固定收益

XINYUAN FIXED INCOME

12

2017 年 10 月 第十二期
www.xyamc.com

本期导读

● 常熟农商银行投行与金融市场总监彭晓东：
“做自己擅长的事——引同业金融之水润泽三农小微之花”

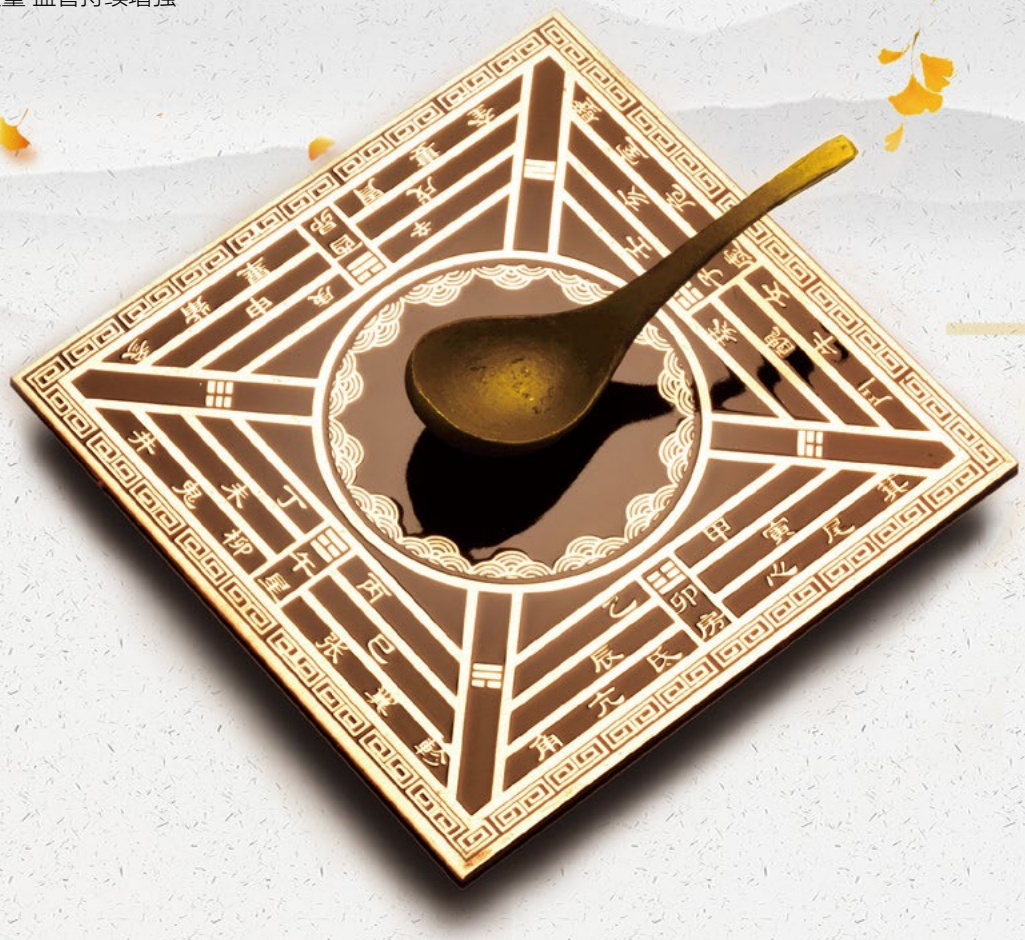
● 大争之世 允执厥中——汇率分析框架

● 货基市场进入“存量”时代　投资管理回归本源
——访鑫元基金货币基金经理颜昕

● 首批产品正式发行 公募FOF新时代来临

● 细说城投债投资：策略与择券

● 关注负债质量 监管持续增强



鑫元基金
XINYUAN ASSET MANAGEMENT

鑫元基金
XINYUAN ASSET MANAGEMENT

固定收益

XINYUAN FIXED INCOME

（第十二期）

流动性成监管重心

监管大年，新政频出，首推公募基金流动性新规正式落地，剑指货币基金七寸，拳拳到肉，顺带兼顾了其他类别基金的流动性隐患。

自2013 年下半年以来，由于互联网平台的介入与推广，货币市场基金规模得以快速增长。以余额宝为代表的大批宝宝类军团，直接助力货基，规模迄今已经稳稳占据十万亿公募基金的半壁江山。也使得如何处理好货币市场基金创新发展与防范风险之间的关系问题凸显。 通俗来说，就是在连接了普通民众（相关金融知识基本为零）与货币基金的宝宝类军团大行其道的今天，货币基金收益率低一点没关系，可以通过上市交易或转让、拓展支付等功能作为收益率下降的一种补偿，但是坚决不能出风险。一旦出风险，就是大风险。

公募基金在资管行业的标杆地位历来为市场所公认，在统一行业法律基础和监管规则的过程中，也理应一如既往地发挥表率作用。货基发展虽然遇到整肃，但首批公募FOF基金已开闸并成功募集，发展的好，也可以参考货基的逻辑，其中的低风险品种可以做灵活型配置，嵌套在余额宝、理财通等某一生活场景内。尤其对于新公司、小公司，与在老公司、大公司的强项后面苦苦追逐不同，这是另一条起跑线。对于整个公募基金行业，FOF与此前的QDII、RQFII、基金互认一同构筑了公募全面发展的新时代，行业之间的交流也有望朝更深层次拓展。

当然，FOF对于风险与收益的二次平滑，以及稳定与良好的业绩表现，能否最终赢得投资者的信任，这些都有赖于时光的检验。国内投资者虽然不成熟，却最值得尊重。因为他们积蓄有限，风险承受能力往往也不高，但却有对回报的强烈渴望与对基金公司的赤城信任。过往、此刻以及以后的以后，“受人之托”的基金公司是以投资为核心，还是以营销为核心，一定程度上说，代表了专业化与商业化两种不同的价值取向。显然是前者意识到了自己特殊的历史使命，也容易拿出更高的道德标准与责任心，成为受业内外尊敬的资管机构概率也相应更大。

《固定收益》编辑部

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 吕值淼
李平飞 潘 硕 王静洁 黄亚飞 屈沛淼

视觉设计 吴晶晶 沙勇兵 阳 婵 秦玺莹

项目协调 杨 畅 马 磊

内容合作 环讯传媒

目录

CONTENT

2017年10月 第十二期

卷首语
01 流动性成监管重心

04 **固收动态**

鑫元看市场
06 2017年四季度宏观展望及投资策略

货币
10 风口上的货币大年
14 货基市场进入“存量”时代 投资管理回归本源
——访鑫元基金货币基金经理颜昕

聚焦
16 大争之世 允执厥中——汇率分析框架
30 汇改两周年 人民币升值背后
34 人民币大涨对债市影响浅析

机构
38 首批产品正式发行 公募FOF新时代来临
42 一图看懂FOF

人物
44 常熟农商银行投行与金融市场总监彭晓东：
“做自己擅长的事——引同业金融之水润泽三农小微之花”

信用研究
50 细说城投债投资：策略与择券

宏观
57 特朗普医改的失败与影响分析
66 关注负债质量 监管持续增强

NEWS
固收动态

央行宣布对普惠金融领域实施定向降准

9月30日，央行宣布对普惠金融领域实施定向降准，普惠金融主要聚焦单户500万以下的小微贷款，同时还包括了扶贫攻坚和双创等领域。其中满足第一档标准的商业银行额外降准0.5%，满足第二档标准的商业银行额外降准1.5%。

海通证券研究所首席宏观债券分析师姜超认为：此次央行对普惠金融定向降准并非新降准，是对原有政策的替代。从上市银行的最新公告来看，有大量银行已经享受了第一档的定向降准，也有不少银行享受了第二档定向降准。

本次定向降准可以释放的流动性有限，仅相当于一次MLF操作投放资金的数量。据其团队测算，按照最新定向降准标准，上市商业银行大约能释放3000亿左右资金，远低于市场主流预测的7000-10000亿。市场误读了央行此次定向降准，因为定向降准一直都在，只不过改变了标准，但是标准并没有大幅下降，所以这一次绝非“大水漫灌”。

美联储缩表

北京时间2017年9月21日凌晨，美联储9月议息会议，维持保持1%-1.25%的联邦基金利率目标区间不变，从今年10月开始缩减资产负债表规模（缩表），这次决议得到FOMC全票通过。

九州证券全球首席经济学家邓海清认为：一、尽管美联储下调了长期利率预测10BP至2.9%，但由于美联储缩表时间定为10月超市场预期，导致美债收益率上行，美元走强，黄金走弱。二、耶伦急于缩表，或与耶伦明年2月任职到期有关，有意抢夺政治功绩。三、美联储和“缩表”的最大悬念在于，明年2月特朗普提名的新一任美联储主席能否执行耶伦的“缩表”计划。四、美债和美元的最大矛盾在于政治不确定性，一个典型例证是奥巴马任期结束前极力推进TPP，但特朗普一上台就废除TPP。五、美联储“缩表”不会导致东南亚金融危机重演。六、中国货币政策大概率“不跟”，2017年债市“先苦后甜”。

央行调整外汇风险准备金

央行下发《关于调整外汇风险准备金的通知》，宣布从9月11日起，人民银行调整了外汇风险准备金政策和对境外金融机构境内存放执行正常准备金率的政策，将外汇风险准备金征收比例降为零，并取消对境外金融机构境内存放准备金的穿透式管理。

央行金融研究所所长孙国峰表示，这两项政策都是在前两年人民币汇率出现波动、资本流动呈现一定顺周期性的背景下出台的宏观审慎管理措施，考虑到当前市场环境已发生较大变化，上述两项政策有必要进行调整。

证监会发布《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》

2017年9月1日，证监会正式发布《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》，新规自2017年10月1日起施行，过渡期6个月。

国泰君安证券分析师徐寒飞认为：总体来看，新规有助于防范系统性风险，推动货基回归流动性本源，长期健康发展。货基的规模和杠杆水平将下降，对市场产生一定紧缩效果（收入效应）；高信用资质、高流动性资产的需求边际上将有所上升（替代效应）。由于监管为货基新规划定了6个月的缓冲期，未来相关机构都有足够的时间进行调整，市场不会受到新规的猛烈冲击。

IMF上调中国经济增速预测至6.8%

10月10日，国际货币基金组织（IMF）公布《世界经济展望》第一章（WEO），上调中国今明两年增速预期预测0.1个百分点至6.8%和6.5%，认为供给侧改革和货币政策支持是主要原因，且资本外流状况缓解。这是该组织今年第四次上调中国2017年经济增长预期。

同日，**国家统计局局长宁吉喆**在国新办新闻发布会上表示，今年中国经济实现6.5%左右的预期发展目标没有任何问题，中国经济稳中向好的趋势没有改变，全年可能还会有更好一点的结果。

银监会发布《信托登记管理办法》

为构建全国统一的信托登记制度，促进信托业持续健康发展，保护信托当事人合法权益，银监会8月30日发布的《信托登记管理办法》（简称《办法》）明确，信托机构应当在集合资金信托计划发行日五个工作日前或者在单一资金信托和财产权信托成立日两个工作日前申请办理信托产品预登记（简称信托预登记），并在信托登记公司取得唯一产品编码。

银监会指出，与资产管理市场上的私募基金、银行理财等理念一致，《办法》将要求对集合资金信托计划的基本信息进行公示。银监会相关负责人指出，其主要目的是主动接受社会监督，提高信托业务的透明度和规范性，提升信托业的社会认知度。

2017 年四季度宏观展望及投资策略

文 | 鑫元基金投资管理部

我们认为十九大前后或是市场的分水岭，随着维稳动力降低及博弈难度加大以及监管力度面临一定的不确定性，四季度以结构性行情为主。

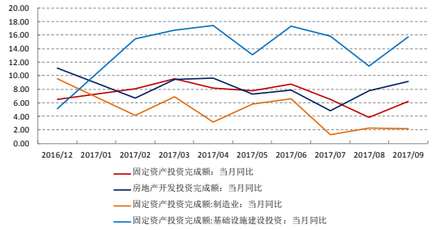
平稳的经济与加快推进的改革

本届政府把改革作为化解经济结构不合理和推动可持续发展的最为关键手段，从时间序列上看，2014年5月，中共中央总书记习近平在河南考察时指出，中国发展仍处于重要战略机遇期，从当前中国经济发展的阶段性特征出发，适应新常态，这是首次提及新常态概念；2014年底中央经济工作会议全面定义新常态下投资、消费、进出口、生产能力、生产要素、市场竞争等方面的特点，从中央层面对新常态进行详细定义；2015年11月，十三五规划中提出“创新、协调、绿色、开放、共享”五大理念；2015年12月中央经济工作会议提出“供给侧结构性改革”；2015年11月和2016年1月，中央财经领导小组第12次和13次会议上研究供给结构性改革方案，在2016年年初省级干部会议上详细说明供给侧结构性改革的内容。在过去三年时间里明确改革理念、手段及路径，不论在国内重要会议还是在国际会议上，高层都传达出改革的强烈意愿，明确指出改革只有进行时，没有完成时。我们认为看待国内的经济、债务、金融等问题，都应该纳入改革的框架中进行思考，经济平稳运行被认为是改革顺利推进的必要条件，从工业增加值当月同比的标准差指标上看（过去12个月工业增加值当月同比的均值标准差比，扣除1月份、2月份因季节因素波动较大的异常值），工业增加值波动率越来越低，间接体现出对经济平稳运行的需求在上升。

图表 1：2007.12-2017.9工业增加值同比标准差

数据来源：WIND 资讯，鑫元基金

图表 2：2016.02-2017.09固定资产、房地产、制造业、基建固定资产投资当月同比



数据来源：WIND 资讯，鑫元基金

经济数据层面上，一季度、二季度GDP当季同比均为6.9%，基本面的强劲程度超市场预期，三季度增速为6.8%，符合市场预期。三季度投资、消费数据基本保持平稳，作为经济景气指标——9月份制造业PMI数据好于预期，创下阶段性高点，体现当前经济基本面运行相对强劲。固定资产投资方面，1-9月份固定资产投资累计同比7.5%，较上半年回落1.1个百分点，从月度数据看，9月份当月固定资产投资完成额同比仅为6.21%，处于历史低位水平，地产投资、制造业和基建投资当月同比分别为9.2%、2.2%和15.724%，基建投资增速较上半年有所下滑，上半年强劲的经济数据降低依靠政策托底经济的力度，地产投资在三线及以下城市地产量价齐升的滞后影响下，增速超预期；在当前相对合理的库存比及相对较高新开工面积增速带动下，预计四季度能够维持5%增速水平。制造业投资增速在8月、9月当月同比增速明显下滑，其中上游原材料、冶炼行业、部分中游行业（纺织服装、橡胶制造业、铁路航天航空制造业）等投资增速出现角度幅度下滑，主要是受到十九大前夕环保限产力度增强、对产能过剩行业信贷管制力度提升及下半年财政支出增速下滑等因素冲击。消费层面，9月份零售消费总额当月同比为10.3%，处于阶段性低点，从分项看，除家电、烟酒、建筑及装潢材料等行业增速略有下滑，其他行业均保持相对平稳增长，另外，国庆黄金周数据显示，1-7日接待游客6.6亿人次，同比增长12%，间接验证强劲的消费力，对四季度经济继续保持平稳运行起到很强的支撑作用。进出口方面，欧美此轮经济复苏持续时间和复苏力度明显超预期，其中美国制造业PMI指数处于景气水平之上持续时间超过12个月，欧元自2013年6月起进入景气区间，9月份美国和欧元区PMI分别为52.4和58.1，均创下阶段高点，有利于维持当前较快的进出口增速。

在政策稳中求进基调及强劲的基本面支撑，维持四季度经济平稳运行的判断。相对国内经济形势，我们认为影响四季度市场运行的主要因素是十九大后改革政策的走向、中美贸易问题、美联储12月份的加息及潜在的人事变动等，其中十九大后人事及政策的变化对市场影响相对较大。从人事角度，在十九大前地方和部委的人事均已出现较大变动，具备改革动力、较强实业背景及高校人员被提拔的概率明显较高，体现改革与人事并行，确保改革推进的可持续性。经济层面的改革方面，我们梳理了自中央财经领导小组组建以来召开的16次会议，其中1-4次会议内容为公开披露及第10次关于好扶贫开发工作、打赢脱贫攻坚战作出全面部署的会议也未详细披露外，其余11次会议内容均公开披露，内容涉及水安全、能源安全、创新驱动战略、一带一路、京津冀协同发展、供给侧改革、经济重要领域改革、改善投融资环境等等，其中三次会议内容涉及供给侧结构性改革，预计供给侧改革在十九大之后会进一步加快推进，改革方向有望从前半程的解决无效供给向提升有效供给的方向转变，其中创新发展战略、制造业2025、军民融合、质量强国、国企改革等方向改革会加快推进。房地产方面，在财经领导小组会议上未提及，但在政治局会议多次提及，主要是抑制资产泡沫和加快形成促进房地产市场稳定发展的长效机制，我们认为通过对流动性的抑制促进地产逐步剥离金融属性，在观察到高层释放新信号前，地产基本行业继续维持在窄幅区间调控下的平稳运行态势。

政策面观察——释放中性信号的降准

在9月30日，央行宣布对普惠金融领域实施定向降准，普惠金融主要聚焦单户500万以下的真小微贷款，同时还包括了扶贫攻坚和双创等领域。其中满足第一档标准的商业银行额外降准0.5%，满足第二档标准的商业银行额外降准1.5%。考虑到该政策是2014年国务院常务会议制定下来政策的延续，无非是扩大银行降准调整的考核范围和降低定向降准的门槛，据此测算目前全部大中型商业银行、约90%城商行及95%的非县域农商行满足0.5个百分点降准要求，而此前能满足降准需求的银行为50%-60%，因此，此次定向降准释放的基础货币规模远低于全面降准释放的规模，从数量上避免存款准备金下调传达出货币政策宽松信号。另外，在央行就此次降准的答记者问中也明确指出定向降准不改变稳健货币政策的总体取向，下一步，人民银行将继续实施稳健中性的货币政策，打消市场对货币政策宽松预期。

另外，我们认为市场可能低估了金融风险防控将持续的时间，就像此前低估反腐能够持续的时间。在2015年股灾之后，金融问题日益受到高层重视，2016年5月份权威人士讲话否定开年经济“小阳春”的提法，并指出我国经济运行不可能是U型，更不可能是V型，而是L型的走势，认为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，要求股市、汇市、楼市回归到各自的功能定位；7月26日政治局会议上指出要要有效防范和化解金融风险隐患，抑制资产泡沫和降低宏观税负，当年10月份房地产迎来密集的调控举措，持续至今；10月21日在十八届六中全会第一次全体会议上提出加强对各类融资行为的全方位监管，坚决守住不发生系统性和区域性风险的底线；10月28日指出在我们面临的各类风险中，当前最突出的是两个问题：一个是企业杠杆率过高和银行呆坏账上升，另一个是房地产泡沫扩大；12月16日中央经济工作会上提出货币政策要保持稳健中性，坚决管住货币总量；进入2017年一行三会的金融监管力度明显加强，2017年4月25日及7月24日政治局会议上分别提出要加快形成促进房地产市场稳定发展的长效机制，要高度重视防控金融风险及要深入扎实整治金融乱象，加强金融监管协调，提高金融服务实体经济的效率和水平；7月15日全国金融工作会议上，提出紧紧围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务，释放金融大监管的信号。

资产配置展望

三季度的资产表现方面，万得全A指数、中证全债、10年期国债期货连续合约分别上涨6.17%、0.57%和-0.09%，房地产方面，7月和8月份70个大中城市房价环比分别为0.5%和0.2%，涨幅有所缩窄，整体资产表现与二季度策略判断基本一致，权益类资产表现最好，债券震荡寻底，房地产涨幅缩窄。展望四季度资产配置方面：

权益方面，三季度上证指数、深证成指和创业板指分别上涨5.47%、5.05%和12.95%，个股上涨，一定程度上与十九大前夕维稳氛围和经济数据超预期有一定关系，估值方面，截止9月底三大指数动态PE分别为16.17倍、29.24倍和42.86倍。我们认为十九大前后或是市场的分水岭，随着维稳动力降低及博弈难度加大以及监管力度面临一定的不确定性，我们认为四季度以结构性行情为主。在金融工作会议召开之后，金融服务实体成为一行三会的政治任务之一，金融在助力实体经济转型方面将发挥较大作用，9月底工信部与证监会了《战略合作协议》。此次签署战略合作协议，支持“中国制造2025”。我们预计十九大后供给侧结构性改革在推动有效供给方面的力度会明显加快，加快形成经济增长新动力，行业配置方面主要体现在科技和消费方面，建议围绕质量强国、制造业2025、军民融合、京津冀一体化、生态战略等方面展开布局。

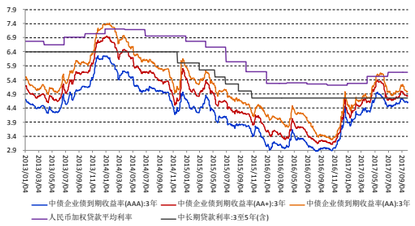
债券方面，受十九大前夕维稳，金融监管力度有所弱化及8月、9月经济基本面增速保持平稳影响，三季度期间10年期国债收益率表现为区间窄幅震荡，整体上行3.57BP，中美利差保持稳定，不同期限的信用品收益率走势平稳，整体收益率有所上行。

展望四季度，年中的金融工作会议奠定了2017年为金融宽松周期和监管周期的拐点之年，对于泛金融的监管使得金融资源的可得性变得更为稀缺，银行加权贷款平均利率连续自2016年四季度以来，连续三个季度上调，由低点5.22%提升至5.67%，上行45BP，因此虽然利率债收益率在三季度期间保持平稳，但相对于银行贷款利率的吸引力有所下降。从经济基本面分析，不论是潜在相对强劲增长动力还是市场的预期，对四季度经济增长均维持比较正面的看法，对债市形成抑制。从货币政策角度，降准更多是体现出流动性管理和支持经济结构调整的意图，并未传达宽松信号，货币政策偏紧的格局也未出现明显变化，对债市利好有限，同时，对四季度美联储缩表叠加加息的冲击影响会持续发酵，我们相对看淡四季度债市的表现。

图表3：2017年10年期国债收益率

数据来源：WIND 资讯，鑫元基金

图表4：3年期不同评级信用债收益率与加权贷款平均利率



数据来源：WIND 资讯，鑫元基金

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

风口上的货币大年

文 | 《固定收益》编辑部

证监会发布的《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》（以下简称：新规）10 月 1 日正式施行了，这是近年来对货币基金的监管规则最大、最新的调整。有人把新规看成限制货币基金发展的“紧箍咒”，真的是这样吗？中国货币基金的现状是怎样？为什么货币基金能扩张规模？新规的 10 章 41 条有这么大威力吗？资本市场上的各方怎么看新的游戏规则？

货币基金现状

仅仅在四年前，中国货币基金总规模还进不了世界前五之内，在这近四年时间内中国货币基金规模达到8000亿美元，位居世界第二，仅次于美国。2014年以来，我国货币基金的规模持续攀升，至2017年9月规模已增长接近三倍，扩张近四万多亿元，并牢牢占据了中国基金市场的半壁江山。对比2016年全球货币基金占全球开放式基金12.5%，中国货币基金的占比则远超了国际平均标准。

从2017年8月底各大基金公司披露半年度财务报表汇总显示，中国新成立基金551只，其中货币基金新成立45只，货币基金资产净值合计52539.05亿元，较去年底新增超过8000亿元，占据基金市场资产配置金额从年初51.32%的上升至53.23%。

从资产配置来看，中报数据显示货币基金持有现金（银行存款和结算备付金）约3.11万亿，占56.71%，比2016年底占比上升9.2个百分点；持有债券约1.47万亿，占比26.88%，比2016年底占比下降了2.27个百分点；持有其他资产（金融衍生品、资产支持证券、买入返售金融资产和其他）约0.9万亿，占比16.41%，比2016年底占比下滑6.93个百分点。

今年货币基金的规模为何突飞猛进？一方面，今年上半年是在市场对金融去杠杆有充分的预期，“股债基”震荡，股市打新低迷，债券市场震荡下行，权益类基金遇冷，委外资金遭受监管风暴并全面加强监管，投资者的避险情绪上升，因此将资产配置的关注点转向收益率持续攀升的货币型基金。

另一方面，流动性短缺是货币基金收益攀升的主因。从2017年初到9月，银行体系的流动性始终处于偏紧的状态，Shibor隔夜、1周、1年利率数据对比年初，也都有较大的上涨（图1）。在一部分利率债收益释放，银行间资金链紧缺，以及税期、MLF到期、同业存单到期、银行MPA考核和机构的跨期准备资金的情况下，各种因素聚合造成“波浪上升式”的流动性紧张，并且今年的流动性短缺是全球现象。央行的货币政策基调是稳健偏紧，国家对金融行业的去杠杆政策导致银行体系超额存款准备金比率低于往期水平，但是通过公开市场业务，以及MLF的超量投放等行为，也达到了防止流动性过于紧张的部分效果。货币基金的主要投资标的是存款、回购、同业存单和高评级债券等，配置的银行协议存款资产收益率与市场短期利率表现出正比关系。根据图2来看，货币市场利率逐步上升，货币基金收益率会随之上升，大体上呈现出2017年货币基金的年化收益率与SHIBOR O/N（隔夜利率）成同比关系，并保持总体上扬的局面。

“新规”的意义及解读

在货币基金规模爆发的背后，潜藏着不少风险点，而监管层显然对此早有关注。正是基于此，新规应运而生，并于10月1日正式施行。

目前供给宏观经济的流动性大部分没有转为支持国民经济的有效需求，大量资金在金融体系内部漩转，货币政策呈现出既控制结构性流动性短缺的特点，又表现出高度警惕“金融资金旋转门”和“流动性陷阱”的特点。监管层对货币基金的规模扩张有可能引发的金融风险有所担忧。

比较显见的一点是，机构“赎回潮”可能导致货币基金亏损甚至爆仓。监管层对该风险点的担忧曾在6月SHIBOR O/N和货币基金年化收益率短期飙升时达到高点。截至6月末，机构持有的货币基金的份额由去年末的25177.27亿份下降为22604.64亿份，持有比例由60.30%下降为45.13%——虽然最终基金公司以提前储备现金、调整了资产配置、增加存款和回购的方式得以安全度过了这个“短而猛”的流动性危机，但监管层对货币基金投资的短期金融工具的违约风险和流动性风险的忧虑大大增加。

在应对流动性危机中，标的资产采用摊余成本法估值导致基金管理人的压力凸显，而监管层制度管理是否完善、基金管理人内部流动性考核制度是否健全、基金经理的个人能力是否达标，成为至关重要的因素。此时推出新的针对货币基金的管理规定已经成熟。

> 在货币基金规模爆发的背后，潜藏着不少风险点，基于此，新规于 10 月 1 日正式施行。

新规的核心要义

明确了基金管理人的职责：风险管理的目标是确保基金组合资产的变现能力与投资者赎回需求的匹配与平衡，确保投资者的合法权益不受损害并得到公平对待。

按照该原则看待全部条款所发挥的作用：

1、流动性风控是核心工作，主体责任是基金管理人，基金经理是直接责任人，授予基金管理人流动性风险管理工具；

2、强制优化基金持有份额的结构；

表1

序号	资产科目	2016 年年报数据	2017 第 1 季度季报数据	2017 中报数据
1	货币基金总资产	4.53,995,463.26	432,286,433.15	548,750,175.38
2	货币基金资产净值	441,033,561.68	417,673,005.15	525,390,541.30
3	债券金额和占比	132,319,234.92	124,858,786.86	147,515,685.73
4	银行存款和结算备付金	215,692,629.51	238,710,817.86	311,186,997.30
5	金融衍生品、资产支持证券、买入返售金融资产和其他	105,943,599.00	68,716,828.42	90,047,492.35
6	债券：占比	29.15%	28.88%	26.88%
7	银行存款和结算备付金：占比	47.51%	52.22%	56.71%
8	金融衍生品、资产支持证券、买入返售金融资产和其他：占比	23.34%	15.90%	16.41%

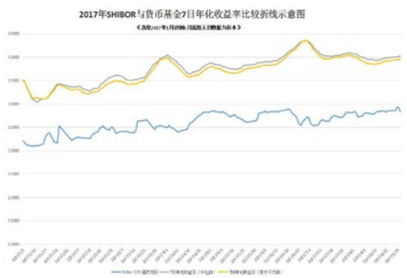
各期限货币基金资产占基金资产净值的比例 (%)					
报告日期	30 天以内	30 天 (含)-60 天	60 天 (含)-90 天	90 天 (含)-180 天	180 天 (含)-397 天 (含)
2017-06-30	27.27%	15.98%	34.79%	0	0
2017-03-31	24.64%	19.44%	34.83%	0	0
2016-12-31	44.06%	10.46%	18.45%	0	0

数据来源：Wind、中国基金报

图1：2017年SHIBOR O/N、1W、1Y折线示意图

数据来源：SHIBOR 官网

图2：2017年SHIBOR与货币7日年化收益率比较折线示意图



数据来源：SHIBOR 官网、Wind

怎么摆脱“资金的金融旋转门”，探索一条“疏导”的道路出来，才是货币基金发展乃至是整个证券市场发展的良性思维。

3、确保基金标的资产和交易回购质押品的公允价值可靠性；

4、确保基金公司的偿付能力；

5、建立压力测试为核心的流动性风控预警体系；

6、为货币基金近四年的无序疯狂扩张画下“休止符”，适度健康发展是引导方向。

结束语

追求高收益率的金融产品是投资者的共性。回想货币基金规模膨胀的历史，与SHIBOR关系非常紧密，与宏观经济的流动性短缺是分不开的，金融上的关联规律决定了投资者的价值偏好，货币基金的火热也有宏观因素的影响。

货币市场型基金短期骤然扩张积累下许多问题，诸如投资者风险认识误区、基金管理人的风控制度不能满足要求、机构持有人投机性的申购赎回等这些问题的存在是新规出台的背景。监管层的动作不在意外之内，也在情理之中。而关于新规到底是紧箍咒还是安全带的争论，也会在货币基金的发展走向中慢慢展现。

大禹治水，用的是“疏导”而不是“堵口”。在金融市场上，为了“去热清火”单一采取“堵口”的方法以限制风险，只能收取短期功效。投资者手里握有投机性的资金，钱该往哪里去？这是一个核心问题。在“风口上的货币大年”中，监管层、基金管理人也必须“替”投资者思考这一问题，怎么摆脱“资金的金融旋转门”，探索一条“疏导”的道路出来，才是货币基金发展乃至是整个证券市场发展的良性思维。

货币市场基金的流动性管理和金融去杠杆化的一系列政策相互配合，都是为了促进金融市场良性有序发展的良药，其客观效果会让每一个“金融人”持续受益。

货基市场进入"存量"时代 投资管理回归本源

货基市场进入“存量”时代 投资管理回归本源
——访鑫元基金货币基金经理颜昕

文 | 王诚诚 上海证券报

鑫元基金货币基金经理颜昕表示，新规可能会对货币基金收益率产生一定影响，分流一部分资金需求，但由于和其他如理财基金等产品相比，对银行等机构资金来说，货币基金不占用风险资本，且费率相对更低，仍具有较高配置价值。

一石激起千层浪。随着《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》（简称“流行性新规”）正式施行，市场人士普遍关心，货币基金投资管理将面临怎样的调整？这对收益率影响几何？未来货币基金的市场格局又会出现何种变化？

鑫元基金货币基金经理颜昕近日在接受记者采访时表示，新规可能会对货币基金收益率产生一定影响，分流一部分资金需求，但由于和其他如理财基金等产品相比，对银行等机构资金来说，货币基金不占用风险资本，且费率相对更低，仍具有较高配置价值。值得一提的是，由于新规要求，基金公司旗下采用摊余成本法进行核算的货币基金月末资产净值合计超过该基金管理人风险准备金月末余额的200倍，便不能发起设立新的采用摊余成本法进行核算的货基产品。未来一段时间，市场新增货基可能将十分有限，在“存量”市场上规范运作的货币基金将更有竞争力。

据悉，目前颜昕是鑫元基金旗下的鑫元货币基金以及安鑫宝货币基金的基金经理，合计管理规模将近250亿元，同时这两只产品表现优异，9月20日鑫元货币B以及安鑫宝货币A的最新七日年化收益率分别为4.4630%和4.1330%，鑫元安鑫宝货币A近期还获得了首届济安金信五星基金评选的“货币型基金”单项奖。

新规影响货基收益率

10月1日起，流动性新规已开始实行，这一新规对货币基金运作将有较大影响。

颜昕告诉记者，新规的着力点就是公募基金，尤其是要求货币基金加强流动性风险管理，从管理规模、投资集中度、投资品种及评级、投资久期、强制赎回等各方面对其加以了更细化的要求。

例如在流动性管理方面，新规对货币基金日流动性、周流动性资产都提出了更高要求：对于投资者集中度较高的货币基金，如基金前十大持有人占比若超过50%，要求该类货币基金周流动性资产达到30%，这意味着30%的资产只能是现金类资产或七天逆回购资产。而目前大多数货基的周流动性资产比例只有10%。

在投资分散化的要求方面，则主要体现在对存单投资的约束上。据了解，目前货币基金相对主要的资产都是同业存单，新规要求，未来货币基金投资AAA以下评级的机构发行的金融工具占基金资产净值的比例合计不能超过10%，前述金融工具包括包括债券、非金融企业债务融资工具、银行存款、同业存单、相关机构作为原始权益人的资产支持证券及证监会认定的其他品种。其中单一机构发行的金融工具占比也不能超过2%，这要求货币基金投资产品评级更高、标的更分散。

“新规的核心就是分散投资、降低杠杆、降低久期，加强流动性管理。这无疑对货基的收益有一定影响。”颜昕告诉记者，在新规未出台前，监管意识到货币基金的产品设计和流动性管理存在一定风险隐患，部分货币基金可以靠下沉存单评级、拉长久期，高杠杆等手段做高产品收益率，而流动性管理和追求收益总是相冲突的，新规的实施将使货币基金回归本源，把流动性管理放在首位，把现在“市场能想到的漏洞都堵住”。

市场进入“存量”时代

值得一提的是，根据新规，“同一基金管理人所管理采用摊余成本法进行核算的货币市场基金，其月末资产净值合计不得超过该基金管理人风险准备金月末余额的200倍。”基金管理人的风险准备金不符合200倍要求的，不得发起设立新的采用摊余成本法进行核算的货币市场基金。

颜昕告诉记者，如果用货基管理费作为风险准备金的话，按照目前平均千分之三的管理费计算，很多公司的风险准备金只能支撑几十亿的货币基金产品。按照规定，大部分基金公司将不能新发采用摊余成本法进行核算的货基产品。

“未来将是存量产品之间的竞争，而一直规范运作，将流动性管理置于首位的货币基金往往更有生命力”颜昕称。

此外，颜昕还表示，按照目前的新规对投资的要求，货币基金管理不再是“越大越好”，规模在50亿-200亿规模之间的货币基金在平衡流动性与收益上，可能更有优势。

据了解，鑫元基金旗下货币基金就符合上述标准，且在新规出台前，就已经降低了投资久期，除了存单以外，将分散投资标的至高评级短融、利率债等更为多元的品种，这也正是监管为了防止资金空转，引导资金进入实体经济的初衷。公司希望未来开拓更多机构客户，进一步降低投资者集中度。

货币基金配置价值仍较高

虽然新规的出台将对货基收益率造成一定影响，但颜昕认为，由于四季度货币政策仍将保持中性偏紧的状态，且从风险资本占用以及费率方面，相对其他基金仍有优势，未来货币基金的配置价值仍较高。

颜昕告诉记者，与理财基金等类货基的相比，货币基金不会占用银行的风险资本，虽然未来收益率可能会下降，但对于风险资本占用较高的或者投资风格相对稳健的银行来说仍具有吸引力，未必就会转而投向其他产品。

此外，四季度的货币环境也对货基更为有利。

颜昕表示，由于金融“去杠杆”仍在途中，货币政策很难出现宽松，未来货币基金收益率仍将维持较高位置，货币基金仍是较好的配置资产。

“之前市场判断央行可能会降准，一是因为目前人民币汇率比较强，另外银行超额备付金处于历史低位，但现在看来，在金融降杠杆的目标尚未达成的情况下，央行不太可能去放松货币，国内经济尚可，降准的可能性也比较小。”

此外，颜昕还称，目前每个月都有资金紧张的情况，加上季末银行都要进行MPA考核，严监管的大环境下资金面阶段性趋紧可能会一直存在。这均对货币基金收益率构成一定的支撑。

颜昕 女士

鑫元基金货币基金经理

八年金融行业从业经验，复旦大学工商管理硕士。曾任职于南京银行金融市场部、金融同业部，负责货币市场的投资和交易工作，连续两年在上海证券报撰写资金面板块的日评。2013年9月加入鑫元基金，先后担任交易员、交易室主管、基金经理助理，2015年6月起担任基金经理。

FOCUS

聚焦

大争之世 允执厥中——汇率分析框架
汇改两周年 人民币升值背后
人民币大涨对债市影响浅析

大争之世 允执厥中——汇率分析框架

文 | 秦泰 申万宏源证券研究所高级分析师

总体上，四大因素决定汇率水平及其变动：货币政策、经济增长、外汇管制与干预、以及（人民币汇率特别因素）中间价形成机制。对于发达经济体、发展中国家以及我国的汇率决定。

人民币汇率是重要的宏观经济变量。汇率变化一方面对跨境投资和进出口贸易形成影响，进而影响到对经济增长前景的判断；另一方面也与国际收支平衡的变化相互反馈，从而影响资金的跨境流动、基础货币和流动性，最终与货币政策形成相互制约影响的关系。

中国是一个高速增长的新兴经济体，这一特征本身在人民币汇率波动方面体现一定的复杂特征。同时中国资本账户并未完全开放，人民币汇率和国际收支结构变化之间形成一定的黏性反馈机制，强化了人民币汇率研究和判断的复杂性。于此同时，2015年以来中间价形成机制的市场化改革，也意味着分析人民币汇率问题时，必须同时考虑美元与欧元、英镑、日元等主要国际货币之间的汇率相互关系变化，从而令研究难度进一步增加。可以说，汇率分析和预判已经成为宏观研究领域中内涵最为丰富、逻辑要求最高、难度最大的领域之一。在此背景下，一个较为完整严谨的汇率研究框架是非常必要的。本文提供一个作者在从事宏观利率研究过程中总结出的可资参考的研究框架，并在此基础上对人民币汇率的变化进行分析和预判。

1、汇率一般分析框架

首先从研究汇率问题的一般框架说起。

1.1即期汇率=长期汇率预期+预期贬值程度

作为一种金融市场价格，汇率水平一方面取决于对长期汇率的预期，另一方面取决于当前汇率和预期长期汇率水平之间的预期贬值程度，这是研究汇率问题的一个基本逻辑。

例如，假设在17年底，市场普遍预期人民币兑美元的长期汇率水平是6.3，而当时汇率较长期水平之间预计仍有2%的升值空间，那么17年底人民币兑美元的即期汇率应为6.43。

而能够对“长期汇率预期”和“预期贬值程度“形成影响的因素，就是我们研究汇率需要关注的主要方面。

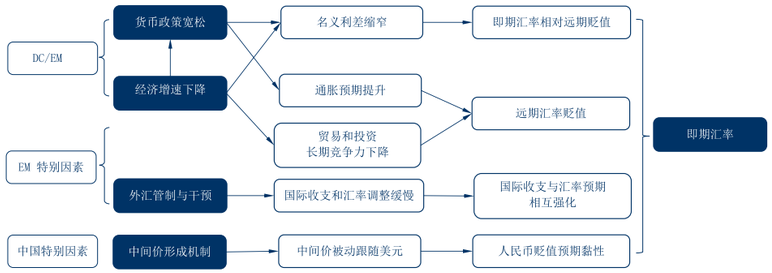
1.2汇率研究总体框架

总体上，四大因素决定汇率水平及其变动：货币政策、经济增长、外汇管制与干预、以及（人民币汇率特别因素）中间价形成机制。对于发达经济体、发展中国家以及我国的汇率决定，不同因素的影响程度有所不同，影响机制也有所区别。以下我们首先以机制相对更为成熟、路径相对更加清晰的发达经济体货币汇率研究为例进行说明，在此基础上进一步讨论人民币汇率的分析框架。

2、发达经济体汇率研究框架

发达经济体的经济发展阶段性特征和货币政策框架特征决定了其汇率分析的框架。首先，发达经济体发展阶段相似，潜在增速趋同，货物和服务贸易联系紧密，发

图1：汇率研究的一般框架



资料来源：申万宏源债券研究

图2：发达经济体货币汇率分析框架

资料来源：申万宏源债券研究

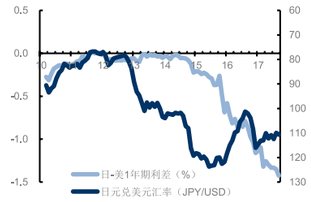
图3：英国脱欧公投前英镑汇率与名义利差吻合

资料来源：Wind，申万宏源研究

图4：12年以来，欧元汇率与名义利率分化

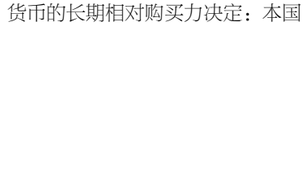
资料来源：Wind，申万宏源研究

图5：13年以来，日元汇率与名义利差分化



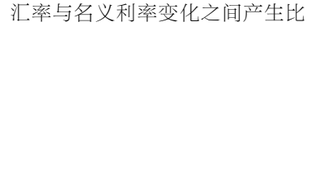
资料来源：Wind，申万宏源研究

图6：10年-13年实际利差对欧元汇解释能力较强



资料来源：Wind，申万宏源研究

图7：13年以来，日元走势更接近实际利差



资料来源：Wind，申万宏源研究

达经济体之间实体经济周期同步性不断增强。此外，发达经济体的货币政策主要关注通胀（例如欧央行对通胀目标的强调），当然一些发达经济体央行同时也将经济增长或就业作为货币政策目标之一（例如美联储），但一方面，经济增长与通胀水平关系更为密切（即类似于菲利普斯曲线所揭示的关系），经济增长和货币政策变化均较快体现为利率水平的变化；另一方面，发达经济体的货币政策对通胀目标的重视程度远超发展中国家。因此，三大可观察变量成为发达经济体汇率决定的主要因素：名义利差、通胀水平、货币政策的结构性变化与通胀预期的调整。

驱动三大因素的则是经济增长前景与货币政策操作。

2.1名义利差：包含经济增长前景和通胀短期变化

对发达经济体而言，名义利差已经包含两大因素：1）通胀的短期变化；2）经济增长前景的变化。两大因素均反映为对未来货币政策的预期变化，从而直接体现在名义利率（特别是长端）的变化上，进而通过名义利差影响汇率。发达经济体经济增速中枢较低，各国之间增长模式趋同，生产率差异较小，加之市场利率对经济增长前景，以及由此导致的货币政策预期变化也较为敏感，经济增长前景的变化较快反映在利率变化之中。

因此，在进行汇率分析时，应注意利率与通胀+经济前景之间的联动关系，注意避免重复计算。例如，假设美国工业生产/零售/失业率整体表现好于其他经济体时，美国国债长端利率也会同步走高，带动美元指数上行，而此时利率上行和美元汇率走强同为美国经济前景改善的结果，不应将名义利率的上行和经济前景改善理解为两个因素。

在通胀趋势相似、QE政策无显著分化时，发达国家汇率主要由名义利差驱动。英国脱欧前的英镑兑美元汇率是一个例子。在英国脱欧之前，英美名义利差与英镑兑美元汇率相关性较强。其背后的原因是两国预期中长期通胀情况相近，同时QE政策无显著分化。而在英国公投脱欧后，通胀预期发生大幅修正，同时英国再度降息，货币宽松预期再起，英镑汇率脱离原来的名义利差框架。

2.2通胀预期的分化

长期汇率水平很大程度上由货币的长期相对购买力决定：本国长期通胀率大于外国长期通胀率时，本币长期汇率预期趋于贬值。而投资者对未来通胀的预期很大程度上依赖于当前的通胀走势。我们用当前的通胀水平代表长期通胀率预期，得到即期汇率决定的“实际利率平价”：

即期汇率贬值率=本国实际利率-外国实际利率

在通胀分化较为明显的经济体之间，名义利差解释力有限，而考虑了通胀预期分化后的“实际利率平价”关系，对汇率的解释能力大大增强。例如，12年之后，欧元汇率与名义利率变化之间产生比较明显的分化；13年之后，日元汇率与名义利差关系也有显著弱化。其背后的原因，即这两个时期欧元区、日本与美国的通胀水平之间产生显著分化，而通胀水平影响长期通胀预期，继而影响汇率预期。

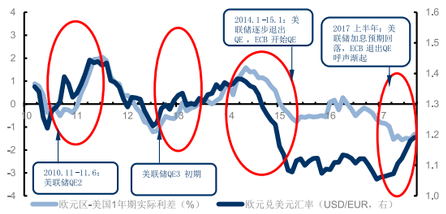
考虑通胀水平后，实际利差对汇率解释力增强。欧元兑美元汇率12-13年波动基本与实际利差一致。日元方面，由于消费税的影响，日本通胀水平应关注“切尾均值CPI同比”，而非普通意义上的“季调后CPI同比”，前者剔除了消费税对物价水平的影响。在此基础上来看，13年之后，日元走势与实际利差趋势较为接近。

2.3量化宽松政策的结构性分化

重大货币政策结构性变化会令通胀预期重估，名义利率出现分化，长期汇率中枢调整。

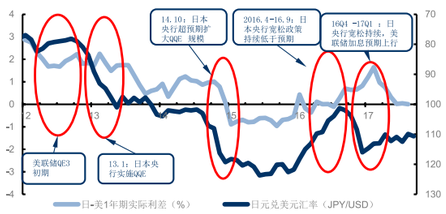
当全球主要央行货币政策及其预期变化时，就会驱动不同国家名义利率产生分化。例如，ECB降息（2011.11）、实施负利率（14.6）、实施QE（15.1），BoJ实施负利率（16.1）、BoE降息（16.8）之后国债利率持续下降；美联储退出QE（14.10）、加息（15.12）后利率上扬。但由于量化宽松类政策往往在短期名义利率接近零下限附近推出，在低利率环境下调整，因此其影响并不能完全体现在名义利率的变化之中；此外，量化宽松政策的推出和调整，会一次性导致通胀预期的重估，从而影响长期汇率预期，导致即期汇率的快速变化。因此量化宽松政策的结构性分化，构成独立于名义利率和预期通胀水平的，影响发达经济体汇率的一个特别因素。而历史数据

图8：历次QE政策分化对欧元汇率的影响



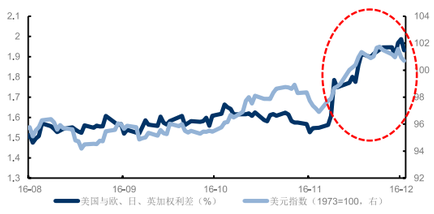
资料来源：Wind，申万宏源研究

图9：日元汇率与QE政策分化的影响



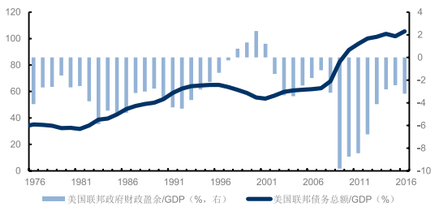
资料来源：Wind，申万宏源研究

图10：16年11月美元指数与加权名义利差变化



资料来源：CEIC，Bloomberg，申万宏源研究

图11：美国政府财政赤字率与联邦债务水平



资料来源：CEIC，申万宏源研究

显示，货币政策的结构性变化带来的汇率调整是一次性的，表现为汇率走势平行偏离（以当前通胀计算的）实际利率走势。

以美元为例，08年全球金融危机之后，由于名义利率接近零下限时，央行通过直接购买国债等资产大规模提供流动性的行为已经不能反映为利率的下降，因而QE政策的实施或退出，直接导致通胀预期的大幅调整，从而引发长期汇率预期的迅速变化。美联储预期加息路径加快、以及刚刚启动的缩表，在预期形成阶段，也会导致长期通胀预期下行，长期汇率预期中枢上行。

从欧元兑美元汇率来看，在美联储实施QE前后的10年下半年-11年上半年，以及12年下半年-13年，欧元汇率均曾高于实际利差预测的水平，而14年起美联储逐步退出QE、15年1月欧央行开始实施QE，量化宽松政策的分化令欧元区和美国通胀预期剧烈调整，欧元贬值幅度大大高于实际利差的预测趋势，至15年2季度调整结束。17年上半年，美联储加息预期冲高后回落，ECB退出QE呼声渐起，欧元兑美元汇率升值，重新向实际利差关系靠拢。

日元兑美元汇率的变化也应证了量化宽松政策的结构性分化带来的一次性影响。12年下半年，美国QE预期推升日元长期汇率预期，13年1月日央行实施QQE、14年10月QQE扩大规模均导致日元中枢下降。而16年2季度起日本央行并未实质性扩大QQE规模，持续低于市场预期，日元中枢有所回升。

16年4季度至17年1季度，日本央行QE政策持续，而美联储加息预期快速上行并讨论缩表，日美QE前景预期再度分化，令日元汇率再度走弱。而此后虽然美联储加息预期有所回落，但日本通胀再度下行，实际利率下降，综合作用下日元汇率窄幅震荡，并未大幅升值。

3、财政扩张风险与通胀分化：主要货币汇率分析

本部分中，我们基于上述分析框架，对发达经济体货币汇率进行一些分析应用。

3.1 财政扩张的风险——16年底率先看空美元的逻辑

基于上述框架，我们在16年12月初率先成功指出，17年美元指数上行乏力。

当时特朗普当选美国总统后，美元指数刚刚经历一轮飙升。而在三因素中，短期内通胀水平并无太大变化，货币政策也没有发生结构性的调整（如QE政策的实施或退出），名义利差的快速扩大是当时美元汇率飙升的主要原因：11月9日-30日，美国10年期国债利率与欧、日、英三国加权平均利率之差擢升36BP，达到1.97%，而此前的3个月内，这一利差均在1.5%-1.65%区间窄幅波动。

名义利差扩大源于市场对特朗普财政扩张政策的期待。特朗普意外当选美国总统，其较强的财政扩张主张，推升市场对美国经济增速和通胀前景的预期，从而市场预计美联储加息进程将会加速，短期内迅速推升美国名义利率水平，导致名义利差扩大。

特朗普的经济政策框架集中于六大方面，其中减税和基建奠定了其财政扩张的整体属性。据布鲁金斯税收政策中心（UPTC）估算，特朗普的税收政策，可能导致2017-2026年美国个人、企业所得税收入年均减少6327亿、2249亿美元，合计达15年联邦财政收入的25%。

其次，紧货币限制宽财政。紧货币条件下，高企的联邦政府债务水平本身即意味着利息支出的上升，进一步约束未来财政扩张空间。特朗普减税、基建政策推出延后，2017年难以见效。基于16年联邦政府债务水平，美国10年期国债利率每上升100BP，美国联邦政府支出将增加约1450亿美元/年，对应联邦财政赤字率上行0.8个百分点。财政扩张——利率上升——政府利息支出增加——赤字率抬升的传递路径，令特朗普财政扩张前景蒙上阴影。

但我们认为，首先，美国联邦政府债务水平高企，约束财政扩张空间。里根时期（1981-1989）美国联邦财政赤字率较高，但1981年联邦政府债务仅占GDP的31.7%，至1988年该比率上升至50.5%。奥巴马任内，联邦政府债务由GDP的62.5%急剧攀升至101.8%，联邦财政进一步大举赤字的空间已经非常狭小。

主要基于以上分析判断，我们认为特朗普政府的实际财政扩张能力将极为有限，从而当时名义利率的快速上行、美元指数的飙升均反映对美国财政扩张政策的过度乐观预期，随着特朗普就任后财政政策空间约束逐步显现，预计美国名义利率将有所回落，美元指数将趋势下行。17年美元指数的实际走势符合我们在16年底提出的方向性判断。

3.2 通胀分化：下半年全球货币政策的关注点

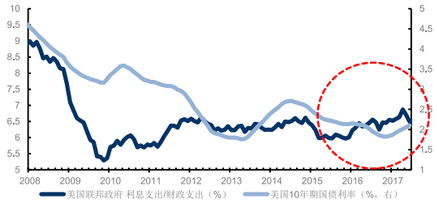
16年底至17年初，市场最关注的是特朗普政府可能推出的财政扩张计划，及其对美国和全球经济增长的潜在拉动作用；而在17年中之后，通胀的潜在分化已经成为新的全球货币政策主要关注点。17年海外核心通胀戏剧性分化：英国核心通胀加速上行，欧元区核心通胀中枢超预期抬升，而美国核心通胀却呈逐步下滑态势。

十年宽松，通胀却持续疲弱。08年全球金融危机后，发达经济体相继采取量化宽松货币政策，但基础货币投放的大幅扩张并未转化为通胀上行。17年1季度末，美、欧、日基础货币分别达到08年8月QE开始前的4.6倍、3.0倍和4.9倍；分别达到2002年初基础货币规模的6.0倍、6.0倍和15.2倍，主要的扩张均发生在金融危机后的量化宽松时期。但剔除08年-09年金融危机期间的通胀短期异常，我们发现10年至今，美国、欧元区居民消费价格指数同比均显著低于金融危机前的00年至07年均值，仅日本通胀有所抬升，但主因14-15年消费税推升通胀的影响。这种变化显示，除总需求之外，通胀存在更为复杂的结构性影响因素。

我们从3个方面对全球通胀走势进行结构性分析：能源价格、工业品价格、服务价格。

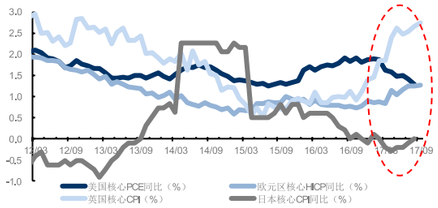
（1）能源价格：能源方面，全球原油市场供给集中度极高，石油输出组织（OPEC）、俄罗斯和美国决定全球原油供给格局。2016年，沙特（在全球原油供给中的占比为13.4%）为首的OPEC国家（合

图12：美国联邦政府利息支出与10年期国债利率（12MMA）



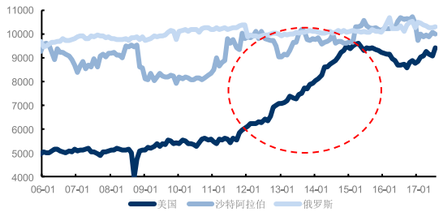
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图13：发达经济体核心通胀同比（%）



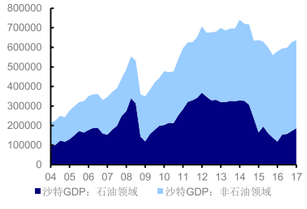
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图14：美国、沙特、俄罗斯原油产量（千桶/日）



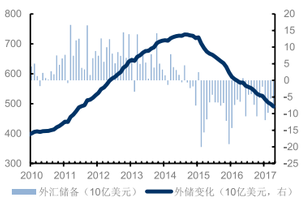
资料来源：JODI，申万宏源研究

图15：沙特GDP结构（百万沙特里亚尔）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图16：沙特外汇储备变化（10亿美元）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

计占比42.6%）、俄罗斯（12.6%）和美国（12.4%）三方合计占全球原油供给的比例超过2/3。

技术进步导致供需失衡。12年以来美国页岩油开采技术进步，将美国的巨量页岩油储量转变为持续的潜在产能，美国原油产量大幅提升，由12年前每日600万桶以下快速提升至15年4月的每日960万桶以上，3年半时间内产量增长60%，令全球原油供给陷入长期过剩威胁之中。

OPEC国家面临两难选择：如果以保油价为目的进行减产，可能引发美国的竞争性增产，从而可能导致供给市场份额缩减，同时油价也难以实质性抬升；如果竞争性增产，则油价将快速走低，可能挤出成本仍然高于传统原油的部分页岩油产能（从而保住市场份额），但油价缺乏回升动力。无论哪种选择，均不得不面临油价低迷、石油收入减少的局面。

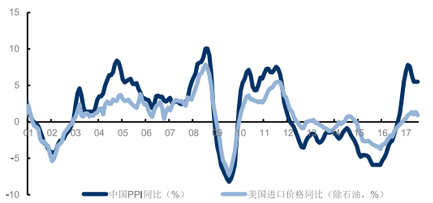
本轮OPEC的竞争策略是通过短期减产获得油价的“不稳定预期”平衡，但目前来看减产执行力度有限，在页岩油的持续供给压力下，油价将长期维持低位。预计沙特不会重蹈81-85年的覆辙，未来较长时期内全球原油市场将持续面临供大于求的局面。作为总需求政策，货币政策难以对原油供给过剩进行有效调整，预计未来能源价格低迷的局面将长期持续，而传统原油生产国仍将结构性地以自身购买力的损失补贴全球石油消费者。

（2）工业品价格：近年来多项学术研究指出，发达经济体工业品价格主要由全球因素驱动，而极少体现本国产出缺口等因素的影响。（例如IMF工作论文Abdih, Balakrishnan, Shang（2016））。从数据上来看，以美国为例，进口商品价格确实是驱动核心商品价格的主要因素。美国CPI中核心商品价格季调同比与滞后的进口商品价格同比之间相关度极高。

图17：美国进口商品价格是CPI核心商品价格的主要驱动因素

资料来源：CEIC，申万宏源研究

图18：美国进口商品价格与中国PPI高度相关



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图19：服务业价格分化是发达经济体总体通胀水平分化的主要原因

资料来源：CEIC，申万宏源研究

供给侧三大因素决定工业品价格：低油价+全球产业链分工+发展中国家技术进步=工业品价格长期低迷。全球产业链分工：发展中国家进口能源和原材料，出口工业制成品。低油价的成本抑制作用：低油价和低能源价格削弱工业制成品的原材料价格，对工业品出厂价格形成传导性抑制。同时发展中国家仍在经历持续的技术进步和生产效率提升，这一过程的典型表现是工资增速较快的同时，工业品出厂价格涨幅持续维持在较低水平。而这一现象正在作为“全球工厂”的中国发生。

因此工业品价格也将长期维持低位，这一过程中是发展中国家的技术进步和生产效率提升，提升了全球的实际购买力。这一过程也发生于供给侧，而货币政策对这一因素的调节效果极为微弱。

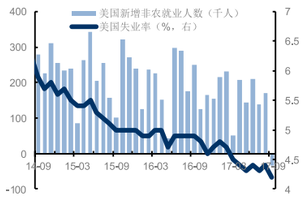
（3）服务价格：因此，发达经济体通胀的分化主要源于服务价格。17年上半年，美国CPI核心服务季调同比由2月高点3.1%降至5月的2.6%；而欧元区HICP服务业季调同比则由年初的1.1%升至4-6月的1.4%-1.7%；日本CPI服务业同比由年初的0.2%下降至0。服务价格的分化是发达经济体整体通胀水平分化的主要原因。而服务价格因不可贸易属性较强，同时调整的黏性较大，因此更多反映经济复苏的趋势性变化。

我们从两个角度来分析未来发达经济体的服务价格变化趋势：

1）就业与服务价格：修正的“菲利普斯曲线”关系 。传统菲利普斯曲线：失业率（代表产出缺口）与总体价格水平之间负相关。而考虑能源和工业品价格的供给侧因素之后，我们提出一个修正的菲利普斯曲线关系：失业率方面，采用考虑劳动参与率的更为广义的劳动力市场紧张程度，来衡量经济增长/就业与服务价格之间的关系。

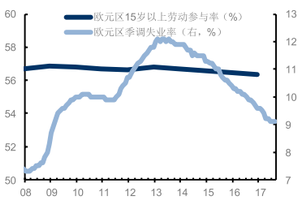
欧元区劳动力市场稳步改善：13年以来失业率下降2.9%，劳动参与率并未显著下滑；美国劳动力紧张程度有限：尽管失业率下降达3.8个百分点，但劳动参与率同样下降0.5个百分点，尽管近期薪资增速小幅回升，但低劳动参与率下薪

图20：美国失业率与劳动参与率



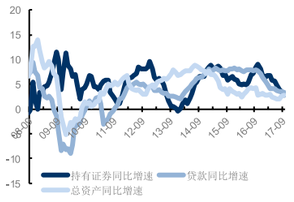
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图21：欧元区失业率与劳动参与率



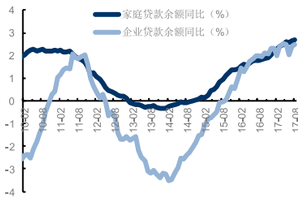
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图22：美国商业银行资产规模同比（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图23：欧元区企业和居民贷款余额同比（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

资增速仍然有限，尚未见到服务价格扭转向上的趋势。

2）货币政策向总需求的传导作用：16年以来，欧元区企业和家庭信贷增速均有所回升；而美国信贷增速从较高水平持续回落。显示货币政策的传导效果产生分化：欧元区强，美国弱，这一点与前期欧央行持续实施宽松政策，而美联储自14年10月以后即进入缓慢紧缩通道直接相关。

英国：输入性通胀持续+经济“软脱欧”基调不变=货币政策边际收紧。英国公投脱欧后，英镑迅速大幅贬值，兑美元最高贬值幅度超过17%，令英国持续面对进口商品和服务价格的同比抬升，下半年英国核心通胀仍将持续走高。尽管保守党在6月初的议会选举中遭遇挫折，丧失独立组阁权，但仍为议会第一大党，在脱欧谈判中处于主导地位，加之欧洲大陆民粹主义式微，德、法等欧元区大国预计将从实际情况出发处理英国脱欧问题，法律和移民问题上的“硬脱欧”+经济和金融领域的“软脱欧”仍将是未来英国脱欧的主流，密切关注英国脱欧谈判进展，如果在经济和金融“软脱欧”方面取得一定进展，则英国经济前景并不会对货币政策形成实质性制约，高通胀是推动英格兰银行未来几个月边际收紧的主要因素。

3.3 主要货币汇率的未来走势判断

基于上述分析，鉴于美国近几个月的通胀下行很大程度上源于除房租之外的各类服务价格涨幅的普遍回落，同时预计能源价格中期维持低迷，加之美国时薪数据仍相对不强，信贷增速不强，美国核心通胀前景堪忧，未来加息路径仍然面临通胀和经济增长等不确定性，我们认为短期内美国通胀难以出现扭转性因素，而持续低迷的通胀将减缓美联储加息进程。美债收益率预计较为平稳，美元指数预计易下难上，潜在上行空间有限。

欧元区：目前来看，欧元区经济复苏较为稳健，就业持续改善，对服务价格和核心通胀形成一定的支撑，而且货币政策的边际紧缩、特别是负利率政策的修复，可能会改善商业银行脆弱性，从而可能进一步放大而非减弱商业银行的扩表效应。而财政政策的协调可能成为实体需求扩张的重要触发因素。欧央行10月即将推出的关于退出QE的政策指引，极有可能意味着开启一轮持续较长时间的缓慢的货币紧缩周期，这一点将为欧元兑美元汇率、德债收益率形成中长期支撑。

英国通胀持续高位、经济数据好于预期，关注英国脱欧谈判进展以及英格兰银行可能采取的加息进程加速举措。英国今年以来持续承受高通胀带来的货币紧缩压力，而此前由于经济数据表现整体疲弱、脱欧谈判刚刚启动不确定性极大，英格兰银行决定暂缓加息，继续忍受高通胀压力。而近一个月以来公布的经济数据显示英国经济有所企稳，令英格兰银行面临的现时经济疲弱压力有所缓解，关注点进一步聚焦至英国脱欧谈判进程。尽管近期脱欧谈判遭遇一定挫折，英欧分歧加大，但由于脱欧谈判有时间限制，英国在谈判议题推进方面更加主动，一旦未来几个月在贸易和投资自由化领域取得进展，我们预计英格兰银行将加速其潜在的加息进程，以应对英国持续高企的输入性通胀。未来一段时间，如果出现英国经济数据向好、或脱欧谈判出现进展，那么预计英国国债利率将有所上行，英镑兑美元汇率将有所抬升。

4、人民币汇率分析框架：驱动汇率的因素与逻辑

由于我国在经济特征上属于发展中赶超型经济体，同时资本项目并未完全开放，因此研究我国的汇率问题需要考虑更多的因素，并且应梳理清楚不同因素之间的相互影响关系。我们从中长期汇率趋势和短期汇率波动两方面，对影响人民币汇率的因素和逻辑关系进行系统化，成为下图所示的分析框架。

人民币汇率的中长期趋势，主要由经济增速之差和货币政策周期的分化两大因素所驱动。中国作为通胀水平较为平稳、生产效率持续提升的赶超型经济体，通胀对汇率的影响不大（更为详细的分析，可参考国际金融学理论中的巴拉萨——萨缪尔森效应），而经济增速之差的变化所反映出的生产效率提升速度的差异，是决定人民币汇率中长期趋势的主要因素之一。此外，中国与海外主要发达经济体之间货币政策的大周期分化，也是导致人民币汇率中长期趋势变化的主要原因之一，其表征是名义利差的趋势性变化。

短期来看，人民币汇率的波动则主要由中间价形成机制、主要货币汇率的结构性变化、以及国际收支结构的变化三大因素所驱动。中间价形成机制决定了人民币汇率与美元指数等主要货币汇率之间的参考关系，由此，主要货币之间汇率关系的相互变化，将对人民币汇率中间价产生结构性的影响。而由于我国资本项目并未完全开放，国际收支或者说资金的跨境流动并非完全由利率/汇率变化所驱动，因而国际收支的结构性变化也通过外汇交易的方向和规模对人民币汇率造成非对称性的影响：国际收支的结构性流出时期，人民币贬值幅度将大于主要货币汇率变动的对应水平，反之，国际收支结构性的改善，也将带来人民币较之美元指数更大幅度的升值。

中长期汇率趋势和短期汇率波动的因素相互交织，最终导致人民币即期汇率产生变化。

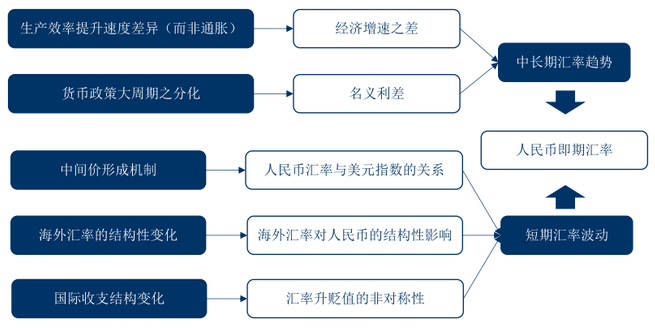
4.1 中期因素：人民币贬值压力趋于消退

我们基于上述框架，对人民币中期和短期走势进行分析。首先分析影响中期趋势的两大因素。

（1）经济增速：中国经济整体企稳、美国复苏仍有瓶颈

中美经济增速差再度扩大，人民币中期贬值压力趋于消退。15-16年的人民币贬值，从中长期因素来说，很大程度上是中美经济增速之差快速回落导致的长期贬值压力释放。09年至15年1季度，中国GDP同比增速从12%持续回落至7%，美国则从金融危机后的负增长中恢复，GDP同比增速一度冲高至3.8%，中美GDP增速之差由接近14%迅速回落至3.2%。特别是13-14年，市场一度预期美国持续快速复苏、中国可能有硬着陆风险，因而

图24：人民币汇率分析框架



资料来源：申万宏源研究整理

积累较大的趋势性贬值压力。而15年下半年以来，中国经济总体企稳特征显现，美国经济复苏遭遇波折，中美经济增速差再度扩大至4.5至5.5个百分点的水平，人民币中期贬值压力弱化。展望未来，尽管我们预计4季度中国经济增长可能出现边际下行，但下行幅度将较为有限；同时美国经济在前期周期性复苏因素逐步消退后，可能在今年下半年面临一定的困难，整体来看，经济增速差的变化显示，人民币中期贬值压力已经趋于消退。

（2）货币政策：中国宽松周期结束，美国紧缩步伐放缓

从货币政策大周期的角度来看，16年4季度以来中国再度进入稳健中性阶段，而美国货币紧缩的步伐预计将有所放缓，中美利差重新回升至较高水平，同样显示中期贬值压力的弱化。14年下半年至16年初，中国为应对经济增速的持续下滑，开启了一轮幅度较大的降息降准周期，而与此同时，美联储则自14年初逐步退出QE开始，启动了金融危机后的第一轮货币紧缩周期。中美之间货币政策周期的分化，是促成15-16年人民币汇率贬值的另一中长期趋势性因素。从指标表现上来看，中美10年期国债利差从14年初的180BP快速下降至15年末的55BP。

而16年4季度以来，人民银行调整货币政策立场，强调稳健中性，短期货币政策工具操作利率有所上行，加之债券市场和实体经济层面陆续推出去杠杆政策，市场利率出现较大幅度的回升。与此相反，美国核心通胀的持续弱化，正在逐步令美联储加息步伐趋于放缓，17年以来，中美10年期国债利差再度由60BP以下快速扩大至150BP。货币政策大周期由分化再度趋于收敛，也意味着人民币中期贬值过程的结束。

4.2 短期因素：美元指数易下难上，国际收支超预期改善

接下来我们分析触发人民币本轮升值的短期因素，及其未来一段时间的持续性。

（1）中间价形成机制：从锚定美元到成为美元的镜像。

15年8月以来的中间价形成机制改革，已经令人民币从锚定美元，快速逆转为很大程度上走向美元的镜像关系。从20多年前人民币兑美元一次性贬值算起，人民币汇率锚发生了三次重大转变。

1）94年-05年：人民币直接锚定美元，人民币兑美元汇率在相当长时期内稳定于8.28附近。

2）05年-15年7月：人民币实施相对美元的爬行钉住，这一时期人民币兑美元持续的单边小幅升值，实际上仍是以美元作为汇率的锚定对象，变相的绑定美元，这一时期人民币汇率总体仍与美元指数的变动几乎无关。

3）15年8月至今：经过多次调整后，在很大程度上成为美元指数的镜像。15年8月11日人民银行突然宣布实施中间价形成机制调整，人民币汇率瞬间从绑定美元走向美元的对立面（15.8-16.2 中间价直接关联前日收盘价）。此后由于美元指数走强，一度中间价中加入24小时一篮子货币汇率稳定部分，以弱化美元的镜像关系。但17年以来，在美元指数趋势性回落背景下，中间价形成机制再度调整，2月24小时稳定缩短为15小时稳定，5月进一步加入“逆周期调节因子”，令人民币汇率当前仍在很大程度上成为美元指数的镜像。

中间价形成机制的调整，令市场对人民币汇率锚的预期剧烈变化，因而在15年8月以后，人民币汇率与美元指数很大程度上直接建立起相关关系，从而令人民币汇率在美元指数上行过程中趋于贬值，在美元指数回落过程中趋于升值。

中间价形成机制的变化，意味着：1）我们分析人民币汇率的变动，必须结构性地分析主要货币之间的汇率变化和美元指数的趋势。2）5月末中间价加入逆周期因子以来，3个月期间我们观察发现市场运行良好，并且并未见到显著的央行实施日内干预的迹象，收盘价基本能够跟随中间价的抬升趋势。我们认为，这一点源于在资本账户并未完全开放的背景下，中国国际收支结构的变化将造成人民币升贬值过程中的非对称效应。我们接下来对这两个因素进行分析

（2）美元指数：美欧通胀趋于收敛，美元指数易下难上。

关于美元指数的变化趋势，我们在上文部分已经进行较为详细的分析，此处不再赘述。

（3）国际收支：改善程度远超市场预期

资本账户尚未完全开放是我国国际收支的根本性特征，这意味着很难创设资本流出需求来针对汇率实施投机性交易，从而国际收支的结构对人民币汇率而言重要性大幅提升，而这一点恰恰被普遍忽略。资本账户尚未完全开放是我国国际收支的根本性特征。在此背景下，在国内银行间拆借和外汇市场上，很难通过“借入本币——抛售本币——外汇出境——待贬值后购回本币偿还银行债务头寸”的套路投机于本币贬值，而这种路径正是资本账户开放条件下央行难以长期保持汇率稳定的主要机制性原因。（详细分析请见《“三元悖论”的真实力量——汇率专题系列报告之二》（17.1.20）。

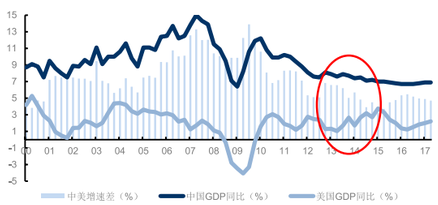
我们从稳定流入、非投机性流出、投机性流出三个方面对中国的国际收支情况进行分析和预测。具体分析请见《心有猛虎 细嗅蔷薇：图解国际收支分析框架——汇率专题系列报告之三》（17.5.26）。

15-16年，偿还外债和企业“走出去”分别构成资金流出的最大单项。15年至16年，中国资金外流的压力分别主要来自：1）企业和银行部门集中偿还外债、以及2）企业股权和贷款对外投资（企业“走出去”）。15年，企业偿还外债流出高达3515亿美元，超过当年BoP口径的外储资产降幅（3423亿美元），构成最大流出单项。16年企业“走出去”导致的资金流出规模高达2631亿美元，构成16年全年BoP口径外储资产降幅（4487亿美元）中的最大单项。

17年以来，中国的国际收支情况出现两大显著改善，预计全年改善情况显著好于市场普遍预期。17年以来国际收支的结构变化令我们相信下半年国际收支改善的程度要好于市场普遍预期和我们此前的预期。

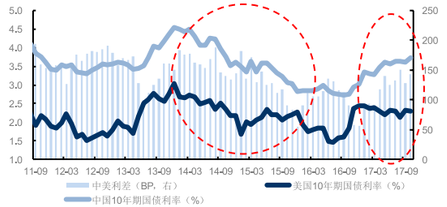
1）外债相关流动：一方面，

图25：中美GDP增速之差15年下半年以来有所回升



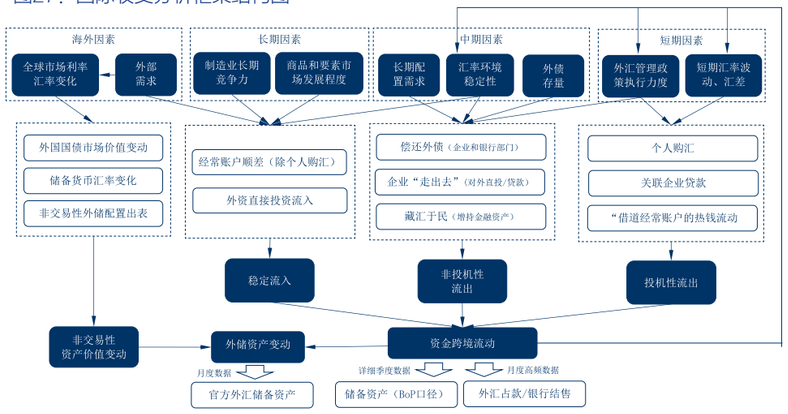
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图26：中美货币政策周期分化与中美利差



资料来源：Wind，申万宏源研究

图27：国际收支分析框架结构图



国内信贷利率边际抬升，表外、债券融资的可得性下降，而海外市场长期利率水平上行幅度低于市场年初预期，加之人民币汇率稳中有升，境内外信用环境对比关系扭转，海外债务头寸预计将加快积累，资金流入规模预计较大。基于1季度国际收支平衡表数据，以及对全年情况的预测，我们上调外债项全年流入至1200亿美元。

2）企业“走出去”相关流出：另一方面，近期外管局、商务部等监管部门均强调企业对外直接投资资金流出需考虑投资类型和投资目的，我们预计今年对外直接投资流出规模小于我们此前的预期，并且这种改善将主要发生在下半年。基于1季度国际收支平衡表数据和2季度初步数，我们下调企业“走出去”项17年全年流出规模至1800亿美元。

3）此外，我们也根据1季度以来国际收支情况对其他项目的全年预期流动进行了微调。小幅下调全年股权直接投资流入规模、经常账户差额合计500亿美元，小幅下调全年贸易相关热钱、个人购汇、关联企业信贷流出规模合计500亿美元，小幅下调“藏汇于民”流出、其他流出各100亿美元。

基于上述考虑，我们修正今年全年的国际收支预期，由此前的预期小幅流出修正至预期出现200亿美元的小规模净流入（BoP口径，对应的月度外储资产口径增加幅度更大）。对应下半年大概率出现单月外汇占款转正、或单月结售汇小规模顺差，对人民币汇率进一步上行提供重要支持。

国际收支结构变化与人民币升贬值过程的非对称性。由于资本账户并未完全开放背景下，中国的国际收支变化并非完全由汇率和利率等货币价格所驱动，因而国际收支变化呈现复杂且持续的结构性特征。而国际收支的结构性，在交易层面通过结售汇率的对应变化，放大了人民币汇率波动的幅度，增加了人民币汇率波动的黏性。具体而言，在国际收支结构性流出的时期（例如15-16年），因为流出的主要因素是非价格完全引导、非投机性的，因而导致国际收支调整较为缓慢，在这一过程中企业和居民部门观察到资金的持续流出和人民币汇率的贬值黏性，从而相应地降低了自身结汇需求，增加了购汇需求，导致结汇率持续下降，售汇率快速上行，进一步扩大了人民币贬值压力。而今年以来，随着国际收支结构的持续改善，人民币汇率稳中有所升值，居民和企业部门结汇意愿增加，购汇积极性回落，观察到结汇率的企稳回升和售汇率的持续下降，从而逆转了此前扩大贬值的压力，转为进一步扩大人民币升值的幅度。因而我们强调，中国的国际收支结构变化，带来了人民币升贬值过程的非对称性。

4.3 小结：人民币已经脱离中期贬值区间，预计至2018年稳中小幅升值

中期因素：人民币贬值压力趋于消退。从经济增长差异的角度，中国经济整体企稳、美国复苏仍有瓶颈。15-16年的人民币贬值，很大程度上是中美经济增速之差快速回落导致的长期贬值压力释放。而15年下半年以来，中国经济总体企稳特征显现，美国经济复苏遭遇波折，中美经济增速差再度扩大至4.5至5.5个百分点的水平，人民币长期贬值压力弱化。展望未来，尽管我们预计4季度至2018年中国经济增长可能出现边际下行，但下行幅度将较为有限；同时美国经济在前期周期性复苏因素逐步消退后，可能在今年下半年面临一定的困难，整体来看，经济增速差的变化显示，人民币中期贬值压力已经趋于消退。

从货币政策周期的角度，中国宽松周期结束，美国紧缩步伐放缓。从货币政策大周期的角度来看，16年4季度以来中国再度进入稳健中性阶段，而美国货币紧缩的步伐预计将有所放缓，中美利差重新回升至较高水平，货币政策大周期由分化再度趋于收敛，也意味着人民币中期贬值过程的结束。

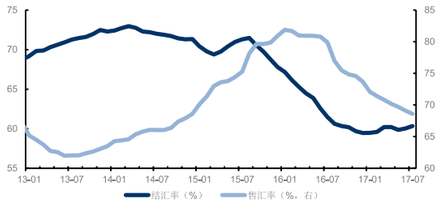
短期因素：美元指数易下难上，国际收支超预期改善。中间价形成机制：从锚定美元到成为美元的镜像。从20多年前人民币兑美元一次性贬值算起，人民币汇率锚发生了三次重大转变。15年8月以来的中间价形成机制改革，已经令人民币从锚定美元，快速逆转为很大程度上走向美元的镜像关系。

美元指数：美欧通胀趋于收敛，美元指数易下难上。分析美元指数变化，关键在于主要经济体的货币政策分化，而货币政策的关键变量是核心通胀。17年以来主要发达经济体核心通胀戏剧性分化：美国核心通胀趋势性下滑、欧元区中枢抬升。核心通胀的下行，一方面反映出劳动力市场紧张程度有限，薪资增长对核心通胀的推升作用不强。另一方面，在大的缓慢紧缩周期通道内，美国货币政策对总需求的促进作用正在弱化，近期同样难见到改观。尽管近期美联储年内再度加息预期有所抬升，但美欧通胀趋势收敛，意味着美联储再度加息仍存变数，同时在欧央行即将开启一轮边际紧缩周期伊始，美联储本轮货币政策正常化则即将步入下半场，美元指数潜在上行空间非常有限、易下难上，对人民币汇率压力有限。

国际收支：改善程度远超市场预期。资本账户尚未完全开放是我国国际收支的根本性特征，从而国际收支的结构对人民币汇率而言重要性大幅提升，而这一点恰恰被普遍忽略。15-16年，偿还外债和企业“走出去”分别构成资金流出的最大单项。15年企业偿还外债流出高达3515亿美元，而16年企业“走出去”导致的资金流出规模高达2631亿美元。17年以来，中国的国际收支情况出现两大显著改善，令我们相信下半年国际收支改善的程度好于市场普遍预期。1）境内外信用环境对比关系扭转，海外债务头寸预计将加快积累，我们上调外债项全年流入至1200亿美元。2）近期外管局、商务部等监管部门均强调企业对外直接投资资金流出需考虑投资类型和投资目的，我们下调企业“走出去”项17年全年流出规模至1800亿美元。基于上述考虑，我们修正今年全年的国际收支预期，由此前的预期小幅流出修正至预期出现200亿美元的小规模净流入（BoP口径，对应的月度外储资产口径增加幅度更大）。而国际收支结构变化带来了人民币升贬值过程的非对称性。

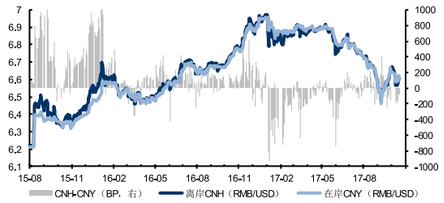
基于上述中期和短期因素分析，我们认为：1）人民币中期贬值过程已经结束，进入稳中有升的新阶段；2）三大短期因素预期显示，人民币年底前大概率稳中小幅走强；3）预计2017年BoP口径外汇储备资产扭转此前2年的大额净流出，全年净增加200亿美元4）我们预计17年底人民币兑美元汇率，在当前水平基础上，仍有约2%-3%的升值空间，上调年底人民币兑美元汇率预期至6.4-6.5左右。

图28：中国结汇率与售汇率（12个月平均，%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图29：在岸、离岸人民币汇率与CNH-CNY汇差



资料来源：Wind，申万宏源研究

秦泰 先生

复旦大学金融学（国际金融方向）博士，复旦大学金融学学士。现任申万宏源证券研究所债券研究部高级分析师，主要研究领域包括全球货币政策、汇率与国际收支、宏观利率研究等。2015年新财富最佳宏观分析师第二名团队成员、2016年第一财经最佳分析师固定收益研究第三名。

汇改两周年 人民币升值背后

文 | 《固定收益》编辑部

汇改两周年，人民币取得了什么成果？期间人民币走势的推动力是什么？此外，在美元周期的影响下，未来人民币汇率将走向何方？

两年前的8月，央行启动“811”汇率制度改革，人民币兑美元汇率直接暴跌3%，并在随后拉开一场绵长的贬值；两年后的8月，人民币兑美元汇率则出现了与两年前截然相反的走势：一个多月大幅升值接近3%。汇改两周年，人民币取得了什么成果？期间人民币走势的推动力是什么？此外，在美元周期的影响下，未来人民币汇率将走向何方？

汇改两周年人民币先贬后升

“811”汇改两年以来，人民币兑美元汇率的走势先贬值后升值，大体可以分为两个阶段（图1）：从2015年8月到2016年底的贬值期，以及2017年以来的升值期。若以“811”汇改前一日人民币兑美元即期收盘价为基数，那么截至2017年9月11日人民币兑美元累计贬值4.69%；期间于2016年12月底最高贬值12.02%。

2014年人民币汇率升值到顶点，翌年8月央行启动新一轮汇改，此后人民币进入为期16个月的贬值周期。这一周期可以细分为四段：其一为“811”汇改启动之际，贬值压力集中释放，美元兑人民币在10个交易日之内贬值3%至6.4附近。随后央行出手干预，卖出外汇以缓和人民币汇率的贬值预期，由此汇率获得小幅回升。

其二为2015年4季度，受美联储加息预期提升的影响，美元指数明显抬高，同时10月24日我国央行实施了年内第5次降准和第5次降息，货币政策一再宽松。在国内外因素共同作用下，美元兑人民币从6.3一路贬值到2016年年初的6.6附近。此后美联储加息预期下降，美元指数明显下滑，人民币汇率出现反弹。

其三是2016年5-7月。当时英国脱欧风险不断扩大，美元指数再度走高，从94攀升至97，美元兑人民币汇率则从6.5贬值到6.7。

其四则是2016年4季度，美元兑人民币直接从6.7附近大幅贬值到接近7.0。当时受到美国经济好转、特朗普新政提振市场预期以及美联储再次加息的多重影响，美元指数从95飙升至超过103，从而导致美元兑人民币快速贬值。

到了2017年，美元兑人民币结束了之前漫长的贬值行情，打开升值通道。截至9月8日，今年人民币兑美元已累计升值6.33%。根据主要影响因素的不同，也可以分为四段：其一发生于年初，由于离岸市场流动性收紧迫使离岸人民币汇率大幅升值，并传导至在岸市场，美元兑人民币即期汇率从6.96直升逾1000个基点至6.86。

其二在5月底、6月初，为了对冲市场情绪的顺周期波动，缓解外汇市场可能存在的“羊群效应”，我国央行调整人民币中间价形成机制，新增“逆周期调节因子”。此举导致人民币中间价连续调升，并促发人民币汇率快速升值。回顾可见，今年以来美元兑人民币有约八成涨幅是在“逆周期调节因子”发挥作用的三个多月里完成的。

其三，“811”汇改两周年前后，随着人民币升值预期日益提高，市场情绪变化明显，结汇盘大量涌现，购汇盘纷纷平仓，由此美元兑人民币即期汇率出现大幅升值，三个交易日内连破数道关口，升值1.11%。与此前的升值不同，这一轮升值并非如以往那样由监管机构的干预或美元指数的走弱所引起，而是由市场供求所主导。

其四，8月中下旬以来，经过短期的盘整，在美元走弱和市场情绪的共同作用下，人民币汇率升值卷土重来：从23日起美元兑人民币中间价连续11个交易日调升，同期人民币即期汇率过关斩将，一度击破6.4。为了遏制美元对人民币汇率连续飙升的势头，我国央行于9月11日起将外汇风险准备金征收比例调降为零，取消对境外金融机构境内存放准备金的穿透式管理。

今年人民币汇率升值势头之凌厉，在过去十多年中并不多见——短短8个多月的升值已将“811”汇改以来的“失地”收复大半。若将观察周期拉长到2005年7月我国重启人民币汇率形成机制改革，那么今年已有两个月份的人民币汇率单月升值幅度入列“十大”（图2）：8月名列第二、5月名列第十（2008年在美国次贷危机和我国4万亿经济刺激政策等因素的叠加下人民币快速升值，从而独占三席）。

此外多数月份人民币汇率的大幅升值与美元指数的明显走弱如影随形（2007年12月的升值主要叠加第三次中美战略经济对话的预期以及我国央行加息）。而在美元走势相对平稳的情况下人民币汇率发生大幅升值，只有两次，也是“05汇改”以来仅有的两个人民币汇率升值幅度超过2%的月份：一次是2005年7月的2.06%，一次就是2017年8月的2.01%。

前者的特殊性在于，2005年7月我国重启人民币汇率形成机制改革，宣布放弃人民币与美元挂钩，实行更加灵活的汇率机制，并根据对汇率合理均衡水平的测算，人民币兑美元升值2%，即当年升值主要来自于监管政策的调整和干预。但后者并未同步面临类似力度监管政策的干预。

综合来看，2014年人民币汇率升值到顶点，之后央行于2015年8月开始新一轮人民币汇率改革，同步出现人民币汇率大幅贬值。海通证券首席经济学家姜超认为，这实际上是人民币在释放前期积累的贬值压力——在2014年8月到2015年8月期间，大多数货币都对美元贬值，只有人民币汇率稳如泰山，与此同时我国下行的国内经济并不支持人民币长期保持高位，由此积累了较大的贬值压力。

为此，我国央行采取了一系列措施减缓人民币汇率快速贬值。比如汇改后人民币中间价形成机制

更加透明，波动幅度也在增大，更能反映市场需求变化；2015年12月开始挂钩一篮子货币，不再单一卯牢美元，而是在一篮子货币和美元之间“游走”；考虑到人民币汇率波动的顺周期问题，2017年5月增加“逆周期因子”来调节汇率等；2016年11月开始推出系列“宏观审慎”政策，以鼓励资本流入、鼓励结汇，期间几近喊停民企境外投资、恢复外汇管制措施、对居民购汇申请采取多种限制手段等——这些措施使得我国国际收支和结售汇情况获得极大改善，在客观上推动今年人民币从贬值转向升值。

尤其8月人民币汇率走出“独立行情”，一定程度上意味着人民币兑美元汇率日益倾向摆脱对美元的依赖、与美元指数“脱钩”，其长期对美元的“跟随型”升值模式开始发生变化。

绕不开的“美元周期”

尽管人民币不用再紧紧盯住美元，但美元对人民币汇率的影响仍不可忽视。今年年初以来，主要非美央行货币政策边际收紧，美元指数大幅滑落，从1月2日的102.92到9月8日的91.33，累计跌幅11.26%；同期人民币兑美元汇率升值6.8%。问题来了：美元指数的升值周期是否已经结束，转而进入贬值周期？由此对人民币汇率及其未来走势将产生什么影响？

上世纪60年代以来，美元经历了三轮周期：1985年之前、1986-2001年以及2002年以来（图3）。申万宏源首席宏观经济分析师李慧勇认为，美元周期表现出一定的典型特征和非对称性：第一，每轮周期持续的时间大约为15-16年，第三轮即本轮周期迄今也已有15年；第二，每轮周期的上升期大约持续5-6年，本轮上升期自2012年以来也已经持续了5年；第三，美元周期的下行期都显著长于上行期，呈现典型的非对称性；第四，美元指数的高点逐次回落，1985年的顶点超过160，2001年的顶点在120附近。

那么2016年末、2017年初美元指数约103的位置会否成为其本轮周期的顶点？李慧勇指出，美元的走势基本取决于美国的国力，与美国经济在全球中的占比保持一致（图4）。与此相比，美联储的货币政策对美元的影响，就显得没那么重要；且在美联储的加息周期中，美元曾多次走弱——这种背离均源于期间美国国力的走势。此外，当前全球经济格局已从美国率先复苏演变为全球同步复苏，这在一定程度上意味着美国在全球经济中的占比可能已阶段性见顶，而美元则将受此影响走弱，阶段性达到顶部。

李慧勇补充道，若特朗普税收和基建能够再度超预期，并引领美国实现强增长，便有望重新引领美国国力走强和美元指数走强。不过今年以来美元大幅下跌，原因之一就是特朗普新政的效果低于预期，美国经济复苏不尽如人意。

兴业研究分析师郭嘉沂也认为，今年以来，在美欧货币政策边际变化、相对资产回报率以及政治选择等主导因素的影响下，美元指数呈现牛市将尽的迹象。“考虑到汇率变化可领先于基本面，不排除当前美元牛市已经终结的可能。”郭嘉沂强调，“但美元熊市的形成仍需基本面进一步确立。”

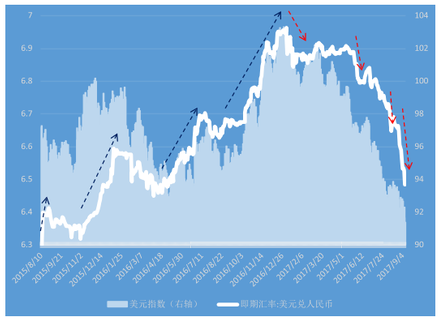
当前美国经济还算稳定，其二季度经济增速回升到2.6%；且7月美联储议息会议曾明确若经济发展符合预期将提早启动缩表——这有望吸引大量资金投入美元资产，提高对美元和美债的需求，改变市场走势。从这个角度讲，美元指数今年以来的大幅下滑已提前“消化”了其经济增长放缓、新政效果有限等产生的负面冲击，未来一段时间内美元指数即使继续下行，其下行空间或将有限。

一方面我国央行放开购汇风险准备金率，遏制人民币短期快速升值行情；另一方面美元指数缺乏大幅持续走强的动力。在此背景下，未来一段时间内人民币汇率该如何走？我国汇改又将面临哪些契机？

郭嘉沂表示，虽然短期内人民币汇率持续快速升值的势头已受到遏制，但考虑到行情反转时可能会激发结汇盘出现，并不能简单判断当前价位就是今年以来人民币升值波段的终点。姜超进一步指出，短期来说，在金融去杠杆等政策的主导下，国内利率难以下行，对汇率会有一定支撑，短期汇率有望保持稳定；长期而言，国内经济仍存在下行压力，人民币汇率仍有贬值压力，汇率的真正企稳还需依靠国内经济基本面的切实改善、资产泡沫的消化和货币政策的稳健中性。

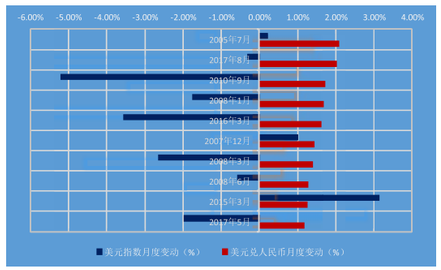
取消购汇准备金实际上吹响了人民币新一轮汇改的号角。“目前处于美元指数下行但一致性预期尚未形成的窗口期，人民币汇率市场化改革将继续推进，利好人民币国际化和外汇避险市场的发展。”郭嘉沂认为，后续可能的汇改方向包括继续扩大美元兑人民币日内波动区间；中间价定价机制再次调整，从即期双边汇率跟随美元指数转变为有效汇率跟随美元指数；境内人民币外汇市场的参与者类型、交易品种和交易量进一步丰富等。

图1：美元兑人民币即期汇率



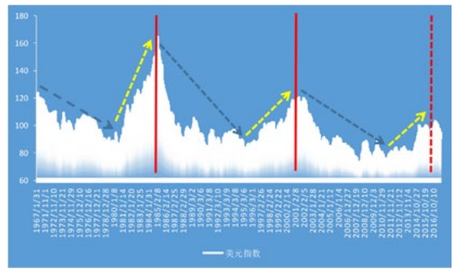
数据来源：财汇资讯

图2：05汇改重启以来我国人民币汇率月度升值幅度十大



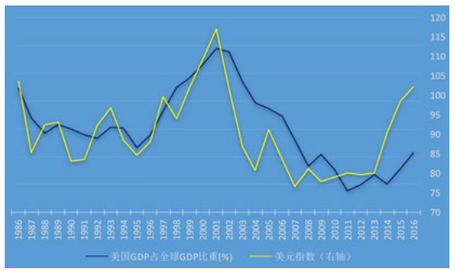
数据来源：财汇资讯

图3：美元周期



数据来源：财汇资讯

图4：美元指数的走势基本取决于美国国力的强弱



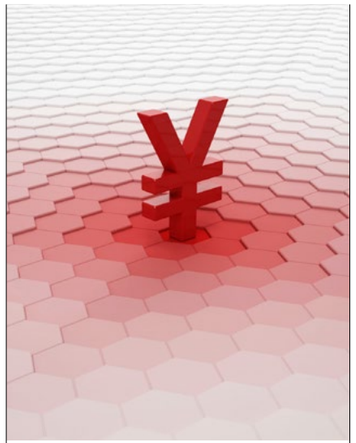
数据来源：财汇资讯

人民币大涨对债市影响浅析

文 | 《固定收益》编辑部

人民币汇率走强的背景下，无论是政策面还是资金面，均存在推动债市回暖的基础和动力。

9月以来，多因素助力债市回暖。一方面，人民币汇率在持续的升值中逐渐企稳，提升了境外资金对人民币国债的配置意愿；另一方面，8月经济基本面数据回落，刺激债市情绪向好；关键的是，从政策面上看，央行罕见地在《2017年第二季度货币政策执行报告》中发声“维护债券市场平稳运行”。种种迹象显示，未来一段时间内债市走势的主基调有望较上半年表现平稳。



人民币升值助长国际资本增持国债意愿

2017年以来人民币连续升值——尽管央行9月上旬将外汇风险准备金率从20%降至0，抑制了人民币汇率继续大幅升值的势头，但截至9月18日人民币兑美元已累计升值5.1%，人民币升值叠加中美利差维持高位，外资流入境内套利的空间明显扩大，加上我国境内金融市场开放度不断提升，由此吸引越来越多国际资本增持人民币债券。

今年以来，以美国为主的发达经济体债市收益率以下行为主，9月初10年期美债收益率最低降到2.03%附近，随后有所反弹。截至9月18日10年期美债收益率处于2.23%的位置，较年初下降约8.76%。与此同时，中证10年期国债收益率曲线从3.12%向上走到约3.6%附近，上涨了15.38%。年初以来，对境外资金而言，中美利差不断扩大的“喇叭口”始终是个颇具诱惑的所在（图1）。

而5月以来人民币汇率的加速升值，无疑对原本就一直在扩大的中美利差起了“加持”的作用——人民币汇率的升值进一步拉动境外机构配置人民币债券的意愿，因为其可以同时赚取利差和汇率升值两块利润。

财汇资讯的统计显示，今年1-4月境外机构持有我国国债的规模大体持平，而5月之后则随人民币汇率升值走势变得陡峭而获得明显增长，7、8两月尤甚。截至8月末，境外机构持有国债4977.57亿元，较去年底增长17.49%（图2）。

央行罕见发声“维稳”债市

虽然人民币快速升值缓解了前期贬值的压力，并缓解了资本流出的势头，但这并没有同步带来资本的有效流入。那么在人民币汇率走强的背景下，人民币汇率与债券收益率之间的传导关系还会受到什么因素影响？

在中国资本和金融账户尚未实现完全自由兑换的基础上，人民币汇率与债券收益率之间的传导关系并不十分明确。但自2015年“811汇改”之后，两者大致在三个方面产生关联：其一央行货币政策的调控目标是否有变化；其二人民币汇率的预期会对以外汇占款为核心的宏观流动性产生影响，进而影响利率；其三不同机构负债端的调整从而影响汇率与利率之间的传导。

从货币政策角度而言，央行的基调始终是“稳健中性”、“不松不紧”。央行在《2017年二季度货币政策执行报告》新增一个说法，即“注重根据形势变化加强预调微调和预期管理”。可以理解为，央行对市场调控不存在方向性的改变，而只是在“稳健中性”的基础上进行“预调微调”。其实今年以来，央行逐渐淡出对人民币汇率波动的干预，虽然仍通过公开市场操作和MLF等货币政策工具来影响短期限资金利率的波动，但更长期的债券收益率主要由市场自由决定。9月之后，央行重启28天逆回购，并超额续做MLF，其目的在于增加银行中长期信贷投放，以平稳资金面。

值得注意的是，央行罕见地在货币政策执行报告中表态“维护债券市场平稳运行”。九州证券首席经济学家邓海清认为，此举表明央行对今年上半年债券市场融资急剧萎缩、社融结构极端畸形存在担忧，“下半年对债券市场维稳必不可少”。

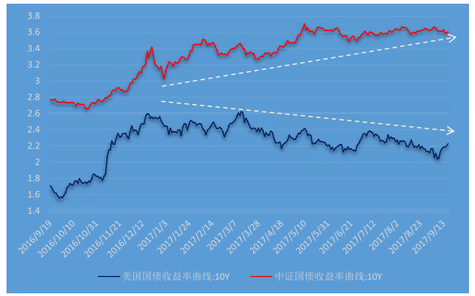
从央行披露的金融数据来看，8月新增社融规模1.48万亿，连续三个月超出市场预期，同比多增195亿，环比多增2594亿；货币供给方面，存款余额同比增速下降，对应缴准基数余额同比增速继续下滑，叠加基础货币投放有所改善。安信证券分析师罗云峰认为，相对7月而言，8月的融资和货币供给数据大大超过预期，货币供需朝着有利于债市的方向变化。

外汇占款的恢复与人民币汇率的走强密不可分。“811汇改”后，外汇占款维持流出预期，导致宏观流动性持续收紧，从而抬升债券收益率。2017年以来，随着人民币的走强，外汇占款逐渐走上恢复的“正轨”。尽管截至今年8月央行外汇占款尚未成功“由负转正”，而是连续第22个月出现收缩（规模约为21.5万亿元），但其较7月减少只有约8亿元，降幅进一步收窄，朝“转正”积极靠拢。这说明资本外流的速度持续减缓、外流压力减轻，在一定程度上缓解了基础货币供给压力。沪上某固定收益投资人士指出，一旦外汇占款恢复，将推动银行存款重新上升，有助于降低银行对同业存单等同业负债的依赖，从而推动整体利率下行——这对人民币资产是个好消息。

从负债端角度讲，一般情况下人民币升值会导致外币结算的负债减少和资产增加。若商业银行和金融机构持有大量以外币结算的债务，人民币升值将带来债务的缩减以及资产增值，负债状况和净资本获得改善，由此推动流动性走向宽松、信贷出现扩张。

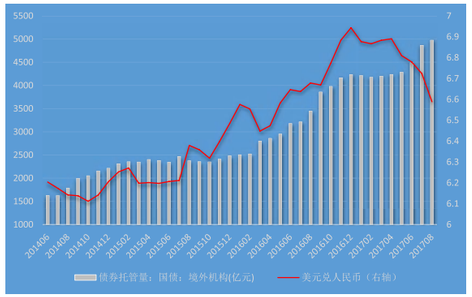
由此可见，在人民币汇率走强的背景下，无论是政策面还是资金面，均存在推动债市回暖的基础和动力。

图1：中美利差“喇叭口”不断扩大



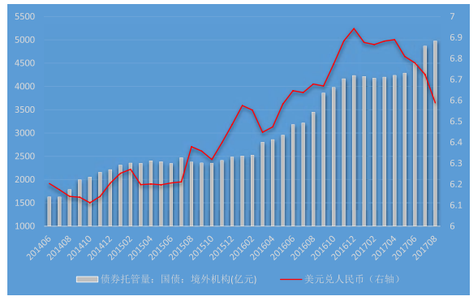
数据来源：财汇资讯

图2：境外机构明显增持我国国债



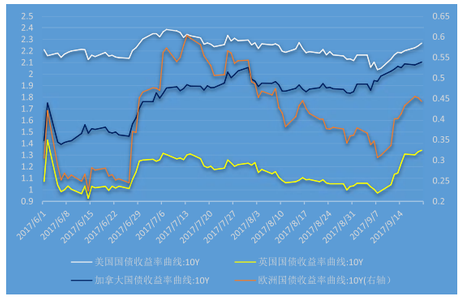
数据来源：财汇资讯

图3：8月主要经济数据



数据来源：财汇资讯

图4：全球紧缩预期令主要经济体国债收益率明显回升（%）



数据来源：财汇资讯

未来一段时间内债市存在一定的投资契机，当然也不应忽略海内外冲击风险给债市带来的不确定性。

海内外基本面带来的机会与挑战

回到经济基本面角度，最新的基本面数据在一定程度上对债市回暖提供了支持。

8月的主要经济数据显示，虽然市场整体仍呈现稳步增长，但增速几乎全面回落（图3）。不仅如此，规模以上工业增加值、社会消费品零售总额、全国固定资产投资、出口额等同比增速明显低于市场预期。如规模以上工业增加值8月增速6%，较预期增速低0.5个百分点；社会消费品零售总额则较预期低0.4个百分点；出口额较预期低1.5个百分点。

今年以来，供给侧结构性改革化解了企业部门债务风险，重新激发了经济活力。但从经济短周期的趋势性来看，随着年内房地产小周期见顶回落，基建逆周期加码投资高峰退去，周期品上升趋势在政策和基本面冲击的叠加下出现逆转的风险日渐增大，经济将面临一定的下行风险。8月基本面数据的回落已经显现了这一迹象。由此，现在谈“经济企稳”仍为时尚早，市场依然难以提高对经济的长期风险偏好，企业长期投资动力有限，这对债券市场起到支撑作用。

也有固定收益人士指出，我国需求端尚未经过充分调整，在此基础上推进供给侧结构性改革，随之而来的是价格上涨压力较大，这在大宗商品价格上表现尤为突出，而8月PPI、CPI均有明显反应。这对货币政策的宽松形成约束，未来一段时间内央行货币供给仍将保持中性偏紧的基调。这表现在债券市场上，可能是短期利率难以大幅下行，但也不会过度提升，总体或将维持紧平衡。

从海外经济基本面上看，随着美国启动缩表，全球紧缩趋势大体确定。9月20日美联储货币政策声明宣布维持目前1-1.25%的联邦基准利率目标区间不变，并于10月开启缩减总额高达4.5万亿美元的资产负债表，以逐步收紧货币政策。声明发布后，美元指数和10年期美债收益率快速冲高，并维持在相对高位。

由于美元的全球货币属性，主要国家货币政策不可避免受其紧缩的影响。事实上，自美联储在6月议息会议上公布缩表计划，并在7月会议上表态“相对迅速地”启动缩表之后，全球紧缩的预期导致美债和主要经济体国债收益率均出现明显回升（图4）。

华创证券首席债券分析师屈庆认为，随着后期全球主要国家货币政策的收紧，海外债券收益率还将继续上行，并对国内债券收益率产生向上的压力，且这与年初特朗普新政带来的影响不同——特朗普新政一旦受挫，预期就会下降，使得利率掉头下行，而这次是主要经济体前仆后继地“加息”导致的利率上行，因此对国内的影响将更大、更持久。

整体而言，虽然在海外因素冲击下，中美利差或将面临收缩趋势，但当前中美利差保护仍较高；人民币升值减缓了基础货币收缩压力；我国金融监管促进市场健康发展；国内债市经过上半年的快速调整之后，利率水平处于相对高位；国内经济基本面数据表现疲软。未来一段时间内债市存在一定的投资契机，当然也不应忽略海内外冲击风险给债市带来的不确定性。

首批产品正式发行 公募 FOF 新时代来临

文 |《固定收益》编辑部

FOF 是一种专门投资于其他投资基金的基金。新发售的公募 FOF 产品有哪些看点？应该选择什么样的投资策略？公募 FOF 未来的发展前景如何？本文将为您一一解读！

9月26日，我国首批5只公募FOF产品正式开卖，公募FOF时代大幕开启。此前于9月8日，证监会发布首批公募FOF名单，南方、华夏、泰达宏利、嘉实基金、海富通、建信等6家基金公司拿到批文，这是我国基金行业历史上第一次诞生公募系FOF。首批公募FOF基金产品的投资策略、投资范围等问题成为市场关注的焦点。

公募FOF大幕揭开

什么是FOF？FOF是Fund of Fund的缩写，是一种专门投资于其他投资基金的基金。FOF基金并不直接投资股票或债券，其投资范围仅限于其他基金，通过持有其他证券投资基金而间接持有股票、债券等证券资产，它本质上是一种提供各类资产配置和分散风险的工具。相比普通公募基金，公募FOF具有波动小、下行风险低的特点，更关注宏观经济变动对不同类别资产的影响，从而在大类资产间配置，以分散投资，降低风险，获得稳健的收益。

据证监会披露的基金募集申请行政许可受理情况显示，截至2017年8月25日，共有45家基金公司合计申报83只FOF基金产品。9月8日，6只FOF脱颖而出，分别是南方全天候策略混合型FOF、泰达宏利全能优选混合型FOF、嘉实领航资产配置混合型FOF、华夏聚惠稳健目标风险混合型FOF、海富通聚优精选混合型FOF和建信福泽安泰混合型FOF。

9月26日，华夏基金、南方基金、建信基金、嘉实基金、海富通5家基金公司同日启动FOF产品的发售，而泰达宏利的发售计划则于国庆节后启动。银行发行渠道集中在工商银行、建设银行、中国银行，网络发行渠道包括蚂蚁聚宝、天天基金网和陆金所等。

图表1：公募FOF 大事记

时间	事件
2005 年	中国首只 FOF 诞生
2014 年	《公开募集证券投资基金运作管理办法》颁布，确立了公募 FOF 的法律地位；
2016 年	证监会对《公开募集证券投资基金运作指引第二号—基金中基金指引》公开征求意见，并于 9 月 11 日开始施行，公募 FOF 进入实质性操作阶段；
2017 年 4 月 24 日	证监会证券基金机构监管部发布了《基金中基金（FOF）审核指引》；
2017 年 5 月 4 日	《基金中基金估值业务指引（试行）》发布，加速公募 FOF 落地。
2017 年 9 月 8 日	首批 6 只公募 FOF 获批。
2017 年 9 月 26 日	首批 5 只基金正式发售。
2017 年 9 月 26 日	首批 5 只基金正式发售。

图表2：5只公募FOF产品

FOF 名称	投资组合	业绩比较基准	管理费 + 托管费	基金经理	风险水平
南方全天候	股票型基金比例小于 30%	沪深 300 指数收益率 *15+ 上证国债指数收益率 *85%	1.20%	柯晓	较低
建信福泽安泰	20% 权益类、80% 固收类上下加减 10%	中证 800 股票指数收益率 *20%+ 中债综合财富指数收益率 *80%	0.90%	梁珉、王锐	较低
嘉实领航资产配置	股票型基金比例小于 30%	中证 800 股票指数收益率 *20%+ 中债综合财富指数收益率 *70%+wind 商品综合指数收益率 *10%	1.05%	王欣	较低
海富通聚优精选	70-95% 权益类	沪深 300 指数收益率 *70%+ 上证国债指数收益率 *30%	1.20%	孙陶然	较高
华夏聚惠	20% 权益类、80% 固收类上下加减 10%	沪深 300 指数收益率 *20%+ 上证国债指数收益率 *80%	1.00%	郑铮	较低

数据来源：综合自各 FOF 基金招募说明书

公募FOF首战正式打响 各方战斗力解析

作为全新开辟的“战场”，首批发售的5只FOF产品，都采取了哪些投资方式来应战？

5只公募FOF王牌比拼

从目前的发布的招募说明书可以发现，5只公募FOF都强调自己是“全市场FOF”，投资范畴不仅仅局限于自家公司的产品，而是从整个市场优选绩优类基金。那这只产品各自的突出优势又有哪些？

据了解，华夏基金手中王牌之一就是“与国际知名的FOF管理人罗素投资达成独家合作”。华夏聚惠稳健目标风险混合型FOF是华夏基金与罗素投资合作一年后推出的，在产品设计上已经具备国际化的FOF投资视野；

南方全天候策略混合型FOF采用“全天候”资产配置策略，覆盖六大类基础资产；

建信福泽安泰FOF在投资策略上特色鲜明，以多元化资产配置为核心动力，并借助量化投资模型筛选优质产品构建基金投资组合，首只FOF产品具有量化投资背景的梁珉、王锐两位基金经理同时担纲；

嘉实基金优势在于拥有丰富的大规模专户FOF实盘经验，嘉实基金专户FOF已实盘运作超2年，日均管理规模超百亿元；

海富通聚优精选混合FOF则是5只首发FOF中个性最鲜明的，因为它是唯一主要投资于股票型、混合型基金，具备中高风险收益特征的产品。

首批公募FOF投资策略解读

随着公募基金FOF靴子落地，首批获批FOF的投资策略和基金特点成了投资者关注的热点。

整体来看，首批发行的几只FOF基金均以稳健为主。据了解，目前6只FOF产品采取的策略主要包括目标风险策略和风险平价策略，华夏基金 、建信基金采用的是目标风险策略，嘉实基金、泰达宏利基金则选择的是风险平价策略，此外，南方基金突出全天候策略，海富通则采取的是类年金低风险策略。

目标风险策略 可控制资产风险上限

华夏聚惠稳健目标风险混合型FOF主要采用目标风险策略，在特定风险下追求最优回报。建信基金在FOF基金产品线的设计上同样采取了目标风险策略。据了解，罗素投资将为华夏独家提供关于投资管理的顾问服务。

目标风险策略是海外市场一种非常重要的大类资产配置策略，特点是有着明确的收益风险特征和风险控制措施。该策略的核心是在固定风险的基础上，追求收益的最大化。

同样，在建信基金产品线的设计上，其首先布局的也是以目标风险控制为基础的系列FOF产品。建建信福泽安泰FOF该系列产品的一大特色在于，将根据风险的高中低，明确产品的波动率与最大回撤控制目标。并在此基础上根据量化模型进行资产配置，构建组合。

风险平价策略 各资产风险权重相同

嘉实基金、泰达宏利基金采取的从风险平价策略。风险平价策略是一种低风险策略，通过数学优化的方法实现各类资产风险贡献的平衡、追求稳定的风险收益。风险平价策略在配置中追求资产的风险权重平等。

嘉实领航资产配置混合型FOF是一只全市场FOF产品，其以风险平价策略为基础选择资产。泰达宏利基金首只FOF采用的是改进后的风险平价策略，引入宏观指标进行量化增强，并在风险控制方面采用量化模型对基金的收益来源进行剥离分析，此外还采用量化多因子模型对基金进行打分、筛选。

南方全天候策略混合型FOF采取全天候策略，严控风险与回撤，追求绝对收益，该策略也是一种基于资产类别的风险平价策略，由桥水联合基金提出。

海富通聚优精选则采取的是类年金低风险策略，追求低风险下的绝对收益。

投资者如何选择公募FOF

公募FOF的出现，让投资者免去了“选基难”的问题，但在选择公募FOF产品时，又要哪些需要注意的问题呢？投资者在选取公募FOF时，首先要搞清楚自己的风险偏好，再根据FOF投资范围、投资策略等挑选适合自己的产品。

投资者在选择FOF时可把握以下几点：一是基于自身的风险偏好；二是选择FOF产品定位清晰的基金管理人，以避免FOF产品的风格偏移。投资者在投资FOF基金之前要考察FOF基金管理人是否专注于FOF业务，应当选择专注于FOF业务的基金管理人。三是应当审慎考察FOF基金管理人的投资能力，了解其投研团队实力、动态跟踪调整能力等。

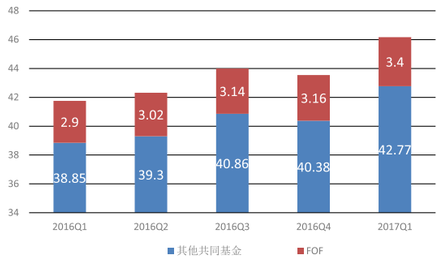
公募FOF未来发展空间巨大

根据基金业协会数据显示，截止今年7月末，我国境内共有基金管理公司112家，合计管理基金只数达到4486只。对投资者而言，从4000多只基金产品中进行选择，是非常难的问题，而公募FOF的诞生，将选择基金这个“专业而复杂”的难题交给了专业的人去处理。

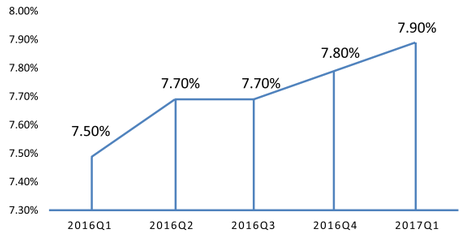
海外公募FOF发展迅速。自1985年发展至今，公募FOF基金历经30余年的发展，资产规模和产品数量稳健增长。截止至2017年第一季度，全球FOF资产管理规模达3.4万亿美元，同期共同基金规模为42.77万亿美元，FOF基金占全球共同基金市场约8%的份额。从基金数量来看，全球共有11530只FOF基金，占全球共同基金数量的9%。

FOF是基金资产管理行业发展到一定阶段的必然产物。在投资中，资产配置的重要性要远大于具体投资品种的选择，是平衡投资组合风险与收益的有效途径之一。FOF的核心竞争力正是资产配置功能，未来公募系FOF业绩好坏很大程度上取决于管理人对大类资产的配置能力。对普通投资者而言，FOF最大的吸引力也在于资产配置。此外，FOF具有双重分散风险的能力，并能提高资金运作效率。公募FOF可为投资人提供简单便捷的一站式选基金服务，同时还兼具大类资产配置和分散投资风险的功能，公募FOF或将将迎来广大的发展空间。

图表3：全球FOF规模 (单位/万亿美元)



图表4：全球FOF占全球共同基金市场份额



数据来源：ICI 截至 2017 年第一季度

养老金入市助推FOF发展

在美国市场，退休金计划是公募FOF的主要资金来源，因为公募FOF的投资策略与退休金追求稳定收益的长期配置需求非常契合。随着美国养老金制度的深入改革，可投资共同基金的401(K)计划和个人退休账户(IRA)规模稳步扩大，美国公募FOF发展迅速。

在我国，随着养老金入市与公募FOF首批产品落地，养老金入市推动公募FOF发展的猜测得到侧面印证。今年5月，国内监管部门下发《 养老型公开募集证券投资基金指引（试行）》初稿。根据指引初稿，养老型基金可以采用基金中基金（FOF）形式，也可以采用普通基金形式运作。指引鼓励投资者长期持有，采用成熟的资产配置策略，合理控制投资组合波动风险。

9月6日，中国证券投资基金业协会养老金专业委员会成立。基金业协会会长洪磊表示，可通过FOF搭建养老资产配置的架构，将养老资金广泛配置于各类基金，帮助投资者获取市场发展的平均回报，防止FOF变为基金销售工具。

目前我国第三支柱养老保障体系虽然尚在建设中，但累计余额近4万亿的基本养老保障金，已经开启委托全国社保基金理事会进行市场化投资运营管理，随着第三支柱养老保险体系的建立和完善，养老金规模有望逐步扩大，在养老金入市的推动下，我国公募FOF或将迎来蓬勃发展。

不过，作为新生事物，公募FOF基金在国内尚无成功案例可供参考，仍有部分瓶颈和问题亟待解决。业内人士认为，当前公募FOF目前还面临着大类资产单一、产品同质化、投资者教育不足和管理人才缺乏等挑战。

“FOF要解决的是和客户匹配度的问题。FOF很难以业绩取胜，因此如何能让投资者选择就成为难点。因此要做好匹配，让投资者认识到匹配的才是最好的，而不是收益越高是越好的，但这需要过程。此外，作为一个新产品，实战的经验很少，人才的储备和选择也是FOF面对的难点。”好买基金研究总监曾令华指出。

FOF的核心功能是资产配置，增加了中等收益风险组合的投资品种，为投资者提供了新的资产配置选择。虽然FOF在全球资产配置中发挥着越来越重要的左右，但在国内，公募FOF还是新兴事物，未来发展需要在克服大类资产缺乏、同质化问题、管理人才缺乏等问题的基础上，才能实现质的飞跃。

一图看懂 FOF

FoF 基金是什么东东?

FOF 其实是基金中基金，不是投资于单一金融市场的金融工具，而是专门配置于“精选组合型”基金的基金。俗语说就是：一揽子的基金。

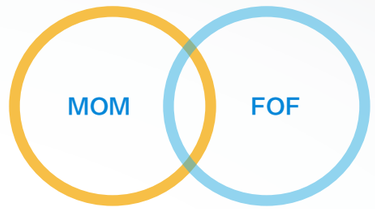
公募 FoF 有什么特色?

公募 FOF 其实是一个基金的组合，它有着资产配置形式多样化、组合管理专业化、投资风险分散化等特点。多样化资产配置形式提供了较为灵活的投资方式；专业化的投资管理可以避免普通投资者在纷繁复杂的基金市场里“头晕目眩”；分散化的投资风险比较适合偏好中低风险的投资者。

FOF 的收益其实是取决于投资者对它即将投资的产品的预期

以公募 FOF 的投向为例，它可以投向整个市场：股票型基金市场、债券型基金市场、货币市场型基金市场、商品期货市场型基金、混合型基金等等。投资者需要明确损益预期，能接受的回撤率、波动率等。预期规划好了，基金的资产配置选择就比较容易，诸如定量定性筛选、规划最终配置方案、运营维护再平衡等等，达到基金保持能够在最初设定的目标收益和回撤波动区间内的目标。

MOM 和 FOF 异同点



相同点：MOM 和 FOF 都有多资产配置、精选投顾和分散风险的作用。

不同点：

投资侧重点区别

MOM 是管理人的管理人基金，MOM 组合管理人将资金委托给优秀子管理人进行间接投资，并对子管理人进行跟踪考察，MOM 更倾向于选择优秀的子管理人。FOF 以按一定标准精选的基金组合作为为投资对象，是基金中的基金。FOF 侧重于精选优质基金，是基金中的基金。

投资范围区别

MOM 通过精选优秀基金管理人，可以投资于股票市场、债券市场，也可以投资于基金市场的其他基金。FOF 的投资范围仅限于基金市场上的其他基金。

管理收费区别

MOM 的运作模式是一次性收费，费率较低，而且流动性较好；FOF 的运作模式双重收费，FOF 基金和投资标的基金收费各一次。

投资策略区别

MOM 产品的管理者负责制定基金产品的投资和风控策略，优秀的基金管理人负责实务操作和执行，基金经理在 MOM 体系中显得比较突出。FOF 将资产配置放在重要位置，具体基金的投资和风控策略是由基金经理自己制定的。

基金经理职责区别

MOM 基金经理主要负责分配基金资产给其他基金管理人，并监督其投资和风控表现。FOF 基金经理负责资产配置决策，安排基金的资产配置比例，开展购买基金活动。

业绩分化区别

从业绩表现来看：MOM 容易受股票市场剧烈变化的影响，对比 FOF，正负向收益较大； FOF 主要投资基金，更能够适应股票市场的波动，适合长期投资。

常熟农商银行投行与金融市场总监彭晓东：“做自己擅长的事——引同业金融之水润泽三农小微之花”

文 | 《固定收益》编辑部

编者按：常熟农商银行是引领现代金融服务实体经济的先驱！发挥服务县域的人缘地缘优势，做自己擅长的事，引同业金融之水润泽三农小微之花！

常熟农商银行 | 百姓金融 生活妙趣无限

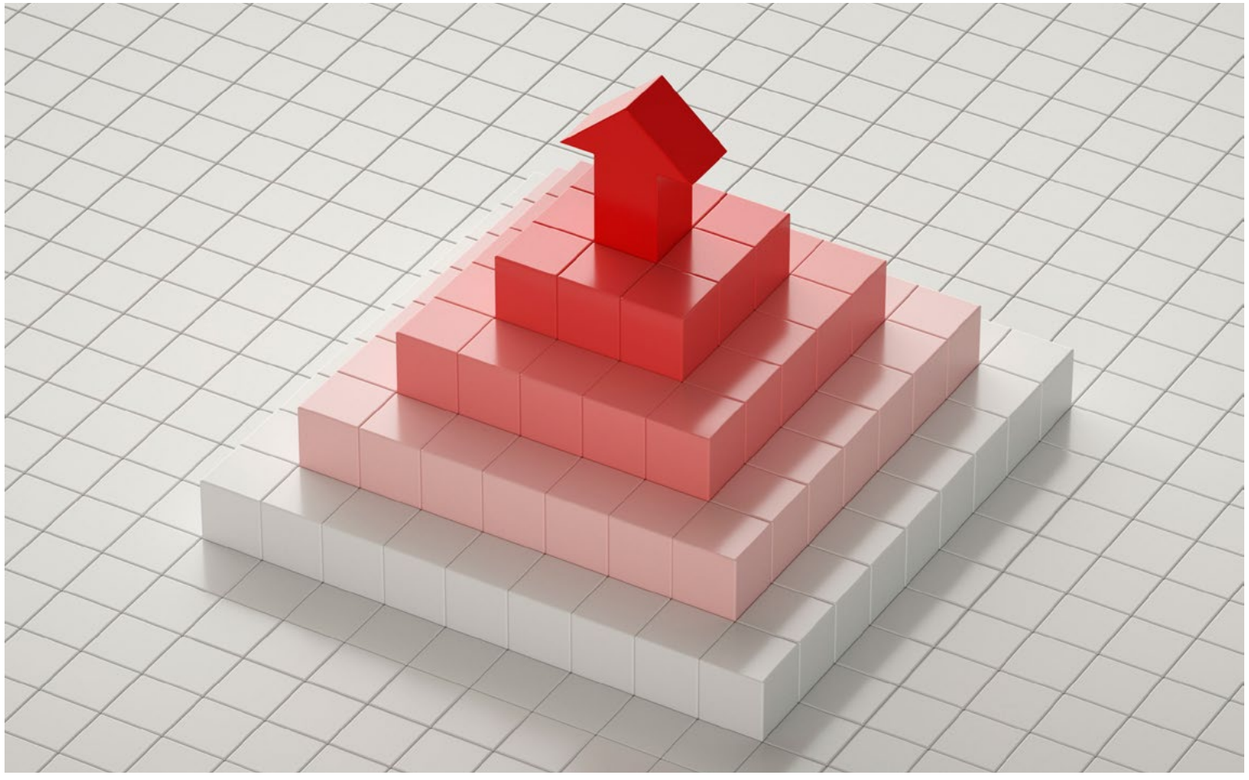
常熟农村商业银行股份有限公司（以下简称常熟农商行”）总部设在素有"江南鱼米之乡"美誉的江苏省常熟市,是一家具有60多年悠久历史的金融机构,是全国首批组建的股份制农村金融机构。改制十六年来，改制十六年来，常熟农商银行积极探索差异化，成为在全国农村金融机构中首家成功引进战略投资者、首家走出注册地开展跨区经营、首批上市的农村合作金融机构。截至2017年6月末全行总资产1300亿元，总存款888亿元，总贷款664亿元，根据英国《银行家》杂志2016全球千强银行排名，位列第578位，居全国县域农村金融机构前列。

2012年常熟农商银行总行金融市场部整体落地上海，成立了上海金融研发中心。经过5年的发展，截止2017年6月末同业金融板块下设金融市场部、同业金融部、投资银行部、票据业务部、资产管理部五个一级部门，员工76人，管理表内外资产818亿元，2016年全年交易量突破3万亿，排名为118位，2014年至2016年累计实现净利润18.7亿元。

近几年常熟农商行在同业金融领域辛勤耕耘，业务规模、产品创新、队伍结构均走在全国农商银行前列，整体发展在市场上树立了良好的口碑和形象，2017年3月，我行被全国银行间拆借中心评为优秀本币活跃交易上；2017年4月，我行在中国区最具影响力和最被众多投行认可的“2017中国区优秀投行君鼎奖”评选中，荣获中国区农商行投行君鼎奖；2016年12月，我行作为票交所首批36家成员行加入票交所，并完成了农商行首单业务。

在今年7月召开的金融工作会议上，习近平总书记提出：“金融要回归本源，服从服务于经济社会发展。金融要把为实体经济服务作为出发点和落脚点，全面提升服务效率和水平，把更多金融资源配置到经济社会发展的重点领域和薄弱环节，更好满足人民群众和实体经济多样化的金融需求。”

农村合作金融机构作为地地道道的草根银行，已经成为服务实体，特别是服务三农小微的主要生力军。在响应党中央号召的同时，也正面临着严峻的市场考验。农合金融机构如何在这样的市场大潮下发展同业金融业务，支持实体，回归本源？带着这个问题，《固定收益》专访了常熟农商行投行与金融市场业务总监彭晓东先生。“农村金融机构应该积极参与到银行间市场，发挥服务县域的人缘地缘优势，做自己擅长的事，并做到极致，引同业金融之水润泽三农小微之花。”



先行深耕、审慎而为

《固定收益》：常熟农商行于2016年9月30日在上交所主板成功上市，上市以来整体经营情况在上市农村金融机构中处于前列，同业金融业务作为三大利润板块之一，请您简单介绍下常熟农商行同业金融业务发展情况。

彭晓东：常熟农商行是一家具有60多年历史的金融机构，是全国首批改制的股份制农村合作金融机构之一。改制十六年来，常熟农商银行积极探索差异化，成为在全国农村金融机构中首家成功引进战略投资者、首家走出注册地开展跨区经营、首批上市的农村合作金融机构。截至2017年6月末全行总资产1300亿元，总存款888亿元，总贷款664亿元，根据英国《银行家》杂志2016全球千强银行排名，位列第578位，居全国县域农村金融机构前列。

常熟农商行同业金融业务起步较早，1999年经人民银行总行批准加入全国银行间同业拆借中心，成为全国银行间债券市场合格成员，是全国首批19家加入银行间市场的农村信用联社之一。加入市场伊始，常熟农商银行就积极参与、抢占先机，先后取得了财政部、国家开发银行、中国进出口银行三家债券发行主体的承销团成员资格，并直接参与国债、金融债一级市场的市场化定价（当时全国仅有四家农村信用联社具有资格，分别为北京、上海浦东、昆明、常熟）。1999年，常熟农商银行国债承销量在全国金融系统中排名第20位，在全国农村信用合作系统排名第1位。二级市场上，常熟农商银行于1999年4月末开始为市场交易做各项准备工作，5月初入市交易，完成了全国农村信用合作系统在银行间市场的第一笔交易。1999年债券交割量为134.3亿元，在全国金融系统中排名第17位，在全国农村信用合作系统排名第1位。

Q&A

此后三年，常熟农商银行再接再厉，大胆探索，市场知名度和社会声誉也进一步提高。2000年-2002年，常熟农商银行国债承销量在全国排名分别为第8位、第16位和第47位；债券交易量在全国排名分别为17位、23位和37位；连续三年被全国银行间同业拆借中心评为交易系统“优秀交易成员”称号，期间被中央国债登记结算公司评为2000-2001年度“优秀结算成员”称号（全国共10家单位获评）。

随着参与市场的广度、深度、规模不断提高，常熟农商银行深感地处县域的限制。2012年，为更好接触市场前沿、把握市场机遇，常熟农商银行在农商银行体系中率先将同业金融板块整体搬迁至上海，成立上海金融研发中心。上海中心目前下设五个一级业务部门，风控实行内嵌式管理，人才确定专业化定位和市场化管理。自此，常熟农商行金融市场业务全面提速，进入二次创业新纪元。截至2016年底，上海金融研发中心表内外整体资产规模764亿元（表内债券219.46亿、表外债券221.83亿元），较搬到上海之初增长200%左右；从交易量上看，2016年资金和债券交易量为3.03万亿，被评定为银行间本币市场活跃交易商，银行间市场排名为118位。

《固定收益》：常熟农商行同业金融板块落地上海后呈现了快速发展的态势，作为第一批将同业金融业务搬迁至上海的农村合作金融机构之一，请您详细介绍落地上海以来最大的收获是什么？

彭晓东：可以说，2012年以来常熟农商银行将国际金融中心上海作为参与市场的桥头堡，翻开了农村合作金融机构参与市场的新篇章。上海的人才红利、先进理念、业务创新、合作红利对走出县域的农村金融机构金融市场业务发展意义重大。

人才红利铸就专业团队。落地上海后，同业金融团队切实感受到了市场化的冲击，团队的稳定性面临着巨大的压力。为此，同业金融板块充分利用了上海人才高地优势，围绕引进人才、留住人才两个首要工作，改革薪酬机制，建立了颇具竞争力的市场化薪酬考核体系。按照高市场化、高标准化的两高准入原则，通过校招、社招两个渠道，双管齐下，逐步打造出了一支年轻的、稳定的、专业的团队。除原有几位常熟业务骨干以外，100%采取市场化招聘；研究生以上学历接近60%，80后占比90%以上。社招精英分别来自国股行总行，保险、基金、信托、资产评级公司总部。校招研究生也分别来自香港大学、香港中文大学、南京大学、上海财经大学等国内外知名院校。

先进理念助力管理完善。随着落地上海接触越来越多的同业机构，他行成熟的市场化、专业化的管理理念也在深深影响着我们的管理团队。所谓他山之石可以攻玉，我们边借鉴边改良，在总行的相对充分的人事和经营授权下，探索实施准事业部制的管理模式，推行了“矩阵式”的组织架构，其中纵向主要肩负经营职能，形成了事业总部-5个一级部（金融市场部、同业金融部、资产管理部、投资银行部、票据业务部）-14个二级部的完整营销支持序列。而横向主要肩负管理职能，形成了同业金融管理委员会-“一处两中心”（行政秘书处、操作监控中心、合规风控中心）的完整服务支撑序列。目前横向纵向互相嵌套，矩阵式的管理机制让板块经受住了市场化的竞争和洗礼。2016年我们在农合系统中较早地成立了政策研究室，专司宏观经济、货币政策等研究，提升了投资策略的前瞻性和准确性。

业务创新助推全行经营。近两年来，同业金融板块作为总行落子布局在上海的一扇窗口，充分利用信息、人才优势反哺总行，支持全行发展。一方面将先进的业务模式和理念通过联合营销和业务培训等方式，输入到总行和分支机构，促进分支机构组建专业化的投行团队，协助分支机构实现从放贷吸储到兼顾投贷联动的转变，更好地服务各地实体经济的发展；另一方面板块也持续为总行在思维创新、人才引进、技术输入等方面提供资源的对接渠道，并且利用窗口优势向同业输出我行经营理念，宣传我行经营成果，促进品牌效应的形成。

合作红利带动开放共赢。上海同业间的开放和合作精神，沟通和交流的成本优势，共同发展的理念在农村合作金融机构之间得以落地生根，并持续生长。作为监管部门确定的江苏省农商行联合投资牵头行之一，至今我们共与16家机构联合投资了19个项目，总投放金额超过68亿元。在省银监的指导下打造了“鑫燕论坛”，利用专业化的团队力量与其他兄弟机构开展交流，分享心得，共同进步。同时我们也充分利用场地，将资产端、需求端、投研端荟聚到一起，组织了“资享会”、“策略会”等形式多样、内容丰富的同业活动，大大提高了机构间项目、信息、思维传递碰撞的效率，大大提高了机构间合作、信息传递和思维碰撞的质效，架起了合作共赢的桥梁。

近几年常熟农商行保持了先期在同业金融领域的辛勤耕耘、敢为人先的精神，整体发展在市场上树立了良好的口碑和形象。为我们再接再励，进一步转型发展奠定了良好的基础。

做小做专、助力实体

《固定收益》：2016年四季度以来，央行和监管部门推行了一系列金融去杠杆的措施，推动金融机构回归本源、关注实体。请您介绍一下常熟农商银行同业金融业务是如何进行相应调整的。未来发展方向是什么？

彭晓东：近年来，在董事会和行长室的领导下，作为“哑铃式”发展一极的同业金融板块取得了快速的发展。但是今年站在“回归金融本源、服务实体经济”这样新的历史起点，农村合作金融机构需要及时总结发展经验，准确领会政策精神，积极探索业务转型，努力找到一条实现银行间市场、实体企业和农村合作金融机构共成长的发展道路。

2017年以来，总行调整了战略发展的规划，从以“小微零售”和“同业金融”哑铃式的资产结构主动调整为“小微零售”、“同业金融”、“公司金融”三驾马车并进，并将此战略目标写入了全行的三年发展规划。从总行层面，回归本源，助力实体经济发展，资源投放向企业倾斜已经在战略层面上得到了体现。

而作为农村合作金融机构的同业金融板块，面对监管部门新的要求和总行新的战略布局，我们也进行了深度的思考，在目前的内外部环境下，如何充分发挥好自身优势在擅长的领域持续反哺总行、加大服务实体力度，探索出农村合作金融机构同业金融板块发展的新路径。经过一段时间的讨论和思考，未来一段时间，我们主要围绕三个回归，即“回归本土、回归本源、回归本业”来谋篇布局。在充分整合农商银行本土经营与金融市场开放共赢的优势资源的基础上，通过产品创新强化对实体支持力度，做沉做细投行、资管业务，做强做精交易业务。而目前我们的管理架构、人才储备、队伍建设、风险控制等方面已经有了一定的积累，能够助力我们探索三个回归，服务好实体经济。

《固定收益》：回归本土、回归本源、回归本业，这三个回归具体是指哪些方面，您能否详细结合常熟农商行和贵行同业金融板块发展的现状，详细谈一谈三个回归的具体含义？

彭晓东：回归本土。本土就是回归本土化的客户，农村金融机构长期服务县域小微零售客户，虽然近两年常熟农商行走出常熟，基本完成了在江苏省各地级市的网点布局，但是客户结构依然呈现出明显的区域性和中小特征。而像常熟农商行这样的农村金融机构，由于长期做小做深，因此客户认可度高、粘性较高，尤其在苏南经济发达的县域，客户的融资需求和投资需求一直以来比较旺盛，实际上同业金融部门主动下沉、服务这些客户的空间是非常大的。

Q&A

从解决客户的融资需求角度来看。同业金融板块可以循着债基和股基两条路径展开。债基方面，目前银行间市场中小企业集合票据、绿色金融债、创投企业债务融资工具等品种都能有效满足三农、中小企业的融资需求。另外目前市场主流的银行间市场债务融资工具、理财直融产品、北交所债权融资计划也为不同层次的区域性企业提供了融资渠道。而农村金融机构在取得银行间市场主承资格的基础上，利用自身客户优势，在经济较为发达的农村县域和小微领域推广债务类直接融资工具。股基方面，目前我们正积极筹划股权投资服务模式。针对小微企业，我们计划以股权投资配以银行贷款(保理、仓单质押等)、结算等服务，采用“小额大批”的分散投资策略对农村科创型企业进行投资和孵化；针对中小企业，我行计划通过股权形式或提供一体化投行服务，参与到成长性或产能未饱和的实体企业的产业链整合中，充分将我行及同业客户的企业客户资源与被投资企业的上下游进行有机整合（包括生产供应、技术革新、销售渠道、需求群体等），从而实现企业生产的最优化、产能的最大化。不管是直接债基还是股基的模式实质上都是充分利用农村金融机构同业金融板块的人才优势、信息优势和市场资源优势打通三农、两小企业的直接融资大门。未来监管部门若能在牌照申领、业务准入等方面给予农村金融机构一定的试点支持，农村金融机构金融市场业务支持县域实体经济发展必将大有可为。

从解决客户的投资需求角度来看。以常熟等为代表的苏南县域经济较为发达，拥有众多高净值客户，长期以来对于家族财富传承和资产管理的需求是比较旺盛的。今年我行在资产管理部下设了财富管理中心重点服务私行客户。实际上对于百强县域的农村金融机构，私行客户的开发和维护也是未来回归本土转型发展的一个重要方向。

回归本源。本源就是回归单纯的同业金融市场业务。通过去杠杆、降错配、脱虚入实，开展与自身规模和风控能力相匹配的市场化业务。就常熟农商行而言，近两年随着我行上市，江苏省内埠外金融机构的铺开，资本金得到了补充，整体规模实现了快速增长，但是在全国而言，规模仍然属于中小银行，自身经营能力、抗风险能力并不是十分突出。因此这也决定了我们在当前同业金融机构竞争加剧、交叉性金融风险层出不穷、金融去杠杆的大背景下，必须进一步做好三个建设，回归单纯同业金融业务的本源，打牢基础，防范风险。一是做好组织建设，精细化管理资产负债。过去对于一家商业银行而言同业金融市场业务的本源是做好头寸管理，开展与自身规模匹配的债券配置，防范流动性风险。而今年以来我行积极落实监管部门的要求，大力推进去杠杆、去通道、去非标的进程，向本源回归靠拢。在主动压降同业金融板块资产增速，降低期限错配程度，提高资产和负债主动管理能力，积极应对流动性风险的过程中，中小商业银行资产负债管理委员会的建设和利用、同业金融板块司库职能的建设和运转，分别在顶层设计和具体实操中对资产负债的精细化管理起到了至关重要的作用。因此做好一会一库的建设对于做好资产负债管理应该要放在突出的位置；二是做好风控建设，多层次防范各类风险。我行同业金融板块始终坚持追求风险过滤后有价值的利润，利润的本源来源于风险控制。当前实体经济处于“三去一降一补”的周期中，而金融市场又处在去杠杆和资金紧平衡的周期中，因此信用风险、市场风险、操作风险都容易叠加发生。在这一阶段更要求中小商业银行回归源头，逆周期强化风控力量的建设。目前我行同业金融板块通过项目总行信审会集中决策、分管行长派驻督导、部门风控内嵌内审、前台风控参与和总行风险审计驻点审查的五维措施，从过程管理到决策管理，从内部管理到外部管理，多层次防范信用风险、操作风险和市场风险。下一步我们将启动模块优化，整合中后台风控资源，建立更为强大的综合性风控组织，与总行相关部门一起编织内外结合的风控关口，严防各类风险，扎牢篱笆筑牢墙；三是做好团队建设，全方位吸引优秀人才。对于任何组织而言，不管是发展还是风控，核心的源泉是人才和团队。今年以来同业金融板块确立了以“唯才是用、唯德重用，以公正之心选人，以感恩之心育人”的用人理念。未来我们将力争在保持团队稳定的基础上，提高专业化、高素质人才的占比，为板块和总行发展引智引才。同时我们也关注团队文化的塑造，目前确立“同心爱业，常伴长行”的文化理念，确定了“诚信、激情、责任、感恩”的价值观。今年以来我们围绕文化品牌的打造也举办了一系列的内外部活动，正确的用人理念和完善的考核机制，将更好得助力我们在市场化的浪潮中中流击楫。

回归本业。本业就是债券配置、资金借贷。对于像常熟农商行这样的农村中小金融机构而言，由于自身规模限制，不能简单的依赖杠杆放大规模，依赖“负债拉动资产、资产再叠加负债”的模式实现盈利，必须在回归本源的基础上，通过人才资本开展更精细化和专业化的业务。从“大而全”向“小而美”、“小而专”、“小而和”的转变是未来农村金融机构同业金融业务转型的重要方向。一是专业性外延式管理。近两年我行正逐步摒弃债券业务单一追求交易量和生息规模的传统观念，积极推进做专、做精。通过人才引进、机构组建、资质申请等措施，向交易的专业性、纵深化区域推进。目前我行组建了政策研究室团队，具体研究货币政策和市场情况，提供策略支持。逐步搭建衍生品交易团队，申请衍生品交易资格，开展债券借贷和黄金租借业务，以产品和策略的多样化应对复杂多变交易市场；二是平台化轻资本发展。农村金融机构相对于国股行和城商行而言，总体规模不大、抗风险能力弱、业务结构单一、专业能力不足、准入牌照不全、监管评级不高是普遍的特征。因此在同业金融业务领域业务开展难度较大，部分机构近两年与自身规模及专业团队不匹配的规模扩张也存在一定的风险隐患。而目前我行是江苏省农村金融机构资金业务联盟的三家牵头行之一，正致力于构建省内农商行投资平台，让全省农村金融机构组团做小做专，回归本业，助力实体发展。一方面通过联合投资的形式将资源投入到我行风控把关的实体项目中或者在银行间市场投资固定收益类产品，实现与其他农商行实现项目共享、风控共享、收益共享、信息共享，起到抱团取暖、互利共赢的目的。另一方面通过“鑫燕论坛”的形式，我行组织券商研究所、国股行同业金融市场业务专家和我行业务骨干开展策略会、交流会等，邀请省内其他农村金融机构共同参与，不断提高全省农村金融机构在同业金融领域服务实体经济的业务水平。

彭晓东 先生

常熟农商行投行及金融市场总监

1995年进入农行，1996年行社分门后进入常熟农信社工作，1999年从事债券交易员工作，为银行间市场的第一批交易员之一，曾任资金部副总；2008年担任中信银行苏州分行计财部票据中心和金融同业部副主任、副总；2011年担任南京银行苏州分行投行与同业部总经理；2014年被聘请为常熟农商银行分管资金业务行领导。十八年来一直活跃于金融市场前沿，在股份制银行、城商行和农商行亲历了银行间市场的起步与发展壮大，积累了丰富的市场经验，成功打造了一只在农商行系统内颇具竞争力的专业团队，并带领该团队屡创佳绩，创造了良好的市场口碑。

Q&A

鑫元基金 | 信用研究系列报告之二

细说城投债投资：策略与择券

文 | 赵国君 鑫元基金研究部信用研究主管

摘要：2016下半年以来规范地方政府债务的文件陆续出台，城投平台融资环境转向收紧，城投平台进入全面规范发展阶段。城投债市场短期面临债务提前置换的冲击，中期面临板块估值调整风险，而财政整顿风险将分化各区域不同等级的城投债。随着政府债务界限进一步划清、存量债务置换工作接近尾声，市场对城投平台融资环境收紧担忧加剧，城投债分化将更加明显。虽然目前估值曲线反映的城投信用利差不高，但未来城投行业利差特别是中低等级利差走扩是大概率事件。此外，投资者对城投平台个体资质的甄别有所增强，个券利差分化将加剧。

城投债投资需要新的策略思路和细化的择券方法。2015年前发行的城投债随着置换剩余时间临近，该期权的价值会逐渐降低，新老城投利差会收窄。当前新老城投利差已经较大，老城投的相对价值正在削弱。对于新城投的投资，建议弱化政府信用背书因素，遵循基本面分析的四大维度精耕细作，同时注意规避市场认可度低、再融资成本不断加大的风险区域。

政府对城投平台市场化转型的政策导向越来越清晰，城投债面临政策态度的转向，城投债投资需要新的策略思路和细化的择券方法。

引言

城投企业是指地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，以替政府融资为目的，以准经营性、公益性项目投资、融资、建设、运营业务为主，同时可能承担一定经营性业务的独立法人实体。城投公司为地方政府解决了过去财权与事权不匹配的困境，帮助地方政府解决了基础设施建设的投融资问题，但同时带来地方债务抬升。

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。随着地方政府融资的全方位规范体系不断完善，城投平台面临的融资环境收紧。

近期平顶山市发展投资公司等多家城投平台公告退出政府融资平台。2015年至今已有63家城投平台退出平台名单，其中发过债的平台有15家。近期平台密集公告退出平台，主要是出于商业化融资的需要。退出名单虽然使得平台再融资风险得到缓解，但需注意的是，本次地方政府债务规范政策落实力度大，金融机构配合程度高，政府隐性担保弱化对城投平台融资的负面影响已经开始出现。

另有湛江经济技术开发区新域基础设施建设投资有限公司因擅自占用海域被处29.45亿元罚款，引发了市场对于重要程度不高、资质偏弱的平台信用风险的担忧。

目前已进入城投平台全面规范发展阶段，政府对城投平台市场化转型的政策导向越来越清晰，城投债面临政策态度的转向，城投债投资需要新的策略思路和细化的择券方法。

城投平台融资环境：呈现阶段性放松和收紧态势

城投平台融资功能的放大因投资拉动经济的需求推动，融资政策呈现阶段性收紧和放松。

2010年国务院19号文明确提出加强融资平台管理。2013年下半年至2015年一季度，地方政府融资政策偏紧。2013和2014年进行了两次政府债务审计，明确了地方政府债务存量规模。2014-8出台的《新预算法》和2014-10印发的43号文奠定了地方政府债务管理的总基调。

2015年地方政府债务政策呈现“前紧后松”的态势。受《新预算法》和国发43号文影响，2015年一季度，城投债券发行处于短暂的政策收紧期。之后由于经济下行压力，“处理好债务管理与稳增长的关系”政策基调逐步确立，城投债券发行的相关政策有所放松，2015年下半年开始地方政府债务置换，但仍在43号文和《新预算法》框架下。

2016年上半年延续2015下半年宽松态势，重点是加强对地方债发行限额管理，做好地方债发行工作。

2016年下半年在宏观层面（供给侧改革推动经济企稳）、海外层

面（美日欧经济复苏/退出量宽/全球流动性面临拐点/美联储加息和特朗普效应推动全球利率上行）背景下，地方债政策重点转向地方债风险防范和规范化管理，城投平台进入全面规范发展阶段。

综合来看，一系列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。“开前门”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“堵后门”，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。

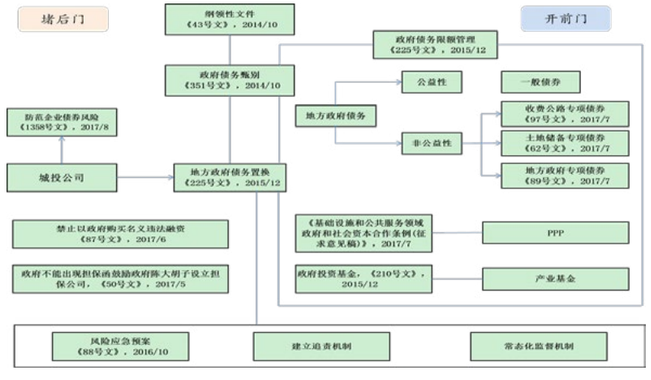
2017年7月，中央高层会议首次提出对地方政府违规举债实施“终身问责、倒查责任”，表明中央对规范地方政府举债行为、遏制隐性债务增量的决心很坚定，对地方债监管的高压态势预计将持续。

融资环境收紧对城投平台的影响：短中期仍担负融资重任，长期面临市场化转型

如前所述，地方政府的正规融资渠道包括：地方政府一般债券+多品种专项债+PPP融资。首先，一般债和专项债渠道，其规模是严格受赤字约束的，2017年地方政府债务限额为18.82万亿，一般债和专项债额度约2.57万亿。其次，2017年地方一般预算支出16.48万亿，按10%红线算，政府付费PPP额度为1.65万亿。而综合各项基建资金来源预计2017年基建投资增速在15%左右，2016年基建投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）规模11.89万亿元，预计2017年基建投资约13.67万亿元。虽然2017年土地出让收入维持高位，三类正规融资渠道与基建投资需求之间仍存在较大资金缺口，需要城投平台举债补充。在地方政府收支矛盾仍较突出、现行财税体制不变的背景下，短中期城投平台仍担负融资重任。

长期来看，城投平台和政府信用严格隔离，城投平台不再承担政府融资职能，将实行市场化转型，城投平台债务不能纳入政府债务。但并不意味着城投公司完全不能再获得地方政府支持。城投平台仍是政府相关实体，仍可获得诸如注资、项目、获得政府背景担保公司增信等方面支持。

图1：地方政府债务规范政策框架



融资环境收紧下的城投债市场：短期面临提前置换冲击，中期面临估值调整，长期城投债刚兑终将打破

融资环境收紧对城投债市场产生重大影响：短期面临提前置换冲击，中期面临估值调整，长期城投债刚兑终将打破。

1、城投债面临提前置换冲击

进入三季度以来，城投债置换提速，2017年10月第二周有11家城投发生赎回或拟召开持有人会议讨论提前赎回事项。

城投债置换是对低等级老城投的利好，但提前置换对城投债形成短期冲击。持有人必须在持仓债券长期信用资质弱化和短期账面估值亏损中做出选择，同时面临资本利得损失和再投资收益损失。城投债置换时间和定价，是债券持有人与城投平台、地方政府的博弈，影响因素包括：城投债信用资质，债券持有人集中度。持有人谈判砝码较弱的个券主要为地区经济财政实力较弱、城投平台资质较差、剩余期限较长的个券。

2、城投债板块面临估值调整风险

未来地方政府与城投平台信用将逐渐分离，未来由于市场对城投安全性认知的预期差变化，预计城投债板块利差将走阔。财预50号文再次重申禁止土地收入作为其偿债来源，且禁止土地资产注入，再加上当前大环境因素，有可能整个板块估值调整会更快到来。

3、城投债信用风险展望：短期违约风险低，中期区域分化，长期打破刚兑

2017-18年仍在债务置换期内，置换债券额度约 3万亿元。置换债券发行保障了地方政府的举债空间，加之2016年外部融资环境宽松，城投企业账面货币资金较为充裕。同时，城投债风险事关区域性风险乃至系统性风险，且已有“终身追责”的规定，相信地方政府有很大动力避免区域内城投平台发生违约。因此短期城投平台发生实质违约的概率小。

中期来看，由于一般债和专项债的举债权力均上收至省级政府层面，地方债务风险处置和救助的责任人亦为省级政府，因此经济健康、财力较强的省市拥有更宽裕的债务处置空间。 2015年底全国人大常委会将债务率100%作为预警线，贵州、辽宁、云南、广西、内蒙、宁夏、吉林等债务率较高的省份已经在透支未来债务空间，因此中期城投债不同区域分化是必然。

长期看，随着城投平台市场化转型、市场化担保措施落实，城投打破刚兑只是时间问题。由于城投平台偿债资金来源中约20%为政府注资或财政资金支持，80%为债务周转。存续城投债兑付高峰在2019年和2021年1-3季度，主要集中在AA级发行人。集中兑付期城投平台面临较大负债重定价压力，当融资环境恶化，不排除出现城投违约，特别是对于市场认可度较低区域的地区财力较弱、政府性基金收入较小、没有项目现金流支撑、管理运作不规范及对外担保规模较大的AA级土地开发、基建类的城投平台。

城投债投资：策略和择券

之前对城投债投资通常简单粗暴，但在融资环境收紧背景下，城投债投资需要新的策略思路。

1、城投债投资策略：目前利差水平不高，老城投相对价值正在削弱，新城投的投资思路需细化

2017年以来，债券的绝对收益率明显上行，信用债收益率也随利率中枢提升而获得较大提升，但当前信用利差水平与历史相比仍然不高。城投债2017年初受到债基集中赎回冲击，6月至9月，因市场流动性和监管预期边际改善、交易性机构加杠杆等原因城投债利差逐渐被压缩。但随着城投债供给增加，加之近期负面事件、市场利率与机构情绪冲击，高于估值成交城投债券逐步增多，目前市场对于城投债整体情绪偏空。

城投债投资策略上，目前利差水平不高，短期建议挑选被错杀的票息较高、期限偏短的城投持有至到期。中期随着城投区域分化，平台的风险事件会发生，届时城投的估值波动会加大，尤其是中低等级的城投债，其区域利差和新老利差的分化将更明显，可在利差走高时寻找标的。对于2015年前发行的老城投债，高等级老城投收益率处于低水平，缺乏投资价值。而低等

级老城投债，随着置换剩余时间临近，该期权的价值会逐渐降低，新老城投利差会收窄。当前新老城投利差已经较大，老城投的相对价值正在削弱。对于新城投债的投资，建议弱化政府信用背书的因素，遵循基本面分析的四大维度精耕细作，同时注意规避市场认可度低、再融资成本不断加大的风险区域。

长期来看，随着政府债务界限进一步划清、存量债务置换工作接近尾声，市场对城投平台再融资环境收紧担忧加剧，将引发城投债尤其是中低等级城投债利差进一步走扩，此外，投资者对平台个体资质的甄别有所增强，个券利差分化将加剧。未来低资质城投债将被要求更高的溢价，城投个体资质和定价分化加剧也在开始。投资低资质长久期的城投债需要在高票息和资本利得（长期甚至存在违约风险）间寻找平衡。

2、择券：区域选择+基本面分析

2015年前发行纳入地方政府债务的城投债，具有金边属性。但目前两次地方政府债务甄别结果均未公布，且市场并无统一公认的标准，且老城投相对价值随着置换截止日临近正在削弱，目前进一步甄别的意义已经不大。目前市场把握不准的主要是2015年后发行2018年后到期的城投债。如何挖掘有投资价值的城投个券同时避免踩雷？

（1）2015年前发行2018年8月前到期的城投债

置换期（目前市场普遍认为2018年8月底为债务置换截止时点）内到期的城投债，即使没被纳入地方政府债务，地方政府债务腾挪空间较足，风险可控，几乎不存在违约风险。

（2）2015年前发行2018年8月之后到期的城投债

应规避风险地区的非主要平台。同时，债券募集资金用途可作为参考：棚户区改造，基建里的七大类重大投资工程包，六大消费领域这些国家重点扶植领域，以及资金用途为2014年底前开工项目的，此类债券的后续融资较有保证，债券违约风险较低。

（3）2015年后发行2018年后到期的城投债择券：区域选择+个体分析

对于区域选择，通过对基本面（地区财力、基建增速、土地市场情况）、债务压力、置换额度和未来空间、投资者认可度四个方面综合分析，区域债务风险较大的区域包括：

经济和财力增速下滑明显、区域经济缺乏潜力、以资源型工业为支柱产业的区域——辽宁、吉林、黑龙江、内蒙古。

以投资拉动经济增长，产业结构失衡，经济与财政增长出现倒挂的贵州、云南、青海、新疆、广西。

平台众多、对外担保多、债务负担重、市场认可度低的常州、镇江等地区。

图2：对于个体分析，城投平台基本面分析框架——基于四大维度

维度	关注点	要素指标
区域经济财政实力	1、经济发展及潜力 2、财政情况 3、债务水平	1、经济总量及增速；经济结构及主导产业；区域固定资产投资情况 2、财政收入规模及增长率（公共预算收入/税收收入/基金预算收入）；财政收入稳定性；财政收入平衡性 3、区域债务规模；债务率及其债务增长率
区域投融资环境	1、整体融资环境 2、基建投资情况及未来需求	1、债券发行利率，银行贷款规模及利率，市场认可度 2、区域内铁路/公路/航道/港口等基建投资计划
政府支持力度	1、债务认定 2、资本金注入 3、配置资产 4、突发救助	1、区域债务认定比例；哪些类型被纳入的可能性大 2、历来补贴、资本注入和资产划拨情况 3、区域风险事件及政府态度
城投平台的经营及财务情况	1、业务经营 2、平台地位及政府定位 3、盈利情况 4、债务负担和偿债来源 5、对外担保等或有事项	1、平台主营业务构成；公益性程度；经营性资产 2、平台地位及政府定位 3、盈利及其现金流情况 4、债务期限结构及其自由现金流匹配情况，偿债资金安排情况 5、对外担保、关联资金占用等或有事项

2015年以来，城投债发行主体的行政级别和资质呈现下沉趋势，不同行政级别的城投平台，分析重点存在差异。

对于地级市及以上级别的市本级城投平台，业务大部分已经从单纯的土地整理开发、基础设施项目代建向城市资产运营扩展，涉及供水、供热、燃气、交通运营等领域。公司的业务收入来源经历着“土地出让收入——政府项目代建回购——国有资产运营收费+财政补贴”的过渡变化。

市级城投评估重点：经营性资产，收入和盈利结构，主营业务多元化和公益性、区域垄断性情况。

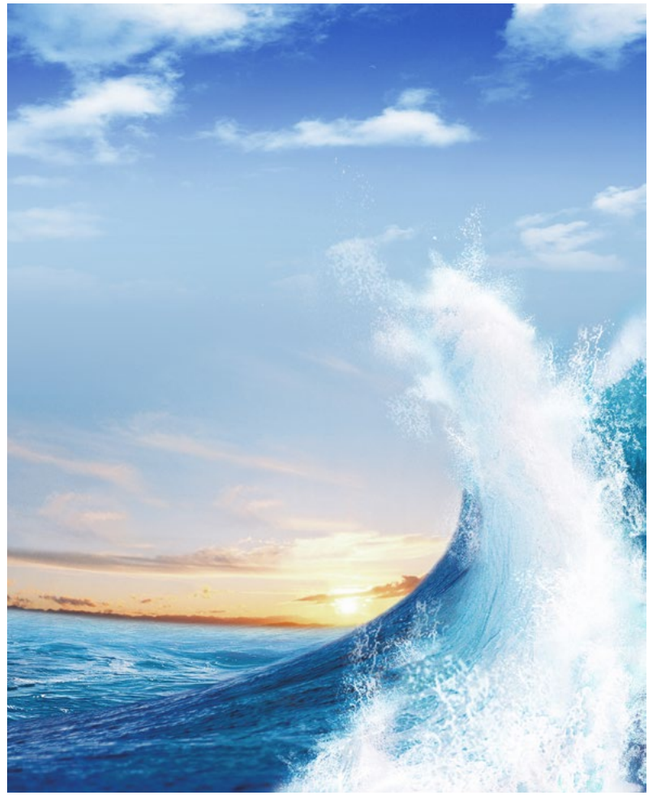
对于区县级城投平台，业务更多还是停留在土地开发、工程建设的阶段。

县级城投评估重点：收入结构；当地房地产和土地市场变化情况。

对于园区级城投，园区城投主要包括经开区、 高新区、国家级新区等几大类。国家级新区数量少，国家支持力度大，资质好，违约风险低。同一地区的园区级城投与县级城投具有相似性，其业务同样是在土地出让收入与项目建设两者之中按照不同比例分配，公司的优质资产不多但土地资产占比大。

园区级城投评估重点：园区级别，产业结构，财政来源及结构，重点企业。

总之，2016下半年以来城投平台融资环境转向收紧，城投平台进入全面规范发展阶段。在地方政府收支矛盾仍较突出、现行财税体制不变的背景下，短中期城投平台仍担负融资重任。长期来看，城投平台和政府信用严格隔离，城投平台不再承担政府融资职能，将实行市场化转型。虽然城投债短期违约风险低，但中期区域分化趋势明显，长期打破刚兑也只是时间问题。城投债市场短期面临债务提前置换的冲击，中期面临板块估值调整风险，而财政整顿风险将分化各区域不同等级的城投债。未来的城投债投资，需要更加细化的思路和方法，把握区域选择和个体基本面的确定性因素，充分挖掘价值。



未来的城投债投资，需要更加细化的思路和方法，把握区域选择和个体基本面的确定性因素，充分挖掘价值。

MACROSCOPIC

宏观

特朗普医改的失败与影响分析

关注负债质量 监管持续增强

特朗普医改的失败与影响分析

文 | 印文 南京银行资金运营中心市场研究部

随着特朗普的上台并采取一系列重要举措，特朗普的新政思路逐步清晰。

特朗普在竞选和就职演讲时主张实施一系列改革和刺激计划，以刺激美国经济，创造出更多的就业岗位。随着特朗普的上台并采取一系列重要举措，特朗普的新政思路逐步清晰，其中，最重要的有三大政策：医改、税改、开展大规模基建，医改充当了特朗普整体新政先头部队的角色。特朗普的医改目标是要废除并替换奥巴马签署的《患者保护与平价医疗法案》（Patient Protection and Affordable Care Act，简称PPACA，又称为奥巴马医改法案（Obamacare））。2017年1月20日，特朗普上任不到24小时就发布首道行政命令，暂停“奥巴马医改法案”。在经历了一番周折之后，2017年5月4日，特朗普医改议案通过了众议院投票，但在接下来的参议院投票环节特朗普医改提案屡屡受挫。在参议院100个席位中，特朗普所在的共和党拥有52个席位，民主党拥有48个席位，共和党以微弱优势领先。2017年7月25日，参

议院以51票支持、50票反对的结果（原先支持和反对的票数均为50，这种状况下，兼任参议院议长的美国副总统、共和党人迈克·彭斯投出了关键一票）启动有关废除和取代“奥巴马医改法案”的辩论。但共和党方面提出的三项议案均在随后举行的投票中遭到否决。第一轮投票中，参议员们就共和党方面提出的“奥巴马医改法案”替代方案——《更好医保和解法案》修订案进行投票表决。由于民主党参议员均不支持这一议案，加上9名共和党参议员的反对，该议案最终以43票支持，57票反对毫无悬念地未获通过。第二轮投票中，参议员们就共和党方面提出的直接废除“奥巴马医改法案”并且两年内无替代方案进行投票表决，结果该议案以45票支持、55票反对未获通过。其中，共和党方面有7名参议员加入到反对的行列。第三轮投票中，参议员们就共和党方面提出的“瘦身版”医改方案进行投票表决，结果该议案以49票支持、51票反对再次遭到否决。在连续三轮的挫败之后，特朗普本次废除并替换奥巴马医改的计划宣告失败。特朗普本轮医改的失败有其内在必然性，同时对特朗普后续的税改和基建计划等经济刺激措施会产生一定的负面影响，并进而影响美国国债利率和美元指数的走势。

表1：美国医保体系构成

公共医保		商业医保（私人医保）	
		企业集体医保	自购医保
（1）老年和残障健康保险（Medicare）	通常意义上所说的“医疗保险”，服务对象为 65 岁以上的老人或者符合一定条件的 65 岁以下的残疾人或晚期肾病患者。2010 年，该医保项目为 4800 万美国人提供了健康保险，其中 65 岁及以上的老人约有 4000 万，其余 800 万为残疾人。	由企业和保险公司谈判，为其员工提供医保。美国法律规定，企业集体医保的保费可以全部无限额地税前扣除，同时，保险公司不得因有既往病史而拒绝企业集体医保参保人或收取高额保费，这有效保障了企业集体医保的投保。2016 年该医保覆盖约 1.63 亿人，约占美国总人口的一半。	种类多样，市场化定价，在奥巴马医改推出前往往对有既往病史的人和老年人制定各种歧视性的保费政策（如拒绝提供医保，或提高保费额度，以及设置理赔上限）。
（2）医疗补助（Medicaid）	服务对象为收入在贫困线以下的父母、老人、儿童及残障人士。该项目由美国联邦政府和各州政府共同资助，联邦政府提供一部分项目经费，具体运作由各州负责管理，医疗保险和医疗补助服务中心（CMS）对各州该项目的执行进行监督。截至 2008 年，医疗补助的参保者大约有近 4900 万低收入者。由于 2008 年经济危机的冲击，2009 年参加该项目的人数大幅增加。		
（3）儿童健康保险项目（CHIP）	服务对象为那些家庭收入在联邦贫困线两倍以下、没有参加其他商业医保的儿童。该医保项目以联邦政府提供项目配套资金的形式，向美国各州的中低收入家庭的儿童提供健康保险，美国联邦政府通过医疗保险与医疗补助服务中心（CMS）支付约 70% 的费用，各州政府出资约 30%。这类家庭的收入没有低到可以享受医疗补助（Medicaid），但是又没有高到可以买得起商业医保。2016 年该医保覆盖约 800 万人。		

资料来源：中华人民共和国财政部（http://www.mof.gov.cn/mofhome/guojisi/pindaoliebiao/cjgj/201310/t20131025_1003317.html）；北大飞 . 详解《平价医保法（奥巴马医保）》与美国医保的方方面面 . 美国华人微信公众号 .2016.12.13

奥巴马医改出台前的美国医保市场状况

要分析特朗普医改失败的缘由及影响，首先必须弄清楚“奥巴马医改法案”出台前美国的医保市场状况。在奥巴马签署《平价医疗法案》之前，美国是发达国家中唯一一个没有全民医保的国家，同时也是医疗费用水平最高的国家之一，医疗开支增速快于经济增速，也高于收入增速和通货膨胀率。美国的住院费用和医药费用是十分昂贵的，据统计资料显示，2015年，美国人均医疗费用达9086 美元，占人均GDP 的比重高达17.1%。[1]如此高昂的医疗费用，对于个人来讲，只有通过购买医疗保险才不至于在生病时因巨额的医疗开支而遭受重大财产损失。然而，美国原有的医保体系存在诸多弊端，造成了很多低收入人群买不起医保。具体来讲，美国医保体系分为公共医保和商业医保（也称私人医保）两类。公共医保由政府出钱付费，包括三大项目：（1）老年和残障健康保险（Medicare）；（2）医疗补助（Medicaid）；（3）儿童健康保险项目（CHIP）。商业医保又主要由两部分组成：（1）企业集体医保；（2）自购医保。美国的商业医疗保险制度非常发达，商业医疗保险公司提供的产品类型多样、种类繁多，八成以上的美国人都购买了各种各样的商业健康保险产品，很多人同时参加了公共医保和商业医保。美国医保体系构成如表1所示。

而在现实中，很多美国人既不在公共医保范围之内，也没有享受到企业集体医保，只能自己购买商业医保。这些人，一部分是自雇的个体户或小业主，一部分是企业通过第三方使用的不算正式员工的“合同工”，还有一部分是在财力不济的小企业工作，企业无力为其购买企业集体医保。而美国商业保险公司出于获利需要，在自购医保市场对有既往病史的人和老年人制定各种歧视性的保费政策（如拒绝提供医保，或提高保费额度，以及设置理赔上限），加之很多类型的保费对于低收入者来说本身就比较昂贵，这就导致很多低收入者因承担不起自购医保保费而没有获得任何医疗保险。据统计，奥巴马医改前通过自购市场参保的约有1400万人，而另有约5000万低收入者没有参加任何医疗保险。

① 胡善联 . 论美国特朗普新医改计划的前景 [J]. 卫生经济研究 , 2017(3):3-4

奥巴马医改VS特朗普医改

为改变美国医保覆盖不全面，大量低收入者没有医保的现状，奥巴马在执政期间推动了医改项目，旨在进一步覆盖3200万没有医保的美国低收入民众，提升美国整体的医保覆盖率，使美国医疗保险的覆盖率由85%提高到95%以上，接近全民医保。为最小限度地触动原有利益集体，奥巴马医改保留了原有的医保体系，主要针对自购医保市场进行改革。2010年3月23日，奥巴马正式签署《患者保护与平价医疗法案》。该法案旨在防止保险公司通过钻漏洞来谋取自身利益，阻挡低收入者或有既往病史的人参保，同时防范医保市场的逆向选择问题，推动全民投保。其中，规定了全民强制投保，向富有群体征税，对低收入者医保费用和医疗费用支出实施财政补贴等一系列重要措施。奥巴马医改推出并实施后，根据美国人口普查局的数据，美国没有保险的人数从2009年的4860万人减少到2016年的3000万人以下，所占人口比例从15.7%降至8.6%，医疗保险覆盖范围明显扩大。[2]但奥巴马医改的实施也引来了很多争论，其主要争论点有四个：

第一，奥巴马医改中的强制投保规定被认为是有违个人意愿和自由市场机制。

第二，奥巴马医改规定通过政府税收来补贴低收入者的保费和部分医疗费用，实际上是让美国的高收入者为低收入者的医疗费用买单，这样的做法引起了美国广大中产阶层的不满。因为即便对以往正常的税收来说，高收入者的税率都是相对较高的，通过税收补贴低收入者是在多占用高收入者的收入，而医改规定的对保险公司、药企、医疗器械商加税，同时对年收入超过20万美元的个人或年收入超过25万美元的家庭加税，更是直接在向高收入者额外征税来支持对低收入者的医疗补贴。

第三，奥巴马承诺通过医改来降低所有美国公民的医疗成本，但奥巴马医改实施以来，由于大量有既往病史和年老的低收入者通过自购医保市场加入了医保，他们的医疗费用支出很大，这就推升了整个医保市场的医疗费用支出，进而提升了医保费用。据统计，奥巴马医改实施后，2016年保费平均同比上涨7.5%，2017年预计平均同比上涨25%。

第四，政府医保交易平台的建立和对医保的标准化分级，加剧了保险公司之间的竞争，一些保险公司纷纷退出政府医保交易平台，保险公司数量也明显下降，市场上可供公民选择的医保产品种类大幅减少。

特朗普医改正是针对奥巴马医改的这些争议点提出的，一方面借以赚取政治资本，获得选民支持，另一方面为其后续一系列刺激计划铺开道路。但特朗普医改的推动过程一波三折，先是在2017年3月份的众议院投票表决前撤回，虽然在2017年5月4日以微弱优势在众议院投票表决中获得通过，但在此后的参议院表决过程中屡屡受挫，2017年7月28日，在经历了针对三种提案的连续3轮参议院投票表决失败后，特朗普此轮冲击医改可谓是彻底失败。特朗普医改与奥巴马医改主要内容对比如表2所示。

② 资料来源：北京商报网（http://www.bbtnews.com.cn/2017/0719/202299.shtml）

表2：特朗普医改与奥巴马医改主要内容对比

2010 年 3 月 23 日，奥巴马签署的《患者保护与平价医疗法案》（PPACA）主要内容	特朗普医改主要提案及其内容	
（1）自 2014 年起，任何个人均需购买医保，不购买者需要在缴税时缴纳数量为收入额 2.5% 的罚金； （2）规模超过 50 人的企业，雇主必须为员工购买医疗保险； （3）保险公司不得因为有既往病史拒绝参保人或进行价格歧视，只有两个因素可以作为保费额度变化的根据——年龄和是否吸烟，但老人保费不得超过年轻人的 3 倍，烟民保费不得超过不吸烟人 50%； （4）要求任何保险计划必须能够覆盖足够多的医疗项目，医保计划均不得设置理赔额度上限，并设定参保者自费支出的年度上限额； （5）保险公司理赔支出必须占到保费毛收入的 80%，行政费用和利润总和不能超过保费毛收入的两成； （6）将医疗补助（Medicaid）覆盖面扩大到收入为贫困线 1.33 倍以下的人口； （7）建立政府医保交易平台，专门用于自购医保市场，实现自购医保统一的“一站式”购买和标准化分级，各保险公司可以选择在该电子平台上出售医保计划，也可以选择以往的医保出售方式； （8）向低收入者提供保费补贴，确保收入在四倍贫困线以下的家庭购买得起占自购市场大部分份额的银级医保，使他们自己出钱购买医保的部分最多不超过收入额的 9.5%，并且家庭收入越低，补贴幅度越大； （9）向低收入者提供医疗费用分担，由美国政府出钱帮助有病患的家庭提高所购保险医疗费用支出的报销比例； （10）对保险公司、药企、医疗器械商加税，同时还对年收入超过 20 万美元的个人或年收入超过 25 万美元的家庭加税。	2017 年 5 月 4 日，众议院通过的《美国医保法案》	（1）废除奥巴马医改中强制个人购买医保的规定，不购买医保者不用罚款。同时废除奥巴马医改中有关企业规模超过 50 人，雇主必须为员工购买医疗保险的规定。 （2）保留奥巴马医改中规定的保险公司不得因为投保人健康状况增加保费，不得因为既有病史而拒绝为投保人提供医保。但允许保险公司提高高龄投保人的保费，将奥巴马医改中的老人保费最高不得超过年轻人的 3 倍扩大为 5 倍。 （3）美国联邦政府拿出大额资金保护美国公民中的弱势群体。主要措施有，联邦政府拟提供超过 1200 亿美元，确保没有人因有既往病史而无法享受医疗保障；向废止奥巴马医改法案的州提供 80 亿美元，以确保有既往病史的人能够负担医疗费用，同时向这些州因保险费用变动的美国公民再提供 80 亿美元补助；对向弱势群体提供医疗服务的医院提供 790 亿美元；向各州提供 1000 亿美元以帮助低收入群体获得可负担的医保；各州可自行选择为特定人群提供补贴，同时提出相应的工作质量要求；改革医疗补助计划，基于人口规模向各州提供补贴，优先资助经济衰退的州。 （4）中低收入群体将获得月度、预付及可退还的税收抵免，以帮助其支付医保费用；税收抵免额度为每年 2000 美元至 1.4 万美元，这一额度将适时调整以确保老年人获得适度支持；美国公民将增加获得健康储蓄账户的方式，使可允许的最大免税比例增加近 1 倍；废除“一刀切”，促进各州形成创新和竞争的医保市场；基于工作的健康保险得以保留，并通过现行医改方案的“凯迪拉克税”来提供补贴。 （5）为医疗补助（Medicaid）支出设置上限。
	2017 年 6 月 22 日，《更好医保和解法案》	在《美国医保法案》基础上进行修改并提出，主要内容仍然是废除强制个人购买医保的规定，通过减税等手段帮助民众购买医保。
	2017 年 7 月 13 日，《更好医保和解法案》修订案	在《更好医保和解法案》基础上做出修改： （1）增加 450 亿美元资金预算，来解决美国内阿片（罂粟）类处方药滥用问题，以争取党内温和派支持； （2）允许保险公司提供低廉、低标准的保险计划，以争取党内保守派支持； （3）提供超过千亿美元资金来维持地方医保市场稳定； （4）保留两项“奥巴马医改”方案中向高收入人群征税的条款。
	2017 年 7 月 17 日，“先废除，再替换”提案	先直接废除“奥巴马医改法案”，在未来两年内提出替代方案。
	2017 年 7 月 28 日，“瘦身版”医改提案	只对“奥巴马医改法案”的部分条款加以废除，包括废除强制个人必须购买医疗保险、强制要求一些雇主提供医保，以及对医疗设备制造商征税。

资料来源：北大飞 . 详解《平价医保法（奥巴马医保）》与美国医保的方方面面 . 美国华人微信公众号 .2016.12.13；中国财经报网（http://www.cfen.com.cn/dzb/dzb/page_6/201706/t20170619_2625940.html）

表3：民主党与共和党执政理念的的差异和体现在医改上的主要措施

	民主党	共和党
执政理念	倡导社会和经济公平、倾向于福利国家模式。	支持自由市场、主张监管，提倡“小政府、大市场”。
体现到医改上的主要措施	强制个人参加医保，并通过向富有群体征税来补贴低收入者的医保费用和医疗支出费用，这本质上是一种收入再分配措施，让富有群体为低收入者承担医疗支出费用。	要求废除奥巴马医改中强制个人购买医保的规定，不购买医保者不用罚款，同时废除奥巴马医改中强制企业雇主为员工购买医疗保险的规定，并放弃奥巴马医改中对高收入人群征税以补贴低收入人群的规定，为富有阶层松绑。

表4：共和党内部反对特朗普医改主要事件

时间	共和党内部反对声音
2017 年 6 月 22 日， 特朗普政府提出《更好医保和解法案》	四名强硬保守派共和党参议员 Rand Paul、Ted Cruz、Ron Johnson 和 Mike Lee 发布联合声明，宣称不支持该提案，他们认为该提案既没有从根本上废除奥巴马医改又不会降低国民的医保成本。此外，温和派共和党参议员强调，《和解案》预计会使大量美国人失去医疗保险，表示不支持该提案。
2017 年 7 月 13 日， 共和党在参议院公布《更好医保和解法案》修订案	缅因州的 Susan Collins、肯塔基州的 Rand Paul、犹他州的 Mike Lee 和堪萨斯州的 Jerry Moran4 名共和党参议员公开表示反对。Mike Lee 认为，修订案在推翻奥巴马医改政策上做得不够充足，没有移除全部奥巴马医保制度下的税收，不能有效降低医保费用；Jerry Moran 同样认为提案无法有效解决医保成本日益增长的问题；Susan Collins 则担心修订案大量削减医疗补助将危及农村医院和养老院的存在。
2017 年 7 月 17 日， 特朗普政府提议先直接废除“奥巴马医改法案”，在未来两年内提出替代方案。	共和党参议员 Capito 公开表示，在没有替代方案之前，不能投票直接废除奥巴马医改。

特朗普医改和奥巴马医改的不同点也反映出了共和党与民主党执政理念的不同，由于这种执政理念的分歧，特朗普医改基本受到了民主党议员的一致反对。民主党与共和党执政理念的的差异和体现在医改上的主要措施如表3所示。

但令特朗普政府更为棘手的是，共和党内部也存在反对特朗普医改的声音，这导致特朗普医改在参议院投票过程中屡屡受挫。共和党内部对医改的反对声音主要集中在两方面：一方面，部分共和党参议员担心共和党一直谋求全力废除奥巴马医保法案，不能兑现这一承诺会对共和党的信誉造成严重和长期的损害；另一方面，部分共和党参议员担心新医保法案会带来一些不利影响。

在多项提案遭受多名共和党内部参议员公开反对后，特朗普表达出与民主党合作的意愿，以制定出更为温和的医改法案，弥补奥巴马医改所存在的不足。在2017年7月28日参议院第三轮投票中提出的只对“奥巴马医改法案”的部分条款加以废除的“瘦身版”医改提案，可以看做是特朗普政府作出的一个让步，以寻求民主党的支持，但同样未获得足够多的支持票数。部分反对该提案的共和党参议员则是希望利用这一提案启动两院新一轮谈判。

特朗普虽然提出了好几个医改方案，但其核心都是废除强制医保，降低对富有阶层征收的医保税收，降低政府财政补贴力度，代之以减税的方式来支持低收入者购买医保。这样做为富有阶层的税收支付松了绑，会降低美国政府的财政支出，但同时会令大量低收入者丧失医保。美国国会预算办公室（CBO）7月19日针对奥巴马医改在没有替代方案的情况下被废除的评估显示，单是在2018年，就会有1700万美国民众失去医保，到了2026年，将会有3200万美国民众失去医保。美国国会预算办公室（CBO）2017年7月20日公布的针对特朗普《更好医保和解法案》修订案的评估则显示，如果该法案实施，将在未来十年内削减财政赤字4200亿美元，但同时会造成2200万人在2026年前失去医保。由于没有提出更好的方案来解决美国医保市场上医保覆盖率不足的问题和医保成本日益增长的问题，特朗普此轮医改遭遇失败成为必然。

目前，特朗普已提医改方案的核心思路具有不可行性，医保市场是一个存在逆向选择的市场，这会使得市场机制失灵。医保的实质是将医疗费用的支出平摊到每一位医保购买者身上，在自由选择的市场机制下，健康人群会退出医保市场，这会使得健康程度欠佳需要购买医保的人因此支付更为高昂的保费，部分低收入者因支付不起高昂的保费而退出医保市场，支撑医疗费用支出的人少了，保费又会进一步抬升，进一步有人因支付不起保费而退出医保市场，保费进一步提升……如此循环下去，医保市场就会逐步萎缩。在这种市场机制失灵的情况下，共和党主张的自由市

表5：2017年4月26日美国白宫公布的特朗普税改计划与现行税法比较

税种	现行税法规定	特朗普税改计划（2017 年 4 月）	税改影响
个人			
个人所得税	七档：10%，15%，25%，28%，33%，35%，39.6%	三档：10%，25%，35%	降低普通百姓税负压力
个税免征额	12700 美元	25400 美元	降低中产阶级家庭税负压力
替代性最低限额税	个人所得另一种计税方式，与一般所得互相独立存在，取高值交税	取消	中产阶级、富人们可以少交税
遗产税	每人 543 万美元免税额，超出部分根据遗产价值按税率 18%-48% 纳税	取消	富人财产继承少交大量税
净投资所得税	个人年收入超过 20 万美元，家庭年收入超过 25 万美元的投资者投资所得需按 3.8% 纳税	取消	中产阶级、富人们开展投资少交税，投资积极性更强
企业			
企业所得税	35%	15%	企业税负大幅降低
导管企业所有者（为避税设立的公司）	按照个人所得税税率	适用企业所得税税率，即 15%	企业和富人无需再想方设法避税
一次性利润汇回税	美国企业将海外利润汇回国内，缴纳 35% 的利得税	美国企业将存量海外利润汇回国内，一次性缴纳 10% 的利得税	跨国公司存量海外利润回流税收大幅降低，利润回流动力更强
全球课税收制	美国企业将海外利润汇回国内，缴纳 35% 的利得税	推动属地制征税原则，未来美国企业海外利润只需要在利润产生所在国交税，而无需向美国政府交税	推动全球资金汇往美国，美国可能成为全球避税天堂
边境调节税（BAT）	无	放弃原计划对部分国家进口的商品征收税率为 20% 的税	

资料来源：华尔街见闻（https://wallstreetcn.com/articles/302647）

场，提出废除强制医保，降低政府财政补贴力度显然是不合适的，这无法解决逆向选择问题，并会导致大量低收入者丧失医保，从而引起部分温和共和党人和全体民主党人的反对，使得医改无法获得足够多的支持票数。

在共和党内部同时存在两种反对医改提案声音的情况下，特朗普要想使医改获得通过，一种可行的思路是对奥巴马医改做出优化式的修改，放弃废除强制医保，限定太豪华的医保项目，以解决医保费用攀升的问题，同时还需降低对富有群体在医保方面的减税力度，以确保对低收入者的医保补贴能够维持下去，尽量争取共和党内温和派和较多民主党人的支持。虽然这样做会使财政赤字的降低幅度大打折扣，并有所偏离共和党人的执政理念，但总比陷入医改失败的泥潭无法自拔，丧失众多民意支持好。

特朗普医改与特朗普整体新政关联

将特朗普医改的内容与特朗普整个新政计划相结合，可以发现它们之间是有比较密切的关联的。

首先，开展医改是特朗普竞选期间的承诺，特朗普因此获得了大量选民的支持，医改的正式推进是其政治承诺的实践，也是显示其执政能力的重要事项，对于进一步赢得民众的信任和支持关系重大，从而能为其后续的新政推出提供民众基础。

其次，回顾特朗普已表态的整体新政计划，其主要方针是要通过扩张性的财政政策来拉动需求，从而推动美国经济增长，具体措施包括减税和增加政府财政支出。而特朗普医改提案几大版本都免除了对医疗设备制造商的征税，这种减税措施一方面维护了这些资本实力雄厚的企业的利益，另一方面顺应了自身的整体新政计划。减税除了包含医改方案所体现出来的相关减税项目，还包括后续的税改，既包括降低个人税收，又包括降低企业税收。而特朗普新政计划中的增加政府支出主要是拟出台1万亿美元基建计划。

从经济学理论上讲，降低个人税收能够增加居民的可支配收入，从而激发其消费需求，降低企业税收能够增加企业营收，激发其投资需求，而增加政府支出来开展大规模基建计划则是政府直接来推动投资以刺激经济。然而，一系列扩张性财政政策会导致财政赤字的扩大——减税会使得美国政府的财政收入减少，而大规模的基建又要求美国政府支付巨量的财政支出，美国本已高企的政府债务将会面临进一步扩大的压力。特朗普医改所减少的政府在医保方面的巨额开支预计能大幅削减财政赤字，从而大大缓解税改和大规模基建带来的财政赤字扩张压力，有效应对美国国会所规定的债务上限。从这个层面上讲，特朗普医改关系到特朗普后续两大重要政策推进的难易程度。

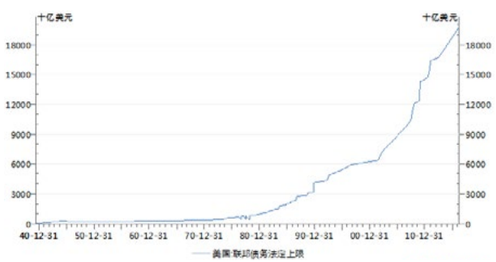
2017年4月26日美国白宫公布的特朗普税改计划，其与现行税法规定的比较如表5所示。

该税改计划堪称美国近30年调整程度最大的一次税改，根据特朗普政府所公布的税改计划主要原则，美国国会预算办公室（CBO）进行了动态评分，结果显示，如果特朗普提出的税改政策能够顺利实施，并考虑所有宏观经济反馈，2026年财政赤字累计将增加6.92万亿美元，且赤字大幅增加将主要发生在2022-2026年。这表明特朗普税改在现有框架下无法实现赤字中性。

债务上限对特朗普新政的限制

大规模的财政赤字将推动美国政府债务规模的进一步上升，目前，美国政府正面临新一轮债务上限风波，美国两党在债务上限上的博弈将会对税改的力度产生限制。本轮提高债务上限问题源于2015年11月美国国会通过并由奥巴马签署的暂停法定债务限额的法案在2017年3月15日到期。该法案通过前美国联邦债务上限是18.1万亿美元，

图1：1940年6月至2017年3月美国联邦债务法定上限



数据来源：Wind 资讯

法案规定允许未来两年不受债务上限限制增加联邦预算0.8万亿美元。而今年法案到期时，美国联邦债务已达到19.8万亿美元，超过18.9万亿美元的计划债务上限额。由于债务上限未能及时上调，财政部只得采取超常规措施以暂时维持政府运转。6月29日，美国国会预算办公室（CBO）公布的最新报告显示，国会必须在10月份提高债务上限，否则美国政府将会存在关门、债务违约风险。

根据美国财政部的定义，债务上限指美国联邦政府根据国会授权为了履行现有法定义务而能够举借的债务总额，这些法定义务包括支付社会保障、医疗福利、军饷、国债利息、退税以及其他开支。历史上，美国的债务上限上调也是经常发生的事。美国债务上限自有记录的1940年以来总共上调了104次，平均每9个月就要上调一次。特别是2008年金融危机以来，为恢复经济，政府加大支出力度，但收入的增幅赶不上支出的增幅，财政赤字总在不断扩大，债务规模迅速增长，致使奥巴马政府9次上调债务上限，债务上限占GDP的比例已增加到90%以上。早期的债务上限上调较为顺利，但后来美国两党逐渐发现可以在债务上限的确定上展开博弈与谈判以为各自党派谋取利益，因此，国会和政府、共和党和民主党总是将债务上限的提高与税改问题、削减开支的具体方式等捆绑在一起谈判，上演面临债务违约的最后关头才通过债务提限协议的惊险之举。因而，根据历史经验，本轮债务上限的上调是可以确定的，但必定会经历一次激烈的谈

表6：预计债务上限所允许的额外赤字增加额和特朗普税改计划赤字增加额

年份	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2017-2021 累计	2017-2026 累计
2017 年联邦政府财政预算赤字额（单位：十亿美元）	603	440	526	488	456	442	319	209	176	110	-	3769
考虑债务上限后所允许的额外赤字增加额（单位：十亿美元）	184.8	347.8	261.8	299.8	331.8	345.8	468.8	578.8	611.8	677.8	-	4109
基于所有宏观反馈的总统税改提案增加赤字（单位：十亿美元）	447	401	535	599	659	792	823	806	906	953	2641	6921

资料来源：美国国会预算办公室（CBO）、Wind 资讯

判过程，上调幅度也会有所限制，这进而会限制奥巴马税改的执行力度。1940年6月至2017年3月美国联邦债务法定上限如图1所示。

要想知道特朗普新政最终的实现程度，必须考虑美国政府未来债务上限的确定与带来的限制。为顺应美国近年来的经济发展状况，以2010年之后的债务上限为研究对象。自2010年2月12日债务上限确定为14.294万亿美元，至2017年3月16日债务上限实际被抬升至19.808万亿美元，共经历了7次债务上限变动，债务上限提升频率平均1年1次，平均每次债务上限提升7878亿美元。由此可以基本判断，未来几年美国政府每年所能允许的财政赤字额为7878亿美元，进一步扣除2017年联邦政府财政预算中的未来年度赤字额可以得出未来所允许的额外年度赤字增加额。而美国国会预算办公室（CBO）对特朗普政府于4月26日提出的税改计划所作出的评估显示，其所带来的年度赤字额均超过正常情况下债务上限所允许的额外年度赤字增加额。预计债务上限所允许的赤字增加额和特朗普税改计划赤字增加额表6所示。

上表显示，特朗普税改计划每年赤字增加额均超过考虑债务上限后所允许的额外赤字增加额，预计税改10年累计赤字额6.9万亿美元，也大大超过考虑债务上限后所允许的累计赤字增加额4.1万亿美元。由此可以看出，特朗普所提出的税改计划改革幅度太大。根据美国国会预算办公室（CBO）2017年7月20日公布的针对特朗普《更好医保和解法案》修订案的评估则显示，如果该医改法案通过并实施，将在未来十年内削减财政赤字4200亿美元，现在医改提案失败，将压缩税改实际所能制定的政策力度。即便后续继续对医改进行协商，若未能在税改前及时通过，同样无法为税改争取政策空间，若有幸在税改前通过了，根据前面的分析，新医改提案要想获得通过只能针对奥巴马医改做出改善性修改，这样所带来的财政赤字削减必然也相对较小，能够为税改争取的政策空间也是有限的。

医改失败叠加债务上限限制的后续影响

考虑到美国的基建繁盛期主要在二战刚过后，如今很多基础设施已经老旧，再次开启大规模基建确有必要，同时通过基建还可以刺激美国经济发展，因此，特朗普政府在竞选期间就提出了基建计划，并且已在筹划之中。目前已知的计划是开展一万亿美元涵盖10年的基建项目，并且特朗普政府拟实际投放的联邦资金为1000亿至2000亿美元，剩余资金则通过向私营企业提供税务减免的方式吸引私营企业加入基建项目以获得。由于开展基建相对于税改对经济发展具有直接的刺激作用，很多国家都借此来拉动经济发展，因此预计特朗普提出的基建计划很可能会全力执行，而十年投放1000亿至2000亿美元的联邦资金虽然也是一笔不小的开支，但与税改预计所带来的上万亿财政赤字额相比显得略少，通过压缩税改为基建计划留下政策空间是比较合理的选择。

表7：特朗普4月税改计划未来十年导致的赤字增加评估

税改项目	赤字增加（－表示赤字减少，单位：万亿美元）
简化个人所得税税级	1.5
取消替代性最低税	0.4
提高个税起征点	1.5
取消遗产税	0.2
降低企业所得税最高税率	3.7
取消奥巴马医保税	0.2
增加儿童抚养的减免	N/A
取消大多数个税减免	-2
一次性征缴海外留存利润	N/A
合计	5.5

资料来源：联邦预算委员会（CRFB）

为满足政府债务上限的限定，若按美国国会预算办公室（CBO）的估算结果，未来十年开展基建项目的联邦资金支出额按1000亿美元算，特朗普税改需在原有计划基础上缩减十年累计2.9万亿美元的财政赤字额。若以联邦预算委员会（CRFB）的估算结果为标准，4月税改计划未来十年导致的赤字增加累计额按5.5万亿美元算，则特朗普税改需在原有计划基础上缩减十年累计1.5万亿美元的财政赤字额。联邦预算委员会（CRFB）对特朗普政府于4月26日提出的税改计划所作出的评估显示，将企业所得税从35%降低至15%在未来十年所引起的赤字增加最多，约为3.7万亿美元。受医改失败未能带来一部分赤字削减的影响，以及为基建计划留下财政支出空间，特朗普政府很可能在企业所得税税率降低幅度方面重新考虑，以减少赤字增加额度。同时，美国现行35%的企业所得税税率虽然在发达国家中处于高水平，但经合组织国家企业所得税平均水平为23%，税改计划将企业所得税税率降低到15%幅度有点大，企业所得税税率降幅缩小本身也是可行的。近日，白宫经济顾问Gary Cohn就提出，将美国35%的企业税率降低到经合组织（OECD）国家平均23%水平十分重要。因此，最终特朗普税改所确定的企业所得税税率很可能略高于20%。此外，取消遗产税这一项只涉及富人的税改也很可能删除。特朗普4月税改计划未来十年导致的赤字增加评估如表7所示。

特朗普此轮医改失败使得可能带来的0.45万亿美元的美国财政赤字削减丧失，并显示出已有医改思路的不可行，即便后续进一步针对医改进行协商，要想通过国会投票，所做出的妥协会更大，带来的财政赤字削减程度较小。在美国国会债务上限的限定下，这压缩了税改和基建计划的政策实施空间。考虑到基建项目对经济的直接刺激作用明显，预计特朗普政府最有可能压缩税改力度。在税改计划中，又最有可能缩减企业所得税税率的下降幅度，使得最终企业所得税税率确定在略高于20%的位置，同时删除取消遗产税这一项只涉及富人的税改。按照估算，特朗普税改需在原有计划基础上缩减十年累计2万亿美元上下的财政赤字额，这使得特朗普政府原计划的扩张性财政政策大幅缩水，对经济的刺激作用将有所减弱。美国的经济已然进入复苏轨道，美联储的加息周期也已启动，预计特朗普后续的税改和基建计划会对美国经济产生一定的刺激作用，但由于刺激力度会不及先前的预期，美国经济未来几年会步入温和复苏至繁荣的状态，税改若最终确实不及预期，短期内会引发美国债券利率的下降和美元指数的下跌，长期则会使得美国债券利率和美元指数随着经济的进一步温和复苏而缓慢上升。

关注负债质量 监管持续增强

文 | 《固定收益》编辑部

10月18日，十九大开幕，习近平主席代表第十八届中央委员会向大会作题为《决胜全面建成小康社会夺取新时代中国特色社会主义伟大胜利》报告。习近平指出，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，此时要深化供给侧改革、加快完善社会主义市场经济体制。

新时代我国经济建设：从高速增长到高质量发展

我国经济建设形态发生了显著变化，政策引导应紧跟时代发展，具体来看：

深化供给侧结构性改革

建设现代化经济体系，必须把发展经济的着力点放在实体经济上，把提高供给体系质量作为主攻方向，显著增强我国经济质量优势。

加快建设制造强国。加快发展先进制造业，推动互联网、大数据、人工智能和实体经济深度融合，在中高端消费、创新引领、绿色低碳、共享经济、现代供应链、人力资本服务等领域培育新增长点、形成新动能。

支持传统产业优化升级，加快发展现代服务业。促进我国产业迈向全球价值链中高端，培育若干世界级先进制造业集群。加强水利、铁路、公路、水运、航空、管道、电网、信息、物流等基础设施网络建设。

坚持去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板，优化存量资源配置，扩大优质增量供给，实现供需动态平衡。

加快完善社会主义市场经济体制

完全产权和要素市场化配置。经济体制改革必须以完善产权制度和要素市场化配置为重点，实现产权有效激励、要素自由流动、价格反应灵活、竞争公平有序、企业优胜劣汰。

深化国企改革，发展混合所有制经济。要完善各类国有资产管理体制，改革国有资本授权经营体制，加快国有经济布局优化、结构调整、战略性重组，促进国有资产保值增值，推动国有资本做强做优做大，有效防止国有资产流失。深化国有企业改革，发展混合所有制经济，培育具有全球竞争力的世界一流企业。

全面简政放权。全面实施市场准入负面清单制度，清理废除妨碍统一市场和公平竞争的各种规定和做法，支持民营企业发展，激发各类市场主体活力。深化商事制度改革，打破行政性垄断，防止市场垄断，加快要素价格市场化改革，放宽服务业准入限制，完善市场监管体制。

创新和完善宏观调控。发挥国家发展规划的战略导向作用，健全财政、货币、产业、区域等经济政策协调机制。

加快建立现代财政制度。建立权责清晰、财力协调、区域均衡的中央和地方财政关系。建立全面规范透明、标准科学、约束有力的预算制度，全面实施绩效管理。深化税收制度改革，健全地方税体系。

发展直接融资、多层次资本市场。深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展。

健全金融监管体系。健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，深化利率和汇率市场化改革。健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线。

家庭部门杠杆率增长过程中要注意质量

今年以来，居民新增房贷规模比2016年略有下降，但1～8月新增居民短期消费贷款达到1.28万亿元，比2016年全年8000多亿元的规模大幅增加了。

海通证券姜超：消费贷的增加并没有带来消费规模的相应增长，说明消费贷中有很大一部分其实是房贷，房贷规模越大，居民的还本付息成本就越高，消费支出占居民可支配收入的比重就越低。

关于居民（家庭）负债快速上升的趋势，央行行长周小川表示：中国家庭部门的杠杆率从全球比较看不算高，但最近几年增长快，这个问题已经引起大家注意，但不是说家庭部门现在要去杠杆，而是要在杠杆率增长的过程中注意质量，使得增量部分保持健康和平稳。

如果总量阀门把握好，中国杠杆率不会上升过快。我国企业部门杠杆率偏高，既有直接融资偏弱、债务融资比重过高的原因，也有企业备用资金效率（使用资金效率、投资资金效率）低的问题，所以说要强调供给侧结构性改革。

近期各地银监局和当地人行也联合发布了《关于加强个人消费贷款管理防范信贷资金违规流入房地产市场的通知》，均提出：

（1）规范个人消费贷款用途管理

各商业银行要明确各类消费贷款产品准入标准，细化用途范围，合理开发个人消费信贷产品。严格贷前交易背景真实性调查，加强受托支付审查和资金流向监测，强化贷后贷款用途验证和管控。严禁个人消费贷款资金用于生产经营、投资以及支付购房首付款或者偿还首付款借款等行为，不得发放无指定用途消费贷款。对已抵押房产，在购房人没有全部归还贷款前，不得再以评估后的净值为抵押追加贷款。

（2）合理确定个人消费贷款金额和期限

各商业银行应针对不同业务品种和贷款对象，综合考虑借款人收入、负债、贷款用途、担保情况等因素，合理确定个人消费贷款的金额和期限，原则上不发放金额超过100万元或期限超过10年的个人综合消费贷款。

总体来看：消费贷款政策监管有加强的趋势，如何引导居民（家庭）负债用途，完善促进消费的体制机制，增强消费对经济发展的基础性作用，将是央行和三会重点关注的内容。

打造“双支柱”：健全货币政策和宏观审慎评估调控框架

金融危机前主流央行的政策框架以货币政策为核心，稳定物价是政策目标，对防止高通货膨胀起到了很好作用。但本轮国际金融危机说明，价格稳定并不代表金融稳定，危机前美国的物价稳定，金融资产价格大幅上涨，市场行为具有明显的顺周期性，跨市场风险传染性较强。“因此，大家反思到，只有货币政策对于维持金融系统稳定还不够，金融系统风险的主要来源是金融顺周期性和跨市场风险传染，宏观审慎就是对金融顺周期行和跨市场风险传染对症下药。”央行副行长易纲表示。

建立双支柱调控框架可以起到两方面作用：一是保持币值稳定、二是维护金融系统的稳定。中国较早探索和实践货币政策和宏观审慎政策相结合的方式，一方面积极稳妥推动货币政策调控框架从数量型向价格型转变，创新货币政策工具，另一方面着力建立金融宏观审慎框架。

宏观审慎框架主要包含三个方面内容，一是在2011年正式引入差别准备金动态调整机制，要求金融机构“有多大本钱做多大生意”，扩张速度要与经济发展、资本金相适应；2016年将差别准备金动态调整机制升级为宏观审慎评估

体系（MPA），将更多金融活动和金融行为纳入管理，从7个方面约束金融机构，实施逆周期调节。二是将跨境资本金流动纳入MPA。三是继续加强房地产市场的宏观审慎管理，核心是形成因城施策、差别化住房信贷政策。

近一年来，监管措施不断推进，配合央行一季度将银行表外理财纳入MPA 广义信贷范围，银监会分别发出“4号文”、“6号文”、“7号文”；银监办发“46号文”、“53号文”，从源头监管、渠道监管、投向监管三个层次，对金融系统中出现的违规放大投资杠杆、资管产品多重嵌套、产品投向不符合国家政策等问题，对症下药，稳步推动去杠杆工作，有效防范了系统性风险的产生。

未来监管政策趋严

在19日中国共产党第十九次全国代表大会中央金融系统代表团召开讨论会上，银监会主席郭树清表示：今后整个金融监管趋势会越来越严，监管部门会严格执行法规。

他表示：“今年银行业加强监管以防范风险，主要是针对银行理财业务、同业业务等方面，选择这些领域主要是因为其覆盖了比较突出的风险点，如影子银行、交叉金融、房地产泡沫、地方政府债务等。另外，这些领域涉及的资金（在金融体系）空转，加强监管对实体经济影响较小”。

未来政策猜想

猜想1：资管行业监管标准有望统一

不同类型金融机构下同类资管业务适用不同监管标准会滋生监管套利，此前一再提出的底层资产穿透监管的成效亦受到监管部门间沟通成本的影响，有待完善和提升。鉴于以上原因，未来出台金融机构资管业务统一监管办法值得期待，而且其中重点应该会落在不同类型金融机构同类型资管业务监管标准统一、资管产品嵌套的认定以及去嵌套等问题上。

猜想2：房地产、“两高一剩”相关领域融资渠道会受到更严格管控

近几年来，限制性行业的融资屡屡受到管制，但其通过非标债权绕道影子银行持续输血，规避了政府监管，影响了资金流向，中小企业融资难的问题没有得到根本性解决。在MPA考核中，对包括表外理财在内的广义信贷总量进行了考察，但对广义信贷的结构构成关注不足，滋生商业银行的资产腾挪规避监管行为，无法从根本上遏制包括表外理财在内的影子银行业务的发展。另外，人民银行行长在世行年会上也提到了影子银行问题，称金融稳定发展委员会未来将重点关注四方面问题，分别是影子银行、资产管理行业、互联网金融和金融控股公司。

> **健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，深化利率和汇率市场化改革。健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线。**

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