产能去化将导致固定资产折旧占比短期上升、长期趋降，降低成本和产能去化将导致企业营业盈余占比上升，加速劳动力跨地域、跨部门流转以及提高人力资本，将导致劳动者报酬上升。

就2017年而言，由于基数效应和补库存周期的影响，供给侧改革带动基本上行对债市形成的冲击更为显著；但到了下半年，补库存和基数效应的影响相对会有所削弱。



雄安新区概念引热议

近日中共中央、国务院印发通知，决定设立河北雄安新区，引发举国上下热议。这是以习近平同志为核心的党中央作出的一项重大的历史性战略选择，也是关乎中国现代化历史进程的具有里程碑意义的大事件。

雄安新区的设立在新形势下既立足解决当前问题，又着眼长远发展大计，是千年大计、国家大事。

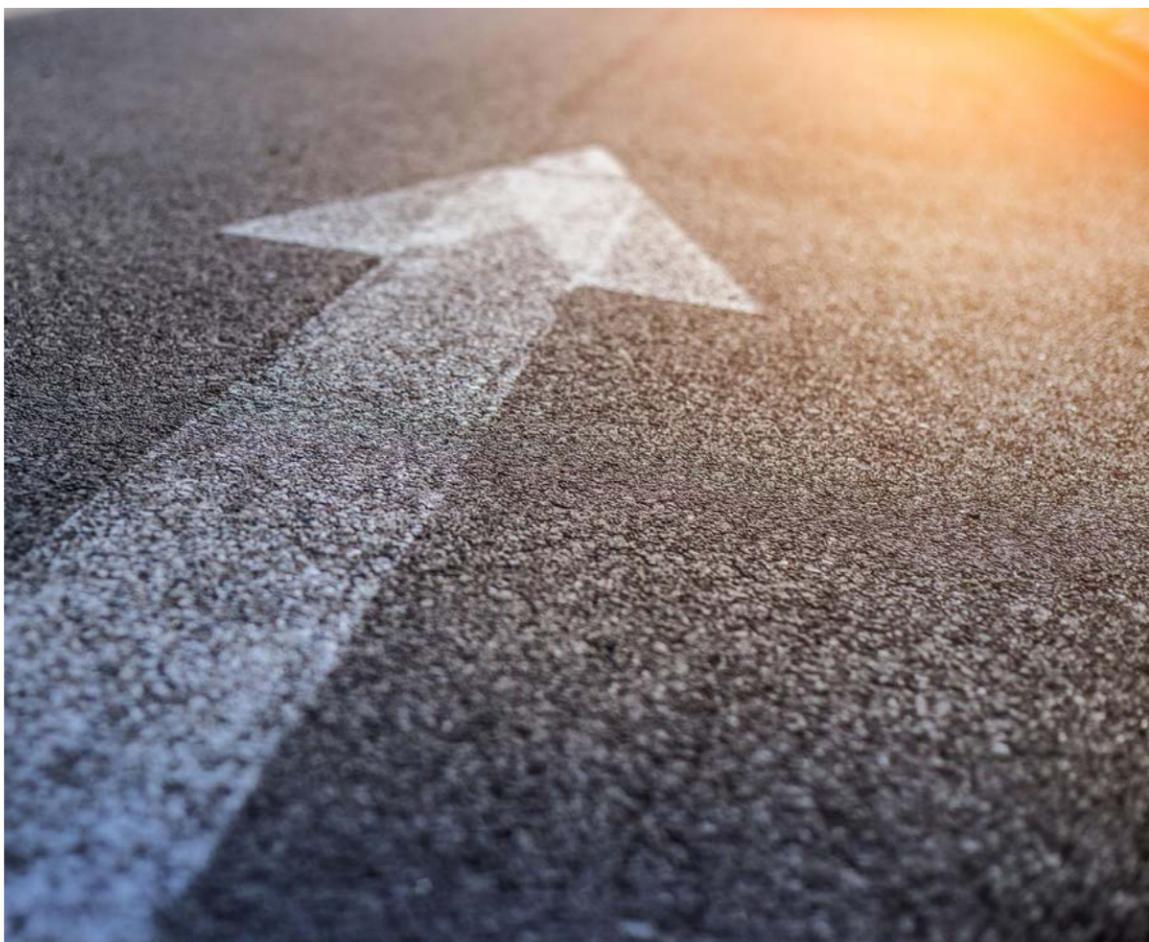
国泰君安首席经济学家李迅雷表示：雄安新区的发展能否成功，取决于中央将给予多大程度的支持，也将取决于资金与人才的流入情况，这同样需要建立良好的体制机制。现在断言雄安新区的未来为时尚早，因为优势和劣势不能简单相抵，天时地利人和三者缺一不可，故还需走一步看一步。

流动性新规将出

证监会发布了《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定（征求意见稿）》（以下简称《管理规定》），正式对外公开征求意见。

《管理规定》在原有基金“双十限定”投资限制的基础上，要求同一管理人管理的全部公募基金持有单一上市公司流通股的比例不得超过15%；同时要求同一管理人所管理的全部投资组合（含公募基金和专户等组合）持有一家上市公司流通股的比例不得超过30%等内容。

《管理规定》则进一步增加了其对流通股比例的限制，也就是防止公募基金出现股权由于过于集中而无法及时套现的流动性风险。

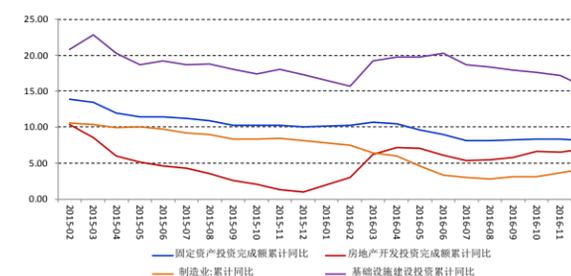


2017 年二季度宏观展望 及固收策略

文 | 鑫元基金投资管理部

从中期来看，受内外因素影响，利率中轨面临抬升的压力，二季度在经济基本面及一季度的充分调整的支撑下，我们当前利率具备一定的配置价值。

图表1： 2015-2016年固定资产投资增速



数据来源: WIND 资讯, 鑫元基金

经济增长稳定性持续下降

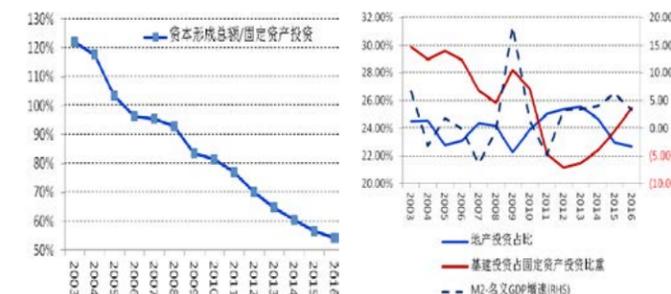
本轮经济企稳回升的两大力量——投资和库存周期。面对2015年下半年经济下行压力，特别是2016年1-2月各项经济指标的持续下滑，基建的逆周期投资力度明显加速，同时，地产信贷及相关促投资政策显著偏暖，推动地产销售快速回升驱动和资增速回暖，对上半年经济增速企稳起到至关重要的作用。2016年下半年以来，随着供给侧改革持续发力以及效果凸显，上游资源品价格在供给收缩影响下，价格出现罕见的暴涨，且工业企业在经过2011年以来的持续去库存后，整体库存（包括上游、下游及渠道）均处于历史的极低水平，价格持续上涨的驱动下，上游工业企业开始进入快速主动补库存阶段，带动制造业固定资产投资的企稳回升。制造业投资回暖及地产、基建投资增速的稳定增长成为下半年经济增速企稳的主要助推力。

但地产和基建投资能否维持较快增长进一步推动经济企稳存在较大的不确定性：一是资本形成总

额与固定资产投资总额的缺口极大。目前资本形成总额占固定资产投资总额仅为54.28%，其中全社会固定资产投资总额包括土地购置费、旧建筑物购置费和旧设备购置费，而资本形成总额不包括上述费用，间接体现出土地购置费、旧建筑物购置费和旧设备购置费占固定资产投资总额的50%左右，对土地的投资占比极高，目前土地价格持续上涨对资本形成造成挤出效应，从而对实体经济形成负面冲击，也体现当前经济脱实向虚较为严重；

二是基建投资能维持高速增长一定程度上依赖于货币政策的宽松，2012-2016年流动性剩余（M2-GDP名义增速）处于过去10年较高水平（除2009年特殊年份外），当前正处于流动性宽松拐点阶段。政策趋紧将考验基建投资维持高增长的持续性，同时，2016年基建投资总额为15.2万亿元，将近2007年投资规模的5倍，限制了未来维持高增长的空间；三是固定资产结构性挤出效应的负面影响开始凸显。在以地产、基建为主导投资增长的持续增长对非地产、基建板块的挤出效应愈发严重，其中以非地产、基建和制造业为代表的服务业固定资产投资自2009年起持续下滑，制造业投资增速在2016年创下新低。因此，我们认为在促经济脱虚向实最为关键是降低土地成本，而土地成本下降可能导致地产投资由正反馈效应转向负反馈效应，对地方财政收入也会产生较大负面冲击，间接影响基建投资，并最终带动全社会固定资产投资的大幅下滑甚至是负增长，对经济稳定性造成较大冲击。

图表2： 2015-2016年固定资产投资增速



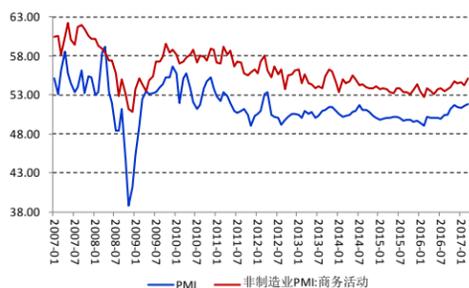
数据来源: WIND 资讯, 鑫元基金

图表3: 工业企业营业收入同比及库存同比



数据来源: WIND 资讯, 鑫元基金

图表5: 制造业PMI与服务业PMI数据



数据来源: WIND 资讯, 鑫元基金

图表7: 7天逆回购利率



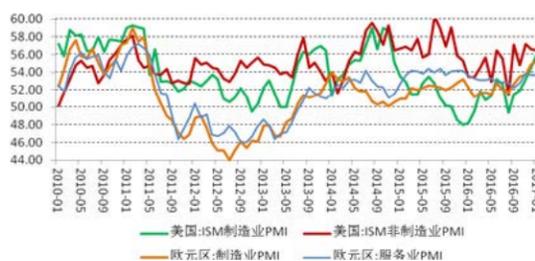
数据来源: WIND 资讯, 鑫元基金

图表4: 库存周期及持续时间

库存周期见底	经济周期见顶	间隔时间
2013年Q1	2013年Q3	2个季度
2006年Q2	2007年Q2	4个季度
2009年Q2	2010年Q1	2个季度
2013年Q3	2014年Q2	3个季度
2016年Q3		

数据来源: WIND 资讯, 鑫元基金

图表6: 欧美制造业PMI与服务业PMI数据



数据来源: WIND 资讯, 鑫元基金

图表8: 银行间1天质押式回购加权利率及20个交易日平均



数据来源: WIND 资讯, 鑫元基金

从库存周期上分析, 2016年三季度工业企业进入主动补库存周期, 除了库存周期自身运行规律外, 供给侧改革在一定程度上助推整体补库存力度。一轮正常库存周期一般是由下游带动中上游进入补库存, 形成上中下游全面补库存的良性周期。而本轮是因上游行业进入供给侧改革引发供给端收缩导致价格持续上涨优先进入补库存周期, 而下游需求未见明显改善, 同时面临由上游价格上涨传导的成本上涨压力。基于成本上升非需求改善推动下游产品价格上涨难以推动下游行业补库存动力, 从而在一定程度上弱化此轮库存周期的持续性。

过去几轮库存见底与经济见顶的时间间隔大约在2-4个季度, 考虑到本轮补库存持续性相对不强, 预计此次补库存时间间隔难以超过3个季度, 若下游需求仍未见有效改善, 则在二季度或面临有主动补库存转为被动补库存或主动去库存的压力。若将市场主体潜在的预期因素考虑在内, 主动补库存周期或提前结束。

从3月份的PMI指标上看, 制造业PMI和非制造业PMI分别为51.8和55.2, 环比分别回升0.2和0.9, 其中制造业PMI回升更多的季节性因素, 3月份开始逐步进入开工旺季, 3月份制造业PMI普遍回升比较显著, 此次制造业PMI回升0.2百分点处于回升幅度较小的水平, 非制造业PMI回升幅度有所超预期。若非制造业PMI以历史数据作为比较, 当前非制造业PMI也是处于历史相对较低的水平。因此, 从最近经济数据上看, 经济复苏力度弱于预期。

政策面观察——货币政策确定性趋紧

受益于经济基本面改善超预期的影响, 美欧正倾向于结束维持多年的宽松政策。美联储在3月14-15日的FOMC会议结束后, 发表声明称, 继去年12月加息25个基点后, 再次加息25个基点, 将联邦基金利率从0.5%-0.75%提升至0.75%-1%, 加息节奏超市场预期, 年内仍包含超过两次的加息预期, 另外, 在会议纪要中出现以下重要变化: 一是对经济基本展望更加积极, 失业率处于历史的地位水平, 企业固定资产投资看法由之前的疲乏转向有所稳固; 二是通胀看法更为积极。会议纪要显示通胀接近委员会2%的长期目标水平, 预计中期内稳定在2%左右; 三是开始讨论缩表问题。欧央行方面, 在

经济数据、就业及通胀数据向好的情况下, 也开始讨论关于退出宽松政策的问题。

国内政策方面。自2016年12月9日中央经济工作会议召开后, 货币政策出现明显转向, 会议强调货币政策要保持稳健中性, 适应货币供应方式新变化, 调节好货币闸门。在2017年3月份召开的两会期间, 《政府工作报告》进一步明确货币政策要保持稳健中性。今年广义货币M2和社会融资规模余额预期增长均为12%左右, M2的增速目前为近10年来的最低水平。在3月26日的博鳌论坛上, 周小川对货币政策进行全面阐述, 也指出目前已经接近货币政策宽松的尾声, 弱化对货币政策的依赖。从政策效果上看, 在去杠杆的大背景下, 货币政策转向预期开始逐步体现: 一是随着市场间资金面阶段性偏紧的冲



击以及外汇占款持续流出，市场对降准预期逐步升温，但在预期的持续落空后，市场对货币政策偏紧的一致性预期明显提升；二是央行年初至今连续两次上调短端利率释放货币政策偏紧信号。

在去杠杆及货币政策收紧双重影响下，资金价格中轨明显抬升及波动幅度也显著加剧，其中金融去杠杆是年内去杠杆的首要任务，也是推动金融脱虚向实的关键，年初资金包括对一行三会金融的统一监管、对银行委外的监管加强、限制资管产品杠杆率、维持资金面的持续紧张态势等等。从各方面迹象表明，在年内制定的“三去一降一补”任务取得实质性进展、金融脱虚向实状况有所改变之前，货币政策偏紧态势不会轻易改变。

二季度债市展望——把握交易性投资机会

对二季度债市之所以不悲观的理由是：一是从经济基本面及当期经济虚拟化程度较为严重看，我们认为二季度中后期经济会再次面临下行压力，从基本面角度对债市形成有利支撑；二是通胀整体压力弱于预期，PPI同比在一季度达到高点后预计会明显回落；三是收益率的纵向对比看：（1）当前10年期国债收益率接近本轮债券加杠杆之前4.18%的收益率水平，配置价值政策凸显；（2）从不同评级的3年期信用债收益率与人民币加权贷款平均利率及中长期贷款利率的对比，目前信用债收益率正在接近银行的贷款利率，收益率的吸引力正在上升。二季度债市的不确定



性主要来自政策和监管，包括金融统一监管的推进、MPA考核、去杠杆背景下货币政策定向调控加码、经济下行压力加大并未导致货币政策边际宽松、6月份美联储加息预期上升等等。

信用债方面，继续警惕信用债风险。自去年中央经济工作会提及重视对货币总闸门控制以及处置一批风险点，企业各类融资开始收紧，2017年一季度信用债融资净额为2.38万亿元，较去年同期较少2万亿元，上市公司定向增发及并购重组审核也更加严格。信用违约事件发生次数也明显增加，2016年下半年以来涉及不少国企及民企的违约案例，包括大连机床、东北特钢、四川煤炭集团、亚邦投资控股、中国城市建设等企业，处置僵尸企业是年内政府的工作重点之

一，预计未来在融资趋紧及经济结构调整加剧下，产业及公司的信用风险仍值得重视。

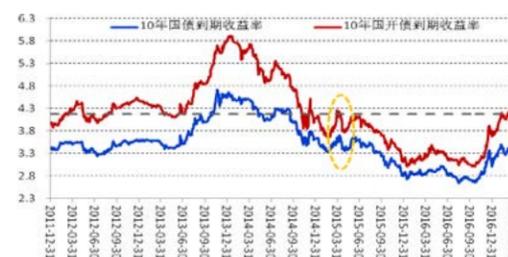
从信用风险补偿看，当前信用利差处于近两年来的较高水平，在一定程度上已经反应出市场对信用风险的重视水平，而且纵向比较上看，当前信用债利率水平具备较高的配置价值。从中期来看，受内外因素影响，利率中轨面临抬升的压力，二季度在经济基本面及一季度的充分调整的支撑下，我们当前利率具备一定的配置价值，策略投资上：一是把握经济基本面走弱及美联储加息空窗阶段的交易性机会；二是在当前配置价值显现背景下，可采取期限匹配的投资策略，建议以中短久期和低杠杆的投资为主。



策略投资上：一是把握经济基本面走弱及美联储加息空窗阶段的交易性机会；二是在当前配置价值显现背景下，可采取期限匹配的投资策略，建议以中短久期和低杠杆的投资为主。

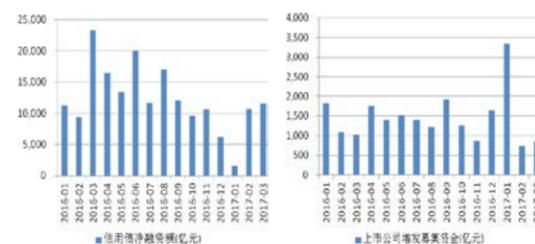


图表9：10年期国债及国开到期收益率



数据来源：WIND 资讯，鑫元基金整理

图表11：2016年-2017年3月信用债及增发月度融资



数据来源：WIND 资讯，鑫元基金整理

图表10：3年期不同评级信用债收益率与加权贷款利率及中长期贷款利率



数据来源：WIND 资讯，鑫元基金整理

图表12：3年期不同评级信用债的信用利差走势与3年期国债收益率



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。

固定收益 + 之可转债篇

文 | 《固定收益》编辑部

在《新规》要求下，定增受限后，上市公司将转向可转债市场寻求融资，可转债有望迎来新的发展空间。

2017年2月17日，中国证监会修改《上市公司非公开发行股票实施细则》，在资本市场激起阵阵涟漪。再融资新政对上市公司定增实施了更加严格的管理，包括主要的三条措施：设定18个月的时间

隔；限定再融资发行股份数量不得超过总股本的20%；明确定价基准日为非公开发行期的首日。

值得注意的是，证监会明确表示上市公司发行优先股、可转债、创业板小额快速融资的，不受

新规限制。因此，在新规下，我们认为部分上市公司或转向可转债市场寻求融资，将给转债市场带来千亿增量，可转债有望走向快速发展的通道。

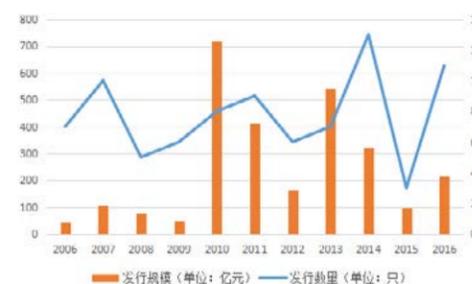


166

在新规下，我们认为部分上市公司或转向可转债市场寻求融资，将给转债市场带来千亿增量，可转债有望走向快速发展的通道。

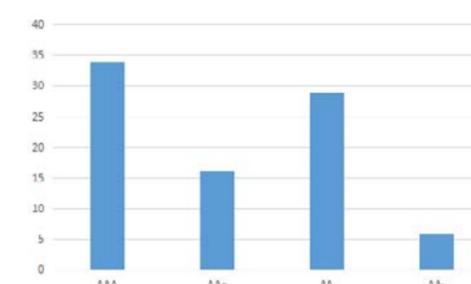
99

图1：2006年-2016年我国可转换债券发行规模及发行数量



数据来源：大智慧

图2：2006年-2016年我国可转换债券信用等级分布情况



数据来源：大智慧

可转债：具债券和股票双重属性

可转债全称是“可转换公司债券”，是指发行公司依法发行、在一定期间内依据约定的条件可以转换成股份的公司债券，股票转换比例=可转换债券面值/转换价格。作为一种创新型金融产品，可转换债券是以债券为载体、允许持有人在一定时间内按规定价格转换为公司股票的金融工具，实际上是将股票的看涨期权嵌套于传统公司债券。

可转债与一般债券产品最大的不同在于其同时具有债券和股票的双重属性。具体而言，可转债具有三大特点。一是债权性，与其他债券一样，可转债也有规定的利率和期限，可转换债券在转换股票之前，投资者能够获得发行人定期支付的利息，如果在转换为股票，发行人需在到期日还本付息；二是股权性，可转债在转换成股票之前是纯粹的债券，但在转换成股票之后，原债券持有人就由债权人变成了公司的股东，可参与企

业的经营决策和红利分配，也有权将股票在二级市场上转让；三是可转换性，这是可转债的重要标志，债券持有者可以按约定的条件将债券转换成股票。

对于上市公司而言，发行可转换债券，能够在发行时就获得资金，但在投资者实施转换时才增加公司的股票，相对于直接发行新股来说，对股权的稀释作用较慢；如果投资者将债券都转换成股票，也能够减少公司的偿债压力；此外，可转换债券的发行利率较低，能够减少融资成本。对投资者而言，可转换债券能够使投资者获得稳定的保底收益，而且在进入转换期后具有换成股票的选择权，在股票增长潜力较大的时候，投资者便有机会获得更多的收益。

但是，可转债发行条件和审批流程都比较严格，即使公司申请发行可转债，也不一定能够通过。一般而言，申请发行可转债的公司要具有满足以下几个条件：（1）最近3年连续盈利，且最近3年净资产收益率平均在10%以上；属于能源、原材料、基础设施类的公司可

以略低，但是不得低于7%。（2）可转换债券发行后，公司资产负债率不高于70%。（3）累计债券余额不超过公司净资产额的40%。（4）上市公司发行可转换债券，还应当符合关于公开发行股票的条件。基于这些限制，符合可转债发行条件上市公司并不是很多。

透析可转换债券在我国的发展

可转换债券最早出现在美国，1843年，New York Erie铁道公司发行了第一只可转换债券，紧接着美国电话电报公司又发行了巨额的可转换公司债券，后为德国、日本所效仿，并逐步在全世界资本市场范围内得到广泛的认可。

我国可转债市场的发展则相对滞后。在中国，第一只上市公司发行的可转换债券由中国宝安企业（集团）股份有限公司于1992年发行，发行规模为5亿元，发行期限为3年，票面利率为3%。

在监管方面，为了加强对可转换债券的管理，保护当事人合法

权益，国务院证券委员会于1997年3月25日发布《可转换公司债券管理暂行办法》，该办法对可转换公司债券的发行、上市、转换股份及其相关活动作出了规定，为可转债债券试点工作的展开打下良好基础。2001年4月，证监会发布《上市公司发行可转换公司债券实施办法》（证监会令第2号），进一步规范、促进了可转债市场的发展。2006年5月，为贯彻落实国务院《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》提出的进一步完善再融资政策的需求，证监会对现行上市公司发行证券的有关规章制度进行了调整和完善，发布了《上市公司证券发行管理办法》，对上市公司证券（包括可转换债券）的发行行为进行了规范，同时废止了《可转换公司债券管理暂行办法》和《上市公司发行可转换公司债券实施办法》。

从发行规模上看，2006年到2016年，我国可转换公司债券发行规模合计2744.52亿元，其中2010年达到最大发行规模，为717.30亿元，之后两年发行规模逐渐减小；2013年，可转换公司债券发行规模再度扩大，为541.61亿元，但之后几年发行规模又有所减少。

从发行只数上看，2006年到2016年，我国共发行85只可转换债券，其中2014年发行只数为13只，为我国可转换发行只数最多的一年；2015年则为发行只数最少的一年，仅发行3只可转换债券。

从发行债项的信用等级来看，2006年至2016年发行的可转换债券的信用评级全部在AA以上，并以AAA和AA为主，其中级别为



AA-的6只，级别为AA的29只，级别为AA+的16只，级别为AAA的34只。

从发行期限上看，2006年至2016年发行的可转换债券发行期限均在4年以上，其中4年期1只，5年期37只，6年期47只。

从票面利率上看，我国可转债发行呈现出低票面利率的特征。票面利率在3%及以上的仅有3只，票面利率在2%—2.9%的也仅有10只，大部分可转债的票面利率在2%以

下，其中，票面利率在1%—1.9%的有40只，1%以下的则有32只。

可转债都有哪些投资策略？

可转债市场其实在很大程度上是普通投资者关注的较少的一个市场，但这个市场一直都孕育着很好的市场机会，而其低风险的特征也是现在很多高净值投资者的需求。近期，再融资新规的出台，也使得可转债这一再融资方式得到了

更多的关注。那么在实际投资中，可转债作为一种兼具股、债特性的特殊投资品，都有哪些投资策略呢？

1、波段操作策略

波段操作策略是可转债投资中较简单也是较常用的投资策略。由于可转债内部即具有股票的特性也具有债券的特性，因此从长期来看可转债的收益率与波动幅度多数时候是处于股票与债券之间的。在股票上涨时，可转债的股性发挥更

大的作用，带动可转债价格上升，股市下跌时，可转债的债性又可以起到一定的防御作用，使得可转债的下跌幅度要低于股市。虽然无论是正股价格的波动还是债券收益率的波动都会对可转债的价格造成一定的影响，但是由于债券属性在可转债的定价中仅仅表现为转债价值的下限，而看涨期权所带来的股票属性更多的决定了可转债向上的弹性，因此可转债价格在多数时候与其正股价格具有较高的相关性。

此外，在做可转债投资时，除了关注正股走势与债券收益率变化外，可转债市场整体的供需也需要我们注意。在2015年大牛市期间很多大型转债触发转股条款转换股票，导致可转债市场规模大幅萎缩，市场供需失衡，对可转债的短期定价造成了一定影响。

2、条款博弈策略与套利

可转债具有一些相对复杂的特殊条款，投资人往往可以通过这些条款与发行人进行博弈，从而获取相对较安全的套利收益。例如利用回售条款与下修条款对发行人的约束，在正股价格远远低于转股价格或即将触发下修条款的时候买入转债或正股，通常大概率可获利。

另一种常见的条款博弈套利是在正股即将触碰强制赎回线时，或者在强制赎回条款规定的价格线上下波动时可考虑择机买入正股。第三种常见的套利则是在可转债即将到期时，假如正股价格较低，特别是可转债到期收益率也较高时，也会存在一定的收益空间。因为发行人比较乐于在可转债到期前拉抬股价，促使股价达到转股价格，在这一过程中无论正股还是转债均将大概率录得较丰厚的回报。

除了通过条款博弈进行套利，常见的可转债套利策略还有利用可转债的转化平价（即可转债的市场价格等于可转债转换价值时的股票价格）与正股价格之间的折价来进行套利。当可转债的转化平价小于正股价格时，意味着可转债的转股价值要高于可转债的转股前的市场价值，因此在这种情况下投资者买入可转债进行转股，再卖出正股在理论上是存在套利空间的。



F O C U S

聚焦

央行变相“加息”，如何看待流动性预期？
流动性紧缩导向或将抑制信贷放量
从峰值到新低 外储“去哪儿”？

央行变相“加息”， 如何看待流动性预期？

文 | 《固定收益》编辑部

在 2016 年年底的中央经济工作会议将今年的货币政策定调为稳健中性后，今年的政府工作报告继续重申“稳健中性”，在此背景下，要实现“稳增长”和“防风险”两条底线，在货币政策操作方面就要更为谨慎。

在美联储加息的隔天，央行全线上调公开市场逆回购中标利率及MLF操作利率：7天期逆回购中标利率从2.35%上调至2.45%；14天期逆回购中标利率从2.5%上调至2.6%；28天期逆回购中标利率从2.65%上调至2.75%。同时，6个月期MLF和1年期MLF的利率均分别上调了10个基点。这是央行今年以来第三次调整工具利率，被市场理解为变相加息。那么，央行究竟为何要“加息”，这会成为流动性拐点出现的标志吗？在此背景下，应该如何研判二级市场未来走势、行业配置？

央行“加息”的逻辑探究

与欧央行的三大基准利率和美国的联邦基金利率不同，我国基准利率一般指的是人民银行对国家专业银行和其它金融机构规定的存贷款利率，广义上还包括再贷款、再贴现和超额存款准备金利率。通常情况下，我们所熟悉的加息、降



在美联储加息的隔天，央行全线上调公开市场逆回购中标利率及MLF操作利率，这是央行今年以来第三次调整工具利率，被市场理解为变相加息。

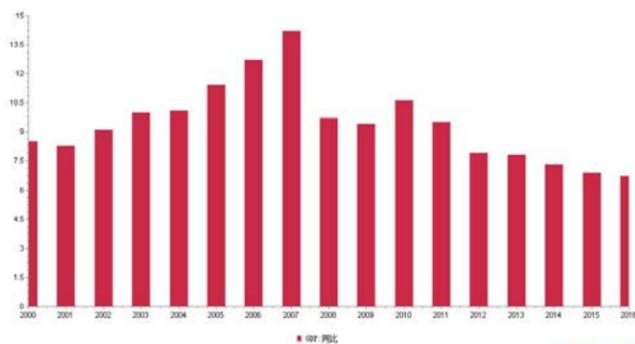
息都是能够直接影响公众和实体企业的存贷款基准利率。

近年来，随着利率市场化的改革，央行在公开市场操作工具之外，又开发了SLF、MLF、SLO、PLS等政策工具，被业内称为政策利率或工具利率。

3月16日，在美联储宣布加息决策之后，中国央行全线上调逆回购及MLF利率；此前央行已经两次做出此类动作：1月，央行上调的MLF半年和一年期利率，2月又上调的逆回购和SLF利率——这些都是存在于银行等金融机构之间的工具利率。通过上调工具利率，本质上可以起到加息的作用。

归纳市场主流观点，本轮加息的推行逻辑很多，包括：一是防风险去杠杆，适应当前形势的需要；二是经济平稳和通胀持续走高；三是缓解人民币贬值压力。相比较而言，目前市场各方比较认可的加息原因较为倾向于第一点：“防风险去杠杆”。用中泰证券首席经济学家李迅雷较为形象的话来

图1: GDP同比增速一览表



数据来源: 大智慧

说,就是“解当务之急”才可能是央行加息的核心逻辑。

我国GDP同比增速自2007年达到顶峰后回落,虽然在2010年有所反复,但GDP同比增速再未创过新高(见图表1),近年来更是逐级回落。一些金融机构不断进行主动负债扩张,使得资产负债表规模急剧放大。而在经济增速下行过程中,各类资产效益的滑坡又使得盈利目标压力和负债成本压力凸显,驱动金融机构开始通过加久期、加杠杆的方式寻求收益,由此日积月累给自身带来期限错配、加杠杆的风险。随着经济的调整,金融风险暴露的可能性增大,自2016年以来,监管机构开始密集出台防风险、去杠杆的政策。在中央经济工作会议上,更是把防风险放在了重要的位置。

结合信贷数据看,今年首月的信贷虽然低于预期,但考虑到1月下旬以来的窗口指导,实体经济信贷需求可能明显恢复。尤其值得重视的是,中长期贷款2.15万亿,

大幅高于上年同期的1.54万亿,其中,非金融公司中长期贷款1.52万亿,大幅高于上年同期的1.06万亿。如此高的信贷,从时机选择上看,央行也的确有“加息”的理由。

但市场各方对后两个原因(经济平稳和通胀持续走高;缓解人民币贬值压力)却形成分歧。

首先,李迅雷否定了经济平稳的论调,他认为我国GDP虽然在2016年走出一个L型,但从投资、消费和出口这三驾马车来看,增速都在往下走,而房地产投资随着销售额的趋缓,2017年增速回落也确信无疑,因此经济不能说企稳。其次,对于通胀压力,李迅雷认为2016年中下游的价格传导不畅,呈递减效应,进口油价自低点虽然反弹了约50%,但PPI中采掘业价格指数反弹了约25%,原材料价格指数反弹了10%多一点,而加工业只反弹了5%左右,到了下游消费品,涨幅几乎为零;尤其是历年通胀都伴随着猪肉涨价,而目前“没

有猪参与,哪来通胀”,故通胀不是当务之急。再次,他表示美元指数持续走弱,人民币已升值不少,故也没有必要在这个时点选择提高官方利率,更何况当前外汇管制已进一步加强,没有太大必要通过加息来稳定汇率。

与李迅雷部分观点相似,海通证券姜超通过从2016年上半年不加息人民币汇率也能稳定的角度出发,同样对加息是为了缓解人民币压力提出了疑问;此外他还对经济基本面表示悲观,预计最快从3月份开始,经济下行的压力就会明显体现,而全年经济增长大概率前高后低,与去年的企稳回升截然相反。

总的来看,经济企稳、通胀持续走高和缓解人民币贬值压力等理由都很难算得上成立或者充分的加息逻辑。考虑央行为防风险去杠杆而采取的加息时机选择,或许正如李迅雷所讲,“解当务之急”或许才是央行加息的核心推行逻辑。

流动性拐点自此显现?

2008年金融危机之后,宽松的货币政策在全球泛滥开来。我国监管层通过相对宽松的货币政策来推动实现经济平稳增长和结构转型。自2016年2月降准之后,央行便没有再出台明显的宽松措施,尤其是自2016年8月还重启了14天逆回购,随后又重启了28天逆回购,进入2017年更是正式上调了短端和长端工具利率,新政策工具利率的不断上调令市场产生流动性拐点自此显现的疑虑。

招商证券徐寒飞表示,这是

央行货币政策全面逆转的信号,意味着2014年以来的货币宽松结束了。

方正宏观任泽平看来,我们已经处在循序渐进的加息周期之中,并且此轮加息周期至少会持续一年到一年半,如果从2016年8月算起,将至少持续到2017年中。

华创证券也有研报分析称,加息周期已经开始,具体的路径可能是MLF利率上调到公开市场利率上调,再到存贷款基准利率上调。而且此次加息的周期可能会比较漫长。

然而流动性拐点,即加息周期是否已经开始?不认同的市场声音也很多。

光大证券资管首席经济学家徐高认为,市场并未进入加息周期,也不应进入加息周期。未来存

贷款利率不会上调,同时央行在调控银行间市场利率时也会比较审慎。因为如果再次推高银行间市场的一些关键政策性利率,很容易在市场中引发利率连续走高的预期。这种预期对实体经济会有较大负面影响。

李迅雷则提出,“是否步入加息周期的一个基本判断是经济增速处在上行还是下行阶段。”他表示,“当前经济增速显然还是处在下行阶段,否则中央经济工作会议就没有必要提稳增长的底线思维了,且去年末各大商业性研究机构普遍预期今年经济增速还会下行,故连续加息的可能性不大。”

在今年的政府工作报告将广义货币M2和社会融资规模余额预期增长目标设定在12%左右后,中国加息周期是否已经开始的疑虑

更是步入高潮。国泰君安认为,M2增速由2016年目标的13%下调为12%,意味着中性偏紧货币政策得到进一步确认,尤其是叠加着美联储加息对中国货币政策的制约,未来货币政策易紧难松。对此,李迅雷表示判断M2目标的松紧不能如此简单,并从M2与名义GDP增速、外汇占款增减度、逆周期政策取向等三个层面来论述了自己的观点,得出“12%目标对应的是稳中求进”的结论,认为今年的货币政策环境不会过于收紧,“稳是前提,进需伺机”。不过,尽管在货币政策的松紧度上产生了分歧,但国泰君安也表示:这并不代表中国进入加息周期。

国内货币金融环境在前一轮稳健偏宽松的货币政策之后,正在发生转变。种种情况表明偏松货币



政策的边际效应或已在下降。在去年年底的中央经济工作会议将今年的货币政策定调为稳健中性后，今年的政府工作报告继续重申“稳健中性”，在此背景下，要实现“稳增长”和“防风险”两条底线，在货币政策操作方面就要更为谨慎。

对股市未来影响几何

2017年货币政策的环境较为复杂。虽然降准是可选的货币政策，但稳健中性的货币政策定调意味着央行不会再向市场释放过多的宽松信号，整个货币市场利率还是存在缓慢上行的可能，需要警惕流动性预期进一步转差。在国家“防风险去杠杆”的大背景下，做资产配置要相对谨慎，特别是对货币市场流动性和利率敏感的资本市场。

不过，对股票市场而言，往年流动性收紧时会出现负面影响并不突出的情况。如在2010年至2011年的股市中，央行有过5次加息，仅有1次引发沪指和创业板指数同时下跌。再如今年以来的“加息”，对A股影响也甚微。统计显示，2月份的股市还小幅上涨。其中，沪指在2月末收于3241.73点，较1月末上涨82.56点，涨幅为2.61%；深证成指在2月末收于10391.34点，较1月末上涨339.29点，涨幅为3.38%。

相比债市，股市对利率敏感度较低，影响因素更多来自于宏观政策面，实体经济面，以及市场供求、信贷、供给侧改革和企业业绩等其他方面。所以对于2017年，市场并不过于悲观。相反还有较多经济学家对A股充满期待，认为

A股在2015年以来经历了三次较大的跌幅之后，风险已得到相对释放。“今年还可能迎来结构性牛市”，方正宏观任泽平表示，“中短期，两会前后就存在做多的时间窗口”，而进攻的方向，他倾向于两个：周期和改革。广发证券陈杰认为“慢熊”的环境仍难以打破，但市场一季度不悲观，存在“赚调控预期差”机会。

此外，不少私募基金经理也表现出稳定的投资心态，认为市场存在分化性机会。华夏经济转型基金将重点在电子半导体、国防军工等行业中捕捉国企改革类投资标的进行布局；民生优选股票基金同样看好国企改革机会，表示将在2017年把这一投资方向作为重头戏。

综合看，市场对A股并不悲观，结构性机会值得关注。



流动性紧缩导向 或将抑制信贷放量

文 | 《固定收益》编辑部

一方面，央行变相“加息”，另一方面，央行要求控制新增贷款规模；此外，人民币贷款规模、社会融资规模保持同比多增的趋势。这些数据是否存在矛盾？流动性紧缩导向能否有效抑制一季度信贷放量？

2017年的流动性市场风云诡谲。

一方面，央行变相“加息”，另一方面，央行对部分银行进行窗口指导，要求控制新增贷款规模，且对少数信贷管理不审慎而产生风险的银行开出罚单。央行在年初出手收紧流动性，目的之一是抑制银行年初放贷冲动。

统计数据显示，1月信贷规模为2.31万亿，确实不如往年同期；然而同期新增社会融资规模3.74万亿，较去年12月增加2.11万亿元，较上年同期增加2619亿元，创历史新高。

到2月，人民币贷款规模同比增速开始提高，较上年同期多增27%；同时，社会融资规模保持同比多增的趋势，同比多增38%。

那么，这些数据是否存在矛盾？流动性紧缩导向能否有效抑制一季度信贷放量？



信贷增速受控

随着央行进一步落实金融去杠杆，公开市场和银行间市场流动性将继续承压。同时，央行在公开市场执行流动性收紧的导向，要求银行控制新增贷款规模，有意识地抑制一季度信贷投放。

从央行披露的数据显示，2月，由于信贷季节性因素的减弱，人民币贷款规模新增规模较1月明显下降，至1.03万亿元，但与上个月同比少增不一样的是，2月同比多增2212亿元。1月人民币贷款新增2.03万亿元，同比少增4751亿元，低于市场预期——此前机构普遍预计1月信贷投放量将超过上年同期2.54万亿元（图1：2015年以来新增人民币贷款规模）。

若分部门来看，无论是1月还是2月，住户部门贷款均持续增加——尤其中长期贷款，1月增加了6293亿元，而2月在短期贷款减少的情况下，该科目继续增加3804亿元；非金融企业及机关团体贷款

尽管在央行窗口指导等原因影响下，1月新增信贷规模低于市场预期，但并不意味着实体经济的信贷需求有所疲软，相反，实体的信贷需求表现旺盛，都有可能在未来逐渐释放，2月的数据恰好证实了这一点。

中，短期贷款和中长期贷款持续增加，而票据融资则持续减少；非银行业金融机构贷款从1月的减少2799亿元转变为2月的增加1327亿元。

大体而言，这与今年以来央行的流动性紧缩导向基本契合。中国人民银行副行长易纲在“中国经济50人论坛2017年年会”上表示，1月新增人民币贷款规模“是一个合适的数字”。他强调，要保持稳健中性的货币政策，不紧不松。

回溯过往数据可知，在大多数年份中，1月均为当年新增贷款量最大的月份；且自2002年以来的16个年头里，有10个年头1月份新增信贷的同比增速为正，尤其2013年以来，每年1月人民币贷款同比均实现两位数的增速，2016年1月的同比增速甚至达到72.49%（图2：多数年份中，1月新增人民币贷款规模超过上年同期）。

1月较易成就信贷投放高峰并不难理解。一方面，银行出于早投放早收益以及收息空间更大的考虑，倾向于采用“3322”原则或“4321”原则，即通常一季度投放的信贷规模占全年比重较大；另一方面，上年末在额度限制、银行资本充足率约束等影响下未能完成的部分项目，会把放款推迟到翌年春天。

华福证券首席经济学家鲁政委认为，1月新增信贷“当年最大”和“超上年同期”的两大特征，不能说完全没有现实的合情合理之处，但的确可能诱发市场预期偏离政策当局的期待。此外，1月CPI、PPI等宏观数据有惊喜，表明实体经济正逐步回暖——这增强

了企业的信贷需求，也使市场普遍对今年1月的信贷规模有较高预期。

因此，在连续四年同比增长之后，今年1月新增人民币贷款数据的同比回落，很大程度要归功于始终高悬的“达摩克利斯之剑”——抑制资产价格泡沫的总思路，以及监管层不曾停息的监管调控手段。

2017年新年以来，陆续有银行接到央行的“窗口指导”，要求不同程度地收缩信贷投放规模，尤其2月之后更要求全口径大力度压降新增贷款规模；不仅如此，监管层还严格执行信贷风险的管理——2月初监管层对三家因“信贷管理不审慎形成风险”的银行开出总计达205万元的罚单；此前，央行于2016年开始通过MPA（宏观审慎评估体系）控制广义信贷数量，同年11月，银监会实施《银行业金融机构全面风险管理指引》，对银行业金融机构完善全面风险管理体系提供系统性指导框架。

根据历史数据，过去十年以来，1月新增人民币贷款的规模占全年信贷投放规模的比重在9%-20%之间，年均约14.58%。若按去年全年新增人民币贷款12.4万亿元，增速10%为基础，可粗略估算2017年全年新增人民币贷款规模约13.6万亿元，由此1月新增人民币贷款2.03万亿元占全年信贷规模的比例则约为14.93%——这一数据仍相当接近过去十年的平均值。

监管层着力防止银行信贷投放过快，旨在引导银行根据企业需求把握放贷节奏，实现信贷均衡投放。种种迹象证明，银行信贷的投

放节奏依然有序、可控。

社会融资规模创新高

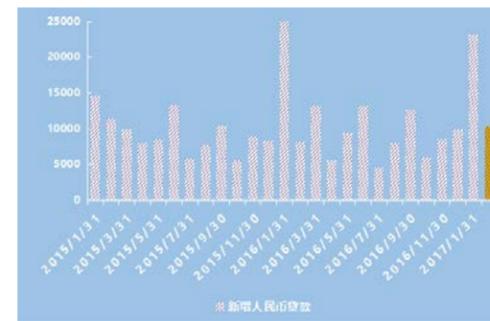
一个值得注意的现象是，2017年1月社会融资规模增量创新高，且2月继续保持同比多增的势头。央行披露的数据显示，1月社会融资规模增量为3.74万亿元，分别比上个月和去年同期多增2.1万亿元和2619亿元；2月社会融资规模增量有所回落，为1.15万亿元，但比去年同期多3166亿元。

新增社会融资规模创新高与表外融资大幅增长有密切关系（图3：近年社会融资规模及结构）。图3明显可见，未贴现的银行承兑汇票、委托贷款、信托贷款等表外融资项目，为2017年1月社融规模创新高做出了突出的贡献——2017年1月，它们依次新增6131亿元、3136亿元和3175亿元，分别较上年同期多增4805亿元、961亿元、2623亿元。尽管2月未贴现的银行承兑汇票减少1718亿元，但同比少减了1987亿元，依然对社融规模做出了一定的贡献。

与十年前相比，如今的社会融资结构已发生了明显变化（图4：社会融资百分比结构图）。目前，新增社会融资规模中（外币贷款占比太小，忽略不计），人民币贷款约占61.76%，表外融资占比33.27%，企业债券净融资和非金融企业股票融资合计占比2.84%；而在十年前，这组数据分别是81.98%、18.07%、1.73%——表外融资占比明显提升。

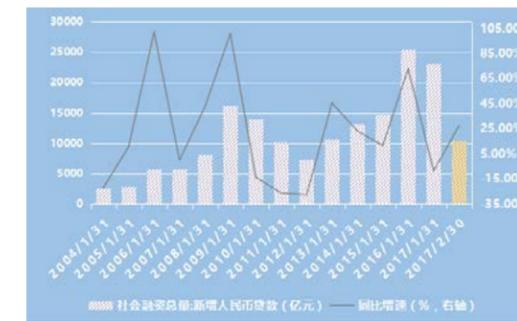
值得一提的是，企业债券融资跌幅较去年底有所减少，但由于

图1：2015年以来新增人民币贷款规模（单位：亿元）



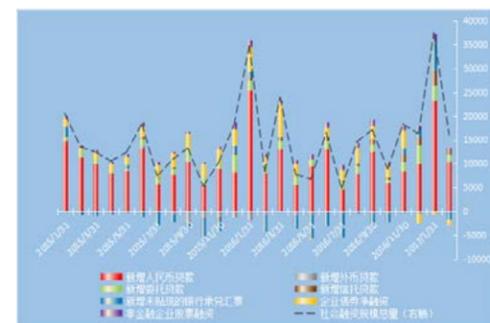
数据来源：大智慧

图2：多数年份1月新增人民币贷款规模超过上年同期（单位：亿元、%）



数据来源：大智慧

图3：近年社会融资规模及结构（单位：亿元）



数据来源：大智慧

图4：社会融资百分比结构图（单位：%）



数据来源：大智慧

债市调整以及对企业债券的清查，该项目1月仍为负。自2010年以来企业债券净融资一直在社会融资中占据明显地位，然而随着机构普遍看空未来债市，企业发行债券热情减弱。这一定程度上表明债市的消极状态开始对实体经济产生影响。

银河证券首席经济学家潘向东指出，1月社会融资规模达历史高位，主要原因在于贷款和其他渠道融资回升。前述三种表外融资项目的规模上行，尤其未贴现的银行承兑汇票同比多增了78.37%，表明企业短期资金需求活跃——这与1

月宏观数据的乐观表现相呼应。

同时，央行引导信贷合理增长，去年开始通过MPA将理财等表外业务逐步纳入宏观审慎管理，这可能使得部分贷款需求转向表外。这是导致表外融资规模高企的原因之一。

华创证券分析师齐晟认为，新增的住户部门贷款中，中长期贷款占比82.95%，达6293亿元，为历史最高，这跟部分房贷被压到1月集中投放有关，整体还是反映房地产限购对于房贷的调控效果有限，对未来房地产销售有一定支撑；此

外，1月企业中长期贷款增加1.52亿元，整体上反映企业融资需求依旧旺盛，或带动企业投资回升，有利于经济企稳。

换言之，尽管在央行窗口指导等原因影响下，1月新增信贷规模低于市场预期，但并不意味着实体经济的信贷需求有所疲软，相反，实体的信贷需求表现旺盛——无论是个人按揭需求，还是企业的信贷需求，都有可能在未来逐渐释放，2月的数据恰好证实了这一点。

从峰值到新低 外储“去哪儿”？

文 | 《固定收益》编辑部

从2014年峰值迄今，在33个月时间中，我国外汇储备减少了近一万亿美元，这些外汇储备去哪里了？外储下降的原因何在？同时，我国外储结构发生了哪些变化？

今年1月，我国外汇储备规模连续7个月下滑，降至3万亿美元以下，为六年来的新低，一时广受关注。尽管随后两个月外储规模结束了下滑态势，并回升到3万亿以上，但仍处于2011年3月以来的较低水平。国家外管局有关负责人表示，随着我国经济增长动能进一步增强，跨境资金流出压力会有所缓解，但国际金融市场不确定性依然较大，外汇储备规模可能在波动中逐步趋于稳定。

回溯过往可知，我国官方外汇储备规模曾于2014年接近4万亿美元，而到2017年3月这个数字仅为30090.88万亿元。从2014年峰值迄今，在33个月时间中，我国外汇储备减少了近一万亿美元，这些外汇储备去哪里了？外储下降的原因何在？同时，我国外储结构发生了哪些变化？

国际收支进入“逆差”时代

我国外储规模下降的最大动



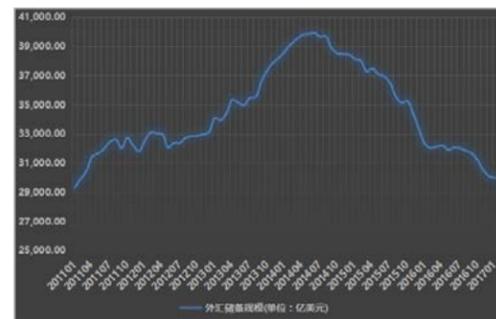
刘晨明认为，这意味着我国对外储的配置开始从过去集中于单一的美资产转变为更注重多元化投资。

因在于美元强势下的市场换汇需求和资本外流。这或者可以从我国国际收支平衡表上一探究竟。

从外管局发布的数据可知，我国外汇储备在2014年6月达到峰值39932亿美元之后，便开始下降（图1：2011年以来我国外汇储备走势图）。国联证券分析师张晓春指出，正是从2014年下半年开始，我国国际收支平衡表中的储备账户由负转正，并持续保持正的金额（图2：我国国际收支平衡表中的储备资产）——由于该账户是平衡科目，其金额为正就意味着经常账户与其他资本金融账户之和为负，即我国国际收支开始出现逆差，资金外流。

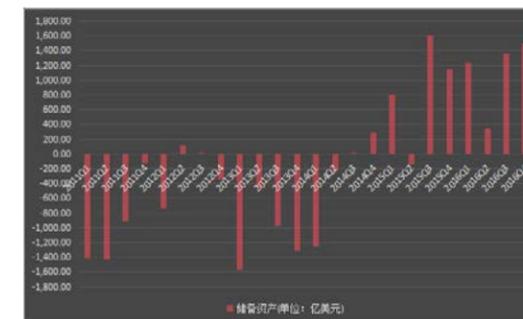
储备资产的变化与经常账户、资本账户、非储备金融账户以及净误差与遗漏项等项目的变化密切相关。储备资产由货币黄金、特别提款权、在国际货币基金组织的储备头寸、外汇储备、其他储备资产构成，其中外汇储备占比在99%以上，因此可以从储备资产与上述

图1：2011年以来我国外汇储备走势图



数据来源：外汇管理局

图2：我国国际收支平衡表中的储备资产



数据来源：外汇管理局

项目之间发生的变化来大致推断外储流向。

根据外汇管理局统计的数据，前述各项目自2011年以来的走势如图所示（图3：我国国际收支会计平衡）。观察可见，经常账户长期整体是顺差格局，表现稳健；而非储备金融账户、资本账户、净误差与遗漏项的走势则大体与储备资产的走势呈反向波动。

由于资本账户、净误差与遗漏项的金额较小，因此着重分析非储备金融账户。如图3可见，非储备金融账户近年波动剧烈，且与储备资产呈明显的反向走势。即当储备资产为正时，非储备金融账户为负，反之亦然。2014年3季度，储备资产由负转正，此后持续保持正值，与此同时，非储备金融账户由正转负，且持续为负值。

非储备金融账户下有4个细分项目，分别为直接投资、证券投资、金融衍生工具与其他投资（图4：非储备金融账户及其细分项目）。

从外汇管理局披露的数据来看，直接投资项、证券投资项和其他投资项在2014年3季度之后发生了明显变化。

直接投资是以投资者寻求在本国以外运行企业获取有效发言权为目的的投资，是长期资本流动行为的典型代表。简单地说，就是企业“走出去”。2011年以来，直接投资项的规模呈现萎缩趋势，2014年之后缩减尤为明显；至2015年3季度甚至由正转负，跌落水下；在随后的2016年，直接投资项持续为负值。

2014年之后，其他投资项的金额明显放大，远远大于其他科目，并在2014年2季度之后持续为负。而包含股权、投资基金份额、债券等的证券投资项，则2015年1季度之后开始转为负值。

直接投资项转为负值意味着其从顺差转向逆差，且未来逆差仍可能继续扩大。招商证券固收研究员徐寒飞指出，2014年以来，企业对外投资活跃度明显提升，我

国已经从净吸引外国转变为对外净投资国。不过，他也强调，直接投资由顺差向逆差转化是经济发展水平提升过程中的“自然现象”，不宜简单解读为资本的“悲观出逃”。

同样的，其他投资项与证券投资项转为负值也表明该科目下发生了资金的外流。

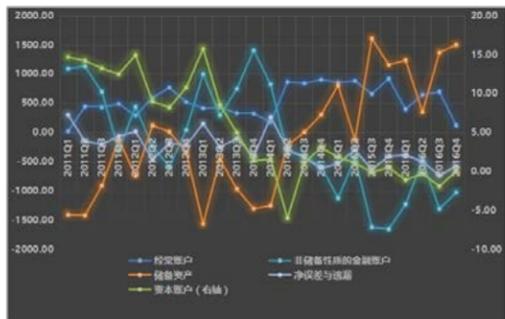
外储下降或优化居民部门的资产负债结构

在非储备金融账户细分项目中，其他投资项所涉及的规模最大，变化最显著。

其他投资是除直接投资、证券投资、金融衍生工具和储备资产外，居民与非居民之间的其他金融交易，包括其他股权、货币与存款、贷款、保险与养老金、贸易信贷和其他。

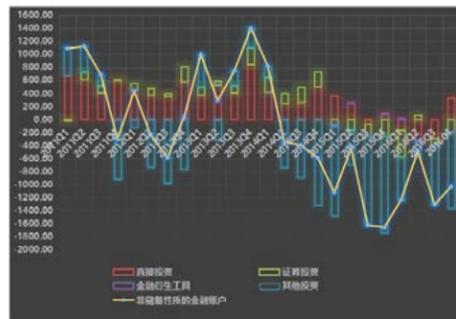
其中贷款、贸易信贷、货币与存款的规模较大，构成了其他投资项的主体（图5：其他投资项及

图3: 我国国际收支会计平衡 (单位: 亿美元)



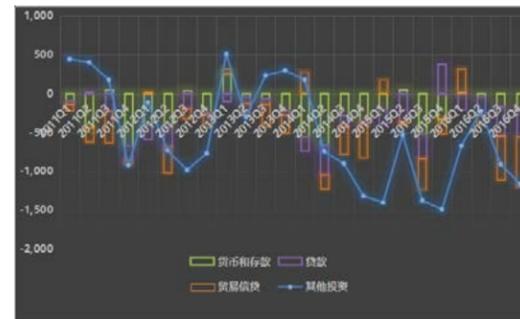
数据来源: 外汇管理局

图4: 非储备金融账户及其细分项目 (单位: 亿美元)



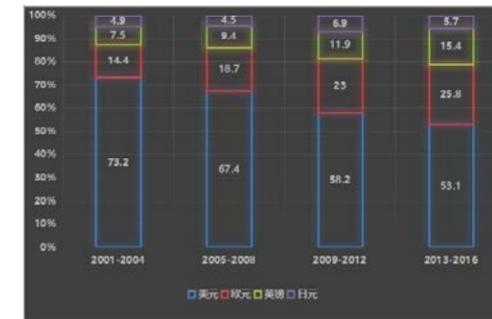
数据来源: 外汇管理局

图5: 其他投资项及其三大细分项目 (单位: 亿美元)



数据来源: 外汇管理局

图6: 外汇储备构成回归测算结果 (单位: %)



数据来源: 外汇管理局

其三大细分项目)。

张晓春表示, 2014年三季度之后, 贷款与贸易信贷基本是负的, 即我国的外汇负债在不断减少——我国居民部门此时主动偿还了大量美元债务。当时的国际背景是, 美国退出QE即将加息, 美元指数在2014年下半年上涨了25%, 提前偿还美元债务成为自然而然的选择。

此外, 货币与贷款科目也出现了下降, 这主要基于人民币的贬值预期, 居民部门兴起海外投资, 热衷持有海外证券资产, 以及货币、储蓄等流动性金融资产。这种“藏汇于民”的做法消耗了大量外汇储备。

上述举措, 均为居民部门在美元走强的背景下做出的市场化选择。张晓春认为, 这些举措进一步消耗了外储, 导致外储不断下降, 同时它们也在一定程度上优化了居民部门的资产负债结构, 推动居民部门资产负债结构更健康。

央行有关负责人在解释外储下降原因时也提及, 无论是央行在

外汇市场进行操作, 向市场提供外汇流动性, 还是外储委托贷款项目进行资金提款, 都很大程度反映为境内其他主体持有外汇资产的增加, 这意味着企业、居民和金融机构的资产配置更加丰富, 是我国“藏汇于民”战略的体现, 有利于促进国际收支平衡。

2017年以来, 美国经济数据强劲, 美元在短暂回调之后迎来强势反弹, 同时受人民币持续贬值影响, 我国资本外流, 我国央行为了稳定汇率动用了一定外储对外汇市场进行管理和干预, 这导致外储规模持续下降。不过, 在春节后季节性用汇需求减缓、外汇管制加强等因素, 对外储的增加起到一定的正向作用, 使得外储规模有所回升。

外储结构悄然生变

我国外储的主要组成包括美元、日元、欧元和英镑。其中美元资产长期是我国外储的最大组成部分, 且美元是我国外储的计价货

币。外储结构对我国外储的安全和稳定性至关重要。

与2014年的峰值相比, 我国外储规模下降了约1/4。我国是全球最大的外汇储备国, 其外储规模的下降是否带来了外储货币结构的相应调整? 天风证券分析师刘晨明测算发现, 较本世纪初而言, 我国外储结构已发生了较明显的变化, 其中美元资产占比下降, 而欧元和英镑资产占比呈上升趋势。

天风证券根据我国央行历年的统计数据和国内外官方网站的公开数据, 在2001年1月到2016年12月的时间区间内, 每4年进行一次回归, 测算该回归时间段内外汇储备构成的平均情况。

测算结果显示 (图6: 外汇储备构成回归测算结果), 美元资产依然是我国最大的外储组成部分, 但其占比明显下滑, 从2001-2004年的73.2%缩减至2013-2016年的53.1%; 而欧元、英镑、日元则均有所增长, 同期分别增长了11.4、7.9、0.8个百分点——欧元资产的

份额提升尤为明显, 其占比已经达1/4强。

中金研究部也曾基于央行的统计数据来估算我国外储的货币构成, 其估算数据与天风证券的测算数据不尽相同, 但大体趋势一致。据中金研究部估算, 我国外储货币构成中, 美元占绝对主导地位, 份额约66.7%; 欧元次之, 份额约为19.6%; 英镑则大约是10.6%; 日元最低, 约占3.1%。

上述测算显示, 尽管我国外储的货币构成中, 美元资产的比重在下降, 欧元、英镑等货币资产的比重上升, 但由于美元是对外支付的主要货币, 且美元资产市场足够庞大以容纳巨额投资, 因此我国仍有一半以上的外汇储备用以配置美元资产。

天风证券对美元资产的投资构成进一步测算显示, 2010年以来, 我国日益重视对股权的投资, 同时降低了对长期债权投资的比重。测算数据显示, 从2010年到2016年, 我国所持有的美元资产

中, 股权投资占比从7.88%提升到10.90%, 而长期债券的投资比重则从91.81%下降至88.99%, 而短期债权投资比重也有所下降, 从0.31%下降为0.11%。值得一提的是, 2014年和2015年, 我国所持有美元资产中, 股权投资的比重一度高达17%

以上, 同期长期债券投资的比重则跌至约82%。

刘晨明认为, 上述变化意味着, 我国对外储的配置开始从过去集中于单一美元资产转变为更注重新多元化投资。



直击两会

文 | 《固定收益》编辑部

2017年或将迎来比较平稳的经济发展势头，受益于供给侧结构性改革和振兴实体经济的不断推进，企业去杠杆的进一步强化，结构性投资机会有望得以显现。



2017年3月3日-13日，2017年“两会”在北京召开。

2017年政府工作报告预期今年GDP增长6.5%，较上一年略微调低——2016年GDP增长目标设定为6.5-7%，实际增长6.7%。这是政府对宏观经济信心的直接反应，也是市场判断政策走向的重要依据。

由于各地方政府所设定的重点经济工作目标历来是资本市场需着重研究的方向。在此背景下，本文拟结合全国两会的经济定调，全面梳理各地经济工作目标，以期从中发掘投资机会。

“去产能”政策将扩展到更多领域

中央经济工作会议强调要继续深化供给侧改革，着力抓好“三去一降一补”。2016年政府工作报告主要强调钢铁和煤炭行业的“去产能”——当年实际退出钢铁产能

超过6500万吨、煤炭产能超过2.9亿吨，超额完成年度目标任务。

2017年政府工作报告则明确，今年再压减钢铁产能5000万吨，退出煤炭产能1.5亿吨以上。同时，还将“去产能”拓展到更广阔的领域，比如确定“要淘汰、停建、缓建煤电产能5000万千瓦时……为清洁能源发展腾空间”；“坚决淘汰不达标的落后产能，严控过剩行业新上产能”等等。

综合各地政府工作报告披露的数据，2016年我国各能源大省“去产能”效果显著。以钢铁和煤炭为例，2017年将“供给侧结构性改革”列为首要任务的13个省区市，在2016年合计压减钢铁产能近5000万吨，占钢铁去产能总量的77%；压减煤炭产能2.5亿吨，占煤炭去产能总量的86%（表2：能源大省“去产能”效果显著）。

其中，钢铁大省河北压减炼钢产能1624万吨、压减炼铁1761万

吨；煤炭大省山西退出2325万吨煤炭、82万吨钢铁产能，并实施煤炭减量化生产，压减煤炭产量1.43亿吨；内蒙古退出330万吨煤炭、291万吨钢铁产能。

值得注意的是，2017年我国煤炭去产能目标大幅减少——从2016年的2.9亿吨下调为今年的1.5亿吨，缩减约48%。而此前国家能源局于2月21日发布的《2017年能源工作指导意见》中所披露的煤炭去产能目标更低：“2017年全年力争关闭落后煤矿500处，退出产能5000万吨左右。”事实上，仅上述13个省区市明确公布的2017年煤炭去产能规模就已接近5000万吨。

中煤协副会长姜智敏表示，由于2017年煤炭去产能将主要涉及目前正常生产的煤矿，需要安置的人员较多，企业内部自己消化冗员的空间逐步缩小，因此相对2016年而言，2017年煤炭去产能的难度加大。按照《煤炭工业发展

表1：能源大省“去产能”效果显著

地方	2017年去产能目标	2016年去产能效果
河北	压减炼钢产能1562万吨、炼铁1624万吨；压减煤炭产能742万吨、水泥110万吨、平板玻璃500万重量箱；制定电力去产能实施方案。	压减炼钢产能1624万吨、炼铁1761万吨；压减水泥286万吨、平板玻璃2189万重量箱；退出煤矿54处、压减煤炭产能1400万吨
山西	关闭退出煤炭产能2000万吨；退出钢铁产能170万吨	退出煤炭产能2325万吨，淘汰钢铁产能82万吨，率先实施煤炭减量化生产，全年压减煤炭产量1.43亿吨，占全国煤炭减量的40%左右
内蒙古	完成55万吨钢铁、120万吨煤炭产能的退出任务	退出330万吨煤炭、291万吨钢铁产能
黑龙江	完成钢铁、煤炭淘汰落后产能年度目标	煤炭去产能1010万吨，封存炼钢产能610万吨
安徽	完成煤炭、钢铁行业化解过剩产能年度任务，防止已化解的过剩产能死灰复燃	完成煤炭967万吨、生铁和粗钢505万吨化解过剩产能任务
福建	坚决完成年度化解过剩产能任务。	钢铁、煤炭去产能超额完成国家下达任务
贵州	关闭退出煤矿120处，压减煤炭产能1500万吨	压减粗钢产能220万吨，关闭煤矿121处。
云南	煤炭行业再去产能154万吨	去生铁产能125万吨、粗钢产能376万吨、煤炭产能1896万吨，超额完成去产能任务。
陕西	淘汰不达标煤矿，推动钢铁企业重组，关停整改无望的水泥企业	退出煤炭产能2934万吨，超额完成年度任务，压减炼铁产能160万吨、炼钢产能70万吨，提前三年全部完成国家下达任务
甘肃	落实国家去产能各项要求，确保完成年度目标任务	分别压减生铁、粗钢、煤炭产能160万吨、144万吨、427万吨
宁夏	淘汰化解落后和过剩产能245万吨以上	淘汰化解落后和过剩产能694万吨
江苏	压减钢铁产能650万吨、煤炭产能18万吨、水泥产能90万吨、平板玻璃产能200万重量箱。	压减钢铁产能580万吨、煤炭产能818万吨、水泥产能512万吨、平板玻璃产能300万重量箱，化解船舶产能330万载重吨
青海	压减132万吨煤炭产能	化解59万吨钢铁、煤炭过剩产能

数据来源：各地2017年政府工作报告

“十三五”规划》，期间要化解淘汰煤炭过剩落后产能8亿吨左右，通过减量置换和优化布局增加先进产能约5亿吨。

同时，各地方政府也开始将“去产能”的注意力向电力、化

工等领域扩展。如河北开始制定电力去产能实施方案；宁夏坚持环保安全标准，引导企业脱困发展等。《2017年能源工作指导意见》表示，2017年预计淘汰煤电装机规模400万千瓦以上；同时推进油品质

量升级。

供给侧结构性改革中，除了重点关注“去产能”之外，2017年政府工作报告还首次强调了“农业供给侧结构性改革”。这是供给侧改革的重要抓手。河北、黑龙江、

甘肃、宁夏等省区市均重点披露了农业供给侧结构性改革的详细内容，计划在增加高品质农产品供给、改革粮食收储制度、调整农业结构、培育农业产业化龙头企业等方面有所突破。

基建、制造业托底实体经济

中央经济工作会议号召企业发扬“工匠精神”，培育“百年老店”，坚持创新驱动发展，扩大高质量产品和服务供给。

从各地政府工作报告来看，中西部省市为主的省份将振兴实体经济，实现平稳发展、转型升级视为今年的首要任务，江西、四川、重庆、湖北等省市甚至具体列出了重大项目名单（表3：中西部省份是振兴实体经济的中坚力量）。华泰证券研究员李超表示，这使得基建托底经济的逻辑更加清晰。

“制造业是实体经济的骨架和支撑，也是振兴实体经济的主战场。”工业和信息化部部长苗圩指出，着力振兴实体经济，重点在制造业、难点也在制造业。解决制造业面临的问题和挑战，必须更加注重深化供给侧结构性改革、释放制造业企业的动力和活力。

相应的，将制造业转型升级列为2017年首要任务的省份，希望通过加快新旧动能转换，实施“中国制造‘2025’”和“互联网+”行动，使变大变强的制造业可以推动经济发展迈上新台阶。

为了保证基建、制造业项目顺利落地，除了推进银企合作、金融支持实体等传统融资手段外，

多个地方政府拟进一步推动PPP模式，或者通过增发地方债等方式，为基建项目融资。

探寻国改的新机会

市场的共识是，国企改革是2017年的年度主题。一方面，2017年国企改革全面进入落实阶段，改革效应逐渐得以体现；另一方面，下半年召开的十九大将进一步催化改革深入发展。

去年底中央经济工作会议强调，要加快推进国企国资改革，深化混合所有制改革，要“在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域迈出实质性步伐”，2017年政府工作报告的表述与此呼应，并明确今年要基本完成公司制改革。相较2016年的政府工作报告而言，2017年混合所有制改革的范畴中新增了“军工”板块。

安信证券分析师陈果认为，地方国企改革，首要关注上海国改。他表示，上海拥有国内最庞大的地方国有企业体系，具有很强的改革需求和改革基础；在本轮国改中，上海的改革进程最迅速、改革决心最强、对中央精神的响应最积极、改革模式最创新、改革方案可行性最强；同时上海积累了丰富的改革经验，由此上海当之无愧成为地方国改的排头兵。

上海在2017年政府工作报告中明确，要“深化国资国企改革，加快推进企业集团整体上市或核心业务资产上市，推进产融结合，完善功能类、公共服务类国有企业的法人治理结构，健全考核、激励和评价机制，开展职业经理人

薪酬制度改革试点。改善非公有制经济发展环境，鼓励非公有资本参与国有企业混合所有制改制，进一步落实扩大非公有制企业市场准入、平等发展的改革举措”。

除了上海，浙江、辽宁等经济强省也将深化关键领域改革、激发活力列为头等重要的大事。浙江强调坚持以“四张清单一张网”为抓手，进一步加大“放管服”改革力度，促进经济社会各领域的改革不断深化，以政府权力的减法换取市场活力的加法。

辽宁的表态比较具体，强调“抓好关键性改革，优化投资营商环境”。具体来说则是“建立健全现代企业制度，全省国有企业吸引各类资本1000亿元；打好国企提质增效攻坚战，省属国有企业资产负债率再下降5个百分点，“三项费用”压减5%，上缴国有资本收益达到20亿元，提高国企资产利税率和全员劳动生产率，按规定提取折旧；积极稳妥推进厂办大集体改革，基本完成国企家属区“三供一业”分离移交，增强国有企业发展活力”等。

当然，国企改革不应该仅仅关注上述三个省区市，深圳、福建、四川等地方的国企改革也颇有看点。此外，央企混改更是国企改革的重中之重——在年底的中央经济工作会议上，混改被定位为2017年国企改革的突破口，其重要性可见一斑。

陈果表示，探寻国企改革主题的新机会，核心看点是混合所有制改革，主要通过员工持股和引进战投的方式进行；深化推进混改的同时，也将继续提升国企的资产证

券化率，将优质资产注入上市平台；此外要达到国企提质增效的核心目标，也要继续优化国企产业布局，其中资产规模不大、转型阻力较小、主业为非重点布局产业的公司或蕴含着不错的机会。

京津冀协同发展加速

“京津冀协同发展”提出迄今已经整整三年，近期有明显的政策加码迹象。

在中央经济工作会议提及要重点实施的“三大战略”中，“京津冀协同发展”的战略定位不断得到提升，到去年底中央经济工作会议的表述中，“京津冀协同发展”已超过“一带一路”和“长江经济带发展”，被提到第一位。在2017年政府工作报告的表述中，强调要“统筹推进三大战略和‘四大板块’发展”。

华泰证券研究员李超认为，今年北京、天津两大直辖市甚至同时将京津冀协同发展设为首要任务，说明这项工作得到了中央、地方两级政府的高度重视。

京津冀协同发展战略，实际上是产业转移和人口转移的过程，目的是缔造产业圈层和人口层级。通过完善企业产业链布局，促进企业在转移中实现技术升级，有助于提升企业竞争力。另外，结合中央经济工作会议提出的“继续扎实推进以人为核心的新型城镇化”，随着人口从北京疏解，也会带动京津冀周边房地产市场的结构性机会。如定位为北京城市副中心的通州，将从2017年启动搬迁。

随着京津冀协同发展的深入

拓展，相关细分领域的投资机会逐渐浮出水面。比如《京津冀地区城际铁路网规划》，打造京津冀1小时交通圈，这会带动钢铁、有色、建材、建筑、基建等系列行业的需求；《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案（征求意见稿）》的出炉，将带来环保、钢铁等相关行业方面较为确定性的投资机会。

九州证券全球首席分析师邓海清表示，中国经济运行良好，

企业盈利回升，各项经济指标表明2016年以来中国经济已经逐步企稳，同时中国政策对经济的呵护依然明显，经济周期的延续性有望延长。

总的来说，2017年或将迎来比较平稳的经济发展势头，受益于供给侧结构性改革和振兴实体经济的不断推进，企业去杠杆的进一步强化，结构性投资机会有望得以显现。

表2：中西部省份是振兴实体经济的中坚力量

地方	2017年振兴实体经济目标（简）
吉林	巩固汽车、石化、农产品加工等传统支柱产业；打造轨道客车等五大产业集群；选择装备制造等10大行业开展转型升级行动；抓好重大基础设施项目、重大产业项目、重大民生和社会事业项目；选择一批项目采用PPP模式；结合国家政策导向，谋划1700个亿元以上项目。
江西	重点推进980个省大中型项目，总投资1.4万亿元左右，年度力争完成投资3600亿元以上。着力提高政府投资的有效性，务实推进PPP项目，进一步激活民间投资。
河南	实施“百千万”助力企业计划；深入推进银企合作，大力发展直接融资，加强上市后备企业培育，加大债券市场融资力度，力争社会融资规模8000亿元。
湖北	精准扩大有效投资。强化产业项目建设；继续加强重大基础设施建设；开工建设海绵城市80平方公里、地下综合廊管100公里等。
湖南	发展一批特色优势产业、骨干企业集团，培育行业龙头企业和小巨人企业；培育更多“百年老店”；用好用足税收优惠政策；提高金融支持实体经济的精准度和实效性；推进重大项目建设，实施300个省级重大项目。
广西	重点推进“4个100”产业转型升级项目，优化提升传统产业，发展壮大新兴产业，加快发展先进制造业，力争先进制造业占全部工业总产值比重达30%。
重庆	以产业接续和转型升级为主攻方向，推动产业高端发展、融合发展、创新发展，构建现代产业发展新体系，加快形成新的经济增长点。
四川	扎实抓好700个全省重点项目和100个省级重点推进项目；抓好56个重大产业项目和省重点工业项目建设；推进1000个重点签约项目落地；深入实施《中国制造2025四川行动计划》，力争完成工业投资9000亿元、技改投资6500亿元，规模以上工业增加值增长8%左右；促进建筑业转型升级，总产值迈上万亿台阶；深入实施服务业“三百工程”，抓好507个服务业项目；大力推动“外贸+”战略。

资料来源：各地2017年政府工作报告

2017 年要做啥 vs 2016 年做了啥

GDP 增长率 6.5% 左右
——>2016 年实际 GDP 增速 **6.7%**

CPI 涨幅 3% 左右
——>2016 年实际 CPI 涨幅 **2%**

新增就业 1100 万人以上
——>2016 年实际城镇新增就业 **1314 万人**

城镇登记失业率 4.5% 以内
——>2016 年年末城镇登记失业率 **4.02%**

居民收入和经济增长基本同步
——>2016 年居民人均可支配收入实际增长 **6.3%**

单位国内生产总值能耗下降 3.4% 以上
——>2016 年单位国内生产总值能耗下降 **5%**

进出口回稳向好，国际收支基本平衡

财政政策要更加积极有效

- 赤字率拟按 **3%** 安排，财政赤字 **2.38** 万亿元，比去年增加 **2000** 亿元（其中，中央财政赤字 **1.55** 万亿元，地方财政赤字 **8300** 亿元）
——>2016 年实际赤字率 **3%**，财政赤字规模 **2.18** 万亿元（其中，地方财政赤字 **7800** 亿元）
- 安排地方专项债券 **8000** 亿元，继续发行地方政府置换债券
——>2016 年扩大地方政府债券存量债务置换规模，降低利息负担约 **4000** 亿元
- 全年再减少企业税负 **3500** 亿元左右、涉企收费约 **2000** 亿元
——>2016 年全年降低企业税负 **5700** 多亿元
- 对地方一般性转移支付规模增长 **9.5%**，重点增加均衡性转移支付和贫困地区财力补助
- 中央部门带头，一律按不低于 **5%** 的幅度压减一般性支出

货币政策要保持稳健中性

- 今年广义货币 M2 和社会融资规模余额预期增长均为 **12%** 左右
——>2016 年广义货币 M2 增长 **11.3%**

2017 年怎么做

去产能：

- 再压减钢铁产能 5000 万吨左右
- 退出煤炭产能 1.5 亿吨以上。
- 要淘汰、停建、缓建煤电产能 5000 万千瓦以上

去库存：

- 今年再完成棚户区住房改造 600 万套
- 三四线城市要支持居民自住和进城人员购房需求
- 房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地

去杠杆：

- 控制总杠杆率的前提下，把降低企业杠杆率作为重中之重
- 推进资产证券化，支持市场化法治化债转股，加大股权融资力度

降成本：

- 年应纳税所得额上限由 30 万元提高到 50 万元
- 科技型中小企业研发费用加计扣除比例由 50% 提高到 75%
- 取消或停征中央涉企行政事业性收费 35 项，收费项目再减少一半以上

补短板：

- 再减少农村贫困人口 1000 万以上，完成易地扶贫搬迁 340 万人
- 中央财政专项扶贫资金增长 30% 以上



金融领域：

- 坚持汇率市场化改革方向，保持人民币在全球货币体系中的稳定地位
- 鼓励大中型商业银行设立普惠金融事业部
- 强化农信社服务“三农”功能
- 积极发展创业板、新三板
- 拓宽保险资金支持实体经济渠道
- 大力发展绿色金融
- 对不良资产、债券违约、影子银行、互联网金融等累积风险要高度警惕
- 稳妥推进金融监管体制改革，有序化解处置突出风险点

国企改革：

- 基本完成公司制改革
- 深化混合所有制改革，在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域迈出实质性步伐

投资：

- 完成铁路建设投资 8000 亿元、公路水运投资 1.8 万亿元
- 再开工 15 项重大水利工程
- 中央预算内投资安排 5076 亿元
- 再开工建设城市地下综合管廊 2000 公里以上

对外开放：

- 高标准高水平建设 11 个自贸试验区

消费：

- 支持社会力量提供教育、养老、医疗等服务
- 促进电商、快递进社区进农村
- 扩大内外销产品“同线同标同质”实施范围

创新：

- 切实落实高校和科研院所自主权
- 加快新材料、人工智能、第五代移动通信等技术研发和转化
- 网络提速降费要迈出更大步伐，年内全部取消手机国内长途和漫游费，大幅降低中小企业互联网专线接入资费，降低国际长途电话费
- 加快大数据、云计算、物联网应用
- 把发展智能制造作为主攻方向

农业：

- 粮改饲试点面积扩大到 1000 万亩以上
- 新增高效节水灌溉面积 2000 万亩
- 在 13 个粮食主产省选择部分县市，对适度规模经营农户实施大灾保险，调整部分财政救灾资金予以支持，提高保险理赔标准，完善农业再保险体系
- 新建改建农村公路 20 万公里
- 完成 3 万个行政村通光纤

环保：

- 二氧化硫、氮氧化物排放量要分别下降 3%
- 推进北方地区冬季清洁取暖，完成以电代煤、以气代煤 300 万户以上
- 对所有重点工业污染源，实行 24 小时在线监控
- 化学需氧量、氨氮排放量要分别下降 2%
- 完成退耕还林还草 1200 万亩以上

医疗：

- 实现异地就医住院费用直接结算
- 全部取消药品加成
- 城乡居民医保财政补助由每人每年 420 元提高到 450 元
- 分级诊疗试点和家庭签约服务扩大到 85% 以上地市

教育：

- 今年高校毕业生 795 万人，再创历史新高
- 确保零就业家庭至少有一人稳定就业
- 统一城乡义务教育学生“两免一补”政策
- 推进世界一流大学和一流学科建设

这九个说法 首次被纳入政府 工作报告

1、“新三板”

首次直接提及新三板。报告中将创业板与新三板并列，并使用积极发展的字眼，表明新三板在资本体系中的重要性已经得到国务院层面的确认。

2、“人工智能”

首次写入政府工作报告，今年轻量级应用可能落地。

3、“大幅降低中小企业互联网专线接入资费”

首次提及。意味着要大力扶持中小企业创业。

4、“家庭签约服务”

在新医改进入第 9 个年头之际，首次将家庭签约服务纳入政府工作报告。

5、“稳步推动养老保险制度改革，划转部分国有资本充实社保基金”

去年是制定相关办法，今年明确提出做法，意味着开始落实。

6、首次将“坚持汇率改革市场化方向”，与“保持人民币在全球货币体系中的稳定地位”联系起来。

7、“推进世界一流大学和一流学科建设”

自 2015 年 10 月国务院印发《统筹推进世界一流大学和一流学科建设总体方案》以来，这是“双一流”建设首次被列入政府工作报告，正式成为政府教育工作要点。

8、“港独是没有出路的”

《政府工作报告》起草人、国务院研究室主任黄守宏解释：“港独”是违背包括香港同胞在内的全中国人民利益的，总理在《政府工作报告》中的表述，是对国家负责任，也是对香港同胞、对香港的前途负责任。

9、“激发和保护企业家精神”

首次强调“激发和保护”企业家精神，“使企业家安心经营、放心投资。对于侵害企业产权的行为，必须严肃查处、有错必纠”。



鑫元基金副总经理李雁： 基金销售将更着眼于市场化、个性化

文 | 《固定收益》编辑部

无论什么时候见到李雁，她都保持着元气满满的状态。她保持元气的方式很简单：晨跑。无论是不是在出差，无论在哪个城市，她随身都会带着慢跑鞋，清晨慢跑5-10公里。跟随着大自然一起同醒同兴，看着天空从朦胧变得明亮，呼吸着室外新鲜的空气，随手拍一张晨曦发在朋友圈，这是给一天一个美好的开始。“早安。”她说。



从上世纪90年代末到现在，我国基金行业经历了两三代管理团队，基金管理公司从1家成长到109家，所管理的公募资产规模则从零发展到八、九万亿元。

期间，一方面，随着基金创新的不断推进，基金行业的资产结构发生着巨大变化，低风险品种快速壮大；另一方面，随着大资管监管标准的统一，在监管持续规范的过程中，政策红利逐渐消失。

在这样的背景下，作为普惠金融代表的公募基金行业应该如何开展基金销售服务？鑫元基金副总经理李雁指出，未来基金销售服务将更着眼于市场化、个性化。

“稳健”是重要特质

近年来无论是刚刚结束的“两会”对去杠杆的再次强调，还是MPA考核体系的严格执行，亦或年初以来央行持续释放收紧的信号，乃至对信贷扩张、理财业务、基金子公司等加强监管等等信号，都意味着针对金融体系的全面深度监管已经来临。

这对资管机构、对资金方，都意味着较大的调整压力。李雁表示，这不是单一基金公司所面临的情况，而是整个资管行业都需直面的变化。

“过去几年里，在债市牛市推动、银行理财快速发展，以及养老金投资体系的全面推进等多种因

素的共振下，公募基金迎来了一波发展的高峰。”李雁说，“但现在不一样，在进一步降杠杆的主旋律中，要求大家不要盲目扩张，至少短期内大家都处于一个有意识控制规模的过程中——对基金公司而言，确实面临规模增长的压力，扩张速度很难再像以前那么快。”

李雁认为，尽管有压力，但也存在着契机——“这是一个好时机，在市场大浪淘沙的过程中，会筛选出风格匹配的管理人，而那些优秀的、有独特实力的基金公司则有机会脱颖而出，成为资金长期的合作对象。”

那么，能够脱颖而出的基金公司应该具备哪些特质？在李雁看来，拥有偏稳健的投研风格、稳定的团队以及成熟的投研体系，是在物竞天择、优胜劣汰的过程中得以站稳脚跟的必备要素——尤其对以机构客户为主的基金公司来说，“相对稳健”这个特质非常重要。

2016年，银行委外产品爆发式

增长，基金公司争先恐后发行委外产品，但鑫元基金没有特别主动地去迎合这一浪潮。“当时我们的重点还是在公募、货币基金上，虽然也有一些定制产品、专户一对一，但委外的部分并不多。”李雁解释说，“鑫元是以固收为重的机构，我们对行情做了判断，认为收益率不会一直下行。”

基于此，鑫元在2016年，尤其下半年，几乎对所有产品都采取了主动收缩的措施——降久期、降杠杆……当年末，在845只债券基金近1/3的年回报率录得负值的情况下，鑫元合享分级A和鑫元稳利分别以年内回报4.09%和3.74%的业绩，名列前1/8队列。“我觉得打造品牌，比拼命扩充规模更重要。”李雁总结到。

当然，李雁并不排斥规模扩充，她坦陈“规模也是我们追求的目标之一”。2016年，鑫元的整体规模是上升的，较上一年年末增长了78%，且为其规模增长做出最大贡献的正是货币基金。“在去年的行情之下，流动性优胜的货币基金，是机构资金所追求的择时配置对象，也是个过渡性投资。”

“每一类客户都存在‘稳健型投资’的需求，这正是我们所擅长的。”李雁表示，银行客户本身就具有稳健投资的需求；保险作为长期资金，对“稳健”的要求只会更强，鑫元基金目前只是一家小公司，我们专注于客户的“某些”需求，而非全部，当下鑫元要努力打造的，就是自己的专业和特色，提供精品，比如做好做强工具型、稳健型产品。

值得一提的是，2016年鑫元基

金前瞻性地上了国债期货的系统，并引进相关投研人员——当市场真的陷于波动时，由于有了对冲工具和套利工具，鑫元基金围绕“固定收益+”而展开产品设计，就比原先更多了一份从容。

价格战并非长久之计

李雁分管公司的基金销售部和市场营销部。到今年4月，她到鑫元基金才满一年。她自谦为“基金行业的新兵”，并表示将为公司踏踏实实地扮演好“桥梁”的角色。“销售是服务行业，本质上就是桥梁，是产品与客户之间的桥梁。”李雁说。

鑫元基金所管理资产总规模中，机构占比超过90%。在监管层明确提高对机构定制基金的管理要求的背景下，“桥梁”应该怎么搭？基金营销路在何方？

3月中旬证监会下发《机构监管情况通报》表示，若机构定制基金的单一投资者持有基金份额比例大于50%，需满足封闭运作、发起

式基金等五个条件。这在一定程度上缓解了单一投资者持有份额过于集中造成的管理人独立性缺失、产品流动性风险提升以及公平对待投资者等问题，对银行委外业务起到约束作用。

李雁承认，在新规、新监管环境下，今年推动委外等市场的难度肯定比去年大。“这需要更勤奋、更努力地去贴合客户的需求，挖掘价值洼地”，同业存单产品、灵活的专户产品以及符合“固定收益+”要求的市场等，都是值得深耕的方向。

从另一个角度来看，机构定制基金新规的出台未必是坏事，它有望推动定制基金业务走向分化，未来拥有银行股东背景的基金公司或将因为拥有“接单”优势而得到更多发展机会。

李雁将基金公司的要素简单归纳为“三靠”：靠人、靠专业、靠服务——这三点又基于一个前提，即基金公司充分市场化的环境。这是庞大的银行很难复制的一点。“委外产品正是在日益市场化



的需求下产生的。”李雁认为，委托人现在已经越来越专业化，其市场化需求越来越多，未来委托人的市场化需求只会更多，这意味着它必然面临更市场化的选择。

这对基金销售服务人员提出了更高的要求，不再是只懂得营销技巧就行了，而要成为全能选手，要对产品、市场、客户都了如指掌，要涵盖投研、市场、产品等方

方面面。基金销售要从“售前”向“售后”转移，从单一产品向资产配置升级，销售服务的专业化程度也要不断提升。针对机构客户，要根据不同机构的特点，加强与投研、客户的多方互动，寻求整体解决方案；而对于零售客户，则借助电商平台，提供一些基于策略的标准化解决方案，逐渐拓展。

与早些年相比，如今我国基金

行业已经走出了一味冲击规模的野蛮圈地阶段，开始进入聚焦核心优势、形成个性化特色和战略的发展阶段。“如果没有特色，就只能靠打价格战、降低费率等手段去开拓市场，这并非长久之计。”李雁表示，所幸，市场足够大，足够大家去寻找适合自己的领域、打造自己的优势、制定自己的战略。若将眼光放长远，当基金公司形成自己的个性化战略和特点，能为投资者提供优质且没有明显同质性的产品和服务，不愁没有投资者找上门来。

不难看出，这名“新兵”，其实是金融路上的“老将”。李雁在这条路上摸爬滚打足足有23个年头，券商、银行、基金公司都经历过，投资、交易、结算、支付、管理……在金融市场业务这条线上几乎每个岗位都轮了个遍。在来到鑫元基金之前，李雁在南京银行负责鑫合金融家俱乐部的日常管理，担任俱乐部副秘书长，致力于中小银行间的合作和交流。可以说，当从银行过埠基金公司时，是以二十余年积攒的深厚经验和广泛的人脉做底气的。

无论什么时候见到李雁，她都保持着元气满满的状态。她保持元气的方式很简单：晨跑。无论是在出差，无论在哪个城市，她随身都会带着慢跑鞋，清晨慢跑5-10公里。跟随着大自然一起同醒同兴，看着天空从朦胧变得明亮，呼吸着室外新鲜的空气，随手拍一张晨曦发在朋友圈，这是给一天一个美好的开始。“早安。”她说。

八点三十分，李雁准时抵达办公室，与团队开始忙而有序的一天。



李雁女士

鑫元基金副总经理，分管基金销售部和市场营销部。

中国国籍，本科学历（东南大学动力工程学士）。

1994年7月至1997年5月，任职于南京信联证券计划财务部；

1997年5月至2001年5月，任职于南京城市合作银行，从事资金交易及结算工作；

2001年5月至2013年10月，担任南京银行资金交易部部门经理；

2013年10月至2016年3月，担任南京银行资产管理部副总经理、金融同业部副总经理；

2016年4月加入鑫元基金管理有限公司。2016年5月19日起担任鑫元基金管理有限公司副总经理。

新三板投资正在绽放 —— 2017“春暖花开”

文 | 鑫元股权

2017年将是新三板优化交易、融资、监管制度，提升市场运行效率的一年，也是开启新三板投融资大发展的一年，这正为鑫元基金开拓新三板市场提供了广阔空间。

新三板投资机会

2016年是“十三五”规划和供给侧结构性改革双元年，也是新三板加强监管的一年。《“十三五”规划纲要》提出，完善金融机构和市场体系，发展多层次股权融资市场，深化创业板、新三板改革，规范发展区域性股权市场，建立健全转板机制和退出机制。供给侧改革强调，以新三板为改革试验田，构建多层次资本市场，以匹配资金对创新、创业、成长型项目的需求，提升企业的竞争力，促进经济发展。作为民营企业最多的资本市场，新三板是畅通民间资本投资渠道、推动创新创业的重要平台。随着分层制度落地，负面清单出炉，强制退市细则推出，新三板的运行与监管机制逐步完善与优化，然而流动性不足仍是其面临的主要问题。

2017年将是新三板优化交易、融资、监管制度，提升市场运行效率的一年，是新三板由量变到质变的一年。随着新三板市场定位的清晰，创新制度的落地，以及IPO审

核速度的常规化，新三板的投融资春天即将来临。

1. 新三板市场大扩容，可转板优质企业数量巨大

新三板，即为全国中小企业股份转让系统，为经国务院批准设立的全国性证券交易场所，是沪深交易所之后的第三家全国性证券交易场所。最近几年，新三板维持较快的扩容速度，挂牌公司增加速度持续提升，2016年全年新增5034家挂牌公司，截至2016年末，新三板挂牌公司数量已达到10163家。

市场大扩容后，可转板的优质企业数量巨大。按照创业板上市的标准：“最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于1000万元；或者最近一年盈利，最近一年营业收入不少于5000万元。净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据；最近一期末净资产不少于二千万，且不存在未弥补亏损”，对新三板挂牌企业进行筛选，截止2016年末，新三板挂牌企业中，约有2500家符合创业板的上市要求。

2. 监管政策支持新三板转板和流动性改善

监管层对新三板企业转板支持态度，国务院、证监会在多个场合均提出支持新三板企业转板。

2016年10月10日，国务院发布《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》，提出“加快健全和完善多层次股权市场。加快完善全国中小企业股份转让系统，健全小额、快速、灵活、多元的投融资体制。研究全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板创业板相关制度。”

2017年2月10日，证监会主席刘士余在监管工作会议上谈及多层次资本市场建设时指出，对于新三板挂牌企业还需优化分层的制度和办法，新三板既要有苗圃功能，又要发挥土壤功能。让一批创新能力强、诚实守信、市场前景好的企业，“能够转板的就转板，不愿意转板的就在新三板里面绽放”。

在积极推动转板政策的同时，监管层也一直致力于新三板股票流动性的提升，2016年，证监会已推出分层制度、引入PE机构作为

做市商等政策，为新三板市场流动性提升增加制度支持，后续随着市场逐步发展，仍将有精选层、竞价交易、大宗交易等政策待进一步推出，进一步完善新三板市场的流动性水平。

3. 新三板市场估值水平较低，投资收益明显

2016年三板做市指数全年共下跌22%，且较2015年4月的高点下跌达58%，市场仍在低位徘徊，估值处于较低水平。

同时，机构投资者在对新三板企业进行投资时，P/E倍数一般在20-25倍之间，而截止2017年一季度末，中小板与创业板的P/E（TTM）分别为47.65倍和57.84倍之间；二者之间存在显著差额，如果新三板企业能够顺利实现转板，收益较为明显。新三板较低的估值水平也吸引了大量投资机构，据Choice统计，市场上共有超过8000只不同的新三板投资基金，超过9成以上为私募基金；公募专户产品有393只，信托类产品有75只，券商资管有372只。

4. 退出途径畅通

现阶段新三板企业投资退出途径有多种选择，IPO、并购、三板市场等方式均可实现退出。

被投资企业可通过申请IPO在沪深交易所上市实现退出，也可被上市公司或其他公司以发行股票或现金方式收购的方式实现退出。过去数年间，多家新三板挂牌公司通过IPO或被上市公司收购，实现在沪深交易所上市。根据Choice统计，截止2016年末，新三板挂牌公司共有29家通过被上市公司吸收合并（重组或借壳）后实现间接在

A股上市；共有13家通过直接申请IPO实现在A股上市。随着2016年下半年IPO审核政策加速，越来越多的新三板挂牌企业筹备转板，截止2017年一季度末，新三板共有390家接受券商投行上市辅导，其中90家的IPO申请被证监会受理。

此外，随着三板市场流动性的提升，被投资企业还可通过三板市场做市转让、协议转让及后续监管层新推出的各项交易制度实现退出。

银行系基金公司的优势

银行系基金公司开展新三板业务，与市场上其他资产管理机构相比具有独特的优势。

项目储备丰富：银行分支行网点布局广泛，通过贷款与众多新三板企业维持着紧密的合作关系，可以为银行系基金公司提供丰富的项目储备。

投资优势明显：配合银行的信贷支持，银行系基金公司投资前可以提前深入了解被投资企业，对企业的各方面信息掌握齐全，有效减少选择的盲目性；与拟投资企业就投资入股事项进行谈判时，由于信贷资金的支持，更容易得到标的企业的青睐并且争取更合理的价格；投后阶段可以实时掌握企业动态。

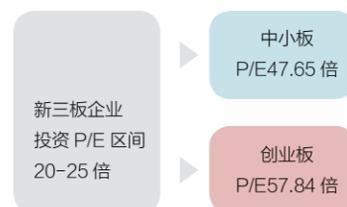
已投资项目退出通道畅通：银行大型上市公司及国企客户资源丰富，方便下属基金已投资企业通过并购方式退出，银行也可以为大型并购项目提供金融配套服务。

提升已投资企业资信：银行系基金的投资，对被投资企业是极大的信用增信，有助于企业获得更多信贷支持及更高的后续估值。

目前，鑫元基金正在筹备的新三板专户产品，就是在这一优势基础上，抓住新三板投资的有利时机，进行的有效布局。



数据来源：Wind，鑫元基金整理



数据来源：Wind，鑫元基金整理，数据为2017年一季度末数据

MPA 考核对商业银行的影响

文 | 王艳 南京银行资金运营中心

MPA 新规对银行尤其是中小银行扩张表外理财规模存在约束力。

央行在《2016年第四季度中国货币政策执行报告》中提到，将于2017年一季度MPA评估时正式将表外理财纳入广义信贷范围，这会造成部分机构的广义信贷同比增速提高，与之对应的宏观审慎要求也会相应提高。我们首先对MPA考核实施方案进行梳理，并将具体分析其对商业银行经营情况的影响。

宏观审慎评估体系（MPA）及奖惩机制

央行于2015年底提出宏观审慎评估体系（MPA），在季末对商业银行的全部资产进行考核打分。MPA政策的诞生代表着央行监管理念和手法的一次全面升级：一方面，从合意贷款规模的管控升级到MPA管理，顺应了金融业的发展趋势，可以更好地穿透银行的实质信贷资产，掌握受监管金融主体的实质风险；另一方面，MPA体系中的核心内涵要素包括广义信贷、资本充足率、价格杠杆以及一票否决机

制，并纳入了银监会监管体系中的部分指标，初步形成了不同监管机构的监管合力。

2016年12月，央行又对MPA政策进行了补充，将商业银行表外理财资产增速纳入到广义信贷增速当中，MPA监管政策实现了进一步的升级，对商业银行表内外资产的扩张形成了有效约束。MPA考核体系涵盖资本和杠杆情况、资产负债情况、流动性、定价行为、资产质量、外债风险以及信贷政策执行等7个一级指标和14个二级指标。每个一级指标满分100分，优秀90分，达标60分。央行根据银行的一级指标打分情况，将各行评定为A、B、C三档，各一级指标均优秀的属于A档；资本和杠杆情况、定价行为只要有一项不达标，或其他5个一级指标中的任意两项不达标，将被归为C档；除A、C档外的所有机构为B档。

2017年2月，央行在上调OMO和各类定向投放工具利率时，首次提出对不符合MPA评估的金融机构

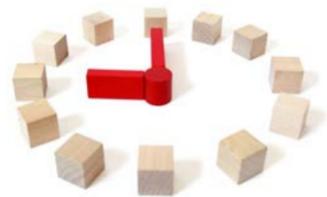
实行惩罚性的SLF利率，进一步加强了MPA评估对于金融机构去杠杆的约束效应。在MPA的奖惩机制方面，A档银行可获得1.1-1.3倍法定存款准备金利率奖励、流动性奖励（优先发放支农支小再贷款、再贴现）、优先市场准入奖励（优先各类金融债券发行审批）等，还可在“执行人民银行政策评价”中加分。而C档银行的法定存款准备金利率则被调整为0.7-0.9倍，另加惩罚性的SLF利率、金融市场准入受控、在合格审慎评估中扣分等惩罚性措施。

MPA考核对商业银行的影响

MPA考核对商业银行的影响主要体现在以下几个方面：

1、表外理财快速提升的中小银行达标难度较大

根据MPA要求，新口径的广义信贷纳入了表外理财中的非现金和存款部分。我们以上市银行数据



166

在理财产品负债端成本倒逼下，短期内银行可能仍不得不依赖委外业务，因为委外在底层资产监管尚未完全穿透的情况下，仍是现存为数不多的高收益资产运作方式之一。

09

测算新口径下广义信贷增速发现，目前不达标的银行不多，但新规在一定程度上限制了中小银行（股份制、城商行）的表外理财扩张速度，对表外理财资产配置较多的银行盈利可能产生影响。

同时资本充足率也是MPA的关键考核项。根据要求，商业银行的实际资本充足率不得较该机构的宏观审慎资本充足率低4%以上，

否则直接落入C档。根据上市银行数据计算，除了五大行达标压力不大外，即使按照较松的监管标准，新规下大部分的股份制银行和城商行都面临达标压力。

因此，MPA新规对银行尤其是中小银行扩张表外理财规模存在约束力。大行在资本充足率和资产规模方面都相对占优，表外理财增速并不激进，因而受MPA新规影响

较小。而近年来表外理财快速提升的中小银行，在严格执行MPA新规后将面临宏观审慎资本充足率达标难的困境。可见，MPA新规对银行资产管理能力提出了更高的要求，明确传递了央行去杠杆和控制银行表外资产超速扩张的信号。

2、可能造成表外理财增速放缓和资产配置转变

为了满足宏观审慎资本充足率的监管要求，银行将不得已压缩表外理财的增速。银行发行理财产品的动机在于赚取收益端和成本端的息差，但近来表外理财息差下行压力大，且表外理财纳入广义信贷后面临统一监管，表外理财息差的下行将导致银行优先发展表内业务。表外理财增速下滑幅度可能大过表内资产，从而给盈利增长带来压力。

同时，商业银行通过投资非标把表内业务转移至表外来规避监管的冲动也将大幅减少，这将推动他们着手改变表外理财的资产配置

王艳女士

南京银行资金运营中心总经理

毕业后即加入南京银行，经历了中国银行间市场成长初期的波澜起伏，见证了南京银行“债券特色银行”发展的光辉岁月。于2015年5月担任南京银行资金运营中心总经理，带领部门连续多年被评为“银行间市场交易100强”、“全国银行间债券市场优秀成员”，银行间外汇市场“最佳会员奖”及各类债券优秀承销团成员等称号。



和业务管理模式，低风险、高透明业务的发展将更符合监管要求，信用资产方面则更倾向于高等级品种的配置。而在临近季末的时期，银行面对考核压力，有动力压缩最易压缩的资金运用项目，尤其是对非存款类机构的拆出，这将会影响市场资金面和拆借利率，造成季末资金面扰动。

此外，在理财产品负债端成本倒逼下，短期内银行可能仍不得不依赖委外业务，因为委外在底层资产监管尚未完全穿透的情况下，仍是现存为数不多的高收益资产运作方式之一。

3、中小银行同业存单发行放量

2017年以来，伴随着银监会加强了对于商业银行流动性覆盖率（LCR）指标的监管，MPA体系当中对于LCR的监管压力也随之提高。根据银监会要求，商业银行的流动性覆盖率应当在2018年底前达到100%，过渡期内，在2016年底及2017年底前分别达到80%和

90%。2016年末，商业银行整体的LCR表现出了从80%到250%的跨越式的分布，部分城商行、农商行甚至股份制银行的LCR不足90%，因此部分中小银行改善LCR以满足2017年银监会的监管要求和央行MPA的监管要求的压力较大。

由于在LCR考核中，如果同业存放没有提前支取约束性条款，均适用于100%的权重，全部视同一个月内流出。而具有典型的不可提前支取特质的负债代表就是同业存单，这也推动了中小商业银行同业存单在当前的市场中放量发行。

商业银行对MPA考核的应对策略

对于受考核约束较大的中小银行来说，应对考核的思路主要为以多种方式改善监管指标。

降低广义信贷增速以改善监管指标的方法有两种：一是短期冲规模做大存量，长期通过压缩同业

理财、买入返售资产等方式。目前同业存单规模增长迅速，一方面银行以主动负债的扩张支撑资产规模的快速扩张，并加大对于合格优质流动性资产的配置，另一方面，通过发行同业存单可以有效拉长不可提前支取的负债久期，降低资金净流出量，改善LCR指标。二是通过资产证券化等方式将资产出表。

提高资本充足率同样可以改善监管指标，可从扩充资本及降低风险加权资产总额两方面入手。扩充资本方面，一级、二级资本扩充可分别通过股权融资与发行二级资本债来实现。两者相比，股权融资手续繁琐、周期长、限制多，因而二级资本债普及度较高，但近年来发行二级资本债监管审批趋严，受政策影响较大。降低风险资产方面，监管趋严将促使部分中小银行转向轻资产、轻资本，发展经济资本占用少的业务或配置风险计减少、较为安全的资产。





MACROSCOPIC

宏观

绿色债券市场在召唤：
绿色债券的国际经验及中国实践
资管新规全解读
委外投资业务之探索

绿色债券市场在召唤： 绿色债券的国际经验 及中国实践



文 | 刘舒 资金运营中心

2016 年是中国绿色债券的重要一年。2015 年央行发布了关于发行绿色债券有关事宜的公告、发改委发布了《绿色债券发行指引的通知》，标志着绿色债券的发展正式从民间的自发行为步入了政府主导的发展时期。2016 年 1 月，浦发、兴业银行又争相发行了第一期绿色金融债。本文将对绿色债券的意义、定义、国际案例、中国绿色债券市场的现状、问题及建议进行了梳理和总结。中国绿色债券市场方兴未艾，不久的将来一定会吸引大批量发行人和投资者并实现快速发展。

一、绪论

(一)研究的背景及意义

当前，全球迈入了绿色发展阶段，“绿色发展”是对可持续发展战略的延续和深化，也是顺应时代发展和气候变化的大势所趋。

“绿色金融”正是顺应了绿色发展的需要，又迎合了一些亟待释放的投资需求。绿色金融体系含义广阔，包括绿色银行、绿色债券、绿色基金、绿色保险、绿色担保体系、排污权交易、绿色低碳交易市场等。2015年9月，中共中央、国务院印发《生态文明体制改革总体方案》，明确提出了我国建立绿色金融体系的国家战略。2016年发布

的政府工作报告也提出了要大力发展普惠金融和绿色金融的要求。

据国务院发展研究中心金融研究所统计，未来五年，中国的绿色产业的年投资需求在2万亿人民币以上，而财政资源只能满足10%-15%的绿色投资需求¹，因此通过发展绿色金融来引导社会资本投向绿色产业是必然选择，绿色金融市场前景极为广阔，发展空间巨大。根据中央财经大学气候与能源金融中心测算，未来五年，地铁、轻轨、智能交通系统、城市清洁能源、绿色建筑、城市环保水务等绿色基础设施项目的投资至少要达到10万亿元，其中相当一部分是中长期、有稳定现金流的项目，适合利

用绿色债券进行融资²。

“绿色债券”，作为绿色金融的重要一环，中国的绿色债券市场正在推动着全球债券市场的发展。2015年12月22日，中国人民银行发布了关于发行绿色金融债券有关事宜的公告（中国人民银行公告（2015）第39号）和与之配套的《绿色债券支持项目目录》，在银行间市场推出绿色金融债券；2015年12月31日，国家发改委办公厅发布了《绿色债券发行指引》的通知（发改办财金（2015）3504号文件），明确了绿色企业债的定义和支持领域。至此，绿色债券的发展正式从民间的自发行为步入了政府主导的发展时期。

1 《绿色金融贵阳共识》，2015
2 《中国证券报》，2015年12月25日

发展绿色债券市场有以下几点意义：

1、发展绿色债券不仅有利于环境保护，还将有助于中国加速经济的绿色转型，提高发展的质量和效益，同时创造新的经济增长点。

2、绿色债券的发行可以起到增加赤字率及社融规模的效果。由于很多绿色项目都涉及基础设施改造和大型工业制造，例如铁路交通、城市轨道交通、绿色建筑、环境修复工程、风力发电等，政府可以通过发行绿色金融债对财政赤字起到替代作用，其效果可以等同于专项金融债。另一方面，绿色债券可以帮助企业拓宽融资渠道、降低融资成本，且绿色债券不受企业发债指标限制，将会进一步推升社融规模。

3、发展绿色债券可缓解绿色企业融资难融资贵的问题。首先，

作为一种直接融资形式，比信贷的融资成本更低。其次，绿色债券作为国家建设生态文明的重要工具，未来很可能获得相关补贴、税收减免、降低一些指标限制等优惠政策，进一步降低了绿色企业的融资成本。

4、商业银行可以通过发行绿色债券获得长期稳定的资金来源，与中长期的绿色信贷项目相匹配。由于一般的绿色信贷项目具有数额大、期限长的特点，如用短期负债来匹配会造成期限错配问题。发行绿色债券，一方面可以使中长期资产与中长期负债相匹配，还可以成为主动负债工具，改变商业银行长久以来的被动负债局面，降低金融风险。

5、当前越来越多的企业和投资者关注社会责任投资这一理念。投资者需要选择一种和自己个人价值观相吻合的投资组合，他们有意愿地为那些同时关注社会责任和经济目标的公司提供资金支持，让更多的资源流向社会责任良好的企业，以此促进人类社会的可持续发展。

(二) 本文结构

本文内容分为五个部分。第一部分为绪论，介绍本文的研究背景与意义；第二部分为绿色债券的定义及范围；第三部分为国际绿色债券市场的发展及案例；第四部分为中国绿色债券市场的发展；第五部分是中国绿色债券市场的问题及建议。

二、绿色债券的定义及范围

(一) 绿色债券的定义

绿色债券最早没有统一的规则和定义，国际金融组织、政策性金融机构、地方政府以及大型跨国企业曾通过发行债券为绿色相关项目进行融资，这就形成了早期绿色债券的范畴。2007年欧洲投资银行率先发行气候意识债券，募集资金用于绿色项目并且设立了严格的专款专用标准；随后2008年世界银行发行了世界上第一支绿色债券，募集资金专门用于减缓和适应气候变化的项目。

随着绿色债券发行规模和种类的不断扩大，不同的组织机构对它进行了不同的定义。目前国际上通行的绿色债券标准主要包括绿色债券原则（Green Bonds Principle, GBP）和气候债券组织标准（Climate Bonds Initiative, CBI）。截至2015年底，全球超过103家绿色债券发行人、承销商和投资者成为GBP的会员，超过54个组织遵守GBP原则。GBP给出的绿色债券定义是：绿色债券是指将所得资金专门用于资助符合规定条件的绿色项目（指促进环境可持续发展、并通过发行主题和相关机构评估和选择的项目和计划）或为这些项目进行再融资的债券工具。

与国际标准“自下而上”的特点相反，我国的绿色债券标准具有鲜明的“自上而下”的特征，主要由人民银行和发改委进行界定。根据人民银行公告，绿色债券是指金融机构法人依法发行的、募集资金用于支持绿色产业并按约定还本付息的有价证券。绿色产业项目范围可以参考《绿色债券支持项目目录》。发改委给出的定义是：绿色债券是指募集资金主要用于支持节

图表 1：绿色债券的定义比较

GBP 定义	人民银行定义	发改委定义
绿色债券是指将所得资金专门用于资助符合规定条件的绿色项目（指促进环境可持续发展、并通过发行主题和相关机构评估和选择的项目和计划）或为这些项目进行再融资的债券工具。	绿色债券是指金融机构法人依法发行的、募集资金用于支持绿色产业并按约定还本付息的有价证券。	绿色债券是指募集资金主要用于支持节能减排技术改造、绿色城镇化、能源清洁高效利用、新能源开发利用、循环经济发展、水资源节约和非常规水资源开发利用、污染防治、生态农林业、节能环保业、低碳产业、生态文明先行示范、低碳试点示范等绿色循环低碳发展项目的企业债券。

图表 2：绿色债券项目范围对比



能减排技术改造、绿色城镇化、能源清洁高效利用、新能源开发利用、循环经济发展、水资源节约和非常规水资源开发利用、污染防治、生态农林业、节能环保业、低碳产业、生态文明先行示范、低碳试点示范等绿色循环低碳发展项目的企业债券。实际上，绿色债券在募集资金的用途、项目的评估和选择、募集资金的跟踪管理、定期信息披露等方面都应该有别于普通的债券。

(二) 绿色债券的项目范围

GBP是目前国际市场上绿色债券的主要共识准则，CBI是目前国际市场上细分程度最高的标准体系，都列举了8个典型项目类别；中国国家发改委发布的《绿色债

券发行指引》中明确了12个项目类别，与国际市场上的绿色项目的覆盖范围有大部分的重合，主要差异在于：CBI排除了一切与煤炭和石化有关的能源项目类型，而发改委对煤炭的清洁利用、特定标号的清洁燃油相关项目予以支持；CBI标准审慎对待新能源汽车门类，而发改委对于此项目予以支持，目的是正视中国的产业现实，激发创新优势，避免绿色金融的政策力度流向产能过剩行业。

三、国际绿色债券市场的发展及案例研究

(一) 国际绿色债券市场的发展

随着GBP原则的推出及CBI的

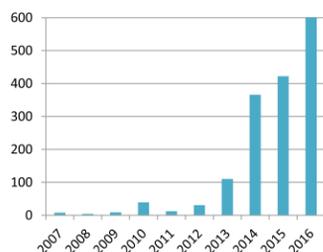
活跃，国际绿色债券市场发展迅速，2007年以来，绿色债券从无到有，经历了爆发式增长。根据CBI的研究估计，已发行的绿色债券规模达到6940亿美元，由780个发行主体和大约3590只债券组成。截至2016年10月，2016年国际绿色债券发行量规模达605亿美元。

1、国际绿色债券的发行主体
 多边开发银行是绿色债券的发行主力，融资量合计超过半数，代表性的如欧洲投资银行（EIB）和世界银行。2014年以来，公司债和地方政府债发行规模迅速上升，如美国的华盛顿、印第安纳、芝加哥等市政项目。商业银行也加入了发行主体的行列，法国农业信贷银行是最早为日本私募市场发行绿色债券的商业银行。投资人方面，既有全球资产管理公司如高盛、黑石，也有商业银行、券商、养老基金等，都参与了绿色债券的投资。

2、国际绿色债券的地理分布
 中国是绿色债券市场中发行量最大的国家，其中未贴标发行量³以中国铁路总公司为主导，其发行量为1940亿美元。但此类未贴标绿色债券缺乏独立的专业认证机构出具第二意见，因此我国此前未能形成统一的绿色债券市场。贴标绿色债券方面，由浦东发展银行、兴业

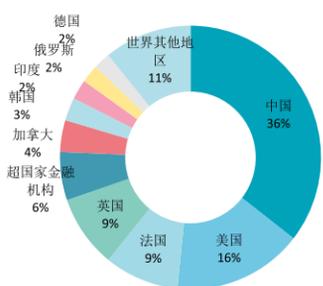


图表 3: 国际绿色债券发行规模 (亿美元)



资料来源: CBI

图表 4: 绿色债券规模前十的国家



资料来源: CBI, 在适当情况下区域性开发银行也被纳入地方总计中

银行以及青岛银行在2016年发行的已贴标绿色债券发行量达到75亿美元, 这使得中国也成为了2016年发行量最大的国家。

美国是国际绿色债券市场的第二大发行国, 占总量的16%, 伯林顿北方圣达菲铁路 (BNSF) 是来自美国的最大发行人, 其发行量就达到美国总发行量的17%。美国市政债券在过去十年一直在通过绿色债券为节能和可再生能源项目融资, 其中50%的美国市政债券是被个体投资者购买的, 绿色市政债券的低风险及税收优惠对个体和机构投资者产生了吸引力。美国作为目

前世界上最大的贴标绿色债券发行国, 来自美国的发行人继续推动着这一市场的发展。

英国和法国是西欧最大的绿色债券发行国。英国的发行量大部分来自英国国营铁路公司 (Network Rail), 其项目包括伦敦的横贯铁路项目。法国的发行量也是以法国国家铁路公司 (SNCF) 为主导, 占法国总发行量的67%。虽然在西欧地区的最大主题是运输, 而德国却发行了大量能源债券, 占德国总规模的84%, 如德国复兴开发银行 (KfW) 发行了风能和太阳能相关的债券。

能源是加拿大绿色债券的主要主题, 主要由于魁北克电力公司是最大发行人; 韩国的主要绿色债券发行人是韩国铁道公司及核电公司, 所以在运输和能源主题上的发行量几乎相等, 另外现代汽车成为了发行与电动车辆相关的绿色债券的公司; 印度在绿色债券市场也占有举足轻重的地位, 其主要发行人是印度铁路公司和国家水利发电公司。俄罗斯的大多数绿色债券都与俄罗斯铁路公司 (Russian Railways) 有关。

3、国际绿色债券的评级

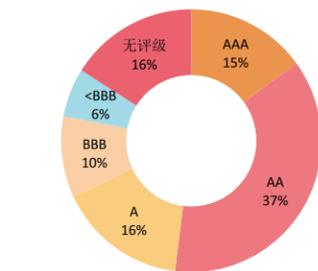
评级方面, 绿色债券整体评级水平较高, 投资级债券 (BBB以上) 占到78%, 占比最大的为AA级, 占总存量的37%, 包括来自一些国家的大型铁路企业; 如中国铁路总公司、英国国营铁路公司和法国国家铁路公司的债券。但同时, 随着市场参与者的不断增加, 低评级的绿色债券开始出现, BBB或更低级别的债券占到市场总量的6%。主题方面, 运输是绿色债券

市场中最大的主题, 占到所有债券存量的67%, 能源为第二主题, 占19%。

4、国际绿色债券类型

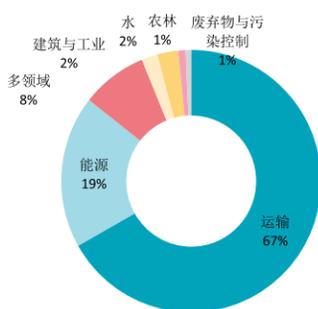
绿色债券类型和品种也日益多样化。绿色债券早期主要是对发行主体具有追索权的一般债券, 之后资金专门用于特定绿色项目的项目债券和收益权债券越来越多: 特定的绿色项目债券可将项目作为抵押, 债券持有人对发行人没有追索权; 收益权债券则以项目获得的现金流为还本付息的保障。在此基础上, 资产证券化债券也逐步兴起。2014年, 丰田公司以汽车租赁的现金流作为抵押, 发行了第一款

图表 5: 国际绿色债券评级情况



资料来源: CBI

图表 6: 国际绿色债券主题分布



资料来源: CBI

资产证券化形式的绿色债券, 规模为17.5亿美元。同年, 美国夏威夷州商业经济开发与旅游局发行了规模大1.5亿美元的AAA及绿色债券, 以当地居民绿色电费为抵押进行融资, 资金将用于支持绿色能源市场项目, 项目面向消费者提供安装太阳能设施的资金。此外, 广义的绿色债券还包括同绿色投资或指数挂钩的衍生债券, 例如中国中广核风电碳收益债券的浮动利率部分就是与核准碳排放量 (CCER) 的价格挂钩。

(二)国际绿色债券发行案例

1、美国DC Water 绿色市政债券
2014年7月23日, 美国哥伦比亚水与管道管理局 (The District of Columbia Water and Sewer Authority, DC Water) 发行了美国第一只关于水资源的绿色市政债券, 发行总额3.5亿美元, 期限为100年, 发行利率4.814%, 穆迪/标普/惠誉评级为Aa2/AA+/AA, 承销机构是高盛。

DC Water本想发行一只普通债券, 但其CFO Mark Kim认为项目所产生的积极环境效应满足绿色债券的条件, 并且发行绿色债券会对其融资带来更多的益处。为了确保其绿色可信度, DC Water邀请了Vigeo公司“评估项目并发表第二意见, 这是美国第一支拥有第二意见的绿色债券, Vigeo的第二意见保证了DC Water绿色市政债券路演的巨大成功。债券发行时, 预计初始

发行金额为3亿美元, DC Water却收到了11亿美元超额认购, 因此他们将发行金额提高到3.5亿美元并将发行利率降低了15个基点, Mark认为这是他们的被Viegeo评估的绿色属性所带来的效应。成功发行之后, DC Water在每年的财报里都会披露这只绿色债券的表现, 包括他们使用资金的次数及所达到的环境成果。

正是由于第一支绿色债券的成功, DC Water计划在第二年发行他们的第二只绿色债券。发行绿色市政债券, 帮助DC Water吸引了更多投资者尤其是社会责任投资者 (SRI) 的关注, 使他们以更低的成本募集到了更多的资金, 并提升了自身形象和知名度。

2、英国TfL绿色债券

2015年4月17日, 伦敦交通局 (Transport for London, TfL) 发行了一只关于交通运输设施 (包括铁路、地铁、低排放混合动力公共汽车和公共自行车) 的绿色债券, 发行总额4亿英镑, 期限为10年, 发行利率2.125%, 穆迪/标普/惠誉评级为Aa2/AA+/AA, 承销机构是美银美林和德意志银行。

TfL认为他们的低碳公共交通可以使人们远离高排放的汽车和超载的伦敦道路, 他们决定发行绿色债券来支付他们建造交通设施的账单。他们发行绿色债券的主要目的是吸引更多来自不同地域的投资者和在市场上形成良好的环境表现

印象。TfL选择了DNV GL⁵来提供第二意见。债券的发行取得了巨大的成功, 4亿英镑的预计发行金额收到了6亿英镑的超额认购, 贴标绿色债券使TfL得到了从未有过的发行量和更好的价格。另外, TfL也达到了他们想要吸引更多样化的投资者的目标, 61%的投资者来自英国, 18%的投资者来自欧洲大陆, 还有15%来自亚洲和16%来自中东的投资者。为了加强绿色债券的透明度, TfL每年会向投资者公布使用募集资金的情况和项目对于环境的影响。

TfL的另一个贡献是, 为其他低碳交通, 特别是城市铁路, 发行绿色债券融资铺平了道路: CBI认定了所有的铁路投资都符合绿色债券的发行标准, 因为铁路交通所排放的气体比大多数交通方式都低⁶。TfL的绿色债券为之后的低碳运输领域发行绿色债券提供了一个极佳的案例。

3、西班牙ABG绿色企业债券

2014年西班牙清洁能源公司 Abengoa Greenfield S.A.(ABG) 发行了总额等值5亿欧元的两支高收益绿色证券 (评级低于投资级), 主要用于可再生能源的项目建设。其中一只发行总额3亿美元, 5年期, 发行利率为6.5%, 评级为B; 另一只发行总额2.65亿欧元, 5年期, 发行利率5.5%, 未评级。为保证债券的绿色可信度, ABG邀请了Vigeo为其提供第二意见。这两支

3 由 CBI 根据中央国债登记结算公司、中国节能环保集团公司、中国银行间市场交易商协会及上海证券交易所等合作机构识别出的未贴标绿色债券

4 Vigeo 是一家欧洲领先的、专门评估公司在环境、社会、与治理 (ESG) 方面的评级机构。

5 DNV GL 是由挪威船级社 (DNV) 和德国劳氏船级社 (GL) 合并形成的 DNV GL 集团, 是世界领先的船级社以及石油天然气、可再生能源和电力行业的风险管理专家, 并位居全球三大管理体系认证机构之列

6 据 CBI 提供的数据, 铁路交通比公路交通所使用的能源要少 11 倍, 并且少释放 3-10 倍的二氧化碳

高收益贴标绿色债券的发行，也标志着欧洲绿色债券市场进一步成熟，它的发行不仅为绿色债券投资者提供了高收益市场，而且将绿色债券介绍给了传统的高收益投资者。

通过对比近3年ABG的股价表现我们可以发现一个有趣的现象，2014年下半年开始ABG的股价急剧下跌，在10月末ABG的绿色债券发行之后，ABG的股价回升并在维持了近半年时间。2015年11月，ABG宣布启动破产程序，股价跌至接近0。由于篇幅的限制，我们不在这里验证ABG股价升高与绿色债券发行的相关性。但ABG在绿色债券发行之后的短短一年里就走到了破产的边缘，这也给予迅速发展的绿色债券市场一份冷静的思考。

（三）国际绿色债券发展经验总结

一方面，各国政府通过自上而下的监管和扶持推动绿色债券市场的建设；另一方面，各国也通过绿色债券市场自身的机制自下而上的推动绿色债券的发展。

1、政府通过减免税收、利息补贴和担保等方式全方位扶持绿色项目。

政府主要通过税收减免、利息补贴和担保、价格补贴、政府采购等方式，提高绿色项目的收益、降低资金成本、提升债券信用，从而提升绿色债券的吸引力。例如：2013年美国马萨诸塞州发行的用于清洁可再生能源的绿色债券，给予债券持有人税收减免和利息补贴；巴西政府允许绿色债券投资者不缴纳利率所得税；“欧洲2020项目债券”由欧盟和欧洲的投行通过担

保的方式提高信用级别；2014年英国政府给绿色生物发电债券提供担保；欧盟明确倡导成员国政府采购绿色产品占比应在50%以上等。

2、政府和公共机构发挥示范效应。

环境问题是典型的公共问题，所以绿色债券早起主要是由政府、开发性金融机构发行的。例如斯德哥尔摩、巴黎、加利福尼亚等地政府均发行过一般责任行绿色债券，夏威夷政府发行过绿色基础设施收益债券，日本和英国的污水处理融资很多也都是来自市政债。此外，美国英国的部分地区还成立了绿色银行，通过发行绿色债券为绿色项目提供贷款。由政府直接参与绿色债券的发行，一方面可以放大政府在公共领域的作用，另一方面可以起到示范效应；由开发性金融机构发行绿色债券则可以提供更多的产品渠道和更好地流动性。

3、绿色债券的定义在市场的实践中逐步形成了公认的准则。

GBP、CBI准则是绿色债券市场的实践中逐步形成的，并非政府制定发布的，在市场中公认的关于绿色债券认定、信息披露的准则。有利于绿色债券形成市场统一的标

准，增强信息透明度，为发行者和投资者提供指导原则。

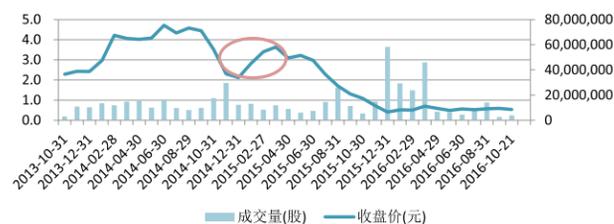
4、绿色债券的认证、评估和评级日趋完善。

专业的第三方认证机构在判断募集资金的投向、监督资金的用途、判断项目所产生的环境效应等方面发挥重要的作用，有助于市场评价发行主体和投资项目的收益及环境表现，从而提高绿色属性的可信度。国际上主要的评估机构有：CICERO、Vigeo、DNV GL、Oekom、KPMG等，具体介绍详见专题——独立评估机构的“第二意见”。

5、绿色属性并不能作为信用的绝对保证。

绿色债券的本质还是债券，也面临相应的信用风险，不能因为具有绿色属性和政府的扶持和优惠就完全消除其信用风险。选择绿色债券投资的同时，依然不可忽视其发行主体和项目主体自身的信用资质、盈利水平和现金流状况。事实上，在国际绿色债券市场，早已出现投机级别的债券（如上文提到的西班牙ABG企业绿色债券），因此“绿色”和“信用风险”应该作为两个独立的因素分别对待。

图表7：2013-2016 ABG股价及成交量走势



资料来源：Wind

专题 国际绿色债券指数

1、标准普尔绿色债券指数 (S&P Green Bond Index)

随着气候变化和绿色投资的兴起，绿色债券指数应运而生。标普绿色债券指数是全球领先的跟踪绿色债券市场的指数，是由S&P Dow Jones 和 Infrastructure Credit Alpha Group LLC合作编制的，以美元作为计价货币，指数基值为100点⁷。标普绿色指数只包括贴标的绿色债券，构建的方法有：1、符合CBI公布的标准；2、剩余期限不少于1个月；3、通胀挂钩债券 (inflation-linked bonds)、本息分离债券 (STRIPS) 和票据被排除在外；4、每个月调整一次组合。截至2016年9月末，标普绿色债券指数市值约为1097亿美元，包括1320只绿色债券，近一年的年化收益率为6.01%，近三年的年化收益率为-0.85%，近五年的年化收益率为1.21%，自诞生以来的年化收益率约为3.25%。

2、巴克莱-明晟绿色债券指数 (Barclays-MSCI Green Bond Index)

巴克莱-明晟绿色债券指数由Barclays和MSCI共同编制，是Barclays-MSCI ESG Fixed Income Indices 的成员之一。由于MSCI ESG Research对于贴标绿色债券的募集资金的用途进行独立调研，所以他是一个独立的衡量全球绿色债券市场的标准。他是一个多币种计价的债券⁸，其中美元和欧元计价的绿色债券指数作为旗舰标准。对于信用标准，他只包含三大评级机构投资级别以上的债券。跟标普绿色债券指数一样，也是每个月进行组合调整。

3、中债-中国绿色债券指数 (ChinaBond China Green Bond Index)

中债-中国绿色债券指数是由中央结算公司和中节能咨询有限公司合作编制，其成分包括满足以下任何一个标准⁹：1、《绿色债券支持项目目录（2015）版》；2、发改委《绿色债券发行指引》；3、ICMA《绿色债券原则GBP》；4、CBI《气候债券标准》。债券币种为人民币，债券

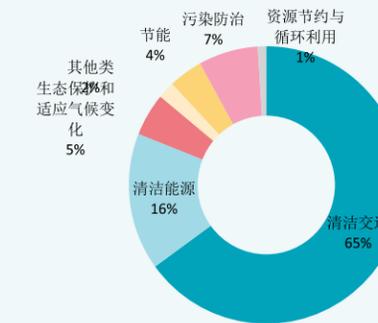
剩余期限不低于1个月。基准日是2009年12月31日，基点值为100。截至2016年3月末，中债中国绿色债券指数市值约为2.45万亿元，包括759只绿色债券，近一年的年化收益率为11.21%，近三年的年化收益率为23.56%，近五年的年化收益率为37.21%。

图表8：中债-中国绿色债券指数历史表现



资料来源：中央国债登记结算有限责任公司

图表9：中债-中国绿色债券指数归类结果 (按发行规模)



资料来源：中央国债登记结算有限责任公司

7 以2008年11月28日为基准日
8 包括美元、欧元、加拿大元、澳元、日元等21种币种
9 中债-中国绿色债券精选指数 (ChinaBond China Green Bond Select Index) 则需要同时满足全部四个标准

四、中国绿色债券市场的发展

(一) 中国绿色债券市场发展历程

我国绿色债券实践最早可追溯到2014年5月8日，中广核风电有限公司在银行间市场发行的“14核风电MTN001”，为我国首只“碳债券”，发行规模10亿元，期限5年，联合信用评级AAA，发行利率为固定利率5.65%+浮动利率，其中浮动利率根据其发行期内的碳资产（中国核证自愿减排量，简称CCER¹⁰）收益正向关联，浮动区间为5BP-20BP。5.65%这个利率较同期AAA信用债估值低46个BP，体现了投资者对附加碳收益具有一定预期。这只债券的发行实现了债券投资人对于碳交易收益的分享，开创了“非常规标的”并推广低碳概念的先例。

尽管本期债券并未直接用于绿色环保领域项目，而是用于置换银行贷款，但是由于其浮动利率与碳交易的收益直接相关，因此在广义范围上可以认定为具有绿色属性的债券¹¹。

2014年6月14日，国际金融公

司在伦敦证券交易所发行了全球第一笔人民币绿色债券，发行规模5亿人民币，期限三年，信用评级AAA，发行利率2%。该债券募集的资金用于资助发展中经济体的可再生能源和能效项目，包括太阳能、风能等，债券的绿色属性由国际气候和环境研究中心（CICERO）认定。

2015年7月16日，新疆金风科技在香港联交所发行了中国首只企业绿色债券，规模3亿美元，期限3年，穆迪信用评级A1，发行利率2.5%。由中国银行澳门分行提供备用信用证。认购倍数近5倍，参与认购的投资者达67家。债券由DNV GL进行绿色认证。

2015年10月13日，中国农业银行在伦敦证券交易所成功发行了中国首只金融机构绿色债券，总规模10亿美元，共三期。其中3年期4亿美元，发行利率2.125%；5年期5亿美元，发行利率2.773%，认购倍数达到4.2倍；2年期6亿人民币，发行利率4.15%，认购倍数高达8.2倍。全球140家投资机构进行了认购，其中75%为银行类投资者，25%是基金、私人银行和其他投资者。募集资金将用于清洁能源、生

物发电、城镇垃圾及污水处理多个领域。

2016年1月27日和28日，浦发银行和兴业银行在银行间市场分别成功发行200亿、100亿绿色金融债，期限均为三年，评级均为AAA，固定利率均为2.95%，都获得了2倍以上的超额认购。同一时期，商业银行三年期AAA金融债发行利率在30%-303%之间。

截至2016年8月底，我国境内累计注册的各类绿色债券1499.5亿元，发行1099.9亿元，整体来看，我国绿色债券发展迅速，各类别均有涉及。实际上我国铁道债和很多节能环保公司发行的企业债均属于绿色债券的范畴，但是由于我国缺乏独立的专业认证机构出具第二意见，因此没有形成统一的绿色债券市场。CBI将此类债券划分为中国未贴标的潜在绿色债券。

(二) 中国绿色债券市场政策

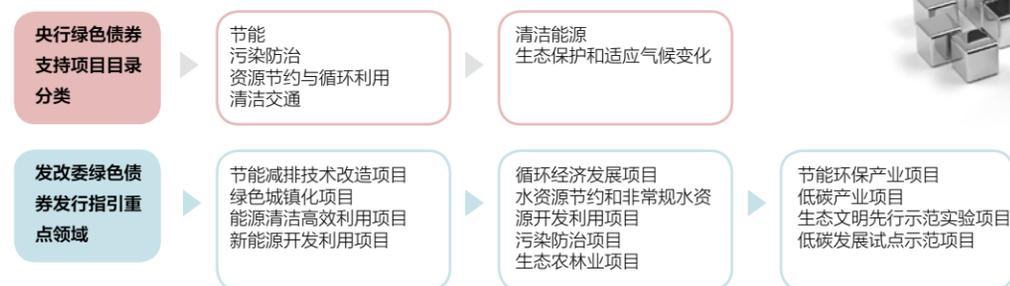
1、央行绿色金融债公告

在中共中央、国务院发布的《生态文明体制改革总方案》的指导下，央行在引导绿色信贷投放的同时，在银行间债券市场推出绿色金融债品种，并发布了关于发行绿色金融债券有关事宜的公告（中国人民银行公告（2015）第39号）和与之配套的《绿色债券支持项目目录》。公告有四大要点：

(1) 明确绿色债券募集资金的适用范围。《绿色债券支持项目目录》涵盖6大一级分类、31个二级分类和38和三级分类。公告还要求金融机构提供募集资金投向绿色产业的承诺函，同时要求开立专门账户，保证专款专用。

(2) 对项目筛选和评估提出

图表11：央行和发改委绿色项目分类比较



严格的信息披露要求。公告要求金融机构在募集说明书中明确披露募集资金拟投资的绿色项目类别、项目筛选标准、环境效应目标、以及募集资金使用计划和管理制度等。发行后，按季度向市场披露募集资金使用情况。

(3) 引入了第三方评估机构和认证机制，与国际接轨。公告鼓励申请发行的金融机构提交独立的专业评估或认证意见。发行后，鼓励按年度向市场披露独立的专业评估报告，对支持的绿色项目发展及其环境效应等持续跟踪评估。

(4) 鼓励出台优惠政策，吸引更多投资者。公告鼓励政府相关部门和地方政府出台优惠政策支持绿色金融债券发展，同时鼓励各类金融机构、证券投资基金、社会保障基金、企业年金、社会公益基金等投资者投资绿色金融债券。

专题

独立评估机构的“第二意见”

央行公告提出引入独立的第三方评估和认证机构，从实践层面为绿色金融债发行提出指导。实际上，在国际市场上，引入独立的专业机构对绿色债券进行独立的绿色属性认定，已经成为提升绿色债券说服力的必要环节。这种独立机构出具的绿色认证则被称为“第二意见（Second Opinion）”。目前国际上常见的专业提供第二意见的机构包括五类，一是学术类机构，例如国际气候与环境研究中心（CICERO）；二是环境社会风险（ESG）管理咨询机构，例如VIGEO；三是传统认证机构，如DNL GL集团；四是评级机构，如OEKOM研究中心；五是审计机构，例

如毕马威、安永等。

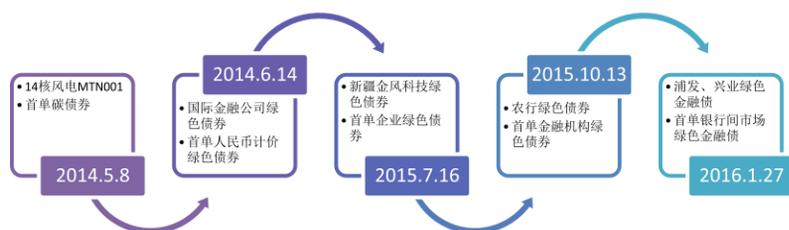
前一小节提到我国包括铁道债、部分环保行业公司发行的信用债虽然具有绿色属性，但是并未通过独立的第三方机构出具专业意见，所以并未作为贴标绿色债券发行。直到2016年，浦发、兴业银行的绿色金融债才真正引入独立的第三方认证机构对债券募集资金的使用方向进行认定，并在债券存续期内跟踪资金的使用情况，定期披露信息。16浦发绿色金融债的认证机构为安永华明会计师事务所，16兴业绿色金融债01则是由中央财经大学气候与能源金融中心出具第二意见的。

10 根据发改委《温室气体自愿减排交易管理暂行办法》，自愿实现的减排量，经主管部门核证并在“国家自愿减排交易登记系统”备案后，可获得相应数量的“中国核证自愿减排量（Chinese Certified Emission Reduction, CEER）”。CEER可以在碳排放配额交易市场进行交易，用以抵消等量的碳排放。碳市场引入CCER的主要作用在于鼓励碳市场覆盖范围之外的企业进行节能减排，从而延伸碳市场的作用。

11 华创证券债券深度报告，2016

12 赤道原则（Equator Principles）：由世界主要的金融机构根据国际金融公司和世界银行的政策指南建立的，接受赤道原则的金融机构需要在其投资项目选择上加入对企业环境与社会责任的评估，它广泛运用于国际融资实践，并发展成为行业惯例。

图表10：我国绿色债券发展历程



2、发改委绿色债券发行指引相比央行的绿色金融债公告，发改委的《绿色债券发行指引》（发改办财金〔2015〕3504号）中对企业债的优惠政策更为明确，包括放宽募集资金占总投资比重要求、降低企业发展指标限制等。但是没有明确指出企业在发行绿色债券时需要提供哪些绿色认证材料或第三方评估认证，也未对绿色企业债的资金管理和信息披露提出明确要求，因此在实际操作层面上的指导效力略低于绿色金融债。

（1）明确绿色企业债的重点支持领域。指引明确了绿色企业债适用的12大重点领域包括节能减排技术改造项目、绿色城镇化项目、能源清洁高效利用项目、新能源开发利用项目、循环经济发展项目、水资源节约和非常规水资源开发利用项目、污染防治项目、生态农林业项目、节能环保产业项目、低碳产业项目、生态文明先行示范试验项目、低碳试点示范项目等。但是指引并未给出每类项目明确的界定标准和条件，只是方向性意见。

（2）出台准入和审核优惠政策。指引明确将对绿色债券使用“加快和简化审核类”审核程序，提高了绿色债券的审核效率。同时放宽对企业发行绿色债券的准入条件：将债券募集资金占项目总投资比例放宽至80%；绿色债券不受企业发债指标限制；在资产负债率低于75%的前提下，核定发债规模时不考察企业其他信用类产品的规模等。

（3）允许企业合理利用募集资金优化债务结构。指引提出，在发行主体偿债保障措施完善的情

况下，可以使用不超过50%的募集资金用于偿还银行贷款和补充运营资金，信用评级AA+且运营情况较好的发行主题，可以使用募集资金置换在建绿色项目产生的高成本债务。

（4）引导相关政策支持。指引提出，地方政府应该积极引导社会资本参与绿色项目，提供包括投资补助、担保补贴、债券贴息等政策支持。在担保方面，鼓励市级以上地方政府设立地方绿色债券担保基金，专项用于为绿色债券提供担保。同时鼓励商业银行推动绿色项目实现“债贷组合”的增信方式。

（5）鼓励创新债券发行法案。指引支持发债企业科学设计发债方案，合理灵活设置债券期限、选择权及还本付息方式；允许债券面向机构投资者非公开发行；符合条件的股权投资企业、绿色投资仅及其股东或有限合伙人可以发行绿色债券；鼓励绿色项目采用专项建设基金和绿色债券相结合融资方式等。

五、中国绿色债券市场存在的问题及建议

（一）中国绿色债券市场存在的问题

虽然中国绿色的债券发行量被CBI认可为世界第一、发展前景广阔，但是在专业认定、信息披露、政策优惠等方面，我国绿色债券市场的基础设施还有待完善，投资者的观念也有待更新，对于中国绿色市场存在的问题，主要有以下几点：

1、绿色债券的监管政策和披

露要求有待进一步完善。

目前央行出台的关于发行绿色金融债券有关事宜的公告对绿色金融债的发行准备、资金使用、绿色认定等方面进行了较为详细的说明。但发改委的《绿色债券发行指引》对绿色企业债更多的是方向性的意见，还有待更多的细节出台。此外，交易商协会也公布了《非金融企业绿色债券融资工具业务指引》的征求意见稿；证监会有关绿色公司债的办法也在制定中。

2、绿色项目的环境效益评估体系有待进一步完善。

由于绿色项目范畴广泛，其环境效益评估工作也非常复杂，包括节能、减排等气候性指标和净水、垃圾处理等污染物指标。我国目前在碳排放核算指标上已经较为规范，但在其他环境指标核算上还处于起步阶段，难以有一个统一的标准去评估不同项目的环境效应。这与缺乏具有公信力的第三方专业评估机构也不无关系。

3、企业发行绿色债券的积极性不高

现有的针对绿色债券的政策对于企业发债投资绿色项目缺少具体有力的激励措施，仅在设计理念和资金使用上区别与普通债券，却在评估认证和信息披露等方面远高于债券，特别是评估认证环节需企业自行付费完成，额外增加了企业的融资成本和时间成本。

4、投资者的绿色投资意识不足。

虽然很多投资机构都表达了支持绿色发展的态度，但并不代表会加大绿色债券的投资力度，更不代表会因此降低投标利率。究其根

本原因，债券本身的收益才是投资机构主要的考虑因素。来自申万宏源的一份研究资料显示，当前全球尚未到期的绿色债券中收益率低于3%的比重占到了近80%，当然这也是由其低风险的属性所决定的。同时，巴克莱的一项研究表明，绿色债券的期权调整价差（Option Adjusted Spread, OAS），比同风险的非绿色债券要低17个BP，也就是说，投资者会为绿色债券支付“绿色溢价”。虽然绿色债券为发行人带来了更便宜的资金，但对投资者来说意味着牺牲了一部分收益。要使投资者接受“绿色溢价”，则需要一是提高投资者的绿色意识和绿色价值观，二是要有一些政府工具的推出，为绿色债券进行激励和增信。

目前来看国内机构的绿色意识还是总体不足，2015《银行家》排名前25名银行中，5家国内银行无一

采取赤道原则²，而其他的18家银行都采取了；还有一部分原因是由于前几年超日、盈利、天威等新能源企业债券接连违约，加上政府补贴可能不到位、补贴政策不稳定等因素，部分投资者还是心有余悸。

（二）中国绿色债券市场发展建议

虽然当前我国出台的绿色债券政策对绿色债券市场的发展起到了很大的促进作用，如提高审批效率、降低发行门槛、扩大发债规模等，但是，大多停留在“鼓励”层面或者短期内无法落实，对推广绿色债券的作用有限。要加快绿色债券市场的发展，根本是要解决发行人融资成本和对投资者的吸引力这两大问题。

1、建议加快落实配套政策，提高发行端积极性。在浦发绿色金融债发行中，在国家政策层面并没有给予太多优惠，而是在浦发银行

内部给予企业适当的补贴。推广绿色债券还需要将享有的政策落到实处，如在国家层面上成立绿色债券基金用于贴息补助，政策性银行向绿色项目提供配套低息贷款，担保机构为绿色债券提供担保不受杠杆限制等。

2、提高绿色债券对于投资者的吸引力，培养绿色债券的投资者网络。一是对绿色债券投资者进行税费减免；二是提高绿色债券的流动性，在允许绿色债券纳入抵质押品范围的同时，降低绿色债券纳入质押库的评级门槛和提高其折算率；三是扩大绿色债券的流通交易场所，允许绿色债券在银行间债券市场、交易所市场、商业银行柜台市场等自由交易流通，同时可以进行质押回购；四是降低商业银行投资绿色债券的风险权重，缓解商业银行的资本压力，鼓励商业银行投资绿色债券，释放更多绿色债券投资空间。

3、规范绿色债券第三方认证管理体系，为绿色债券增信。绿色债券不能由发行方自行认定，需要专业的独立第三方机构对债券募集资金的使用方向进行认定、在债券存续期内跟踪资金的使用情况，并定期持续进行信息披露。建议由相关主管部门牵头，制定适合我国国情的“绿色债券认定准则”，明确第三方认证机构的准入门槛和行为准则。同时要依托科研机构 and 高校加快建设一批环境效益评估专业机构。既要避免具有实质绿色属性的债券无法作为贴标绿色债券发行进而无法享受优惠政策，又要避免出现打着绿色债券招牌，享受低利率却未履行绿色义务、产生环境效应的情况发生。☘



参考文献

- 1、绿色金融工作小组，2015. 构建中国绿色金融体系 [M]. 北京：中国金融出版社
- 2、CBI, 2016. Bonds and Climate Change: The state of the Market in 2016 [EB/OL]. www.climatebonds.net
- 3、CBI, 2015. Bonds and Climate Change: The state of the Market in 2015 [EB/OL]. www.climatebonds.net
- 4、ICMA, 2015. Green Bond Principles, 2015: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds [R]
- 5、CBI, 2014. Case Study: DC Water Green Bond. [EB/OL]. www.climatebonds.net
- 6、CBI, 2015. Case Study: TFL Green Bond. [EB/OL]. www.climatebonds.net
- 7、Barclays, 2015. Barclays MSCI Green Bond Index Index Factsheet [EB/OL].
- 8、S&P, 2016. S&P Green Bond Index Factsheet [EB/OL]. www.spdji.com
- 9、中央财经大学气候与能源金融研究中心，2015. 中国绿色债券发展报告 [R]. 北京：中央财经大学
- 10、中国债登记结算有限公司，2015. 中债 - 中国绿色债券指数 / 中债 - 中国绿色债券精选指数概览 [EB/OL]. www.chinabond.com.cn
- 11、华创证券，2016. 华创债券绿色债券专题报告 [EB/OL]
- 12、陈洁，2016. 基于国际经验的中国绿色债券问题研究 [D]. 兰州大学
- 13、郭实，周林，2016. 浅析国外绿色债券发展经验及其启示 [M]. 债券 2016 (05)
- 14、万志宏，曾刚，2016. 国际绿色债券市场：现状、经验与启示 [J]. 金融论坛，2016(02)
- 15、肖应博，2015. 国际绿色债券发展研究及对我国的启示 [J]. 开发性金融研究，2015(04)

资管新规全解读

文 | 《固定收益》编辑部

单个资管产品投资单只证券的实质或单个基金的市值不超过产品净资产的10%；全部资管产品投资单只证券或证券投资基金份额不超过该证券市值的10%。



近日，市场传出“一行三会将发布跨行业的资管新规”的消息，部分市场人士更是称其为史上最严资管新规。不久后，多家媒体披露《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见(征求意见稿)》相关内容。据媒体报道，该规定将由央行主导，银监、证监、保监、外

管局等部门合力酝酿一部针对不同资管产品的统一监管制度，意图是按照资管类型，而非现在的发行机构的类型统一标准制定行业底线和最低准入标准，最大程度消除套利空间。本文将着重阐述其中的各项要点。

双10%的投资比例限制

单个资管产品投资单只证券的实质或单个基金的市值不超过产品净资产的10%（仅适用于公募银行理财和公募基金）；全部资管产品投资单只证券或证券投资基金份额不超过该证券市值的10%（适用于所

有产品）。表述上看，第一个10%限制仅适用于公募产品。这点和2016年以及2014年的银行理财征求意见稿完全一致。单个银行理财产品投资证券投资基金也不能超过基金规模的10%。表明单个银行理财产品只能投资专户基金等，不能投资定制公募。

关于非标投资的限制

从整个金融监管的理论渊源来看，资产管理计划直接投非标的确实存在影子银行的问题。非标实质上应该是保险和银行自营资金覆盖范围，特别是公募属性的资管产品更不能碰非标。但是，目前大量公募属性的银行理财（面向普通大众发售）仍然投资非标。

非标目前为三种不同口径是：银行理财、信托计划、证券期货业经营机构资产管理计划，而不包括私募基金在内。未来可能将口径统一为按照银监会对银行理财的非标口径执行。资管产品投非标规模被严格控制，评估信用风险控制能力合格的机构才有资格投非标。

首先，只有资金池类信托计划才有非标的概念。其实非资金池类信托产品投资标的来划分大致有融资类、投资类、事务管理类。其次，可以投非标的只有券商定向资管、基金子公司、私募基金。开展非标的主流是私募基金，基金子公司已基本停止开展非标类业务，因为净资本等多重新规约束。此外，据最新非标监管动向，资产管理将私募基金纳入到监管范围。因此，需要通过评估来确定能否让私募基金开展非标投资。相关评估机构的

资质要求和信用管控标准的严格程度决定了私募基金是否具备开展非标投资这样的资质。

禁止性投资事项

第一、资产管理产品直接/间接投资商业银行信贷资产及其收益权。

信贷资产及收益权主要指银行表内传统贷款发放及垫款科目的资产，不包括应收款类投资科目的非标资产。首先，目前各类资产管理产品直接投资信贷资产及其收益权不多，除少数以财产权信托名义和信托计划对接外，可能主要集中在不良资产这一块。不良资产也属信贷资产，当前不少不良资产私募基金主要从事不良资产处置或清收业务。其次，资产管理产品投资以信贷资产为基础资产的私募ABS受限。银行间公募ABS指银行为发起人，信托计划作为ABS购买信贷资产，银监会备案，央行注册并在银行间发行，这类产品为监管鼓励，不受影响。私募ABS，即银行同业之间架构类似的产品结构，有评级公司评级，律师和会计师参与中介服务。即便不考虑前面讨论的禁止资产管理产品嵌套的层面，如果资管产品不能直接或间接投资信贷类资产及其收益权，私募ABS模式可能无法继续。

第二、禁止资产管理产品投资非金融机构发行的资产管理产品或管理的金融资产。

由于金融机构发行的产品已经包括私募基金，这条主要是禁止资管产品投资地方金融资产交易机构发行的资管产品。因为目前资管

产品之间的嵌套仍以金融机构发行的产品为主，所以影响面不大。

第三、不得投资法律法规禁止的股权或债权投资行业与领域。

主要指国家产业政策，包括两高一剩、地产等。尽管现实中仍然有一些绕道措施间接投资国家禁止的行业或领域，但是未来如能严格实施第三方独立托管，禁止嵌套、央行统一数据报送，则相对容易识别最终资产，从而产业政策执行力度会大幅度加强。

禁止资金池操作

资产池即现金总库，银行通过发行理财产品以及存贷款的流入与流出，确保资金池保持稳定。基金资金池的保持稳定则是通过申购和赎回，资金流入流出。保险公司资金池的平衡是通过赔付的资金流出和新保单的资金流入。金融机构不得参与具有滚动发行、集合运作、期限错配、分离定价特征的资金池业务。禁止资产管理产品投资其他资产管理产品(基金中基金、管理人中管理人及金融机构一层委外投资例外)。金融机构需确保每只资产管理产品单独建账和核算。目前银行理财和委外的主要业务模式是通过资金池。这样既可以保证刚兑，又可以使期限错配提高收益。按新规规定，禁止资金池操作，会对债券配置需求造成负面影响。

统一杠杆监管要求

《意见稿》称，资产管理产品应当设定负债比例（总资产/净

资产)上限,同类产品适用统一的负债比例上限。计算单只产品的总资产时,应当按照穿透原则合并计算所投资资产管理计划的总资产。

根据《意见稿》,设定140%和200%的限制作为公募和私募产品的负债比例(总资产/净资产)。设定3倍、1倍、2倍的限制作为固定收益类、股票及混合类、其他类产品的杠杆倍数。针对结构化产品,设定固收类3倍、股票类1倍、其他类2倍作为优先份额/劣后份额的杠杆倍数。

此前“一行三会”出台文件中的要求与这里的统一杠杆率要求一致。按照银监会的规定,原则上信托公司优先劣后比例不超过1:1,上限不过2:1。按照证监会的规定固定收益类资管产品的优先及劣后的杠杆不超过1:1,股票类、混合类结构化资管产品不超过1:3,其他类机构化资管产品杠杆不超过1:2。

禁止表内资管业务和打破刚兑

根据规定,“金融机构不得开展表内资产管理业务,不得承诺保本收益,打破刚性兑付”。资产管理业务主要是金融机构的表外业务,收益和风险均由投资者享有和承担。目前,表内资管主要是银行的保本理财,此项规定会对保本理财压力较大。银行保本理财将不再作为资产管理业务,而是资产负债业务。

“不得承诺保本收益”,意味着资管产品的吸引力将下滑。同时,由于表内资管业务承诺保本保

收益,因此债券占据了资产端大多配置。一旦禁止表内资管业务,稳定性强的标准化资产—如同业存款等,只能拓展表外资管业务。表外资管资产端期限较长,一般由非保本理财(资管)产品募集资金后投入非标(占多数),债券等资产。当资金面偏紧,负债成本提高时,降低资金配置的灵活性,可致银行负债成本与资产收益倒挂。去年的《商业银行理财业务监督管理办法(征求意见稿)》曾提到打破刚兑。本次央行规定中对于打破刚兑的升级在于对银行理财监管的升级。虽然政策的目的是打破刚兑,但实施难度较大。

严禁多层嵌套

业内估算认为,资产管理行业有大约100万亿的规模,其中近一半规模属于相互嵌套。如何把握穿透的尺度,并且跨监管抽丝剥茧核查底层资产,是最大的难点。《意见稿》表明“资产管理产品不得投资其他资产管理产品”,FOF或MOM除外。如该规则被实施,意味着目前的资管产品到期后,新发行的产品除少量FOF外,都无法再进行产品嵌套,近40多万亿的嵌套规模存续到期后将无法续作。

首先,FOF的形式仍被允许存在,但目前FOF的定义仅局限于证监会去年底出台的公募FOF,而私募FOF尚无明确监管口径。公募银行理财委外可以参照FOF的继续实施,而私募资产管理是否允许FOF尚存疑问。嵌套被禁止后,市场上对委外和投顾的需求可能会加强。

其次,禁止嵌套表明,大多

数银行理财资金通过券商和基金专户流入资本市场的资金,在存续到期后无法继续。目前,银行理财入市需嵌套两层通道。中证登2015年8月开始要求券商资管和基金专户投资人信息。加入以银行作为投资人,需要提供银行自有资金证明。

再者,普通挂牌的单SPV资产证券化不受影响。不论是挂牌还是非挂牌的ABS,作为风险隔离作用的SPV(券商或基金子公司的专项计划,或者信托计划)投资的是基础资产而非资管计划,而投资人如果是资产管理计划投资的ABS份额,但同时挂牌的ABS也算是证券化产品,符合证券法相关要求。所以,即便未来政策禁止多层嵌套,资管投资挂牌ABS应该不受影响。非挂牌ABS无法向“证券”属性靠拢,面临的问题将是如果投资人是资产管理产品,根据监管思路可能会受限。关于如何定义挂牌也将是争议。

此外,场内股票质押受限。券商资管通道是目前场内股票质押必走路径。这也是因为制度设计的问题,所以未来场内股票质押能否给银行理财和其他资管计划开通直接参与的机会值得关注。

资管产品去穿透看底层资产,主要是两点,第一是防止错误销售,导致低风险承受能力客户买到高风险产品;第二是防止通过结构设计规避监管,少一些嵌套就多一些透明。



委外投资业务之探索

文 | 《固定收益》编辑部

银行体系内的巨额资金所带来的资产配置的压力是委外业务爆发的动力。委外汹涌之潮该何去何从,让时间来证明。



随着大资管时代的来临,近年来商业银行自营和理财资金规模加速增长,但同时自身投资团队的业务能力有所欠缺,很多小型区域银行没有独立资产管理部门,缺乏成熟的债券投资交易团队尤其是缺乏专业债券交易员,在投资策略选择上单一,无法对增长迅速的资金

进行大范围的精确投资,委外投资业务便成为资产配置渠道的焦点。自从2015年以来,由于信用风险暴露和流动性充裕,意味着资金过剩但是可投资的优质资产欠缺。伴随着资产荒时代的到来,更多的银行也加入了委外行列。通过外部专业投资机构的投资及风控能力,为机

构投资者提供资产保值增值的最优化方式,也可以弥补其自身投资能力的不足。本文将对银行委外业务进行正面的解读和探索。

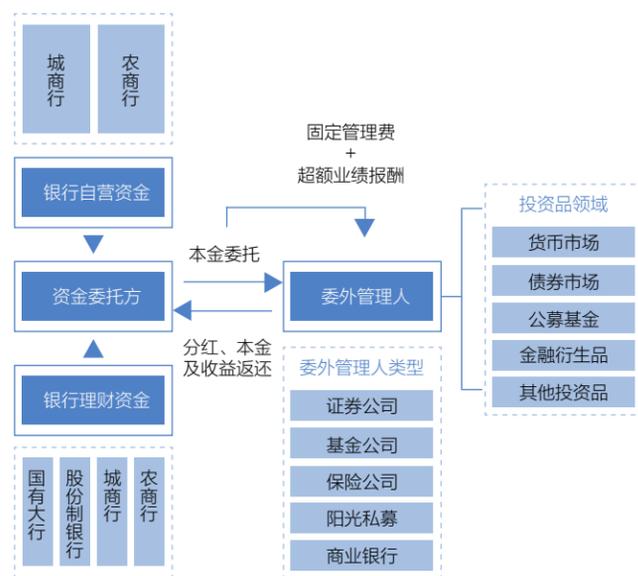
一、委外业务该如何定义?

委外业务即委托投资业务。

简单来讲，委托方，一般指商业银行、保险公司、财务公司等金融机构（五大行、股份行除平安、大量城商行、农商行均涉及此类业务），也可以是企业类法人，在约定固定收益率下（当前主流收益率在4.5-5%，一般高于银行发行的同期限理财产品的平均收益率）将日益增长的自营和理财资金委托给外部机构管理人投资，一般指证券公司、保险公司、基金公司及阳光私募。还有一种方式，管理人作为投资顾问下指令，让委托方自己操作。收取管理费方式一般以“固定管理费率加超额业绩分成”。总体

上，委外的合作形式以一对一方式为主。委外业务的投资范围和期限非常灵活，可以按照资金委托方的要求而定制，即所谓高度定制化。其投资范围非常广泛形式也非常丰富，涵盖货币市场类及纯债类资产，债券基金、国债期货、利率互换等衍生品，还可以扩展至包含混合类基金、股指期货、甚至个股类在内的权益资产。委托业务的期限是按照委托人的需求来定制，一般是3月、6月、1年等，到期会按照条款进行续期。

委外业务的各方关系如下图所示。



伴随大资管时代的到来，国内机构投资者财富的迅速积累，当前形势下急需更丰富、多元化的资产投资渠道，委外投资为广大机构类投资者提供了新型投资渠道来进行资产增值。



二、委外业务的资产配置压力巨大

伴随大资管时代的到来，国内机构投资者财富的迅速积累，当前形势下急需更丰富、多元化的资产投资渠道，委外投资为广大机构类投资者提供了新型投资渠道来进行资产增值。近几年投资范围的扩大以及投资门槛的降低，委外投资以创新型业务模式出现，为广大机构类投资者提供了“高性价比”资产投资的方式，其资金需求和规模也因为市场需求的快速增长而越加巨大。所谓的“高性价比”资产投资的方式，是指委托方（商业银行、保险公司、财务公司等金融机构）在合规的前提下，能够在更低成本更高回报的前提下，满足自身业务发展以及高端理财客户的投资需求。

委外业务的资金规模非常巨大，一般情况下商行在大券商的单笔业务规模通常在数亿，股份行数十亿，五大行达百亿左右。从理论上讲，目前的投资资金过剩而可投资资产欠缺的情况下，需求端非常旺盛，数十万亿的银行理财和自营投资资金都有可能流向委外。所以，委外业务的潜在市场资金规模是难以预计的，委外需求远超目前的市场容量，资产配置压力都非常的大。

三、MOM和FOF投资模式

何为MOM和FOF投资模式？这是两种新型的多管理人基金投资类型，兴起于海外发达国家，FOF是英文Fund of funds的缩写，

MOM是英文Manager of managers的缩写。

何为多管理人基金？多管理人基金是指基金经理，将基金资产用来投资于其他基金或者直接将基金资产委托给其他基金经理来管理，而不直接将基金资产投资于诸如股票、债券等证券产品。这类基金的特点在于其专业筛选优秀基金或者基金经理而不是其他资产，形成实质上的投资决策权限外移和分散化，标志其进入了专业管理基金的新阶段。

FOF是一种以精选基金组合为投资对象的新型基金，被称作基金中的基金或者组合基金。MOM管理人的管理人基金，是指该基金的基金经理不直接管理基金投资，而是将基金资产委托给其他的一些基金经理来进行管理，直接授予他们投资决策权限，MOM本身的基金经理仅负责挑选和跟踪监督受委托基金经理的表现，并在需要进行更换。

借鉴国外发达国家的经济发展经验，养老金基金等大型机构投资者通常以FOF或MOM形式对大类资产进行投资配置。他们的关注点一般在筛选大类资产配置和委外投资管理。在目前国内的大资管发展的背景下，以委外业务为代表的MOM和FOF投资模式或将成为机构投资者的主流配置模式之一。将来FOF、MOM是可能会成为资管业务的常态。

四、2016年委外投资新趋势

自2016年以来，五大行、股

份行（除平安）、大量城商行、农商行均涉及委外业务。五大行在大券商的单笔业务规模通常在百亿左右，股份行数十亿，城商行数亿。委外业务的供需两端均有扩大的趋势，委外业务增长非常迅速，保守估计整体业务量有望翻倍增长，理论上数十万亿的银行理财、自营投资资金都有可能流向委外。从供需两端的增长水平来看，由于银行体系整体的配置资金总量以及配置的难度加强，整体配置需求大于供给，约定收益率或下行。

2016年权益市场受到关注，优先级设计受到关注。债券市场的收

益率压缩空间小、操作难度加大，直接导致受托机构实现高收益的难度上升。由于监管机构受2015年股灾资金穿透市场风险的教训，相关风控监管严格，量难以放大，所以委外业务的短期产品还是以债为主。股债结合的新产品在委外业务上值得重视。相关政策导向方面：从十三五规划来看，推进高收益债券及股债相结合的融资方式再次被明确提出；从近期国务院常务会议来看，积极发展项目收益债及可转换债券、永续票据等股债结合产品再次被提上日程。股债结合从风险收益角度上为市场提供了有竞争性



的产品，是一种融资新模式。本年度银行机构的委外业务发展规模日趋扩大（将发展成为万亿级别的大市场），供需规模也日益膨胀，市场更加复杂化。各种合作模式的管理成本也提高。更专业化的交易平台和更多元化的风险组合方式（FOF、MOM等）会被市场催生。

随着2016年委外业务的供需关系失衡加剧，整体配置需求大于供给，需求方迫使委外管理者的结构趋于更加多元化。就目前来讲，委外业务的合作主体多为券商，而保险公司、基金公司及阳光私募等占的比例相对较少。这个结构预计会随着业务量和供需关系失衡加剧而有所调整。

五、中小银行委外投资业务的发展

中小银行业务规模加速，如城商行和农商行。Wind银行理财产品统计数据计算，2016年城商行发行产品数量占比从36%增至

39%；农商行等其他主体的市场份额占比仍保持较大幅度攀升，从2014年开始，每年同比均有7个百分点的增长，2016年占比达27%，比2014年翻了一倍；而国有银行和股份行发行产品占比分别为17%、15%，相比2015年分别下降5个百分点。在这种大趋势下，由于自身投资团队成长无法匹配，很多中小银行没有独立资产管理部门，缺乏相应的人才，委托投资就成一道主要的渠道。但是委外投资并非简单地外包，相关银行体系机构必须具备筛选能力，并且将风险控制一定范围内。

在中小银行对委外投资的需求增长的同时，各类资管机构也相应发展。根据中国证券投资基金业协会披露的2016年末的数据显示，截至2016年12月31日，基金管理公司及其子公司、证券公司、期货公司、私募基金管理机构资产管理业务总规模约51.79万亿元，同比增长约15%。其中，券商资管占比超过40%，且同比增幅达到47.78%；

基金专户和子公司专户合计规模达16.89万亿元，合计占比38%（表1）。

有关人士表示，中小银行的委外投资规模在明后两年会呈爆发趋势。中小银行对委外机构的筛选能力显得尤其重要，委外投资不仅仅是投资外包这么简单，既要考虑其资管能力，又要考虑提供信息的能力，如宏观、行业研究等方面信息，同时风险控制上，需要强化动态监测和管控能力。但是国内对委外机构目前急需一套标准化的有效的评估筛选监控系统，让风险控制在合理范围之内。中小银行也逐渐将FOF和MOM的形式纳入到新投资市场考虑范围之内。

各大银行原本的盈利模式（以存贷差为主）面临经济下行压力的考验。银行体系内的巨额资金所带来的资产配置的压力是委外业务爆发的动力。委外汹涌之潮该何去何从，让时间来证明。

表1：资产管理业务总体情况

业务类型	2015年底管理规模（亿元）	2016年底管理规模（亿元）	同比增幅
公募基金	83971.83	91593.05	9.08%
证券公司资管产品	118948	175782.12	47.78%
基金公司专户产品	41632.28	63830.7	53.32%
其中：社保基金及企业年金	11753.3	12787.46	8.80%
基金子公司专户产品	85728	105030.91	22.52%
期货公司资管产品	1045	2792	167.18%
私募机构私募基金	40478.64	78911.86	94.95%
合计	382049.11	439135.05	14.94%

数据来源：中国证券投资基金业协会

鑫元基金
XINYUAN ASSET MANAGEMENT

实力不凡

鑫元货币基金最新规模突破

2000亿

鑫元货币B (000484)

近一年、近两年、近三年
鑫元货币B业绩均排名同类 **前1/3**

数据来源：4月5日海通证券发布研报，截至2017年3月31日

风险提示：基金投资需谨慎。规模数据来自鑫元基金，数据截至2017年4月11日，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。



鑫元基金

XINYUAN ASSET MANAGEMENT

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