

# 固定收益

XINYUAN FIXED INCOME



2017年7月 第十一期  
www.xyamc.com

## 本期导读

- 固定收益+沪港深基金浅析
- 南京银行金融同业部总经理龙艺：  
顺大势，“做一个听话的孩子”
- 去宏观杠杆率正在进行时
- 解剖中国式“缩表”
- 钢铁债券投资策略
- 经济稳中驱缓，静待监管政策明朗  
——下半年债券市场策略



## 资管小年 何以解忧？



春秋物化冉，莫谓时日早。

同样在资本市场摸打滚爬，康美药业的姿态就颇为优雅，一首《康美之恋》可谓功不可没。这首由谭晶演唱，李冰冰与任泉出演的MV，与《仙林青梅》、《爱到春潮滚滚来》等同类型曲目一起，依靠央视的著名企业音乐电视展播，成为人们熟悉却不一定可以叫出名字的旋律。令人感叹如果广告这么拍，多不会换台。许多人现在已经并不看电视，但仍会百度这些熟悉的旋律，进而对这几家企业抱有本能的好感。

尽管企业文化难以直接产生出经济上的效益，但却是一家企业是否能够保持客户黏性，是否能够健康发展的重要因素。谈到客户黏性与体验，不妨回首刚刚过去的这半年度公募基金的成绩单。虽然基金行业上半年总规模突破10万亿元，环比增幅接近两位数，较2016年再创新高。但总规模的大幅增减都与货币基金规模变动正相关，其他类型基金的规模增减幅度都在5%以内。除却市场的低迷，投资者过往所受的“惊吓”或者“伤害”，不得不说也是主要原因之一，与某些患有企业文化“短视”症的资管机构打交道的经历，给客户留下的唯有“一朝被蛇咬”的苦楚。

文化两个字春风化雨，润物无声。我们对于某一个人，或者对于某一机构所进行的鉴别与评判，不可避免的包括对其道德与文化层面上的评判。尤其在敏感的资管行业，受人之托，忠人之事的受托文化，很容易就立见高下。如何有效的将企业文化传播至员工及客户心中，达到康美之恋“意济苍生苦与痛，情系天下喜与乐”这种意境，让客户不反感并逐渐信任，可能是“高大上”的资管机构“下凡”接地气的必由之路。

“一条路海角天涯，两颗心相依相伴”，牛市、资管大年也许无暇顾及，当前的淡市或者说资管小年，何以解忧，大家还是有必要修炼内功，提升实力，打造品牌，建设文化，正待牛市来临。



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  
潘硕 苏强 亢亚兰 钟楚涵 王静洁

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



## 目录

2017年7月 第十一期

# CONTENT

### 卷首语

01 资管小年 何以解忧?

### 04 固收动态

### 鑫元看市场

06 2017年下半年宏观展望及固收策略

### 论市

11 经济稳中驱缓，静待监管政策明朗  
——下半年债券市场策略

### 固定收益+

14 固定收益+沪港深基金浅析

### 聚焦

16 去宏观杠杆率正在进行时  
20 解剖中国式“缩表”  
24 银行体系“达摩克利斯之剑”直指同业和委外  
28 股债双杀，强监管是影响债市的核心因素吗?

### 机构

32 公募半年度生态报告  
36 公募基金半年度发展

### 人物

38 南京银行金融同业部总经理龙艺：  
顺大势，“做一个听话的孩子”

### 信用研究

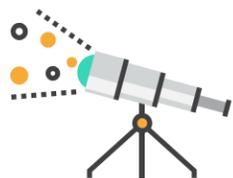
42 钢铁债券投资策略  
供需和盈利景气度回升，龙头钢企有配置价值

### 声音

50 MPA考核后，商业银行的首秀  
——上市银行2016年报和17年一季度报的分析  
60 修明渠堵暗道，从执行层面全方位规范地方政府违规融资  
——简评50号文、62号文、87号文

# NEWS

## 固收动态



### 上半年信用债净融资为3445.58亿,融资环境偏紧

从信用债市场净融资的上半年情况来看,受政策和市场影响,信用债发行量较去年同期大幅下降,同时总偿还规模却有所增长,净融资表现为为小规模净发行,规模为3445.58亿元。分月份看,除3月和4月,其余月份均在零值附近。同时,取消或推迟发行的债券规模明显增多,总计3374.47亿元,占上半年发行总规模的9.4%,其中,4月取消或推迟发行的规模达到1300.83亿元,占上半年取消或推迟发行总规模的38.5%。整体看,货币政策紧平衡,债券市场融资环境偏紧,企业发行谨慎,再融资压力加大。

中信建投资产管理部执行总经理吴浩认为,“二季度发债成本快速走高,资质好的企业,融资途径较多,很多都选择放弃发债,转向通过银行贷款融资。同时,在监管部门一系列降杠杆、防风险措施下,众多投资机构提高了投资标准,资质不那么好的债,去年能买,今年过不了信评”。

### 公司债券承销业务规范“新规”

6月11日,证券业协会近日下发《关于修改〈公司债券承销业务规范〉的决定(征求意见稿)》,为维护公司债券市场秩序,防范公司债券信用风险,实现公司债券承销业务的分类管理,修订债券主承销商资格的相关规定。

兴业银行分析师孔祥认为:“低评级且排名靠后的券商可能失去债券主承销商资格。(1) 券商评级连续两年低于A且承销金额排名20位之外,将失去债券主承销商资格。此前,有证券承销业务牌照的券商均可参与债券承销业务;若未来依据征求意见稿中规定,评级较低或排名靠后的券商将失去债券主承销商资格。(2) 推进时间上,2017-2018年评级影响下年业务资格,据媒体报道,上述规范将于2017年修订发布,2017年作为“最近两年”的起算年度,“最近两年”的滚动计算实际于2018年证券公司分类结果公布后生效。”



### 前6月地方债发行约1.86万亿 新增债券发行约4545.3亿

据统计,今年上半年我国地方债发行规模为1.86万亿元,发行节奏和规模低于去年同期水平,其中新增债券发行4545.3亿,仅完成全年总量不到三成。置换债券三年过渡期已近后期,尚余约1.8万亿元规模有待置换。业内预计,按照全年发债的额度,下半年新增债和置换债发行都将提速。

社科院中国财经战略研究院财政审计研究室汤林阁博士表示,“一方面,这与利率成本较高有关。由于货币政策收紧等因素,2017年上半年地方债券的发行利率总体处于较高水平,且呈现出逐渐提高的势头,地方债发行的难度上升,地方政府的发行意愿也受到一定的抑制。另一方面,这也与加强地方债、地方举债融资的监管和规范有关。从2016年下半年到2017年上半年,地方债风险分类处置、规范地方政府举债融资行为等一系列举措出台,在举借债务、开展举债融资行为等方面,地方政府受到的限制增加,行动也更为谨慎。这些都在不同程度上拖慢了地方债发行的节奏、制约了地方债发行的规模。”

### 适当性监管新规7月实施

《证券期货投资者适当性管理办法》将于7月1日起正式实施,相关配套文件亦在逐步完善之中。6月15日,中国证券投资基金业协会就《基金募集机构投资者适当性管理实施指引》征求意见。根据《指引》,投资者将被分为专业投资者和普通投资者两大类。其中,基金募集机构应当按照风险承受能力,将普通投资者由低到高至少分为C1(含风险承受能力最低类别)-C5五种类型。基金产品或者服务的风险等级应当按照风险由低到高顺序,至少划分为R1-R5五个等级。

济安金信基金评价中心主任王群航认为:“除了宏观因素,我国债券基金增长,也跟银行委外有关,但由于政策、宏观形势变化,债券基金今明两年也会减少一些。将在7月1日开始实施的新规,是针对所有产品的,也包括股票型。”



### “债券通”正式通车,首日全天交易额达70.48亿元

7月2日,中国人民银行与香港金融管理局发布公告决定批准香港与内地“债券通”上线。2017年7月3日,“北向通”上线试运行。“债券通”首日即获开门红,全天交易额70.48亿元。截至2017年6月末,共有25家境外发行人完成2371亿元熊猫债注册,共成功发行35只,合计714亿元。境外投资人方面,Deutsche Bank(德意志银行)、HSBC(香港上海汇丰银行)、BEA(东亚银行)等来自德国、韩国、中国香港和澳门等国家(地区)的十多家境外投资者积极参与投资,金额达127亿元,占总体比例达18.2%。

中国银行业协会首席经济学家巴曙松认为,“与已成功运行的沪港通、深港通一样,债券通的制度设计实现了以更低的制度成本、更高的市场效率,将国际惯例与中国债市有效对接。”中国金融四十人论坛高级研究员管涛指出,“首先,债券通的开通有利于吸引更多的外国投资者参与,提供一个更加便利渠道,可在香港本土完成。其次,拓宽了交易者渠道,推动了我国债券市场的国际化,增加海内外机构对债券资产的持有。”

# 2017年下半年宏观展望及资产配置

文 | 鑫元基金投资管理部

在深入推进以“三去一降一补”为主导的供给侧结构性改革，部分产能过剩行业的投资必然受到抑制。因此，对当前固定资产投资经济结构性分析对把握下阶段经济走势具备较强的指引作用。

## 一、经济结构变化看经济企稳

在现阶段的经济结构调整过程中，消费与投资是驱动经济增长两大关键力量。对比投资端，消费增速波动相对稳定，对缓冲经济下行起到至关重要的作用，但经济能否进入有效的企稳期，关键在于投资方面能否企稳。在深入推进以“三去一降一补”为主导的供给侧结构性改革，部分产能过剩行业的

投资必然受到抑制，维持低增速或负增速拖累整体投资增速的企稳，因此，对当前固定资产投资经济结构性分析对把握下阶段经济走势具备较强的指引作用。

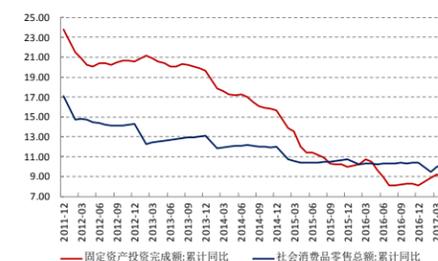
从2012年与2016年分项目占固定资产投资变动上看，其中水利、环境和公共设施管理业；农、林、牧、渔业；租赁和商务服务业；交通运输、仓储和邮政业；电力、热力、燃气及水的生产和供应业；卫生和社会工作；批发和零售业；信

息传输、软件和信息技术服务业；教育；科学研究、技术服务和地质勘查业；文化、体育和娱乐业等11个行业占比提升，由32.07%提升至40.30%，提升了8.22个百分点，这些行业基本符合补短板、服务业和新兴产业等结构转型升级的方向，2017年1-5月份占比进一步提升至40.31%，较去年同期增长2.28个百分点。而金融业；建筑业；公共管理、社会保障和社会组织；住宿和餐饮业；采矿业；制造业；房地产业；居民服务、修理和其他服务业等8个行业与地产、产能过剩、基建等相关密切行业投资占固定资产投资比重下降，对投资的影响减弱。因此，从整体固定资产投资结构上看，固定资产投资结构正在持续向好的调整中。

我们根据结构性占比逐步提升的11个行业构建结构性占比提升指数和7个固定资占比下降组合（不含制造业）构建结构性占比下降指数，其中制造业自身具备较强的结构性问题，将进行单独分析。



图表 1：固定资产投资累计同比与社会零售总额累计同比



数据来源：WIND 资讯，鑫元基金

图表 2：结构性占比提升指数同比与结构性占比下降指数同比



数据来源：WIND 资讯，鑫元基金

图表 3：制造业固定资产比重回升行业同比与制造业固定资产比重回落行业同比



数据来源：WIND 资讯，鑫元基金

2016年结构性占比提升指数与结构性占比下降指数占固定资产投资比重分别为40.30%与28.21%（制造业占比31.49%），从2011-2016年的趋势上看，两者在2012年增速开始分化，2013年出现转折点，结构性占比提升指数增速首次超过结构性占比下降指数，并且在2014年两者的分化开始加剧。即使在经济下行阶段，结构性占比提升指数增速维持较高的韧性。从构成的行业上看，交通运输、仓储和邮政业；电力、热力、燃气及水的生产和供应业这

两大行业受到基建投资影响较大，具有一定不确定性，其他行业预计能够继续维持较快增速，而结构性占比下降指数在经过持续调整之后，增速维持0-5%的相对稳定状态，除非受到较大外力冲击（如去杠杆力度过大、外部危机等等），否则预计继续下行的空间非常有限。

制造业结构性分析，31个细分制造业子行业中，固定资产投资比重持平或回升的行业有19个，占比回落的行业12个，从行业分布情

况上看，基本上符合产业结构调整规律与经济结构调整的方向，其中比重占比持平或回升行业投资占制造业固定资产投资比重由59.2%提升至65.3%，提升了6.14个百分点，2017年1-5月份占比为66.39%，较去年同期提升1.6个百分点，因此，在经济过去几年的转型中，制造业的投资结构得到了有效的优化。

通过构建制造业固定资产比重回升行业同比与制造业固定资产比重回落行业同比的两大组合，制造业结构性调整滞后于整体固定资产投资的结构调整，制造业结构性调整始于2015年，在2015-2016年调整也相对激烈，这深入实施与“三去一降一补”密切相关，从当前结构上看，我们认为符合经济转型升级制造业维持5%-10%增速区间与面临结构调整行业维持0%增速相对合理。

根据对固定资产投资的结构分析，预计固定资产投资增速维持在7.07%-12.07%，我们认为在投资结构性持续优化过程中，固定

图4: 制造业固定资产投资回升行业同比与制造业固定资产投资回落行业同比

分项指标	2016年占比	增速下限	增速上限	对整体增速贡献
固定资产投资向好行业	40.30%	15.00%	20.00%	6.04%~8.06%
固定资产投资调整行业	28.21%	0.00%	5.00%	0.00%~1.41%
制造业	31.49%	3.27%	8.27%	1.03%~2.60%
向好行业	65.31%	5.00%	10.00%	3.27%~6.53%
调整行业	34.69%	0.00%	5.00%	0.00%~1.73%
固定资产投资增速	100.00%			7.07%~12.07%

数据来源: WIND 资讯, 鑫元基金

图5: 同业存单余额变动



数据来源: WIND 资讯, 鑫元基金

图6: 2015年7月至今70个大中城市房价环比上涨个数



数据来源: WIND 资讯, 鑫元基金

资产投资增速稳定性进一步增强,正逐步趋近由经济结构调整导致投资增速下滑向投资结构向好趋势推动投资回升的内生动力增强阶段。2017年1-5月份固定资产投资增速为8.6%,正处于增速区间偏底部区域,进一步下行空间有限。在投资增速企稳下及政府对保就业的强烈诉求下,则对应居民收入增速有望企稳,对消费继续形成较强支撑。经济结构持续改善、房地产投资增速超预期及部分投资品销量增速超预期,预计下半年经济增速虽然在高基数影响下增速下滑,但增速继续维持6.5%以上的概率较高。

## 二、钢丝上的金融监管与去杠杆

本轮金融监管应该是始于2016年5月9日的权威人士访谈,明确指出三点:1、高杠杆必然带来高风险,控制不好就会引发系统性金融危机;2、高杠杆是“原罪”,是金融高风险的源头;3、在利用货币扩张刺激经济增长边际效应持续

递减的情况下,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。在2016年12月中央经济工作会议以及习近平主席关于金融内部论述中得到强化,两次会议中明确指明:1、经济增长内生动力不足,金融风险有所积聚;2、金融市场上也乱象丛生;3、明年要把防控金融风险放到更加重要的位置,坚决管住货币总量;4、要在控制总杠杆率的前提下,把降低企业杠杆率作为重中之重。

2017年在金融监管竞赛中,监管力度得以不断强化,资本市场的波动也逐步加剧。随着在2017年4月26日的中央政治局第四十次集体学习后,逐步达到高峰,此次集体学习明确:1、维护金融安全,是关系我国经济社会发展全局的一件带有战略性、根本性的大事;2、金融业公司治理改革,强化审慎合规经营理念;3、加强金融监管;4、采取措施处置风险点,着力控制增量,积极处置存量;4、为实体经济发展创造良好金融环境;

5、提高领导干部金融工作能力;6、加强党对金融工作的领导,对金融的监管与协调并重提出了要求,我们也倾向于认为金融监管的高峰在二季度末已经过去。

2017年上半年金融监管的加快推进中,金融去杠杆也取得了初步的成果:1、以M2同比为参考的货币闸门得到有效抑制,5月M2同比为9.6%,创历史新低;2、同业理财快速膨胀得以抑制,同业存单二季度存量规模出现见顶回落迹象;3、从银监会口径,6月23日银监会主席郭树清召开座谈会中指出更加积极主动地支持和参与供给侧结构性改革,强调在注重加强自身风险防控能力建设,特别要注意防范信用风险和流动性风险,体现在监管去杠杆同

此轮金融监管承担多重任务,特别是服务于供给侧结构性改革,使得监管高峰虽然已过,但不能因此确认监管高压态势已经结束:1、金融去杠杆,防止金融“脱实向虚”持续过度演绎,推升资产泡沫和对经济结构转型形成

负面影响;2、实体去杠杆,在去年中央经济工作会议中明确提出,降低企业杠杆作为重中之重;3、配合供给侧结构性改革。对于金融监管弱化的两大观察指标:一是金融杠杆开始稳定或有所下降;二是金融去杠杆对实体形成较大负面冲击,包括实际利率上升过快、信用债发行大幅下降、地产投资超预期回落等等。在经济结构持续改善下,建议以观测70个大中城市房价数据作为判断阶段经济走势较为关键指标,从房价环比上涨的城市数看,当前地产处于较为景气阶段,从过去历史看,70个大中城市环比上涨城市数的关键分界点为40个。从现阶段看,暂未看到金融降杠杆对实体产生的实质性负面影响。另外进入三季度后,市场将面临美联储的缩表行动以及欧央行的缩表预期,外部环境也将限制国内金融环境的宽松。综合内外环境判断,我们认为金融监管高峰已经过去,但下半年仍会维持紧平衡状态。

## 三、资产配置——抖动的平衡木

### (一) 债券资产: 寻底

上半年在金融强监管和去杠杆的背景下,央行分别于1月24日和3月16日上调MLF利率10BP,向市场传递货币政策收紧信号,大幅提升银行间资金拆借成本(同业拆借由2.6%-1.8%提升至3.4%-3.6%),银监会的监管文件包括4号、5号、6号、7号、45号、46号及53号也密集出台,规范银行委外、同业理财、产品多层嵌套等等,导致资金价格波动加剧和债市出现激烈调整。上半年10年期国债收益率上行55.68BP至3.57%,创下阶段性高点。同时,受到流动性偏好上行的影响,期限利差也明显缩窄,收益率曲线呈现平坦化走势。债市杠杆出现企稳回落态势,其中正回购余额/债券托管总额基本稳定80%中轨水平企稳、城商行及农商行回购资金净流入额显著回落、货币基金及债券型基金的整体杠杆水平也在下降、

利率债收益率上行、流动性收紧导致流动性偏好回升以及由此导致对经济下行风险的担忧共同推动信用利差扩大,二季度整体信用利差一度升至近两年高位。随着6月份高频数据(包括发电量、挖掘机效率、重卡销量、钢铁产量等)整体超预期,显示二季度经济基本面好于市场预期及叠加美联储加息靴子落地、半年度资金面并未出现超预期紧张态势,市场对信用风险担忧减缓和交易热情的快速上扬,推动信用利差快速快速缩窄。

在监管继续维持紧平衡态势及经济基本面企稳概率较高影响下,预计下半年债市体现出波动率下降和收益率缓慢上行并存的格局:一是市场逐步适应监管高压态势,且在资金拆借成本较高背景下,债市纯套利空间被动压缩,投资者相对谨慎应对加杠杆和加久期行为;二是在经济结构改善及上层对促经济转型的力度提升下,由金融去杠杆延续至实体去杠杆的概率较高,会逐步弱化市场对金融监管弱化的预期,且在发达国家

图表7：2015-2017年6月10年期国债收益率及对应的期限利差



数据来源：WIND 资讯，鑫元基金

图表8：2015-2017年6月同期限不同评级债券的信用利差



数据来源：WIND 资讯，鑫元基金

图表9：信用债到期收益率与贷款利率



数据来源：WIND 资讯，鑫元基金

货币政策由松向紧转化过程中，国内出现金融宽松的概率也在下降；三是信用债收益率与贷款加权利率水平相当，具备较强配置力量的支撑，使得收益率下行空间相对有限；四是下半年经济基本面好于预期概率较大，与金融监管的相互作用下，推升债市整体收益率。

## (二) 股票资产：晨曦微露

从经济、政策及金融转向的角度上看，权益类资产正迎来红利的共振阶段。实体的溃败和强势金融是有一定关系，有效的金融是以促进资源有效分配为目的，促进经济正常的新陈代谢，一旦金融不能很好发挥资源的有效配置，扭曲的金融容易通过自我强化形成泡沫。金融去杠杆是为了实质性推动金融资源有效配置，特别是推动供给侧结构性改革方面，意味着过去金融资源配置模式和盈利模式的变化，这部分预计影响非常深远。五年一次的金融会议对金融发展进行定性，核心是为实体经济服务，而制造业作为供给侧结构性改革的主战场，正在迎来一轮政策的有力支撑阶段。

从人事的角度上看，近两年来，具备一定实业或技术背景的人才明显受到重用，升至地方主要负责人，如北京、深圳、上海、广州、浙江、辽宁等省份，关键部委的人事也相应出现较大变动，包括环保部、住建部、国资委、发改委、国土资源部、海光总署等等，预计十九大召开前后部分省份或部委人事仍会出现调整，为供给侧结构性改革推进提供自上而下和自下而上的有力保障。

估值方面，当前沪深300、中小板和创业板的一年滚动PE分别为14倍、41倍和48倍，估值分化较为严重，中小创整体估值偏高，仍面临消化估值的压力。站在当前的时点上，在改革、人事和产业政策的对实体支撑的逐步增强，我们预计权益市场与实体经济也将进入良性互动的过程。

# 经济稳中驱缓，静待监管政策明朗

## ——下半年债券市场策略

文 | 南京银行资金运营中心市场研究部

回顾 2017 年上半年利率债走势，经济复苏预期叠加金融监管趋严，利率债收益率一路震荡上行。

### 一、债券市场回顾

回顾2017年上半年利率债走势，经济复苏预期叠加金融监管趋严，利率债收益率一路震荡上行，具体来看，以10年期国债为例，收益率走势可分为四个阶段。第一阶段：1月1日至2月6日，收益率上行。受央行全面上调公开市场操作利率，叠加经济预期企稳、通胀担忧升温等因素影响，10年期国债收益率一路上行，最高升至3.49%；第二阶段：2月7日至3月27日，收益率震荡回落。由于节后大量现金回流银行体系，流动性环境较为稳定，在2月利率债发行量较低，国债收益率震荡回调持续至2月底。3月伊始，受美国加息预期、季末MPA考核影响，国债收益率再次震荡上行。而在3月16日央行跟随美联储加息上调OMO、MLF各期限利率10BP后，反而利空释放带动10年期国债收益率一路回落至3.25%；第三阶段：3月28日至5月10日，收益率大幅上行。清明前后银监会

密集发布了7个监管文件，导致市场抛压明显，国债收益率大幅上行。此外，4月以来陆续公布的经济数据显示经济基本面的超预期导致债市悲观情绪蔓延，叠加资金面持续偏紧，10年期国债收益率持续上行至上半年高点3.69%，破3.7%在即；第四阶段：5月11日至今，收益率震荡回落。5月15日银监会、央行、新华社先后释放稳定金融市场信号，叠加经济数据弱于预期，工业增加值和投资增速跌幅明显，在央行货币投放以熨平季节性扰动、平稳流动性为主的操作下，10年期国债收益率震荡下行至3.57%。

回顾上半年信用债走势整体表现与利率债一致，2017年上半年，信用债市场收益率全面上行，各品种收益率平均上行幅度达76BP，上行幅度创2013年债灾以来新高。1-2月为过渡期：此阶段资金面因季节性因素先松后紧，同时同业存单纳入同业负债的消息传出，对机构投资行为影响较大。节

后，由于央行首次上调了OMO下限，释放收紧信号，导致各品种信用债收益率普遍上行20BP左右，期间高评级表现略好于中低评级；3-4月为全面上行期：监管政策持续发力，市场预期一致趋紧。3月底4月初，银监会连续发布7个文件，受此影响，国内债市的参与者普遍对信用债再投资意愿低迷，观望心态浓厚。尽管4月初曾出现过短暂几日的抢跑行情导致收益率一度下行，但随着市场抛盘增多，以及银行委外赎回或到期不续的传言不断，又重新引发收益快速反弹；5-6月为分化期：信用收益水平逐步上行至配置区间，市场各投资机构由于负债端的区别而进入配置分化期。此期间一度传出券商大集合或迎来集中清理的消息，后经报道实为整改而非叫停，此外无进一步利空消息传出。各期限信用债绝对收益水平经过持续上行，已创近两年的新高，不少新债的发行利率显著高于同期限贷款利率，从绝对收益价值来讲信用债已进入可

#### 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。

配置区间。但由于广义信用事件始终未消除，今年又新增区域性信用事件，使得各机构的风险偏好趋于一致，高评级被列入优先考量。

信用利差分位数的变动情况也反映了近期信用债配置的分化走势。截至6月15日，各评级期限信用利差与年初比较，除AAA1Y下行12BP之外，其余均不同程度上行，同时多数信用利差所处分位数在1/3的位置。具体来看，低评级长久期上行幅度最高，上行区间为28-36BP；AA+各期限品种次之；AAA评级中，尽管中长久期品种的绝对收益率有所下行，但其信用利差较年初仍小幅上行10-20BP。究其原因，可能同6月份1Y利率债的收益率上升过快，导致信用利差被动收窄相关。若1Y利率债的绝对收益因配置盘的介入而重新下行，则近期内短久期信用利差会迎来重新走扩。

## 二、利率债策略：曲线持续平坦，静待监管政策明朗

2017年以来，国债收益率曲线整体上行，且呈现加速平坦化的特征，长短端期限利差持续收窄。截至6月16日，1Y、10Y国债收益率分别为3.60%、3.57%，自2013年6月以来再度出现倒挂，期限利差几乎接近历史最低水平。从历史数据来看，国债收益率曲线共出现过3次典型的平坦化，分别是2008年9月至10月、2011年6月至10月、2013年6月至2014年1月。本次熊平与2013年类似，具体来看：虽然经济基本面在两次熊平期间都起到了一定作用，却不是主要矛盾，而金



融监管政策是收益率曲线全面上行的主要驱动因素，其中，2013年打击非标，本轮则是去杠杆抑泡沫；货币政策方面，央行并未采用上调存贷款利率和法定存款准备金等传统货币政策工具收紧流动性；2013年先后重启3个月期央票、续发3年期央票，缩长放短，并上调逆回购利率；本轮则用逆回购+MLF的调控替代了此前常用的调准调息，于2017年一季度连续两次上调公开市场操作利率，并在期限搭配上予以调整，削峰填谷，保持流动性的紧平衡。根据历史经验，配置需求的修复还需看到央行货币政策的实际转向，即通过扩大对央行负债来弥补存款及同业负债增长的乏力，而

货币政策拐点通常滞后于经济基本面拐点。当前，尽管经济基本面边际走弱，但仍处于容忍区间内，叠加监管政策尚不明朗，较窄的期限利差、平坦化的收益率曲线或将继续维持一段时间，后续关注经济基本面、监管政策落地对央行货币政策的影响。

考虑到经济数据已经出现边际走弱，固定资产投资增速、工业增加值增速均开始下滑，通胀压力也逐步缓解，PPI连续环比增速为负，CPI从低位回升。目前中美利差逐步拉大，在140BP左右，处于历史高位，中美利差的扩大在一定程度上缓解了资本外流压力，并且逆周期因子加入中间价后，人民币

汇率贬值预期逐步被逆转，外汇储备也从2月开始连续四个月回升。在国际货币政策趋紧的环境下，利差的扩大和汇率贬值压力的趋缓为央行货币政策提供了一定空间，6月美联储加息后央行并未随之上调政策利率。短期内央行仍然是维持稳健中性，继续收紧或者突然放松的可能性都不大，债券市场预计维持震荡，配置需求的恢复能够对利率债形成一定利好，交易盘建议快进快出，配置盘可继续介入，后续的方向则需要看到监管政策的落地情况以及基本面信号的明确。

## 三、信用债策略：上至阶段顶，分化进行时

截至2017年6月15日，包括短融、中票、企业债、公司债、PPN在内的非金融企业信用债在上半年合计新发1882只，规模19742.04亿元，其中，短融发行量占比50.65%，公司债发行量占比19.48%；偿还量23615.22亿元，净融资为负3873.18亿元。从发行主体所属行业看，城投发行规模依然维持在第一位，其次是公用事业、采掘、综合、交通运输。前五大行业发行规模占比61%，总体行业分布与往年一致，但发行规模均较2016

年同期大幅减少。房地产行业发行规模减少最为显著，2016年同期发行规模2871.83亿，2017年仅为732亿，减少74.5%。

上半年取消或推迟发行债券共计402支，相对上年同期的354支债券取消，增加13%，上半年市场观望情绪较为浓郁，各机构以观望为主，市场有效认购不足。上半年评级上调的主体合计156家，其中直接调整评级的主体有136家，仅展望提升的20家，上调数量远多于下调数量，上调主体最多的两大行业一城投平台和银行。上半年评级下调的主体33家，其中直接调整评级的主体26家，下调展望的7家，各主体的行业分布较为分散，分布较为集中的行业分别是机械设备行业和化工行业。2017年上半年信用债实质违约事件发生20起，涉及10家主体，包括春和集团（2支）、大机床（5支）、东北特钢（2支）、华盛江泉（2支）、内蒙古博源（1支）、内蒙古奈伦（2支）、山水水泥（2支）、川煤集团（2支）、珠海中富（1支）和中城建集团（1支）等；而发布兑付风险警示，最终未产生/或尚未发生实质违约事件的个券有9只，涉及大小主体21家，包括乳山维多利亚海湾旅游、柳州化工、润银化

工、弘昌燃气以及云南（集合主体6家）、河南（集合主体8家）和扬州（集合主体3家）的三支中小债集合。

在经济整体企稳的宏观背景下，信用债市场情绪主导因素在流动性、监管政策、配置价值之间切换，并在收益率上行至两年内新高的阶段性顶部后出现了分化现象。由负债端差别及风险偏好而引发、自5月开始出现的配置分化行为体现在了信用利差、行业利差、乃至新老城投等多个方面。在当前流动性相对充裕的环境下，市场迎来一段相对宽松的调整期。由于央行、银监、证监等监管部门对于银行、券商及广义资管监管政策在出台后，其后续措施及影响范围尚处于待落地状态，在金融去杠杆的指导方针下很难预期信用债会有趋势性行情的出现。尽管上半年违约事件同比减少且多数属于预期内可控，但市场仍需持续面临部分行业改善有限、新老城投置换划断、地方政府及房地产再融资能力受到极大约束等不确定因素，对配置行为形成了较大的限制。建议做好负债端管理的同时，优先配置久期较短的同业存单，以及行业景气改善程度较高的行业龙头，等待相关监管政策及后续措施的持续落地。



66

在经济整体企稳的宏观背景下，信用债市场情绪主导因素在流动性、监管政策、配置价值之间切换，并在收益率上行至两年内新高的阶段性顶部后出现了分化现象。

99

# 固定收益 + 沪港深基金浅析

文 | 《固定收益》编辑部

受益于港股的喜人涨势，沪港深主题基金今年是市场的“大赢家”。

## 港股今年的表现以及未来预期

低迷很久的港股在2017年的市场上成为万众瞩目的焦点。今年港股的表现的确令人刮目相看，香港恒生指数从年初至今轻松突破24000点关口，接近2016年最高，累计涨近10%。这表示今年投资港股，投资者可以在短期获得以往一年的受益，弥补了通货膨胀和货币贬值损失。

### 资金加速流入让港股快速上涨

港股资金的充裕流动性得益于国内保险、基金等机构的资金，其中保险资产在2017年估计有2500亿增量资金配置港股，占总资金的3%。公募基金在2017年估计有500亿元增量资金配置港股。年初以来，港股通资金的净流入累计高达149.98亿元。保监会在2016年9月放开险资进入港股的权限，其带来的优势逐渐体现。陆港通基金的规模从2015年底的188.83亿元规模扩充到2016年底的494.74亿元，增幅1.62倍。同时，港股市场的流动性也得益于全球资金的流入。近期人民币

贬值压力缓解，估值处于低位，以及海外资金的风险偏好增加，海外资金开始回流至国内资产。由于港股的中国公司占比较大，海外资金的快速流入让其上涨加速。

### 港股未来预期

今年港股走势预期仍会上升。首先、上市公司的资本开支从2016年下半年开始不再继续下行，而是有见底回升之势。这预示中国整体的固定资产投资增速可能见底。其次、非金融上市公司的净资产回报率也在持续几年的下滑之后，开始回升。分红潮、年报业绩回升和大宗商品走强也是港股走势上升的重要因素。再者、政府挖掘城镇化需求、实现中长期可持续发展的改革措施在逐渐落实。但海外投资者对此将信将疑，导致其对中国市场的配置偏低。最后、季节性补库存叠加去产能的措施推动大宗商品继续走强，有助于港股走势上升。此外、投资者继续坚信中国经济在见底复苏，这有助于港股走势上升。

## 沪港深基金今年以来的业绩表现

2014年4月，李克强总理宣布建立上海与香港股票市场交易互联互通机制。内地和香港证监部门当日发布联合公告，公布了交易规范等纲领性文件。沪港通于2014年11月17日正式开通。沪港通是在我国人民币国际化和逐步推进资本市场对外开放的大背景下推出的政策，包括沪股通和港股通。投资者在沪港通开通后，可经由当地证券公司直接互相买卖港交所和上交所上市的标的股票。

受益于港股的喜人涨势，沪港深主题基金今年是市场的“大赢家”。据统计，今年前5月所有沪港深基金远超同期上证综指0.44%的涨幅，其平均收益率为5.87%。今年以来业绩前几名沪港深基金最高收益达到了19%。1月至5月，有27只沪港深基金收益超过10%。沪港深基金在股基和混基收益排行榜前十名中也占据了主流地位。此外引起重视的是，沪港深基金收益差距较大，呈两极分化状态。分析

人士指出，沪港深基金业绩分化与持仓风格相关，部分产品挂名沪港深，却没有持仓港股，错失上涨时机。因此，基金公司开始布局沪港深指数型产品。相关专家指出，在港股上涨的大背景下，指数型产品短期捕捉市场上涨机会的能力比主动型产品更强。在两极分化的沪港深基金中，排名末尾的沪港深基金同期跌幅超4%，收益为负。究其原因，不难发现是配置股票时产生的问题。“沪港深基金”指的是同时投资于沪市、深市和港股三市的基金。但在实际操作的时候，部分“沪港深”基金配置港股比例较低，甚至全仓A股。据统计，按基金公告披露的业绩比较标准，有25只沪港深基金未包含港股相关的指数标准。

### 沪港深基金的优势

因为沪港深基金“出海”时走的是港股通的通道，和主投港股的QDII基金相比，它的最大优势是没有QDII额度限制。同时，和QDII基金相比，沪港深基金到账赎回时间短，资金使用率高。沪港深基金的另一个优势在于它的低门槛。沪港深基金无需“沪港通”50万的门槛。此外，沪港深基金具备专业化服务的优势，让专业的人做专业的事。相比于A股，港股对投资人的要求很高。专业的基金经理进行沪港深基金的投资，能起到事半功倍的效果。

## 固定收益加沪港深基金的投资策略

### 固定收益

市场上的固定收益投资策略

主要包括四大类：利差加杠杆策略、波段交易策略、债券衍生品策略和类固收策略。

波段交易策略是一种较常见的固定收益投资策略。债券市场存在着周期和波动。投资者不妨关注其周期和波动，在关键时点进行波段操作可达到增强组合收益的效果。

利差加杠杆策略普遍运用在债券牛市时期。当市场处于利差红利的环境，投资者如果持有一只票面利率不菲的债券直到到期，可获得不菲收益。此外，运用提升杠杆水平和信用下沉（配置等级更低的债券）的方法可以得到更高收益。值得一提的是，如果市场不是处于利差红利的环境，利差+杠杆+信用下沉的投资策略只能起到反面作用。

债券衍生品策略也是固定收益投资策略的一类。国债期货可作为对冲工具，在债券投资过程中，对冲债券组合的利率波动风险。当市场波动时，债券增强型策略可以最大程度规避风险并锁定收益。当市场处于熊市时，债券增强型策略在产品业绩指标（回撤、波动率等）和收益的稳定性方面更具优势。

还有一种固定收益投资策略叫类固收策略。分级A和可转债是投资者经常用到类固收投资工具。类固收工具具有现金流，可分散风险。

### 三维度挑选沪港深基金

第一是看基金经理，最好选择过往业绩较好的基金经理管理的基金，或者双基金经理看默契度和合作时间等。目前来看，运作较好

的沪港深基金的基金经理多对港股有多年投资经验。绩优基金经理管理的“沪港深基金”值得关注。从业时间久且业绩优秀的基金经理，是整个基金行业的稀缺资源，过往业绩优秀的基金经理，未来继续保持领先的概率较大。

第二看投资布局，“沪港深基金”——顾名思义，就是可以同时投资于沪市、深市和港股三个市场的基金。在A股和港股两地市场掘金，灵活性大增也考验基金经理的能力，有些沪港深基金虽有权限却没有布局港股，也有一些港股仓位超过50%。这方面要注意观察基金经理以往管理的基金在两地的配置。

第三则看主题，虽然不少基金公司旗下沪港深基金仅仅笼统归入沪港深精选，但也有一些专门布局某一主题，如农业主题精选、大消费、核心资源、国家安全战略、互联网、医疗健康、智慧生活等各种主题，可以看准自己看好的主题进行布局。

此外，目前看沪港深基金主流是混合型基金，这类产品“全攻全守”较为灵活，但更考验基金经理的资产配置能力，股票型基金则有最低仓位限制，往往牛市进攻性更强。🌟





F O C U S

聚焦

去宏观杠杆率正在进行时

解剖中国式“缩表”

银行体系“达摩克利斯之剑”直指同业和委外  
股债双杀，强监管是影响债市的核心因素吗？

# 去宏观杠杆率正在进行时

文 | 《固定收益》编辑部

此次陆家嘴论坛上“一行三会”对金融改革和金融去杠杆的坚决态度是对市场的再次喊话，未来监管还将继续深入，金融机构需要调整预期，主动去杠杆。

## 一、为什么要去宏观杠杆率

### 1、我国的杠杆率情况

根据国际清算银行（BIS）最新数据，以债务/GDP为杠杆率的指标来看，截至2016年三季度末，中国全社会的杠杆率为255.6%，而同期美国为255.7%，英国为283.1%，法国为299.9%，加拿大为301.1%；同为东亚国家的日本为372.5%；世界平均为246.3%。中国全社会杠杆率处于全球平均水平，而且低于世界主要发达国家。

### 2、非政府部门杠杆率明显偏高

中国政府杠杆率（即政府债务/GDP）在世界主要国家处于较低水平，截至2016年3季度仅为46.1%，不仅显著低于89.6%的全球平均水平，而且低于欧盟《马斯特里赫特条约》提出的60%的参考值，表明中国政府的债务负担在全球仍处于较低水平。这就带来了一个结果，扣除政府杠杆率之后的非政府部门杠杆率呈现高位运行的现



**中国非政府杠杆率较高，可能导致相关企业或者个人的偿债风险上升，也由于巨大的利息支出而导致投资回报率的下降，进而影响宏观经济内生增长。**

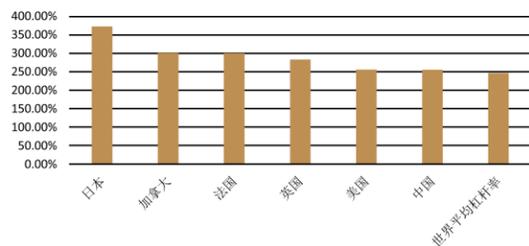
象。

扣除政府杠杆率之后，2016年3季度中国非政府部门杠杆率高达209.5%，同期美国仅为152.3%，日本为156.4%，英国为164.3%，中国非政府部门杠杆率不仅跃居世界主要国家前列，而且显著高于全球156.7%的平均水平。表明中国债务主要集中在非政府部门，这与世界主要国家具有较高的政府债务具有显著区别，体现了中国非政府部门杠杆率较高的事实。

### 3、非政府杠杆率偏高，可能会导致系统性风险

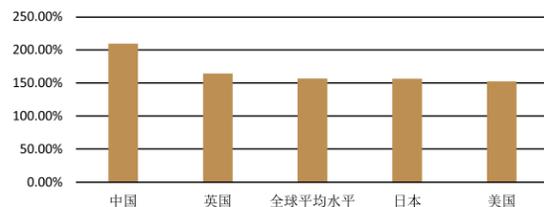
中国非政府杠杆率较高，可能导致相关企业或者个人的偿债风险上升，也由于巨大的利息支出而导致投资回报率的下降，进而影响宏观经济内生增长。当务之急是如何解决潜在的问题。一方面，应采取措遏制非政府部门杠杆率的较快上升，因为近年来非政府部门杠杆率上升速度较快，由2011年9月的146.5% 上升至2016年9月份的209.5%，短短五年上升了63个百分

图表1：各国全社会杠杆率



数据来源：国际清算银行（BIS）

图表2：各国非政府部门杠杆率



数据来源：国际清算银行（BIS）

点，如果据此速度不进行调控，那么未来可能会继续诱发风险升级乃至引发系统性风险。

## 二、怎么有效的去宏观杠杆率

对我国来说，避免大规模失业和系统性金融风险是政府的底线。所以不会有迅速的市场出清。但还要想出低位空中加油的办法，在6.5%的经济增长水平上转型，在保证就业的前提下推动资源的重新配置，从而确保“十三五”计划的成功实现。

### 1、去企业杠杆率是重中之重

今年政府工作报告有一个非常重要和显著的特点，就是高度重视防止经济金融风险。李克强总理说，防范经济金融风险发生的主要措施是积极稳妥地“去杠杆”。要在控制总杠杆率的前提下，把降低企业的杠杆率作为重中之重。

根据数据统计，我国目前非金融企业的杠杆率为150%左右，

其中国有企业的负债占非金融企业总负债的70%。显然，中国经济运行中的金融风险，主要来自于非金融企业的高杠杆率，特别是国有企业。按照国际清算银行的数据，目前中国企业部门的债务率比我们计算的结果略高，为170%左右，这种杠杆率水平，大致出发达国家平均值80个百分点，高出新兴经济体国家平均值66个百分点。

#### （1）企业部门高杠杆的原因

##### ①反危机中企业大量举债

金融危机后，为防止经济出现大幅下滑，政府采取了积极的财政政策，最典型的是“四万亿”计划。为与财政政策相适应，政府采取了宽松的货币政策。金融机构信贷规模、M2、社融等反映实体经济融资状况的指标增速迅速提升，最高时达到30%左右。在流动性宽松背景下，企业大规模借债，最终反映为企业债务规模的快速增加。

##### ②国企承担社会融资的任务

在很长一段时间，地方政府缺乏有效的融资手段，主要通过地

方融资平台（地方国企）进行融资。国有企业承担了地方政府的部分融资任务，导致企业负债增加，杠杆提高。据社科院统计，2007年地方政府政府负债规模13.89万亿，其中地方融资平台负债规模1万亿，占比约7.2%；几年后地方政府政府负债规模30.28万亿，其中地方融资平台负债规模10万亿，占比约33%。

##### ③企业融资比重降低

与欧美发达国家的资本市场相比，中国的资本市场存在诸多问题。一是直接融资方式发展缓慢，直接融资方式占社融规模比例基本在20%以内，2014年以来存在上升趋势，最高的时候上升至60%，但是很快回落。企业更多地依靠间接融资，企业部门的债务规模也随之扩大。二是直接融资方式中，债权融资比重过高。直接融资规模中债权融资占比50%至85%，股权融资规模相对较小。

##### ④企业融资成本居高不下

国际金融危机后，许多经济

体采用过度宽松的货币政策，企业负债成本显著下降。但国内仍处于加杠杆过程，实体经济融资成本过高、中小企业融资难融资贵问题突出，贷款加权平均利率高达6%左右，融资成本长期居高不下，直到2014年开始新一轮降息周期后融资成本过高问题才有一定程度缓解。但在经济下行、企业效益下滑背景下，企业偿债负担依旧过高。

#### （2）企业去杠杆的措施

①以竞争政策和环保政策去产能、出清僵尸企业。在竞争中失利、不符合国家环保政策重心的企业，都应该尽早处理。旧的不去新的不来，与其把资源留给其浪费挥霍，不如腾给更需要它的优秀企业。要注意的是，去产能、消灭“僵尸企业”，不能主要依靠行政手段，以免误杀真正有市场、有效益的企业，尤其是民营企业。

②对暂时陷入需求周期低谷的困难企业，应该用市场化、法治化的办法实施债转股，提高企业资本金比例。一时处于市场底部的周期性企业，尤其是大型的国有企业，不能因为暂时困难就定性为“僵尸企业”。按照发达国家经验，出于就业、稳定经济的考虑，对这类企业政府必须出手进行调整援助。最好是利用现在经济增长的低谷时期，由政府补贴资助其进行大规模的技术改造，为即将到来的经济复苏准备好竞争的利器。

③大力发展股权融资，降低间接融资、提高直接融资的比例，是中国金融改革的基本方向，也是振兴实体经济的必由之路。中国实体经济企业过于依赖间接融资，而间接融资的性质又天然地决定了它



不适合承担创新等风险事业。建设一个法治化环境的资本市场，提高企业直接融资的比例，加强资本市场对企业技术创新的支持力度，其对振兴中国实体经济的重要性，无论怎么强调都不为过。

④坚决硬化对企业尤其是国有企业的预算约束，强化企业特别是国有企业财务杠杆的约束和管理。软预算约束是中国企业尤其是国有经济负债率不断上升、信用恶化的主因。中国民营企业不存在这个问题，它的预算约束是硬的，借钱还不出，就要破产清算倒闭。因此在这方面，最重要的是要按照常识办事，按照市场经济规律办事，恢复必须通过市场来约束企业行为的基本共识。

⑤要加强对地方政府融资平台的管理。现在地方政府投融资平台的负债，往往表现为地方国企的负债，它们具有规模大、隐蔽性强、风险高等特点，是债务风险的主要来源。当前，这些风险还来源于政府与社会资本的合作项目，必须给予高度的重视和管理。

### 2、金融去杠杆任重道远

今年监管大潮的排头兵是银

监会，3月29日《关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理的通知（46号文）》正式开始了对银行理财委外管理的整治，季末的MPA考核也将资产负债结构纳入重要考核指标。保监会和证监会也相继出台监管政策，5月3日六部委联合发文《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》将监管整治范围从金融机构负债进一步扩大到地方政府负债。一个明显的变化就是2017年金融机构发放贷款增速放缓，一季度金融机构负债同比增速下降，4月环比增速为-0.047%，是2015年9月以来首次出现负值。

央行牵头建立协调机制，通过货币政策的调整实现去杠杆。从内部环境来看，M1-M2剪刀差从去年下半年开始收窄，5月的M2增速已经降至历史最低，央行货币政策从源头上收紧并对整个金融市场产生影响。从外部环境来看，美联储已经加息4次并很有可能在下半年开始缩表，人民币承受巨大压力。美联储3月宣布加息之后，央行就迅速全线上调公开市场逆回购中标利率及MLF操作利率，无疑是间接收紧货币政策。

市场调整预期，进而主动去杠杆。即使是在流动性紧张的5、6月份，央行的公开市场操作也并非一成不变，在保证市场流动性充分的前提下，部分日期暂停操作，引导市场从预期上减少对货币投放的依赖。此次陆家嘴论坛上“一行三会”对金融改革和金融去杠杆的坚决态度是对市场的再次喊话，未来监管还将继续深入，金融机构需要调整预期，主动去杠杆。

# 解剖中国式“缩表”

文 | 《固定收益》编辑部

到底应该如何理解央行与商业银行资产负债表的变化呢？

今年2、3月份，中国央行的资产规模分别缩减了2798亿元和8116亿元，引发了市场对央行缩表的猜想。随后央行进行了澄清，且4月、5月央行总资产连续两个月回升，从3月末的33.7万亿上升到5月末的34.2万亿，结束了此前连续两个月的下降趋势，重回扩表；微妙的是，与此同时，其他存款性公司资产负债表所代表的商业银行体系曾出现缩表。那么，到底应该如何理解央行与商业银行资产负债表的变化呢？



## 央行主动控制资产负债表的增长？

根据央行资产负债表，2017年一季度，央行总资产从年初的34.8万亿下降1.1万亿至3月末的33.7万亿。央行在一季度货币政策执行报告中表示，2-3月央行资产负债表持续收缩，主要是季节性因素所致，4月将再度扩张。果不其然，4月央行总资产较上月回升约4000

**作为发展中经济体，金融改革和金融调控模式变化也会对央行资产负债表产生影响，不能简单与国外央行进行类比。**

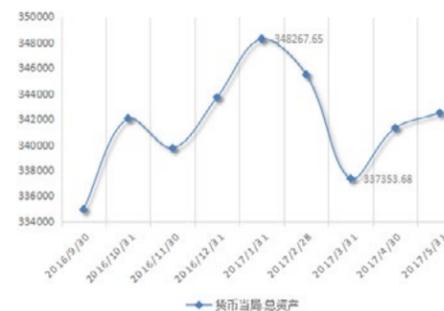
亿，至34.1万亿；5月继续回升1189亿，重回“扩表”（图1）。

然而值得关注的是，央行披露一季度的超储率为1.3%，较上年末下跌45%，同比下跌35%，是2011年2季度以来的最低值（图2）。而5月末银行准备金总额为23.7万亿，比3月下降约2200亿，这意味着5月末银行超储率将低于3月末。换言之，即使央行实施了系列资金投放，银行超储率仍处于较低水平。从这个角度来看，当前央行资产负债表的变化并没有带动流动性发生同向波动，流动性依然持续收紧。

此外，2017年1-4月外汇占款的走势相对平稳——外汇占款是原先央行扩表、投放货币的主要途径。这与以往央行缩表、扩表时的情况不太一样。

拉长时间段回溯央行资产负债表的走势可见（图3），近年来央行总资产较明显的一波持续缩表是在2015年-2016年。当时在美联储加息预期和国内经济走弱的背景

图1：央行资产负债表重回“扩表”（亿元）



数据来源：大智慧

图2：今年一季度超储率为2011年2季度以来的最低值（亿元；%）



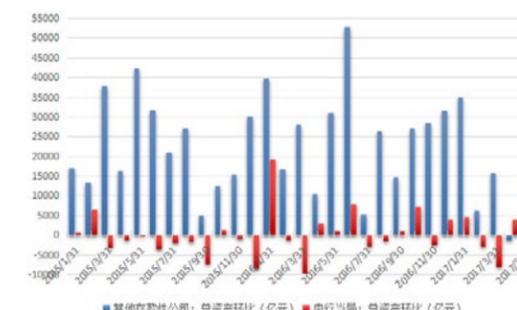
数据来源：大智慧

图3：央行总资产及央行口径外汇占款（亿元）



数据来源：大智慧

图4：4月央行扩表，而商业银行缩表



数据来源：大智慧

下，我国资本流出和汇率贬值压力加大，外汇占款急剧减少，从年初的27.1万亿直落到年末的24.9万亿。在外汇占款骤降的情况下，央行总资产从2015年2月的高点34.5万亿一路下滑至同年12月的31.8万亿。

随后的2016年，虽然外汇占款依然下降，但央行采取了“扩表”而非“降准”的方式来进行对冲。

这一阶段，为了刺激经济，央行主要采取逆回购、MLF、PSL等工具投放基础货币，因此央行对其他存款性金融机构的债权较上年末增加了5.8万亿，同期央行资产负债表虽在一季度有所收缩，但整体扩张了26万亿。

无论是2015年央行“缩表”，或2016年央行“扩表”过程中，超储率大部分时间维持在2.1-2.5之

间。按央行的说法，流动性维持中性。相对而言，今年年初以来，央行的货币政策操作较2016年表现克制，逆回购、MLF、PSL、SLO等操作存量基本走平，增速明显下降——这使得超储率呈现较快的下降速度。

海通证券首席经济学家姜超则认为，从年初以来央行偏紧的货币政策操作上看，央行似乎在主动

控制资产负债表的增长——控制银根增长而不降准，实际上就是紧缩。正常情况下，如果经济增长，所需要的货币量也将增加，由此央行要么增加基础货币供给，要么降准提高货币乘数。而自2016年3月以来，大型金融机构和中小型金融机构的法定存款准备金率一直保持在17%和13.5%不变。换言之，在法定存款准备金率保持不变的情况下，由于货币需求量在增加，那么央行的基础货币走平或维持低增长就相当于央行在变相缩表。

### 30个月以来商业银行首现“缩表”

相对央行“缩表→扩表”，商业银行资产负债表的新变化更令人关注。根据央行披露的数据，2017年4月，其他存款性公司资产负债表所代表的商业银行体系出现“缩表”，较上月减少了1198亿元，环比增幅为-0.05%。虽然在紧接的5月环比增幅便回到正值——0.49%，但银行业总资产同比增速依然继续放缓，从2016年年底的15.68%下降到今年5月的11.99%。

4月这次商业银行总资产环比缩减，是自2014年10月以来，银行业总资产的环比增幅首次为负——此前30个月里，即使在央行“缩表”期间，其他存款性公司的总资产规模仍一直处于扩张状态（图4）。从某种程度上说，今年4月银行业总资产环比回落、同比增速放缓，意味着这段时间大力度推行金融去杠杆，以及中性偏紧的货币政策环境，抑制了银行业资产的扩张。

中泰证券分析师齐晟认为，其他存款性公司资产负债表所代表的商业银行体系缩表，比央行扩表更值得关注。“背后可能有两方面原因，主动原因在于监管趋严，包括非标在内的银行部分业务停滞；被动原因可能在于实体经济融资需求趋弱。”齐晟表示道。

这可以从银行业总资产同比增速逐渐向社融存量同比增速靠拢来寻求解答。过去2-3年来，随着银行同业业务和委外业务的大爆发，银行业总资产同比增速明显超过社融存量同比增速——后者同比增速大体维持在12-14%之间，银行业总资产同比增速则骤然扩大到15-17%。而进入2017年以来，银行业总资产同比增速快速地回落，至5月，该数据仅为13.1%，与社融存量同比增速12.78%已经非常接近；到5月，银行业总资产同比增速更进一步跌至11.99%，已经低于同期社融存量同比增速（12.90%）——这是近年来银行业总资产同比增速首次低于同期社融存量同比增速。

如何理解央行资产负债表的变化？

长期以来，中国央行资产负债表处于持续上升趋势中。在今年一季度央行总资产连续两个月“缩表”之前，2015年和2016年一季末央行总资产就已出现过两轮较明显的下降，分别收缩约2万亿和约1.1万亿。央行在一季度货币政策执行报告中表示，这一次央行资产负债表的变化与保持银行体系流动性基本稳定可以并行不悖，因此不能用过去的情况来衡量目前的流动性松紧，也不能将央行资产负债表的短期波动视作货币政策取向的变化。

前两次都是在外汇占款下降的大背景下发生的，同时也与降低准备金率有关——2015年全年5次

普降准备金率，2016年3月也曾降准。降准只改变了基础货币结构，不会增加基础货币总量。但降准后商业银行法定准备金会转化为超额准备金，具有投放流动性的作用。随着商业银行动用这部分流动性，超额准备金也会相应下降，表现在央行资产负债表上就是“缩表”。此外，降准容易引发预期变化从而加剧外汇流出。两方面原因相互叠加、相互强化，使得央行“缩表”更为明显。

在外汇占款下降这一大背景不变的情况下，今年一季度央行又一次“缩表”。央行在一季度货币政策执行报告中列举了三个原因，现金投放的季节性变化、财政存款大幅变动以及商业银行合意流动性水平的变化。

实际上，今年以来，无论央行表现为“缩表”还是“扩表”，我国广义货币供应量的乘数均呈现为增长（图11）。今年2、3月，央行分别“缩表”2798亿和8116亿，同期货币乘数分别是5.23倍和5.29倍，均较上年末的5.02倍有所增长；而3月、4月，央行依次“扩表”3943亿元和1189亿，同期货币乘数继续扩大到5.33倍和5.35倍。由此维持了货币供应量平稳增长。

央行强调，根据形势变化和供求因素，人民银行合理搭配工具组合，保持了流动性中性适度 and 基本稳定，这意味着央行资产负债表的变化与保持银行体系流动性基本稳定可以并行不悖，因此不能用过去的情况来衡量目前的流动性松紧，也不能将央行资产负债表的短期波动视作货币政策取向的变化。

### 中美央行资产负债表变化的对比

之所以本轮中国央行“缩表”引起坊间热议，重要原因之一是同期美联储表现出比较明确的缩表意图，而两国央行资产负债表在过去较长时间以来的变化似乎呈现出一定的“同步性”。

过往十年以来，中美两国央行资产负债表均处于扩张过程中：中国央行总资产从2008年1月的18.4万亿元扩张到2017年5月的342万亿元，同期美联储总资产从9251亿美元扩张到4.5万亿美元，两者扩张幅度分别约为85%和384%，均处于较快的扩张周期中；2014年底、2015年初之后，两国央行总资产又“不约而同”放缓了增速。

美联储运行的大致逻辑与中国央行相似，即都是通过各种手段调节基础货币，从而调节货币市场利率。尽管如此，仍需要明确的是，中美两国央行资产负债表发生变化的本源并不相同。美联储总资产变化的根本原因是三轮量化宽松政策（QE）。从2008年金融危机造成市场剧烈动荡之后，美联储于2008年11月、2010年11月及2012年9月先后启动了三轮QE政策，购买资产规模合计超过3万亿美元，为市场注入了巨大的流动性，直接推动美联储资产负债表快速膨胀。

从2014年10月退出QE至今，美联储总资产大体维持在4.5万亿美元左右。据美联储披露的数据显示，截至今年6月14日当周，美联储资产结构中抵押贷款支持证券（MBS）和国债的占比分别是55%和40%——这正是美联储三轮QE

中所购买资产的主体。这些资产也是影响美联储货币政策的主要科目。换言之，在完成系列QE之后，美国经济出现复苏迹象，并进入加息通道，美联储缩表、收回之前投放的基础货币，就成了顺理成章的事情。

相对而言，中国资产负债表扩张的影响因素和资产构成则复杂得多。大致说起来，在2015年之前，中国央行总资产扩张或收缩由外汇占款的变化所主导。那段时间，在人民币长期升值预期之下，央行被动发行基础货币，用于收购经常项目和资本项目顺差，积累了高达27万亿的官方外汇储备。中国央行数据显示，从2002年1月到2014年12月，央行总资产增长了29万亿，增幅为647%，同期外汇占款增加了25万亿，增幅为1403%——外汇占款新增规模占央行总资产新增规模的86%。

而在2015年之后，尤其2016年以来，中国央行逐渐改变了原

先依靠外汇占款投放基础货币的模式，转而通过逆回购、常备借贷便利（SLF）、中期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）等工具补充基础货币。以2016年为例，根据中国央行披露的数据计算，2016年央行通过逆回购操作实现净投放19122亿元；SLF余额增加1290亿元；MLF余额增加27915亿元；PSL余额增加9714亿元——四项合计58041亿元。同期央行总资产中的外汇占款下降29112亿元，换句话说，前四项的增加额在抵消外汇占款减少额之后，与央行总资产扩张的25875亿元相当接近。

中国央行在2017年一季度货币政策执行报告中表示，由于我国央行资产负债表更复杂，其变化受到外汇占款、不同货币政策工具的选择、财政收支乃至春节等季节性因素的影响，且作为发展中经济体，金融改革和金融调控模式变化也会对央行资产负债表产生影响，不能简单与国外央行进行类比。



# 银行体系“达摩克利斯之剑”直指同业和委外

文 | 《固定收益》编辑部

银监会连续出台了一系列如“三违反”、“四不当”、“三套利”等8项文件，并对此表态“2017年是我国供给侧结构性改革的深化之年，也是金融业风险防控的关键之年”。

今年以来，银监会密集发布了系列重大政策性文件，大幅提升监管力度，剑指银行业风险防控工作。尤其突出的是，在本轮监管升级的过程中，过去两年来迅速膨胀的同业链条，明确成为从严监管的对象，未来杠杆操作、同业扩张、监管套利等行为将受到约束。本文拟就银监会对同业与委外的监管逻辑和举措进行分析。

## “政策组合拳”的整体目标

3月下旬以来，银监会连续出台了一系列如“三违反”、“四不当”、“三套利”等8项文件，并对此表态“2017年是我国供给侧结构性改革的深化之年，也是金融业风险防控的关键之年”。

根据系列监管文件可知，本轮银监体系监管大升级的覆盖面极大（表1）：全面覆盖金融系统中同业、理财、资管、不良贷款、影子银行、股权、银行人员、股东、董事会以及监管管理层等各个潜藏



**把防控金融风险放到更重要的位置，确保不发生系统性金融风险。**

风险隐患之处。其中既有对以往各类原则性要求的重申，也有对具体业务操作方面的专项治理整顿，落实力度明显强于以往。这套“政策组合拳”的用意非常明晰，即围绕“三去一降一补”，摸清行业风险、引导银行业提升服务实体经济的水平，并为后续的强化监管提供方向。

可以将本轮银监体系监管升级的基调大致概括为一句话，即“把防控金融风险放到更重要的位置，确保不发生系统性金融风险”。而这一基调的确定和推行则早有部署。2016年末中央经济工作会议就明确提出：“要把防控金融风险放到更加重要的位置，下决心处置一批风险点，着力防控资产泡沫，提高和改进监管能力，确保不发生系统性金融风险。”

整体而言，银监会的监管主线大致可以归纳为“摸底——厘定机构责任——明确监管治理方针——弥补监管短板”。如银监会5号文指出银行业市场乱象的表现形式；

表1：银监会集中发布的八大重磅监管文件覆盖面极大

发布时间	文件
3月23日	《中国银监会办公厅关于开展商业银行“两会一层”风控责任落实情况专项检查的通知》银监办发【2017】43号
3月29日	《中国银监会办公厅关于开展银行业“违法、违规、违章”行为专项治理工作的通知》银监办发【2017】45号
3月29日	《中国银监会办公厅关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理工作的通知》银监办发【2017】46号
4月6日	《中国银监会办公厅关于开展银行业“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”专项治理工作的通知》银监办发【2017】53号
4月7日	《中国银监会关于提升银行业服务实体经济质效的指导意见》银监发【2017】4号文
4月7日	《中国银监会关于集中开展银行业市场乱象整治工作的通知》银监发【2017】5号
4月7日	《中国银监会关于银行业风险防控工作的指导意见》银监发【2017】6号文
4月10日	《中国银监会关于切实弥补监管短板提升监管效能的通知》银监发【2017】7号

资料来源：银监会官网

45号文要求银行金融机构开展全系统自查及“上对下”抽查；46号文针对交叉性金融业务存在的高杠杆、多嵌套、长链条、多套利等问题，提出资金来源方承担风险责任；53号文直指银行理财、同业业务等不当交易行为；6号文重点针对十种风险，督促银行业金融机构切实处置一批重点风险点；7号文提出了法规制度建设的蓝图等。

同期，银监体系各级别治理有序开展，行政处罚力度不断加大。截至6月初，银监系统作出行政处罚947件，其中银监会级别的行政处罚达25件——而此前从2003年至2014年长达十年的时间中，银监会级别的行政处罚合计为25件，可见本轮监管升级的力度之大，对违规行为的震慑力之强。

中债资信认为，强监管的本意并非限制业务发展，而是破局系统性风险，建立长效监管机制，其短期内重点规范治理金融市场业务和商业银行同业业务，对金融市场各子市场产生了一定冲击。

## 监管趋严导致同业存单发行规模收紧

作为银行传统业务，同业业务是银行间临时、短期的资金头寸调度业务。不过近年来，同业业务发生了极大变化，逐渐发展为商业银行信贷资产的出表利器：商业银行通过同业拆入资金或吸收理财资金，扩大表外资产。

资产在银行体系表内表外腾挪，其背后的风险依然留存在体系内，如层层嵌套、高杠杆、资金空转、期限错配、流动性问题等。早在2013年，银监会发布8号文，要求商业银行理财非标资产占总资产的比例不能超过35%，试图从总量控制的角度来遏制同业资产的暴涨趋势。此后监管层一直努力规范非标，酝酿出台规范同业业务的针对性措施。

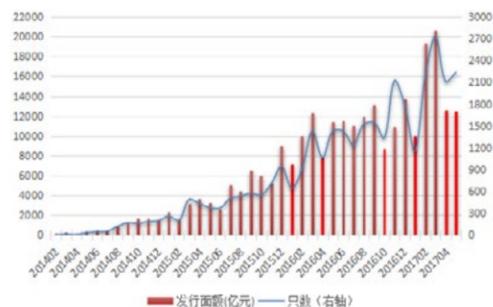
华泰证券研究员沈娟表示，根据银监会的系列文件，对于同业业务，未来的监管方向是促进资金进入实体经济，实现风险透明可

控，以及足额计提拨备和夯实资本；大趋势是减少同业嵌套、降低杠杆和实行穿透式监管。

在本轮监管风暴中，银监会46号文、53号文、7号文均明确对同业业务提出了针对性的监管要求：46号文厘定了监管套利、空转套利等行为，主要包括利用同业业务规避监管、同业空转等；53号文与46号文要求自查的内容有一定重叠，不过前者更强调创新业务应当与完备的制度建设相匹配，且关于“不当交易”的界定比后者更详细，并首次提出将商业银行发行的同业存单计入同业融入资金余额，考察其是否超过负债总额的1/3；7号文则提出要整治同业业务，加强交叉金融业务管控。

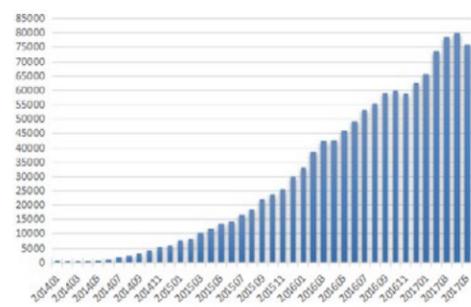
上述监管政策集中发布所造成的影响，在同业存单的发行规模、持有规模上已经有所表现，且影响力较往年更强。根据上清所统计的数据，今年3、4月银监会8文连发，重点监管同业和委外，直接导致4月同业存单发行规模环比降

图1: 监管政策导致同业存单的发行规模收紧



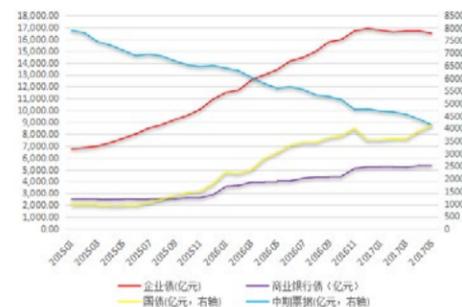
数据来源: 上海清算所

图2: 机构持有同业存单的规模快速扩大(单位: 亿元)



数据来源: 上海清算所

图3: 从债券托管结构的变化窥视委外体量



数据来源: 大智慧

幅高达39%，是近年来同业存单所遭遇的最大发行规模环比降幅；而5月虽然发行只数有所回升，但发行规模继续下跌。

回溯过往数据，每次监管力度加强，短期内同业存单的发行规模都明显收紧。2016年1月银监会下发《关于票据业务风险提示通知》，持续加码整治同业业务；2016年3、4月，监管层先后发布《关于印发全国性股份制商业银行监管工作要点的通知》和《关于加强票据业务监管促进票据市场健康发展的通知》，一再强调理财、同业、票据业务及其所带来的流动性冲击风险；2016年10月、2017年1月，央行两次表态将表外理财纳入MPA考核……上述监管举措均导致对应时点同业存单发行规模的大幅萎缩，环比降幅分别达到22%、36%、33%和27%（图1）。

往年的经验是，同业存单发行规模的回落通常很难持续——基本上翌月便会卷土重来，机构持有同业存单的规模依然继续放大。显

然，今年情况有所不同，监管层对去杠杆、推进金融业脱虚入实态度坚定，使得同业存款的发行规模和存量双双下滑（图2）。上清所的数据显示，2017年5月，机构持有同业存单的规模76097.3亿元，尽管同比增幅依然有65.5%，但已是近年最低增速，且环比减少了39048亿元。

进一步剖析各类商业银行对同业存单的持有结构发现，以城商行、农商行为主的中小型商业银行对同业存单的持有规模及所占比重持续攀升，已经超过国有大型商业银行与股份制商业银行的持有总量。信达证券策略分析师谷永涛认为，以城商行、农商行为主的中小银行持有规模和所占比重持续上升，成为同业存单的主力，其背后隐藏的风险值得关注。

### 委外业务仍有存在空间

本轮监管升级对委外投资直接与间接影响并存。系列新规对委

外投资给予了明文规范，从杠杆率、单一受托人受托资产比例等角度要求银行控制风险。之前银监会于2016年底发布的新版G06报表中首次明确定义了银行理财的协议委外，但并无具体监管要求。

银行委外投资是近年来我国影子体系业务扩张的重点。其主要源自实体经济融资需求下滑，“非标”业务规模持续萎缩，为了维持必要的收益和规模扩张转或通过直接或委外加杠杆的方式，将资金配置到债券、股票、私募股权等资产市场。委外投资的资金来源有企业、个人，也包括同业资金和同业理财。目前委外资金的总体规模并无统一数据，据华泰证券测算，目前我国委外规模大约为5-6万亿元量级。

华泰证券研究员沈娟认为，本轮监管新政明确了收缩委外投资、缩降商业银行投资杠杆的立场，对委外投资形成三方面影响：其一，46号文要求检查是否存在非银机构利用委外资金进一步加杠

杆、加久期、加风险等现象，由此对于违规委外项目，银行存在赎回动机；其二，做实穿透管理。6号文强调“银行业金融机构要审慎开展委外投资业务，严格委外机构审查和名单管理，明确委外投资限额、单一受托人受托资产比例等要求，规范开展债券回购和质押融资，严格控制交易杠杆比率，不得违规放大投资杠杆”，明确资管计划不能嵌套其他资管计划，并要求对银行理财资金穿透底层资产进行会计核算及资本计提——这造成资金面紧张，银行可能会提前赎回部分流动性较高的资产，以缓解自身流动性压力；其三为间接影响，即在监管趋严的背景下，由于担心监管风险引起债市波动，部分投资风格稳健的银行也有可能提前赎回委外产品。

显然，系列监管文件的出台改变了银行的风险偏好，可以预见未来银行在实施委外业务及创新业务时会更加谨慎。由于银行委外的主要投向是券商资管和基金公司，

债、企业债规模都得大幅萎缩，这将对市场造成明显冲击。

但从另一个角度说，今年同业领域监管趋严，银行通过同业存单扩大表内规模方式受限，表内业务规模扩张面临压力，银行资产蕴含较大委外需求，有可能以委外形式在表外展开。目前关于去委外的监管政策仍有待进一步明朗化，因此委外业务在自查之后将如何落实，仍存在一定的不确定性。有一点比较明确的是，无论对券商资管还是基金公司来说，在强监管、大资管行业去通道的背景下，今后收缩通道业务、转型主动管理是大势所趋。☘

因此未来或将导致券商资管、基金公司遭遇较大的市场变数：券商资管对接银行委外投资一般以一年期为主，在当前监管背景下，部分产品面临续签难度；而另一个银行委外业务的主要载体——基金专户（子公司）也将面临一定的赎回压力。

也许可以从债券托管量结构的变化来窥视端倪（图3）。根据大智慧的统计，2015年6月以来，基金持有国债的规模快速飙升，从原来长期盘亘在1000亿元以下迅速扩张到2017年5月的4100亿元附近，增幅高达310%；企业债的筹码也加速向基金集中，基金持有企业债的规模从2015年6月的约8000亿元膨胀到2017年5月的16500亿元，规模翻了一番多，且基金所持企业债占企业债总规模的比重从约21%直升至超过40%——这些数据的壮大实际上跟委外的扩张有关。

任泽平认为，在强监管的推动下，若要使债券托管量恢复之前的结构，意味着基金所持有的国



# 股债双杀， 强监管是影响债市的核心因素吗？

文 | 《固定收益》编辑部

今年3月以来，一行三会持续强化金融监管、金融去杠杆，密集发布监管文件。系列政策指向则非常明确：就是要整肃行业、严防杠杆炒作和控制交叉性风险。

在金融防风险的主基调下，金融监管再次成为了资本市场关注的焦点，中央银行、银监会、证监会以及保监会等各个监管部门，都陆续推出了一系列金融监管举措。尤其从4月份以来，证监会监管的动态信息甚至牵动了整个资本市场的变化。

而这三个月密集出台的金融监管政策（表1），主要是对中央经济工作会议“防控金融风险”相关会议精神的落实。

对于这一切的反应市场则是喜忧参半。从第一条密集新规发布始3月17日至6月初，上证指数从3237.45至3109.30下跌了128.15点，跌幅4.06%；深证成指则从10515.41至9797.47下跌了717.94点，跌幅7.83%。债市，中国10年期国债活跃券期货T1709先涨后跌，从95.095先涨至96.595后回落至95.3566，6月初维持在94.725附近。而大部分债券品种则是一路下行，例如2001年记账式（七期）国债从103.85



**而当今的强监管是否是造成的“股债双杀”的元凶，影响到底几何？时间点又是否契合，能够说明问题呢？**

至102.21。大宗商品期货虽加强管控，但表现不一，多是延续之前走势，没有共性。例如豆一主力和沪金主力表现稳定，豆一从3830微调至3739，沪金主力3月中旬278.45至6月初281.65，沪铜主力则从47980至45360，下跌幅度较大。

市场的表现不尽相同，但股债的下跌似乎都作出了一系列反应。长期以来，资本市场的变化逻辑其实是以基本面和政策面为导向为基准，很少涉及到金融监管政策，但是从当前的市场投资者预期来看，很多都关注着金融监管政策对资本市场的影响。而当今的强监管是否是造成的“股债双杀”的元凶，影响到底几何？时间点又是否契合，能够说明问题呢？

从国内经验中尚无法找到金融监管对于资本市场影响的经验，我们不妨以2009-2010年的美国强监管债市的表现做参照。魏微有言：“以史为鉴，可知兴替。”

表1：近期证监会系列政策和防控举措

3月17日	证监会同意中国证券业协会发布实施《公司债券受托管理人处置公司债券违约风险指引》
4月14日	证券业组织开展律师事务所从事IPO证券法律业务专项检查工作
4月14日	《扩大持股行权试点方案》
4月21日	《期货公司风险监管指标管理办法》及《期货公司风险监管报表编制与报送指引》
4月28日	《关于开展创新创业公司债券试点的指导意见（征求意见稿）》
5月3日	《区域性股权市场监督管理试行办法》
5月5日	《区域性股权市场监督管理试行办法》
5月5日	《证券投资基金经营机构信息技术管理办法（征求意见稿）》
5月9日	证监会再次要求清理资金池类债券产品
5月26日	《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》

## 美国“强监管”对债市变化的驱动因素

我们把时间拨回2009-2010年。在经历了2008年的金融危机后，美国政府开始认识到了金融监管的重要性。从2009年开始，美国政府展开了一系列的金融监管立法。在2010年7月21日，美国总统奥巴马签署了金融监管改革法案成为法律，标志着历时近两年的美国金融监管改革立法完成，从此拉开自大萧条以来美国最大规模金融监管改革的序幕，华尔街正式掀开新的强监管金融时代。

期间的《多-弗法案》被认为是“大萧条”以来最全面、最严厉的金融改革法案，其全面生效标志着美国金融监管进入一个新的时代。《多-弗法案》的酝酿到落地这段时间基本贯穿了2009-2010年。在此期间，美国金融市场始终面临着监管强化的预期影响。因此我们将2009-2010年成为美国金融市场中的强化监管年份。

那么在2009-2010年期间，面对监管的强化，美国的资本市场做出了哪些反应了变化呢？

### 1、监管进程对于资本市场的影响

国信证券首席分析师董德志按照上述8个时间进程总结了这8个时期中美国股、债市场的变化。

首先可以看到2009-2010年中，美债利率和道琼斯指数基本呈现同向变化（图1），同涨同跌的效应较为明显。而投资者由于担忧往往会有一种“加强监管造成资本市场下跌；放松监管造成资本市场上涨”的想法，而从实际情况上看，强监管造成的涨跌效应其实并不明显。

至少在数据上，很难总结出金融监管政策对于资本市场的影响。

### 2、“监管年”中货币政策对于资本市场的影响

如果看不出监管政策对于资本市场的影响，那么是否货币政策的变化可以解释资本市场的变化呢？

2009年以来，美国的联邦基金利率基本为零水平，利率政策很难看出变化。奥巴马时代的货币政策主要体现为量化宽松政策(QE)。期间QE政策从大的变化来看，出现了三次，分别为扩大QE1、停止QE1、实施QE2。

在2009-2010年监管强化年份中，这些政策对于资本市场的影响（图2）。

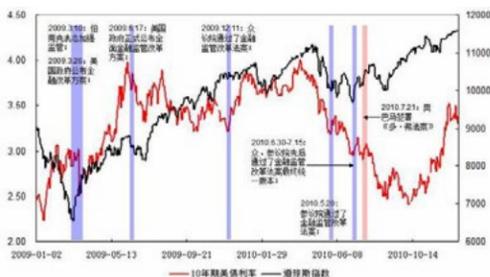
自2008年底推出第一轮QE以来，无论是2009年3月扩大QE1规模、2010年3月结束QE1，还是2010年底开启QE2，都先后离拐点不远。其中，货币政策对债市的影响明显大于股市。可以说，货币政策是影响债市和股市的关键因素。

### 3、“监管年”中经济基本面对于资本市场的影响

除了金融监管政策和货币政策，也需要考察一下经济基本面对于资本市场的影响。

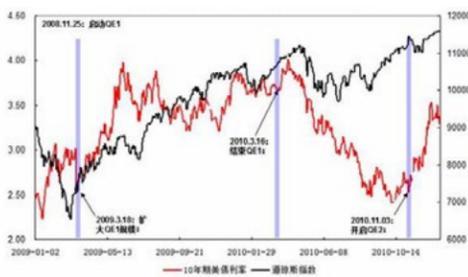
国信证券首席分析师董德志选取了ISM的制造业PMI指标作为经济基本面变化的衡量指标，观察

图1：强化金融监管中的股债表现



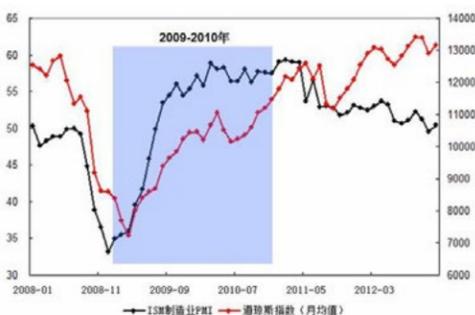
资料来源：国信证券研报

图2：2009-2010：监管年中货币政策对资本市场的影响



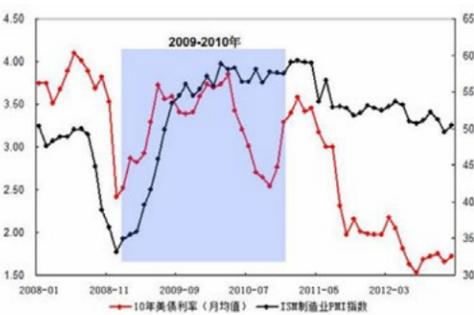
资料来源：国信证券研报

图3：美国道琼斯指数与PMI指数的关系



资料来源：国信证券研报

图4：美国10年期国债利率与PMI指数的关系



资料来源：国信证券研报

其是否能解释2009-2010年监管强化年份中美国资本市场的变化。

首先看，美国道琼斯指数与PMI指数的关系（图3）：

国债利率对于PMI的反应吻合度更强烈于道琼斯指数，利率的波动起伏基本和经济基本面亦步亦趋。

由此得出结论，在公认的2009-2010年美国金融市场监管强化年份中，金融监管政策对于资本市场的解释力度不强，甚至南辕北

辙，而货币政策和经济基本面的变化能够符合资本市场的变化轨迹。

### 本轮金融强监管下面临的机遇与挑战

2017年，从目前情况来看，中国的资本市场也面临着上述诸多因素的影响：监管政策、货币政策以及经济基本面因素。主线模糊的背

景下，美国2009-2010年的经验告诉我们，金融监管政策无法成为解释市场变化的主线，货币政策和经济基本面的因素是最合理的解释线条。

货币政策上看，目前我国国家一年期Shibor报价走高达4.3024%，银行的资金成本正在不断攀升，与央行一年期贷款基准利率4.35%也只是一步之遥。代表实体经济融资需求的LPR利率和代表

金融市场融资成本之间正处于倒挂状态，目前“去杠杆”正紧张的发生在金融体系中，债市将继续承压也是可想而知。

并且，当月美联储加息预期依旧箭在弦上，而二季度美国加息预期也已落地。这也意味着我国也需要“被动”加息，恐怕这对债市也是一个不小的打击。

不过另一个方面来看，新出炉的5月份中国制造业采购经理指数(PMI)环比与4月份持平为51.2%，至此，这一指数已连续10个月保持在荣枯线以上。专家同样表示，目前市场信心良好。企业生产经营活动预期指数，保持相对较高水平。

5月份为56.8%，较4月份上升0.2个百分点，高于去年同期1.7个百分点。由此看来，目前基本上中国经济运行还是保持稳中向好，这对债市也会起一个强支撑作用。

而对于中国的股市来说，强监管的影响却很有趣。中国经济驱动是由政府投资主导而不是由居民消费主导，在这种增长模式下，只有当货币持续海量供应溢出到股市的时候，股市才能走好（比如2006年到2007年，2008年11月到2009年7月的股市），给投资者带来好的回报。弄清楚货币政策的影响，和中国的经济所处的阶段远比监管政策重要，这些往往是决定股市大

方向的因素。而监管政策的松紧则会决定在股市中的具体炒作标的。例如郭主席强监管的2011年10月至2013年3月，和刘主席2016年中旬开始的强监管。有意思的是，或许这又与游资的避险需求有关，在这些阶段往往都有蓝筹股的“上证50ETF”行情。

诚然，深入研究自然不止这三个方面，还牵扯许许多多的小细节，不过主体似乎已经给“定了调”，在目前的大环境下，更是需要客观审慎的看问题。而美国的经验似乎也告诉我们，所谓“强监管”只是一个很小的方面而已。





# 公募半年度生态报告

文 | 《固定收益》编辑部

从结构来看，以债基和货基为主的固定收益类产品无疑是年中基金规模得以冲破 10 万亿的“功臣”，它们在其他类型基金产品规模增长疲软乃至下滑的情况下，带动基金总规模持续冲高。

今年以来，在强监管时代的到来下，资本市场发生了很大的变化，公募基金的业务模式及生存环境也发生了相应的变化。本文拟从规模、发行、资产配置三个角度，对公募基金的生态现状展开盘点。

## “固收”力助规模冲破10万亿

得益于固定收益类产品规模的迅猛，今年2季度，公募基金资产规模首次突破10万亿。

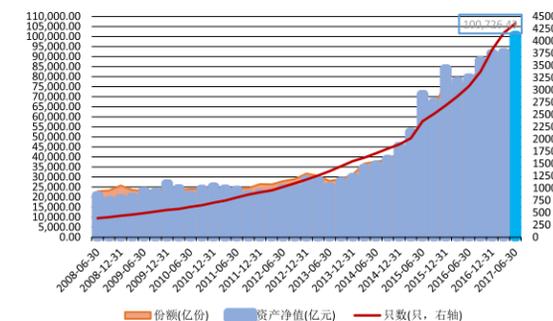
根据大智慧的统计，截至2017年6月30日，我国已发公募产品的基金管理公司为117家，较上年末增加4家；公募基金产品数量4360只，基金份额9.83万亿份，资产规模10.07万亿元，分别较上年末增加4.71%、11.07%和2.44%（图1）。

从结构来看，以债基和货基为主的固定收益类产品无疑是年中基金规模得以冲破10万亿的“功臣”（图2），它们在其他类型基金产品规模增长疲软乃至下滑的情况下，带动基金总规模持续冲高。

## 上半年基金发行遭遇“寒潮”

尽管规模突破了10万亿，但也不得不承认，在刚刚过去的半年，基金发行遭遇了前所未有的“寒流”。在“强监管”的雷厉风行中，刚刚过去的半年随着货币政策的边际收紧和金融去杠杆的大力推进，A股市场走出了严重分化的行情。由此，上半年基金行

图表1：公募基金市场规模变化趋势



数据来源：大智慧

业不仅发行规模严重缩水，多只产品不得不延长募集期限，甚至有个别产品募集失败。

今年上半年新发基金555只，募集总规模4156.31亿份，较上年同期分别增长38%和8%，但较去年的下半年则双双发生萎缩，分别缩水了28%和41%——发行数量与发行规模增速的巨大落差，导致今年上半年新发基金的平均发行份额出现我国公募基金有史以来最“惨淡”的境况。

尤其2季度，发行新基金213只，与上年同期相仿，但募集规模1182.28亿份，几乎比上年同期折半，因此平均发行份额仅为5.55亿份——这一数据不仅是连

图表2：2017年2季度基金规模分布结构

	基金只数		基金份额		基金资产净值	
	只数(只)	较上年末变化(%)	份额(亿份)	较上年末变化(%)	资产净值(亿元)	较上年末变化(%)
股票型基金	690	8.83%	5,945.95	-7.14%	7,083.41	1.82%
混合型基金	2,034	13.76%	18,955.26	-3.31%	21,231.32	1.02%
债券型基金	1,176	19.15%	19,440.38	6.68%	20,146.51	5.02%
货币型基金	321	13.43%	52,955.96	17.22%	51,198.06	18.18%
QDII基金	130	5.69%	879.90	-15.15%	902.15	-8.70%
商品型基金	9	0	87.71	0.48%	164.97	-4.87%
合计	4,360	14.01%	98,265.16	8.54%	100,726.43	9.91%

数据来源：大智慧

续第四个季度下滑，且创下历年新低，还不到2007年4季度历史峰值93.35亿份的6%（图3）。

从月度数据很容易看出，今年上半年新基金的发行行情是从4月开始骤然降温：在1季度，除了1月募集份额低于上年同期外，2月、3月均明显高于上年同期，甚至高于上年月均募集规模；而4月、5月，新发基金的募集份额均大幅下滑，直至6月才略有回升，但这是建立在6月新基金发行数量较上年同期增长了18%的基础上的——即便如此，6月的募集份额仍较上年同期低19%。

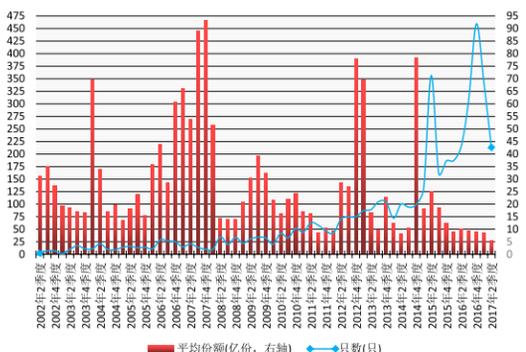
从新发基金平均份额上看，2017年1-6月中，除了2月新发平均份额达到18.31亿份之外，其余月份的平均发行份额均在7.5亿份以下，远低于2016年月度新发规模的均值9.27亿份；其中1月、5月新发平均份额更是分别低至4.12亿份和3.94亿份。

上半年新发行的基金中，包括股票型基金、混合型基金、QDII在内的权益类基金份额占比约37%；而以债基和货基为主的固定收益类基金的份额占比则是63%。而2016年全年，权益类基金和固定收益类基金的发行份额占比分别为48%和52%。即今年上半年权益类基金的发行份额收缩明显，而固收类则是连续三个季度发行份额占比超过50%（图4）。

今年上半年新发基金中有3只基金规模超百亿，其中1季度两只，2季度一只，分别是工银瑞信丰淳半年定开债、招商招享纯债和中银丰实定开债——均为债券型基金，也均出自银行系基金公司；而2016年下半年有11只新发基金超百亿，其中8只债券型产品。此外，今年1季度定开灵活策略混合型、沪港深、主动量化、定增等概念走红，但到2季度定开灵活策略混合型产品、定增等概念则骤然降温。

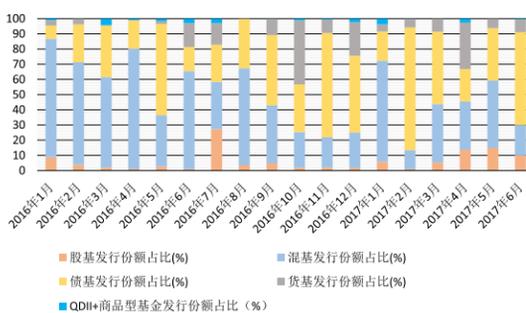
上述新发基金“风向”的变化，均与监管层对相关产品的管理趋严有关。例如去年以来，机构资产配置需求旺盛，借道公募设立定制化产品成为热门，导致公募委外定制基金数量猛增。而今年以来监管升级，纯债、灵活配置混合基金等委外定制产品被暂停审批；3月，证监会发布了《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定（征求意见稿）》，要求规范委外定制基金的发展。又如2月末证监会出台“再融资新规”，5月出台“减持新规”，在这两只新规的制约下，定增产品遇冷是大势所趋。

图3：2017年2季度新基金平均发行份额创历年新低



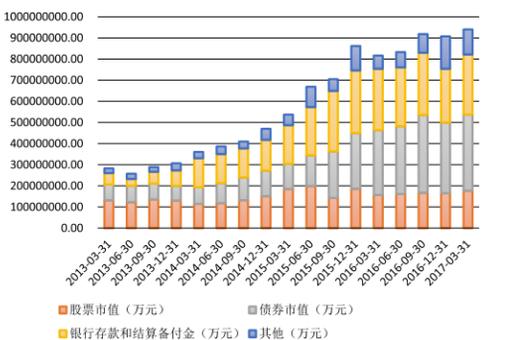
数据来源：大智慧

图4：新基金发行份额的占比结构（%）



数据来源：大智慧

图5：基金资产配置结构（万元）



数据来源：大智慧

不过从今年二季度的基金申报数据来看，委外产品的发行似乎正在重新升温。证监会披露的数据显示，今年上半年有84只发起式基金提交申报文件——其中26只为债券型产品，而1-6月的提交数量分别是8只、8只、6只、18只、29只和14只。这些产品很有可能是“委外新规”下改装后的委外定制基金产品。

基金发行遇冷还表现在多只基金延长募集期限。大智慧的数据显示，2017年上半年有约70只基金延长了募集期限，其中34只募集期在80天以上。而且4月出现了业内首只未能成功募集的基金产品。

### 强监管推动资产配置结构生变

强监管政策环境毫无疑问会造成公募资产配置结构的变化。实际上，今年一季度，不少对政策风险嗅觉敏锐的基金公司已经着手调整旗下产品的资产配置结构，以顺应监管政策的变化，平滑调整对产品产生的冲击，这点在今年公募基金一季报中已显露端倪。

从配置市值上看（图5），公募基金对股票和债券的配置规模仍有小幅增长。根据大智慧的数据，2017年一季度公募基金配置股票和债券的资产总值分别约为1.77万亿元和3.63万亿元，环比增幅分别为7.05%和17.95%，同比增幅则分别为13.03%和11.21%。

从配置比例上看，债券与股票依然是公募资产配置当仁不让的主角，双方合计占比57.21%，较上年末增长2.16个百分点。相比股票

而言，基金对债券的配置比例提升略多一点：截至2017年一季度，基金配置债券占比约为38.36%，较上季末增长1.55个百分点。过去十年以来，基金对债券的配置比例很少超过30%，这一情况在2015年、2016年的“债牛”行情中被彻底扭转——基金对债券的配置比例不仅超过了30%，还大大超过对股票的配置比例，并延续至今。

但应该说，在2017年上半年，基金资产配置最值得注意的一个变化，是公募基金对“其他资产”的配置比例的骤降。大智慧的数据显示，该配置比例从2016年底的16.93%，骤降4.3个百分点至2017年一季度的12.63%。这里的“其他资产”，指的是除股票、债券、现金之外的其他资产，包括基金、金融衍生品、资产支持证券、买入返售金融资产以及其他等。

回溯基金资产配置比例的环比数据和同比数据，可见近来基金对“其他资产”的配置波动剧烈。过去几年来，基金对“其他资产”的配置比例多数低于10%；2016年全年该配置比例突然从一季度的7.66%攀升到四季度的16.93%；随后再骤降至12.63%；且其同比增速变化更大，从2016年四季度的6463.59%骤降至2017年一季度的100.41%；同期环比增幅的则从

580.7%变成-85.62%。

从细分科目很容易看出，对该项指标影响最大的当属“买入返售金融资产”，它在“其他资产”中的占比超过8成。而“买入返售金融资产”则恰恰属于系列监管新规重点规范的范畴。

2017年一季度，基金对“买入返售金融资产”的配置规模为9666.77亿元，较上年末下降25.52%，占总规模的10.28%；而在2016年四季度，基金对该类资产的配置规模仍高达1.3万亿元，占总规模的14.3%——换言之，基金对“买入返售金融资产”的配置比例下降了4.02个百分点，成为基金对“其他资产”配置比例下降的主要动因。

西南证券分析师朱斌表示，之所以2016年以来基金对“其他资产”的配置发生这么大的变化，主要是2016年债市、股市均不太景气，公募基金为了避险和获得更高收益，积极寻求其他类资产等投资方向；到2017年，监管层态度坚决地推行“金融去杠杆”，并在3月下旬之后出台系列监管新规，大力约束杠杆操作、同业扩张、监管套利等行为，由此推动公募基金对其他资产的配置比例快速下滑，并重新将目光转向股票、债券等常规投资标的。



强监管政策环境毫无疑问会造成公募资产配置结构的变化。

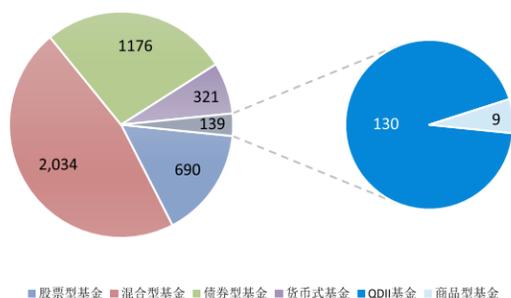


## 公募基金半年度发展

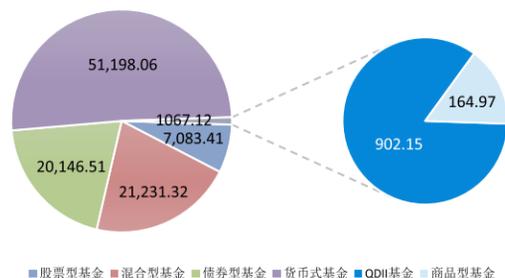
截至 2017 年 6 月 30 日



按基金只数 (单位: 只) 基金产品的结构是这样的:



按基金资产规模 (单位: 亿元) 基金产品的结构是这样的:



### 固定收益类产品为基金行业资产规模冲破 10 万亿做出最大贡献

货币式基金——较上年末**增长** 18.18%  
 债券型基金——较上年末**增长** 5.02%  
 股票型基金——较上年末**增长** 1.82%  
 混合型基金——较上年末**增长** 1.02%

#### 拖后腿的两个品类:

QDII 基金——较上年末**缩水** 8.70%  
 商品基金——较上年末**缩水** 4.87%



### 23 家基金公司跨入“千亿俱乐部”

21 家基金公司资产规模较上年末增长超百亿

其中, 鑫元基金



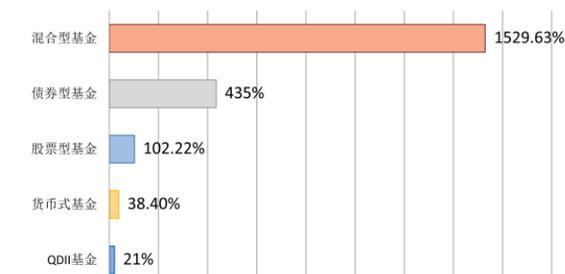
由此鑫元基金资产规模排名从第 61 位稳步提升 4 个位次至第 57 位

受益于 A 股蓝筹的积极走势, 2017 年上半年各类基金产品的平均业绩均实现**正收益**, 按**平均收益率**出色程度依次是

QDII 基金	6.33%
股票型基金	4.55%
混合型基金	3.86%
货币式基金	3.64%
债券型基金	1.07%



与上年末相比各品类基金平均业绩的**增幅**如何



剔除成立不足半年的新发基金, 有 80.89% 的非货币基金实现了正收益



作为重点布局“固定收益+”的基金公司

截至 2017 年上半年, 鑫元基金旗下有 2 只成立超过 2 年的产品**长期业绩**相当不错

基金代码	基金简称	近 1 年		近 2 年		成立日期
		增长率 (%)	排名分位	增长率 (%)	排名分位	
000655	鑫元稳利债券	3.72	1/10	11.01	1/10	2014-06-12
000694	鑫元鸿利债券	2.78	1/5	8.23	1/3	2014-06-26

上述数据均来自大智慧

## 南京银行金融同业部总经理龙艺： 顺大势，“做一个听话的孩子”

文 | 《固定收益》编辑部

加强监管力度、弥补监管短板、引导金融行业回归本源，这与我们年初预判是一致的。

自2016年末，特别是2017年4月以来，以银行业为重点的一系列监管动作频频。关于监管政策，市场上出现了不同声音的解读。

那么，究竟该如何正确解读银行严监管时代的到来，监管政策对市场有哪些影响，银行同业业务未来的发展趋势是什么，作为城商行领头羊的南京银行又该如何破局？带着这些问题，《固定收益》专访了南京银行金融同业部

总经理龙艺女士。“早在今年年初的时候，我们就预判2017年货币政策会执行从紧、监管政策会执行从严，从而判断今年将是‘监管严、利差窄、风险大、责任重’的一年。因此，我们今年提出的宏观策略就是：‘做一个听话的孩子！’”



行长室的领导下，南京银行立足于服务实体经济，取得了长足发展。截至2017年3月末，我行总资产达11225.65亿元；2017年一季度，实现净利润24.53亿元，同比增长15.78%，在城商行中继续排名前列；2017年一季度末，不良贷款率仅为0.87%。在最新公布的英国《银行家》杂志“2017全球银行1000强”榜单上，南京银行以一级

资本89.10亿美元荣登全球银行综合排名第146位，较2016年上升6位，位列中国银行业21强。

金融同业部成立于2013年4月，是一个年轻的部门，目前机构设置包括1个二级部门和6个内设部门，员工61人。我们将自己定位为“四个中心”，即管理中心、营销中心、产品中心、利润中心。我们

### 顺势而为，谨防四大风险

**固定收益：南京银行作为最早上市的城商行，近年来业绩靓丽，净利润增速位居上市银行前列，同业业务作为资产占比最大的业务板块，请您简单介绍下南京银行同业业务的发展和团队情况。**

**龙艺：**近年来，在董事会和

负责全行同业和票据业务的经营管理、全行同业客户的营销拓展和客户关系管理、全行同业和票据产品的研发推广，并通过条线考核提升经营能力与业绩。同业资产规模从成立之初的1300亿稳步增长至2017年一季度末的约4000亿，年均复合增长率40%以上，在全行资产中的占比稳定在40%左右，对全行利润贡献持续增加。

**固定收益：2017年是银行业监管大年，监管部门相继出台了“三违反”、“三套利”、“四不当”等系列文件，市场也经历了从“资产荒”到“资金荒”的过程，请问如何理解政策变化？监管政策对市场有什么影响？**

**龙艺：**关于今年的“严监管”，实际上在去年年底和今年年初，我们已经有所判断。去年年末，我们组织部门研究团队认真研读中央经济工作会议、政府工作报告等系列重要会议和文件精神，通过认真分析和领会，意识到2017年金融调控的主基调就是确保不发生系统性金融风险。具体看，金融调控的主要目标有三个：深化“三去一降一补”、维护人民币币值稳定和防范系统性金融风险。在此基础上，我们预判货币政策会执行从紧、监管政策会执行从严，从而判断2017年将是“监管严、利差窄、风险大、责任重”的一年。因此，我们今年提出的宏观策略就是：做一个听话的孩子！

2017年3月以来，人民银行、银监会、证监会、保监会、财政部相继出台了一系列文件，包括“三违反”、“三套利”、“四不当”、“十乱象”以及财政部的50

号文、87号文等，重点关注同业杠杆、多层嵌套、规范地方政府举债、限制融资频率和规模等，旨在加强监管力度、弥补监管短板、引导金融行业回归本源，这与我们年初预判是一致的。

在严监管环境下，市场发生了较大变化，首先是金融机构降杠杆明显、规模增速放缓。我们注意到，2017年5月银行总资产规模是232.89万亿，较4月仅增加0.94万亿，银行资产增速明显放缓；委外、债券池等产品存在提前赎回或者到期不续的现象，证券公司管理压力增加；从信托看，5月新发行信托产品543亿，环比下降31.32%，这个降速也是比较大的。其次是在货币政策执行从紧、监管执行从严背景下，资金市场处于紧平衡状态，利率持续高位运行，银行间1年期资金成本较去年同期大幅上升约2个百分点，银行利差明显收窄。第三是严监管叠加上半年经济面临下行的双重压力，市场波动加大、风险加速暴露，违约频发，部分地区金融风险增大。但是，有波动的市场才有机会，特别是金融同业市场，建仓机会往往是在市场波动中产生的，我们要顺势而动，波段操作。今年“三违反”、“三套利”、“四不当”以及监管部门在MPA、资本等方面的约束，给银行的流动性管理带来较大挑战。

**固定收益：我们关注到，去年以来同业市场风险频发，您认为同业业务主要有哪些风险？南京银行是如何管理这部分风险的？**

**龙艺：**近年来，随着利率市场化

和金融脱媒的不断深入，以及互联网平台业务需求的快速增加，金融机构竞争加剧，企业客户的融资需求呈现出多样化态势，各种交叉性金融产品层出不穷，金融产品向品种多元化、结构复杂化、风险隐蔽化方向发展。

在这种背景下，市场风险集中暴露，出现了萝卜章事件、多家银行票据案等系列风险事件，总体来看，我们认为同业业务有以下风险，首先是利率风险，这是同业经营时刻关注的风险。去年年初，经过对政策和市场的分析，我们判断利率应该是前高后低的下行走势，采取了一季度集中快速建仓、精细负债管理，并于二、三、四季度抓住波段操作的策略。在2016年资产收益下行速度快于2015年的情况下，全年同业利差反而较2015年扩大了10个BP！2017年情况又不一样，今年资金面处于“紧平衡”状态，中长期资金价格大幅上升；同时，由于“三去一降一补”，存贷款基准利率保持不变，银行间市场利率和信贷利率双轨运行，负债端成本比资产端收益率上行更快，建仓时机选择不对，就容易发生利率倒挂。其次是流动性风险，这是商业银行的生命线。我们认为防范流动性风险，最重要的原则就是：有多大的能力就做多大的事情，严控杠杆和错配！目前，银行业普遍情况是资产久期越长，负债久期普遍偏短，以往通过发行同业存单调节负债，今年银监会53号文在“不当交易”部分提到了若同业存单计入同业融入资金余额，是否超过银行负债总额的三分之一，约束了商业银行通过同业存单加杠杆的行为，流动性管理难度进一步加



大。此外，理财、债券的“刚性兑付”被打破，信用风险频发。2016年全年违约债券共79只，同比增长243%，涉及违约主体34个；违约总金额高达403亿元，同比增长220%。还有就是操作风险。我们可以看到，去年以来，很多风险事件都是“有章不循、有规不依”，操作风险往往与道德风险交织，同时还隐藏着法律风险。

我们始终认为人员管理是风险管理的核心，强调风险管理的专业化、强调防范职业风险和道德风险。南京银行构建了全面的风险管理体系框架，通过完善的风险防范机制有效控制经营风险。首先，我们设立了产品创新委员会，在产品创立之初即开会讨论、综合评估创新产品的风险和收益，从源头控制风险；其次，我们设有金融市场专职审批团队、风险部派驻团队以及投资决策委员会，层层把关，严控项目投资过程风险；最后，我们有专业团队负责投资后续管理。

同业业务由于线下交易较多、金额相对较大，标准化程度不够，更容易滋生操作风险。在业务开展过程中，操作风险和法律风险管理是目前市场环境下的重点和难点。我们认为操作风险是同业经营中要严格杜绝的风险，针对操作风险，我们一方面通过优化培训体系，对各业务岗位人员从业务、风险、授信及系统等方面综合化培训，提高风险意识；另一方面，我们提出三句话：把要求写入制度、把制度写入流程、把流程写入系统，通过强化制度和流程的管理，严控操作风险。针对法律风险，南京银行加强对法律文本、主体关

系的审核，同时避免法审人员和业务人员信息不对称，积极加强与法审部门的沟通，保障各项权利的落实。

### 打造“鑫E家”平台 把握互联网+时代机遇

**固定收益：在当前“互联网+”时代，请问您如何看待金融科技的发展，南京银行在金融科技领域有什么实践？**

**龙艺：**马云说过一句话：如果银行不改变，我们就改变银行。的确是这样，互联网公司的产品和服务，应该说，给客户带来了很大的便利，但同时也部分替代了商业银行的金融产品和金融功能，对银行存款和理财产品形成了分流，提高了银行的负债成本。我举两个例子：一个是余额宝，截至2017年6月30日，余额宝的期末净资产达到1.43万亿元，余额宝资金存入银行即算作同业存款，目前利率约为5.0%，而我们一年期定期存款利率是1.5%，银行负债成本提高3.5个百分点。第二个是阿里花呗借呗、京东白条等，目前互联网平台发放的消费贷利率至少为15%，而平台产品如花呗借呗做成ABS后，我们用同业资金对接的利率约为5.5%，发放消费贷的互联网平台利差达9.5个百分点。

应该看到，银行有丰富的风险管理经验和客户基础，互联网平台有大数据分析优势。对银行来说，既要看到互联网平台造成的冲击，也要在控制风险的前提下，把握机遇，与互联网竞合共生。近期各大银行与大型互联网平台开展了

战略合作，南京银行在这方面已经有部分实践，并取得了良好效果。

依托紫金山鑫合金融家俱乐部，我行打造了“鑫E家”同业合作平台。“鑫E家”是跨市场、跨产品、跨机构的同业B2B服务平台，打破了地域、时间的限制，提供同业报价信息聚合以及业务交易功能，实现了业务全流程的线上化管理，支付清算功能也已完成测试上线，未来将进一步与金融机构的业务管理系统对接，真正实现业务的前中后台一体化。目前已有包括国有股份制大行、城商行、农商行及非银金融机构等148家金融机构入驻了“鑫E家”，平台交易量不断提升。此外，我们也在认真思考如何与互联网平台开展深度合作，分享互联网数据分析优势，双方共担风险、共享收益，实现共赢。

### 三大法宝，稳步发展

**固定收益：金融降杠杆和严监管背景下，您如何看待银行同业业务发展趋势？2017年，南京银行同业业务有哪些经营策略和经营原则？**

**龙艺：**关于同业业务未来的发展，我们认为有以下几个大方向，一是顺应严监管趋势，控制资产规模增速，有效管理资产负债结构。二是增强资产端流动性，通过信贷资产流转平台、资产证券化等方式，推动资产流转朝标准化、规范化方向发展，缓解资产固化现象。三是提高负债端稳定性，大力发展主动负债、个人理财和个人存款，应对流动性冲击。四是保持对市场的谨慎与敬畏，把握好投资机

会，同时注意合理控制资金杠杆。

去年年底，我们就预判到今年大环境是金融降杠杆和严监管，因此，去年年底就提出了我行的经营和管理思路。首先，宏观策略是“做一个听话的孩子！”具体来讲，法律法规是我们经营的生命线，坚决不能触碰；一行三会等机构的监管指标和窗口指导是我们必须遵守的合规要求，是经营底线，必须达标。其次，经营策略是“防风险、稳规模、促流转、创特色”，防风险，即防范利率风险、信用风险、流动性风险和操作风险；稳规模，即平稳资产的增速；促流转，即加快期限长、收益低资产的流转，为后续高收益资产的建仓提前腾挪空间；创特色，即在现有市场情况下，加强新产品研发，做到“人无我有、人有我优”，提高资产收益、降低负债成本，扩大同业利差。最后，经营原则是“准、快、稳”，准，即判断准，我们注重对同业市场的分析研判，及时解读宏观与监管政策，每周初召开投资策略会，预判资产、资金的价格走势，以此为基础，分析得出资产负债的操作策略，必须要保证投资方向的准确。快，即创新快，以优秀同业机构为标杆，把握市场热点，以最快的速度推出并落地创新产品，从而获得市场先发优势，及时将创新转化为利润。稳，即经营稳，就是要做好风险控制，通过完善的风险控制体系防范风险，保证同业业务风险审查的安全性和效率性，并加强投资后续管理，确保投资资金安全。



### 龙艺女士

南京银行金融同业部总经理

东南大学硕士研究生，1998年进入南京银行，2000年开始从事债券交易员工作，从一名债券交易员到南京银行优秀管理人员，17年来一直活跃在金融市场前沿，亲历了中国债券市场从起步到发展壮大，积累了丰富的金融市场从业经验，其带领的团队为南京银行创造了优异的成绩，在银行间市场具有较大影响力。

鑫元基金  
信用研究系列  
报告之一

# 钢铁债券投资策略

## 供需和盈利景气度回升，龙头钢企有配置价值

文 | 鑫元基金研究部 易圣倩

我们对 17 年钢价的整体判断是“前高后低，中枢高于 16 年”。

摘要：17 年上半年的钢价中枢要显著高于 16 年全年，上半年螺纹钢期货主力合约平均价格为 3188 元/吨，较 16 年全年均价上涨了 26%。现货平均价格为 3492 元/吨，较 16 年全年上涨了 31%。我们对 17 年钢价的整体判断是“前高后低，中枢高于 16 年”。上半年地产需求相对稳定，叠加去产能以及去除地条钢的影响，钢价上半年有强劲的上行动力，而下半年随着地产投资回落以及去产能边际效应减弱，

钢价可能稳中趋缓。从结构来看，上半年钢价呈现“长强板弱”的格局，下半年随着去除地条钢影响边际减弱以及制造业需求复苏，板材价格涨幅可能会高于长材。

落实到信用策略方面，17 年以来，钢企盈利持续好转，部分钢企上半年盈利已经达到 16 年全年盈利水平，钢铁企业持续盈利带动其信用资质的整体提升。国家对钢铁供给端新增产能的控制仍然十分严格，需求端地产和制造业投资可能

好于预期，行业整体景气度提升在未来 1-2 年内仍有望延续。此外，在煤炭、钢铁去产能体现出了鲜明的“抓大放小”的特征，行业整体成本曲线变平，大中型钢企相对受益。整体来看，钢铁行业信用风险有明显缓解，在标的选择上，我们认为地区大中型龙头钢企均有较好的投资价值，并可根据机构风险承受能力适当博弈部分信用资质稍低的标的。

### 一、钢铁行业逻辑分析框架

#### 1. 行业基本情况：

1) 产业链简介：钢铁行业处于中游，属于典型的资源型强周期性行业。钢铁行业的上游主要包括煤炭和铁矿石，钢铁的下游行业分布较为广泛，包括房地产、基建、机械、汽车、船舶、家电等多个领域。其中，房地产、基建是主要消费行业，合计占比超过 50%。因此，房地产、基建的景气程度将直接影响钢铁行业需求，进而影响产量和价格。而房地产、基建等景气度主要依赖于投资推动，因此分析房地产、基建行业的固定资产投资变动大概可以得出钢铁需求的变动。

2) 总量及结构：我国是钢材生产大国和消费大国，2015 年我国钢铁产能为 12 亿吨，粗钢产量为 8.04 亿吨，占全球产量的 49.63%（2016 年粗钢产量达 8.08 亿吨）。2005 年以前，我国粗钢产量持续低于表观消费量，表现为钢材供不应求，而 2005 年以后，供不应求的状态快速转变为供过于求。

至 2015 年，我国粗钢表观需求量为 7.00 亿吨，粗钢产量显著高于表观需求量，需要依靠钢铁净出口对国内的产能进行释放。从结构来看，我国钢铁行业集中度偏低，且逐年下滑。15 年我国粗钢产量排名前四家企业合计产量占全国比重为 18.5%，较 14 年下滑 0.1 个百分点；排名前十家企业合计产量占比为 34.2%，较 14 年下降 0.8 个百分点。

3) 原材料情况：钢铁行业的上游主要是铁矿石、焦炭和有色金属等，从成本构成来看，铁矿石在成本中的占比达 60-70%，焦炭占比约 20%。

铁矿石：中国是全球最大的铁矿石进口国，但是我国现有的铁矿资源大多数属于贫矿，矿石品位相对较低。目前全球的铁矿石供应国主要来自澳大利亚、巴西、印度、南非、加拿大等，其中澳大利亚、巴西出口的铁矿石以长协为主，印度出口的铁矿石以现货矿为主。从储量角度看，16 年全球四大矿山（淡水河谷、力拓、必和必拓、FMG）铁矿石储量总计 305.05 亿吨，占全球铁矿石

储量的 17.94%，四大矿山平均品位为 56.02%，高于世界铁矿石品位 48.24%。从产量角度看，2009 年以来四大矿山铁矿石产量占世界的比率不断上升，2016 年产量合计达 10.46 亿吨，占全球铁矿石产量的比重约 50%，四大矿山在全球矿石供应市场上占据寡头垄断地位，因此铁矿石定价权在国外。从产能周期来看，四大矿山仍处于扩张期，保守来看，17 年新增产能可能为 1.12 亿吨，未来铁矿石的供给仍大。

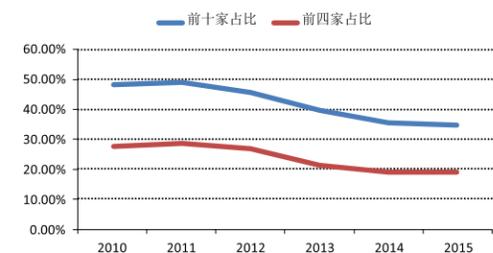
我国进口铁矿石经海运后达到几大沿海港口，包括唐山港、天津港、青岛港、连云港、上海港和北仑港等，再由这些港口运往全国各地。因此，距离这些港口较近的华东、华北区域在运输上拥有很强的优势。相反地，远离沿海港口的华南、西北地区则劣势明显。西南、东北地区尽管铁矿石资源丰富，但是由于国产铁矿石生产成本较高，因此不具备成本优势。- 焦煤焦炭：在焦炭的下游需求中，黑色金属冶炼及压延加工业占比超过 85%，我国焦炭的表观消费量也随着粗钢产量的上升而快速增长，

图1：图表 2 中国粗钢产量及占比历史走势



数据来源：Wind，世界金属导报

图2：钢铁行业集中度历史走势



数据来源：Wind，世界金属导报

2015年全年焦炭的表现消费量为44亿吨。

从2015年各区域的焦炭产量来看，华北地区为焦炭的第一大产地，产量占比37%，华东、西北、华中区域的焦炭产量也较大，占比均超过10%，西南和东北地区的产量相对较少，华南地区产量非常稀少，仅占1.86%。因此，华北、华东、西北区域在煤炭资源获取上游较为显著的优势，华南和东北地区劣势明显。

**2. 发债基本情况：**

目前钢铁市场共有发行人52家，共计债券存量余额3862.43亿元。其中，央企14家，地方国企家33家，民营企业3家，外商独资企业1家。

1) 存续债券以中短久期为主：钢铁行业存量债券中剩余期限在1-3年间的中短期品种占绝大多数，其中剩余期限在1Y以内的占比达45%。随着近年来钢铁行业信用基本面下行，长期债券发行难度增加，同时去产能背景下固定资产投资放缓，短期融资需求显著回升。

2) 国企、高等级为主：钢铁行业属于重资产行业，往往对地区的经济、就业起到支柱性作用，钢铁发债企业以地方国企为主，占比超过60%，民企占比很少，仅沙钢、南钢等民企发行过债券。发债企业以高评级为主，AA+及以上债券占比超过70%。

**3. 钢铁行业区域分析：**

1) 华东地区：华东地区钢铁企业众多，区域内下游需求强劲，另外由于华东地区沿海港口及内河港口众多，因而华东地区在铁矿石、煤炭等原材料进口及钢铁产品的运输上具有天然优势。在钢铁行业不景气的大背景下，华东地区的钢企在成本控制方面有着天然的优势，因此抵抗行业系统性风险的能力最强。当行业度过危机、景气恢复以后，华东地区的钢铁企业也将最快恢复盈利能力。因此，华东地区的大型钢铁集团违约风险最低，规模较小、信用资质稍低的钢铁企业债券存在一定博弈性机会。

2) 华北地区：华北地区钢铁企业数量最多、产量最大，但区

域内下游行业需求一般，外销比重偏大。华北地区沿海及内河港口较多，产品运输以水运为主，且华北地区铁矿石、煤炭等原材料资源较为丰富，进口铁矿石及进口煤炭均从华北港口进入，因此华北地区在原材料运输上也具有较强优势。总体而言，华北地区钢企成本控制能力很强，区域内大型钢铁集团优势明显。但是由于华北区域内中小型钢企众多，在去产能的背景下，华北区域内的钢企面临环保停产/限产以及被兼并重组的风险，区域内的中小型钢企盈利能力及短期债务压力需要关注。

3) 华中地区：华中地区企业数量及产量处于全国中等水平，钢铁下游消费比较旺盛，产品对外运输的比重较低。但是华中地区铁矿石、煤炭产量低、港口相对较少，原材料进口成本偏高，因此该区域内的钢企资质整体要弱于华东和华北地区。

4) 华南区域：华南区域钢企数量较少，产量较小，华南区域下游房地产、基建投资一般，供需较

为均衡。但是华南区域在铁矿石及煤炭等原材料进口方面具有天然劣势，区域内钢铁企业营业成本偏高，整体资质一般。

5) 东北地区：东北地区钢企数量较少，产量较低，东北地区下游房地产、基建投资下滑明显，对钢铁的需求很弱，因而东北地区钢企产品外销比例高，导致产品运输费用高企。东北地区铁矿石资源较为丰富，且大连港是铁矿石进口的主要港口之一，但由于东北地区钢企历史普遍较长，面临着资源枯竭、设备落后、人员负担沉重等多重劣势，未来进行兼并重组的概率较大。整体来看，东北地区的钢铁债券资质较差，除了少数大型钢铁集团外，其余均建议回避。

6) 西南、西北地区：西南、西北地区钢企数量和产量均较少，这两个区域钢铁下游需求较弱，且由于没有矿石资源、也没有沿海和内河港口，原材料的运输必须依赖铁路和公路，运输成本高企，区域内的钢铁企业盈利能力很弱，预计西南、西北地区钢企停产、兼并重组的概率较大。不过由于西南、西北地区常有西部大开发、一带一路等政策支持，对区域内重组后剩下的企业可能存在一定机会。

**二、钢铁行业信用评估方法**

根据钢铁行业运行特征，我们归纳了以下钢铁行业景气跟踪要素（如表1）。

对于钢铁企业信用资质，主要评估要素（如表2）。

表1：钢铁行业景气跟踪要素

价格	1. Myspic 钢价 / 矿价综合指数	
	2. 主要品种（螺纹钢 / 热轧板卷 / 焦煤 / 焦炭 / 铁矿石）现货 / 期货价格	
需求	长期	1. 房地产 / 基建固定资产投资增速 + 机械 / 汽车 / 船舶 / 家电等制造业增速
	中期	2. 粗钢表观消费量 / 钢材进出口数据
	短期	3. 钢材社会库存量 (Mysteel) / 钢协会会员企业钢材库存量
供给	长期	1. 钢铁行业固定资产投资增速 / 钢铁行业产能政策 / 各钢种新增产能情况
	中期	2. 粗钢产量
	短期	3. 全国 / 唐山地区钢厂开工率 / 产能利用率
原材料	长期	1. 主要矿商新增产能情况 / 矿山投资增速
	中期	2. 国内铁矿石产量 / 铁矿石进口量
	短期	3. 进口铁矿石港口库存量 / 高低品位价差
行业整体财务情况	1. 主营业务收入 / 营业利润同比增速（行业亏损面）	
	2. 吨钢毛利变化情况	
	3. 资产负债率 / 债务结构变化情况	

表2：钢铁企业评估要素

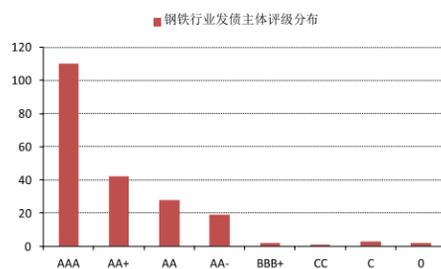
经营层面	规模及产品结构	钢铁产能 / 产量
		钢铁品种结构 / 对应的下游需求
	区位条件及股东背景	股东背景及控股比例
		是否靠近原材料产地 / 消费地
	销售模式	销售区域分布 / 主要下游客户
		销售模式（直销 / 分销比例）和结算方式（账期）
原材料	铁矿石 / 焦炭等原料的自给 / 外购比例	
资本开支	原材料的运输距离 / 运输方式	
非钢业务	大额投资项目及其进展	
财务层面	资产质量	人员负担情况
		折旧 / 摊销政策
		非钢业务的经营情况（自有矿 / 地产 / 金融 / 贸易 / 海外业务等）
	盈利能力	无形资产 / 矿石资源的估值
		应收账款 / 存货质量
		吨钢毛利 / 营业毛利率
	现金流	期间费用率
		总资产报酬率
	偿债指标	折旧与摊销对经营活动现金流的贡献
		资本开支 / 外部融资情况
资产负债率		
	长短期债务结构	
	EBITDA 等财务指标	

图3：钢铁行业债务期限结构



数据来源：Wind

图4：钢铁行业发债主体评级分布



数据来源：Wind

### 三、钢铁行业2017年展望及信用策略

#### 1. 钢铁行业2016年走势回顾：三波上涨行情内在逻辑迥异

2016年钢铁行业走势反转，钢价全年走出了三波上涨行情。虽然16年钢价整体呈现上涨态势，但三波上涨内在的推动因素并不相同。

1) 16年1-4月份的上涨源于低库存下需求回暖带来的暴涨。16年以前长达5年的熊市使得整个钢铁行业持续处于去库存的状态，15年11月钢铁全行业社会库存仅有850万吨，回到了13年3-4月份的水平，行业库存整体处于低位。15年政策（降首付）和资金面（降准降息）等宽松措施推动了房地产刚性

和改善性需求释放，楼市成交量迅速回暖，3月上海、深圳限购限贷政策升级，随后苏州、南京、杭州等热点二线城市跟进，房价上涨带动投资回暖，房屋新开工面积累计同比达到年内高点。另外，15年钢铁全行业亏损，银行严令禁止给钢企新增贷款，社会资金也不敢给钢企托盘，钢厂只能看着钢价持续上涨而难以复产，日均粗钢产量徘徊低位。整体来看，16年1季度钢价上涨的行情是在低库存背景下，需求迅速回暖而产量短期供给不足带来的暴涨。

2) 16年7-8月份的上涨主要是受环保限产及供给不足的影响。16年4月下旬钢价开始大幅回调，一方面是由于前期钢价上涨过快，

另一方面也受到权威人士经济L型论断的影响，且社会资金逐步开始为钢企复产托盘，供需格局恶化。至7-8月份，由于唐山限产、G20限产、中央环保督查组巡视8省以及宝武合并去产能等多方面因素影响，供给端有较强的收缩预期。另外，习总书记“下半年适度扩大总需求”的讲话使得需求预期再度向好，钢价再次回暖。

3) 16年10-11月份的上涨主要受成本端上行的带动。16年四季度开始焦煤焦炭价格大涨、铁矿石价格大涨以及国家政治超限超载带来的运费上涨等，成本端因素共同推动钢价上行。另外，16年下半年开始钢铁行业去产能明显加速，以中频炉（地条钢）为代表的事件性因素也催化钢价进一步上涨。

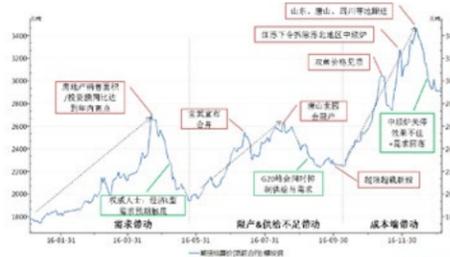
#### 2. 钢铁行业2017年下半年展望：供需继续改善带来景气度持续提升

回顾16年钢价的整体走势可以发现，在不同阶段主导钢价走势的因素也有所不同，这种趋势可能会延续，17年钢价整体的走势也不会是单一的趋势性行情。整体来看，17年上半年供给端的因素将占据主导地位，而下半年需求端因素可能会对钢价产生更为显著的影响。

17年上半年的钢价中枢要显著高于16年全年。据统计，17年上半年螺纹钢期货主力合约平均价格为3188元/吨，较16年全年均价上涨26%。现货平均价格为3492元/吨，较16年全年上涨31%。此外，钢价还呈现出“长强板弱”的格局，受去除“地条钢”的影响，17年上半年长材价格走势显著强于板材。

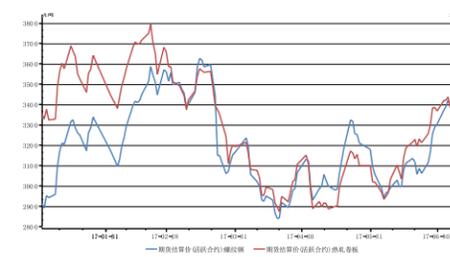


图5：2016年全年螺纹钢期货价格走势



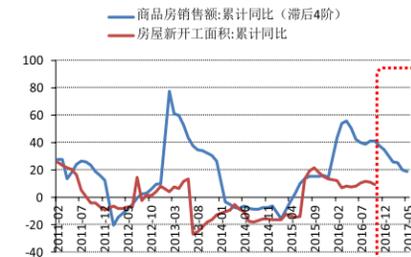
数据来源：Wind

图6：2017年以来螺纹钢和热轧板卷期货主力合约价格走势



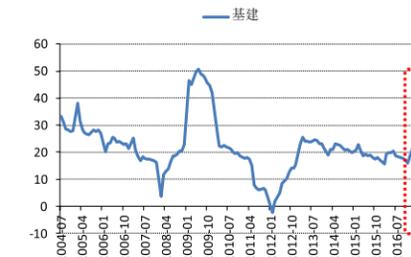
数据来源：Wind

图7：商品房销售额下滑领先于房屋新开工



数据来源：Wind

图8：基建投资增速仍然维持在相对高位



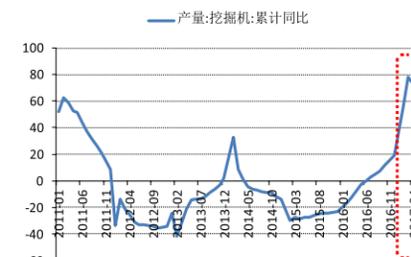
数据来源：Wind

图9：车辆购置税减半政策到期后汽车销量增速或下滑



数据来源：Wind

图10：13挖掘机产量增速创近年新高



数据来源：Wind

图3: 17年1-5月粗钢累计产量同比增长4.4%



数据来源: Wind

图4: 17年以来重点企业日均产量震荡走高, 而非重点企业粗钢产量有明显下行



数据来源: Wind

## 1) 需求端:

地产方面, 我国商品房体现出较为鲜明的投资品属性, 商品房价格走势与利率水平相关性较强。从历史数据来看, 商品房销售面积与10Y期国债收益率(近似代表名义利率)呈现较为稳定的负相关关系。16年四季度以来基准利率中枢抬升较明显, 货币政策整体趋紧。目前来看, 人民币贬值预期减弱、外汇占款回稳、CPI维持低位, 货币政策继续收紧压力较小; 另一方面, 金融去杠杆继续、经济下行预期减弱, 货币政策走向宽松概率很低, 预计17年下半年货币政策将维持中性。

16年10月份以来, 全国多地房地产销售、信贷等政策均有收紧, 房地产销售回落较快, 但从销售端的收紧传递至投资端可能存在时滞。17年1-5月份全国商品房销售面积同比增长14.3%, 增速比1-4月份回落1.4个百分点。投资方面, 17年1-5月份全国房地产开发投资同比名义增长8.8%, 增速比1-4月份

小幅回落0.5个百分点。其中, 房屋新开工面积增长9.5%, 增速回落1.6个百分点。房地产开发企业土地购置面积同比增长5.3%, 增速比1-4月份回落2.8个百分点。整体来看, 房地产销售已经拐头向下, 但传递至投资端还有一定时滞, 地产行业需求放缓的速度可能慢于市场预期。

基建方面, 随着基建投资总额扩大, 基建投资增速逐步趋缓。17年1-5月份基建投资同比增速为16.65%, 较1-4月份回落1.57个百分点, 17年3月份开始基建投资增速震荡走低。据统计, 2017年1-5月财政支出占当年预算已高达39%, 显著高于历史同期, 预计下半年基建投资继续放缓的概率偏大。

制造业方面, 1-5月份制造业投资累计同比为5.10%, 增速较1-4月份回升了0.2个百分点。17年制造业投资的回暖对钢铁需求起到了较大的支撑作用。细分来看, 随着17年车辆购置税减半政策到期, 汽车行业销量和产量增速明显下滑, 但

以挖掘机为代表的机械行业增速明显回暖。2017年1-5月全国挖掘机累计产量为8.01万台, 同比增速达71.4%。制造业投资回暖一定程度上抵消了地产和基建投资增速的下滑。展望下半年, 钢铁下游需求可能呈现稳中趋缓的态势。

2) 供给端: 下半年去产能边际效应可能有所减弱, 但需重视隐形供给的退出。

17年上半年钢铁去产能主要集中在常规手段和去除地条钢两大方面:

常规去产能任务: 2016年全年我国共化解过剩产能6500万吨, 远超年初制定的去产能目标4500万吨。2017年全国的去产能目标是化解5000万吨粗钢产能, 根据国家发改委统计, 截至5月底, 全国已压减粗钢产能4239万吨, 完成了年度目标任务84.8%。

全面清除地条钢: 根据中国钢铁协会数据, 目前全国已清查500多家“地条钢”生产企业, 合计产能1.19亿吨。目前全国各地

排查发现的“地条钢”产能已全部停产、断水断电, 正按照“四个拆除”的要求将“地条钢”取缔到位, 2017年7-8月全国将开展“地条钢”的清除验收抽查。

17年以来粗钢单月产量连续3月创历史同期新高, 但产量创新高并不一定意味着供给的快速放量, 同时也需要关注到“表外产量表内化”以及地条钢等隐形供给的退出。17年以来重点钢企和非重点钢企的日均产量走势明显相悖, 说明不合规产能是此轮去产能重点。

目前, 去除地条钢的任务已经基本完成, 全年去产能的任务也完成了84.8%, 下半年除了会继续严查地条钢复产外, 去产能的任务还可能会集中在以下方面:

兼并重组、区域整合将继续推进: 按照钢铁“十三五”规划, 钢铁top10的集中度将由15年的34.2%提升至2020年的60%, 累计提高25个百分点以上。继宝武合并后, 市场对于17年东北、新疆等区域的钢铁行业兼并重组有较强预期。7月本钢和沙钢公告参与东北特钢重整计划, 东北地区钢铁行业的兼并重组可能会持续推进。

频繁的环保核查和采暖季限产: 17年频繁的环保核查和媒体曝光可能会贯穿全年, 十九大召开前环京津冀地区仍有可能面临较大的环保限产压力。另外, 根据《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》, 重点城市采暖季钢铁产能限产50% (以高炉生产能力计, 采用企业实际用电量核实), 环保限产可能会对造成供给端的收缩。

## 3. 2017年全年钢价走势判

## 断及信用策略:

1) 全年钢价走势判断: 我们对17年钢价的整体判断是“前高后低, 中枢高于16年”。在中性价格条件下粗钢平均的产能利用率将由2016年的69.1%进一步提升至74.3%, 钢价中枢大概率高于16年。另外, 由于去除地条钢要求在6月30日之前完成, 上半年供给端压力将占据主导, 再加上上半年地产需求相对稳定, 钢价有较强的上行动力, 而下半年随着地产投资回落, 去产能边际效应减弱, 钢价整体可能稳中趋缓。此外, 伴随着下半年十九大召开、采暖季限产等事件性因素, 下半年钢价仍有短期冲高可能。

2) 信用策略: 落实到信用策略方面, 16年钢铁行业景气度明显

好转, 钢铁企业资产负债表开始修复, 17年以来, 钢企盈利持续好转, 部分钢企上半年盈利已经达到16年全年盈利水平, 钢铁企业持续盈利带动行业信用资质的整体提升。目前国家对钢铁新增产能的控制仍然十分严格, 需求端地产和制造业投资可能好于预期, 行业整体景气度提升在未来1-2年内仍有望延续。此外, 在煤炭、钢铁去产能过程中体现出了鲜明的“抓大放小”的特征, 行业整体成本曲线变平, 大中型钢企相对受益。

整体来看, 17年钢铁行业信用风险有明显缓解, 在标的选择上, 我们认为各地大中型龙头钢企均有较好的投资价值, 并可根据机构风险承受能力适当博弈部分信用资质稍低的标的。



# MPA 考核后，商业银行的首秀

## ——上市银行 2016 年报和 17 年一季度报的分析

文 | 南京银行资产管理部

MPA 考核已开始实施一年，在新的监管框架下，商业银行的现有业务几乎都被囊括在广义信贷中。面对全面的紧箍咒，商业银行业务是否已经开始受到制约？资产扩张速度在多大程度上受到了影响。

MPA 考核已开始实施一年，在新的监管框架下，商业银行的现有业务几乎都被囊括在广义信贷中。面对全面的紧箍咒，商业银行业务是否已经开始受到制约？资产扩张速度在多大程度上受到了影响？若下降，哪些业务是萎缩重点？哪些业务又是严峻环境下可以依赖的新增长点？

本文数据样本涉及 25 家上市银行，其中 5 家国有大行（工农中建交）、8 家股份制银行（招商、浦发、兴业、民生、中信、光大、平安、华夏）和 12 家城商及农商行（北京银行、上海银行、江苏银行、南京银行、宁波银行、杭州银行、江阴银行、贵阳银行、无锡银行、张家港行、常熟银行、吴江银行）。

### 1. MPA 考核趋严，城商行缩表压力凸显

2016 年商业银行整体扩表速度持续加快。16 年我国央行将监

管框架全面升级为宏观审慎评估（MPA），在这一年里，尽管商业银行被要求报送相关数据，但监管机构更多的是出于摸底和了解，初探阶段相关的奖惩尚无严格执行。在这样背景下，商业银行整体而言并未放缓快速发展的步伐。截止 16 年末，25 家上市银行总资产规模合计达到 139.3 万亿，同比增长 13.41%，总负债规模合计达到 129.3 万亿，同比增长 13.49%，增速双双再创 13 年以来的新高。

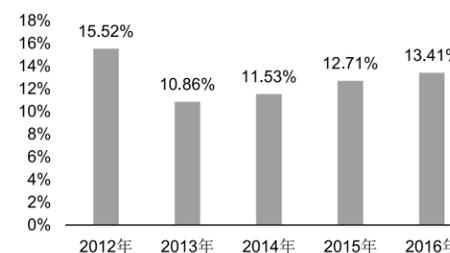
但不同类型商业银行分化，城商行及农商行放缓。尽管 2016 年 MPA 考核对整体上市银行的影响有限，但在抑制中小银行过于激进地冲规模方面初见成效。截至年末，上市城商行和农商行总资产合计超过 9 万亿，同比增长 22.89%，虽仍表现为快速增长，但这一增速较 15 年 25.22% 已出现下降势头。同样地，总负债增速也由 15 年的 25.21% 下降至当前的 22.87%。与此同时，国有大行和股份制银行的增速仍进一步走高，由此可见整体商业银行

扩表增速的提升主要动力来自于大型银行。

进入 2017 年，金融监管加强，MPA 考核实施趋严，商业银行扩表速度掉头向下。开年之后，防范金融风险被定位为全年工作重点之一，央行对 16 年 MPA 部分不达标商业银行进行追溯惩罚，力度大幅加强，一季报显示整体上市银行已开始受到影响。截止 17 年 3 月末，上市银行总资产合计达 143.3 万亿，较 16 年末增长 405 万亿，增速为 2.91%，而 16 年时这一增速（即 16 年 3 月末较 15 年 12 月末）为 3.07%，扩表速度较同期开始下降。

然而，单独考察国有五大行的数据后发现，其这一增速为 3.67%，不仅高于上市银行整体水平，而且还高于去年同期的 3.11%，这说明大行并未明显受到监管的影响，这与此前市场一致预期 MPA 考核的重点并不是大行的逻辑一致。

图表 1：上市银行近五年总资产增速（%）



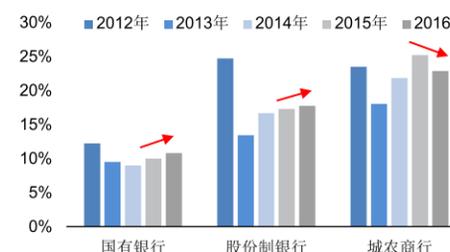
资料来源：上市银行年报，南京银行资管

图表 2：上市银行近五年总负债增速（%）



资料来源：上市银行年报，南京银行资管

图表 3：分类型上市银行近五年总资产增速（%）



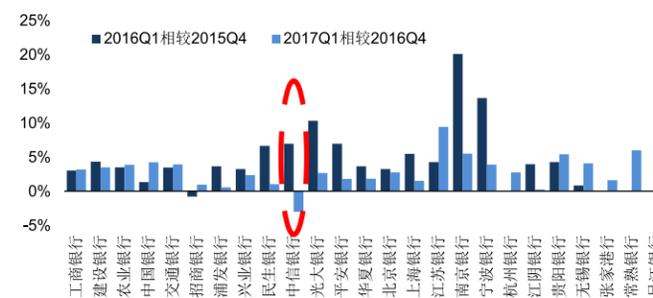
资料来源：上市银行年报，南京银行资管

图表 4：分类型上市银行近五年总负债增速（%）



资料来源：上市银行年报，南京银行资管

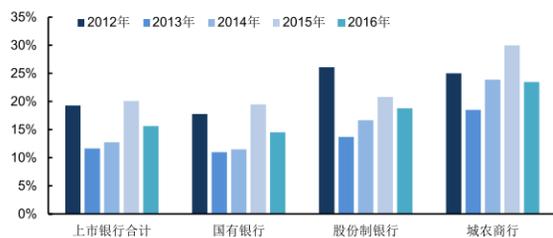
图表 5：25 家上市银行 17 年 1 季度总资产增速（%）



资料来源：上市银行年报，南京银行资管

相比之下，中小银行面临的缩表压力进一步突出。股份行的这一增速仅为 0.81%，而去年同期达到 4.65%，中信银行更是率先出现了缩表，其总资产较 16 年末下降 3.02%。城商行中，南京银行和宁波银行增速下降明显，降幅高达 8-10 个百分点，因而可认为 MPA 考核确实对开始制约商业银行的业务行为。

图表 6: 近五年老口径广义信贷增速 (%)



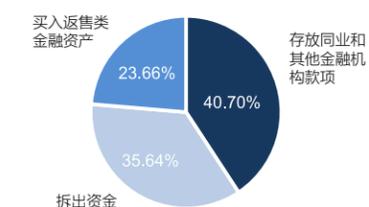
资料来源: 上市银行年报, 南京银行资管

图表 7: 近五年老口径广义信贷增速 (%)



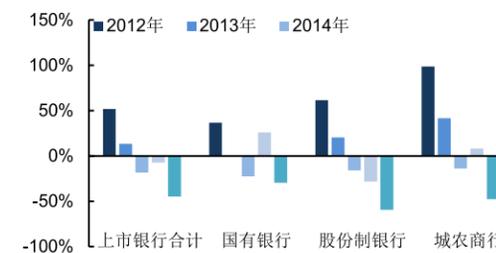
资料来源: 上市银行年报, 南京银行资管

图表 8: 2016年末同业资产构成 (%)



资料来源: 上市银行年报, 南京银行资管

图表 9: 分类型上市银行近五年总负债增速 (%)



资料来源: 上市银行年报, 南京银行资管

## 2. 资产端变化: 广义信贷增速明显下降

### 2.1 老口径广义信贷增速趋降, 城农商行最为明显

MPA考核共涵盖7大方面, 其中广义信贷最为关键, 不仅直接对其进行偏离考核(以M2目标增速作为参考基准), 还间接通过资本充足率的要求对其进行增速限制。在2016年初实施阶段, 广义信贷仅以表内资产为考察对象, 具体包括银行信贷收支表中的各项贷款、债券投资、股权及其他投资、买入返售资产和存放非存款类金融机构款项。在资产负债表中大致对应为贷款、同业资产和投资类资产三大类。

2016年报数据显示, 整体上市银行广义信贷增速下降, 由15年的20.51%下降至17.77%, 降幅为2.74个百分点。具体来看, 国有五大行的降度为2.75个百分点, 股份制行的降度为2.03个百分点, 而城商行和农商行的降度最大, 达到6.51个

百分点。

同业资产和投资类资产是广义信贷增速下降的主要来源。同业资产经历15年的小幅扩张后再现负增, 截至16年末, 整体上市银行同业资产合计回落至10万亿以内, 同比下降7.2%, 是127号文以来的最大降幅, 占银行总资产比重进一步下降至不足7%。与此同时, 投资类资产增速不及预期, 或主因15年高基数, 截至16年末, 整体上市银行投资类资产合计接近40万亿, 同比增长23.83%, 明显低于15年的33.35%, 但仍为当下商业银行扩张最快的资产类别, 占银行总资产比重快速提升至28.55%, 这与近几年商业银行大力开展金融市场、投行、资产管理等各类投资业务的发展战略相一致。

### 2.2 买入返售类持续下降, 存放同业显著回升

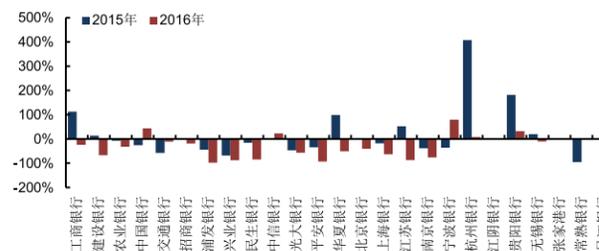
同业资产的可进一步细分为三类资产: 存放同业、拆出资金、买入返售类金融资产。2016年末, 上市银行整体而言三种资产在同业

资产项下的比重约为40%、35%和25%。

买入返售类向应收款项类投资持续转移。127号文对买入返售科目做了严格限制, 只允许包括银行承兑汇票、债券、央票等在银行间市场、证券交易所市场交易的具有合理公允价值和较高流动性的金融资产, 同时禁止了直接或间接、显性或隐性的第三方金融机构信用担保。这意味排除了“非标”资产, 当时留下的口子是应收款项类资产, 但风险权重由原来的20-25%上升至100%。政策下发后, 13、14年该项增速随即大幅下降, 15年冲击减弱, 其中国有银行再次小幅增长, 但随着债券投资、委外等业务的迅速成长, 原本同业业务趋势性收缩, 加之MPA考核全面控制广义信贷增速, 16年买入返售类资产增速出现再次大幅下降, 或在一定程度上为其他资产增长腾挪空间。

具体来看, 上市银行整体买入返售资产增速同比下降44.6%,

图表 10: 25家上市银行的买入返售类金融资产增速 (%)



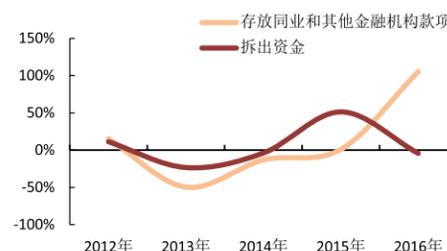
资料来源: 上市银行年报, 南京银行资管

图表 11: 上市银行整体近五年存放同业和拆出资金增速 (%)



资料来源: 上市银行年报, 南京银行资管

图表 12: 上市股份行近五年存放同业和拆出资金增速 (%)



资料来源: 上市银行年报, 南京银行资管

其中股份制银行降幅最大, 接近50%, 城商行及农商行降幅也相对明显, 达到47.72%。目前, 股份行同业资产中买入返售类资产仅25% (13年高峰时69.30%, 15年54.16%), 城商、农商行这一占比更低, 仅不足20% (13年高峰时41.39%, 15年32.14%)。

就具体商业银行而言，国有大行和股份制银行全面下降，其中国有大行中建设银行增速下降较大，达到66.8%；股份制中浦发、平安银行降幅超过90%，兴业银行、民生银行降幅超过80%；而城商行和农商行则出现差异，江苏银行、南京银行、上海银行和北京银行呈现明显下降态势，但宁波银行、贵阳银行涨幅仍居高，分别为79.7%和32.1%，这或是导致广义信贷无法正常达标的一大因素。

存放同业接替拆出资金增长，两者合计对同业资产增长贡献有限。存放同业和拆出资金均为一种信用借款，期限较短，但前者由于资金所有权并未发生转移而信用风险较低，但操作流程幅度、耗时更长，后者虽流程相对简单，但由于资金所有权发生转移风险较高，并且存在最高金额不得超过该机构各项存款余额的8%限制。13年后，两类资产增速均明显放缓，但15年随着整体流动性明显改善以及非银金融机构对流动性需求的快速上升，商业银行拆出资金科目增速明显回升，达到31.94%。但进入2016年后，商业银行资金出借增长体现为存放同业增速的快速提升，达到25.84%。然而，当下流动性拐点已现，且去杠杆正在路上，各类金融机构均面临缩资产，流动性需求亦或整体出现收缩，预计今年这两项科目增长均有限。

**2.3 交易性金融资产加速增长，但应收款项类投资略低于预期**  
投资类资产可进一步细分为四个科目：交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资和应收款项类投资。其中，交易性金

融资产占比较小，不足10%；其余三类资产基本分别占30%。投资类资产是近年来新增广义信贷的主力，但整体而言其增速亦在走低。

交易性金融资产快速增长，同存、委外是主要推动力。截至16年末，上市银行交易性金融资产合计达到2.59万亿，同比增速51.48%。其中，股份制银行增长最为迅猛，同比增速达到137.57%；城商行次之，同比增速达65.99%；国有银行增速虽最低，但也达28.38%。

就交易性金融资产的具体品种而言，除传统意义上以赚取差价为目的的债券资产外，16年如火如荼的同业存单以及各类具有公允价值变动的委外产品（他行理财产品或基金投资，净值型产品居多）均是该科目的主要增长点。如民生银行，交易性金融资产由15年末的269.59亿元上升至16年末的897.4亿元，增幅达627.81亿元，其中136.81亿元（约20%）来自于商业银行及其他金融机构（我们推测为同业存单），131.07亿元（约20%）来自于投资基金。

应收款项类投资增速快速下滑，非标业务明显放缓。应收款项类投资科目下的资产主要为活跃市场无报价、回收金额固定或可得确定的非衍生金融资产，除部分标准类债券外，还包括各类资管计划。在127号文对买入返售类资金进行严格限制后，该科目一时成为非标资产的新去处，13-15年连续三年，上市银行总体该项目增速维持在56-62%之间，但16年这一增速下降至9.79%，其中国有银行为负增（-0.21%），股份制银行

增速仅11.31%，城、农商行增速为23.28%。

但各银行差异较大，个别银行仍较为激进。国有大行增速普遍较低，其中建设银行降幅明显；股份制银行中，兴业银行从12-15年的115-195%大幅下降至16年的14.6%，而民生银行、华夏银行却大幅上涨；城商行和农商行中，上海银行和南京银行下降明显，但宁波银行、杭州银行、贵阳银行、无锡银行仍处高速增长。

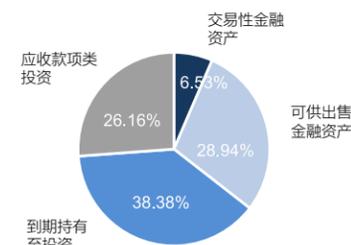
**2.4 16年地产销售创新高，贷款投放小幅提速**

MPA大幅限制影子银行，商业银行在某种程度上开始回归传统信贷业务。就上市银行整体而言，16年末贷款余额达到67.9万亿，同比增速为12.16%，为近5年以来的首次回升，其中股份制银行增幅更是高达4.32个百分点，增速已超过12年的水平。因而国有五大行和股份制银行的贷款占比基本保持稳定，分别约为52%和45%。然而，城商行则呈现持续下降态势，增速仅为14.67%，同时占比进一步下降至36%。

在广义信贷增速下降的大背景下，我们认为贷款投放回暖主要源于以下三方面的原因：其一，地产销售创新高，从16年数月的信贷数据可见，居民中长期贷款是新增贷款的主力，占比高达一半；其二，GDP全年走高，制造业投资小幅回升，民间投资亦小幅回升，在一定程度上提升了贷款需求；其三，各通道监管加强，存贷比取消后，非标出现一定程度的回表。

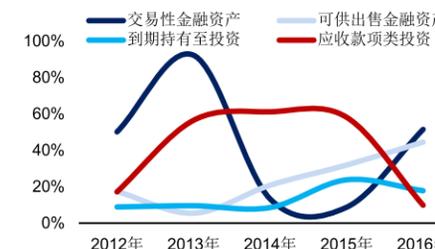
**2.5 现金及存放中央转负为正，维持资产端整体扩张**

图表 13: 2016年上市银行投资类资产构成 (%)



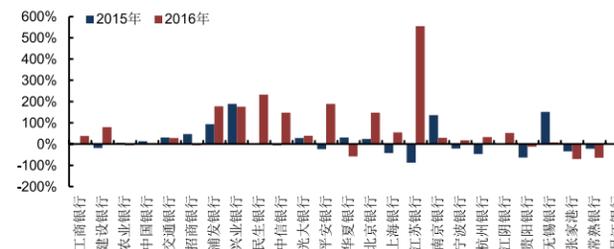
资料来源: 上市银行年报, 南京银行资管

图表 14: 近5年上市银行投资类资产各科目增速 (%)



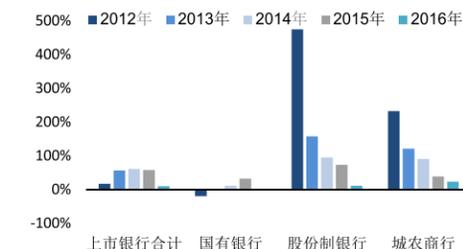
资料来源: 上市银行年报, 南京银行资管

图表 15: 25家上市银行的交易性金融资产增速 (%)



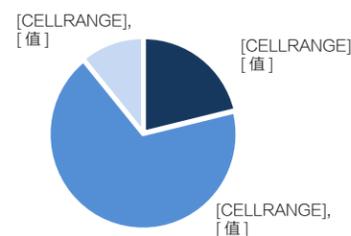
资料来源: 上市银行年报, 南京银行资管

图表 16: 近5年上市银行应收款项类投资增速 (%)



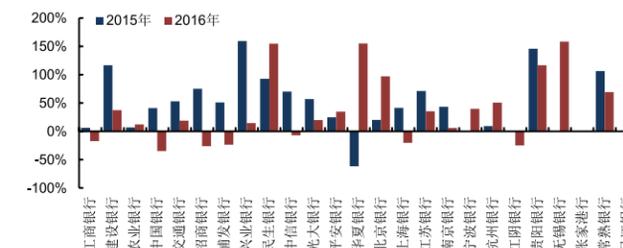
资料来源: 上市银行年报, 南京银行资管

图表 17: 2016年应收款项类资产分布 (%)



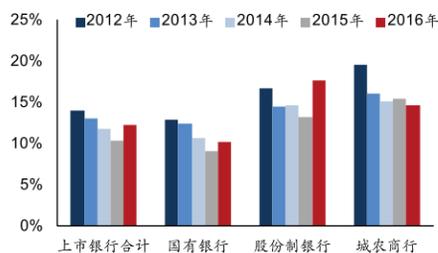
资料来源: 上市银行年报, 南京银行资管

图表 18: 25家上市银行的应收款项类投资增速 (%)



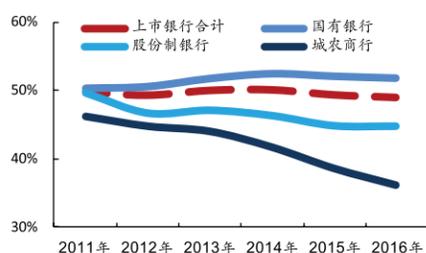
资料来源: 上市银行年报, 南京银行资管

图表 19: 近5年上市银行贷款增速 (%)



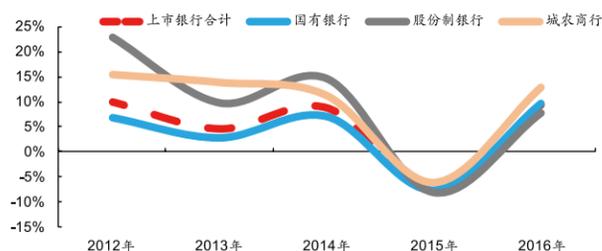
资料来源: 上市银行年报, 南京银行资管

图表 20: 近5年上市银行贷款占总资产比重 (%)



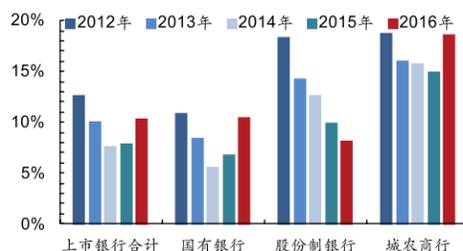
资料来源: 上市银行年报, 南京银行资管

图表 21: 近5年上市银行现金及存放中央银行款项增速 (%)



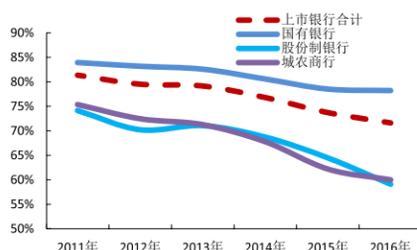
资料来源: 上市银行年报, 南京银行资管

图表 22: 近5年上市银行吸收存款增速 (%)



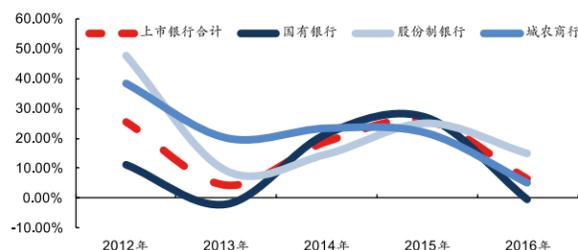
资料来源: 上市银行年报, 南京银行资管

图表 23: 近5年上市银行吸收存款占总负债比重 (%)



资料来源: 上市银行年报, 南京银行资管

图表 24: 近5年上市银行同业负债增速 (%)



资料来源: 上市银行年报, 南京银行资管

随着广义信贷增速的回落, 商业银行对现金资产和超额准备金资产的消耗明显减弱。而在15年时, 商业银行各类业务快速扩张, 全年现金及存放中央银行款项增速出现负增, 其中国有大行下降7.94%, 股份制银行下降8.43%, 城商行和农商行下降6.43%。16年这一现象出现明显扭转, 上市银行现金及存放中央银行款项合计增速上涨9.58%, 其中城商行和农商行增长12.99%。在广义信贷增速整体趋降之时, 该项资产的回升保证了资产端整体仍处于扩张势头。

但若央行进一步收紧流动性, 将会首先冲击该项资产, 进而带来商业银行资产负债表的收缩, 这一过程已出现在17年一季度。

### 3. 负债端变化: 愈发依赖主动负债

#### 3.1 存款虽提速, 但难改占比下降之势

与资产端贷款提速相一致的, 负债端中吸收存款增速持续上升。截至16年末, 上市银行合计吸收存款约达93万亿, 同比增长10.31%, 较15年增速提升2.38个百分点。国有大行更是从6.8%提升至10.44%, 城商行及农商行增速也从15%进一步提升至18.6%, 几乎持平于12年的高位。

但相较于整体负债的扩张速度, 存款增长仍显乏力, 其占比持续走低。上市银行合计吸收存款占总负债比重由12年末的81%已降至16年末的71%; 国有大行这一占比相对较高, 16年末达到78.3%; 而股份制银行、城商行及农商行的占

比仅明显偏低, 目前仅60%左右。

#### 3.2 同业负债受MPA冲击明显, 国有银行已负增

目前对同业负债的监管主要来自于银监会和央行两个方面: 对于银监会方面, 根据2014年5月印发的《关于规范金融机构同业业务的通知》的要求, 单家商业银行同业融入资金余额不得超过该银行负债总额的1/3。但这一政策实施后, 上市银行合计同业负债14年增速为18.92%, 15年增速为26.03%。同业负债增速并没有明显回落;

对于央行方面, 2016年MPA考核又再次强化对于同业负债的考核, 并根据机构重要性, 对同业负债占总负债比重给予不同的考核分值。对于全国重要性机构, 最严格指标为25%; 对于区域性重要性机构, 最严格指标为28%; 对于普通机构, 最严格指标为30%。可见, 不管是何种机构, MPA监管下的指标要求更高, 因而对16年的同业负债增速产生了明显冲击, 上市银行合计同业负债增速下降至6.02%, 其中国有五大行负增0.7%, 城商行及农商行增速下降至4.72%, 股份制银行增速降幅最小至14.79%。

分科目而言, 同业存放是下降的主因。当前同业负债具体包括同业存放、拆入资金和卖出回购三大类, 16年末三者占比分别约为75%、13%和12%。作为同业负债最主要组成部分的同业存放, 其在16年增速明显放缓, 上市银行合计同业存放增速仅0.83%, 明显低于14和15年的23-25%, 甚至低于13年时的水平。其中国有银行、城商行以及农商行均出现了负增, 增速分别为-6.3%和-10.15%。

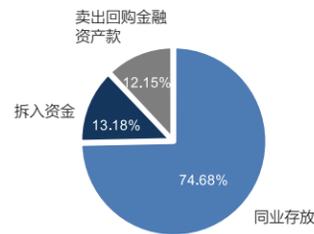
此外, 拆入资金占比一直较低, 卖出回购金融资产13年后占比也持续走低, 尽管两者在16年均保持了较快的增长, 但依旧不改同业负债整体趋降的格局。

#### 3.3 应付债券成为主要负债扩充来源

同业存单暂不纳入同业负债, 带动应付债券迅速增加。14年前应付债券主要包含了商业银行金融债权和可用于补充资本金的次级债券, 14年后不少银行将同业存单、大额存单也纳入该科目。由于该项资产不需要纳入同业负债的考核, 成为近几年商业银行主动负债的重要来源。14-15年, 股份行应付债券增速达到100-136%, 城商行和农商行该项负债增速更是高达145-200%。16年同比增速均有所下降, 约66-67%, 或主因前期高基数, 15年末已突破4.2万亿, 16年末达到6.3万亿。目前应付账款在商业银行负债端占比由14年初的1.87%快速上升至4.92%, 其中股份制行当下的占比达到9.25%, 城商行和农商行占比更是高达13.95%。

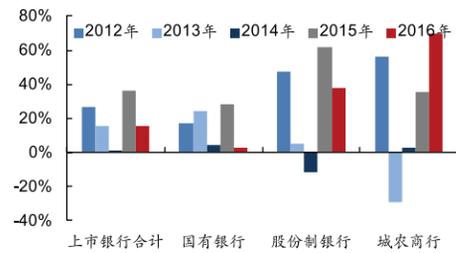
尽管各家银行增速分化较大, 但应付债券占总负债比重多数持续抬升。尽管股份制银行和中小银行是同业存单的发行主力, 但内部分化较为明显, 如宁波银行16年应付债券增速不升反降, 仅为-21.57%, 大幅低于15年的184.39%。同时股份行中的光大、中信、兴业、浦发、招商应付债券增速均出现下降。但从应付债券占总负债比重的角度来看, 除张家港银行和宁波银行外, 其余均持续抬升, 这意味商业银行愈发依赖主动负债来源。

图表 25: 2016年同业负债分布 (%)



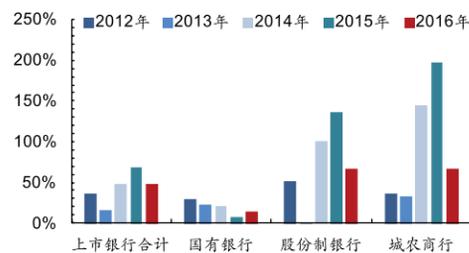
资料来源: 上市银行年报, 南京银行资管

图表 27: 近5年上市银行拆入资金增速 (%)



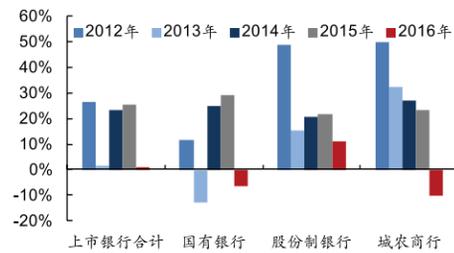
资料来源: 上市银行年报, 南京银行资管

图表 29: 近5年上市银行应付债券增速 (%)



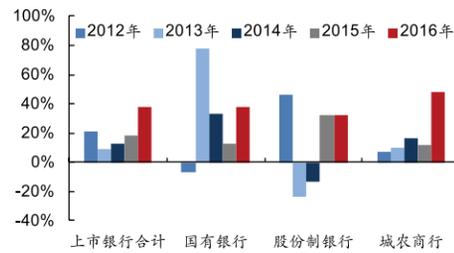
资料来源: 上市银行年报, 南京银行资管

图表 26: 近5年上市银行同业存放增速 (%)



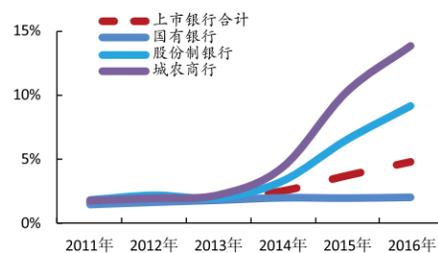
资料来源: 上市银行年报, 南京银行资管

图表 28: 近5年上市银行卖出回购金融资产款增速 (%)



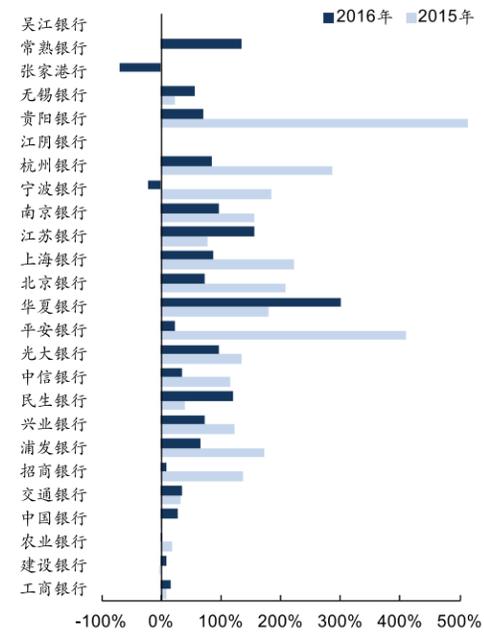
资料来源: 上市银行年报, 南京银行资管

图表 30: 5年上市银行应付债款占总负债比重 (%)



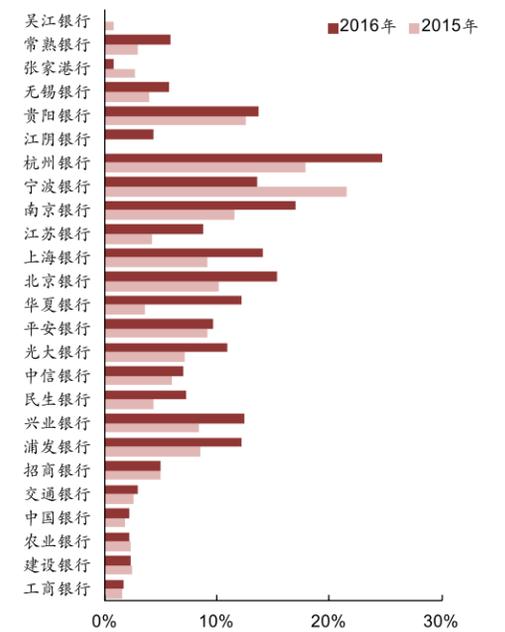
资料来源: 上市银行年报, 南京银行资管

图表 31: 25家上市银行应付债券增速 (%)



资料来源: 上市银行年报, 南京银行资管

图表 32: 25家上市银行应付债款占总负债比重 (%)



资料来源: 上市银行年报, 南京银行资管

#### 4. 各类型商业银行特点对比

国有大行作为好孩子典范, 业务稳步扩张。尽管在MPA开始实施考核的一年多时间里, 国有大行的资产负债增速不减反增, 但其扩张更多是来自于传统存贷款业务的支撑, 而这些业务由于操作透明、风险可控, 在MPA考核下受影响较小, 未来持续增长仍可期。

股份制银行快速转变, 化压力为动力。中信银行在1季度末已出现总资产的绝对下降, 招行和浦发的增速也不足1%, 民生、平安和华夏也仅为1-2%, 股份制银行多数暂且全面放缓进一步快速扩张

的步伐。业务模式上, 同业业务持续萎缩, 16年同业资产增速创五年来新高, 另一方面快速重回贷款业务, 16年贷款投放增速亦创五年来新高。譬如兴业银行, 已率先提出转型同业发展, 股份制银行行为迅速, 在MPA考核下寻求新的发展路径。

城、农商行受MPA考核约束最为明显, 转型之路任重道远。中小银行起步较晚, 同业业务是其弯道超车的主要武器, 尽管16年央行开启MPA考核, 但为了市场地位的提升仍渴望高速增长。17年MPA考核趋严, 中小银行不得不面临业务转型, 但由于区域限制, 中小银

行传统存贷款业务发展缓慢, 16年信贷投放增速仅城农商行在持续下滑。

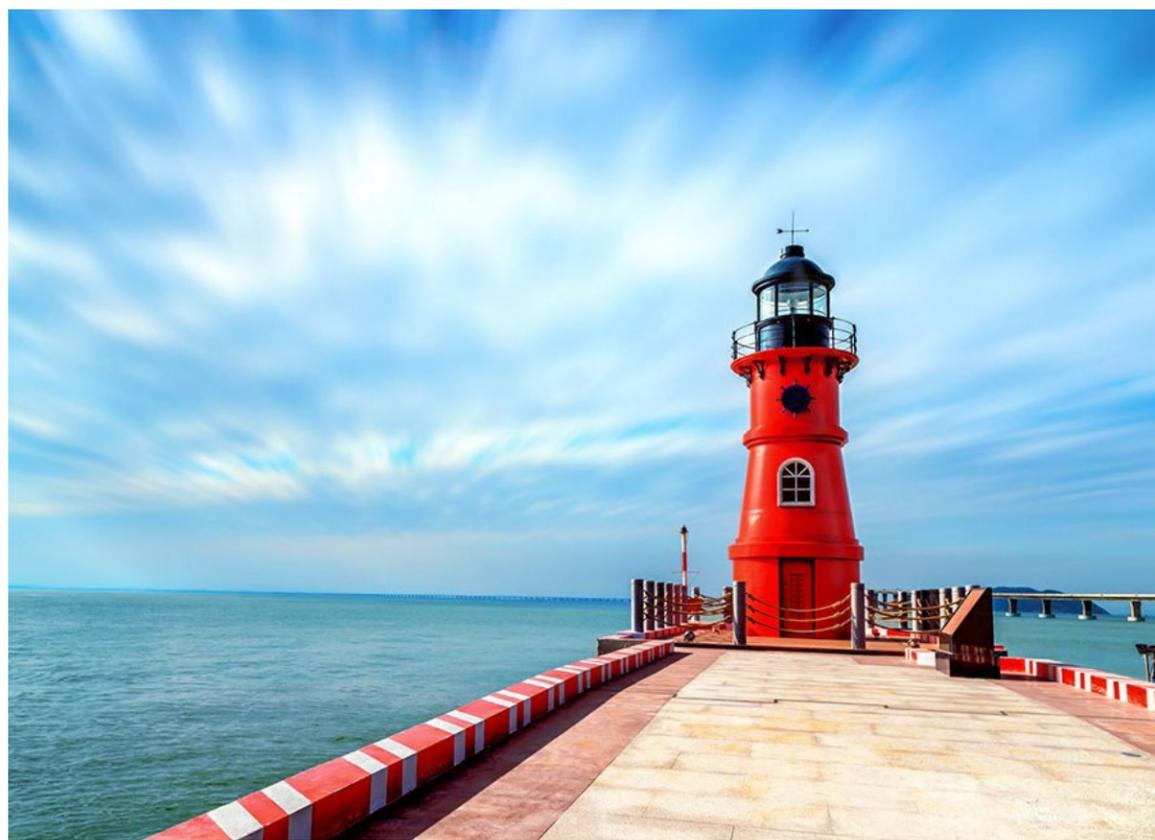
整体来看, 去杠杆和强监管的政策环境下, 商业银行业务面临诸多挑战, 近年来依赖同业业务和投资业务迅速扩张的模式已受到明显制约, 这均将对行业格局及未来发展带来深远影响。但挑战与机遇并存, 这也为银行提供了转型的机遇期, 如各家银行当下积极布局的更为稳健的大零售战略就是一个进步。若能在模式创新、跨界竞合、技术变革等方面协同发展, 商业银行还将迎来下一个值得期待的发展期。

# 修明渠堵暗道，从执行层面全方位规范地方政府违规融资

——简评 50 号文、62 号文、87 号文

文 | 鑫元基金研究部 赵国君

2016 年下半年以来，财政部等部门出台了一系列规范地方政府举债行为的指导文件，2017 年以来相关文件更是密集出台。



公截至2016年末，我国中央和地方政府债务余额为27.33万亿元，占GDP比重为36.7%，政府债务率80.5%，其中地方政府债务15.32万亿元。从数据看，目前债务风险总体可控。但是，这个数据不包括或有负债（2014年末认定的或有负债为8.6万亿，之后未公布此项数据），鉴于近两年部分地方存在不同程度的违法违规举债问题，或有负债规模估计膨胀很快。

2016年下半年以来，财政部等部门出台了一系列规范地方政府举债行为的指导文件，2017年以来相关文件更是密集出台。5月3日财政部等六部委联合发布财预50号文，短短一个多月，前两天财政部陆续出台62、87号文，显然是去年开始的财政部对地方债务几轮摸底之后的反思总结。

## 一、50号文/62号文/87号文：全方位规范地方政府违规融资

50号文就加强地方融资平台融资管理及规范PPP作出了规定。

“地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为”、“融资平台公司在境内外举债时，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能”、“地方政府不得以借贷资金出资设立各类投资基金、严禁地方政府利用PPP、政府出资的各类投资基金等方式违法违规变相举债”。

62号文推出专项债创新品种

土地储备专项债。土地储备专项债券属于地方专项债的一种，占用地方政府专项债额度，债券资金用于特定的土地储备项目（一个或多个），“由纳入国土资源部名录管理的土地储备机构专项用于土地储备”。条款设计有创新，一是期限需要与土储项目对应，不超过5年，二是可以设定提前偿还债券本金条款，这是地方债的创新条款，三是可以续发债券周转偿还。

87号文就规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资做出详细要求。

关于政府购买服务，《国务院办公厅关于政府向社会力量购买服务的指导意见》（国办发〔2013〕96号）明确了政府购买服务的内容是适合采取市场化方式提供、社会力量能够承担的公共服务，突出公共性和公益性。但不少地方政府以购买服务为名，行违规举债之实。

87号文对政府购买服务进行规范，强调购买服务应该是基本公共服务，而非货物和工程。符合基本公共服务、在指导性目录里面、先有预算这三条是政府购买服务的三个要素。87号文详细列举政府购买服务负面清单，首次将非金融机构的融资列入禁止范围。

66

社会力量能够承担的公共服务，突出公共性和公益性。

99

二、简评：对于地方政府债务问题，“堵暗道”有助于防范或有负债风险，但当前“明渠”空间有限，难以满足基建需求；中期“明渠”或将扩容；长期需财政经济体制改革配合

总体来看，这三个文件对于新《预算法》、国发〔2014〕43号、国办〔2016〕88号等政策从执行层面的强化，三个文件对大部分违法违规融资行为（平台融资、提供担保、PPP、政府投资基金/产业基金、政府购买服务）的政策全覆盖，思路是“修明渠，堵暗道”，核心在于全面堵住地方政府违规进行融资担保或变相融资担保形成地方政府或有债务的可能性。

近两年来，对地方政府债务的规范文件覆盖范围从债务限额管理、预算管理、风险评估和预警，到风险事件应急处置、债务违约分类处置、完善监督体系等，目前已基本形成地方债务风险管理全链条。“堵暗道”剥离融资平台公司政府融资职能、制止地方政府变相举债融资的同时，也“修明渠”，构建规范的地方政府举债融资机制。

今后地方政府的正规融资方式包括：地方政府一般债券+多品种专项债+PPP 融资。

首先，地方政府一般债券和专项债渠道。2017年地方政府债务限额为18.82万亿（较2016年增加1.63万亿），其中一般债务余额限额为11.55万亿、专项债务余额限额7.27万亿。2017年地方一般债券安

排额度8300亿（较2016年仅增500亿），专项债券额度8000亿（较2016年增加4000亿）。地方政府一般债券和专项债的总量规模是严格受赤字约束的，短期难有大幅新增空间。

其次，PPP渠道。目前情况看，以政府采购做的PPP模式受10%财政支出红线限制，且落地情况不理想，PPP成效显现尚需时日。PPP为2014年以来力推的，初衷主要是转变基础设施和公共服务项目融资方式、发挥市场机制的决定性作用，但在实操中一开始就异化成新的融资工具。截至目前，入库数前三位的省份是贵州、山东和新疆，财力雄厚经济发达的地区反而不急于推PPP。之前PPP落地金额每个季度在五六千亿，落地周期通常为5个月以上。按照年度预算，2017年地方一般预算支出16.48万亿，按10%上限算，政府付费PPP为1.65万亿。

在规范PPP融资操作的同时，政府也相继出台了鼓励PPP项目资产证券化和债券融资等相关文件。50号文、发改办财金〔2017〕730号文等相关文件有助于社会资本合作和资金提供方对地方政府在PPP项目中的角色和义务形成清晰稳定的预期。据称目前部分金融机构对政府相关项目的投资约2/3是政府购买服务模式，约1/3是PPP模式。长期来看，PPP模式未来有望大幅扩容，有利于优质规范的PPP项目融资。

2016年基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）规模11.89亿元，预计2017年这块增速仍超15%，即13.67亿元。上



述分析看出，地方政府债务和PPP规模难以满足基建需要，当前地方政府基建等投资的资金来源主要通过平台公司举债，或者政府购买服务、政府采购等模式，并主要通过土地出让收入进行跨期平衡。

综合来看，政府“堵暗道”降低了地方政府或有债务风险，但目前地方政府债券和PPP这两个“明渠”空间都较小，增加了基建投资的资金来源压力。2017年地产市场严控、地产投资疲软的背景下，对基建投资的依赖较大。但预计短期对平台融资、提供担保、PPP、政府投资基金/产业基金、政府购买服务的严控难以放松，长期监管方向大致不变，预计将经历一

个阵痛期。

可以预见，这些规范性文件具体操作和实施效果将是一个中央、地方政府、金融机构博弈的过程，还得看政策下一步的力度。财政部这两年只公布了全国债务总额，并未公布或有负债额度和分省市债务率数据，也是出于对地方发展保护的考虑。中期来看，地方债券发行规模或将扩容，PPP10%红线或将提高。长期来看，要建立防范政府债风险的长效机制，单靠强化地方债管理是不够的，还需要进一步深化财政体制和经济体制改革。

### 三、几个值得关注的问题

#### 1、87号文对政府购买服务的范围进行了严格规定，未来原材料、燃料、设备等货物，基础设施建设、储备土地前期开发、农田水利等建设工程，建设工程与服务打包，都不属于政府购买服务范围，那么这类工程类项目如何安排？

可以走政府采购流程，通过公开招标，依照《中华人民共和国政府采购法》及其实施条例、《中华人民共和国招标投标法》规范实施。这些政府采购形成的资金需求，融资责任方是政府而非承包方，政府向承包方支付相应的工程款。

#### 2、目前的存量政府购买服务项目如何处理？

根据87号文的规定，各省级财政部门要会同相关部门组织全面摸底排查本地区政府购买服务情况，发现违法违规问题的，督促相关地区和单位限期依法依规整改到位，并将排查和整改结果于2017年10月底前报送财政部。

这意味着政府购买服务的项目应当全部排查，凡是有违法违规的均应当整改到位，并没有新老划段的安排。即使是已经进行了政府购买服务，并且也由当地人大审批了，但是不符合先有预算后采购，并且期限超过了三年，那么这也存在合法性的问题。

个人倾向于认为对存量项目的影响，具体要看政策的执行口径和执行力度。估计存量项目的具体处理会与各省市财力和债务腾挪空间有关。

#### 3、对城投公司的影响如何？

虽然有43号文和新预算法的规范，但这三年融资平台公司仍是背靠政府信用进行大量融资。特别是债券置换以来，从市场投资人的选择来看甚至可以说城投公司融资的偏好更强了。但从去年年底一系列关于地方政府债务规范管理，包括这段时间密集出台的50号文、62号文和87号文，对城投公司的政策导向越来越清晰了，再走旧有的背靠政府信用进行融资的做法恐怕再也行不通了，中长期城投公司需要进行市场化转型。

但并不意味着城投公司不能再获得地方政府支持。目前，各地城投公司仍是政府相关实体，地方政府仍将从以下方面影响城投公司信用质量：

1) 作为城投公司股东，地方政府可以合规的增加投资，而不是注入公益性等不便处置的资产

2) 地方政府或通过其设立或参股的担保公司提供间接的信用支持。这是地方政府向企业输送信用支持的合法途径，但地方政府只承担有限责任。

3) 作为城投公司服务的客户，地方政府按与城投公司签订的合同及时足额履行付款义务。一种形式是城投公司通过政府采购招标获得基建工程项目。一种形式是城投公司按照正规招标形式拿到PPP项目，这部分是可以纳入政府预算安排的。🔴

# 鑫元基金做客第一财经电视 《市场零距离》栏目



## 迈向新征程 不止518

鑫元基金公募产品管理规模达

# 518亿份

资产管理总规模超

# 900亿元

# 鑫元基金

数据来源：鑫元基金，截至2017年7月12日

海通证券7月5日发布的基金公司固定收益类资产业绩排行榜显示，截至今年二季末，鑫元基金旗下固收类基金最近一年平均净值增长率为231%，排名位居103家同行业公司前1/4行列。

基金投资需谨慎。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。

**播放时间：**2017年3月3日11:00—11:30  
**演讲主题：**《国内经济基本面信号强劲超预期》  
**做客嘉宾：**丁玥女士

嘉宾简介：鑫元基金基金经理兼研究部总监，八年金融行业从业经验，金融工程硕士。曾任职于中国国际金融有限公司，担任研究部副总经理。2015年7月加入鑫元基金担任信用研究主管，现任研究部总监，2016年7月起兼任基金经理。



**播放时间：**2017年4月28日11:00—11:30  
**演讲主题：**《央行维持资金紧平衡》  
**做客嘉宾：**张明凯先生

嘉宾简介：鑫元基金基金经理，超过八年行业经验，经济学硕士。2008年7月至2013年8月，任职于南京银行担任固定收益研究和信用债研究工作，精通信用债的行情与风险研判，是南京银行债券信用风险控制体系的创立者。2013年8月加入鑫元基金，担任投资研究部信用研究员。2013年12月起担任基金经理。



**播放时间：**2017年5月26日11:00—11:30  
**演讲主题：**《当前去杠杆已经有了实质性进展》  
**做客嘉宾：**郑文旭先生

嘉宾简介：鑫元基金专户投资经理，超过八年金融行业从业经验，金融工程硕士。曾担任万得资讯债券产品经理、东海证券固定收益部债券研究员及研究主管。2013年8月加入鑫元基金，担任信用研究员，现任专户投资经理。





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](http://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](mailto:lvzhimiao@xyamc.com)