

固定收益

XINYUAN FIXED INCOME

15

2018年8月 第十五期
www.xyamc.com



XINYUAN
2013-2018
5th Anniversary

鑫元基金五周年庆

以责任感和使命感践行“固定收益+”

不忘初心 筑梦共赢——鑫元基金这样一步步走来

愿未来每一个5年 都与你并肩前行

南京银行党委书记、董事长胡昇荣：

行稳致远 践行服务实体经济本源

南京高科董事长徐益民：

精准布局金融领域 实现协同共赢





时间轴 奋进线

改革开放40周年之际，以A股入摩、合资资管机构外资股东占比可过半、沪深港通的每日额度一扩再扩等事件为标志，中国资本市场迎来了可能是迄今为止最大幅度的开放。“从产品、投资者、中介商、资金流等各个方面看，可以说，一个全面开放的中国资本市场已见雏形”。

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，各领域资管机构均需走上朝主动管理本源的回归之路。而公募基金的透明度、流动性、规范性，向来为业内所公认，其自身在净值化投资管理方面的优势，也保证了一定先发优势。

八月初，公募基金又迎来一个崭新的产品线，14只首批公募养老目标基金正式获批，发行在即。自此刻起，我国养老保障体系的“第三支柱”（普通投资者自主选择各类合规养老财富管理产品）不再由商业保险独撑，公募基金将深度参与。与以往公募基金以受托管理人的方式，参与到“第一支柱”的基本养老保险金和“第二支柱”的企业年金或职业年金计划当中不同的是，本次参与是公募基金从资金源头到底层资产的亲力亲为。大势疲弱之际，公募基金给股市送来实实在在的长期资金同时，也给市场带来一丝亮色。

九月中旬，鑫元基金将迎来自己的五周岁庆典。作为资产管理行业的后起之秀，鑫元基金虽垂髫之幼，但在这五年来的资本市场，尤其是固定收益领域，充分展现了自己的责任感与使命感。桃李不言，下自成蹊，母子公司逾三千亿的资管管理总规模是各方客户对于五年来鑫元努力与奋进最好的认可。

时间仍将继续，站在新的历史起点，鑫元基金愿与整个行业一道，继续奋力前行。🌹



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

卷首语

01 时间轴 奋进线

固收动态

04 固收动态

06 鑫元看市场
2018年三季度宏观展望及投资策略
内忧外患中经济下行压力加大 政策转折点悄然显现

策略

12 震荡延续 谨慎操作 2018年三季度债市展望

信用研究

16 债券违约潮中信用债投资机会与风险
22 供给侧改革下煤炭行业债券投资策略
28 当下经济运行环境下农村商业银行信用类投资浅析

鑫元基金五周年庆

36 以责任感和使命感践行“固定收益+”
40 不忘初心 筑梦共赢
——鑫元基金这样一步步走来
42 愿未来每一个5年 都与你并肩前行
44 南京银行党委书记、董事长胡昇荣：
行稳致远 践行服务实体经济本源

46 南京高科董事长徐益民：
精准布局金融领域 实现协同共赢

宏观

49 贸易纷争背景下的供应链金融资产证券化
业务之风险识别和防范
58 油价波动、通胀预期与10年美债收益率

聚焦

65 资管新规落地重塑行业新格局
68 资管新规体现了什么监管意图？

目录

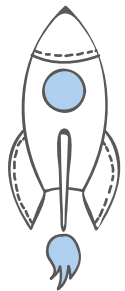
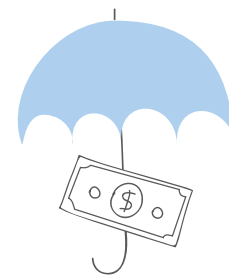
2018年8月 第十五期

NEWS
固收动态

3

2018年6月8日，银保监会和央行联合发布《关于完善商业银行存款偏离度管理有关事项的通知》（银保监办发〔2018〕48号），与此同时，废止2014年发布的《中国银监会办公厅财政部办公厅人民银行办公厅关于加强商业银行存款偏离度管理有关事项的通知》。

专家点评：在行业监管从严的背景下，同业业务收缩，且同业负债成本也较高，存款作为核心负债，不但利率相对低，还有一些监管优势因此其价值很大。在过去，如果一家银行能够获取不错的资产，那么吸收一部分同业负债也能做业务。但现在，同业业务不被鼓励，因此要想扩张资产，负债只能靠存款支撑，而且，银行业今年盈利压力较大，希望尽可能保障利差。



1

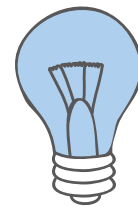
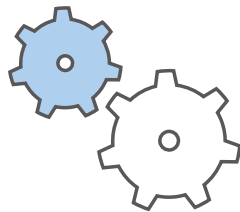
2018年4月27日，经国务院同意，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》正式发布。资管业务定义得到明确：是金融机构对受托财产进行投资和管理的金融服务，其基本监管原则是：坚持宏观审慎管理与微观审慎监管相结合，机构监管与功能监管相结合。

专家点评：资管新规落地，加强金融监管，打破刚性兑付，这种标准化的净值型产品，会得到大的发展，另一方面，加上房地产方面的政策，理财产品规模的萎缩，也会对整个标准化产品，包括债券、股票等比较活跃的市场也会带来新的资金。再加上金融严监管的环境下，可能未来头部机构的市场地位会进一步强化。

2018年5月8日凌晨，特朗普宣布，美国将退出伊朗核协议，并将对伊朗采取“最高级别”的经济制裁。过10年漫长的谈判，美国终于在2015年，联手五大重要的国家（美国、俄罗斯、中国、法国、英国、德国）与伊朗签下核协议。这个协议的全称是《联合全面行动计划》，主要内容为：减免对伊朗的一系列制裁措施，但伊朗必须限制它的核计划。

专家点评：如今，美国通过贸易战来影响中国的出口，通过芯片禁运遏制中国科技发展，通过减税来争夺企业家资源，通过加息营造货币收紧环境，如果再通过制造地缘冲突推升油价，导致我国发生输入型通货膨胀，那么很有可能成为压倒中国经济的最后一根稻草。由此来看，对于中国来说，油价快速上涨的影响不亚于来势汹汹的贸易战，很有可能是美国对付中国的又一利器。

2



中国人民银行6月24日决定，从2018年7月5日起，下调国有大行商业银行、股份制商业银行、邮政储蓄银行、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0.5个百分点。

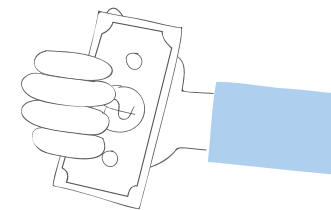
专家点评：根据目前整个金融市场的流动性和去杠杆的情况，M2增速还在一个较低水平，此次定向降准释放7000亿规模的流动性，仍然是稳健中性货币政策的体现。此外，进一步降准有利于释放长期资金，降低实体经济融资成本。同时，本次定向降准和此前两次相比，有了新的创新，更加体现出结构性。

4

5

2018年6月29日晚间，银保监会发布重磅文件《金融资产投资公司管理办法（试行）》，这是在2017年8月发布《商业银行新设债转股实施机构管理办法（试行）》（征求意见稿）后，时隔近两年时间最终落地债转股实施机构管理办法。

专家点评：2018年银行的信用风险更多是信用紧缩引发的流动性风险，与2014-2016年企业盈利恶化带来的信用风险有本质上的区别。本轮市场化债转股的对象主要为发展前景良好但因行业周期性波动或财务负担过重遇到暂时困难的企业，对这类企业实施债转股有利于减轻去杠杆下流动性风险导致的银行不良上升。



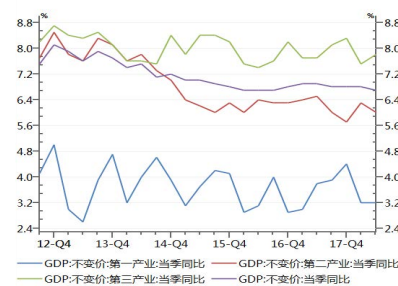


2018 年三季度宏观展望及投资策略 内忧外患中经济下行压力加大 政策转折点悄然显现

文 | 鑫元基金固定收益部

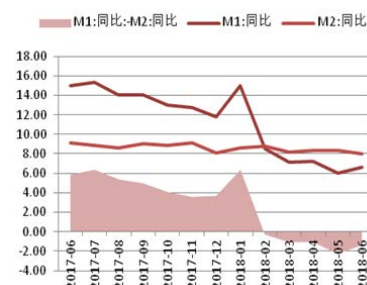
我们预期，监管政策的放松将是一个逐步的过程，而信用局面的改善也将需要一个过程。

图1:



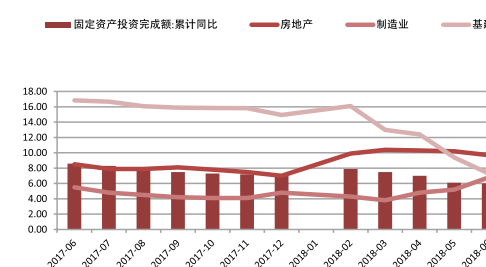
数据来源: Wind 资讯、鑫元基金

图3: 货币总量增速持续下滑



数据来源: Wind 资讯、鑫元基金

图2: 固定资产投资及分项数据表现



数据来源: Wind 资讯、鑫元基金

图4: 新增社融大幅下跌



数据来源: Wind 资讯、鑫元基金

经济下行压力加大

在上一篇报告里面，我们指出，“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”。从目前的经济表现来看，无论是总量宏观经济数据还是

金融数据都能印证这一点。

具体而言，统计局7月17日公布的数据显示，二季度国内生产总值220178亿元，按可比价格计算，同比增长6.7%，比一季度略微回落0.1个百分点。其中，第一产业增加值22087亿元，同比增长3.2%，比上年同期回落0.3个百分点；第二产业增加值169299亿元，同比增长6.1%，比上年同期回落0.3个百分点；第三产业增加值227576亿元，同比增长7.6%，比上年同期回落0.1个百分点(见图1)。

1-6月，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长7.3%，增速比1-5月份回落2.1个百分点，延续了之前的下降趋势。1-6月份制造业投资累计同比增长6.8%，比1-5月份高1.6个百分点，主要是国家层面鼓励投资领域及中央工作会议上强调的补短板领域的投资力度较强。2018年1-6月份，全国房地产开发投资55531亿元，同比名义增长9.7%，增速比1-5月份回落0.5个百分点。在融资链条紧绷的形势下，房企主

要依赖自筹资金和首付、定金回款；棚改弱化、三四线地产销售全面放缓后，其他资金来源慢慢收紧，房企的投资增速可能延续下行，微观观察体现在最近部分大型房企暂停购地和发放工程款（见图2）。

在货币金融数据方面，非标融资继续大幅萎缩，社会融资规模总量增速下降。6月新增社会融资规模总量为11800亿元，不算很高，较上月增加约4200亿元，但较去年同期减少近6000亿，其中的人民币贷款1.67万亿，同比多增2000多亿，新增外币贷款，新增委托贷款，新增信托贷款，新增未贴现银行承兑汇票则分别净减少363亿，1642亿，1623亿，3650亿，企业债券融资1299亿（上月为净偿还434亿），股票融资257亿。从我们内部的分析框架出发，我们一直认为，贷款创造存款的机制才是理解信用货币制度下的货币数据的根本出发点，这一点在央行孙国峰的著作中均有体现。这也是为什么我们坚持认为，即使中央银行自年初以来降准了三次，货币总量增速依然会下滑。在目前这种“紧信用”的环境中，商业银行的放贷行为，以及微观主体的借贷意愿与借贷能力都受到相当大的约束。在这个背景下，货币总量增速是很难恢复到之前信用无序膨胀时代的增长速度的（见图3、图4）。

在经济增长压力加大的同时，CPI保持温和上涨，PPI则呈现浅“V”走势。

上半年，全国CPI上涨2.0%，涨幅比去年同期扩大0.6个百分点。分月看，受节日因素和天气



影响，1月和2月份环比分别上涨0.6%和1.2%，节后3月份转为下降1.1%，4月至6月份延续走低态势，降幅均在0.2%左右。食品价格涨幅相对较低，为居民消费价格总体平稳奠定了良好的基础。上半年，受猪肉价格低迷影响，食品价格同比上涨1.2%，影响CPI上涨约0.23个百分点，涨幅低于近五年同期平均水平。猪肉市场总体呈现供大于求，价格下降12.5%，影响CPI下降约0.33个百分点。

上半年，PPI上涨3.9%，涨幅比去年同期回落2.7个百分点。年初，PPI延续了去年下半年的上涨势头，1月份环比上涨0.3%，但2月至4月份逐月走低，5月份上涨0.4%，6月份上涨0.3%。从月同比看，一季度涨幅逐月回落，二季度涨幅逐渐扩大，涨幅在3.1%-4.7%之间，呈浅“V”型，总体波动不大，稳中有涨。如果仔细分析不同品种走势，不难发现，受供给侧改革影响相对较小的有色金属板块价

格涨幅较小，而影响较大的黑色金属及化工板块则涨幅较大。从整体供给侧改革，而中下游领域则不尽然，这里面的经济逻辑我们就不一一展开，而至于其经济后果如何，不久的未来将会看到。

贸易战愈演愈烈

在美国正式对产自中国的500亿美元商品加征关税后，中国也立

刻做出了相应的贸易报复措施，对美国出口中国部分商品加征25%的关税。美国总统特朗普立刻做出回应，其指示美国贸易代表对价值2000亿美元的中国商品加征10%的额外关税，并且进一步提出，如果中国继续在贸易政策上采取对抗做法，那么其将进一步增加对2000亿美元商品征加关税，届时中国向美国出口的4500亿美元商品都会被征收关税。首批2000亿美元加征关税商品的名单于7月11日已经公布出

来，近日，美国总统又要求美国贸易代表对这2000亿美元商品加征关税税率由10%上调至25%的水平。总的来看，贸易战的发展已经愈来愈超出许多市场参与者的预期，在上一篇报告里面我们就提出，“中美产业对抗将是未来相当长一段时间内的宏观背景，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”。从目前的局势来看，美国的贸易态度其实是相当坚决的，而中国的应对方面也是毫不示弱，最新的消息是，中国决定对原产于美国的600亿美元进口商品（第二批）加征关税。

如果我们稍微留意一下美国政府的主要首脑人物的言论及美国政府的动作，再反观中国的主要相关部门的声明，我们就会发现，目前中美两国对于贸易问题的认识远远不在一个层面上。正是由于这种认识层面的巨大差异，贸易问题的解决可能是一个相对漫长的过程。从我们内部的理解框架来看，区别于以往的多次贸易争端，此次的中美贸易争端的性质发生了根本性的改变，不可能通过简单加大美国商品采购规模就能解决问题。我们反复强调，当下如火如荼的贸易争端与国内的主要矛盾其实只是一个问题的两面而已，当前国内所推行的改革其实也是针对内部诸多积弊而为之，无论是集体土地入市，国有企业混改，税制改革等等，然而这一进程目前大大落后于许多有识之士的预期。原中财办副主任杨伟民在上周的陆家嘴论坛上提出必须在六个方面加快改革，一，改革政府垄断住宅用地体制；二，改革房地

产商垄断住宅供应的体制；三，改革售多租少的结构，实行租购同权制度；四，改革房地产税；五，改革住房公积金制度；六，改革农村土地制度。然而，现实情况是，这些领域的利益结构盘根错结，无论是部委层面，还是各级地方政府层面，长期以来的发展模式所形式的既定的利益格局很难被打破，所以我们看到，尽管中央政府层面一直在强调加快改革进程，然而进展甚微。

回首美国大选以来的中美高层互动，我们可以很清晰地看到，2017年4月中美两国元首的海湖庄园会晤后，双方的分歧一步一步地加大，之前所强调的“我们有一千条理由把中美关系搞好，没有一条理由把中美关系搞坏”的表态目前看来是很难实现了，这里面一个相当重要的关键点就在于，习近平主席访美期间所允诺的减少贸易顺差这一项不但没有实现，反而因为当下的经济结构问题进一步恶化了。尽管中方一再强调并不追求贸易顺差，然而，在当下的生产关系条件下，两国的贸易格局肯定不会因为主观意愿而发生变化。正是在这个背景下，我们反复强调指出，外部失衡只是内部失衡的外部反映而已。观察美方的动向，一个相当清晰的动作是，美方越来越倾向于通过与贸易伙伴逐个建立双边贸易协定，从而达到摆脱WTO多边协定约束的目的，这一点无论是已经公布的美欧自由贸易协定，还是即将开始的美日自由贸易协定以及北美自由贸易协定。如果这些步骤能够顺利推行，其实就不难预料后面的国际贸易格局会如何变化了。如果说



经贸问题还只是疥癣之疾的话，那么美国政府高官的言论则更应该引起有识之士的重视了，这里我们就不展开论述了，有兴趣的读者可以去看一看美国国务卿蓬佩奥及国防部长马蒂斯在各种场合关于中国问题的讲话。

政策转折点初现

7月20日，央行、银保监会、证监会都就资管行业发布了相关文件。央行发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》，银保监会发布《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》，证监会发布《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法（征求意见稿）》，央行的通知对资管新规作出补充，后面银保监会和证监会的征求意见稿给出相关领域的配套细则，主要内容包

理类、部分定开产品用摊余成本法估值。过渡期产品回表的资本补充。允许银行自主压缩节奏，促进非标回表。规范结构性存款等等。

之后的7月23日，李克强总理主持召开国务院常务会议，部署更好发挥财政金融政策作用，支持扩内需调结构促进实体经济发展；确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，主要是一，积极财政政策要更加积极，聚焦减税降费加快今年1.35万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，在推动在建基础设施项目上早见成效；二，是稳健的货币政策要松紧适度。保持适度的社会融资规模和流动性合理充裕。会议认为，激发社会活力，推动有效投资稳定增长，是推进供给侧结构性改革补短板、巩固经济稳中向好势头、促进就业的重要举措。一要深化投资领域“放管服”改革，调动民间投资积极性。在交通、油气、电信等领域推介一批以民间投资为主、投资回报机制明确、商业潜力大的项目。推进高水平对外开放，完善外商再投资鼓励政策，加快已签约外资项目落地。二要有效保障在建项目资金需求。督促地方盘活财政存量资金，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。三要对接发展和民生需要，推进建设和储备一批重大项目。加强基础研究和关键领域核心技术攻关。会议通过了石化产业规划布局方案，要求安全环保优先，并支持民营和外资企业独资或控股投资，促进产业升级。

在此之前的7月18日，央行窗

口指导银行，将额外给予MLF资金，用于支持贷款投放和信用债投资。对于贷款投放，要求较月初报送贷款额度外的多增部分按1:1给予MLF资金，多增部分为普通贷款，不鼓励票据和同业借款。对于信用债投资，AA+及以上评级按1:1比例给予MLF，AA+以下评级按1:2给予MLF资金，要求必须为产业类，金融债不符合。

从各个层面来看，当下的去杠杆进程对实体经济带来的负面影响已经在各个方面表现出现，正是在这个背景下，政策层面开始做出积极调整以应对下行压力。

资产配置展望

在2月份的投资展望里面，我们提到“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”。那么现在的这种政策转向又是基于什么呢？从我们的观察来看，除了贸易战超出决策层的预

期以及改革进展有限以外，似乎很难再找出其他的有说服力的理由。在美国时间5月19日上午，刘鹤副总理接受了媒体采访并表示，此次中美经贸磋商的最大成果是双方达成共识，不打贸易战，并停止互相加征关税。之后美国突然加征关税，并在中国进行反击后立马加大征税范围，这期间，中国这边的认识及应对似乎并不充分。那么从这个角度来理解当前的政策宽松也就相对清晰了一些，过去一段时间的逆周期调控所造成的内部压力以及几十年积累起来的外部压力之下，继续之前的强力去杠杆政策的结局只能是硬着陆（当然，我们想强调的一点是，在其它领域的改革没有实质性推进的前提下，无论经济金融领域的放松或是紧缩力度如何都无助于整体经济的改善，最多是创造出一些或大或小的投机性波动而已）。

如果我们的判断逻辑没有问题，那么我们预期，监管政策的放

松也将是一个逐步的过程（政策层面在这个位置发生180度的转弯也会显得尤其突兀，事实上政治局会议也佐证了我们的这一判断），而信用局面的改善也将需要一个过程。在这个过程中，贸易战的实质负面冲击和之前逆周期调控政策仍将持续影响经济总需求并进而迫使政策层面进一步放松。在这个过程中，中美贸易谈判有没有可能取得进展，美伊争端会不会升级为一场战争（从我的观测来看，这个风险因素极有可能是下半年最重要的一个外生变量），内部的政治妥协和改革进程都将是相当重要的影响因素。就投资策略方面而言，我们认为，在资金面宽松持续的背景下，杠杆高等级信用债仍然不失为一个较优策略，而利率债性价比降低后配置价值降低，交易性机会可能更明显一些，而这个局面的打破可能需要总需求的真正企稳或者外部因素如美伊开战带来的输入性通胀方面的变化。



就投资策略方面而言，我们认为，在资金面宽松持续的背景下，杠杆高等级信用债仍然不失为一个较优策略，而利率债性价比降低后配置价值降低，交易性机会可能更明显一些，而这个局面的打破可能需要总需求的真正企稳或者外部因素如美伊开战带来的输入性通胀方面的变化。



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，风险自担。本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。



震荡延续 谨慎操作

2018 年三季度债市展望

文 | 南京银行资金运营中心市场研究部

再融资环境不佳，信用收缩或将延续，风险事件仍对市场情绪产生不利影响，信用债投资偏好分化，建议保持短久期高评级的防守策略。

展望三季度，经济平稳回落，货币政策边际放松，仍对债市形成一定支撑，但地方债供给放量，加之商业银行存款增长未能有效恢复，债市供需结构矛盾较为突出，我们预计利率债收益率仍将处于震荡格局，继续向下需要找到突破点。再融资环境不佳，信用收缩或将延续，风险事件仍对市场情绪产生不利影响，信用债投资偏好分化，建议保持短久期高评级的防守策略。

利率信用走势首现分化

长期以来，利率债与信用债走势呈现较高一致性，但今年上半年债市在“紧信用、宽货币”的政策组合下出现一定分化。利率债表现超预期，出现小牛市格局；而信

用债市场上不少个券收益率快速走高，信用收缩带来多起新增违约事件。

2018年以来，利率债收益率触顶回落，走势大致经历了三个阶段。第一阶段，年初到1月底，各项监管政策密集出台，市场恐慌情绪加剧，收益率一路攀升，其中10Y国开上行至5.1%以上，10Y国债上行至4%。第二阶段，春节过后到4月中旬，资金面持续超预期宽松状态，收益率逐步下行，置换式降准后情绪达到高点，10Y国开最低下行至4.3%。10Y国债最低下行至3.5%。第三阶段，4月中旬至今，由于降准后情绪释放过快，随后债市进入将近两个月的盘整期，期间受美债收益率上行的影响较多。

同期信用债收益率亦整体先

下后上，也可为分为观望期、下行期、分化期三个不同阶段。1-2月观望期，强监管预期下，市场策略趋于一致，主要采用短久期高评级的防守策略，1Y收益率下行8-10BP，3-5Y收益率上行5-10Y。3-4月下行期，跟随利率债市场情绪有所恢复，机构行为逐渐从防御转向进攻，短端带动中长端快速下行，回到17年10月初暴跌前的水平，期间降准激发市场强烈做热情，次日各期限信用债下行幅度大20-30BP，但随后流动性收紧及外围市场的影响，信用债收益率回调到降准前水平。5-6月分化期，随着资管新规正式落地，各机构面临业务调整，主动配置力量稍显不足，叠加信用事件频发，市场风险偏好明显下降，少量需求向高等级优质主体聚集，低评级个券抛盘增多，AAA等级品种收益率上行5-10BP，AA等级品种收益率则大幅上行25-30BP。

信用利差走势分化，高评级收缩，低评级走扩。1-2月，信用债走势整体弱于利率债，信用利差被动走阔。3月到4月中旬，市场配置情绪恢复，在收益率下行的过程中，信用利差出现了一定程度的主动收缩，且3年期信用利差收缩幅度略高于1年期，反映在流动性宽松环境下，机构适当拉长久期。而5月以来，信用事件频发，市场风险偏好趋于保守，信用利差走势显著分化。具体来看，AA+以上品种中，1Y期收缩0-5BP，3-7Y期收缩15-30BP。低等级品种信用利差则走扩，1Y期走扩最为明显，大幅走扩24BP。



利率债：做多基础仍在，但面临供给冲击

经济基本面和货币政策仍对第三季度的债市有一定支撑。前两个季度经济整体震荡走弱，其中固定资产投资和消费双双下行。就固定资产投资而言，高质量发展的政策导向下，地方政府基建投资动力趋弱，并且融资行为管控加强，基建投资成为主要下行拖累；而消费则主要受到购房基础效应的影响，同时居民可支配收入增速也下行至GDP增速以下，整体呈现乏力。向后看基建的托底作用仍较弱，同时消费回升节或需个税等更多结构性政策的有效实施，贸易战升级进一步加大进出口的不确定性，叠加社融规模的快速收缩，经济下行压力不减。与此同时，去杠杆成效进一步显现，银行主动负债意愿趋于平稳，金融机构信用扩张放缓，社融超预期下滑埋下后续经济增长隐

患，货币政策趋紧基础减弱，三季度货币政策仍将稳健中性的基调，不排除边际上会进一步放松。

但供需结构存在一定担忧。从前两个季度国债和政金债的供给来看，国债供给基本平稳，政金债二季度供给较大，整体结构基本与去年持平。按照以往的发行节奏和后续的到期情况，第三季度的供给压力较大。不仅如此，今年地方政府债上半年发行节奏超预期放缓，截至6月25日发行量不足1.4万亿，较17年同期下降25%，较16年同期更是下降60%。而今年地方政府债发行任务并不轻，其中地方政府债置换工作需要8月底前完成，新增类地方政府债仍有约2万亿的未发额度，同时今年还增加了借新还旧的地方政府债，以及进一步完善了项目收益债，预计三季度债市供给压力将明显对利率债走势形成不利。

而从配置力量来看，目前利率债和地方债的主力配置机构银行的负债端没有发生明显改善，尽管央行在逐步推进双轨制并轨，同时开始出台政策限制货币基金的快速扩张，但是目前来看银行存款的增长仍然很乏力，金融机构各项存款余额同比增速年初快速回落至8.6%，尽管近期有所回升，但仍持续位于9%以下。同时资管新规已落地，商业银行面临较大的表外资产回表压力，在社融快速收缩的情况下，有限的表内额度将更多用于贷款而非债券配置，从4月、5月托管数据来看，银行的配置仍然较为乏力，三季度可能仍然看不到需求端的有效回升，或将进一步凸显供需矛盾。

当前利率债收益率处于去年二、第三季度的震荡区间中，进一步上行概率较小，但继续向下也需要找到突破点，包括央行对经济下行容忍降低、市场供需结构改善等。另外美国经济持续向好，下半年加息也可能导致美债收益率震荡上行，进而对收益率下行形成制约。从收益率曲线来看，国开债呈现倒U型，中间期限较高而两端较低，同时考虑相对收益比较后，认为当前3年期、5年期的政金债性价比比较高。

信用债：信用收缩进行时，投资偏好分化中

当前市场主导因素已从年初的监管政策和流动性，切换到如今的信用风险事件上，我们认为信用收紧短期内或将延续。

首先，一级市场持续低迷。2018年上半年，信用债一级发行取消数量共计344只，原计划发行规模共计2123.1亿元。分等级看，取消发行债券中，主体评级为AAA

的50只，AA+的113只，AA及以下的181只。取消发行主体仍以城投、建筑业和房地产企业为主。资管新规细则即将落地，信用债处于需求较弱状态中，中低等级的城投和民企将面临较大的再融资压力。

其次，违约事件或难平息。2018年上半年国内债券市场共发生违约事件21起，涉及违约主体13家，其中新增违约主体7家，合计金额196.61亿人民币；中资美元债新增违约事件2起，新增违约主体2个，合计金额6.5亿美元（未纳入交叉违约）。与去年同期相比，违约事件涉及的主体及金额均大幅增加。同时涉及范围由中小型企业向上市公司蔓延，为今年新呈现的特点，违约主体资质较此前有所上升，在一定程度上加剧了市场的风险担忧。

当前融资渠道多方面受阻：其一非标，去年底的55号文和年初银监会发布银行委贷管理办法，全面堵截通道业务，随后资管新规下发亦大幅压降投资需求；其二股票质押，3月12日沪深两市《股票质

押新规》正式实施，新规对融资比例设限，高质押率公司再融资压力陡增；其三金控集团，不同类型股东实施差异化监管，产融结合模式或受到挑战，资金来源将需市场化转型；其四现券市场，情绪较弱，3-4月信用债市场随货币政策边际放松而有所回暖，但5月违约时间频发后再次陷入低迷状态，中低资质主体新券发行困难。若货币政策没有大幅放松，融资渠道没有重新开闸，我们认为信用收缩在三季度内仍将持续。

鉴于此，信用债投资机构的风险偏好趋于一致，对民企产业债、低评级城投债、中小地产债均采取规避态度，导致信用等级分化，一二级市场整体清淡。现在应密切关注市场整体情绪及相关政策引导，以防对企业形成负反馈效应。对投资机构而言，建议在预期管理措施出台前，仍保持短久期高评级的防守策略，优先选择高评级短融及同业存单，同时应对上市公司高质押率问题及城投合规性问题予以高度关注。



66

对投资机构而言，建议在预期管理措施出台前，仍保持短久期高评级的防守策略，优先选择高评级短融及同业存单，同时应对上市公司高质押率问题及城投合规性问题予以高度关注。

99

债券违约潮中的信用债投资机会与风险

文 | 赵国君 鑫元基金固定收益部信用研究主管

摘要

2018年上半年紧信用格局延续，负面信用事件频发。本轮债券违约可预测性下降，主要触发因素源于信用收缩带来的流动性问题，以及回表带来的风险偏好下降。得益于6月以来多项宽信用政策对市场情绪的提振，信用债交投回暖，中高等级信用债特别是城投债迎来一波上涨行情。未来宽信用政策导向料将继续，有望缓解企业融资困局，违约风险也有望得以缓释。目前资金面整体宽松平稳的环境下，稳增长、宽信用的政策组合总体利好信用债。但7月下旬以来，由于收益率和信用利差回落过快，未来政策的走向和影响还存在不确定性。

笔者分析总结了本轮债市违约潮中需要特别警惕的4类风险，同时分析下半年信用债投资的机会。笔者认为优质城投债仍然具备长期的投资价值，但需要做好甄别；地产债总体谨慎，但部分优质地产企业的债券具备投资价值；产业债中钢铁、建筑、工程机械、煤炭、石油化工行业存在个券挖掘的机会。此外，债券违约一方面带给信用研究工作更高挑战，另一方面长期将推动我国信用债市场深化发展，为具备更高的信用风险识别和组合管理能力的机构提供了投资高收益债券、挖掘超额收益的机会。

引言

2018年以来，债市负面信用事件频发，除以往常见的违约主体类型外，诸多上市公司包括神雾环保、凯迪生态、中安消、永泰能源等相继出现了违约，另有盾安集团、东方园林等资金链吃紧负面事件，云南、天津、湖南、贵州等地

城投平台其他债务工具延期兑付等事件。本轮信用债违约引发广泛关注，在资管新规落地及信用收缩背景下，信用问题集中爆发，信用利差走扩，加剧了市场对信用风险的担忧，甚至流动性紧张情绪蔓延到权益市场。本文拟围绕上述情况展开讨论，探讨债券违约潮中的信用债投资机会与风险。

2018年至今信用债行情回顾

2018年以来，紧货币开始出现放松，债市由熊转牛，10年期国债收益率至今下行50BP。本轮信用债收益率走势仍然基本跟随利率债，但高等级信用债和中低等级信用债曲线出现明显分化。

以交投较活跃的年期中票为例，中债到期收益率曲线今年以来各等级收益率曲线变动如下：5年国债（-59BP）、5年AAA中票（-110BP）、5年AA+中票（-97BP）、5年AA中票（-57BP）、5年AA-中票（29BP）、5年A+中票（36BP）。3年期中票基本也演

绎了相同的走势。可以看出，AA级以上的信用债估值曲线下行，AA-及以下的估值曲线上行，同时AAA曲线下行幅度多于AA+，AA+多于AA。

从节奏上来看，年初以来信用债行情大致分为三段，其中第二段行情分化最明显。

年初至4月18日：普涨，其中

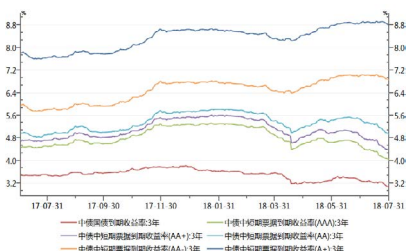
AAA及AA+曲线下行幅度最明显。

4月18日至7月18日：AA+及以上曲线继续下行，AAA下行更明显，而AA及以下曲线上行。

7月19日至7月末：央行窗口指导银行增配AA+以下信用债助推市场情绪，AA+及AA曲线补涨，其中城投债涨幅明显。

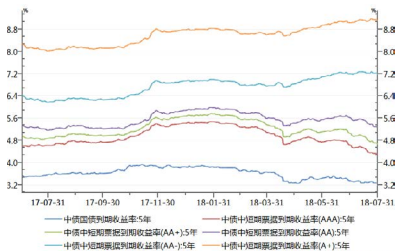


图1：分级别中债到期收益率曲线：3年期中票



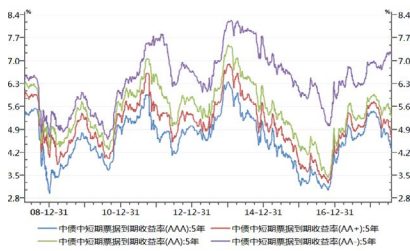
数据来源：Wind 资讯

图2：分级别中债到期收益率曲线：5年期中票



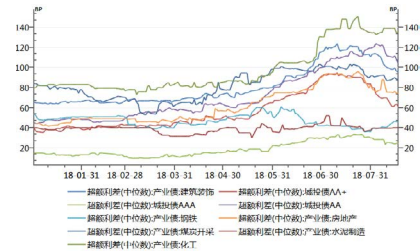
数据来源：Wind 资讯

图3：各等级5年期中票到期收益率



数据来源：Wind 资讯

图4：2018年以来主要行业超额利差走势



数据来源：Wind 资讯

本轮债券违约潮中需特别关注的几类风险

截至2018年7月末，2018年债市已发生49只债券违约，涉及债券余额469亿元，新增违约主体10家。而2017年全年违约51只，涉及债券余额389亿元；2016年全年违约78只，涉及债券余额393亿元。

总结国内债券市场重大信用负面事件可以发现，2017年之前融资环境较为宽松，违约企业在违约之前通常已表现为行业景气度下滑、经营恶化、盈利亏损、现金流被侵蚀、或有风险等，企业陷入流动性困境，甚至资不抵债，如果此时缺乏有力的外部支持，则会发生违约。本轮债券违约不同以往，可预测性下降。主要触发因素源于金融去杠杆、资管新规等新监管措施落地导致的负面影响：信用收缩带来的流动性问题，以及回表带来的风险偏好下降。2017年四季度以来社融结构数据显示表外信用大幅收缩，虽然紧信用格局已开始转向，但社融收缩对实体经济的负面影响尚未完全体现。2017年以来企业

（特别是中上游行业）盈利改善，但企业现金流与盈利背离，企业自由现金流缺口扩大，2018年一季度筹资现金流对自由现金流缺口的覆盖比例下降到0.7，创历史新低。叠加下半年地方债供给压力、信用债到期回售压力，下半年仍可能是债市违约风险暴露的高危期。除了警惕自身盈利或现金流状况欠佳、高杠杆、或有风险的企业，还需关注如下几类风险：

1、长期过度依赖表外信用渠道进行融资周转的企业

今年以来的违约企业以民企和财务恶化的国企为主，重点关注表外信用和影子银行收缩趋势延续，过去五年越受益于表外信用扩张、高杠杆率依赖再融资债务滚续的企业，本轮受的冲击越大。关注自身造血能力不足、自由现金流缺口较大，对外部筹资依赖大的企业，尤其对信托贷款、委托贷款、票据融资依赖度大的企业，融资渠道单一、对债券融资依赖度大的低资质企业。

2、中下游企业因成本侵蚀利润加速信用风险累计

上游行业产品价格上涨幅度明显，导致中下游行业成本上升。特别是产品附加值偏低的企业，攀升的成本难以向下转嫁，使其盈利或现金流持续承压。在过去宽松的融资环境下，依靠高杠杆、非标等多融资渠道，这些企业可维持经营。但在企业融资环境恶化时，无核心竞争力的中下游企业信用风险正在加速积聚。

3、受关联交易、关联资金占用、表外负债等体外因素拖累的企业

今年上市公司违约数量增加，一方面与定增新规、减持新规后上市公司大股东融资环境恶化有关，另一方面，关联交易、关联担保、关联资金占用等使得大股东的债务风险极易传导给上市公司，对于资产受限比例高、大股东体外债务高、股票质押比例高的上市公司及其大股东需要提高警惕。

4、债务集中到期的企业可能面临流动性压力

2018年有1955只信用债到期，规模达2.06万亿元，同比增10%。2018年可能回售的信用债共计1037只，规模1.08万亿元，同比增

226%。从2018年7月开始，存量信用债每月可能回售的规模都超过1100亿元。从实际回售情况来看，2018年1至5月回售比例为56%，明显高于2017年和2016年的35%和22%。近两年某些企业债券融资呈现短期化和私募化，需关注企业的债务结构，债务期限短期化，债券融资占比较高的企业，由于当前避险情绪颇浓、债券再融资压力（特别是低等级企业）增大，受到负面冲击更明显。

下半年信用债市场的投资机会

2018年6月以来紧信用政策出现了一些转向信号，包括：央行释放额外MLF以支持小微企业贷款与信用债投资、资管新规细则有所松动、国常会安排、调整MPA考核指标、政治局会议定调等，信用债市场短期快速反弹。以5年期中票到期收益率为例，当前各等级信用债的到期收益率水平均已处于历史均值水平以上，具备了一定投资价值。

未来政策基调方面，财政政策将更加积极、基建发力、货币政策中性偏松，当前政策组合导向已开始有稳增长、稳货币、宽信用的趋势，若得到确认，对信用债总体是利好。同时资管细则的要求缓和与过渡期安排的明确，使得委外产品赎回压力下降，有助于提高投资机构在信用债市场“主动加杠杆”的能力，某些行业和期限信用利差存在进一步压缩的可能。流动性改善的背景下，信用债投资建议在久期和杠杆上更加积极，但是信用资质难以简单下沉，仍需精挑细选。但长期来看，考虑到资管新规规范表外资产的大方向没有改变，银行表内资产风险偏好提升难度较大，以及城投债违约后政府兜底问题未有明确说法，长期走势还需进一步观察政策具体落地的力度和进度。

1、城投债：总体风险可控，仍有投资价值，注意个券甄别

国常会要求财政政策更加积极，加快今年1.35万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，在推动在建基础设施项目上早见成效。地方政府债务关乎系统性区域性风

险，在财政更加积极、基建托底的背景下，城投“信仰”持续。持续三年的地方政府债务置换一定程度上缓解了地方政府债务压力，存续城投债的安全边际有所提升。从外部评级上调主体的行业分布来看，城投占比为第一，较去年有明显提升。受信用环境偏紧、负面信用事件频发等因素影响，城投债仍是机构投资者明显偏好的品种。我们认为优质城投债仍然具备长期的投资价值，但需要做好甄别。

2018年以来城投债的信用利差走势同样呈现明显阶段性。年初到4月18日，各等级城投债基本跟随债券大势小涨。4月18日至7月18日调整阶段，城投债利差总体上行，但走向分化，AA+及以下城投债利差上行幅度显著大于AAA。7月19日后，央行MLF新政鼓励银行配置低等级信用债、鼓励银行加大信贷投放，AAA及AA+的城投债显著受益利差下行，而AA等级城投债利差仍在上行通道。7月末，国常会提到“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在

建项目要避免资金断供、工程烂尾”进一步强化了市场对于城投债的热情。

在地方政府收支矛盾仍较突出、现行财税体制不变的背景下，短中期城投平台仍担负融资重任。长期来看，城投平台和政府信用严格隔离，城投平台不再承担政府融资职能，将实行市场化转型。虽然城投债短期总体违约风险低，但中期区域分化趋势明显。从城投利差的分化也可以看出，在资金面改善、政策推动市场情绪的情况下，资质较好的城投债的估值以及流动性都直接受益，而市场对于资质偏弱的低等级城投主体依然较为谨慎。

对于城投债的投资，建议弱化政府信用背书因素，遵循区域经济财政实力、区域投融资环境、城投平台自身经营财务情况、政府支持力度四大维度自下而上择券，同时注意规避市场认可度低、再融资成本不断加大的风险区域。

从债券品种来看，企业债被纳入政府债务的比例大大高于银行间和交易所品种，其投资价值更高。目前大部分城投债已完成置换，政府债务置换已接近尾声。2015年前发行的老城投债随着置换期结束，其相对价值削弱。截至2018年7月末，公告置换的城投债363支，规模合计2968亿，目前已完成置换226支，完成置换城投债规模1901亿。从债券品种看，目前公告置换企业债2766亿，中票219亿。

另需规避几类容易忽视的风险：注重平台业务的公益性和区域重要性，建议规避伪平台或者转型

后不具备城投职能的公司；对于产控类、资产运营综合投资类城投，需额外关注某些主营业务板块风险，比如大宗贸易、供应链金融、担保等；关注惩罚性违约风险，如未经过许可的违规举债行为，城投给民企担保等。

2、地产债：总体谨慎，部分优质地产企业将受益于行业集中度提升，再融资风险可控，且利差处于历史较高水平，具有较高投资价值

地产行业总体调控基调未变，地产企业短期面临债务滚动和再融资压力；中期房地产需求以及表现的重要影响因素为棚改的进度及棚改货币化的占比，而这方面的进度和空间都在放缓以及收窄；长期则是受地产长期调控政策基调影响。中央政治局会议对于房地产调控政策的提法是“坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨”，相对都是从长期的角度考虑房地产调控，程度上也较此前加深。

在这种行业发展环境下，行业短中期表现出韧性，中长期市场集中度提升，部分优质地产企业再融资风险可控，且利差处于历史较高水平，具有较高投资价值。而高杠杆经营、风格较激进、负债压力和现金流敞口较大的房地产企业将面临营和现金流压力。

3、产业债：钢铁、建筑、工程机械、煤炭、石油化工行业存在个券挖掘的机会

我们认为下半年基建有望企稳甚至反弹，产业债的个券挖掘建议围绕几条主线：受益于积极财

政、基建发力的行业，包括钢铁、建筑、工程机械、水泥；受益于供给侧结构性改革、环保限产政策延续带来供给端收缩确定性较高的行业，包括钢铁、煤炭；受益于行业周期和自身供需格局出现边际改善的行业，包括石油化工行业、化工（中上游细分行业）。从中观行业数据表现看，我们可以重点在如下行业挖掘优质个券：

钢铁行业：供给侧改革以来钢铁行业产能、股权集中度提升，未来环保限产政策延续，行业产能受限、库存去化有序、原材料低位，对钢价形成支撑，行业内优势企业的盈利现金流改善有望持续。

建筑行业：基建发力，加大积极财政力度，地方政府及城投公司等资金来源的改善有利于建筑公司回款改善和订单释放，现金流有望改善，信用资质边际改善。

水泥行业：7月下游需求地产投资增速降幅开始收窄，下半年基建发力有望推动水泥需求上行，水泥行业下游需求下半年有望触底回升。

煤炭行业：在需求和天气双重影响下，目前动力煤价格处于下行阶段。预计9月后需求将逐步季节性恢复，价格有望企稳回升。供给侧结构性改革和环保限产政策保证了产能投放的有序性，煤价处于下有底的状态，行业内优质企业盈利和现金流将继续改善。

工程机械行业：受下半年基建需求提升，某些区域环保开工之前被抑制的需求得到释放影响，挖掘机销量增速预计仍将维持高位。

石油化工行业：开工较强，

预计补库将持续。7月石油价格处高位小幅回落，布油与 WTI 原有价差收窄后略有走阔，美国原油库存同比震荡下行。上游石油炼化类产品乙烯丙烯、PTA 等价格普遍上涨。PX-PTA-涤纶产业链：价格跟随石油有明显上涨，PTA 和涤纶库存天数略有下降，呈现出淡季不淡的特点。

化工行业：中上游细分行业景气上行，信用资质改善。7月化工品价格环比小幅调整，同比涨幅依然明显；整体开工率较6 月上行5.2 个百分点，同比去年7 月开工率上行10.1个百分点，生产端旺盛；整体去化速度较6 月小幅上行，产品间差异较大。预期后期纯碱与PTA 类价格仍将保持高位。

信用研究面临的挑战与机遇

虽然总量上看目前我国债市违约率仍低，但本轮违约发行人中不乏外部评级高、规模大、盈利未明显恶化的企业，债券违约表现为更多不可预测性，对信用研究提出了更高挑战。

信用债作为防守型品种，收益上限是票息，亏损下限是本金。信用研究对确定性的要求高。同时信用债二级交投受市场情绪波动影响大，且对不同资质信用债的影响表现分化。中低等级信用债呈现流动性劣势，收益率和信用利差弹性不如高等级，在市场走牛预期推动下，中高等级有价值的品种和个券利差压缩最迅速。

作为广义基金等非银类信用债投资者，缺乏信息渠道、负债稳定、资源整合等优势，投资信用债

的原则是在把握好底线的同时随市场风向起舞。对于中低资质个券的投资确定性要求更高，通常只能是买入并持有到期，因此入库评估应遵循相对谨慎的原则，对其整个债券存续期间的信用资质进行评估，只有在有充分把握的情况下才能出手。

中长期来看，债市深化发展带给专业投资机构挖掘超额收益的机遇。随着国内信用债市场打破刚兑、资管新规后信用债市场深化发展，理性机构投资者的参与、信用风险的释放将促使市场发挥信用风险定价的作用，引导投资者平衡信用风险与收益。这就为具备更高的信用风险识别和组合管理能力的机构提供了投资高收益债券、挖掘超额收益的机会。

以成熟市场为例，美国高收益债市场历经40年的发展，总体

规模超万亿美元，目前形成了以保险公司、高收益债基金和养老基金为主要参与者的一批机构投资者，高收益债产品也成为众多基金公司的常规产品之一，业绩表现在诸多年份均优于其他类型基金。比如最有名的先锋高收益债基金，资产规模在200亿美元以上，1978-2016年的平均回报率达到8.41%，表现优异。

国内高收益债市场尚在发展初期，定价和风险长期处于不平衡状态，曾出现过一些确定性的掘金机会，某些资质优良的企业在负面事件冲击后具有较高的投资价值，但在现阶段的市场这种机会往往转瞬即逝。未来将有更多专业投资者参与其中，推动市场定价功能完善，而对高收益债发行主体有持续深度研究的机构将能够通过发现定价偏误而获取超额回报。



THE RESEARCH REPORT

鑫元基金 信用研究系列报告之五

●鑫元基金 | 信用研究系列报告之四

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

（见《固定收益》14期，第40页）

●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）

供给侧改革下 煤炭行业债券 投资策略

文 | 禹尧 鑫元基金固定收益部

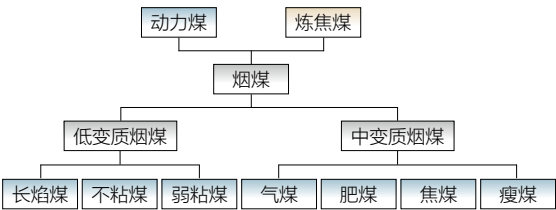
2012年—2015年煤炭行业下行周期煤价下跌导致煤炭企业亏损严重，但由于煤炭企业中国企占比约70%，亏损严重的煤炭企业出于国企员工安置难等忧虑，依靠政府补助维持运营，煤炭供给弹性失效，煤价持续下跌，全行业陷入全面亏损。对煤炭企业可能发生大规模债务违约的担忧催生了2016年煤炭行业供给侧改革，通过方向明确的去产能行动逐渐实现煤炭供需平衡，2018—2020年内我国煤炭供需应会呈现结构弱平衡。根据现有煤炭行业产能规划，2020年后新投放产能下降，煤炭供给逐步趋于紧张，即未来长期煤炭供需将保持相对平衡状态。

从信用策略上来讲，受益于煤价上涨，主要煤炭集团及上市公司经营大幅改善，尤其是净现金流均在17年实现大幅回升，并创历史最高水平，资产负债率2017年实现下降1个百分点，降至71%。目前看来，煤炭行业里不少龙头国企发行的债券已具备了一定的安全性，从信用利差的角度看也具有一定投资价值，甚至可以优选某些主体较长久期的债券。但同时需要关注的是，目前煤炭企业的债务规模依然过大，2017年净现金流仍不足以偿还已有债务，煤炭企业的融资能力和偿债能力较煤企财务报表处于健康时期的水准仍然存在较大差距。同时行业内企业资质分化严重，因此，在筛选标的时，我们需要对煤炭企业的资质作出准确判断。本文总结了煤炭行业的逻辑分析框架，列举了行业和企业的信用资质评估要素，旨在实现对煤炭企业的资质作出更细致的甄别，更有效地规避信用风险的同时争取更高收益。

煤炭行业逻辑分析框架

（一）煤种简介

煤炭根据含碳量的不同，可以分为褐煤、烟煤和无烟煤三种，同时根据使用目的又可分为动力煤和炼焦煤两大类。



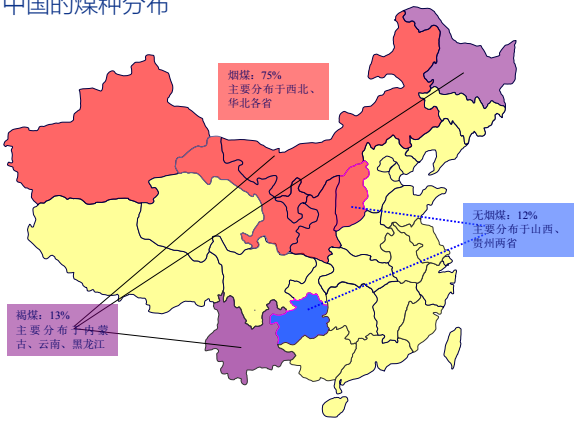
◎褐煤：煤化程度最低，外观多呈褐色，光泽暗淡。其主要用于发电。

◎烟煤：属性介于褐煤和无烟煤之间，为我国第一大煤种，也是动力煤及炼焦煤的主要煤种。其中动力煤的主要用途为火电、水泥、工业，而炼焦煤的主要用途在于冶炼钢铁。

◎无烟煤：煤化程度最大，碳含量高，挥发分低，密度、硬度大。其用途一般作为家用燃料、气化原料等，适用于建材及化工领域。

虽然煤炭有烟煤、无烟煤、褐煤等品种的划分，其物理特性和用途有一定差别，但是其开采选选的工艺、流程等基本相同，同时具有很多相同的行业特征，因此本文对煤炭的品种不做严格的区分，对各种煤种的煤炭企业视为一致。

中国的煤种分布



（二）行业特征

1、周期性强

中国煤炭行业的周期性强，一方面煤炭行业作为基础性行业，宏观经济的周期性变化会直接影响到市场对煤炭的需求和煤炭的销售价格，从而影响煤炭行业整体的盈利水平；另一方面产业链的高度相关性使得处于上游的煤炭行业的需求总量受下游电力、钢铁、建材和化工等行业发展水平和投资增速的影响较为明显。

2、对资源依赖性强

煤炭行业属于资源型行业，同时煤炭资源具有不可再生性、品质以及开采条件的差异性，因此煤炭资源的地理位置、储量、品质、开采条件等因素对行业发展以及经营业绩有决定性影响。

3、生产和消费区域不匹配，存在一定的运输瓶颈

中国煤炭资源和生产力主要集中在西部和北部，而煤炭需求旺盛的地区集中在华东、华南沿海发达地区，资源分布和生产布局的特点决定了中国煤炭运输呈现“西煤东运”和“北煤南运”的格局，运输距离远、运量大的特点导致煤炭行业对交通运输能力的需求较高，现阶段存在一定的运输瓶颈。

（三）行业发展趋势

1、煤炭生产的重心向西北部转移

随着河北、河南、山东、山西等中东部煤炭资源保有量的减少甚至枯竭，以及内蒙古、陕西、新疆等省区煤炭资源开采力度加强，中国煤炭生产的重心将向西北部转移。如果西北部主要煤炭生产区域的运输瓶颈得到解决后，煤炭供给将大幅增加，届时对供需关系将产生较大影响。

2、大型煤炭集团增加，行业集中度提高

在国家及地方政府的大力推动下，通过强强联合、对中小企业兼并收购等形式，中国煤炭行业将出现更多的跨省、跨地区、跨行业的大型企业集团，行业集中度相应提高。

3、煤化工产业发展不确定性较大

经过多年的发展，中国煤化工产业已经初具规模，但存在盲目规划、违规建设、无序发展等问题，部分产品已呈现产能过剩；同时，国家已从严格准入标准、提高资源转换效率等方面对煤化工产业进行严格规范，对煤化工产业在政策层面趋于严格，未来煤

化工产业的发展存在较大不确定性。

（四）煤炭行业的产业链

作为最上游行业，煤炭产业链相对较长。其直接的下游行业一般分为四大行业：火电、钢铁、建材和化工行业，四大行业耗煤合计占比接近80%。

- ◎火电行业占煤炭消费的比例51%
- ◎钢铁行业占煤炭消费的比例11%。
- ◎建材行占煤炭消费的比例约12%。
- ◎化工行业占煤炭消费的比例约4%。

循着煤炭的直接下游行业继续分析，可追踪到煤炭消费的最终端。

火电下游行业：钢铁（11%）、水泥（6%）、有色（7%）、化工（6%）、生活消费（13%）。

钢铁下游行业：房地产（34%）、基础建设（21%）、机械（20%）、汽车（20%）。

水泥下游行业：基础建设（35%）、房地产（30%）。

因此经过中间环节后，煤炭最终端的消费行业，主要指向了房地产和基建行业。

煤炭行业分析要素

（一）煤炭价格

吨煤价格一般会直接影响煤炭企业的毛利等盈利指数，并间接影响企业现金流收入。因此对分析煤炭行业的处境和盈利至关重要，同时也是判断行业整体兴衰周期的较好依据。

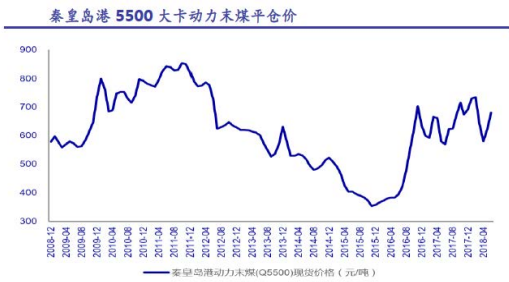
对于煤炭行业，一般来说在一年里，1-2月份为淡季，煤价较低；3-4月份为小旺季，煤价有回升的可能；5-9月份为水电的旺季，而煤炭则是淡季；10-12月份煤电会有谈判会议，大煤企很有可能在此期间联手提价。

可较好地关注煤炭价格的指数如下：

1、环渤海动力煤价格指数

环渤海动力煤价格指数是反映环渤海港口动力煤的离岸平仓价格水平以及波动情况的指数体系的总称。指纳入环渤海动力煤价格指数体系的港口，包括秦皇岛港、黄骅港、天津港、京唐港、国投京唐港和曹妃甸港六个港口。

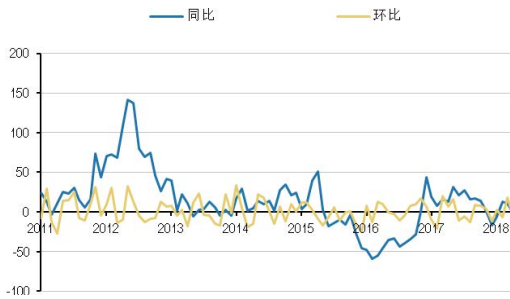
2、秦皇岛煤炭价格指数



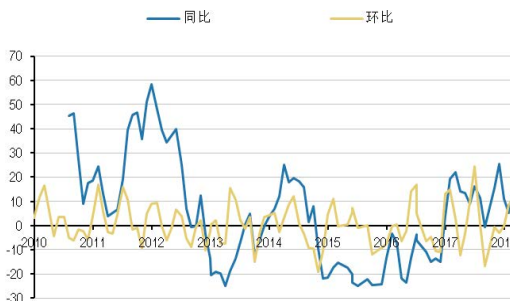
（二）煤炭库存

通过观察电网和港口的煤炭库存，可以从一定程度上了解目前市场上对煤炭的需求程度，以判断未来煤炭行业产能的释放量。

1、环渤海六大港口库存



2、重点电厂库存



（三）煤炭行业成本分析

1、商品煤成本（吨煤）的财务结构和趋势分析：
商品煤完全成本可分解为：原煤制造成本、洗选加工成本、出厂到港中间成本。

经过数据分析和调研分析，原煤制造成本中的直接生产成本以及不可控制制造费用中的折旧和其他成本，洗选加工成本中的洗选加工费用、出厂到港中间

成本中的期间费用是成本压缩中最重要的五个部分。

经过2-3年的成本压缩，直接生产成本和洗选加工费用继续挖潜空间不大，折旧、其他费用以及期间费用则是未来成本控制的主要方向，但确定性不强，其中完全成本减折旧是现金支出容忍的最大下限。

2、影响商品煤成本（吨煤）变化的经营要素：

商品煤完全成本的增长有相当的刚性，所以吨煤成本变化的最大变量是销量；资源禀赋和开采情况，历史负担基本决定了成本的刚性；机械化率通过产销量和人工成本以及资本开支通过折旧对成本增长的影响比较突出，投产时间和铁路运输接入情况对销量影响最大。

地理位置极大的影响了运输费用，需综合考虑汽运、铁运和水运，煤价竞争力的地理禀赋。这三者也是吨煤成本变化的最大影响要素。

单矿层面	关键要素	公司维度	关键要素
资源禀赋和开采情况	埋深、瓦斯、地下水、煤层厚度、掘进情况	其他业务发展情况	其他业务收入占比、在建转固情况
投产时间	工程转固影响、产销量	资本开支情况	未来折旧情况
历史负担	人员数、退休情况	关联交易	原料煤采购、材料和动力
生产效率	机械化程度，直接材料损耗	经营战略	资本开支安排
地理位置和运输条件	铁路运输情况，地销还是下水、运输情况		

煤炭企业评估要素

（一）煤炭企业经营关注要素

1、资源禀赋

一般情况下，主要关注以下几个方面：一是煤炭可采储量的规模，通常情况下，企业拥有的资源储量规模越大，其可持续发展潜力越持久，短期内面临资源接替的压力较小。二是煤炭可采年限，由于煤炭可采储量作为一个绝对指标不能很好的体现不同规模企业之间的差异，相对而言，煤炭可采年限（煤炭资源可采储量/

最近一年煤炭产量）可以更好的区分不同规模企业在资源储备和发展潜力上的差异，企业煤炭可采年限越长，企业发展潜力越大。三是煤种类别，煤种稀缺性对供求关系产生影响，进而影响不同煤种的价格，相对而言，无烟煤、主焦煤价格较高，褐煤等价格低，不同煤种价格的差异对企业的盈利情况产生很大影响，但多数企业煤炭资源种类较多，主要关注其主要煤种的种类即可。

2、规模和市场地位

同等条件下，规模大的煤炭企业通常能取得一定的规模效益，如采购成本的降低和销售价格的提高；同时此类企业往往生产经营较为稳定，管理较为规范，安全事故发生率也相对较低，并拥有较为固定的销售渠道，且容易得到各级政府在政策等方面的支持。而市场地位高的煤炭企业一般是行业的领军企业，不但对行业发展有着重要影响，而且比行业内一般企业具有更高的议价能力。因此，在企业经营风险评估要素分析方面应重点关注企业的规模和市场地位。

在企业规模方面，首先需要关注企业煤炭产量在中国煤炭行业内排名、以及矿井平均产量排名，以判断企业与其他企业相比在规模方面的差距；同时，生产区域多元化能够缓解某一特定区域因素变化对企业经营业绩的影响，主要关注企业生产区域是否较为分散、在国内主产区的分布、是否在国外拥有煤炭生产基地等，生产区域的多元化可以在一定程度上规避因单一区域发生安全生产事故造成企业停产整顿而对企业生产经营产生的风险。

在市场地位方面，对于在区域内生产的企业，需要关注企业在区域内的与主要竞争对手相比的优劣势，判断企业对区域煤炭市场控制力度，得出企业在区域内的市场地位；另一方面，对于拥有稀缺煤种（如优质炼焦煤、无烟煤等）的企业而言，其稀缺煤种在细分市场的占有率、议价能力也是关注的方面。

目前如按公司规模划分，大规模企业偿债能力明显优于中小企业。发债主体按净资产分为大规模、中等规模、中下规模和小规模，其中每类的数量占比分别为76%、256%、41%和256%。其中，中上及以上规模偿债能力较好（资产负债仅55%，利息保障倍数也较高），而中等规模及以下的企业相对风险较高（其

中中等规模企业的资产负债率达到71%)。

3、区位条件

一般情况下，对区位条件关注以下两个方面：一是区域供需状况，如果受评企业本身处于经济发达地区，区域经济对煤炭需求量大或者属于煤炭净调入地区，可以消化企业全部或大部分的煤炭产量，那么企业所处的区域条件优势显著，相反，如果受评企业处于经济欠发达地区或者区域为煤炭主产区，属于煤炭净调出地区，则企业的煤炭销售将面临困难，竞争力也就较差。二是区域交通运输条件，中国煤炭资源供求地区分布极不平衡，煤炭资源分布的特点决定了运输是制约煤炭企业能否实现销售的重要因素，如果企业所在生产区域对煤炭需求量有限，那么企业就需要通过长距离运输来解决煤炭销售问题，在此背景下，如果企业所在区域内铁路、公路运输网络发达，不存在运输瓶颈，那么企业销售方面受到的运输瓶颈制约越小，竞争力越明显。

另外，目前如按企业所在区域划分，华北地区明显占优，而东北地区风险较高。发债主体分为华北地区、华东地区、华中地区、西北地区、东北地区和西南地区六个区域，数量占比分别为42.3%、24.4%、12.8%、6.4%、7.7%和5.1%。其中，华北地区企业的偿债能力较好，东北和西南地区的企业偿债能力较差，其中东北地区平均负债率已达到74%，而现金流量和EBITDA 利息保障倍数仅0.7 和1.1 倍，主要由于矿区较老，人员负担较重。

(二) 煤炭企业财务关注要素

1、财务信息质量

中国煤炭企业与一般工业制造企业执行同样的会计准则，但在安全生产费用和维简费计提、煤炭资源计价、固定资产和无形资产摊销等方面与其他行业相比有一定区别。(1) 由于原国有划拨的煤炭资源在企业报表中并没有体现，或者体现的价值远低于其市场价值，造成其资产负债率和资产盈利能力较实际水平偏高；(2) 煤炭企业固定资产和无形资产占比通常较高，其折旧和摊销标准对盈利影响较大。

2、资产质量

中国煤炭企业以井工开采为主，资产结构中固定资产占比较高，通常在50%以上，由于固定资产占比较高，企业可以通过改变折旧政策（包括折旧年限、折

旧方法以及净残值等）对利润进行调节，所以需要关注近几年企业对固定资产折旧政策的连续性，如果折旧政策调整幅度频繁，应重点加以关注。另外，煤炭资源的争夺使煤炭企业投入大量资本购买煤炭资源，无形资产成为煤炭企业关注的重要内容。需要关注的是，绝大部分煤炭企业的煤炭资源储量价值并没有在资产中体现（仅以低成本入账或没有入账），相应企业的拥有资源价值被低估，应关注其实际价值对资产质量的影响。此外，煤炭企业下游销售对象以电力、钢铁、化工、建材企业为主，上述行业景气程度的波动对煤炭企业的应收款项和存货的周转会产生影响，一般情况下，需求的下滑会导致赊销占款增长（或由应收票据转为应收账款）、存货的增加，应结合行业景气度对企业的销售政策加以关注。

3、盈利能力

对于煤炭企业而言，煤炭主业的营业毛利率可以综合反映不同企业在煤炭品种、开采条件、区位优势等方面的差异，是衡量煤炭主业盈利强弱的重要指标；而总资产报酬率可以更好的反映企业多元化整体的盈利状况。针对国内存在计划煤、市场煤的现状，其计划煤占比会对企业煤炭主业的盈利产生较大影响。同时，近年来煤炭企业的安全费、维简费计提标准差异很大，造成吨煤成本可比性很差，进而影响企业之间利润的可比性，因此在分析时应关注企业安全费、维简费的计提标准差异对盈利产生的影响。总体来说，应对超过一个行业周期的营业利润、利润总额、净利润进行分析来判断其盈利的持续性和稳定性；营业毛利率、总资产报酬率、成本费用利润率以及社会负担和固定费用支出对企业盈利的影响。

4、现金流

通常情况下，煤炭企业固定资产、无形资产占比较高导致折旧摊销对经营活动现金流量净额的贡献较大，同时煤炭企业也具有强周期性，上述因素的强弱决定了特定煤炭企业的经营活动现金流量净额及稳定性，此外，对于非煤业务（主要包括贸易、房地产业务等）占比高的企业需要关注其业务特点对经营活动现金流量净额产生的影响。另外，煤炭行业属于资金密集型行业，煤炭项目建设初期需要大量资本投入，在目前煤炭企业产能增加的情况下，通常面临大额资本支出，经营活动活动现金流量净额不能满足投资需

求，需要外部融资来解决资金缺口，一旦行业景气度下降、经营活动现金流量净额将锐减，企业资金链将面临挑战。

5、偿债指标

主要关注企业长短期偿债指标的表现并与同行业公司进行比较，判断企业偿债能力的强弱。对于短期偿债指标，大部分煤炭企业经营活动现金流入规模较大，资金周转能力较强，短期债务往往能获得银行周转的支持，因此对其短期债务要综合考察速动资产、经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额对短期债务的覆盖程度等。对于长期偿债指标，由于煤炭行业周期性特征显著，营业收入、盈利水平等指标波动性大，因此相关偿债指标要采用跨周期数据，不仅考虑多年数据的平均值，更要考虑企业在行业低谷时期的偿债指标；此外，非煤业务占比高的企业，其经营活动现金流波动较为显著，应重点关注EBITDA对企业长期债务的保障。

2018-2020煤炭行业信用资质展望

(一) 煤企融资能力和偿债能力与煤价呈正相关

煤炭企业的融资能力可从融资规模、融资年限、和融资利率三个方面衡量。煤价处于低位时，煤炭企业盈利能力不佳，获得融资的难度加大或融资利率升高。

从2018-2020年来看，煤炭企业待偿债规模仍旧庞大，偿债压力较大。目前，上市煤企总待偿债存量规模为296亿元，各年限待偿债规模相差不大，5年以上的待偿债稍多，达118亿元。煤炭集团总待偿债存量规模为1976亿元，其中以1-3年和3-5年的待偿债居多，规模分别为952亿元、905亿元。2018-2020年，上市煤企、煤炭集团待偿债合计分别为875亿元、5318亿元；若煤价无法维持高位，煤炭企业将陷入“借短还长”、“借新还旧”的恶性循环，偿债压力无法得到改善。

煤炭企业融资能力和偿债能力与煤炭价格呈正相关。考虑到目前煤炭企业债务规模过大，2017年净现金流不足以偿还已有债务，煤炭企业的融资能力和偿债能力较煤企财务报表处于健康时期的水准仍然存在较大差距。因此2018-2020年煤价需将维持高位，方能保

障煤炭企业的融资能力并修复财务报表。

(二) 举债规模：煤价上涨，新举债规模减小，推动财务杠杆降低

煤炭企业举债主要用于补充经营流动资金缺口，2016年起，煤价上涨，煤炭企业盈利持续好转，经营活动现金流量净额持续上涨，举债需求减少。2017年，上市煤企、煤炭集团经营活动现金流量净额分别达到1984亿元、3102亿元的高位，举债需求同步减少。2018-2020年，只有依赖于煤价维持高位，经营活动现金流量净额才可高位维稳，煤炭企业新举债规模得以缩小，实现去杠杆，煤炭企业财务报表最终得以修复。

(三) 偿债规模：未来三年行业偿债压力依然较大

依据2017年煤炭上市公司和煤炭集团偿债规模，经分析测算得出：在2021年前，煤炭上市公司公开市场债偿债压力依旧较大。而煤炭集团，在2024年以前，集团年发行新债规模仍旧在1000亿元以上，偿债压力不减。

(四) 信用利差：AAA级采掘类债券信用利差略高于AA级城投债

2018年年初AAA级采掘类债券信用利差略高于AA级城投债，具有一定性价比。



在保障国家能源供应，社会稳定的前提下，同时基于未来三年环保攻坚和供给侧改革方向不变的大环境，煤炭价格在未来三年预计会保持高位，煤炭企业融资和偿债能力有望持续改善，从而使得煤炭行业的国有龙头企业在未来三年的信用安全系数得以提高，在目前具备一定信用利差的情况下，煤炭行业债券已有较高的投资价值和机会。不过，由于行业内企业资质分化严重，我们需要按照前述方法甄别企业更深层次的价值与风险，才能更有效地在获得收益的同时规避可能发生的信用风险。

当下经济运行环境下 农村商业银行信用类投资浅析

文 | 王然 段海平 常熟农商银行金融市场部

随着金融去杠杆进程的稳步推进以及资管新规的出台，美国年内加息预期不减，金融行业面临着较为严峻的市场和政策环境。

摘要：随着国内债券市场迅速扩容、农村商业银行也有积极参与债券投资的内生需求，但面临去杠杆进程还没有结束，美国加息预期依然存在的金融环境，投资能力和风险控制水平普遍较弱的农村商业银行在金融市场业务上追赶股份制商业银行和城市商业银行还受很多条件的限制。文章在厘清国内农村商业银行债券投资现状的基础上，结合现有经济发展阶段和施行政策分析农村商业银行债券投资的一些可行做法，为农村商业银行加强信用类资产投资与管理提供一定的思路。

关键词：宏观经济环境；信用类资产投资；信用风险管理；农村商业银行；

[作者简介]：王然,女，常熟农村商业银行金融市场部高级风险经理。华东理工大学会计学硕士，2015年加入常熟农村商业银行金融市场部，为杜绝信用风险发生，避免出现违约风险发挥了重要作用，并在债券交易与投资方面积累了丰富的经验，有自己深入的心得和体会，并因工作出色敬业多次获得行内表彰。

[作者简介]：段海平,男，常熟农村商业银行金融市场部风险经理。华侨大学金融硕士，2017年毕业后加入常熟农村商业银行金融市场部担任风险经理，工作职责主要是完成投资业务的个券信用分析及对部门业务进行日常风险监测、预警等。

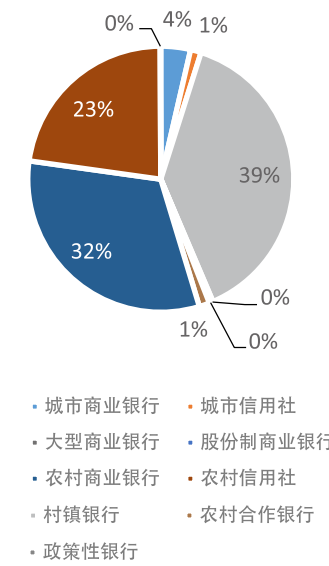
[团队简介]：常熟农村商业银行是全国首批19家加入银行间市场的农村信用联合社之一。1999年，经人民银行总行批准加入全国银行间同业拆借中心。经过近20年的发展，金融市场部在银行间债券市场辛勤耕耘，业务规模、产品创新、队伍结构均走在全国农村商业银行前列，整体发展在市场上树立了良好的口碑和形象。近年来荣获2016年度银行间现券“活跃交易商”、2017年度银行间本币市场交易300强。目前常熟农村商业银行是中国农业发展银行、中国进出口银行承销团成员；同时，常熟农村商业银行于2018年获得开办普通类衍生品交易业务资格。

农村商业银行信用类投资与管理的困境与现状

（一）全国农村商业银行发展现状及规模结构分布

在全国4098家银行业金融机构中，农村商业银行共有1307家，占比31.89%，数量上仅次于村镇银行。在36家5000亿资产规模以上的银行业金融机构中，农村商业银行有5家，占比13.89%；5000亿到3000亿的有3家，3000亿到1000亿的有19家，大部分都为资产规模在1000亿以下的规模较小的机构。评级AAA的有8家，AA+评级22家，AA评级44家。

图1：银行业金融机构分布结构



可以看出，农村商业银行机构分化较为严重，一方面资产规模大的农村商业银行，在银行体系中同样有着举足轻重的地位，是金融市场重要的组成部分，面临着磨练内功，提升金融市场业务发展能力，在金融市场业务中占有一席之地需求。另一方面，与股份制商业银行、城市商业银行等大机构相比，在银行体系中，大部分小型农村商业银行明显处于市场追随者的地位，自然被市场边缘化和忽视的境地。

（二）信用类投资的特点

此处的信用类投资主要指银行自营资金对在银行间及交易所发



行的具备信用主体特征的信用类资产的交易与配置，具体范围可涵盖中票、企业债、短期融资券、非公开公司债、存单以及资产支持证券等资产。

同贷款业务相比，信用资产的投资更加市场化，投资标的品种多，期限灵活，一方面需要承受收益率变化带来的估值波动风险，另一方面可以在收益率的不同运行阶段结合不同的投资组合策略和预判分析带来收益的最大化。

同利率债相比，信用资产的标准化特性更弱一些，更具投资主体和投资种类的独特性，不同种类、不同评级债券的发行场所、可质押比例和流动性都存在差异，一些资产证券化产品还需要对其产品结构、文本合同、监管合规政策都有较为深入的了解和研究。

（三）农村商业银行现行信用类投资与管理发展情况

国有银行、股份制银行、城市商业银行借助于其覆盖各地的分支机构，发动分支机构负责贷款业务的客户经理，以提前申请授信并定期更新的方式开展信贷业务合作，并通过对授信客户定期回访加深对贷款客户的了解，提高贷后管理水平。农村商业银行信用投资业务则主要集中于总行，投资主体可覆盖全部市场，在营业区域上的限制，决定了无法更多依托自身业务发展和智库等人力精力对独立的主体做深入研究。同时，信用投资人员需要具备对信用资产定价的能力，结合对市场的预判分析制定合理的投资策略，对信用资产投资提出了更加高的要求。

随着银行金融市场业务蓬勃

发展，债券投资在农村商业银行资产配置中的比重呈上升趋势。债券投资以低风险权重的利率债为主，同国有银行、股份制银行、城市商业银行相比，农村商业银行在营业区域上受限更多，加之管理资产规模以及人才配置的限制，农村商业银行的信用管理及投资体系很难搭建成熟而完整的体系，因此信用债投资规模相对利率债较低。业务部门因为投资能力的限制，没有相应的业务授权，信用资产投资更多的是通过准入权限上收，即以投资委员会、贷款审查会的形式进行集中审核，这种形式审批环节多，流程反馈期限较长，时效性难以适应市场变化，难以满足市场化投资的需求。

当前国内外经济形势下的市场环境

随着金融去杠杆进程的稳步推进以及资管新规的出台，美国年内加息预期不减，金融行业面临着较为严峻的市场和政策环境。逐步去杠杆的过程中出现了资金的紧张，货币收缩，加之中美贸易摩擦不断，国内经济增速有所放缓。进入6月，大盘延续了下行趋势，股市承压，和2018年以来债市信用违约频出不无关系，截至目前已经有11家企业发行的20单信用债违约，涉及金额高达176亿元。同以往相比，本轮信用债违约出现了再融资能力较弱、短期偿债压力较大、企业经营出现困难，现金流、利润存在较大压力等特点。

2018年7月5日，央行定向降准落地，预计释放7000亿元资金，

这是央行年内的第二次降准，主要是为了对冲去杠杆带来的信贷缩水，也是为了刺激小微企业发展的结构性去杠杆过程。从以往国家进行宏观调控的手段，在一定程度上可以提前做出预判，同财政政策相比，国家更有可能的调控手段依然是央行采取货币政策进行调节，我们对市场就会有这样的预期：跨过半年末的考核时间节点后，短期资产价格会出现一定程度的上行，存单和货币基金受追捧。

外部受制多，内部资源有限，农村商业银行的应对策略

复杂的经济环境和市场，对农村商业银行构建信用管理与投资体系提出了更高的要求，要充分运用各种系统（内部模型的建立以及审批流程的优化），增加信息获取渠道（舆情管理），发动现有资源（总分分支机构间联动），结合外部投顾形式，形成自己的内部评级结果，建立入池资产信用名单。

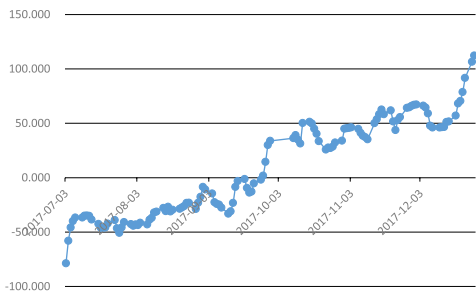
（一）选取合适的投资策略

1、综合市场变化采取一定的交易策略

为了维持实体经济的稳定发展，对冲中美贸易战和人民币贬值带来的负面冲击，央行的货币政策过渡为以“保持流动性合理充裕”替代“合理稳定”，如果我们年初提前做出了判断，在预期短端资金充裕的情况下，更加可以放心使用骑乘策略，此时短期资产收益率下行较快，收益率曲线变陡，可以获取一定的市场估值收益。

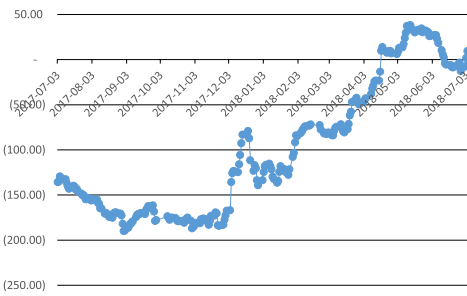
我们以AAA评级的中票为

图1：1年久期中票持有半年后收益率变化情况（BP）



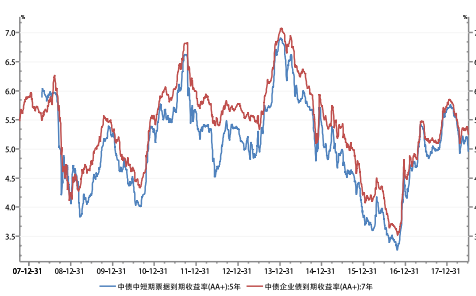
数据来源：Wind 资讯

图2：2年久期中票持有1年后收益率变化情况(BP)



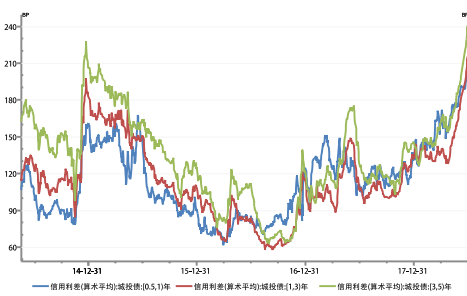
数据来源：Wind 资讯

图3：AA+评级中票与企业债收益率历史走势



数据来源：中国债券信息网、Wind 资讯

图4：不同久期城投债利差走势情况



数据来源：Wind 资讯

例，分别对剩余期限1年期和6个月

的AAA中票收益率做一个分析，从2017年下半年持有1年期中票开始，考察其半年后收益率的变化，可以得出这样的结论：

在2017年9月26日之前持有的1年期的中票在持有半年后收益率估值收益的部分没有体现，但是之后出现了小幅的增加，收益差为正，获得了一定的骑乘收益，而且有不

断上升的趋势。

如果我们预计短期内持续稳定的货币政策不会有收紧的迹象，

可以拉长一定的持有期限，博取这部分骑乘收益，以过去1年的剩余期限为2年的AAA评级中票持有1年后的收益差为例，可以看出：

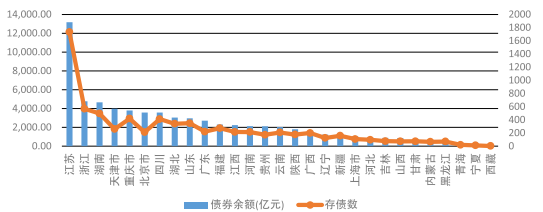
2017年下半年受去杠杆进程中收益率普遍上行的影响，这部分收益差还是负的，2018年4月18日之前，市场受到违约风险暴露一定程度的影响，收益差也还是负的，说明市场收益率处在一定的上行趋势中；4月份之后，当信用利差增加到一个比较高的阈值的时候，扩大的速度会阶段性放缓，同时货币

政策加以配合，收益差转为正值；如果我们预计短期内货币政策不会过于紧张，继续维持稳健态势，呵护市场流动性的话，后续的收益差大概率有继续增加的可能，我们后面在讨论信用资产绝对收益的地方也会对这部分收益率的走势判断加以说明。

2、依据市场收益率的绝对水平进行小幅投资

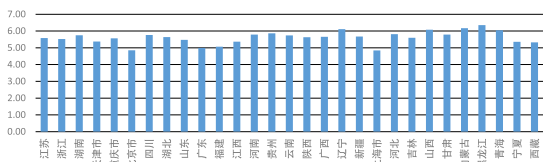
除了通过运用投资策略或者在不同的市场质押流动性较好的债券增加杠杆比率等交易手段来获取

图5：全国城投债发行概况



数据来源：Wind 资讯

图7：城投债存量平均票面(%)



数据来源：Wind 资讯

超额收益之外，农村商业银行信用投资的收益大部分来自于配置的收益，这时在合理久期内的绝对票息收入就显得尤为重要。受到资金和成本的限制，农村商业银行无法像国有银行和股份制银行一样对短久期AAA评级的债券进行大量配置，在市场中存在违约风险隐患的信用主体还没有完全出清的大环境下，同时为了保证风险可控，在市场整体收益率处在历史相对较高位置的时候，农村商业银行可以择取AA+评级中资质较高债券主体发行的5年期中票或者加权5年的企业债进行少量配置，在提高整体收益水平的同时提供了一定的流动性和质

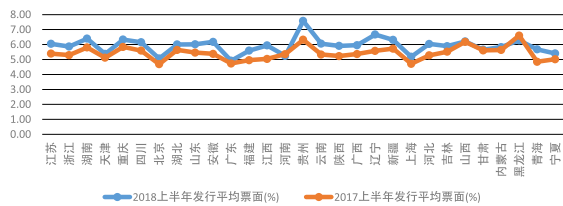
押便利，但是对投资组合中中长期债券的仓位水平需要加以控制。

从图中收益率的走势可以看出，目前的收益率处在历史上偏高且较为出现集中的一个空间，无论是继续向上还是向下都需要一个较为复杂或者更加有驱动性的过程，短期内继续上行的趋势有被扭转的迹象，继续上行的可能性小于下行，在这里进行小幅配置，可以获取这部分持有期间的利息收入，投资后出现收益率短期快速上行的概率较小，机会成本较低。

3、在市场信用危机下寻找防御性配置空间

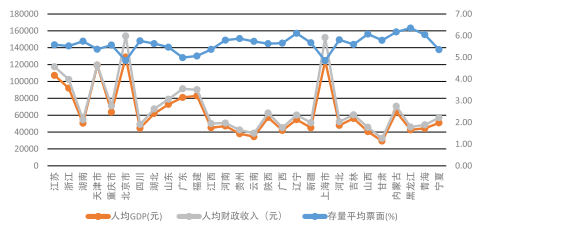
当然，我们之前也提到了，

图6：上半年同比发行收益率情况



数据来源：Wind 资讯

图8：发债地区财政情况与发行收益率对比分析



数据来源：Wind 资讯

目前金融去杠杆过程还没有结束，信用市场并没有完全出清，在这种情况下，信用利差走扩的警报还不能完全解除，配置方面应以主动提高评级，降低久期的防御性措施为主。鉴于对产业债的研究需要投入更多的人力和时间，农村商业银行可以着力于城投债的研究，对城投地位，企业背景和政府支持力度进行系统分析。

近两年时间里，1-3年城投债信用利差一直低于1年期以内城投债利差，一方面是城投债发行量较为集中于1-3年期，更具代表性，另一方面和我们的对信用利差的比较基准也就是不同期限国开债收益

率有关。2018年一季度末开始，各期限城投债信用利差就已经超过了2017年上半年的水平，并达到了历史高位。

如果只是依据利差走扩的幅度，相比其他期限，久期越短，利差走扩的幅度越小，相对来说防御性最强，3-5年城投债利差增长最快，防御性最差，1-3年期债券利差在过去的一个季度内快速增加，如果没有持续发酵的催化剂（如违约事件不受控制），继续上升的势能有可能会出现衰竭，考虑到收益率绝对值，具体的主体资质之间的差异，以及我们采用的统计数据为算术平均值，不具有完全的代表性，综合这几点原因，农商行投资城投企业债券可以多集中于1-3年期，适当控制久期，抵御利差扩大的风险。

（二）提高研究水平，有效甄别主体资质差异

外部融资环境恶化，前期杠杆率高的企业出现融资困难时，我们可以采取以上的配置策略。但其实在信用利差出现分化趋势前期，我们就需要降低风险偏好，杜绝出现信用违约风险后损失本金的可能，建立符合银行风险偏好的评级模型，筛选资质较高主体的信用资产，在遇到特殊事件时，外部评级较为滞后，在信用主体公开信息有限的情况下，还可以借鉴其他专业研究机构的经验和意见，作为投资和准入的参考。

因为分析逻辑不同，我们对企业资质的评估进行城投企业债和产业债主体分别区分。首先城投企业立足于当地经济的发展，大部分业务来自于政府代建和基础设施建

设、土地整理等业务，主要依赖当地经济和财政状况的支持。因此GDP、财政收入、行政级别、政府债务率等是我们在第一层面需要考虑的。

我们选取了上半年末全国29个有存量债务的省市数据进行分析。其中存量数和债券余额最多的是江苏省，分别为1733只债券和13176.24亿元。其次是浙江、湖南、天津、重庆等地，湖南和浙江的债务余额比较相近，但经济体量还有一定差距，也从侧面反映出湖南当地的政府债务率处于一个较高的水平。这些债务存量较大地区的存量票面利率基本上可以客观体现融资成本的高低，当然，也要具体看其存量债券的品种和期限结构，集中发债的市场情况等，这里我们具体选取今年上半年和去年同期的数据作一纵向比较。

经过图中对比明显发现，各地2018年城投债发行收益率比去年同期均有不同程度的增长，在发行量比较多的江苏、浙江、湖南、天津、重庆、四川等地，对比数据更能说明问题，其中增加较快的是安徽、江西、贵州、辽宁等地，特别是贵州的发行收益率在全国范围内则一直处于较高水平。

那么在同一投资时点上，我们应该怎样选取资质可靠的城投企业债进行准入，并进一步细分采取不同策略进行投资呢，首先需要对比不同地区的经济发展情况做一个横向分析。

观察上图，直观的感受是城投债的票面收益率和当地经济发展情况成负相关的关系，直辖市及东部等经济较为发达省市，融资成本

较低；经济较为落后、发展相对较慢的地区融资成本相对较高。那么真实情况是否真的如此？我们分别选取了2017年度人均GDP和人均财政收入作为考察指标。

基本上每个地区的人均GDP和人均财政收入数据的相对位置比较契合，而发行收益率与地区经济发展指标基本上呈镜像对比关系。

类似实证检验的部分可以衍生出很多，这里我们只是给大家提供一个思路。政府评级确定后，才具体考虑城投企业的主体地位，主体与政府的关系，企业的主营业务，政府为企业提供的资源和支持等要素，并对企业关键的财务指标、对外担保和资产受限情况等方面加以量化，确定最后的评级分数。

产业类债券因为涉及行业研究，不同的行业、不同的行业特质以及龙头企业定位，这里就不一一展开叙述，仅就基本的财务数据和评估逻辑做一分析。财务指标基本上离不开偿债能力，盈利能力，资金周转能力等几大指标，另外还要结合行业地位，上下游关系，产品发展前景，市场占有率等做具体分析。

结语

通过系统的信用分析方法，发掘风险溢价，结合对市场收益率走势脉络的预判和策略运用，让农村商业银行的信用资产投资业务在肩负服务实体经济，依托分支机构，加强总分行联动的基础上，也可以走出一条符合农村商业银行现状兼有自己特色的发展之路。📌

健行5载 全鑫为您

鑫元基金成立五周年

2018年9月

以责任感和使命感践行 “固定收益+”

文 | 《固定收益》编辑部

鑫元基金自成立以来，始终锐意创新，积极开拓，走出一条鲜明的、靠产品驱动的发展路径。

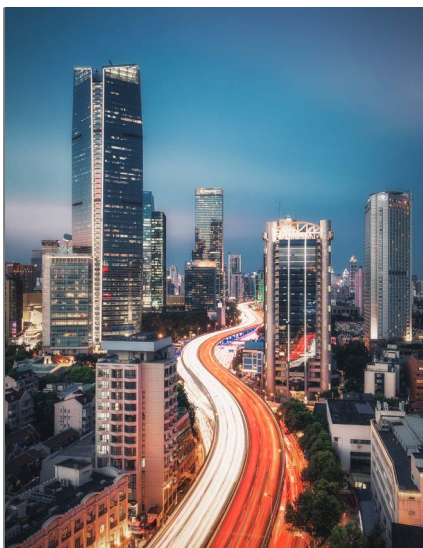
2018年是贯彻十九大精神的开局之年，是中国改革开放40周年，是我国公募基金行业的20周年华诞，又是资管新规正式落地、资管行业格局洗牌在即的关键年份，恰逢其时，鑫元基金迎来五周岁生日，意义深远。

聚财成鑫，大道为元。五年来，鑫元基金坚守“受人之托、代人理财”的根本使命，贯彻“诚信、责任、专业、分享”的发展理念，践行“责任金融”的立足本源，坚持投资者利益优先的原则，以创造绝对回报为己任，积极营造和谐共赢的局面，为实现金融增益、普惠社会的终极使命而奋斗。

逢山开道，遇水搭桥

在须臾变化的资本市场，需要具有“逢山开道，遇水搭桥”的开拓精神，以及随机应变、创新突破的气势。

鑫元基金成立于2013年9月，是我国首批由城商行发起成立的基



金公司之一。包括鑫元基金在内的城商行系基金公司的创设及发展，是我国金融改革创新、资管行业转型过程中的有效实践，在推动资本市场长期稳定健康发展、金融“脱虚入实”、优化资源配置、直接融资与间接融资协调发展中发挥积极作用。

鑫元基金成立之初就确立“创新（鑫）守元”的发展道路，

并立志打造固定收益资产管理品牌，积极探索城商行系基金公司新的业务模式。2013年下半年至2014年，国内政治经济体制改革持续深化，传统行业整体运行低迷，新兴产业处于起步阶段，尤其在房地产调控不断加剧的背景下，市场普遍谨慎看待宏观经济的前景。当时货币政策有所转向，陆续释放宽松信号，债券市场收益率大幅下降。鑫元基金传承大股东南京银行债券经营的特长，秉承为投资者创造绝对回报的目标和责任感，以敏锐的市场判断能力和强大的机构客户开拓实力，果断选择货币基金和债券基金作为踏入市场的“敲门砖”，并积极展开投资布局。

随后鲜见的三年“债牛”令决心深耕固收市场的鑫元基金如鱼得水，斩获颇丰。成立10个月，鑫元基金实现扭亏；2014年末，即成立次年末，鑫元基金管理的资产规模突破100亿元，同年旗下产品为投资者赚取利润3.18亿元，并开始为股东创造利润。从2013年到2016

年，鑫元基金先后成立了16只基金，其中14只为债基，业绩与规模齐头并进。至2016年底，鑫元基金资产规模超过250亿元，旗下产品业绩位居同类产品前列，在次新基金公司中崭露头角。

即便是身处如火如荼的债牛行情，鑫元基金也须臾不肯放松，“投资者利益优先”的原则如悬梁之剑，无时无刻不警醒着鑫元基金不能固步自封和原地踏步。2015年

鑫元基金开始针对股票市场开发绝对收益策略，为固收类产品做正向加强，“固定收益+”策略应运而生。事实证明，这一诞生于债牛正盛时的策略，在三年债牛结束后发挥了明显的作用，不仅丰富和扩充了鑫元基金的产品线，满足不同市场投资者的多元化投资需求，还增加了新的利润空间。

五年来，鑫元基金依托股东优势，不断发挥主观能动性，走出

一条个性鲜明的、靠产品驱动的发展路径。目前公司产品线已覆盖货币、债券、权益等领域，产品布局秉承精耕细作、以绝对收益为目标策略，以投资者利益为先，严守风控底线，兼顾规模和业绩。截至2018年半年报，鑫元基金旗下共有26只公募基金产品，其中混合型产品为5只，占比近20%；公募资产规模合计超过328亿元。



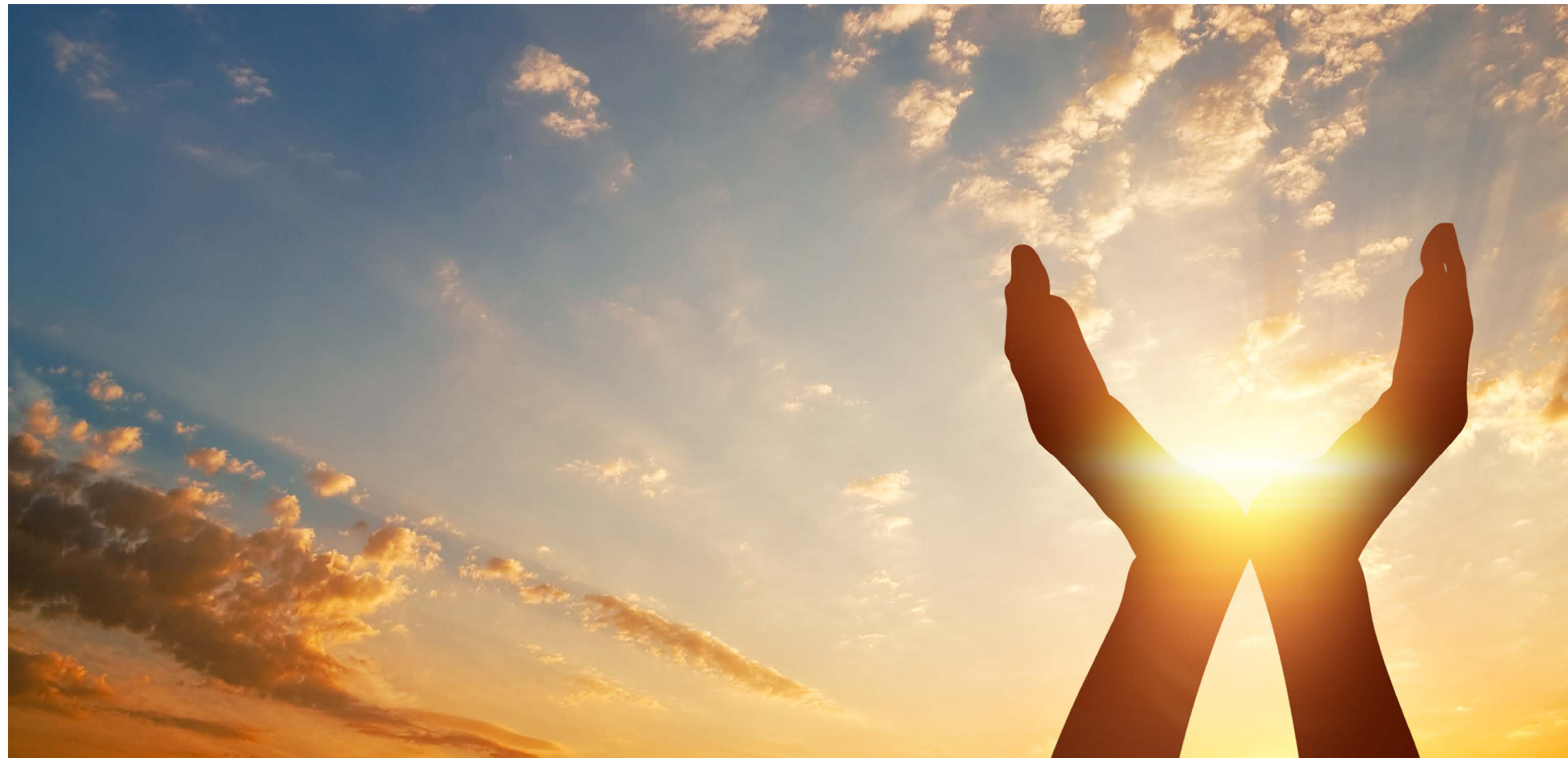
锐意创新，积极开拓

鑫元基金自成立以来，始终锐意创新，积极开拓。五年间，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，并持续深挖各项业务潜能。

2017年，鑫元基金完成一次大级别的增资：大股东南京银行与南京高科联手对鑫元基金进行现金增资，增资额度高达15亿元，增资完成后各方持股比例保持不变。这是当时我国公募基金行业20年来最大的单笔注资规模。

这笔“大级别”增资的主要目的，是为成立于2014年2月的子公司鑫沅资产增资做准备。作为鑫元基金的子公司，鑫沅资产也是南京银行金融版图的重要成员，它秉承“稳健进取”的经营理念，履行“和谐共赢”的宗旨，构建资产管理、资产证券化、产业基金、新三板、并购基金、投贷结合等创新业务的核心竞争力，运用创新的金融工具和产品设计，为客户提供横跨货币市场、资本市场以及实体经济的投融资服务，不断提升自身服务实体经济的能力。

鑫沅资产及鑫沅股权积极践行“责任金融”及金融服务实体的责任，积极履行“受托人义务”，重视考察和推动所投资企业的公司治理水平，为企业发展和机构投资实现双赢。如成立国内首单“投贷联动”产品，支持初创期的科技文化型企业发展；成立国家级新区建设发展基金、航空产业基金、保障房投资基金、产业转型升级基金、医疗健康产业基金、租赁债权ABS产品等，积极服务实体经济和国家



重大战略。

2018年1月，鑫沅资产顺利完成增资，注册资金从5000万元增至15.5亿元。此前于2017年12月，证监会发布基金子公司管理相关规定，提高对子公司净资本的管理要求。在监管不断收紧的背景下，雄厚的注册资本令鑫沅资产在发展需扣减资本的资管业务时明显更游刃有余，也大大扩大了发展空间，并增强抗风险能力。截至2018年一季度，鑫沅资管的资产规模为2150.38亿元，位居基金子公司第12位。

强大的银行系股东背景和巨额资本增厚，为鑫元基金未来的发展打下坚实的基础，有利于公司资源整合和共享，推动分业经营下各类资管业务的发展，有利于进一步提升机构业务、渠道拓展、市场营销等各方面能力，促进公司业务空间再上新台阶。

不畏浮云遮望眼

鑫元基金成立之时，我国公募基金已近百家。如何吸引人才，激

发员工的创造力，构建一家具有专业的投研体系、完善的风控体系和与时俱进的创新能力的基金公司？

全面提升投研水平、培养高素质的人才队伍，是鑫元基金成立后的第一要务。中国证券投资基金业协会副会长钟蓉萨指出，公募基金是人才密集型行业，构建起人才的发现、储备、培养、发展的完整链条，完善公司治理、稳定人员队伍，使投研能力保持在较高的水准，有利于创造长期良好回报并持续赢得投资者的信任。基于固收这

一特长，鑫元基金特立独行地组建了专门的信用研究团队，为后来升级为“固定收益+”奠定了扎实的基础。

鑫元基金提出“益”文化，其核心为客户收益、资本增益、公司利益、员工获益、社会公益，基于此进行公司资源整合、激发个体主观能动性、强化产品特色、丰富产品线，实现对产品布局能力的提升，同时得以打通公司管理战略、投研体系、投资者需求等不同环节，使之实现有效整合。此外，

鑫元基金还积极探索资产配置在产品、销售、服务端的多种实现方式，提高多元配置和风险管理能力。

作为一家具有长远规划和社会使命感的机构投资者，鑫元基金通过发挥投资管理核心能力，管理资产规模超过3000亿元（含专户、子公司），助力我国普惠金融发展；通过参与IPO、发展产业基金、股权投资等业务，全力支持实体经济；通过倡导价值投资、责任投资，积极发挥机构投资者在公司治理上的买方价值，践行绿色投资，持续致力于促进企业、社会和环境的可持续发展。

成立以来，鑫元基金始终秉持“责任金融”的使命，依托有效的公司治理、稳健的经营理念、科学的投研体系、严密的风控机制和踏实的管理团队，立足专业化、规范化、市场化，为投资者提供完善的投资管理服务。

那么，下一个五年，鑫元基金又将如何发力？鑫元基金认为，资产管理不仅意味着专业的产品和服务，更意味着使命和责任。稻盛和夫说，使命感和责任感是激发胆魄和勇气的源泉。

站在资管行业大变革的新起点上，鑫元基金将牢记使命，着眼长远，不断提升价值发现和资源配置能力，把满足人民对美好生活的向往作为奋斗目标，拿出更多、更好适应投资者需求的产品和服务，坚持专业精神，踏踏实实做好对投资者有价值的每一件事，努力推动普惠金融，服务实体经济，维护金融安全，加强投资者保护，推动行业健康持续发展。🌸

不忘初心 筑梦共赢 ——鑫元基金这样一步步走来



2013 年

- 9 月 12 日，鑫元基金经中国证监会批准，在上海正式成立。由南京银行股份有限公司发起，与南京高科股份有限公司联合组建，注册资本金 2 亿元人民币。
- 12 月 16 日，鑫元基金成功发行首只货币基金。

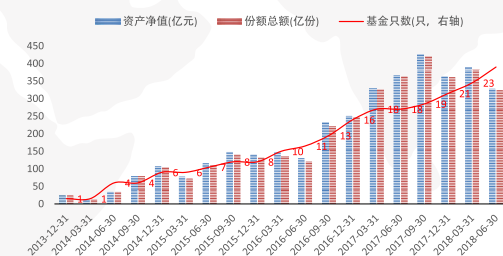
2014 年

- 2 月，子公司鑫沅资产成立。
- 3 月 18 日，鑫元基金首只债券基金——鑫元一年期定期开放债基成功发行。
- 6 月，鑫元基金成立 10 个月扭亏为盈。
- 10 月 13 日，鑫元基金旗下鑫元合享分级 A 登录阿里“招财宝”平台正式销售。
- 11 月，鑫沅资产的直投子公司鑫沅股权成立。这是鑫沅资产股权投资和创业投资的业务主体。

- 7 月 15 日，旗下首只混合型基金鑫元鑫新收益混合基金成立。

五年来鑫元基金的资产规模不断壮大

截至 2018 年 6 月 30 日，鑫元基金所管理公募资产规模 328 亿元，旗下管理 26 只公募产品，包括 2 只货币型基金，19 只债券型基金，5 只混合型基金。5 年来鑫元基金旗下基金累计创造利润总额 22 亿元、归属母公司净利润累计 3.8 亿元，年同比增幅保持在 2 位数以上。



数据来源：大智慧

2016 年

- 截至 2016 年二季度末，鑫元基金成立 3 年资产规模超 500 亿，其中公募规模超 130 亿元，专户规模超 375 亿元。
- 截至 12 月 31 日，鑫元基金公募资产管理规模超过 250 亿元。

2017 年

- 10 月，鑫元基金获公司股东南京银行和南京高科共同增资 15 亿元，注册资本达到 17 亿元。
- 截至 2017 年末，鑫元基金管理资产规模超过 3000 亿元（含专户、子公司）。

五年来 斩获的 “鑫荣誉”

“2015 中国基金金鼎奖”
之“最佳传统债券产品”专户大奖

“2016 年度卓越成长基金公司奖”

“2016 中国资管金鼎奖”
之“最佳固收类产品”单项奖

2017 年首届济安五星基金“群星汇”
之“货币型基金管理奖”

2017 年首届济安五星基金“群星汇”
之“货币型基金”单项奖

“2017 中国资管金鼎奖”
之“优秀固收投研团队”公司大奖

“2017 中国资管金鼎奖”
之“最佳固收类产品”单项奖

2018 年

- 1 月，鑫沅资产完成增资，注册资金从 5000 万元增至 15.5 亿元。这是迄今基金子公司单笔最大的增资额。

愿未来每一个5年 都与你并肩前行



吴银刚

我眼中的同事，是一群可以一起战斗的同事；我眼中的同事，是一群志同道合的同事。为了一个共同的目标，为了鑫元基金发展得更好，也为了自我发展得更好，我们走到了一起，后续将一直走下去。

应正杰

这五年来，也确实一路前行，不偏不倚，伴随着鑫元成长，渡过了襁褓期。从母子公司发行第一个专户产品，第一个宝宝类货基诞生，到见证母子公司管理规模突破 4000 亿，都参与了见证，在鑫元的创业过程中也算经历了不少事。



郑毅

当年军训的口号上，我们曾齐喊着“鑫元基金，金融新星”。而现如今，五年的阳光雨露已经让我们的鑫元站稳脚跟，展露锋芒。从宁波欢聚、昆明踏青、西安访古，到厦门观海、青岛起帆、北海扬沙，越来越多的金融人在认识鑫元，走近鑫元，我们的合作版图也已大幅扩张，影响力辐射全国各地。现在的鑫元，人才辈出，厚积薄发，未来必将会更加光明。

厉大业

回首鑫元的过往，皆为鑫元未来发展的序章。现在的鑫元，公司治理越来越成熟，战略目标越来越清晰，组织体系越来越科学，执行效率越来越高效，行业地位越来越稳固，我们的未来也一定会随着鑫元的发展越来越美好。



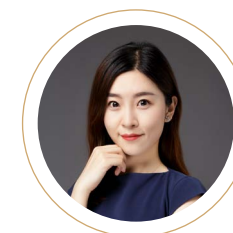
吉运韵

一元复始万象新，春去冬来几度庚。今朝人才浩浩荡，当空焰火照前程。有缘共赏山河美，愿报此生伯乐恩。八荒震骇四海降，鑫耀五载岁月峥。



颜昕

五年的时光想来很短，短到回想起来就在昨天；五年的时光很长，长到饱满的回忆让人忍不住感慨万千。转眼，我在鑫元已经快五年时间，回想起刚刚来到鑫元基金的那一年多的时光，可能是一生都难以忘记的宝贵经历。2018 年是鑫元的第五年，鑫元以后的路还会很长，还会有更多的第十年、二十年……因为有你，有我，有我们一起用心，共同守护着鑫元的明天。



冯娅

如今，鑫元基金成立五周年了，又向前迈进了一步，人生不在初相逢，洗尽铅华也从容。在新的起点上，鑫元也有了新的方向和目标，同时我们每个人又将面临一个个新的机遇与挑战，我们这些年轻人将继续与鑫元同成长，共发展。我们期盼明天，期盼所将赋予我们的荣耀。“请乘理想之马，挥鞭从此启程，路上天色正好，天上太阳正晴。”



雷孟妮

没有信仰，则不知西东；坚守初心，则无问西东。当前，宏观环境、行业竞争、监管政策、业务模式的变化，带来复杂多变且充满挑战的 2018 年。然而，无论外界如何变化，鑫元人将始终保持自身定位、初心不改。世事越是纷扰，我们越是需要更多的勇气来直面挑战、创造未来。在鑫元砥砺前行路上，我们互相陪伴、理解、支持，坚信彼此的珍贵，在这最好又是最坏的资管新时代，寻找最真实的自我。就像影片所说的，愿你在迷茫时，坚信你的珍贵，爱你所爱，行你所行，听从你心，无问西东。



吕值森

持之以恒，不乱节奏，这是马拉松带给我最大的感悟。相信以后的工作生活中，同样受益匪浅。长距离的奔跑，需要默默花上时间累积，需要毅力与耐力，同样也需要引路人。而在鑫元有幸遇见，从鑫元出发，跑向诗和远方。村上春树谈长跑时曾说，“我超越了昨天的自己，哪怕只是那么一丁点，才更为重要。在长跑中，如果说有什么必须战胜的对手，那就是过去的自己。”站在五周年的路口，辉煌已是过去，还有很长的路途需要坚持，还有很多的终点需要越过，我愿与你一起，携手共进，一路成长，一起奔跑吧，鑫元！



吕雅楠

幸福有三个要素：一是有希望，二是有事做，三是能爱人。相遇的人，对味的朋友，默契的搭档，热爱的工作……生命里，这样的那样的牵挂与享受。因为鑫元，我们一起去拼搏、勇敢去闯；因为鑫元，我们在爱和被爱中感受彼此成长。所以，在这里的每一刻都充满力量。在这里，每个人都在制作一份独一无二的人生履历，谱写一部独一无二的鑫元篇章。



南京银行党委书记、董事长胡昇荣： 行稳致远 践行服务实体经济本源

文 | 《固定收益》编辑部

未来，鑫元基金应该抓住大资管重塑与新生的契机，乘势而上，继续打造“固定收益+”战略，立足专业化、规范化、市场化发展，顺应行业发展潮流，努力打造基金业百年精品店。

2018年，是全面贯彻落实十九大精神的开局之年，是南京银行新五年规划的谋篇之年，也是鑫元基金总结五年创业路，转型再出发的关键之年。因此，《固定收益》专访了南京银行党委书记、董事长胡昇荣先生，就鑫元基金在南京银行综合化经营战略中扮演的重要角色，未来如何发展等问题进行了探讨。

《固定收益》：南京银行开启综合化经营，鑫元基金是实践之一。经过五年的稳步发展，鑫元基金在南京银行的综合化经营战略中扮演着怎样的角色？

胡昇荣：当前城商行正处于改革发展的关键时期，以转型促发展是城商行面临的重大课题，综合化经营是一种转型路径选择。对南京银行来说，“综合化经营”具有提升自身内生增长动力的作用。

即将年满五周岁的鑫元基金



是首批由城商行发起成立的基金公司之一，也是南京银行综合化经营转型理念的“实践者”之一。

鑫元基金借力南京银行在固定收益领域的经验和优势，不断拓展业务范围，挖掘业务潜能。截

至2017年末，鑫元基金资产总额达24.14亿元，净资产21.11亿元，全年实现净利润1.69亿元，成为南京银行综合化经营格局中重要一环。南京银行则通过鑫元基金，实践金融产品与金融服务的创新，为客户提供多元化的金融服务。

《固定收益》：过去五年的国内外资本市场跌宕起伏，如何评价此间鑫元基金的表现？

胡昇荣：作为南京银行的重要战略部署，鑫元基金自成立起就传承了南京银行债券经营的优势和特色，积极打造固定收益资产管理品牌。

五年里，中国资本市场风云变幻，国内金融监管深刻变革，在此背景下，鑫元基金发挥主观能动性，敢于拼搏，勇于创新，更为积极地打造“固定收益+”特色战略。截至2017年末，鑫元基金管理的整体资产规模已超过3000亿元，

鑫元基金管理有限公司：

风雨五载创业路，奋勇拼搏共辉煌。在鑫元基金成立五周年之际，特向你们表示最热烈的祝贺和最美好的祝福！

一份耕耘，一份收获。鑫元基金自成立以来，秉承投资者利益优先原则，专业审慎，勤勉尽责，敢于拼搏，勇于创新，努力为客户创造长期稳健的投资回报。

衷心祝愿，鑫元基金，匠心永致，创造价值，不负所托！

南京银行股份有限公司
2018年8月1日



产品线覆盖货币、债券、权益等领域，产品布局秉承精耕细作、以绝对收益为目标的策略，坚持以投资者利益为先，追求长期稳健的投资回报。

《固定收益》：对基金行业来说，应该如何回归受人之托、代客理财、服务实体经济的本源？

胡昇荣：金融要回归本源，必须服从服务于经济社会发展，更好地满足人民群众和实体经济多样化的金融需求。

公募基金是普惠金融的典型代表，是服务大众理财的工具之一，具备门槛低、申赎方便、透明度高、监管规范等优势，其投资标的的多元化，有助于大众分享经济增

长的红利。由此，基金业更应回归本源，做到诚实守信、勤勉尽责，坚持价值投资、责任投资、长期投资，通过向投资者提供优质的金融产品和投资工具，将社会资本引导配置到实体经济，着力支持创新创业。

《固定收益》：资管新规实行之后，您对鑫元基金的未来发展有何期许与希望？

胡昇荣：对基金行业来说，资管新规及细则的落地，使得包括基金公司在内的资管机构未来可以在公平的起跑线上进行公募产品的设计和竞争。在监管趋严的背景下，公募基金主动管理具有明显的先发优势。

去年，南京银行和南京高科完成对鑫元基金的增资，有利于增强鑫元基金抗风险能力，推动其长期稳定发展。未来，鑫元基金应该抓住大资管重塑与新生的契机，乘势而上，继续打造“固定收益+”战略，立足专业化、规范化、市场化发展，顺应行业发展潮流，努力打造基金业百年精品店。

Q&A

南京高科董事长徐益民： 精准布局金融领域 实现协同共赢

文 | 《固定收益》编辑部

站在五周年的时点，作为基金行业的后起之秀，鑫元基金与生俱来传承了南京沉着、敦厚的城市性格，努力践行责任金融的本源，树立良好的品牌形象，发展战略从固定收益升级为“固定收益+”，为今后的起飞奠定坚实的基础。

南京高科素以精准的投资眼光和雄厚的资金实力而著称。2013年南京高科参与鑫元基金的创设，并在四年后再度追加投资3亿元。作为南京高科深耕金融板块的重要布局，在鑫元基金成立五周年之际，《固定收益》期刊专访了南京高科董事长徐益民先生，就其布局鑫元基金的长远用意、对南京高科的转型作用与回报以及对鑫元基金未来的发展等问题进行了探讨。

《固定收益》：作为南京市知名的国有上市公司，南京高科布局鑫元基金的用意是什么？

徐益民：股权投资业务是南京高科的核心业务，是公司利润的重要来源，也是公司核心竞争力的重要体现。南京高科围绕金融、医药健康等领域进行了一系列卓有成效的投资，其中，对南京银行、中信证券等优质金融企业的成功投资，为公司带来了丰厚的投



资回报，还在资源整合、产业协同等方面发挥了积极的作用。正是基于对金融产业发展的长期看好以及与南京银行良好的合作关系，2013年，南京高科对鑫元基金投资4000万元，持股20%，去年又增资3亿元，持股比例不变。鑫元基金是南

京高科深耕金融板块、涉足资产管理领域的重要布局。未来，南京高科还将继续对金融行业的优质标的以及具有成长性的创业企业进行股权投资，分享被投资企业的成长红利，实现共赢发展。

《固定收益》：包括鑫元基金在内的系列金融资产，对南京高科的转型与发展有何积极作用？

徐益民：南京高科旗下产业涉足房地产及市政业务、股权投资、医药健康等领域，搭建了产业经营与资本运营互动融合的可持续发展架构。截至2017年末，南京高科旗下参控股子公司约30个，总资产逾261亿元，净资产101亿元。

目前，南京高科围绕“管控风险、强化管理、提升转型、稳健增长”的总体思路，稳步推进公司产业转型创新和高质量发展。公司正加强产业联动，推进房地产及市政业务模式转型升级；进一步发挥

鑫元基金管理有限公司：

创业五载意志坚，同心同德开新篇。在鑫元基金成立五周年之际，南京高科特致贺信，表示衷心的祝贺和最美好的祝福。

数易春秋，风华正茂。回望过去五年，鑫元基金实现了快速发展，基金规模和品牌影响力不断扩大。在资管行业发生深刻变革的当下，公募基金行业迎来新的机遇与挑战，希望鑫元基金紧扣时代，把握机遇，创新产品，更好地满足人民群众和实体经济多样化的金融需求。

衷心祝愿鑫元基金，立足新的起点，迈上新的征程，开创新的篇章！

南京高科
2018年8月1日



产投结合的协同效应，加强股权投资业务与产业经营的互动促进，不断培育产业发展的新动能。

截至2017年末，包括鑫元基金在内，南京高科持有的金融资产超过100亿元，这为南京高科业务的转型升级与持续发展带来较高的安全边际，是公司产业发展的坚实后盾，将在资金获取、资源整合、业务模式创新等方面发挥促进作用。同时，南京高科还将进一步提升股权投资业务的发展水平，实现管理、人才、品牌等全方位的创新提升，持续提升股权投资业务的竞争力和盈利能力。

《固定收益》：过去五年来，鑫元基金给南京高科带来什么

回报？

徐益民：截至2017年末，五年来鑫元基金累计为南京高科贡献投资收益超过7000万元，为上市公司带来了很好的投资回报。此外，鑫元基金及旗下鑫沅资产、鑫沅股权公司等，是金融支持实体、金融脱虚向实的有力践行者，推动金融资源重新分配到实体经济中，为实体经济服务。这也有利于南京高科发挥产投结合的协同效应，为旗下实业产业实现持续发展提供有力支撑。

《固定收益》：未来，南京高科对鑫元基金的发展有何期望？

徐益民：随着我国宏观调控的初见成效，以及金融改革的不

断深化，金融业创新发展的势头强劲。南京高科也将在金融领域继续寻找好的投资机会，进一步增强股权投资业务创造价值的的能力。

南京高科长期看好金融业、资管业的发展前景。站在五周年的时点，作为基金行业的后起之秀，鑫元基金与生俱来传承了南京沉着、敦厚的城市性格，努力践行责任金融的本源，树立良好的品牌形象，发展战略从固定收益升级为“固定收益+”，为今后的起飞奠定坚实的基础。我们期待鑫元基金能够把握金融市场持续发展的机遇，开创企业发展的新篇章。





MACROSCOPIC

宏观

贸易纷争背景下的供应链金融资产证券化业务之风险识别和防范
油价波动、通胀预期与 10 年美债收益率

贸易纷争背景下的供应链金融资产证券化业务之风险识别和防范

文 | 钱昊威 鑫沅资产·资产证券化部

前言

1、贸易纷争加大供应链金融需求

美国总统特朗普3月22日签署总统备忘录，依据“301调查”结果，将对中国进口的商品大规模征收关税，并限制中国企业对美投资并购。不同于以往，此次中美双方贸易摩擦涉及范围和行业较广，对我国影响较大的产业包括通讯、电子、机械加工等。

不言而喻贸易纷争将对依赖跨国贸易的采供企业的运营能力和财务管理能力提出严苛挑战，企业需要借助供应链金融手段积极进行资金管理，提高资金使用效率，降低市场波动带来的经营风险。

近期，商务部等八部委根据《国务院办公厅关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》（国办发[2017]84号）发出了决定开展供应链创新与应用试点的通知，要求规范发展供应链金融服务实体经济，具体内容包括推动创新供应链金融服务模式，发挥上海票据交

易所、中征应收账款融资服务平台和不动产融资统一登记公示系统等金融基础设施，在有效防范风险的基础上积极稳妥开展供应链金融业务，为符合条件的中小微企业提供成本相对较低、高效快捷的金融服务。

所以不管是从企业内生资金管理需求，还是外部政策导向，通过有效利用金融基础设施和积极应用交易模式创新，供应链金融都正在朝更高效服务于实体经济的方向起步发展。

2、资产证券化是满足供应链金融需求的有效方式

资产证券化业务将分散的应收应付债权资产归集后进行再融资，通过结构化交易设计合理匹配资产与资金，将未来可预见的现金流入提前折现，从而提高资产持有人的资金使用效率。

一般情况下，在贸易链中存在大量分散的、数量和期限不一的应收应付账款，这类账款通常具有

账期相对较短、无利息收入、存在价值摊薄风险以及缺乏抵质押物担保等特点，利用该类资产进行融资，必须对交易结构进行针对性设计。

传统商业银行应收账款质押等融资手段，对企业资信要求高，很多中小企业无法参与；即使能够参与，因账款数量、周期参差不一导致折价程度高，融资期限短，融资效率不高。市场很快即出现了保理服务机构，旨在解决以上问题，但保理服务机构受牌照监管限制，其本身又存在较高的再融资需求，只能解决一部分中小企业的融资需求。

资产证券化对以上问题提供了更高效的解决思路，本文通过介绍资产证券化在供应链金融中的两种介入方式，遵循最新的相关监管政策，结合项目实操经验和市场案例，总结梳理供应链ABS的业务关注点，提示风险易发点并给出风险缓释思路及方案。

供应链金融资产证券化业务及其风险识别与防范

在供应链中，以核心企业为锚定，参照核心企业的采供方向，可将供应链分为上下游。根据在上下游所形成的债务债权特性不同，采用不同的证券化形式。

针对供应链下游的企业应收账款资产证券化

1、企业应收账款资产证券化模式简介

在贸易过程中发生的企业应收账款通常具有周期短、流动性高的特点，作为贸易融资资产，较受银行等金融机构欢迎。由于应收账款归集成资产包后能够产生可预测、分散度可控的现金流入，非常适宜通过资产证券化方式进行再融资。市场上已发行较多的应收账款ABS产品，其交易结构相对成熟，典型的交易结构如图2。

在此交易结构中，核心企业作为原始权益人发起项目，归集应收债权作为基础资产转让至专项计划；同时作为资产服务机构对债务归集回款，所回收的现金流通过托管人、监管银行以及中证登后作为本息分配予资产支持证券投资人。

随着市场发展，近期国内逐渐出现由商业银行作为代理人兼资产服务机构的应收账款证券化，基础资产包括企业应收账款和保理融资债权。该类型ABS已在浦发银行、民生银行、郑州银行等银行取得突破，现有的交易结构如图3。

图1：供应链中的资产证券化介入

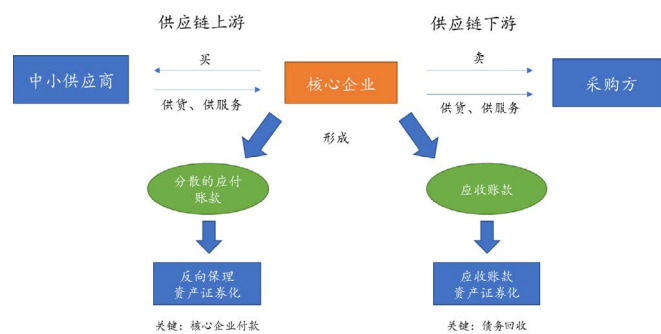


图2：应收账款资产证券化典型交易结构

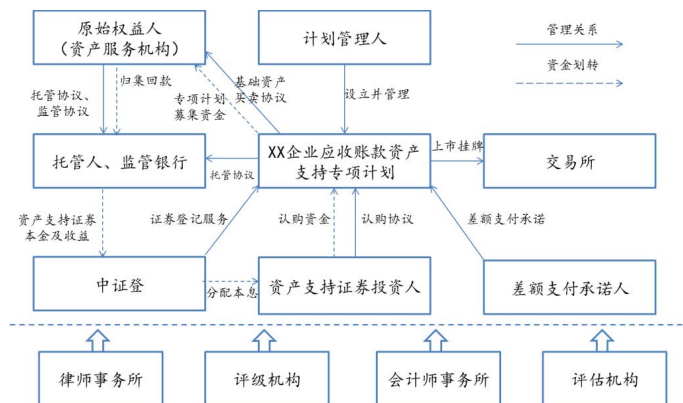
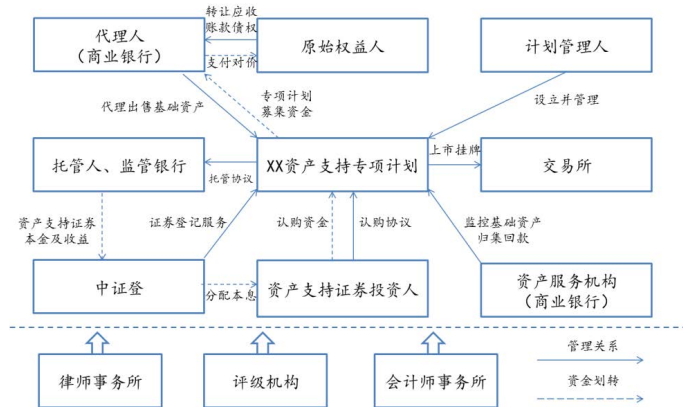


图3：含商业银行代理的应收账款资产证券化交易结构



在该交易结构中，通常由商业银行作为项目主导或发起人，向核心企业对价支付购买价款受让底层资产应收账款债权，形成基础资产后转让至专项计划。资产支持专项计划向投资者募集的资金作为购买基础资产的资金支付给商业银行。

这样的交易结构将商业银行良好的信用资质加入到该资产证券化产品中，相当于银行对基础资产进行了增信。

2、企业应收账款资产证券化业务中的关注点

上文介绍了目前市场较为通行的企业应收账款资产证券化业务模式，交易结构相对直观，具备较高的市场需求和实际可操作性。此类企业应收账款ABS关注点主要集中于底层债务关系和债务参与人，对应收账款的管控和债务双方的考察是管理人和各交易参与机构的工作。

2017年12月15日，上交所、深交所及机构间报价系统三大资产支持证券挂牌交易场所同步发布了《企业应收账款资产支持证券挂牌条件确认指南》、《企业应收账款资产支持证券信息披露指南》（以下简称“两指南”），明确其适用于基础资产或基础现金流来源为企业应收账款债权的资产证券化项目。根据两指南所提出的要求，结合项目实操和合作律师事务所对政策的细致解读，提出以下业务关注点。

1) 应收账款入池标准及其风险识别和管理

应收账款ABS入池的应收账款除了需满足《证券公司及基金管理

子公司资产证券化业务管理规定》的一般要求外，亦需遵从两指南新提出的更细化的部分标准，值得特别注意的如下：

A、应收账款系从第三方受让所得的，原始权益人应当已经支付完毕转让对价，且转让对价应当公允。

B、基础资产涉及的交易合同应当合法有效。根据律师解读，以往通过引入信托等结构来规避交易合同合法有效性存在瑕疵的问题的手段将不再适用。

C、债权人已经履行了基础资产涉及的交易合同项下的义务，合同的付款条件已满足，不存在属于预付款的情形，且债务人履行其付款义务不存在抗辩事由和抵消情形。根据解读，交易合同约定先付款、后交货或者后提供服务的应收账款不能入池。

确定入池标准后筛选入池的应收账款，管理人及法律服务机构必须对其进行真实性和合法性审核，要点如下：

A、买方和卖方是否具备签订底层合同的主体资格和程序要求；

B、卖方是否具备履行底层合同的特殊资质，卖方是否已经履行底层合同的义务；

C、证明交易真实性的过程文件；

D、如果买卖双方为关联方，需要重点关注交易是否符合商业习惯，是否具备合理的交易价格。

同时在项目存续期间，管理人和资产服务机构应当持续关注应收账款的风险管理，具体措施包括风险评估和风险处置两个方面：

首先为通过风险评估明确应收账款的分布特征、重要性和管理优先级。风险分析考虑风险源、发生原因和正负面后果，考虑风险等级信心以及对先决条件和假设条件的敏感性，定性和定量给出风险发生概率和期望损失程度。

其次预设风险事件的处置方案。针对具有一定规模和资金实力的核心企业，通常可采用内部处置手段，包括风险回避、缓释、转移、接受四个措施。针对规模较小、资金实力和抗风险能力较弱的企业，可采用外部处置手段，包括商业保理、信用保险担保、商账追



收等措施。

2) 应收账款的回款路径和归集周期

监管要求原则上基础资产现金流应直接回款至专项计划账户或专项监管账户，并要求专项监管账户中的资金不得挪用；特殊情形难以回款至专项计划账户或专项监管账户的，则需披露原因和必要性，并揭示风险、设置风险缓释措施。

以往部分应收账款资产证券化项目只在交易文件中约定了基础资产现金流在特定点转付至专项计划账户或监管账户，对回款转付前存在的资金挪用或混同风险未设置相关缓释措施。两指南对此提出了更为严格的回款路径要求。

另外两指南还新增了对回款归集周期的要求，基础资产现金流未直接回款至专项计划账户的，回款归集周期不超过1个月；原始权益人资质良好且专项计划设置有效增信措施的，该周期可适当延长但不得超过3个月。

3) 原始权益人和重要债务人的信用状况

此项为目前监管指导的硬性

要求，对原始权益人的要求为，最近两年不存在因严重违法失信行为，被有权部门认定为失信被执行人、失信生产经营单位或者其他失信单位，并被暂定或限制进行融资的情形。

对重要债务人（指单一债务人未偿还本金金额占比超过15%的，或债务人及其关联方的未偿还本金合计占比超过20%的情形），要求最近两年内不存在因严重违法失信行为，被有权部门认定为失信被执行人、重大税收违法案件当事人或涉金融严重失信人的情形。

4) 原始权益人及其关联方的风险自留要求

两指南要求原始权益人及其关联方保留一定比例的基础资产信用风险，具体为原始权益人及其关联方可选择：

A、持有最低档资产支持证券，且持有比例不得低于资产支持证券发行总规模的5%，持有期限不得低于资产支持证券存续期限；

B、以相同比例持有各档资产支持证券，且持有总规模不低于资产支持证券发行总规模的5%，持

有期限不得低于各档资产支持证券存续期限。

但是，符合以下两种条件之一的，原始权益人可免于上述风险自留要求：（一）基础资产涉及核心企业供应链应付款等情况，基础资产池包含的债权人分散且债务人资信状况良好；（二）原始权益人资信状况良好，且专项计划设置担保、差额支付等有效增信措施。此处需要管理人在交易结构设计和搭建的过程中予以考虑。

5) 循环购买设置

由于应收账款通常期限较短，应收账款资产证券化项目可通过设计循环购买来调节资产期限以匹配证券期限，循环期内专项计划回收的现金流在支付完毕券端利息后，购买新增应收账款，以维持资产池规模。

监管明确要求循环购买应当在专项计划账户中进行，且循环购买资金的支出需得到管理人的事前审查和执行确认；特殊情形下循环购买难以在专项计划账户进行的，管理人应当设置专项监管账户。这实际上对管理人的主动管理能力提出了较高要求，并需要法律服务等相关中介机构配合对循环购买的新资产进行尽调。

3、跨境贸易中的应收账款资产证券化业务前瞻

基于贸易纷争中的经济背景，国内尚未起步的跨境应收账款资产证券化业务是否能够有所突破仍处于探讨中。跨境贸易应收账款ABS业务主要面临的挑战来自于三大方面，一是法律合规，跨境ABS涉及贸易双方所在不同国家的ABS监管政策；二是外汇监管，我国尚

未出台针对跨境ABS的外汇指导政策，这关系到募集资金归集、现金流流入流出分配、账户管制等一系列问题；三是税费成本，由于涉及跨国贸易，业务层面将面临更高的法务、会计等中介服务成本，同时涉税种类除了增值税外还会涉及预提税，甚至关税变化，都会使得跨境ABS面临更为复杂的成本计算。

虽然尚未有相关的政策覆盖，但随着贸易全球化的必然趋势和我国国际化快速发展的需求，以及近期政府所发布的一些针对跨国金融机构的开放政策，跨境应收应付账款业务创新与推动势在必行，出口信用保险项下的应收账款、出口商票、国际保理产品等资产应当都有机会参与境内或离岸资产证券化的尝试。

针对供应链上游的保理资产证券化

1、保理业务与资产证券化的结合

保理业务的定义为：以债权人转让其应收账款为前提，集应收账款催收、管理、坏账担保及融资于一体的综合性金融服务。在常规保理业务中，保理机构不仅关注应收账款债务人的偿债能力，亦关注债权人的资信情况，尤其对于后者，要求其具有较高的经济实力。所以对于传统保理业务，中小企业作为供应商，即应收账款的债权人，较难获得保理机构的青睐。

随着供应链金融的发展，反向保理模式出现，该模式与传统保理模式的区别在于多个方面，最主要的意义在针对核心企业上游，以

供应链核心企业信用替代中小供应商的信用，使得原本无法通过传统保理业务参与供应链金融市场的中小企业也能参与其中。

在反向保理模式中，核心企业对上游的大量中小供应商发生买卖后形成分散的应付账款，由保理公司归集形成资产包，基于资产包建立在有效的交易合同和付款约定上，在未来能产生稳定且可预期的现金流，使得资产证券化工作得以介入。在这样的证券化模式下，关键问题在于入池的资产是否真实有效，核心企业能否良好履行付款义务。

2、反向保理资产证券化模式的特点

目前市场上已发行的供应链反向保理资产证券化项目，多数选取的核心企业为房地产行业，因为从需求角度，就较为成熟的房企而言，其杠杆率高，运营周期长，负债端压力大，需要通过多种金融手段盘活资产；从项目可操作性角度来说，如万科、碧桂园等龙头房企具有较高信用，且具有较为健全的财务管理和运营体系，易被金融机构和市场认可。

根据前文背景介绍，在贸易纷争背景下，贸易行业通过供应链金融手段管理资金运营的需求将急剧增长，而反向保理的 mode 如果能够找到合适的贸易核心企业，应用现有的保理资产证券化模式，将能够拓展出相当大的市场空间。

在资产证券化实务操作过程中，正反保理ABS其基础资产都是保理机构持有的保理债权，专项计划按照一般应收账款资产证券化思路设计。但针对保理业务的特殊

性，交易结构有一些特定安排和关注点如下。

A、基础资产的选择

除了对基础资产选择通常需要考虑遵循的基本要求如分散度、现金流稳定性、单个借款人信用程度、期限结构外，保理ABS还需考虑以下几点。

（1）尽可能选择带有追索权的保理资产作为基础资产。虽然通常选择的核心企业（债务人）资信较高，但仍存在不回款的风险；如果带有追索权，则可在买方不回款的情况下约定由卖方赎回原始资产，进一步保障现金流入稳定性。

（2）选择无法律瑕疵的保理资产入池。法律瑕疵指债务被设定抵质押、或债权人禁止转让债务等。担保条款、权利限制条款将直接影响入池资产质量，对现金流入造成不可控影响；若发生债务违约，回收也将受限。

（3）交易所发布的《企业应收账款资产支持证券挂牌条件确认指南》和《企业应收账款资产支持证券信息披露指南》，对基础资产池的分散度提出明确要求，针对保理资产证券化，资产池需要包括10个以上无关联关系的债权人，在筛选入池资产需注意此项关于分散度的要求。

B、特殊的资产处理方法

反向保理ABS除了常规的结构化分层、超额抵押等内部增信外，极少设置差额补足或者外部担保，市场上常用的操作为由核心企业作为共同债务人或对基础资产签署保证合同。若作为共同债务人，不仅便于基础资产确权，亦可以重



i、重要债务人的付款抗辩风险

保理ABS基础资产对应的付款义务实际是由债权人（即供应商）以提供服务或商品为前提产生的，因此核心企业履行付款义务要求债权人已经完全适当履行其在基础交易合同项下的义务且不存在商业纠纷。在本文第一章第2部分中提到2017年12月15日发布的两指南已强化了相关业务要求。

以“平安证券—一方保理万科供应链金融资产支持专项计划”为例，万科履行付款义务的前提为债权人已完全适当履行其在工程类、贸易类等基础交易合同项下的义务且不存在商业纠纷。

若各债权人未履行或未完全履行基础交易合同项下的义务或履行义务有瑕疵，则存在债务人可能向专项计划主张商业纠纷抗辩权而不履行付款义务的风险。这就要求计划管理人或相关尽调机构不仅对重要债务人本身的运营管理有全面调查，亦要求重要债务人能够有力管控供应商履约行为，即尽调工作中应同样关注核心企业与上游供应商的历史贸易往来情况和可持续能力。

ii、重要债务人的违约风险

反向保理ABS资产端现金流入基于重要债务人的付款行为，一般而言，重要债务人亦包括共同债务人，如前文所述，在基础资产入池阶段，核心企业经常作为各笔入池应收账款债权的共同债务人，间接成为计划的重要债务人。

仍旧以“平安证券—一方保理万科供应链金融资产支持专项计划”为例，该计划基础资产的初始

债务人为万科集团下属公司，并由万科股份以出具《付款确认书》的方式成为各笔入池应收账款债权的共同债务人。同时，万科股份在《付款确认书》中授权托管银行在各笔入池应收账款债权到期日直接从万科股份授权扣款账户中划扣等额于应收账款债权本金账面价值之和的资金，至专项计划托管户用于偿付资产支持证券持有人的投资收益。

风险在于，若万科股份在应收账款债权到期日前（含当日）未向万科股份授权扣款账户存入或未向专项计划账户直接划付等额于应收账款债权本金账面价值之和的资金，则专项计划将面临无法按预期收益率向资产支持证券持有人足额兑付投资收益的风险。

所以在尽调过程中，必须关注债务人是否具有规范健全业务流程，以保证及时适当履行付款义务；并且在计划存续期间，尤其是付款核算和划转阶段，管理人应当主动尽责，高度关注债务人的内部划付流程。

4）保理商的操作风险与违约风险

在反向保理ABS中，通常由保理商受核心企业委托作为原始权益人发起项目，对不合格基础资产承担赎回义务；同时也作为专项计划的资产服务机构提供基础资产的筛选、债权管理、债权催收等服务。

如保理商没有能力、拒绝履行或者延迟履行对不合格基础资产的赎回义务，或者不适当履行其资产服务机构应尽义务，甚至在极端情况下因内部操作流程发生执行错误，都可能使专项计划面临原始权

益人的违约风险，并可能导致无法按预期收益率向资产支持证券持有人足额兑付投资收益。

所以计划管理人或核心企业遴选保理服务机构时，应当勤勉尽责，选择具有良好信用资质及业务经验的保理商，并对保理商的业务流程、内部管理制度全面尽调，以规避此类风险。

5）以及一些其它风险

除了上文关于正反保理ABS及其它诸如现金流预测、市场利率、市场流动性、政策与不可抗力等常规风险外，考虑到前文所述的贸易摩擦经济背景，笔者认为在未来贸易市场供应链金融的证券化业务中，还可能面临一些目前市场尚未出现的风险。

例如，由于贸易摩擦，可能由于贸易市场供需变化，使得部分上游中小供应商的经营受影响，这可能带来两个问题，一是卖方对于账期的要求变高，则导致入池债权资产的平均周期缩短，间接提高对债务人付款能力的要求；二是由于供应商经营不稳定，可能导致其履约能力变差，间接提高了重要债务人（核心企业）的付款抗辩风险。

由于贸易摩擦，跨国贸易的航运、关税政策发生变化，除了上文提到的供应商经营受影响的问题，可能另外导致入池资产产生一些政策性风险，例如因为税收提高导致债权收入受损进而影响计划现金流。虽然目前证券化市场尚未落地底层资产为跨国贸易应付账款的项目，但在供应链金融中确实存在该类证券化业务需求，在此仅作前瞻考虑。



小结

供应链金融中的资产证券化业务，关键点主要是底层资产的真实有效性和合法合规性，以及债务债权人履约能力和意愿。管理人和各中介服务机构应当在计划设立阶段勤勉尽责做好尽职调查工作；并且在计划存续期完善投后管理，对债务人的付款行为和资金管理能力保持高度关注。🔒

参考文献或文章：

- 1、路竞玮，刘小丽，许苇，刘柏荣，张丽娜，孙瑞：新规详解·企业应收账款资产证券化要点解读 [EB/OL]. <http://www.zhonglun.com/Content/2017/12-25/1734298743.html>, 2017-12-25
- 2、张强：供应链金融风险特征及审计应对策略 [J]. 南京审计大学学报, 2016, (3): 105-113
- 3、刘子薇，谢治华：积极探索跨境应收账款资产证券化 [J]. 中国外汇, 2017, (0): 68-70
- 4、张金波：应收账款风险管理及征信服务 [J]. 企业管理, 2017, (8): 98-99
- 5、林思明，项鑫：保理资产证券化应以“保理合同债权”还是“应收账款债权”入池？ [EB/OL]. <http://www.syblxh.org.cn/h-nd-717.html>.
- 6、[天弘基金研究]《供应链金融之反向保理资产证券化模式浅析》
- 7、《平安证券—一方保理万科供应链金融10号资产支持专项计划说明书》
- 8、《五矿发展应收账款资产支持专项计划计划说明书》

油价波动、通胀预期与10 年美债收益率

文 | 秦泰 申万宏源证券研究所

我们采用一个基于“长期通胀预期”+“长期实际利率”的两分法框架，对10 年美债收益率进行分析和预测。这一框架可以较好地分析10 年美债收益率的波动原因，并较为准确地对未来走势进行判断。



今年以来美债收益率大幅波动，市场判断分歧持续，牵动国内债市情绪。10年美债收益率分别于2月、5月两度向上突破3.0%，此后上行乏力。在我国央行向商业银行持续提供充足流动性、而美联储缓慢紧缩进入下半场的大背景下，国内债市情绪对美债长端收益率水平的变化较为敏感。本篇报告聚焦10Y美债收益率隐含的通胀预期的形成机制、油价波动在其中的作用，并分析通胀预期是否能进一步推升年内10Y美债收益率水平。

与短端逻辑迥异，美债长端应分两部分分析

2015年以来美债短端收益率持续回升，而长端收益率则大幅震荡。2015年以来，美债收益率曲线产生显著变化。短端利率持续上行，1年期美债收益率从0.2%左右连续上行至目前的2.4%左右；而长端收益率变化相对复杂，10Y美债收益率于2013年末冲高3.04%后大幅震荡，今年以来在1-2月、5月两度冲高3.0%之后均有所回落，6-7月以来再度窄幅震荡。长短端收益率走势迥异，显示影响长短期美债收益率的因素和逻辑存在极大的不同。

美债短端收益率紧密跟踪美联储加息预期。在2008年全球金融危机爆发、美联储实施零利率政策之后，美债短端收益率水平很快降至0-0.25%之间的超低水平，此后至2015年下半年加息预期逐步升温时，至2017年加息加快至今，1年期美债收益率较好地体现了一段时间内的加息预期。

美债长期收益率更接近较为长期的经济增长前景和通胀预期，从而与美联储短期货币政策操作的预期关联度小于短端。同时，由于美联储货币政策追求“中性”实际利率水平，因而美国货币政策对美国长期经济增长和通胀前景的影响相对来说较短期更为温和。因此美债长端收益率整体波动幅度远小于短端。

我们采用一个基于“长期通胀预期”+“长期实际利率”的两分法框架，对10年美债收益率进行分析和预测。两部分或呈现一定的独立逻辑。这一框架可以较好地分析10年美债收益率的波动原因，并较为准确地对未来走势进行判断。

通胀预期的形成：货币政策与油价的作用

10年美债收益率隐含的长期通胀预期部分，主要由三大因素所驱动：1）当期通胀；2）货币政策转向的预期；3）高频油价波动对市场情绪的直接影响。

10Y美债收益率中隐含的“通胀预期”部分能够预测未来的通胀情况吗？数据并不支持。逻辑上来说，长期国债收益率中包含的“通胀预期”部分应体现市场对未来通胀水平的无偏预期，但数据并不支持“通胀预期”可以预测“未来通胀”的观点。恰恰相反，多数时间内，正是当前的通胀数据引导了“通胀预期”的形成。多数时间内，10Y美债收益率隐含的“通胀预期”恰恰与当期公布的通胀数据之间直接相关。除了个别时段外，2010年至今，10Y美债收益率隐含

的“长期通胀预期”基本与当时公布的PCE季调同比趋势一致。

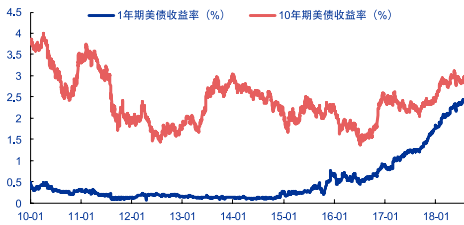
美联储货币政策预期迅速转向的时期，往往对美国金融市场的长期通胀预期产生剧烈影响，体现为10Y美债收益率隐含的“长期通胀预期”与现实的通胀水平之间暂时性的显著分化。

货币政策转向进一步宽松的预期，将推升10Y美债收益率中隐含的长期通胀预期。2010年以来，我们可以捕捉到3个这样的时期：1）2010年中期开始，市场对美国新一轮QE的预期升温，至QE2结束的11年中期，长期通胀预期水平显著高于现实的通胀数据。2）2012年中期至2013年末，市场再度经历QE预期升温至实施的过程，长期通胀预期再度高于当时的通胀数据水平。3）第3段比较明显的时期是2015年底之前，美联储一再延后首次加息时间，市场预期再度转为宽松。

相反，货币政策边际紧缩的预期，将降低长期通胀预期水平。例如：1）QE2和QE3之间的间歇期（11.7-12.9）内。2）2014年初起美联储逐步退出QE，至9月公布“货币政策正常化原则与计划”，市场逐步形成边际紧缩预期，长期通胀预期有所回落。尤其是2014年9月至16年初，长期预期通胀水平由2.2%快速下降至1.5%以下，降幅远大于同期PCE同比变化程度。3）2017年以来，加息进程进入较为规律的时期，长期通胀预期进一步向下接近实际的通胀数据。

由于通胀数据频率过低，因而在现实的高频交易中，油价成为高频通胀预期的重要锚指标。

图1：10年期和1年期美债收益率



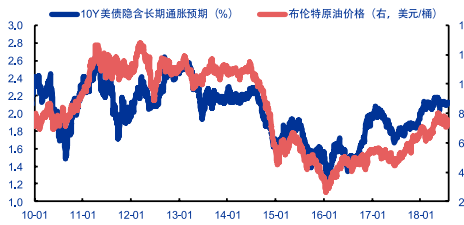
资料来源：Wind，申万宏源研究

图3：除个别时段外，当时公布的通胀数据或引导了“通胀预期”的形成



资料来源：Wind，申万宏源研究

图5：油价成为交易中通胀预期的重要锚指标

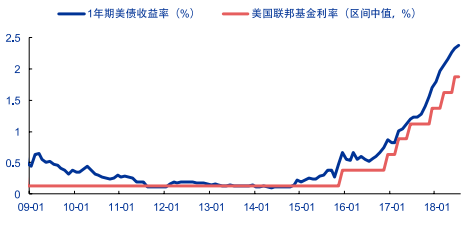


资料来源：Wind，申万宏源研究

CPI、PCE等通胀指标作为月度公布的宏观数据指标，远不能满足市场高频交易对通胀预期的信息需求。从数据上来看，我们发现油价或许已经成为市场高频交易通胀预期

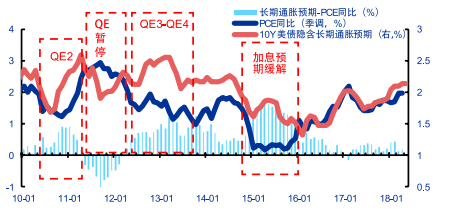
的一个重要锚指标，油价波动与市场对美国长期通胀预期的高频变化几乎同步。2014年以前，全球油价处于100美元/桶以上的较高水平，长期通胀预期亦徘徊于2.5%以上高

图2：美国1年期国债收益率与联邦基金利率（%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图4：货币政策预期转向对长期通胀预期产生反向冲击



资料来源：Wind，申万宏源研究

位。2014年以后，伴随页岩油产量的快速增加，全球原油供给过剩的局面加剧，油价开始趋于大幅下跌，而长期通胀预期几乎与油价同时经历下滑转折点，并在之后随之同步震荡下行。

油价与通胀预期：沙特会增产吗？

鉴于油价对美债长期通胀预期的重要性，一个关键问题变成：近期的油价下行会持续吗？为回答这一问题，我们简要回顾一下原油市场的供需关系和OPEC的竞争策略变迁。

全球原油供给结构非常集中，这意味着原油价格更多由主要供给方的竞争策略所决定。全球原油市场供给集中度极高，OPEC（特别是沙特）、美国、俄罗斯构成原油供给的三足鼎立态势。2016年，沙特（在全球原油供给中的占比为13.4%）为首的OPEC 国家（合计占比42.6%）、俄罗斯（12.6%）和美国（12.4%）三方合计占全球原油供给的比例超过2/3。供给侧的高集中度意味着有组织的竞争策略持续存在，令全球原油供给的波动性远大于需求。

2011年至今，全球原油需求同比在0.6%至2.5%之间窄幅波动，而全球原油供给增速的波动幅度则宽得多，达到-0.3%至3.9%。原油供给与需求间的缺口（供给-需求）则在-100 万桶/日至+290 万桶/日之间，如此巨大的供给波动中显著包含了供给侧主要各方的持续竞争和博弈过程。

在美国页岩油产量持续增加、俄罗斯与OPEC持续协调产量的背景下，OPEC的竞争策略成为中长期油价最重要的影响因素。在上述三大主要原油供给方中，美国自2012年以来的新增产能几乎全部来自页岩油，同时美国主要石油生产商较少进行产量协调，而主要依据对未来价格的预期进行市场竞争。而2016年11月以来，俄罗斯与OPEC之间进行密切的产量协调，以通过调控全球原油供给量，对油价和油价预期施加影响。因此，可以说当前背景下，OPEC的竞争策略成为中长期油价最重要的影响因素。考虑到沙特是OPEC内最大的原油生产商，同时也保有全球最

大的传统原油潜在产能，因而沙特的竞争策略选择实际上对全球油价的变化趋势而言起到举足轻重的作用。

OPEC 历史上曾有过6次不同的竞争策略阶段。不同阶段的策略在保价与保量中纠结，而历史证明保量更加重要。OPEC自成立至今，始终谋求维护组织内产油国利益，获取稳定的石油收入。1973年以来，OPEC的竞争策略基本可分为6个阶段：

1）1973-1981年，稳定实际油价。1973年OPEC通过石油禁运，实现一次性大幅提升原油价格的目的，引发第一次石油危机；70年代末，伊朗等国局势动荡，令OPEC产量波动，这一过程中非OPEC国家尚未形成竞争性能，令油价得以维持上涨。

2）1981-1985年，限产保价。西方国家经历两次石油危机后需求下降，沙特牵头试图通过减产将油价维持在较高水平，但限产保价策略最终失败，OPEC产量大幅缩减的同时，油价并未继续上行反而有所下降。

3）1986-2004年，扩产保份额。为应对产出和油价同时下降，沙特1985年末宣布竞争策略逆转转为扩产保份额，与非OPEC国家展开价格战。这一阶段油价长期维持低位，但OPEC原油产量大幅回升，在全球原油产出中的份额由28%回升至42%，非OPEC国家应成本劣势不得不减少产量，扩产保份额取得成功。

4）2005-2013年，供给适度紧张。新兴经济体原油需求高速增长，而OPEC国家并未显著增产，

维持供给适度紧张，油价快速攀升至历史高位，OPEC国家收入大幅增加。

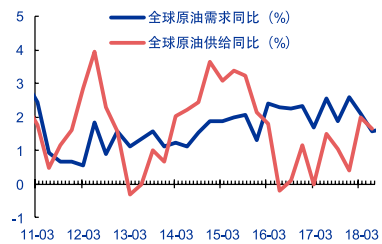
5）2014-2016年，再度扩产保份额。美国页岩油生产成本下降，产量快速上升，潜在产能极大的沙特主导OPEC再度实施扩产压价保份额战略，油价暴跌，最终美国原油产量下降，油价有所恢复。

6）2016年11月-2018年上半年，再度实施限产保价。2016年11月末，OPEC与俄罗斯协议冻结产量，在2016年11月产量基础上合计减少原油产出130万桶/日。此后该限产协议两度延长。2017年下半年以来，随着减产力度的加大，以及极端天气、中东局势紧张等短期因素的影响，油价出现比较明显的回升，布伦特原油价格一度于5月中下旬升至80美元/桶左右，较限产协议前上涨达60%。

其中，1981-1985年限产保价策略的失败令沙特和其他OPEC国家记忆犹新。80年代前半段OPEC实施的限产保价策略，受两大因素的影响最终以失败告终：1）非OPEC 国家在这一时期持续增产与OPEC 形成份额竞争；2）OPEC内部，惟沙特严格实施减产，不在减产计划内的伊朗、伊拉克则持续增产，挤压沙特的市场份额，同时也导致OPEC整体产量降幅有限。受这两方面因素影响，尽管80年代初全球原油需求下滑，但总供给并未显著下降，油价未能持续上升反而有所下降，沙特在产量和油价方面两败俱伤，此后的30年间均未再度采取限产保价的战略。

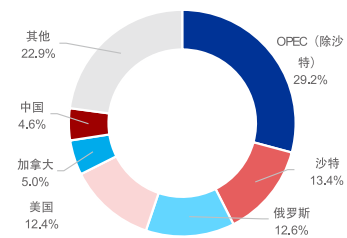
值得注意的是，2017年下半年以来，全球石油生产竞争格局很

图6: 全球原油供给与需求同比增速(%)



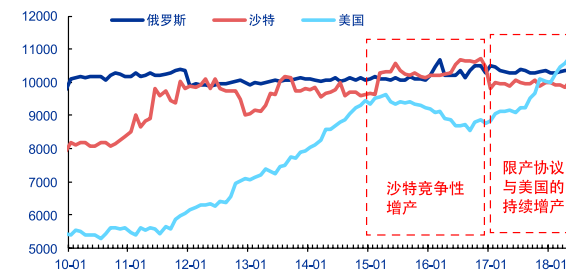
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图7: 全球原油供给结构(2016年)



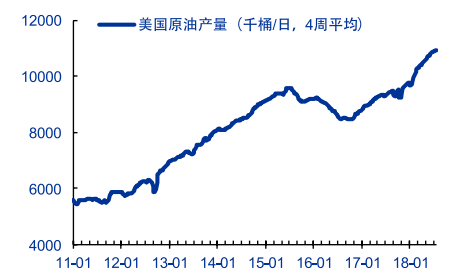
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图10: 限产协议以来, 美国原油产量快速增加



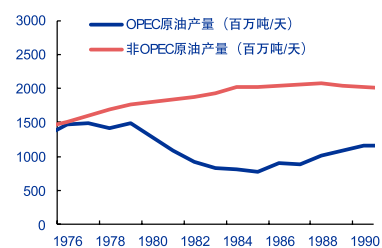
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图11: 美国原油产量18年以来加速增加



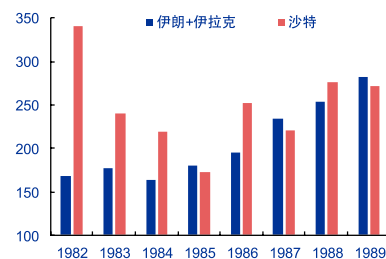
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图8: 76-90年原油产量(百万吨)



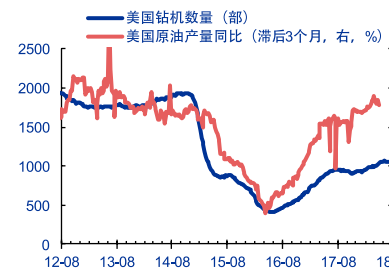
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图9: OPEC内沙特与其他国家分化(百万吨)



资料来源: CEIC, 申万宏源研究

图12: 美国钻机数量与美国原油产量同比



资料来源: CEIC, 申万宏源研究

大程度上正在变得与1985年越来越相似。一方面，自限产协议达成以来，沙特和俄罗斯产量出现比较明显的自律性下降。根据第三方JODI数据，沙特、俄罗斯2018年5月产量分别较2016年11月减少69万桶/日和17万桶/日，同期深陷动荡的委内瑞拉甚至减产72万桶/日，减产幅度高达30%以上。但另一方面，美国页岩油产量增加的速度持续超出市场预期，至2018年7月27日当周，美国已较16年11月增产220万桶/日至1090万桶/日。美国正在不断蚕食“OPEC+俄罗斯”的全球原油

市场份额。

美国能源战略这一长期因素，以及美对伊制裁等短期因素，也将OPEC与俄罗斯的竞争策略推向增产方向。美国政府对能源生产和出口扩张的支持政策，进一步加剧了OPEC和俄罗斯在全球石油份额问题上的担忧，美国当前增产速度已经超过全球原油需求增加速度，意味着美国进一步扩大能源生产和出口，将直接威胁OPEC和俄罗斯的存量市场份额，而OPEC和俄罗斯经济增长对能源行业的长期依赖度远高于美国；加之美近期宣

布重启对伊制裁，并要求沙特扩大生产以弥补伊朗因遭受制裁而可能大幅削减的原油出口规模，OPEC和俄罗斯已经将竞争策略逐步转向增产方向。6月下旬召开的OPEC会议上，OPEC与俄罗斯已达成增产100万桶/日的共识，标志着此前延续一年半的限产协议出现方向性变化。此后，特朗普一度要求沙特增产200万桶/日，令油价高位松动。6月以来，布伦特原油价格已自前期80美元/桶的高位水平震荡回落至70-75美元/桶左右。

我们预计未来OPEC+俄罗斯竞

争策略仍可能进一步放松减产协议，油价或进入中期回落阶段，年内原油价格（布伦特原油）有望降至65-70美元/桶附近。

总结：油价可能转向，美债通胀预期或见顶

从上述三大影响因素来看，首先，此前由于2017年通讯成本大幅下降导致的基数走低效应已经开始显现，6月季调后PCE同比、核心PCE同比分别达到2.2%、1.9%，分别较2017年年末上行0.4和0.3个百

分点，显示低基数的影响已经开始显现。但前期美国无风险利率快速大幅上行或对消费和投资产生负面效应，预计年内PCE同比继续上行空间有限，年内高点预计在2.3%以下，对通胀预期的推升作用有限。

其次，市场对年内美联储加息次数的预期已接近4次，较为稳定的加息节奏，也将对长期通胀预期形成小幅压制。

第三，由于年初以来美国页岩油产量加速上行至1090万桶/日以上，并且特朗普政府将加大能源产出和出口作为贸易政策的重要组

成部分，对OPEC+俄罗斯在全球能源供给市场中的份额形成长期威胁，同时6月OPEC会议上减产协议已有所放松，未来OPEC竞争策略仍可能进一步转向新一轮的扩产保份额行动，油价或于中期逐步回落，预计年内布伦特原油有望回落至65-70美元/桶左右，对通胀预期的压力大幅减弱。

综合上述三大因素，预计年内PCE同比潜在上行幅度有限、油价可能逐步回落，货币政策预期内的紧缩步伐也将抑制通胀预期的上行，预计10Y美债收益率隐含通胀预期年内后期波动区间在1.9%-2.3%之间，而并不会持续上行。从而预计年内通胀预期难以进一步推升10Y美债收益率水平。🌸





FOCUS

聚焦

资管新规落地重塑行业新格局
资管新规体现了什么监管意图？

资管新规落地重塑行业新格局

文 | 《固定收益》编辑部

在资管新规的监管框架下，各类资管机构通过产品嵌套、监管套利的时代已经落幕，未来违规业务将逐步退出，而规范的资管业务则迎来发展机遇。

《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称资管新规）正式落地，意味着百亿体量的资管行业进入新的发展阶段。那么新规将对市场主要机构产生什么影响？公募、银行、券商、子公司、信托等细分金融领域将面临怎样的格局变化？

资管业高速发展潜藏隐患

资管新规的出台，进一步明晰了资管行业的业务规则，标志着我国资管行业进入统一监管的新时代，同时将对资管行业业态起到重塑的作用。从市场结构来看，商业银行、券商、保险、信托、基金未来将站在同一竞争起跑线上，这有利于市场公平竞争，最大程度消除监管套利的空间。

近年来，我国金融机构资管业务快速发展，规模迅速膨胀。央行的数据显示，截至2017年末，不考虑交叉持有因素，我国金融机构资管业务总规模已超百亿元，成为

我国金融体系中举足轻重的组成部分。其中银行表外理财和资金信托的资金余额规模最大，分别为22.2万亿元和21.9万亿元，占比均超过20%；公募、私募、券商资管、基金及子公司、保险资管分别为11.6万亿、11.1万亿、16.8万亿、13.9万亿和2.5万亿元（图1）。同时，互联网企业、各类投资顾问公司等非金融机构开展资管业务也十分活跃。

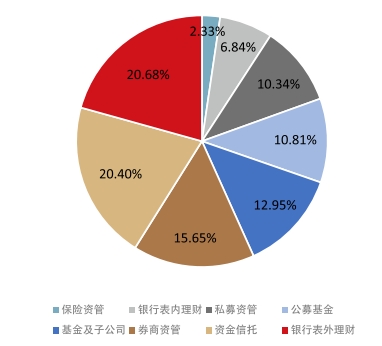
资管业快速扩张的阶段，各细分业务交叉融合的趋势日益突

出，但在分业监管的体制下，相应的监管制度日趋滞后，监管盲区日渐明显。由于同一时期恰逢我国处于利率下行周期，叠加监管政策空白，给资管行业负债端加杠杆提供了便利。随着资管业务的不断创新，系列资管乱象逐渐浮出水面，不仅干扰宏观调控的效果，还引发监管套利、资金脱实向虚、期限错配、杠杆率飙升、多层嵌套、刚性兑付等问题，整个行业积累了大量风险。

海通证券首席宏观分析师姜超指出，这存在逃避监管、掩盖风险和加大系统性风险的危害：一方面，不符合融资标准的企业通过资管搭建的通道业务获得资金，违背了监管初衷；同时，通道业务掩盖了银行对不达标企业融资带来的风险；最后，资金层层嵌套的操作手段导致参与此项业务的金融机构面临被风险层层渗透的境况，增大发生系统性风险的概率。

统一监管标准是避免上述问题的根本所在。资管新规的出台，

图1：我国金融机构资管业务结构



数据来源：央行

本质上就是通过打破刚兑、消除多层嵌套、规范资金池、控制杠杆水平、实施穿透式监管等手段，统一监管标准、消除监管套利、规范业务发展，以防范系统性金融风险。随着资管新规的深入实施，我国资管行业有望从规模野蛮扩张阶段步入精耕细作阶段，加速资管业务模式的转型，各细分资管业务之间也将形成新的竞争格局。

各类资管机构受到的影响

随着新规的全面落地，大部分通道业务将逐步萎缩，非标资产投资严格受限，资管产品模式和市
场风险偏好都将有所改变，不同机构之间的发展也将进一步分化，中小机构或将面临较大挑战，而拥有出色投资能力和管理能力的机构有望获得更多竞争优势。

其一，银行理财：保本理财退场

银行表外理财是占比最大的资管产品，同时也是资管行业重要的资金来源，因此短期内银行面临的调整压力最大。受新规的影响，4月以来，银行理财产品的发行数量、平均收益率和平均期限都明显下行。大智慧的数据显示，银行理财产品的发行数量从年初的3119款/周下降到6月初的2063款/周；同期平均期限从75天减少到7天。

资管新规对银行理财的正面冲击主要在于取消刚兑以及严禁期限错配等方面。具体说，保本理财将退出市场；净值化管理导致非保本理财稳定高收益的光环消失；严控通道限制了银行发行理财产品的积极性；禁止期限错配则减少理财

的期限利差，削弱了银行理财的盈利能力；规范资金池则限制了银行理财的增量。这些短期内将对银行理财的增量和存量造成双重打击。

未来，银行表外理财将面临资金分流：对于追求保本收益的投资者来说，打破刚兑之后，表内存款有望成为银行理财产品转移的方向之一；而对具有一定风险承受能力的投资者来说，则有可能分流到货基等类固收资管产品上。

此外，对于具有更高风险承受能力的投资者，银行也可以成立资管子公司发行理财产品，最大化地发挥其网点和渠道优势，但在统一监管的框架下，原则上子公司理财产品同样不能投资非标债权类资产，其产品设置将与公募基金产品趋同——换言之，理财产品将与公募同台竞技。未来银行理财业务定位将回归“代客理财”本质。

无论如何，由于银行投资资管产品的资金主要来自表内的股权及其他投资和表外理财，那么在新规的钳制下，通道业务限制和整体理财规模的收缩，将导致未来银行投资到其他资管产品的资金减少。如券商资管定向计划、基金专户、基金子公司专户、信托等，此类较大比例资金源于银行的业务，将跟随受到冲击。

其二，资金信托：通道业务重新受限

资管新规的核心规范直接触及信托业以往高速扩张的根基——通道业务和刚兑优势。从资金端来说，打破刚兑、穿透式监管以及严禁多层嵌套和通道之后，银行理财资金无法继续投资信托产品，信托通道也无法继续为银行理财提供通

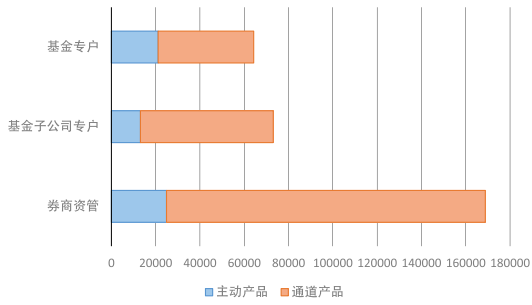
道，这意味着信托资金来源将明显收缩，通道业务下降。从资产端而言，新规一方面通过穿透原则严格约束信托对非标资产的选择，一方面通过禁止期限错配抬高信托产品的发行难度和项目选择范围。从产品端来说，分级限制极大约束信托结构化产品的开展。此外，非金融机构不得销售资管产品的规定，将导致信托销售渠道进一步收窄，从而更加依赖银行和券商渠道。

资管新规从产品分类、投资者适当性、投资者门槛、抑制非标债权业务等角度，基本覆盖了信托的方方面面。未来一段时间内，资金信托很大程度因为业务收缩而发生规模的负增长，且很难再有类似2017年那种资金从其他机构流出转而进入信托的局面发生。今后信托业不能再依靠非标需求和监管套利来实现高增长，而必须向更加主动、更加专业的资产管理和财富管理的方向转变，实现业务变革和转型。

其三，券商资管、基金子公司：倒逼转型

券商资管与基金子公司专户业务的相似之处是，两者在政策松绑的背景下几乎同时起步并迅猛发展，但均以通道业务为主——前者的典型业务是定向资管，后者则是一对一产品；两者的资金来源均为银行——前者主要为银行的表外资金投资提供服务，后者多数属于委外业务，资金来源也是银行。根据中国证券投资基金业协会的统计数据，截至2017年末，通道业务在券商资管、基金子公司、基金专户中的占比分别是85%、82%和67%（图2）。

图2：2017年基金专户、子公司专户及券商资管的主动产品和通道业务规模（亿元）



数据来源：中国证券投资基金业协会

因此，当资管新规对多层嵌套、期限错配等情况痛下杀手时，券商资管和基金子公司专户毫无疑问成为首要监管约束对象，其赖以生存的通道业务将大规模受限。此外，资管新规设立了资管产品负债比率上限，并规定公募和开放式私募产品不得进行份额分级，这导致原先加杠杆的主动管理业务受限，即券商资管和基金子公司专户将同时面临银行需求萎缩和自身业务受限两重压力。

对券商资管和基金子公司来说，被资管新规倒逼着向主动管理转型的压力更大。在当前政策的引导下，随着“去通道化”趋势的持续，这两类机构提升主动管理能力，回归资管业务本源，有望实现从追求规模到追求品质的转变。原先在业务布局上具有前瞻性，且积极完善业务结构的机构，有望获得竞争优势。除了深抓主动管理外，现在也是加强资产证券化等新兴业务的契机，甚至有望将其发展为券商资管业务和基金子公司业务的重要发力点。

其四，公募基金、保险资管：影响较小

相对其他机构，公募基金和保

险资管所受资管新规的影响较小。

公募基金可是资管业内规范化、透明化程度最高的领域，因此虽然资管新规有多处涉及公募基金，但大多是对以往监管要求的强调和深化，如关于杠杆率的规定

早在2017年8月已全面实施；关于投资集中度的规定则与“双十规定”差别不大。

对公募基金影响较大的规定要数“禁止分级基金再发行”的条款，基金公司被要求在6月底之前完成分级基金整改计划的制定，明确清理进度。实际上，2015年市场大波动之后，监管层便已经着手收紧分级基金的交易参与门槛；此后在2017年5月发布的《分级基金业务管理指引》抬高了其投资门槛，令分级基金规模大幅萎缩。截至今年一季度末，市场上分级基金总规模为1333.54亿元，同比缩水38%，较最高峰的2015年二季度则大幅缩水72%。换言之，新规涉及到的存量规模有限。

相似的是，保险资管的规范程度也较强。早在2016年6月《关于加强组合累保险资产管理产品业务监管的通知》的出台，就已提前将保险资管纳入比较严格的规范框架下，而其对资管产品的监管要求与资管新规基本一致。

保险资金对接实体经济主要通过债权投资、股权投资及资产支持计划等融资方式进行。三类项目中，债权投资计划的交易结构最成

熟，最能满足实体经济对资金量大、期限长的融资需求。但债权投资对投资项目和信用增级要求较高，投放标的受限较大。资管新规禁止明股实债、打破刚兑，由此符合保险资金需求的高收益、长期限固收类产品将更为缺乏，后续保险资管将面临更大的资产配置压力。

据保险资管业协会的统计，今年1-5月19家保险资管公司注册债权投资计划62项，合计注册规模1221.50亿元；而上年同期17家保险资管公司注册债权投资计划和股权投资计划66项，合计规模1727.32亿元。这意味着保险资管公司整体注册项目的数量和规模已双双萎缩。

总的来说，资管新规的落地为资管行业提供了更加公平和规范的竞争环境，有助于整顿金融乱象，并推动资管行业长足发展。对股市而言，资管新规将限制整个股市的资金池总量，冲击滞留于股市的杠杆资金与非法进入资金，并对股市的并购重组、借壳等行为造成阵痛。对债市而言，资管新规的出台有望逆转过去几年大资管规模爆发的趋势，债市资金由表外回归表内，债市加杠杆能力降低，债券配置需求趋降。

在资管新规的监管框架下，各类资管机构通过产品嵌套、监管套利的时代已经落幕，未来违规业务将逐步退出，而规范的资管业务则迎来发展机遇。大家需要重新寻求与自身风格相匹配的客户群，重建特色业务品牌，实现产品与客户风险相匹配，提升资管综合金融服务能力。具有较强投资研究能力的资管机构将获得资金青睐，从而更有可能脱颖而出。🌸

资管新规体现了什么监管意图？

文 | 《固定收益》编辑部

随着后续执行和配套文件的陆续出台，资管新规所蕴含的金融监管原则和趋势，以及其对主要市场机构的影响、对核心资产价格的影响，乃至对整个资管行业的深远影响将逐渐显现。

资管新规的发布标志着资管行业告别野蛮生长时代，进入统一监管、规范发展的时代。与征求意见稿相比，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）正式稿在过渡期设置、产品净值化管理、私募产品分级限制以及银行类资管业务范围等方面有所放松，而在合格投资者门槛与标准化债权资产认定等方面则有所收紧。

当然，作为资管行业统一监管的纲领性文件，新规并非独立存在，而明确继续承接了金融强监管的大趋势和大逻辑。随着后续执行和配套文件的陆续出台，资管新规所蕴含的金融监管原则和趋势，以及其对主要市场机构的影响、对核心资产价格的影响，乃至对整个资管行业的深远影响将逐渐显现。

四处主要松动提升可操作性

4月28日，资管新规出台，正式将“去杠杆、去嵌套、破刚兑、



资管新规的发布标志着资管行业告别野蛮生长时代，进入统一监管、规范发展的时代。



控杠杆、禁资金池、转型主动管理、加强监管协调”确立为资管行业的核心规范方向，正面直击资管业多重业务，如通道、非标、资金池、分级及结构化产品等。

资管新规对征求意见稿中部分条款进行了适当性操作调整，重新厘定前期表述模糊、易产生歧义的部分。其中在过渡期、产品净值化管理、私募产品分级限制、银行类资管业务范围等方面有所松动。

其一，过渡期延长一年半，允许老产品对接。

相比征求意见稿，资管新规关于过渡期及产品处置有三个边际放松点：1. 将过渡期延长至2020年底，这一调整略超市场预期。这意味着机构获得足够的时间以调整和转型。2. 资管新规允许金融机构发行老产品对接，以维持必要的流动性和市场稳定，大大减缓了了新规颁布后对资本市场形成的正面冲击。3. 过渡期后，存在因子公司尚未成立而达不到第三方独立托管要求的情形时，可暂缓按新规执行。

简单地说，无论过渡期内还是过渡期结束后，新产品均按新规执行；而对老产品而言，过渡期内，可获准发行对接，但须结合整改计划进行有序压缩递减；过渡期后，存在因子公司尚未成立而不达标，仍可暂缓按照资管新规执行。

可以看出，这里的“放松”，其根本要义在于，监管层充分考虑了市场诉求及承受力，并力求确保必要的流动性和市场稳定。实际上透露出监管层通过监管激励等手段引导金融机构资产回表、引导资管产品向规范方向发展的坚定决心和监管意图。

其二，强调净值化管理，但为摊余成本法留出余地。

监管口径为何从全面执行净值化管理调整为对部分产品使用摊余成本法网开一面，并设置了极为苛刻的限制条件——必须是封闭式产品（这里同时隐含的条件是“期限不得低于90天”），必须持有到期或不具备活跃交易市场。

原因之一是，在于对非标产品来说，缺乏活跃的交易市场，按公允价值原则生成净值存在难度。监管层综合考虑了市场需求和可操作性。

另一个原因是与摊余成本法的概念本源有关。摊余成本法概念出自会计准则。2017年我国会计准则更新，对于金融资产的计量从《IAS39金融工具：确认和计量》改成《IFRS9：金融工具》。

IFRS9第十七条规定，“金融资产同时满足下列条件的，应当分类为摊余成本计量的金融资产：（一）企业管理该金融资产的业务模式是以收取合同现金流量为目

征求意见稿	按照“新老划断”原则设置过渡期，过渡期自本意见发布实施后至2019年6月30日。金融机构已经发行的资产管理产品自然存续至所投资资产到期。过渡期内，金融机构不得新增不符合本意见规定的资产管理产品的净认购规模。
资管新规	过渡期为本意见发布之日起至2020年底，对提前完成整改的机构，给予适当监管激励。为接续存量产品所投资的未到期资产，维持必要的流动性和市场稳定，金融机构可以发行老产品对接，但应当严格控制在存量产品整体规模内，并有序压缩递减，防止过渡期结束时出现断崖效应。过渡期结束，金融机构的资管产品按照本意见进行全面规范（因子公司尚未成为而达不到第三方独立托管要求的情形除外），金融机构不得再发行或存续违反本意见规定的资产管理产品。

征求意见稿	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。按照公允价值原则确定净值的具体规则另行制定。
资管新规	金融资产坚持公允价值计量原则，鼓励使用市值计量。符合以下条件之一的，可按照企业会计准则以摊余成本进行计量：（一）资产管理产品为封闭式产品，且所投金融资产以收取合同现金流量为目的并持有到期。（二）资产管理产品为封闭式产品，且所投金融资产暂不具备活跃交易市场，或者在活跃市场中没有报价、也不能采用估值技术可靠计量公允价值。金融机构以摊余成本计量金融资产净值，应当采用适当的风险控制手段，对金融资产净值的公允性进行评估。当以摊余成本计量已不能真实公允反映金融资产净值时，托管机构应当督促金融机构调整会计核算和估值方法。金融机构前期以摊余成本计量的金融资产的加权平均价格与资产管理产品实际兑付时金融资产的价值偏离度不得超过5%或以上，如果偏离5%或以上的产品数超过所发产品总数的5%，金融机构不得再发行以摊余成本计量金融资产的资产管理产品。

征求意见稿	以下产品不得进行份额分级：（一）公募产品。（二）开放式私募产品。（三）投资于单一投资标的的私募产品，投资比例超过50%即视为单一。（四）投资债券、股票等标准化资产比例超过50%的私募产品。
资管新规	公募产品和开放式私募产品不得进行份额分级。

征求意见稿	公募产品主要投资风险低、流动性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。公募产品可以投资商品及金融衍生品，但应当符合法律法规以及金融监督管理部门的相关规定。现阶段，银行的公募产品以固定收益类产品为主。如发行权益类和其他产品，须经银行业监管部门批准，但用于支持市场化、法制化债转股的产品除外。
资管新规	公募产品主要投资标准化债权类资产以及上市交易的股票，除法律法规和金融部门另有规定外，不得投资未上市股权。公募产品可以投资商品及金融衍生品，但应当符合法律法规以及金融监督管理部门的相关规定。金融监督管理部门和国家有关部门应当对各类金融机构开展资产管理业务实行平等准入、给予公平待遇。资产管理产品应当在账户开立、产权登记、法律诉讼等方面享有平等的地位。金融监督管理部门基于风险防控考虑，确实需要对其他行业金融机构发行的资产管理产品采取限制措施的，应当充分征求相关部门意见并达成一致。

标。(二)该金融资产的合同条款规定,在特定日期产生的现金流量,仅为收回本金和以未偿付本金金额为基础收取的利息。”

曾担任券商清算部资产估值业务负责人的李响认为,对比可见,资管新规对摊余成本法条件的放宽,其实也是在配合新版会计准则,避免执行中发生相互抵触的情况。

由于摊余成本法可以从技术手段上让资产收益变得平滑,令产品净值稳定,并满足投资人对固定回报的要求,因此金融机构往往出于熨平净值波动性等考虑,倾向于

使用摊余成本法,尤其是固定收益报价的银行理财产品和货币基金——前者对底层资产使用摊余成本法进行估值,后者对于投资债券使用摊余成本法估值。

摊余成本法的收益率计算是基于整个资产持有期间的现金流,其隐含前提是:资产可以正常持有到期兑付,没有信用风险。

问题在于,原先银行的固收类理财产品往往隐含刚兑承诺,这就意味着投资端走向更高利率、更长期限、更高杠杆的方向,导致产品面临高信用风险、高流动性风险和高杠杆风险,甚至潜藏着单一资

产风险蔓延为系统性风险的危险。

至于货币基金,监管人士接受《金融时报》采访表示,资管新规并未禁止货币基金使用摊余成本法,大部分产品可以使用。截至今年3月末,货币基金总规模为7.32万亿,占公募基金总规模59.21%。不过,货币基金的主要问题在于流动性,若流动性缺失,迫使基金出售资产变现,将与摊余成本法的前提相悖。

由此可以理解为何资管新规要对摊余成本法的使用设定如此苛刻的限制条件。比如“封闭式产品”的要求实际是希望将风险锁定

在产品之内,阻断风险在产品之间、机构之间传递的路径;“持有到期”的要求是契合摊余成本法的使用前提;价格偏离5%或以上的产品数量不得超过发行总数的5%,这一要求则是对金融机构发行该类产品进行总额限制,从市场总量层面限制该类风险产品的发行,降低极端情况引发踩踏的概率。

其三,放开封闭式私募产品的分级限制,杠杆率略为放松。

资管新规充分考虑了市场需求和承受力,对允许分级的产品设定了不同的分级比例,并放开了对两类私募产品的分级限制。可以理解为,在资管新规的框架下:1.公募基金的分级基金过渡期后必须转型或清盘;2.封闭式私募产品都能进行份额分级。

诞生于2007年、辉煌于2014年的分级基金,已开始谢幕倒计时。按监管要求,6月底之前公募基金公司需上报分级基金清理工作的整改方案;3亿元以下的份基金

应在2019年6月底前完成转型;3亿元以上的则可宽限到2020年。当前多家基金公司已经上报或准备上报转型方案,LOF是主流转型方向。其实在资管新规酝酿过程中,已有大批分级基金运作到期,这些产品大部分完成了转型,还有小部分直接清盘。截至2018年3月末,分级基金总规模为9.14亿元。

而封闭式私募的部分,虽然分级是可行的,但这其实隐含着一些限制条件。一个是,私募意味着资金来源受限于合格投资者。与《私募投资基金监督管理暂行办法》相比,资管新规事实上抬高了“合格投资者”的认定标准,并细化了不同产品最低认购金额(这一点后文再展开)。

另一个是,按资管新规,“分级资产管理产品不得直接或者间接对优先级份额认购者提供保本保收益安排”,这意味着以往常见的担保、差额补足、回购安排等手段进一步受限,优先级的吸引力下降。

其四,银行资管投资权益类资产获放松。

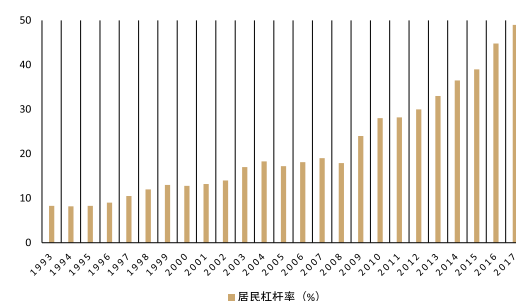
资管新规将所有资管产品划分为“公募”和“私募”。这两个概念并非狭义的公募基金和私募基金,而是对银行、券商、基金、保险、信托等资管机构所有资管产品的分类,前者是面向不特定社会公众公开发行的资管产品,后者是面向合格投资者通过非公开方式发行的资管产品。

资管新规删除了征求意见稿中对银行公募产品“以固定收益类产品为主,发行权益类产品需经银行监管部门批准”等表述;同时增加“资管产品应当在账户开立、产权登记、法律诉讼等方面享有平等的地位”。

这一变动放开了银行类资管机构所受的限制,赋予银行类资管机构与其他非银资管机构相同的投资权限,既肯定了银行发行和管理公募产品的角色,同时也彰显监管公平。未来,银行公募发行权益类产品和其他产品不再需要银行业监



图1: 1993-2017年我国居民部门杠杆率



数据来源: 国家金融与发展实验室国家资产负债表研究中心测算

表1: 2014年中国居民部门资产负债情况

	余额(亿元)	人均(万元)	户均(万元)
居民总资产	2537220	19	55
非金融资产	1505218	11	33
金融资产	1032002	8	22
金融负债	231410	2	5
金融净资产	800592	6	17

数据来源: 资产数据来自Wind“2014年中国居民部门资产负债表”;人口数据来自国家统计局。

管部门的批准。当然，不止银行，在新规的框架下，所有资管机构将站在同一条起跑线上，共同参与公募产品的设计与竞争，这对公募基金行业是一个巨大的挑战。

事实上，对银行资管投资权益类资产的放松，与资管新规对银行理财的整体监管态度是相呼应的。如原先银行理财产品隐含“保本”，如今禁止保本；原先可以投资非标和期限错配，如今禁止投资非标、禁止期限错配……这意味着在新规的规范下，银行再也不能通过配置非标和期限错配来提高产品收益率、增强产品吸引力。未来，银行资管单靠配置标准化债权是无法保证产品收益竞争力的，因此配置权益类资产应该是个绕不开的选择。

当前来说，银行资管与基金公司的产品结构还是有很大差异的——基金公司涉足权益类业务更多，而银行资管更青睐波动性平滑的固定收益类产品。不过，银行资管的优势也很明显，如募集理财资金具有优势，因此尽管两者的客户结构不尽相同，但在监管政策的引导下，“平等准入”、“公平待遇”的要求将推动银行资管增加对权益类资产的配置，逐渐承担起“受人之托、代人理财”的职能，与公募基金形成正面竞争。

两处明显收紧彰显严监管趋势

其一，合格投资者标准抬高。

合格投资者概念的核心有两点，即风险识别能力和风险承担能

力。由于投资者对自身的认知往往容易产生偏差，需要借助资管方进行“纠偏”，意味着金融机构有义务采取一定的手段甄别客户，进行投资者适当性管理——这其实是“卖者尽责”的体现之一。

前文提及，相较《私募投资基金监督管理暂行办法》，资管新规对合格投资者的定义更严格。实际上，资管新规对这个概念的厘定，不仅对之前散布在不同投资领域法规条款的标准各异的定义做了统一，而且可以说是我国最严格的合格投资者定义。

对比此前系列合格投资者的界定标准，不难发现，无论是征求意见稿还是资管新规，均明显提高了合格投资者“家庭金融资产”要求：从原先的100万到300万不等的水平，统一提升至500万元。

而相对征求意见稿来说，资管新规更进一步提高门槛：新增“具有2年以上投资经历”、“家庭金融净资产不低于300万元”的规定，并强调无论个人投资者还是机构投资者，都不得使用非自有资金来投资资产管理产品。

家庭金融资产、家庭金融净资产等条件，可视为监管层对合格投资者的刚性约束。这实际上是将个人投资者的负债，即居民杠杆纳入考量。

国家金融与发展实验室国家资产负债表研究中心统计显示，我国居民部门加杠杆近两年呈加速态势：1993-2008年，由8.3%上升至17.9%，15年增长不到10个百分点；而2008-2017年从17.9%上升至49%，9年增长了31个百分点，年均增幅近3.5%，近两年年均增幅甚

至达到49个百分点（图1）。

考虑到中国居民部门净财富仅占全社会净财富的40-50%，远不及发达经济体70-90%的水平，因此从居民债务占居民净财富的比重来看，中国居民部门的杠杆率水平就非常高了。中国人民大学经济学院副院长陈彦斌以“家庭债务/家庭可支配收入”测算显示，截至2017年末，中国家庭部门的杠杆率高达110.9%，已高于美国家庭部门的杠杆率水平（108.1%）。

再结合2014年中国居民部门负债的情况为对照，可以发现我国绝大多数家庭的金融资产远远低于资管新规的要求（表1）。合格投资者门槛的提高，实际上是引导不同投资者根据自身风险承受能力，购买不同风险程度的产品，从而降低市场运行的整体风险，完善与规范资本市场。

其二，明确标准化债权类资产的定义，“非非标”或将纳入“非标”。

资管新规进一步明确了标准化债权类资产的定义。在该定义的表达中，将在征求意见稿中“……经国务院和金融监督管理部门批准的交易市场”，改为“……经国务院同意设立的交易市场”，这意味着在其他交易市场交易的债权业务被划入“非标”的范畴。例如区别于上交所、深交所等全国性交易平台的地方交易所，这类交易所的定位以非标类股权和债权交易为主。

市场更关注的还有被称为“非非标”的银登中心、北金所挂牌业务。资料显示，银登中心是“经财政部同意、银监会批准成立”，北金所则是“在一行三会、

财政部指导下，经北京市人民政府批准成立”——均非国务院同意设立的交易市场。

2016年银监会82号文《关于规范银行业金融机构信贷资产收益权转让业务的通知》中规定，银行理财投资信贷资产收益权，在银登中心完成转让和集中登记的，相关资产不计入非标准化债权资产统计，在全国银行业理财信息登记系统中单独列示。

2017年中国银行间市场交易商协会发布70号文《关于同意<北京金融资产交易所债权融资计划业务指引>备案的通知》，同意北金所开展债权融资计划业务报备的请示，将债权融资计划作为银行间市场品种开展业务。

上述文件对在银登中心和北金所交易的债权类资产往非标转标的方向打开了口子。在具体操作中，银登中心和北金所的相关债权资产往往被认为介于“标准化债权类资产”和“非标准化债权类资产”之间，即当作“非非标”对待，按非标的权重计提，但不占非标的投资额度。如今按资管新规的规定，很大概率“非非标”会被划入“非标”，这将导致该类资产的吸引力下降。

小结

表面上看，落地的资管新规出现放松之处比收紧之处多，似乎金融监管力度开始减弱。不过平安证券分析师魏伟认为，资管新规并非独立存在，而是嵌套与当前对金融机构和交易行为的强监管趋势之下，而在强调防范化解金融风险、



66

在可预计的未来，金融监管部门将继续配合资管新规出台更多监管细则，全方位肃清资管行业秩序，回归“代客理财”本源。

99

监管姓“监”以及监管协调性增强等原则不变的情况下，金融严监管的趋势难以改变。

作为金融监管改革的一部分，资管新规的意图在于重塑资管业态、优化金融体系结构。其部分细节的问题放松和收紧，体现了监管层在力求保持市场稳定的情况下

推动资管行业规范的意图，目的在于规范资管行业长期发展，重塑资管业态，廓清金融结构体系。在可预计的未来，金融监管部门将继续配合资管新规出台更多监管细则，全方位肃清资管行业秩序，回归“代客理财”本源。🔴

信托公司集合资金信托计划管理办法（2009 年施行）	定义	指符合下列条件之一，能够识别、判断和承担信托计划相应风险的人：（一）投资一个信托计划的最低金额不少于 100 万元人民币的自然人法人或者依法成立的其他组织；（二）个人或家庭金融资产总计在其认购时超过 100 万元人民币，且能提供相关财产证明的自然人；（三）个人收入在最近三年内每年收入超过 20 万元人民币或者夫妻双方合计收入在最近三年内每年收入超过 30 万元人民币，且能提供相关收入证明的自然人。
	单只产品最低认购金额	100 万元
证券公司客户资产管理业务管理办法（2013 年施行）	定义	指具备相应风险识别能力和承担所投资集合资产管理计划风险能力且符合下列条件之一的单位和个人：（一）个人或家庭金融资产不低于 100 万元人民币；（二）公司、企业等机构净资产不低于 1000 万元人民币。依法设立并受监管的各类集合投资产品视为单一合格投资者。
	单只产品最低认购金额	/
基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法（2012 年施行）	定义	1. 为单一客户办理特定资产管理业务的，客户委托的初始资产不得低于 3000 万元人民币。 2. 为多个客户办理特定资产管理业务的，符合条件的特定客户委托投资单个资产管理计划初始金额不低于 100 万元人民币，且是能够识别、判断和承担相应投资风险的自然人、法人、依法成立的组织或中国证监会认可的其他特定客户。 3. 为多个客户办理特定资产管理业务的，单个资产管理计划的委托人不得超过 200 人，但单笔委托金额在 300 万元人民币以上的投资者数量不受限制；客户委托的初始资产合计不得低于 3000 万元人民币，但不得超过 50 亿元人民币；中国证监会另有规定的除外。
	单只产品最低认购金额	/
私募投资基金监督管理暂行办法（2014 年施行）	定义	具备相应风险识别能力和风险承担能力，投资于单只私募基金的金额不低于 100 万元且符合下列相关标准的单位和个人：（一）净资产不低于 1000 万元的单位；（二）金融资产不低于 300 万元或最近三年个人年均收入不低于 50 万元的个人。以及符合规定的其他四类投资者。
	单只产品最低认购金额	100 万元
征求意见稿	定义	指具备相应风险识别能力和风险承担能力，投资于单只资产管理产品不低于一定金额且符合下列条件的自然人和法人。（一）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。（二）最近 1 年末净资产不低于 1000 万元的法人单位。（三）金融监督管理部门视为合格投资者的其他情形。
	单只产品最低认购金额	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。合格投资者同时投资多只不同产品的，投资金额按照其中最高标准执行。
资管新规（2018 年施行）	定义	指具备相应风险识别能力和风险承担能力，投资于单只资产管理产品不低于一定金额且符合下列条件的自然人和法人或其他组织。（一）具有 2 年以上投资经历，且满足以下条件之一：家庭金融资产不低于 300 万元，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。（二）最近 1 年末净资产不低于 1000 万元的法人单位。（三）金融管理部门视为合格投资者的其他情形。
	单只产品最低认购金额	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。投资者不得使用贷款、发行债券等筹集的非自有资金投资资产管理产品。

征求意见稿	标准化债权类资产是指在银行间、证券交易所市场等国务院和金融监督管理部门批准的交易市场交易的具有合理公允价值和较高流动性的债权性资产，具体认定规则由人民银行会同金融监督管理部门另行制定。其他债权类资产均为非标准化债券类资产。金融机构发行资产管理产品投资于非标准化债权类资产的，应当遵守金融监督管理部门制定的有关限额管理、风险准备金要求、流动性管理等监管标准。
资管新规	标准化债权类资产应当同时符合以下条件：1. 等分化，可交易；2. 信息披露充分；3. 集中登记，独立托管；4. 公允定价，流动性机制完善；5. 在银行间市场、证券交易所市场等经国务院同意设立的交易市场交易。标准化债权类资产的具体认定则由中国人民银行会同金融监督管理部门另行制定。标准化债权类资产之外的债权类资产均为非标准化债权类资产。金融机构发行资产管理产品投资于非标准化债权类资产的，应当遵守金融监督管理部门制定的有关限额管理、流动性管理等监管标准。

配置

核心资产

力争

价值领先



鑫元基金实力打造

核心资产股票基金即将来袭

风险提示:投资人购买基金时候应详细阅读该基金的基金合同和招募说明书等法律文件,了解基金基本情况。基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产,但不保证基金一定盈利,也不保证最低收益。基金的过往业绩不预示其未来表现,基金管理人管理的其他基金的业绩和其投资人员取得的过往业绩并不预示其未来表现,也不构成基金业绩表现的保证。基金有风险,投资需谨慎。本产品由鑫元基金管理有限公司发行与管理,代销机构不承担产品的投资,兑付和风险管理责任。



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