

XINYUAN FIXED INCOME

13

2018年2月第十三期
www.xyamc.com



2018 在路上

一年有四季，公募基金仿佛只有冬夏。借2017年大盘蓝筹股所掀起的结构性行情之势，除东方红资管外，2018年初华夏、兴全等老牌基金公司由过往业绩优异的基金经理挂帅的权益类基金，出现了一日售罄，狂销数百亿甚至引发监管紧急问询的局面，依稀有几分牛市再现的味道。

不可否认，钟情于价值投资的公募基金在去年持续至今的大盘蓝筹股行情面前，优势更易发挥的淋漓尽致。虽然数百亿规模的单只基金操盘向来不是易事，但这也是对“赚钱效应”这一在“受人之托，代客理财”资管行业的硬指标，做出了充分的佐证。亦可以视为整个公募行业在弱市之际，于股基等几大传统权益类“主业”上取得的难得突破。况且，占比超半壁江山，本质属性是流动性配置的货币型基金已在去年底被剔除出基金公司规模统计口径。说明监管层已经帮整个行业下了决心，舍弃了对货基的依赖，直面无物可供遮羞的困境，方能找到发展本源。鑫元基金自去年下半年始，继续打造“固定收益+”策略，成功发行了以鑫趋势、欣享为代表的混合型基金，逐步对权益市场加以布局。

参考十九大对于当前社会主要矛盾转换的论断，从公募基金业十余年来的发展中窥豹，资管领域的主要矛盾将来可能会同样面临着一个转化，即投资者日益增长的财富保值增值需要和落后的资产管理能力之间的矛盾，朝投资者日益增长的个性化理财需求与资管产品多样性不够丰富之间的矛盾转化。基民作为社会人，所做出的决策不完全是知识表达，也有很多情和意的因素在里面。可能并不成熟，却并非不值得尊重。不少基民虽积蓄有限，却有着对回报的强烈渴望与对基金公司的赤忱信任。投资者的资金也终将集中流向长期业绩优秀的基金与能够给予基民各个环节更好体验的基金。与此同时，基金公司的价值取向决定了自身能否成功以及成功的早晚。2018重新开始，鑫元基金与各位同行一起在路上。✿





鑫元基金《固定收益》编委会

总编辑

张乐赛

执行主编

李 雁

编 委

王 辉 黄 梅 李晓燕 厉大业

编辑部

张明凯 郑文旭 丁 玥 王美芹
卢 林 陈令朝 蒋光祥 雷孟妮 吕值森
李平飞 潘 硕 黄亚飞 屈沛森

视觉设计 吴晶晶 沙勇兵 阳 婵 秦玺莹

项目协调 吕雅楠 马 磊

内容合作 环讯传媒



目录

2018年2月 第十三期

CONTENT

卷首语

01 2018在路上

固收动态

04

鑫元看市场

06 转型与创新，中国速度
2018年宏观展望及投资策略

声音

12

2018年债券市场投资策略

人物

20 南京银行资金运营中心总经理王艳：
资金运营中心开启专业化经营新征程

固定收益+

26 可转债市场的政策影响及投资策略
28 国债期货市场运行情况和展望
34 自带绝对收益基因 “灵活配置” 深挖价值投资机会

聚焦

39 2017年基金业大浪淘沙
45 2017年公募基金业绩榜单 大消费及主动管理实力领先

机构

48 后新规时代资管业务何去何从
52 资管新规重要元素一览

信用研究

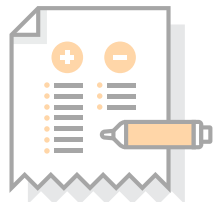
54 房地产债券投资策略
供需周期同时延长，
低杠杆房企短久期债券具有配置价值

NEWS

固收动态



1



2017年12月29日，一行三会发布《关于规范债券市场参与者债券交易业务的通知》（下称“302号文”），规范债券市场参与者债券交易业务。

专家点评：302号文第九条对债券市场参与者正回购资金余额、逆回购资金余额上限、合理控制债券交易杠杆比率等提出了具体要求。尽管该文提到的回购、逆回购余额、债券杠杆等并非限额，而是报告要求，且更侧重监测性，力度也较为有限，但仍明确表现出监管层全面有效控制债市杠杆、规范债市交易行为的态度。此次正式文件中对非银机构杠杆率的宽容度较之前预期提升，存款类机构也较初稿中放宽。文件保留一年过渡期，给予市场调整的时间。综合来看，除了部分中小机构，影响不会很大，但未来市场的摩擦性会有一定增加。该文体现了监管全面有效监控债市杠杆、规范债市交易行为的态度。

有知情人士向媒体透露，中国央行于近期通知部分中间价报价行，对人民币中间价形成机制中的逆周期因子参数进行调整，调整后相当于不进行逆周期调节。参数调节后，各报价行不再对上交易日的日盘波幅进行逆周期过滤，该调整已于近日生效。2018年1月9日人民银行回应表示，各报价行会根据宏观经济等基本面变化以及外汇市场顺周期程度等，按照其内部报价模型调整流程决定是否对“逆周期系数”进行调整。

专家点评：汇率改革不断深化，预计未来汇率改革方向的2个关键词仍是“合理”和“稳”；引入逆周期因子旨在对冲市场情绪的顺周期波动，从而助力人民币中间价回归基本面，并充分地反映市场供求的合理变化；逆周期因子淡出后，人民币汇率或出现阶段性贬值，预计2018年内人民币兑美元汇率中枢可能移至6.8一线。

2



3

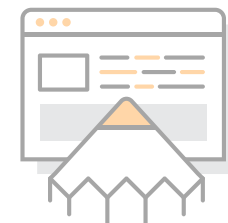
2018年1月10日晚，美元指数大幅跳水，从92.47快速下跌至91.93，此后缓慢回升；欧元兑美元、英镑兑美元则迅速大幅拉升。与此同时，美国10年期国债收益率迅速上涨近5BP，突破2.60%近在眼前。

专家点评：2018年以来，美国10年期国债利率持续上涨，从开年的2.405%一路上行至2.58%以上。受美国经济复苏和再通胀压力影响，未来美债收益率仍存上行压力。截至2017年12月底，官方外汇储备为31399.49亿美元，实现了自2017年2月以来的11连涨，2017年外汇储备共增长1294.32亿美元。美元与美债异常波动源于此前彭博消息指出中国或有意减缓或暂停增持美国国债引发市场抛售情绪，美元、美债短时大幅下挫。若外汇储备停止购买美国国债将削弱美债需求，推升利率上行。

可转债成银行“补血”新宠。截至2017年12月25日，A股上市银行中待发的可转债规模高达1765亿元。而过去十年中，仅有中国银行、工商银行和民生银行发行过可转债，合计850亿元。

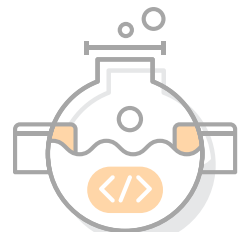
专家点评：监管强化背景下，银行业合规发展的核心竞争力已经转向“拼资本”，以往很多银行表内外业务扩张，通过监管套利方式，降低资本成本，所谓“轻资本”发展模式难以为继。与优先股、二级资本债等工具不同，可转债转股后，可以直接补充核心一级资本。银行转债发行预案井喷，与再融资方式转换、转债市场加速扩容有着密不可分的关系，再融资新规后，可转债审核和发行节奏加快，也成为了更多上市银行所青睐的资本补充手段。银行对这一融资工具的青睐，还来源于美元债市场上中资银行较其他银行所发AT1债券相比，有明显的利率优势。随着越来越多的银行对资本补充的需求逐渐提高，发行AT1债券的银行也从最初的四大行发展到A股上市的股份银行，目前不少城商行也加入发行的队列。

4



2018年1月13日，银监会发布《关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》（银监发〔2018〕4号文，以下简称4号文），在去年“三三四十”专项治理取得初步成效的基础上，继续深入推进整治银行业市场乱象的工作，持续保持监管高压态势，促进银行业由高速增长转向高质量发展。

专家点评：4号文对银行业金融机构基本上实现了全方位、无死角整治，体现了监管部门进一步强化监管的态度以及整治金融乱象的决心，同时也表达出了对银行业高质量发展的期待。4号文可能不仅影响此前“三三四十”等业务领域，更涉及到银行业的整体行业发展等全局性问题。下一阶段，银行业的发展可能在公司治理机制、业务发展、风险管控等方面出现一定程度的调整，银行业的格局可能也会面临重新调整的风险。银行尤其是中小银行更应尽快按监管要求，主动优化调整结构，避免遭受不必要的政策冲击。



5

转型与创新，中国速度

2018 年宏观展望及投资策略

文 | 鑫元基金投资管理部

十九大报告中明确提出我国经济发展存在的突出问题是发展不平衡不充分的矛盾，十九大后我国主动淡化GDP增长单一目标，将未来三年目标聚焦在防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战。



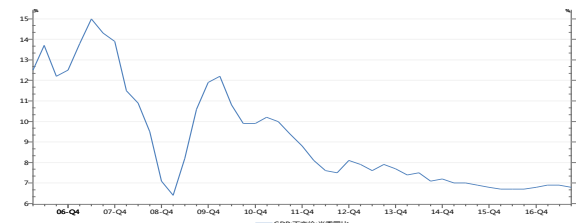
一、迈向均衡与充分的发展

2014年中央经济工作会议从消费、投资、进出口、生产能力和产业组织方式、生产要素相对优

势、市场竞争特点、资源约束、经济风险积累和化解、资源配置和宏观调控等方面对经济新常态进行全方位定义，指出我国经济全面转向新常态；2015年11月，在十三五规

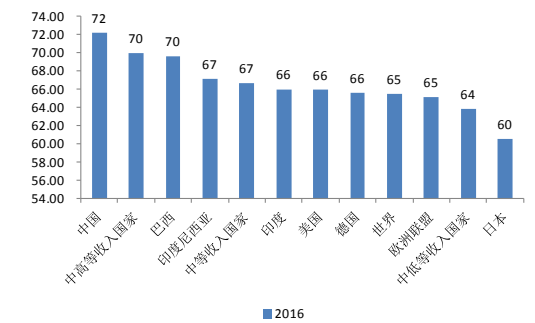
划中提出“创新、协调、绿色、开放、共享”五大理念，并在当年中央经济工作会议上提出“三去一降一补”为主的供给侧结构性改革；2016年10月召开政治局会议提出注

图表 1：2006-2017年三季度GDP当季同比



数据来源：WIND 资讯，鑫元基金整理

图表 2：15-64岁的人口（占总人口的百分比）



数据来源：世界银行，鑫元基金整理

重抑制资产泡沫和防范经济金融风险及中央经济工作会议上要把防控金融风险放到更加重要的位置，细化三去一降一补，去杠杆成为工作重点；2017年年中召开金融工作会议，金融监管和回归对实体经济服务达成共识，年底十九大提出我国经济发展主要矛盾实质性变化及未来三年的三大攻坚战任务，并细化未来“两大十五年”的发展目标。从经济增速上看，自2014年年底提出新常态概念后，我国经济也相应触底并进入长达3年的“L型”底部，2015-2017年GDP增速分别为6.9%、6.7%和6.9%，季度波间经济增速波动率显著下降。

十九大报告中明确提出我国经济发展存在的突出问题是发展不平衡不充分，体现在发展质量不高、效益不高、创新能力不强、生态环境仍需改善等等，十九大后我国主动淡化GDP增长单一目标，更加偏向多元化的目标进展，同时将未来三年目标聚焦在防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻

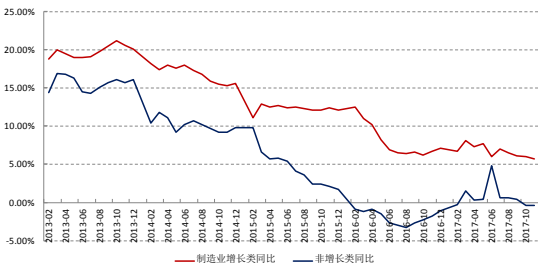
坚战，从供给侧结构性改革角度，我们认为去杠杆和补短板是2018年改革重点任务。

和全球经济主要经济相比，我国仍然具备较强的经济增长基础：一是我国除了具备人口优势、人力成本优势及工程师红利外，我国劳动参与率是主要经济体中最高的，人力资源优势非常明显，人力资源背后蕴含投资、消费需求方面的优势，是经济持续维持较高增长的重要保证；二是我国城镇化率方面，若按照人均收入水平衡量，我国应该处于中等偏高收入国家行列，但与之对应的城镇化率仅为56.78%，远低于中高收入国家的65.05%水平，未来城镇化推进能为投资、消费需求潜力释放提供较大空间。

从经济结构方面，经济增长逐步摆脱对投资的过度依赖，消费对GDP增长的贡献由2012年47%提升至2017年前三季度的64.5%，同期资本形成对GDP增长贡献由55.30%下降至32.8%，消费型经济

体正在形成。2017年1-11月社会消费品零售同比10.30%，较2016年回落0.1个百分点，其中城镇消费零售总额同比稳中有降，农村零售消费总额增速增长强劲，1-11月份累计同比为11.9%，较2016年增长1个百分点，我国消费内生动力较强，预计2018年仍会维持10%两位数增速，较2017年略有回落，消费占GDP比重将进一步上升。投资方面，制造业、房地产和基建贡献固定资产投资总额80%以上，三者占比基本保持稳定，分别为30%、22%和27%。制造业方面，根据行业增长前景构建增长类和非增长类两大类行业，其中增长类组合处于5%的底部区域，在先进制造业政策支持下，增速有望逐步恢复；非增长类在“三去一降一补”政策刺激下，盈利能力明显改善，预计投资增速维持0%增速，2017年1-11月增长类累计投资总额占制造业投资比重为66.55%，较2012年提升6个百分点，我们认为制造业投资基本触底。从土地出让、地产销售数

图表 3：制造业增长类行业投资增速同比与非增长类行业投资增速同比



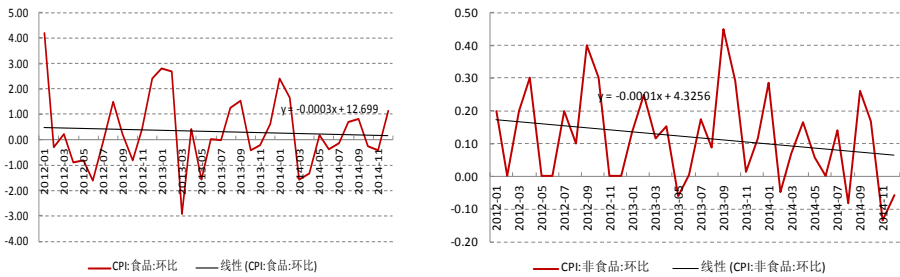
数据来源：WIND 资讯，鑫元基金整理

图表 4：中国在软指标方面与主要经济体比较

指标	中国	欧洲联盟	日本	中等收入国家	中高收入国家	美国	世界
每百万人研究人员数量-个	1176.58	3485.36	5230.72	--	1223.60	4231.99	--
创办企业所需时间-天	26.90	10.41	12.20	25.52	30.05	5.60	21.31
法律权利力度指数 (0=弱, 12=强)	4.00	5.64	5.00	4.97	5.14	11.00	5.14
知识产权使用费, 接收 (国际收支平衡, 现价亿美元)	11.61	1249.10	390.13	40.72	31.70	1244.54	3329.62
知识产权使用费, 支付 (国际收支平衡, 现价亿美元)	239.80	1922.09	196.72	585.71	485.00	443.92	3720.06
总税率 (占商业利润的百分比)	67.30	40.56	47.40	39.16	40.39	43.80	40.46

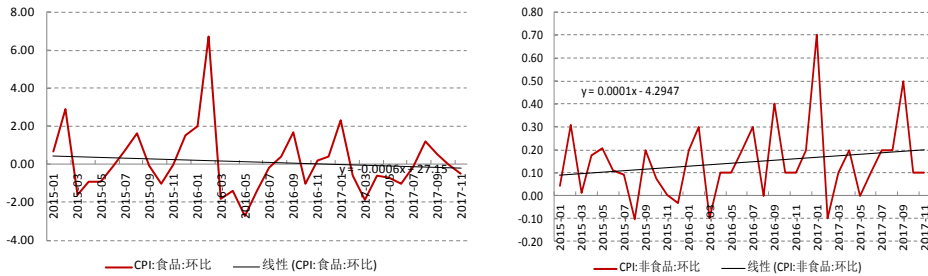
数据来源：世界银行，鑫元基金整理

图表 5：2012-2014年食品与非食品CPI环比及趋势



数据来源：WIND 资讯，鑫元基金整理

图表 6：2015-2017年食品与非食品CPI环比及趋势



数据来源：WIND 资讯，鑫元基金整理

据及棚改目标，我们预计2018年地产投资总额为0~5%。基建投资方面，作为补短板的发力重点之一，基建投资在区域和结构方面会出现较大变化，但仍会维持较高增速，预计2018年全年为10%~15%。预计全年投资增速继续保持平稳，为7.0%-7.5%。

相对平稳的经济增长，2018年政策将更加注重在补短板方面的发力。横向对比方面，我国在软实力方面与主要经济差距较大，包括研发、法律环境、对知识产权的保护、税率等方面，这些方面是经济向质量转型、效率转型和动力转型的关键所在。也因此，在此次中央经济工作会议中，除了重点布局三大攻坚战外，激发各类市场主体活力、推动形成全面开放新格局、加大对乱收费的查处和整治力度、落实保护产权政策、加快推进生态文明建设等方面也相应加快改革进度，也体现出2018年经济工作更加强化提升经济软实力及更加均衡发展的倾向。补短板对经济影响更加偏向中长期，短期见效缓慢。

随着经济新常态深入推进，主要矛盾转移至人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展，在这种形态下，居民支出结构中非食品类需求的占比会不断提升，一定程度上会推升非食品类价格的上涨，即使在食品价格保持稳定或下降情况下，整体物价也会面临上涨压力，这也将成为经济向充分均衡发展阶段的一个常态。通过对比2012-2014年、2015-2017年食品与非食品CPI环比及趋势，可以看出2012-2014年食品和非食品价格都处于趋势下行阶段，2015-

2017年食品整体趋势仍处于下行阶段，但非食品价格上行趋势相对明显，通过对非食品中与消费升级及刚性需求更为明确的医疗保健价格变化，2015-2017年期间的上行趋势更为明显。虽然根据CPI的翘尾因素及历史均值测算，2018年CPI高点在6月份，全年预计增长23%，但我们均值会趋势性低估非食品价格的上涨压力，非食品价格上涨将提升市场对通胀压力的预期。

二、充分均衡发展下的政策展望——聚焦短板

2017年中央经济工作会议定调2018年政策基调，维持积极的财政政策和稳定中性的货币政策。财政政策方面，支出结构会发生变化，从趋势角度，会减少一般性经济事务及行政支出比重，增加对补短板方面的投入，包括教育、环保、社保、医疗、三农等，促进经济社会更为均衡发展。货币政策表述由调节好货币闸门向管住货币供给总闸门转变，自2016年金融防风险去杠杆以来，全社会整体杠杆率开始出现下降的趋势，虽然降幅不大，但趋势已经形成，此次强调管住货币供给总闸门进一步巩固该趋势，维持2018年货币政策偏紧格局的判

断。对于金融改革方面，2018年将重点聚焦资本市场的改革和全面的金融监管。货币政策主要针对整体经济和总量问题，保持经济稳定增长和物价水平基本稳定。宏观审慎政策则直接和集中作用于金融体系，着力减缓因金融体系顺周期波动和跨市场风险传染所导致的系统性金融风险，2018年在管住货币政策总闸门下，宏观审慎政策将发挥更加重要的作用，从而提升金融监管的力度和效率。

作为政策的延续性，我们认为2018年仍将在维持经济平稳的基础上，加快各项改革的推进，但改革的推进会更加体现出均衡性的特征，除了做好三大攻坚战外，中央经济工作会议还进一步明确8项工作重点，主要围绕经济社会短板展开布局：一是偏经济体制改革方面：供给侧结构性改革（大力破除无效供给、提升有效供给和降低实体经济成本）、乡村振兴战略、区域协同发展（强化公共服务均等化）、推动对外开放形成新格局；二是非经济层面，包括激发市场主体活力（国企和民企、知识产权保护）、民生（强化问题导向）、加快建立租房制度（进一步强化地产的居住特征）、推进生态文明建设。



- 1、防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治
- 2、供给侧结构性改革
- 3、激发市场主体活力



三、充分均衡发展下的投资策略

（一）债券投资策略——短久期、高票息投资策略

影响2018年债市运行的因素：金融监管、国内经济增速压力减缓及全球经济复苏强劲。

2017年货币政策趋紧、金融监管及金融去杠杆冲击下，债券收益率出现较大幅度上行，调整后的5年国债收益率明显高于一般贷款加权利率，为次贷危机以来的首次。我们认为当前债券收益率处于顶部区间，明年是票息大年。利得多少主要关注一个指标：资管新规过渡期安排。过渡期越长，可越早布局。

金融监管是未来几年主题，也是2018年影响债市的重要因素，特别是在全球经济基本面持续向好背景下，政策主动引导降低对经济增长目标的预期且国内经济基本面也相对强劲，2018年金融监管加强下的金融去杠杆力度相对较强。此次金融监管布局始于2016年年底，2016年10月28日，政治局会议提出注重抑制资产泡沫和防范经济金融风险，金融防风险正式提升最高决策层面；2017年4月26日，第40次集体重点学习关于维护国家金融安全主题；同年7月15日，召开全国金融工作会议，提出金融围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务，金融监管加强，单纯金融创新被叫停；7月24日，政治局会议指出积极稳妥化解累积的地方政府债务风险；10月28日十九大报告指出，从现在到二〇二〇年，是全面建成小康社会决胜

期。突出抓重点、补短板、强弱项，特别是要坚决打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治的攻坚战，使全面建成小康社会得到人民认可、经得起历史检验。12月20日中央经济工作会议指出要切实加强地方政府债务管理，确保重大风险防范化解取得明显进展。自2016年起金融防风险整体呈现不断升级趋势，2018年金融监管贯穿全年，对债市形成利空。

投资策略上，2018年不论是货币政策、经济基本面及金融监管，均对债市形成压制；从期限结构上看，短久期国债收益率处于历史85%分位点之上，为历史高位水平，中长期国债收益率处于75%~80%分位点，整体收益率曲线趋平，短久期利率债具备较高配置价值。

信用方面，供给端，新发和续接压力均不大，中期看新增融资需求可能回落，但存变数；需求端，监管框架下投资者结构将生变，风险偏好降低是大概率事件，信用债新增配置需求减弱，特别是低资质品种再融资压力大。投资策略上，资本利得难把握，票息为王，等待利差重估后加仓，短中期建议配置高等级品种，负债稳定的账户可适当拉长至中等久期。信用利差走扩是大概率事件，中期低资质品种建议等待利差重估走扩后参与，以免估值承压。

（二）权益投资策略——发力补短板

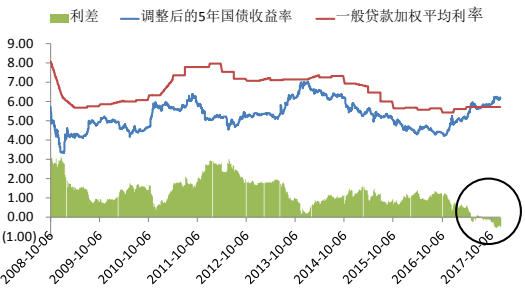
截止2017年12月31日，A股全部上市公司为3467家，其中2017年共479家企业首发上会，380家顺利过会，供给增长11%，上市公司

数量为美国全部上市公司的70%，目前正在排队IPO企业数量为487家，按照当前IPO审核进度，2018年基本能够实现企业IPO常态化，2018年A股仍然会面临较大的供给压力。在供给增加及监管层对各类证券交易违法违规打击力度提升，市场对纯概念题材炒作热情明显下降，2016年、2017年可比上市公司日均成交额明显下降，其中2016年成交额下降主要是消化股灾的冲击，2017年成交额下降则是体现出上市公司在供给持续快速增加下稀缺性下降的结果，可比2700家上市公司中超过2100家上市公司成交额出现不同程度下降,其中排名前100日均成交额占全部成交额23.53%，较2015年提升3个百分点。随着2018年供给持续维持较高数量，权益策略投资方面仍旧以聚焦价值投资为主。

全球表现方面，2017年为全年牛市，其中恒生指数表现最好，全年累计上涨36%，得益于全球经济回暖和港股自身低估值双重利好，A股指数内部分化严重，整体表现处于中下水平，万得全A全年仅上涨4.93%，分行业方面，低估值、耐用品、食品医疗、医药、涨价品种等以蓝筹股为代表的行业表现较好，高估值、零售等行业整体表现欠佳，概念板块指数普遍跌多涨少，适应经济新常态的龙头个股获得显著的超额收益。

2017年中央经济工作会议提出：1、打好防范化解重大风险攻坚战，，促进形成金融和实体经济、金融和房地产、金融体系内部的良性循环；2、大力培育新动能，强化科技创新，推动传统产

图表 7：调整后国债收益率与一般贷款加权平均利率



数据来源：WIND 资讯，鑫元基金整理

业优化升级，培育一批具有创新能力的排头兵企业；3、启动大规模国土绿化行动，引导国企、民企、外企、集体、个人、社会组织等各方面资金投入，培育一批专门从事生态保护修复的专业化企业。从政策面角度看，继续为企业转型升级营造良好氛围，利好优质企业，优质企业仍处于正向循环的自我强化阶段。从十九大报告精神上分析，未来三年是各项战略全面推进的三年，也是促均衡和充分发展的关键三年，政策重点发力抓重点、补短板和强弱项。我们认为，与2017年不同，2018年政策重点发力补短板 and 促经济均衡发展，投资主题有望由2017年部分行业的企业对标国际主要企业扩散至更多细分行业龙头企业向国际主要企业市值和估值方面的接轨。

图表 8：不同期限国债收益率对应的历史分位点

分位数	6个月	1年	3年	5年	7年	10年	30年
当前值	3.53	3.54	3.72	3.85	3.91	3.92	4.36
10%	1.42	1.61	2.30	2.53	2.78	2.95	3.54
20%	1.89	1.99	2.41	2.67	2.90	3.13	3.78
25%	2.01	2.09	2.46	2.74	2.97	3.21	3.85
30%	2.09	2.18	2.52	2.82	3.06	3.29	3.95
40%	2.30	2.37	2.82	3.04	3.28	3.43	4.03
60%	2.82	2.90	3.18	3.34	3.51	3.61	4.19
70%	3.08	3.16	3.43	3.58	3.70	3.83	4.28
75%	3.21	3.33	3.53	3.66	3.82	3.92	4.34
80%	3.31	3.42	3.66	3.83	3.94	4.04	4.47
85%	3.39	3.50	3.75	3.90	4.02	4.16	4.62
90%	3.53	3.60	3.87	4.00	4.17	4.31	4.77

数据来源：WIND 资讯，鑫元基金整理

图表 9：2017年主要指数涨跌幅



数据来源：WIND 资讯，鑫元基金整理

免责声明：
本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司就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。

2018 年债券市场投资策略

文 | 南京银行资金运营中心
刘怡庆 冯剑豪 蹇寒 王丽君 卢业 蒋昕怡

2017 年深化供给侧改革，经济通胀温和上行。2018 年利率债投资需关注金融周期和双支柱宏观调控框架；信用债市场格局则在进行转换；过剩产能行业利差收窄、同业存单的套利模式行将终结。

摘要：2017年宏观经济在缓慢下滑中体现出了韧性，而债券市场与经济走势出现背离，主要是由于人民银行针对经济周期和金融周期不同步的矛盾，提出了“货币政策+宏观审慎政策”双支柱的调控政策，监管强度的提升对债市市场起到了决定性的影响。展望2018年，我们认为宏观经济维持L型平稳寻底的走势，监管节奏延续，货币政策暂时无法放松，债券市场将处于高位震荡的走势。主要的风险来自于通胀上行导致货币政策收紧和监管政策对金融市场生态环境的改变；而机会则需要关注金融周期的演变、监管落地后对货币政策制约减弱所带来的流动性缓解。

关键词：货币政策，宏观审慎政策，监管，利率债，信用债

一、宏观经济：深化供给侧改革，通胀温和上行

1、2017年宏观经济走势回顾

2017年前三季度GDP增速分别为6.9%、6.9%和6.8%，增速超出市场年初的预期，处于小幅缓慢下行的状态，主要原因一是供给侧改革带来的结构性改善，二是需求端保持韧性。

2017年是深化供给侧改革的一年，主要是上游改革取得了良好成果。供给侧改革的五大任务是三去一降一补^①，其中去产能、去库存、去杠杆已经在逐步完成，降

成本也通过营改增降税费等方式进行。虽然取得了一定成果，但目前供给侧的效果主要体现在上游行业，即大宗商品价格的上涨和企业利润的改善。上游成本的抬升将会推动下游行业进行市场化的去产能，下游行业优胜劣汰，行业集中度将有所提高。三去一降是做“减法”，补短板是做“加法”，补短板目前尚未发力，但是十九大报告中指出，经济将从高速发展转向高质量发展^②，因此通过补短板来提高供给的质量和效率，代表着供给侧改革进入更高阶段。

另一方面，终端需求并没有

显著回落，需求端较强的韧性使得经济增长超出预期。一是进出口增速受外需拉动明显：2016年以来全球经济逐步复苏，欧美日经济景气指数不断上升，全球贸易回暖，对于中国经济的提振作用明显。出口累计同比增速由去年的-7.73%提高至7.4%，净出口对GDP的贡献率由负转正，前三季度分别为4.2%、3.9%和2.7%。二是消费增速保持平稳，对经济增长的贡献越来越大：一方面得益于居民可支配收入增速的提高，另一方面网上商品和服务零售额保持34%左右的高速增长。三是固定资产投资下行程度好于预

期：其中基建保持了15%左右的高增速，而地产销售下滑向地产投资下行的传导比较弱，主要原因是棚改货币化安置和低库存下开发商拿地热情较高。

2、2018年宏观经济展望

（1）投资缓慢下行

地产投资在2018年下行的趋势是比较确定的。第一政府多次对“房住不炒”定位的强调将会在一定程度上影响开发商的预期，对未来的悲观预期将促使地产投资走向低迷；第二从库存角度来看，明年去库存的方向仍然不变，但是库存将会对土地供应产生影响，库存较低的地区土地供应增多，反之土地供应减少；三是资金来源的制约，随着销售的回落，房贷将逐步放缓，同时消费贷也受到严查，地产资金来源增速的下滑将会对投资形成制约。但是值得注意的是，近期

租赁用地的供给增加，将会对地产投资下行形成缓冲。整体看2017年地产投资增速预计在7%左右，明年预计下行至4%-5%。

制造业投资有继续回升的动力，但是同时还有两点不利因素，一是内需中的地产投资增速下行，二是利率水平抬升对投资形成抑制。整体来看，企业盈利改善对制造业投资的支撑仍然较强，预计2018年制造业投资小幅上升。

基建投资仍然有广阔的发展空间，包括中西部地区、贫困地区的基础设施建设以及环保行业的投入等。但是，基建投资资金的来源可能出现回落。从表内资金来看，赤字率预计仍然维持在3%。从表外资金来源来看，城投债和PPP是主要的资金来源，但目前正在打破地方政府对城投举债的隐性担保，城投债信仰逐渐降低，融资受限；

PPP融资近期监管不断强化，金融机构以及社会资本参与PPP项目的动力大大减弱。上述两项决定了明年地方政府的融资需求仍然较强，预计明年基建投资仍是为经济托底的重要工具，增速保持稳定。

（2）消费增速平稳

今年我国居民人均可支配收入增速大幅上行，城镇居民收入实际累计同比由去年底的5.6%上升至6.59%，收入的增长能够对消费形成较强的支撑。但后续随着地产销售的持续放缓，地产相关消费增速下行将成为明年拖累消费的主要因素。总体上预计明年消费增速整体平稳。

（2）出口增速小幅回落

今年出口增速的回升主要得益于全球经济的复苏，从OECD国家的GDP增速来看，实际增速不断上升，欧美日的制造业PMI指数也



从2016年中开始持续回升。从需求来看，海外经济体的复苏进程仍然在进行中，能够对出口形成支撑。但是明年出口仍然面临不利因素，主要有以下几个方面：一是人民币实际有效汇率升值，使得出口产品价格竞争力下降；二是全球产业链的重构，低端加工业向低人力成本国家转移，以及发达国家制造业回流。三是我国国内的供给侧改革使得成本上升、供给减弱。整体来看，预计明年出口增速较今年略微放缓。

因此，从供给端来看，明年仍然是供给侧改革延续的一年，具体体现在三去一降一补的不断深化，供给侧改革从上游向下游的逐步传导。从需求端来看，固定资产投资受地产投资拖累继续下滑，消费保持平稳，净出口小幅回落，整体来看明年需求缓慢下行，但出现断崖式的下行不太可能，大概率仍然在L型底部徘徊。整体来看，明年将会是供需均偏弱弱局面。

通胀方面，由于供给侧改革延续，大宗商品价格2018年将维持高位震荡，在今年基数较高的情况下，明年PPI预计回落。CPI则前高后低，若下游完成供给侧改革且需求端保持平稳，价格也有上行的动力。预计明年CPI中枢在22%左右。

二、利率债策略：关注金融周期和双支柱宏观调控

1、2017年市场回顾

2017年债券市场收益率整体震荡上行，一共经历了三次大的调整。第一次是2月份央行跟随美联储上调公开市场利率，10Y国债收

益率上行至3.4%；第二次是4月份一行三会多项监管政策密集出台，10Y国债收益率上行至3.7%；第三次是10月底以来，由于8、9月部分机构加仓较多，交易拥挤叠加配置力量薄弱，10Y国债收益率上行至4%。

2017年债市波动的主要矛盾分别是流动性、监管政策以及市场参与者结构，而与经济基本面的相关性有所减弱。固定资产投资累计增速今年以来缓慢下行，但国债收益率屡创新高。导致债市与基本面背离的主要原因是货币政策对经济的敏感度有所下降。央行三季度货币政策执行报告指出，当前中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，要继续保持定力，提高对局部性、阶段性经济波动的容忍度。

2、宏观调控方式针对金融周期的改变

金融周期的变动一方面受到经济周期的影响，当经济增长强劲时，企业融资需求较强，非金融部门的信用创造能力较高；另一方面也受到金融系统自身内部的影响，在存在监管套利、制度套利时，金融机构之间信用扩张放大。当经济周期和金融周期同步叠加时，经济扩张或收缩的幅度都会被放大；而当经济周期和金融周期不同步时，两者的作用方向可能不同甚至相反，会导致宏观调控政策的冲突和失效。

针对这一矛盾，中央提出了宏观调控模式的转变，主要是货币政策+宏观审慎政策双支柱的调控政策。健全宏观审慎政策框架、并

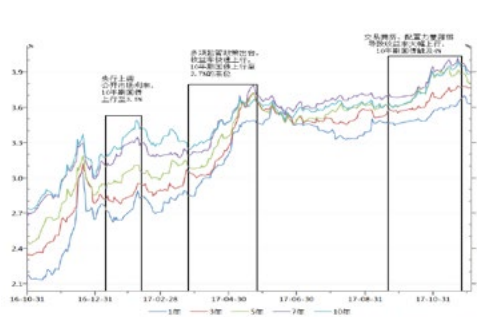
与货币政策相互配合，能够更好地将币值稳定和金融稳定结合起来。货币政策与宏观审慎政策都可以进行逆周期调节，都具有宏观管理的属性。货币政策主要针对整体经济和总量问题，侧重于物价水平的稳定，以及经济和就业增长；而宏观审慎政策则直接和集中作用于金融体系本身，能够“对症下药”，侧重于维护金融稳定和防范系统性金融风险，两者恰好可以相互补充和强化^③。

在上述双支柱框架的共同作用下，2017年金融市场也发生变化：

一是价格方面，表现为陡峭的货币市场和平坦的债券市场。从货币市场利率曲线来看，7D资金价格大约在2.75%~3%，而1M利率已经上行至4.8%，二者利差达到180BP。货币市场的高流动性溢价反映了融资主体对未来资金面比较悲观，因此更愿意融入长期限资金，而流动性风险管理新规中对长期负债的比重更高，无疑会加重这一局面。反观债券市场，收益率曲线一直维持非常平坦的状态，主要原因一是负债紧张导致短端居于高位，基本面没有实质性改善又使得收益率无法上行。

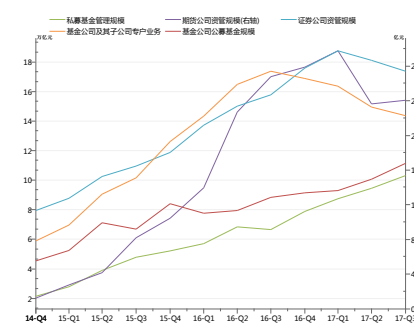
二是数量方面的收缩。货币政策收紧制约了利差套利，资管新规制约了制度套利，流动性风险管理制约了期限套利。从资管规模来看，通道类、套利类资管业务规模明显下降。银行理财规模从年初的30.31万亿下降至28.38万亿，其中主要是同业理财规模减少，与之对应的是，基金公司及其子公司专户业务、证券公司资管规模均出现萎

图 1：国债收益率走势



资料来源：Wind

图 3：通道类、套利类资管业务规模下降



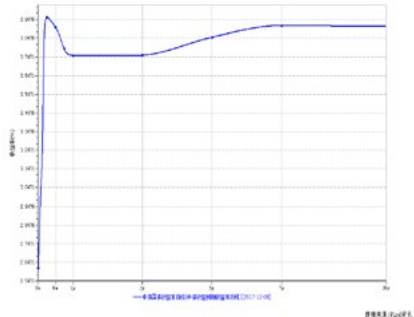
资料来源：Wind

缩，而这类业务是以往套利的主要组成部分。在银行表外规模收缩的同时，表内业务增速也大幅放缓。商业银行总资产增速由15%降低至9.37%，部分银行甚至出现了绝对规模的萎缩，其中收缩的主要是同业业务。

整体来看，双支柱调控框架对金融周期形成了有效的控制，金融业对GDP的贡献率也从去年的7.1%下降至5.6%，对GDP增速的拉动从0.5个百分点下降至0.4个百分点。

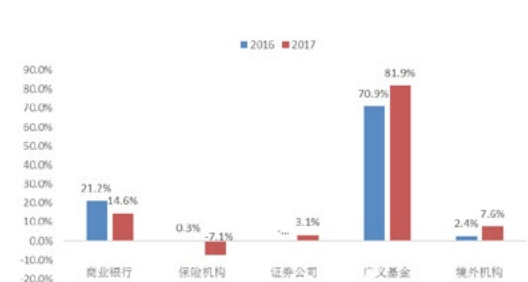
3、投资者结构的变化

图 2：国债期限结构的分化



资料来源：Wind

图 4：2017年1-10月债券新增占比



资料来源：Wind

同时，微观市场上参与者行为和结构也在变化。

首先，银行由于负债端的持续压力，资产端呈现贷款增、同业降、债券被挤出的现象。由于贷款具有存款派生能力，因此银行额度首先分配给贷款，对于债券的配置大大减少。其次，银行配置力量的减弱对于债券市场的投资者结构也产生了影响，主要体现为配置型机构占比降低，交易型机构占比提高。商业银行新增占比从21.2%降低至14.6%，保险机构新增占比从

0.3%降低至-7.1%；证券公司新增占比从-0.3%提高至3.1%，广义基金占比从70.9%提高至81.9%。交易型机构力量的增强使得债券市场稳定性大大降低。

4、2018年展望

一、经济周期：12月份召开的政治局会议指出，“推动高质量发展是当前和今后一个时期确定发展思路、指定经济政策、实施宏观调控的根本要求，必须深刻认识、全面领会、真正落实”，因此经济发展的重点在于结构的调整和质量

的提升，对于量的要求弱化。这就意味着以往“经济下滑-流动性宽松-信贷扩张-刺激投资”的逻辑链条已经被打破，未来对经济形势的分析和判断应该更加关注经济效益指标，而非总量指标。因此L型走势的经济，不至于引发货币政策放松，基本面小幅的波动对于政策以及债券市场的影响仍然不是关注的重点。

二、金融周期：2016年为金融周期的顶部，2017年开始逐步回落，金融去杠杆取得阶段性成果，但仍然任重道远。防范化解重大风险是2020年之前的三大攻坚战之一，根据政治局会议的表述，其目的是“使宏观杠杆率得到有效控制，金融服务实体经济能力增强”，从指标上反映为广义信贷增速的明显下降和房地产价格的回落。

三、货币政策：2017年实施的是稳健偏紧的货币政策，主要是提高了货币市场利率中枢，其目的主要是为了配合宏观审慎政策，而不是抑制经济过热。对于2018年货币政策的走势，近期加息的预期升温，但是我们认为，经济尚未出现明显的复苏，如果通胀没有明显上行，现阶段没有加息的必要。但如果CPI上行较大，市场对央行加息的预期也会上升，将会对债券市场形成压力。另一方面，由于目前的流动性比较紧张，近期又出台了流动性风险管理新规，导致银行的处境比较艰难。出于对流动性问题引发系统性风险的担忧，货币政策有边际放松的可能性，但这种放松并不意味着货币政策方向的拐点。

四、宏观审慎政策：2017年年底整个框架逐步形成，各项监管办法也陆续出台。如果说2017年是宏

观审慎元年，那2018年即将是各项监管细则出台、落地实施的一年，因此监管政策对于整个金融生态的影响以及机构行为的转变是我们关注的重点。同时，只有当监管真正落地之后，机构行为被严格限制，货币政策才会有放松的空间，债券市场才有机会。

因此，整体来看，在上述各项压力没有缓解之前，债券市场维持高位震荡的走势，主要的风险来自于通胀的上行和监管政策的负面冲击，而机会则取决于金融周期的演变、监管落地后对货币政策制约减弱所带来的流动性缓解。

对于配置盘来说，目前的债券性价比不断提升，要打好“守卫战”，储备好子弹，逢高进行配置。后续趋势性的回落需要看到金融周期调整基本结束，同时经济新的周期没有开启。

对于交易盘来说，主要的机会来自于以下几个方面：

1、银行资产负债表改善。配置力量的缺乏是四季度债券市场的主要影响因素，后续从银行资产负债端来看，可能会有改善的空间。首先是资产端融资需求的回落，尤其是今年占比较大的居民贷款（消费贷、房贷）回落，会空出额度。其次流动性新规中资产端对债券的权重是0，利好债券配置。时间点上，在一季度时，利率债供给较少、定向降准释放部分流动性可能使银行资产负债情况改善。而二季度之后居民贷款需求的回落可能带来债券配置需求的增加。

2、货币政策边际放松。鉴于金融体系流动性一直比较紧张，流动性风险不断上升，因此货币政策存在边际放松的可能性。但是前提是监管政策的细则已经出台、经济仍然低位徘徊，没有出现明显回升。因此时间点可能比较靠后，放松的手段也不是很明确。需要注意的是，货币政策只能边际放松，不会像2015年连续降息，因为需要较高的利率水平配合供给侧改革，从高速度发展转向高质量发展，货币政策会保持定力。

而交易盘的主要风险来自于以下几个方面：

1、市场结构的不稳定。四季度以来的大跌主要原因是交易型机构的市场参与度不断提高，而配置力量相对较弱，造成市场结构不稳定。向后看这一局面的改善需要看到银行资产端对债券配置的增加。同时由于资金面被央行精准调控，负债端的波动很大程度上取决于央行的投放，因此负债端仍然缺乏长

钱、并且价格较贵，处于不稳定状态。

2、通胀上行引发加息预期。另外一个风险是央行2018年是否会加息，从经济基本面来看，需求缓慢回落下；但是由于明年通胀可能上行，一方面是国内通胀上行伴随经济持续改善，另一方面海外经济体通胀回升导致货币政策收紧步伐加快，二者都可能引发央行加息的预期，因此需要关注人民币汇率的走势。短期内通胀仍然较低、人民币汇率稳定，暂时没有加息的必要。

3、监管政策对债券市场的负面冲击。近期监管政策陆续出台，其中资管新规剑指制度套利，力图对资管行业进行重构，流动性新规限制期限套利，旨在拉长银行负债期限、提高负债成本。上述两项均会对债券市场的配置造成不利影响，需要关注后续细则的出台。

总而言之，2017年债券市场的走势与基本面发生了背离，经济基本面缓慢下行，但债券收益率却一路上行。导致这一背离的主要原因是对于宏观经济的分析以及调控框架较之前有了大的转变。之前宏观调控主要针对经济增长和通胀，通过货币政策来平抑周期波动。但是金融危机以来，资产价格大幅波动，因此经济周期与金融周期的不同步对传统的宏观调控方式提出了挑战。在此情况下，我国提出了货币政策+宏观审慎双支柱宏观调控框架，今年的各项政策也都能在该框架中体现。其中货币政策方面，央行通过提高公开市场利率、减少投放量等方式提高货币市场利率中枢约50BP。但债券收益率的上行幅

度远大于此，主要原因是宏观审慎政策框架不断完善，包括宏观上的MPA考核和微观上的分业监管协调，这也是为什么监管政策会成为影响今年债券市场的主要矛盾。向后看经济周期仍然在L型底部徘徊，仍然不是影响市场的主要因素。金融周期方面广义信贷增速和房价开始回落，金融去杠杆取得阶段性成果，但是仍然任重道远。在此背景下，货币政策暂时无法放松，监管政策需要继续出台细则并落实，预计债券市场维持高位震荡的走势。主要的风险来自于通胀上行导致货币政策收紧和监管政策对金融市场生态环境的改变，而机会则需要关注金融周期的演变、监管落地后对货币政策制约减弱所带来的流动性缓解。

三、信用债策略：格局转换进行时

1、2017年市场回顾

主导2017年的信用债市场走势的主导因素在不断变换，基本面分析法、对监管强度的预期、机构的配置行为在不同阶段成为了信用债市场的驱动因素，并在年内分别走过了慢熊、快熊、慢牛、再快熊的四个阶段。

今年信用利差有两次主动走扩的过程，分别是3月底-5月底，以及11月至今，其开始时点均发生在监管文件颁布前后。在广义基金原有的高票息、加杠杆等策略失灵的情况下，未来配置需求料将减少，信用利差将继续存在走扩压力。

2、过剩产能行业利差收窄

行业利差方面，今年由于供

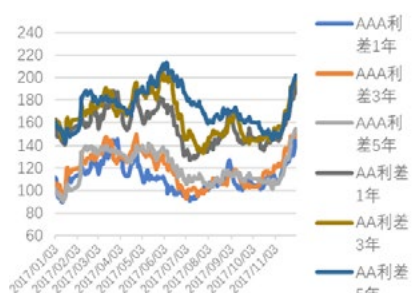


图 5：信用债收益率年内走势



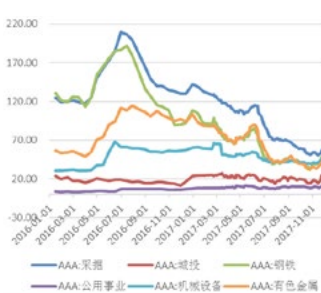
资料来源：Wind

图 6：信用利差年内走势



资料来源：Wind

图 7：产能过剩行业利差大幅收窄但仍位于前列



资料来源：Wind

供给侧改革的推行，产能过剩行业产品价格上涨，煤炭、钢铁、有色企业的经营情况大幅改善，2017年前三季度大部分企业扭亏为盈，市场对周期性行业企业认可度提高，加之部分机构在上半年大量配置钢铁煤炭等行业债券，导致行业利差持续收窄，且以AAA高等级的更为明显。城投债在今年主要面临城投去平台化的趋势，政策不断出台以降低城投与政府的关联度，刚兑的信仰有所松动，导致上半年城投行业利差一度走扩。从发行情况来看，经济欠发达、财政实力弱的地区城投发行难度加大，市场对部分负债率高且偿债能力弱的城投企业已作出了风险定价。

3、同业存单的套利模式行将终结

今年，同业存单既是银行流动性管理的有效工具，又是投资机构积极申购的主要品种，更因纳入监管视线而备受市场关注。截至12月5日，2017年同业存单发行规模达1864万亿，创2013年同业存

单创立以来最高；不过年度增速为43%，净融资额为1795.2亿，均不及2014和2015年。究其原因，一方面在于基数大幅提升后进一步增长空间有所下降，更主要在于今年银监开展“三三四”检查后对银行同业业务产生了较大影响，银行通过同业渠道进行主动负债的行为受到限制所致。

央行二季度货币政策报告中，明确提出“拟于2018年一季度评估时起，将资产规模5000亿元以上的银行发行的一年以内同业存单纳入MPA同业负债占比指标进行考核^⑤”，后又在8月31日公告，自9月1日起，金融机构不得新发行期限超过1年（不含）的同业存单。

今年以来监管新规密集，若将“同业存单纳入MPA考核”新规同银监“三三四检查”、银监“流动性新规”^⑥、一行三会“资管新规”^⑦结合起来，可以看出监管层从银行、券商、基金、资管等各方面参与主体的监管同时入手，在负债端拆解资金链条，在需求端强化

投资限制，在产品端严控杠杆水平，在合规端强化内部风控。在金融去杠杆的政策背景下，重点在于化解潜在风险、防止脱实向虚，充分体现了19大报告和政府工作报告对于完善金融工作的要求，同业套利模式将在明年迎来终结。

从流动性管理工具来看，同业存单原有功能将极大受限，发行规模面临压缩。由于此前同业存单在银行科目中普遍计作“应付债券”，故可在不占用银行MPA权重的情况下作为提升LCR指标的工具。根据新规，自2018年起同业存单计作同业负债科目并纳入MPA考核，因而将受到MPA“同业负债占比”指标限制，若同业负债占比不超过25%，则能获得单项指标满分25分；若大于25%不超过33%，可获得10-15分；超过33%则为零分。故同业存单的流动性管理功能将极大受限，受监管银行需进一步压降同业负债其他科目规模，方能为同业存单的发行腾挪空间。

同时根据银监会12月出台的

“流动性新规”，针对同业存单在流动性匹配率指标部分，在权重设定上鼓励总资产2000亿以上的银行在负债端发行长期限CD，在资产端投资短期限CD。在期限上形成了“借长配短”。由于商业银行是继广义基金之后同业存单第二大投资主体，这种配置要求势必将为银行发行长期限CD增加难度，市场需要经过一段时间的适应才能达到新的结构均衡。

根据这些规定，我们判断明年可能出现一些新情况。

首先是同业存单的发行节奏和发行结构将受到直接影响，季节性的“量价齐升”局面将有所改变。一方面大中型银行受限于MPA同业负债考核指标，在发行同业存单时需综合其他负债科目联动考量，其规模和期限将受到较大约束；另一方面资产规模小于5000亿的中小银行仍可按原有模式进行流动性管理和调节LCR指标，但在同业套利链条被打破的情况下，其通过主动负债进行资产负债表扩张的动能已经失去。同时根据年底出台的《流动性风险管理办法（修订征求意见稿）》，资产规模在2000亿以上的银行将面临同业存单“借短配长”的约束。总体来看，明年同业发行规模持续高速增长的可能性不大，在金融去杠杆的政策环境下，今年屡屡出现的季节性“量价齐升”的情况可能会演变为“量降价平”的局面。

其次是银行将进一步强化揽存方面的负债能力。根据对上市银行负债结构的统计，从2017Q3吸收存款/总体负债的比值来看，国有大行、股份行、城商行较2016年

底分别上行1.28、1.02、1.16个百分点，增长较为缓慢。预计在同业负债水平持续下降、银行资金脱虚向实的背景下，明年银行将有动力进一步强化吸收存款的能力。

第三是银行可能会转道金融债、二级资本债、资产证券化等替代信用品种进行资金及资本补充。其中金融债可用于补充日常运营资金，二级资本债可用于补充银行二级资本金，资产证券化可起到盘活存量资产、补充运营资金的作用。与同业存单相比，上述金融债的负债更稳定、期限更长、成本也更高，而ABS的发行期限和定价相对灵活些，但对底层资产的筛选及银行自持比例也有相应的约束，银行可综合流动性、MPA、资本充足率等方面指标需求进行相应补充。

总而言之，2017年，以3月底为界，市场主导格局完成了一次由基本面和流动性预期向金融监管政策预期的切换，并在年底伴随着基准利率的全面抬升，收益大幅上行、信用利差走扩、一级净融资节奏放缓。从企业层面来看，以周期性行业为代表，非金融发债企业的盈利能力和偿债能力均得到一定的

改善，行业利差有所收窄；从监管政策来看，若将一行三会年内一系列新规及检查结合起来，可以看出监管层在负债端拆解资金链条，在需求端强化投资限制，在产品端严控杠杆水平，在合规端强化内部风控；从机构行为来看，在原有的加杠杆、加久期、降评级信用投资策略日渐失灵的情况下，机构将关注点逐渐转移到各监管指标的满足及自身资产结构的调整中，进而直接影响到后续的投资需求和投资策略。

明年起，以货基新规、同业存单纳入MPA考核为代表的监管政策行将实施；以资管新规、流动性新规为代表的监管政策仍需进一步明确和细化。在同业存单套利空间消失、基准利率上行到高位、金融去杠杆结果未明的背景下，各投资机构预期将普遍采取谨慎策略。建议在没有明确利好信号的情况下，短期内优先选择短久期高评级的信用品种进行防守，控制好久期风险、信用风险及合规风险，同时适时关注连结债券、银登非标转标等广义信用类产品的投资价值，挖掘超额收益机会。☞

①《2015年四季度中央经济工作会议公报》
②习近平总书记在党的十九大报告
③《2017年第三季度中国货币政策执行报告》，中国人民银行
④《银监发〔2017〕45号关于开展银行业“违法、违规、违章”行为专项治理的通知》，《银监办发〔2017〕46号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”专项治理的通知》，《银监发〔2017〕53号关于开展银行业“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》
⑤《2017年第二季度中国货币政策执行报告》，中国人民银行
⑥《商业银行流动性风险管理办法（修订征求意见稿）》，中国银监会
⑦《中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》

南京银行资金运营中心总经理王艳： 资金运营中心开启专业化经营新征程

文 | 《固定收益》编辑部

1月25日，获批在上海独立持牌的南京银行资金运营中心正式揭牌开业，为南京银行的转型发展和金融创新提供有力支持。作为首家在国内主板上市的城商行，在发展壮大过程中，南京银行始终高度重视金融市场业务的发展，致力于探索特色化、专业化发展道路。在此背景下，《固定收益》专访了南京银行资金运营中心总经理王艳女士，为读者揭开最新独立持牌的资金运营中心的神秘面纱。

资金运营中心助力南京银行 专业化经营转型

固定收益：2017年是严监管的一年，在金融改革、统一监管的大趋势下，套利空间减少，竞争日趋激烈，南京银行在债券业务方面的核心竞争力表现在哪些方面？

王艳：我行自成立以来坚持“债券银行”特色，形成并保持具备独特优势的资金业务，走出了一条稳健经营、规范管理、高质量、高水平、高效益发展的办行之路。我行较早拥有全国银行间市场相关

业务资格，连续多年被评为“银行间市场交易100强”、“优秀结算成员”、“优秀做市商”、“优秀中债估值成员”及各类债券优秀承销团成员等称号，是中国银行间市场交易商协会金融机构常务理事会员，中国国债协会常务理事会员。经过多年努力，南京银行在市场上成功树立了“债券市场特色银行”的品牌，打造了一支银行间市场富有影响力的团队。

我行债券业务的一项核心竞争力和特色便是“投研联动”，金融市场板块的各个部门都下设研究

部门，研究部门作为交易智库为投资部门提供市场分析和投资策略，支持了金融市场业务的蓬勃发展。另一项特色就是积极服务区域经济发展，特别是体现在对于地方政府融资的支持。自江苏省政府自主发债以来，我行承担起簿记建档和主承销商的重要职能，一方面发挥贴近债券市场的优势，协助做好发行时机和发行票息区间的决策，另一方面积极与市场成员和其他承销机构沟通，有效推进招标工作的圆满完成，大力支持了地方政府的经济建设。



Q&A

固定收益：在利率市场化不断推进、金融监管改革和对外开放持续深化的背景下，商业银行纷纷寻求经营转型和盈利模式创新。那么，资金运营中心获得银行债券业务专营机构的独立牌照，对南京银行来说意味着什么？

王艳：南京银行2014-2018年总体规划明确提出，要发挥金融市场业务领先优势并推进以跨界合作为导向的经营模式创新，提升金融市场创新能力。而获得银行资金业务专营机构的独立牌照符合我行专业化经营的需要。近几年来，随着我行资产负债规模的不断扩大，各项业务蓬勃发展，金融市场业务的规模和品种亦得到了快速发展，成立独立运营的资金运营中心，对于我行的经营转型和金融市场业务开展非常重要：一是提升经营效率。作为独立注册并具有金融许可证资质的专营业务主体，有利于各类资金与金融市场业务的开展和管理，缩短流程、提高效率，提升市场响应速度与竞争能力。二是吸引人才，提升竞争力。资金运营中心独立经营，有利于建立更贴近业务特点的人力资源管理体系，从招聘、培训、绩效、薪酬等层面加强专业人才队伍建设，持续提升员工队伍专业能力与水平，持续增强业务核心竞争力。三是激发创新活力。独立持牌后在总行授权下可以更灵活地开发和试行新的业务品种，有利于激发本行创新活力，增强市场敏感性和灵动性。

固定收益：资金运营中心搬迁至上海的原因是什么？效果如何？

王艳：搬迁上海可以充分利用上海金融中心优势。在上海成立

资金运营中心，可以充分利用上海在资金、信息、人才、科技等方面的突出优势，一方面提升全行资金运营效率与盈利水平，为全行盈利和长期战略做出更大贡献；另一方面也便于从商业模式、产品创新、流量聚集、渠道建设、系统平台、跨业联动、离岸联动等层面开展积极探索，锻炼队伍并积累经验，为全行更好地把握利率市场化、人民币国际化、金融互联网等历史趋势做好更为充分的准备。此外，随着上海自贸试验区各项金融细则的深化，各专营机构在跨境清算、跨境金融服务、资金交易等业务面临较大发展机遇，业务创新能力和金融服务水平也将获得较大提升。



资金运营中心业务布局及创新

固定收益：资金运营中心拿到牌照之前，同业、资管、托管等已拆分，留下的业务范畴主要涉及本外币债券交易销售，人民币利率互换交易商，外汇及衍生品交易及代客买卖，外汇即期做市商，黄金租赁/拆借，结构化存款等，属于FICC业务的一部分。相对已有业务框架而言，未来资金运营中心的业务板块布局将如何调整？发力点？哪些切入口进行业务创新，既增加利润增长点，又符合金融服务实体经济的需求？

王艳：资金运营中心开办的金融业务包括自营债券投资和交易、做市业务；衍生品投资与交易业务；利率债承销业务；外汇即期、外汇衍生自营及代客平盘交易业务、做市业务；贵金属自营及代客平盘交易业务、租借业务；外币债券投资交易业务；结构性存款业务等。

在当前严格的监管环境和高利率的债市环境下，我部门在继续做好债券业务的前提下，积极探索新的业务渠道，加强和分支行之间的合作，利用分支行客户做大做强债券业务、开辟新业务。首先，我部门积极推进柜台记账式债券，目前个人可以在柜台申购国债和国开债，后续还将开发地方债、农发和口行债，以及企业债等品种，成为个人理财的新形式，并通过分支行大力向个人投资者宣传推荐。其次，我部门专门成立市场营销部，对接分行开展外汇、衍生、贵金属和结构性存款等代客业务，通过分

王艳女士

南京银行资金运营中心总经理

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



行扩大客户来源。例如，今年我部门将积极开展自营和代客的外汇期权业务，实现新的利润增长点。

固定收益：债券业务是南京银行的核心业务之一，2017年半年报的数据显示，债券业务营收占比大约20%。数据显示，2017年信用债总发行量较上年大幅缩水超过3万亿，降幅接近40%；同时在打破刚兑的监管指引下，信用违约的案例也在明显增加。作为资金运营中心的负责人，您怎么看待这个情况？这对资金运营中心的业务拓展有何影响？

王艳：2017年信用债违约事件仍然不断，年底出台的资管新规（征求意见稿）又要打破刚兑，这意味着我们需要在债券发行人的梳理、选择和监控上做更多的工作。面对更严格的监管形势，一方面资金运营中心新成立了风险合规部，在严格遵守监管政策的前提下，更紧密地跟踪债券主体，深入分析拟投债券主体，识别信用风险。另一

方面也进一步加强内部信用评级系统的开发、完善和应用，提高系统对风险精细化管理和评价的支持能力，全方位、多层次地促进债券主体的风险管控能力。

固定收益：监管层对银行体系的风险管控要求趋紧，以FICC业务为核心的资金运营中心，风险管理不容小觑。请介绍风险管控体系和制度。

王艳：目前我中心经办的业务包括本币现券买卖、利率债承销、债券预发行、债券借贷、利率互换、外汇、贵金属及结构性存款业务等业务，采取三层逐级审批的机制，如超过中心授权，交易还需流转至分管行领导进行审批。我中心已建立独立的风险合规部门专职进行风险管控工作，目前我中心风险管控工作主要从几个方面着手进行：

一是制定完善的债券交易内控制度，通过印发和修订各项业务的管理办法和作业指导书，建立贯

穿债券交易各环节、覆盖全流程的内控体系，加强债券交易的合规性审查和风险控制。

二是将我中心债券投资交易业务纳入全行授权与限额管理框架，严格执行授权与限额管理。我部也定期对限额占用情况进行定期监测，持续对每日交易限额情况进行严格自查。

三是我中心根据总行相关要求制定对应办法，对债券信用评审严格控制，做好信用管理，在严格的风险防控措施下，我中心持仓存量债券整体风险相对较低，安全性较好。

四是对创新业务实现系统化管理。市场风险和金融市场业务一体化平台系统一期正式上线，业务范围涵盖外汇衍生、外币债券、利率衍生以及贵金属等，该系统的上线实现了市场风险内部模型法的落地实施，成功实现了部分创新业务品种的前、中、后台功能。



资金运营中心开业仪式 领导合影

2018年债市展望

固定收益：2018年1月4日，一行三会发文规范债券交易（302号文《关于规范债券市场参与者债券交易业务的通知》）。这是对债券市场监管级别较高的一个文件，对代持、高杠杆、嵌套等运作模式做了严格规范。302号文对市场当前的债券交易现状，尤其是商业银行的影响有多大？

王艳：302号文作为一行三会联合发布的正式统一监管文件，体现了监管当局对于金融去杠杆的监管内涵在不断延伸。文件的主要意图有两点：一是全面控制杠杆率，一方面通过明确代持为买断式回购来控制表外杠杆，另一方面通过将回购余额与净资本挂钩、同业存单备案额度从严等，进一步控制表内杠杆。二是规范交易行为，堵漏洞，促使金融机构回归本源业务，服务实体经济。

文中影响较大一项是对代持业务进行规范，明确代持为买断式回购。本次发文对代持业务进行规范，一方面严禁抽屉协议或变相组合交易规避内控和监管，严禁任何线下代持交易；另一方面将代持算作买断式回购，计入机构资产负债表内及非法人产品表内核算，并以此计算资本、风险准备等风控指标，导致代持成本将提高，结合目前监管的严格执行情况，基本将通过代持加杠杆的路封堵。

另外302号文还规定回购余额与净资产挂钩，严格控制杠杆率。对于基金、信托、保险的额度约束作用不明显，受到影响的主要是银行和证券公司。从银行来看，国有大行和股份制大行不受影响，个别同业和金融市场扩张较快的银行略有压力，上市银行中部分农商行卖出回购比例超标。需要指出的是，采用买入返售/净资产或者卖出回购/净资产的计算方式有可能高估

目前银行业调整压力，因为买入返售科目下涉及资产类别较多，未必全是债券逆回购，以及卖出回购项下一级交易商参与公开市场规模不算入指标中。

整体来看，302号文对回购比例的约束主要有以下几点影响：

1) 金融机构主动去杠杆，一定程度上制约债券收益率下行空间。通过将杠杆率与净资产挂钩，302号文对机构的杠杆水平增加了新的约束，对于部分超标的中小银行和券商，一年之内具备主动降杠杆的诉求，由于前期配置的债券可能存在浮亏，因此机构可能选择在收益率下行时抛售，这也导致债券市场收益率的下行空间有限。

2) “资金过桥”渠道减少，回购市场摩擦增加。当前回购市场上，由于受到对手方、质押品限制等原因，“资金过桥”业务较为普遍。通常为某商业银行从融出方融入资金，再融出给资金融入方（多数情况下为非银类机构）。从统计情况看，卖出回购占净资产比重靠前的商业银行也多为市场上活跃的资金过桥行。302号文将大大限制这些机构的资金过桥行为，未来非银机构寻找过桥机构的难度将明显增加，回购市场的交易摩擦度将提高，一定程度上降低回购市场资金融通效率。银行和非银、大银行和小银行的流动性分层可能进一步加剧。

固定收益：2017年债券市场回落明显，现在很多观点认为债券市场配置价值突出，2018年债券市场会出现趋势性机会么？2018年固收市场的操作策略该注意哪些关键点？

王艳：对于2018年的债市展望，需要从经济周期和金融周期两方面来看：从经济周期来看，今年经济发展的重点在于结构的调整和质量提升，从经济走势来看，目前处于L型走势，还不至于引发货币政策放松，基本面小幅的波动并不是影响政策以及债券市场的核心因素。从金融周期来看，严监管的基调将持续，监管的目的主要有三点：一是全面控制杠杆率，弥补制度漏洞，打断资金在金融体系空转的链条；二是引导金融业回归服务实体的本源；三是在调整的同时确保流动性平稳，不发生系统性风险。

整体来看，目前市场的情绪仍然较差，悲观的预期比较一致，因此后期监管政策对于机构预期、投资行为的边际转变仍然是我们关注的重点。在监管压力没有缓解之前，债券市场维持高位震荡的走势，主要的风险来自于通胀的上行、外围的冲击和监管政策的负面影响，而机会则取决于金融周期的演变、监管落地后对货币政策制约减弱所带来的流动性缓解。操作上交易盘需谨慎观望、把握时机，快进快出，配置盘则可以在收益率高企时适当配置国债和政金债赚取票息。

固定收益：谈谈资金运营中心对团队建设方面的经验。

王艳：资金运营中心注重团队建设，善于通过各类活动加强团队之间的凝聚力。每年我部门都会定期组织各类集体活动，去年我部门组织了“重温入党誓词——参观中共一大会址”、拓展训练、妇女节活动、羽毛球比赛等活动，增进



资金运营中心开业仪式 领导合影

同事之间的关系，培养团队合作精神。另外我部门还建立多个兴趣小组，包括羽毛球、烘焙、棋牌等，定期组织兴趣小组活动，丰富同事们的工作外生活。我部门每两个月会举办一次庆生活动，为近期过生日的同事举办小型聚会，体现出浓浓的人文情怀。

固定收益：介绍您个人的职业经历及个性、爱好等。什么推动您在债券业务上坚持这么多年？

王艳：我大学毕业之后就加入了南京银行资金交易部从事资金

业务，是南京银行最早的一批交易员，也见证了南京银行债券业务的蓬勃发展。这么多年来可以说是南京银行培养我在这条道路上不断成长，而我也正是凭借对这份事业的热爱一直坚守岗位。南京银行树立的梅花精神一直鼓舞着我，不怕困难，勇往直前。近几年债券市场风云变幻，随着监管政策的一出台，势必将迎来更加艰难的一年，但我相信在我和我的团队的共同努力下，大家会克服各种困难，创造出好的成绩。

66

南京银行树立的梅花精神一直鼓舞着我，不怕困难，勇往直前。

99

Q&A

可转债市场的政策影响及投资策略

文 | 鑫元基金投资管理部

可转债市场大扩容不仅吸引了传统可转债基金和股票及混合基金参与其中，债券基金也在关注实现收益增强的机会。

一、《上市公司可转换公司债券发行实施细则》发布

沪深交易所9月8日发布《上市公司可转换公司债券发行实施细则》和《上市公司可转换公司债券发行上市业务办理指南》，对上述两项业务的规则进行调整。此次调整的主要目的是解决可转债和可交换债发行过程中产生的较大规模资金冻结问题。主要包括以下四个方面：

一是将现行的资金申购改为信用申购。除可转债原股东优先配售外，投资者网上申购可转债和可交换债当天无需缴纳申购资金，可根据后续中签结果再行缴纳认购资金。

二是建立网上信用申购违约惩戒机制。为约束网上投资者获配后又弃购的失信行为，实施细则规定，投资者连续12个月内累计出现3次中签但未足额缴款的情形时，自其弃购申报的次日起6个月内不得参与新股、可转债和可交换债的

申购，且弃购次数按照投资者实际放弃认购的新股、可转债和可交换债次数合并计算。

三是减少网下发行的保证金缴纳金额。实施细则规定，投资者在参与主承销商自行组织的网下申购时，单一申购账户只需缴纳不超过50万元的定额保证金。

四是统一可转债和可交换债发行规则。因可交换债发行流程与可转债存在较多共性，可交换债发行按照实施细则关于可转债的规定执行。将公募可交换债的网上发行由现行的时间优先的配售方式，调整为与可转债相同的摇号中签方式进行分配，提高公平性。

二、政策影响

短期看，新规冲击效果不可忽视。一级申购由定金申购改为信用申购后，资金占用成本大幅降低，更多账户会参与一级打新，中签率将降低。中签率万分之几（甚至更低）可能成为常态。大账户的

资金优势不复存在。新规实施后发行的第一只转债雨虹转债，全部采用网上发行，中签率仅0.0013%。打新热情经过一段调整，近期两只银行转债的中签率回升至千分之一以上，但对于机构户而言，打新意义仍有限。

供给方面，目前公布公开发行转债（含可交债）预案的公司一共有130家左右，计划发行规模3800亿元左右。转债方案过会及发行速度较新规之前明显提速。按此速度发行，预计1至2年的时间可将目前的预案发完。此外，今年以来定增明显降速，转债如期成为替代选择，新预案仍会源源不断。

对二级市场的影响亦不容小觑，未来供给增加已较为确定。目前二级存量市场平均转股溢价率23.8%。新规之后，转债平均估值明显压缩。近期，权益市场回暖，带动转债平价上涨的同时，估值也有一定回升。随着供给提速，中长期看，二级存量市场估值回归是大概率事件。

需求方面，基金仍是重要承接力量，非传统机构参与力度增加。转债的需求者在扩散。除基金、保险外，其他机构投资者近来均有增持举动。

总体来看，短期内转债发行加速与权益市场表现共同影响转债平价及估值。中长期来看，发行市场的完善有利于转债市场存量规模的上升，为市场提供更加丰富的个券池，同时定价更趋合理，吸引更多投资者的参与。

三、组合参与转债打新的分析

转债新规发布伊始，转债产品参与打新的策略呼声较高，但在目前市场环境下，机构客户参与转债打新意义有限。在权益市场稳定且条款正常的情况下，转债破发概率偏小，故打新亏钱的概率低。根据条款的友好程度，市场对于具体个券的打新积极性会有不同。目前大部分转债均仅采用网上发行的方式，机构与散户享受同等待遇，机构无获取筹码优势，打新收益对组合贡献可忽略，导致机构基本退出一级市场打新。对于正股资质较优的转债，散户仍可积极参与打新。

四、转债投资建议

1、短期——热情来得快，去得快。在整体估值快速抬升之后，谨慎操作。结构性机会仍存，需择券参与。同时关注监管变化。

再融资新政、信用申购方式的推出、新债发行提速、起初几支转债打新收益显著等因素共同作用下，市场在17年3季度对转债的关



注度显著提升。但17年4季度单边下跌，让转债市场的热情快速退却。18年随着权益市场转暖，转债市场再度回暖。转债市场情绪既有来自供需层面的影响，也有来自权益市场的影响。目前时点，在近期转债整体估值已经明显抬升的基础上，不建议盲目追高，应理性择券，谨慎操作。

2、中长期——相对乐观，埋伏策略择时+基本面择券。

基于高YTM的埋伏策略，在转债历史上，均能等来07年、09年、14-15年的转债牛市，获取较好的收益。该策略主要是在YTM处于历史高位时，买入转债，进行埋伏，等待后续板块整体机会。对05年以来的历史数据进行统计，用两种不同的策略进行回溯测试。策略一：基于高YTM，在对应时点买入高YTM的转债；策略二：基于高

表1：投资回报率

	一个月	一个季度	半年	一年	两年
不择时，不择券	1.5%	3.9%	5.8%	6.8%	10.6%
策略一	1.1%	3.8%	9.4%	22.1%	73.6%
策略二	-2%	-9%	-15%	-39%	-76%

风险提示：未来的牛市间隔有不确定性。时间成本、机会成本难以定量刻画。

YTM，在对应时点买入中证转债指数。对两种策略买入的转债，持有一定的时间长度。最终回溯的投资回报率如下（表1）。

第一种方式，不进行任何择时择券，所获取的回报与一般的债券投资获取的回报基本相当。用策略一则可获得明显的超额收益，若持有两年，平均回报率73.6%；用策略二则可获得比策略一更优的收益。主要原因是，转债弹性主要来自偏股型品种，而策略一买入的一般是偏债型的品种。策略一可以确保不会买在高点，但并不能博取更高的弹性。

YTM均值在17年12月上中旬进入05年以来历史前10%的位置。近期随着转债整体上涨，YTM均值有所下行，但仍处于历史前四分一仓位之上。故中长期看，通过埋伏策略择时，转债板块仍有较为确定的盈利空间。

五、产品投资建议

考虑到转债行情并非一直持续，大部分时间转债市场整体表现平平，所以转债不应该作为持续重仓持有的品种。产品投资策略方面，建议采用“高流动性短久期信用债筑底+转债博取收益”的投资策略。利用高流动性短久期信用债打底，赚取票息，根据市场情况灵活调整转债仓位，精选转债个券博取收益。

国债期货市场运行情况和展望

文 | 中金所债券事业部副总监 王玮

编者按：作为一名长期活跃在国债、利率期现货产品之研发一线的践行者，王玮详细且全面地回顾了国债期货的源起及在我国的发展历程，并多角度展望了未来走向。他注意到，2016 年以来，无论是国债期货的成交结构还是持仓结构，均发生了重大变化，资管机构超越长期占据主导地位的券商，成为占比最大的法人机构。随着我国国债期货的积极推进，国债期货将日益呈现出参与主体丰富、产品丰富、交易活跃的局面。

国债期货的产生和境外市场发展概况

国债期货的诞生跟金融市场的政策相关——推期货一定是为了现货市场的平稳发展。

20 世纪 70 年代，在越战和石油危机之后，美国财政赤字飞长，持有国债等资产的美国金融机构、投资者迫切需要一个工具来对冲风险，国债期货等利率期货工具应运而生。1976 年 CME 推出了 90 天期的国库券期货合约，标志着国债期货正式诞生（图 1）。这也说明国债期货由短期产品而始，之后 CBOT 推出了美国长期国债期货。

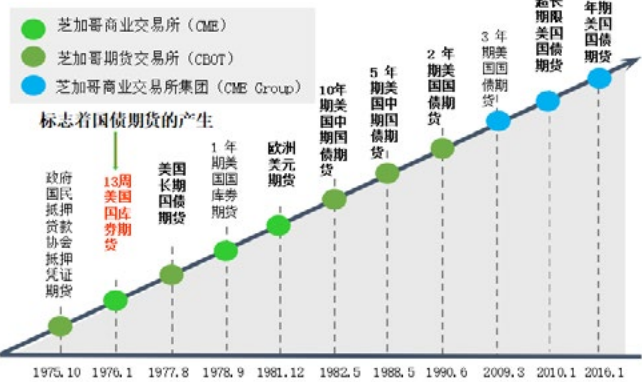
2008 年金融危机之前，美国国债期货体系已基本成型，含 2 年期、5 年期、10 年期、30 年期等产品，每种基准票期都有对应的国债期货与期权合约可供交易，其中 10 年期是美国标杆的国债期货品种。危机之后，美国又推出了 3 年期、

超长期和超 10 年期的国债期货产品，以应对为配合危机而发行的相应期限之国债现货的避险需求。

当前国际市场上美元和欧元两个币种的国债期货品种较活跃。在我国，由于银行、保险等重要持债主体尚未进入国债期货市场，国

债期货活跃度有限。并非所有国家推国债期货都能成功，其前提一定是该国的货币成为国际货币，随后有大量投资者需要工具来对冲管理以相应币种计价的相关资产。随着人民币对外开放的不断推进，我国国债期货产品的成交量将越来越活

图1：美国国债期货产品上市时间表



数据来源：中金所 王玮

跃、越来越成功。根据 2016 年的成交量排序，排名首位的是美国 10 年期国债期货，中金所 10 年期国债期货名列第 14 位（表 1）。

对衍生品市场，我们一直强调要“服务实体经济”、“服务真实的需求”。从历史上看，国债期货市场为促进国债发行具有积极意义。上世纪 80 年代美国曾因国债期货的停发而推迟了现券的发行；而在 2008 年次贷危机期限，美国国债期货的成交不仅没有下降，反而上升。国债期货已经成为资本市场不可或缺的风险管理工具。

国债期货合约及规则设计

我们谈危机时，很容易集中到金融衍生品上，但不该忽略的

是，金融衍生品是分层的，场内衍生品一定比场外衍生品（如 CBF、CBO 等）要好得多，因为前者更公开、更透明，定价相对更容易。

2013 年 9 月，我国首只跨市场交易的债券品种——5 年期国债期货上市，填补了国内利率衍生品的市场空白。为何先上 5 年期品种？主要考虑国债期货若用来服务市场上最广泛、续存期限最广的产品，可以成为我国利率市场化前行的“拐棍”，助其稳健推进。当时市场上 4-7 年期存续的债券产品最多，最终折中选择了 5 年期。

但市场真正活跃的产品还是 10 年期产品；且从收益率曲线上看，10 年期是中长期产品利率的风向标，是国债收益率曲线的关键节点。因此 2015 年 3 月我们顺应市场

需求上市 10 年期国债期货——这使我国国债期货市场实现了从单品种到多品种的突破，加强了多层次资本市场体系建设。

从合约设计表（表 2）可见，国债期货都是季度月份的合约，交易时间跟股票差不多，涨跌停板的限制则有所不同；且国债期货与股指期货不一样，是采取实物交割，最终多方一定要用钱买券、空方则需要将券换成钱，没有钱或券则视为交割失败，将被罚款；最后交割日是最后交易日后第三个交易日，若买卖都在同一家，可以做到 T+2，我们的理想是达到 T+1，尽量缩短资金或券的占用时间。

国债期货与其他实物交割的商品期货不同，前者为虚拟标的。标的选择是国债期货合约设计的核



表1：当前国际上主要国债期货品种

排名	合约	交易所	2016 年成交量（手）
1	美国 10 年期国债期货	CME Group	350,762,158
2	美国 5 年期国债期货	CME Group	201,903,647
3	长期德国国债期货	Eurex	186,676,647
4	中期德国国债期货	Eurex	130,847,852
5	美国 2 年期国债期货	CME Group	81,874,017
6	短期德国国债期货	Eurex	73,658,524
7	美国长期国债期货	CME Group	70,203,290
8	澳大利亚 3 年期国债期货	SFE	50,740,307
9	英国长期金边债券期货	ICE Liffe	45,693,167
10	澳大利亚 10 年期国债期货	SFE	39,776,225
14	中金所 10 年期国债期货	CFFEX	6,176,803

数据来源：美国期货业协会（FIA）

表2：中金所国债期货合约条款

	5 年期国债期货	10 年期国债期货
合约标的	面值为 100 万元人民币、票面利率为 3% 的名义中期国债	面值为 100 万元人民币、票面利率为 3% 的名义长期国债
可交割国债	合约到期月份首日剩余期限为 4–5.25 年的记账式附息国债	合约到期月份首日剩余期限为 6.5–10.25 年的记账式附息国债
报价方式	百元净价报价	
最小变动价位	0.005 元	
合约月份	最近的三个季月（三、六、九、十二月循环）	
交易时间	9:15–11:30，13:00–15:15；最后交易日：9:15–11:30	
每日价格最大波动限制	上一交易日结算价的 ±1.2%	上一交易日结算价的 ±2%
最低交易保证金	合约价值的 1.2%	合约价值的 2%
最后交易日	合约到期月份的第二个星期五	
交割方式	实物交割	
最后交割日	最后交易日后第三个交易日	
合约代码	TF	T

数据来源：中金所 王玮

心，采用并不存在的“名义标准债券”作为交易标的——5年期、10年期均以“100万元人民币、票面利率为3%的名义中期国债”作为名义标的，实际的国债则通过“转换因子”折算成名义标准债券进行交割。剩余期限在一定范围内的

国债（5年期为4-5.25年，10年期是6.5-10.25年）均可参与交割；把不同的债券用3%的票面利率折算出一个价格，由卖方选择“最便宜可交割券（CTD券）”进行交割，且采用“卖方举手”的交割模式，可有效防范逼仓风险。

我国国债期货合约标的的设计原则，都是为了尽可能提供更多债券可供交割，防范逼仓风险。综合而言，我国的国债期货服务于财政部的国债发行，5年期和10年期基本覆盖了财政部5年、7年、10年等三个关键期限的国债发行，续存

交割期限与国债发行期限匹配，可交割券供应量充足稳定。截至2017年7月底，10年期国债期货主力合约可交割券存量为12960亿元；5年期存量则为10770亿元。

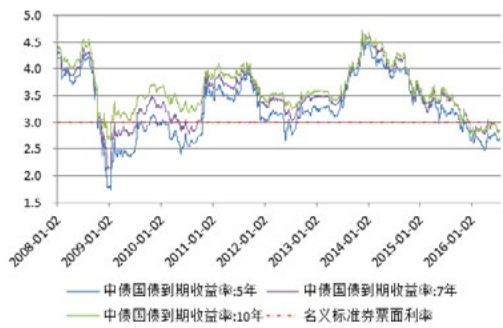
名义标准券票面利率是计算各可交割券转换因子的重要依据，对国债期货定价功能的发挥具有重要影响。我国10年期、5年期国

债期货标的的票面利率均设定为3%。一方面，不同期限的国债期货产品设置相同的票面利率水平符合国际经验；另一方面，从产品设计并上市回溯三年，可以看到国债收益率基本围绕3%上下波动（图2）。票面利率水平与市场收益率水平接近，各可交割券之间替代性较好，有利于防范交割时因CTD券

短缺而被逼空的风险。

关于涨跌停板的设置，根据上市前1000多个交易日的数据来测算，将10年期涨跌停板设置为2%、5年期设置为1.2%，基本覆盖现货市场的极端价格波动。自国债期货上市到2017年4月30日，合计只有3次“触板”且未停板，这说明该涨跌幅设置基本合理。最低交

图2：2008年1月–2016年7月我国5、7、10年期国债到期收益率（%）



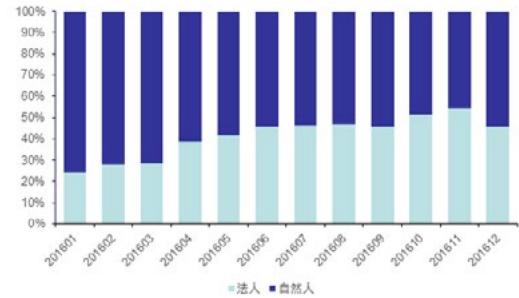
数据来源：中金所 王玮

图3：国债期货成交持仓量（手）



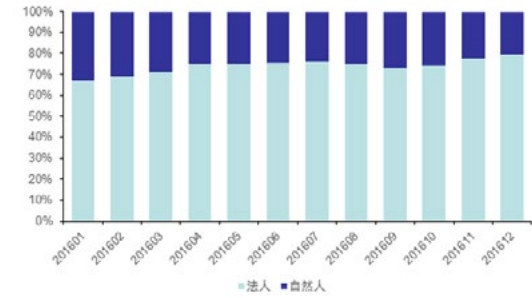
数据来源：中金所 王玮

图4：国债期货成交结构



数据来源：中金所 王玮

图5：国债期货持仓结构



数据来源：中金所 王玮

易保证金的设置原则也一样，基于风险控制和降低交易成本的考虑，10年期和5年期的最低交易保证金分别设为2%和1%。

整体而言，国债期货运行期间主要有六个方面风险控制制度的管理，即前端控制、持仓限额制度、梯度保证金制度、涨跌停板、投资者适当性制度以及当日无负债结算。其中最重要的是前端控制，这一点吸取了上世纪90年代国债期货试点期间没有前端控制的教训。通过前端控制可以防范大量不必要的风险。

国债期货市场运行和功能发挥情况

去年以来，国债期货市场总体比较健康，规模稳步增加。2017年截至7月31日，国债期货日均成交6.63万手，日均持仓9.36万手，分别较2016年增长81%和26%，成交持仓比为0.71（图3）

由此可见，国债期货的持仓量大于成交量，且大体维持两倍的关系，这与国际市场类似。值得注意的是，今年1-7月成交持仓比相对恶化，从上年的0.49上升到0.71。成交持仓比是监管层对国债期货考核的重要指标之一，我们希望该数据保持在0.5左右。从这个角度上说，交易所非常乐意银行、保险甚至基金来做对冲，因为它们

是稳定持仓量的提供者。

国债期货流动性分化，10年期优势明显。10年期国债期货是市场主力品种，但今年7月该情况一度发生背离，5年期品种的持仓超过了10年期，主要原因是当时多空两

种策略同时发挥作用，都集中在5年期上，于是推高了其持仓量。

期现市场联动紧密，价格相关性较高。截至2017年7月31日，5年期、10年期国债期货主力合约期现货价格相关系数分别为98%、95%，说明期现货价格的涨跌趋势一致。该特点有利于国债期货价格发现和套期保值功能的发挥。

机构投资者为主的市场结构特征明显。国债期货是期货市场机构化程度最高的品种，自上市以来约70家证券公司、3000多个资产管理产品参与交易。在国债期货的成交结构里，自然人的占比较大，不过总体朝着逐渐减少的方向发展；持仓结构也表现出自然人占比逐渐减退的趋势，法人占比从去年初的70%持续提升到年末的80%左右（图4、图5）。

而一个重要的变化是，2016年以来，法人机构里无论成交量还是持仓量，资管产品的比重快速上升，全面超过此前长期占据主动地位的证券公司，从而站上排名第一的位置。该变化趋势与国际经验相吻合。未来，国债期货作为一大类固收类资产的风险管理工具，一定会得到资管机构更多的偏好。

交割业务平稳顺畅。自上市以来，国债期货合约的平均交割率为3%，接近成熟市场水平。交割主体多元化，以证券自营和资管产品类客户为主。

总的来说，我国国债期货上市4年多，基本发挥了套保功能、价格发现功能、提升现货流动性、丰富交易策略等优势，不但可以对冲现货，也可以对冲关联程度比较高的产品，比如金融债、3A+、超

3A等信用风险很低的产品。调研甚至发现，有个别券商曾采用国债期货进行信用债的对冲；而在2016年12月市场大跌之前，也有不少资管类机构反向做空。资管机构积极参与国债期货市场的运行是很有必要的。

新形势下国债期货市场的展望

随着防控金融风险的重要性与日俱增，系列风险防控措施相继出台。过去几个月，债券市场波动加大，在可预见的未来这种波动状态或将持续，机构对利率风险管理的需求将维持在较高水平；国内外经济、金融环境的变化也给债券市场带来调整的压力。作为有效的利率风险管理工具，国债期货市场需要进一步发展和完善。

与海外成熟市场相比，我国国债期货市场在市场规模、产品种类、参与者结构等方面仍存在较大差距（表3、表4）。美国国债期货市场的参与者涵盖了银行、保险、养老基金等各类机构，并且国际化程度很高，而我国国债期货市场目前还没有银行、保险和境外机构的参与。

国债期货市场的下一步规划主要围绕两个方面展开。其一，完善投资者结构，推动商业银行、保险、QFII、RQFII及境外机构入市，以便有效管理利率风险，促进国债现货市场平稳。基于债券通已正式推出，即外资机构已拿到现货，因此获准进入国债期货市场或相对更容易。最大的难点是保险和银行。据悉商业银行已开始准备相

关办法，并考虑由哪些银行来做国债期货，但整体推进尚无具体时间表。银行是巨无霸，掌握着我国市场上约70%的国债，若其获准进入，将对未来的国债期货策略产生较大的影响。

其二，丰富产品体系。我们正在筹备2年期国债期货产品。此前财政部很少发2年期国债，因为

它不属于关键期限。上市2年期国债期货，形成“2-5-10”的国债期货产品体系，有助于促进国债收益率曲线建设。目前我国信用债久期以2-3年为主，2年期国债期货有助于管理信用债的利率风险，提升投资者买入并持有信用债的意愿和信心，促进实体企业的债券融资，也可以对冲现券市场的下跌风险。未

来2年期国债有可能从不定期发行转向定期发行，即成为关键期限国债，届时2年期国债期货产品便可派上用场。

总而言之，明年国债期货市场的特征之一，将是参与主体和产品种类双双进一步丰富，这有利于推动国债期货市场交易更加活跃，增加持仓。📈

表3：中美国债期货市场规模比较

	2016 年国债期货成交金额	2016 年成交量（手）
（单位：万亿）	2016 年国债期货成交额 /GDP	350,762,158
美国	\$75.0	4.1
中国	\$1.3	0.12

数据来源：中金所 王玮

表4：中美国债期货产品种类比较

	2 年	5 年	10 年	超 10 年	20 年	30 年
美国	✓	✓	✓	✓	✓	✓
中国		✓	✓			

数据来源：中金所 王玮



王 玮 先生

中国金融期货交易所债券事业部副总监
CFA（特许金融分析师），FRM（金融风险管理师），经济学博士，高级经济师。曾在中国外汇交易中心、上海期货交易所任职，长期从事国债和利率期现货产品研究开发工作，《国债基差交易》、《欧洲美元期货及期权产品交易手册》、《动态对冲》等书的译者。

自带绝对收益基因 “灵活配置” 深掘价值投资机会

文 | 《固定收益》编辑部

在金融监管依然是政策主旋律、市场前景谨慎、股债机会“跷跷板”效应时隐时现的情况下，兼具二者性能的灵活配置型基金产品，有望在规避市场波动风险的同时，及时捕捉机会。



2017年以来，不错的业绩表现令灵活配置型产品成为基金公司的心头好。全年证监会受理的1370只公募基金产品中，有298只为灵活配置型，占比21.8%。灵活配置型基金可根据市

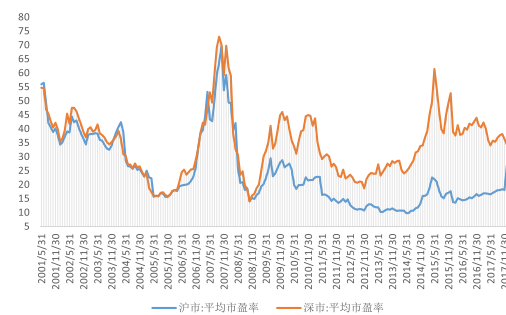
场情况灵活调整股票和债券的投资比例，保证高风险、高收益的资产和低风险、低收益的资产能够实现适时的动态组合，从而力争实现“进可攻、退可守”的投资效果，是震荡市中非

常好的选择。

“灵活”成配置关键词

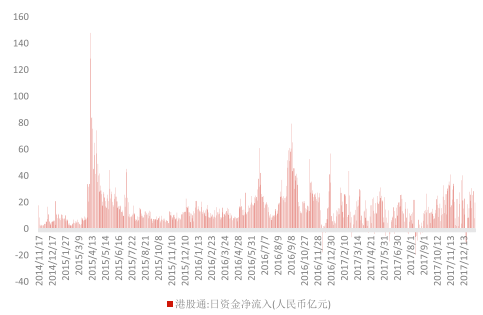
2017年以来，在货币中性的

图1：沪深股票平均市盈率（单位：倍）



数据来源：大智慧

图2：港股通日资金净流入



数据来源：大智慧

背景下，盈利周期成为市场主要的推动力量。在金融监管依然是政策主旋律、市场前景谨慎、股债机会“跷跷板”效应时隐时现的情况下，兼具二者性能的灵活配置型基金产品，有望在规避市场波动风险的同时，及时捕捉机会。

对2018年的市场，鑫元基金研究部总监丁玥一言以蔽之：总体上A股维持长期震荡向上趋势；港股估值虽有提升，但随着增量资金的不断净流入，港股仍有配置价值。

自2016年我国金融监管政策调整以来，“L”型经济从一竖进入到一横的阶段，A股的故事就已经开始发生变化。“之前的一竖阶段属于下行阶段，与总量、宏观经济关系密切的板块不宜配置；而进入一横阶段之后，既然不是V型反转，只要边际不变化，过去在一竖阶段中太差的预期便会得到修复，”丁玥表示，“这就是过去一两年来市场风格转变、经济运行的大背景。”

丁玥认为上述判断非常重

要。即，我国经济结构已进行了一定的调整，在此过程中经济下了一个台阶并企稳，即使当前主流观点认为未来经济仍将趋弱，但只要前述判断的大背景不变，那么经济的趋势变化本质上都在“L”型经济一横的中枢上下波动，波动幅度较小，总量变化的意义没有那么大。

由此，当“量”没有明显变化时，“质”就成为主要矛盾，结构就变得非常重要。这就是为什么在当前的经济结构中，优秀的公司日益优秀，而原先靠增量、尾部弹性而崛起的公司则变得弹性匮乏。

当前，A股的估值在历史平均水平附近，截至2017年12月末，沪深全部A股的平均市盈率分别是18.16倍和36.21倍，而历史平均水平大约为26.8倍和34.3倍（图1）。未来数年中国经济仍将处于转型期，在加速优胜劣汰的新阶段，龙头企业盈利有望继续改善，竞争力有所增强，中长期布局机会显现。

而港股板块虽已经过一年多的风起云涌，港股估值较2016年及

之前的严重低估状态已经提升不少，但放在全球市场来看仍处于非常低的水平，仅高于俄罗斯和韩国——这两者并非主流资金市场。丁玥强调，增量资金给港股市场带来的变化是长期且可持续的，而这种变化目前尚未得到充分体现。随着内地及国际资金的持续流入，“基本面改善+资金驱动”的港股投资逻辑依然坚挺，其后市机会可期（图2）。

对上述宏观经济变化和投资市场运行的逻辑下，闻风而动的基金公司早早便将善于动态调整投资组合比例、自上而下配置资产的灵活配置型产品作为其力求开拓市场、吸引投资的重要切入口。根据证监会披露的数据，2017年共受理1370只公募基金产品，其中超2成为“灵活配置型”；在受理的99只沪港深相关产品中，更有高达3成的产品锁定“灵活配置型”。另外2017年募集的1532只产品（A\B\C分开计算）中，有458只为“灵活配置型”，占比约30%。

兼顾股债回报收益抢眼

事实上，先天带有绝对收益基因的灵活配置型产品确实不负众望，交出了一张可圈可点的成绩单，彰显其分散风险、争取超额收益的能力。

根据大智慧的统计数据，截至2017年最后一个交易日12月29日，在纳入统计的2220只混合型基金中，灵活配置型产品的业绩表现优于混基整体业绩：前者年初以来净值增长率约有90.2%录得正收益，而混基整体只有88.5%；且净值增长率超过上证综指涨幅（约6.56%）的1281只混基中，有812只、63.4%为灵活配置型产品。

更引人瞩目的是，混基业绩排名前10个席位清一色为灵活配置型产品占据，其年初以来净值增长率分布区间从57.53%到213.51%，其中2017年市场上大放异彩的“东

方红系列”独占5席。

若将业绩评价周期拉长到两年，会发现灵活配置型产品的业绩优势更为明显。大智慧的统计显示，灵活配置型产品近2年平均净值增长率约为6.54%，而混基整体只有3.30%。这两年恰是我国宏观经济从一竖进入一横，大力推行金融监管政策，去杠杆去泡沫，股市债市双双震荡的典型时期。

从10年期国债收益率曲线可见，2013年之后债市持续三年的大牛市，经过2016年和2017年的震荡，已还回去约三分之二（图3）；股市的表现也并不见得好到哪里去，两年来尽管沪深300和上证50分别增长了16.19%和25.99%，但上证综指只是勉强持平而已（图4）。

由此，基金管理人、基金经理对市场变化的敏感性、判断准确度以及在行业研究和个股选择方面

积累的实际经验就显得颇为重要。盘点2017年排名前茅的灵活配置型产品可知，它们通常根据市场变化及时调整大类资产配置。比如年初以来，这些拥有较好盈利能力的产品均逐渐加大了对大盘股的配置比例，更倾向于对价值风格个股的配置，全年基金持股风格的变化较为贴合A股市场大盘蓝筹风格占优的基础环境。又如早几年成长股风行的时期，灵活配置型产品的配置偏好则倾向于中小盘风格个股；而先前三年债市长牛后期，灵活配置型产品则着重配置债券等固定收益类产品，获取债市相对稳定的投资收益。

由于灵活配置型产品既可提高债券杠杆比例，及时把握债市结构性机会，又能在股市出现趋势性行情时媲美股基获取股市上涨的收益，因此大大提高了基金资产配置的灵活性，兼顾股市、债市的双重回报，从而获取较好的投资效果。持股风格随市变动、投资风格灵活是灵活配置型产品业绩出挑的重要原因。

投研团队注重“绝对收益”基因

显然，灵活配置型产品对基金管理人的投资能力有着更强的要求。对基金经理而言，要取得长期稳健的业绩，尤其是在绝对回报上有所斩获，首先要确保所管理的产品在绝对风险可控的前提下博取超额收益。

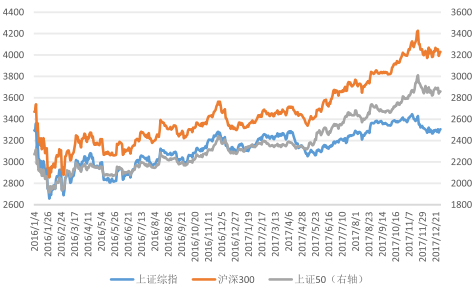
安全投资并不意味着保守，而是更强调基金经理的主动管理能力，需要基金经理兼具对经济大周

图3：10年期国债到期收益率曲线



数据来源：大智慧

图4：上证综指、沪深300、上证50的走势



数据来源：大智慧

期趋势和短周期波动的深刻洞察，具备灵敏的市场嗅觉和大类资产配置能力，一方面积极防御市场风险，一方面通过灵活调整组合杠杆、久期和各类资产的比例，来博取超额收益。

鑫元基金2017年连续推出多只灵活配置型产品，如鑫元鑫趋势、鑫元欣享以及鑫元价值精选等，其中2017年8月下旬成立的鑫元鑫趋势在4个月的操作中已取得超过4%的净值增长率，年化收益率超过12%。

对于一家成立之初主打固定收益的基金公司来说，短时间内接二连三布局权益投资市场，该举措隐含了鑫元基金对自身优势和“固定收益+”的深刻理解和持续探索。鑫元自2013年成立伊始，公司管理团队在布局固收的同时，便自上而下地从大类资产的视角对未来数年的资产配置、产品架构进行了预期布局，这彰显了公司管理层对大类资产配置的新思路。

初涉权益板块必须做到两

点，以有助于立足市场，即收益稳定、回撤小。“灵活配置型产品能精细地针对市场不同风格，力争获得稳定、回撤尽量小的业绩，这也是我们对自身风格的定义，”丁玥说，“鑫元追求较小的产品回撤，重视一定期限内的绝对回报，关注经过波动率调整后的产品收益，这是鑫元团队和服务对象带来的个性特色，也契合鑫元对投资的看法和价值观。”

从资金面角度而言，A股是相对封闭的市场，由此对A股的投资就可以简单理解为两个“切换”——在国内可投的股、债、另类投资等大类资产之间的切换，以及在A股不同行业机构、不同风格之间的切换。显然，这是灵活配置型产品的优势所在。

丁玥表示，鑫元基金的权益板块将在秉承价值投资理念的前提下，严格控制投资组合风险，并在追求资金安全与长期稳定增长的基础上，通过积极主动的资产配置，通过精选个股与个券，淡化对短期

市场风格的追逐，着重从公司业绩中长期的增长来获取投资回报，力争获得扎实、稳健的投资收益。

“绝对收益”的基因已全面渗入鑫元基金，从管理层到投研团队到产品。据了解，在公司成立之初，鑫元基金即着手筹备信用研究团队，迄今团队初具规模。丁玥透露，鑫元基金组建权益团队时，并没有刻意与信用研究团队分开，反而有意与信用研究团队形成相互“取长补短”的格局，从战略研究层面自上而下推动权益板块前行；同时，在权益团队扩充过程中，鑫元也有意识地招募带有“绝对收益”相似基因的成员，他们更多负责自下而上、精选个股进行投资的层面，这进一步树立并夯实了鑫元基金以“绝对收益”闯江湖的个性特色。

“我们把这批初创阶段的权益产品视为小小的种子，通过一点点积累业绩，力争给投资者以实实在在的回报。”丁玥表示。





FOCUS

| 聚焦 |

2017 年基金业大浪淘沙

2017 年公募基金业绩榜单 大消费及主动管理实力领先

2017 年基金业大浪淘沙

文 | 《固定收益》编辑部

截至 2017 年末，纳入统计的 121 家公募资管机构（含公募基金和资产管理公司）整体资产规模连续突破 10 万亿、11 万亿两个整数关口，达到 11.63 万亿元，较上年末增长 2.47 万亿元、26.99%。

2017 年，是中国金融改革持续深化的一年——去杠杆、挤泡沫、重构市场秩序。这一年，上证综指在震荡中温和上行，尽管爬升幅度仍不敌全球主要股指，但结构性行情已开始提供财富创造的机会；相较而言，债市的表现则大起大落，三季度回暖带来的喜气在四季度遭受迎头一击，几乎重演了上一年年末的惨剧，使得来年债市的走势充满了不确定性。

在跌宕起伏的行业风暴中，公募基金业迎来了大浪淘沙式的蜕变：一方面，在货币大年浪随潮涌的趋势中，货币市场基金获得爆发式增长，助推公募基金整体资产规模连越两个整数关口，站上 11 万亿新台阶；另一方面，金融监管贯穿全年，流动性新规、投资者适当性管理、委外新政、产品风控等系列规范出台，匡扶公募行业回归本源。

在这样的背景下，公募基金业交出了一张砥砺奋进的成绩单。本文主要就基金公司规模大洗牌，

权益类基金业绩突飞猛进，基金清盘现象与原因，2018 年展望等行业整体性问题展开盘点和回顾。

基金规模排名大洗牌

剔除货币市场基金之后，公募资管机构的排名出现较大规模洗牌。值得注意的是，按剔除货基计算，过往十年以来有易方达、华夏基金、嘉实基金、南方基金等四家基金公司的资产规模排名始终保持在前十，其中除了易方达外，其余三家均为“老十家”成员。

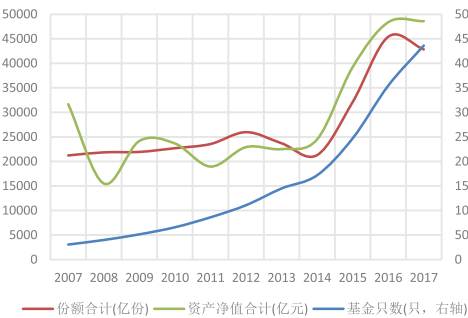
大智慧的统计数据显示，截至 2017 年末，纳入统计的 121 家公募资管机构（含公募基金和资产管理公司）整体资产规模连续突破 10 万亿、11 万亿两个整数关口，达到 11.63 万亿元，较上年末增长 2.47 万亿元、26.99%。但若剔除货币基金的规模，则公募资产整体规模变动不大，从上年的 484 万亿元略增长 212 亿元至 4.86 万亿元，增幅仅为 0.44%（图 1）。换言之，公募行业

整体资产规模的增长，绝大部分来自货币市场基金的贡献。

剔除货基规模之后，基金公司的资产规模排名出现显著变化。根据大智慧的统计，在纳入统计的公募资管机构中，70 家机构排名出现上升，其中 45 家机构的非货基资产规模排名与整体资产规模的排名相差 10 个位次以上；非货基资产规模排名上升 10 个位次以上的机构有 25 家，下跌 10 个位次以上的机构则为 20 家。位次变化最大的是天弘基金和东证资管，前者下跌 47 个位次，从整体资产规模排名第 1 跌至非货基资产规模排名第 48 位；后者则上升 19 个位次，从整体排名第 37 位上升至非货基资产规模排名为第 18 位。此外，近期主打“固定收益+”，开始向权益板块发力的鑫元基金也有所斩获，其非货基资产规模排名为第 56 位，较整体资产规模排名上升 3 个位次。

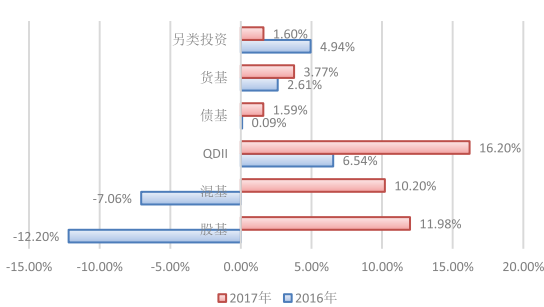
有意思的是，剔除货基与否，对资产净值规模排名前十基金公司的影响并没有那么大：在这两

图1：十年来非货基资产规模变迁



数据来源：大智慧

图2：2016年和2017年各类基金平均收益率（%）



数据来源：Wind

种情况下，易方达、华夏、嘉实、中银、博时、南方、招商、建信等8家基金公司均在前十有一席之地。而剔除货基规模后跌出前十的是天弘与工银瑞信，它们的整体规模排名分别是第1和第3，非货基规模排名分别为第51和第12；剔除货基规模后补位进入前十的是汇添富和广发基金，它们的整体规模排名分别为第11和第12（表1）。

2007年以来，非货基规模排名前十的名单几经洗牌，先后有19家基金公司在这张名单上进进出出（表2）。这张名单的变迁，多少折射着这些年来我国公募基金行业的升腾跌宕。

在2017年非货基规模排名中，老牌基金公司仍保有一定优势：前十中包含华夏、嘉实、博时、南方等4家“老十家”。尤其值得提及的是，过往十年以来非货基规模排名从未跌出过前十的4家基金公司中，有3家为“老十家”——它们起点早，渠道布局、品牌知名度等方面具有先发优势，更容易在市场

上占据较大空间。

若以2012年为分水岭——这是我国互联网金融快速发展的起点，传统金融机构和互联网企业纷纷加速布局包括互联网基金销售在内的互联网金融不同业态——则明显可见，在此之前很长的时间段里，非货基规模排名的前十席位一度有6~7个席位为“老十家”基金公司所占领，其他席位也牢牢掌握在老牌基金公司手里。

在2012年之后，以银行系基金为主的新锐基金公司借着互联网金融的东风快速崛起，一开始它们在货基上表现突出，但很快也在非货基上有所建树。相对老牌基金公司来说，新锐基金公司非货基规模排名的快速上升，一方面是来自于股东的支持，比如债基等，另一方面则在于其日益增强的主动管理能力，精准推出适合市场风口的产品，并有业绩支持。中银、汇添富、招商、建信等基金公司基本都属于这一类。

权益类基金业绩大打翻身仗

2017年权益类基金打了个翻身仗。相较上年业绩垫底的窘境，2017年无论是A股权益类产品还是QDII类产品，交出的成绩单都相当不错。

Wind的统计显示，随着A股市场结构性行情创造的财富效应逐渐恢复，权益类产品的两大分类股基和混基2017年的表现突飞猛进，平均收益率分别达到12%和10%，较上年分别提高了24个百分点和17个百分点；而QDII则继续得益于海外市场的高歌猛进，2017年平均收益率录得16%，较上年提高近10个百分点，继续领跑各类基金（图2）。

若按基金公司为单位，并以区间资产规模加权计算主动型基金净值增长率，那么东方证券资管和新华基金分别站上2017年权益类基金绝对收益排行榜和固定收益类基金绝对收益排行榜的榜首（表3、表4）。

表1：2017年公募基金资产规模排名前十

基金公司简称	2017 非货基资产净值规模排名前十	2017 整体资产净值规模排名前十
易方达	1	2
华夏基金	2	7
嘉实基金	3	9
中银基金	4	10
博时基金	5	5
南方基金	6	6
汇添富	7	11
广发基金	8	12
招商基金	9	8
建信基金	10	4
工银瑞信	12	3
天弘基金	51	1

数据来源：大智慧

表2：2007年以来历年非货基资产规模排名前十

基金公司简称	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
易方达	1	2	1	3	3	3	2	2	2	5	5
华夏基金	2	5	2	1	1	1	1	1	1	1	1
嘉实基金	3	4	3	2	2	2	3	3	4	2	4
中银基金	4	9			4						
博时基金	5	3		7	8	5	5	4	3	3	2
南方基金	6	6	5	5	5	4	4	5	5	4	3
汇添富	7		7								
广发基金	8		11	8	6	7	6	6	6	6	7
招商基金	9	7	8								
建信基金	10	8				8					
2007年以来曾进入非货基资产规模前十队列的基金公司还包括：工银瑞信、富国、华安、鹏华、银华、大成、交银施罗德、景顺长城、上投摩根											

数据来源：大智慧

66

东方证券资管是 2017 年权益类当之无愧的冠军。

99

东方证券资管是2017年权益类当之无愧的冠军。海通证券研究所金融产品研究中心的统计显示，2017年，东方证券资管全年净值增长率为52.85%，足足比第二名多21个百分点，更比2016年的权益类冠军机构上银基金的业绩多41个百分点。整体而言，权益类方面，纳入统计的102家公募资管机构中有87家录得正收入，占比85%（2016年该比例只有可怜的17%），其中70家跑赢上证综指；垫底的10家年内净值增长率在-3%~-13%之间，较2016年的分布区间-21%~-31%有明显好转。

固定收益类方面，尽管2017年年末债市再次大跌，但纳入统计的97家公募资管机构中仍有88家录得正收入，占比约91%（2016年该比例为70%）。2017年固定收益类冠军机构新华基金录得6.28%的净值增长率，较2016年冠军的业绩相差不多——英大以5.5%的全年净值增长率夺得2016年固定收益类冠军。

总体而言，2017年A股市场分化严重——全年22%的股票上涨，77%的股票下跌，但这一年专业机构投资者水准得到充分展现，尤其是长期坚持价值投资的代表，以出色的业绩捍卫了信仰。

基金迷你化加速基金清盘

值得注意的是，2017年基金迷你化更趋严重。

海通证券研究所金融产品研究中心的统计显示，截至2017年12月31日，有1457只基金的资产规模低于2亿元（剔除联接基金重复部分，下同），在纳入统计的4208只

表3：2017年基金公司权益类基金绝对收益前十

机构	净值增长率（%）	排名
东方证券资管	52.85	1/102
诺德	31.84	2/102
国泰	30.62	3/102
长安	29.89	4/102
景顺长城	29.75	5/102
富安达	27.80	6/102
圆信永丰	26.96	7/102
兴全	25.80	8/102
中海	25.36	9/102
银华	24.63	10/102

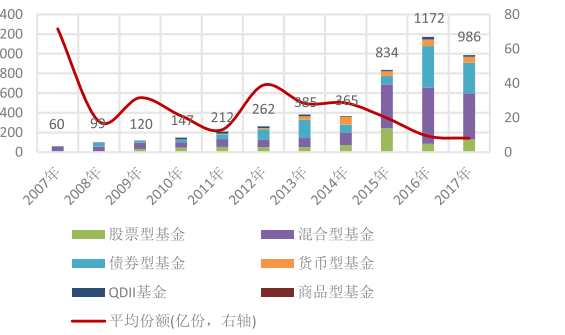
数据来源：海通证券研究所金融产品研究中心（备注：权益类基金包含主动型管理的基金，不含指数型、生命周期混合型、偏债混合型基金和 QDII 基金）

表4：基金公司固定收益类基金绝对收益前十

机构	净值增长率（%）	排名
新华	6.28	1/97
金元顺安	5.20	2/97
易方达	5.10	3/97
北信瑞丰	4.53	4/97
财通证券资管	4.28	5/97
东吴	4.11	6/97
泓德	4.04	7/97
前海开源	3.85	8/97
国海富兰克林	3.73	9/97
东方证券资管	3.71	10/97

数据来源：海通证券研究所金融产品研究中心（备注：固定收益类基金包括纯债券型、准债券型、偏债券型基金、可转债基金和封闭债基，不包含货币基金、理财债基和指数债基。）

图3：十年来基金发行数量及平均发行份额的情况（单位：只；亿份）



数据来源：大智慧

基金中占比34.6%，其中432只基金的资产规模跌破所谓5000万元的“清盘线”，占比10%。而2016年，在纳入统计的3416只基金中只有794只的资产规模低于2亿元，其中跌破5000万元的为245只，分别占比23%和7%。

迷你基金数量的快速增长，一方面与近年来基金发行数量的显

著上升有关，另一方面则与监管层2016年底开始推行的委外去杠杆、防止套利等监管政策导致部分基金资产规模的严重萎缩有关。

统计显示，自2015年以来，基金发行数量便明显上升，至2017年三年来合计发行2992只新基金，是之前七年发行新基金总和的近两倍；且这三年发行的新基金主要集

中在债基和混基这两种类型（图3）。

尽管发行数量激增，但是平均发行份额不仅未同步提升，反而持续下降。2007年新基金平均发行份额约72亿份，成为这么多年来一个不可逾越的高峰，至2017年这个数字仅为8亿份左右，十年来平均发行份额下降了近九成。

统计还显示，部分基金的资产规模缩减严重：有149只基金的资产规模较2016年末缩减超过90%，涉及56个基金公司，从老牌基金公司到新锐基金公司均有中招者；其中2/3以上为债券型基金，主要原因是在2017年强监管、去通道化的环境下，机构资金大举撤退，使得机构定制型基金受到较大影响——在5只资产规模从百亿以上骤然缩减到个位数以下的基金中，有4只为债券型基金。

监管层也注意到迷你基金的

问题。2017年6月，监管层要求迷你基金超过10只的基金公司暂停申报新基金；年底又追加规定表示，对于旗下迷你基金数量较多的基金管理人，原则上对其上报的产品适用6个月的注册审查期限。而目前注册常规类型的新基金一般只需20个工作日。

为了不影响公司新基金注册节奏，不少基金公司加快了对迷你基金的清盘处置。数据显示，2017年约有103只公募基金触发清盘条款或拟召开基金持有人大会进行表决清盘，几乎相当于此前3年的总和；其中一半以上为债券型基金，其次为混合型基金，约有1/3，其余还涉及保本基金、股票型基金、QDII和货币基金等。

最严金融监管年的“收”与“放”

2017年一季度，“一行三会”联合采取的系列行动和严厉措施，标志着从2017年起，我国金融进入严监管时代。据不完全统计，2017年金融监管部门先后出台重要监管文件超20个，行政处罚超2700件，罚款金额超80亿元。

基金行业的强监管、严问责从2016年底的基金子公司管理新规出台便已启动。此后，我国基金行业的监管便全方位铺开，并一轮紧似一轮地向前推进。

2016年12月底，证监会发布《基金管理公司子公司管理规定》和《基金管理公司特定客户资产管理子公司风险控制指标管理暂行规定》。一年多以来，基金子公司告别野蛮生长的状态，全面开启增资

控股、业务转型、清理母公司员工持股平台等工作，通道业务持续萎缩。根据中国基金业协会的统计数据，截至2017年11月底，基金子公司专户业务管理资产规模从上年末的10.5万亿元回落至7.63万亿元，收缩约27%。过去一年内，有55家基金子公司合计增资超过100亿元，而79家基金子公司注册资本合计172.84亿元。

2017年监管层对定增基金、分级基金和保本基金执行了严格的约束。2017年2月再融资新规和5月减持新政先后落地，提高流动性要求、遏制套利红利，使得此前大热的定增基金魅力大减。5月也实施了分级基金新规，将不具备条件的个人投资者挡在门外，降低分级基金场内活跃度，并加快分级产品的优胜劣汰。至2017年末，分级基金资产规模和份额规模分别为1441亿元、1595亿份，分别较上年末下降40%和41%。2017年年初还重新规范了保本基金，将其更名为“避险策略基金”相应取消连带责任担保机制，多数保本基金到期后纷纷转型或直接清盘。

私募基金管理人的准入门槛被大大抬高。2017年8月国务院发布最严私募基金管理新规，从信批、行业自律、违规责任等角度做了明确规定——这引发系列私募机构“失联”。中国基金业协会发布的第十七批失联私募机构名单显示，截至2017年11月末，失联私募机构多达303家，占整体比重达1%。

2017年10月《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》（以下简称流动性新规）正式

实施。流动性新规从产品的设立、投资、申赎、估值、信批等各个环节提出系统性要求，重点防范流动性风险，对开放式基金的影响尤其显著。截至2017年末，我国有4702只开放式基金，资产净值合计11.6万亿元，占全部基金比重为99.9%。随着流动性新规的实施和推进，将不断推动基金公司从“重规模”向“重质量”方向转化，并对基金公司内部治理水平提出更高的要求。此外新规还将进一步削弱基金公司对证券价格的影响力。

2017年年末，中国基金业协会取消货基规模披露及排名。中国基金业协会强调，弱化货基，是为了引导投资者及相关方更理性、客观地看待规模排名，突出长期投资、价值投资对于财富增长的重要作用。结合之前已经实施的货币市场基金监督管理办法、商业银行理财新规、“三三四”自查、流动性风险管理系列规定、资管新规等监管政策，不难看出监管层在去杠杆、流动性风险管理以及倒逼基金行业回归投资主业上的坚定决心。客观上，这系列政策将直接抑制货基规模的高速扩张，且对投资标的的限制也会到货基的收益率造成一定的打压。截至2017年末，货基整体资产规模约为6.78亿元，占公募基金整体比例约六成。

金融强监管在对基金行业的诸多风险点实行“收”操作的同时，也为基金行业的发展“放”了一些创新的口子。比如2017年9月初，公募FOF正式破冰。这为公募基金带来新机遇、打开新空间，其深层意义在于有效解决目前国内投资者面临的基金选择困难、资产

配置困难等痛点问题，同时也有助于发挥公募基金在养老资金中的作用。又如，11月初，证监会发布《养老目标证券投资基金指引（试行）》（征求意见稿），拟在公募基金中推出“养老目标基金”这一新的基金品种。养老目标基金的推出，对于公募基金行业服务个人投资者养老投资，推进养老金市场改革，促进公募基金行业健康长远发展，具有重要的积极意义。

强监管将是未来基金行业发展的常态。在统一监管的大趋势下，原先随着行业规模快速扩张而滋生的监管套利、资金池、刚性兑付等问题，都将被严格遏制。对基金公司来说，必须转变思路，切实转型，提高自身核心竞争力。只有快速适应和即时调整，才能跟得上市场发展的脚步。

2018年展望：政策取向或成更大变量

2018年是我国公募基金行业正式诞生20周年。在公募行业的芳华之年，需直面两件重要大事：其一2018年是我国金融监管的全面落地之年；其二2018年6月起，A股将正式“入摩”——纳入MSCI 新兴市场指数。

金融业监管的落地，从新年第一天即在增值税新规上展露锋芒：1月1日起，资管产品管理人需要对资管产品运营业务的收益按3%的征收率缴纳增值税——相对其他机构来说，公募基金买卖股票、债券的差价，以及同业往来的利息收入均享有免征增值税的优势。由于新规对偏股型基金和货币

型基金的影响较小，而对债券型基金影响较明显，由此税收差别可能导致公募基金配置产生转向。但整体来说，增值税新规对公募行业影响不大，即便是影响最大的债券型基金，以简易方法计税粗略测算，执行新规后的税后收益率仅相当于在原有收益率的基础上打九七折。

新年伊始“一行三会”联合发文规范债市交易，也令市场震动不已。这与此前发布的资管新规、《商业银行流动性管理办法》等系列政策一脉相承，均以防风险、去杠杆、严控表外业务为指向。根据监管层的金融监管思路，未来系列相关监管政策还将陆续落地。联讯证券董事总经理、首席宏观研究员李奇霖表示，强监管对非标、委外、通道、理财权益投资等业务都将产生显著影响。他认为，强监管对公募带来的冲击应该是短期的，但短期冲击也可能很大，一方面，货币新规对货币基金的影响巨大，另一方面，流动性管理下的指标考核压力和流动性紧张的趋势将持续给货基、债基带来赎回压力。

此外，2018年6月1日，A股将按2.5%的比例纳入“MSCI 新兴市场指数”；9月3日纳入比例提高到5%。届时将有逾千亿元的增量资金通过MSCI进入A股，尤其MSCI成份股中的龙头股将受到更多关注。

“虽然MSCI对A股只开放了5%的额度，但随着边际效应的不断扩大，其带来的远不止被动投资的资金量，还有大量主动投资。”鑫元基金研究部总监丁玥指出，目前已经有不少国际机构为迎接A股“入摩”带来的变化而先行调整了团队架构——将中国团队从新兴市场团

队中独立出来。这意味着在这些国际资金的视野里，中国经济体在全球经济体中的重要性日益突出，未来它们对中国的主动投资将是一个持续加大的过程。未来A股与海外联动将越来越多，通过MSCI的窗口，A股市场将进一步与国际市场、外资机构接轨，进一步改善市场参与者的结构和投资风格，这也将加速推进价值投资理念的深化普及。

由此公募基金需要在短期煎熬中补短板、强化自己的投研优势和长期竞争力，积极回归主动管理导向。比如随着金融去杠杆、控风险的进一步深化，将对委外、定增、分级、保本、货基产生持续深远的影响，它们将面临转型压力；公募基金将很难再对接非标，通道业务规模将持续下降；在资管业统一监管的框架下，在新的基金评价体系、增值税新规作用下，基金公司将有动力加强主动管理业务，更加重视长期投资和价值投资。

“总体而言，2018年市场的机会仍将是结构性的，需要更具匠心的主动管理和深入的研究能力。”博道投资董事长莫泰山如是说。

从宏观经济角度说，复苏仍将是2018年经济的主导力量，货币政策也依然易紧难松。在此背景下，政策取向或将成为更大的变量。可以预计，脱虚向实、控制金融杠杆、提升监管标准、规范金融活动等都将作为今后一段时间的主要议题，或许还伴随着在可控情况下局部风险的主动暴露。这对市场风格的演绎、投资者行为的引导和风险偏好的走向，都将产生重要影响。

2017 年公募基金业绩榜单 大消费及主动管理实力领先

文 | 《固定收益》编辑部

中国版“漂亮 50”领跑，估值合理、业绩稳定的白马蓝筹股不断上扬，同时题材股、概念股不断下挫，结构性机会效果明显，持仓结构胜于仓位，且主动管理的平均业绩优于指数基金，主动管理优势显现。

2017年公募基金业绩排行已经尘埃落定。这一年A股市场表现分化，中国版“漂亮50”领跑，估值合理、业绩稳定的白马蓝筹股不断上扬，同时题材股、概念股不断下挫，结构性机会效果明显，持仓结构胜于仓位，且主动管理的平均业绩优于指数基金，主动管理优势显现。这一年公募基金的特点大体如下：

“大消费”概念表现突出。根据海通证券研究所金融产品研究中心的数据，2017年，各个分类基金的平均净值增长率均录得正值。整体排名中，业绩最强的基金在2017年全年录得收益率为7493%，而业绩最差的基金则出现-306%的反差——巧的是，前者是近期资金极为青睐的“消费”概念，后者正属资金唯恐避之不及的“创业板”。指数股票型、主动股票开放型的冠军均为“大消费”概念，且在指数股票型分类排名前十中，有8只基金为“大消费”概念基金。可见跟对大势、跟紧政策热点对区



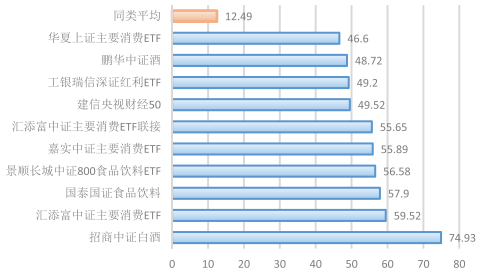
间业绩的重要性。

成立不足三年的基金短期排名靠前。若以2015年为分水岭，仅看各个分类基金平均净值增长率排名首位的产品，那么在指数股票型、主动股票开放型、主动混合开放型、主动混合封闭型、商品型、开放式债券型、封闭式债券型和QDII等八个分类冠军产品中，有

一半成立于2015年之后（复制指数型、主动混合开放型、主动混合封闭型和封闭式债券型）；另一半成立于2015年之前，其中成立于2010年之前的只有QDII。近期的趋势是，新基金加速建仓，利用震荡行情迅速拉高净值、建立安全垫。从这个角度看，貌似基金长期业绩积累的优势不明显。

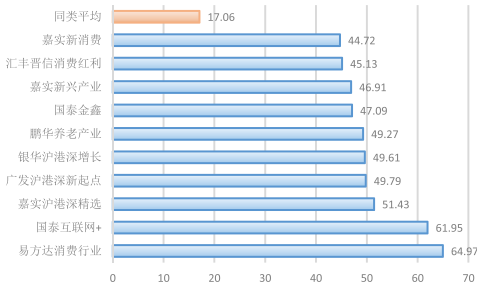
整体业绩笑傲其他各类基金的QDII和主动混合封闭型表现更为显著。在QDII业绩排名前十中，多达8只产品成立于2015年之后，大多是借着海外股市青云直上的东风，乘势而起。主动混合封闭型这一分类则均是成立于2015年和2016年的基金，其代表性产品是“东方红系列”——该类别排名前五均为“东方红系列”霸占，且业绩均高于50%，比第6名的业绩高40个百分点以上。该系列产品根据主动管理优势和长期投资理念进行了创新，利用封闭期无流动性需求的优势，更好地把握中长期投资机会，业绩突出。

图1：2017年指数股票型业绩排名TOP10
（%，2017.01.03-2017.12.31）



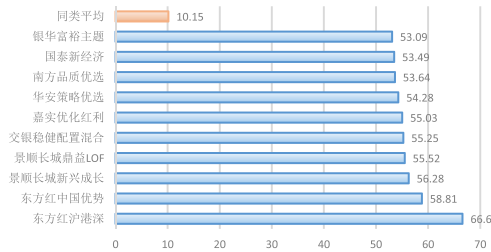
数据来源：海通证券研究所金融产品研究中心

图2：2017年主动股票开放型业绩排名TOP10
（%，2017.01.03-2017.12.31）



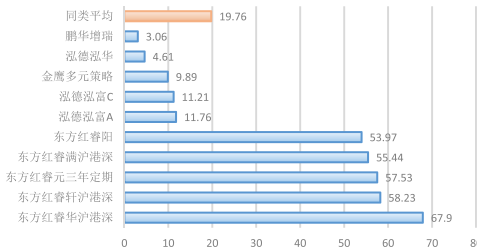
数据来源：海通证券研究所金融产品研究中心

图3：2017年主动混合开放型业绩排名TOP10
（%，2017.01.03-2017.12.31）



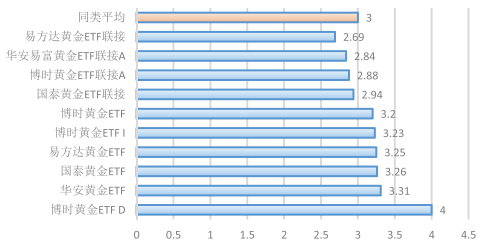
数据来源：海通证券研究所金融产品研究中心

图4：2017年主动股混封闭型业绩排名TOP10
（%，2017.01.03-2017.12.31）



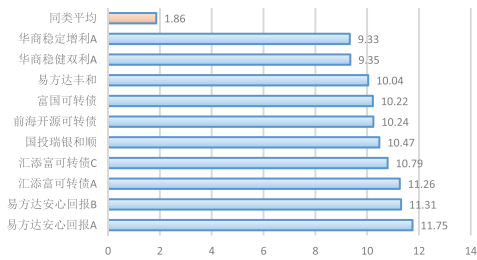
数据来源：海通证券研究所金融产品研究中心

图5：2017年商品型业绩排名TOP10
（%，2017.01.03-2017.12.31）



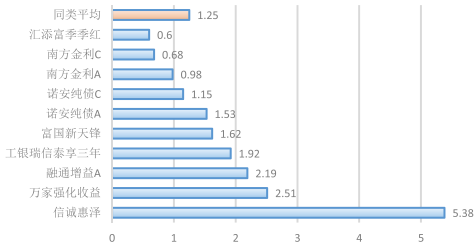
数据来源：海通证券研究所金融产品研究中心

图6：2017年开放式债基业绩排名TOP10
（%，2017.01.03-2017.12.31）



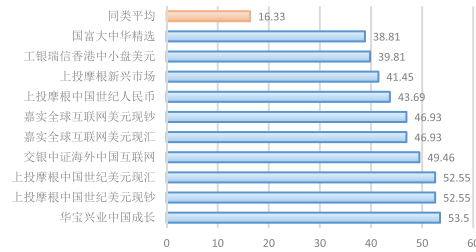
数据来源：海通证券研究所金融产品研究中心

图7：2017年封闭式债基业绩排名TOP10
（%，2017.01.03-2017.12.31）



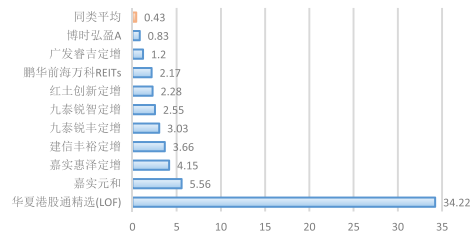
数据来源：海通证券研究所金融产品研究中心

图8：2017年QDII业绩排名TOP10
（%，2017.01.03-2017.12.31）



数据来源：海通证券研究所金融产品研究中心

图9：2017年国内其它业绩排名TOP10
（%，2017.01.03-2017.12.31）



数据来源：海通证券研究所金融产品研究中心

老牌基金注重主动管理。若将各分类基金排名扩展到前10名乃至前20名，那么成立于2015年之前的产品明显增多，尤其在指数股票型、主动股票开放型、主动混合开放型、商品型、开放式债券型和封闭式债券型等六个分类中，约7成基金成立于2015年之前，包括华夏全球精选、华安策略优选、易方达上证50等一批十年老基。必须提及的是，拿下2017年QDII业绩排名冠军的华宝兴业中国成长是一只成立于2008年的老牌QDII，而且在QDII业绩排名第11到第20中，只有2只成立于2015年之后。

总体而言，既注重主动管理，又拥有长期业绩领先积累的优势，将更有机会跨越牛熊，获得稳健的业绩表现。



主动混合封闭型这一分类则均是成立于2015年和2016年的基金，其代表性产品是“东方红系列”——该类别排名前五均为“东方红系列”霸占，且业绩均高于50%，比第6名的业绩高40个百分点以上。



后新规时代资管业务何去何从

文 | 《固定收益》编辑部

2017年11月17日，中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局等五部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，意味着我国大资管初步形成统一的监管框架，资管行业将迎来最严监管时代。



2017年11月17日，中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局等五部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》（以下简称“资

管新规”），对资管产品分类标准、信息披露等诸多方面进行了规范。

这份即将正式颁布的新政被视为资管行业监管规则的“纲领性

文件”，将对我国资管行业设定统一的监管标准，实行公平的市场准入和监管——意味着我国大资管初步形成统一的监管框架，资管行业将迎来最严监管时代。

资管业率先进入全方位监管时代

随着我国金融市场的不断发展，监管层持续强化金融风险防控，打破分业监管的行政性壁垒和统一监管已成为业界共识。按全国金融工作会议的部署和十九大对防范金融系统性风险的要求，我国金融市场将进入由宏观审慎和微观审慎为主导，行为监管和功能监管相结合的全方位监管时代。

在此背景下，“资管新规”应运而生，并针对资管业务跨行业、跨市场等特点，充分体现新时代下的金融监管理念，对各类金融机构开展资管业务进行全面、统一的覆盖，这有望改变行业格局，实现对金融风险的有效防控，提升金融服务实体的能力。

2017年2月坊间曾流出资管新规的内审稿。与内审稿相比，“资管新规”的条款数目并未出现大变动，但容量从不到六千字明显扩容至过万字。可见，“资管新规”对各条款进行了更符合现状、更严谨的细化。

“资管新规”秉持从严的监管态度，针对资管行业发展不规范、多层嵌套、刚性兑付、资金池、期限错配、规避金融监管等问题进行了详细规定，强调降低影子银行风险，引导资管业务回归本源，打破刚性兑付，抑制多层嵌套和通道业务。

其一，提倡净值化管理，打破刚性兑付，实现“卖者尽责、买者自负”。

刚性兑付可谓我国金融业的历史沉痾。“资管新规”明确资管

业务是金融机构的表外业务，不得承诺保本保收益，不得以任何形式垫资兑付，并推动产品向净值管理转型。规定“金融机构对资产管理产品应当实行净值化管理，净值生成应当符合公允价值原则，及时反映基础资产的收益和风险”，严格定义了刚性兑付的四种类型，且明晰监管要求——这比年初内审稿的要求更为严苛，内审稿仅要求“金融机构不得以自有资金进行兑付”。

这实际上是打破刚性兑付、确保投资者的收益与风险相一致、释放资管机构风险的前提。中信证券研究部表示，资管产品的“净值化管理”将产品的报价模式从“预期收益型”变更为“净值型”，意味着资管产品从存款替代品转化为真正意义上的资产负债产品——由此，在资管机构“卖者尽责”的情况下，其收益和风险将完全转移到买者手中，即“买者自负”。

其二，严禁资金池运作，防范流动性和期限错配风险。

“资管新规”明确禁止资管业务的资金池业务，提出单独管理、单独建账、单独核算的管理要求。相比内审稿而言，“资管新规”为了降低期限错配风险，新增了对部分资管产品加强久期管理的要求，如封闭式资管产品的最短期限不得低于90天。还规定若投资非标准化债权类资产，该类资产的终止日不得晚于封闭式资管产品的到期日或开放式资管产品的最近一次开放日——相当于直接“喊停”了当前通过发行开放式产品来规避期限错配要求的做法。另外，“资管新规”还禁止开放式资管产品投资

股权、禁止“一对多”，限定同一资产投资规模不得超过300亿元。

其三，严控资管产品的杠杆操作，强化“去杠杆”监管政策。

2016年以来，监管层先后推出系列金融“去杠杆”政策，金融机构杠杆业务规模均有所下降。在此基础上，“资管新规”系统归纳了“去杠杆”监管政策，对资管产品的负债杠杆和分级杠杆均进行了严格规定，明确按穿透原则核算负债杠杆，提高分级产品的设计标准、规范资产投向、统一负债要求等。这相当于从融资端、投资端均对资管业务落实了杠杆限制。中信建投分析师黄文涛指出，在“资管新规”框架下，资管产品杠杆管理的精细化和严格程度均较以往有明显提高，有望进一步限制金融机构监管套利的空间、降低杠杆水平、规范资管业务运作。

其四，明确“非标”业务管理，防范影子银行风险。

“资管新规”更新“非标”的定义，明确指出根据未来的认定规则认定的标准化债权类资产之外的其他债权类资产均为非标准化债权类资产。相较2013年银监会8号文的定义“未在银行间市场及证券交易所市场交易的债权性资产”而言，新定义拓宽了非标的界定范围。

同时“资管新规”规定资管产品投资“非标”应遵守有关限额管理、风险准备金要求、流动性管理等监管标准。中信建投黄文涛认为，这有助于避免资管业务沦为变相的信贷业务，减少影子银行风险，缩短实体经济融资链条，降低实体经济融资成本，提高金融服务

的效率和水平。

其五，禁止多层嵌套和通道业务。

“资管新规”明确“金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务”。这与规范资金池运作的规定一样，是对此前“清理资金池”规定的进一步细化。早前金融市场的监管套利链条多为通道业务，银行通过委外投资于非标等监管限制领域，而自2016年以来，监管层已经陆续出台多条措施，带动券商和基金公司压缩通道类业务。不过，在正式文件中明文“禁止”通道业务，则是首次。

针对嵌套问题，“资管新规”强调资管产品最多“只能投资一层资管产品”，且“所投资的资管产品不得再投资其他资管产品（公募证券投资基金除外）”。这比内审稿彻底杜绝嵌套的规定已有所放松。由于实行穿透式监管，对于已发行的多层嵌套资管产品，“向上识别产品的最终投资者，向下识别产品的底层资产”，这将对嵌套模式构成极大的约束。

其六，集中度管理和独立托管的规定有所放松。

与内审稿相比，“资管新规”对资产组合的集中度管理、第三方独立托管等规定，都有所放松。前者原先统一划线为“双十”限定，如今则是分不同的情况将集中度管理上限分别设定为10%、15%、30%（表1）；后者则从要求所有金融机构实行第三方独立托管，转变为允许“具有证券投资基金托管业务资质的”银行通过设立具有独立法人地位的子公司实现第

三方独立托管，即符合要求的银行不需要将理财托管于其他银行。

此外，“资管新规”延续内审稿的规定，继续强化资本和准备金计提要求，并明确了资管产品私募分类要求。而在投资范围上，公募产品将面临一定约束，如公募产品主要投资风险低、流动强的债权类资产以及上市交易的股票，除法律法规另有规定外不得投资未上市股权。

后续影响或将持续较长时间

作为资管领域的纲领性文件，“资管新规”的出台自然不仅仅是为了调控某个单一市场或某类资产，业界对其的预期更多集中在对资管行业生态的重塑上，这也意味着新规对金融机构、资本市场的影响和冲击或将持续较长的时间。

对体量庞大的银行而言，资管新规的落地短期内将对其表内外资产配置带来冲击，尤其表外理财业务的发展会面临调整压力，可能导致银行理财规模出现收缩。

事实上，自2017年年初监管层加强对同业理财和资金空转等方面的监管以来，银行理财规模已现收缩迹象，从2017年Q1的29.1万亿元下降到Q2的28.4万亿元，下降了2.4%，而过往三年同期银行理财规模均录得正增长，分别为15%、16.8%和8.7%。未来根据新规将严格打破刚性兑付、实行净值化管理，投资者对理财产品的风险溢价上升、投资回报率也将有所下降，由此可能降低银行理财产品的吸引力，从而令银行该块业务的收入和利润受损。

此外，监管升级也将提高银行理财的管理成本。在传统预期收益型的报价模式下，银行只需按时兑付最终产品即可，而未来转为净值化管理模式后，银行将不得不对销售、信批、估值核算、IT系统、投研等流程进行相应的改造，改造成本不菲。

不过，从长期来看，资管新规将利好银行资管业务的发展，尤其“资管新规”提及资管业务子公司化发展，有望为银行资管业务的分拆埋下伏笔。考虑到银行体系在我国金融体系里长期的“老大哥”地位，未来银行资管业务的发展潜力依然不可小觑。

而对非银金融机构而言，信托、券商资管、基金子公司等原先通道业务占比较高的业务主体短期内受到影响较大；而清理资金池和对杠杆水平的约束，使得私募的发展面临较大的不确定性。招商证券首席债券分析师徐寒飞测算指出，截至2016年底的数据，受新规影响的通道业务合计约32万亿。

从市场角度来看，资管新规无疑对债市的影响更为直接。徐寒飞测算认为，资管新规涉及债券规模可能超过10万亿，其中利率债2-3万亿，信用债8-9万亿，且新规执行后，银行理财中配置非标的数万亿资金有可能会转向配置债券，成为债市的“生力军”。

2017年10月中下旬以来，债市经历了一波深度调整（图1）。中信建投证券宏观与债券研究团队首席分析师黄文涛认为，经过本轮调整，债市对强监管的预期已有所吸收，继续大幅调整的风险降低。他强调，虽然资管业务增长放缓会

表1：资产组合集中度管理的对比

内审稿	指导意见
单只资管产品投资单只证券的市值或证券投资基金的市值不得超过该资产管理产品净资产的 10%，私募产品除外；全部资产管理产品投资单只证券的市值或证券投资基金的市值不得超过该证券市值或证券投资基金市值的 10%。	单只公募资产管理产品投资单只证券或单只证券投资基金的市值不得超过该资产管理产品净资产的 10%；同一金融机构发行的全部公募资产管理产品投资单只证券或单只证券投资基金的市值不得超过该证券市值或证券投资基金市值的 30%；全部开放式公募资产管理产品投资单一上市公司发行的股票不得超过该上市公司可流通股票的 15%；全部资产管理产品投资单一上市公司发行的股票不得超过该上市公司可流通股票的 30%。

资料来源：《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》

图1：2017年10月中下旬债市经历深度调整



数据来源：大智慧

减少债市的配置资金，但随着监管趋严，表内和表外对债券等标准化资产的配置需求也会增加，因此，“从中长期来看，资管业务的调整对债市的影响相对中性，债市走势最终还是回归基本面，加杠杆带来的牛市行情难现”。

今后各金融监管部门将在“资管新规”的框架下制定出台各自监管领域的实施细则，考虑到此

前一贯“从严”的立场，未来对理财、委外、非标、流动性管理、杠杆管理等方面的要求有可能进一步提高，进一步加剧行业分化。

总体而言，“资管新规”对资管行业存在的多个“病灶”体现了积极、坚决的金融监管态度，尽管短期内给相关资管机构带来调整压力，也明显提升了对从业人员投资管理能力的要求，但在充分的过

渡期安排和统一监管的大趋势下，资管新规带来的负面影响将逐步消退，行业资产质量的持续向好依然会成为驱动资管行业发展的核心因素。随着国民财富存量的继续增加，对多元化投资渠道的需求居高不下，未来资管行业仍将具有广阔的发展空间。



资管新规 重要元素一览

2017年11月17日晚，央行发布了《中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，那么资管新规包含哪些内容呢？



1

界定了资管产品的范围和分类

新规确定资产管理业务是表外业务，不得承诺保本收益，表内不得开展资产业务。资产管理产品包括但不限于银行非保本理财产品，资金信托计划，证券公司、证券公司子公司、基金管理公司、基金管理子公司、期货公司、期货公司子公司和保险资产管理机构发行的资产管理产品，对产品按照募集方式和投资性质进行分类。



2

对合格投资者做出严格界定， 投资标准做出明确规定

合格投资者：家庭金融资产不低于500万元，或者近3年本人年均收入不低于40万元，且具有2年以上投资经历；或最近1年末净资产不低于1000万元的法人单位。
投资标准：投资于单只固定收益类产品的金额不低于30万元，投资于单只混合类产品的金额不低于40万元，投资于单只权益类产品、单只商品及金融衍生品类产品的金额不低于100万元，同时投资多只不同产品，投资金额按照其中最高标准执行。



3

打破刚性兑付监管要求

资管产品不允许承诺保本保收益，金融机构对资产管理产品应当实行净值化管理，净值生成应当符合公允价值原则，及时反映基础资产的收益和风险。新规认定的刚兑方式包括：发行时承诺保本保收益、滚动发行实现保本保收益、自筹资金或委托其他金融机构代付以保本保收益，以及管理部门认定的认定的刚兑情形。

4

统一负债要求，限制杠杆使用

新规要求开放式公募产品的总资产不得超过该产品净资产的140%，每只封闭式公募产品、每只私募产品的总资产不得超过该产品净资产的200%。计算单只产品的总资产时应当按照穿透原则合并计算所投资资产管理产品的总资产。资产管理产品的持有人不得以所持有的资产管理产品份额进行质押融资，放大杠杆。

5

非资产管理机构开展资管业务的 需设独立法人子公司

新规要求主营业务不包括资产管理业务的金融机构，需设立独立法人地位的资产管理子公司开展资管业务，暂不具备条件的需设立专门的资部门开展业务。过渡期内，商业银行可以为单只产品单独开户，托管本行的资管产品，过渡期后，仍需设立具有独立法人地位的子公司开展资产管理业务，过渡期截止至2019年6月30日。

6

限制多层嵌套资管产品

金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务。资产管理产品可以投资一层资产管理产品，但所投资的资产管理产品不得再投资其他资产管理产品（公募证券投资基金除外）。

7

规范资金池

金融机构应当做到每只资产管理产品的资金单独管理、单独建账、单独核算，不得开展或者参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务。为降低期限错配风险，金融机构应强化资产管理产品久期管理，封闭式资产管理产品最短期限不得低于90天。金融机构不得为单一项目融资设立多只资产管理产品，突破监管条款。同一金融机构发行多只资产管理产品投资同一资产的，多只资产管理产品的资金总规模合计不得超过300亿元。如果超出该限额，需经相关金融监督管理部门批准。

8

监管协调及分工情况

监管过程中一行三会原则上强调宏观审慎和穿透式实时动态监管。新规要求金融机构在每只资产管理产品成立后5个工作日内、每月10日前、产品终止后5个工作日内同时向人民银行和金融监管部门报送相关信息外，还要求几乎所有金融交易、登记、结算、托管机构在每月10日前向人民银行和金融监督管理部门同时报送资产管理产品持有其登记托管的金融工具的信息。



9

对智能投顾风险做预规范

新规要求开展智能投顾需获得金融监管部门许可，并符合投资者适当性、投资范围、信息披露、风险隔离等一般性规定。为了避免智能投顾可能产生的顺周期性，金融机构还需针对由此引发的市场波动风险制定应对预案；如果智能投顾影响金融市场稳定运行，应采取人工干预措施，强制调整或者终止智能投顾业务；若在对智能投顾的管理中违法违规或管理不当，应赔偿投资者，如果开发机构不当，金融机构应向开发机构追偿。



房地产债券投资策略

供需周期同时延长，低杠杆房企短久期债券具有配置价值

文 | 丁汀 鑫元基金研究部信用研究员

摘要：2015年以来，房地产债券融资在长达近五年的管制期后松动，房企公司债发行量迅速增加，一跃成为存续债券量排名靠前行业，加之不少房企发行利率较高，房企公司债配置价值显现。展望2018年，由于因城施策背景下短期购房政策、金融强监管背景下融资政策趋严，长期人口结构改变(老龄化)、三四线增长乏力等原因，房企长短期经营风险均提升；信用风险方面，由于大量地产债于2018年集中(行权)到期，而行业分化在持续，高杠杆主体偿付压力极大，而杠杆较低、跨周期能力较强的房企早期发行的短久期债券则具有一定配置价值。（图表1）

落实到信用策略方面，2017年房地产行业销售超预期，投资彰显韧性，企业盈利有确定性，销售端的良好表现带动行业信用资质提升。由于行业整体增长受“房住不炒”、“因城施策”、“购租并举”、金融监管等大背景影响，偏紧的外部环境下，房企受到来自经营(推盘)、投资(拿地)、融资(借款、发债、美元债、非标等)等多方面考验。因此，地产行业在2017年呈现出分化特征，未来行业集中度提升将会持续，地产企业资质将更加分化，部分杠杆高周转不力的房企面临流动性压力。我们认为地区大中型龙头房企均有较好的投资价值，可以在考虑其业绩确定性与杠杆水平后参与，建议以短久期为主，经营稳健的龙头房企可适当拉长期。

一、房地产行业逻辑分析框架

1. 行业定义：

房地产开发是指房地产开发企业进行的房屋建设，以及转让房地产开发项目或者销售房屋的活动。一般界定房地产开发企业的标准如下：当企业商品房销售业务的营业收入比重大于或等于50%，则将其划入房地产开发行业；而当企业商品房销售业务的营业收入比重小于50%，但其收入和利润均在业务结构中占比最高，而且均占到公司营业收入和营业利润的30%及以上，一般也将其归属为房地产开发

行业。

2. 行业运行基本特征：

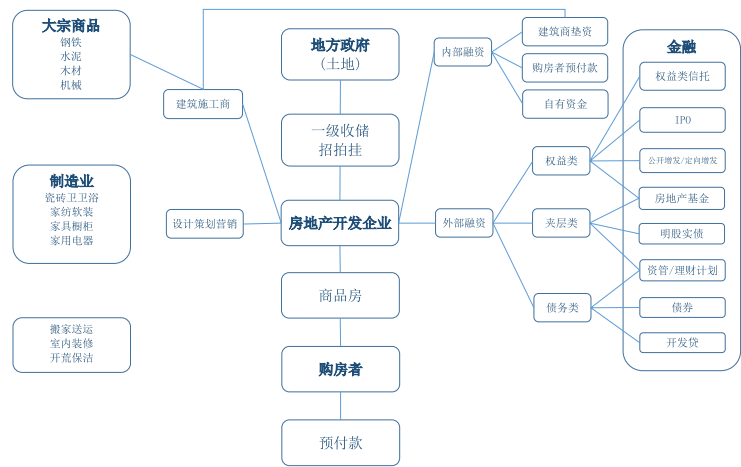
1) 周期性——长期受制于人口结构：普通城市住宅地产主要属性是居住属性。在我国，住宅投资占到房地产整体投资的67%，因此人口是影响房地产景气度的最重要因素。而15-64岁的人口参与工作，拥有较稳定的收入，也有向银行办理按揭贷款的实力，是住房需求较强的群体，其中20-29岁人群由于受到传统结婚购房观念带来的影响，对住房的需求更强。然而自2010年以来这两大群体的人口数量均出现拐点。作为后备需求的0-14岁人口也连续10年出现下降，虽然

目前二孩政策已经放开，但对于房屋置换需求的产生尚待时日，预计未来购房人口数量将继续减少。住房的后续需求不容乐观。

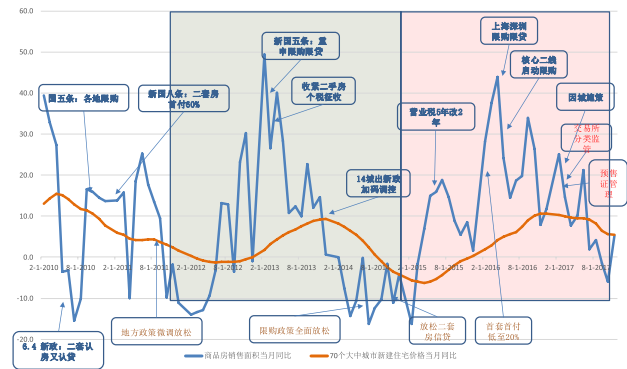
2) 周期性——短期受制于政策：房地产行业度短期内供给和需求都受到政策及宏观经济波动影响，塑造房地产行业小周期。宏观经济的好坏通过影响居民收入以及收入预期从而直接影响购房者的需求，但调控政策往往是影响房地产供需最直接的因素。（图表2）

在以往的小周期中，需求端的需求周期主要由政策周期所调节，而政策周期本身也恰巧呈现出3年小周期规律，09/10/11、12/13/14

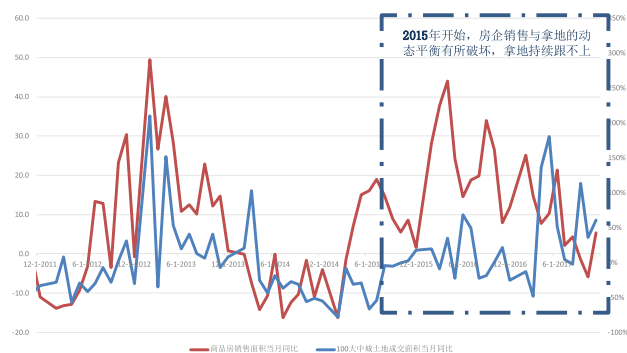
图表 1：房地产作为实体经济与金融市场的重要连接点



图表 2：2011年至今房地产行业相关政策对行业景气度影响



图表 3：2017年行业销售面积 vs 百城拿地



这样三年一次，并且呈现出“1年政策放松+2年政策从严”，从而推动需求也形成了3年小周期规律，并导致销量同样呈现出“1年销量增速上行+2年销量增速下行”的周期规律。但是在本轮小周期中，政策周期原先相对固定的三年小周期规律改变了：

政策调控由全国一刀切变为因城施策，并预计后续仍将延续。在以往小周期中，比如2009-2011年和2012-2014年两轮小周期，由于全国仍处于住房总量供不应求阶段，高层在需求端进行政策调控的过程中基本上实施全国统一性的政策调控（全松全紧式），比如全国性的限购限贷和降息降准等，从而推动了全国总量需求大幅度的波动、致使需求整体呈现出强周期规律。

但在本轮小周期中（自2015年开始至今），由于去库存和抑制房地产风险的两个相对立的大任务存在，在全国范围内同时出现库存高和房价高的现象导致，全国统一的政策调控已不再适用于国情，因而中央和地方政府在2016年开始实施“因城施策”，进行区域分类调控。在2016-2017年中，我国在一二线城市进行限购限贷政策从严的同时，三四线城市却进行了如棚改货币化安置等政策放松，同一时期政策从严和政策放松的对冲确保了全国总量需求的稳定。

一言以蔽之，本轮周期中，调控政策和货币政策在放松阶段的加强并延长推动了小周期，需求释放较以往周期显得更强、更持久。

3. 行业供需：

本轮一线、二线、三四线轮

流爆发后，行业供需的重点从需求侧转向供给侧，在本轮调控之后（主要包括土地端和销售端供给侧调控），房地产市场供需也发生了变化（图表3），主要包括：

1）土地端供给调控（即去库存）导致土地供需在2014年发生了逆转，由相对充足逆转为相对紧缺。2014年之前百城土地供应绝对量维持在高位、是相对充足的，但自去库存任务开始，全国土地供应开始快速缩减，在不同城市“因城施策”以商品房库存定土地供给；

2）销售端供给调控（指预售证管理）导致新房供需在2015年发生了逆转，由供过于求逆转为供不应求。2015年之前，一二线城市新房市场基本面呈现了供大于求的状态，而也同样自2014年政府执行去库存政策开始，新房市场逐步从2010-2014年的供大于求逆转为2015-2017年供不应求的状态，新房供应逐步偏向于紧缺的状态。

本轮周期中是供需的短板在供给(调控原因)，行业政策调控除了需求端政策调控之外，还加入了供给端调控政策，包括：去库存政策、预售证监管和限售政策等，政府在调节需求之外，还开始调节供给，并且供给端政策的约束更强；另一方面，无论是土地市场还是新房市场都是处于供应相对紧缺的阶段，在“供不应求”的背景下，供给端的政策和基本面影响将起决定性作用，而政策之外，对于房企而言经营就是供给端的基本面。

一、二、三四线的库存水平，各地地方政府对预售证的态度，房企推盘的意愿或在2018年影响供给端变化的几大因素。

二、房地产行业融资情况

1、融资现状：
融资规模整体微降。2017年前11个月108家房企融资总额为10,014亿元，同比下降4%，占2016年融资总量的90%，预计全年融资总额相较于2016年持平或有小幅下滑。2017年全年房企融资总量并未出现明显下滑，究其原因，主要是部分龙头企业融资力度较大所致，比如中国恒大、阳光城等企业，其余超半数企业融资总量较于2016年出现大幅下降，在融资环境日益收紧的情况下，中小房企面临的压力更加明显。

2、融资成本：
融资成本均有上升，从108家典型房企在境外发债、公司债及中期票据上的融资成本来看，2017年新增融资成本均有所上升。2017年1-11月108家房企的境外发债、公司债及中期票据平均融资成本分别为6.72%、6.05%及5.52%，与2016年全年相比，分别增加134、103及120个bps。这主要是因为2015、2016年国内融资环境较宽松，融资成本也相对较低；但从2016年下半年开始信贷逐步紧缩，融资成本也不断被抬高，境外发债成本增加最为明显。

3、融资结构：
在新的融资环境下，2017年1-11月房企融资方式结构变化显著，公司债占比急速下滑，股权融资、境外融资、资产证券化等创新融资占比则大大增加。据不完全统计，2017年前11个月公司债融资总规模为422亿元，较2016年全年大幅下降91%，占比仅为4%。自从

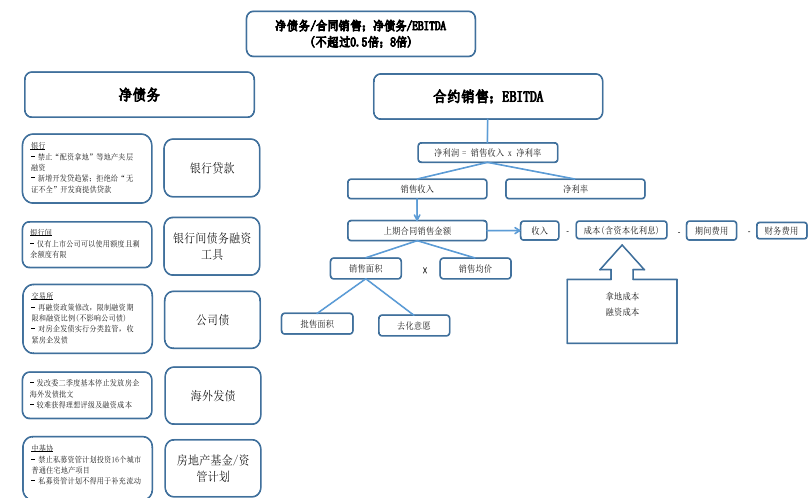
2015年1月15日证监会出台《公司债券发行于管理办法》降低公司债门槛以来，房企纷纷选择于国内发行公司债，公司债发债规模也于2015、2016年逐月攀升。直至2016年四季度，《关于房地产业公司债券的分类监管方案》、《关于企业债券审核落实房地产调控政策的意见》等政策陆续出台，2017年公司债发行规模的骤减。

4、融资展望：
展望2018年，基于目前的政策环境来看，短期内融资环境仍将保持收紧态势，境外融资规模的比例将会进一步扩大，更多企业将会采用海外发债的形式为自身新一轮的发展做好准备。除了海外融资，资产证券化、专项债券或票据等创新方式也都将成为未来房企融资的突破口。如17年10月保利的国内首单央企租赁住房REITs获批和龙湖17年底宣布拟发行50亿元住房租赁专项公司债券，以及协信集团成功注册21亿元CMBN等。

5、房地产存续债券情况：
随着2015年地产融资的放开，之后两年井喷式发行的中票、公司债多以2+1或3+2的期限发行，这也意味着2018年债券债务的集中到期。以债券行权到期计，2017年1,124亿到期，压力尚可；进入2018年，共计4,045亿到期；目前交易所、银行间房地产开发企业存续债券余额共计1.1万亿。结合2017年中低评级发债量的有增无减，债务规模惊人而偿债能力一般。

2016年10月发布的交易所《关于试行房地产/产能过剩行业公司债券分类监管的函》的作用明显，据我们观察，公司债发行显著减

图表 4:



图表 5: 发债房企按2016 年合约销售权益金额排名如下

排名	企业	权益金额 (亿)	排名	企业	权益金额 (亿)	排名	企业	权益金额 (亿)	排名	企业	权益金额 (亿)
1	中国恒大	3,551	51	时代地产	282	101	弘阳集团	147	151	置地集团	86
2	万科地产	2,607	52	卓越集团	280	102	三盛置业	145	152	亿达中国	85
3	绿地集团	2,445	53	中天城投	277	103	蓝润地产	143	153	南益地产	85
4	碧桂园	2,352	54	正商地产	261	104	北京城建	139	154	合生创展	84
5	中海地产	1,875	55	金辉地产	261	105	福晟集团	138	155	保集集团	83
6	保利地产	1,614	56	中骏集团	259	106	光明地产	138	156	雅戈尔	83
7	华夏幸福	1,200	57	滨江集团	258	107	东亚新华	138	157	陆家嘴	82
8	万达集团	1,100	58	深业集团	255	108	京投发展	138	158	海信地产	81
9	融创中国	1,012	59	禹洲集团	253	109	新力置地	138	159	明发集团	80
10	华润置地	929	60	首创置业	246	110	宝能集团	137	160	上实发展	80
11	金地集团	704	61	和裕地产	242	111	方园地产	137	161	邦泰集团	78
12	龙湖地产	652	62	中国奥园	238	111	新湖中宝	137	162	华强新城市	77
13	鲁能集团	647	63	仁恒置地	232	113	新华联	136	163	象屿集团	76
14	富力地产	608	64	华侨城	232	114	荣和集团	136	164	世荣兆业	76
15	世茂房地产	607	65	隆基泰和	227	115	大华集团	131	165	嘉华国际	73
16	新城控股	570	66	海亮地产	227	116	联泰地产	131	166	张江高科	73
17	招商蛇口	535	67	合景泰富	227	117	新鸿基	124	167	南山控股	72
18	中南置地	495	68	北辰实业	223	118	花轿年	123	168	彩泰集团	71
19	雅居乐	495	69	中冶置业	220	119	中华企业	121	169	恒基兆业	70
20	绿城中国	493	70	东原地产	219	120	三盛地产	120	170	华业地产	69
21	荣盛发展	479	71	新世界中国	211	121	嘉里建设	120	171	光大地产	69
22	正荣集团	468	72	美的地产	211	122	泰达股份	119	172	大家房产	68
23	首开股份	459	73	景瑞地产	203	123	朗诗集团	119	173	重庆隆鑫	67
24	中国铁建	444	74	鸿荣源	202	124	世纪金源	119	174	嵩禹地产	66
25	阳光城	439	75	金隅股份	200	125	国瑞置业	115	175	国浩中国	66
26	融信集团	423	76	海尔地产	191	126	葛洲坝	115	176	奥克斯置业	66
27	泰禾集团	384	77	鑫苑中国	191	127	泛海建设	115	177	天地源	65
28	龙光集团	367	78	俊发地产	190	128	中迪禾邦	111	178	苏州高新	65
29	中国金茂	365	79	上海地产	187	129	中建东孚	111	179	苏宁环球	62
30	旭辉集团	362	80	海伦堡地产	186	130	协信集团	110	180	海沧投资	61
31	远洋地产	361	81	北大资源	185	131	云南城投	108	181	银亿股份	61
32	融侨集团	353	82	五矿地产	184	132	北京住总	106	182	众安房产	59
33	九龙仓	350	83	国贸地产	181	133	中洲控股	105	183	中天房产	58
34	金科集团	337	84	敏捷地产	176	134	上海建工	103	184	银城地产	57
35	中梁地产	337	85	文一地产	175	135	深圳地铁	102	185	华南城	57
36	华发股份	325	86	红星地产	169	136	珠江投资	101	186	鸿通集团	57
37	复地集团	325	86	信达地产	169	137	海航地产	101	186	嘉和集团	57
38	建发房产	325	88	瑞安房地产	163	138	福星股份	100	188	中庚集团	57
39	保利置业	319	89	建业地产	160	139	星河地产	97	189	宋都房产	57
40	佳兆业	316	90	宝龙地产	160	140	阳光100	94	190	汤臣集团	56
41	升龙集团	310	91	绿城地产	157	141	华宇集团	94	191	重庆泽京	55
42	中粮集团	298	92	鸿坤集团	154	142	上实城开	91	192	吉宝置业	55
43	蓝光发展	296	93	当代置业	154	143	信义地产	90	193	亚星置业	54
44	路劲基建	292	94	苏宁置业	153	144	宏立城	90	194	珠光集团	54
45	长实地产	290	94	星河湾	153	145	国购集团	88	195	天津住宅集团	54
46	越秀地产	290	96	德信地产	151	146	华远地产	88	196	万业企业	54
47	电建地产	289	97	新希望地产	151	147	大唐地产	86	197	荣安地产	53
48	天房发展	286	98	和昌地产	150	148	翠屏国际	86	198	大名城	52
49	金融街	285	99	凯德置地	149	149	置地集团	86	199	顺发恒业	52
50	中国中铁	284	100	联发集团	148	150	南益地产	85	200	青岛银盛泰	51

少。过去两年银行间地产企业的融资规模相对稳定，保持在900亿左右。交易所的融资已经紧了一年以上，基本意味着在考验所有住宅开发商的自身造血能力。

三、房地产行业信用评估方法

根据房地产行业运行特征，我们归纳了房地产行业景气跟踪要素：地产企业的信用评估主要需关注四个方面：规模与财务、战略与运营、土地储备、外部融资与股东支持。（图表4）

（一）规模与财务面貌
1、房企规模：简易筛选指标
房企规模是其自身财务状况、品牌认可度、行业地位、土储质量、土储面积、开发能力等因素的综合体现。因为规模较大的房企拥有优质的客户基础以及社会资源；项目运作经验丰富，自身品牌价值突出；在与建筑商的谈判中议价能力较大，建安成本较低；融资渠道广，资金链断裂风险较小。因此，规模较大的房企有着明显优势。

合约销售。由于房企营收确认需要经历预售→交房→开票→营收确认，与一般工商类企业不同，现金流的回收先于会计营业收入，因此用“营收”衡量规模不是最好的做法；而房地产属于高杠杆行业，从开发到拿地可能都涉及到杠杆资金，因此资产的大量来源为负债，因此用“总资产”衡量也似乎不是最好的做法。出于上述原因，尝试使用“合约销售”衡量房企规模。（图表5）

一般500亿合约销售是一道坎。在500亿合约销售的房企中，我们可以看到保利地产(央AAA大公)、华润置地(央AAA中诚信)、绿城(央AAA中诚信)、首开股份(国AAA大公)等央企国企，也能看到万科、新城(AAA中诚信)、华夏幸福(AA+大公)等民企AAA或AA+房企。除了自身规模较大外，也普遍受到评级机构认可，换个角度，海外评级机构虽然对每个房企“一事一议”，同规模房企观点差异较大(如恒大-BI穆迪与万科-Ba1穆迪)，但是基本也可以用“500亿合约销售”作坎，规模较大的更有希望进入BB-或B+区间，评级优于小规模房企。（图表6、7）

排名靠后房企较被动。观察合约销售排名150名开外的房企，一般合约销售在100亿元甚至更低，该类房企项目储备集中，且多数集中在某三四线地区，开发策略以单纯的住宅开发及销售为主，业绩稳定性不高，在目前的大背景下，大多面临“拿地难，借钱难，收钱难”的窘境，企业抗风险能力很低。

2、盈利能力：稳定性与存在现金流的盈利（图表8）

房企主要成本来源为土地成本、开发成本、与资金成本；换言之，房企最终利润可以理解为“毛利-利息支出”（资本化利息在毛利中包含），毛利部分由土储质量决定，利息支出由融资成本决定。而这两点在某一家房企身上，短时间内都不会出现巨变，因此盈利能力一般不管好坏，都会比较稳定。而部分房企在某些会计期间会出现盈利能力的显著改善，此时需要衡量

图表 6：不同规模房企财务特征概览

百分位	排名	企业	主业	毛利率	营业利润%			(投资收益+公允价值变动)/营业利润			存货周转率		
					2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
TOP10	1	中国恒大	住宅	23%	21%	22%	21%	25%	60%	51%	0.4x	0.2x	0.3x
TOP10	3	绿地集团	住宅	9%	4%	4%	5%	6%	4%	60%	1.1x	0.8x	0.5x
TOP10	8	万达集团	商业	32%	34%	29%	30%	50%	44%	47%	0.6x	0.5x	0.5x
TOP30	14	富力地产	住宅	26%	29%	25%	20%	26%	20%	27%	0.4x	0.2x	0.3x
TOP30	16	新城控股	住宅	19%	11%	11%	14%	3%	16%	29%	0.6x	0.5x	0.6x
TOP30	20	绿城中国	住宅	14%	18%	13%	5%	22%	31%	149%	0.4x	0.5x	0.4x
TOP30	21	荣盛发展	住宅	21%									
TOP30	25	阳光城	住宅	16%	12%	14%	10%	1%	2%	0%	0.3x	0.4x	0.4x
TOP30	30	旭辉集团	住宅	22%	23%	19%	19%	31%	11%	20%	0.5x	0.7x	0.6x
TOP50	43	蓝光发展	住宅	22%	4%	2%	9%	119%	115%	-9%	2.5x	2.9x	0.6x
TOP50	49	金融街	商业	21%	23%	17%	19%	38%	43%	96%	0.3x	0.3x	0.2x
TOP100	62	中国铁建	住宅	20%	11%	19%	22%	30%	3%	19%	0.2x	0.2x	0.2x
TOP100	75	金隅股份	住宅	20%	7%	7%	6%	20%	20%	23%	1.0x	0.7x	0.6x
TOP100	93	当代置业	住宅	27%	21%	23%	21%	0%	-2%	-5%	0.4x	0.5x	0.8x
OUT100	118	花样年	住宅	22%	21%	26%	24%	5%	57%	50%	0.4x	0.4x	0.4x
OUT100	136	珠江投资	住宅	30%	13%	100%	12%	5%	88%	12%	0.2x	0.2x	0.1x
OUT150	160	上实发展	住宅	22%	18%	31%	15%	-1%	57%	17%	5.2x	4.5x	4.5x
OUT150	176	奥克斯置业	住宅	20%	2%	4%	3%	20%	8%	11%	0.4x	0.3x	0.3x
OUT150	181	银亿股份	住宅	14%	18%	13%	8%	17%	5%	44%	0.2x	0.2x	0.4x
OUT150	185	华南城	商业	33%	60%	40%	34%	60%	62%	103%	0.3x	0.5x	0.2x
OUT150	197	荣安地产	住宅	23%	13%	11%	10%	0%	36%	45%	0.6x	0.6x	0.2x

图表7：不同规模房企财务杠杆概览

综合财务实力										销售规模			债务规模			财务杠杆			债务结构			盈利能力		
百分位	排名	企业	主业	权益总额	营收(亿)	总债务	净债务	资产负债率	扣除预收资产	净债务/管	净债务/合	净债务/	总债务	净债务	资产负债率	净债务/管	净债务/合	净债务/	借款占比	债券占比	毛利润率	2013	2014	2015
TOP10	1	中国恒大	住宅	3,551	1,175	2,619	2,905	89%	73%	1x	0.5x	8%	85%	15%	23%	1x	0.8x	13%	87%	13%	9%			
TOP10	3	绿地集团	住宅	2,445	2,073	2,401	2,183	89%	69%	1x	0.8x	13%	87%	13%	9%	1x	0.8x	13%	87%	13%	9%			
TOP10	8	万达集团	商业	1,100	1,321	1,866	1,176	71%	50%	1.1x	1.1x	2x	83%	17%	32%	1x	1.1x	2x	83%	17%	32%			
TOP30	14	富力地产	住宅	608	444	824	611	73%	63%	1x	1.0x	6x	92%	8%	20%	1x	1.0x	6x	92%	8%	20%			
TOP30	16	新城控股	住宅	570	236	120	102	80%	56%	0x	0.1x	3x	42%	58%	19%	0x	0.1x	3x	42%	58%	19%			
TOP30	20	绿城中国	住宅	493	225	255	159	81%	66%	0x	0.2x	5x	73%	27%	14%	0x	0.2x	5x	73%	27%	14%			
TOP30	21	荣盛发展	住宅	479	234	382	259	79%	75%	1x	0.6x	8x	74%	26%	21%	1x	0.6x	8x	74%	26%	21%			
TOP30	25	阳光城	住宅	439	224	372	238	80%	67%	1x	0.5x	9x	82%	18%	40%	1x	0.5x	9x	82%	18%	40%			
TOP30	30	旭辉集团	住宅	362	144	107	53	72%	52%	0x	0.1x	2x	63%	37%	22%	0x	0.1x	2x	63%	37%	22%			
TOP50	43	蓝光发展	住宅	296	176	172	124	80%	51%	1x	0.4x	5x	100%	0%	22%	1x	0.4x	5x	100%	0%	22%			
TOP50	49	金融街	商业	285	156	356	470	73%	61%	1.6x	1.1x	7%	71%	29%	21%	1.6x	1.1x	7%	71%	29%	21%			
TOP100	62	中国铁建	住宅	238	80	80	80	70%	46%	0x	0.1x	4x	51%	49%	20%	0x	0.1x	4x	51%	49%	20%			
TOP100	75	金隅股份	住宅	200	409	456	277	68%	53%	1x	1.4x	5x	61%	39%	20%	1x	1.4x	5x	61%	39%	20%			
TOP100	93	当代置业	住宅	154	60	16	3	72%	59%	0x	0.0x	0x	100%	0%	27%	0x	0.0x	0x	100%	0%	27%			
OUT100	118	花样年	住宅	123	76	53	234	66%	51%	1x	0.3x	12x	63%	37%	22%	1x	0.3x	12x	63%	37%	22%			
OUT100	136	珠江投资	住宅	101	97	529	485	75%	70%	5x	4.8x	40x	97%	3%	30%	5x	4.8x	40x	97%	3%	30%			
OUT150	160	上实发展	住宅	80	66	130	76	80%	72%	1x	0.9x	6x	85%	15%	22%	1x	0.9x	6x	85%	15%	22%			
OUT150	176	奥克斯置业	住宅	66	51	74	62	78%	49%	1x	0.9x	8x	100%	0%	20%	1x	0.9x	8x	100%	0%	20%			
OUT150	181	银亿股份	住宅	61	85	111	88	78%	62%	1x	1.4x	8x	97%	3%	14%	1x	1.4x	8x	97%	3%	14%			
OUT150	185	华南城	商业	57	43	152	154	69%	67%	3x	1.9x	9x	64%	36%	33%	3x	1.9x	9x	64%	36%	33%			
OUT150	197	荣安地产	住宅	53	14	20	17	54%	34%	2x	0.3x	7x	40%	60%	23%	2x	0.3x	7x	40%	60%	23%			

图表 8：国内不同段位房企盈利质量概览

百分位	排名	企业	主业	毛利率	营业利润%			(投资收益+公允价值变动)/营业利润			存货周转率			现金比率		
					2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
TOP10	1	中国恒大	住宅	23%	21%	22%	21%	25%	60%	51%	0.4x	0.2x	0.3x	24%	30%	34%
TOP10	3	绿地集团	住宅	9%	4%	4%	5%	6%	4%	60%	1.1x	0.8x	0.5x	12%	14%	17%
TOP10	8	万达集团	商业	32%	34%	29%	30%	50%	44%	47%	0.6x	0.5x	0.5x	40%	27%	31%
TOP30	14	富力地产	住宅	26%	29%	25%	20%	26%	20%	27%	0.4x	0.2x	0.3x	28%	26%	53%
TOP30	16	新城控股	住宅	19%	11%	11%	14%	3%	16%	29%	0.6x	0.5x	0.6x	16%	15%	19%
TOP30	20	绿城中国	住宅	14%	18%	13%	5%	22%	31%	149%	0.4x	0.5x	0.4x	10%	20%	17%
TOP30	21	荣盛发展	住宅	21%												
TOP30	25	阳光城	住宅	16%	12%	14%	10%	1%	2%	0%	0.3x	0.4x	0.4x	13%	34%	36%
TOP30	30	旭辉集团	住宅	22%	23%	19%	19%	31%	11%	20%	0.5x	0.7x	0.6x	30%	47%	47%
TOP50	43	蓝光发展	住宅	22%	4%	2%	9%	119%	115%	-9%	2.5x	2.9x	0.6x	21%	16%	22%
TOP50	49	金融街	商业	21%	23%	17%	19%	38%	43%	96%	0.3x	0.3x	0.2x	24%	32%	42%
TOP100	62	中国铁建	住宅	20%	11%	19%	22%	30%	3%	19%	0.2x	0.2x	0.2x	20%	33%	33%
TOP100	75	金隅股份	住宅	20%	7%	7%	6%	20%	20%	23%	1.0x	0.7x	0.6x	23%	32%	34%
TOP100	93	当代置业	住宅	27%	21%	23%	21%	0%	-2%	-5%	0.4x	0.5x	0.8x	28%	28%	35%
OUT100	118	花样年	住宅	22%	21%	26%	24%	5%	57%	50%	0.4x	0.4x	0.4x	4%	10%	27%
OUT100	136	珠江投资	住宅	30%	13%	100%	12%	5%	88%	12%	0.2x	0.2x	0.1x	11%	13%	11%
OUT150	160	上实发展	住宅	22%	18%	31%	15%	-1%	57%	17%	5.2x	4.5x	4.5x	52%	43%	67%
OUT150	176	奥克斯置业	住宅	20%	2%	4%	3%	20%	8%	11%	0.4x	0.3x	0.3x	12%	10%	13%
OUT150	181	银亿股份	住宅	14%	18%	13%	8%	17%	5%	44%	0.2x	0.2x	0.4x	13%	19%	29%
OUT150	185	华南城	商业	33%	60%	40%	34%	60%	62%	103%	0.3x	0.5x	0.2x	19%	20%	20%
OUT150	197	荣安地产	住宅	23%	13%	11%	10%	0%	36%	45%	0.6x	0.6x	0.2x	24%	12%	14%

图表 9：

经营要素	评估要素	具体指标
	规模和市场地位	年度合约销售金额及增速，行业排名
	项目运营能力	跨周期能力，拿地、开工、销售配合节奏，存货/预收款项
	主业务类型及项目分布情况	住宅/商业/产业占比，分布城市数量，一二线城市占比
	库存压力情况	净债务/合约销售额
	土地储备情况	土地储备分布城市数量，土地储备一二线城市占比，土地储备规划建筑面积/近一年销售面积
财务情况	融资能力	综合融资成本，融资金额，融资结构，融资渠道多元化程度
	股东实力	股东类型，公司在集团的重要性
	盈利能力	毛利率，毛利率-利息支出，（投资收益+公允资产价值变动）/营业利润
	杠杆水平	剔除预收账款后的资产负债率
	短期偿付能力	经营活动现金流入/（流动负债-预收账款），净债务/合约
	长期偿付能力	（现金类资产+存货+投资性房地产-预收账款）/全部债务

房企盈利的稳健性和合理性，并通过（投资收益+公允资产价值变动）/营业利润指标来观察房企的利润结构是否可靠。

举例来看，在不同排名段，盈利结构都会受投资收益或公允价值变动损益影响的房企，如排名较靠前的恒大与绿地或排名较靠后的银亿股份与华南城。尤其对于绿地、绿城、银亿、华南城而言，（投资收益+公允资产价值变动）/营业利润指标走高均出现在营业利润率下滑的年份。可见，部分房企正变得更依赖于金融资产处置收入、持有物业增值、股权投资获利等非主营业务来保证营业利润。而房企主营业务的毛利率则出现下降，对利润的贡献率也出现下滑。但由于非营业收入缺点有二：1)普遍带有一定偶然性2)公允价值变动损益不能带来实际的现金流。这将导致房企的盈利出现更大的波动性，对债权人的保障减弱。最后，在分析时需要保持对盈利结构关注的同时也不能过分错杀，需要允许部分房企由于表上优质物业资产升值导致该指标走高。

3、长短债务水平:借款短，债券长，结构重要（图表9）

作为资本密集型行业，房企在招拍挂地、一级开发、建筑施工等阶段均需要大量资金，对外融资需求大，财务杠杆高，债务压力普遍比一般制造业企业大，需要着重考量。此外，房产公司的运营周期较长，从开工到预售一般需要9-12个月的时间，因此短期债务较多的企业往往产生短债长投的情况，期限错配导致资金链压力较大。此时可以从“借款：债券”结构与短期

可用流动性两个角度出发考量发债房企的债务结构与短期资金周转压力。从选取房企上来看，债券占总本息债务<10%的房企一般分两种，高周转与小规模房企，对于该两类需要进一步考量账面可用流动性。

在考虑流动性时会使用“(可使用授信+可使用货币资金+应收票据-应付票据+交易性金融资产+预期现金流)/(短期借款+一年内到期非流动性有息债务)”来检验一家房企流动性充足程度，一般认为该指标高于1.0 倍的房企流动性较好。举例而言，“绿地”虽然大量使用借款，但是短期流动性倍数高达2.1 倍；而“珠江投资”该指标仅为0.9 倍，在严控房企融资的今天，短期资金周转更大程度依赖库存去化，风险较高。

4、现金收支情况：资金链安全的关键保障

房企在运营的各个环节均需要大量的现金补充，因此自由现金流往往为负，资产增长多依赖债务扩张，能否顺利进行债务滚动，实现整体的收支平衡便是衡量房企经营重中之重。我们选用货币资金保有量(过往三个会计期间现金比率)反应房企账面现金的充足性以及现金收支的稳定性。

5、库存去化能力：净债务/合约销售

从购房政策、融资政策看，房企借新还旧的难度在加大，至少成本上会有压力。因此，库存去化现金回笼成为了重要资金来源。通过观察房企的存货规模变动和存货周转率状况来对各类房企的库存大小和去库存能力进行比较。一般来说，存货周转率跨过过去三年稳定

在0.5倍的房企跨周期周转能力较强。

（二）企业战略与营运能力

显而易见，房地产行业正处于增速回调的阶段，因此对房企的运营、存货与负债管理能力提出了新的要求。也就是说，对于尚未经历过房地产大周期趋势变化的房企，如何提高自身在目前周期中的跨周期能力是保持经营持续性的关键。善于把握周期趋势的房企能够准确地把握投资支出与现金回笼的平衡。

a、房企跨周期运营能力

房企跨周期运营能力可以通过（经营活动现金流出小计+投资活动现金流出）/期末所有者权益来衡量发债房企在不同时间下的运营能力。而拥有良好周期性节奏把控的房企应该在小周期向上

张阶段，尽管部分房企节奏把控较好，但是需要一段时间消化存续债务。以上两点表现较差的企业往往有真实杠杆较高的特点。

（三）土地储备

房企的个体特征主要体现在其当前在持项目以及土地储备的不同，这两者形成的存货是房企最为重要的资产。其中，项目的区域分布将决定未来的现金流贡献，规模的大小又将决定其后续的现金流支出，从而把握房企在以上两点上的区别便可在很大程度上估计房企未来的现金流状况。

房企项目及土地储备的区域分布将决定未来现金流。房地产项目有开发周期长、资金投入量大的特征。因此在项目初期花费了大量人力、物力、财力后，能否在将来达到销售预期，获得资金回笼对于房企后续的按时偿债极为重要，而房屋作为高价值、不可移动的产品，初期的选址便决定了后期的销售，进而影响房企未来的偿债能力。而其中一大重要决定性因素为土储质量，而土储质量更多体现为地理位置，或者说该地理位置背后的人口结构、人口质量、有效需求、购房政策、融资政策。

其中，一二线城市价格环比上升较快，去库存压力小，现金回笼稳定，是共识。而在三线城市或一些库存周期较大的二线城市有项目布局的企业需重点关注，其未来一段时间的销售情况将显著受到影响。

（四）外部融资与股东背景

房企偿债能力即房企获得现金流的能力，可以是经营性现金流、投资性现金流、或者融资性现

金流。房企现金流来源主要为经营性和融资性。如果在行业景气度不理想，现金回笼有压力的情况下，外部融资与股东支持是房企的最后防线。多数房企自身A股上市或为香港上市主体子公司，除了在披露义务，财报、重大事项公告等方面透明度较高外，也存在一定的融资平台优势，融资能力还是优于非上市公司。除了央企国企股东背景外，有些房企实控人背景雄厚或名下业务庞大，在极端情况下可以做到对房企的一定补充。

四、房地产行业景气度判断及信用策略

1、2018年景气度判断：我们对18年房地产的整体判断是“销售面积全国同比持平，销售金额同比增长0至5%，地区增速上呈一二线与三四线交替状态，销售金额贡献上一二线城市有所上升，三四线略微下降；投资保持一定韧性，同比增长5%”。由于“房住不炒”的大背景存在，调控难见宽松，“政策宽松、棚改托底、返乡置业”三大三四线火爆因素在18年对增速的贡献有限，而一二线供给侧方面，1)政府管控焦点在价不在量 2)房企债券、非标双收紧下开放商有推盘动力，导致供给端或有较2017年较明显的改善，特别是热点城市。

2、信用策略：落实到信用策略方面，17年房地产行业由于三四线火爆，行业销售销量创新高，龙头企业从销售、杠杆两方面均有所改善。地产债两大痛点“调控”与“高杠杆”在全国布局和销售资金回笼的龙头房企(前50名)身上得

以改善，龙头资质在未来1-2年内仍有望持续强化。整体来看，2017年前200名房企合计销售约5万亿元，而存续借款与债券在6万亿元左右，行业总债务/合约销售为0.83倍，杠杆率并不高，而由于分化的存在，落实在各个主体身上则是部分杠杆很低、部分杠杆很高。

因此，我们认为地区大中型龙头房企均有较好的投资价值，可以在考虑其业绩确定性与杠杆水平后参与，建议以短久期为主。在2015年与2016上半年的整个板块的行情不再存在的情况下，房企资质分化、估值分化、AAA债券收益上行等现象要求我们除了对利率中枢有所判断外，对个券收益也要有更精准的定价，并在一级市场适量配置，二级市场关注错杀机会，同时控制久期，选择发行总额较大的可投资债券。

3、择券标准：经营方面，集合行业特点，关注企业业绩的权益程度、可持续释放销售的能力、进一步加杠杆的空间、土地投资强度四个方面入手，考量发行人现金流的确定性和可持续性；财务方面，从财务杠杆和流动性倍数入手，考量发行人偿付压力与流动性管理能力；此外，同时关注企业的项目资金来源与投资收益率、企业各渠道融资能力。

最后，由于大量地产债于2018年集中到期，而行业分化在持续加强，高杠杆主体偿付压力极大，而一些杠杆较低跨周期能力较强房企早期发行的短久期债券则具有一定配置价值。🌀

主动权益再发力 鑫元在路上

鑫元鑫趋势灵活配置混合基金
2017年8月

鑫元欣享灵活配置混合基金
2017年12月

鑫元价值精选灵活配置混合基金
2018年1月



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