

固定收益

XINYUAN FIXED INCOME

16

2019年1月 第十六期
www.xyamc.com



2019
HAPPY NEW YEAR

- ☉ 大曰逝，逝曰远，远曰反
2019年宏观展望及投资策略
- ☉ 债牛助推2018债券指数基金起舞
- ☉ 化纤行业信用分析框架及发行人分析
- ☉ 13万亿公募基金：一半海水一半火焰
——盘点2018年公募五大“对对碰”现象
- ☉ 通往繁荣之路：减税

2019 做好自己

鑫元基金
XINYUAN ASSET MANAGEMENT

固定收益

XINYUAN FIXED INCOME

(第十六期)

对于刚刚过去的2018年资本市场，在场者冷暖自知，当属大多数人印象最为深刻的年份之一。与几年前杠杆崩盘之惨烈不同，贸易战暗影围困之下，A股全年软刀割肉，这把刀时快时慢，时东时西。全年12个月，连续的月级别调整有十个月以上。多个板块多数个股全年处于跌跌不休的下降通道，除了操作难度极大的个别板块少数个股的短暂脉冲行情，市场除了低价入股高价套现的大小非外，鲜有盈利者，这是在熊市也较为罕见的场景。

对于全球股市而言，2018年无疑也是一个糟糕的年头。相比我们跌到“麻木”，国外投资者得而复失，坐了一趟大回转的过山车其实要更加难捱。恒生指数、道琼斯指数虽均在年内创出历史新高，但随后可谓是盛极而衰，直至回吐全部涨幅。纳斯达克综合指数、日经指数、“欧洲三杰”英德法股市均未能幸免，因而《华尔街日报》认为全球股票估值正处于5年来的最低点。

2018年对于国内主耕固收领域的从业者来说，享受到了一段久违的“慢牛”行情。自去年上半年开始，央行两次降准缓解资金面紧张情绪，各券种债券收益率曲线不断下行，债市扬眉吐气了一把，助力全年债券型基金规模增幅过万亿；不过下半年同样在央行的两次降准释放流动性的背景下，债券收益率却没有随惯性继续下行，走势扑朔迷离，偶有抬升，债市步入回调整整阶段。

当前，对于2019年的市场态势展望可谓见仁见智，但倘若只是因为2018年经历了这些困难，2019年就应当也会经历，显然属于站不住脚的推论。另外，我们应当注意到，2018年虽然是新问题、新情况不断出现、市场走势比较复杂、普通投资者感到操作难度较大的极不平凡的一年，但同时也是中国资本市场改革与监管力度较大的一年。一些强有力的监管措施从长远来看，无疑是有利于市场健康发展的。从长计议，无论股市、债市，“慢牛”仍可期。

2019，仍需尽力做好自己。🌹



目录

2019年1月 第十六期

CONTENT

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 周 忠

视觉设计 吴晶晶 沙勇兵 阳 婵

项目协调 吕雅楠 马 磊

内容合作 环讯传媒

卷首语

01 2019 做好自己

固收动态

鑫元看市场

06 大曰逝，逝曰远，远曰反
2019年宏观展望及投资策略

策略

14 经济峰回路转 债市借力而行
2019年度债市回顾与展望

20 鑫元风险均衡策略 (Risk Parity)
——从风险的角度看大类资产配置

债券指数基金专题

26 布局债券指数型基金的黄金时代
30 债牛助推2018债券指数基金起舞

信用研究

34 化纤行业信用分析框架及发行人分析

聚焦

42 13万亿公募基金：一半海水一半火焰
——盘点2018年公募五大“对对碰”现象

机构

50 银行理财获准直投股市 A股市场迎来新玩家
54 一图看懂银行理财投资股市概要

声音

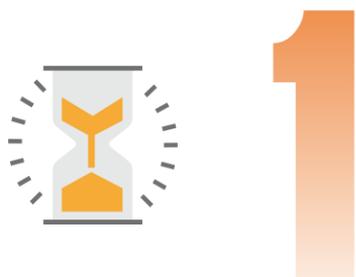
56 信用风险缓释凭证的价值与应用中的局限性
64 农商老司机的进击之路

宏观

68 通往繁荣之路：减税

NEWS

固收动态



2018年12月24日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，提到加快民企上市和再融资审核，支持资管产品、保险资金依规参与处置化解民营上市公司股权质押风险。会议指出，加力支持民营企业和中小企业发展，有利于增强经济发展内生动力、推动创业创新和就业扩大。

专家点评：险企以专项产品的方式入市有三方面优势。一是，保险资金长期价值投资优势，可以解决很多民营企业当前股票的质押接近平仓线等问题，为其提供一些流动性支持；二是，对于市场的波动，险资通过专项产品方式大规模地介入市场，可以给市场投资人传递信心；三是，在投资的标准选择上，对于重点的标的进行投资后，还会进行治理结构的优化，协调体系内外资源，给予多方支持。

2018年12月20日凌晨，美联储召开议息会议，宣布加息25个基点，将联邦基金目标利率区间上调至2.25% - 2.5%，创2008年以来最高，这是美联储今年第四次加息，也是开启本轮货币政策正常化以来的第九次加息，同时也是1994年以来首次在股市下跌的情况下收紧货币政策。

专家点评：央行此时释放流动性合理充裕的信号，表明货币政策宽松取向保持不变，我国的货币政策仍以国内经济为重。当然，此前央行行长易纲也指出，内外均衡需要并重，但考虑到美国近期市场大幅波动，美债利率大幅下降，中美利差有所修复，所以我们的外部约束已经减小。



2018年11月27日，中国人民银行、银保监会、证监会联合印发《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》。《指导意见》主要涵括三个部分：一是科学评估，合理认定对金融体系稳健性具有系统性影响的金融机构。二是加强监管，降低系统重要性金融机构发生重大风险的可能性。三是建立特别处置机制，确保系统重要性金融机构发生重大风险时，能够得到安全、快速、有效处置，保障其关键业务和服务不中断。

专家点评：从我国情况看，经过近年来的快速发展，部分规模较大、复杂度较高的金融机构因与其他金融机构关联度高而居于金融体系核心，对我国金融体系整体稳健性以及服务实体经济的能力具有重要影响。为此，迫切需要明确政策导向，对系统重要性金融机构的识别、监管和处置作出制度性安排。指导意见的颁布，不仅是出于防范系统性风险的考虑，也是重要的监管制度补短板，与国际监管标准接轨。



2018年11月5日，首届中国国际进口博览会在上海开幕，国家主席习近平出席开幕式并发表主旨讲话。他提到，将增设中国上海自由贸易试验区新片区、在上海证券交易所设立科创板并试点注册制、支持长江三角洲区域一体化发展并上升为国家战略等3项重要措施。在出席开幕式和相关活动后，习近平总书记在上海考察时强调，要把这3项新的重大任务完成好。这一完善中国改革开放空间布局的新举措，彰显了中国坚定不移推进改革开放的决心，必将为新时代改革开放注入强大新动力。

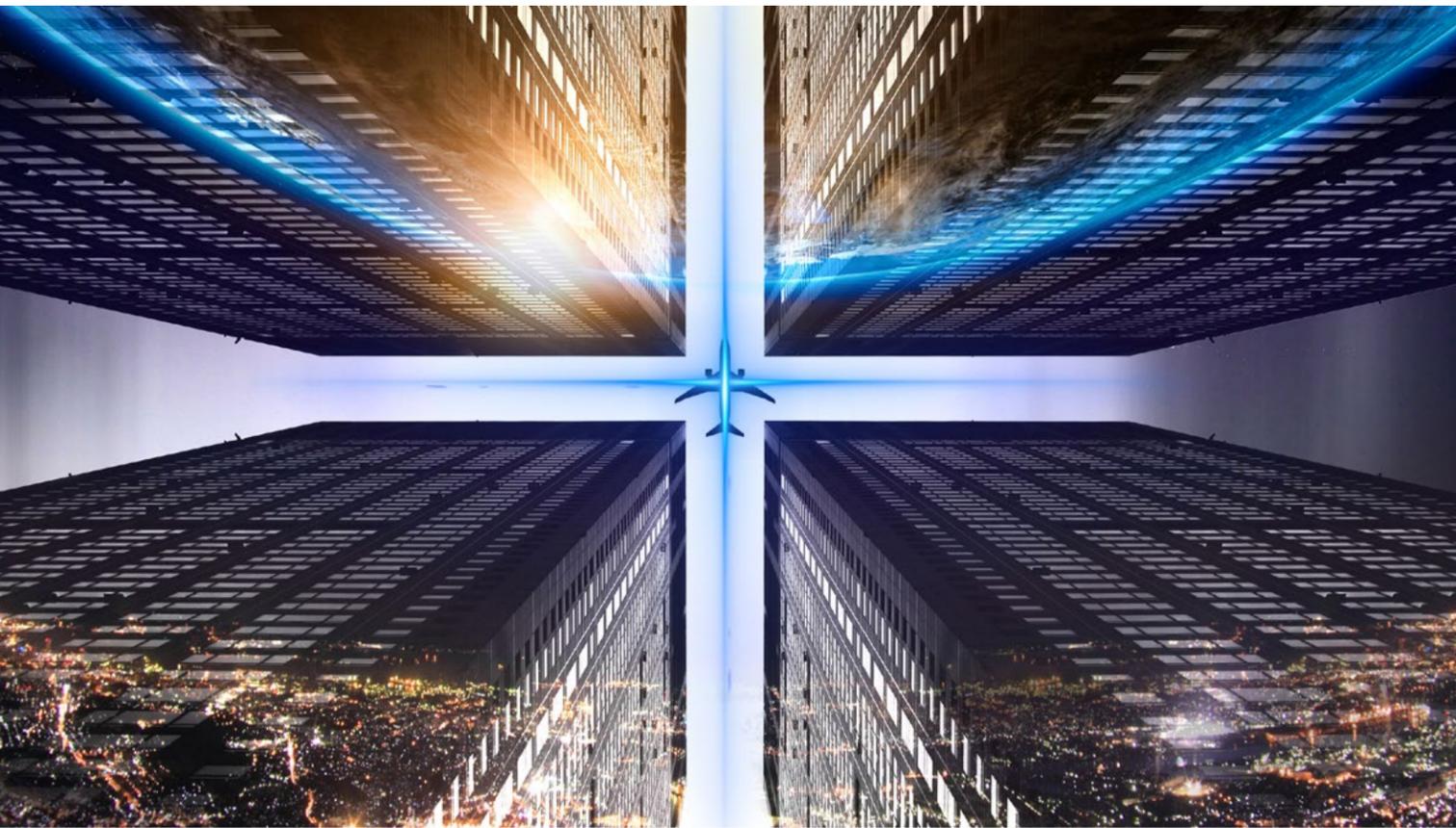
专家点评：科创板不能只看成是一个板块，应该是一个独立的新市场，要承担中国资本市场改革创新的重任，要有新的监管逻辑，独立的市场定位和制度。科创板要聚焦国家创新驱动和科技发展战略，开板初期应“求质不求量”，会员应做好上市资源储备，成熟一家申报一家。要有一套措施强化中介机构的责任和权利，通过证券公司资本约束等新制度让中介机构勤勉尽责。希望尽快明确规则，稳定市场预期。



2018年10月7日，中国人民银行发布降准消息，决定从2018年10月15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，当日到期的中期借贷便利（MLF）不再续做，这是2018年的第四次降准。央行表示，降准所释放的部分资金用于偿还10月15日到期的约4500亿元中期借贷便利（MLF）。除去此部分，降准还可再释放增量资金约7500亿元。

专家点评：除了货币政策需要回归经济“降成本”和金融“防风险”之外，近期不断飙升的货币乘数也越来越成为银行扩表的阻碍因素。在“融资回表”的大背景下，银行不仅会受到资本金的约束，还可能会面临货币乘数不断攀升的问题，为了能够缓解银行的“货币乘数”约束压力，更好地实现融资回表，法定准备金率还有继续下调的必要性。定向降准置换MLF可以向银行体系提供稳定的低成本刺激，刺激银行的信用投放意愿。





大日逝，逝日远，远日反 2019 年宏观展望及投资策略

文 | 鑫元基金固定收益部

“如果我们去回顾历史，在那些转折点处，譬如 1978 年、1946 年前后的重大事件，其所蕴含的重大意义也许在当时尚未为时局中的人们所完全领悟，但是却真真切切地影响着未来几十年的世界格局。可以毫不夸张地讲，中国的国庆节前后所发生的新美-墨-加协议及美国副总统彭斯在哈德逊研究所的讲话都在向我们昭示一个新的时代的降临。”

过去的一年，无论是中国国内还是国际政治经济舞台上都发生了许许多多的事情。如何将已经发生的历史事件以一种合乎历史基本逻辑的方式呈现出现，是我们每一名宏观经济研究人员义不容辞的责任。关于历史，不同的人会有不同的解读，毕竟每个人的价值观、历史观和过往经验都存在相当大的差异。从我们对于经济运行的基本逻辑与世界历史发展一般规律的理解而言，我们认为，今年很大概率是历史上相当重要的一个分水岭，正如我们在国庆节后的10月14日所发布的外贸数据点评里面所讲的一样，“如果我们去回顾历史，在那些转折点处，譬如1978年、1946年前后的重大事件，其所蕴含的重大意义也许在当时尚未为时局中的人们所完全领悟，但是却真真切切地影响着未来几十年的世界格局。可以毫不夸张地讲，中国的国庆节前后所发生的新美-墨-加协议及美国副总统彭斯在哈德逊研究所的讲话都在向我们昭示一个新的时代的降临”。在这篇报告里，我们将撇开一般的宏观经济报告范式，从一些更基本的宏观视角来审视和解读我们所处的这个时代，并在此基础上做出一些判断。

被压制的波动率

2008年金融危机以来，美联储进行了三轮QE操作，美联储资产负债表规模从2008年的8000亿美元上升至4.5万亿美元。与此有类似操作的同行包括欧洲中央银行、日本银行及英格兰银行。熟悉对冲基金发展历史的人大概知

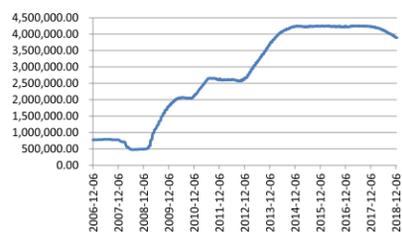
道，过去十年是对冲基金业绩系统性下滑的十年，同时也是被动型管理大行其道主动管理被抛弃的年代，业内人士也曾经指出过其中的重要原因就在于中央银行对于波动率的压制，或者换一个说法，中央银行给市场做多的人提供了免费的看跌期权，鼓励参与者从风险资产的图谱左端向右端移动，因而我们能够看到，股票地产类资产的逐渐恢复，债券市场上的利差大幅下滑，风险定价在很大程度上被扭曲。（图1）

然而，这带来的一个问题绝对不仅仅只是风险的错误定价与资产价格泡沫。桥水关于去杠杆的研究报告已经为许多同业所熟知，而麦肯锡关于去杠杆的相关系列报告可能并不那么引人注目。通过与历史上其他国家的去杠杆案例进行比较，麦肯锡的专家们指出目前主要国家政府加杠杆对冲经济下行压力带来的政府负债规模的大幅攀升带来的财政压力隐患。如果对这个现象稍加延伸，我们不难发现这样的普遍现象，金融危机带来私营部门资产负债表的严重受损，债务刚性而资产价格暴跌，许多家庭与企业处于实质上的破产状态边缘（野村首席辜朝铭所著的《大衰退》里提及的资产负债表衰退可以参考），企业缩减投资，家庭减少消费，这些都形成经济的巨大下行压力，政府大幅举债维持勉强零增长（日本自泡沫经济泡沫后的长期零增长及美国自金融危机以来长达十年的弱复苏，美国虽然这两年有所加速，与自身的政策红利及外围环境有关）。而由于经济增长乏力，整体经济广谱利率水准也只能停留在较

低水位，增长前景并不明确，企业不愿意做大规模的资本开支，反而利用较低利率回购股票推高资产价格，年轻人没有机会加入产业大军从而失业率持续在较高水位，房地产和股票类资产在联储扩表和上市公司回购下大幅攀升从而造成事实上的贫富差距进一步扩大。在这个背景下，我们一点也不难理解目前欧美社会的各种矛盾冲突以及许多人不理解的黑天鹅频繁发生（特朗普当选，英国脱欧，法国五星运动与黄衫军与马克龙的支持率新低，巴西雅伊尔·博尔索纳罗上台，中美贸易战），如果观测者一直从过去的思维范式里面跳不出来，那也只能见证更多所谓的黑天鹅。

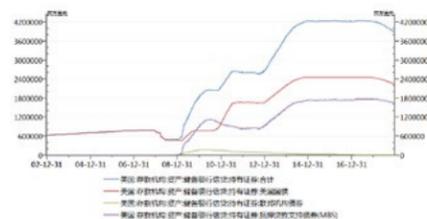
当然，QE这种非常规货币政策手段的广泛使用所带来的经济政治后果与社会效应远远不止于此，我们这里也无意于关注其他经济结构性的问题，我们更加关注的是目前正在进行的QE Taper的经济效应。在2014年10月份的联邦公开市场委员会上，美联储首次提出，“委员会认为，自美联储推出资产购买计划以来，美国劳动力市场前景有了显著改善。此外，委员会认为经济大环境有足够的力量，在价格稳定背景下支撑劳动力市场朝就业最大化发展。因此，委员会决定结束资产购买项目”。因此，我们看到，美联储资产规模在于2017年4月12日达到4.259万亿的峰值后持续下降，目前美联储所持有的联邦机构债券已经从最高峰的近1700亿美元下滑至2409亿，抵押证券支持（MBS）持有量从超过1.78万亿下滑至1.648万亿，美国国债持有量从2.464万亿下滑至

图1: 美联储资产规模变化



数据来源: Wind 资讯、鑫元基金

图2: 美联储资产结构规模变化



数据来源: Wind 资讯、鑫元基金

2.2 4 万亿, 美联储总资产规模的峰值到现在已经下降了近 3 7 0 0 亿美元, 具体变化情况见图2。

在2018年12月的美联储议息会议上, 美联储决定将联邦基金目标利率再次上调25个基点至2.25—2.5%, 会议纪要显示, 美联储认为金融市场条件收紧, 但并未从根本上改变前景, 且多数FOMC成员预计2019年经济将表现良好, 但现在预期未来增长温和。值得注意的一点是, 美联储主席鲍威尔表示美联储将保持缩减资产负债表的步伐, 而且其认为缩表“并没有制造重大问题”。与这一番说法形成鲜明对比的是市场的表现, 我们看到股票市场在鲍威尔于2018年10月4日的“距离中性利率水平还有很长一段距离”的表态后开始见顶, 到目前为止, 主要股票指数均大幅下跌20%左右, 而美国十年期国债收益率却开始下滑, 并且事实上形成了国债收益率曲线的倒挂, 而这一现象在过去的历史经验中往往预示着经济在未来可能会陷入衰退。当下

美联储的货币政策操作与市场反应其实在历史上也出现过, 典型的是2013年6月份美联储主席伯南克提出退出QE前后的情景, 更早一点的情景可以回顾1937年退出刺激的历史时期。

被压制的违约率

回到中国, 我们可以很清晰地看到, 过去的十年是国家力量更大幅度介入经济生活的十年。我们看到, 在金融危机的冲击下, 地方政府、中央企业和地方国企在那一轮四万亿财政刺激+十万亿货币刺激下大幅加杠杆投资, 在之后的经济回落过程中政府有过多次托底刺激动作, 具体情况我就不描述了, 整个经济结构遭受到巨大的破坏, 具体的困境我在之前的短周期宏观分析框架与系列文章及以往报告里面均有提及, 我也不再重复了。中国的金融市场只是整体经济环境的一个缩影, 无论是流动性较好的股票市场和债券市场还是流动性不那

么好的房地产市场和银行理财、信托市场等。于股票市场的牛短熊长的解读(投机文化盛行, 博弈成分更高), 地产市场的连连攀升与债券市场银行理财市场的刚兑等等的解读, 都要在这个模式下面来理解思考才能统一起来。年初在展望全年的投资策略里面我们写的是, “从2016年底开始提出的金融领域风险, 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。”

中国的金融市场的刚兑问题只是目前整个体制问题的一个缩影, 我们在之前的内部分享 seminar 中提及过中国社会所面对的问题也多次讲过这个问题。今天的中国经济面对着方方面面的问题, 包括国有体系的效率问题, 金融市场刚兑和臃肿的问题, 房地产泡沫和土地问题, 社保体系维持问题、国有资本集中的上游领域与基建领域产能过剩问题, 央地财政与土地财政问题等等(这里只是列举一些经济层面的问题, 其他的文化社会问题这里就不列举了), 都只是生产力与交换关系的矛盾在不同层面的体现而已。在点评11月份的货币金融数据时, 我们曾经指出过之所以当下中国社会、政治、经济、思想文化、意识等方面矛盾重重, 最根本原因就在于基础制度和生产关系的安排已经不能适应社会生产力进一步发展的需要了。

毫无疑问, 当前自上而下的改革就是针对种种上述积弊而为之, 可以毫不夸张的讲, 我们正处于一个系统切换期, 经济增长模式上必须从之前的出口导向杠杠到向创新降杠杠切换, 国家总体经济体量的进一步扩大和人民收入水平的进一步上升不能再依靠其他国家进口规模的进一步上升, 而应该更多地转向内部消费市场的扩大, 经济增长的内部结构要更多地强调从供给函数的土地、劳动力、资本和技术等生产要素的提质增效上下功夫, 而不能一味地依靠政策刺激总需求层面上着力。与之相对应的是, 金融市场的融资模式必须由间接融资为主向直接融资占比提升转换, 货币发行模式由依靠外汇



占款投放基础货币向以基于公开市场操作为主的基础货币投放方式(而这又需要负责的财政决策和约束), 金融机构经营模式由信用中介和通道功能向更多进行风险定价信息发现转变, 而直接融资市场上刚兑被打破则越来越普遍, 市场化法治化处置成为常态。最后, 整个社会、文化、政治层面也将面临巨大的变化。改革是牵一发而动全身, 没有任何一项改革能够单独推行下去, 而这其中地方政府和国企的财政约束又是其中的重中之重。只有这样, 人民币才能重新寻找到定价锚, 从而摆脱美元依赖, 经济增长模式也将彻底告别之前的投资出口依赖从而避免对世界贸易体系造成负面冲击。也只有这样, 整个中国社会的发展才会从小江小河走向星辰大海。

可以这么讲, 无论怎么强调中国当前所进行的改革的重要性和伟大意义都不为过, 在之前的内部

研究报告里面我们曾经分享过秦晖先生的讲座, 秦晖先生提及的“如果我们说, 以前我们中国改革决定的是中国的命运的话, 那么现在, 中国改革在某种意义上还决定着世界的命运, 决定着全球化到底是趋向于一种良性的进步, 还是趋向于劣币驱逐良币”的这个判断不能说没有道理, 我们在2018年10月份已经听到了彭斯在知名智库哈德森研究所的讲话, 用冷战前夜来描述目前的处境一点也不为过。

被沉默的大多数

最近最吸引眼球的一个国际事件就是法国连续第四周爆发的“黄背心”抗议活动, 1000多人被拘。为应对最大规模抗议活动, 多个景点关闭, 法国全国范围内出动8万余名警察, 仅巴黎就配备8000名警察。警方在路口设卡检查包, 10余装甲车也已驶向巴黎, 以控制愈演愈烈的抗议活动。“黄背心”抗议始于2018年11月7日, 导火索是燃油税将在2019年上调, 12月1日爆发的第三周抗议活动, 巴黎大街上多个品牌橱窗被砸碎。多个公共建筑景点被破坏, 随后法国为了缓和抗议活动, 决定暂停上涨燃油税, 电费等, 但抗议活动并没有停止, 医务人员、学生、工人、农民等纷纷加入表达对法国政府的不满。当然这一抗议活动并不局限于法国一国之内, 我们可以看到瑞典斯德哥尔摩, 比利时的布鲁塞尔, 荷兰的阿姆斯特丹和鹿特丹和德国的一些城市都在爆发黄背心运动。

在贸易战刚刚开打的2018年3月23日, 我们在《一点贸易战的

背景》里面指出了，“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多年的时间里巨幅膨胀，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、公司和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”。如果一个人依然相信法国政客或部分媒体所解释的那样仅仅将这场运动定义为骚乱或者动荡，那么只能说明他仍然沉浸在过去的思维范式中自我麻醉而全然不懂周遭世界发生的变化，

班农在美国国内的多次讲座，在东京的讲座，在牛津大学的讲座及最近在布鲁塞尔的论坛里面多次提及了这样的事实，那就是精英集团（达沃斯的精英们，硅谷华尔街的精英们，跨国企业，布鲁塞尔的官僚们）对中产阶级和工人阶级的漠视和压榨。如果我们还记得2008年美国的次贷危机发生之后美国政府是如何花费巨额财政资金拯救华尔街的金融机构的话，那么我们今天就不应该为现在所发生的事情感到惊讶。在那场金融危机之中，华尔街的大部分金融机构都因



为有财政救助而得以保存下来，而代价却由全体纳税人来共同承担。在这之后，美国社会发生了巨大的变化，两个非常典型的事例就是2011年的占领华尔街运动与2016年美国大选期间民主党内部初选时希拉里的竞争对手伯尼·桑德斯的强势。桑德斯一直以“民主社会主义”作为自己的政治理念，他反复抨击“1%的富人掌握着99%的美国财富”的经济不平等，反对亿万富豪阶级用金钱收买选票的政治献金体制和寡头统治，批判体制性的种族主义、破碎的司法系统以及无

节制的对外战争，主张提高最低工资、实行男女同工同酬、恢复公立大学免费、实现由政府单一支付的全民医保、扩大社保覆盖范围，和向最富有的富豪、大公司以及华尔街投机活动征税等。桑德斯的这些批判和主张，呼应了长期被美国主流话语所忽略的普通民众的内心关切，自然容易引起共鸣、赢得掌声和选票。

正是在这个背景下我们一点也不难理解今天的欧美社会政治层面所出现的“极化”特征，也就是曾经在欧美政坛流行的中间策略

（吸引中左中右的中间选民）已经完全行不通了。随着贫富分化、地区撕裂和移民问题的日益严峻（事实上是需要迫在眉睫的政治经济解决方案），中间选民已经越来越少，而剩下的那些要么放弃要么不得不出极化选择。目前在匈牙利、捷克共和国、波兰、意大利、巴西、德国、英国、法国进行的由本土资本和本土劳动力主导的反全球化平民运动将是未来相当长一段时间的社会背景。

之所以要谈这些政治和社会背景，因为这些事物与当前的经济

现状是密切相关互为体的，政治本身就是经济的集中表现。道生一，一生二，二生三，三生万物。当下这个时空所发生的所有事情当然是相互联系的，我们能够观测到的所有现象也只是矛盾在各个层面的不同反映。就当下的经济状况而言，美国经济触顶下行趋势明显（金融危机后美国经济的复苏一直都相当脆弱），欧洲经济的复苏则更加虚弱，除却其与美国面临的相同金融危机后遗症以外，其还需要面临刚性的政策调整约束、中东战争移民、成员国债务压力巨大（下

一次的市场关注点将聚焦于法国意大利）等结构性问题。中国与日本的发展模式类似，也将面临着相同的经济问题。可以预期的是，全球经济增长在未来几年仍将不死不活，而最大的看点仍然在于结构变化和互动。如果在各种内外部压力下进行的主动或被动的调整和互动以一种有效而健康的发展进行，那么这种不死不活的状态还能够维持（这是较为乐观的预期），而如果这种调整和互动越出边界，那么整体随时有可能共震向下演绎一场危机。

国内的经济状况与改革前景

回到国内经济现状来看，在持续的稳增长措施刺激下，2018年1-11月的全国固定资产投资累计同比增长5.9%，继续呈现回升态势。1-11月房地产投资同比增长9.7%，与2018年1-11月持平，依然维持在较高水平。2018年1-11月商品房销售面积进一步下滑0.8%至1.4%，销售额同比增长12.1%，较上月回落0.4%。其中，住宅销售面积增长2.1%，比前值下降0.7个百分点，办公楼销售面积下降11.1%，商业营业用房销售面积下降5.1%，跌幅扩大。在基建投资方面，连续的稳增长刺激下基建投资已经有所企稳。近期国务院办公厅出台《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，提出加强重大项目储备、加快推进项目前期工作和开工建设、保障在建项目顺利实施、加大对在建项目和补短板重大项目金融支持力度等10项政策措施，重点投向脱贫攻坚、铁路、公路及水运、机

场、水利、能源、农业农村、生态环保和社会民生等九大领域。从统计数据上看，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3.7%，增速与2018年1-11月份持平。其中，铁路运输业投资下降4.5%，降幅收窄2.5个百分点；生态保护和环境治理业投资增长42%，增速提高5.3个百分点，补短板方面继续加强，公共设施管理业投资增长1.4%，增速提高0.1个百分点。社会领域投资增长12.6%，增速提高0.6个百分点。其中，教育投资增长7.7%，卫生投资增长10.2%，文化、体育和娱乐投资增长22.2%。地产与基建投资均持平于前值，而1-11月制造业投资累计增长9.5%，较前值提高0.4个百分点，使得整体固定资产投资有所回升。统计局的解读是中高端制造业加快布局，高技术制造业和装备制造业投资成为拉动制造业投资增长的重要力量。2018年1-11月，高技术制造业投资增长16.1%，增速与1-10月份持平，高于全部制造业投资6.6个百分点；装备制造业投资增长11.6%，增速比1-10月份提高0.5个百分点。在我们看来，在经历过2011-2015年长达四年的价格下行之后，许多传统行业的头部效应越来越明显，那些活下来的企业得以在过去两年多的经济上行周期中攫取巨额利润，从而有实力在产业升级方面做出巨额投资，一个非常典型的安全就是化学原料和化学制品制造业。另外，计算机通信和其他电子设备，电气机械及器材制造业等领域也出现了持续的投资增长，这里面有政府产业引导基金的作用，也有部分是行业景气周期



因素。整体来看，我们认为，如果地产调控政策没有放松，房地产业的投资回落压力依然大（已经零星有几个城市在做出一些放松动作，但是总基调并没有发生太大的变化）。基建领域则会在低位企稳一段时间，最新的中央经济工作会议精神中关于投资的描述有两点，一点是稳投资，另一点是确保经济运行在合理区间，从这两点来看，政策层面对于稳增长的基建领域的态度更多是减缓经济下行的速率而不是强刺激。在制造业投资方面，中央经济工作会议所传达出来的信息是“深化供给侧结构性改革。要推进中国制造向中国创造转变，中国速度向中国质量转变，制造大国向制造强国转变”。可以预见的是，制造业分项的某些领域仍然将是未来政策的主要引导方向。

当下中国经济的一个最重要的主题当然是改革了，刚刚结束的中央经济工作会议会议对于当下的

经济工作的总基调仍然是稳中求进。此次会议强调要统筹各项政策，加强政策协同。积极的财政政策取向不变，调整优化财政支出结构，确保对重点领域和项目的支持力度，压缩一般性支出，切实加强地方政府债务管理。从这个角度来看，我们可以预见的是，地方政府与国有企业的举债约束仍然将持续。在货币政策方面，此次会议强调稳健的货币政策要保持中性，管住货币供给总闸门，保持货币信贷和社会融资规模合理增长，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，促进多层次资本市场健康发展，更好为实体经济服务，守住不发生系统性金融风险的底线。就目前的经济环境而言，货币主管机构定向支持小微企业，这一点要结合上面地方政府和国有企业的举债约束一起来谈，在传统的资本形成路径不再可行之后，货币主管机构鼓励金融机构向小微企业发放贷款，以保持货币信贷和社会融资规模的合理增长。同时，对于目前的债务体系庞大且违约风险陆续暴露的背景下，货币主管机构也需要主动积极动作，守住不发生系统性金融风险的底线。会议还强调，结构性政策要发挥更大作用，强化实体经济吸引力和竞争力，优化存量资源配置，强化创新驱动，发挥好消费的基础性作用，促进有效投资特别是民间投资合理增长。社会政策要注重解决突出民生问题，积极主动回应群众关切，加强基本公共服务，加强基本民生保障，及时化解社会矛盾。改革开放要加大力度，在经济体制改革上步子再快一些，以完善产权制度和要素市场化配置为重

点，推进基础性关键领域改革取得新的突破。扩大对外开放，大幅放宽市场准入，加快形成全面开放新格局。不难看出，当前决策层在积极推动改革以完成经济增长模式的切实转变，以适应新的国际国内环境。

资产配置建议

大曰逝，逝曰反，远曰反；反者道之动，弱者道之用。在目前的这个经济背景下演绎大类资产的走势依然其实是相当困难的，毫无疑问过去三十多年的经济增长模式已经走到了一个尽头，而新的增长路径依然并不清晰，内外部矛盾的剧烈程度反映了问题解决的迫切性。就海外市场而言，唯一能够确定的是，前几年流行的被动管理指数化投资会在新的市场环境里遭遇困境，主动型管理会重新回归主流。于海外的权益市场而言，过去备受追捧的科技股大概率会因为重新估值而回落，不温不火的宏观环境、更加严苛的监管环境、所处的行业发展阶段渐趋成熟等均是估值面临的现实问题。海外债券市场的前景则主要取决于各个经济体自身的调整改革。我们可以回顾一下2016年年初那个发达国家经济体国债利率纷纷触及零利率甚至负利率区间时的状态，从根本上来讲，利

息是债券持有人从实体经济增长中获取的一部分收入，如果利率陷入负值区间，那只能说整个经济体的增长前景的黯淡。当下各个主要经济体都在主动或被动进行调整，很难预料这种调整是往良性还是恶性方向发展。回到国内市场，股票市场的表现当然要取决于政策的改革方向、力度和兑现承诺的真诚信度。我们在之前提及的系统切换也只是是一种理想模式，实际经济运行涉及的是一个一个具体的个人、家庭、企业、组织以及各种相互作用。唯一能够确定的是，从历史上来看，体系切换期间，一定程度的社会动荡几乎是难以避免的，有兴趣的人可以去了解一下上世纪80年代的体制改革价格闯关和90年代末期国企改革下岗潮。债券方面，明年的到期压力依然不小，尤其是地方政府与地产业相关的主体，这一点将直接限制利率债的空间。在信用方

面，经济环境的改善仍然相当大程度上取决于逆周期调控政策的力度，目前中低等级债券居高不下的信用利差的缓解仍然有赖于各个微观主体资产负债表的改善，而这需要持续宽松的货币政策与积极的财政政策的支持。从中央经济工作会议中所透露的信号来看，积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模；稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。专项债规模发行扩大，肯定会对利率债形成负面冲击。而有实质意义的减税降费和实质性的改革将有助于改善微观主体的经营环境，但是从过往的历史发展经验来看，我们建议对信用的前景依然保持谨慎的态度。



有实质意义的减税降费和实质性的改革将有助于改善微观主体的经营环境，但是从过往的历史发展经验来看，我们建议对信用的前景依然保持谨慎的态度。



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。



经济峰回路转 债市借力而行 2019 年度债市回顾与展望

文 | 南京银行 资金运营中心 金融市场研究部

总的来说，2019 年影响经济和金融市场的主要矛盾有两点，一是去杠杆信用收缩，二是中美贸易摩擦。整体看 2018 年经济下行压力初现，2019 年有进一步下行的趋势。在此背景下，利率债和信用债均有望获得一定的支撑，但也需对一些风险点重点关注。

一、宏观基本面：经济增速下行，政策应对调整

回顾全年，2018 年国内经济整体呈现供需双双走弱、价格下行的走势。需求方面投资和消费增速均下行，进出口增速虽然仍保持高位，但对未来的预期较差。在需求回落的影响下，生产端也逐步走弱，工业增加值累计增速由 2017 年的 6.6% 下降至 6.3%。供需两弱导致价格指数下行，PPI 同比增速从 6.3% 下降至 3.8%，核心 CPI 增速从 2.2% 下降至 1.9%。

影响经济和金融市场的主要矛盾有两点，一是去杠杆信用收缩，二是中美贸易摩擦。从前者来看，2018 年一季度多项监管政策以及资管新规发布后，表外融资渠道收缩，而表内融资受多项因素制约未能有效补充，社融增速从 13.4% 下降至 9.9%，M2 增速始终徘徊在 8% 左右。广义流动性收紧对经济的负面影响逐步体现，政府方面资金来源受限，基建投资增速从 20% 左右下降至 3.7%；企业方面融资环境的差异化更为明显，企业经营出现分化；居民方面贷款增速下降，消费乏力，三者整体带动总需求下行。从后者来看，中美贸易摩擦的影响目前停留在预期层面，进出口增速仍然保持高位，对实体经济的负面影响尚未体现出来。

因此，向后看 2019 年经济下行压力的首先就是进出口增速下行。外需方面，欧盟和日本经济已经走弱，而美国经济也出现边际走弱的迹象，后续外需对出口的拉动作用减弱。其次从中美贸易谈判的角度，尽管近期有所缓和，但中美

关系将逐步从合作为主转向竞争为主，未来将对我国的经济转型和产业升级产生不利影响。此外 2018 年进出口高增速还存在抢运和价格提升的原因，2019 年在抢运结束后增速可能出现较大幅度下行，同时叠加工业品价格的回落和高基数影响，增速下行压力较大。

除中美贸易摩擦之外，2019 年经济的下行压力还来源于以下两点：

一是地产投资增速下降。从历史经验来看，从房地产销售增速拐点到地产投资增速观点大约滞后半年到一年时间，但本轮投资增速一直较为强劲，销售增速的拐点在 2016 年年底，而投资增速在之后 2 年后仍然较高，主要原因在于地产库存较低，企业拿地意愿仍然较强，土地购置对投资增速形成有利支撑。但从二季度以来，随着销售增速的进一步放缓，待售面积增速开始从低位回升，随后开发商土地购置增速也有所回落，因此 2019 年库存回升可能导致地产投资增速下降，但考虑到目前库存仍然较低，地产的下行速度可能较慢。

二是消费增速继续下行。2018 年消费增速已经出现较大幅度下降，但 2019 年这一趋势可能继续延续，首先是消费能力的下降。明年企业经营转差可能向居民传导，PMI 生产经营活动预期指数从 58.7% 下降至 54.2%，企业对未来预期较为悲观，带动从业人员指数下降，居民收入增速也从 8.3% 下降至 7.9%，实际收入增速从 6.5% 下降至 5.7%。明年在进出口对产业链的影响逐步体现后，就业压力可能凸显，对消费缺乏支撑。同时居民杠

杆率高企也使得消费能力下降。其次是消费意愿的缺失。2018 年地产相关消费尚可，拖累消费的主要为汽车，向后看随着地产销售走弱，相关消费可持续性存疑，汽车消费也在更新换代后新增有限。

整体看 2018 年经济下行压力初现，2019 年有进一步下行的趋势。政策方面也逐步进行调整，到四季度基本确立了宽货币、宽信用和宽财政的政策方向。目前来看政策的对冲效果有限，主要由于各项政策均面临一定约束。

货币政策方面，国内经济下行压力较大，需要偏宽松的货币政策。但 2016 年以来，海外经济回暖，发达经济体货币政策逐步收紧，在此背景下，国内货币政策与海外出现分化，出现“三元悖论”的情况，即资本自由流动、汇率稳定和货币政策独立性无法兼得。事实上 2018 年货币政策确实受此制约，在外围利率不断走高的情况下，汇率贬值压力较大，银行结售汇连续 4 个月为负，外汇储备也下降较多。我国作为大国经济体，货币政策需要以国内为主，当经济下行压力凸显时，需要宽松的货币政策进行逆周期调节，因此明年偏宽松的货币政策方向应该不会改变。且 11 月以来，美国经济增速出现边际放缓的迹象，油价下跌也使得通胀下行，市场普遍下调明年美联储加息次数，人民币贬值压力暂时得以缓解。向后看，海外货币政策收紧对国内的制约正在逐步减弱，后续在经济下行的压力下，企业融资需求萎缩，货币政策的宽松空间可能进一步打开。

财政政策方面，为对冲经济

下行的压力，需要积极的财政政策予以配合，10月以来的政治局会议也强调了这一点。具体来看，宽财政的方向有两点，一是基建补短板，二是减税。从2018年财政收入和支出增速来看，全年财政整体支出增速下降，从7.7%下降至6.8%，收入增速在上半年维持在高位，下半年以来随着各项减税政策的落实，增速开始下滑，累计增速从7.4%下降至6.5%。2019年宽财政的方向仍将延续，但是也面临一定约束。

首先，从财政支出增速来看，与2008-2012年、2015-2017年地方财政支出远大于中央财政支出不同，2018年中央财政支出增速逐步上升而地方增速继续下降。地方财政支出增速下降的原因是考核机制的转变，三大攻坚战以来，环保和扶贫成为首要任务，同时地方政府债务考核实行终身责任制也减弱了政府官员举债的动力，因此从考核机制来看，地方政府扩大财政支出的主观意愿不强，后续或需要中央财政支出力度扩大。其次，从财

政收入增速来看，2016年营改增以来，中央财政收入增速开始高于地方财政收入增速。但2018年中央财政收入增速的下降幅度大于地方财政，主要原因是当年实施的增值税减免、个人所得税减免等政策对中央财政收入影响更大。而12月中央政治局会议表示要“着力激发微观主体活力”，预计2019年将出台新的减税政策，这将导致税收收入增速进一步下降。同时，政府性基金收入是财政收入的第二大来源，而四季度以来由于房地产企业拿地速度的放缓，该项增速也从高位回落，由去年的37.3%下降至27.6%。整体看，财政收入的两大来源明年均可能下滑，财政收支平衡面临一定挑战，预计2019年赤字率将适当扩大。

二、利率债：基本面对利率下行形成支撑

比较2018年各类资产的走势表现，趋势性比较明显。随着宏观经济的下行，权益市场、商品市场

和人民币汇率的表现均不佳。其中上证综指较年初降幅最大，达到-22.4%，人民币兑美元汇率贬值幅度次之，为-6.21%，南华商品综合指数为-4.53%。债券市场是当年表现最好的资产，中债净价指数上涨4.94%。

对于利率债于2018年年内走势而言，一季度市场主要矛盾仍然集中在金融周期和去杠杆，收益率处于窄幅震荡区间。二季度随着降准实施，宽货币的信号确立，带动短端率先下行，收益率曲线陡峭化。三季度中美贸易摩擦加剧，经济下行担忧上升，长端出现一定幅度下行，但由于政策逐步转向宽信用，同时叠加通胀预期抬升和地方债供给放量的影响，下行幅度有限。四季度随着社融的回落和经济数据的下行，长端收益率下行空间被打开。整体看收益率曲线呈现先陡峭化下行后平坦化下行的走势，其中政金债的下行幅度大于国债，使得二者利差不断缩窄，隐含税率降低，目前国债和政金债收益率基本处于30%-40%的分位数。（图1）

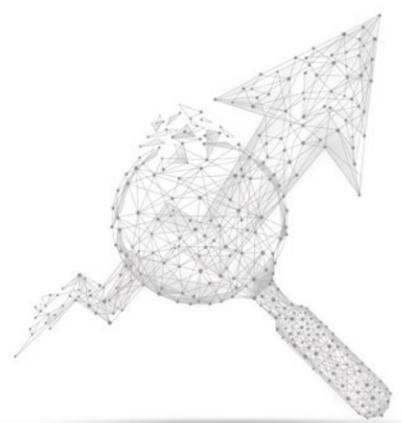
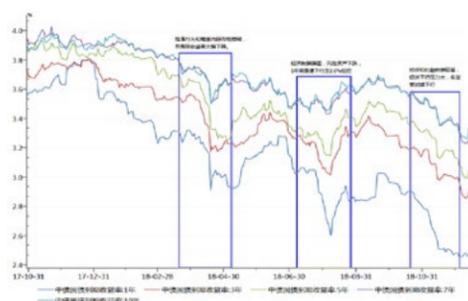


图1：国债收益率曲线年内走势



数据来源：中国债券信息网站、Wind 资讯

对于2019年利率债市场后续表现的影响因素，从利多和利空两个角度来看，主要需要关注以下几方面：

（一）利多因素方面

1、经济下行趋势预计将持续。信用收缩对政府、企业和居民消费的不利影响已经反映到经济数据上，但进出口的负面影响尚未体现，同时地产投资和消费增速也面临进一步下行的压力。整体看经济基本面对债市仍然形成支撑。

2、政策对冲效果有限。为对冲经济下行压力，需要偏宽松的货币政策和积极的财政政策相配合，因此短期内资金面仍然有望保持宽松，而财政政策受到赤字约束，可发挥的空间有限。

3、工业品价格有望回落，通胀不会成为制约。向后看2019年PPI可能进一步回落，随着国内外需求的下降以及国内供给侧改革接近尾声、环保趋松，黑色系和原油等工业品价格可能下降带动通胀回落，价格因素不会对债券市场形成制约。

4、美联储加息节奏可能放缓。2018年货币政策一直受到海外的约束，而四季度以来美国经济有边际走弱的迹象，市场对美联储加息次数的预期也有所下调，后续海外对国内货币政策的约束可能减轻，但美国经济目前仍然较好，该项因素需要持续观察美联储动态及市场的预期差。

（二）利空因素方面

1、2019年供给可能增加，而需求端境外机构配置力度减弱。受宽财政政策的客观要求，2019年赤字率可能扩大，国债地方债的发行

量可能较今年增加。而需求端虽降准仍可能持续，但由于收益率下行导致境外机构配置力度降低，可能带来阶段性的供需不平衡，对债券市场形成干扰。

2、目前收益率所处的位置已经较低，后续进一步下行的空间有待观察。目前关键期限收益率所处的分位数基本在30%-40%左右，已经较低，后续进一步下行需要新的推动力。

3、利多因素基本消化，可能多利空因素更为敏感。目前市场对于债券市场的后续走势预期较为一致，使得收益率下行幅度较大，且回调幅度有限。而目前多项利多因素均已消化，市场对利空因素的反应可能较为敏感，一致预期下的拥挤容易发生反弹。

4、政策出台、债券违约等因素对市场情绪的冲击。虽然政策的对冲效果很可能有限，但短期内政策的出台可能对市场预期产生影响。同时随着经济下行压力不断加大，2019年债券违约数量可能进一步增加，从而对债券市场情绪产生冲击。

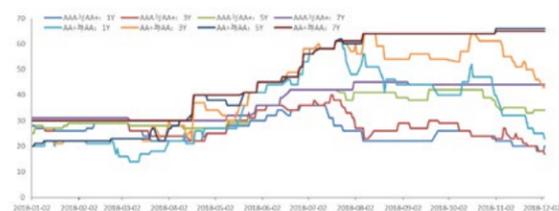
综合上述多空因素，短期看经济仍有进一步下行的压力，而政策受到多项约束，对冲效果有限，基本面对债券市场仍然有支撑，融资需求可能进一步回落带动利率继续下行。但下半年随着政策的逐步落实，经济可能趋向平稳，利率的下行趋势也可能随之停止。从供需来看，2019年的债券新增规模可能伴随着赤字规模及基建需求而扩大。需求方面2019年降准预计大概率延续，随着资管新规细则的发布，理财规模也可能逐步企稳，

商业银行和广义基金的配置力量仍然较强。但由于国内收益率下行较多，与国外利率相比吸引力下降，叠加套保成本攀升，境外机构的配置力度可能趋弱，供需关系可能较今年略紧张。建议上半年可以逢高介入。长期则需要关注在宽信用、宽财政政策逐步落实之后，对经济的刺激效果以及经济趋稳后货币政策的边际变化。

三、信用债：分化进行时，择券宜顺势

回顾2018年信用债市场表现，“分化”是最显著的特征。上半年主要体现为信用债与利率债的分化，年初以后货币政策较去年偏紧的态度出现明显转变，央行运用多种工具保持流动性的合理充裕，流动性溢价受此影响快速压缩，而由于市场普遍对监管政策心有不甘，以及资管新规的正式下发，信用债表现不及利率债，收益率下行幅度较同期利率债偏窄。临近年中，信用收缩愈演愈烈，触发政策重新确立“稳”基调，基建再次成为重要发力方向，要求保障融资平台的合理融资需求，信用债做多热情被点燃，收益率出现了年内最快且幅度最大的一波下行，如1Y的AAA收益率下行幅度超过100BP。随着风险偏好的有所抬升，下半年主要体现为信用债高低等级品种之间分化，高等级短久品种被逐步追低，部分相对乐观的机构选择拉长久期和下沉评级，3-5年期品种受到明显青睐。相比之下，尽管支持民企融资政策不断推进，CRMW的发行亦逐步增加，但整体而言效果

图2: 关键期限信用债等级利差年内走势



数据来源: Wind 资讯、鑫元基金

有限, 资质偏弱的主体仍存在较大的估值调整压力, 并没有成为今年债市的受益者。

从信用利差的角度观察, 以7月为分界点前后呈现两种走势。年初至7月末: 不同期限等级利差一致被动走扩, 主因上半年货币政策边际放松行情下利率债更为受益, 信用债此阶段虽有上涨但幅度偏弱, 市场风险偏好仍较低, 评级越低利差走扩幅度越大。8月初至今: 等级利差走势差异化加大, AA+较AAA利差快速压缩, 中短期品种更为显著, 而AA较AA+利差压缩幅度有限, 其中中长期品种仍处高位。(图2)

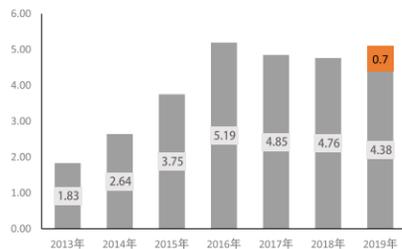
信用收缩开始波及实体经济, 违约新增主体创新高。2018年12月15日, 年内新增违约主体(银行间和沪深交易所)共计40家, 涉及债券107只, 涉及金额1026.42亿元。其中民企新增违约主体数量达到31家, 几乎等于过去三年之和。就新增违约主体的行业分布而言, 依然相对分散, 没有明显集中倾向。两类主体违约相对较多: 其

一, 业务扩张相对激进、布局行业分散的综合类和多领域控股发行人, 此类主体往往高负债扩张易受到融资环境影响; 其二, 周期类行业中主营业务逐渐模糊、核心竞争力不足的发行人, 未能充分受益行业景气度回升, 抵御能力仍较弱。

相比以往, 2018年新增违约主体呈现三大新的特征: (1) 首现类城投违约, 17兵团六师SCPOOL的违约一时动摇了市场对城投的信仰, 但随着技术性违约的解释和后续兑付, 情绪逐步缓和; (2) 新增私募可交换债违约, 由于有股票做质押担保, 一般认为私募EB整体的信用风险小于同等主体发行的无担保信用债, 但随着权益市场的持续下跌, 今年此类品种风险抬升; (3) 非传统违约数量增多, 此前违约发生多数于债券到期、付息、回售等时间点, 但随着违约主体的增多, 由此引发的加速清偿、交叉违约在今年愈发凸显。

债市融资能力回升, 但城投依旧面临压力。2018年信用债到期规模进一步攀升至5.68万亿, 创历

图3: 信用债历年到期规模(万亿)



数据来源: Wind 资讯、鑫元基金

史新高。但随着市场情绪转暖, 2018年信用债发行量较上年明显回升, 截至12月15日, 主要品种(短融、中票、公司债、企业债、PPN)共发行6.93万亿, 进而净融资规模目前达到1.25万亿, 较上一年几乎无新增供给的环境大幅改善。分品种而言, 净融资规模的回升主要依赖非城投发行人, 而城投债净融资规模持续收缩, 从2017年的4900亿元进一步下降至2018年的4300亿元, 一方面投资者对城投信仰在逐步弱化, 不同层级主体分化愈加明显, 中低等级城投需求低迷, 另一方面地方政府债务管理对举债约束逐步显现, 地方政府隐性负债增长动力大幅趋弱, 供需两个方面均促使该类债务融资的下降。(图3)

对于2019年, 再融资压力依旧是悬在信用债市场的达利摩斯之剑。主要信用债品种不含提前偿付、含权等到期规模约达4.4万亿, 考虑18年12月至19年底的短期品种发行及到期后, 全年到期规模大约在5万亿, 较18年或小幅抬

升, 但与近三年的绝对规模差异不大, 整体压力尚可。主要偿付压力或来自于不确定性较大的信用债回售规模。14-16年期间每年回售债券规模大概在300-500亿元, 17年明显增长至1210亿元, 18年这一规模进一步攀升至4033亿元。就目前而言, 19年进入回售期的债券存量规模达到2.1万亿, 按照40%的实际回售率粗略估算, 或还存在8400亿元的债券需要兑付, 从而整体推升19年的信用债偿付压力。其中私募公司债即将迎来15年大幅扩容后的第一次大考, 整体回售规模接近万亿, 中低等级资质发行人风险依旧不减。

与此同时, 发行人或普遍在19年面临盈利增速进一步放缓而带来的内源现金流下降压力。通过前三季度上市公司报表统计, 我们发现今年上市公司内部现金流其实已经明显改善。一方面, 经营性现金流净额明显抬升, 前三季度达到1.41万亿, 同比大幅增长44.30%; 另一方面, 尽管上市公司投资较二季度有所增加, 但投资性现金流量净额增速仍持续在不足8%的偏低水平。从而内部现金流缺口持续收窄至7300亿元。但我们普遍还在下半年看到不断发生的信用事件, 主因上市公司的外部融资环境大幅恶化, 前三季度筹资性现金流量净额仅5000亿元, 较去年同期大幅收窄54.72%, 进而导致上市公司前三季度现金流出现缺口。随着支持融资政策的不断实施, 2019年外部融资环境大概率有所改善, 现金流压力或从外部开始向内部转移, 经济下行趋势未改、放开限产后PPI下行压力增大, 营收和净利均或减速,



即使由于行业集中度提升后带来溢价能力增强, 获现比例不变的情况下, 经营性现金流净额能满足新增投资、债务偿还、付息等需求值得关注。

政策方面, 理财子公司迎来想象空间。从政策延续性角度来看, 《理财子公司管理办法》作为对标《资管新规》与《理财新规》的具体配套措施, 《管理办法》根据当前银行理财自身特点与社会建议做了适当的调整和放松, 总体上有利于为理财子公司提供范围更广的投资品种, 包括允许理财子公司的公募产品直接投资股票、放松非标投资要求、销售条件上进一步放松等。市场普遍理解为银行理财子公司相当于一个“能投非标且不免税”的基金牌照公司, 成立后会对基金公司尤其是银行系基金公司形成较大压力。在销售渠道、非标投资和流动性管理等方面, 理财子公司具有天然领先身位, 而基金公司

寄希望于现有的免税及权益投研的优势, 同理财子公司形成错位竞争和合作。与此同时, 不同银行之间的理财业务也将因此出现分化, 固然理财子公司牌照释放出了一定的红利, 但相应的经营管理要求也在进一步提升。从投研能力培养、产品条线定位、系统估值清算这些具体问题的解决, 到整体实现规范化运作, 对许多银行资管条线相当于一次整体革新。故展望未来, 银行理财业务将面临投研端、产品端与渠道端打通的难题, 也有部分中小行可能会直接定位为本地客户的代销渠道, 同时回归银行存贷本业。

总体来看, 2018年信用债最显著的特征就是“分化”。一是在政策收缩及宽信用轮回过程中, 行业龙头企业与非龙头企业在经营数据上的分化; 二是在现券市场上不同等级现券整体走势的分化。在整个变动过程中, 非龙头及财力薄弱的个体持续暴露信用风险, 新增违约主体再创新高, 而行业龙头公司债及重点地区城投债进一步确认了其安全性和稀缺性。而对于近期政策上宽信用与现实违约频发并存的情况, 部分机构由于资产荒而采取拉长久期、资质下沉的策略可能更适合进行交易而非配置。当前宽信用政策环境下的信用重定价过程较为重要, 有利于缓解下半年以来高等级信用债的资产荒问题。建议密切关注宽信用政策具体实施过程中的标尺, 如CRMW创设、省级担保平台、政府纾困基金所选定的民营代表企业。若企业经营造血能力恢复、且外部现金流迎来改善则可积极介入并适度下沉资质, 顺势择券。☀



鑫元风险均衡策略 (Risk Parity)

——从风险的角度看大类资产配置

文 | 王梦然 鑫元基金战略发展部

大类资产配置是利用大类资产之间的弱相关性来减少对单一资产特质风险的暴露，并通过承担系统风险来获取市场平均收益。但实践中却往往从资产权重的角度去理解“风险分散”。那么从风险的角度看是否真的契合“分散风险”的初衷呢？既然是为了分散风险，那么直接从风险的角度出发该如何构建投资组合呢？本文提出的鑫元风险均衡策略模型将着重从策略的核心要素——风险计量模型出发，提供了一种从风险的角度配置资产的思路和方法，以提高投资组合之于市场变化反馈调整的及时性。

大类资产配置这是一个老生常谈的话题，几乎所有人都明白“鸡蛋不能同时放在一个篮子里”这个道理，而几乎所有人都知道这样做的目的是为了分散风险，具体而言则是利用大类资产之间的弱相关性来减少对单一资产特质风险的暴露，并通过承担系统风险来获取市场平均收益。

但实践中却往往从资产权重的角度去理解“风险分散”。例如市场上最为常见的“股债均衡型”产品将股票-债券两类资产按一定比例配置，常见的有50/50、40/60、20/80以及由此衍生出来的偏债混合型基金、混合型二级债基等。这一类型产品在设计的初衷都是为了分散风险，或许从资产的配置比例来看是处于一种均衡的状态，那么从风险的角度看是否真的契合这样的初衷呢？既然是为了分散风险，那么直接从风险的角度出发该如何构建投资组合呢？这些将在本文中一一阐述。

投资组合的风险分解

通常情况下，大多习惯于从投资组合整体的角度出发来考察风险，计量方式有很多，常见的有波动率、风险价值 (VaR)、期望亏损 (ES) 等，但要理解投资组合风险的内在构成，首先必须将投资组合风险进行分解。

假设一个投资组合有n个资产构成，权重向量为 $[\omega_1, \omega_2, \dots, \omega_n]$ ，令该组合的风险度量为 $R_{portfolio}(\omega_1, \omega_2, \dots, \omega_n)$ ，资产i之于组合的风险贡献为 R_{ω_i} ，通过欧拉分解，两者的关系表示如下，即组合的风险等于基础资产对于组合风险贡献之和。

$$\begin{cases} R_{portfolio} = \sum_1^n \omega_i \frac{\partial(R_{portfolio})}{\partial(\omega_i)} \\ R_{\omega_i} = \omega_i \frac{\partial(R_{portfolio})}{\partial(\omega_i)} \end{cases}$$

回到开篇的问题，从风险的角度考察固定比例组合。首先通过万得全A和中证全债构建一个20/80固定比例的组合，再选取最为常用的波动率 (δ) 来作为组合风险的度量方式，即 $R_{portfolio} = \sqrt{(\omega^T \Sigma \omega)}$ 。并用上述方法分解该组合的风险构成，时间区间选取为

2017年1月至2018年12月，通过计算得出万得全A之于组合的风险贡献如图1所示：

图1: 万得全A之于20/80组合的风险贡献比例



结果表明，20%仓位的万得全A贡献了绝大部分的组合风险（即波动率），长期占比80%以上，甚至会高达95%，这样的“股债均衡”组合实质上是与初衷相违背的，组合风险几乎完全被股票所支配。可以说明，从资产比例的角度去配置资产往往会使得结果背道而驰。那么既然如此，从风险的角度该如何去配置资产？Risk Parity，即风险均衡策略，便产生于这样的背景之下。

关于Risk Parity

Risk Parity，即风险均衡策略，又常译为“风险平价策略”，于2005年由磐安资产 (PanAgora) 的钱恩平首次提出。其核心思想可以追溯至桥水基金的“全天候”策略，认为分散风险的逻辑不是基础资产，而是未来各种可能的经济环境，即风险因子，并强调不对未来做任何的预测，采用一致的战略资产配置策略以应对各种经济环境。而风险均衡策略则更多的从定量的角度出发，认为资产配置就是配置风险，并将风险贡献作为投资组合构建的基础准则，而不是单单作为一个风险监控的指标，使得基础资产之于组合的风险贡献与预先设定的风险预算比例相匹配。

那么，假设资产i的风险预算比例为 RB_i (其中 $\sum RB_i = 1$)，则风险均衡策略的最一般表达式为：

$$\forall i \in [1, n], R_{\omega_i} = R_{portfolio} \cdot RB_i,$$

$$\text{其中 } R_{\omega_i} = \omega_i \frac{\partial(R_{portfolio})}{\partial(\omega_i)}$$

从上述表达式可以看出，风险均衡策略最为核心要素就是风险计量方法，也就是R_portfolio。展开而言有两个方面：一是如何衡量单一资产的风险，二是如何衡量资产之间的关联关系。

市场上绝大多数所采用的方法是波动率(δ)，其中典型的代表是中证多资产风险平价指数(930929，以下简称“中证MARF”)。虽然波动率作为传统且广泛应用的风险计量方法有着计算方便、易于理解、方便比较等诸多优势，但同时也有着对投资组合构建会产生重大影响的缺点：一方面波动率基于等权重的算法缺乏对市场变化的及时反馈，时效性低，会导致组合的调整过于滞后；另一方面，资产收益率分布有着尖峰厚尾的特征，波动率作为风险计量方法会大大低估资产收益率的尾部风险(尤其是债券类资产)，从而造成对该资产的超配使得组合风险特征发生偏离。

因此，鑫元风险均衡策略重点从风险计量方法出发，着重解决上述两个问题，旨在提高风险计量模型的时效性以便更加精准的反应大类资产风险在未来的分布，并基于此得出资产配置比例，提高投资组合之于市场变化反馈调整的及时性。



鑫元风险均衡策略核心逻辑

研究表明，资产价格波动具有尖峰厚尾、波动率聚集等特点。波动率作为风险计量方式不仅缺乏时效性，对于资产价格波动的尾部风险尤为低估。因此，鑫元风险均衡策略是基于参数法和模拟法衍生而来，首先通过对资产收益率时间序列进行随机过程建模，标准化残差序列，并通过路径模拟法来实现对未来市场风险变化的计量和预测。策略构建的核心步骤简述如下：

第一步：对资产收益率时间序列进行随机过程建模，主要采用Garch类模型进行拟合，并获取标准化残差序列。主要模型如下：

- 1) Garch(p,q), 主要有: Garch(1,1)、EWMA、Garch(1,0)或 Garch(0,1)

$$r_t = \mu + \epsilon_t, \epsilon_t = \delta_t e_t$$

$$\delta_t^2 = \omega + \alpha_1 \epsilon_{t-1}^2 + \alpha_2 \epsilon_{t-2}^2 + \dots + \alpha_q \epsilon_{t-q}^2 + \beta_1 \delta_{t-1}^2 + \beta_2 \delta_{t-2}^2 + \dots + \beta_p \delta_{t-p}^2$$
- 2) EGarch(1,1)

$$r_t = \mu + \epsilon_t, \epsilon_t = \delta_t e_t$$

$$\log \delta_t^2 = \kappa + \gamma_1 \log \delta_{t-1}^2 + \alpha_1 \left[\frac{|\epsilon_{t-1}|}{\delta_{t-1}} - E \left(\frac{|\epsilon_{t-1}|}{\delta_{t-1}} \right) \right] + \zeta_1 \frac{\epsilon_{t-1}}{\delta_{t-1}}$$
- 3) GJR-Garch(1,1)

$$r_t = \mu + \epsilon_t, \epsilon_t = \delta_t e_t$$

$$\delta_t^2 = \kappa + \gamma_1 \delta_{t-1}^2 + \alpha_1 \epsilon_{t-1}^2 + \zeta_1 I[\epsilon_{t-1} < 0] \epsilon_{t-1}^2$$

第二步：通过路径模拟法获得下一时刻资产组合的N个收益率路径。主要步骤如下：

- 1) 依据上文对各资产波动率建模，得出相应以时间为标注的标准化残差序列 e_t^j ，表示为t时刻资产的标准化残差项；
- 2) 以时间为标量进行抽样，得到n个资产的残差项 $\{e_1^1, e_1^2, \dots, e_1^n\}$ ；
- 3) 依据各资产的波动率模型，对t+1时刻各资产的收益率进行预测；
- 4) 重复上述步骤N次，得到n个资产的N个收益率路径 $r_N^1, r_N^2, \dots, r_N^n$ 。

第三步：依据N个收益率路径 r_N^1 即未来的资产组合收益率风险的分布情况，输入风险预算参数，对其进行算法求解，得到各资产配置比例。

用一个简单的例子来进行对比可以更加的直观，随机选取一段沪深300的价格走势(201501-201801)，在95%的置信水平下，将波动率计算的VaR值和鑫元风

险均衡策略计量模型计算的VaR值做一简单的对比，结果如图2所示：

图2：波动率VaR VS. 鑫元风险均衡策略计量模型VaR



可以直观地看出，鑫元风险均衡策略计量模型具有更高的时效性，更能反映出市场的变化。那么进一步来说，在现有资产配置工具发展的背景下，风险均衡策略投资组合该如何设计？市场表现又如何呢？

鑫元风险均衡策略产品方案

风险均衡策略产品作为资产配置型产品的典型代表，其首要前提是资产配置的多元化，即配置尽可能多的大类资产，所以基金中基金(FOF)则是最为合适的产品形式，可以通过各类型的基金产品实现大类资产的快速配置。因为是资产配置类产品，所以低费率、跟踪市场紧密的ETF基金则是其投资标的的首选，其次为普通指数型基金，最后则为单一资产型公募基金。

就目前而言，ETF基金在国内发展已有十几年，大类资产种类已经覆盖了国内股票、债券、黄金、港股、美股等。其中国内股票型ETF基金无论就存续规模还是流动性而言都能满足资产配置需求，黄金、港股ETF基金亦是如此，但债券型ETF基金的存续情况对于资产配置需求不容乐观，主要归结于规模小、品种少和流动性差的问题，所以在产品设计上退而求次，在考虑基金主题的基础上，依据鑫元基金评价体系选取相应的纯债型公募基金作为资产配置标的。综上，鑫元风险均衡策略的投资标的如下：

大类资产	投资标的
国内股票	ETF: 沪深300ETF、中证500ETF、创业板ETF等
国内债券	纯债型基金: 利率主题型, 信用主题型等(基于基金评价)
黄金	ETF: 黄金ETF
港股	ETF: 港股ETF
美股	ETF: 标普500ETF, 纳斯达克100ETF

基于上文鑫元风险均衡策略模型，本文通过调整大类资产的风险贡献预算比例，设计了两种不同风险收益特征的产品方案。具体如下：

产品方案一：稳健收益型

稳健收益型方案是将各大类资产的风险贡献设为均等，这也是风险均衡策略产品最经典的代表，市场上的同类型产品也都采取这种产品设计方案，最为典型的就是中证多资产风险平价指数，与鑫元风险均衡策略相比，其主要区别就在于风险计量方法。产品方案具体如下：

风险预算：五大类资产的风险预算均为20%。
 调仓方式：触发式，偏离度阈值2%。
 模拟时间：2014年1月16日-2018年12月31日
 比较基准：中证多资产风险平价指数（930929，以下简称“中证MARP”）。

图3：稳健收益型产品净值走势



策略名称	累计收益率	年化收益率	年化波动率	最大回撤
稳健收益型	44.70%	9.24%	2.83%	2.88%
中证 MARP	32.84%	6.79%	1.99%	3.79%

中证MARP是市场上风险均衡策略的典型代表，用波动率作为风险计量方式并得出大类资产配置比例。从模拟结果表明，无论从收益还是从风险的角度来看，鑫元风险均衡策略均优于中证MARP，在模拟区间中，年化收益达到9.24%，最大回撤仅为2.88%。

产品方案二：增强回报型

基于目前国内ETF基金发展的现状，国内A股和港股的ETF基金无论规模还是流动性都可以满足资产配置需求，实现仓位快速的配置和转换。因此，本文提高国内A股和港股的风险贡献占比，通过增强组合之于上述两类资产的风险敞口来提高组合的长期收益。通过模拟发现，增强回报型策略债券类资产的平均仓位在70%上下，因此选择Wind混合债券型二级基金指数作为比较基准。产品方案具体如下：

风险预算：增加国内A股和港股的风险权重。
 调仓方式：触发式，偏离度阈值4%。
 模拟时间：2014年1月16日-2018年12月31日
 比较基准：Wind混合债券型二级基金指数（885007，以下简称“混合二级债”）。

图4：增强回报型产品净值走势



策略名称	累计收益率	年化收益率	年化波动率	最大回撤
增强回报型	53.31%	11.02%	4.83%	5.23%
混合二级债	45.96%	9.50%	5.70%	10.57%

经过比较可以看出，增强回报型策略从收益和风险两个指标都领先于混合二级债。更值得注意的是，收益率指标遥遥领先的同时，最大回撤仅为5.23%，远低于混合二级债的10.57%。归其原因有二：首先是资产多元化的优势，这也是资产配置类产品的首要前提，从历史仓位来看，权益类资产的占比是高于混合二级债的，也就是说权益类资产占比的提升不仅没有提高组合的风险，反而使得组合风险降低，回撤变小，并达到风险分散的目的；其次在于策略核心的风险计量模型，可以对市场变化做出快速的反应，尤其在市场急剧下行的背景下尤为明显，要优于市场上以波动率作为风险计量方式的同类型产品或策略。

产品方案延伸：目标风险型

以上两种产品属于风险均衡策略最经典的两种类型，属于固定风险贡献比例一类，在此基础上，引入目标风险这一限制，限制组合整体风险暴露的上限，动态调整大类资产的风险贡献比例，再得到该风险预算下的资产配置方案。

因此，在产品方案二的基础上，测定增强回报型组合的周ES（期望亏损）分布，得到其均值约为1.12%，并以此为目标风险阈值，动态调整资产之间的风险贡献比例，旨在更好的控制投资组合的回撤，产品方案具体如下：

风险预算：动态调整。
 目标风险：周ES为1.2%。
 调仓方式：触发式，偏离度阈值5%。

模拟时间：2014年1月16日-2018年12月31日
 比较基准：Wind混合债券型二级基金指数（885007，以下简称“混合二级债”）。

图5：目标风险型产品净值走势



策略名称	累计收益率	年化收益率	年化波动率	最大回撤
目标风险型	53.48%	11.05%	4.65%	3.65%
混合二级债	45.96%	9.50%	5.70%	10.57%

从模拟结果来看，目标风险型的表现依然显著跑赢混合二级债。因为该策略的参数设置基于上文增强回报型策略，所以在收益指标上几乎相差无异，但在回撤指标上得到了明显的改善，从5.23%降到了3.65%，综合表现更为稳健。

综上，从上述产品方案模拟结果可以看出，该策略最大的优势既是稳健，受市场波动影响小。在模拟期间，经历过股市的牛市上涨、崩盘下跌，也有债市的急速下行阶段，但从净值走势和业绩表现来看始终处于稳健上升的趋势，与比较基准相比受市场阶段性波动影响要小，与之对应的劣势就是在单边牛市行情下，收益相对较低，但这与风险均衡策略的本质是一致的，依据风险预算配置资产，不会将组合风险过度的暴露在单一资产中，追求组合的长期稳健增长而非急增急跌。

总结

大类资产配置目的在于分散风险，其落脚点应该也是风险而非简单的资产权重。风险均衡策略认为资产配置即配置风险，使得基础资产之于组合的风险贡献与预先设定的风险预算比例相匹配。但在实践中，

关键有三：
 1) 首要前提：基础资产的多元化，这是任何一个资产配置型产品的前提，没有多元化的资产配置谈何分散风险？

2) 核心要素：风险计量模型，如何有效的度量基础资产的风险及资产之间的关联关系从而计算出资产配置比例，这对投资组合之于基础资产的配置以及组合调整的时效性至关重要。

3) 成本因素：由于债券型ETF基金发展的欠缺，所以债券类资产只能通过普通纯债型基金配置，这必然会导致一定的申购、赎回费用，如何利用产品的申购机制（尤其是C类份额的应用），合理控制交易费用，这对组合长期收益都至关重要，而这需要一套严谨的基金流动性分层机制及严格的投资操作流程，限于篇幅因素，且不展开讨论。

本文提出的鑫元风险均衡策略模型则着重从策略的核心要素——风险计量模型出发，摒弃波动率，采用参数法和模拟法相结合的思路，通过对资产收益率时间序列进行随机过程建模，标准化残差序列，并通过路径模拟法来实现对未来市场风险变化的计量和预测，以便更加精准的度量大类资产风险在未来的分布，并基于此得出资产配置比例，提高投资组合之于市场变化反馈调整的及时性。

基于鑫元风险均衡策略模型，本文还提出了三种产品设计思路，分别是固定风险贡献比例的“稳健收益型”、“增强回报型”以及在此基础上衍生而来的浮动风险贡献比例的“目标风险型”。经过回测模拟得出，基于鑫元风险均衡策略而来的三种产品方案最大的优势即使稳健，受市场波动影响小，虽然在单边牛市行情下收益指标相对劣势，但策略本身是依据风险预算配置资产，不会将组合风险过度的暴露在单一资产中，追求组合的长期稳健增长。因而从中长期的角度，尤其是市场震荡的行情下，相较于市场类似产品无论从收益还是风险的角度都占据一定的优势。

综上，大类资产配置作为一种理念被投资者广泛的接受和熟识，鑫元风险均衡策略提供了一种从风险的角度配置资产的思路和方法，从其回测模拟结果来看，具备相当的市场竞争力，而在未来随着基础资产配置工具的不断丰富和发展，也一定会有进一步的发展空间。

布局债券指数型基金的黄金时代

文 | 郑辰 鑫元基金战略发展部

随着2018年债券牛市的推进，债券指数基金火热发行，此类债基品种在中国市场问世后的第16个年头迎来新的契机。本文将从债券指数基金的发展历程、市场情况、费率结构以及产品优势等方面来解析债券指数基金。

一、发展历程回顾

1、2003-2010：国内债券指数基金的起步与停滞

2003年10月，长盛全债指数增强型证券投资基金开启了国内公募债券型基金的指数投资时代。但由于当时投资者对于被动产品的认识度有限，同时国内众多标的的流动性不足，导致指数的可复制性不强，外加当时对于工具型产品的需求并不高，众多因素的叠加导致国内债券指数基金发展的一度停滞。

2、2011-2013：股市下跌所带来的布局机会

2011年起，在欧债危机和全球经济放缓的影响下，A股全年处于震荡下挫，但在股债跷跷板效应的作用下，债市走出了先扬后抑的态势。在此背景下，南方基金和华夏基金先后发行两只债券指数基金，并打破债券指数基金7年零发行的局面。由于债券指数基金的多重优势，在随后的两年中，虽然债券市场面临调整，但并没有阻碍各大基金公司布局债券指数基金的脚步，相继推出了针对不同券种的指数基金。

3、2014-2015：股债双牛下债券指数基金遇冷

在2014至2015间，股债双双发



力，而债券指数基金以跟踪某一债券指数为主要投资目标，杠杆操作受到限制，因而在这两年间此类新产品的发行以及存续产品规模的增长再度陷入停滞。

4、2016年至今：债券指数基金布局的黄金时代

2016年三季度后，“资产荒”下机构投资者的配置情绪高涨，各家基金公司迅速布局长端利率债的债券指数基金，随着市场上对资产配置需求的日益增长，进一步明确债券指数基金的工具属性，涵盖不同期限、不同债券品种的指数型基金相继集中问世。

二、债券指数基金的市场情况

截至2018年12月31日数据，市场上共有49只债券型产品（包括ETF产品和ETF联接），基金资产净值总规模也已突破1000亿元。其中，早期发行的债券指数型产品主要集中于可转债、信用债类的债券指数型和长期限的利率债指数产品为主。从2018年年初起，各家基金公司则集中布局不同期限的利率债指数产品。

虽然国内债券指数型基金的发展与规模情况无法与股票指数型产品相提并论，但基于国家的免税政策、监管政策导向等因素的影响，各家基金公司为了抢占市场份额，已较有体系性的布局了不同债券品种、不同流通场所和不同期限的细分化债券指数产品。近期基金公司主要布局的债券指数基金主要集中在流动性、安全性高的利率债指数基金，其原因可归结于：

- 受到中美贸易战的影响，股市表现惨淡，而债市在整体宽松的资金面下表现良好，其中政策性金融债的表现尤为突出，从而激发投资者的配置热情。

- 信用违约事件的频发是2018年债券市场中的一大焦点，违约率高达0.53%，远超往年水平。然而投资于包括政策性金融债在内的利率品种则有国家信用作为背书，可以彻底规避信用违约事件的发生。

- 2017年7月债券通开通以来，外资持续购入中国债券。由于利率债的安全性较高，且与发达国家相比，收益率水平也较高，是境外投资者热衷参与投资的一个品种。随后2018年3月，彭博宣布于2019年4月起将人民币计价的中国国债和政策性银行债券纳入全球三大国际债券指数之一的巴克莱全球综合指数（Bloomberg Barclays Global Aggregate Index），预计未来将有大量资金流入配置我国的利率债。因此，基金公司纷纷布局指数基金产品。

三、债券指数基金的费率结构情况

1、管理费率

目前，债券指数基金的管理费率区间主要集中在[0.25%,0.3%]内，且随着未来债券指数工具化产品的不断推广和普及的推动下，管理费率在较大程度上仍有一定向下浮动的空间。因此，与主动管理型的债券指数相比，费率优势明显。

2、托管费率

由于此类产品为被动管理型产品，因此其托管费普遍低于主

动管理型的债券型基金，市场最高的托管费为0.1%，最低的仅为0.05%。

3、指数使用费

指数使用费是作为指数基金在使用指数编制方提供的指数时，需要从基金资产计提并支付给指数编制方的一部分费用，市场普遍费率在[0.015%,0.04%]区间内，对基金资产整体影响较小。

四、债券指数情况

目前，中证指数和中债估值中心（中债指数）均可向各基金公司提供债券指数。除债券综合指数外，两家指数公司均可通过流通市场、信用等级、发行人类型、待偿期限等多维度提供细分化的债券指数。同时，为满足客户的不同需求，两家机构还可根据基金公司的要求提供定制化服务。

从债券指数来看，中债指数目前有40多只债券类系列指数，细分债券指数已超过400多条，中证指数在债券指数的细分数量上要弱于中债指数。此外，从定制指数角度来看，由于中债指数的指数研发仅需该公司内部进行审批通过，而中证指数目前的定制型指数需通过证监会审批，因此在指数研发周期上中债指数更为有优势。

其次，两家指数公司在编制债券指数时，主要的区别体现在以下三方面：

- 剩余期限不同：以中债10年期国债指数和中证10年期国债指数为例，中债10年期国债指数挑选债券为剩余期限在国债期货近季合约的交割月首日剩余期限6.5（含6.5

图表：中债指数与中证指数的债券指数系列情况

指数公司	指数分类项	代表指数
中债指数	综合指数	中债国债总指数、中债短融总指数、中债央票总指数、中债信用债总指数、中债公司债总指数等
	待偿期限	中债3-5年期国债指数、中债7-10年期国债指数、中债7-10年期国开债指数、中债3-5年期国开债指数、中债1-3年农发行债券指数等
	流通场所	中债银行间国债指数、中债交易所国债指数、中债银行间债券总指数等
	信用等级	中债高信用等级债券指数、中债高信用等级企业债指数、中债高信用等级中票指数、中债高收益企业债指数、中债企业AAA指数等
	发行人类型	中债国开行债券总指数、中债农发行债券总指数、中债进出口行债券总指数等
中证指数	计息方式	中债固定利率债券指数、中债浮动利率债券指数、中债固定利率金融债券/企业债/国债指数等
	利率类	中证短期国债、中证长期国债、中证1-3年期国开债、中证政金债1-3年等
	信用类	中证企债100、中证公司债5-7年指数、中证中低等级信用债指数等
	流动市场	上证超长国债、上证10年地方政府债指数等
	股债结合类	中证/上证可转债指数

年）到10.25年（含10.25年）之间的国债；而中证10年期国债指数则以同时在银行间和上交所挂牌且剩余期限在8.5年到10年之间的国债组成。

- 估值取价源不同：以中债1-3年期国开债指数和中证1-3年期国开债指数为例，虽然两家指数公司均挑选剩余期限在0.5年-3年之间的国开债，但由于两家公司采用估值的取价源不同（中债指数采用中债估值，中证指数采用中证估值），因此反映在指数价格上会有

一定差异性。

- 指数成分券的调整频率：同样以中债1-3年期国开债指数和中证1-3年期国开债指数为例，除取价源不同外，指数标的的不同调整频率（中债1-3年期国开债以日为调整频率，而中证1-3年期国开债则以月为调整频率）也会导致两者有一定的差异性。

五、债券指数产品的优势

债券指数基金的优势主要体

现在以下三方面：

- 费率低：相较于主动管理型基金，管理费、托管费均低于普通主动管理型产品。

- 持仓透明：由于被动跟踪标的指数，所持债券明细和债券持仓比例均清晰、透明、准确，投资者可根据指数构成说明了解持仓信息。

- 投资逻辑清晰：与主动管理型产品相比，投资清晰、单一，投资者可按照市场情况以及自身投资诉求进行资产配置。🌟

债牛助推 2018 债券指数基金起舞

文 | 《固定收益》编辑部

摘要

2018年，上证指数缩水了约四分之一，债券市场则走出牛市行情。债券基金成为全市场最赚钱的基金品种。

经济趋于回落，通缩风险升温，经济基本面仍支持债券牛市继续。而货币相对宽松，疏通信用传导，将导致债市分化加剧，国内债券指数基金迎来新一波发展机遇。

而中债长期债券指数从2015年起持续稳定地高于中短期指数，市场对中国经济的长期发展和兑付能力预期趋于乐观，难得的确定性趋势红利就在眼前，投资者当如何把握？

债券牛市势不可挡

近年来，受社融、M1/M2增速下降，国债收益率下滑，资金面相对宽裕等综合因素影响，债市热情随之高涨。

根据中债指数表现，国内债券市场已完成市场培育及快速发展阶段，进入更加稳健、成熟的周期，而中债长期债券指数从2015年起持续稳定的高于中短期指数，说明市场对中国经济的长期发展和兑付能力预期更为乐观，长期风险偏好上升（图1）。

2015年至2018年12月4日，国内债券托管数量已增至44971只，

票面总规模达到8.52万亿元，约85%的债券型基金取得正收益，平均收益率达到了3.40%（图2）。

交易活跃度方面也大幅提升。国内政府债券及准政府债券的平均每日交易额为200亿美元（图三）。这一指标在过去10年增长了6倍，但与美国接近于2100亿美元、日本约600亿美元的差距仍旧很大，存在明显的市场空间。

受全球经济增长放缓、中美贸易摩擦、中国经济结构调整等因素影响，内外部宏观经济形势的不确定性增加，国内债市行情很可能比预期更火爆，一方面可以抵消通胀有余，另一方面基于底层资产质

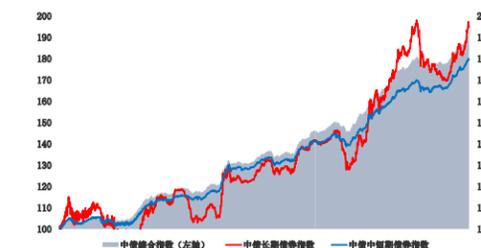
量和严格的风控可以获得较高的安全边际。

债券指数基金大行其道

债券牛市引发债券指数基金，尤其是2018年3月23日，彭博宣布将人民币计价的中国国债和政策性银行债券纳入彭博巴克莱全球综合指数。中国债券纳入指数将从2019年4月开始，用时20个月分步完成。完全纳入全球综合指数后，人民币计价的中国债券将成为继美元、欧元、日元之后的第四大计价货币债券，将带来上至2500亿美元资金被动流入。

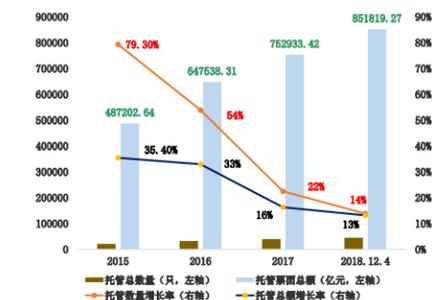


图1：中国债券市场发展阶段



资料来源：choice 数据，制表：本刊编辑部

图2：2015年以来债券托管情况



资料来源：choice 数据，制表：本刊编辑部，数据周期：2015.1.1-2018.12.4

图3：中美国债交易额月度对比



资料来源：choice 数据，制表：本刊编辑部

为此，国内基金公司积极布局。证监会披露的数据显示，2018年有22只债券指数基金提交申报材料，涉及鑫元基金、工银瑞信、农银汇理、华安、汇添富等12家基金公司；年内共成立了14只债券指数基金目前已发行及正在发行中的债券指数基金合计约80只。

统计显示，截至2018年12月18日，国内债券指数基金发行总额883.54亿份，单一产品规模峰值持续更新，10亿级产品频频出现，很多投资者已获利套现（表1&表2）。

由于发行量越来越大，也为了促进行业的迅速发展，债券指数基金的各项成本都有明显下降的趋势，甚至出现了不少部分功能免费的现象，对于投资者而言，交易成本的降低（表3），就意味着净收益的增加，加上充足的流动性优势，促使了近年来此类基金发展迅猛。

相比于股票等投资渠道，债基指数基金业绩表现

表1: 国内债券指数基金A类发行概况

	发行总份额 [单位]份	基金份额(合计) [报告期]最新 [单位]万份	基金规模(合计) [交易日期]最新 [单位]元	52周前基金份额变化率 [单位]%	申购赎回净额 [报告期]2017年报 [单位]份
合计	88,353,721,623.55	6,282,260.0811	73,028,921,990.920	-649.3701	3,544,151,704.3800
最大值	2,137,373,330.0400	2,137,037.3330	21,373,279,930.150	91.6500	7,751,187,655.6100
最小值	10,000,000.0000	8.2698	7,335,040.8400	-649.3701	-1,999,284,186.9200
平均值	1,963,416,036.789	136,570.8713	1,587,585,260.6722	-20.9474	114,327,474.3348
计数	45	46	50	35	35

资料来源: Wind, 制表: 本刊编辑部, 数据截止日: 2018.12.18

表2: 国内债券指数基金C类发行概况

	最新基金规模(合计) [单位]元	52周前基金份额变化率 [单位]%	申购赎回净额 2017 年报 [单位]份
合计	50,337,305,845	88,683.1143	-776,518,300.9
最大值	21,373,279,930	54,865.6808	1,799,799.88
最小值	7,335,040.84	-99.6899	-776,518,300.9
平均值	1,864,344,660.9356	4667.5323	-43,139,905.6039
计数	31	23	23

资料来源: Wind, 制表: 本刊编辑部, 数据截止日: 2018.12.18

表3: 债基指数基金费用明细汇总

	管理费率 [单位]%	托管费率 [单位]%	认购费率 前端	指数使用费率	最低定投折扣率
平均值	0.2763	0.0800			0.2143
最大值	0.7500	0.2000	1	0.04	0.4000
最小值	0.1300	0.0500	0	0.012	0.0000
计数	80	80	80	70	10

资料来源: Wind, 制表: 本刊编辑部, 数据截止日: 2018.12.18

表4: 债基指数基金业绩回报统计

	日均跟踪偏离度 阈值(业绩基准) [单位]%	年化跟踪误差阈 值(业绩基准) [单位]%	2年累计单位 净值增长 [单位]元	2年最高单位 净值 [单位]元	2年最低单位 净值 [单位]元	今年以来回报 [单位]%	成立以来回报
[单位]%							
最大值	0.5000	5.0000	0.1482	1.4813	1.1900	11.085997	217.817108
最小值	0.2000	0.5000	-0.0570	0.9880	0.8300	-3.731118	-28.327803
平均值	0.2870	2.5875	0.0547	1.0815	1.0031	4.641153	9.380876
计数	80	80	28	76	76	76	77

资料来源: Wind, 制表: 本刊编辑部, 数据截止日: 2018.12.18

和收益率平均值均为正向, 只有极少部分产品收益为负, 在众多理财方式中可圈可点(表4)。这其中, 纳入统计的80只基金(A/C类分别统计)中, 只有3只收益为负, 不到4%的比例, 也就是说绝大多数投资者都是赚钱的。

事实上, 自2011年以来, 我国债券指数投资持续发展, 2013年受到债券牛市的推动, 债券指数投资进入高速发展。2016年之后债券指数投资再次迎来大发展。目前产品除政金债为主流以外, 信用债、地方债、城投债等都有涉及, 其中期限上以5年以下短久期产品居多, 后续信用债、转债等相关产品还有市场空白等待填补。

频繁交易“蚕食”最终收益

投资就有风险, 最高的收益/风险比是不变的追求。

随着信用风险频繁爆发, 债基的主动管理难度大幅提升, 指数基金持仓透明、分散风险、低费率

的优势逐渐显现, 而且从过往业绩来看指数基金收益并不低于债基平均水平。而被动投资有3大优势: 1、大量主动管理基金回报在扣除费用后位于业绩基准以下; 2、债券指数基金的平均费率已经降至0.07%, 相比主动债基有近50BP的费率优势; 3、由于债券指数基金和债券ETF相对主动管理型基金的调仓更少, 相对交易更不频繁, 税收和交易成本的控制上也有优势。

从海外指数基金的发展历程来看, 指数产品的壮大通常与市场可投资品种增多、分散化投资的意义逐步显现密切相关。截至2018年11月底, 全球市场(除中国大陆外)上共有782只债券指数基金, 总资产量超过9000亿美元。其中美国市场在6000亿美元以上, 且在公司分布上, “头部效应”和“先发优势”都非常明显。

而国内债基指数基金发展趋势, 将大概率“复制”美国轨迹, 因此, 在投资策略上有几点建议可作参考。

首先, 要对未来1到3年宏观经济发展形势有个基本的判断, 这将决定投资方向和策略选择, 尽量参与一些已有明确趋势迹象的领域; 第二, 相对低点时投资, 并做好长期持有准备, 以便有足够空间来观察合适的卖出高位, 从而获得更为理想的实际收益。事实上频繁交易的成本对收益影响甚大。而制定并严格执行符合自身情况的交易纪律至关重要, 克服短期波动对心态的影响, 减少后悔“剁手”几率; 第三, 基金规模大小有助于投资布局和提高抗风险能力, 是稳健投资者的“选基神器”; 第四, 过往业绩虽然不能代表未来盈利能力, 但可以看出基金公司整体操作水平; 第五, 分散投资非常重要, 是提高自身平均收益的最好策略。

总之, 未来是不确定的, 我们要做的是尽可能从中寻找确定性, 把复杂的问题简单化, 执行既定的交易纪律, 朝着既定的方向坚定前行, 方能获得更好的保值增值体验。🌸

THE RESEARCH REPORT

鑫元基金 信用研究系列报告之六

● 鑫元基金 | 信用研究系列报告之五
供给侧改革下煤炭行业债券投资策略
(见《固定收益》15期,第22页)

● 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)

化纤行业信用分析框架及发行人分析

文 | 王夫伟 鑫元基金固定收益部

化纤产业链上游为原油、天然气、煤三大基础能源;中游为以PX(对二甲苯)、PTA(精对苯二甲酸)、MEG(乙二醇)、MDI(二苯基甲烷二异氰酸酯)、PTMEG(聚四氢呋喃)为核心的石化、煤化中间品;下游为涤纶、腈纶、锦纶、氨纶、粘胶等产品。下游纺织服装为非周期性行业,但自身产能建设周期导致行业呈现出较强周期性:行业对成本端油价敏感性较高,敏感度从产业链上游到下游逐渐递减。替代品棉花价格的变动也会影响化纤行业的产品价格。

子行业的经营特征决定了不同子行业之间景气度的差别,涤纶产业链下游需求弱复苏+低库存助推产业链中下游景气度回暖,但上游PX受制于油价震荡,涨价空间依然有限。氨纶产业链回暖时间晚于涤纶和粘胶,成本端是推动价格上涨的主要原因,复苏相对较为缓慢。我们认为当前不同子行业之间景气度的排序为:粘胶>涤纶>氨纶。

本篇报告对化纤行业的经营特征、运行逻辑、主要子产业链景气度进行了详细分析;结合化纤行业自身特点设计指标与权重,对化纤行业信用评估要素进行了总结;并对化纤行业主要发债企业做了逐个分析。

1. 化纤行业经营特征及基本面

1.1. 化纤产业链介绍

化纤产业链上游为原油、天然气、煤三大基础能源;中游为以PX(对二甲苯)、PTA(精对苯二甲酸)、MEG(乙二醇)、MDI(二苯基甲烷二异氰酸酯)、PTMEG(聚四氢呋喃)为核心的石化、煤化中间品;下游为涤纶、氨纶、粘胶三大主要化纤产品。化纤行业发债人主要集中于PX-PTA-涤纶、MDI+PTMEG-氨纶及粘胶短纤产业链。化纤分为人造纤维与合成纤维,粘胶即属于人造纤维,其吸湿性较好,易于染色;涤纶与氨纶都属于合成纤维,其中涤纶具有强度高、弹性好、耐热性高等特点,涤纶短纤与棉花属竞争关系;氨纶具有弹性好、耐酸碱、耐汗耐磨等特点,广泛用于内衣制品。除以上

三大产品外,化纤还包括腈纶、维纶、锦纶等产品,但由于不涉及发债人主要主营产品,在本报告中不加赘述。各大产业链子链条下游均为纺织业,根据化纤不同品类的不同性质可以对应纺织业中纺织服装、家用纺织、产业用纺织三个子行业。

化纤行业按照产品分类主要包括三条产业链:

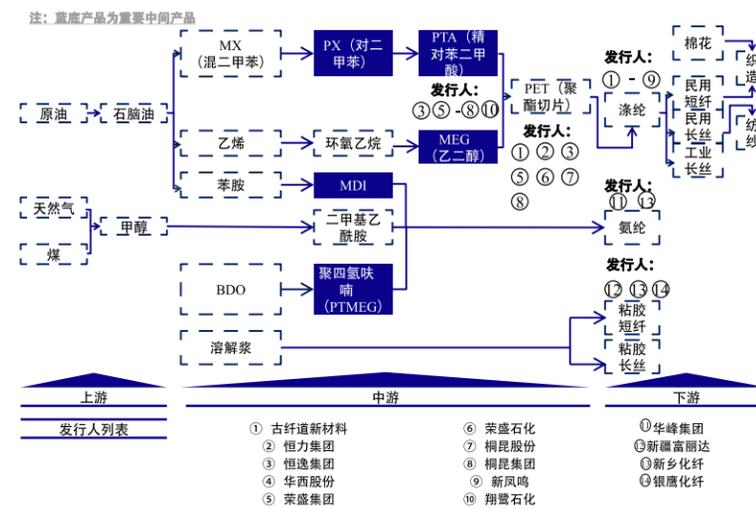
(1) PX-PTA-涤纶产业链:我国PX自给率不高,仅43.15%(PTA自给率为100.11%),原料多依赖进口且国内装置先进,使其对下游话语权较强。中游PTA因近年产能过剩严重,利润空间急剧压缩,2014年一季度曾采用成本定价法稳定行业利润,目前PTA与PX价差保持稳定,利润空间主要受供给面国内PTA厂商开工率及原料成本层面亚洲PX厂商开工率影响。下游涤纶方面,涤纶分为长丝和短纤,

长丝长度在千米以上,分为预取向丝POY、拉伸变形丝DTY和全拉伸丝FDY,短纤长度在几十厘米左右,两者都用于纯纺或混纺服装。涤纶长丝主要制造工艺为切片纺和熔体直纺工艺,其中切片纺因为能耗高、生产稳定性低而逐步被后者替代。我国涤纶厂家多集中于江浙民营企业,虽然行业集中度有所加强,但整体缺乏行业龙头,内部竞争充分。

(2) MDI+PTMEG-氨纶产业链:氨纶为聚氨酯纤维,由多根长丝组成,按长度可分为10D/根、15D/根、20D/根等种类,通常根数越少加工精度越高。氨纶上游两大原材料PTMEG和MDI分别占成本的80%和20%。MDI生产属于技术密集型产业,产能主要集中于巴斯夫、拜耳等国外化工龙头,国内主要生产企业为万华化学。PTMEG主要依靠进口,且国外技术成熟,2018年1-10月我国合计进口PTMEG 54244吨,与去年同期持平,而出口仅为3075吨,相比去年同期下跌了40%。近年氨纶产能扩张相较其他子产业链较为有序,产能利用率2017年为85%左右,产能主要集中于浙江,占比64%。

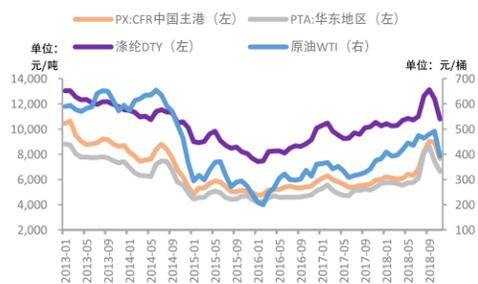
(3) 粘胶产业链:粘胶同样分为长丝和短纤,皆具备凉爽透气、染色绚丽的特点,广泛用于花呢绸缎、床上用品、帘子布等产品。粘胶纤维在质地与棉花更加相近,其中短纤又俗称人造棉,粘胶在舒适性和透气性方面均优于涤纶,近年来粘胶在棉纺原料中使用占比逐步提升。由于粘胶棉溶解浆处理中产生大量废水、废气、废渣,为高污染行业,2015年《环保

图 1: 化纤产业链及相关债权人



数据来源: Wind, 鑫元基金研究

图 2：中上游产品对油价更敏感，下游则反应较慢



数据来源：Wind，鑫元基金研究

图 3：下游产品相对棉花价格较为敏感



数据来源：Wind，鑫元基金研究

图 4：涤纶、氨纶、粘胶历史价格走势



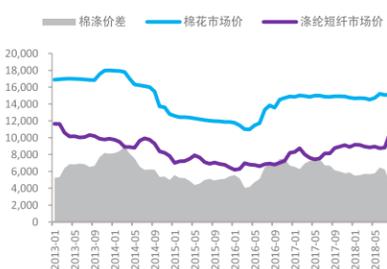
数据来源：Wind，鑫元基金研究

图 5：涤纶产业链下游价差走扩，中游价差稳定



数据来源：Wind，鑫元基金研究

图 6：棉涤价差走扩，涤纶下游利好



数据来源：Wind，鑫元基金研究

法》颁布以来，10万吨以下产能逐步淘汰，整体产能出现向西部转移的迹象，也导致行业新增供给出现放缓。目前国内主要粘胶产能主要集中在富丽达、赛得利、唐山三友等化工企业。

1.2. 化纤行业经营特征

化纤行业虽然下游需求周期性不强，但自身产能的周期性也决定了化纤行业属于周期性较强的行业，把握行业当前所处的周期对于判断行业整体经营状况非常重要，同时还要根据成本端油价以及替代品棉花的价格来辅助判断化纤产品的价格走势。另外，还需要关注不同子产业链景气度之间的区别。

(1) 下游纺织服装为非周期性行业，但自身产能

建设周期导致行业呈现出较强周期性。纺织服装是化纤行业下游的主要需求，而本身纺织服装是属于弱周期性行业，这就说明化纤行业下游的需求周期性并不是非常强。那么化纤行业的周期性主要来自于什么地方呢？答案是产能建设的周期，也就是供给的周期。拿PTA行业来说，一般产能建设周期为两年左右，09年“四万亿”过后，PTA行业盈利在10年出现暴涨导致PTA行业产能疯狂扩张，等到12年之后PTA行业供给大幅释放叠加需求的回落，行业开始陷入低迷。所以在分析化纤行业景气度时，把握行业当前所处的周期对判断行业未来景气度状况有很大的作用。

(2) 替代品棉花价格的变动也会影响化纤行业的产品价格。棉花、涤纶和粘胶是棉纺行业的三大原料，其中棉花占比最高，接近50-60%，所以棉花对化纤类产品有明显的替代作用。当棉花供给偏紧，价格大幅上涨时，就会迫使下游纺织企业增加对涤纶的需求，从而促进涤纶价格上涨，反之棉价下跌会导致下游增加对棉花的需求，使得涤纶价格同时下跌。在分析行业价格走势及景气度状况时，替代品的情况也需要关注。

(3) 子行业的经营特征决定了不同子行业之间景气度的差别，我们认为当前不同子行业之间景气度的排序为：粘胶>涤纶>氨纶。整体上来说，受益于供给增长的缓慢以及下游纺织服装需求的缓慢复苏，化纤行业整体的景气度近期均有所提升，但不同子行业之间回暖的力度和时间上有着较大的区别。其中粘胶由于性能优越，是最接近

于棉花的替代品，在棉纺领域的消费占比近年来不断提高，并且由于粘胶上游溶解浆全球范围内供过于求，粘胶相对于其上游来说议价能力依然较强，15年开始，粘胶价格就持续上涨，行业出现了复苏，整体景气度较好；下游纺织服装行业的弱复苏同样带动聚酯及PTA价格上涨，不过相比较于粘胶行业来说，PTA上游成本端则更加强势，虽然PTA价格回暖，但其与PX的价差并未出现明显上涨，PTA行业依然处于夹缝中求生存的境地；从价格走势来看，氨纶回暖要晚于涤纶和粘胶，13年氨纶价格一度大涨导致氨纶项目纷纷上马，产能飞速上涨，随后便迎来了从14年下半年开始持续两年的调整期，近期伴随着需求弱复苏、行业产能的自发调整以及上游PTMEG以及MDI原料价格的大幅上涨，氨纶价格也出现明显回升，但受到成本端挤压，氨纶行业回暖的力度依旧非常有限。

1.3. 化纤行业基本面现状及展望

(1) PX-PTA-涤纶产业链：下游需求回暖带动PTA好转

下游需求回暖带动涤纶景气度回升，但PTA回暖滞后于下游涤纶。15年下半年以来，受益于纺织服装行业景气度的弱复苏，化纤产业链下游涤纶行业与成本价差不断走扩，盈利能力有所提升，以涤纶POY-0.86*PTA-0.34*MEG来计算，从17年初1500元/吨左右逐步回升到18年10月的2094元/吨。相比较于化纤行业下游来说，中游的回暖更为滞后，14年到16年期间，PTA-0.66*PX的价差持续维持在500/吨中枢震荡，下游的回暖并未显著带动

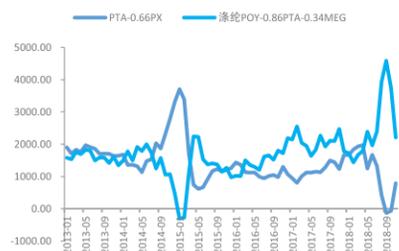
中游盈利状况向好，2018年以来，PTA价格震荡上涨，在9月份达到高位，之后迅速回调，年底回调至18年5月份的水平。

下游需求弱复苏+低库存助推产业链中下游景气度回暖，但上游PX受制于油价震荡，涨价空间依然有限。15年之后下游纺织服装行业需求的弱势复苏给涤纶价格带来了支撑，而且由于距离终端需求更近，价格上涨的弹性也明显好于中上游的PX和PTA企业，最后带来与成本端价差的走扩，2016年行业持续去库存，月平均库存天数最低达6.3天，低库存之下价格继续保持坚挺。PTA在产能快速投放之后经历5年阵痛期：2010年开始产能大幅增加，由2010年的1530万吨，到2012年已翻一番，很多龙头企业都逐年亏损，行业产能利用率从2011年的84.3%下降到2016年的66%，行业内部也在自行出清，17年二季度过后，PTA国内库存天数进一步下降至2天左右的低位，随着下游需求的回暖逐步上传到，PTA也迎来涨价。但对于上游PX行业来说，其价格与油价联动性较高，与下游需求的联动性相对较弱，在油价震荡并无明显趋势的情况下，PX并没有大幅上涨的基础，因此造就了PTA与PX之间价差的收窄。

从供需关系来看，化纤中下游行业和企业有望继续保持较好的景气度，上游景气度仍有待观望。

需求层面，内外需17年均处于回暖通道中。外需的回暖使得18年纺织服装出口情况出现中枢性抬升，从最新的数据来看，1-4月份，纺织类产品出口同比金额累计同比增长1.67%，延续了17年增长

图 7: 涤纶产量有序扩张



数据来源: Wind, 鑫元基金研究

图 9: 纺织行业17年内需外需均有回暖



数据来源: Wind, 鑫元基金研究

的态势,较16年-4.1%的增速显著提升,经过人民币的贬值,目前汇率处于低位,外需逐渐企稳。内需方面,17年以来内需也呈现出明显复苏的态势,17年全年纺织服装工业增加值同比增长48%,增速超过16年1个百分点,下游需求逐渐走强。

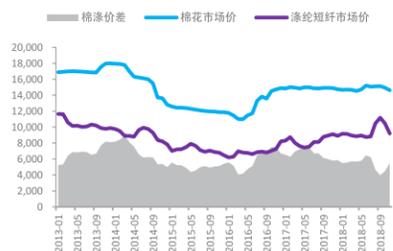
供给层面,未来PX供给增加是趋势,产业链利润大概率会流向中下游企业。短期来看,聚酯产业链中下游的PTA以及涤纶产业链库存依然处于相对低位,三季度产业

链中下游企业景气度仍有支撑,但进入四季度之后,翔鹭、桐昆等企业的复产可能会重新带来一定供给压力,对PTA价格形成一定压制。从长期的角度来说,尤其对于PTA行业来说,从12年行业景气度下滑开始,去产能就持续在推进,目前PTA行业集中度已经处于非常高的水平,CR2接近50%,2016、2017年PTA产能同比增速分别为4.6%和9.9%,未来在供给侧改革的大潮中,预计PTA的新增产能依然会相对有限。对于上游PX行业,新增产

能困难、腾龙芳烃装置处于持续停车状态等因素导致我国PX供应一致处于偏紧状态,自给率从之前的50%之上持续下滑至16年的43%。而根据十三五规划到2020年要将PX自给率提升到70%的计划来看,预计18年到20年将会有PX产能的集中投放,PX未来供给可能会逐步增加。

整体上来说,PTA由于产业集中度相对较高,对下游仍有一定议价能力,未来随着下游需求的回暖,利润也将逐步转移至中游,而

图 8: 涤纶目前处于低库存阶段



数据来源: Wind, 鑫元基金研究

图 10: PTA产能增速目前处于低位



数据来源: Wind, 鑫元基金研究

PTA本身属于产能过剩行业,在供给侧改革的大背景下,未来新增产能依然会非常有限,上游PX的逐步扩产也将使得利润像中下游转移。综上,未来涤纶产业链中下游可能呈现逐步复苏的趋势。

这一背景下,龙头仍是产业链复苏的主力军。涤纶产业链虽然继续维持高景气度存不确定性,但却是发债人中龙头集聚最多的一支。近年龙头都采取自下而上链式扩张,产业集中度进一步加强。PTA经历此次去产能之后已基本形成寡头垄断格局,恒力石化、逸盛石化两大龙头产能占中国PTA常开装置产能的60%之多,因此可以通过龙头控制供给影响产品价格。再进一步,荣盛石化、桐昆集团、巨化集团联合开发炼化项目。产业整合步伐加快预示着已经上产业升级通道,长期来看行业将进入上行趋势。

图 11: 化纤行业发行人信用评估要素

指标分类	指标集一级分类	指标集二级分类	指标名称	指标属性	指标含义
经营 风险	整体经营规模		总资产规模 (亿元)	定量	企业总资产规模
			主营业务收入 (亿元)	定量	企业主营业务收入
	经营绩效	上游成本控制	各主营业务产能	定量	同一产品标准化排名得分根据企业主营业务收入占比加权求和
			供应商与采购	定性	供应商稳定程度与采购成本优势评价
			原料自给率	定量	当期生产原料/当期消耗原料
		生产情况	产能利用率	定量	实际产能/设计产能
			客户与销售	定性	客户稳定程度与销售价格优势评价
			下游需求	定量	当期已销售产品数量/生产产品数量
	产业链延伸与业务多元化	产业链延伸	定性	涉及产业链与该产业链景气度加权求和	
		业务多元化	定量	非化纤类板块业务收入占比	
外部支持	银行授信额度 (亿元)	非主营业务毛利率	定量	非化纤类板块业务毛利率	
		银行授信额度	定量	根据最新披露的总银行授信额度	
	控股股东支持	定性	控股股东的战略与资金支持评价		
	是否上市	定性	企业是否已上市		
财务 风险	盈利能力	毛利率	定量	绝对值+趋势	
		净利率	定量	绝对值+趋势	
		经营性现金流	定量	绝对值+趋势	
	现金流及流动性	投资性现金流	定量	绝对值+趋势	
		筹资性现金流	定量	绝对值+趋势	
		经营性现金流/总负债	定量	绝对值+趋势	
资产结构与偿债能力	资产负债率	定量	绝对值+趋势		
	刚性债务占比	定量	绝对值+趋势		
	短期债务占比	定量	绝对值+趋势		
			货币资金/短债	定量	绝对值+趋势

数据来源: Wind, 鑫元基金研究

2. 化纤行业债券发行人信用评估要素

我们从信用风险的经营风险与财务风险层面、并结合化纤行业自身特点设计指标与权重,对化纤行业债券发行人信用评估要素进行了总结。

3. 化纤行业债券发行人信用分析

总体来看,化纤行业债券发行人信用分析有以下几大特点:一是财务风险评分整体不高,很少有企业能在盈利能力、现金流与偿债能力三个板块都表现较好,且波动性较大是显著特点;二是经营风险总分分化严重,主要受规模因素与产销情况的影响较大;三是发债人数量较少,且整体信用资质分化不大,主要原因系行业去产能后产业

集中度提高以及发债人多为行业龙头所致。

3.1.PX-PTA-涤纶产业链发行人

(1) 龙头借规模优势依然保持很高的信用资质,但需关注资本支出增加致使负债结构恶化带来的风险

荣盛集团/荣盛石化:全产业链龙头,2016年经营绩效显著改善,2017年稳中有升。荣盛集团已经形成“芳烃-PTA-聚酯-纺丝-加弹”的全产业链结构,在所有发债人中仅荣盛与桐昆两家,而就2017年年报的盈利数据来看,荣盛的盈利表现较好,2017年年报毛利率为6.46%,有所下降。从不同业务来看,芳烃、PTA、聚酯涤纶分别占2017年营业总收入的17.88%、24.13%、10.19%,批发与零售所占的比重大幅跃升至38.65%,而毛利率则分别为12.88%、3.73%、12.50%和1.05%。就此来看,未来企业仍有动力将产业链向上游转移垄断龙头地位,2016年投资现金流较去年同比降低212.06%,但是由于芳烃项目前期资本支出大,且投资到产出有1-2年时滞,仍需关注即将到期债务的偿付情况。目前企业在建项目为舟山岱山县鱼山岛绿色石化基地建设4,000万吨/年炼化一体化项目,计划投资总额1,600亿人民币,预计投产时间为2020年年底。从2017年报数据来看,复苏势头较好,主要表现为(1)盈利指标有所恶化:2016年毛利率、净利率分别为6.46%、2.69%,较去年分别降低41.22%、28.27%,主要是由于原材料价格上涨带来的生产成本的上升;(2)负债结构有所改

善：资产负债率逐年下降，2015、2016、2017年分别为72.53%、69.93%、64.83%，其子公司荣盛石化2015、2016、2017年资产负债率分别为65.62%、63.63%、58.51%；短期债务占比由2016年的57.25%上升至2017年的65.75%；同时货币资金对短期债务的覆盖率也呈上升趋势，2015、2016、2017年该指标分别为26.74%、41.80%、48.33%。

桐昆控股/桐昆股份：国内涤纶长丝产能、产量最大，集中于下游扩张化纤产能，子公司桐昆股份负债结构欠佳。与荣盛的发展模式不同，桐昆主要在下游涤纶长丝产业链上精工细造，其涤纶长丝产品结构丰富，拥有包含POY、FDY、DTY、复合丝等多个系列的1,000余个品种，为国内拥有涤纶长丝品种最多的制造企业，产品差别化率为68%。2017年涤纶预取向丝毛利占比63.82%，毛利率为10.67%，且客源丰富，采取先收款后发货的销售模式，资金周转较好。近两年主要投产及在建项目为嘉兴石化120万吨PTA项目、恒腾差别化二期40万吨差别化纤维项目、桐昆恒瑞38万吨DTY差别化纤维项目，2017年预计投资额为10.22亿元。但与荣盛相同情况是资本支出较大，2017年报投资现金流为-60.94亿，同比增长27.76%。而其子公司桐昆股份投资现金流上升更为明显，2017年为-44.82亿元，同比增长6.51%。负债结构中刚性债务占比较高，2016、2017年占比为55.30%、63.72%。但由于母子公司盈利状况复苏都较好，所以信用资质恶化的风险不大。

恒逸集团：盈利复苏乏力，

进入集中偿债期，未来发展潜力在子公司恒逸石化PMB项目。恒逸也是PTA-涤纶行业龙头之一，PTA产能1.350万吨，PET产能140万吨，涤纶长丝总产能165万吨，排名全国第四，规模优势很强。但就目前盈利表现来看，复苏弹性低于荣盛、桐昆两大龙头，2018年1-3月PTA、PET、DTY毛利率分别为5.65%、7.81、15.68%，逐渐赶上其他龙头。2013年为产能投放峰值，之后投资现金流出逐年降低，且筹资现金流波动较大，2016年首次筹资现金流由正转负，为-46.05亿，而2017年待偿债务余额为36亿。未来集团层面的投资较少，主要盈利增长点在于子公司恒逸石化（控制权70%）的文莱PMB石化项目落成情况，该项目将进一步将集团产业链延伸至上游，可能大幅提升毛利率，且获政府支持。但就2017年报盈利数据来看有显著下滑，毛利率为3.72%，同比增长8.45%，净利率为2.87%，显著低于其他龙头。而同时，负债结构上短期负债占比大，刚性债务负担重的问题依然存在。2015、2016、2017年刚性债务占比分别为66.13%、53.18%、47.38%，短期债务占比分别为90.81%、77.04%、84.26%。如果新项目不能较快带动经营状况好转，企业的偿债现金流支付压力将大幅增加。

（2）偏下游企业底部复苏潜力更大：

恒力集团：涤纶长丝产品差异化大研发实力强，产业链协同效应强，第二梯队龙头黑马。恒力集团为国内领先涤纶长丝厂商，在本轮复苏中势头较强，2017年涤纶

丝毛利率为15.60%，领先三大龙头9-10个百分点，主要原因其一是产能主要分布在三大长丝中景气度上升势头最好的FDY，研发实力较强；其二是上下游产业链协同效应较强，下游坯布、热电业务配套齐全，2016年年报毛利率分别为7.08%、23.16%，上游PTA主要来源于关联发恒力石化，原料成本较低。值得一提的是，子公司恒力石化2016年完成借壳上市，恒力集团持股29.72%，为第一大股东，未来其发展战略为加强FDY研发以及投入上游芳烃布局，将进一步增大母公司融资渠道且增强产业链协同效应。2017年盈利指标也呈上行趋势，净利率由5.95%上升至7.83%，毛利率由13.46%上升到16.27%。

（3）产品结构单一易受行业层面冲击：

新凤鸣：涤纶长丝营收占比比较大，对下游需求敏感度过高。企业有POY、FDY、DTY产能分别为190万吨、42万吨、16万吨，国内同行业排名第二，但企业涤纶预取向丝（POY）营收占比过高，2017年占比73.91%（古纤道：31.56%），相较而言产品结构较为单一，毛利润波动较大。但同时，2014年以来企业各项经营指标都呈向好趋势，主要原因是企业进入产能快速扩张期，且产能消化较好，2017年涤纶长丝和聚酯切片的产销率分别为100.22%和102.02%。而其2017年毛利率为12.95%，同比上升37.47。2013-2017年毛利率年均复合增长率在50%左右。但仍需关注企业下游产能部署进入成熟期之后，能否维持现在的高增长态势MDI+PTMEG-氨纶产业链发行人

3.2 氨纶行业复苏乏力，但发债人信用资质较好。氨纶板块2017年强势复苏，同样涉及氨纶业务的粘胶产业链发行人新乡化纤氨纶板块业务2017年毛利率为12.37%，相较2016年1.39%的毛利率大幅回升。但由于该产业链仅涉及一个发行人，且自身信用资质较好，所以不具备行业代表性。

华峰集团：氨纶复苏缓慢，集团拓宽不同业务分散风险，但业务多元化协同性不强。华峰集团氨纶业务收入主要来源于上市子公司浙江华峰氨纶股份有限公司（控制权：29.66%）。该公司氨纶总产能11.7万吨，位居国内第一，市场占有率约20%，毛利率显著高于行业平均。2017年营收达到214.59亿元，同比大幅上升44.71%，资产负债率和毛利率企稳，流动比率和现金比率有所恶化。在此基础上，企业还拓宽了金融、仓储运输、铝业、房地产等业务，但业务之间协同性不大且营收波动较大，虽然整体毛利率较高，但仍需要防范对子公司控制权不强，以及业务扩张后管理成本增加的风险。

3.3.粘胶产业链发行人

评分排名整体不高但潜力很大。粘胶产业链三个发行人由于自身规模较小，且均不是行业龙头，所以整体排名不高，但粘胶产业链整体上行趋势较好，若其他龙头企业有发债计划可以予以关注。具体来看，纯碱产业链龙头三友化工2015年开始涉足粘胶业务，且营收表现较好；龙头南京化纤、奥洋科技等2016年年报及2017年一季度经营数据表现都很亮眼。

新疆富丽达：背靠中泰化



学，外部支持较强。该企业是新疆中泰化学股份有限公司的全资子公司，中泰化学是新疆自治区国资委下属的A股上市公司，对该企业在资金、政策与原材料供应上有很大支持。目前，企业正在建项目为金富纱业150万纱锭项目和富丽震纶200万纱锭项目，合计投资74.67亿元。尽管为来资本支出较大，但将极大有利于积累于未来积累产业链规模优势，加之环保原因导致粘胶

项目难获批复，未来产能投放仍能得到下游需求面支持。经营绩效方面，2017年毛利率同比减少3.53个百分点至14.99%。而需要注意的是，2014、2015、2016年三季度经营现金流分别为6.19亿元、-0.98亿元、-9.54亿元，但2017年回升至2.96亿元，2018年一季度为2.68亿元，经营现金流大幅改善，未来需关注企业在资本支出扩大情况下的产能转化能力。

13 万亿公募基金： 一半海水一半火焰

——盘点 2018 年公募五大“对对碰”现象

文 | 《固定收益》编辑部



2018 年是我国公募基金行业成立 20 周年，资产总规模又翻上一个山头，站上 13 万亿元——年内最高曾触及 14 万亿，较上年末增长 12%；份额规模则超过 15 万亿份，较上年末增长 22%。然而在破刚兑、去杠杆力度持续加强，以及贸易战升级的背景下，2018 年我国公募行业集中呈现了五对“矛盾”，从中折射出我国公募行业在面临大资管行业变革转型时的一些深层变化。

股基全线滑铁卢VS债基普遍向好

2018 年持续低迷的 A 股，令股基再次遭遇伤痕累累的一年，更有过半普通股基跑输上证综指；与此同时，悄然而至的债牛令债基业绩普遍向好。有趣的是，站在业绩天平两端的这两类产品，不约而同选择了积极分红。

根据 Choice 的数据，2018 年纳入统计的 287 只普通股票型基金（各份额分开计算）中，收益率的中位数为 -24.75%，平均值则为 -24.48%；其中 148 只股基跑输上证综指（-24.59%），占比 52%；仅一只股基录得正收益，回报率为 4.02%——该基金 2018 年 4 月由债基转为股基，截至当年季报股票仓位不足三成；垫底六只股基的产品净值下跌幅度均超过 40%。跑输上证综指的 148 只普通股基中，近六成自 2015 年之后的三年中所成立。

偏股型混合基金的业绩也只不过普通型股基略好一点点。纳入统计的 2099 只偏股型混合基金（各份额分开计算）中，净值回

报率中位数只有 -18.10%，均值则是 -15.68%；其中录得正收益的产品则为 299 只，占比 14%；546 只产品跑输上证综指，占比 26%；有 18 只偏股型混合基金年度亏损超过 40%。在 2018 年前三个季度以原油、美股为主要投资标的的 QDII，曾以 30% 以上的回报率傲视群雄，然而到年末也不得不随美股的大跌中面对业绩大幅缩水的窘境。

而债基这边却因债牛的到来表现出另一番天地。纳入统计的 1785 只债基（各份额分开计算）中，2018 年净值回报率的中位数达到 5.29%，均值则为 4.28%；其中录得正收益的债基数量高达 1528 只，占比 86%；有 67% 的债基全年业绩回报率高于中债新综合指数（净价）的全年涨幅 3.84%。鑫元基金旗下债基产品的回报率绝大多数高于均值，其中鑫元鸿利债券录得 9.16% 的回报率，在 1019 只同类产品闯入前 1/17；鑫元广利定开债和兴利定开债也分别以 7.38% 和 7.08% 的回报率分别跻身同类前 1/4 和前 1/3。

值得注意的是，尽管债基和股基在 2018 年的业绩表现一正一负、一优一劣，但它们不约而同都展现出积极的分红热情。Choice 的数据显示，2018 年全年有 1353 只基金参与分红，累计分红 1051 亿元，分别较上一年增长 29% 和 52%。其中，参与分红的股基（含偏股混合型混合基金）为 395 只，累计分红 405 亿元；而以长期纯债型基金为主的债基（含一二级混合债券型基金），有 827 只参与分红，累计分红 493 亿元——这两块分红规模合计占整体分红规模的 85%。

众禄基金资产配置研究院认为，在弱市的环境中，基金公司通常采用分红手段释放前期积累的收益，以降低后续浮盈缩水的风险，这是投资者喜闻乐见的方式，有利于提高投资者对基金管理团队的长期信任度。此外，尤以债基为例，部分业绩表现突出的产品，展现出强大的吸金能力，导致规模快速扩大，基金公司往往倾向于通过分红降低基金规模来优化投资管理。

ETF规模异军突起VS货币基金规模增速放缓

要说谁算2018年基金界“网红”，规模迅猛爆发的ETF当之无愧。而连续多年高速增长的货基则在面临整改后出现增速放缓。

Choice数据显示，截至2018年12月末，市场上的171只ETF（非货币）份额规模合计2480亿份，较上年末的826亿份翻了两番多。单单2018年年内即成立了38只ETF，发行份额合计909亿份——2010-2017年平均每年成立18只ETF，平均每年发行229亿份；同时成立36只联接基金（各类份额分开计算），发行份额合计97亿份。

ETF规模增长如此迅速，大致有三个原因：其一投资者群体对指数投资意识的觉醒成为推动ETF发展的重要力量。沪上一家基金公司测算显示，目前大保险等机构资金（不包括汇金）对ETF的持有占比约为36%，场内个人投资者的占比约为20%，以个人投资者为主的场外投资者占比约26%——个人投资者以非常显著的增速投入ETF。其二，财大气粗的央企资金是重要推手。2018年三只重磅央企ETF的募集规模即占全年新成立ETF规模的57%；央企ETF相关联接基金的募集规模则占当年新成立ETF联接基金规模的62%，可见央企背后的资金实力之雄厚，以及市场对国企改革所蕴藏价值发现的关注度之高。其三，随着A股市场的持续扩容，投资者所面临的个股风险和抉择压力越来越大，通过主动管理获取超额收益的难度也日益提高，迫使投资者更关注指数投资机会。

也要看到ETF存在的一些问题。比如ETF头部效应严重，在158只纳入统计的ETF中，前五大ETF的份额规模合计即占整体的45%，余下近半为迷你ETF。迷你ETF的流动性极弱，很难吸引资金进行交易，超过一半ETF的场内成交额在一百万元以下，场内活跃度堪忧。有ETF专业人士指出，ETF场内活跃度不足，除了自身规模偏小、流动性差，难以承载大资金的交易需求外，还有一个很重要的原因是，部分ETF所对应指数的编制逻辑存在不足，容易造成指数失真，导致指数本身所代表的投资理念不被市场所认可。

2018年ETF及联接基金亏损严重。截至12月28日，年内ETF基金份额加权平均收益为-16%，ETF联接基金则为-18%。

与此同时，已连续数年增速傲人的货币市场基金在2018年呈现增长放缓状态：产品数量首次出现回落，为331只，较2017年末减少10只；份额规模同比增幅为23%，资产规模增幅则只有12%，在2011-2017年这两项的平均值分别为93%和81%。

2017年四季度，《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》的实施，要求货基规模挂钩风险准备金、不进入排名考核，并设置了六个月的过渡期；同时在加大管理难度、不鼓励同业空转等系列管制下，货币基金的运作面临诸多限制，部分机构资金选择退出，货币基金规模增速开始放缓。

2018年6月《关于进一步规范市场基金互联网销售、赎回相关服务的指导意见》开始实施，对货基

快赎业务进行整改，要求暂停互联网金融渠道货基快赎业务及直销渠道货基快赎业务，并划定单个交易账户单笔及单日累计快赎的上限为1万份（含）。这使得公募货基原先引以为傲的流动性和灵活性的优势不再。

2018年下半年，由于权益市场低迷、资金面宽松叠加套利资金涌入，场内货币基金的规模有所回暖。但货基的严监管趋势没有发生变化，整个2018年无论是传统的摊余成本法货基还是新规下的市值法货基，均无新增获批案例。

此外货币基金的收益也一路下行，从2018年初全部货币基金七日折算年化收益率中位数约为4.7%，到年末则下行至3.6%左右。同时，大批银行理财子公司的设立将成为货基最大的竞争对手，在众多货币基金年化收益率甚至低于3%的情况下，银行理财T+0还有不少年化收益率趋近4%。

即使如此，肩挑现金管理和资金避险两大功能的货基依然是2018年公募增长的主力军。2018年年末货币市场基金的份额规模和资产规模分别较上年末增加了1.86万亿份和0.82万亿元——分别占新增规模比重的62%和61%。

规模新高VS基金清盘

一边是公募规模创新高，超过13万亿，年内曾触及14万亿；一边是基金清盘数量创新高，比头12年清盘的总和还多。

Choice的统计显示，截至2018年12月28日，公募基金产品数量为5123只，较上年末增加482只；份

额规模15万亿份，较上年末增加26万亿份；资产规模13万亿元，较上年末增加1.4万亿元。无论产品数量还是规模，均创了新高。

进一步盘点发行数据可知，2018年新成立基金859只，发行份额9023亿份。其中，混合型基金与股票型基金合计发行480只、4459亿份，占发行数量和发行份额规模的54%和51%。然而全年来看，混合型基金与股票型基金的数量较上年末仅增加了242只；份额规模的增长更差，仅仅较上年末增加约730亿份，占新增份额规模的比重不到25%，几乎可以忽略不计。可见2018年公募基金的规模增长基本上来自货币市场基金和债券型基金，尤其前者。

更值得注意的是，2018年实际新增基金数仅为450只，几乎只是当年新成立基金数的一半。再考虑到作为发行主力的股基和混基，发行数量与实际新增数量之间的巨大落差，份额规模甚至几乎没有增加，2018年基金清盘的残酷程度昭然若揭。

Choice的数据显示，2018年公募基金清盘数量高达642只（各类

份额分开计算），不仅创下2006年首只基金清盘以来的最高年度记录，而且一年清盘基金的数量就占历年清盘总和的六成以上。除了少数为合同到期终止外，相当大的一部分清盘基金属于“持有人数量不满200人或基金资产净值低于5000万元”而触发基金合同终止的情况。

这一波来势汹涌的公募基金清盘潮，一方面源自资管新规的影响。按资管新规的要求，商业银行理财资金表外转表内导致委外资金大规模赎回；另一方面则由于2018年A股市场连续探底，权益类产品业绩低迷，持有人用脚投票。此外，分级、保本等基金加速消亡，也导致相关基金产品不得不进入清盘程序或转型。截至2018年年末，有877只基金的资产规模低于5000万元。这些迷你基金的存在很可能令基金清盘趋势进一步延续。

在存量博弈的市场里，以混基和股基为代表的权益类产品，处境相当微妙：在鼓励基金管理公司回归资管本源、实现价值投资的背景下，权益类产品是基金公司借以奠定资管地位、彰显主动管理能

力、保住资金存量的重要工具；然而由于股市行情萎靡，权益类产品难以跑出业绩，投资者不待见之，纷纷用脚投票，濒于清盘的产品越来越多……结果就是一边拼命发行，一边无奈清盘。

新型创新基金受到追捧VS旧款创新基金加速消亡

空前的基金清盘态势固然与证券市场不景气的大背景脱不了关系，然而从另一个角度看，过往对基金产品的创新开发与设计是否过于同质化、是否存在盲点和误区，值得斟酌。当前养老目标基金、战略配售基金等新型创新基金成为新的吸“金”重点，而前几年曾大热的分级、保本、定增等老款创新基金却加速式微，在矛盾中努力前行的公募基金业亟需跳脱规模、业绩、营销的传统思维套路，让创新真正服务于资管本源。

2018年最引人注目的创新基金产品是养老目标基金和战略配售基金，前者承接了FOF创新的基础并切合“养老”这一市场痛点，后者则坐拥强大的政策支持，受



2018年最引人注目的创新基金产品是养老目标基金和战略配售基金，前者承接了FOF创新的基础并切合“养老”这一市场痛点，后者则坐拥强大的政策支持，受到市场的热烈追捧。



表1: 已成立的养老目标基金

名称	基金成立日	投资类型
华夏养老 2040 三年持有混合 (FOF)	2018-09-13	偏股混合型基金
中欧预见养老 2035 三年持有 (FOF)	2018-10-10	偏股混合型基金
泰达宏利泰和养老 (FOF)	2018-10-25	平衡混合型基金
工银养老 2035(FOF)	2018-10-31	偏股混合型基金
南方养老 2035(FOF)	2018-11-06	偏股混合型基金
鹏华养老 2035 混合 (FOF)	2018-12-05	偏股混合型基金
万家稳健养老目标三年持有期混合 (FOF)	2018-12-13	封闭式
富国鑫旺稳健养老目标一年持有期混合 (FOF)	2018-12-13	封闭式
银华尊和养老 2035 三年持有混合 (FOF)	2018-12-13	偏股混合型基金

资料来源: 东方财富 Choice 数据

表2: 战略配售基金

名称	发行份额 (亿份)	基金成立日	投资类型
招商 3 年封闭运作战略配售 (LOF)	247.0810	2018-07-05	偏股混合型基金
易方达 3 年封闭运作战略配售 (LOF)	244.3741	2018-07-05	偏股混合型基金
南方配售 (LOF)	180.6422	2018-07-05	偏股混合型基金
汇添富 3 年封闭运作战略配售 (LOF)	144.3624	2018-07-05	偏股混合型基金
嘉实战略配售混合 (LOF)	119.5091	2018-07-05	偏股混合型基金
华夏 3 年封闭运作战略配售 (LOF)	113.2233	2018-07-05	偏股混合型基金

资料来源: 东方财富 Choice 数据

到市场的热烈追捧。养老目标基金的诞生,为投资者提供了养老金投资的一站式解决方案。2018年3月《养老目标证券投资基金指引(试行)》发布,次月即有大批基金公司提交申报材料。到2018年年底,全年共有34家基金公司提交了69只养老目标基金的申请,证监会在8月初和10月中旬分两批共核准26只,其中9只已经成立,募集规模

合计2936亿元(表1)。

相对来说,在新旧动能转换已经成为我国经济发展重要动力的背景下,战略配售基金的创新步伐迈得更大一些,其最大的卖点是从制度上保证将优秀新经济创新公司的发行份额优先向普通投资者开放、满足普通投资者的认购需求。因此其获得的政策支持也更大——从基金公司提交申报材料到拿到核

准批文,期间只隔了5个工作日。随后6只战略配售基金在9天内共募集1049.19亿份,即使规模最小的战略配售基金也排入年度募集规模第11位(表2)。由于赶上债券牛市,加上11月参与中国人保的战略配售,至2018年末,成立5个月的6只战略配售基金均获得正收益,合计已约赚30亿元。

此外,在资管新规严控打破

表3: 市值法货币基金申报情况

基金公司	申请事项	申请材料接收日
易方达基金	市值法货币市场基金	2018-01-29
富国基金	安惠市值法货币市场基金	2018-03-14
中融基金	市值法货币市场基金	2018-04-04
建信基金	日日鑫市值法货币市场基金	2018-04-10
华宝基金	市值法发起式货币市场基金	2018-05-02
南方基金	市值法货币市场基金	2018-05-11
银华基金	财富宝市值法货币市场基金	2018-05-18
华安基金	现金润利市值法货币市场基金	2018-06-22
银华基金	丰利宝市值法货币市场基金	2018-06-26
鑫元基金	天添利市值法货币市场基金	2018-05-24
永赢基金	市值法货币市场基金	2018-07-10
中银基金	瑞福市值法货币市场基金	2018-07-11
永赢基金	天天薪市值法货币市场基金	2018-10-22

资料来源: 东方财富 Choice 数据

刚兑、去杠杆的管理框架下,市值法货币基金也可谓2018年基金公司的一个创新之举,该产品有望取代此前通行的摊余成本法货币基金。2018年鑫元基金等11家基金公司提交了12只市值法货币基金的申报材料(表3),但迄今仍未完成审核程序。

与此同时,受资管新规、再融资新规、减持新规等政策影响,以及市场变化等原因,分级、保本、定增等老款创新基金加速离场,这给基金创新带来一些新的思考。分级基金在我国存续已有11年,规模最高超过4000亿元。2018年年中,监管部门下发《关于做好分级基金清理工作的函》,明确清

理时间表,要求总规模在3亿份以下的分级基金在2019年6月底前完成规范,3亿份以上的则在2020年底前完成规范。至年末有18只分级基金申请转型变更。目前分级基金为132只,资产规模约1075.44亿元;其中总规模在3亿份以下的超过80只。

而在2015-2016年风靡一时的保本基金,2018年开始出现大面积转型和清盘。2017年《关于避险策略基金的指导意见》正式出台,将“保本基金”调整为“避险策略基金”,并取消连带责任担保机制,要求产品到期后调整名称、转换保障方式,不符合要求的转为其他类型基金或予以清算。2018年完成转

型或清盘的保本基金为66只,截至年末,市场上存续的保本基金为53只(份额分开计算),合计资产规模610.93亿元。从保本周期来看,存续产品均成立于2015-2016年,保本周期也均不超过3年,将于2019年全部到期,而无需等到2020年资管新规过渡期满。

同样的,自2017年2月再融资新规和5月减持新规之后,定增市场供需清淡,受政策限制和定增市场浮亏面扩大的影响,公募定增主题基金和定增类专户业务快速缩减。2018年有11只定增基金转型为LOF。大智慧的数据显示,当前市场上存续的定增主题基金为73只(份额分开计算),资产规模

388.09亿元，较减持新规刚实施时萎缩约30%。

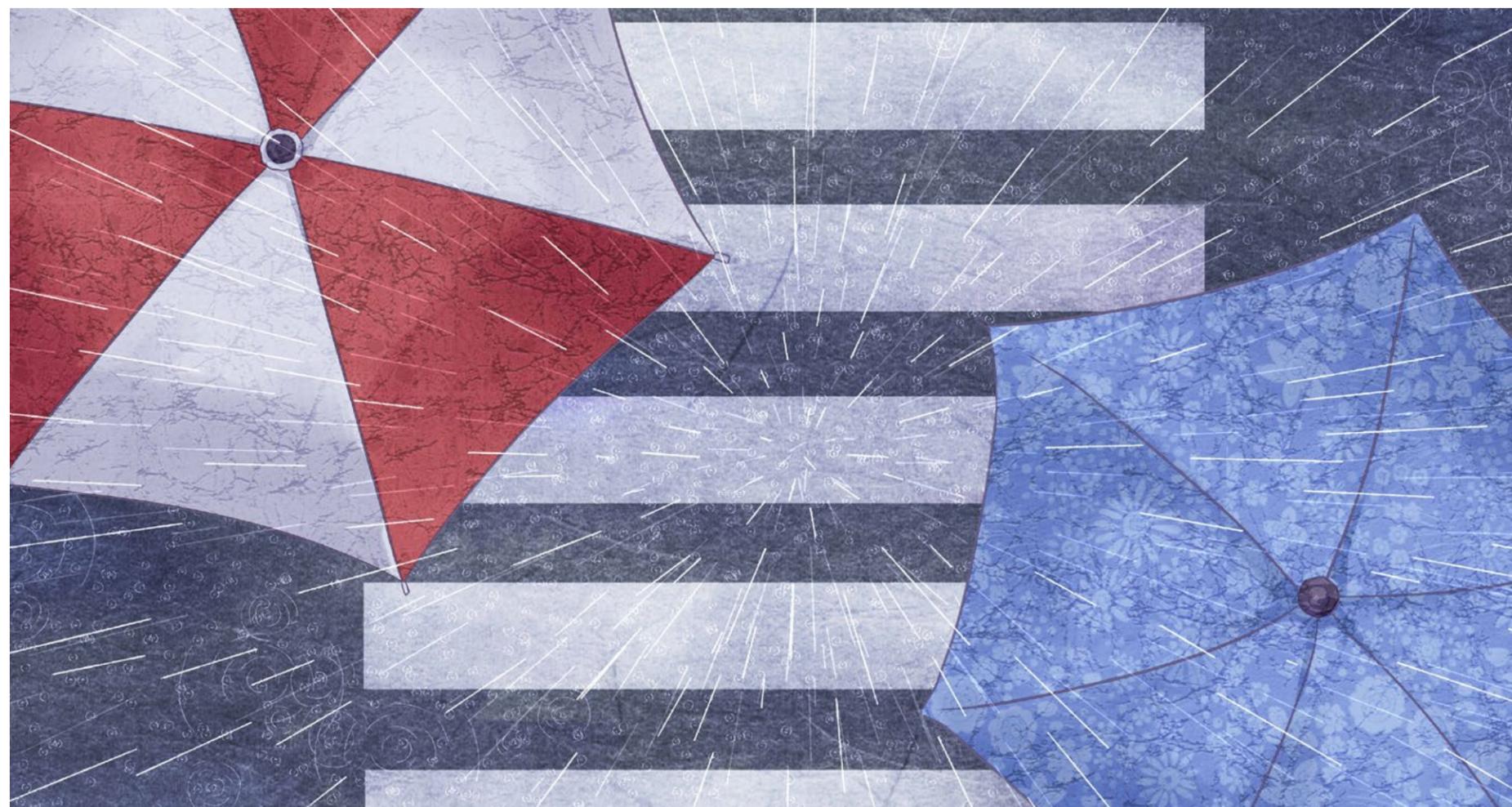
基金产品的创新需立足解决坚持长期投资和价值投资问题，不具长期持续生命力和竞争力的产品，将很难吸引和留住投资者，被历史的洪流抛诸身后则成为其宿命。

公募大佬奔私潮VS大佬回归公募潮

资管大佬对资金有很强的吸引力，他们的去向一贯是市场关注的焦点。2018年呈现“公募大佬奔私潮”与“大佬回归公募潮”左右互搏的奇观。

一方面，近年公募大佬奔私潮愈演愈盛。统计显示，2018年超过90家公募基金合计发生约250次高管人员变更（含副总经理、总经理、督察长）。其中以“个人原因”为由离开公募行业的并不鲜见，如华商基金总经理梁永强、华夏基金总经理汤晓东、民生加银总经理吴剑飞、国泰基金副总陈星德等。不少公募大佬出走后流向私募基金领域。

基金经理层面也表现出同样的趋势。2018年离任基金经理数量达历史巅峰，其中尤以“五虎将”——任泽松、邱栋荣、吴圣涛、傅鹏博和梁永强离职引发的震荡影响广泛。大智慧统计显示，2018年公募基金合计发生基金经理变更2585次，较上年增长3%。从基金经理变更结构上看，减聘基金经理1056次，较上一年增长22%，而改聘和增聘数量则分别减少3%和8%——上一次出现减聘数量增加而改聘和增聘数量却同时减少的



情况还是在2008年，当时正值第一波“公转私”蔚然兴起。

中基协的数据显示，2018年有106家私募证券投资基金管理人成立，其中闪现不少公募大佬的身影。如，2018年1月兴全基金原总经理杨东成立宁泉资产；3月，华宝兴业基金前董事长郑安国注册乘安资管；4月中欧基金明星基金经理刘明月成立善水源（横琴）资管；9月南方基金前董事总经理、首席投资官蒋峰出任盈峰资本总经

理。此外，“五虎将”中有两位奔了私：兴全明星基金经理吴圣涛加盟上海理成资产，担任首席执行官；中邮基金任泽松加盟海集元资管。还有银华基金副总经理封树标、中银基金投资管理部副总经理陈志龙、浙商资管公募基金负责人李冬、浙商基金固定收益部总经理翟建业、南方基金股票投资部赵凤学等纷纷转为“私募人”。

虽然私募证券投资基金管理人的数量在增长，但由于行情惨

淡，所管理的基金规模较上年末呈下降趋势。截至2018年11月，我国已登记的私募证券投资基金管理人8966家，管理基金规模2.26万亿元，平均管理基金规模2.52亿元；上年末，这组数字分别是8467家、2.29万亿元、2.7亿元。

另一方面，监管层简化公募基金筹备程序、鼓励自然人持股等措施的出台及落地，极大促成资深公募老将的回归——2018年成立的公募基金公司可谓“星光灿烂”，

有明星基金经理，有老牌公募将帅之才，有勇于下海的资深监管业者；有权益投资能手，有固收投资大佬。这一年也是“个人系”公募基金成立最多的一年，合计成立了8家。

由东证资管原董事长陈光明带领的睿远基金，以其豪华创始团队而惊艳市场：仅就公募出身的成员而言，就得到了“五虎将”之一兴全副总傅鹏博，以及大成资深基金经理徐彦、交银施罗德权益部副总

经理唐倩的强势加盟。这支豪华团队如愿获得资金的拥趸，10月下旬获批，不到两个月已募集超百亿元。

另一位“五虎将”成员汇丰晋信邱栋荣加盟中庚基金。这也是一家受到公募资深老将眷顾的新公司，其总经理为海富通原副总经理孟辉；邱栋荣的老同事、汇丰晋信原副总经理兼投资总监曹庆也在12月过埠中庚基金。

10月获批的淳厚基金同样拥有靓丽的创始团队：董事长邢媛，总经理李雄厚、副总经理董卫军均为具有10年公募从业经验的资深公募老将。2018年上半年成立的同泰基金和惠升基金，话事人分别为华夏基金原人力资源总监刘文灿、华夏基金原互联网金融部执行总监张金锋。而2018年第12张公募牌照花落博远基金，其掌舵人均出自大成基金——原分管固定收益的副总经理钟鸣远和原督察长杜鹏。

目前正排队等候批复的公募基金还有汇添富原总经理林利军的正心富基金，华安基金原投决会主席王国卫的富汇基金等。以自然人股东身份发起设立公募基金，已经成为继“奔私”之后，大佬们的另一个创业方向。

无论“奔私”还是“归公（回归公募）”，很难说哪个选择能导向更有希冀的未来。市场和资金自有其判断标准。基因优秀、团队硬核是这批私募机构共同的优势，然而也正因为人人都认为它们“赢在起跑线”上，注定其自诞生那一刻起，就不得不直面聚光灯下的各种审视和考核。是“盛名之下无虚士”还是“盛名之下，其实难副”？答案唯有留给时间。🔴

银行理财获准直投股市 A股市场迎来新玩家

文 | 《固定收益》编辑部

2018年12月2日，中国银保监会发布《商业银行理财子公司管理办法》，允许银行理财子公司发行的公募理财产品直接投资股票。至此，银行理财进入股市已经无政策障碍。目前包括四大国有银行在内已有26家银行公告拟成立理财子公司，注册资金从10亿元到160亿元不等。那么在系列新规的推动下，这支A股市场的“新玩家”将以怎样的姿态亮相？在银行理财直投股市的大趋势下，银证合作模式将如何演变？

2018年12月2日，中国银保监会发布《商业银行理财子公司管理办法》，允许银行理财子公司发行的公募理财产品直接投资股票。至此，银行理财进入股市已经无政策障碍。目前包括四大国有银行在内已有26家银行公告拟成立理财子公司，注册资金从10亿元到160亿元不等。那么在系列新规的推动下，这支A股市场的“新玩家”将以怎样的姿态亮相？在银行理财直投股市的大趋势下，银证合作模式将如何演变？



理财直投股市的通道铺设完毕

《商业银行理财子公司管理办法》内容合计6章62条，是“理财新规”的配套制度，与“资管新规”和“理财新规”共同构成理财子公司开展理财业务需要遵循的监

管要求。新规对银行理财直投股市的持股集中度做了明确规定，即“同一银行理财子公司全部开放式公募理财产品持有单一上市公司发行的股票，不得超过该上市公司可流通股票的15%”。

此前，为进一步落实《关于

规范金融机构资产管理业务的指导意见》（“资管新规”）而出台的两条配套规则已为此奠定了必要的基础：2018年国庆节前，中证登修订《特殊机构及产品证券账户业务指南》，为银行直投股市基本扫清政策障碍；几乎同时，中国银保监会正式出台《商业银行理财业务监督管理办法》（“理财新规”），为理财资金进入股市开了口子。

2018年9月19日，中国证券登记结算有限责任公司完成对《特殊机构及产品证券账户业务指南》（以下简称《指南》）的第六次修订。关键之处在于，《指南》将银行理财产品的证券账户投资范围确定为——“法律、法规及监管部门许可的投资范围，资金投向符合法律、法规及监管部门的相关规定”。这实际上从技术层面统一了各类资管产品使用的证券账户自律承诺，为未来针对银行理财直投股

市的政策放宽保留了必要的“敞口”。

此前，监管层已着手推动理财业务规范转型，促进理财资金以合法、规范形式投入多层次资本市场，优化金融体系结构。9月28日，银保监会正式发布“理财新规”，首度允许银行理财直接或间接进行股票投资。“理财新规”首先删除了“公募理财产品投资境内上市交易的股票的相关规定，由国务院银行业监督管理机构另行制定”的表述，从根本上打破银行公募理财直投股市的最后一个障碍；同时通过相关负责人答记者问的方式，向外界传递了将通过《商业银行理财子公司管理办法》放开银行理财直投股市的消息。

“理财新规”落地后，可直接参与二级市场的银行理财从原先的私行产品扩容至全部银行理财产品。根据银保监会的数据，截至2018年8月末，我国银行非保本理财产品余额为22.32万亿元，理财资金主要投向债券、存款、货币市场工具等标准化资产，占比约70%；非标准化债权类资产投资占比约15%。公募理财直投将成为股票市场一个新的资金来源。

2002年以来，我国商业银行陆续开展理财业务。最初对投资范围并无明确限制，也有部分理财投资股票。然而2008年A股大震荡引发监管层的警惕，随后在2009年发布《关于进一步规范商业银行个人理财业务投资管理有关问题的规定》，禁止理财资金投资股票或相关证券投资基金。而这催生了另一个问题，即银行理财采取多重嵌套的方式规避监管，通过委外渠道曲

线投资二级市场。随后数年通道现象愈演愈烈，金融风险高企。如今随着金融去杠杆、去泡沫、去通道等监管思路的严格执行，通道业务式微。

2018年4月27日“资管新规”喊停通道业务、删除对银行理财投资股票基金的限制；10月《指南》与“理财新规”延续“资管新规”的监管思路，为理财资金直投股市预留了空间；12月《商业银行理财子公司管理办法》为理财直投股市攻克最后一个关口。至此，银行理财不能直接进入交易所市场、无法独立开设证券账户的状态已成为历史。

理财直投股市并非一蹴而就

上述监管规则从政策层面放开了银行理财投资股市的限制，为解决目前银行理财存量产品投资权益市场的困局提供了很大的弹性空间，然而这并不意味着逾20万亿银行理财资金会朝着A股市场长驱直入。

其一，从投研能力上看，多年来银行理财资金的投资风险偏好较低，主要集中在固收领域，而对权益市场的投资经验不足，甚至许多银行尚未建立专业的权益资产投资人才队伍。新规扩大了理财对标准化资产的投资比例，拓宽了投资范围，这对理财产品管理者的风险偏好、产品设计能力、择时能力、选股能力、交易能力形成新的考验。一般来说，有实力的大银行可以通过外部获得和内部培养“两条腿”走路的方式，比较快地实现主动管理团队的构建，而对中小型银行来说，通过委外投资或引入投资

顾问的方式来构建团队相对更经济一些。

其二，目前大量存量银行理财产品尚处于规范化转型的过程，新旧理财产品的厘清和衔接，尚有许多工作要做。2018年4月《资管新规》发布之后，存量非标产品就进入整改压降规模阶段。从5月到11月，委托贷款、信托贷款和未贴现承兑汇票分别累计下降9061亿元、7056亿元和10040亿元，存量规模则分别较4月末下降7%、8%和21%。这主要靠银行有意控制新产品所致。由于新规将过渡期放宽至2020年，目前表外融资压降速度有所减缓，11月表外融资压降总规模为1904亿元，为2018年5月以来的最低点。不过，在大限到来之前存量理财产品都将持续面临整改压力。

其三，从组织架构上说，银行需要将理财业务与自身业务之间实现有效隔离，否则以银行在金融业天然的资源优势、信息优势、业务关系网，有可能产生不公平交易、利益输送等问题。这也是“理财新规”要求理财直投股市应通过子公司进行的初衷之一。根据“资管新规”，具有基金托管业务资质的商业银行应当设立理财子公司，因此28家托管行纷纷加速设立子公司、剥离资管业务独立运作。截至2018年12月末，包括南京银行在内已经有26家商业银行宣布设立理财子公司，并在资本、人才、系统方面进行筹备（表1）。

其四，银行理财客户投资观念的转化。即使实现了银行理财直接入市，也不等于银行会将二三十万亿的理财资金统统投入股

表1: 26家银行宣布设立理财子公司

公告时间	银行	出资额 (亿元)	拟定名称
201602	江苏银行	/	/
20180324	招商银行	50	招银资产管理有限责任公司
20180419	华夏银行	50	/
20180426	北京银行	50	/
20180525	宁波银行	10	宁行资产管理有限公司
20180531	交通银行	80	交银资产管理有限公司
20180602	光大银行	50	/
20180606	平安银行	50	平银资产管理有限责任公司
20180607	南京银行	20	/
20180630	民生银行	50	/
20180729	广发银行	50	/
20180828	兴业银行	50	兴银资产管理有限责任公司
20180830	浦发银行	100	浦银资产管理有限公司
20180830	杭州银行	10	/
20181016	徽商银行	20	徽银资产管理有限责任公司
20181115	中国银行	100	中国银行理财有限责任公司
20181116	建设银行	150	建信理财有限责任公司
20181126	工商银行	160	工银理财有限责任公司
20181126	农业银行	120	农银理财有限责任公司
20181207	邮政储蓄银行	80	中国邮政储蓄银行理财有限责任公司
20181207	青岛银行	10	青银理财有限责任公司
20181212	广东顺德农商行	/	/
20181214	中信银行	50	信银理财有限责任公司
20181214	重庆银行	10	渝银理财有限责任公司
20181215	广州农商行	10~20	珠江理财有限责任公司
20181220	长沙银行	10	长银理财有限责任公司

信息来源: 各家银行所披露的公告

市, 毕竟长期以来, 理财客户已经形成银行理财保本保收益的惯性思维, 多数客户很难接受二级市场波动。银行理财进入股市, 首先需要改变投资者自身的投资风险偏好, 打破其刚兑预期, 引导其接受净值化转型、树立资产配置观念——其实不容易, 这决定了银行理财资金投入股市的过程相对漫长。

其五, 从系统硬件角度而言, 银行理财业务要实现投资模式的转型, 还需实现信息IT系统的优化与升级。从销售、产品、投资、风控等关键环节出发, 完善核心账户系统、理财产品销售系统、客户管理系统、外部市场交易系统、资产管理核心业务系统、决策分析系统、托管系统、风控系统等, 从而实现有效支持转型后的理财业务。

总体而言, 银行理财直接入市既需要监管层出台相关政策铺路, 更需要市场各个环节做出相应的准备, 这将是一个循序渐进、规范发展的过程, 长期必然对理财市场乃至资本市场产生重要影响。

银证合作模式何去何从

在大资管统一监管时代中, 银行理财是大量非银资管机构业务的资金来源, 处于重要地位。因此银行理财监管环境的变化, 将对券商、信托、公募等机构资管业务的开展产生深远的影响。尤其已风光数年的银证合作模式, 在过渡期到期之后将何去何从?

传统意义上的银证合作本质上是通道业务。券商向银行发行资管产品吸纳银行资金, 再用于购买银行票据, 帮助银行曲线完成信托贷款, 并将相关资产转移到表外。对券商来说, 若规模大, 可收获不

菲的通道费用; 对银行来说, 相关业务不用转入表内, 可规避相关监管, 实现新的利润增长点。

我国银证合作是在分业经营的背景下开展的。2010年监管层加强对银信合作的监管。此后银行转而寻求与证券机构合作, 通过券商的专项资管计划继续放贷, 加上2012年监管层对券商资管业务大松绑, 加速银证合作的崛起。到2017年末券商资管规模已扩大到16.9万亿元, 以银证合作为主的定向资管计划占比超过85%。

然而银证合作规模的大爆发并没有提高这项业务的“含金量”, 它一直停留在通道角色上, 却于主动管理方面几乎没有建树。以券商集合理财为例, 2012年至2018年三季度, 券商集合理财中权益规模从不到200亿元增长到超过500亿元, 期间最高超过1100亿元, 但其占券商集合理财规模的比重却从约10%下降到不到3%, 占A股流通市值的比重更是常年在0.3%以下徘徊。

这两年持续的去通道化不断压缩银证合作的空间, 意味着原先以资管合作为特点的银证合作模式逐渐式微, 亟需寻找新的业务发展方向。事实上, 2017年以来商业银行与券商开始在业务链的各个环节展开新的摸索和尝试。

其一, 银证合作摆脱单一的通道模式, 向经纪合作及委托投资模式转变。在银行理财参与股市的大趋势下, 银行理财的投资范围进一步延伸, 以及银行理财产品法人资格的逐步确立将孕育银证交易经纪及委托投资类业务巨大的合作空间。同时, 商业银行或其子公司理财产品在业务初期或将更多通过证券公司、公募基金公司等专业机构

提供包括委托投资、研究服务等以达成更优秀的业绩。换句话说, 以投资研究、经纪交易及委托投资为核心的金融机构合作将进一步丰富过往资管通道业务合作为主的旧模式。

其二, 新规强制要求银行理财实行第三方托管, 同时扩大了商业银行理财产品托管机构的范围, 达标券商将获得托管资格。“理财新规”新增“具有证券投资基金托管业务资格的金融机构”作为合格托管机构——目前有15家券商具有证券投资基金托管业务资格, 由此将具备银行理财产品的托管资格, 可以开展银行理财产品托管业务, 这为银证合作开辟了新的合作空间。

其三, 新规仍为既有的银证合作模式保留了空间。“理财新规”明确银行理财产品可投资非标债权类资产, 可一层嵌套, 可与其他资管机构开展理财投资合作, 包括受托投资及投资顾问业务, 允许符合条件的封闭式理财产品采用摊余成本法, 允许过渡期内发行老产品对接未到期资产等。上述规定对当前的银证合作业务起到很好的承接作用, 避免因监管引起大规模银证合作业务发生“断崖”而引致动荡。

在新的资管格局下, 已有多家银行与券商联手打造新兴银证合作模式, 在资产管理业务、投行业务、FICC业务、跨境金融、托管业务、三方存管、销售渠道、经纪业务、股权融资、债券承销等方面展开合作, 携手优化银证资源共享平台, 实现互惠互利和共赢发展, 并进一步发挥金融服务实体经济和社会发展的作用。🔗



一图看懂银行理财投资股市概要

银行理财投资股市的发展历程及特点

2002年以来，随着金融行业竞争意识的增强，金融产品和服务的普及度日益深化，我国金融理财市场逐渐壮大。此间，银行理财资金与股市之间，或松或紧始终存在千丝万缕的联系。

1

2002年-2005年：无明确规定

- 2002年以来，我国金融理财市场初步形成，至2005年五大国有银行全面开展理财业务。
- 国内商业银行理财业务的投资范围并无明确限制，理财产品以外资银行产品、结构化产品、外币理财产品为主。
- 2005年银监会出台《商业银行个人理财业务管理暂行办法》等规范，结束了银行理财业务无法可依的局面。

2

2006年-2008年：理财资金开始进入交易市场

- 我国银行理财业务进入“快车道”，商业银行不断加大理财产品的创新和发行力度。
- 人民币理财产品占比迅速提升，资产配置更为灵活。期间推出的投资于新股申购、信贷资产的金融理财产品和类基金理财产品深受市场欢迎。
- 随着投资方式的多元化发展，人民币理财资金开始借助信托模式进入交易市场。
- 全球金融危机波及国内理财业务市场，投资者风险理财意识开始觉醒。

3

2009年-2017年：禁止理财资金投资股票等

- 人民币理财产品成为主流产品，银行理财产品体系日益倾向以短期、投资货币市场、债券市场、同业存款和债权类项目为主的固收类产品。
- 2009年《关于进一步规范商业银行个人理财业务投资管理等有关问题的规定》（65号文）发布，禁止理财资金投资股票或相关证券投资基金，但其中也明确可以通过私行服务满足高净值客户的投资需求，且并未限制理财资金参与新股申购。
- 银行理财以多重嵌套规避监管，通过委外渠道曲线投资二级市场。2013年《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》（8号文）出台，非标泛滥的势头得到遏制。
- 2015年A股大震荡，银行理财业务潜藏的影子银行风险引起市场和监管的高度重视。银保监会针对同业、理财、表外业务等重点领域，发布实施系列监管规定。

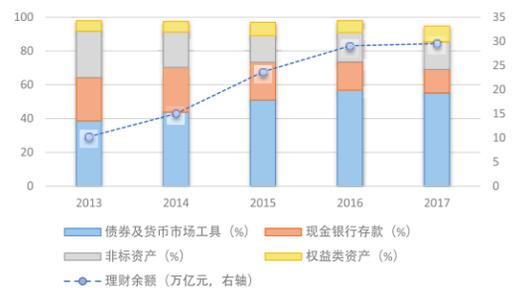
4

2018年以来：银行理财直投股市渐行渐近

- 经过数年的酝酿和讨论，2018年4月《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（资管新规）正式发布，喊停通道业务，并删除对银行理财投资股票基金的限制。
- 2018年9月，中证登修订《特殊机构及产品证券账户业务指南》，放开对商业银行理财产品开立证券账户的实质约束，为银行理财直投股市扫清政策障碍。
- 2018年9月，《商业银行理财业务监督管理办法》（理财新规）出台，取代13年前发布的《《商业银行个人理财业务管理暂行办法》》，并为银行公募理财产品进入股市打开口子。
- 2018年12月初，对标“资管新规”和“理财新规”的《商业银行理财子公司管理办法》出台，允许银行子公司发行的公募理财产品直接投资或间接投资股票。

银行理财资金的投资配置结构

截至2017年末，过往五年来我国银行理财产品存续余额从10.24万亿元增长至29.54万亿元。从理财资金的投向来看，占大头的始终是债券及货币市场工具、现金银行存款和非标资产。



数据来源：2013年-2017年《中国银行业理财市场年度报告》

理财资金所配置的权益类资产余额快速增长，从2013年的0.63万亿元增长344%至2017年的2.80万亿元。但其配置比例一直未超过1/10，五年来占比从6.14%增加到9.47%，尤其2015年至今，受益于非标和存款占比的萎缩，理财资金对权益类资产的配置比例明显提升。



数据来源：2013年-2017年《中国银行业理财市场年度报告》

系列新规下，银行理财投资股市的主要模式有何变化？

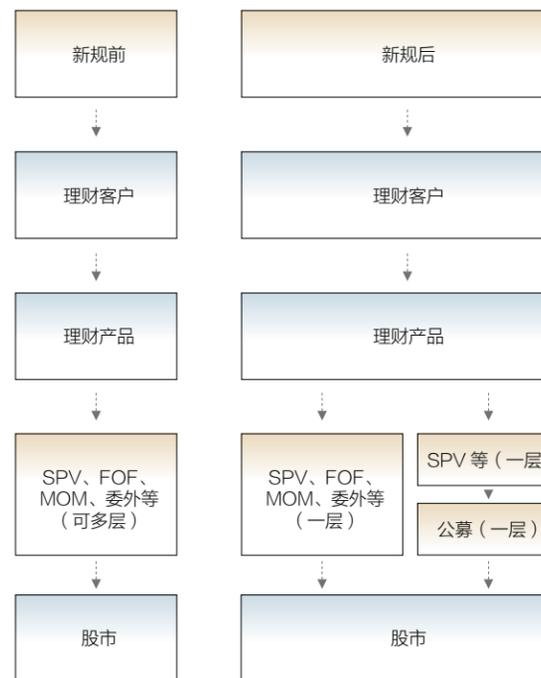
模式一，直接投资 这是新规下最受瞩目的变化。

	新规前	新规后
开设证券账户	仅限于投资标准化债券、信贷资产支持证券、优先股等固收类产品	法律、法规及监管部门许可的投资范围
公募理财产品	不能投资股票、股票型基金及混合型基金	在理财业务仍由银行内设部门开展的情况下，允许公募理财通过投资各类公募基金间接进入股市 投资股票有集中度要求
私募理财产品	可直接投资股票	可直接投资股票 投资股票有集中度要求
银行理财子公司	/	允许子公司发行的公募理财产品直接投资或通过其他方式间接投资股票 投资股票有集中度要求

银行理财投资股票的集中度要求：

- 每只公募理财产品持有单只证券或单只公募证券投资基金的市值不得超过该理财产品净资产的10%；
- 商业银行全部公募理财产品持有单只证券或单只公募证券投资基金的市值，不得超过该证券市值或该公募证券投资基金市值的30%；
- 商业银行全部理财产品持有单一上市公司发行的股票，不得超过该上市公司可流通股票的30%。
- 银行理财子公司全部开放式公募理财产品持有单一上市公司发行的股票，不得超过该上市公司可流通股票的15%。

模式二，股票委外



模式三，结构化配资

主要指理财资金为包括员工持股计划、定向增发、市值管理、打新股等业务提供优先级资金配资。其本质是固定收益投资，但由于底层基础资产是股票，因此纳入权益类资产。其结构大致如下：



按照新规，该模式须遵循如下要求：

- 新规明确，“商业银行不得发行分级理财产品”。但银行理财作为优先级资金投入其他SPV是可行的，且公募理财产品的投资者人数不合并计算。
- 公募和开放式私募均不得份额分级，分级产品只能是封闭式私募产品。
- 权益类产品的分级比例不得超过1:1。
- 不得期限错配。
- 不得多层嵌套。
- 不得刚性兑付，劣后级不得直接或间接为优先级提供保本保收益安排。
- 分级资产管理计划不得投资于其他分级或结构化金融产品。
- 总资产/净资产≤140%。
- 单个集合资产管理计划投资于同一资产的资金，不得超过该计划资产净值的20%。

信用风险缓释凭证的价值与应用中的局限性

文 | 常熟农商银行金融市场部

在当前国内的四种信用风险管理工具中，信用风险缓释凭证实行集中簿记、集中托管、集中清算，交易透明，产品标准化，可流通交易，是具有中国特色的自主创新产品，更适合在信用风险管理工具发展初期进行推广。本文将回顾其诞生以来的发展历程，并结合实践就其价值和应用局限性展开讨论。

目前国内信用风险管理工具主要包括以下四种：信用风险缓释合约（Credit Risk Mitigation Agreement, CRMA）、信用风险缓释凭证（Credit Risk Mitigation Warrant, CRMW）、信用违约互换（Credit Default Swap, CDS）和信用联结票据（Credit Linked Note, CLN），相比另外三类信用风险管理工具，信用风险缓释凭证实行集中簿记、集中托管、集中清算，交易透明，产品标准化，可流通交易，是具有中国特色的自主创新产品，更适合在信用风险管理工具发展初期进行推广。

一、信用风险缓释凭证的诞生与发展

1、相关制度的发展

2010年10月，交易商协会在人民银行的指导下发布了《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指



引》，推出信用风险缓释合约和信用风险缓释凭证两项信用衍生产品，填补了我国信用衍生产品市场的空白。但由于当时债券市场的刚兑环境，信用风险缓释工具价值有限，市场机构参与热情不足。2014年以来，随着首单公募债“11超日

债”违约，打破刚兑神话，信用风险管理工具的意义才得以体现。

2016年9月，为满足市场对信用风险管理工具的需求，交易商协会对业务规则进行修订，发布了《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》，在原有两项产品的基础上新增信用违约互换和信用联结票据，放宽市场准入门槛并简化产品创设流程。至此，信用风险缓释工具真正走入市场需求。

2、市场发展与现状

2010年11月24日，由交通银行、民生银行和中债信用增进公司3家创设机构创设的4只信用风险缓释凭证，名义本金共计4.8亿元，开始在全国银行间债券市场交易流通，标志着中国首批CRMW正式上线。

其后至2011年4月的半年期间，又陆续发行了5只风险缓释凭证，标的实体如中国石油、清控集团等在当时的刚兑环境下，违约风

险极小，投资者没有必要浪费一份“保费”，市场机构多是以尝试拓展业务的态度参与，业务本身投资价值有限，加之准入门槛较高，因此交易热情迅速降温，CRMW发行进入断档期。

直至2016年8月，由中信建投证券创设了2016年第一期风险缓释凭证——16中信建投CRMW001，风险缓释凭证时隔五年重出江湖。由

于标的债务为农业银行发行的“农盈2016年第一期不良资产支持证券优先档资产支持证券”（16农盈1优先），本身属于优质资产，因此投资者对风险缓释凭证认购需求有限。此后，风险缓释凭证业务再次停滞。

2018年以来，债市频繁“爆雷”，在避险情绪推动下，民企融资愈发困难。监管机构适时推进风

险缓释凭证业务，并对合格投资者开通“绿色通道”，提高创设审批和交易商资格备案效率，风险缓释凭证交易再度活跃起来。从2018年9月重启信用风险缓释凭证发行以来，凭证创设量出现爆发式增长。截止11月末，共发行风险缓释凭证31只，名义本金共计44.25亿元，参考实体多为民营企业，参考债项一般为1年内的公募债券。

表1：风险缓释凭证发行情况

凭证起始日	参考债项	凭证名称	参考债项余额(亿)	凭证创设金额(亿)	债券票面利率(%)	凭证创设价格(%)	组合收益率(%)	组合期限(年)
2010-11-23	10 云铜 CP01	10 民生银行 CRMW001	20.0	2	3.34	0.23	3.11	1.00
2010-11-24	10 联通 MTN1	10 中债增 CRMW001	30.0	1.3	3.73	0.87	2.86	3.00
2010-11-24	10TCL 集 CP01	10 交行 CRMW001	5.0	0.5	3.27	0.35	2.92	1.00
2010-11-24	10 联通 CP02	10 中债增 CRMW002	80.0	1	2.81	0.30	2.51	1.00
2010-12-27	10 中油股 MTN3	10 汇丰中国 CRMW001	200.0	0.1	3.97	0.30	3.67	5.00
2010-12-30	10 郑煤 CP01	10 浦发银行 CRMW001	10.0	0.5	4.35	0.51	3.84	1.00
2010-12-31	10 攀钢集 CP02	10 兴业银行 CRMW001	10.0	0.5	3.68	0.30	3.38	1.00
2010-12-31	09 清控 MTN1	10 中债增 CRMW003	10.0	1	4.15	0.46	3.69	3.00
2011-03-23	10 赣粤 CP03	11 中债增 CRMW001	10.0	0.5	3.89	0.30	3.59	1.00
2016-08-31	16 农盈 1 优先	16 中信建投 CRMW001	20.6	8	3.48	0.30	3.18	2.98
2018-09-20	18 太钢 MTN001	18 中债增 CRMW001	20.0	0.35	5.45	0.40	5.05	3.00
2018-10-15	18 荣盛 SCP005	18 中债增 CRMW002	10.0	1	5.22	1.00	4.22	0.74
2018-10-16	18 红狮 SCP006	18 中债增 CRMW003	5.0	0.4	4.96	0.40	4.56	0.74
2018-10-16	18 红狮 SCP006	18 杭州银行 CRMW001	5.0	1	4.96	0.41	4.55	0.74
2018-11-05	18 德力西 SCP001	18 中债增与浙商银行联合 CRMW001	4.2	1	6.30	1.01	5.29	0.74
2018-11-07	18 红豆 SCP004	18 江苏银行 CRMW001	5.0	2.5	6.00	1.30	4.70	0.74
2018-11-12	18 盈峰 CP001	18 工行 CRMW001	7.0	3.5	5.80	0.50	5.30	1.00
2018-11-09	18 珠江投管 SCP003	18 工行 CRMW002	5.0	2.5	6.99	1.50	5.49	0.74
2018-11-09	18 奥克斯 CP002	18 中债增 CRMW005	5.0	0.7	4.95	0.50	4.45	1.00
2018-11-09	18 恒逸 SCP007	18 中债增与杭州银行联合 CRMW001	3.0	1	6.95	1.82	5.13	0.74

2018-11-09	18 正泰 SCP001	18 中债增与工行联合 CRMW001	3.0	0.6	4.60	0.50	4.10	0.49
2018-11-09	18 亨通 SCP012	18 中债增与中行联合 CRMW001	5.0	2	5.95	1.35	4.60	0.74
2018-11-09	18 荣盛 SCP006	18 中行 CRMW001	5.0	2	4.85	0.85	4.00	0.74
2018-11-14	18 欧菲科技 SCP001	18 招行 CRMW001	5.0	1.6	5.40	1.00	4.40	0.49
2018-11-16	18 三安 SCP003	18 招行 CRMW002	5.0	2.5	6.68	2.01	4.67	0.49
2018-11-19	18 碧水源 CP002	18 中债增与交行联合 CRMW001	14.0	2.5	5.28	1.08	4.20	1.00
2018-11-19	18 亨通 SCP013	18 江苏银行 CRMW002	5.0	2.5	5.95	1.35	4.60	0.66
2018-11-22	18 复星高科 SCP002	18 浦发 CRMW001	5.0	1	4.37	0.20	4.17	0.49
2018-11-22	18 银建 CP001	18 中债增与北京银行联合 CRMW001	5.0	0.5	6.34	1.60	4.74	1.00
2018-11-22	18 亨通 SCP014	18 兴业银行 CRMW001	5.0	2	5.90	1.50	4.40	0.49
2018-11-26	18 瑞康医药 SCP005	18 青岛银行 CRMW001	4.0	0.6	6.20	2.00	4.20	0.49
2018-11-27	18 珠江投管 SCP004	18 中债增 CRMW006	2.0	1	6.99	1.80	5.19	0.74
2018-11-27	18 红豆 SCP005	18 中债增与南京银行联合 CRMW001	3.0	1.5	5.99	1.80	4.19	0.74
2018-11-27	18 中天科技 SCP001	18 中债增与兴业银行联合 CRMW001	2.0	0.1	4.25	0.50	3.75	0.49
2018-11-28	18 富通 SCP006	18 交行 CRMW001	5.0	2	6.35	1.60	4.75	0.74
2018-11-28	18 花园 SCP003	18 光大银行 CRMW001	3.0	0.8	6.75	2.50	4.25	0.74
2018-11-28	18 九州通 SCP008	18 中信银行 CRMW001	5.0	0.3	5.15	1.00	4.15	0.74
2018-11-30	18 海亮 CP003	18 浙商银行 CRMW001	5.0	1.4	7.00	2.61	4.39	1.00
2018-11-30	18 永达 SCP004	18 交行 CRMW002	5.0	1	6.70	1.70	5.00	0.49
2018-11-30	18 欧菲科技 SCP002	18 光大银行 CRMW002	5.0	0.2	5.26	1.20	4.06	0.74
2018-11-30	18 富邦 SCP001	18 宁波银行 CRMW002	5.0	4.2	6.40	2.20	4.20	0.74

表2: 核心交易商名单

序号	机构名称	序号	机构名称
1	国家开发银行股份有限公司	26	厦门银行股份有限公司
2	中国工商银行股份有限公司	27	海通证券股份有限公司
3	中国农业银行股份有限公司	28	招商证券股份有限公司
4	中国银行股份有限公司	29	广发银行股份有限公司
5	中国建设银行股份有限公司	30	法国巴黎银行(中国)有限公司

6	交通银行股份有限公司	31	渣打银行(中国)有限公司
7	中国民生银行股份有限公司	32	广发证券股份有限公司
8	兴业银行股份有限公司	33	申万宏源证券有限公司
9	浙商银行股份有限公司	34	东北证券股份有限公司
10	上海银行股份有限公司	35	中国光大银行股份有限公司
11	中信证券股份有限公司	36	德意志银行(中国)有限公司
12	中国国际金融股份有限公司	37	富邦华一银行有限公司
13	中信建投证券股份有限公司	38	东方证券股份有限公司
14	国泰君安证券股份有限公司	39	东海证券股份有限公司
15	光大证券股份有限公司	40	中国进出口银行
16	渤海证券股份有限公司	41	华夏银行股份有限公司
17	中债信用增进投资股份有限公司	42	北京银行股份有限公司
18	中信银行股份有限公司	43	江苏银行股份有限公司
19	招商银行股份有限公司	44	天津银行股份有限公司
20	平安银行股份有限公司	45	郑州银行股份有限公司
21	上海浦东发展银行股份有限公司	46	青岛银行股份有限公司
22	渤海银行股份有限公司	47	上海农村商业银行股份有限公司
23	南京银行股份有限公司	48	中国邮政储蓄银行股份有限公司
24	杭州银行股份有限公司	49	徽商银行股份有限公司
25	宁波银行股份有限公司		

二、信用风险缓释凭证交易结构

1、基本要素

信用风险缓释凭证涉及的基本要素主要包括：参考实体（标的实体）、参考债务（参考债项）、信用保护卖方、信用保护买方、信用事件、名义本金、信用保护费、结算方式等，涉及信用衍生产品交易的通用术语含义适用《中国场外信用衍生产品交易基本术语与适用规则（2016年版）》（试行版），除非另有定义或修改。

参考实体（标的实体）：指

交易双方在相关交易有效约定中列明的、以其信用风险作为信用衍生产品交易标的的单个或多个实体。参考实体可以为企业、公司、合伙、信托、主权国家或国际多边机构等实体。

参考债务（参考债项）：指交易双方在交易有效约定中列明或描述的参考实体的一项或多项债务，是参考实体信用风险的载体。对信用风险缓释凭证而言，参考债务为单一债项或金融产品。

信用保护卖方：指提供信用风险保护的一方，在信用风险缓释凭证中，信用保护卖方为该凭证的

创设机构。

信用保护买方：指接受信用风险保护的一方，在信用风险缓释凭证中，信用保护买方为该凭证的投资者。

信用事件：指交易双方在相关交易有效约定中就一笔信用衍生产品交易约定的触发结算赔付的事件，包括但不限于破产、支付违约、债务加速到期、债务潜在加速到期、债务重组等事件。

名义本金：是一笔信用衍生产品交易提供信用风险保护的金额，各项支付和结算以此金额为计算基准。信用风险缓释凭证的创设

表3: 一般交易商名单

非法人产品			
序号	产品名称	序号	产品名称
1	浙商基金-上海银行绩优1号资产管理计划	14	宁波银行日利盈2号
2	浙商基金-渝富睿丰1号特定客户资产管理计划	15	宁波银行日日鑫-A
3	中银日积月累-日计划	16	宁波银行天利鑫-A
4	中银稳富-融荟系列理财计划(29天)	17	宁波银行智能活期1号
5	中银稳富-融荟系列理财计划(63天)	18	宁波银行智能活期2号
6	中银稳富-融荟系列理财计划(364天)	19	兴银基金-兴运14号资产管理计划
7	中银国际证券中行平稳上海资产管理计划	20	华福基金-国债期货1号资产管理计划
8	中银国际证券中国银行中国银行1号定向资产管理计划	21	兴银基金-兴运17号资产管理计划
9	启盈智能定期理财1号	22	兴银基金-民生银行1号资产管理计划
10	汇通理财(季季鑫-A)	23	兴银基金-创鑫3号资产管理计划
11	宁波银行活期对私	24	兴银基金-创鑫4号资产管理计划
12	宁波银行活期对公	25	华福苏2018-002号定向资产管理计划
13	宁波银行净值型1号		
非金融机构			
序号	机构名称	序号	机构名称
1	晋商信用增进投资股份有限公司	2	陕西投融资担保有限责任公司
金融机构			
序号	机构名称	序号	机构名称
1	齐鲁银行股份有限公司	4	雅安农村商业银行股份有限公司
2	青岛农村商业银行股份有限公司	5	江苏吴江农村商业银行股份有限公司
3	江苏常熟农村商业银行股份有限公司		

表4: 凭证创设机构名单

序号	机构名称	序号	机构名称
1	国家开发银行股份有限公司	23	国泰君安证券股份有限公司
2	中国工商银行股份有限公司	24	广发证券股份有限公司
3	交通银行股份有限公司	25	申万宏源证券有限公司
4	中国民生银行股份有限公司	26	中国光大银行股份有限公司
5	兴业银行股份有限公司	27	德意志银行(中国)有限公司
6	上海银行股份有限公司	28	富邦华一银行有限公司
7	中信证券股份有限公司	29	东海证券股份有限公司

8	中国国际金融股份有限公司	30	杭州银行股份有限公司
9	中信建投证券股份有限公司	31	中国农业银行股份有限公司
10	光大证券股份有限公司	32	中国银行股份有限公司
11	中债信用增进投资股份有限公司	33	中国建设银行股份有限公司
12	招商银行股份有限公司	34	中信银行股份有限公司
13	上海浦东发展银行股份有限公司	35	南京银行股份有限公司
14	渤海银行股份有限公司	36	华夏银行股份有限公司
15	厦门银行股份有限公司	37	北京银行股份有限公司
16	浙商银行股份有限公司	38	江苏银行股份有限公司
17	海通证券股份有限公司	39	天津银行股份有限公司
18	招商证券股份有限公司	40	郑州银行股份有限公司
19	广发银行股份有限公司	41	青岛银行股份有限公司
20	平安银行股份有限公司	42	中国邮政储蓄银行股份有限公司
21	宁波银行股份有限公司	43	徽商银行股份有限公司
22	法国巴黎银行(中国)有限公司		

总名义本金一般不超过参考债务的发行金额。

信用保护费:指信用保护买方方向信用保护卖方支付的信用保护费用。就目前信用风险缓释凭证的发行条款来看,信用保护费一般为固定金额,保护期限在1年内的凭证为前端一次性支付,少数保护期限超过1年的凭证按年分期支付。

结算方式:指交易双方在相关交易有效约定中就一笔信用衍生产品交易约定的现金结算或实物结算。近期为缓解融资困境而创设的信用风险缓释凭证的结算方式均为实物结算。

2、参与机构范围

根据2016年重新修订的《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》,参与信用风险缓释凭证交易的机构需为向交易商协会备案的

核心交易商或一般交易商。其中核心交易商可与所有参与机构交易,一般交易商只能与核心交易商交易。

目前核心交易商共49家机构,包括金融机构和合格信用增进机构。一般交易商共32家机构,包括金融机构、非法人产品及其他非金融机构等。

参与机构中,拟创设信用风险缓释凭证的还需在核心交易商基础上备案成为凭证创设机构,目前信用风险缓释凭证创设机构共43家,除中债信用增进投资股份有限公司外,均为大型商业银行和大型券商。

3、交易流程

风险缓释凭证创设备案完成后,通过凭证簿记-凭证预配售-债项簿记-债项配售-凭证正式配售等

流程进行。由于当前发行的风险缓释凭证多以实物结算,为防止“裸卖空”,配售要求凭证获配名义本金不得超过参考债项金额。

以18恒逸SCP007及CRMW投标为例:

2018年11月7日,CRMW投标并通知中标结果:中标费率1.82%,面额2000万;

11月8日,根据CRMW中标面额投标18恒逸SCP007,并通知中标结果:中标利率6.95%。若债券中标1000万,最终配售CRMW面额1000万,债券1000万,剩余1000万CRMW注销;若债券中标大于或等于2000万,假设中标3000万,最终配售CRMW面额2000万,债券3000万。

在业务实践中,为防止风险缓释凭证预配售机构对标的债务收

益率预期过高，导致未能足额获得正式配售，使得部分未能匹配到参考债项的凭证注销，更多簿记管理人开始采用组合收益率方式进行投标。在信用风险缓释凭证与参考债务完全匹配的情况下，组合收益率可用以下公式近似估计：

组合收益率=参考债务收益率-信用保护费率

三、信用风险缓释凭证的价值

1、信用风险缓释凭证的定价

目前信用风险缓释凭证定价主要有信用利差模型和违约率模型两种，实际应用中来看，大多数市场成员都依托现有的信用债收益率曲线，采用简化的信用利差模型进行定价。对投资者而言，信用风险缓释凭证将参考债务的信用风险转化为创设机构的信用风险，因此在定价中多以创设机构的信用风险溢价作为参照，将信用风险缓释凭证与参考债务作为组合资产进行定价。

在计算组合收益率时需注意的一个问题在于，风险缓释凭证多为以年度为周期前端一次性支付，而标的债务付息多是后端支付，因此实际组合收益率与前述估计值存在一定偏差。仍以18恒逸SCP007与CRMW为例，债券票面利率6.95%，CRMW费率1.82%，期限270天：

组合收益率近似估计值
=6.95%-1.82%=5.13%

而根据组合现金流计算出的实际组合收益率为5.06%，与估计值存在7bp的计算偏差。信用保护

费率越高的组合，这种偏差越大。考虑到这种偏差仅为组合收益率的1-2%，因此可用上述方式简化计算，以下所指组合收益率均为近似估计值。

2、信用风险缓释凭证的投资价值

在确定信用风险缓释凭证的组合收益率时，创设机构的同期限同业存单或金融债可作为参照物以体现信用利差。统计2018年以来截止11月末发行的信用风险缓释凭证及参考债项组合收益率可以发现，组合收益率多数位于4-5%区间，最高可达5.49%。而创设机构同期限同业存单或商业银行金融债收益率在3.4-3.6%左右，远低于该组合收益率。

原因可能在于以下几个方面：

第一，参与风险缓释凭证交易的投资者范围有限。从目前的一般交易商与核心交易商数量来看，可参与风险缓释凭证投资的市场成员不足100家，相比可参与同业存单或金融债投资的机构数量来说寥寥无几，簿记时难以形成对收益率的有效竞争。

第二，存量信用风险缓释凭证较少，流动性不足。虽然近期信用风险缓释凭证的一级发行热情高涨，但投资者多以持有到期为目的，二级成交寥寥，且目前监管政策不支持信用风险缓释凭证的单独流转。牺牲一定流动性的情况下，需要流动性溢价的补偿。

第三，参考债项需求不足，拉宽与信用保护费率的差额。从实际发行情况来看，信用风险缓释凭证创设名义本金远少于参考债务的

发行量，参考债项本身多为融资困难的民营企业或过剩产业，多数机构对参考债项存在准入门槛限制。因此，无信用保护部分的参考债项的需求决定了发行利率。若参考债项需求不足导致收益率高于预期，而信用保护费率发行结果已确定的情况下，组合的收益率将有所提升。

第四，各机构信用风险缓释凭证与参考债项组合的风险资产计量方式不同。对采用内评法计算风险资产的银行来说，通过信用风险缓释凭证可以降低违约损失率，从而降低风险资产占用，使组合风险资产占用近似等于创设机构同业存单的风险资产。但中小型商业银行多数采用权重法计提风险资产，对组合的风险资产计提依旧为100%，远高于同业存单25%的风险资产占用。因此相比同业存单，需要一定的溢价补偿风险资产的占用。

综合来看，信用风险缓释凭证与参考债项的组合投资不失为短久期、高收益资产的优质选项，根据各机构的实际情况，在控制创设机构信用风险的情况下，适度参与信用风险缓释凭证投资可能享受一定的超额收益。

3、商业银行支持民营企业融资的“三赢”

从响应政策引导方面来看，在“宽信用”的政策引导下，商业银行陷入支持民营企业融资和控制不良率的两难抉择。信用风险缓释凭证的出现，为商业银行，尤其是信评体系尚不健全的中小型银行，投资民企债券提供了一颗“定心丸”。在控制民营企业投资风险的

同时，由信用风险缓释凭证完全保护的组合投资收益也非常可观。

对参考实体而言，通过信用风险缓释凭证的保护，进入投资者的准入门槛，降低投资者对被保护部分债项的风险溢价要求。对同一参考实体的债项，即使是无信用风险保护的敞口部分也会在市场对风险的博弈中降低对信用风险溢价的要求，有效降低了参考实体的融资成本。

对凭证创设机构而言，通过创设信用风险缓释凭证，也将其对参考实体的信用风险评估能力转化为信用保护费收入。在债券市场“刚兑”神话打破的今天，通过作为信用保护卖方赚取信用保护费用，进一步推动市场机构信用风险评估能力的提升。另外，凭证创设机构多为参考债项的承销机构，甚至是参考实体的重要授信银行。通过信用风险缓释凭证的创设推动参考债项的顺利发行，保证参考实体的融资渠道畅通，对于凭证创设机构维护客户关系、降低不良率大有裨益。

四、信用风险缓释凭证在中小银行应用中的局限性

在看到信用风险缓释凭证发展意义及投资价值的同时，也不可避免地注意到信用风险缓释凭证业务实践中仍存在一些亟待改善。

1、交易系统、会计与税收制度不完善

信用风险缓释凭证业务是中国债券市场的创新产物，由于发展时间不长，存量项目有限，现存于各参与机构的交易与审批系统中尚



未嵌入相关模块，难以系统化处理。在会计与税收制度上也无针对性的规定，中小机构参与信用风险缓释凭证的会计处理无明确制度可循，套期保值的效果在财务报告上也难以体现。随着信用衍生产品的发展，系统供应商需加快信用风险缓释工具的系统化处理研发。有关主管部门也有必要考虑进一步完善金融衍生产品相关的会计与税收制度，为信用衍生工具发展提供外部保障。

2、风险资产计量方式不明确

对权重法计提风险资产的机构而言，投资信用风险缓释凭证未能起到有效节省资本的效果。而从其风险实质来看，违约率与损失率确实存在有效降低。因此，有必要在巴塞尔协议Ⅲ的框架下，明确针对信用风险缓释工具的风险资本计量方式，充分发挥信用风险缓释工具节省资本的效果。

3、信用风险定价

国内债券市场违约数据积累较少，信用风险定价体系不完善，传统的CDS定价模型不适用当前国内市场信用风险缓释工具的定价。当前根据信用利差模型定价的方法虽然简单易行，但准确性有待提高。随着信用风险缓释凭证发行量的增加，以及交易限制的减少，市场成员将不断根据实际市场成交价格修正定价模型，提高定价准确性。

4、创设机构门槛较高

对中小银行来说，成为核心交易商并获取凭证创设资格的门槛较高，参与信用风险缓释凭证的途径只有作为信用保护买方，支付信用保护费。但中小区域性银行对于一些当地企业的风险评估能力不逊于大型金融机构，可能更适合作为当地企业的凭证创设机构，为参考实体提供融资便利的同时，获取信用保护费用。未来在信用衍生业务逐步成熟，风险可控的情况下，可考虑放宽中小银行参与凭证创设的限制条件，发挥信用风险缓释工具的最大价值。

总的来说，虽然由于信用衍生工具市场还不成熟，存在种种外部环境和定价问题，但在当前融资环境下，信用风险缓释凭证一方面可作为市场成员管理信用风险的工具，另一方面目前也存在较高的投资价值。随着市场参与者的增加，信用风险缓释凭证与同业存单间的利差空间趋于收缩，但由于流动性较差及风险资产占用等问题，利差空间始终存在。对于风险资产充裕并以持有至到期为目的的投资者来说，信用风险缓释凭证及参考债项的组合投资价值凸显。



农商老司机的进击之路

文 | 陈佳乔 海门农商银行

时光的河入海流，终于我们分头走，没有哪个港口，是永远的停留。随着一波一波的同业撤离上海和北京，我们似乎见证了一轮同业业务的兴衰。但我们更坚信，道路虽然充满坎坷，但发展前行的道路却不会停止……

笔者进入银行间市场的时候，正好赶上传奇的2011年，这一年疯狂的票据市场让部分先行的农商行（票据价格曾一度飏至18%）尝到了金融市场的甜头。同样是这一年，央行六次上调准备金、三次加息，上半年债市收益率不断上行，下半年随着欧债危机蔓延收益又掉头一路下行，走出一波大牛行情，身为债市小白的我，也在不知不觉间经历了一轮熊牛转换。

入行至今，笔者作为一名农商行的金融市场从业人员，有幸做过每一个业务岗位。赶上了票据同业业务在监管真空时代下的野蛮生长，目睹了债券市场不规范所带来的动荡，经历了监管浪潮下的同业整治，也见证了作为这个市场的重

要参与者--农商行，随着大环境的完善而一步一步向前进击的脚步。

截止目前全国农商行的数量已有千余家，极强的地域特征，造就了农商行之间各自不同的业务特性。所以差异化发展这一结论，并不是哪位高人凭空提出的，而是农商行天生自带的属性。做业务期间，笔者曾拜访过不少地方农商行，发现近年来受经济大环境影响，很多农商行不得不打破原有的业务结构，开始大力发展金融市场业务，但由于介入时间的先后，以及行内重视程度的不同，发展的水平参差不齐。

下面笔者尝试以这几年的从业经历，来和大家聊聊所接触农商行的发展情况。

一、基础的投资配置

其实和众多机构投资者一样，农商行金融市场部初期的主要职责说白了，就是买买买，从早期的债券、票据、存放同业到现在的机构理财、券集、专户、基金和非标，配置一直都是主要方向。不过随着市场信息透明度的提高，监管政策的不断收紧，简单的配置变得困难起来，如何寻找差异化对手、规避监管，这让之前傻瓜式地买买买变得有了技术含量。目前的农商行，因为经营牌照的趋同在业务上有一定的同质性，但又受制于监管评级等因素，存在一定的层次分类，所以说如何在这不同的层次中，找到自己的角色定位，并依据各自角色去开展业务变得尤为重要，这就好比，之前只知道买买买的傻白甜，慢慢地变成了会帮人代购的精细鬼。其实大家能感觉到，经过多年的发展，那些位于前列的农商行投资更高效，品种更丰富，他们有法人机构的灵活优势，也有以盈利为导向的绩效优势，在资产的选择和配置方面往往更坚决，收益率自然也更加可观。

二、进阶的波段交易

讲过配置，我们来聊聊交易。做交易的都知道，从2014年到2016年这三年时间是交易市场的黄金期（试问谁人不认识210和215），从2014年开始的这波债市长牛，让很多固收投资经理在自己做股票的同学面前扬眉吐气。不过从2016年年末开始，央行货币政策的收缩，监管政策的加码结束了牛

市，让市场的走向变得动荡。

笔者从2012年开始做债（12年也是动荡的一年，先是由于资金面的宽松，走出了一波牛市，但随着下半年的经济底部企稳，收益即刻翻转，以熊市收尾），跟着前辈们参与一级市场投标，搏搏边际，寻找一级和一级半，二级的价差机会。13年开始，笔者自己建立交易盘尝试做波段，但结果就是“你带着老婆，出了城，吃着火锅还唱着歌，突然就被麻匪劫了……”，钱荒带来的流动性紧张和债券浮亏让农商行们无所适从。来说说当时发生在笔者身边的事吧，钱荒是2013年6月处开始的，收益率同时开始飙升，不过由于历来都有半年末流动性收紧的传统，很多人习惯地认为这不过是惯有的短暂紧张，跨过月底就好。事实上，7月初的确出现了收益率下行的迹象，然后笔者一朋友自信满满的开始大量建仓，直到7月10号，收益一骑绝尘再也



没有下来过，一下子被套了2年，事后很多人都回忆当时那一周是最好的出逃机会，有人逃掉了，有人进去了，结果却是天堂地狱；还有一朋友，好不容易挺过了2013年，但在2014年阴沟里翻了船，同样是半年末，那会市场已经隐隐有了牛市的趋势，他觉得半年末了市场也没什么波澜，到了7月份应该是继续下吧，于是开始大量建仓，没想到第二天正常的国开债投标出了黑天鹅，前一天估值才5.0%的十年国开，第二天投标投出了5.5%，昨天刚建的盘，瞬间浮亏50个BP……

上面讲的是2013年钱荒时候的事，对于很多银行间的小伙伴们来说有点久远，下面聊聊最近一年多债市的动荡，这里最大的要属某G证券的代持事件了，其实道理很简单，牛市的时候养着一些券代持在外面，然后二级市场上交易或者持有票面利息都能赚钱。但市场变化太快，短时间内就上行了近100个BP，代持在外面的债券一下子大额浮亏，所以在避免大额亏损和诚信面前，G证券选择了前者，结果就出现了几百亿的代持违约事件，从此大家谈代持色变。

其实我们要感谢2013年的钱荒和本轮的监管去杠杆，因为钱荒开启了近3年的牛市，让更多的农商行参与进这个市场；监管去杠杆则让农商行们认识到交易盘是要明确止损的，规范了交易要领。经过这几年的发展，无论是系统支持，绩效考核，交易品种，交易策略及人员配备，农商行的现券交易业务已经更加成熟，很多优秀的农商行交易团队甚至不比券商或基金差，更何况碰到极端的市场行情，他们还



有自己的终极大杀器——持有到期盘！

三、审慎的风控管理

最后是风控管理，审慎经营永远是银行业务的前提，不过很多农商行金融市场业务早期防范的仅仅是流动性风险和操作风险，市场风险和信用风险方面基本是裸奔。但随着市场的变化（2012年开始的信用违约，2013年的钱荒，2017年的强力监管以及今年以来的信用违约浪潮），加强业务风险的管理，变得极其重要。主要体现在改善资金资产池的期限结构，以及搭建内部信用识别体系两个方面。

正所谓成也隔夜败也隔夜，放杠杆是每个金融市场参与者自带的属性，农商行也不例外，所以在放杠杆的时候做好期限管理就尤为重要。毕竟市场上放杠杆的人太多了，缩短自己的负债期限，那么碰到流动性风险的概率就会比别人大，因此如何处理好资金资产池的期限结构是一个永恒的话题，做久了每家行多多少少都有自己的心



然而可以肯定的是这个市场上农商行的身影会越来越多，前行的进击之路虽说布满荆棘，但八仙过海，各显神通，农商行队伍肯定不会甘于沉默！



得，其实只要做好每日的限额缺口管理，问题就不会很大，所以市场上的农商行虽然每天喊着借钱，但实际发生违约的几乎没有。关于内部信用识别体系，这是个硬货，做好了能抵御风险，做差了或者做成半吊子了，反而会阻碍业务开展。依靠着长久以来对传统信贷的识别能力，各家银行对抵御信用风险都有一定的底子和自己的套路，笔者就介绍下所在机构（简称H行）的实际情况，H行在2012年的时候开始尝试建立金融市场的内部信用风险抵御机制，设立了包括定量和定性两项指标的打分体系，定量指标由发起者打分，走内部信评小组会议流程，信评小组成员由各业务条线主管组成，小组成员根据发起者汇报内容进行提问、讨论，最后结合定性指标进行打分，由信评小组组长进行统计最终评分，分数不合格的直接否决，合格的上报至具有一票否决权的总经理处。通过这种搭建内部信用识别体系的方法，一方面建立了信用风险事件的防火墙，另一方面通过信评小组的设立，让金融市场部在信用资产的识

别和分析能力方面都得到了较强的锻炼和积累，同时培养了行内自己的内部信评团队（性价比高，忠诚度也高）。总而言之，虽然作为机构投资者，农商行的投研实力可能不比券商、基金等机构，但是由于其银行系的背景，风控第一的基因属性是根深蒂固的。

就想本文开头提到那样，“我们似乎见证了一轮同业业务的兴衰，但我们更坚信，道路虽然充满坎坷，但发展前行的道路却不会停止……”。这轮的监管浪潮，让大家感受到了冬天的寒冷。信用违约事件不再遮遮掩掩，央妈去杠杆的决心也已经是妇孺皆知，债市进入动荡期，未来的市场将不再是小白拿着钱简单买买买就行得通的时代了。然而可以肯定的是这个市场上农商行的身影会越来越多，前行的进击之路虽说布满荆棘，但八仙过海，各显神通，农商行队伍肯定不会甘于沉默！

银行间市场的进击之路，注定不会平坦。送给各位朋友、同仁共勉！



通往繁荣之路：减税

文 | 《固定收益》编辑部

前言

2018年三季度中国6.5%的GDP增速创下2009年二季度以来的最低值，中国经济下行问题再次敲响了警钟。但长期以来，通过举债拉动经济增长的应对手段，已在多年的发展过程当中造成了巨额的债务问题。当旧的道路行不通时，新的道路应时启用。减税，将是中国

经济通往繁荣的新道路，并且在最新的中央经济工作会议中得到体现。

2018年12月21日，中央经济工作会议指出，宏观政策要强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求；积极的财政政策

要加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模；稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。

经济增速再遇下行压力

国家统计局公布的最新中国经济数据显示，2018年三季度国内生产总值（GDP）以6.5%的同比增速创下新低，这是自2009年二季度以来的最低值。经济增速下行压力再次敲响警钟。

众所周知，进出口、消费以及投资是拉动经济增长的三架马车。三季度经济增速创下新低，问题出在哪？

进出口方面，海关统计数据 displays，2018年前三季度，我国进出口总额22.28万亿元人民币，同比增长9.9%。其中，出口11.86万亿元，同比增长6.5%；进口10.42万亿元，同比增长14.1%；顺差1.44万亿元，收窄28.3%。

三季度外贸数据总体上仍保持稳定增长。但就出口项看，对比前三季度6.5%的同比增速，9月份单月高达14.5%的出口增速表明，在中美贸易摩擦长期悬而未决的背景下，部分企业存在提前出货以应对贸易摩擦带来关税提高的风险。因此，2019年的中国出口存在大幅回落的风险。

消费方面，统计局最新公布的数据显示，2018年11月份，社会消费品零售总额以8.1%的同比增速维持在今年以来整体9%左右的水平；限上单位消费品零售额以同比2.1%的增速再创历史新低。

社会零售总额增速虽保持正常水平，但指标存在历史记录不太准的缺点。比如说2008年全球金融危机时，社会消费品零售增速全年都稳定在20%左右，原因或许在于这个数据并非真实的统计数据，

其中涉及大量的小商小贩都是估计数据。而限额以上零售增速在特定历史背景下的走势，则更能准确反映消费走势。限上零售增速在2008年初为30%，到2008年末降至10%左右，到2009年降至5.8%，这反映了2008年全球危机的影响。2018年11月份2.1%的增速，已是大幅低于2008年金融危机时期的最低水平。

最后，投资方面，11月份的投资增速为5.9%，这是自6月份以来连续第五个月维持在6%以下。而2018年异常强劲的地产投资，在“金九银十”的档口，投资增速也在自前三季度的10%以上降至9.7%。这一切表明，国内投资陷入瓶颈，而长期信赖与热衷的地产投资也不能过于指望了。

因此，内忧外患的环境敲响了中国下行经济的警钟！如何走出下行困境，成了当务之急。

旧的道路：举债

在世界范围内，通过举债解决经济下行问题是常见方法之一。当然，我国也不例外。历史经验表明，通过举债，中国经济走出了金融危机的困境并延续了长期的稳增长阶段。但“良药”也有副作用，举债造成了巨额的债务问题。

自2008年金融危机以来，我国经济曾遭遇三次下行的挑战。

第一次是2008年到2009年，全球陷入金融危机，对于当时以出口为核心的产能大国，我国外需市场瞬间冰冻。为扩大内需，我国出台了4万亿刺激计划。但制造业产能过剩导致2011年经济重新下滑。

第二次是2012年到2013年，政

府部门大幅举债加码基建投资，当时的2012年一整年中央政府和地方政府加总的债务接近28万亿，占到当年GDP的53%。其中，地方政府债务就达到了1994万亿，可见规模之大。很快，巨额债务风险引起监管层的警惕，2013年开始进行地方债务审计，到了2014年经济重新下滑。

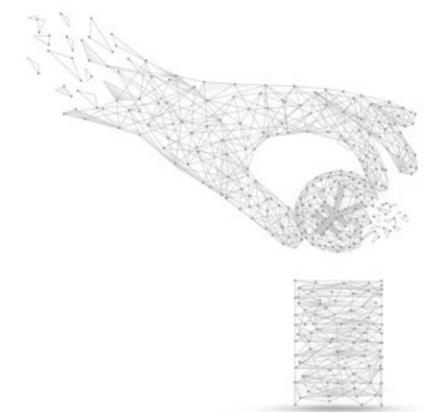
第三次是2015年到2017年，居民部门大幅举债。三年的时间，居民债务占到近2017年GDP的56%。要知道，2007年的时候，我国居民部门债务率不足20%，美国债务率从20%提升到50%以上用了近40年时间，而我国用了不到十年，飙升速度之快可见一斑。当然，举债换来房地产市场繁荣的同时，也是举债空间的大幅度压缩。2018年以来居民举债增速下滑，导致了地产销售转负，经济再度承压。

很显然，2008年以来，巨额刺激带来以基础设施投资为代表、以房地产消费为核心、以重工产业为依托的政府及企业集群强行扩张拉动经济结构与体系。但负面结果却是所有部门的负债累累和经济的反复下行，举债应对经济下行的道路已无路可走。

新的道路：减税

新一轮的经济下行压力遭遇巨额的债务问题，对中国经济而言，确实是面临挑战。旧的道路行不通时，新的道路应时启用一减税。

其实，举债造成巨额债务问题在世界范围内并不罕见。远的比



减税让利，可以增加居民收入和消费能力，也可以增加企业盈利和创新能力，减税乃是通往繁荣之路。



如2008年美国次贷危机就源于举债过度，日本泡沫经济也源于举债过度，近的像2018年阿根廷、土耳其等汇率大幅贬值就源于过度举借外债。

通常的情况下，应对巨额债务，采取加息式的紧缩是常见的，而在紧缩之后紧接着的是资产价格下跌和债务违约，这或许是必要经历的阵痛。但后期处理方式的不同，往往最后的结局也就有着天壤之别。先来看看各国是怎么做的。

①美国，降息+QE+减税。面对举债过度造成的次贷危机，一方面美国通过央行降息和QE，大量注入基础货币，再通过将问题银行国有化，恢复商业银行的健康，恢复货币创造；另一方面，奥巴马政府在2009年至2012年先后出台《经济刺激法案》、《减税法案》、《美国纳税人减税法案》，减税规模近万亿美元，最终实现了经济的完美复苏。

②日本，QE+QQE。作为量化

宽松的始作俑者，日本央行为摆脱国内严峻的通缩压力以及“失去的十年”对日本经济造成的创伤，一直是不遗余力的高扛量化宽松的大旗。自2010年实行量化宽松以来，加码已逾4次。但很显然，日本泡沫经济破灭之后，到目前为止经济已经失去了近30年。

③拉美国家，印钞+加税。举债发展经济是拉美国家长期以来的习惯。但作为债务主要来源的美国却在不断的加息，汇率大幅贬值由此产生。怎么办？印钞，但其财富分配严重失衡，只有少数人能享受经济增长的果实。另外，拉美国家高利率高福利政策，一是抑制了投资，企业家更喜欢把钱放在银行吃高利息；二是高福利相对应的高税收政策。

再来看看我国是怎么做的。

中国，货币政策+财政政策。应对巨额债务，要想实现完美去杠杆，重新创造货币和财富再分配是不太容易的。前者与货币政策有

关，需要重建健康的金融体系；后者则与财政政策有关，需要改革税制、大幅减税让利于民。

2017年我国金融去杠杆意味着紧缩正式开始。过去的一年，广义货币增速大幅下降，银行贷款利率持续走高。到了2018年，各种债务违约频发。随后，我国央行开始启动大规模的定向降准，释放基础货币。此阶段主要为货币政策。

阵痛过后，财政政策发力。2018年，我们能明显看到的是税收政策密集出台以及税收效应的逐步体现。

此轮减税的广度和力度是空前的。近年来外围市场的冲击，作为大国经济的我们，必须明确的是，指望靠外需稳定发展是不长久的，要想实现经济的繁荣与超越，必须靠内需、靠创新来发展。减税让利，可以增加居民收入和消费能力，也可以增加企业盈利和创新能力，减税乃是通往繁荣之路。🌹

鼓角梅花添一部
五更欢笑拜新年



2019

鑫 | 春 | 快 | 乐



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