

固定收益

XINYUAN FIXED INCOME

18

2020年2月 第十八期
www.xyamc.com

- 2020年资产配置策略
- 银行理财子公司成立对于公募行业发展的思考
- 通胀叠加疫情，2020年债市将向何处去
- 政府隐性债务化解进入攻坚阶段，如何巧妙地维持城投债信仰？
- 现金管理类产品纳入统一监管将推动收益率下行



这—个—冬—日—不—能—忘—怀 下—个—春—天—必—将—到—来

突如其来的疫情，给我国宏观经济带来了新的变数。疫情进入攻坚期的时日，人民银行、财政部、银保监会、证监会、外汇局金融系统五部委联合出台了《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》（以下简称《通知》）。《通知》中涉及资本市场的有30条举措，均为特殊时期的特殊政策安排，既尊重了市场规律，又体现了监管弹性。带温度的政策无疑暖心、更能振奋人心。虽然因为疫情突发，资本市场投资者原本期望的一轮强劲的上漲行情预期被突然打乱，但也要看到此消彼长的一面。本次疫情给部分医药产业（包含医疗器械）、纺织业（口罩及防护服）、化工业（洗涤及消毒用品）及互联网电商、在线教育等产业“变危为机”的机会，大盘仅在节后第一个交易日做出了调整，之后的强劲走势也印证了这一点。这说明疫情再严峻，对经济的影响也只能是暂时。既然中国经济长期向好的基本面没有变化，疫情对金融与资本市场的底层运行逻辑就并不能构成影响。

此外，疫情可能带来的金融环境的宽松，货币政策与财政政策的持续发力，则在中短期内为债券市场提供了较为稳定的环境，利率债、信用债、可转债等品种都存在一定机会。鑫元基金募集中的一年定开中高等级债可谓恰逢其时。而对于整个基金行业来说，正面临资管新规下的新机遇，银行理财产品的刚性兑付预期被逐渐打破，势必引起大部分投资者对于投资品种的重新考量。

这—个—冬—日—必—将—令—国—人—难—以—忘—怀，但—下—个—春—天—也—必—将—到—来。崎岖路，长情在，鑫元基金管理有限公司携子公司鑫沅资产，追随股东方南京银行，在做好疫情防疫措施，保障员工安全的同时，积极践行金融企业的责任担当，已完成向有关方面的捐赠，并将视疫情发展情况继续跟进。莫道浮云终蔽日，严冬过尽春倍蕾。鑫元人永远与国家、社会、客户站立在一起，同舟共济、难关共度。



鑫元基金《固定收益》编委会

总编辑

张乐赛

编委

王 辉 黄 梅 李晓燕 厉大业

编辑部

王海燕 丁 玥 卢 林
王美芹 陈令朝 郑文旭 蒋光祥
雷孟妮 吕雅楠 施艳霞

视觉设计 吴晶晶 沙勇兵 阳 婵

项目协调 吕雅楠 施艳霞

内容合作 环讯传媒

CONTENT

	卷首语
01	这一个冬日不能忘怀 下一个春天必将到来
	固收动态
04	
	鑫元看市场
06	2020年资产配置策略
	MOM
14	一图看懂MOM
20	银行理财子公司成立对于公募行业发展的思考

	聚焦
24	通胀叠加疫情，2020年债市将向何处去
32	盘点2019公募行业“十变”

	机构
38	2020年地产债基本面有何变化
45	2020年可转债会否继续辉煌

	信用研究
48	政府隐性债务化解进入攻坚阶段， 如何巧妙地维持城投债信仰？

	声音
52	守候初心，守望春天

	宏观
54	经济稳中承压，操作守攻有度 ——2020年债券市场展望
60	现金管理类产品 纳入统一监管将推动收益率下行

目录

2020年2月 第十八期



NEWS

固收动态



1

2020年2月3日，央行开展9000亿元7天、3000亿元14天逆回购操作，当日有10500亿元逆回购到期，当日实现流动性净投放1500亿元；操作利率方面，7天和14天逆回购中标利率均下调10bp至2.40%和2.55%。

专家点评：新年第一个工作日央行下调公开市场操作利率10bp，有出于对冲疫情对宏观经济影响的考虑。随着疫情的扩散蔓延，近期各部委政策频出应对疫情对经济基本面的影响，“30条”+1.2万亿+3000亿组合之外央行降息10bp，货币政策宽松快速应对对冲疫情的影响。相较而言，本次降息幅度有所加大，主要是在年初降准没有导致LPR下调、疫情冲击预计较严重的情况下，出于降成本、稳增长目标的综合考虑。

2020年1月20日之后，新型冠状病毒感染肺炎疫情迅速蔓延，湖北、武汉疫情尤其严重。世卫组织宣布该疫情构成“国际关注的突发公共卫生事件”，全球约20家航司宣布暂停往返中国内地的航班；全国33个省市自治区启动重大突发公共卫生事件一级响应。

专家点评：央行表示，我们坚信，疫情对中国经济的影响是暂时的，中国经济长期向好、高质量增长的基本面没有变化。从内外部环境看，经济发展中的积极因素正在增多，经济内在的韧性增强，这些都对金融市场稳定运行形成支撑。要秉持长期投资、价值投资理念，总结借鉴历史经验，避免非理性情绪对金融市场形成不必要的影响。我们完全有信心、有能力应对疫情的可能影响，取得防控疫情的胜利，保持经济长期稳定发展的良好态势。

2

3

2020年1月，中国制造业PMI为50.0%，非制造业商务活动指数为54.1%，综合PMI产出指数为53.0%。

专家点评：1月PMI指数保持在枯荣线，延续了2019年11月以来的较好表现，经济出现企稳向好信号。新型冠状病毒感染肺炎疫情在春节期间爆发，1月PMI受疫情因素影响较小。受疫情影响，经济企稳向好的复苏动力短期内将有所减缓，预计疫情防控期间逆周期政策调节力度将进一步增强。



4

2020年1月22日，银行间市场清算所股份有限公司发布通知，决定在2011年1月发布的《登记结算业务收费办法（试行）》基础上全面降低或减免了债券的发行登记费率和付息兑付服务费30%-50%，且针对中小企业债券、风险置换债券、绿色债券等特殊类型的债券还设立了50%-100%的特别减免政策。

专家点评：调降发行登记费率有助于鼓励债券的发行，进而提升直接融资占比。这有利于降低企业融资成本，缓解企业债券融资的压力，提升企业融资便利程度，带动债券顺利发行，为企业正常的生产经营活动提供支持；也有助于带动金融市场情绪修复。

2020年财政部的数据显示，1月份计划发行地方债券8617亿元，同比增加4437亿元，完成提前下达新增额度的55%，同比增长25个百分点，发行进度较往年大幅提升。。

专家点评：通过扩大发行规模、提前发行时间、合理规范使用范围，地方债将有效拉动地方投资，应对经济增速下行压力，强化逆周期调节，在支持重大在建项目和补短板领域发挥更加重要的作用，为我国经济注入持续高质量发展的新动力。

5



6

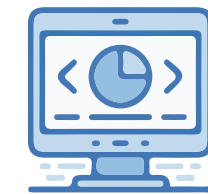
鼠年A股首个交易日两市大幅下挫，逾3000股开盘跌停，三大股指全日弱势调整。截至收盘，沪指跌7.72%，深证成指跌8.45%，创业板指跌6.85%。当日，北向资金今日大幅流入181.91亿元，创单日流入额纪录。

专家点评：恒大集团首席经济学家任泽平表示，市场释放能量，反应了市场如何定价这个疫情影响。我们应该相信市场和市场自身的恢复力。后面关键是做好防范次生性风险，做好流动性支持、股权质押风险化解、纾困重灾行业等，应该对重灾行业和地区定向降息降准，财政政策的减税降费扩大支出抓紧推出。

伦敦时间2020年1月31日晚11时，英国正式“脱欧”，结束其47年的欧盟成员国身份，也为历时三年的脱欧历程画上句号。英国“脱欧”后，欧盟还剩27个成员国。英国“脱欧”过渡期将于2020年12月31日结束。

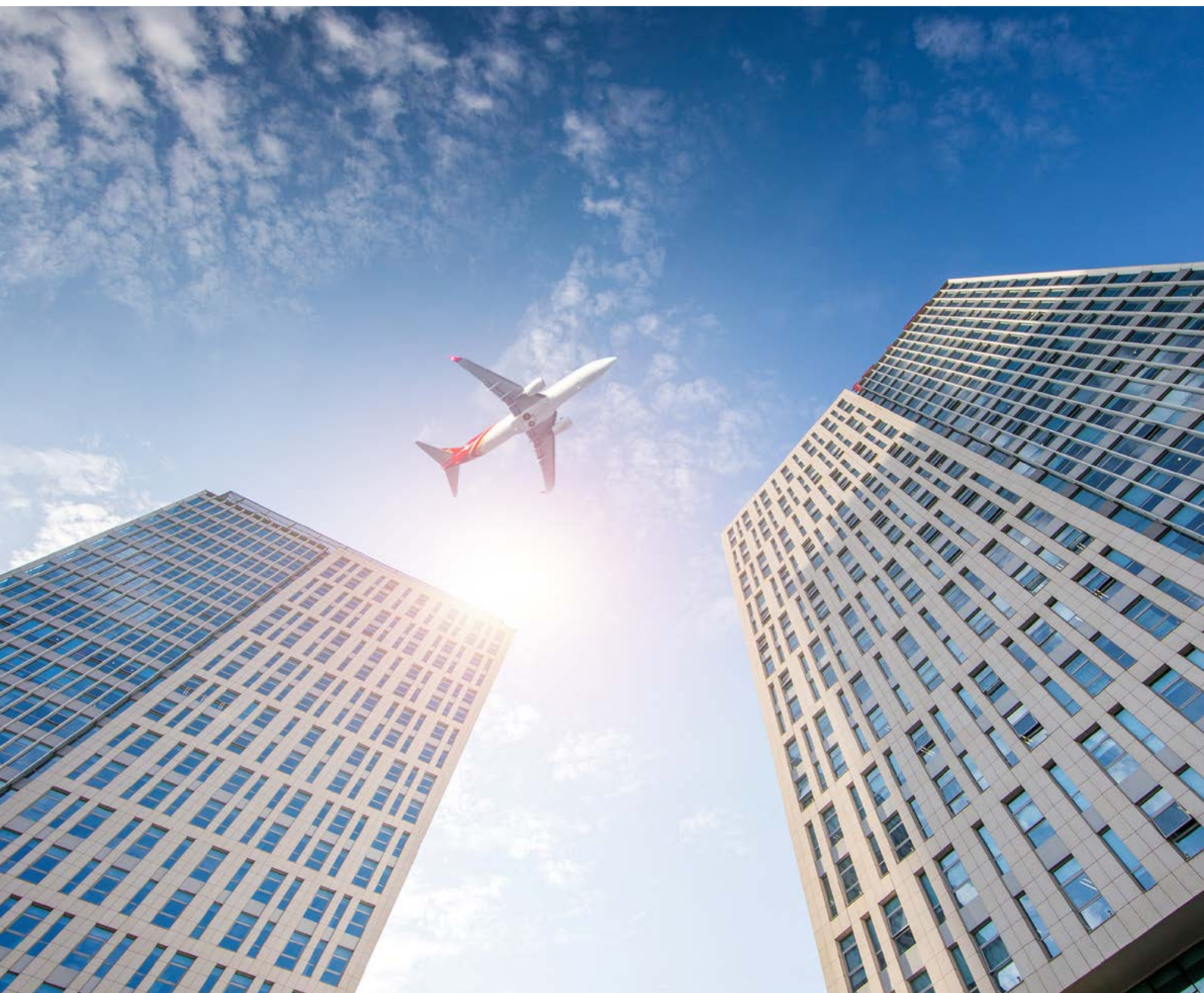
专家点评：过渡期内，英国将失去欧盟成员国资格，但仍需遵守欧盟规则、缴纳费用。英欧关系特别是双边贸易协议的谈判，成为英国未来任务“清单”的优先项。在不到一年时间内，英国要与欧盟、美国等主要贸易伙伴达成贸易协定挑战巨大，充满不确定性。

7



2020 年资产配置策略

文 | 鑫元基金宏观分析师 董大伟



在2018年年底，我们写过一篇2019增长前瞻，主要思路是从被压制的波动率，被压制的违约率，被沉默的大多数三线主线来阐述彼时主要经济体经济、社会、政治等层面的表象以及背后的运行机理，在这个基础上，我们提出随着波动率与违约率的上升，市场的波动幅度将更加剧烈，而社会层面由于贫富分化带来的阶级对立冲突将愈发激烈。

从实际运行过程来看，中国国内的违约率在去年创纪录新高的违约后，2019年违约金额持续增加，如果不是有政策的强力干预，尤其是在对部分中小金融机构的接管后人民银行连续对银行间市场予以流动性的支持和情绪上的安抚，年内债券市场的违约金额只会更高。事实上，许多金融机构在“包商事件”之后的债券投资过程中完全是以金融危机的思路在处理问题，这一点体现在券种资质的要求和选择上，也体现在之后的利率债和信用利差的走势上。从海外资产市场的波动率来看，主要资产波动率在2018年四季度大幅攀升后，2019年的波动率整体处于低位，偶尔风险事件出现导致波动率急剧上涨之后也会逐渐回落，其中相当重要的一个原因是从2018年到2019年美联储的态度发生了一百八十度的变化，从之前无所顾忌的加息缩表变成了迅速降息扩表。至于“沉默的大多数”方面，2019年世界范围内的社会运动较上年有过之而无不及，如果说2018年的动荡中心局限在欧洲，那么2019年则已经在向南美、中东和东亚等地扩散。

经历过这两年的经济发展、

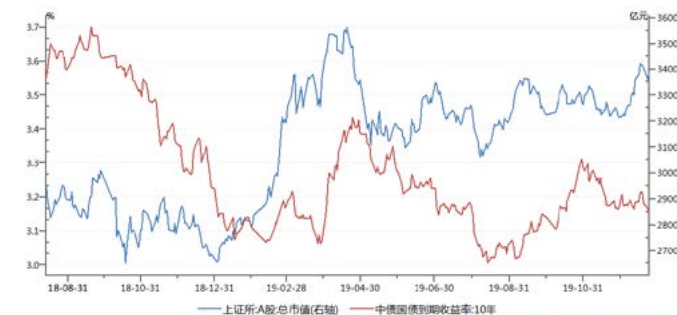
贸易冲突进程以及政策调控的人，都应该对当下包括中国在内的世界范围内的资产主义生产方式以及其衍生出来的各个层面的矛盾都已经有一个大致的理解了，也应该对这种经济环境下的资产价格运行模式有所了解。当然，不光是市场参与者，不同国家的政策制定者本身也已经或早或晚慢慢意识到问题的根源所在，并且逐渐在这个基础上积极或消极地做出一些内外部调整，关于这一点，我们自2018年年初以来的各类报告中已经阐述得相当清晰，这里也不再赘述。我们要问的是，在当下的时空环境下，接下来的最有可能的经济情境会是什么样的，在这个大环境下，资产配置的思路怎么做才合适。为了回答这个问题，我们可以先简单梳理一下2019年全球主要资产类别的走势以及背后的机理，然后就主要驱动力的潜在变化趋势做一些展望，在这个基础上提出一些猜想。

市场回顾

就国内而言，走势相对比较清晰，一方面是经济周期所处的阶段，也就是所谓的增速换挡期；

一方面是政策作用。2018年下半年以来，在内部去杠杆压力及外部贸易战压力下，政策层的宽松逐渐加码，尤其是以2019年1月份天量社会融资规模总量为标志的信贷宽松，直接带来全社会风险偏好的急剧上升和相关风险资产价格的急剧上扬，股票市场在上半年大幅上涨，债券市场上则是信用利差一定程度的收缩和无风险收益率的回升，房地产市场也开始蠢蠢欲动，一二三线城市住宅价格指数环比均呈现回升态势，尤其是以调控相对宽松的二线城市的地产价格环比上涨幅度为最。

正是在这个背景下，4月12日中国人民银行召开货币政策例会指出，“要继续密切关注国际国内经济金融形势的边际变化，增强忧患意识，保持战略定力，坚持逆周期调节，进一步加强货币、财政与其他政策之间的协调，适时预调微调，注重在稳增长的基础上防风险”。更进一步地，4月19日召开的中央政治局会议直接指出，“在充分肯定成绩的同时，要清醒看到，经济运行仍然存在不少困难和问题，外部经济环境总体趋紧，国内经济存在下行压力，这其中既有



数据来源: Wind

周期性因素，但更多是结构性、体制性的，必须保持定力、增强耐力，勇于攻坚克难”。

在政策出现较大调整的情况下，股票市场应声回落并连续下跌，而债券市场无风险收益率开始逐渐筑顶回落。与此同时，中美贸易谈判出现巨大的挫折，美国总统特朗普表示，“尽管与中国的贸易谈判一直在进行中，但是进展太慢，因为中方一直在试图重新商量谈判条款”。同时，特朗普表示，从5月10日开始，他将把2000亿美元中国输美商品的关税从10%提高到25%，同时，他将很快针对剩下的3250亿美元商品加征关税，届时，中国输美的所有商品都将面对25%的关税。在这个背景下，我们本来预期中方会低调处理这一事情，然而中方选择了立马加征关税予以回击，在这种情况下，我们提出，美方肯定会针对中方的报复措施采取相应的措施。事实也正如我们所预言，在5月中旬，美方商务部提出要将中国的电信设备制造商华为公司列入实体清单。之后，又有一批政府背景及科技企业相继被美国商务部列入出口管制实体清单。相应的风险资产进入新一轮的抛售潮，中美贸易冲突来到一个新的阶段性高点。之后，双方又进行了几轮磋商，在加征关税和汇率贬值以及美国总统川普对中方操纵汇率的指责下，市场风险情绪来到一个顶点，风险资产在此期间也经历了大幅动荡。之后宏观经济的内在下行动力叠加日益恶化的外围环境，使得7月末以来财政政策与货币政策又开始发挥逆周期调节的作用，市场情绪逐渐转暖。尽管实体

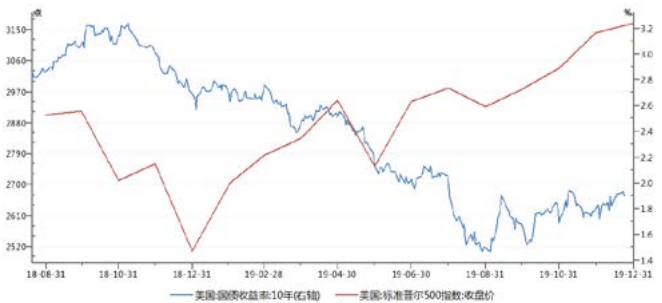
经济改善并不明显，然而商业机会减少使得资金游离出实体经济进入资本市场的趋势明显，科技领域的投机风潮在股票市场中逐渐扩散，尽管市场整体涨幅不大，但是期间部分板块和个股走势凌厉。

整体来看，全年国内市场在政策切换，贸易谈判的反复和自身内在矛盾等内外部因素的驱动下呈现出较为复杂的波动，然而其中的主线其实并不难看清，无论是股票市场在高速发展向高质量发展要求下的科技主题行情，还是债券市场“守住不发生系统性金融危机”的底线。

海外市场方面，走势也比较

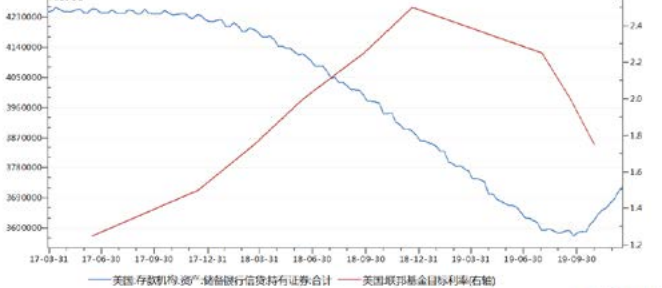
清晰。美国股票市场在经历了近三年的上涨后在2018年的四季度迎来了大幅下跌，之后货币政策发生了巨大的调整，美联储的政策基调在之前加息缩表的立场上发生了一百八十度的转变，降息扩表成为今年的主要基调。在这个背景下，尽管期间有阶段性贸易争端和风险偏好下降，股票市场仍然一再走强并连续创出新高，十年期国债收益率也在宽松的货币政策牵引下连续下行，最低跌至1.5%以下。欧洲日本市场的负利率债券规模在8月中下旬创出新高后一直处于高位，股票市场也震荡上行接近2018年1月的高点。

美国资产价格表现



数据来源：Wind

美国货币政策一百八十度转变



数据来源：Wind

展望明年的市场环境，我们认为依然需要从经济发展所处的历史阶段、政策环境以及资本运动规律三个角度来考察。熟悉我们的读者一定知道，我们审视当前局势的一以贯之的基本视角是历史唯物主义和辩证唯物主义，这一点在我们理解美国政府的内政外交，理解中国当下所进行的供给侧改革，理解全球范围内的种种社会政治事件等时都有过相当清晰的表达，希望有进一步的理解的读者可以去参阅我们之前的系列文章，这里我们就不再重复。

当前所处的历史阶段

就当前的局面而言，毫无疑问，中美两国以至于其他主要经济体均在内政外交方面进行激烈的调整。当前中国的经济管理者们在金融供给侧改革、扫黑除恶、集体土地入市、混合所有制改革等方面都在着力，这些动作都是生产关系领域的一些调整。与此同时，美国政府也在移民问题、贸易问题、盟友关系问题、气候问题和安全机制安排等等一系列领域在做出调整，这也就是我们在2018年年底发表于《固定收益》中的《大曰逝 逝曰远 远曰返》一文中所指出的“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



向下演绎出一场危机”。这一点，我们在5月至8月的贸易争端升温中可以看得相当清晰。

从中国国内的情况发展来看，自2019年5月以来，政策开始更加有针对性地处理国内的一些长期性问题，一个标志性事件就是人民银行接管包商银行。刚兑信仰的打破对于重塑债市的机构风险偏好以及健康的资产管理文化当然是有着相当重要的意义，尽管这一事件的出现对于债券市场的短期负面冲击也相当明显。包商事件之后，债券市场所出现的信用分层以及中小金融机构流动性困难和结构化产品违约等等现象也是相当自然的反应。这一事件发生之后，我们可以相当地看出，各个主要市场都在针对此做出积极的反应。就债券市场而言，我们可以看到，一级市场上，中低等级信用债发行量及占比都在下降，而AAA发行规模及发行规模占比则在提升。二级市场

上，那就是参与者对确定性和流动性有更高的要求，故而利率债走势持续强劲，而中低等级信用债的信用利差则持续在高位。股票市场方面，更多的资金投向绩优蓝筹股。这种绩优股抱团的现象在历史上并不算罕见，2016、2017年就相当典型，随着中小创个股在上一轮股灾中被证伪后，绩优股持续受到追捧。如果说2016-2017年的绩优股的上涨由估值和业绩共同驱动，当下这一轮绩优股整体上涨则更多地由估值上涨驱动。这一点与当下的基本经济面是密切相关的，即政策在试图精准调控和精准滴灌，既不希望出现系统性危机，又要进行所谓的供给侧结构性改革。一方面，传统模式已经走到头了，故而需要在资产泡沫控制、债务处理和金融供给侧改革金融反腐等方面着力，另一方面，为了防止处置风险的风险，中央银行积极进行流动性支持，与此同时，对于商业银行及其他金融机构的贷款投向在持续进行窗口指导，无论是对地产类平台类融资的限制，还是对中小微贷款的支持。与债券市场参与者所采取的策略一样，股票市场参与者追求更多确定性，哪怕忍受高一些的估值。

金融领域另一个比较大的动作则是人民银行为深化利率市场化改革所推行的贷款市场报价利率（LPR）改革。人民银行的动作毫无疑问是针对企业贷款基准利率居高不下的现状而作。希望贷款市场报价利率更具竞争性，在贷款市场引入更多竞争，从而能够有效降低企业获取贷款的成本。从这个角度来理解，主管部门的用心仍然是

引导企业资金成本的实质下降。从一个短期的角度来理解，如果这项政策真正奏效，那么就是剩余价值量的重新分配，从而影响社会总产品分配中金融资本的分配比例，从而对金融机构的盈利会形成冲击，对借款方的成本下降是有一定实质效应的。从一个系统演进的角度来讲，对于贷款市场垄断结构的打破，当然是有利于整个系统的进一步发展的。在其他方面，对于P2P领域的清理整顿则是自2017年三季度以来持续进行，金融秩序的重塑和微观主体行为的规模十分重要。2019中国金融学会学术年会暨中国金融论坛年会上，中国人民银行金融稳定局副局长杨柳表示，下一步，人民银行将会同相关部门在巩固前期攻坚战成果基础上，更加注重稳增长和在推动高质量发展中防风险，增强金融治理能力，守住不发生重大金融风险的底线。具体而言，人民银行将精准处置重点机构风险，持续开展互联网金融风险专项整治，严厉打击非法集资等非法金融活动。另外，人民银行将进一步明确和压实各方责任，形成防范化解风险的合力，要压实金融机构主体责任，完善金融机构管理，守住防范化解风险的第一道防线。压实地方政府属地风险处置和维稳责任，妥善处置辖区内高风险金融机构。压实金融管理部门的监管责任，稳妥化解局部性、结构性风险。

在其他领域，改革动作亦不可谓不大。“扫黑除恶”打击资本运动环节中凭借暴力获取高额利润的环节，尤其是对大量民间借贷关系中“套路贷”中的高利贷行为的



打击。在人口流动的限制解除方面、城乡土地流转、区域经济协调、行业准入层面的竞争中性要求等方面都有专门的政策规定，这些生产关系领域内的调整短时间的效用很难评估，长时期内的效果还有待体现。

海外经济体的积极调整也在进行之中。12月19日，美国国会众议院投票通过修订后的“美国-墨西哥-加拿大协定”（简称美墨加协定），为这份自由贸易协定的最终生效扫除了主要障碍。我们在去年美国与墨西哥关于北美自由贸易协定的谈判出现关键性的突破时有过点评，“如果我们的判断没有大的问题，后续在与加拿大、欧盟和中国的谈判中，美国的政策基调大致是不会出现突兀的变化的，可以预料的是，WTO多边框架协议将逐渐被废止，而一个以美国为单核的贸易框架正在逐渐成型，双边贸易协议将代替多边贸易协定”。

目前，中美第一阶段协议文本初步达成一致，而欧洲与美国之间的贸易谈判仍然在进行之中，我们拭目以待。另外，我们也注意到，美国政府在11月4日宣布将开始正式退出《巴黎气候协定》，成为至今唯一一个要退出这项协议的国家，美国不再遵从这个协定的要求，其经济发展将根据自身需要而发展，那么之前许多被限制的工业和制造业的发展也将摆脱束缚，从而得以与发展中经济体展开竞争。而欧洲的主要大国德国也在发生巨大的变化，当地时间11月30日，默克尔的执政盟友社民党举行党魁选举，“亲默克尔”政府的德国副总理兼财长意外落选，选出的两名新党魁诺贝特·瓦尔特-博尔扬斯和萨斯基娅·艾斯肯都对默克尔领导的执政联盟长期持批评态度。这两人均均为左派，都强烈批评该党与总理默克尔领导的保守党派之间的联盟，他们的当选可能将德国置于政治十字路口。艾斯肯和瓦尔特-博尔扬斯当天向德媒表达了他们希望与默克尔所在的联盟党重新谈判双方去年3月达成的联合执政协议的立场。其中瓦尔特-博尔扬斯阐述了二人对现有联合执政协议的不满之处：在应对气候变化方面缺乏行之有效、注重社会公平的措施，互联网和道路交通等基础设施存在严重欠缺。他认为，如果固守现存的零赤字政策，长远来看政府将无法完成其所面临的各项任务。

整体来看，全球主要经济体都在主动或被动地做出巨大的调整。如果我们去回顾一下期间中美贸易谈判状况对主要金融市场的影响，那么就不难看出，金融市场人

士对于中美贸易谈判的期待。就美国金融市场而言，年内两次比较大的下跌分别发生在5月份和8月份，这都对应着贸易谈判出现巨大波折的时点。我们对于全球经济的状况的判断仍然维持去年的看法，“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出一场危机”。

政策环境

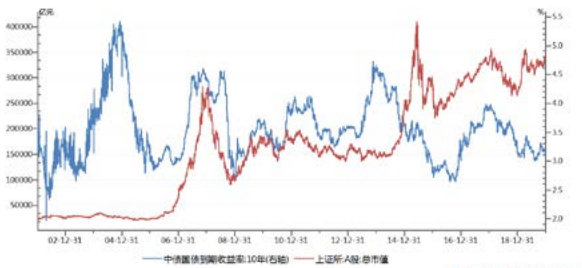
2019年12月上旬召开的中央政治局会议和中央经济工作会议对于明年的经济工作做出了安排。2020年的经济目标方面，政策仍然将聚集于“统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定，保持经济运行在合理区间，确保全面建成小康社会和“十三五”规划圆满收官”。在对过去一年的经济成就的归因方面强调，“必须科学稳健地把握宏观政策逆周期调节力度”，而在如何实现2020年经济工作方面指出，“实现明年预期目标，要坚持稳字当头，坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的政策框架，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性”。从这些表述来看，2020年的政策调控将更加艺术，市场参与者所面临的政策环境的博弈性也将更强。

主要海外经济体方面，就货

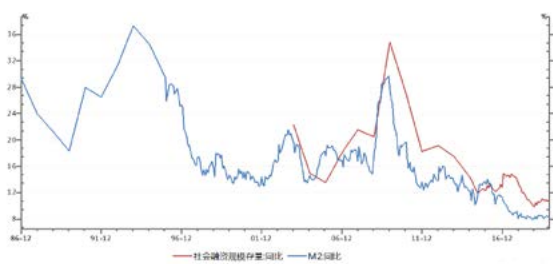
币政策方面而言，主要央行均在竭力维持增长和资产价格，尽管这么做的负面效应显而易见。美国方面，美联储12月议息会议全票通过维持联邦基金目标利率在1.50%-1.75%不变的决定。会议声明提到，美联储认为当前的货币政策立场，对支持经济活动持续扩张、强劲的就业市场和接近通胀目标是合适的。虽然删掉了“前景不确定性仍存”的表述，但表示仍将监测包括全球经济发展和通胀压力减弱在内的经济前景信息。与9月份会议声明中对经济的描述相比，12月会议变化并不大，认为近期就业市场数据依然强劲，经济活动增长保持温和，居民消费增长短期较强，而商业固定投资和出口疲软的状况仍在持续。在记者会上，美联储主席鲍威尔也表示通胀依然低于目标。如果通胀长期不达目标，会导致长期的通胀预期下降，进而实际通胀水平进一步降低，使得利率水平也更靠近有效下限。因此只有通胀持续回升才应该加息。点阵图显示，大多数委员认为明年仍将维持利率不变，仅4位委员认为应提高利率一次。美国2019年降息三次后，近期经济表现边际有所企稳，美债收益率曲线已结束了9月以前的严重倒挂状态、制造业PMI短期稳定，美联储希望暂停降息时，观察前期宽松对经济的效果，对明年仍将保持观望。欧洲方面，尽管10月份经济数据小幅回暖，但表现依然较弱，调和通胀率进一步走低至0.7%，与欧央行2%的目标差距进一步拉大。接替德拉吉出任欧洲央行第四任央行行长的拉加德之前表示，在全球经济不景气的环境下，

如果欧央行不采取包括引入负利率和资产购买等非常规货币政策，欧元区整体经济状况可能更糟，长期维持高度宽松的政策是合理的。日本方面，在10月份的议息会议上，日本央行宣布维持现行控制收益率曲线的政策框架，但日本央行同时宣布修改前瞻指引，表示如果达成通胀目标的经济动能进一步走弱，那么利率水平将保持在目前的水平甚至更低，这意味着日本央行未来有可能进一步降息。日本央行行长黑田东彦也表示，“此次修改前瞻指引是为了明确央行进一步宽松的政策倾向，预计到2020年春季都无法结束现行的大规模货币宽松政策。利率预计将保持低位，甚至可能更低”。最新的一次讲话显示，日本央行行长认为，日本央行的宽松政策对经济做出重大贡献，日本央行有多种放松政策的手段，可以将其结束起来或者部署增强版本。很明显，主要央行的政策基调依然相当宽松。

金融危机以来，货币政策的效果如何，已经相当清晰了。中国人民银行行长易纲在《求是》上发表的文章对宽松货币政策的负面后果有过比较清晰的阐述，“在缺乏增长点的情况下，央行给银行体系提供流动性，但商业银行资金贷不出去，容易流向资产市场。放松货币条件总体上有利于资产持有者，超宽松的货币政策可能加剧财富分化，固化结构扭曲，使危机调整的过程更长。另外，零利率和负利率政策会使利差收窄，挤压银行体系，弱化银行货币供给的动力”。



数据来源：Wind



数据来源：Wind

旧范式与新范式：生存还是死亡

如果将时间维度拉长来看，我们可以比较清晰地看到，中国股票市场与债券市场的表现更多地呈现此消彼长的关系，这一点在传统的增长-通胀框架和美林时钟中都有经典的描述，然而，当下的市场发展状况与2014年4月到2015年的发展状况存在一些相似之处，那就是，风险资产上涨的同时，无风险收益率出现一定程度的下行。

如果我们去观察国内主流资产配置分析框架，不难看出，美林时钟在逐渐失效之后，货币与信用松紧搭配的分析框架一度相当流行，其中货币宽紧以主要货币政策工具是否发生与之前方向迥异的变化为标准，而信用松紧则以实体经济能够获得的信用总量的变化为标准，其中2012年之前主要参考M2以及信贷增速，其后则参考社融增速。如果说在2019年之前这一分析框架还能用于解释市场主要波动，那么在此之后，其解释效果其实是在日渐转弱的，尤其是在政策对于经济领域更大幅度的介入引起信用

总量波动幅度降低之后。

如果一定要找到更加合理的解释方式来描述当下全球主要经济体的经济现象和金融现象，我们仍然觉得可以直接引用马克思对这一阶段资本主义资本运动规律的描述，“在一些阶段，内需不振，实体经济的疲软必将形成一种不从事生产而专谋利润的狂热投机。这种周期性的投机狂热的实质是资本竭尽全力逃避工业竞赛的必然结果。资本与资本的互动会形成投机市场所需的各项条件而疯狂，这个时候才是抵达经济危机形成的前夜”。

如果对于这一点仍然抱有怀疑态度，我们可以将视线拉到当下的美国大选以审视世界资本主义的主心美国的主要矛盾。当前如火如荼的美国大选中，有两位党内得票率分列二三位的总统候选人的竞选纲领相当激进，分别是位列第二位的总统候选人伯尼·桑德斯和位列第三位的伊丽莎白·沃伦。桑德斯和沃伦都主张出台财富税，沃伦提议对财产超过5000万美元的群体加税2%，对财产超过10亿美元的群体加税3%。桑德斯提出的财富税起征点低一些。他打算对财产超

过3200万美元的人群加税1%，随后税率逐步递进，对财产超100亿美元人群加税8%。桑德斯先前承诺，如果当选，他将把美国亿万富豪人数在15年内减半。按照部分经济学家的估算，如果民主党竞选人伯尼·桑德斯当选总统，美国最富有的400名富豪所面临平均有效税率可能高达97.5%。竞选纲领中对于征税部分的要求，本身就是社会当前矛盾的反映，毕竟总统候选人的政治倾向必须符合民意，就如同当年登台的川普一样。国内金融市场从业人员看到这些竞选纲领也许会觉得相当惊讶，何至于资本主义堡垒的美国，内部矛盾已经尖锐到今天的程度，需要通过如此激进的税收计划来调节，而那些熟知并跟踪过我们观点的人一点不会诧异于时局的演变发展，而那些稍具历史知识的投资者会发现，今天美国历史上的这一幕，放在更长的时间维度来审视，一点都不新鲜。在上世纪30年代大萧条期间，为了解决社会保险制度的联邦经费来源问题，时任总统富兰克林·罗斯福破天荒地实行了一种按收入和资产的多寡而征收的累进税，对5万美元纯收入



数据来源：Wind

和4万美元遗产征收31%，500万美元以上的遗产可征收75%。对比当下民主党的候选人的竞选纲领，还会有人认为当下更加激进吗？政治永远是经济的集中表现，政治矛盾的尖锐反映的恰恰是现实经济矛盾冲突的激烈程度。今天，世界范围内悬殊的贫富分化正是过去三十年全球资本主义生产方式的结果，尽管各主要经济体均在主动或被动地做出调整，但效果依然不彰。

资产配置思路

主要资产类别走势上，我们预计2020年大概率是2019年走势的缩小版，债券市场交易性机会仍存，股票市场中政策鼓励高质量发展方向的部分标的依然具投机价值，而商品市场采用“避其锋芒，击其惰归”的策略要更合适一些。具体来讲，就债券市场而言，2019年的市场波动之中，政策的作用痕

迹相当明显，而当下“提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性”的要求意味着，市场参与者面临的政策环境的博弈性将更强，2020年仍然存在一些政策阶段性扰动比较大的时期，就如同政策在今年市场波动中扮演的角色一样。在这个层面上，对于利率债市场的参与者而言，阶段性市场共识也就是在悲观情绪浓厚时要懂得退场，毕竟“六稳”仍然是主要的政策约束，而在政策刺激或者外围消息刺激带来的市场下跌则需要考虑积极介入，经济下行的长期趋势改变的可能性仍然较低。信用品方面，经济下行压力仍将持续，高质量发展的推进以及政策对于房地产市场和地方政府融资的持续规范和债券市场参与主体的自发调整，传统行业的主体将持续遭受负向冲击，头部化趋势将愈发明显。股票市场方面，投机环境仍将较为适宜，不允许出现系统性金融危机的最高要求和投机资

本游离出实体经济进而追逐投机利润，这都保证了股票市场的投机氛围仍然将较为浓厚，政策鼓励的高质量发展方向和阶段性部分品种性价比优势都是值得关注的方向。就当下而言，部分周期品如我们所预料的出现回升，无论是地产、有色还是券商板块，符合我们之前提及的周期品可以看高一线的判断。然而，就当下的经济局面而言，周期品仅具有交易性价值，毕竟我们所处的经济环境与2006年-2007年或者2009到2011年时的状况存在巨大的差异。在高质量发展方面，政策的支持、资金的涌入和全球产业链的调整都在部分行业上积极体现，股票市场相关标的的表现只是对这一现象的反映。当然，股票市场永远是零和游戏，资本集中至哪种程度后才会带来投机行情的结束，这需要经济下行压力进一步在许多头部上市公司的业绩中表现出现，同时也需要“新经济”领域的增长预期被大范围证伪，市场参与者可以着重观察这两个方向的发展变化。商品市场方面，由于长期的需求疲弱和悲观预期，工业品库存，无论是产成品还是原材料库存，一直处于去库存的状态。阶段性的政策刺激和乐观情绪升温会对商品价格形成脉冲性的影响，然而，世界范围内分工难以进一步展开的现实会制约商品价格的反弹。正是在这个基础上，我们推荐“避其锋芒，击其惰归”的策略。

免责声明：

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

一图看懂什么是 MOM

文 | 《固定收益》编辑部

2019 年 12 月，证监会发布并实施《证券期货经营机构管理人中管理人(MOM)产品指引(试行)》。期盼已久的资管产品——MOM，来了！



什么是 MOM



MOM 是 “Manager of Manager” 的缩写，即 “管理人中的管理人”

指证券期货经营机构（管理人）将所管理产品部分或全部资产委托给两个或两个以上符合条件的第三方资产管理机构（投资顾问），由后者就资产管理提供投资建议的资产管理产品。

简单说，MOM 就是管理人接受客户委托的资金后，分设不同的子账户，并从市场上寻找优秀的两个或两个以上投资顾问，分别对子账户进行独立的投顾管理。

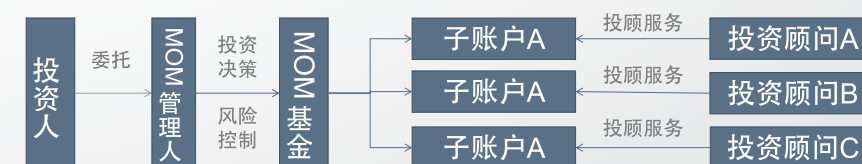
MOM 管理人 VS MOM 投资顾问

MOM 管理人

- 科学划分资产单元。
- 选聘、监督、考核、评估投资顾问。
- 作出投资决策，精选不同的投资策略，构建多元化投资组合，并交易执行。
- 对 MOM 产品进行整体风控。
- 作为 MOM 的管理人履行法定受托职责，其法定责任不因委托投资顾问而免除。

MOM 投资顾问

- 是 MOM 产品的基金服务机构。
- 接受委托提供投资建议，公平对待不同资产。
- 投资顾问各自独立管理子账户，降低投资者风险。
- 业绩不达标会被解聘、更换。
- 接受管理人委托后，不得将服务职责转授予其他机构；若违法违规也需承担相应法律责任。



MOM 的核心理念



三个核心理念并非独立存在，而是有序统一的集合体。在多元化资产配置的基础之上，针对每一种资产，合理划分并采用多元化的投资风格，然后筛选出多位投资顾问，使用多样化的投资策略。

MOM 的形式有两种——非公开募集 MOM 和公开募集 MOM

非公开募集 MOM ● 由中国证券投资基金业协会实施备案管理和监测监控。 ● 准备材料： 1、资产管理合同； 2、投资顾问协议； 3、合规审查意见。	公开募集 MOM ● 向证监会注册。 ● 准备材料： 1、公开募集证券投资基金注册申请文件； 2、拟聘请的投资顾问情况及投资顾问协议； 3、投资顾问选聘、考核、解聘等管理制度； 4、中国证监会规定的其他文件。
--	--

关于拟任投资经理、基金经理的资质要求

单独要求	拟任非公开募集 MOM 产品的投资经理 ● 具备 3 年以上金融行业从事证券期货投资、证券期货研究分析、证券投资基金研究评价或分析经验，其中至少 1 年为证券期货投资经验； ● 或者具备 3 年以上养老金或保险资金资产配置经验；	拟任公开募集 MOM 产品的基金经理 ● 具备 5 年以上金融行业从事证券期货投资、证券期货研究分析、证券投资基金研究评价或分析经验，其中至少 2 年为证券期货投资经验； ● 或者具备 5 年以上养老金或保险资金资产配置经验。
共同要求	● 历史投资业绩稳定、良好，无重大管理失当行为； ● 最近 3 年没有重大违法违规记录； ● 中国证监会根据审慎监管原则规定的其他要求。	



哪些机构可以参与 MOM

证券期货经营机构

- ✓ 证券公司
- ✓ 公募基金管理人
- ✓ 期货公司
- ✓ 前述机构依法设立的从事私募资产管理业务的子公司



管理人

投资顾问

第三方资管公司

- ✓ 拟任公募 MOM 产品的投资顾问应当为公募基金管理人。
- ✓ 拟任非公募 MOM 产品的投资顾问应当符合《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》、《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》等法规关于资产管理产品投资顾问的相关要求。

PS：托管人与投资顾问不得为同一机构，不得相互出资或者持有股份。

管理人、投资顾问、托管人及从业人员的“十大”禁止行为

- 利用基金从事内幕交易、操纵市场或者其他不当、违法的证券期货业务行为；
- 泄露因职务便利获取的未公开信息，利用该信息从事或者明示、暗示他人从事相关交易活动；
- 为违法或者规避监管的证券期货业务活动提供交易便利；
- 从事非公平交易、利益输送等损害投资者合法权益的行为；
- 利用基金进行商业贿赂；
- 侵占、挪用基金财产；
- 利用基金或者职务便利为投资者以外的第三方谋取不正当利益；
- 直接或者间接向投资者返还管理费；
- 以获取佣金或者其他不当利益为目的，使用基金财产进行不必要的交易；
- 法律、行政法规和中国证监会规定禁止的其他行为。



都是多管理人基金，MOM 与 FOF 有啥区别？

母子基金关系不同

MOM (Manager of Managers)
●是多个账户的管理集合体。
●投的是“人”，组合了一揽子优质基金经理 / 投资经理。
●可比喻为“管理人猎头”，通过优选的投资顾问，对所管理的资金进行分块管理，从而实现资产配置。

FOF (Fund of Funds)
●是一个账户下的产品组合。
●投的是“产品”，组合了一揽子优质基金产品。
●又称“基金买手”，管理人通过其专业能力选基、择时配置，实现资产配置。

母子基金关系不同

MOM
●管理人选聘投资顾问，并将资金分配给后者进行独立管理；前者可以根据基金运作效果解聘、更换后者。因此某种意义上，两者之间存在从属关系，前者对后者具有更强的影响力。

FOF
●母基金投资于子基金，两者之间相互平等独立。

管理费结构不同

MOM
●通过子账户运作，管理费结构清晰；
●MOM 收取的管理费由管理人和投资顾问共享，具体比例双方自主约定；
●管理人向投资顾问支付的投顾费用应当与后者所提供的服务相匹配。

FOF
●投资外部基金时，容易出现双重收费，即标的基金收一次、FOF 再收一次。

投资标的不同

MOM
●通过优选的投资顾问，可投资范围不受现存基金规模、种类的限制，可跨大类资产投资。
●子资产单元容易实现定制化；
●节约嵌套层级。资管新规要求，禁止资管产品多层嵌套，允许资管产品再投资一层资管产品，但所投资的产品不得再投资公募基金以外的产品。MOM 是管理人将资金委托给多个投资顾问管理，相较基金组合投资的方式，MOM 可以更有效节约嵌套层级。

FOF
●投资于现存基金产品，并不能直接投资股票、债券等其他标的；
●一般体量的 FOF 难以承受所有子基金全部定制的规模要求。

风控不同

MOM
●管理人负责制定投资决策并把控风险，投资顾问起辅助作用。

FOF
●比较依赖子管理人自身的风控。

流动性不同

MOM
●可以灵活动态地调整资金和策略，具有调仓灵活的特点，提高投资管理效率。

FOF
●所投基金产品有确定的申购和赎回日，调仓节奏较慢。



MOM 的难点

- 管理人需要具有非常高的组合构建能力，对资产配置具有深刻的研究，熟悉各个大类资产。
- 如何考察基金经理 / 投资经理真实的投资风格和投资能力是一大难题。一旦评估有误，将导致产品风格产生偏差，甚至影响 MOM 整体的运作。
- 投资顾问的评估和筛选成本较高。MOM 管理人必须对投资顾问进行不间断的评估，才能保持业绩的持续稳定，这将会占用相当大的人力成本；在 MOM 产品运作过程之中，淘汰、更新投资顾问、转移子账户也会增加运营成本；
- 对交易的软硬件要求均高于传统基金。

银行理财子公司成立对于公募行业发展的思考

文 | 《固定收益》编辑部

在《商业银行理财子公司管理办法》颁布实施一周年之际，2019 年 12 月理财子公司相关新政接连落地，涉及资本管理办法、证券账户开立、MOM（管理人中管理人）等。未来可能还有流动性管理及银行内部理财部门的转型指引等政策陆续落地。这对刚刚起步的银行理财子公司而言，无异于如虎添翼。在此背景下，公募行业应如何应对？

系列新政助推理财子公司发展

2019年12月上旬，银保监会、证监会、中国结算先后发布《商业银行理财子公司净资本管理办法（试行）》（以下简称《办法》）、《证券期货经营机构管理人中管理人（MOM）产品指引（试行）》（以下简称《MOM指引》和《特殊机构及产品证券账户业务指南》（以下简称《指南》）。

银保监会发布《办法》明确净资本、风险资本的计算方式，设立净资本监管指标等，并于2020年3月1日起正式实施。要求理财子公司净资本不得低于5亿元人民币，且不得低于净资产的40%，不得低于风险资本。据中泰证券的测算，行业大部分净资本满足监管要求无



压力。值得注意的是，《办法》将理财资金投资标准化资产（含现金类、债券、标准化衍生品、公募产品、股票等）所对应风险资本的风险系数设置为“零”。这体现了监

管层对理财资金投资向标准化资产倾斜的意图，有利于为直接融资助力；同时，股票等权益投资风险系数为零，也有助于培育理财子公司权益资产投资能力，发展壮大机构投资者队伍，引导理财资金以合法的形式投资股票市场。

随后，证监会发布并实施《MOM指引》，这有望在较大程度上缓解银行理财子公司在权益类投资方面的相对劣势。《MOM》指引明确MOM只有一层产品结构，而资管新规允许资管产品再投资一层资管产品，意味着银行可委托证券经营机构做MOM，从而获得较大的业务操作空间。也就是说，若银行理财子公司短期内无法显著提升权益类投资能力，则可以借助投资顾问的能力，弥补自身投研方面的短板，以进行全产品线布局。

表1：银行理财子公司筹建进展

分类	公告时间	银行	拟定名称	出资额（亿元）	相关公募基金公司	进度
国有银行	20181116	建设银行	建信理财	150	建信基金	已经开业
	20181126	工商银行	工银理财	160	工银瑞信	已经开业
	20180531	交通银行	交银理财	80	交银施罗德	已经开业
	20181115	中国银行	中银理财	100	中银基金	已经开业
	20181126	农业银行	农银理财	120	农银汇理	已经开业
	20181207	邮储银行	中邮理财	80	中邮基金	已经开业
股份制银行	20180602	光大银行	光大理财	50	光大保德信	已经开业
	20180324	招商银行	招银理财	50	招商基金	已经开业
	20180828	兴业银行	兴银理财	50	兴业基金	已经开业
	20181214	中信银行	信银理财	50	中信保诚	获批筹建
城商行	20180525	宁波银行	宁银理财	10	永赢基金	已经开业
	20180830	杭州银行	杭银理财	10		已经开业
	201602	江苏银行	苏银理财	20		获批筹建
	20180607	南京银行	南银理财	20	鑫元基金	获批筹建
	20181016	徽商银行	徽银理财	20		获批筹建
中外合资理财子公司	20191220	中国银行		东方汇理资管出资55%、中银理财出资45%		获批筹建

资料来源：银行公告、银保监会

几乎同时，中国结算再次修订《特殊机构及产品证券账户业务指南》，将银行理财子公司纳入特殊市场参与主体之一，并明确银行理财子公司可参考商业银行开立证券账户，以及开立相关理财产品证券账户。这为银行理财入市打通了最后一环。

据银保监会的数据，截至2019年11月末，我国银行业总资产规模为27.9万亿元；其中商业银行总规模为22.9万亿元。至2020年1月中旬，已有33家商业银行公告成立理财子公司，其中11家开业，另有6家获批筹建；同时我国首家中外合

资理财子公司也在紧锣密鼓筹建中（表1）。

中国理财网的统计显示，截至2020年1月中旬，发行机构为“理财子公司”的公募理财产品共290款，涉及工银理财、建信理财、交银理财、招银理财、农银理财、中银理财等6家理财子公司。其中，按运作模式分类，封闭式净值型产品为大头，有180款；开放式净值型则为106款；其余为封闭式非净值型产品。按风险等级分类，则2级、3级合计达到283款；1级最低风险级为6款；4级中高风险级仅有1款，5级及以上没有。按投

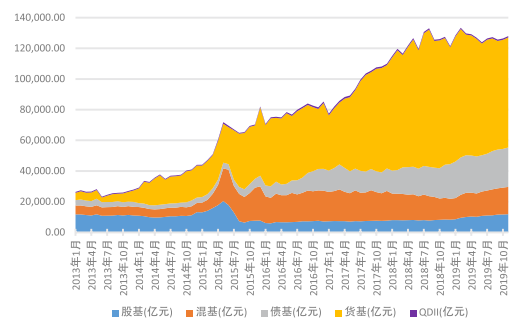
资性质分，固定收益类为228款，混合类有61款，权益类为1款。可见理财子公司初期产品体系仍以聚焦固收类、现金管理类等传统优势产品为主，同时配置了部分混合类产品，而权益类等风险等级偏高的产品则还有较远的路要走。

对公募基金行业的挑战与机会

其一，从产品线角度来看，公募基金的固收产品线将面临来自银行理财子公司的正面PK。

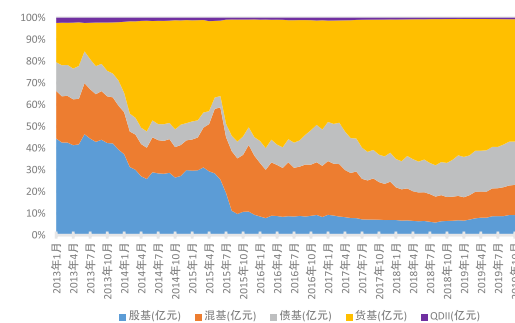
对比公募基金当前整体产品

图1：我国公募基金整体产品结构（堆积结构）



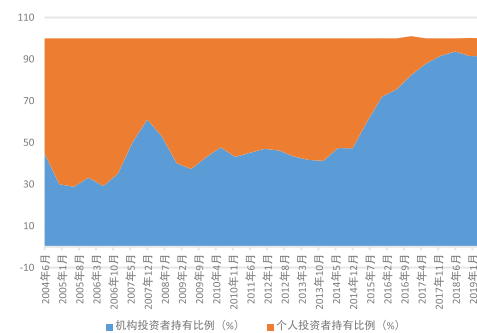
数据来源：基金业协会

图2：我国公募基金整体产品结构（百分比堆积结构）



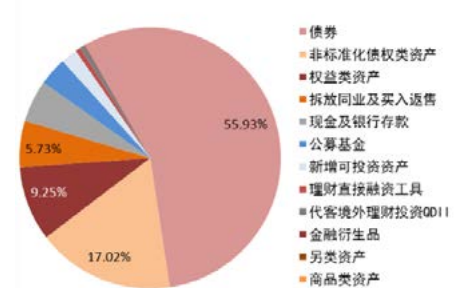
数据来源：基金业协会

图3：债基的持有人比例



数据来源：大智慧

图4：2019年6月银行非保本理财产品的资产配置结构



数据来源：《中国银行理财市场报告（2019年上半年）》

结构来看，自2014年以来，以货基和债基为主的固收类产品资产规模在整体中的占比始终高于50%，至2019年11月这两类产品资产规模的占比在七成以上，这意味着市场对固收类产品始终存在旺盛的需求（图1&图2）。也就是说，银行理财子公司以固收类产品为主打的市场切入和产品线布局模式，既契合银行理财既有的传统优势，也拥有坚实的市场基础。然而，这同时意味着银行理财子公司的崛起，将给公募基金固收产品线带来巨大的竞争压力。

一方面，从图1可见，近年来公募基金整体规模的增长主要倚重货基、债基等固收类产品的增长。以中长期债基为例，其规模增长主要得益于机构投资者持有比例的大幅攀升（图3），而造成这个现象的部分原因来自前几年银行较大规模的委外投资。

另一方面，公募基金中的货币基金主要投向定存、票据、金融

债、短融、资产支持证券等资产，银行理财子公司的产品与之存在较高的替代性。中国理财网的数据显示，截至2019年6月末，银行理财产品的资产配置中存款、债券及货币市场工具的余额占非保本理财产品投资余额的67%（图4）。

广发证券分析师倪赓认为，银行理财子公司固收投研和风险管理资源优势及外部制度红利将对公募基金固收产品线产生竞争性冲击。

其二，从监管层面来看，在统一监管的前提下，公募基金遵从证监会、基金法、资管新规等监管要求，面临着比理财子公司更严格的监管。如从净资本管理角度说，基金子公司的净资本计算实质扣减项较银行理财子公司多一些，需扣除投资性房地产等资产；风险资本计算方面，基金子公司的自有资金投资风险系数也偏高，如投资政策性金融债风险系数为2%，而理财子公司该项风险系数为0。非标资

产方面差距倒是不大。

其三，从销售渠道角度看，银行理财子公司可能挤占公募基金销售渠道。早年银行是公募基金的重要销售渠道，一度占半壁江山，后来随着第三方平台和基金直销的逐渐兴起，基金公司减少了对银行代销渠道的依赖，但占比仍接近10%。根据《商业银行理财子公司管理办法》，理财子公司产品销售渠道可放宽至银保监会认可的其他机构。由此在银行销售渠道扩容有限的情况下，代销基金还是代销理财子公司的产品，就成了现实的问题，尤其那些比较依赖银行代销渠道的基金公司，将不得不面对银行代销渠道被挤占的风险。

其四，相较原先的银行理财而言，银行理财子公司的门槛大大降低，其相当一部分产品的起投点已降至1元，与基金公司几无差距。原先中低收入客户群主要是基金公司的覆盖领域，未来这片战场将增加银行理财子公司这一强有力

的竞争者。

受2020年初新冠肺炎疫情的影响，银保监会允许适当延长资管业务整改过渡期，这意味着理财子公司获得更充分的调整时间，以更从容地介入市场。尽管挑战当前，但不意味着公募基金行业毫无招架之力。倪赓认为，相较银行理财而言，我国公募基金行业在投资管理、客户群体、人才团队、产品设计等方面均存在一定先发优势。如具有完备的投研体系，主动管理能力强；客户群体风险偏好较高，没有刚兑等历史包袱；业绩排名透明；人才体系市场化竞争充分；公募产品流动性强，具有分红免税等优势。

如今在系列新规的推动下，进一步打开了银行理财子公司与公募基金的合作空间。新规通过风险资本系数等系列安排，鼓励银行理财子公司投资标准化资产、参与权益投资。从最早获准开业的大型国有银行理财子公司的产品体

系来看，它们正积极向全面产品线推进，有的在尝试推出固收类增强、资本市场混合、特殊私募股权、另类及衍生品、养老等创新类理财产品，涉及固收、权益、跨境、量化等投资领域。可见银行理财子公司也不愿意固步自封，而在努力寻求提升主动管理能力，搭建全方位财富管理的大平台。

从可行性角度来说，银行理财子公司短期内提升主动管理能力、参与权益市场的路径，一个是指数化投资，一个是FOF或MOM——这恰是公募基金的优势所在。2019年，公募基金以ETF为代表的指数产品规模剧增。值得注意的是，《MOM指引》规定公募基金MOM的投顾只能是公募基金管理人，这一明确的资质要求令公募基金成为银行理财子公司发行公募MOM的最优选。未来公募基金有望以投顾或委托投资的形式，与银行理财子公司加强深度合作。

此外，理财子公司可以发行

私募分级理财产品，这意味着其可以采取更灵活的交易结构设计，满足具有不同风险偏好投资者的需求。但分级产品对投资管理能力的要求较高，这也有望成为公募基金与理财子公司实施投研合作的切入口。预计未来一段时间内，理财子公司产品投资仍将以“固收+”为核心，权益类投资方面更多会从指数配置、FOF、MOM等模式逐渐扩大。

总的来说，与海外成熟的资管行业相比，国内资管行业还有很大发展空间，产品供给也远远不足，银行理财子公司作为一个新生事物，恰如风乍起，搅活一江春水，与各类资管机构携手，提升整个资管行业的供给能力，推动中国巨大的储蓄资源、长线资金进入市场——这既是银行理财子公司的机遇，也是公募基金行业的机遇，是整个资管行业的机遇。🌸

通胀叠加疫情， 2020 年债市 将向何处去

文 | 《固定收益》编辑部

没有人预料到，2020 年开局便有一只“黑天鹅”以如此迅猛的方式扑面而来。

1 月 20 日起，新型冠状病毒感染肺炎在全国迅速蔓延，打乱全国企业的正常经营节奏，给资本市场带来巨大的变数；同时根据历史经验，波及面较广的疫情可能在一段时间内导致 CPI 上行，令通胀局势更趋复杂和严峻。此前在“二师兄”的强力推动下，2019 年 11 月、12 月 CPI 超预期地达到 4.5%，全年则达 2.9%，为 2012 年以来的新高。

通胀是债券投资的大敌，将严重影响债券未来现金收入的购买力。叠加中国乃至全球经济下行压力不减、贸易摩擦不确定性仍存、肺炎疫情的助推等因素，本轮通胀将如何传导并影响未来的债市行情？本文拟通过复盘过去十多年来我国通胀与债市的关系，以对 2020 年债市行情进行预判。



复盘历年通胀周期中的 债市

回溯数据可见，2002 年以来我国约经历了 4 轮较完整的通胀周期，即 2003 年~2004 年，2006 年~2008 年，2009 年~2011 年以及 2015 年~2016 年，而 2019 年以来这一轮是第 5 轮。从前几轮通胀周期来看，其成因各不相同（表 1）。

通常来说，CPI 通过影响资金利率进而影响短端国债利率；而长端国债利率则更贴合剔除食品和能源之后核心 CPI 的表现。有趣的是，在 2012 年之前，无论长端还是短端国债来看，国债收益率与 CPI 走势基本一致，这主要源于当时总需求带来的量价同向变动；但 2012 年之后，两者关联度明显减弱（图 1&图 2），而核心 CPI、PPI 仍保持着与国债收益率的高度相关性（图 3&图 4&图 5）。主要是 2012 年之后金融监管力度大增，债市节奏更多受到央行货币政策的影响，从而与核心 CPI、PPI 等能更直接反映政策面作用的指标保持同向变动。

① 2003 年~2004 年的通胀周期

这一年物价上涨前所未有地牵动着债券市场的神经，反映在债券价格上，表现为投资者对加息预期的变化。本轮通胀的前半段伴随着 2003 年波及全球的 SARS 流行病事件，但对通胀起到更大作用的主要是经济过热。央行为了控制局部过热的经济，上调了存款准备金率，并执行了九年来首次加息举措。于是，在宏观调控、通胀高企、货币紧缩和资本市场持续低迷的夹击下，中国债券市场作别了此

前长达八年的牛市，演绎出一场残酷的下跌行情。期间上证国债指数最高点为 102.07 点，最低点则至 91.10 点，最大跌幅达 10.75%。尤其 2004 年，债券投资者损失惨重，债券基金的平均收益率为 -1.48%，个别产品甚至暴跌 8% 以上。本轮通胀周期中，宏观调控主导了市场走势。

② 2006 年~2008 年的通胀周期

经济过热、通货膨胀、货币收紧、金融危机纷至沓来，国债收益率快速攀升，随后高位盘整：2007 年 1Y 国债和 10Y 国债收益率分别上涨 85% 和 48%；2008 年国债收益率长期盘亘于高位。期间为了解决贸易顺差过大、信贷投放过多、投资增长过快等问题，防止经济过热，监管层密集落地宏观调控政策——央行实施了 5 次加息、10 次升准，还发行特别国债和定向央票、吸收特种存款等。最终这轮通胀及债券熊市以货币政策全面转松、央行连续 5 次降息和 3 次降准宣告收尾。

③ 2009 年~2011 年的通胀周期

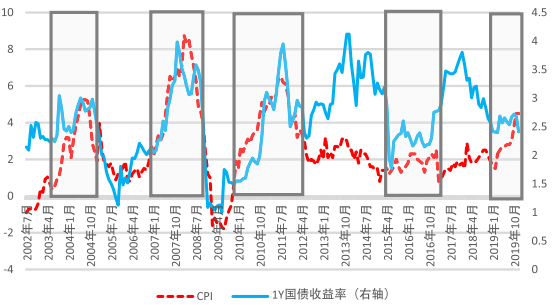
“经济放缓”是重要的关键词，期间货币政策由紧转松，债市先熊后牛。2009 年为了抵御全球金融危机，我国推出四万亿刺激政策，城投平台模式大干快上，撬动了庞大的投资规模。但宽货币、宽信用在推动经济走出低谷的同时，也诱发了高通胀等严重后果。总体来说，这一阶段债市波动主要源于实体加杠杆遭遇货币和信贷快速收缩，从而推动回购利率、债券、信贷利率的全面上行；随后紧缩政策

表1: 历年通胀

	主要原因	CPI 最高值	货币政策
2003 年~2004 年 结构性通胀	1. 中国加入 WTO、房地产市场化，叠加全球经济复苏，投资、基建需求和消费需求大增，食品、原油、原材料价格大涨； 2. 粮食连年减产推高农产品价格； 3. 宏观经济局部过热。 4.SARS 疫情短期助推通胀上行。	5.27% (2004 年 7 月)	稳健略紧缩
2006 年~2008 年 全面性通胀	1. “蓝耳病”推高猪肉价格； 2. 国际原油价格飙升； 3. 房改、要素市场改革、股改等因素推高资产价格； 4. 经济过热。	8.74% (2008 年 2 月)	稳中适度从紧
2009 年~2011 年 全面性通胀	1. “口蹄疫”导致猪肉价格飙升； 2. 国际油价暴涨推高 PPI； 3. 四万亿财政扩张。	6.5% (2011 年 7 月)	适度宽松
2015 年~2016 年 结构性通胀	1. 在禁养、限养政策调节下引起猪肉价格修复性上涨； 2. 先是产能过剩，主要工业品价格下行，而后受供给侧改革推动，PPI、工业品价格回升； 3. 经济增速放缓。	2.3% (2016 年 4 月)	稳健略宽松
2019 年以来 结构性通胀	1. “非洲猪瘟”导致猪肉价格暴涨； 2. 国际贸易摩擦等因素压制 PPI； 3. 经济下行，需求疲软。	4.5% (2019 年 11、12 月)	稳健

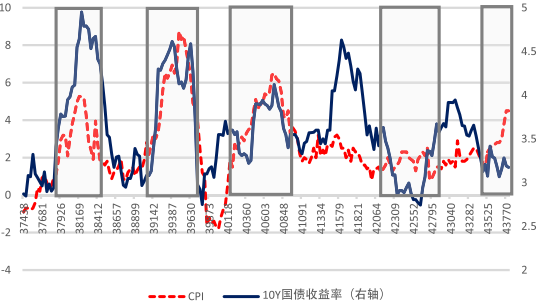
资料来源：大智慧、央行、公开新闻

图1: CPI与1Y国债收益率



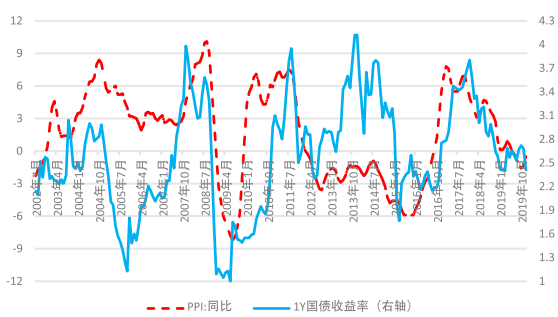
数据来源：大智慧

图2: CPI与10Y国债收益率



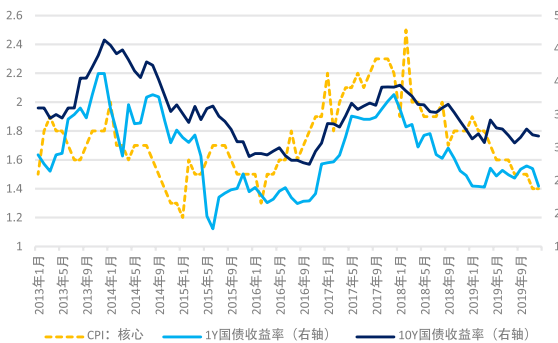
数据来源：大智慧

图3: PPI与1Y国债收益率



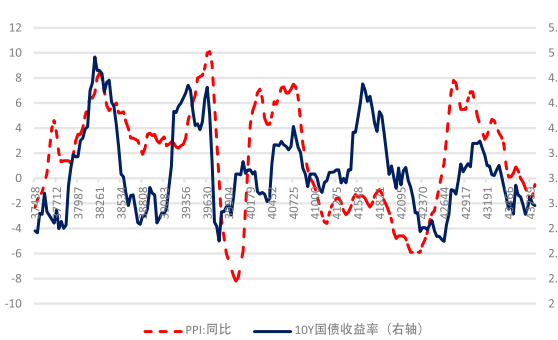
数据来源：大智慧

图5: 核心CPI与1Y国债收益率、10Y国债收益率



数据来源：大智慧

图4: PPI与10Y国债收益率



数据来源：大智慧

传导至实体经济，经济增速和通胀下行，叠加严格的房地产调控、货币政策转松等因素，债市收益率出现修复性下行。

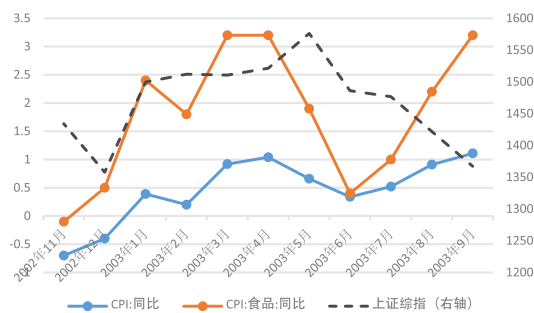
④ 2015年~2016年为结构性通胀

这一阶段，在供给侧改革进程中，通胀出现分化——食品类CPI走高的同时PPI下行（在2016年Q4之前，PPI连续35个月为负值），这导致通胀的驱动因素从需求侧向供给侧转移，市场对通胀的预期出现较大波动。期间资本市场的一个标志性事件是股市发生巨幅波动，随后资金撤离股市并通过理财转向债市，刺激债券收益率下行，叠加宽资金、弱基本面、债市对外开放等因素，由此债市获得一轮可观的“配置牛”。

不难看出，此前4轮通胀周期中，前3轮均有经济基本面走强、需求扩张、CPI与PPI同向变化等相似之处，而第4轮则发生了微妙的改变，即经济开始下行，总需求疲软，通胀分化。相对应的是，前3轮通胀周期尾声时，我国债券市场分别于2004年、2008年、2011年经历了熊转牛的拐点，收益率走势明显反转；而第4轮本身便处于“债牛”之中——事实上，2014-2016年是我国债券市场上罕见的大牛市，虽然期间有过小调整，但10Y国债收益率大幅下行，从2014年年初的4.66%直落200BP至2016年Q3的2.60%。

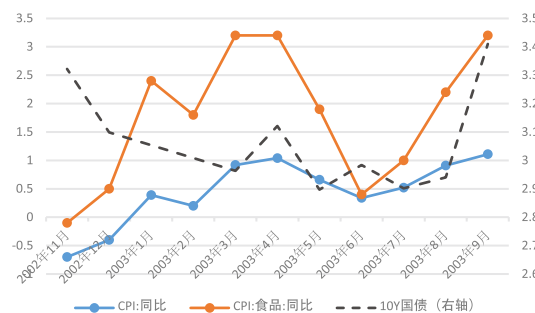


图6：2003年SARS事件 VS 上证综指



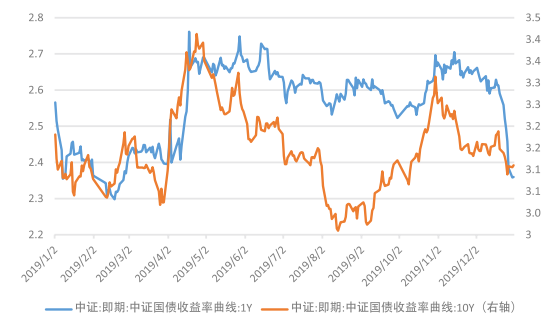
数据来源：大智慧

图7：2003年SARS事件 VS 10Y国债



数据来源：大智慧、英为财经

图8：2019年国债收益率



数据来源：大智慧

图9：2015-2016年国债收益率



数据来源：大智慧

本轮通胀的特征及对债市走向的影响

历史不会重演，但总押着相同的韵脚。在本轮通胀周期中，宏观经济下行压力不减，经济增速弱化，总需求仍有待提升，通胀继续分化……这与2015年~2016年通胀周期的特征有相似之处，而与其他3轮差距较大。不过新型冠状病毒感染肺炎疫情，给本轮通胀增加了与第4轮通胀周期不同的影响因素。

其一，新型冠状病毒感染肺炎疫情的影响。

受本次疫情影响，在中国春节假日期间（2020年1月24日-1月31日），全球金融市场出现较大波动：A50期指跌幅超过7%，恒生指数跌5.7%，美股道指和标普500指数跌幅均超过3%；同期美债收益率大幅下行13%，黄金涨幅2%。

可以借鉴2003-2004年SARS疫情过程中资本市场的反应，来预判本次疫情对后市的影响。就SARS事件而言，当时SARS大致于2002年底在广东发生，随后扩散至东南亚乃至全球，直到2003年中才逐渐结束。在2003年4-5月SARS疫情加重、新增病例高峰期，上证综指从1469点掉头而下，一路下行至当年11月的1307点，跌幅11%；同期，国债利率下行，10年期国债收益率从4月2.9%的水平下降至5月底的2.7%左右（图6&图7）。

上海医疗救治专家组组长、复旦大学附属华山医院感染科主任张文宏分析疫情结局有三，最乐观的是两周内新病例数下降，两个月控制武汉疫情；最悲观的是进入2009年墨西哥流感模式，病毒席卷全球；两者之间的是“胶着状态”，即中国每个医院都成为传染病医院，将疾病纳入日常管理，直

至社会建立一定的免疫力，疫情自然消退。

这意味着疫情处置将呈现为一个持续的过程，最乐观的情况是疫情在今年一季度内完全得到控制，随后企业恢复正常生产，经济发展、生活消费重回正轨。但若疫情发生反复，以及各地疫情处置节奏很难完全同步等因素，很可能导致上半年经济受到较大的影响。总的来说，可以预见的是，疫情的发生抑制了市场的风险偏好，从而加大资本市场的波动性，而避险情绪的攀升以及疫情扩散对实体经济的打击，有望在短期内助推债市回暖。

其二，物价。

本轮通胀与第4轮通胀相似的地方是，均非需求扩张而带来的通胀，而是供给不足而表现出来的价格抬升；同时，都存在通胀分化现象，而本轮通胀分化更加明显——

相较屡创新高的CPI而言，核心CPI和PPI仍处于低位。

而本轮通胀与第4轮通胀不同的是，当下我国正处于新型冠状病毒感染肺炎的疫情中，这在短期内增加了通胀压力。回溯2003年SARS事件的情况可知，期间疫情导致部分地区道路物流中断，企业生产和供给不足，叠加居民恐慌性采购，短期内物价上扬。数据显示，2003年3-4月，CPI食品分项价格同比从2月的1.8%增长至4.2%，带动CPI从0.2%上升至1.0%。之后随着疫情趋向好转，企业逐渐恢复正常经营，恐慌性需求下降，CPI回落。

从猪肉供应角度说，随着生猪生产出现积极变化，中央和地方储备猪肉陆续投放，叠加进口量增长，猪肉供给紧张状况进一步缓解，2019年12月价格环比转涨为降，下降5.6%。考虑到生猪生产周

期的刚性，预计猪肉供给不足的局面最快在2020年Q3得到有效缓解，此前CPI仍将保持相对高位。

从疫情影响角度说，目前全国33个省市自治区均启动重大突发公共卫生一级响应。为控制疫情扩散，重点城市的高铁、航班、省际长途汽车停发，多地宣布延长春节假期，企业推迟复工。这一方面对持续高位的CPI产生新的上行压力，另一方面导致工业品供需下行，加重PPI通缩的负担，企业盈利压力增大。

总的来说，在疫情的影响下，2020年物价态势比较严峻，CPI上半年大概率保持较高的水平，而原本有所改善的PPI则可能放缓走出负区间的节奏。

其三，宏观政策方面。

随着新型冠状病毒感染肺炎事态严重性逐渐得到认识，监管层纷纷出台疫情相关政策。从1月20

日至2月3日，一行两会、外汇局、财政部、税务总局等相关部门陆续释放了超过20条相关金融政策信息，如延期开市、放宽业务许可期限、放宽相关监管标准、对实体经济加大扶持力度、延迟资管整改过渡期、在跨境外汇业务上给予便利等，以托底资本市场，缓解疫情带来的经济下行压力，并保障疫情防控所需的资金支持（表1）。

2月3日央行开展1.2万亿元逆回购操作投放资金，同时下调逆回购操作利率10BP，银行体系整体流动性同比多9000亿元。央行、财政部、银保监会、证监会和外汇局联合发布通知，强调维护疫情防控特殊时期银行体系流动性合理充裕和货币市场平稳运行。此前在进入2020年的第一天，央行便送出8000多亿元的降准“大礼包”，宣布从6日起全面降准0.5个百分点。

由此来看，接下来一段时间内

央行的货币政策将维持稳健偏宽松的状态。在此基础上2月份LPR有望在持平两个月后再次下调。事实上部分商业银行的贷款利率已开始下行。中国银行业协会党委书记、专职副会长潘光伟2月2日接受媒体采访时明确表示，已有多商业银行对湖北省内小微企业、个体工商户、民营企业经营性贷款利率下调0.5个百分点，降低小微企业融资成本。可以预见，节后央行将通过公开市场操作、SLF、MLF、再贷款、再贴现等途径，投放充足的流动性。

十八大提出，2020年全面建

成小康社会，实现国内生产总值和城乡居民人均收入比2010年翻一番。这也意味着2020年的货币政策和财政政策将主要围绕该目标来推进。2019年12月6日的中央政治局会议对宏观政策调控提出新要求，即“前瞻性、针对性、有效性”，明确要“运用好逆周期调节工具”。

由此，面对国内外风险挑战明显上升的2020年，宏观政策将以“宽货币、紧信用、松财政”的政策组合拳继续朝着“稳增长”的目标前行。货币政策有望在维持稳健的基调上加强逆周期调节，继续采

用结构性工具来缓解流动性风险，逐渐宽松；财政政策将更为积极，如减税降费，为企业盈利和居民消费提供助力；扩大有效投资，提高政策效率等。

其四，债券市场。

2019年虽然境外资金不断增配境内债券，三大国际债券指数中有两家已将中国债券纳入其中，但全年债市收益率有上有下，多空整体维持相对均衡的水平，呈震荡走势。截至2019年12月末，10Y国债收益率、1Y国债收益率几乎与年初持平（图8）。

这与第4轮通胀中的债市走势差异较大，那一轮通胀几乎全程伴随着“债牛”，直到2016年Q4，债券收益率才在债市降杠杆、美联储加息等因素影响下骤然拉升（图9）。此前，央行连续降准降息，维持流动性稳定略宽松的状态。

可以说，2016年在食品CPI走高、PPI逐渐由负转正的情况下，我国依然坚持货币政策稳健，那么到2019年、2020年我国面临更大的经济下行压力之际，货币政策更没有理由转向紧缩。由此可见，本轮通胀行情对债市的压制有限。

展望2020年，宏观上中国乃至全球经济下行压力不减，叠加疫情对企业经营的冲击，以及国际贸易摩擦的影响，需求仍有待提升；国内方面，CPI有望从高点逐渐回落、PPI缓步向好；中美磋商阶段性落地；货币政策有望有序松动。综合来看，债券收益率上下行均存在一定阻力，短期面临震荡调整，但债市配置需求较强，其中长期趋势不变。🌸

表2：疫情相关政策

发布时间	发布主体	相关政策
20200120	国务院	国务院应对新型冠状病毒感染的肺炎疫情联防联控工作机制会议连续召开。
20200125	财政部、卫健委	《关于新型冠状病毒感染肺炎疫情防控经费有关保障政策的通知》（财社【2020】2号）
20200125	国务院	中共中央成立中央应对新型冠状病毒感染肺炎疫情工作领导小组。
20200126	财政部	《关于疫情防控采购便利化的通知》（财办库【2020】23号）
20200126	银保监会	《关于加强银行业保险业金融服务 配合做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的通知》（银保监办发【2020】10号）
20200127	财政部、医保局、卫健委	《关于做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情医疗保障工作的补充通知》
20200127	证监会	《关于做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的通知》（证监办发【2020】9号）
20200127	外汇局	《关于建立外汇政策绿色通道 支持新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的通知》（汇综发【2020】2号）
20200128	央行、外汇局	《关于延长银行间市场休市时间安排的通知》
20200128	财政部	应对新型冠状病毒感染肺炎疫情工作领导小组第四次会议
20200129	银保监会党委办	《关于动员系统各级党组织和党员干部积极投身新型冠状病毒感染肺炎疫情防控阻击战的 通知》（银保监党办发【2020】3号）
20200130	财政部	要求各级财政部门积极有效发挥职能作用，为打赢疫情防控阻击战提供坚强有力的保障。
20200131	财政部	要求各级财政部门立足财政职责，加强统筹谋划，采取更加有力的举措，全力支持疫情防控工作，坚决打赢疫情防控阻击战。
20200131	央行、财政部、银保监会、证监会、外汇局	《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》（银发【2020】29号）
20200201	财政部、海关总署、税务总局	《关于防控新型冠状病毒感染肺炎疫情进口物资免税政策的公告》
20200201	国务院关税税则委员会	《关于防控新型冠状病毒感染的肺炎疫情进口物资不实施对美加征关税措施的通知》
20200201	证监会	证监会副主席李超就五部委联合发布《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》答记者问。
20200201	央行、外汇局	央行副行长潘功胜就《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》接收媒体采访。
20200201	银保监会	银保监会副主席曹宇就金融支持疫情防控和金融市场稳定答记者问。
20200201	央行、银保监会、证监会、外汇局	《关于做好春节假期后金融服务工作的通张》（银发【2020】30号）
20200201	中国基金业协会	《关于疫情防控期间私募基金登记备案相关工作安排的通知》，建立针对疫情防控相关领域资管产品备案绿色通道。
20200202	财政部	《关于支持金融强化服务 做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》财金【2020】3号
20200202	证监会	证监会有关部门负责人就2月3日A股市场开市答记者问。
20200202	证监会	对多家券商下发通知，要求2020年2月3日起暂停融券卖出业务。
20200203	央行	开展1.2万亿元公开市场逆回购操作，将7天期和14天期逆回购中标利率分别下调10BP。

资料来源：公开信息



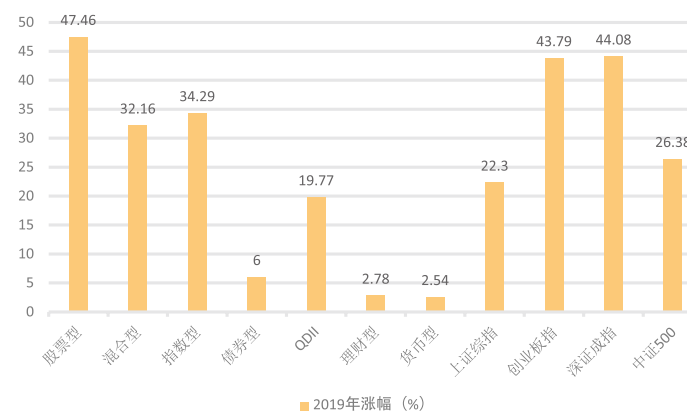
盘点 2019 公募行业 “十变”

文 | 《固定收益》编辑部

2019 年公募基金站上 14.8 万亿的高峰，并交出一份异常靓丽的成绩单：约 99% 非货币基金取得正收益，其中 46% 跑赢上证综指，录得超过 22.3% 的业绩增长率——在这个结构化行情非常突出、接近 9 成股票的股价仍徘徊在熔断之后熊市状态的年度里，专业机构投资者的资管魅力得以展现得淋漓尽致（图 1）。

作为资本市场的大型参与者之一，公募基金在 2019 年承受了林林总总的压力，其自身也在积极求变，机遇与挑战随之扑面而来。本文拟结合全年公募行业的业绩，重点回顾并梳理 2019 年公募行业发生的十件大事和变化。

图1：2019年各类公募基金产品业绩与A股主要指数涨幅



数据来源：东方财富 Choice

数增强ETF、一带一路ETF、科技ETF、粤港澳大湾区主题ETF、沪港深跨境ETF、商品ETF、地方债ETF、转债50指数基金、区块链指数基金等。

指数基金在2019年大行其道，其中既有A股市场赚钱效应抬升、政策红利不断释放、监管指引推动等原因，而更深层次的原因则是我国资本市场逐渐完善，A股投资有效性不断提升。随着机构化时代的愈行愈近，各类场内宽基指数、细分行业指数日益丰富多元，投资者分散风险需求的日渐明确，借道指数基金以及时捕捉市场机会的投资者也就越来越多了。

2、关键词：科创板

伴随科创板的落地，2019年科创主题基金炙手可热——在科创板正式开板前获批成立的三批产品，均超募提前结束募集。这波热度延续到2019年末、2020年初第四批科创主题基金亮相依然未减。这与科创主题基金的亮眼业绩不无关系。

东方财富Choice的数据显示，截至2019年底，有数据可统计的20只科创板基金（A/C分开计算）尽数实现正收益，平均净值增长率为21.20%；其中16只跑赢业绩比较基准，而排名第一的科创板基金跑赢业绩比较基准32.92个百分点。

值得注意的是，科创板基金的业绩存在分化趋势——业绩垫底的4只科创基金，其2019年的成绩单距离基准还有不小的距离，更别提超额收益了。有意思的是，复盘科创基金的持仓结构发现，2019年

1、关键词：指数基金

2019年指数基金全面迎来其高光时刻，此时距我国首只公募指数基金成立已过去十七年。据大智慧的统计，2019年全年新设立基金规模约1.4万亿元，其中各类指数基金募集规模约4145亿元，占新发规模总量的28.6%；2019年指数基金新发规模是2018年的约1.8倍。当然其业绩表现也没有辜负投资者的真金白银：东方财富Choice的数据显示，2019年指数型产品的平均业绩为34.29%。

在市场避险情绪升温、债市回暖，以及中国债券被纳入国际债券指数的背景下，债券指数基金成为2019年上半年当之无愧的“吸金之王”：半年成立27只债券指数基金，募集规模高达1400亿，占全年新成立债券指数基金规模的64%；

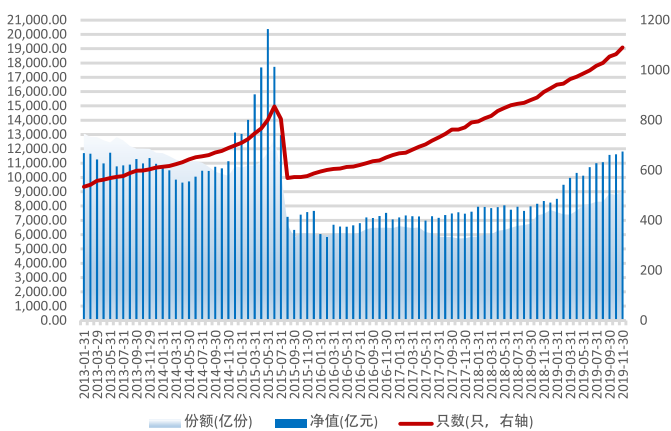
还诞生了5只首募规模超过百亿级别的“爆款”债券指数基金，其中包括全年首募规模排名第一的产品。同时证监会、央行还在绸缪跨市场债券指数公募基金试点。具有固收优势的银行系公募基金纷纷加大对政策指数债基和定开债基的布局。

到2019年下半年，监管定调公募基金发展方向，要求推动公募机构大力发展权益类基金。能够博取市场平均收益、业绩透明度高、风格稳定且费率低廉的指数基金，成为发展权益类基金的重要发力点。大智慧的统计显示，2019年下半年股票型指数基金的新发规模高达1539亿元，而上半年只有435亿元，前者是后者的2.5倍还多。

多种创新形式指数基金产品的推出，也大大迎合了各类投资者的需求。如指



图2：股基的只数、份额规模和净值规模走势



数据来源：东方财富 Choice

业绩排名前列的科创基金，其超额收益的来源主要是对广义科技创新股的投资，而非科创板股票。比如业绩排名首位的科创基金，其十大重仓股中甚至没有科创板股票。

基金人士认为，2019年下半年科创板曾出现一波较明显的回调，并发生数起破发事件，推动科创板投资趋向理性；同时，这一估值消化过程伴随着个股分化，一些科技属性较强的科创板股票已出现布局机会；另外，以5G为首的科技仍将是未来较长一段时间内的重点。这有望为科创主题基金提供更多具有长期投资价值的投资标的。

3、关键词：股债双赢

在2019年严重结构分化的资本市场上，股基、债基双双表现出专业机构投资者的高水准。

主动权益类基金2019年赚钱效应尤为突出，较2018年打了一个大大的翻身仗。东方财富Choice的数

据显示，2019年股票型基金平均收益率为47.46%，不仅跑赢A股主要指数，也远超其他基金品类；高达98%的股基录得正收益，而跑赢业绩比较基准的则有68%。

近年虽然A股市场波澜起伏，但股基净值规模的增速仍明显高于份额规模的增速，这使权益产品的吸引力大增（图2）。这一年，公募基金数量突破6400只，较上年新增近800只；份额数新增规模超过4500亿；资产净值新增规模超1.2万亿元——股基在新增部分的占比分别为21%、30%和31%。

监管层也从政策面大力推动权益类产品的发展。如提高普通权益类基金的审批效率，从原来审批流程耗时2-3个月提高到最短申报后5日即获批等。为了鼓励长期投资、促进权益类基金发展，2019年12月十家基金评价机构共同签署了《坚持长期评价 发挥专业价值》的倡议书，取消一年期基金评奖，主要考察三年及以上期限的产品业

绩。

值得提及的是，在股基大放光彩的同时，债基的表现毫不逊色——2019年有97%的债基录得正收益，跑赢业绩比较基准的产品也高达65%。要知道，在债牛行情非常明确的2018年，也只有85%的债基录得正收益，而跑赢业绩比较基准的则仅为45%。

4、关键词：浮动

2019年围绕“浮动”做文章的，一个是浮动净值型货币基金的横空出世，一个是浮动管理费基金蹒跚3年后重新开闸。前者力求切合资管产品净值化管理、“打破刚兑”的趋势，后者则打破以往基金产品固定管理费“旱涝保收”模式，实现管理人与投资者利益捆绑。

有意思的是，从发行规模来看，这两类“浮动”产品都没有如预期般引起市场的大力热捧，其募集规模普遍偏小。2019年三季度成立的6只浮动净值型货基首募规模平均为12.6亿元；随后于四季度成立的6只浮动管理费基金首募规模平均为15.5亿元。这说明市场正在变得越来越理性。未来这两类产品会否继续扩容，仍有待市场和时间的检验。

2019年货基的日子不好过。一方面，在资管新规的框架下，货基的投向受限于现金类资产，这使其在资产配置中更多倾向于流动性功能而非投资功能；另一方面，在高收益替代性理财产品和CPI不断飙升的冲击下，货基收益率不断下行，竞争力萎缩。统计显示，2019

年只有不到六成货基的年化收益率超过2.5%，而截至2019年12月，CPI同比增幅4.5%，全年则为2.9%，为2012年以来的新高；中科院预测2020年中国CPI同比增幅将约为3.6%——货基收益已跑输通胀。由此货基规模持续萎缩。截至2019年11月末，350只货基总规模为7.2万亿元，较上年8月的高位缩水近20%。

5、关键词：投顾

在打破刚兑的背景下，投资者对“资管”的理解不再停留于“买什么、卖什么、赚不赚”的层面，而需要一个多元化、系统性、综合性的资产配置解决方案，以帮助其实现从现金管理到财富管理的升级。基金投顾业务的诞生，就是公募行业为此做出的一次有益尝试，也是资管市场成长到一定程度后对机构提出的更高要求。

2019年10月，证监会下发《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》，有5家机构获得首批试点资格；当年12月，又有3家独立基金销售机构拿到“入场券”。至此基金投顾业务试点机构合计8家。据了解，这些机构正争分夺秒地组建团队、启动运作。它们不约而同地采用投顾费代替申赎费，并以极低的投顾费率切入市场，希望能在短时间内完成“圈地”的原始积累目标。

公募投顾试点的推出，标志着我国的财富管理行业开始从以产品为中心转向以客户为中心，从粗放生长走向精耕细作。

6、关键词：FOF和MOM

2019年《基金中基金（FOF）审核指引》更新版和《证券期货经营机构管理人中管理人（MOM）产品指引（试行）》的先后发布，有望更好地满足我国投资者的多样化资产配置需求。上一年养老目标基金的上市已令养老FOF先火了一把。

2019年8月，在FOF审批暂停16个月及FOF新规发布2个月后，普通FOF审批再度开闸。FOF新规在投资品种及货基投资比例上均有

放宽。2017年我国首批FOF诞生时曾令市场瞩目，认为其将开启公募基金行业资产配置的新时代。然而在先后放行3批共计14只普通型FOF之后，监管层暂停了普通FOF的审批。2019年普通FOF产品的收益率几乎全面录得正值，其中超过四成的收益率超过10%。

2019年12月，证监会发布MOM新规。此前国内MOM和类MOM产品主要以券商理财和私募形式出现，而该新规的发布将令MOM对公募基金打开大门。截至2020年初，已有5家公募机构陆续上报了7只公募MOM排队待批，涉



及混合型、债券型、股票型产品。

无论FOF还是MOM，都在着力强调大类资产配置理念，这两类产品不仅为公募行业带来新的发展机遇，也为普通投资者降低了多资产配置的专业门槛。不过相对于FOF更侧重于选择基金而言，MOM则更侧重于选择管理人，后者对基金管理人的要求更高。

7、关键词：外资

2019年我国金融市场对外开放提速，外资资管巨头们也相应加速推进公司的中国市场战略。

证监会明确基金管理公司的外资股比限制将提前于2020年4月1日取消以来，富达国际、贝莱德、瑞银资管、路博迈等多家知名外资机构纷纷表态，将积极争取拿下首张外资独资公募基金牌照。此前摩根大通旗下摩根富林明资管（英国）有限公司已通过竞拍的方式增持上投摩根2%的股权，一旦交易获批，将令其对上投摩根的持股上升至51%，从而实现外资绝对控股公募基金。

除了公募牌照外，外资巨头也在积极抢滩基金销售领域。2019年2月基金销售新规发布，当年10

月青岛意才财富管理有限公司获准成立——其股东为欧洲顶级银行意大利联合圣保罗银行。这是2017年我国提出扩大金融业对外开放以来首家获批的外商独资基金销售机构。值得注意的是，意大利联合圣保罗银行旗下意大利欧立盛资管早在多年前便“定格”持有鹏华基金49%的股权。可见外资金融机构对深入中国资本市场之渴望。

不过经过十多年的金融业对外开放，我国资管行业已形成一套相对成熟的体系，有一定的实力站跟着跟外资机构进行面对面的竞争。相应地，加速入华的外资机构可能也不得不认真对待一个问题，即如何直面中国市场与境外市场的差异，并令自己的运转体系真正适应这个充满超额收益诱惑且差异巨大的市场。

8、关键词：公募REITs

我国筹备REITs（房地产信托投资基金）试点已有一些年头，但直到2019年，公募REITs才有了从纸面落地实操的突破口。2019年央行大力贯彻“房住不炒、因城施策”思想，由此，作为促进金融与不动产良性循环的重要工具，REITs得到了从上到下的一致重视。

2019年初，国务院发展研究中心证券化REITs课题组秘书长王步芳披露，首批试点产品有望推出。同时，证监会会同相关部委，研究推进在国家政策重点支持区域的公募REITs试点；上交所召集券商和公募基金开会，鼓励机构上报公募REITs项目。此前于2014年年底，

我国开始进行REITs试点，次年首只公募REITs诞生——这是我国迄今唯一的公募REITs，随后我国的REITs、类REITs均以私募形式发行，主要面对机构投资者。

最新的进展是，央行在2020年工作会议中首次明确提出“加快建立房地产金融长效机制”；深交所部署2020年工作重点时也表态将积极筹备公募REITs试点。这意味着我国有足够的动力和支持去推动REITs，尤其公募REITs的深化发展。

9、关键词：转融通

2019年6月，为了配合科创板的顺利推出，完善资本市场融券机制，规范公募基金参与转融通证券出借业务的行为，证监会发布《公开募集证券投资基金参与转融通证券出借业务指引（试点）》，公募基金获准参与转融通。目前已有25

家公募基金获得转融通证券出借业务资格。

作为融券业务的一大创新，公募参与转融通业务有利于完善市场交易机制，提升市场有效性。从长期角度看，公募参与转融通业务，有利于为市场提供大量新增券源，有助于投资者获得丰富的投资工具以表达不同的预期，令其风险管理手段更多元，从而降低市场波动性，令市场的发展趋向健康稳定。而对公募基金来说，转融通为提升投资收益提供了新的手段，尤其指数基金，简单说，通过转融通，公募基金不仅可以赚到企业成长带来的红利，还可以获得额外的稳定回报以增厚组合收益。

10、关键词：量化对冲

2019年年末，公募基金行业的量化对冲产品正式重新开闸，首批7家公募基金公司的产品获批后

紧锣密鼓地启动发行。自2013年政策松绑公募量化对冲基金以来，该品类的发展没有预期那么快，叠加其总体业绩分化较大的情况，2016年之后监管层暂停该品类产品的审批。

如今在经济下行周期，货基、债券、信托等固定资产的收益率都在下降，由此能够提供低风险绝对收益的产品成为市场资金竞相追逐的对象。而量化对冲通过股指期货对冲市场系统风险，是获得绝对收益的有效工具；同时量化对冲基金与权益策略、债券策略相关性低，有利于降低组合波动性；加上沪深200ETF期权上市，令量化对冲基金能够结合现货构建多种绝对收益目标组合——随着金融衍生工具持续丰富和完善，公募量化对冲基金有望成为低风险固定收益产品之外的有效补充。

小结

对资管行业来说，2019年是系列“新政”加速落地的一年。层出不穷的创新产品、不断开放的新领域、日益丰富的市场主体、日趋复杂的市场生态……不仅公募基金，其实整个资管行业都身处一场宏大的变革中，行业洗牌、优胜劣汰、弯道超车等将成为未来很长一段时间内亟需直面的必经之路，是行业的“新常态”。

不过2020年的局势比较严

峻。新型冠状病毒肺炎疫情悍然爆发，成为当前影响中国甚至全球的重要事件。这令公募基金行业面临着一个极富挑战与机会的资本市场——疫情的冲击有望加速产业分化和转型升级，新产业、新技术、新的商业模式得以日益凸显其价值。17年前的SARS疫情催生了线上新业态，17年后的新冠肺炎疫情将催生何种新投资机会呢？当然也可将这次疫情视为对公募基金行

业风险管理能力、资产配置能力、投资运营能力、销售服务能力的全面考验。于公募基金行业而言，化危为机，坚守信托精神和投资者利益优先的理念，是走向未来的唯一“捷径”。

未来已来，将至已至。面对席卷而来的未来，公募基金行业只有以变革的姿态，在探索中加速前进。☘



2020 年地产债基本面有何变化

文 | 《固定收益》编辑部

2019 年在宏观经济走弱以及“房住不炒”的调控大前提下，房地产行业需求放缓。但由于年初信用票息较高构成了全年“信用牛”的基础，地产债板块较年初整体利差仍有下行，不过不同等级之间的分化加大。

展望 2020 年，年初新型冠状病毒感染肺炎疫情对房地产供需两端产生较大的冲击。根据 2003 年 SARS 疫情的经验，大型疫情的爆发将在短期内对房地产市场的销售、开工、投资、土地成交等形成显著的压制现象。那么即将迎来一波偿债高峰的地产债，在新冠肺炎疫情的影响下，将产生怎样的信用基本面变化？

回顾SARS疫情时期房地产基本面

SARS 疫情周期大致在 2002 年 11 月至 2003 年 6 月，集中爆发期在 2003 年 3 月至 5 月。疫情起于中国广东，并扩散至东南亚乃至全球。至当年 8 月，中国内地累计报告相关病例 5327 例，死亡 349 例。期间房地产销售、开工、投资、土地成交均受到明显影响，但疫情接近尾声时出现反弹。

从销售和新开工来看，大体都表现出 3、4 月同比增幅回落，随后在 5 月出现反弹的趋势（图 1&图 2）；从土地购置面积上看，3 月、4 月累计同比增幅较 2 月大幅下滑，4 月累计同比只有 28%，创下 2002 年以来的新低（图 3）；建安工程



方面，2-4 月建安工程当期投资额均为年内低值（图 4）。

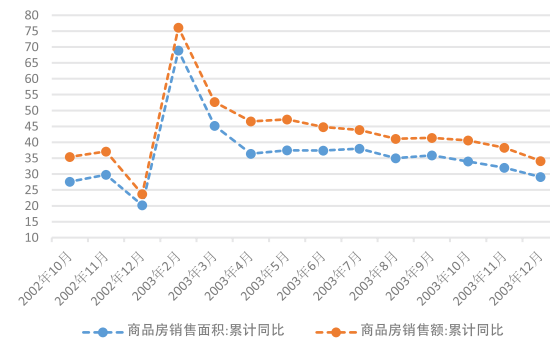
不过对当年房地产行业发展起到更大作用的因素是融资面。作为资金密集型行业，房地产离不开

融资输血、借新还旧，因此融资政策的变动对房地产行业可谓“牵一发而动全身”。

2003 年前有 SARS 疫情的影响，后有 6 月央行出台 121 号文严控房地产贷款和高档住宅建设，但最终国务院于 8 月下发“18 号文”，正式明确房地产是我国国民经济支柱行业的地位，此后政策调控逐渐成为房地产波动小周期的平稳力量。另外当年公布了 CEPA，大大推动了香港与内地房地产业之间的互动，境外资金开始介入内地房地产业。

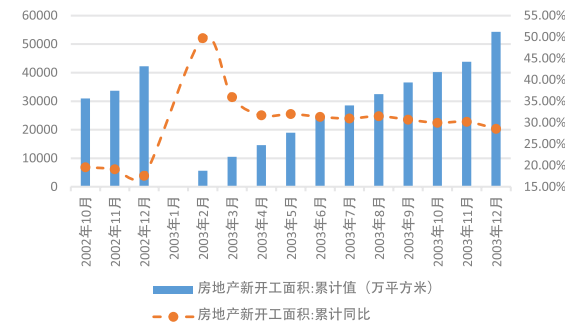
因此，2003 年 SARS 疫情的利空效应，几乎没有对房地产融资造成明显的负面影响。当年房地产融资环境获得了极大宽松，房地产上市公司普遍占款大规模融资，房

图1：SARS期间商品房销售面积、销售额累计同比走势



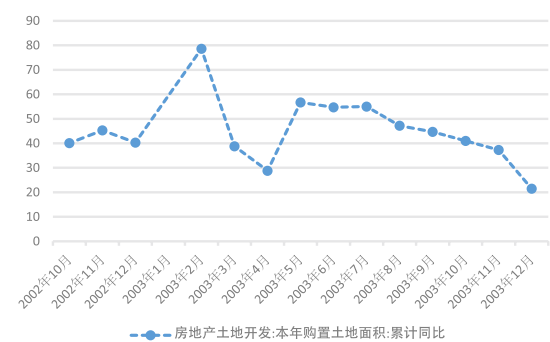
数据来源：大智慧

图2：SARS期间新开工面积及同比走势



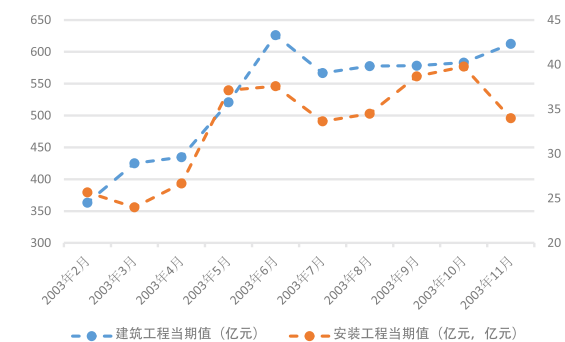
数据来源：大智慧

图3：SARS期间房地产土地开发：购置土地面积累计同比



数据来源：大智慧

图4：SARS期间建安工程当期值走势



数据来源：大智慧

地产信托基金数量飙涨，当年 9 月末房地产贷款余额高达 21 万亿元，其中个人房地产贷款余额超过 1.2 万亿。

相较而言，今年新冠肺炎疫情波及人群的规模明显大于 2003 年 SARS；且疫情持续时长仍很难准确判断——乐观来说，有望在一

季度内实现对疫情的控制，保守来说，疫情也可能持续到二季度；此外现下宏观经济环境、政策导向也与 2003 年有根本不同，因此不宜简单套用 2003 年房地产行情来直接推演今年的情况，更多还是应着眼于当下的基本面进行预判。

政策面开始松动

与 2003 年 SARS 疫情所面临的政策环境最大的不同是，如今我国产业结构正在面临转型，行业政策导向上更多的以“稳”为先，而不再强调积极推动、刺激房地产发展。

2019年12月以来，随着楼市、土地市场的降温，房地产融资政策基本面出现松动迹象，一改Q2、Q3央行、银保监会、发改委、交易所等监管机构相继通过发文、窗口指导、专项检查等手段，大幅收紧房地产融资，银行贷款、信托、境内债、境外债等融资渠道尽数被收紧的局面。这意味着在整体调控框架不变的基础下，房地产政策调控的灵活度有所提升。

从中央层面来看，2019年12月的中央政治局会议年内首次未提“房住不炒”，随后召开的2019年中央经济工作会议虽仍提及“房住不炒”的定位，但增加强调“稳地价、稳房价、稳预期”的“三稳”长效管理调控机制。这一口径相较7月中共中央政治局会议的口径有明显松动，当时的说法是——“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，这是中央政治局会议首次将此说法纳入会议。

从监管层的角度说，央行行长易纲在《求是》撰文表示，要“强化对房地产整体融资状况的监测，综合运用多种工具对房地产融

资进行逆周期调节”。而此前央行8月在下半年工作电视会议中的口径则是“按照‘因城施策’的基本原则，持续加强房地产市场资金管控”。

其实，在“因城施策”的框架下，据不完全统计，2019年Q4以来深圳、三亚、南京、广州、成都、天津、宁波等多地先后出台了二十多条房地产微调政策，其中大部分调整方向趋于宽松，人才政策、户籍政策等是宽松的主要路径（表1）。如广州对非本市户籍居民购房资格查验中，允许社保与税单互证；天津放宽落户购房限制；南京首试人才专享购房优惠新政等。

对房地产行业来说，更直接的利好是资金成本的降低。2019年8月，央行宣布执行LPR新政，确立新增贷款挂钩LPR的原则；11月20日，中长期LPR利率首次调降；一个月后，央行宣布LPR挂钩存量按揭贷款，彻底取代贷款基准利率。整体来说，存量个人商贷换锚的定价机制，对个人商贷保持转换时利率不变，但对非个人商贷则

出现了重新定价的机会，是降息利好。叠加2020年元旦央行宣布全面降准的消息，可预见的未来，利率下行的影响将逐步传导至按揭市场，2020年房贷利率有望小幅回落。

因此，尽管“房住不炒”的总基调不改，但融资政策的边际放松、“因城施策”下部分城市的实际松动，以及“灵活适度”货币政策的加持，给2020年地产债的前景增添了积极的筹码。

融资环境仍较严峻

经过2019年房地产融资政策从年初延续上年宽松趋势，到Q2、Q3持续收紧，再到Q4边际宽松的起伏之后，当下房地产融资现状到底是什么样？

银行开发贷是国内房企最稳定的融资渠道。央行的数据显示，截至2019年年末，房地产开发贷款余额11.22万亿元，同比增长10.1%，增速较上年末下降12.5个百分点，连续17个月回落。其中保障性住房开发贷款余额4.61万亿元，同比

增长6.7%，比上年末低22.8个百分点；个人住房贷款余额30.07万亿元，同比增长16.7%，比上年末低1.1个百分点。

地产债方面，2019年随着房企融资政策全面收紧，地产债发行规模下行，叠加到期规模高峰，地产债净融资规模从5月起转为负值，一直持续到11月才由负转正。据联合资信测算，若不考虑行权和回售，2020年、2021年地产债到期金额分别约为3549亿元和5045亿元；若含权债全部行权，则这两个数据分别是3729亿元和5233亿元——未来地产债到期压力依然很大。

相较境内严控的局面而言，海外地产债发行环境算较为宽松，且由于到期规模整体不高，因此净融资额高于境内地产债的融资额。过去两年以来，境内房地产企业发行美元债热情高涨。华泰证券援引Bloomberg的数据指出，截至2019年12月中旬，年内境外地产债累计净融资规模为2572.43亿元，其中上半年做出了77%的贡献。

地产债的发行成本方面，CRIC研究中心的数据显示，2019年境内地产债的平均融资成本为5.21%，较上年下行0.67个百分点；而境外地产债的平均成本则高达8.13%，较上年上浮0.86个百分点。CRIC指出，这主要是由于境内外债发债主体变化，在境内监管趋严的背景下，高杠杆企业更多采用了海外债的融资渠道——主要指TOP11-30梯队的房企，它们2019年在境内发债的规模同比下降46%，而境外发债的规模则同比上升80%。这些房企大多具有高杠杆特征，历来融

资成本偏高，从而拉大了境内外融资成本的差距。

ABS也是房地产企业的主要融资方式，2019年房地产ABS月度发行规模大体稳定在180-360亿元的区间。由于发行主体向优质企业集中，ABS的融资成本呈现整体下行的趋势。而房地产信托是本轮严控中受影响最大的板块，充分体现了监管层抑制房企杠杆拿地、快速扩张的决心。至2019年三季度末，房地产信托余额缩水至2.8万亿元，环比下降5.5%。

可见在严厉的调控下，遭受资金、债务、融资难等问题的房地产行业面临着巨大的生存压力，尤其中小房企。据人民法院公告网的数据，其2019年披露房地产及相关企业的破产文书多达526条，较上年增长15%，其中大多数为地方中小房企及相关企业。值得注意的是，房企“金身不败”的神话已经破灭——2019年进入破产清算或破产重整程序的房企中，开始出现一些具较高知名度房企的身影，如新光集团、银亿集团、国购投资、安徽中恒控股、重庆银星集团等；而广东老牌房企颐和地产、全国百强房企三盛宏业等则受困于债务违约的泥沼。

总的来说，杠杆偏低、仍保有较强盈利能力、背景雄厚、资金充足、融资渠道丰富的头部房企，在本轮融资收紧中安全性较高，受到波及有限——而金融行业防风险警钟长鸣的背景下，银行将有限的融资资源朝此类房企汇聚，形成强者恒强的闭环，则是既无可奈何又自然而然的事。

短期受疫情影响销售承压

当前对新冠肺炎疫情防控是头等大事。国家延长春节假期，号召居民减少外出、自觉隔离，这将在很大程度上压制了开发商的销售意愿并抬升购房者的观望情绪，由此一季度楼市交易、地产销售、新开工和土地成交都有可能受到显著的影响。不过随着疫苗研发和疫情得到有效控制，后续房地产市场会重新恢复活跃。

从销售基本面上看，商品房去库存压力仍然较大；当下处于小幅回暖状态的房价，预计将成为未来一段时间内商品房销售的主要动力，进而对地产债行情形成一定支撑。

其一，商品房销售。自2016年以来，商品房销售已持续3年回落，但2019年下半年以来累计同比止跌，悄然出现回暖迹象（图5）。

国家统计局的数据显示，2019年商品房销售面积年度累计17.2亿平方米，同比下降0.1%；商品房销售额则创下新高，达到16万亿元，增长6.5%，增速回落0.8个百分点。

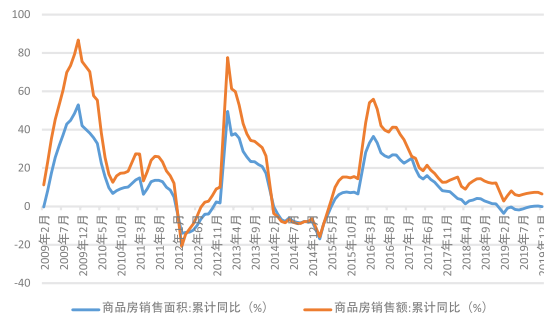
值得注意的是，2019年商品房销售市场出现两极分化，头部房企竞争力不断提升，而中小房企压力明显抬升。中国指数研究院发布的2019年中国房地产销售榜单显示，上榜房企达到152家，较上年减少4家，但销售额破千亿的房企增加至36家，较上年增加6家；同时，销售额1000亿成为新的分水岭，在这之上房企销售额同比增速占据优势，如销售额在1000-3000亿的房企销售额同比增幅达

表1：2019年Q4各地“因城施策”政策

政策方向	涉及城市	
放松	人才政策	株洲、佛山、成都、江门、南京、南宁、三亚、常德、上海临港、珠海、长沙、江门
	户籍政策	海口、广州、广西、海南、南通、天津、宿州
	其他	深汕合作区、深圳、马鞍山、贵州、扬州
收紧	西安：拟严禁开发商直接收购房款	
	太原：从 10 月起，房贷收紧	
	宁波：扩大商品房预售监管资金范围	

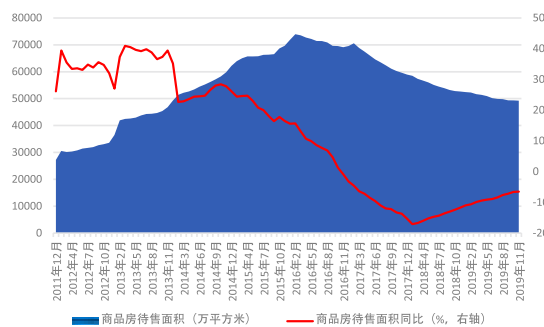
资料来源：各地政府官网

图5：商品房销售出现回暖迹象



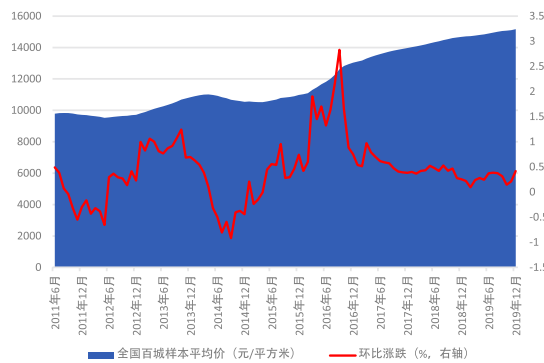
数据来源：东方财富 Choice 数据

图7：商品房待售面积居于高位



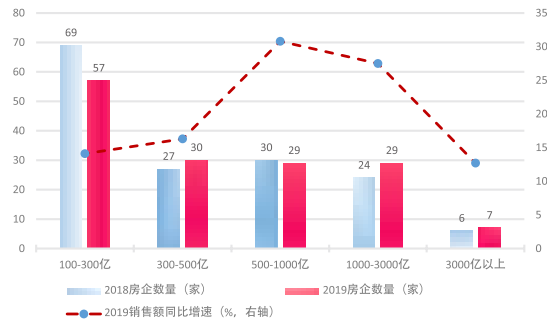
数据来源：国家统计局

图9：百城住宅价格及环比



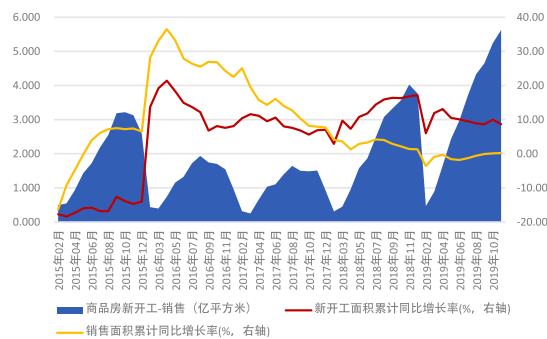
数据来源：CREIS 中指数据和 fdc.fang.com

图6：头部房企竞争力抬升



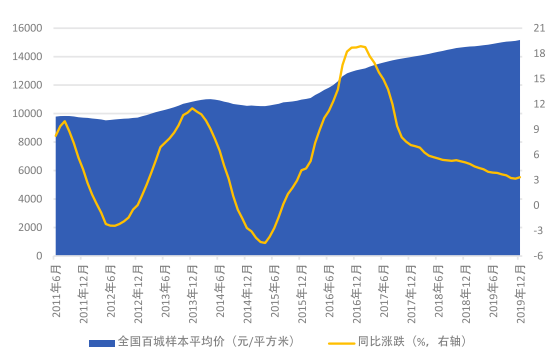
数据来源：中国指数研究院

图8：商品房新开工面积-销售面积



数据来源：东方财富 Choice 数据

图10：百城住宅价格及同比



数据来源：CREIS 中指数据和 fdc.fang.com

27.5%，反之则处于劣势（图6）。

其二，商品房库存。尽管经过2016-2018年三年棚改，已部分去化商品房库存，但随着近年新开工面积的快速增长，商品房库存依然处于高位。这一点在“新开工面积-销售面积”所计算广义商品房库存的走势上有明显的呈现，尤其2018年、2019年以来，商品房库存又开始快速增长，去库存压力仍存在（图7&图8）。

其三，商品房价格。这几年地产调控政策收紧，城市住宅价格涨幅明显趋缓，但从全国百城价格指数来看，城市住宅价格整体呈现温和上涨趋势，尤其而2019年以来房价环比持续上升（图9&图10）。2019年地产销售超预期很大程度是由房价上升所带来，而2020年由于新冠肺炎疫情的影响，房价很可能受到一定程度的抑制，这对商品房销售额的增长造成较大的压力。

投资基本面保持韧性

一方面，从土地购置费的先行指标土地成交金额来看，2019年全年土地成交金额同比增幅均为负值——下半年情况有所好转，同比跌幅开始缩小，但仍未能转为正值。这是继2015年之后，土地成交金额又一次持续同比负增长。国泰君安证券固定收益研究团队负责人、首席固收分析师覃汉指出，由于土地成交金额与土地购置费之间一般有3个季度左右的滞后，因此2020年土地购置费的增速大概率继续下台阶。

其实在房地产融资政策收紧的背景下，房企资金来源匮乏，

很难像以前那样进行大规模开发。这是2019年部分房企谨慎拿地，甚至停止拿地以确保资金链稳定的主要原因。不过在丛林法则之下，头部房企明显保有特立独行的优势。CREIS中指数据的统计显示，2019年全年拿地金额超千亿的房企为5家，较上年增加2家；TOP100房企拿地总额27835亿元，同比增长17.7%，其中TOP10房企拿地总金额占TOP100总额的34.86%——头部房企继续保持拿地势头。

另一方面，从建安投资上看，2019年安装工程投资累计同比增速仍在负区间徘徊，而建筑工程投资累计同比增速已经摆脱上年负增长的困扰，增速回到2014年末、2015年初的水平；同时城镇房屋竣工面积的累计同比增速在持续爬升（图11）。

覃汉认为，在“高周转、慢竣工”的背景下，新开工与竣工相背离，房企建安投资压力增大。他判断在竣工增速明显高于开工增速之前，地产投资的韧性将得到维持；而随着2020年竣工确定性的抬升，建安投资增速大概率向下，增速中枢将保持在5-10%区间。

投资思路：聚焦龙头

综合1月下旬以来新冠肺炎疫情的发展进程、传染病学专家对此次疫情的后续预判，以及全国各地所采取空前严格的防控措施来说，可大致推断新冠肺炎疫情对房地产供需方面造成的影响或将高于2003年。且疫情持续期间，房地产行情走低是大概率事件。

不过基于前述对地产政策

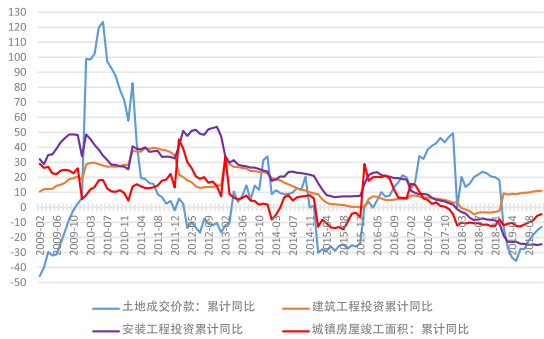
面、信用基本面的分析，加上地产融资环境相对放松、销售动力较强、投资存在较明确的收缩趋势，2020年地产债也许可以比2019年多一些乐观。由于房地产分化明显，资源持续向龙头聚拢，需警惕中小房企可能存在的日益抬升的信用风险。

覃汉预计，2020年地产债信用利差将继续延续分化态势，高等级地产债信用利差仍有下行空间，而中低等级地产债信用利差也有收窄的动力，继续上行可能性不大（图12&图13&图14）。随着房地产行业集中度加速提升，从十年前的不足20%跃升至接近50%，龙头房企的优势日益突出。显而易见的是，在地产龙头时代，地产债择券时聚焦龙头，更有机会获得超额收益。

国盛证券研究所固收组负责人、固定收益首席分析师刘郁同时指出，当前地产债存在明显的信用分层，优质龙头房企的估值和信用利差降至低位，择券难度上升。基于此，刘郁提供了一个新思路，即运用信用利差法，从“小而美”国企、较高收益龙头房企、估值调整较充分的房企、赚取房企流动性溢价，以及“最小回撤”房企五个角度，以博取较高收益。

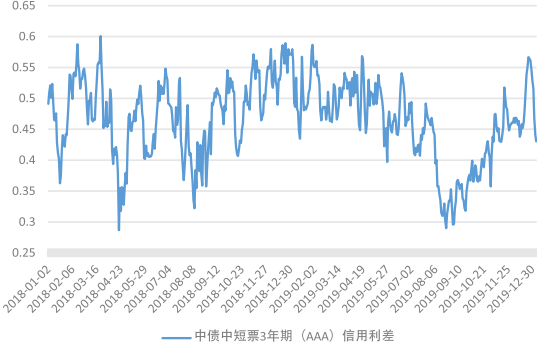
具体来说，其一，对于“小而美”国企，这是下沉资质首选对象。这类国有房企的股东背景雄厚，业务发展和财务相对稳健，且地产债估值高于龙头房企和大中型国企，具有一定性价比。其二，对于较高收益龙头房企，随着房地产行业集中度不断上升，更多资源向龙头房企集中，且这类房企实际违

图11：房企建安投资压力增大



数据来源：东方财富 Choice 数据

图12：中债中短票3年期（AAA）利差



数据来源：东方财富 Choice 数据

图13：中债中短票3年期（AA）利差



数据来源：东方财富 Choice 数据

图14：中债中短票3年期（A）利差



数据来源：东方财富 Choice 数据

约风险相对偏小，由此可以在龙头房企中有选择地下沉资质。不过其缺点是估值弹性较高，存在估值波动风险。其三，估值调整较充分的房企，在2019年5月以来那波地产债信用利差调整中，成交扩量、估值上行，信用利差调整至历史较高分位数。由此未来随着房地产政策的边际放松，利差压缩空间相对较大。其四，通过投资房企私募债或期限较短的供应链ABS、购房尾

款ABS，赚取房企流动性溢价。其五，在地产政策不明朗或由松转紧阶段，地产债波动相对较大的时候，考虑投资“最小回撤”房企。隐含评级AA及以上且民企主体评级AA+以上，指定周期中信用利差最大值与最小值之差小于50bps的房企，便可定义为“最小回撤”房企。这类房企也以国企为主，说明国企地产债的抗跌性相对较强。

值得注意的是，虽然地产行

业的信用违约风险偏低，但在2020年依然应警惕弱资质房企的到期压力及违约风险。若2020年地产债风险不断暴露，将加剧房企信用分层——龙头受到追捧，信用利差将进一步压缩；中小型房企、面临巨量到期规模的房企则将不得不承受较大的再融资压力和估值波动压力。

2020 年可转债会否继续辉煌

文 | 《固定收益》编辑部

2019 年可谓转债牛市——可转债发行数量首次突破百只，募资规模超过 2700 亿元，可转债市场规模显著提高。那么随着定增新规的落地，2020 年可转债发行会否继续辉煌？在年初新型冠状病毒感染肺炎疫情影响下，可转债的配置及择券逻辑有何变化？

转债存量再创历史新高

进入2020年，可转债的市场热度不减，新债上市首日频频涨超20%而被实施临停，打新竞争再掀高潮。春节后登场的首只可转债璞泰转债，尽管承受着新型冠状病毒感染肺炎疫情的重重压力，却没有受到拖累，上市首日两度触发盘中临停，最终收涨35%，成为近4年来上市首日涨幅最高的可转债新券。2020年1月新发行5只可转债，而上年1月总共才发行了4只，可见可转债仍保持着较高的发行速度。

本轮可转债的快速扩容从2017年开始。当年由于上市公司非公开发行存在较大套利空间，有过度融资、频繁融资、募集资金闲置等现象，叠加再融资品种结构失衡、可转债等发展偏慢等因素，证监会对再融资政策进行调整并改革可转债发行方式，确立可转债作为定增替代渠道的角色定位。大智慧的统计



显示，2017年一共发行了40只可转债，规模达946亿元，分别比上一年增长了264%和346%。此前可转债年发行量通常为个位数，年发行规模也不会超过350亿元。

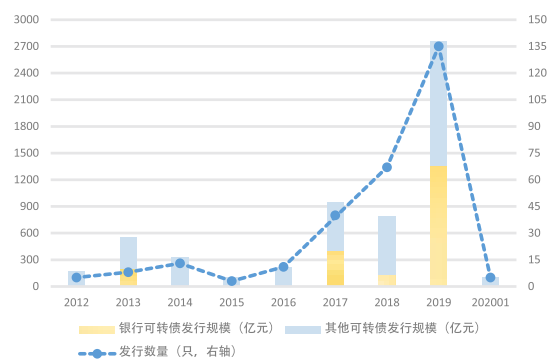
到2019年，可转债指数悄然崛起，全年中证可转债指数增长25.1%，同期上证综指涨幅22.3%——这是过去十年以来可

转债指数涨幅排名第二的年度，排名第一的年度是2014年，涨幅56.94%。由此可转债发行速度再上新台阶，二级市场存量处于历史高位。2019年全年共发行可转债130只，同比增长94%；累计发行规模达2749.5亿元，同比增长249%；其中包括浦发转债等4只银行业可转债，合计发行规模1360亿元，占全年发行规模的49%（图1）。

由于一级市场可转债发行量大幅提升，可转债二级市场规模也水涨船高。截至2020年1月中旬，二级市场存量可转债数量为190只，债券余额总规模3911.89亿元，创历史新高（图2）。

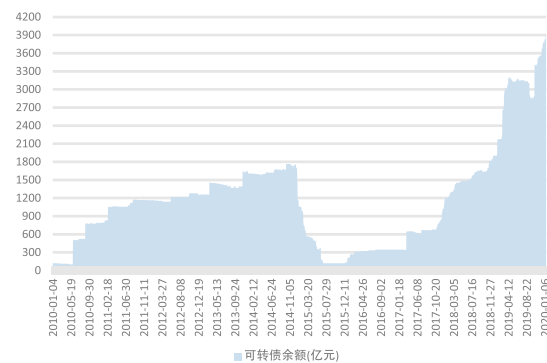
可转债市场高歌猛进极大弥补了企业融资渠道的不足，丰富了市场的投资品种。同时，公募基金、理财产品、保险等机构资金渐渐成为转债市场的主要玩家。以公募基金为例，大智慧的统计显示，从2017年一季度至2019年三季

图1：可转债发行情况



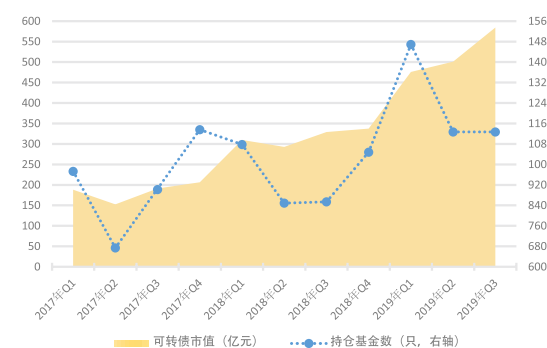
数据来源：大智慧（2020年数据截至1月15日）

图2：可转债存量



数据来源：大智慧（2020年数据截至1月15日）

图3：持有可转债的公募基金数量及所持可转债市值



数据来源：大智慧

度，持有可转债的公募基金产品数量从973只增长到1127只，持有可转债市值则从188亿元增长至584亿元，占全部可转债余额的21%（图3）。

再融资政策又一次调整

上一轮再融资政策的调整，为可转债市场提供了一次起飞的机会，而此次再融资政策的又一次调整，将对可转债市场产生什么影响？

2019年11月，证监会就修改《上市公司证券发行管理办法》、《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》、《上市公司非公开发行股票实施细则》等再融资规则公开征求意见。此次修订主要精简了发行条件，拓宽再融资服务覆盖面；优化非公开制度安排，缩短锁定期且不再适用减持规则的限制；将再融资批文有效期从6个月延长至12个月等。

当前，我国上市公司再融资的方式主要包括配股、优先股、可转债和增发，其中增发又分公开增发和非公开增发。2017年以来，定增市场先后受到再融资新规、减持新规的冲击，获利空间一再遭到压缩，市场持续缩水。而本轮再融资规则的再次修订，有望为直接参与定增的投资机构带来更大的定价和锁价空间，以及更短的锁定期，这将增加定增机构的平均收益率，为定增市场重新带来生机；同时也意味着2017年以来可转债作为定增替代角色的定位很可能被弱化。

不过再融资政策的调整不会对转债市场产生逆转型影响。光大

证券固收首席分析师张旭认为，相对定增，可转债融资的优势仍在：其一，可转债融资的股本增加并非一次性完成，可以缓和对股价的冲击；其二，可转债上市即可转让，没有锁定期；其三，定增价格往往低于发行前期的股价，而可转债的转股价不低于每股净资产和发行前期的股价，有利于保护原股东的利益。

截至2020年1月17日，预案获证监会核准的可转债有20只，发行总规模750亿元；预案获得发审委通过的可转债有30只，发行总规模约350亿元；预案获得股东大会通过的可转债有121只，发行总规模超过2200亿元。

2020年可转债投资逻辑

对于兼具债性和股性的可转债来说，疫情的发生并不会改变当下利率走低、企业利润中长期增长趋势和整体估值偏低的现状。结合国内外宏观局势、经济下行压力、结构性通胀、货币政策等因素，未来一段时间内权益市场的结构性牛市行情仍将继续，由此可转债也有望跟随上行。

从一级市场角度说，进入2020年以来，对优质可转债打新而得的收益依然比较靠谱。盘点2019年上市的106只可转债发现，首日涨幅在20%以上的超过15%，近半数首日涨幅在10%以上；而2020年1月头15天上市的19只可转债中，约四成首日涨幅超过20%；农历春节过后首只登场的可转债更是成为4年以来上市首日涨幅最高的可转债新券。可见可转债打新的收益相

对稳定。同时可转债打新的流程便捷、交易方便、不受股票持仓市值的约束，深受投资者青睐。

值得注意的是，2020年以来随着可转债赚钱效应的抬升，打新热情持续高涨，可转债打新的中签率不断走低。2020年已披露中签率的9只可转债中，有4只中签率不足“万一”。同时，可转债打新也并非稳赚不赔——2019年以来有12只可转债上市首日破发。

此外，可转债投资还有机会获得正股阿尔法涨幅带来的收益以及转股价格下修带来的收益。2020年可转债二级市场投资的整体策略以平衡策略为主，择券应选择正股基本面优良的公司，并综合考虑转债价格、转股溢价率等指标进行筛选，以组合方式参与可转债投资。华创证券周冠男团队则指出，转债市场经历了2019年的上涨，眼下转债性价比跟不上2019年初；且近年转债数量迅速扩容，大大增加了择券难度。预计2020年转债市场上5G与物联网、新能源汽车产业链、房地产周期产业链、基础设施建设、光伏产业链、自主可控、食

品饮料、水电等行业相关转债或将面临相对强势的机会。此外，投资可转债基金也是一个不错的选择。2019年净值增长率在30%的债券基金中，有2/3为可转债基金；2020年头半个月已有多只可转债基金的净值增长率超过3%。

必须提及的是，年初以来的新冠肺炎疫情对资本市场造成了不可忽视的影响，企业开工延迟、需求减弱，供需受到压制。自1月20日疫情发酵以来，监管层出手多条相关金融政策，加大金融服务实体经济的能力和质效，采用多种市场化法治化手段支持前景良好的企业渡过难关。从历史经验来看，此类疫情往往可归类为“意外事故”，它会影响企业短期效益，造成价格波动，但在“事故”之后，企业基本面不改，将重归中长期发展的轨道。

整体来说可转债是大类资产配置中的一环，宏观环境及相关政策的变化将直接对可转债市场的需求及表现产生影响，宏观经济向好有利于转债二级市场投资收益的增加。📈



整体来说可转债是大类资产配置中的一环，宏观环境及相关政策的变化将直接对可转债市场的需求及表现产生影响，宏观经济向好有利于转债二级市场投资收益的增加。



THE
RESEARCH
REPORT

鑫元基金
信用研究系列报告之八

● 鑫元基金 | 信用研究系列报告之七
地产美元债，哪些不一样的地方值得我们关注
（见《固定收益》17期，第20页）

● 鑫元基金 | 信用研究系列报告之六
化纤行业信用分析框架及发行人分析
（见《固定收益》16期，第34页）

● 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）

政府隐性债务化解
进入攻坚阶段，
如何巧妙地维持
城投债信仰？

文 | 固定收益部 赵国君

摘 要

新预算法实施后地方政府可以直接发债，长期来看城投平台转型是必然归宿。但地方政府隐性债务规模庞大而替代融资渠道缺乏，在防范系统性区域性风险的背景下，城投再融资难以直接切断。通过10-15年化解地方政府存量债务，以时间换空间是必然选择。

城投债存量规模大，目前大概占到非金融企业信用债40%比重，是机构投资配置的重要品种。隐性债务化解提速后虽然城投板块边际风险降低，但财政部严控新增地方政府隐性债务的态度一直未有变化，隐性债务化解亦采取“市场化平等协商”原则，因此各区域各平台之间信用分层较为显著。在此背景下，城投债信仰是否还能维持，如何筛选出安全边际高的城投债，是本文要回答的问题。

一、中短期政策：存量隐性债务化解提速，城投再融资边际宽松

城投平台是指地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，以准经营性、公益性项目投资、融资、建设、运营业务为主，同时从事经营性业务的独立法人实体。

城投企业自身盈利和现金流产生能力弱，大部分平台依赖自身难以偿债，更多依赖借新还旧。地方政府性债务规模大，未来仍是去杠杆的重点，长期来看城投转型是必然归宿。城投的信用依赖于政府支持和再融资能力，中短期看，政策层面调整带来的再融资环境变化是城投信用风险和利差变化的最重要影响因素。

城投债走势中短期看政策，城投平台再融资政策表现出明显的阶段性松紧特征。

2018年受地方隐性债务审计核查影响，多地对城投采取“停、缓、调、撤”的项目压减措施，城投再融资受到压制，财力偏弱负债率高市场认可度低的区域城投非标违约爆发。在2018年城投非标的违约事件增多后，固定资产投资完成额的累计同比增速也从2018年二季度开始快速下降，且城投债的信用利差也出现了明显的抬升。

最近这波行情始于2018年7月。为了对冲经济增速下行的风险，政府出台多项针对性政策，城投平台再融资环境边际宽松。2018年7月23日召开的国常会提出“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。”此后，2018年7月31日召开的中共中央政治局会议提出“加大基础设施领域补短板的力度”。2018年10月11日国务院办公厅发布了《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（101号文）中又提出“进一步增强基础设施对促进城乡和区域协调发展、改善民生等方面的支撑作用”。101号文对于融资平台的“合理融资需求”的定义不局限于在建项目的后续融资，而是扩大至“防范存量隐性债务资金链断裂风险。”这一定程度缓解融资平台再融资风险。

2019年6月中共中央办公厅、国务院办公厅发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》。这项政策有助于打消金融机构对平台提供再融资的担忧，并且对于企业化管理的平台放松至可发行信用类债券用于项目投资，其融资安全边际得到提升。

2019年9月国常会专项债新政将专项债可用作十类重大项目的资本金，作为重大项目承建方的城投平台，其安全边际提升。

2019年年中以来，存量隐性债务化解提速，使得短期内城投公司再融资风险大大降低，城投债利差收窄。

综合全国财政工作会议、央行工作会议及金融数据新闻发布会、银保监会工作会议、金稳会文件对于防范化解地方政府隐性债务风险的相关表述，可以看出，2020年作为十三五收官之年，政策对于城投的态度以延续为主，化解存量，严控增量，底线是不发生系统性区域性风险，而上限是打破

刚兑。系统性风险的解除并不意味着所有债务均刚兑，各地区城投分层现象将更突出，对城投企业不宜一刀切的“信仰”。

二、化解地方政府隐性债务的实践

1、镇江模式：银行贷款置换存量贷款和非标

镇江市属五大平台参与了隐性债务置换，置换方式是以银行贷款置换存量贷款和非标的形式，由镇江市财政局下属的资产管理公司作为承接主体，再通过普通借款的形式下放到镇江市辖区内的各个平台的形式。并非之前市场流传较广的通过国开行化债专项贷款模式。

该类银行贷款置换隐性债务模式遵循市场化原则，银行既不是在一个地区兜底，也不是无条件地承接原来非银金融机构的债务。事实上，这个模式不会降低存量隐性债务的余额，只是改变隐性债务的表现形式，即由高息的、剩余期限较短的债务转化为低息的、剩余期限较长的债务，缓解了地方政府存量隐性债务风险。

大规模实施隐性债务化解的区域，银行贷款、发债等融资渠道边际改善，城投信用风险边际下降，有助于收益率下行。但由于市场化平等协商，债务负担重、经济财政实力弱的地区隐性债务化解难度高。此外，未在隐性债务范围内的边缘化平台和国企亦难以受益。

2、省级政府化债思路：设立风险缓释基金

2019年9月，广东省委联合发布《关于印发城投债券发行与

风险管控办法（试行）的通知》，对严控新增隐性债务背景下，如何规范城投融资，如何保障城投偿债做出规范：一是明确城投企业偿债困难可以申请风险缓释基金代偿，二是明确风险排查责任和协调责任，针对资产划转、对外担保等重要事项，强调信批和监督机制，以防操作风险和道德风险。

该办法体现了广东省政府对于城投平台债务风险的重视，能有效降低区域内城投信用风险，有助于城投企业发债和信批的规范化。此风险缓释办法可以推广，但最终有效性仍取决于当地能协调的资金以及需要风险缓释的债务规模大小。

3、专项债用途拓宽

专项债可用于补充项目资本金，能够缓解作为承建方的城投公司的资金链压力。

2018年中以来专项债项目多集中在土地储备、棚改、轨道交通和收费公路等国家重点支持项目，作为专项债项目承建商的城投公司，以及业务中覆盖这类项目较多的城投公司得到政策支持的可能性较大。

4、省建制县化债试点

部分建制县试点由省级代发地方债置换部分隐性债务：地方政府向监管部门上报方案，批准后即可纳入试点，纳入试点后可发行地方政府债券（省代发）置换部分隐性债务。纳入试点的主要是贵州、云南、湖南、甘肃、内蒙古、辽宁六省部分县市。可以看出，化债试点多为高风险、资质弱、非标负面事件多的省份，有不少县市还是国家级贫困县市，同级财力无法协调



足够偿债资金，政策也有一定扶贫开发支持的考量。目前来看，这种试点方案全面推广和第二次置换的可能性并不大。

目前地方政府隐性债务化解进入攻坚阶段，上述某些实践方法和试点存在广泛推广的可能，无疑有助于城投融资边际改善，降低城投板块的短期偿付压力和信用风险，但严控新增地方政府隐性债务的大基调未变。在银行风险偏好仍然较低的情况下，市场化置换隐性债务也并不能惠及所有的平台公司以及非隐性债务。对于资质较弱的城投平台，再融资仍然是收紧的，需要规避。

三、中期来看城投债信仰的逻辑依据

新预算法、“43号文”“88号文”是地方政府债务规范的纲领性文件，政策方向为“开正门、堵

偏门”，赋予地方政府直接举债权力，力图以透明的地方政府债替代城投平台类债务，并将其纳入预算管理，奠定了此后城投政策的基调。

2014年43号文明确了政府债务划分的基本原则。当前城投平台业务可分为无收益的纯公益性业务、有一定收益的准公益性业务和市场化的经营性业务，当前的城投平台业务多是三种融合。未来方向是纯公益性项目的资金需求通过地方政府一般债券融资，以公共预算收入为偿债来源；准公益性项目的资金需求通过专项债融资，以相应的政府性基金或专项收入作为偿债来源；经营性负债则由城投平台自身负债，也就是市场化转型。

2016年88号文明确了如何对地方政府性债务进行分类处置，实现城投平台信用和政府信用切割。

但中期来看，切割并不能真正实现。主要原因：

首先，存量地方政府性债务规模庞大，权威机构估算的数字多在40-50万亿元，而2019年地方政府债务限额24万亿元，目前的债务限额与实际存量差距较大，隐性债务无法显性化。

其次，未来城镇化和基建投资拉动经济预示未来面临很大的资金需求，地方政府性债务的增速不会突然减缓。预计2020年城镇化率达60%，每年基建投资在GDP中占比保持在10%以上。

最后，目前缺乏有效的渠道代替城投平台帮助地方政府融资，且城投平台是基建项目投资运营的主体。PPP模式受制于50号文，金额和方式均受到限制；而专项债虽

已扩容且用途变广，但偿还来源和适用范围仍有较大局限，且规模上难以满足。

总之，目前庞大的地方政府性债务存量无法实现显性化，并且未来还有很大资金需求将推动政府性债务继续增长，而缺乏有效的渠道替代城投平台的融资，且城投平台是基建项目投资运营的主体。因此，中期来看城投平台有着存在的必要和空间，短期城投再融资难以直接切断。

四、现阶段城投债择券逻辑

城投板块总体信用风险缓释，但信用分层愈加明显的背景下，如何筛选出安全边际高的城投债？按照我们的城投评估框架，对

区域信用风险、地方政府信用、城投平台重要性、城投公司自身信用进行综合评估，资质差的城投公司具有如下特征：伪城投、边缘化的城投；政府债务率高、行政层级低、地方政府信用意识差的区域；不成熟的园区城投；市场本身有一定预期，违约对市场冲击程度相对较小，便于与政府信用切割的区域；融资能力较弱，融资以非标、私募为主，授信空间有限。特别是2015-16年以来，伴随棚改货币化、PPP和中小银行的扩张，大量城镇基建的发起和主导者明显下沉，一些区域市级、区级以及下辖县设立诸多小平台搞基建，未来随着城投兼并整合、举债权和事权上移，这部分平台的信用风险可能暴露。

资质较好的城投公司具有如下特征：从事水、电、气、供暖、铁路、地铁等关系民生的公用事业类城投平台；地位重要，业务公益性强，资产规模大的城投平台；比较成熟开发区的城投平台；具有优质经营性资产的城投公司。

据此思路我们可筛选拥有较好安全边际的城投公司：在经济相对发达、政府债务负担不重的地级市，选择排名前三的城投平台，或排名前二的城投公司、最好的公用事业城投公司、最好的园区城投公司；省会城市、计划单列市、直辖市、19个国家级新区，选择排名前四的城投平台；百强县前30名排名前二的城投公司；一般预算收入超过30亿元的国家级经开区和国家级高新区的最好城投公司。

小结

当前地方政府隐性债务化解进入攻坚阶段，包括专项债新规、建制县化债试点、省级风险缓释基金、银行平滑融资和债务展期等措施都促使城投板块信用风险缓解。但市场化置换隐性债务并不能惠及所有的平台公司以及非隐性债务，当前区域金融资源差异和信用分层的现象更加突出，一些负债高财力弱地区的综合财力和资金调拨能力

面临一个极值，资质弱的城投平台仍难以获得再融资支持以化解隐性债务。2019年贵州、内蒙古等地仍发生多起城投非标违约就是例证。

地方政府债务规范文件的主基调并不是限制城投平台融资，而是禁止违法违规和变相举债。相对于非标和私募债，公开债券鲜有涉及违规举债问题，安全边际更高。

在城投债择券方面，由于信用分层将更明显，信用下沉应有底线，在目前环境下城投平台公募债券违约风险可控，但敏感地区弱平台存在较大估值下跌风险。对于经济财力弱、债务负担重、区域金融资源匮乏的区域以及伪城投和边缘化城投，仍需规避。

“从现在开始往后看，三年之内我们必将迎来公募基金新的春天。那将是绝对收益的春天，也是固收+的春天。春天来了，你要在！”

——王美芹，2018 年元旦

守候初心，守望春天

文 | 基金经理 王美芹

作为一名从业超过十二年的基金老兵，笔者曾有幸见证了基金行业在 2007 年巅峰辉煌，也亲历了 2008 年金融危机期间一批神话级基金的落幕。2012 年转型到专户投资岗位后，无独有偶地经历了 2013 年中的钱荒以及随后而来的史诗级的债券大牛市。如今，在 2016 年三季度以来轰轰烈烈的金融供给侧改革之后，几轮股债牛熊转换，笔者对基金投资也有了一些更深的思考。

投资即营销，将基金的净值曲线变成客户的收益曲线

一直以来，困惑基金经理的一个难题是如何使得组合负债端保持稳定，特别是当自己认为市场具有确定的投资机会时，不会因为负债端的规模波动影响自己的既定策略实施。其实这里面涉及一个基金经理的定位问题。通常而言，基金经理的工作内容更像产品的生产，其所关注更多的是自己的投资能力能否获得较好的投资业绩。

但从客户的角度，一只产品的业绩只有变成自己的财富增值才有意义。由于信息不对称，当基金业绩波动超出客户所能承受的范围时，如果没有及时的信息沟通，客户很容易用脚投票。所以，成熟的投资经理在投资过程中会将市场波动引发的客户预期变动加入到投资决策过程中，或者通过及时的沟通获得客户的持续认同，使得负债端与资产组合的调整形成良好的互动，从而更好地展示自己的投资实

力。在这个意义上，投资经理其实也充当了销售顾问的角色。

绝对收益为本，相对收益为果

每当市场走弱的时候，公募基金的相对排名问题都会被人诟病。不可否认，对于单一投资范围的基金产品采取全市场相对收益考核的方式可以衡量基金经理在个股（个券）选择方面的能力。然而经过了过去十年股票、债券市场的巨幅震荡，纯粹的相对收益的考核方式使得基金业绩与客户满意度之间的矛盾开始突出，基金赚名不赚钱的结果就是投资者去选择预期收益更为确定的银行理财产品，造成市场上主动管理的基金产品规模缩水严重。另一方面，随着市场上多策略、混合型基金产品的逐步增加，也使得绝对收益目标的实现有了现实基础，投资者对基金经理的投资能力考察开始从个券选择能力向大类资产择时及风险控制能力转变。

笔者认为，除了指数基金等工具型产品之外，主动型产品的投资目标还是要将绝对收益目标放在第一位，因为投资者投资基金的初衷就是希望基金经理可以通过资产组合的动态调整来平滑基础市场波动，以获取一个超越市场基准利率的正收益。况且过去多年的历史数据表明，如果一只基金能够连续三到五年取得一定的正收益，那么这只基金的相对排名也不会差到哪里去。

投资即生活，价值观决定成就

日前看到一篇讨论优秀基金经理的共同特质，笔者颇为认同。文章调研了国内最优秀的一批基金经理发现了他们所具备的一些共同特征，比如独立的决策判断能力、“胆子小”、风险意识强、完整的投研方法论、以及足够正确的价值观等。在笔者看来，这些特质不仅影响基金经理的日常投资，也是一个人生活态度和方式的映射：生活中的自知自信反映到投资过程中是对自己能力边界的清醒认识；生活中的勤勉、自律反映到投资上是对规则的尊重和对微观细节的关注；独立精神和风险意识体现在生活上则是不从众。以上的种种最终会体现在一个人的价值观上，而价值观的不同是决定一个基金经理在市场关键阶段做出不同投资决策的关键。正如我们经常说到的，天赋可以使一个投资经理短期取得靓丽的业绩，但三观才决定其走的有多远。正如文中所写的“善意的策略一定会带来持久的回报，所有的胜利都是价值观的胜利”。🌹





经济稳中承压，操作守攻有度 ——2020 年债券市场展望

文 | 南京银行 资金运营中心 金融市场研究部

摘要

2019年，全球经济面临下行压力，欧日经济持续低迷，美国经济总体缓中有韧性。美联储倾向于2020年保持利率水平不变。美国政府债务水平持续扩大恐在2020年小幅拉低美元。欧元区经济有企稳迹象，欧元2020年可能小幅走升。中美达成第一阶段贸易协议对人民币有支撑。2019年，国内经济继续呈

现供需双双走弱局面。2020年，国内稳增长仍然是政策着眼点，积极财政政策和偏宽松货币政策有望继续推进。2019年，利率债收益率表现出宽幅震荡状态。2020年，经济增速下行的趋势比较确定，但短期内外需不确定性降低，内需在基建和制造业投资的拉动下逐步企稳，经济可能小幅回升，收益率因此可

能表现出前高后低走势，交易盘短期保持谨慎，配置盘逢高介入。信用债交易预期趋于一致，后续配置中应对具有隐性债务置换背景或相关确定性政策的主体予以关注，医药生物和电子、终端消费方面的企业也值得关注，地产则需谨慎介入。

图1：联邦基金目标利率、美国国债收益率和核心PCE增速

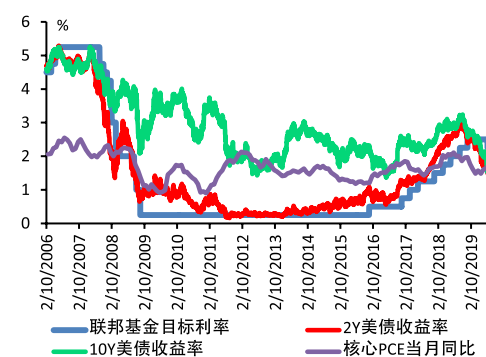
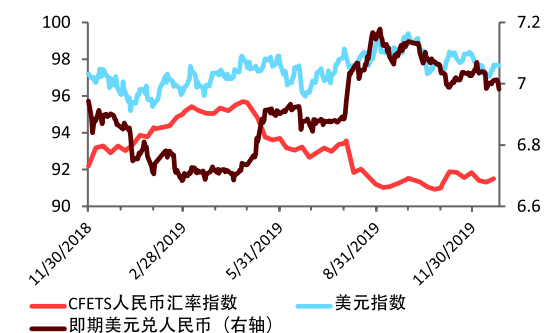


图2：人民币和美元汇率走势



一、海外市场：贸易冲突有所缓和，美欧经济趋于筑底

2019年前三季度，中美贸易冲突持续升级，全球经济面临下行压力，美国经济持续放缓，美国企业资本支出意愿持续下滑，制造业PMI逐步下行至收缩区间，美联储因此在7月开启防御性降息措施。由于减税政策仍有一定支撑，以及美联储的及时降息，美国经济总体缓中有韧性，相对其他发达经济体表现仍较好。2019年全年，美国核心PCE同比增速持续低于2%目标水平，通胀较为疲弱。与此同时，美国就业稳健，零售表现出较强韧性，房屋销售止跌回升。前三季度，欧日经济持续低迷，英国脱欧僵局不断发酵，无协议脱欧风险一度大增，美元因此震荡走强。四季度以后，英国与欧盟一度达成脱欧口头协议，无协议脱欧风险基本排除，英镑大涨，美元受压制而有所走弱。受中美贸易冲突持续升级影

响，3M-10Y美债期限结构一度出现倒挂。后随着美联储三次降息和重新扩表，以及中美贸易冲突出现缓和，美债长端收益率有所回升，美债期限结构稍走陡。美联储12月会议暗示2020年维持利率水平不变，且表示加息门槛很高。中美贸易谈判达成第一阶段协议，美国经济的下行风险减小，预计美联储全年保持利率水平不变。2020年是美国大选之年，众议院已开启对特朗普的弹劾程序，虽然最终很难成功，但可能冲击特朗普的支持率，特朗普能否顺利连任存在较大不确定性。

美国国会通过新的债务上限协议，将财政部发债期限延长至2021年7月底，未来两年美国政府年度赤字预算均突破1万亿美元，政府债务水平进一步扩张对美元可能形成一定拖累。同时美联储表示加息门槛很高，利率水平对美元支撑弱化。但美国经济预计仍会相对其他发达体较好，这对美元有一定支撑。综合来看，预计美元2020年

可能小幅走弱，美债期限结构则会因美国经济的韧性而有所走陡。

欧元区经济疲弱中有企稳迹象，明年有较大筑底可能。欧央行12月维持利率水平不变，并重申维持资产购买（QE）直至下次加息前，预计欧央行明年大概率维持利率水平不变。随着欧元区经济筑底，欧元可能有所走升。英国大选落定，保守党赢得议会多数席位，有序脱欧预计会实现，英镑有一定支撑，但脱欧过程仍然曲折会加大英镑的波动。日本经济持续疲弱，货币政策宽松空间有限，财政再次大力度刺激，全球避险情绪有所降温，日元支撑较弱。

2019年以来，全球贸易冲突四起，新兴市场货币大多有所贬值。中美贸易冲突时而缓和时而升级，人民币双向波动弹性加大，一度贬值破7至7.18。11月以来，随着中美贸易冲突出现实质缓和并达成第一阶段文本协议，人民币再次升至7以下。12月，中美达成第一阶段贸易协议，美国小幅下调对华关税税

图3: GDP增速下降

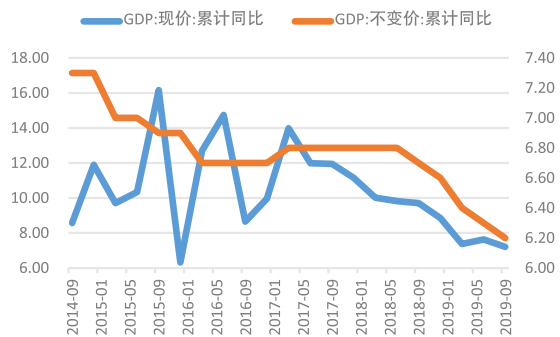


图4: 通胀水平呈现结构性通胀

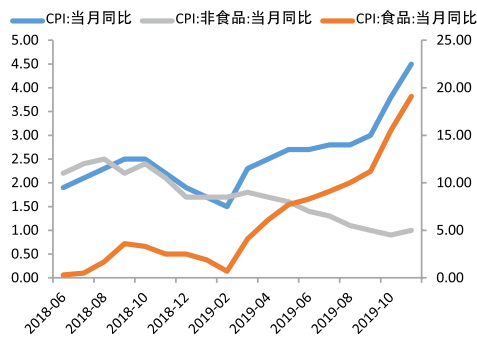


图5: LPR利率和公开市场操作利率

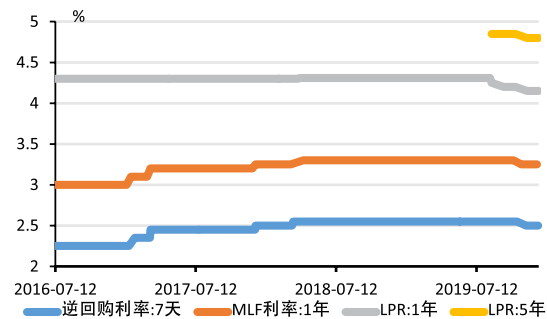


图6: 10年国债收益率曲线年内走势



率，中国则承诺购买美国农产品等商品不少于2000亿美元，并保护知识产权。中美双方第二阶段贸易谈判也计划不久展开，双方有意朝逐步取消关税方向推进。中美贸易冲突迎来实质缓和，人民币支撑力度增强。随着市场预期好转，对外开放度加深，外资会继续有所流入，加之稳外储的需要，以及中美贸易谈判第一阶段协议要求不进行汇率竞争性贬值，人民币总体可能有小幅升值。但美国对华只是小幅取消关税，遏制中国战略意图不变，美国大选过程中对华强硬声音依然会时而出现，中国经济仍面临下行压力，这都制约了人民币升值幅度，人民币预计仍会呈现较强的双向波动性。

二、宏观基本面：外需不确定性降低，内需稳中承压

2019年，国内经济继续呈现供需双双走弱局面，GDP增速下滑加快，实际增速从6.6%下降至

6.2%。需求端，投资、消费和出口三类支出增速均下行。在需求回落的影响下，生产端也走弱，工业增加值累计增速由去年的6.2%下降至5.6%。价格方面则呈现结构性通胀。一方面受猪肉价格大幅上涨推动，CPI同比增速从去年末的1.9%上升至4.5%；另一方面，核心CPI和PPI增速呈现下滑趋势，核心CPI同比增速从1.8%下降至1.4%，PPI同比增速从0.1%下行至-1.4%。

2019年信用环境整体较2018年有所修复，导致经济下行的主要原因是贸易摩擦升级背景下，内外需同步下滑。信用修复方面，2019年全年，社融新增规模稳中有升，社融存量增速企稳略上行，M2增速保持平稳。受基建发力、专项债配套融资政策和地方隐性债务置换的提振，企业中长期贷款在9月之后出现显著扩张，信贷质量呈现结构性改善。固定资产投资小幅下滑。其中，制造业是主要拖累因素，地产投资成为支撑2019年投资增速的主要力量，基建投资从低位逐步回升，但幅度略低于预期。去库存和

民企融资环境较差是导致制造业投资增速下行的主要原因。地产虽维持严控基调，但2019年房地产投资始终保持在10%以上的高增速，主要由于去年大量开工项目陆续推进带动建安投资增长，而代表土地购置的其他费用增速初现较大幅度下行。消费增速下行，主要源于地产严控拖累相关消费、石油价格下降，以及居民收入增速下降。全球经济下行和中美贸易摩擦有进一步升级共同拖累出口增速，新订单指数和新出口订单指数在2019年继续下行，基本处在50%景气线以下，四季度略有回升。

展望2020年，稳增长仍然是政策着眼点，2020年经济和通胀有可能呈现前高后低的走势。2020年是全面实现小康社会和人均收入比2010年翻一番目标的最后一年，是十三五规划最后一年，是三大攻坚战最后一年。12月中央经济工作会议指出2020年的工作重点是“稳字当头”，稳增长的诉求较强。在经济下行压力加大的背景下，基建投资增速2020年有望继续回升。

PSL重新开始投放，后续可能转为助力旧城改造等基建项目。“房住不炒”总基调延续，2020年上半年地产投资仍有竣工支撑，预计缓慢下行；下半年地产投资下行压力较大，或成为拖累明年经济增速的主要因素。制造业或从去库存转向补库存，融资环境或有所改善，明年一季度末制造业投资可能见底回升。地产后周期带来相关消费增强，汽车消费增速也开始从底部回升，地产和汽车对消费的拖累趋弱，消费增速或有回升。中美在12月达成第一阶段协议，并计划逐步降低已加关税，人民币贬值的滞后效应逐步显现，出口增速2020年大概率改善。按照猪肉周期和春节错位效应，2020年1月份大概率为CPI高点，且上半年通胀压力持续，下半年逐步下行。宏观调控政策层面，积极财政政策和偏宽松货币政策有望继续推进。

财政政策方面，中央经济工作会议提出“积极的财政政策要大力提质增效”，2020年赤字率有望提高至3%。自2015年专项债启动

发行以来，专项债净融资量占地方债比重逐年上升，2019年专项债券首次被允许作为符合条件的重大项目资本金，专项债配套融资项目范围进一步扩大，基建类项目的资本金要求有所下调。无论是政策导向还是发行量，专项债都将发挥更大的作用，2020年专项债发行规模预计扩大至3-3.5万亿左右，基建投资面临的资金来源约束明年预计会有较大程度缓解，进而推动基建有较多发力。PSL四季度重新开始投放，后续可能转为助力旧城改造等基建项目。

货币政策方面，2019年延续了偏宽松的货币政策基调，央行两次全面降准、三次定向降准，并改革LPR利率报价机制以引导融资成本下行，MLF利率和逆回购利率被小幅下调，流动性总体偏充裕。央行同时推动金融供给侧改革，5月底包商银行被监管层接管，同业刚兑被打破，银行主动负债水平也有所回落。由于经济仍面临下行压力，2020年积极财政发力，需要较为宽松的货币政策配合。中央经济工作

会议要求货币政策“灵活适度”，保持流动性合理充裕，继续降低实体经济融资成本。加之金融供给侧改革和金融监管持续推进，金融体系阶段阵痛需要一定的政策维稳，结构性通胀和人民币汇率总体稳定对货币政策制约较小，美联储三次降息且有意维持利率水平不变增加了国内货币政策宽松的空间。预计2020年货币政策仍然维持偏宽松基调，边际放松存较大可能，大概率数次降准和继续小幅下调公开市场操作利率。

三、利率债：交易盘短期保持谨慎，配置盘逢高介入

2019年，利率债收益率表现出宽幅震荡状态，震荡中枢整体下行。其中10Y国债的震荡区间为3.0%-3.43%，10Y国开债的震荡区间为3.45%-3.87%。

利率债第一次调整是在4月份，主要受一季度经济数据较好、货币政策边际收紧影响。随后5月

发生包商事件，经济数据也重新下行，流动性再度宽松，叠加中美关税加征，收益率再度下行至前期低点以下。进入9月份，由于CPI增速回升至3%以上，且经济略有企稳迹象，引发市场对货币政策收紧担忧，收益率重新上行。11月央行调降MLF、OMO政策利率，推动收益率再次下行。2019年国债收益率曲线整体经历了从牛平到熊陡又再度牛平的过程。至12月，利率债收益率所处分位数基本处于较低位置，国债和政金债收益率基本处于20%-40%的历史分位数水平，中

长端所处分位数相对更低，收益率曲线较为平坦。国开债各期限隐含税率分化加大，1年、3年期隐含税率压缩至历史低位。

2020年，影响利率债市场的利多因素主要包括三方面：第一，经济下行趋势未变。从美国和日本经验看，经济潜在增速与劳动人口增速成正比。而我国劳动人口增速自2014年以来开始下降，向后看在新的经济发展驱动力出现之前，经济潜在增速继续下行的趋势未变，这使得利率下行的趋势也较为确定。第二，债券收益率相对吸引

力仍然较强。2019年以来随着发达经济体货币政策再度宽松，负利率债券规模继续扩大。而中国债券收益率相对而言仍然较高，中美利差维持在较高水平，境外机构有望继续增持。第三，国内配置力量。2020年为资管新规过渡期最后一年，银行理财或对老产品进行处理，同时非标资产陆续到期，在资管新规对期限错配的严格限制下，银行理财资产欠配，对债券的需求或有上升。

2020年，影响利率债市场的利空因素主要包括五方面：第一，

政策稳增长诉求较强，逆周期调节政策或加码。由于2020年是全面实现小康社会、十三五规划最后一年，政策对稳增长的诉求较强，为对冲经济下行压力，可能采取更加积极的宏观调控政策，对债券市场形成利空。第二，短期内经济增速可能小幅回升。尽管利率长期下行的趋势较为确定，但短期内，由于基建投资持续回升、制造业投资在库存周期拉动下低位企稳，地产投资韧性较强，明年上半年经济可能出现小幅回暖，对债券市场形成利空。第三，通胀维持在高位，对货币政策形成干扰。从猪肉周期看，CPI高位预计延续至二季度。虽然货币政策的重心为经济基本面，但为防止通胀预期扩散，货币政策宽松空间有限。第四，外需不确定性下降。一方面中美贸易协议签订后，已加征的关税可能逐步降低，另一方面发达经济体在预防式宽松的刺激下，经济可能逐步企稳。第五，一季度债券供给压力较大。2020年地方债额度已部分提前下发，为配合积极的财政政策，明年赤字率和专项债额度可能扩大。按照2019年发行节奏，一季度地方债供给压力较大。

向后看，经济增速下行的趋势比较确定，但短期内外需不确定性降低，内需在基建和制造业投资的拉动下逐步企稳，经济可能小幅回升。通胀也维持在高位，货币政策放松的可能性较小。下半年地产投资的不确定性较大，由于销售和土地购置增速较低，可能推动下半年地产投资走低，进而促使货币政策进一步放松。整体而言，短期内建议交易盘保持谨慎，配置盘可在

利率调整至前期高点附近时逐步建仓，久期控制在中短端，品种上5年期政金债税后收益相对更高。若市场情绪较差，可利用IRS或国债期货对冲利率上行风险，下半年重点关注地产投资下行的拐点。

四、信用债：交易预期一致，确定性主体可配置

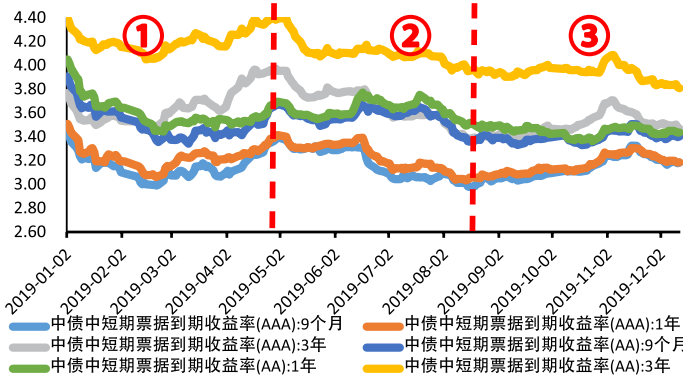
2019年，信用债历经基本面、事件、流动性等多重因素驱动，表现亮眼。总体来看，虽然有包商事件等阶段脉冲的影响，但由于宽货币+宽信用的政策叠加，信用债整体走出收益率下行、利差压缩的态势。至12月，信用利差已至历史偏低水平，期限利差则变化不大，信用债主体资质分化加剧，民企评级下调情况延续。由于违约主体增加、违约方式进一步多样化，机构对于择券的预期趋于一致，偏向于产业龙头和隐性债务置换下的城投。与2015年那一轮隐性债务置换

有所不同，本轮隐性债务置换本质上是在用时间换取空间而非兜底，在实际操作中，当地银行也并非一味接盘置换。

由于市场偏好有资产、有政策，以及区域龙头平台，后续配置中应对具有隐性债务置换背景或相关确定性政策的主体予以关注。产业债方面，地产不仅是周期性行业，也是政策敏感型行业，在融资渠道收缩大背景未改变情况下，建议谨慎介入；根据偿债能力分析，建议关注医药生物和电子、终端消费方面的企业。此外，包商事件后，中小银行流动性和资本补充均受到较大考验，尽管各项补充工具在发行端渠道已经打通，但在认购端仍面临市场分层定价的问题。因此在充分评估银行资产质量、监管指标及地区财力的情况下，可关注中小银行同业存单、资本补充工具等金融类债券的配置价值。☞



图7：AAA和AA等级关键期限收益率走势



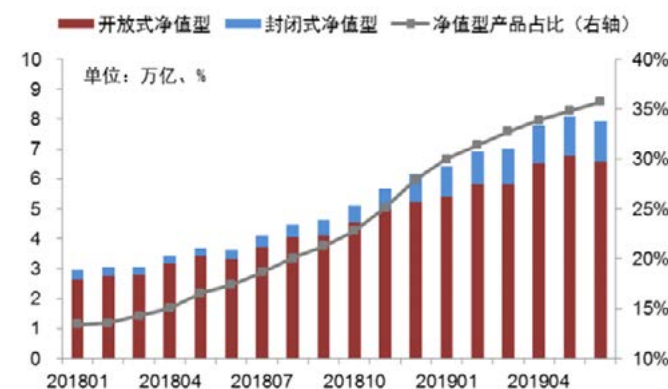
现金管理类产品纳入统一监管 将推动收益率下行

文 | 《固定收益》编辑部

2019年12月27日，银保监会、人民银行发布《关于规范现金管理类产品管理有关事项的通知（征求意见稿）》（以下简称《通知》），对现金管理类产品提出具体监管要求，确立货基产品与类货基产品的统一监管框架。本文拟在《通知》的基础上，探讨货基与类货基的统一监管，将令资管行业发生何种变化？对债市产生什么影响？



图1：非保本净值型理财产品存续余额与占比情况



数据来源：《中国银行业理财市场报告（2019年上半年）》

监管现金管理类产品用意何在

自资管新规、理财新规等监管文件落地后，银行理财面临较大转型压力，而现金管理类产品既符合资管新规的要求，又契合银行在流动性管理、债券投资等方面的传统优势，能满足银行主流客户对低风险的需求，因此迅速成为理财转型的重要方向。商业银行纷纷推出自己的现金管理类产品，其产品结构、期限、估值、流动性等方面具有明显优势，对货基形成正面冲击。

银行业理财登记托管中心发布的《中国银行业理财市场报告》显示，截至2019年6月，银行非保本理财产品4.7万只，存续余额22.18万亿元；其中净值型非保本理财产品存续余额7.89万亿元，同比

增长4.3万亿元，增幅118.33%（图1）。净值型产品占全部非保本理财产品存续余额的35.56%。

随着现金管理类产品的快速扩张，监管尺度不一、期限不匹配等问题日益突出，部分机构的资产组合中纳入长久期、低评级信用债，增加了流动性管理的难度，一旦遭遇大规模赎回容易引发流动性风险。此外，在摊余成本法估值下，一旦出现下跌，持有长久期债券品种的产品很可能出现较大的负偏离，对投资者利益和管理机构的自身资本造成影响。

华泰证券研究所副所长、总量组负责人、固定收益首席分析师张继强指出，现金管理类产品与货基本质上并没有区别，均属于影子银行体系，由此货基具备的风险，现金管理类产品也具备，尤其流动性风险、巨额赎回风险，且其加剧了银行负债脱媒。货基自2016年2

月《货币市场基金监督管理办法》开始，投资范围等便受到严格限制，而现金理财类产品一直仅遵循普通理财的监管要求——对两者监管的标准不一致容易产生监管套利等诸多风险。《通知》的出台将现金管理类产品与货基纳入统一监管的框架，有利于削弱其影子银行的特性。

新规要点

《通知》明确现金管理类产品的定义，指仅投资于货币市场工具，每个交易日可办理产品份额认购、赎回的商业银行或银行理财子公司理财产品。在产品名称中使用“货币”、“现金”、“流动”等类似字样的理财产品视为现金管理类产品。这与货基的定义保持一致。

整体而言，《通知》的内容与货基监管标准基本保持一致，在投资范围、投资集中度、产品流动性和杠杆、认购赎回、销售管理、估值方法等方面进行了严格规定（表1）：

投资范围从原来的无明确规定到限定为现金类和AA+以上的高等级债券；投资集中度适用“双10%”限制，与货基保持一致；进一步明确了对资产久期和流动性资产占比的规定；杠杆比例从140%下调至120%；明确每个交易日都可以申赎，同时规定单个投资者在单个销售渠道持有的单只产品单个自然日的赎回金额设定1万元的上限，以避免巨额赎回带来的流动性冲击；将偏离度限制在影子定价方法下的0.25%-0.5%，并给出明确的

措施，有利于降低组合风险，能够保证产品的估值与市值基本同步，符合净值化大趋势的思想，也能避免损伤持有人利益。

从长远看，新规的出台有利于提升现金管理类产品投资资产的流动性，限制其投资于低流动性资产，降低期限错配的风险。

影响和冲击

不难看出，《通知》对现金管理类产品的投资范围过于笼统宽泛的问题有的放矢地进行规范，致力于纠正现金管理类产品通过信用下沉、加久期、投资非标等手段抬高收益率以吸引客户的做法。

其一，未来现金管理类产品

的收益率将进一步下滑。由于现金理财类产品在投资范围、资产久期、组合期限、杠杆和流动性等要求上全部参照货基，原先资质下沉、期限错配的优势不再，这会带来现金管理类产品收益率的进一步降低，与货基形成公平竞争的格局。

其二，按要求存量产品应在一年过渡期内整改完毕，处置资产或引发市场波动。一方面，非标、长久期信用债、利率债、二级资本债、信托计划等将面临需求减弱的压力；以信用债为主的债市将不得不面对波动和摩擦成本的抬升，期限利差和信用利差面临走阔风险。另一方面，在新规的管理框架下，新增现金理财有望更多流向高等

级、短久期的信用债。

其三，对现金管理类产品实行“T+0赎回提现”实施1万元的限额管理，将大大降低巨额赎回产生的风险，但同时也会降低客户体验，制约现金管理类产品规模的增幅。当前主流现金管理类产品赎回上限为5万元。

其四，规模方面，“产品的月末资产净值合计不得超过风险准备金月末余额的200倍”，意味着现金管理类理财不可能无限制增长，未来增速或将明显放缓。

其五，随着现金管理类产品的整改，银行理财也将再次面临转型压力。从中长期来看，新规对机构创设多样性的净值型产品的能力提出了更高要求。🔴

表1：现金管理类产品监管规则前后对比

条款	新规前	新规后
估值方法	（一）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。 （二）如果偏离5%或以上的产品数超过所发行产品总数的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。	（一）组合偏离度达到-0.25%，应当在5个交易日后将负偏离度绝对值调整到0.25%以内； （二）组合偏离度达到-0.5%，应当采取相应措施，将负偏离度绝对值调整到0.5%以内； （三）组合偏离度达到+0.5%，应当暂停接受认购并在5个交易日内调回。
风险准备金	无明确要求。	产品的月末资产净值合计不得超过风险准备金月末余额的200倍。
投资范围	（一）债券：国债、地方债、央票、政府机构债券、金融债、公司信用类债券、在银行间市场和证券交易所发行的资产支持证券； （二）货币市场工具：银行存款、大额存单、同业存单； （三）其他债权类资产； （四）公募证券投资基金； （五）以及公务员银行业监督管理机构认可的其他资产。	（一）现金； （二）期限在1年以内（含1年）的银行存款、债券回购、中央银行票据、同业存单； （三）剩余期限在397天以内（含397天）的债券、在银行间市场和证券交易所市场发行的资产支持证券； （四）国务院银行业监督管理机构、中国人民银行认可的其他具有良好流动性的货币市场工具。
投资负面清单	（一）固收类产品投资于存款、债券等债权类资产的比例不低于80%； （二）全部理财产品投资于非标债权的余额在任何时点均不得超过理财产品净资产的35%，也不得超过本行上一年度审计报告披露总资产的4%； （三）不得直接或间接投资于本行信贷资产、银行理财产品、本行发行的次级档信贷ABS； （四）面向非机构投资者发行的理财产品不得直接或间接投资于不良资产、不良资产支持证券； （五）不得直接或间接投资于由未经金融监管部门许可设立、不持有金融牌照的机构发行的产品或管理的资产。	（一）股票； （二）可转换债券、可交换债券； （三）以定期存款利率为基准利率的浮动利率债券，已进入最后一个利率调整期的除外； （四）信用等级在AA+以下的债券、资产支持证券； （五）国务院银行业监督管理机构、中国人民因禁止投资的其他金融工具。
投资集中度	（一）单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，不得超过理财产品净资产的10%； （二）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，不得超过其总市值的30%； （三）全部理财产品持有单只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%。	（一）每只产品投资于同一机构发行的债券及其作为原始权益人的资产支持证券的比例合计不得超过该产品资产净值的10%，投资于国债、中央银行票据、政策性金融债券的除外； （二）每只产品投资于所有主体信用评级低于AAA的机构发行的金融工具的比例合计不得超过该产品资产净值的10%，其中单一机构发行的金融工具的比例合计不得超过该产品资产净值的2%； （三）每只产品投资于固定期限银行存款的比例合计不得超过资产净值的30%；投资于主体信用评级为AAA的同一商业银行的银行存款、同业存单占净值的比例合计不得超过10%； （四）全部现金管理类产品投资于同一商业银行的存款、同业存单和债券，不得超过该商业银行最近一个季度末净资产的10%； （五）商业银行、银行理财子公司现金管理类产品拟投资于主体信用评级低于AA+的商业银行的银行存款与同业存单的，应当经本机构董事会审议批准，相关交易应当事先征得托管机构的同意，并作为重大事项履行信息披露程序。



组合期限	无明确要求。	（一）前 10 名份额 < 20%，平均剩余期限不得超过 120 天，平均剩余存续期不得超过 240 天； （二）前 10 名份额 ≥ 20%，平均剩余期限不得超过 90 天，平均剩余存续期不得超过 180 天； （三）前 10 名份额 ≥ 50%，平均剩余期限不得超过 60 天，平均剩余存续期不得超过 120 天。
流动性	（一）开放式理财产品所投资资产的流动性应当与投资者赎回需求相匹配，确保持有足够的现金、活期存款、国债、中央银行票据、政策性金融债券等具有良好流动性的资产； （二）开放式公募理财产品应当持有不低于该理财产品资产净值 5% 的现金或到期日在一年以内的国债、中央银行票据和政策性金融债券。	（一）每只现金管理类产品持有不低于该产品资产净值 5% 的现金、国债、中央银行票据、政策性金融债券； （二）每只现金管理类产品持有不低于该产品资产净值 10% 的现金、国债、中央银行票据、政策性金融债券以及五个交易日内到期的其他金融工具； （三）每只现金管理类产品投资到期日在 10 个交易日以上的债券买入返售、银行定期存款（含协议约定有条件提前支取的银行存款），以及资产支持证券、因发行人债务违约无法进行转让或者交易的债券等由于法律法规、合同或者操作障碍等原因无法以合理价格予以变现的流动性受限资产，合计不得超过该产品资产净值的 10%。
杠杆要求	不超过 140%	不超过 120%，发生巨额赎回、连续 3 个交易日累计赎回 20% 以上或者连续 5 个交易日累计赎回 30% 以上的情形除外。
申赎规则	（一）商业银行应当加强对开放式公募理财产品认购环节的管理，合理控制理财产品投资者集中度，审慎确认大额认购申请，并在理财产品销售文件中对拒绝或暂停接受投资者认购申请的情形进行约定。 （二）当接受认购申请可能对存量开放式公募理财产品投资者利益构成重大不利影响时，商业银行可以采取设定单一投资者认购金额上限或理财产品单日净认购比例上限、拒绝大额认购、暂停认购等措施，切实保护存量理财产品投资者的合法权益。 （三）在确保投资者得到公平对待的前提下，商业银行可以按照法律、行政法规和理财产品销售文件约定，综合运用设置赎回上限、延期办理巨额赎回申请、暂停接受赎回申请、收取短期赎回费等方式，作为压力情景下开放式公募理财产品流动性风险管理的辅助措施。商业银行应当按照理财产品销售文件中约定的信息披露方式，在 3 个交易日内通知投资者相关处理措施。 （四）本办法所称巨额赎回是指商业银行开放式公募理财产品单个开放日净赎回申请超过理财产品总份额的 10% 的赎回行为，国务院银行业监督管理机构另有规定的除外。	（一）当日认购的现金管理类产品份额应当自下一个交易日起享有该产品的分配权益；当日赎回的现金管理类产品份额自下一个交易日起不享有该产品的分配权益，国务院银行业监督管理机构认定的特殊现金管理类产品品种除外。 （二）在满足相关流动性风险管理要求的前提下，当现金管理类产品持有的现金、国债、中央银行票据、政策性金融债券以及 5 个交易日内到期的其他金融工具占产品资产净值的比例合计低于 5% 且偏离度为负时，商业银行、银行理财子公司应当对当日单个产品投资者申请赎回份额超过现金管理类产品总份额 1% 以上的赎回申请征收 1% 的强制赎回费用，并将上述赎回费用全额进入该现金管理类产品财产。 （三）为公平对待不同类别产品投资者的合法权益，商业银行、银行理财子公司应当在现金管理类产品的销售文件中约定，单个产品投资者在单个开放日申请赎回份额超过该产品总份额 10% 的，商业银行、银行理财子公司可以采取延期办理部分赎回申请或延缓支付赎回款项的措施。 （四）商业银行、银行理财子公司应当审慎设定投资者在提交现金管理类产品赎回申请当日取得赎回金额的额度，对单个投资者在单个销售渠道持有的单只产品单个自然日的赎回金额设定不高于 1 万元的上限。

资料来源：《货币市场基金监督管理办法》、《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》、《关于进一步规范货币市场基金互联网销售、赎回相关服务的指导意见》、《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知（征求意见稿）》



鑫元基金携手鑫沅资产

捐赠100万元
助力抗击疫情

风雨同鑫
共克时艰

向奋战前线的白衣天使致敬



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：shiyanyxia@xyamc.com