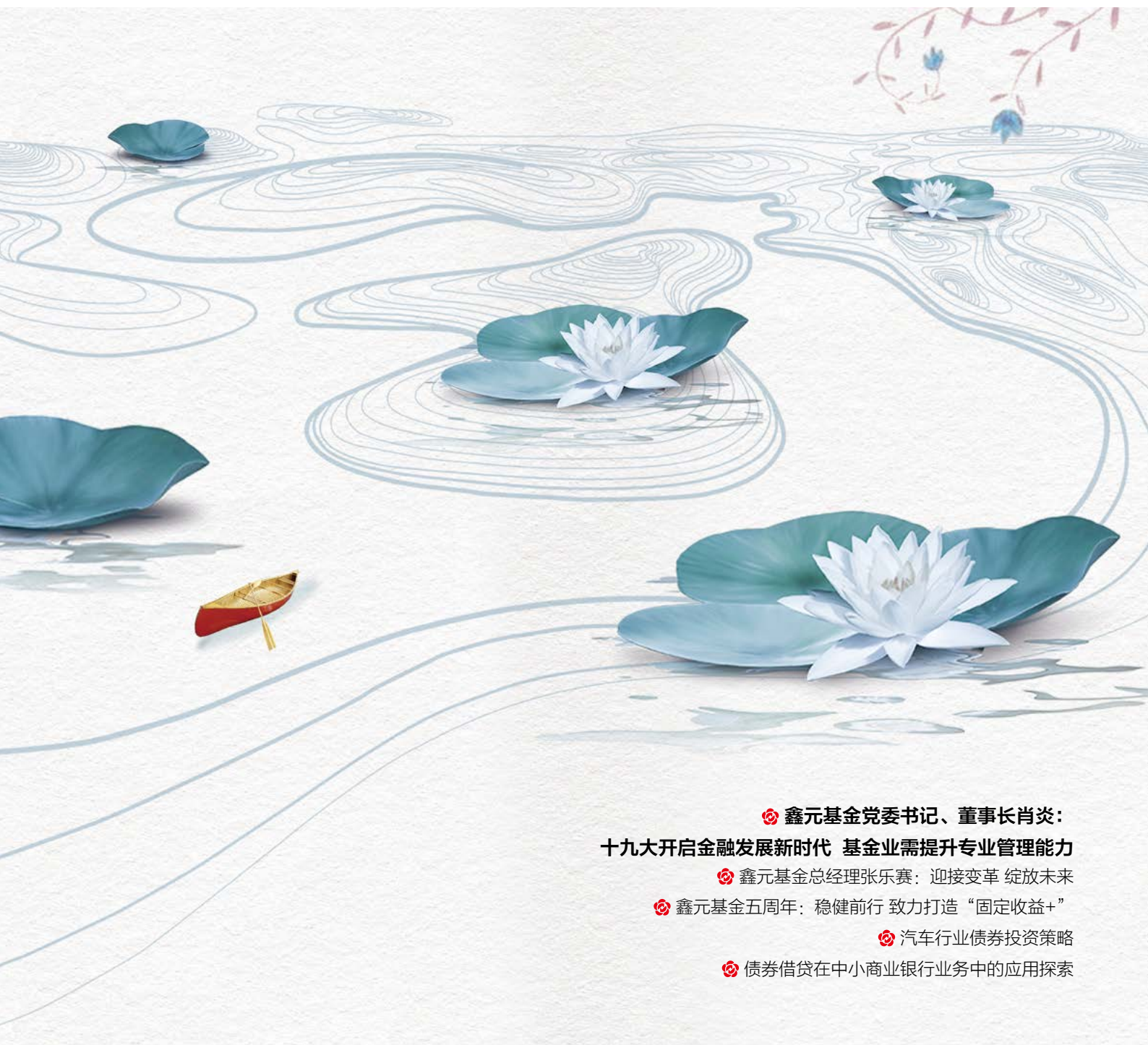


固定收益

XINYUAN FIXED INCOME

14

2018年5月 第十四期
www.xyamc.com



✿ 鑫元基金党委书记、董事长肖炎：

十九大开启金融发展新时代 基金业需提升专业管理能力

✿ 鑫元基金总经理张乐赛：迎接变革 绽放未来

✿ 鑫元基金五周年：稳健前行 致力打造“固定收益+”

✿ 汽车行业债券投资策略

✿ 债券借贷在中小商业银行业务中的应用探索

资管新规： 公募基金发展新契机

公募基金业20年，初心为公，使命初成。适逢资管新规发布，整个资管生态也即将面临重塑。过往多层嵌套、杠杆不清、套利严重、投机频繁的混业经营乱象，随着资管新规落地，已经没有生存空间。统一监管只是开始，随着一行两会的诸多细则前后脚落地，各资管机构的展业空间与范围集中指向一个方向，那便是其自身专业能力、主动管理能力和在合规前提下的创新能力。通道业务朝主动管理业务的或主动或被迫转向，也是接下来各领域资管机构的本源回归之路。

资管新规鼓励资管机构推出净值化产品，打破刚性兑付。这对于银行、信托等金融机构来说，可能有一个产品线上的适应过程。但对于公募基金来说并不复杂，公募基金20年来一直都在做净值型产品，且从一开始就不存在刚性兑付的概念，这一概念也早已被机构或者普通投资者所接受。更为重要的是，公募基金的体系设计、法律构架方面立足点较高，其人才优势、制度优势、平台优势、长期业绩、以价值投资为核心的投资理念等，也通过20年来的发展，赢得了社会肯定。宏观来看，公募基金经过长期的规范运作，证明了自身在投资管理方面的优势，并树立了自己在资管领域的重要地位。

但对于基金公司微观而言，资管新规实施后，公募基金一并被纳入大资管市场监管统一、充分竞争的市场环境，尤其是银行将可以设立独立资管子公司，发行净值型资管产品这一点，带来的竞争压力显而易见。群星争耀，唯有真正拥有投资管理能力的资管机构才会脱颖而出，鑫元基金愿与同业一起为此努力。





鑫元基金《固定收益》编委会

总编辑

张乐赛

执行主编

李 雁

编 委

王 辉 黄 梅 李晓燕 厉大业

编辑部

王海燕 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 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5月 第十四期

CONTENT

卷首语

01 资管新规：公募基金发展新契机

固收动态

04 央行降准释放流动性，债市迎来利好

鑫元看市场

06 去杠杆成效初显，改革紧迫性仍存
2018年宏观展望及投资策略

声音

12 基本面或利于债市：
2018年二季度债市策略展望
16 债券借贷在中小商业银行业务中的应用探索

专访

22 鑫元基金党委书记、董事长肖炎：
十九大开启金融发展新时代
基金业需提升专业管理能力

固定收益+

27 资金持续流入 沪港深基金热度有增无减

聚焦

31 鑫元基金总经理张乐赛：迎接变革 绽放未来
32 20周年：公募基金行业的得与失
36 鑫元基金五周年：稳健前行 致力打造“固定收益+”

信用研究

40 汽车行业债券投资策略
行业增速继续回落，信用资质维持稳定

机构

48 养老金入市倒计时
52 图解目标养老基金

宏观

55 《2018年政府工作报告》解读
——创新改革，迎接高质量发展
58 拨备新政如何影响银行业

NEWS

固收动态



3

截至2018年3月30日，一季度存单发行量5.23万亿，相比17年一季度同比增加2550亿。一季度同业存单的净融资额环比出现大幅回升，但与此同时，发行利率则出现明显下降。截至4月13日，3个月和6个月同业存单发行利率4.18%、4.50%，18年以来分别下行93BP和64BP。存单发行利率再度出现大幅下行，目前已经处于近1年来的低位。

专家点评：随着17年金融去杠杆开启，同业业务受到压缩，同业套利更是成为监管重点打击的对象。目前的同业存单已经基本回归了负债管理工具的本质作用，金融去杠杆的成效显著。专家提出银行同业负债去杠杆将经历被动去杠杆和主动去杠杆两个阶段。随着资产端配置的非标等资产逐步到期，银行扩张同业负债的动力下降，将进入到主动去杠杆阶段，届时存单发行将呈现量价齐跌。中小行同业负债的收缩，叠加非标监管收紧（银信合作新规、委托贷款新规、资管新规等），表外融资趋降。而居民和政府部门融资需求亦趋于下降，18年的社会融资增速有望逐渐回落，这将在基本面上对债市形成强劲支撑。

1



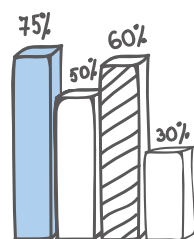
2018年2月12日，发改委和财政部联合下发《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金〔2018〕194号）（下称194号文）。

专家点评：194号文作为财政部和发改委联合下发的监管文件，体现出当前地方债务风险防控化解思路的重要转变，需要抓紧地方政府隐性债务监管的核心逻辑。从“增量”的角度出发来理解194号文，其实目的在于规范未来新增的城投平台“企业债”发行。现实中，企业债主要用于新增项目投资，而很少用于“借新还旧”。因此，从融资角度，主要影响“新增融资”，而对于企业“存量债务”滚续影响有限；从违约风险的角度，存量债务违约风险仍然可控。

2018年3月，美国通过单边色彩浓厚、后手较多的301法案，同时配合类似232条款下的钢铝关税、以及部分WTO框架下的诉讼对中国发动中美贸易战。4月5日，其抛出对中国额外1000亿美元商品的征税计划，中美贸易战出现进一步升级的迹象。

专家点评：根据基本判断，中美贸易战扩大的可能性有限，短期内风险偏好的下降可能有波折；经济和通胀基本面目前所受影响较小；在外部不确定性提升的情况下，国内政策可能继续向求稳的方向倾斜。面临美国故技重施，专家认为一定要顶住汇率上的压力，人民币兑美元不宜大幅升值，而应该继续保持稳定。

2

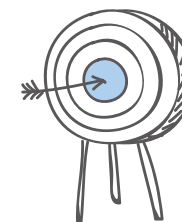


5

2018年4月11日，央行行长易纲在博鳌亚洲论坛2018年年会分论坛“货币政策正常化”发表讲话，提到“中国仍存在一些利率‘双轨制’”、“我们的最佳策略是让这两个轨道的利率逐渐统一，这是我们要做的市场改革”。

专家点评：一方面，从政策意图来看，为了推进利率双轨制的并轨，那么其目标自然就是为了缩小市场利率与存款利率之间的差距，从这点来说，存款利率有明确上行的压力；另一方面，从银行自身的角度来说，在同业业务、表外理财受金融监管影响增速明显回落的当下，回归“存款立行”才是正确的选择，而实际情况是，受到货币基金等短期投资产品的影响，存款增速一直处于回落的通道当中。存款利率上限解除之后，银行拉存款的竞争压力会释放，进而带动存款利率上行。

4



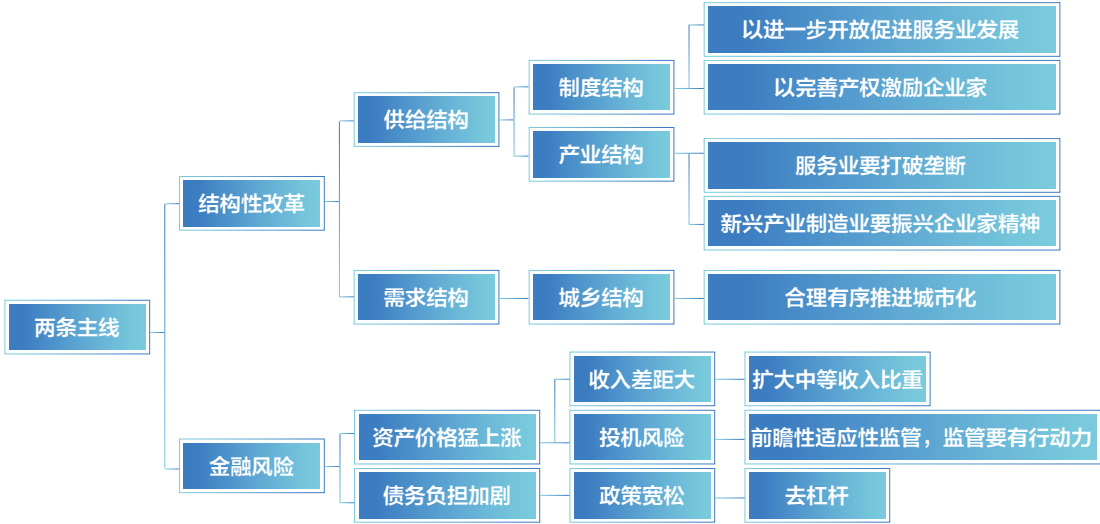
去杠杆成效初显，改革紧迫性仍存

2018 年宏观展望及投资策略

文 | 鑫元基金投资管理部

权益市场方面，结构性行情特征可能依然会比较明显，新经济里的许多领域，今年有较大可能走出比较好的行情。债券市场方面，一季度的行情更多地体现超预期的流动性宽松，而不是基本面经济数据所反映出来的平稳增长。

图1



资料来源：太平洋证券，鑫元基金整理



改革紧锣密鼓

3月13日，人民日报刊发中央政治局委员，中央财经领导小组办公室主任刘鹤的署名文章，题为《深化党和国家机构改革是一场深刻变革》。在文中，刘鹤指出，这次深化党和国家机构改革的举措充分体现了习近平总书记的重要要求，具有几个十分鲜明的特征：一，加强党的全面领导是核心问题；二，改革范围的全面性是突出特点；三，改革的深度具有革命性；四，改革的设计体现了科学性；五，改革的成果要法定化。这次改革之所以具有革命性，就在于不回避权力和利益调整，而是要对现有的传统既得利益进行整合，重塑新的利益格局。《深化党和国家机构改革的决定》提出，要坚决破除制约使市场在资源配置中起决定性作用、更好发挥政府作用的体制

机制弊端，围绕推动高质量发展，建设现代化经济体系，加强和完善政府经济调节、市场监管、社会管理、公共服务、生态环境保护职能，调整优化政府机构职能。3月21日，中共中央印发了《深化党和国家机构改革方案》，并发出通知，要求各地区各部门结合实际认真贯彻执行。从各个层面来看，目前的改革已经处于全面铺开的阶段。

与此同时，部委及地方层面上也在积极推动各项政策措施。3月16日，证监会副主席阎庆民接受采访时表示，中国存托凭证(CDR)将很快推出，CDR是解决两地的跨境监管等问题的有效措施，有利于海外已上市、海外退市企业回A股上市。深交所相关人士也表示，对于CDR交易所已经研究了很长时间，今年条件比较成熟，预备尽快推出。3月29日，国务院常务会议

确定深化增值税改革措施，5月1日起制造业等增值税税率从17%降至16%，交通运输、建筑、基础电信服务等行业及农产品等货物的增值税税率从11%降至10%，预计全年减税2400亿元，将纳税人年销售额标准由50和80万上调至500万元。3月30日，财政部、税务总局、国家发改委、工信部四部门发布了《关于集成电路生产企业有关企业所得税政策问题的通知》，通知提出的政策优惠包括：对符合条件的企业免征及一定时间后按照25%的法定税率减半征收所得税；在过去“两免三减半”基础上享受“五免四减半”的进一步优惠等。另外，3月31日，在“2018中国钢铁发展论坛”上，国家发展改革委产业协调司冶金建材处副处长水恒勇表示，2018年5月至6月，钢铁煤炭行业化解过剩产能和脱困发展工作部际联席会议将牵头组织开展防范

“地条钢”死灰复燃和已化解的过剩产能复产专项检查。而在房地产调控方面，西安、杭州、武汉、海南、长沙、成都等城市陆续出台摇号卖房措施，严格控制投机炒房。

通过对当前经济主导思想的提倡者、中央财经领导小组办公室主任刘鹤的思想渊源进行梳理，我们会发现当前提出来的供给侧结构改革是与他80年代末和90年代末中国所面临的经济问题的分析思路一脉相承的。在刘鹤看来，不能简单地使用总量手段来解决结构问题。从我国的实际情况出发，与上世纪90年代后期相反，继续实施宽松的货币政策只能松了过剩产能供给、松了资本利得、加剧了贫富分化、进而紧了有效需求。通胀究其根源是再一次出现的深层次供需结构矛盾。有效的政策应对是供需双方的深层次调整。因此，我们看到了供给侧改革的顶层设计，也看到了“三去一降一补”的逐步推进。削减过剩供给正在顺利推进，未来实现经济高质量增长及合理的通胀关键要进行的是“一补”，以及需求侧的改革。

在对外开放方面，习近平主席在博鳌亚洲论坛2018年年会开幕式上的主旨演讲已经是十分清晰了。在演讲中，习近平主席指出，中国未来将进一步扩大开放，包括放宽银行、证券、保险行业外资股比限制，汽车行业外资比例限制，与此同时，我国将加强同国际经贸规则对接，增强透明度，强化产权保护，鼓励竞争，反对垄断，并完成修订外商投资负面清单工作，全面落实准入前国民待遇加负面清

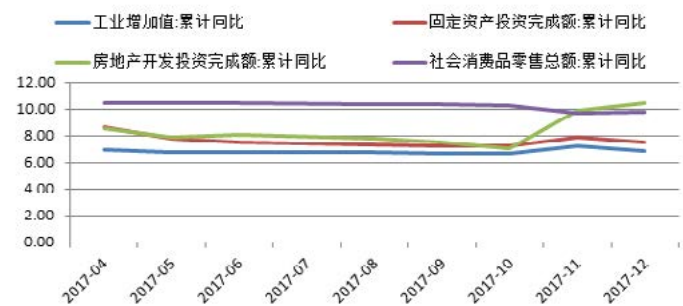
单管理制度，创造更有吸引力的投资环境。另外，中国将积极主动扩大进口，今年将相当幅度降低汽车进口关税，同时降低部分其他产品进口关税，努力增加人民群众需求比较集中的特色优势产品进口，加快加入世界贸易组织《政府采购协定》进程。

经济平稳运行

从宏观经济表现来看，一季度经济继续维持平稳增长，统计局4月18日发布2018年一季度国内生产总值（GDP）初步核算结果，2018年一季度GDP同比增长6.8%，延续2016年以来的平稳增长态势，其中第一产业同比3.2%，第二产业同比6.3%，第三产业同比7.5%。一季度，全国固定资产投资(不含农户)约10.1万亿元，同比增长7.5%，增速比1-2月份回落0.4个百分点，比上年同期回落1.7个百分点。其中，民间投资约6.2万亿元，增长8.9%，比1-2月份加快0.8个百分

点，比上年同期加快1.2个百分点。民间投资增速回升受房地产投资带动明显，也跟近年政策改善有关。一季度基建投资增速放缓，仅增长1.3%，这跟规范地方政府举债、去杠杆等有关。房地产开发投资增长10.4%，与土地购置费（不是土地成交款）的快速增长有较大关系。制造业投资增长3.8%，高技术制造业投资同比增长7.9%，增速比全部投资快0.4个百分点，结构有优化，然整体依然处于较低水平。消费方面，中国经济一季度实现良好开局，消费的支撑功不可没。3月，社消零售同比增速回升到10.1%，高于预期；1-2月社消零售同比增速虽跌破两位数，但相比上年同期仍有0.2个百分点的提升，最终消费支出对经济增长的贡献率为77.8%。国家统计局的文章指出，2017年恩格尔系数已降至29.3%，而人均耐用品与发达国家还有较大差距，信息、医疗、养老、家政、旅游等服务型消费空间也才刚刚打开。

图2



数据来源：Wind 资讯，鑫元基金

在经济快速增长的同时，CPI 仍保持低位增长。一季度，全国居民消费价格同比上涨2.1%，涨幅比1-2月份略有回落，比上年同期略有上升。PPI小幅下降，全国工业生产者出厂价格同比上涨3.7%，涨幅比1-2月份回落0.3个百分点，比上年同期回落3.7个百分点。前2月由于春节及冷冬因素，CPI处于较高水位，而3月份则有所回落。供给侧改革对贸易商囤货行为的影响，及一季度季节性开工因素则造成了PPI的下滑。

贸易战不确定性极高

3月23日，美国总统特朗普在白宫正式签署对华贸易备忘录。特朗普宣布，将有可能对从中国进口的600亿美元商品加征关税，并限制中国企业对美投资并购。根据白宫新闻稿，美国将对航空航天、信息技术、机械等产品加收25%的关税。根据备忘录，美国贸易代表办公室将在15天内制定对中国商品加收关税的具体方案。此外，美国财政部将在60天内出台方案，限制中国企业投资并购美国企业。在特朗普当选美国总统之后，我们就一直预期美国会对中国举起贸易大棒。

今年以来，美国对中国贸易动作频频，3月7号美国就宣布对进口自中国的铝和钢铁分别加征10%和25%的关税。当时我们内部就提示过这仅仅只是刚刚开始。之后，美国白宫贸易委员会主任科恩辞职及国务卿蒂勒森被解职，我们进一步发出警报，美国对中国的贸易动作可能会加快。从我们内部的研究



框架来看，中美产业对抗将是未来相当长一段时间内的宏观背景，我们反复强调，外部的贸易失衡局面与内部的结构失衡是一个问题的两面，不可能脱离开来进行讨论。本届美国政府上台，是建立在长期矛盾积累的基础之上的。冰冻三尺，非一日之寒。国际贸易分工链的扩展，信息技术的发展，“自由贸易”理念的泛滥以及由此衍生出来的政治正确（当然不止在贸易一个领域），都在客观上促进了全球贸易量在过去二十年里的巨幅膨胀，许多国家、公司和个人都极大地受益于这一轮的全球化狂潮，主流经济学圈子以及媒体都在极力称赞“自由贸易”的巨大成功。然而，任何事物都具有两面性，那些因为贸易自由化受损的国家、公司、个人的声音似乎一直被媒体刻意忽视。如果说两种力量之间的矛盾在之前还处于量变阶段，尚不足以从根本上改变事物本身，那么2016年11月7号的美国大选的结果则向我

们宣告，这一矛盾已经演绎到了质变阶段，那么事物的性质也就发生了根本性的转变。目前这种生产关系的调整明显落后于当前生产力的巨大发展，那么两者之间的矛盾就会以各种各样的方式表现出来，无论在一国内部还是外部。

特朗普的当选与政府内阁成员的挑选是具有一致性的。我们目前能够看到的是，他任命一个厌恶最低工资的快餐连锁店CEO做劳工部部长（普兹德），他任命一个反对“公立教育”和教师协会提倡“择校制”的人（贝齐·德沃斯）担任教育部部长，他任命一个主张降低药品审核标准，推动更多药品进入市场，由市场检验药品有效性的人担任FDA主任（Scott Gottlieb），他任命一个反对公平住房计划和反对政府资助穷人住房的人担任住房与城市发展部长（本卡森），他任命一个反对环保反对全球变暖支持美国本土油气开始的人担任环保署主任。更加不用提我们所熟悉的众多其他职位，如商务部长罗斯，国家贸易委员会主任纳瓦罗，财政部长努钦，贸易代表办公室主任莱特希泽，以及新代替蒂勒森的国务卿蓬佩罗（CIA头子，主张强硬应对朝核和伊核）。在目前整个特朗普政府成员班子里面，唯一看起来稍微不那么鹰派的可能就只有总统本人了（新任的白宫经济委员会主任库德洛在贸易问题上的态度完全跟随总统）。总的来看，在目前特朗普的团队里，不同行业的精英领袖充斥其间，虽然他们之前很少参与政治，但是他们对于美国之前的政治运作是相当不满的，而特朗普将他们挑选出来，

其实也正是为了将支持之前的政府运行的“建制派”全部打烂，之前的政府支持什么，那么本届政府就会去反对什么。正是在这个背景下，我们在考虑中美贸易战的本质时需要突破之前的思维框架，以更加务实而不是一厢情愿的态度来理解美国的对华政策。

总的来看，5月份中美贸易谈判将进入实质阶段。目前双边都保持着较为强硬的态度，尽管期间美国方面的态度一度有一些反复。贸易层面的极大不确定性将会干扰中国当前的改革进程及资本市场参与者的预期，到目前为止，我们不敢武断地判断中美贸易矛盾将以何种方式来演绎。

相机而动的货币政策

习近平总书记4月2日在中央财经委员会第一次会议上发表重要讲话强调，防范化解金融风险，事关国家安全、发展全局、人民财产安全，是实现高质量发展必须跨越的重大关口。会议指出，打好防范化解金融风险攻坚战，要坚持底线思维，坚持稳中求进，抓住主要矛盾。要以结构性去杠杆为基本思路，分部门、分债务类型提出不同要求，地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来，努力实现宏观杠杆率稳定和逐步下降。会议还指出，要强化打好防范化解金融风险攻坚战的组织保障，发挥好金融稳定发展委员会重要作用。要抓紧协调建立中央和地方金融监管机制，强化地方政府属地风险处置责任。从各个层面来看，今年的政策基调均是以化解风险为主要工作



目标，而这其中，金融、地产、地方政府、国企又是重中之重。从这个角度来理解一季度以来的诸多政策，其实就不难发生背后的共同逻辑，无论是央行发布的关于商业银行发行二级资本债的公告，还是银监会关于进一步支持商业银行资本工具创新的意见，都体现了国家政策目标。

4月17号，中国人民银行决定，从2018年4月25日起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率1个百分点；同日，上述银行将各自按照“先借先还”的顺序，使用降准释放的资金偿还其所借央行的中期借贷便利（MLF）。按照2018年一季节末数据估算，操作当日将偿还MLF约9000亿元，同时释放增量资金约4000亿元。由于此次降准释放的资金大部分用于偿还中期借贷便利，属于两种流动性调节工具的替代，而余下的小部分资金

则与4月中下旬的税期形成对冲，因此，在优化流动性结构的同时，银行体系流动性的总量基本没有变化，保持中性，故而我们认为稳健中性的货币政策取向并没有发生变化。另外，由于MLF利率刚刚上提5BP至3.3%，而存款准备金利率只有1.62%，成本相较MLF更低，下调部分金融机构存款准备金率以置换中期借贷便利利于降低商业银行付息成本，进一步增加银行体系资金的稳定性，优化流动性结构。其次，释放4000亿元增量资金，增加了小微企业贷款的低成本资金来源，按照人民银行有关负责人的沟通交流，人民银行将要求相关金融机构把新增资金主要用于小微企业贷款投放，并适当降低小微企业融资成本，改善对小微企业的金融服务，上述要求将纳入宏观审慎评估（MPA）考核。最后，通过置换，能够将借款银行质押的利率债和高等级信用债释放出来，以提高银行间流动性水平。

资产配置展望

从2016年底开始提出金融领域风险，到2017年进一步提出金融去杠杆，防范化解重大风险，这些都说明高层清晰地意识到当前中国金融体系恶性膨胀带来的潜在风险。中国宏观经济政策的多目标性，使得政策操作层面往往易于投鼠忌器，在这种情况下，拼命扩大规模，让更多的人的利益被牵涉进去从而让自己大到不能倒，就成为市场参与者与市场监管者博弈的最优策略。这种巨大的套利空间叠加自2012年以来推动的金融自由化，

使得中国的金融体系在5年多的时间巨幅膨胀。正是在这个背景下面才有中央政府层面积极推动的金融去杠杆与监管机构间的监管竞争。另一方面，2016年初以来鼓励居民部门加杠杆引起的房地产上涨行情带来了相当巨大的短期促进作用，即使政府在2016年10月初提出“房住不炒”也依然无法阻居民部门的购房热情，这一点叠加2016年以来推动地方政府PPP项目投资成为本轮周期上行的两个相当重要的原因（海外宽松货币环境与良好的去杠杆进程带来的国际经济环境也是良好的外因）。

经济周期的上行客观上为金融去杠杆与约束地方政府举债行为的逆周期调控创造了基本条件，毕竟地方政府部门与地产部门的资产负债表经过两年的地产去化得到了相当程度的改善，当然这种改善也不局限这两个部门，许多传统行业与新兴行业也相当受益于这一轮的总需求扩张，传统行业更多地受益于产能去化与供给侧改革，而新兴行业则更为消费升级和技术进步所驱动。正是由于经济层面的良好表现，叠加监管层面对于海外资产购买行为的规范及跨境资本流动的管理，2017年年初甚嚣尘上的人民币贬值在年底又回到了2015年8月跳贬后的水平，这一点超出市

场绝大多数人的想象，也事实上成为境内资产重估的一个相当重要的因素。2017年年底的中央经济工作会议指出，中国经济发展进入新时代，基本特征就是我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，而2018年则是实现“十三五”规划承上启下的关键一年，稳中求进会是工作的总基调。会议同时确定，今后3年要重点抓好决胜全面建成小康社会的防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战。当前所积极实施的逆周期调控在今年的某个时点肯定会影响到总体经济的表现，尤其是在金融领域的大力去杠杆会直接影响相当部分金融机构的业务发展，进而影响到信用创造活动。杜绝信用空转，脱虚入实，一杆子捅到底，政府层面似乎已经做好金融领域发生震荡的准备。与此同时，我们注意到，无论是部委层面还是地方政府层面，对于先进制造业和集成电路产业等领域的支持其实是相当巨大的，结合未来三年的小康社会目标承诺，我们有理由相信，当前的政策操作无非是为未来的优质产能留出空间。未来如果经济出现预期的回落，政策的托底支持肯定会及时的跟上来，只不过新一轮的产业投向肯定是需要与“十三五”规划中诸多相关方面相适宜的。

在这个背景下来展望未来的资产价格走势，我们认为，在权益市场方面，结构性行情特征可能依然会比较明显，只不过之前领涨的品种在今年会面临相当的压力，毕竟目前所进行的逆周期操作对于周期类品种影响还是相当大的。与之相对应的，新经济里的许多领域，今年却有较大可能走出比较好的行情，无论是政策层面鼓励支持的集成电路还是我们在之前的策略报告里提到的质量强国、制造业2025、军民融合、京津冀一体化、生态战略等方面。

在债券市场方面，一季度的行情更多地体现超预期的流动性宽松，而不是基本面经济数据所反映出来的平稳增长。从最近的货币政策操作来看，降准本身所透露出来的边际政策变化意图是我们需要密切留意的。结合内部金融体系持续治理初见成效的现实与最近比较紧张的外部环境，总量货币政策是存在边际宽松空间的，而且结合中央经济工作会议以及当前的政策监管实践来看，双峰监管似乎扮演着更加重要的角色，这将持续规范各种融资与信贷创造活动。从这个角度来讲，我们认为，债券市场的春天可能已经渐行渐近了。🌸

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。



基本面或利于债市： 2018 年二季度债市策略展望

文 | 南京银行资金运营中心 金融市场研究部

债券市场方面，在基本面企稳、流动性稳定略宽松的状态下，市场情绪重新提振，10 年期国债中枢从年初的 3.96% 的高位回落至 3.75% 附近，下行幅度显著。

同2017年相比，2018年一季度投资、消费、进出口三驾马车经济数据增幅不一，整体展现出了较强的韧性。投资方面1-2月地产投资增速超出预期，并带动固定资产投资小幅上行；消费方面受到地产挤出影响较大，处于小幅下行的状态；出口受益于欧美市场景气回升，增速远好于市场预期，但后续中美贸易摩擦带来较大的不确定性。根据今年的政府工作报告，将继续坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策，包含地方政府专项债在内的广义财政目标较去年扩大，基建有望持续发挥稳定器作用，经济后续韧性可期。债券市场方面，在基本面企稳、流动性稳定略宽松的状态下，市场情绪重

新提振，10年期国债中枢从年初的3.96%的高位回落至3.75%附近，下行幅度显著。向二季度展望，基本面、流动性及机构行为等因素或将继续有利于债市。

一、经济基本面：三驾马车展现韧性

1、从2018年1-2月各项经济数据表现来看，投资、消费、进出口三驾马车增幅不一。首先1-2月固定资产投资同比增速7.9%，环比提高0.7个百分点，分项来看房地产投资同比增速为9.9%，制造业投资累计同比增速为4.3%，基建投资累计同比增速为16.1%，可以看出房地产投资增速超出预期，基建投资

增速小幅提升，制造业投资增速保持平稳；其次1-2月社会消费品零售总额同比增速9.7%，环比提高0.3个百分点，从消费细项来看，呈现出了地产相关消费增速下行、休闲娱乐消费升级趋势显著、网络消费持续保持高增速等特征；第三1-2月的进出口数据超预期增长，按美元计，出口同比增长44.5%，创三年来最高，其主要原因在于欧美等发达国家经济的持续改善，以及去年同期基数较低。

2、从后续走势来看，料消费将趋于稳定，地产投资缓慢下行、基建继续发挥稳定器作用，进出口受贸易摩擦影响存在不确定性。

首先从居民可支配收入增速来看，2017年城镇居民可支配收入实际同比增长6.46%，但消费性支出增速反而下行，而另一方面，居民贷款一直保持较高增速，说明消费增速的下行受地产销售影响较大，目前消费尚未有明显的起色，但居民贷款增速开始下行，后续挤出效应可能减弱，同时在消费升级和网络消费的拉动下，预计消费增速维持稳定；

其次地产投资整体增速不仅受到地产销售增速的影响，也受到土地出让的影响，其中30大中城市3月日均成交同比增速下行显著，不过土地供应和成交仍然保持较高增速，能够对地产投资增速形成一定缓冲；

第三，根据两会期间的政府工作报告，今年总体财政赤字为2.38万亿，规模与去年持平，但今年地方专项债券预计发行1.35万亿元，较去年增加5500亿元，广义财政规模较去年仍有所加大，作为经

济稳定器，2018年基建有望在环保和扶贫方面增大建设力度，整体增速保持稳定；

第四，从海外PMI来看，欧盟和日本制造业PMI已经连续两个月回落，其中欧盟的回落幅度还比较大，可能会影响外需；而对美国出口可能受到中美贸易摩擦的影响，尽管中美贸易摩擦一直存在，但此次301调查结果的公布超出市场预期较多，市场也普遍关注此后美方公布的产品清单、加税举措以及中方可能采取的应对措施。在不确定因素较多的情况下，出口增速的趋势性有待观察。

二、市场回顾：流动性宽松，现券收益下行

1、流动性稳健偏宽松

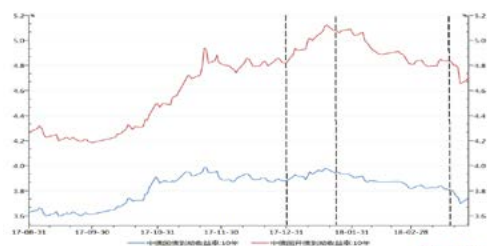
受益于央行在2018年1月底为满足春节前商业银行流动性需要而推行的“临时准备金动用安排”及公开市场操作的持续呵护，叠加定向降准的影响，一季度银行间资金市场以稳定为主，在稳健中性的货币政策导向下，一季度流动性整体呈现稳中略偏宽松状态，银行及非银机构融入资金平稳。同年初相

比，资金价格整体持平，DR001保持在2.58附近，DR007维持在2.85附近，R007及GC007波动性依然比DR007大，但从波幅来看整体波动性低于去年。

2、现券收益率振荡后下行

受监管政策、市场情绪及重大事件影响，2018年一季度，利率债收益率历经先上后下、振荡后再下的过程。1月初，监管政策密集出台，包括302号文、委托贷款管理办法、大额风险暴露管理办法等，引致收益率快速上行，10Y国开债上行至5.12%的高位，10Y国债上行至3.98%；1月25日之后，收益率从高位开始回落，主要原因是25日开始实施定向降准和临时性降准，流动性持续宽松，节后央行OMO和MLF及时投放，使得收益率延续下行。10Y国开债从5.12%下行至4.80%，10Y国债由3.98%下行至3.82%；进入3月以后，由于美联储加息、经济数据公布等不确定因素较多，市场维持震荡走势，23日中美贸易摩擦升级，引发市场避险预期，收益率快速下行，10Y国债下行至3.75%附近，10Y国开债下行至4.70%附近。

图1



资料来源：Wind



整体看 2018 年的债券市场的投资环境要好于 2017 年，安全边际较高，配置盘可以继续介入。



三、二季度市场展望

1、趋势性因素偏乐观，交易性因素需谨慎

1月至今，利率债各期限品种平均下行约30BP，下行幅度为2017年以来最大，因此对于本次行情是趋势性行情还是交易性机会存在较多讨论。

其中，趋势性因素主要有两点：一是对经济基本面趋缓的预期，受季节及天气等因素影响，春节后包括钢铁煤炭价格、高炉开工率、房地产销售增速、汽车销售增速等上中下游各项高频数据均未达预期，市场对后续经济边际运行状况存在趋缓可能性的讨论，进而产生了财政政策或货币政策边际上放松的期望；二是去年以来至今，境外机构配置力量大幅提升，尤其体现在短久期的国债及政金债方面，对债券市场配置盘形成了一定支撑，1-2月托管数据显示，境外机构配置在全部新增占比已达36%，而近期彭博宣布，将从2019年4月起开始中国债券纳入彭博巴克莱全

球综合指数，也对市场情绪带来一定的提振。

交易性的因素有以下三点：一是流动性持续宽松，包括春节前夕的定向降准和临时性降准，央行也及时通过每日公开市场操作维持流动性；二是一季度债券供给较少，从国债和政金债净发行量来看，2018年前3个月净发行额低于往年同期，其中国债净融资额为-262.9亿，政金债净融资额为1578.8亿，均低于往年同期规模。二季度起随着利率债供给放量、地方政府专项债发行启动，对银行间流动性造成时点性压力。三是前期各类重大信息对交易情绪的扰动，如在3月7日降低拨备率消息公布后，10年国开当日随即下行5BP，3月23日特朗普签署对华贸易备忘录后，引发市场避险预期，10年国开当日下行达10BP。对交易盘参与较多的活跃券而言，突发及重大消息成为催化个券日内波动的关键因素。

2、配置仍具价值，交易宜快进快出

从经济基本面来看，2018年一季度投资受地产拉动有所提升，消费小幅下行但趋于稳定，出口远超预期但受贸易摩擦影响的不确定因素较多，后期看在投资托底、消费升级的拉动下，经济总体仍体现出较强的韧性。一季度债券市场情绪回暖，现券下行幅度较大，从影响因素来看，趋势性因素或利多于债市，而交易性因素放大了市场波动，需要谨慎面对。同时在对外开放不断加快的背景下，境外机构对债券持续增持，形成了新的配置力量。整体看2018年的债券市场的投资环境要好于2017年，安全边际较高，配置盘可以继续介入，鉴于目前收益率水平风险较小，建议选择曲线凸点进行投资，品种上1年期国债和3年期政金债更优。对于交易盘，目前市场情绪释放较多，而4月为传统的资金面紧张月，在可能出现利率债和地方债供给放量的情况下，可待收益率有所回调后择机介入。

债券借贷在中小商业银行业务中的应用探索

文 | 常熟农商行金融市场部 郭卉

债券借贷业务是指债券融入方以一定数量的债券为质押物，从债券融出方借入标的债券，同时约定在未来某一日期归还所借入标的。



一、债券借贷业务基本介绍

1、债券借贷业务定义

债券借贷业务是指债券融入方以一定数量的债券为质押物，从

债券融出方借入标的债券，同时约定在未来某一日期归还所借入标的债券支付借贷费用，并由债券融出方返还相应质物的债券融通行为。

2、债券借贷业务具体规定及

主要要素

根据《全国银行间债券市场债券借贷业务管理暂行规定》，市场参与者均可进行债券借贷。债券借贷的期限由借贷双方协商确定，

但最长不得超过365天。债券借贷期间，如果发生标的债券付息，债券融入方应及时向债券融出方返还标的债券利息。债券借贷应以标的债券进行交割，但到期时，经借贷双方协商一致后也可以现金交割。债券借贷的融入方应向融出方支付债券借贷费用，费用标准由借贷双方协商确定。

3、债券借贷业务的主要功能

对于债券融出方来说，债券借贷交易可以积极盘活存量资产，提高存量资产的利用率，为那些以持有到期债券为目的的投资者在稳定收取票息的同时获得额外的收益。以融出活跃券为例，市场借贷费用一般在年化0.8%-1.2%范围，非活跃券目前市场借贷费用在年化0.4%-0.8%范围，由于有等值的债券作为抵押，这部分收益基本上是无风险的额外收益，不需要承担市场利率波动带来的风险。

对债券借入机构而言，债券借贷作用主要来自于以下几个方面：

一是满足融资需求。目前市场上的银行类机构对于信用债质押回购利率一般要加点，或者不接受质押，通过债券借贷可以将信用债转换成利率债，而只要借贷的费率小于使用信用债融资的加点数，从而提高了融资效率，降低了融资成本。以持有信用债为主的非银机构在这个方面的需求比较大。

二是结算需求。债券借贷融入方借入债券用于交割，大大减少了结算失败的概率，降低了结算风险。以质押式回购交易为例，一旦发生券不足的结算风险，短券方可通过债券借贷工具融入标的券用于

结算，避免结算失败。另外，做市商也可以引入债券借贷工具，在保证债券交割的同时降低所持债券头寸，从而有效地降低其存货风险，提高其做市能力。

三是对冲和投机需求。在合适的市场时机，债券融入方可卖出自己已有的债券，待债券价格下跌

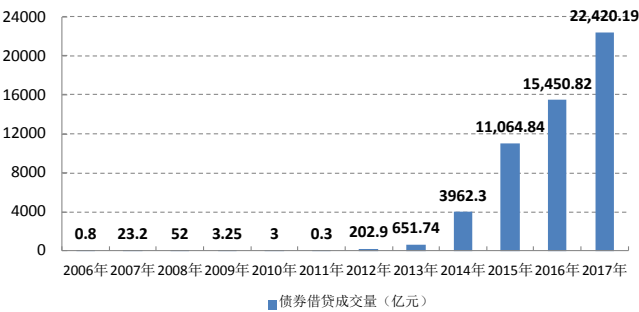
后再补回还券，这种做空机制为市场提供了新的盈利模式，也为债券持有者提供了新的风险规避手段和投资盈利模式，改变了过去债券市场只能单边做多的格局。另外债券借贷可配合其他更为复杂的交易投资策略，如在国债期货交易中，运用借入债券完成各种套利交易。

表1：债券借贷业务主要要素

主要要素	债券借贷业务规则
交易场所	银行间债券市场
参与机构	银行间债券市场参与者
报价方式	一对一询价，确定后在前台交易系统达成交易
借贷期限	由借贷双方协商确定，但最长不得超过 365 天
质押债券	融入方自有债券
期间利息	借贷期间发生的债券利息兑付归债券融出方所有
到期交割方式	一般以标的债券交割同时支付借贷手续费
融入量限制	单个机构自债券借贷的融入余额超过其自有债券托管总量的 30%（含 30%）或单只债券融入余额超过该只债券发行量 15%（含 15%）起，每增加 5 个百分点，该机构应同时向同业中心和中央结算公司书面报告并说明原因。

资料来源：人民银行网站发布的《全国银行间债券市场债券借贷业务管理暂行规定》

图1：2006-2017年债券借贷成交量（亿元）



资料来源：中国债券信息网

表2：做空损益情况分析

	160210	收益率变动幅度	收益率(%))	债券净价	应计利息	净价差损益	票息损益	资金收益	债券借贷费用	净资本利得
10月24日			3.09	100.7004	1.7599					
10月31日		5BP	3.14	100.3004	1.8209	400000	(61000)	44685	(83333)	300352
11月7日		6BP	3.15	100.1945	1.8819	505900	(122000)	89370	(83333)	389937
11月14日		12BP	3.21	99.7289	1.9428	971500	(182900)	134055	(83333)	839321
11月21日		17BP	3.26	99.3764	2.0038	1324000	(243900)	178740	(83333)	1175506
11月24日		12BP	3.21	99.7288	2.0300	971600	(270100)	197890	(83333)	816057

资料来源：人民银行网站发布的《全国银行间债券市场债券借贷业务管理暂行规定》

表3：期限利差套利损益情况分析

	利差	170210 收益率(%))	170206 收益率(%)	170210 全价	170206 全价	买卖现券收益	资金成本	借贷费用	总收益
10月20日	8BP	4.43	4.35	99.1769	100.7189				
11月21日	15BP	4.85	4.70	96.4526	99.7284	842350	(214027)	(83333)	544990

资料来源：人民银行网站发布的《全国银行间债券市场债券借贷业务管理暂行规定》

二、债券借贷业务市场情况

早在 2006 年 11 月，中国人民银行就颁布了《全国银行间债券市场债券借贷业务管理暂行规定》，正式推出债券借贷业务。但债券借贷业务推出之后的几年里，由于核算、监管等措施还不够完善，且当时市场对债券借贷这个新产品的认识不足，机构从着手研究到内部规范、风险控制准备到位都需要一定的时间，因此在推出最初的几年内，债券借贷市场发展缓慢，直到 2012 年以后市场规模才开始出现明显增加。2012年，在大型商业银行中，工商银行率先开展

债券借贷业务，2013年后中小参与机构逐步增加，且经过市场培育后，机构对债券借贷交易的认识逐步加深，债券借贷市场呈现成交量快速增长、参与主体多元化的趋势。经过了几年的快速发展，债券借贷交易已成为类似于现券买卖市场的标准化日常交易，在银行间市场上发挥的作用越来越大。

从参与的机构看，随着债券借贷业务的快速发展，包括国有大行、股份制银行、城商行、证券公司等多种类型的机构参与。以中债最新公布的2018年一季度数据来看，融出机构方面，由于大型商业

银行债券存量

大，是债券融出的主力军，如最早参与的工商银行，其融出占比高达42%，其次为农业银行，融出占比为9.35%。从机构类型看，融入主要是证券公司，证券公司融入债券规模占比35%，这主要是因为证券公司考核成本较高，持有的大多数是信用债，而在日常的杠杆交易或者流动性管理中，更多的是需要流动性好的利率债，这就使得用信用债进行质押换取利率债的需求增加，此外证券公司也可以通过融入利率债参与其他交易，如国债期货套利；其次是股份制商业银行，融入占比也近 30%，用于公开市场操作方面的质押。

三、中小商业银行债券借贷相关业务探索

在债券借贷业务推出之前，中小银行类机构只能通过买断式回购交易融入债券进行对冲套保或者卖空，一方面受制于额度的限制规模非常有限，另一方交易期限较短导致回补压力较大，所以套保和做空效果并不理想。目前银行类机构尚不能进入国债期货市场，而中小商业银行由于金融市场业务种类单一大多数不具备衍生品牌照，从而缺乏套保与做空的工具，通常在债券市场上只能单边做多，在市场收益率单边上行的情况下处于非常被动的境地。债券借贷业务推广以后，中小商业银行可以充分利用这项业务工具拓展交易模式丰富交易策略，更广泛的参与到现券和资金市场的各种交易中。以下举例说明几种利用借贷工具的交易策略供参考：

1、投机性做空

2016年市场利率在“资产荒”的带动下疯狂下行至历史低位，一些市场嗅觉较为敏感的中小机构就率先抓住了市场时机融入活跃利率债进行反向做空操作，不但有效地对冲了持仓风险，还可以获得额外的资本利得收益，也进一步扩大了市场影响力。以具体的例子来进行情景分析，假设2016年10月24号通过债券借贷借入期限为1个月，面值为1亿元的160210，假设当天借入后立即在市场+0卖出，卖出时的收益率为3.09%，净价为100.7004.假设债券借贷的费率年化

为100BP，资金收益为7天SHIBOR（2.33%）。同时假设一个月之

内，在市场买入归还，我们可以看到不同时点买回来，计算每个上行幅度下做空的损益情况，结果如表2。

从上表的分析可以看出，在收益率上行阶段投机性做空的净资本利得还是相当可观的，但获利的前提是对市场趋势方向的正确判断，这种操作策略适合短波交易能力较强的中小机构，也可锻炼交易员的反向交易能力，在市场下跌的时候也可能分享做空的盈利。

2、期限利差套利

假设正常情况下的收益率曲线是一条具有特定斜率的完整的连续的平滑曲线。基于目前所处的经济情况和收益率曲线的形态，对收益率曲线下一步的演变进行推断，从而采取的套利交易。

判断长期限债券和短期限债券之间的利差拉大，收益率曲线变陡，斜率增大：买入短期限债券，卖出长期限债券。

判断长期限债券和短期限债券之间的利差缩小，收益率曲线变平或倒挂，斜率减小：买入长期限债券，卖出短期限债券。

值得在进行期限利差套利中，为了避免套利组合受市场风险干扰，需保证买入债券基点价值的绝对值——卖出债券基点价值的绝对值，及套利组合的PV01为0。以2017年年末收益率曲线迅速增陡的例子来看，10月20日收益率曲线5年期国开债和10年期估值收益率已经倒挂，期限利差几乎处于历史最低位（8BP），一般情况下市场对于这种期限利差倒挂的现象会自发纠偏，所以当时可以预计利差会大概率扩大，收益率曲线大概增陡。

则可以建立卖空10年国开，买入5年国开的套利组合。若170210的债券借贷费用为100BP，资金成本按照7天的SHIBOR（2.80%），10月20号通过债券借贷借入期限为1个月，面值为1亿元的170210，为了保证套利组合的PV01为0，在借入当天在市场上+0卖出170210的同时，买入1.9亿元的170206，计算1个月平仓后组合损益情况，结果如表3。

这种交易策略是只需要对收益率曲线的期限结构进行判断，并不需要对市场大方向进行预测，不属于单边做空交易，套利组合的交易风险相对较小，但获得的资本利得也比单边做空10年金融债有限。总体来看，这种策略更适合风险偏好较低的中小型商业银行。

3、信用利差套利

根据当前所处的宏观环境和市场环境，以及由此引发的各种不同类型债券之间的信用利差可能拉大或者缩小而采取相应策略的套利交易。

判断信用债和利率债之间信用利差拉大：买入利率债，卖出信用债。

判断信用债和利率债之间信用利差缩小：卖出利率债，买入信用债。

同理，信用利差套利也可以用于国债和金融债之间利差套利。在此不举例赘述，测算盈利的方法类似于期限利差套利。这种利差套利更适合于投资组合较为丰富的中小型银行，可以灵活的利用各类券种之间的收益率变化来博取市场的超额收益。

表4：债券借贷交易结算排行榜前50名--2018年1-3月

序号	成员简称	债券借贷结算量(万元)	交易总笔数	融出债券量 (万元)	融入债券量 (万元)
1	工商银行	21,573,700.00	543	21,437,700.00	136,000.00
2	中信银行	6,918,700.00	103	0.00	6,918,700.00
3	0701CDQB	6,695,000.00	43	0.00	6,695,000.00
4	民生银行	6,588,000.00	49	238,000.00	6,350,000.00
5	兴业银行	5,568,300.00	193	4,794,300.00	774,000.00
6	农业银行	5,075,800.00	110	5,075,800.00	0.00
7	上海银行	4,647,000.00	124	2,882,000.00	1,765,000.00
8	宁波银行	3,784,600.00	130	2,059,600.00	1,725,000.00
9	灵通快线 LT0801	3,287,000.00	27	0.00	3,287,000.00
10	共赢天天快车	2,960,000.00	86	2,960,000.00	0.00
11	广发证券	1,902,000.00	92	0.00	1,902,000.00
12	广发银行	1,833,000.00	105	975,000.00	858,000.00
13	中信建投证券	1,419,000.00	78	0.00	1,419,000.00
14	国泰君安证券	1,377,000.00	98	0.00	1,377,000.00
15	平安证券	1,369,000.00	150	0.00	1,369,000.00
16	浦发银行	1,319,000.00	23	309,000.00	1,010,000.00
17	杭州银行	1,298,000.00	67	1,248,000.00	50,000.00
18	申万宏源证券	1,230,000.00	34	0.00	1,230,000.00
19	邮储银行	1,198,000.00	65	1,178,000.00	20,000.00
20	中信证券	1,077,000.00	71	0.00	1,077,000.00
21	四川天府银行	927,000.00	74	884,000.00	43,000.00
22	山西证券	924,000.00	78	0.00	924,000.00
23	交通银行	864,000.00	101	861,000.00	3,000.00
24	东莞农商行	803,700.00	58	803,700.00	0.00
25	东方证券	723,000.00	52	0.00	723,000.00
26	华安证券	617,600.00	82	5,000.00	612,600.00
27	华创证券	616,000.00	41	0.00	616,000.00
28	招商银行	600,000.00	26	425,000.00	175,000.00
29	浦发人民币理财专户	588,000.00	54	588,000.00	0.00
30	山西省农联社	587,460.00	40	587,460.00	0.00
31	中金公司	536,000.00	29	0.00	536,000.00
32	万联证券	532,000.00	53	0.00	532,000.00
33	光大证券	526,000.00	19	0.00	526,000.00
34	常熟农商行	489,000.00	51	421,000.00	68,000.00
35	平安银行	480,000.00	39	428,000.00	52,000.00
36	海通证券	451,000.00	33	10,000.00	441,000.00
37	浙商银行	442,000.00	28	319,000.00	123,000.00
38	昆山农村商业银行	421,000.00	30	0.00	421,000.00
39	南京银行	389,000.00	14	35,000.00	354,000.00
40	银河证券	365,000.00	16	0.00	365,000.00

41	华龙证券	360,000.00	24	0.00	360,000.00
42	厦门国际银行	355,000.00	37	355,000.00	0.00
43	长沙银行	351,000.00	21	348,000.00	3,000.00
44	东莞银行	349,000.00	15	116,000.00	233,000.00
45	上海农商行	346,000.00	42	300,000.00	46,000.00
46	徽商银行	345,000.00	30	245,000.00	100,000.00
47	五矿证券公司	340,000.00	40	0.00	340,000.00
48	招商证券	328,000.00	35	0.00	328,000.00
49	祁县信用联社	326,600.00	32	1,600.00	325,000.00
50	广州证券	319,000.00	29	25,000.00	294,000.00

资料来源：中国债券信息网

4、融出交易

2018年伊始，监管“去杠杆”政策取得了阶段性的成效，资金面较2017年有边际宽松迹象，年初银行间市场的杠杆水平略有恢复，非银机构融资需求旺盛。但另一方面，央行302号文也明确规定了存款类金融机构（不含开发性银行与政策性银行）自营债券正回购资金余额或逆回购资金余额不得超过其上季度末净资产80%。一般而言，

中小银行的持债仓位中以利率债为主，在限定了回购上限之后闲置的利率债将会迅速增加，故可用于借贷融出的债券额度将大幅上升，故今年中小银行在制定交易策略时可以搭配融出交易，一方面提高闲置债券的使用率，另一方面获得手续费来增厚中间业务收入。

在经过一年多的下跌后，今年以来债券市场的配置价值凸显，持债吃票息同时融出债券获得额外

收益的策略风险低且收益可观。保守估计，若日均融出规模每增加10亿元，将增厚近400万的中间业务收入。当然，随着融出交易的增加，结算风险可能会相应的增大，中小银行在参与此项业务时需不断完善债券业务管理规范 and 操作流程，对交易和结算流程进行更严密的风险控制。

郭卉女士

常熟农商行金融市场部执行总经理助理

中山大学经济学硕士，2010年毕业后在东海证券研究所担任固定收益研究员、债券研究主管；于2013年加入常熟农商行金融市场部担任债券交易员、投资经理、执行总经理助理，因投资业绩优秀多次获得行内表彰，在债券交易和投资方面经验累积了较为丰富的经验。

团队简介：

常熟农商银行是全国首批19家加入银行间市场的农村信用联合社之一。1999年，经人民银行总行批准加入全国银行间同业拆借中心。经过近20年的发展，金融市场部在银行间债券市场辛勤耕耘，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。近年来荣获2016年度银行间现券“活跃交易商”、2017年度银行间本市市场交易300强。目前常熟农商行是中国农业发展银行、中国进出口银行承销团成员。



鑫元基金党委书记、董事长肖炎： 十九大开启金融发展新时代 基金业需提升专业管理能力

文 | 《固定收益》编辑部

十九大报告要求：“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，守住不发生系统金融风险底线。”



党的十九大为中国金融市场的发展指明了方向，金融回归本源，服务实体经济成为了必然趋势。十九大报告要求：“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，守住不发生系统金融风险底线。”

在此背景下，鑫元基金作为一家年轻的基金公司，要深刻把握时代发展的脉搏，把不断满足人民日益增长的美好生活需要作为自身使命，掌握经济金融发展规律，不忘初心，回归本源，紧紧围绕基金行业“受人之托、代人理财”的核心职能，服务客户及实体经济，严守风险底线，为促进经济发展、保障服务民生和创新发展贡献力量。就此，《固定收益》专访了鑫元基金董事长肖炎先生，就金融如何回归本源，基金的未来发展趋势等问题进行探究。

《固定收益》：根据十九大的精神，金融回归本源，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，那么如何理解金融回归本源与实体经济之间的关系呢？

肖炎：党的十九大报告强调，“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。”

这要求金融企业要以党的十九大精神作为引领，进一步把思想和行动统一到中央的决策和部署

上，立足本业，回归本源，以扎扎实实的行动来贯彻落实党的十九大精神。

只有正确理解和把握金融与实体经济的关系，才能真正领会十九大精神，并抓住金融改革的目标，走上正确的发展道路。为此，鑫元基金开展了一系列学习宣传及贯彻行动，按照“学懂、理通、做实”的要求，深化党的十九大精神在全公司落地，重点推动基金业回归本源，服务实体经济，履行普惠金融的职责。

十九大报告提出，“着力加快建设实体经济、科技创新、现代金融、人力资源协同发展的产业体系。”其中将现代金融纳入产业体系中，旨在强调金融是整个国民经济的组成部分，与实体经济紧密联系，相互支撑。这一定位是对金融业、金融与实体经济之关系认识的进一步深化，明确要求金融业发展回归本源、服务好实体经济。中国社科院金融研究所银行研究室主任曾刚表示，现代金融本身就属于现代服务业，现代经济也很难把实体经济和金融截然分开，金融通过服务实体经济获得发展，实体经济的发展也离不开金融服务，二者一荣俱荣、一损俱损。

一直以来，鑫元基金及子公司鑫沅资产、鑫沅股权主动适应全面建成小康社会新形势，深化供给侧结构性改革新要求，积极支持地方产业结构调整升级项目和地方经济发展项目，扎实服务实体经济。未来，我们仍将继续紧贴服务实体经济的需求，支持社会民生和经济发展战略，站在更高层次上履行金融机构的职责和使命。

《固定收益》：引导金融回归本源、主动防范化解风险，将成为未来一段时间的金融业监管的主基调，那么如何看待金融回归本源与强监管的关系，公募基金又该如何回归本源呢？

肖炎：未来金融改革的方向是回归本源、强化监管。回归本源和强化监管并不矛盾，实质上是从不同层面围绕金融“脱虚向实”，强调增强金融服务实体经济的能力，提高服务实体经济的效率。

在我国金融业已进入强监管时代的背景下，公募基金回归本源，需明确两点：其一公募基金与持有人之间是信托关系，其二公募基金是普惠金融。作为最具普惠金融性质的大众理财产品，公募基金应坚守“持有人利益优先”的宗旨，努力为持有人创造持续、稳定的回报。

我国公募基金行业大体形成由监管层、基金公司、市场各参与方共同组成的监管模式，几乎可谓当前最透明的金融业态。但也应看到行业累积了一定的问题和风险，比如主动管理型产品规模较小，激励机制仍有待完善，部分业务发展不规范，强监管态势下部分产品流动性风险加大等。这些问题的存在既增加金融体系的脆弱性，带来风险隐患，也使监管协调变得复杂，并在一定程度上影响行业生态的持续健康发展。

2018年3月28日中央全面深化改革委员会审核通过“资管新规”，标志着作为金融服务实体、增加居民财富和提升直接投资比重的重要金融领域，资管行业的统一监管框架与同类资管产品的监管标

准得以建立。基金行业需要根据资管新规的监管方向促进自身资管业务的转型。全国社保基金理事会原副理事长王忠民表示，资管新规一定程度上给予基金业公平竞争的环境，而基金行业代理机制的完善成为资管行业回归本源的一个标杆，因此基金业应提升多元资产配置和风险管理的能力，大力发展适合各类资产配置的基础工具型产品，积极建设更加健康的资本市场生态。

对基金行业来说，回归本源和强化监管既是挑战也是机遇，有助于基金公司增强尽职意识，加强投资者教育，提升投资者的风险识别能力。而基金公司应该在合规的前提下，充分发挥自己的优势，选择适合的个性化发展道路，平衡好创新与风险之间的关系，积极服务实体经济。

《固定收益》：在当前的监管趋势下，回归本源、专注实体、合规经营、稳健发展的新资管时代即将到来，公募基金需充分挖掘自身的优势，弥补劣势，培育新竞争格局下的核心竞争力，那么公募基

金该如何全面推动资管业务转型升级？

肖炎：打造公募基金资管业务核心竞争力，要重点通过人才、机制、考核等有效安排，提升四个方面的能力。

第一，提高投资管理能力，投资管理能力是提升客户收益的保障；具体而言，包括强化基础研究，加强对宏观经济金融走势、金融市场波动趋势、信用风险形势的研判，为优质资产筛选、交易机会把握提供指引；其次，提升策略投资能力，基于趋势研究，运用投资组合的理念精确单个资产和资产组合的风险收益计量，通过精选资产、分散投资，实现同等收益的较低风险、同等风险的较高收益；此外，构建基于收益风险的考核体系，以均值和方差为核心指标，科学测度理财产品资产运用风险收益，科学计量产品投资运作水平，提升投资运作能力。

第二、提高产品服务能力，具有较强的产品设计能力才能够推出适合客户个性化需求的基金产

品，专业化的基金服务能力是赢取客户认可的关键。在客户资产配置顾问和销售渠道两方面，不断提升基金服务和销售能力。首先，运用金融科技和大数据模型精准识别和刻画客户投资实力、投资经验、投资偏好，科学评估投资者风险承受能力，做好投资者风险承受能力与基金产品的适配。其次，建立客户端和产品端的反馈机制，全面整合客户需求，开展“以客户为中心”的产品和服务创新，持续提升全面综合解决客户投资服务问题的能力，增强客户体验。此外，拓展产品销售渠道，抢抓资管监管统一的机遇，构建多层次的销售网络。

第三、提高系统支撑能力，协同有效的前中后台板块联动能力是公募基金资管业务相对其他资管机构的独特优势，强大的信息系统是公募基金业务健康发展的基础，积极推动基金业务系统功能建设，按照监管趋势建设适应净值化产品发行运作的信息系统，探索大数据、人工智能等新技术的应用等。

第四、提升风险管理能力，



肖炎先生

鑫元基金党委书记、董事长

超过三十七年金融从业经验，曾在中国农业银行从事会计、信贷、计划工作，历任南京银行总行计划财务部总经理，常州分行党委书记、行长。现任鑫元基金管理有限公司党委书记、董事长。

严控风险是公募基金可持续发展的必要保证。良好的风险管理能力也成为公司的重要竞争力。要把风险管理能力作为战略支柱之一，持续建设风险管理环境、培育风险管理文化，运用大数据、云技术等不断提升公司的风险管理能力，追求有质量的增长、可复制的收益和可持续的发展道路。

《固定收益》：今年公募基金成立20周年，虽然公募基金规模也发展到超过12万亿，但与海外成熟市场相比，仍然有较大的拓展空间，未来公募基金的发展趋势是什么？

肖炎：我国公募基金已走过20个年头，几经牛熊转换，飞速

发展：产品类型从最早单一的股票型基金，到即将推出的养老目标基金，百花齐放；截至2017年末，我国公募基金产品数量已近5000只，资产规模11.6万亿元，开展公募业务的机构超过130家。根据银河证券的统计，截至2017年末，公募基金20年累计为持有人创造了超过22万亿元利润。

同样，作为公募基金行业成长的见证者、参与者和推动者，五年时光，鑫元基金秉持投资者利益优先原则，努力践行“责任金融”使命，构建起公募业务、专户业务、子公司业务三大业务平台，并努力打造了一支具备良好的教育背景、复合型从业经历的近30人的投研团队。此外，鑫元基金在大力

打造“固定收益+”策略，通过股票、可转债等多种方式力争为投资者创造更为丰厚的回报。经过短短五年快速发展，已经初具规模，海通证券数据显示，截至2018年3月31日，鑫元基金管理的公募基金规模（非货币）为202亿元，在123家公募基金中排名第53位，较2017年末上升3位，市场占有率也稳步提升，受到了投资者的认可。

当然，与海外成熟的共同基金行业相比，中国的公募基金行业依旧非常年轻，在业务模式、核心优势、股权结构、管理组织方式、资管能力、人才培养与储备等方面都还处于探索和发展阶段，仍有很大的拓展空间。

在经济新常态的背景下，未



与海外成熟的共同基金行业相比，中国的公募基金行业依旧非常年轻，在业务模式、核心优势、股权结构、管理组织方式、资管能力、人才培养与储备等方面都还处于探索和发展阶段，仍有很大的拓展空间。



来公募基金行业的发展趋势主要有以下几个方面：

第一，不忘初心，回归本源。作为资管行业中重要的组成，公募基金行业要回归“受人之托，代人理财”的本源，尤其要做好主动管理业务，强化勤勉负责、尽职管理的义务，切实做到以投资者利益为重。

第二，深化行业规范，提高合规风控能力。从国家大政方针来看，金融强监管是未来很长一段时间内的主旋律。未来对合规风控的要求将不断融入基金产品、流程及公司核心竞争力中，融入信息化管理系统、支持保障系统，进一步夯实风险控制和处置能力，加强机构内控建设，强化投资者适当性管理，坚持“把合适的产品卖给合适的投资者”。

第三，拥抱经济转型和产业升级，更好地服务实体经济。基金行业拥有系统的投研平台、长期的研究积累以及完整的风险管理体系，应当积极围绕国家深化改革、国家大战略，加大对新经济、新产

业、新技术的研究，并转化为投资活动，将金融服务实体落到实处，同时也让投资者得以分享经济转型的成果。

第四，拓宽资金来源，发展中长期资产配置型产品。4月中旬，个税递延型商业养老保险开始试点，并明确未来银行、公募基金都会参与其中；几乎同时，首批养老目标基金提交注册申请；我国金融市场的加速开放，也有助于养老金、海外资金等长期资金入市，为资本市场提供稳定的资金来源，也成为基金行业进一步发展的强大动力。在此背景下，越来越多投资者的理财需求将从简单的“保值增值需求”升级为在中长期风险压力下的“资产配置需求”，投资行为日趋理性。经过20年的发展，公募基金已经证明自身具有长期收益能力。在可预见的未来，公募基金将在养老金第三支柱建设中发挥日益重要的作用。这要求基金公司及时顺应市场需求的变化，提供更多元化、更适合长期配置型投资者需求的产品选择和资产配置方案。

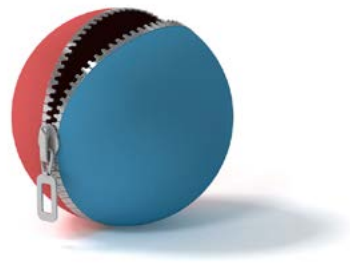
第五，在风险可控、制度健全的基础上推动行业创新。国家鼓励、引导金融机构在行业规范的前提下积极创新。未来基金行业将继续拓宽投资范围，增加投资工具，加强衍生品工具的使用。有效的创新可以推动基金公司实现盈利模式个性化及多元化发展，形成多层次、多元化的产品架构，由此助力基金公司个性化特点的逐步形成。

第六，立足本土，走向国际。4月10日，国家主席习近平在博鳌亚洲论坛2018年年会上宣布“中国决定在扩大开放方面采取一系列新的重大举措”。这意味着我国改革开放将提速，金融业有望在对外开放中继续扮演重要的角色，同时中国的对外投资也将越来越多地与全球经济紧密融合，资本市场对外双向开放的程度将不断提高，在此过程中将产生大量投资机会。我国基金公司应该积极适应资本市场国际化的大趋势，立足本土研究优势，逐步扩大境外资产配置，分享全球经济发展带来的红利。🌹

66

经过 20 年的发展，公募基金已经证明自身具有长期收益能力。在可预见的未来，公募基金将在养老金第三支柱建设中发挥日益重要的作用。这要求基金公司及时顺应市场需求的变化，提供更多元化、更适合长期配置型投资者需求的产品选择和资产配置方案。

99



资金持续流入 沪港深基金热度有增无减

文 | 《固定收益》编辑部

大智慧的统计数据显示，今年头三个月已有 40 只沪港深主题基金宣告成立，达到 2017 年全年成立数量的 78%；募集规模超过 1035 亿元，是 2017 年的 2 倍多。



今年一季度，沪港深主题基金区间净值增长率录得正值的产品比例为20%，相较全市场（剔除货币基金和债基）约41%的数据来说，沪港深主题基金在一季度的表现并不算出

挑，但这并不妨碍沪港深主题基金的发行掀起新一轮新高潮。

大智慧的统计数据显示，今年头三个月已有40只沪港深主题基金宣告成立，达到2017年全年成立数量的

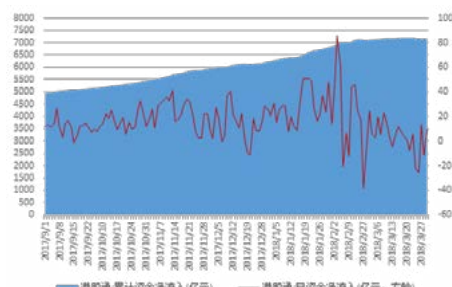
78%；募集规模超过1035亿元，是2017年的2倍多。这一方面体现出市场投资者对该类产品需求的旺盛，另一方面折射出机构对港股市场普遍长期看好的判断。

图1：恒指走势及历年沪港深通基金成立数量



数据来源：大智慧

图2：港股通资金净流入趋势



数据来源：大智慧

“沪港深”获资金持续正向流入

今年1月，恒生指数大涨近9%，冲高到33484点，随后出现大约11%的回调。尽管如此，恒生指数的低估值优势仍在，长期走牛的投资逻辑仍未改变，因此整个一季度而言，港股市场可谓表现稳定，截至3月末恒生指数涨幅约为0.58%，而自2017年以来的涨幅约为37%，在全球主要股指中遥遥领先。另一方面，A股今年以来虽也出现波动，但不乏结构性机会，比如3月初创业板放量突破年线，截至3月末其年内涨幅超过9%。这意味着A股、港股后市仍潜藏着投资机会。

在上述背景下，市场上沪港深主题基金持续火热，不仅机构继续加码对此类产品的布局力度，且投资者也肯拿出真金白银“买单”，大量资金争相流入，以尽早把握沪港深三地市场的投资机会。

回溯沪港深主题基金发展壮大历史可见（图1），自2002年8月首

只沪港深主题基金成立之后，一直到2014年，在长达12年时间里市场上仅有4只同类基金；而2015年之后，尤其2016年恒生指数扶摇直上以来，沪港深主题基金出现爆发式增长，2015年、2016年、2017年依次成立了11只、48只和51只沪港深主题基金。

截至2018年3月末，市场上共有沪港深主题基金154只，资产规模约为2297亿元。而今年一季度有40只沪港深主题基金成立，募集规模超过1035亿元，另外还有21只已进入募集期。换言之，2018年一季度新成立的沪港深基金数量已占整体数量的26%，新募集的资产规模则约占整体规模的45%。

仅就今年一季度成立的40只沪港深主题基金而言，合同生效时累计份额规模为1020亿份，而截至一季度末累计份额规模增长至1035亿份；有13只产品成立后短短一两个月内份额规模迅速增长，如1月23日成立的鑫元价值精选混合，其季末份额规模较成立时增长490%。实际上2017年四季度以来成立的沪港深主题基金多数都

获得了资金的持续、正向流入，这意味着市场对沪港深投资机会的认可。

今年一季度沪港深主题基金扎堆发行、成立的另一个原因，是去年12月此类基金曾遭遇短暂停止审批，今年一季度以来放行的产品大部分是去年12月之前申报，并按监管规定补足材料且符合资质的一批。证监会披露的信息显示，截至2018年3月23日，等候审批的基金里名称中带有“沪港深”或“港股”字样的仍多达60只。

港股配比明显分化

值得注意的是，今年一季度已成立及正在募集的沪港深主题基金中，名称里直接带有“沪港深”、“港股”字样的基金数量出现明显下降：61只产品中仅7只“标准”沪港深基金，绝大部分为非主投港股的沪港深基金。沪港深基金对港股的投资配比出现明显分化。

这一风向很大程度是受监管政策的影响。2017年6月，针对港股基金“挂羊头卖狗肉”的现象，证监会出

台《通过港股通机制参与相关股票市场交易的公募基金注册审核指引》，重点就参与港股通交易的公募基金的产品名称、投资比例和人员配置等三大方面进行规范。

按规定，基金名称中带有“港股”等类似字样，应当将80%以上（含）的非现金基金资产投资于港股；80%以下的非现金资产投资于港股的，基金名称中不得带有上述字样，港股最高投资比例不得超过股票资产的50%。这在很大程度上限定或杜绝了沪港深基金在A股和港股之间发生“风格漂移”的可能。

客观上，监管层上述新规奠定了沪港深主题基金“百花齐放”的基础，使投资者甄选投资对象时获得了极大的便利。不同的沪港深主题基金，港股配比天差地别：名称中带有“沪港深”、“港股”等字样的，港股配比肯定在80%以上；而名称中不带有上述字样的沪港深主题基金，港股配比则分化明显，虽然多数按50%的上限行事，但也有一些不到30%，尤其混合型基金，合同中股票资产比例的上限从30%到95%都有，在此基础上港股配比呈现五花八门的状态。比如，同样规定投资于港股通占股票资产的0-50%，鑫元价值精选混合的股票资产投资比例为基金资产的0-95%，另一只混基的是0-30%，这两只沪港深主题混合基金的投资范畴和风格就有巨大差异。

由此，对市场走势拥有独立、成熟判断的投资者，可以机动地挑选港股配置比例与自己对市场走势的判断相契合的沪港深主题基金。如坚定看好港股的投资者，可以挑选港股配比较高的标准沪港深基金；对A股投资机会比较有把握，同时又不希望错

过港股牛市契机的投资者，则可以选择股票资产投资比例较高，对港股有均衡配置的沪港深基金；而虽然看好港股，但短期内对股票市场的观点趋于保守的投资者，则可以选择股票资产投资比例较低，港股配比也较低的沪港深基金。

增量资金推升对港股的增持需求

今年一季度成立的40只沪港深主题基金，合计规模超过1035亿元，其可投资港股的规模按30%粗略估算大约为310亿元。由于同时仍有21只新产品处于募集期，沪港深主题基金的规模还将继续保持较快的增长。

这意味着上述产品未来需要在建仓期内尽快买入约300亿元乃至更多的港股。光大证券港股策略分析师陈治中表示，2017年4季度，港股通基金整体削减对港股的持仓比例，并增持A股，但2018年以来基金经理们开始将仓位转回港股，增量和存量资金的配置需求将持续转化为增持和净买入。2018年头三个月，港股通渠道南下资金累计总买入5624亿港元、总卖出5201亿港元，累计净买入423亿港元

（图2）。

值得注意的是，根据2017年基金年报，超过半数的沪港深主题基金在上年四季度获得机构投资者的垂青：相对半年报而言，机构对沪港深主题基金的持仓比例明显上升，尤其侧重金融、工业、医疗保健等板块的基金，机构持仓增长较快。

尽管长期以来，公募基金在南下交易中占比并不高，大约5-10%左右，但从2017年年报的情况来看，机构对沪港深主题基金的配置需求有所上升，以此推测，内地保险资金、其他机构和个人投资者也有类似的配置需求，也将维持一定程度的增持积极性。

展望后市，虽然今年一季度港股出现震荡波动，导致南下资金累计净流入规模增长有所放缓，但总的来说，港股市场在2018年的价值重估行情仍有望得到业绩持续增长和国内外投资者对中国经济增长质量提升的乐观预期支持。同时，国内机构投资者的增持需求，将成为港股市场企稳之后再次启动的重要助推力。基于业绩和资金面的推动力将持续发挥作用，市场前景并不悲观。





FOCUS

聚焦

鑫元基金总经理张乐赛：迎接变革 绽放未来
20 周年：公募基金行业的得与失
鑫元五周年：稳健前行 致力打造“固定收益+”

鑫元基金总经理张乐赛： 迎接变革 绽放未来

文 | 中国基金报

鑫元基金将始终把投资者利益放在首位，为公募基金行业绽放美好的未来而竭尽全力，矢志不渝。



2018年正值公募基金成立20周年之际，回首20年峥嵘岁月，20年风雨兼程，20年矢志耕耘。公募基金依托自身的专业投资能力和风险管理能力，树立了“受人之托，代人理财”的金融标杆，在落实“普惠金融”的理念同时，也成就如今“百花齐放，百家争鸣”之良好局面。因信任而托付，因感恩而勤勉，公募基金在监管大时代，不负所托，行稳致远，如今，作为重要的机构投资者，已经成为我国证券市场的中坚力量。

激荡风云，百舸争流，站在资管大时代的风口，公募基金应时刻准备，探索新变革，迎接新挑战。强监管时代的到来，公募基金行业内部竞争日趋白热化。在此背景下，公募基金行业不应被挟裹着前行，而应拥抱变革、探索新的核

心竞争力；基金之道，不在朝夕之“赢”，而在长远之“兴”，未来海外资金、养老金等长期资金即将入市，公募基金在努力实现资产的长期保值增值的同时，也需要促进我国养老金体系健康可持续发展，助力应对人口老龄化挑战；起伏之间，专业令人知其必然，随着FOF的出台，智能投顾的兴起，再加上市场震荡加剧，海外“黑天鹅”增加，唯有提高专业研究能力与资产配置能力，才能描绘“谋虑尽善，未来尽美”的投资蓝图；取舍之间，责任为长远发展点亮明灯，公募基金应积极承担时代赋予的责任，通过市场化资源配置的方式，让资金流向环保、可再生能源等行业，为经济可持续发展提供长期资金，服务实体经济，践行ESG社会责任。与国际成熟市场相比，我国公募基金行业依然存在很大的发展空间，在决胜全面小康的关键之年，公募基金迎难而上，大有可为。

五年磨一剑，挥戈正当时。

作为公募基金行业成长的见证者、参与者和推动者，五年时光，鑫元基金秉持投资者利益优先原则，努力践行“责任金融”使命，构建起公募业务、专户业务、子公司业务三大业务平台，并努力打造了一支具备良好的教育背景、复合型从业经历的近30人的投研团队。此外，鑫元基金在大力打造“固定收益+”策略，通过股票、可转债等多种方式力争为投资者创造更为丰厚的回报。经过短短五年发展，已经成长为资产管理总规模逾三千亿的基金管理公司，不仅为投资者创造了财富收益，更以产品和服务为载体，履行企业社会责任，为发展普惠金融，助力企业发展，支持实体经济发展和维护金融市场稳定做出了积极贡献。

未来，公募基金行业依然需要不忘初心，牢记使命，迎接变革，砥砺前行。鑫元基金也将始终把投资者利益放在首位，为公募基金行业绽放美好的未来而竭尽全力，矢志不渝。

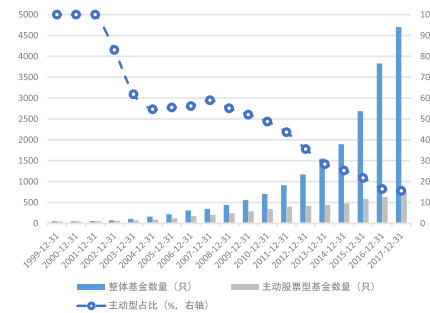


20 周年： 公募基金行业的得与失

文 | 《固定收益》编辑部

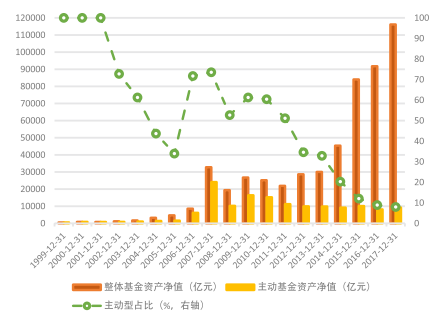
公募基金从无到有,从封闭式走向开放式,从单一股票基金的结构走向股票、混合、货基、债基等多元结构,资产规模从零扩展到近 12 万亿,创历史新高。

图1: 历年公募基金与主动型基金数量对比



数据来源: 大智慧

图2: 历年公募基金与主动型基金资产规模对比



数据来源: 大智慧

以1998年我国首家公募基金公司成立为起点,迄今我国公募基金行业已走过20个年头。

期间,公募基金从无到有,从封闭式走向开放式,从单一股票基金的结构走向股票、混合、货基、债基等多元结构,资产规模从零扩展到近12万亿,创历史新高。

作为门槛最低的大众理财产品,公募基金极大满足境内外投资者的财富管理需求,为推动普惠金融、优化社会融资结构、支持实体经济发展奠定了坚实的基础。

回首这20年来公募基金行业的发展轨迹,会发现这也是一段得失兼具、痛并快乐着的成长历程:一方面收获累累硕果,另一方面繁华之下也潜藏着一些问题和困扰。

在后资管新规时代,所有资管产品将被放在相同的“起跑线”上竞技,资管行业在未来较长的时间内将面临群雄逐鹿、资管格局重构的局面——公募基金原本以先发优势而独当一面的好时光将一去不返。



尽管如此,公募基金行业在透明度、规范运作、投研体系和普惠金融等方面的经验将成为整个资管行业的宝贵财富。

公募总体规模强劲增长VS 主动股基规模温和上涨

近年来,在股市结构性赚钱效应的驱动下,公募基金资产规

模整体出现强劲增长。截至2017年末,我国公募基金总体资产规模突破11.6万亿元,产品数量超过4700只,年均复合增长率分别为33.01%和27.29%——仅2016年和2017年当年新成立的基金就分别达到1141只和873只,两年新增产品量几乎达到之前17年公募基金产品数量总和的四分之三,增势之猛颇为罕见。

然而,另一组数据却表现出与上述强劲增长非常不一致的走势。以标准股票基金为代表的主动管理股票基金(注:本文所讨论的“主动管理股票基金”,主要包括标准股票基金和偏股混合型基金),在过去近20年的时间里,资产规模和产品数量分别增长至9228亿元和733只,年均复合增长率为16.41%、15.43%,只有整体年均复合增长率的一半左右,与公募行业的整体发展态势相当不匹配。

我国公募基金行业成立早期,市场上的公募基金产品基本都是股票型基金,到2002年推出我国首只债基,才改变了我国公募基金

行业单一股票基金结构的局面。从数据上看,直到2010-2011年之前,无论数量还是资产规模,主动股票基金在我国公募基金行业均占据着绝对优势,但在此后却随着货基、债基的大肆崛起而急转直下。

比如,主动股基的数量虽仍持续温和增长,但增速从原先的20%左右下降至一位数,在整体中的占比则快速下滑,至2017年末已不足16%;而资产规模更是出现明显萎缩,2007年登顶2.4万亿、占整体规模73.53%的辉煌于此后十年再也不曾重现,至2017年末,主动股基资产规模仅为2007年的38.30%,在整体中的占比则缩减为7.95%(图1&图2)。

与此相对应的,是公募基金持有A股市值占A股流通市值比例的持续下滑,从2007年高点的26.49%下降至2017年3季末的2.33%。中国证券投资基金业协会会长洪磊对此表示,我国公募基金产品结构严重失衡,价值投资、长期投资功能弱化,作为资本市场

的买方代表,公募基金在推动资本形成中的价值和地位远未体现。

作为专业的资产管理机构,基金公司对权益类资产的主动管理能力是其投资能力的集中体现,其中涉及股票的投资甄选、风险识别、行业与企业研究、宏观经济分析等全方位、系统化的专业要求。事实上,大力发展主动股票型基金,正是近年公募基金行业正本清源的重要切入口之一,也是基金行业未来的主要趋势。

主动股基的机构占比下降 VS公募整体机构占比上升

表面上看,造成主动股票基金规模增速远远落后于公募基金行业整体增速的直接原因,是货基及固定收益类产品的高速膨胀。而后两者迅速壮大的原因,大体可以从投资者结构的变化上初见端倪。

近10年来公募基金整体规模的增长主要来自于货基、债基等品类的拉动,在它们背后起作用的主

要是机构。统计数据显示,2007年以来,机构投资者对货基、债基的持有比例明显抬高,与此同时机构对主动股票型基金的持有比例则长期维持较低水平(图4)。如截至2017年中报,机构投资者对货基、债基的持有比例最高曾分别达到92.45%、87.90%,而同期主动股票型基金中机构投资者的持有比例只有16%左右——其结果是,机构投资者对公募基金整体的持有比例最高抬升至74%左右。

换言之,在过去10年中,机构放大了对货基、债基等产品的配置,从而带来公募基金整体规模的增长;而以个人投资者为主力的主动股票型基金则基本未能实现规模增长。

事实上,20年以来主动股票型基金成绩斐然。根据银行证券基金研究中心的统计,20年来标准股基、混合偏股年化收益率分别达28.52%和26.10%,同期标准债基、普通债基的年化收益率仅为3.77%和6.97%。

与此相对应的是，标准股基的平均规模从1999年末的10.71亿元变为2017年末的9.78亿元，勉强持平；而混合偏股型的平均规模则从2001年末的39.33亿元减少到2017年末的14.04亿元，缩减约64.30%。当前，标准股基与混合偏股的资产规模占市场比重分别仅为2.11%和5.84%。

业绩表现如此突出的基金品类，却在多年来规模得不到有效增长，产品、渠道、客户……到底哪个环节出了问题？公募界人士指出，作为普惠金融的重要组成，公募基金行业还应该思考一个问题，即，未来公募基金如何在继续服务机构市场、为机构提供资产管理解决方案的同时，也能脚踏实地满足个人投资者的财富管理需求、把个人资产管理市场（零售市场）做活起来。

短期资金VS长期资金

长期资金的引入问题，是过去20年来公募基金行业一直努力要解决但收效不甚显著的问题。业绩出色的基金产品往往容易遭遇规模剧烈波动，而规模波动又影响到投资管理人对管理资产进行有效配置，进而影响到回报的持续和稳定——这一切的根源，在某种程度上可以归咎于缺乏一个长期稳定的资金来源。

我国的主动管理基金，尤其主动股基，其持有人以个人投资者为主。而国内多数个人投资者购买基金是希望赚钱的，而不仅仅将其视为资产配置的一个组成。这意味着许多个人投资者将基金类同于可

以提供绝对收益的产品。然而包括主动股基在内的绝大多数公募基金产品，由于其天然的特点，是做不到这一点的。

成熟市场通常拥有稳定的长期资金来源，比如欧美市场的共同基金通常主要服务母基金，而非直接面对个人投资者。所谓母基金，指投资于基金组合的基金，与一般基金最大的区别在于母基金是以“基金”为投资对象，而基金则多以股票、债券、期权、股权等金融产品为投资对象。母基金在成熟市场很发达，包括养老基金、主权财富基金、家族基金等，投资范围包括公募基金、对冲基金、私募股权基金、另类投资基金等。

虽然母基金等大型机构投资者的资金来源最终还是追溯到个人，但相比个人投资者，母基金更加成熟和专业，也更偏向长期投资。若一只公募基金产品能更多地获得母基金的投资，有望较好地维持规模稳定，其投资风格自然会倾向长期，避免不必要的短线操作。招商证券2017年末一篇名为《我国权益类公募基金业绩影响因素实证研究》的报告中指出，机构投资者持有比例越高的权益类基金，平均业绩表现也越好。

相对来说，国内公募基金领域母基金的发展仍处于较初级的阶段。2017年9月，我国首批公募FOF基金落地，到今年3月我国FOF阵营扩充到9只产品。同时，证监会发布《养老目标证券投资基金指引（试行）》，明确养老目标基金应采取FOF形式或中国证监会认可的其他形式运作。这有望推动我国母基金市场的加速发展，为我国公

募基金行业引入长期稳定的资金，这对我国资产管理市场未来10年或更长时间的发展有重要意义。

基金经理队伍迅速壮大VS老牌基金经理的流失

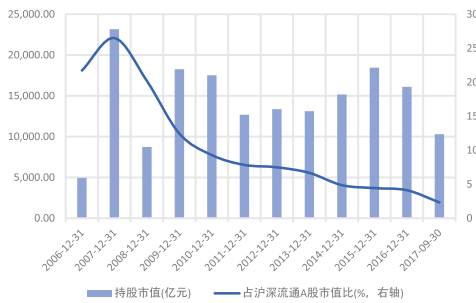
与公募基金资产规模迅速扩大相对应的，是基金经理队伍的快速扩大。道理很简单，一方面，新成立的基金公司需要建立基金经理团队；另一方面，按规模提取管理费的制度规定，使得不少基金公司受利益驱动而不断做大规模，需要更多基金经理对接管理产品。

大智慧的统计数据显示，截至2018年一季度我国公募基金行业拥有1738名基金经理，较2010年一季度增长103.75%；同期公募基金资产规模增幅为377.36%，但若剔除货币式基金的规模，公募基金资产规模从2.24万亿元增长至4.85万亿元，增幅116.52%，人均管理资产规模从26.26亿元增长为27.91亿元——基金经理群体数量的增长幅度与公募基金规模（剔除货基）的增速基本同步。

上述1738名基金经理中，有1424名拥有硕士学位，202名拥有博士学位，合计占比93.56%，标准的高学历群体。然而对于一个以“专家理财”为本职的行业来说，除了学历这块“硬件”之外，还需要有投资经历、职业理性，甚至人生阅历等“软件”，后几项甚至更重要。

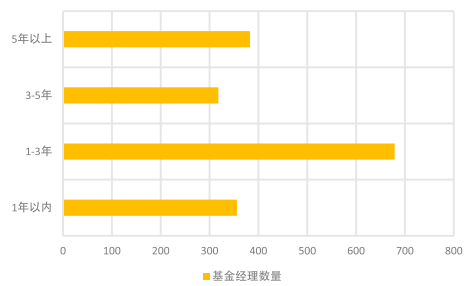
大智慧的数据显示，有356名担任基金经理年限不足一年，占比20.48%；担任基金经理年限在1-3年、3-5年以及5年以上的人数占基

图3：证券投资基金持有A股市值及占比



数据来源：大智慧

图4：历年各类基金机构持有份额的比例



数据来源：大智慧

金经理总数的比例分别为39.07%、18.30%和22.04%（图5）。

表面上看，基金经理的从业年限分布还算均匀，但实际上经过20年时间的洗礼，行业内留存的“骨灰级”老牌基金经理相当匮乏，基金经理平均从业年限趋于年轻化。如，担任基金经理超过10年的仅有38家基金公司旗下的67人，占现任基金经理总数的3.86%；超过14年的则只有5人，共涉及5家基金公司；而担任基金经理年限超过15年的，空缺。

在126家基金公司中，有68家基金公司旗下基金经理的平均从业年限低于2.85年的行业平均水平——虽然较大一部分为近年陆续成立的次新基金公司，但其中也不乏部分早期成立的老牌基金公司。

这至少说明两个问题，其一，大量新鲜人被纳入基金经理队伍，拉低了平均从业年限；其二，资深基金经理快速流失。

为什么公募基金行业留不住资深人才？从大面上说，人才流动

无非三个因素：平台、机制和情感。即，平台是否有吸引力和发展前景；机制上能否向优秀人才提供有竞争力的鼓励和激励，最直接激励模式如升职激励、股权激励等；优秀才能否从感情上对公司文化产生认同和认可。

公募基金行业长期被诟病的一点，是激励机制的不足，这是过去多年来资深基金经理流失的重要原因之一。这些优秀的基金经理转向其他资管领域，尤其私募，有较大的一部分可以获得可观的股权。此外，相对来说，私募等资管平台的监管规范相对宽松，基金经理可以获得较自由的发挥空间，有利于更充分地展现投研实力。

基金经理的培养周期较长，而比较有经验的基金经理至少要经历一个完整的牛熊周期，这决定了基金经理的人才市场往往处于供给有限、求大于供的状态。因此，优秀的基金经理流向更有竞争力的位置也无可厚非。而对基金公司来说，在监管新规驱动行业回归本源

的方向上，提高对权益业务的渗透和产品体系建设是大势所趋，基于此更需要一支强大且稳定的投研团队做支撑，必须吸引和留住优秀人才。

如今越来越多基金公司重视对基金经理的内部培养，既可以使得投研团队的梯队建设更为充分，也有利于提高团队沟通效率，更容易形成统一的风格和理念，保持投研团队的稳定性。如何调整激励机制，提高共识，留住核心基金经理，是每家公募基金都应深入研究的重要问题。

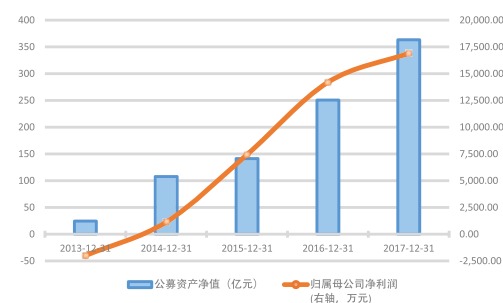


鑫元基金五周年： 稳健前行 致力打造“固定收益+”

文 | 《固定收益》编辑部

鑫元基金的战略目标始终瞄准“球门”并不断向其进攻：从固定收益升级到“固定收益+”，为投资者持续创造稳健回报、为股东创造正回报，已然成长作为一家资产管理总规模逾三千亿的基金管理公司。

图1：鑫元基金成立五年来公募资产规模及归属母公司净利润



数据来源：大智慧



更多地聚焦于其实力雄厚的股东背景上。

如今一张张回顾过去五年的成绩单，会发现虽然经历市场跌宕起伏，竞争态势日益严峻，基金行业整体发展喜忧参半，但鑫元基金的战略目标始终瞄准“球门”并不断向其进攻：从固定收益升级到“固定收益+”，为投资者持续创造稳健回报、为股东创造正回报，已然成长作为一家资产管理总规模逾三千亿的基金管理公司。

业绩与规模稳健发展

自2013年成立起，鑫元基金就明确了以固定收益为基础、稳健前行的发展基调。成立次年，即2014年末，鑫元基金管理的资产规模便突破100亿元，同年旗下产品为投资者赚取利润3.18亿元，且公司成功实现扭亏为盈，开始为股东创造利润。

实际上，鑫元基金的定位在当年曾引发质疑，认为固定收益业

务的管理费率较低，可能对公司经营造成压力。不过鑫元基金看准固定收益业务稳健的特性能切合中国广大投资者风险厌恶、追求长期绝对收益的投资偏好，决定迎难而上，并本着公募与专户并重的原则，定下了争取三年实现盈利的目标。事实证明，鑫元基金只用了10个月的时间就完成了扭亏——2014年中报，当时仅有4只产品的鑫元基金以上半年取得2209万元营业收入、净利润162万元的成绩越过盈亏线。

在2014-2016年的三年债牛行情中，鑫元基金乘势而上，几乎一年一个台阶，资产规模迅速壮大，并连续实现盈利。截至2017年末，鑫元基金旗下公募资产规模超过363亿元，年均复合增长率约71%；5年来旗下基金累计创造利润总额22亿元，2017年利润较2014年翻三番；5年里归属母公司净利润累计3.8亿元，年同比增幅保持2位数以上增长（图1）。

在公募业务、专户业务之

外，鑫元基金对子公司业务平台也投注了较大力量。2017年底，鑫元基金注册资本金增加至17亿元，成为迄今基金行业中注册资本最多的基金公司。在监管不断收紧的背景下，雄厚的注册资本金给鑫元资产的发展给予了很大的支持，并增强其抗风险能力。基金业协会的统计数据显示，截至2017年3季度，鑫元资产管理资产规模达到2480.35亿元，位居基金子公司的第11位。

在过去5年里，鑫元基金努力践行“责任金融”的使命，在公募业务、专户业务及子公司业务上齐齐发力，资产管理总规模超三亿元。

“固定收益+”充实产品线

于鑫元基金而言，专注固定收益资管细分市场，意味着固收类产品将成为其资产管理的核心配置。同时，基于“投资者利益优先”的原则，鑫元基金大胆提出一个新概念——“固定收益+”，以



巴蒂斯图塔刚出道时并未展示过人天赋。面对教练质疑，他勇敢地回答道：“先生，我不是马拉多纳，但如果面前有个球门，你会看到我能做些什么。”后来，如大

家所见，巴蒂斯图塔成为首位连续两届世界杯上演帽子戏法的球员，成为球迷心中的战神、阿根廷第一前锋。

若将基金公司的运营和发展

类比为一场旷日持久的足球比赛，那么鑫元基金五年前加入这场比赛时便明确不是家“全能型”公司，专注固定收益资管细分市场的特色化定位在某种程度上令市场注意力



随着金融风险的不产生，债市信用风险日渐常态化，信用利差的定价也将逐渐走向市场化，我们必须未雨绸缪，提前花时间、经历、财力来布局信用研究团队，将其作为未来发展的核心竞争力。



创造绝对回报为己任，并迅速扩充产品线。

原先鑫元基金的基金产品以货币基金和债券基金为主，集中分布于固收领域，其委托人、客户也以债券配置的机构为主。而在“固定收益+”概念的引领下，鑫元基金开始针对权益市场开发绝对收益策略，为固收类产品做正向加强。

鑫元基金最早尝试“固定收益+”可追溯到2015年，当时债牛行情正轰轰烈烈地进入新一轮新高潮。鑫元基金高管团队敏锐地察觉到大环境对杠杆的限制在不断加大且并非短期行为，债牛行情赚钱效应正在下降，赚钱难度持续增加，由此要提升固收类产品的收益率，则需要在固定收益投资之外加入其他种类的投资，如权益类、期货类、量化产品、衍生品投资等，为固定收益增加利润空间。

在专户产品小试牛刀之后，鑫元基金将“固定收益+”策略推广到公募。2017年底，鑫元基金陆续成立了鑫元鑫趋势、鑫元欣享、鑫元价值精选等3只混基，使旗下

混基数量达到4只，不仅丰富和扩充公司的整体产品线，也彰显了鑫元基金在“固定收益+”方向上精耕细作、为投资者提供更具优势之产品收益的决心。

鑫元基金的数据显示，截至2018年3月31日，鑫元旗下已拥有24只产品，可以在不同市场环境下满足投资者的多元化需求。根据2017年年报，鑫元基金旗下产品基本实现正收益，为投资者赢得了稳定的投资收益。其中成立于2017年8月的鑫元鑫趋势混合型基金表现不俗：截至4月17日，鑫元鑫趋势A成立以来年化收益率为8.22%；近6个月净值增长率为4.31%，在2599只同类产品中排名第181名；年初至今年化收益率为2.7%，在2718只同类产品中排名第550位。同时，鑫元合享分级B、鑫元鸿利债、鑫元合丰纯债A年初以来净值增长率分别为3.57%、2.89%和2.37%，分别位于同类前1/33、1/13、1/5，同样为投资者创造了不错的投资收益。

打造高素质的投研团队

5年来，鑫元基金构建起公募业务、专户业务、子公司业务三大业务平台，并努力打造了一支具备良好的教育背景、复合型从业经历的近30人的投研团队。

基于固定收益这一最初的发展定位，“信用研究”自然地成为鑫元基金打造投研团队的重要标签。甚至在很长一段时间内，是否有过信用研究相关背景几乎成为鑫元投研团队招徕新成员的一个重要过滤指标。如研究部总监丁玥、信用研究主管赵国君、基金经理郑文旭等都曾先后在信用研究团队中经受磨砺，鑫元基金对信用研究团队的重视程度可见一斑。

鑫元基金表示，对一个以固收见长的基金公司来说，信用研究是件很重要的事。相较于同业将信用研究单纯地视为一个针对公司自身投研活动的服务环节而言，鑫元将信用研究的功能延伸得更远，将它拓展为一个经营客户的手段，为委托人、合作伙伴提供信用数据支

持。

成立次年，即2014年，鑫元基金开始着手打造专门的信用研究团队，并同步建立信用研究的数据化系统，即打造“信用评价体系”。在信用利差缺少市场化定价、信用类别在投资上并没有完全体现的情况下，鑫元这一步可谓长远布局，因为短期内其带来的回报很可能远小于投入。随着金融风险的不产生，债市信用风险日渐常态化，信用利差的定价也将逐渐走向市场化，鑫元必须未雨绸缪，提前花时间、经历、财力来布局信用研究团队，将其作为未来发展的核心竞争力。

这支信用研究团队，经过不断优化，扎实提高了鑫元对固收市场风险的甄别能力，为后来鑫元基金从“固定收益”升级为“固定收益+”起到了重要的推动作用。

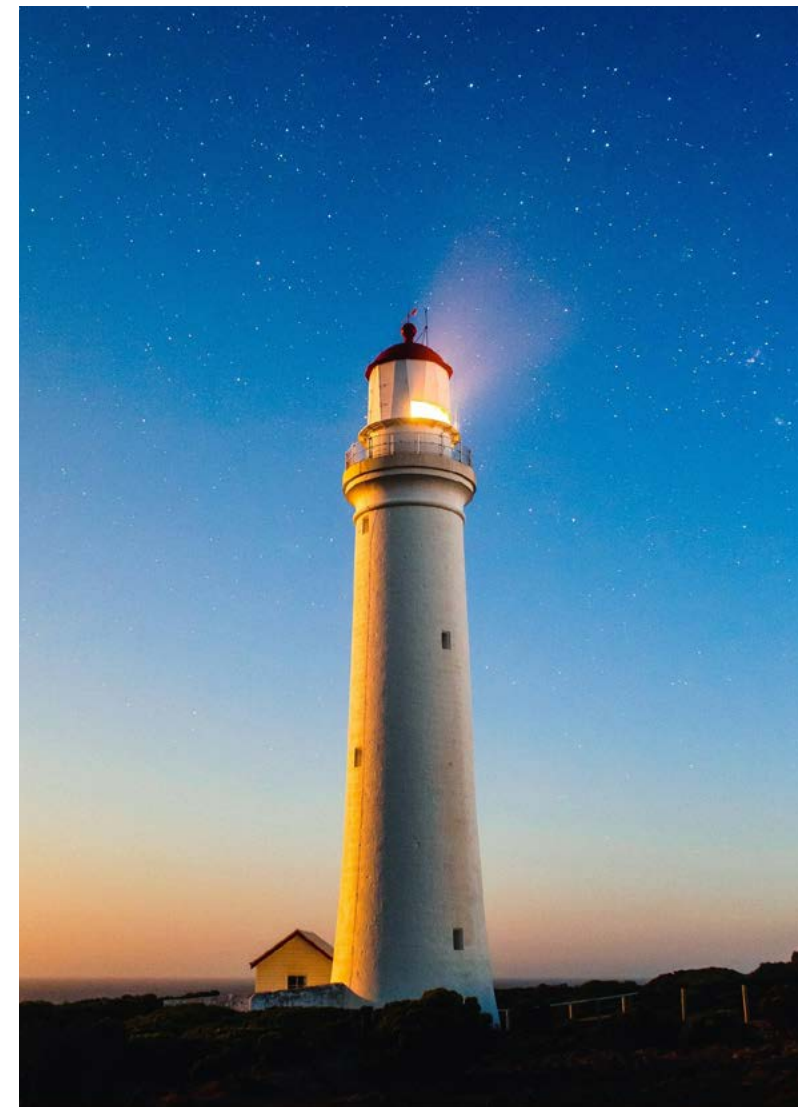
“固定收益+”策略提上日程后，2015年鑫元基金在投研内部成立权益投资小组。与其他基金公司的权益投研团队有所区别的是，这支权益投研小组不强调相对排名，更强调绝对收益、强调将绝对收益的策略作用于权益类产品上，为后者做正向加强，使收益力争不亏损。据悉，未来鑫元基金还将筹建量化团队和衍生品团队。

实践证明，依据上述思路打造的投研团队成果显著。在团队的努力下，鑫元基金斩获多项大奖。如2015年获得中国基金金鼎奖之“最佳传统债券产品”专户大奖；2016年获得中国卓越金融奖之年度卓越成长基金公司奖；2017年先后斩获济安五星基金“群星汇”之货币型基金管理奖和货币型基金单向

奖、2017中国资管金鼎奖之优秀固收投研团队公司大奖和最佳固收类产品单项奖等。

随着国内外经济金融环境的升腾跌宕，固定收益市场的投资越发倚重过硬的投研能力。鑫元基金努力打造高素质的投研团队，夯实公司投研基础，志在千里。

凡是过往，皆为序章。鑫元基金已经做好下一个五年乃至更长远的中长期规划和准备，瞄准“球门”，力争赢得每个赛季升班的机会。鑫元基金总经理张乐赛表示，鑫元基金将顺应行业发展潮流，择善者而从之，努力打造基金业百年老店。☀



鑫元基金 | 信用研究系列报告之四

● 鑫元基金 | 信用研究系列报告之三

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
(见《固定收益》13期，第54页)

● 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
(见《固定收益》12期，第50页)

● 鑫元基金 | 信用研究系列报告之一

钢铁债券投资策略 供需和盈利景气度回升，
龙头钢企有配置价值
(见《固定收益》11期，第42页)

汽车行业债券投资策略 行业增速继续回落，信用资质维持稳定

文 | 丁汀 鑫元基金研究部信用研究员

2017年受小排量乘用车税收优惠力度退坡影响，汽车整体销量增速下滑至3%。其中，乘用车销量2471.8万辆，同比增长1.4%，增速较16年下降13.5个百分点；商用车销量416.1万辆，同比增长14%，高于汽车总体11个百分点；新能源汽车销售77.7万辆，同比增长53.3%。

中长期来看，我国汽车销量增速继续放缓是必然趋势。预计2018年全年汽车销量增速将回落。分车型看，乘用车销量将与去年基本持平，卡车销量负增长，客车销量基本保持稳定。综合判断，汽车行业2018年行业景气度保持稳定，整体信用资质展望稳定，行业仍具有配置价值。子行业信用资质排序为：乘用车>商用车，整车>零部件>经销商，SUV>轿车>MPV>交叉型乘用车。

一、引言

汽车行业企业众多，存续债券数量较多。截至统计时点（2017年12月31日），汽车行业存续债券146只，余额1726亿，涉及45家发债主体。整体到期期限分布基本合理。行业内企业评级以中高等级为主。

2016年受小排量乘用车购置税优惠、卡车查超等政策刺激，汽车销量增速明显提升，行业景气度较高，但同时也部分透支了后续的销量。2017年，受小排量乘用车税收优惠退坡影响，汽车整体销量增速下滑至3%。过去两年，汽车行业企业整体盈利及现金流状况良好。但也有部分企业因管理混乱、经营策略失误、产品创新不足、债务扩张过快等原因，导致信用资质有所恶化。本文旨在简要梳理汽车

行业逻辑框架及信用分析思路，同时总结了经验指标用于规避信用资质差的汽车行业发债主体。

二、汽车行业逻辑分析框架

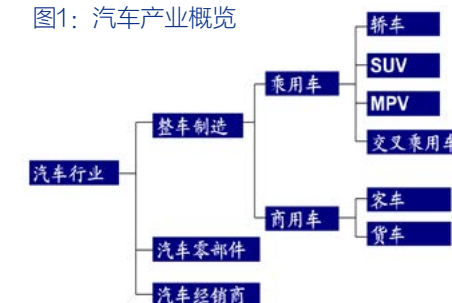
1、汽车行业产业链

汽车产业链一般涉及如下企

业：乘用车制造企业、商用车制造企业、零部件制造企业、经销商。（图1）

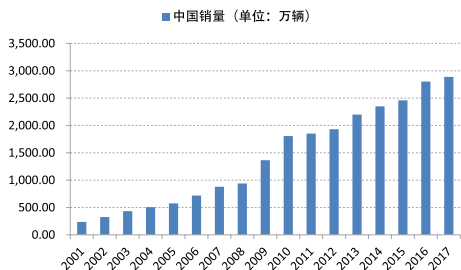
乘用车通常按车型可分为轿车、SUV、MPV、交叉型乘用车；另外乘用车也经常按照排量进行划分。尤其在国家对小排量车实行购置税优惠政策的时期，主要分1.6L

图1：汽车产业概览



资料来源：鑫元基金整理

图2：中国汽车销量



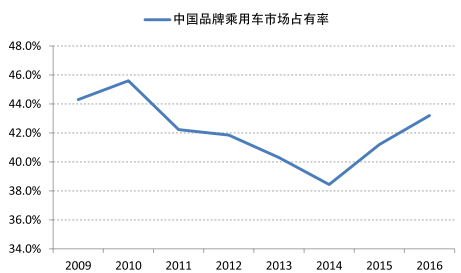
资料来源：Wind

图4：乘用车行业产能情况



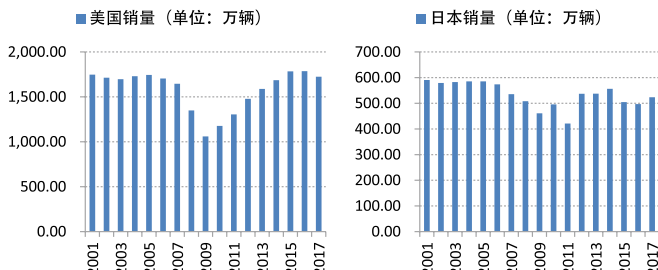
资料来源：中债资信

图6：自主品牌市场占有率



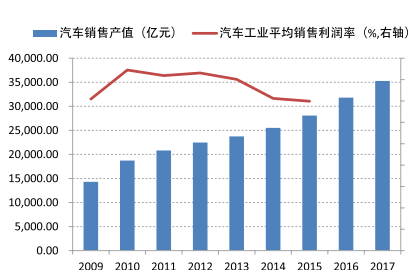
资料来源：Wind

图3：美、日汽车销量



资料来源：Wind

图5：汽车销售产值及汽车工业平均销售利润率



资料来源：Wind

以下及1.6升以上。从行业属性看，乘用车比较贴近消费。

客车方面，主要按照车身长度进行划分。10米以上为大型客车、7至10米为中型客车、7米以下为轻型客车。

货车一般按照重量或者产品进行分类。按重量分，总重大于14吨为重型货车、总重介于6吨至14吨为中型货车、总重介于1.8吨至6吨为轻型货车、总重低于1.8吨为微型货车。按产品分，一般可分为整车、底盘、半挂牵引车（仅重卡）。从行业属性看，货车尤其重卡更偏投资属性。

零部件方面，汽车行业采用分级供应商模式。整车厂一般直接面对一级供应商。一级供应商提供模块化零部件或者整车关键零部件。二三级供应商则为一级供应商提供组件。一般层级越高，盈利能力越强。

2、汽车普及情况

2002年左右，私家车开始进入中国家庭，行业开始高速增长。从海外经验看，经济发展及人民收入提升的过程

中，汽车普及率亦逐步提升。普及率达到一定程度之后，市场需求基本以置换需求为主，整体保有量趋于稳定，而汽车销量也会稳定在一个水平。判断汽车普及情况一般可以参考两个指标：千人保有量及首次购车与置换购车比例。2014年美国的首次购车与置换购车比例为13%：87%，日本为12%：88%，英国为6%：94%，韩国为49%：51%。中国2014年首次购车占比为73%。2015年美国汽车千人保有量约870辆，日本603辆，英国为500辆。近年来这几个国家保有量与销量数据基本稳定。2016年中国汽车千人保有量约140辆，15年为126辆，05年为24辆。亚洲其他地区，韩国千人保有量为396辆，台湾约为300辆。在中国目前收入阶段，汽车作为较为刚性的需求，随着收入增加，汽车保有量将持续增长。（图2、3）

保有量反应的是行业存量状况，企业及投资人更看重新增销量以及销量的稳定性、持续性。2016年我国汽车销量2802.8万辆，同比增长13.7%。2017年我国汽车销量2887.9万辆，同比增长3%。千人保有量约为140辆，低于发达国家水平。从首次购车占比、千人保有量考虑，结合目前中国的经济发展状况、人民收入水平判断，汽车仍有进一步普及的空间。

经过十余年的销量大幅增长，国内汽车保有量已达到一定水平。同时，中国依然处于人均收入稳定增长期。此外，汽车的保有率较海外发达国家依然有增长空间。预计汽车未来数年的需求及销量依然会正增长，但增速将出现下降。

3、汽车销量影响因素

汽车销量与经济发展水平、人均收入、文化、生活习惯、基础设施等均相关。美日欧发达国家汽车的销量已经基本稳定，销量周期与经济周期存在较强的正相关性。我国消费差距存在显著的地域、城乡、行业差别，消费层级划分比较明显。因而我国的汽车细分市场更多，市场纵深更大。如近年SUV车型的持续畅销就是很好的例子。

目前，共享经济理念开始在城市渗透。有市场分析认为，在共享经济模式下，可能使部分潜在客户由“以买为主”向“以租为主”转变，从而影响需求。但对于互联网引出的汽车共享思维，也有不同的观点。阿里巴巴王坚认为“汽车是消费品，是浪费品，而非工业品，汽车给人带来极大想象空间和乐趣，消费者买车不会用破了再去换，也不会愿意跟其他人分享。”中国的消费者处在新经济大发展的时代，随着越来越多的年轻人成为主流消费者，消费观念的改变有可能会对销量形成一些影响，但目前来看总体影响不大。

综合中国与他国数据情况，新车销量的决定因素仍然取决于经济增长。考虑到中国的经济增长仍然较为确定（增速有所放缓），预计未来五年汽车销量仍会保持增长，整体增速随经济增速下降而下降，不同年份间会存在一定波动。

4、产能情况

乘用车方面，2017年全行业产能将超过3700万辆。自主品牌产能利用率显著低于合资品牌。2015年以来，虽然自主品牌车企受益于经济型SUV的迅猛增长，市场份额

有所提升，但由于前期激进的产能扩张，且近两年为提升自主品牌竞争力，其在SUV及新能源车两个竞争力较强的细分市场进行较大规模的产能扩张。得益于经济型SUV销量大增，2016年自主品牌产能利用率虽有所提升，但仍然仅60%左右（中债资信测算）。2016年，合资品牌产能利用率则达到87%。（图4）

商用车方面，根据中国汽车工业协会披露的信息，国内商用车产能利用率较低，其中微卡产能过剩现象最为突出。近两年伴随行业销量整体提升，行业产能利用率有所提升，但轻卡微卡产能利用率仍维持低位。过去国内微卡、轻卡、轻客、中重卡都以个体户使用为主。作为致富工具，“性价比”为用户购车首要考虑的因素。因此国内商用车企主要提供低端商用车，且产品同质性较强。受此影响，商用车行业产能过剩呈现明显的“低端过剩，中高端稀缺”的结构性问题。根据统计，N2和N3类货车（包括重卡、中卡、载重量大于3.5吨的轻卡）产能218万辆，载重量小于等于3.5吨的轻卡产能228万辆，微卡产能200万辆，客车产能101万辆，商用车产能合计747万辆。2016年商用车行业整体产能利用率不足60%。

5、行业周期与利润率

汽车行业属于周期性行业。具体到个体企业，影响新车销售的三个因素：产品、销售渠道与策略、经济增长。前两个因素是短期因素，第三个因素是中长期因素。因为经济发展具有周期性，所以汽车产业也存在周期性。以美国为

例， 2007年美国汽车销量为1600万辆，受金融危机影响08、09年出现大幅下滑。分车型看，商用车具有生产资料属性，其较之于乘用车具有更为突出的周期性特征，对宏观经济变动更加敏感。观察近年来汽车工业的利润率，可以发现利润率存在一定的周期性。（图5）

05年我国放弃与美元的联系汇率制度，汇率开始波动。各大车企受制于钢材和能源价格大幅上升，再加上行业大打价格战导致利润率下降。08年金融危机，全球车企均受到影响。车企利润率与宏观经济周期基本一致。

我国汽车行业利润率虽然有波动，但基本都维持在5%以上，体现出国内汽车行业整体成长性，以及由此带来的相对优异的利润率。不过汽车细分市场较多，每个市场空间的利润率也不同，目前SUV利润率整体高于轿车，合资品牌利润率高于自主品牌（品牌溢价）。

6、行业竞争格局

从产业链地位来看，整车厂是产业链中心。经过多年发展，国内乘用车整车已经形成了“6+3+其他”的市场格局。上汽、一汽、东风、长安、北汽、广汽，上述六家汽车集团借助股东背景、旗下合资品牌积累的资金及技术优势，构成了目前的第一阵营。吉利、长城、比亚迪，依靠多年自主品牌积累，形成了第二阵营。其他包括江淮、奇瑞、众泰、海马、力帆、华泰、华晨等。此外，豪车方面，形成了“三强+其他”的格局，华晨宝马、北京奔驰、一汽奥迪为三强，其他包括上汽通用凯迪拉克、吉利沃尔沃、奇瑞捷豹路虎、东风英菲

尼迪等。

货车方面则形成了三个梯队，一梯队：一汽、东风；二梯队：重汽、福田、陕汽；三梯队：其他。客车方面形成了宇通为首的格局，一通（宇通）三龙市场份额明显领先，其他（中通、亚星等）参与竞争。

7、市场集中度、稳定性

整车行业集中度呈现逐步提升的趋势。整车厂方面，从2000年到2017年我国前十位的汽车企业集团集中度从31%提升至88.5%。虽然行业整体形成了相对清晰的竞争格局，但具体到自主车企，目前的竞争格局仍不稳定。近年吉利、上汽荣威、长城、广汽传祺、长安等在品牌方面虽有较大提升，但与合资品牌相比，仍有较大差距。具体体现在单车均价、客户群体方面。趋势方面，参照海外经验，行业整体集中度、优势自主品牌市场竞争力及市场占有率仍会进一步提升。（图6）

零部件方面，一级供应商地位尚属稳定；二三级供应商行业地位较弱，集中度较低。

8、行业可能面临的外部冲击

纯电动有可能导致汽车的基

本架构发生改变，变成类似电脑或手机一样的开放式模块化产品。特斯拉已经在一定程度上展现出对传统车企的冲击。由于全部零部件的模块化可能导致生产制造难度进一步下降。同时，主机厂有可能在产业链中的核心零部件企业所代替（例如电脑行业的芯片生产企业）。而且，随着硬件的标准化，各个车企产品间功能差异不再明显，软件与外形的个性化反而成为区分不同企业产品的标准。因而互联网企业的介入，也可能对传统车企的利润形成冲击。但实现替代至少需满足三条：1）功能上的完全替代传统汽车（包括安全、通行等功能）；2）经济性上优于现有产品（性价比）；3）使用便利性（充电桩配套、充电时长、续航里程等）。目前看，上述三条尚不具备，故判断短期内，纯电动汽车对传统汽车企业冲击相对有限。

三、行业信用分析要素

根据汽车行业的特征，我们总结了汽车行业需要关注的要素及汽车行业企业信用评估关注要素。（如表1、表2）

表1：汽车行业景气跟踪要素

销量影响因素	经济	经济发展水平、基础设施配套水平、经济周期
	指标	保有量、首次购车与置换购车比例
	其他	人均收入、文化、生活习惯等
行业整体财务情况		1. 主营业务收入、营业利润同比增速
		2. 行业毛利率变化情况
		3. 资产负债率、流动比率、债务结构变化情况等
其他		行业集中度、行业内排名稳定性、行业外部挑战

表2：汽车行业企业评估要素

行业前景	不同细分子行业景气度不同	汽车行业整体景气度尚可，但细分子行业及产业链不同位置的企业仍有较多分化，需区别对待。
主体资质	非经营层面	法律资质、信用记录、历史沿革、股权结构、决策机制、关联企业、实际控制人
	经营层面	产品、层次及层级（整车厂或零部件企业、乘用车或商用车、配套层级、产品层次属于豪华中端或低端哪一类、市场口碑）、销售收入增速、净利润增速、经营性净现金流增速
资金用途	披露资金用途 VS 实际资金用途	基建投资、设备投资、置换其他债务、补充流动资金等
	合理性	企业最急需需要资金的地方、所需资金规模
还款来源	三项活动现金流	经营活动造血能力、筹资现金流稳定性、未来资本支出
	资产对债务保障	货币资金等高流动性资产对债务保障程度
	债务负担及偿债能力	严格审查第一还款来源对债务的保障，评估还款来源可靠性。 传统偿债指标：资产负债率、流动比率、速动比率、已获利息倍数等 其他审核指标：刚性负担比 = 年度估算经营性净现金流 / 年度刚性支出、债券存续期现金流平衡 = 经营活动现金流 + 投资活动现金流 + 筹资活动现金流 ≥ 0、总债务 / 收入
还款保障	其他保障措施	有无第二还款来源、有无增强还款意愿相关措施

四、2017年行业回顾及后续展望

（一）2017年乘用车产销低于行业总体，货车拉动商用车产销较快增长

1. 销量

2017年汽车产销分别完成2901.5万辆和2887.9万辆，比上年同期分别增长3.2%和3%，分别低于上年11.3和11.0个百分点。

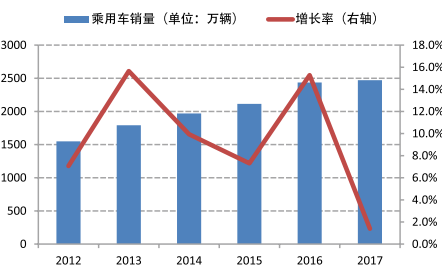
乘用车销量2471.8万辆，同比增长1.4%，增速较16年下降13.5个百分点。（图7）

商用车销量416.1万辆，同比增长14%，高于汽车总体11个百分点；客车销量52.7万辆，同比下滑3%；货车销量363.3万辆，同比增长16.9%。（图8）新能源汽车销售77.7万辆，同比增长53.3%。（图9）

2. 政策

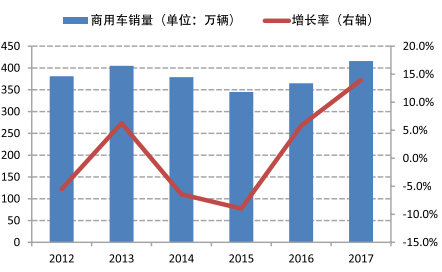
乘用车：1.6L以下排量乘用车购置税优惠政策退出，恢复至10%。

图7：乘用车销量及增长率历史趋势



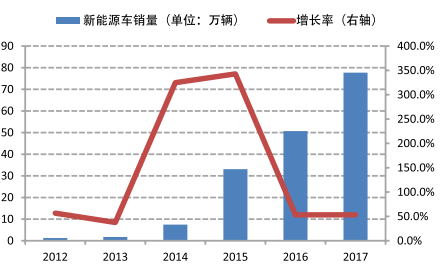
资料来源：Wind

图8：商用车销量及增长率历史趋势



资料来源：Wind

图9：新能源车销量及增长率历史趋势



资料来源：Wind

商用车：2016年8月18日，交通运输部、工业和信息化部、公安部、工商总局和质检总局联合发布《关于进一步做好货车非法改装和超限超载治理工作的意见》

新能源车：补贴以及一线城市的牌照政策。2018年2月13日，四部委联发《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，进一步下调补贴标准。2017年9月份发布的《企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》2018年4月1日开始执行，并自2019年度起实施企业平均燃料消耗量积分核算。国家发改委发布了《新能源汽车碳配额管理办法（征求意见稿）》，此政策预计将于2018年落地。

3. 行业

受小排量购置税优惠力度减弱影响，1.6升及以下乘用车销售1719.3万辆，比同期下降1.1%，占乘用车销量比重为69.6%，比上年同期下降1.8个百分点。而2016年1.6L及以下乘用车销量增速21.4%。

乘用车四类车型产销情况看，除SUV产销保持增长外，轿车、MPV、交叉型乘用车产销均呈现下滑。其中轿车销量下滑2.5%，SUV销量增长13.3%；MPV销量下滑17.1%；交叉型乘用车销量下滑20%。

分国别看，中国品牌乘用车共销售1084.7万辆，同比增长3%，占乘用车销售总量的43.9%，比上年同期提高0.7个百分点。

商用车表现最为抢眼的当属重卡。重卡销量超过2010年历史最高销量，达到111.7万辆，同比增长52%。分季度看，前三季度，重卡



销量增速呈高位震荡趋势，四季度大幅回落。一季度增速94%，二季度增速55%，三季度增速87%，10月、11月销量合计增速10%。11月单月同比下滑7.7%。12月单月下滑5.4%。

客车销量全年增速前低后高。上半年销量下滑13.7%。下半年下滑趋势改善，9月份增速由负转正。新能源补贴退坡对本年度客车销量影响较大。分车型看，大客、中客复苏趋势相对明显。

受补贴下滑及推广目录发放节奏影响，新能源汽车销量前低后高。全年超额完成销售目标。若按2020年200万辆的销量目标测算，2018年至2020年，新能源车年均增速仍有37%，增速较近三年有所下滑，但仍显著高于汽车行业整体增速。

4. 财务表现（统计对象为发债企业，部分企业数据缺失，仅统计有数据企业）

财务方面，得益于销量增长，2017年汽车行业整体保持了较好的盈利水平，现金流相对稳健，整体债务负担略降。17年3季度末，行业发债主体平均资产负债率56.8%，较上年同期降低0.9个百分点；平均净利润率6.1%，较上年同期提升0.3个百分点。

（二）后续展望——政策支持有所减弱，行业整体景气度稳定

1. 政策

在整体经济运行平稳的条件下，2018年汽车行业后续政策预计变化不大。

2. 销量

乘用车：销量增速将放缓，除中西部地区后续乘用车消费仍有望保持较高增速外，其他地区受限购、经济增长放缓、消费透支等因素影响，消费增速将大幅下降，预计2018年全年乘用车增速在0附近。

重卡：受2017年高基数影响，预计2018年销量可能出现负增长。

客车：中长途受高铁分流影响，短途自驾出行比例提升影响，座位客车仍有下行压力。但考虑新能源客车的增长。客车整体销量预计维持稳定。

3. 行业

乘用车景气度整体仍好于商用车。乘用车消费高速扩张接近尾声。预计2018年全年乘用车增速在0附近。乘用车内部，拥有合营资源的综合性汽车集团充分受益于行业的增长，产品竞争力、市场地位稳固，财务表现良好，依然能够维持较高的信用品质。受经济型SUV大幅增长的影响，自主品牌车企销量及市场份额有显著提升，但整体竞争实力仍然弱于综合型汽车集

团，信用资质在乘用车细分行业中排名中等偏上。行业集中度有望进一步提升。

商用车方面，企业经营同质化程度较高，市场份额、盈利和资金继续向中高端产品的优势企业集中。重卡预计2018年可能出现小幅负增长。重卡市场一汽解放、东风、重汽仍然位于第一阵营。大中客市场依然保持“一通三龙”的稳定局面。

我们认为汽车行业各大子行业信用资质排序：乘用车>商用车，整车>零部件>经销商，SUV>轿车>MPV>交叉型乘用车。

综合判断，行业竞争日趋激烈。得益于贴近下游消费，汽车行业18年整体信用资质不会发生明显改变，整体景气度稳定。

4. 财务表现

虽然未来主流车企的产能扩张仍有一定的资本支出压力，得益于行业整体贴近下游，经营活动盈利及获现能力尚可，行业整体债务负担仍将处于可控水平。行业整体盈利和高流动性资产对债务保障程度仍较强，预计行业整体财务风险可控。

五、汽车行业信用策略

截至2017年末，汽车行业存续债券146只，余额1726亿，涉及45家发债主体。整体到期期限分布基本合理。北汽集团、比亚迪、广汽集团、华域汽车、吉利控股、宇通集团、福耀玻璃等11主体获得AAA评级（上汽集团、东风、长安、一汽未发债，故无评级），中国重汽、交运股份、福田汽车等11家主

体获得AA+评级，奇瑞汽车、中通客车、海纳川、均胜电子、骆驼股份等15家主体获得AA评级，金杯汽车、申华控股、亚夏汽车、漳州发展4家主体评级为AA-，另有8家主体无公开评级数据。所有主体评级展望均为稳定。在有评级的债券中，AAA评级60只，AA+评级28只，AA评级38只，A-1评级4只，AA-评级1只。申华控股发行的15申华MTN001评级为AA-。到期时间方面，本年到期金额397.5亿，18年到期318亿，19年到期325.7亿，20年到期131亿，21年到期165.6亿，22年及之后到期258.4亿。

总体来看，行业内企业众多，存续债券数量较多，规模超过1500亿。整体到期期限分布基本合理。行业内企业及债券评级以中高等级为主。

根据上述分析，我们认为2018

年汽车行业整体信用资质展望稳定，行业内大部分企业信用资质有望保持稳定。具体到发债主体筛选方面，我们总结了如下经验指标用于筛选，以规避信用资质差的汽车行业发债主体：

六大整车集团以外的企业，如满足如下标准之一，则建议规避：

- 1）销售收入同比下滑达到15%；
- 2）资产负债率超过80%（2017年3季度末全行业平均值57.49%，最高96.3%）；
- 3）全部债务/EBITDA超过10倍（2016年全行业平均值5.27）；
- 4）已获利息倍数小于1.5倍（2016年全行业平均值9.5）；
- 5）经营性净现金流连续两年为负。



养老基金入市倒计时

文 | 《固定收益》编辑部

早在 2017 年年底，公募基金管理公司就受托管理各类国家养老金超过 1.47 万亿。随着《养老目标证券投资基金指引（试行）》（以下简称指引）的出台，公募基金有望直接跨过社保渠道，直接为个人投资者服务，普通人可以通过公募基金来攒养老金。



2017年3月2日，证监会正式发布并实施《养老目标证券投资基金指引（试行）》，开启了公募基金服务个人养老的新时代。

全球老龄化早已是老生常

谈，而大多数发达国家早在数十年前就已经历过老龄化造成的诸多问题。面对政府公共养老金的支付难题，世界上大多数国家采用以下三种混合模式进行解决：

第一支柱政府兜底的公共养老金；

第二支柱企业年金和职业年金；

第三支柱个人税延养老金，

自愿参加。

在我们国家，现实是养老主要靠第一支柱，第二支柱是短板，第三支柱基本没发展。由于历史原因和某些客观因素，我们国家的家庭资产多以存款或不动产为主，个人投资养老资产占比很低。而在美国，经过百年的制度发展，个人养老投资理念早已深入人心。根据彭博社报道，截止2017年底，美国家庭私人养老金（补充养老金）总资产占全美家庭金融资产总额的34%，超过1/3。

而美国的养老目标基金主要有目标日期策略基金、目标风险策略基金。

1、目标日期策略基金

目标日期策略基金以投资者退休日期为目标，根据不同生命阶段风险承受能力进行投资配置。

目标日期策略基金在客户年轻时会多配置权益类产品，争取在控制风险基础上对资产进行增值；而在其达到一定年龄之后组合将变为以债券、存单、货币基金等固定收益类低风险产品为主。而它的名称往往简单直观，例如“目标日期2060基金”便是为2060年退休的人群设置的。

2、目标风险策略基金

目标风险策略基金则与过往的理财产品有一定相似。它根据投资者不同的风险偏好水平拟定不同的投资组合策略。例如，保守型投资者匹配的组合则是低风险债基、货币基金类型的低风险产品。其也会根据投资者偏好的改变适当调整组合。（表1）

而本次指引中拟批准的养老基金FOF就包括如上两大类，同时也包括“证监会认可的其他策略”，这里不表。

此次指引的出台，无疑为现阶段的中产阶级提供了更为丰富的养老方式。中产阶级可以根据自身的需要和预期进行别样的资产配置，而不是单单依靠政府的公共养老金（社保）。这对于中产阶级来说，如果觉得单方面依赖公共养老金“不靠谱”或“不够花”的疑虑可以通过以上途径妥善解决。随着家庭关系纽带日益减弱的今天，这类产品无疑是顺应大势且作用巨大的。

某基金公司养老金部人士认为，《指引》的实施是养老金“第三支柱”建设的有力前瞻性尝试和开拓，可为未来“第三支柱”的落地奠定基础，有利于培育社会的“养老投资”意识。

表1

	目标日期基金	目标风险基金
投资基准	投资者退休时点的风险预期收益	风险承受能力和偏好、退休时间、资源
风险管理	基金管理者控制风险水平	投资者控制风险水平
资产配置	管理者根据退休时间调整，日益稳健	管理者再平衡资产组合，维持初始风险特征
适应性	投资者的一站式养老解决方案	投资者仍然需要进行主动决策

数据来源：Wind 资讯

政府的刚性需求

对于政府来说，随着我国人口老龄化问题日益加剧，近五年我国财政对职工基本养老保险基金的补贴压力愈发凸显，养老金收支平衡压力早已不再是新闻。其对于此类问题的解决办法同样多是以投资公募基金产品的方式进行解决。早在2001年，社保基金就已经开始在权益市场进行投资。（表2）

同期2018年1月23日，中央全面深化改革领导小组第二次会议审议通过了《关于建立城乡居民基本养老保险待遇确定和基础养老金正常调整机制的指导意见》。

表2

年份	全国社保基金：收益（年）%
2001	9.67
2002	21
2003	34.07
2004	46.58
2005	55.61
2006	200.4
2007	1370
2008	-336.72
2009	867.9
2010	339.22
2011	97.95
2012	679.4
2013	735.41
2014	1487.83
2015	2368.71
2016	390.5

数据来源：Wind 资讯

该意见指出，为实现个人账户基金保值增值，各地要按照《国务院关于印发基本养老保险基金投资管理的通知》（国发〔2015〕48号）要求和规定，开展城乡居民基本养老保险基金委托投资，实现基金保值增值，提高个人账户养老金水平和基金支付能力。

除了政府方面有主动性的投资需求以外，随着养老基金的正式入市，该部分收支压力无疑会得到很大一部分缓解；同时，对该部分压力的注意力也有望转移。

指引对基金公司的意义

《指引》中，监管层对能够参与此次产品基金公司也有一定要求：

1、最近三年平均公募基金管理规模（不含货币市场基金）在200亿元以上或者管理的基金中基金业绩波动性较低、规模较大。

2、公司具有较强的投资、研究能力，投资、研究团队不少于20人，其中符合养老目标基金经理条件的不少于3人。

在2018年3月2日指引发布之前，去年11月监管层已发布指引的征求意见稿。该部分符合条件各大基金公司在去年11月就已对这一类产品开始做准备。目前各家基金公司面对该部投资者的大量需求，已开始通过各种方式进行布局，只等监管层开放申报。在公募基金的角度的来说，养老目标基金指引的落地不仅正式明确了公募基金为市场提供养老产品的细节，同样也为公募基金打开了一扇新的大门。

指引还规定了什么？

① 本次《指引》规范了养老目标基金的设计和运作，从产品的定义、形式、投资策略、运作方式、子基金标准、基金费率等方面进行了明确的约定。

② 并未要求一定要采取FOF的形式，可以以二级市场投资为主；没有形成产品的系列，可以发行单独的产品。

③ 此次监管层定义的养老目标基金与此前市场上的养老概念基金有较大差异，养老目标基金≠养老概念基金，后者部分基金将会更名。（《养老目标证券投资基金指引（试行）》第十二条明确要求，凡是不符合指引要求的，需在3个月内履行程序修改基金名称）

提1增加体现了证监会基于养老目标基金的重要性而采取的审慎监管态度。将来基金公司发布对应产品将做到有法可依、有据可查。提2则表示聚焦点还是在能够有效、长期地管理风险，不过度聚焦产品的具体属性，而是力求真正获得稳定、可预测的长期投资回报。提3，如果名称中已经包含“养老”字样的基金需要根据指引变更名称，或者需要通过变更注册使之符合指引要求。对于公募养老市场而言，传统的定位在“为投资者提供养老理财工具”的基金将因此得到统一和规范，这对公募养老市场的长远良好发展是有好处的。

八仙过海，各显神通——基金公司蜂拥而至

沪上一家小型基金公司产品总监表示：“公司早在去年开始就一直关注养老目标基金的进程，在



征求意见稿之后就在公司内部与投资、产品和市场体系就相关产品进行了充分的沟通，现在已经成了完整的不同风险级别的目标风险策略养老目标基金和目标日期养老目标基金产品。”

这自然不是个例，养老目标基金目前逐渐成为公司FOF产品线中重要的组成部分，大部分基金公司近来都努力通过组建实力FOF团队，来确保在养老目标基金投资运作方面的专业能力，打响第一枪。而有一些基金公司具有子资产管理的海外市场经验，对养老产品了解多年，此次上路则是驾轻就熟。

一些大型基金公司则利用自己的投研和规模优势，在养老目标基金上的布局早已准备许久，无论是投研端、渠道端还是根据指引规定和产品形式相匹配的系统开发都已经完成，只等一声令下即可上马。

有一些基金公司则高度重视养老金管理，在该部分储备了大量全国社保基金的专家和深耕养老金融领域的专家，配置了不同梯度的人才队伍，将其作为公司未来的战略的重大发展方向之一。

养老基金作为一种新兴的增量业务，符合条件的基金公司无疑都对养老产品的规范和推出都非常期待和重视。如果养老基金产品推进顺利，无疑会给基金公司带来大量增量资金和对应需求，极大地拓展对应的公司业务和规模，只要一个亮点产品足以保证在下一轮竞争中处于领先赛道。或许，当前基金公司蜂拥而至只是未来养老基金大潮的一小部分体现而已。✿

图解目标 养老基金



PENSION FUNDS

2018年3月2日,证监会正式颁布并实施《养老目标证券投资基金指引(试行)》(以下简称《指引》),明确了未来养老“第三支柱”——目标养老基金的产品形态和投资运作。

《指引》旨在支持公募基金行业更加专业、规范地为个人投资者提供养老金融服务,在养老金市场化改革中更好发挥公募基金专业投资的作用,有利于目标养老基金的长期持续健康发展和我国居民养老一站式服务方案的形成,对于基金行业服务个人养老金有着里程碑式的意义。

公募基金是海内外养老金投资的主力军



国际方面,OECD统计数据显示,截至2016年底,比利时、瑞典、瑞士、荷兰、卢森堡等国家养老金投资公募基金的比例均超过50%,特别是比利时的投资比例高达71.5%。同时,公募基金也是美国、英国、加拿大养老金资产的第一大投资品种。

国内方面,据统计,公募基金行业所管理的社保基金规模已占其委托投资总额的近80%,所管理的企业年金规模占企业年金总规模的40%左右。

国内公募基金由于投研、风控、产品等方面的显著优势,加上严格的监管体系和规范的运作模式,赢得了养老资金的信赖。随着《指引》的出台,公募基金将会在养老金投资市场发挥更重要的作用,也将承担更大的责任。未来公募基金应合理借鉴国外养老资产管理的资产配置理念、配置方法以及操作经验,并结合我国的市场环境,遵循FOF基金和目标养老基金分散化投资、优化资产配置的特点,不断追求更加稳健、优异的投资业绩,推动目标养老基金的进一步发展。



80%
40%



《指引》 内容解读

产品形式:基金中基金 (FOF)

目标养老基金的发展初期将采用基金中基金(FOF, Fund of Funds)的形式运作。养老投资的目的是追求资产的长期增值,而FOF基金在资产配置方面比其他基金形式更具优势。FOF基金可以通过调整战略资产和战术资产的配置比例,这种投资的纪律性剔除了额外的投资风险,充分利用复利效应,有利于实现长期的优异业绩。

此前,各基金公司均已积极筹备发行FOF基金,其在产品设计经验、已申报项目储备等方面的积累,为养老目标基金的尽快上市奠定了良好基础。而目标养老基金的发展和推广,也会加深市场投资者对FOF基金产品的了解,从而实现FOF基金和目标养老基金的双赢。

资产配置策略:成熟稳健的 策略,控制基金下行风险

《指引》第四条鼓励采用成熟稳健的资产配置策略,控制基金下行风险,追求资金长期稳健增值。养老基金相较其他资金具有明显的长期资金优势,不管是目标日期策略还是目标风险策略,可以通过科学的资产配置,有效地控制组合的波动风险,发挥“长钱”优势,在较长的投资周期中获得更高的资金收益。

目前美、英、中国香港地区都将生命周期基金设定为默认投资产品,目标日期策略和目标风险策略符合国际主流做法,也有利于推动养老目标基金成为第三支柱默认产品。但是,对投资管理人而言,这将是对其资产管理能力的一个严峻考验。

底层资产选择:多样化

在投资资产类型方面,养老目标基金可投资的资产类型几乎涵盖了所有适当的资产,除股票基金、债券基金、混合基金等传统基金之外,还包含了商品基金,比例限制方面将其与股票与混合型基金混同管理。

在投资地域方面,《指引》中首次提及香港互认基金,为养老目标基金提供了配置全球资本市场的机会。

多样化的底层资产选择有利于管理人在操作过程中构建差异化的配置策略,更好地满足居民养老需求。

鼓励投资者长期持有基金

《指引》第五条规定养老目标基金采用定期开放的封闭运作或限定投资人最短持有期限应当不短于1年,这不仅与基金的投资策略相匹配,而且可以有效降低投资人短期频繁申购赎回造成亏损的概率,有利于培养个人投资者将目光放远到长期稳健投资回报的投资习惯。

费率:可以设置优惠费率

《指引》删掉了原有的“养老目标基金的产品费率原则上应不超过同类型产品的60%”,规定“设置优惠的基金费率,并通过差异化费率安排,鼓励投资人长期持有”。

一方面,可以通过让利于民,支持投资者进行长期养老投资;另一方面,这维护了基金公司的利益,有利于调动基金公司申报产品的积极性,推动养老目标基金尽快上市。

1

2

3

4

5



《2018 年政府工作报告》解读 ——创新改革，迎接高质量发展

文 | 《固定收益》编辑部

中国经济已经踏入 80 万亿 GDP 的新台阶，在新时代、新背景下，从高速度发展迈向高质量发展，绝不仅仅是一句口号。

MACROSCOPIC

宏观

《2018 年政府工作报告》解读
——创新改革，迎接高质量发展
拨备新政如何影响银行业

中国经济已经踏入80万亿GDP的新台阶，在新时代、新背景下，从高速度发展迈向高质量发展，绝不仅仅是一句口号。

五年来，GDP从54万亿增长到如今的82万亿、城镇新增就业6600万人以上、基本医疗保险覆盖13.5亿人、贫困人口减少6800多万以及重点城市污染天数减少一半，此外，高铁网络、电子商务、移动支付、共享经济引领世界潮流，大国崛起的雄姿，举世瞩目。

作为一份“国家年度规划”，2018年的《政府工作报告》（下称《报告》）并不缺乏精彩与亮点，整体上看，与2017年仍有不少变化。淡化经济增长目标、强化就业指标，优化财政和货币政策具体内容，显示在“十三五”规划承上启下的关键之年，紧扣社会主要矛盾新变化，着眼长效机制，推动经济发展。



财政力度减弱、货币中性 呵护、经济增长目标降低

与2017年相比，《报告》的各指标预期目标值和货币财政政策的表述都发生一些改变。但是，这些预期与表述的变化，具有内部的高度统一性，即推进经济高质量发

展，同时打好化解金融风险战役。

财政政策方面，边际力度虽然减弱，但是针对薄弱环节“聚力增效”成为今年财政政策的关键词。货币政策方面，决不搞“大水漫灌”，但也要保持流动性“精准滴灌”，维护流动性合理性，为供给侧改革以及化解金融风险提供货币环境。

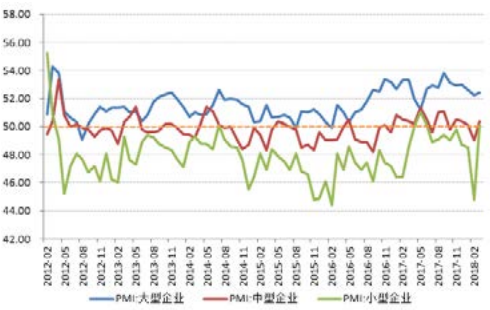
与去年相比，在GDP目标方面的表述，去掉了“在实际工作中争取更好结果”，即只保留了“国内生产总值增长6.5%左右”，经济增长预期显著降低。（表1）

2018年赤字率拟按26%安排，比去年预算低0.4%。经济规模增长，但财政赤字规模没有提高的情况下，赤字率必然下降，这也反映了2018年财政对经济增长的刺激力度减弱。报告中还指出，“优化财政支出结构，提高财政支出的公共性、普惠性，加大对三大攻坚

表1：2017年与2018年经济增长目标差异

年份	2017	2018
GDP	GDP 增长 6.5% 左右，实际工作中争取更好的结果。	GDP 增长 6.5% 左右。
CPI	3% 左右	3% 左右
财政赤字	赤字率拟按 3% 安排	赤字率拟按 2.6% 安排
货币供应量 M2	货币政策要保持稳健中性。广义货币 M2 和社会融资规模余额预期增长均为 12% 左右。	稳健的货币政策保持中性，要松紧适度，维护流动性合理稳定
去产能	要压减钢铁产能 5000 万吨左右，淘汰、停建、缓建煤电产能 5000 万千瓦以上	再压减钢铁产能 3000 万吨左右，淘汰关停不达标的 30 万千瓦以下煤电机组
单位 GDP 能耗	下降 3.4%	下降 3%
减税、减费	企业减税 3500 亿、减费 2000 亿	为企业和个人减税 8000 亿，减轻非税负担 3000 多亿
就业	城镇登记失业率 4.5% 以内	新增城镇调查失业率 5.5% 以内，城镇登记失业率 4.5% 以内
供给侧改革	“三去一降一补”	供给侧结构性改革取得实质性进展，宏观杠杆率保持基本稳定，各类风险有序有效防控

图1：大中小型企业PMI月度数据



数据来源：Wind



战的支持，更多向创新驱动、‘三农’、民生等领域倾斜”，说明对经济发展短板的扶持更强。

“稳健的货币政策保持中性，要松紧适度”的表述也与去年设定12%的M2增速有所差异，更注重流动性的呵护。避免因为处置“灰犀牛”而衍生新的“灰犀牛”，切实防范和化解系统性金融

风险潜在因素。

结合来看，《报告》是向市场释放降低2018年的经济增长预期，实现高质量增长的信号。

发展壮大新动能成供给侧改革重点

供给侧结构性改革的推进，

在《报告》中位列九项工作之首，但未像2017年那样依次罗列“三去一降一补”，而是开门见山，着重突出了降成本和补短板两点。其中，“继续破除无效供给”对应去产能；“深化放管服”、“进一步减轻企业税负”和“大幅降低企业非税负担”对应降成本；“发展壮大新动能”和“加快制造强国建

设”对应补短板。

从2017年实际执行效果看，去产能和去库存成效明显，所以今年去产能目标出现边际减弱，压减钢铁产能从去年的5000万吨减少到今年的3000万吨，因此，单位国内生产总值能耗由去年“下降3.4%以上”也下降为今年的“下降3.0%以上”。

减政主要是深化“放管服”改革；减税减费有两方面的内容，一是减轻企业税负，“全年再为企业和个人减税8000多亿元”；二是降低企业非税负担，“全年要为主体减轻非税负担3000多亿元”；发展壮大新动能，主要通过做大做强新兴产业集群，破除无效供给，建设制造业强国等，为此也提出推进国资国企改革、支持民营企业发展。

民营企业是制造业实际的投资主体，但2016年以来“国进民退”现象非常明显，小企业景气度指数（PMI）一直在荣枯线以下，表现出大型企业优于中型、中型优于小型的特征，因此，优化营商环境、降低中小企业税负水平、支持民营企业发展，有利于激发市场主体活力。（图1）

强化金融监管统筹协调机制 规范地方政府债务风险责任

防范化解重大风险方面，明确要加强金融机构风险内控和防范化解地方政府债务问题。

《报告》指出，2018年要在“推动重大风险防范化解取得明显进展”。为此，要“强化金融机构

风险内控、监管统筹协调，健全对影子银行、互联网金融、金融控股公司等监管，进一步完善金融监管”。

实际上，自2016年7月份中央政治局会议提出“注重抑制资产泡沫和防范经济金融风险”以来，一行三会出台了多项监管规定，资本市场监管全链条趋严，也已经取得了一定的成效。

但是，近年来随着金融混业经营不断深化，不同金融机构业务关联性增强，新金融业态层出不穷。金融领域金融风险频发，暴露出一行三会分割式监管弊端，结果留下了大片的监管真空。

而在去年末，国务院金融稳定发展委员会正式成立，紧接着市场讨论已久的资管新规向社会公开征求意见。“金融委”管理架构，或将实质性的统筹、协调与完善原有“一行三会”的金融监管壁垒。

而在地方债务风险和地方政

府在处置风险职责方面，《报告》也有了与以往不同的单独表述。

“严禁地方政府各类违法违规举债、担保等行为，省级政府对本辖区债务负总责，省级以下地方政府各负其责，积极稳妥处置存量债务，规范地方政府举债融资机制。”的表述引发关注。

在以往的实践中，地方政府的关注重点一般是当地经济发展和就业情况，而把金融稳定的维护和金融风险的处置交给中央宏观决策部门。因此，地方政府有很强的举债冲动去发展当地经济、保障就业，但是过度负债的后果、风险与问题，却交给扮演最终贷款人的央行，这将必然导致收益和风险不对称的道德风险问题。

根据《报告》的表述，未来或将迫使地方政府“量力而行”，举债融资时需要考虑债务偿还风险问题，有助于缓解地方债务的道德风险。



拨备新政如何影响银行业

文 | 《固定收益》编辑部

“逾期 90 天以上贷款纳入不良贷款的比例”与“逾期 90 天以上贷款与不良贷款比例”并非同一概念，甚至是相反的指标。

七号文要求

2011年银监会印发的《商业银行贷款损失准备管理办法》，设置了贷款拨备率和拨备覆盖率2个重要监管指标，规定贷款拨备率基本标准为2.5%，拨备覆盖率基本标准为150%，该两项标准中的较高者为商业银行贷款损失准备的监管标准。而今年银监会印发的《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求的通知》，还明确“银行业监管机构依据业务特点、贷款质量、信用风险管理水平、贷款分类偏离度、呆账核销等因素对单家商业银行应达到的贷款损失准备监管标准进行差异化调整”。主要考量以下三因素：

1. 贷款分类准确性

根据单家银行逾期90天以上贷款纳入不良贷款的比例，对风险分类结果准确性高的银行，可适度



下调贷款损失准备监管要求。

“逾期90天以上贷款纳入不良贷款的比例”与“逾期90天以上贷款与不良贷款比例”并非同一概念，甚至是相反的指标。“逾期90天以上贷款与不良贷款比例”俗称逾贷比，是一个反向指标。一家银行逾期90天以上贷款占不良贷款比

例原则上不得超过100%，超过一般认为不良贷款存在偏离，占比越高分类可能越不准确。在监管评级中80%以下可以得到满分100分，而200%以上则是0分。而“逾期90天以上贷款纳入不良贷款的比例”则是正向指标，首先将逾期90天以上贷款进行分类，分为纳入不良贷款和未纳入不良贷款，用纳入不良贷款做分子，分母为逾期90天以上贷款，则全部纳入为100%，那么就可以适用最低的贷款损失准备监管要求。（表1）

2. 处置不良贷款主动性

根据单家银行处置的不良贷款与新形成不良贷款的比例，对积极主动利用贷款损失准备处置不良贷款的银行，可适度下调贷款损失准备监管要求，此举意在促进商业银行利用贷款损失准备处置不良贷款。（表2）

3. 资本充足性

表1

逾期 90 天以上贷款 纳入不良贷款的比例	拨备覆盖率 最低监管要求	贷款拨备率 最低监管要求
100%	120%	1.5%
[85%，100%)	130%	1.8%
[70%，85%)	140%	2.1%
70% 以下	150%	2.5%

表2

处置的不良贷款占 新形成不良贷款的比例	拨备覆盖率 最低监管要求	贷款拨备率 最低监管要求
90% 及以上	120%	1.5%
[75%，90%)	130%	1.8%
[60%，75%)	140%	2.1%
60% 以下	150%	2.5%

表3

资本充足率 （系统重要性银行）	资本充足率 （非系统重要性银行）	拨备覆盖率 最低监管要求	贷款拨备率 最低监管要求
13.5% 及以上	12.5% 及以上	120%	1.5%
[12.5%，13.5%)	[11.5%，12.5%)	130%	1.8%
[11.5%，12.5%)	[10.5%，11.5%)	140%	2.1%
11.5% 以下	10.5% 以下	150%	2.5%

根据单家银行资本充足率情况，对资本充足率高的银行，可适度下调贷款损失准备监管要求。对资本充足率不达标的银行，不得下调贷款损失准备监管要求。（表3）

七号文与商业银行不良贷款率长期处于黄金分割点 1.67%附近相呼应

不良贷款，是指那些借款人还款能力出现明显问题的贷款。

1993年财政部颁布的《金融保险企业财务制度》将贷款分为正常、逾期、呆滞和呆账四类，后面三种，即“一逾两呆”统称为不良贷款。之后，在1998年5月央行参照国际惯例制定《贷款分类指导原则》，重新将贷款分级为五类。现在其计算公式为：不良贷款率=不良贷款余额/各项贷款余额=（次级类贷款+可疑类贷款+损失类贷款）/各项贷款余额。

贷款拨备率，又称拨贷比，是指贷款减值准备与各项贷款的比

值，计算公式为：贷款拨备率=贷款减值准备/各项贷款余额=（一般准备+特殊准备+专项准备）/各项贷款余额。2011年银监会以9号令的形式印发《商业银行贷款损失准备管理办法》，将《银行贷款损失准备计提指引》中的一般准备、专项准备和特别准备统一合并为“贷款损失准备”，并将其在成本中列支，作为抵御贷款风险的准备金。2015年业务制度更新，《G11-II资产质量及准备金》封闭了一般准备、专项准备和特别准备项目，增加了贷款减值准备栏目。2016年初底更新后表内外信用资产均统一为减值准备。

拨备覆盖率，即贷款减值准备与不良贷款的比率（可推演出：不良贷款率=贷款拨备率/拨备覆盖率），用来衡量商业银行贷款损失准备金计提是否充足。一般各家银行贷款减值准备的计提标准有内评法和标准法两种，可比性不高，但资产质量指标之中的一个关键变量贷款减值准备计入利润表，使得资产质量问题既影响到资产负债表，又影响到利润表。而不良贷款率的上升会对拨备覆盖率形成消耗，假设每产生1个单位的不良贷款，则意味着需要拿出1.5个单位的利润做拨备，因此较高的不良贷款率将对资本和利润形成双重侵蚀。这意味着资产质量指标与利润指标之间具有相互制约关系。很多银行既可以通过资产质量指标隐藏利润，又可通过资产质量指标虚增利润，这一现象在近几年的我国银行中屡见不鲜。

根据中国银监会公布的数据，截至2017年底，中国商业银

行的不良贷款余额为1.71万亿元左右，不良贷款率为1.74%，关注类贷款余额为3.41万亿元。而我国商业银行的不良贷款率在2015年底就达到黄金分割点1.67%，此后一直处于稳步上升的通道中，特别是自2016年底以来，不良率连续五个季度稳定在1.74%的水平上。不良率水平刚好达到黄金临界点以及连续五个季度的不良率处于同一数值上，过于巧合，真实性有待考证。

七号文促使商业银行提高报表真实性，同时释放信贷额度

商业银行可以通过操纵贷款减值准备，来控制贷款拨备率和拨备覆盖率，并进一步决定不良贷款率的水平，导致不良贷款率这个指

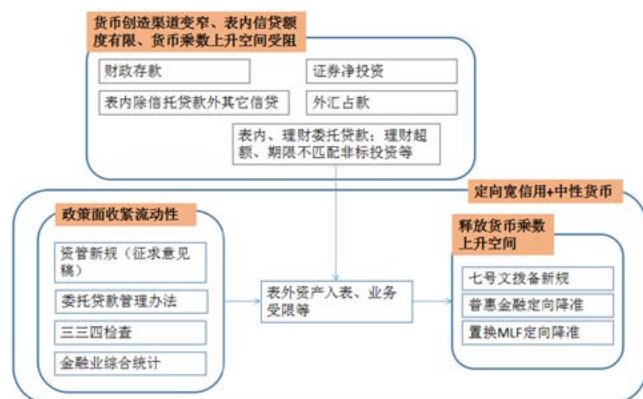
标的准确性比较差，特别是在逾期贷款和不良贷款的界定方面，无法有效反映资产质量真实水平。当前，一些较高不良率的银行为了既满足监管要求，又实现股东分红，产生了各种监管套利行为，如：利用续贷政策掩盖真实不良贷款、与同业之间互相持有不良贷款、不良信贷资产借助通道转表内投资等等。七号文在刚开始明确表示“加大不良贷款处置力度，真实反映资产质量，腾出更多信贷资源提升服务实体经济能力”。这意味着防风险，增加贷款分类准确性是7号文其中一个重要目的。另一方面，在资产质量问题监管部门已经摸底差不多、不良处置已出现向好迹象的背景下，腾挪出更多信贷资源显得尤为重要。

截止到2017年底，银行业平

均拨备覆盖率达181%，根据国际银行业通行标准：不良贷款数据真实的情况下100%的拨备覆盖率要求已经十分充足，我国商业银行呈现“高拨备、低资本”的现象，导致近期银行业利润增速下滑，发展势头放缓，银行应对监管的成本上升。降低拨备覆盖率有助于释放银行存量拨备，提升银行业服务实体经济的水平。如果按照1.7万亿元的不良贷款，减少30%左右的拨备，那就意味着贷款减值准备会减少5000亿元左右，按照10倍的杠杆来算的话，全市场的信贷客户可以增加5万亿元，这个规模比降低2个百分点的准备金更可观。指标下调后减少的贷款拨备一方面用来核销不良贷款，另一方面则作为留存利润补充资本（前提减少的拨备规模足以核销不良贷款增量）。我们假设贷款的减少量快于不良贷款的增量，余额为2000-3000亿元左右，那么会有2-3万亿元左右的信贷额度释放。

此外，近两年来，商业银行监管压力急剧上升，根据2017年以来的三三四、委托贷款管理办法以及金融业综合统计等监管规定要求，商业银行“表外资产逐步回表”、资本压力急剧上升。表外资产回表的困难在于其进入银行资产负债表后，需要银行补充资本金、增加信贷额度。下调拨备覆盖率有助于缓解银行资本占用，促进表外资产顺利回表，降低“表外回表”的摩擦成本，有助于金融市场平稳过渡，同时此举也是央行实行稳健中性货币政策的一个重要步骤。

图1 “组合拳”下，七号文有平滑金融市场作用



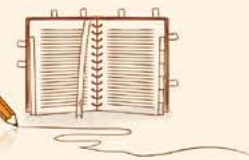
数据来源：公开资料整理

鑫元投资经理荐书

基金经理：王美芹

推荐书名：《两次全球大危机的比较研究》

推荐语



自2013年10月拿到这本书，近五年时间读了不少于5次。

尽管到了今日，书中的很多观点和措施已经得到落地实施，但对于更好理解过去五年中国宏观调控的逻辑和思路，仍值得再读。



《两次全球大危机的比较研究》
中国经济出版社

主编 刘鹤

中央财经领导小组办公室副主任
国务院发展研究中心党组书记



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