

# 固定收益

XINYUAN FIXED INCOME

19

2020年9月第十九期  
www.xyamc.com

- 🌀 中短债基金的长期配置价值
- 🌀 “内循环为主，双循环发展”背景下的资产配置
- 🌀 鑫元基金丁玥：研究创造价值
- 🌀 那些年他们买过的地产债
- 🌀 债券纠纷处置要点评析——以最高院《关于审理债券纠纷相关案件的座谈会纪要》发布为契机
- 🌀 鑫元基金王美芹：债打底、股增强、新股添收益 打造“固收+”精品



鑫元基金  
XINYUAN ASSET MANAGEMENT

# 固定收益

XINYUAN FIXED INCOME

(第十九期)

## 基金销售新规下的新机遇

新基金发行总规模跨越2万亿元大关、创出历史最高值的今年，公募基金行业再迎大消息。证监会近日发布《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》及配套规则（以下简称《销售办法》），自2020年10月1日起施行。

《销售办法》直击沉疴，针对尾随佣金比例上限等方面做出了细致规定，给现行的基金销售市场，无疑将带来翻天覆地的变化。《销售办法》还特别强调基金销售机构需要完善基金销售业务内部考核机制，将基金销售保有规模、投资人长期投资收益等纳入分支机构和基金销售人员考核评价指标体系，并加大对存量基金产品持续销售、定期定额投资等业务的激励安排，坚持以投资者利益为核心和长期投资的理念。这将有利于平衡基金销售机构与基金公司的长期利益，基金公司有望获得长期发展的基础支撑。

打铁还需自身硬。在赚钱效应驱使下，绩优基金经理发行的新基金自然受到投资者热捧。今年新基金发行突破2万亿元的最大推动力正是最能“赚钱”的股票型和混合型基金等权益类基金。数据显示，截止8月27日，权益类基金整体发行达到12491.5亿元，占比达65%。这还是多只爆款基金“无奈”比例配售之后的数据。随着公募基金的长期赚钱效应显现，“炒股不如买基金”的理念也为更多的投资者所接受。正是基于此大背景，鑫元安鑫回报混合型基金全国热销当中，鑫元基金将发挥自己在“固收+”领域“擅守”、“能攻”的优势，力争以优秀的业绩回馈持有人的信任。

根据中国基金业协会日前发布的数据显示，截至今年7月底，公募基金总净值规模已达17.69万亿元，与去年底相比增长了2.92万亿元。规模创历史新高之际，《销售办法》的出台，更是整个基金行业正本清源、获得二次发展的良机，公募基金在资本市场的话语权有望再次复兴，鑫元人愿与您一同参与和见证。



### 目录

2020年9月 第十九期

# CONTENT

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

**编辑部**

王海燕 丁玥 卢林 陈楠  
王美芹 陈令朝 郑文旭 蒋光祥  
雷孟妮 施艳霞 姜潇潇

**视觉设计** 吴晶晶 沙勇兵 阳婵

**项目协调** 施艳霞

**内容合作** 环讯传媒

### 卷首语

01 基金销售新规下的新机遇

### 04 固收动态

### 鑫元看市场

06 2020年半年度回顾与展望

### REITs

12 一图看懂公募REITs

16 公募REITs启航带来哪些新机会

### 聚焦

22 市场波动加剧 “固定收益+”再受追捧

25 中短债基金的长期配置价值

### 机构

28 浅析违约债券的处置与转让

33 “内循环为主，双循环发展”背景下的资产配置

### 人物

36 鑫元基金丁玥：研究创造价值

### 信用研究

40 那些年他们买过的地产债

### 声音

50 债券纠纷处置要点评析——以最高院《关于审理债券纠纷相关案件的座谈会纪要》发布为契机

### 宏观

56 中资美元债回顾与展望

66 对《标准化债权类资产认定规则》的解读

### 产品动态

71 鑫元基金王美芹：  
债打底、股增强、新股添收益 打造“固收+”精品

# NEWS

## 固收动态

1

至8月4日，中美利差攀升至超240基点的历史高位，美债实际收益率（扣除通胀）跌至-1.02%，再创历史新低。同时，美元指数跌至93.4附近，创2年新低。

**专家点评：**在此情形下，人民币债券、A股等新兴市场股债，以及金银正成为全球大类资产配置的重点。国际机构逐步转向新兴市场寻求收益，对人民币债券的增配幅度在全市场排名第一；今年收益称冠全球的A股更吸引外资持续增配；黄金2018年11月以来大涨超50%，现货黄金史上首次升至2000美元/盎司上方；近期白银开始追赶，这一趋势仍在持续。

国务院印发《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》，制定出台财税、投融资、研究开发、进出口、人才、知识产权、市场应用、国际合作等八个方面政策措施，大力培育集成电路和软件领域企业。

**专家点评：**《政策》体现了国家大力培育集成电路、软件企业的决心，将显著加强产业的专业化建设。



2

人民银行8月3日召开2020年下半年工作电视会议提出，下半年，坚定不移推动金融业稳妥有序开放。积极稳妥推进人民币国际化和资本项目可兑换，统一债券市场对外开放外汇管理政策。

**专家点评：**统一债券市场对外开放外汇管理政策，一方面是将外汇市场和债券市场的监管规则相统一，进一步便利境外投资者通过外汇兑换等手段投资债市，提供更多外汇对冲渠道；另一方面，外汇市场的培育、推进人民币资本项目可兑换，也有赖于股票、债券等市场的开放。



3



4

7月29日，大连商品交易所发布通知，推出国债作为保证金业务。

**专家点评：**引入国债作为商品期货保证金，可进一步丰富期货保证金形式、降低交易成本、提升运行效率，有助于吸引持有国债现券的机构投资者积极入市，同时也大幅增加了国债期货的分量。国债期货市场有望迎来更多中长期资金。

在中国证监会的统一部署下，7月30日，上交所、深交所分别发布《关于开展公司债券置换业务有关事项的通知》。

**专家点评：**自2019年末监管出台相关政策支持通过置换方式处置风险债券以来，我国债券市场已有3例债券置换业务尝试，《通知》依据现有法律法规，从业务内容、操作原则、信息披露等方面对债券置换业务进行了规范，将进一步丰富债券风险管理工具，有助于通过多元化市场化方式化解债务风险。

5



6

根据Tradeweb的数据，截至7月底，负收益率的英国国债规模已上升至约1.33万亿英镑，占英国国债市场总值近2.5万亿英镑的53%。同时，欧元区负收益率政府债券升至568万亿欧元，约占总市场规模8.7万亿欧元的65%。

**专家点评：**欧美负利率债市扩容成为今年以来全球负利率债市走高的缩影。如今全球债市中，只有3%的可投资债券收益率超过5%——该比例接近历史最低值。今年以来，新冠疫情不仅对全球卫生安全带来挑战，也引发投资者对经济持续低迷的恐慌和担忧，市场避险情绪走高是负利率债市扩容的主要原因。但这种负利率债券以及低利率债券“横行”，对全球金融市场以及世界经济究竟是福是祸还需进一步研判。

中债登数据显示，7月银行间债券市场中的“其他类型机构”持有的国债规模大幅增长19649亿元，远超历史水平。

**专家点评：**综合券商分析，撇除人行增持的猜想，最大机会在海外央行类机构通过人民银行代理购买国债，也可能是中债登未披露的其他机构在增持，至于调整统计口径或注资中小银行的可能性则较微。

7



# 2020 年半年度回顾与展望

文 | 鑫元基金宏观分析师 董大伟



一场疫情以及随之而来的一系列应急反应和政策应对，都在过去近半年的时间里持续影响着经济活动。毫无疑问，疫情是2020年上半年的主题，从1月23日武汉封城开始，随之而来的中国经济活动遭受巨大中断，之后是欧亚各地陆续开始爆发出新冠病例，进而大范围蔓延至全球。根据WHO统计，截至6月14日，累计确诊7633886例，累计死亡426317例，6月以来每日新增基本在10万以上，6月13日新增创新高（142672例）。6月中旬，北京又出现本地新增病例，且均与“新发地”有关，使得疫情再度受到高度关注，市场人士开始担心国内疫情二次爆发。

## 一、市场回顾

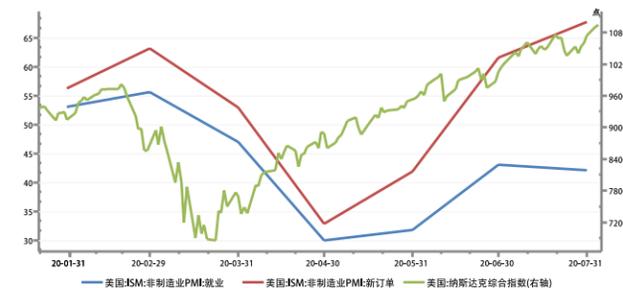
在疫情肆虐和经济活动遭受巨大冲击的同时，金融市场也迎来了大幅波动。先是疫情爆发初期，武汉封城的当天，国内股票市场大幅下挫。在之后的春节期间，疫情的负面冲击体现得淋漓尽致，地方政府处理不当使得这一局面进一步恶化。节后开盘第一天，股票市场3000多家公司股票以跌停收市，十年期国债收益率由节前的2.99%的水平跳跌至2.82%。在此之后，股票市场连续上涨，期间伴随着疫情逐步得到控制的消息以及大幅宽松政策的刺激，两个星期左右的时间，上证指数上涨10%，而创业板指数的涨幅则高达27%，之前严重泡沫化的板块进一步泡沫化。如果说在此之前，疫情的影响还局限于国内，海外金融市场对此的感受并不深刻，那么在此之后，海外市场的历史性波动则表明，全球市场参与者对于疫情的深切担忧以及市场本身的脆弱性。自2月19日开始，全球资本市场的中心美国股票市场开始连续下跌，在2月下旬的一周时间左右，美国道琼斯指数下挫13.3%，之后在政策刺激作用下短暂回升一周后，由于能源市场主要玩家在减产问题上谈判破裂叠加疫情进一步蔓延和市场本身的脆弱性，美国股票市场开始陷入崩盘的状态，两个星期的时间，道琼斯指数下跌幅度达到28%，期间几度出现历史罕见的熔断。外围市场大幅崩盘的影响叠加市场本身的极度泡沫化，国内金融市场也大幅下挫。

熟悉我们的投资者一定都知道，自去年下半年以来，我们一直

将当下的经济结构和总量表现及金融市场的发展与2015年的经济情景进行比较，并提出，“无论是经济状况，经济结构，政策意图还是市场表现，当下各个方面均可以看作是2014年至2015年历史的重演”，同时在这个基础上对大类资产市场展望提出这样的设想，即“股票市场会不会再次重演2015年年初至2015年年中的暴走泡沫化状态，债券市场会不会在阶段性震荡调整后再次走向历史纪录低位，商品市场会不会再次步入至暗时刻”。从事后的表现来看，无论是股票市场、商品市场还是债券市场似乎都是按照类似的剧本在上演，这里面不得不承认的是，疫情扮演了重要的催化作用，甚至于可以说，疫情在里面发挥了决定性作用的角色，然则其于我们的判断而言，更多是强化和证实。在3月中旬美股连续熔断崩盘下跌后，我们根据海外主要经济体的政策应对，提出一个重要的判断，“更为宽松的政策和更低的利率水平会为未来的风险资产投机创造良好的环境，在这个意义上，我们建议积极关注当下的市场调整机会”，在这个基础上，金融市场

与实体经济的失衡将更加严重。从实际市场表现来看，主要的风险资产在触底以后连续上涨，美国纳斯达克指数甚至创历史新高，而实体经济的表现则依然相当疲弱，金融市场与实体经济的失衡再一次体现得淋漓尽致。

在关注金融市场的表现之余，我们也注意到海外的社会动态，由美国黑人乔治弗洛伊德之死引发多国民众对种族主义等问题的不满，反种族歧视示威浪潮席卷法国、荷兰、英国和澳大利亚等国。一直跟踪我们观点的投资者一定知道，自2018年年底，我们在理解国内外的政策调整、经济社会发展和金融市场波动时，一直是采取一个简单的“被压制的违约率、被压制的波动率、被沉默的大多数”框架，这一点在《大曰逝 逝曰远 远曰返》一文中已经有清晰的阐述，这里也不再赘述。正是基于我们对于全球资本主义生产方式内在矛盾的分析的基础，我们可以相当从容地评价海内外经济体所进行的结构调整的效果、影响及潜在的金融市场表现。



数据来源: Wind

## 二、国内经济发展状况与政策基调

回到实际经济发展来看，我们注意到，国内的经济状况方面，在疫情带来的巨大冲击以及随后的修复过程中，经济总量数据方面都是大幅回落后的逐级修复状态，在这个过程中，逆周期宏观经济政策的作用功不可没。需要提及的是，本轮复苏的主要动力依然是基建与地产投资的贡献，经济增长模式并没有发生根本性的变化。

面对沉重的经济下行压力，政策层在两会上对今年的政策基调是，不再提出全年经济增速具体目标，主要因为全球疫情和经贸形势不确定性极大，主要目标转向优先稳就业保民生，坚决打赢脱贫攻坚战，全力实现建成小康社会目标任务，城镇新增就业900万以上，城镇调查失业率6%左右，城镇登记失业率5.5%左右，居民消费价格涨幅3.5%左右，进出口促稳提质，国际收支基本平衡；居民收入增长与经济增长基本同步；现行标准下农村贫困人口全部脱贫、贫困县全部摘帽；重大金融风险有效防控；单位国内生产总值能耗和主要污染物排放量继续下降，努力完成“十三五”规划目标任务。在具体

部署方面上，财政政策基调仍然是更加积极有为，货币政策基调仍然是更加灵活适度，就业政策方面则是要全面强化，财政、货币和投资等政策要聚力支持稳就业。

在刚刚结束的陆家嘴金融论坛上，中国金融领域的主要决策人员都有发言，郭树清主席的讲话谈了很多，主要是疫情对中国经济的影响以及金融部门积极支持实体经济应对疫情措施，并对国内下一阶段金融领域如何支持实体经济做出了几个方面的要求。另外，郭树清主席对海外大型经济体的政策操作也表达了担忧之情，毕竟这种做法的负面效应显而易见，并明确提出，“中国十分珍惜常规状态的货币财政政策，我们不会搞大水漫灌，更不会搞赤字货币化和负利率。”最后，郭树清主席对下一阶段中国金融领域的改革方向和前景做出了阐述，即“在金融领域我们将一如既往、坚定不移深化改革，扩大开放。努力营造市场化、法治化、国际化的营商环境，完善配套法规制度和金融基础设施建设。鼓励中外机构在产品、股权投资、公司治理和人才培养等方面开展合作，提高外资参与中国市场的深度。稳步推进人民币国际化，逐步拓展计价结算、交易和储备功

能，提高人民币可自由使用程度。支持区域金融改革开放，特别是上海自贸区先行先试。香港作为国际金融中心，具有独特的优势和丰富的经验积累，完全有能力继续发挥更大的作用。目前，上海正在努力推进国际金融中心建设，沪港两地可进一步加强互动交流，相互促进提升。我们也将与香港金融管理部门保持密切沟通，为进一步巩固香港国际金融中心地位、深化两地金融合作创造更加有利条件”

相较而言，易纲行长的讲话内容比较简略，主要集中在两个方面，一个方面是建设上海国际金融中心的五个方面的进展，一个方面是适度灵活货币政策的操作情况。对于郭树清主席的讲话，我们关注两点，一个是当下的政策方向，一个是未来的体制发展方向。政策方向已经讲得比较明确了，不会效仿美国的做法，即“大水漫灌、赤字货币化和负利率”。体制方向也比较明确，更加市场化和改革的取向。就第一点而言，从5月份以来人民银行边际转紧的货币政策态度中可以明确地看出（直接后果是债券市场收益率的抬升和债券融资量的下滑），货币政策制定者仍然希望保留货币政策的操作空间。对此，我们认为，人民银行的主观意

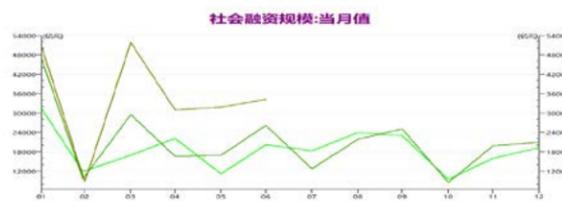
愿是希望保持一定的主动权，预留货币政策空间。就第二点而言，我们认为，这一方向在2018年以来已经相当明确，也就是我们之前在《大曰逝 逝曰远 远曰反》中反复提及的系统切换的内容，“可以毫不夸张的讲，我们正处于一个系统切换期，经济增长模式上必须从之前的出口导向上杠杠到向创新降杠杠切换，国家总体经济体的进一步扩大和人民收入水平的进一步上升不能再依靠其他国家进口规模的进一步上升，而应该更多地转向内部消费市场的扩大，经济增长的内部结构要更多地强调从供给函数的土地、劳动力、资本和技术等生产要素的提质增效上下功夫，而不能一味地依靠政策刺激总需求层面上着力。与之相对应的是，金融市场的融资模式必须由间接融资为主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（而这又需要负责任的财政决策和约束），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”。在这个基础上，未来中国金融版图上各家金融机构的命运如何，取决于这些金融机构的战略制订和执行情况。

对于易纲行长的讲话内容，我们主要关注第二部分的“我们通过利率市场化改革，引导市场利率持续下降，推动金融部门向企业合理让利，着力缓解融资贵的问题。今年以来，金融部门向企业让利主要包括三块：一是通过降低利率让利，二是通过直达货币政策工具推动让利，三是银行减少收费让利，预计金融系统通过以上三方面将在今年全年为企业让利1.5万亿”和第三部分的“我们通过加大银行不良贷款核销处置力度，解决金融支持实体经济的可持续问题，在金融发展的情况下我们一定要解决好可持续的问题。在疫情的冲击下，银行不良贷款会有所增加，因此加大不良贷款的处置力度是增强银行支持实体经济可持续的重要措施，也是金融部门承担实体经济成本，对实体经济的贡献”。其实这两个部分的内容可以归类为一点，那就是金融部分向实体经济的让利。众所周知，在过去的发展模式中，金融行业和地产行业是最盈利的两个行业。在当前这种严酷的经济环境下，财政资源和减税降费力度有限的情况下，过去金融行业那种躺着赚钱的日子（刚兑环境）当然是一去不返了，接下来的“降低利率让利，直达货币政策工具推动让利，银行减少收费让利”和“加大不良贷款的处置力度”将进一步恶化银行业的经营环境。

## 三、海外主要经济体政策基调

海外央行货币政策动态方面，6月17日，美联储主席鲍威尔出席参议院银行委员会视频听证会，就美联储半年度货币政策报告作证词。鲍威尔在发言中重申，会将利率维持在零附近，直至经济重回正轨，并称美国经济前景充满“不确定性”。美联储主席鲍威尔表示，美国经济复苏的时间和强度面临严重不确定性。重申美联储将维持利率在接近零的水平，直至经济复苏处于正轨之上。若不加以修正，经济下滑可能导致美国的不平等现象扩大。另外，鲍威尔表示，疫情对低收入家庭的冲击最为严重。近期部分指标已经显示经济企稳。在健康信心得以重塑之前，经济不太可能全面复苏。长期通胀预期相对稳定。通胀料将在一段时间内低于美联储目标。此外，鲍威尔强调恢复经济的重要性，因为如果不逆转经济衰退趋势，可能会扩大美国的财富差距，毕竟疫情蔓延正在影响低收入家庭。在7月末的联储货币政策会议的政策说明中，美联储表示，自2020年7月30日起，将法定准备金和超额准备金利率继续维持在0.1%。作为其政策中的一部分，联邦公开市场委员会投票授权并指示，纽约联邦储备银行的公开市场交易台，根据以下国内政策指令执行系统公开市场账户中的交易：自2020年7月30日起，联邦公开市场委员会指示服务台将联邦基金利率目标区间维持在0-0.25%不变。保持目前的速度增加美国国债，机构抵押贷款支持证券，和机



构商业抵押贷款支持证券的系统公开市场账户持有量。以维持这些证券市场的平稳运行，从而促进货币政策向更广泛的金融环境的有效传导。开展定期和隔夜回购协议操作，以支持政策的有效实施和短期美元融资市场的平稳运行。以零利率发行隔夜逆回购协议，在协议中规定每天每方交易的限额为300亿美元。将拍卖中来自美联储持有的美国国债债券的所有本金付清，并将美联储所持机构债和机构MBS的本金支付再投资于机构MBS，将所持机构CMBS的本金支付再投资于机构CMBS。

欧洲方面，6月下旬，欧洲央行发布公告表示，为了应对新冠病毒危机，欧央行管理委员会决定建立一个新的支持机制：欧洲央行系统回购机制，以解决欧元区以外的疫情相关的欧元流动性需求。该工具将允许广泛的央行借入欧元，以欧元区中央政府和超国家机构发行的以欧元计价的债券为抵押。这一工具的使用截止日期为2021年6月。

日本方面，为期两日的日本银行（央行）金融政策决策会议于当地时间16日闭幕，此次会议上，日本银行决定，加强对因新冠肺炎疫情而备受打击的中小企业在资金周转上的援助。通过与政府密切协调，将特别贷款计划规模由75万亿日元（约合5万亿元人民币）增加至110万亿日元（约合7.2万亿元人民币），主要用于向为企业融资的银行提供资金。会议同时决定维持短期利率负0.1%，长期利率控制在0%左右的现行货币宽松政策。

财政政策方面，我们看到，疫情危机为欧盟迟迟难以推动的财

政一体化提供了契机，7月21日各欧盟成员国领导人就规模7500亿欧元的欧盟复苏基金计划达成协议，以帮助遭受新冠疫情重创的欧盟成员国恢复经济，其中3900亿以赠款形式发放，其余3600亿欧元则以低息贷款形式发放，欧盟委员会将在资本市场上募集贷款为复苏基金提供资金，这是欧盟首次推出如此大规模的财政刺激计划，并以共同债务的方式募集资金。美国方面，3月份国会立法通过了2.2万亿美元的财政刺激法案，此法案的失业救济金发放已在7月31日到期。5月中旬，民主党控制的众议院又通过了新一轮3万亿美元财政刺激方案，但共和党认为该方案过于激进，并未在参议院审议。新一轮财政刺激的规模以及财政刺激落地的时间将直接关系到美国经济复苏的力度和持续性，最近美国总统特朗普只能采取签署政府行政令的方式来动用部分闲置资金继续发放现金。

#### 四、资产配置思路

展望未来的经济发展状况和资产配置前景，我们认为依然可以从年初的资产配置报告中所强调的三个角度入手，即经济发展所处的历史阶段、政策环境以及资本运动规律。

**经济发展所处的历史阶段。**在年初的资产配置报告中，我们指出过，“中美两国以至于其他主要经济体均在内外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

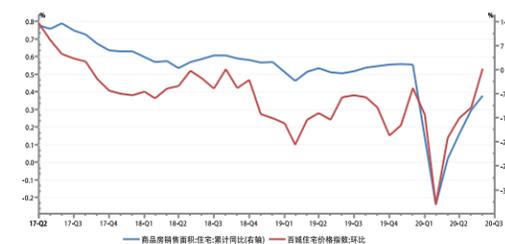
系领域的一些调整。与此同时，美国政府也在移民问题、贸易问题、盟友关系问题、气候问题和安全机制安排等等一系列领域在做出调整”，从近半年多的发展来看，情况又发生了许多变化，尤其是自6月底中方通过港版国安法并在香港实施以来，中国与西方国家之间的矛盾冲突进一步加剧，美方通过了《香港自治法案》并且各政府部门主管都发表了强硬的对外讲话，之后双方互关领事馆促使矛盾来到一个阶段性的高点。在这个背景下，中方在客观环境约束下提出，要加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。从我们内部对于这个问题的理解来看，内循环的前景并不乐观，因为中国并没有发展出与它国直接互利的贸易关系，中国与除美国日本欧盟以外其他国家的贸易关系是建立在其与前者关系的基础之上。可以预见的是，在接下来相当长一段时间，我们将不得不接受越来越严峻的外部环境，这将极大地影响整个中国经济运行的宏观环境。

**政策环境。**在最新的货币政策执行报告中，人民银行认为，在逆周期政策的强力支持下，国内经济的恢复情况相当不错，对于下一阶段的货币政策趋势而言，中央银行更加倾向于通过直达货币政策工具来精准调控，这意味着总量性政策工具的使用方面会更加谨慎一些，这一表述与之前“稳健的货币政策将更加灵活适度，综合运用、创新多种货币政策工具，确保流动性合理充裕，保持广义货币M2和社会融资规模增速明显高于去年”

的讲法出现了比较大的变化。在最新的政治局会议内容来看，政策层对于宏观经济的表述相较之前要更乐观，再次提到“遇到的很多问题是中长期的”，同时提及“坚持结构调整的战略方向，更多依靠科技创新，完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡”，重心在于当前的宏观问题是中长期的结构性问题，需要更多依靠科技创新，可以预见的是短期的天量刺激政策可能要告一段落。

**资本运动规律。**从年初以来的经济发展和资产价格运动状况，我们可以很明显的看到，本轮经济修复的主要动力依然是财政刺激下的基建投资和地产投资，制造业整体表现依然疲弱，除开部分政策鼓励的新兴产业以及疫情带来的特定行业投资有靓丽表现外，其他分项均相当萎靡。与此同时，我们看到，房地产市场的活跃度恢复得相当迅速，无论是成交量还是房价均快速攀升。

可以相当明显的看到，目前的经济政策并无助于内需的实质提



数据来源: Wind

#### 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。

升，商业机会的缺少使得整个社会充斥着过剩资本，这使得资产市场相当火热，这一点从地产市场和股票市场的火爆成交上可以看出，也就是马克思指出的，“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”。

**资产配置思路。**对于国内的经济发展前景，需要对当下的政策效果做出合适的评价。如果仔细观察当下的政策组合，我们认为，可以简单用一句话来总结，“在高质量发展中解决债务问题”。然而，从过去半年多的经济发展历程来看，我们发现，宏观杠杆率不仅没有降低，反而在进一步升高，与此同时，所谓的高质量发展，也无非是在制造业的国产替代和自主可控领域做出了一些产业投资，试图在工业技术上取得快速进步。然

而，从我们对于这个问题的理解来看，试图以资本的密集投入来达成技术的快速进步是不可能快速成功的。“天下皆有有用之用，而不知无用之用”，什么是无用之用，是制度环境的改善和生产关系的进步。只有在这个层面上的实质进步，才能带来整个社会的前进和生产水平提高。很遗憾，过去二年多的发展经验告诉我们，这一块并没有实质性的变化。为什么要对这个问题给出确定的答案呢，因为这将直接决定我们对于主要矛盾的判断并合理地评估政策效果。从目前的政策取向来看，似乎有边际趋紧的趋势，这将直接冲击风险资产的价格表现，同时宽松总量政策的谨慎使用当然也有利于无风险资产。然而，政策本身所背负的多重任务会严格限制政策的力度，其所处的时空环境将直接决定包括政策在内的诸多宏观经济范畴的发展。于短期而言，我们预计转弱的政策支持和紧张的外部局势会对宏观经济形成直接的负面影响，在这个局面下，阶段性规避风险资产仍然是较优策略。但这也不意味着利率债的机会会很大，“被压制的违约率”会持续施压利率债的表现。中期而言，我们不认为政策有大幅转紧的空间，在这样一个内外矛盾日益加剧的时期，尽管宽松政策有益于实质经济结构的改善，也不会改变中期经济增速持续下滑的趋势，但是却会被反复拿出来支撑短期经济。

# 一图看懂中国版公募 REITs

文 | 《固定收益》编辑部

随着《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点相关工作的通知》、《公开募集基础设施证券投资基金指引 (试行)》(征求意见稿) 的披露, 中国版公募 REITs 渐行渐近。

## 什么是中国版公募 REITs?



以不动产为底层资产发行的收益凭证, 向投资者公开募集资金并将收益按比例分配。

底层资产明确聚焦于基础设施补短板行业的公募 REITs。(PS: 不含住宅及商业地产)



### 五大优势

盘活存量不动产, 促进再投资

资金来源多元化, 提高资产流动性

拓宽投资渠道, 长期收益稳定

降低融资杠杆, 降低交易成本

透明度较高, 降低信息不对称风险



## 中国版公募 REITs 的投资范围

聚焦重点行业

仓储物流、收费公路等交通设施

水电气热等市政工程

城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目

信息网络等新型基础设施

国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区

## 聚焦重点区域



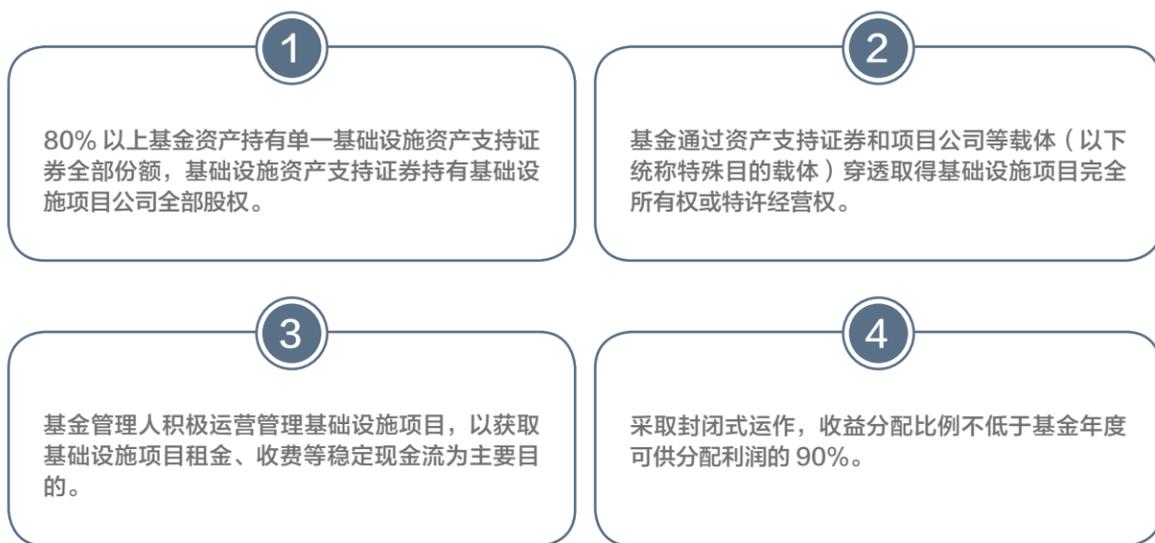
## 聚焦优势项目

项目权属清晰, 已按规定履行项目投资管理, 以及规划、环评和用地等相关手续, 已通过竣工验收。PPP 项目应依法依规履行政府和社会资本管理相关规定, 收入来源以使用者付费为主, 未出现重大问题和合同纠纷。

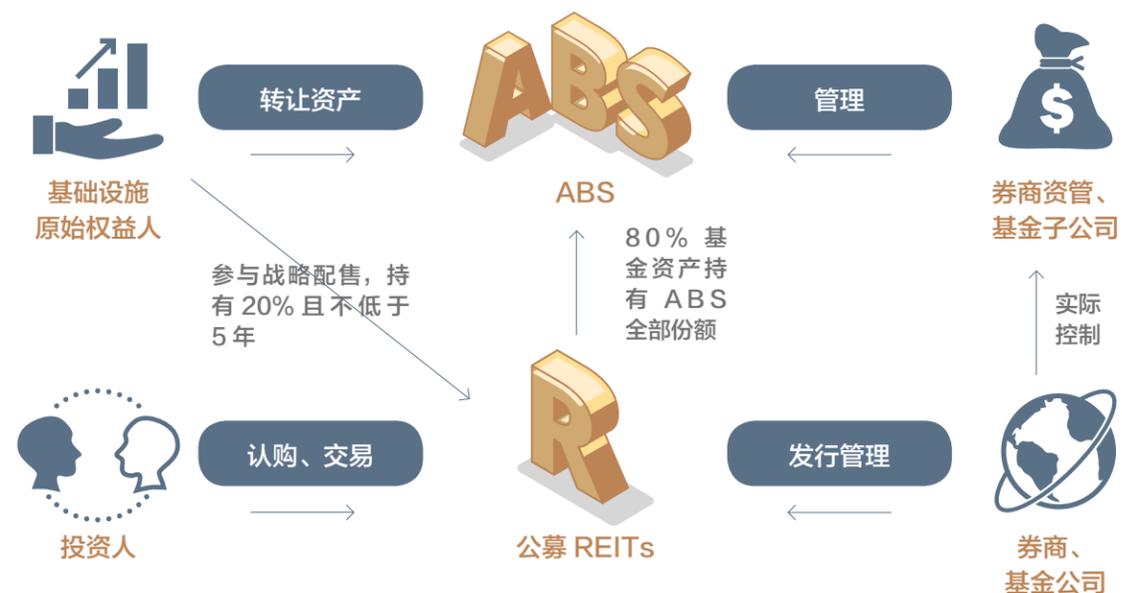
具有成熟的经营模式及市场化运营能力, 已产生持续、稳定的收益及现金流, 投资回报良好, 并具有持续经营能力、较好的增长潜力。

发起人 (原始权益人) 及基础设施运营企业信用稳健、内部控制制度健全, 具有持续经营能力, 最近 3 年无重大违法违规行为。基础设施运营企业还应当具有丰富的运营管理能力。

### 中国版公募 REITs 的特征



### 中国版公募 REITs 的运作模式：公募基金 + ABS 双层架构



### 开展中国版公募 REITs 对管理人的要求

- ① 基金管理公司或取得公募基金管理资格的证券公司，与 ABS 的管理人之间，应该存在实际控制关系或受同一控制人控制；
- ② 公司成立满 3 年；
- ③ 设置独立的基础设施基金投资管理部门，配备不少于 3 名具有 5 年基础设施项目运营、投资管理经验的负责人员，其中至少 2 名具备 5 年以上基础设施项目运营经验；
- ④ 具有不动产研究经验，配备充足的专业研究人员；
- ⑤ 具有同类产业或业务投资管理或运营专业经验，且不存在重大未决风险事项；
- ⑥ 财务状况良好；
- ⑦ 具有良好的社会声誉，无重大不良记录等；
- ⑧ 基础设施基金托管人与基础设施 ABS 托管人，应当为同一人。



### 谁可以成为公募 REITs 的投资者?



基建 REITs 的推出，将成为盘活我国巨量存量基建资产的利器，有望促进地方政府及相关投资人降低杠杆、增加基建资金新来源、打开基建发展新空间。同时也有望逐渐形成一个以万亿量级起计的大类资产市场，促进我国资本市场健康发展。

# 公募 REITs 启航带来哪些新机会

文 | 《固定收益》编辑部

消息显示，财税部门正在积极研究针对公募 REITs 的税务政策，涉及资产重组、收购、持有运营、分配等环节的税项，以解决市场参与者潜在的税收痛点。此时距离中国版公募 REITs 获准试点仅过了两个多月。可见监管层推动公募 REITs 进程之态度坚定。

4月末，证监会、国家发展改革委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（以下简称《REITs 通知》），宣布基础设施领域公募 REITs 试点正式启动。同时证监会推出《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（征求意见稿）（以下简称《指引》）。这标志着已筹备探索数十年的公募 REITs 即将迎来新时代。

此时启动基建 REITs 有何现实意义？它将带来哪些新的投资机会？

## REITs 概念及市场现状

REITs (Real Estate Investment Trust)，是不动产投资信托基金，即以发行收益凭证的方式，汇集特定多数投资者资金，由专门投资机构从事不动产投资经营管理，并将投资综合收益按比例分配给投资者的信托基金。其中，以基础设施为主要投资标的的产品，被称为基础设施 REITs。

简单说，REITs 可以便于中小投资者参与规模较大的不动产项目投资，从而分享其租金、运营收入、资产增值等收益。



20世纪60年代，REITs在美国诞生，成为不动产资产证券化的重要模式。目前全球有40多个国家和地区发行了REITs产品。我国则于本世纪初开始试点REITs。本次重磅文件出台前，监管层对REITs的尝试锲而不舍，陆续出台各种相关支持政策（表1）。

2014年，上海、北京、广州、深圳等四大城市率先制定REITs试点方案，同年发行了内地首只类REITs产品——“中信启航专项资产管理计划”。2015年“鹏华前海万科REITs”在深交所上市，成为我国首只公募REITs基金。到今

表1：我国近年REITs相关政策

时间	部门	内容
2005年	商务部	明确提出“开放境内 REITs 融资渠道”的建议。
2009年	央行联合 11 部委	成立“REITs 试点管理协调小组”，制定试点实施方案。
2016年	《“十三五”规划纲要》	明确提出“开展房地产投资信托基金试点”。
2016年12月	发改委、证监会	《推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》，提出“共同推进不动产投资信托基金（REITs）”。
2017年6月	财政部、证监会	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》
2019年春	上交所	在新年致辞中提出“推动公募 REITs 试点”；随后鼓励机构准备上报公募不动产投资信托基金 REITs 项目。
2020年4月	证监会、国家发展改革委	《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》
2020年4月	证监会	《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（征求意见稿）

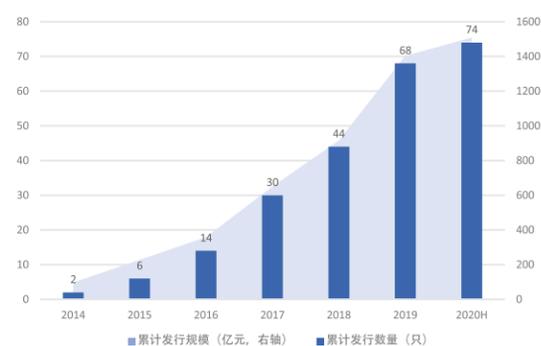
资料来源：公开信息

表2：2019年我国发行的3只基础设施类REITs

发行时间	名称	底层资产	期限	发行规模（亿元）	发行利率（%）
2019年6月28日	上海广翔实业有限公司2019年第一期光证资产支持票据	沿海高速秦皇岛至冀津界段的通行费收入	9年	70	3.91
2019年9月24日	中联基金-浙商资管-沪杭甬徽杭高速资产支持专项计划	沪杭甬公司旗下的徽杭高速公路（安徽段）	3+3+3+3+3年	20.13	3.7
2019年12月26日	华泰-四川高速隆纳高速公路资产支持专项计划	隆纳高速（隆昌-纳溪）高速公路资产、车辆通行费收费权及附属权益	10.92年	19.77	3.68

资料来源：公开信息

图1：国内类REITs项目发行情况

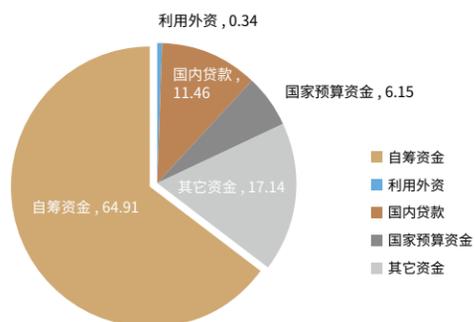


数据来源：RCREIT 官网

年，在疫情的冲击下，投资者开始选择更加保守的投资策略，REITs 正式迎来新的发展契机。

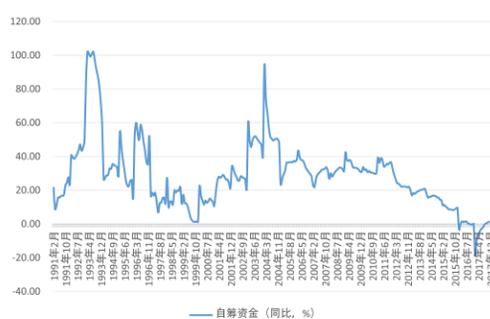
根据RCREIT（REITs研究中心）的数据，截至2020年6月30日，我国累计发行“类REITs”产品74单，发行金额总计1508.34亿元；其中绝大部分为房地产项目（图1）。其中，以基础设施为底层资产的仅3单，以“私募股权基金+ABS”的形式出现，均发行于2019年下半年（表2）。

图2: 2017年我国固定资产投资资金来源结构 (%)



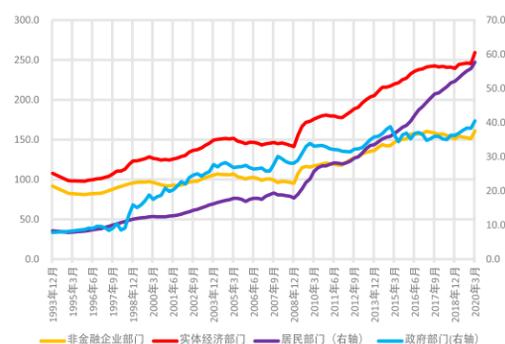
数据来源: 大智慧

图3: 自筹资金同比增速 (%)



数据来源: 大智慧

图4: 我国宏观杠杆率持续上升 (%)



数据来源: 国家资产负债表研究中心 (CNBS)

## 基础设施REITs试点的意义

今年两会, 发改委提请十三届全国人大三次会议审查的“2020国民经济和社会发展计划草案的报告”中再次指出, 要稳妥推进基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点, 充分调动包括民间投资在内的各类社会资本积极性, 盘活存量资产。不难看出, 本轮REITs试点, 具有强烈的时代背景。

其一, 在宏观经济下行的背景下, 发力对抗疫情冲击以托底经济。

今年受新冠疫情的冲击, 全球经济大受冲击, 国际贸易断崖式下跌, 消费恢复缓慢, 我国一季度GDP同比下降6.8%。在投资、消费、出口三驾马车中, 倚重投资发力对抗疫情冲击、发挥经济托底作用, 成为重中之重。

根据政府工作报告传达的精神, 今年要集中精力抓好“六稳”、“六保”, 稳住经济基本盘。未来积极的财政政策要更加积极有为, 扩大有效投资, 重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设, 即新型基础设施建设、新型城镇化建设, 以及交通水利等重大工程建设。

显然, 作为我国固定资产投资三大板块之一的基础设施投资, 成为稳经济的重要手段, 其增速将进一步加快。当下推出基础设施REITs, 通过盘活基建投资存量, 运用资产证券化手段从资本市场直接融资, 助推经济增长和产业升级。

其二, 缓解地方政府财政压

力, 扩大基建资金来源, 提高基建投资效率。

长期以来, 我国基建投资资金的来源主要是国家预算资金、国内贷款、利用外资、自筹资金和其他。按2017年的数据来看, 包括政府性基金支出、债券、PPP、非标等在内的自筹资金占比最高, 为64.91% (图2)。然而自筹资金的同比增速在2015年跌下2位数之后, 不仅没有打过翻身仗, 且加速下行, 甚至一度沦为负值 (图3)。

同时, 基础设施的融资主体通常是地方政府, 近年出于控制地方债务规模的考虑, 我国持续加强对地方政府融资的管控, 加上疫情大大抬升了地方的财政开支, 这令肩负基建投资重担的地方政府面临巨大的财力挑战。

基建公募REITs以市场化方式将资金引入基建行业, 扩大基建资金来源, 促进民间资本参与基建项目, 帮助地方政府拓展新的融资渠道, 提高整体投资效率。

其三, 有助于控杠杆。

根据投资形式的不同, REITs分为权益型和抵押型, 后者往往具有较强的加杠杆行为。《REITs通知》强调“遵循市场原则, 坚持权益导向”推进基础设施REITs, 目的直指打破既有债务型融资为主的局面, 拓宽直接融资渠道, 降低宏观杠杆率。同时证监会的《指引》从规模和用途两个方面严控基建REITs加杠杆, 规定其“直接或间接对外借款……总额不得超过基金资产的20%, 借款用途限于基础设施项目维修、改造等”。这与近年持续推动去杠杆以防范和化解金融



风险的大趋势相一致。

国家金融与发展研究室的数据显示, 今年一季度, 我国宏观杠杆率环比大幅上行13.9个百分点至259.3%, 再创新高。其中非金融部门环比上涨9.8个百分点, 为宏观杠杆率创新高贡献了主要的涨幅; 政府部门和居民部门分别环比上行2.2和1.9个百分点 (图4)。简言之, 随着一季度宽货币和宽信用双管齐下的环境里, 各部门杠杆率齐齐上扬, 企业杠杆率涨幅最大。

其四, 公募REITs完善了资产的退出机制, 为居民资产配置增加可选项。

目前, 我国金融市场发行的REITs以私募类REITs为主, 而此次试点则采用公募基金+ABS结构。相对来说, 公募REITs可以在交易所交易, 这缓解了原先的私募为主的类REITs产品流动性不足的痛点, 完善了资产的退出机制, 令其既能享受不动产升值红利, 又能享受二级市场流动性。同时, 公募

REITs本身具有分散投资的普惠金融属性, 它以优质基础设施为标的, 可以将实体经济中价值含金量高、投资回报稳定的资产, 转化为投资门槛低、投资交易便利、信息披露充分的公众投资资产, 为居民资产配置增加了可选项。

本次试点将项目资产的范围限定为“三聚焦”——聚焦重点区域、聚焦重点行业、聚焦优质项目, 明确不含住宅和商业地产。这一方面进一步引导资金流向重点行业和区域, 加强资金合理配置, 提高资金使用效率, 另一方面也提高了项目的可靠性和安全性, 降低操作风险。

## 公募基金将获较大主动管理空间

公募REITs开闸, 为基金公司开辟了新的业务空间。根据《REITs通知》, 基建REITs的产品体系以公募基金为主导, 公募基金

表3: 商业银行长期信用评级与风险权重对应表

长期信用评级	AAA 到 AA-	A+ 到 A-	BBB+ 到 BBB-	BB+ 到 BB-	B+ 及 B+ 以下 或者未评级
资产证券化风险暴露	20%	50%	100%	350%	1250%
再资产证券化风险暴露	40%	100%	225%	650%	1250%
企业			100%		
小微企业			75%		

资料来源:《《商业银行资本管理办法(试行)》

注:长期评级在BB+(含BB+)到BB-(含BB-)之间的,发起机构不适用表中的350%或650%风险权重,而适用1250%的风险权重。

获得很大的主动管理空间,公募基金经理人将在其中扮演重要的角色。

事实上,根据海外投资经验,并结合资管新规对产品的净值化要求、期限错配的限制等情况来看,REITs产品对长线配置型资金具有显著吸引力,且产品规模通常较大,这有利于公募基金做大做强旗下业务。目前已有多家基金公司开始筹谋REITs团队的搭建。

REITs投资群体相当广泛,涉及基金、银行理财子公司、保险、券商、信托、财务公司、合格境外投资者、私募、社保基金、基础设施投资机构、政府专项基金、产业投资基金等专业机构投资者。

就理财子公司而言,长期以来,银行是基建行业最重要的资金提供方,在相关领域积累了丰厚的知识与经验,为参与基础设施REITs项目投资奠定了坚实的基础;同时,基础设施REITs的底层资产通常是进入稳定运营期的公共

资产,风险低、收益稳定,贴近银行理财资产端的诉求;而且从监管角度说,商业银行表内企业信贷风险权重是75%-100%,而投资AA-评级以上的ABS,其风险权重为20%(表3),这意味着商业银行投资基础设施REITs可有效降低自身的风险资本占用。当前理财子公司正着手完善产品线布局、增强大类资产配置,尤其加速对权益市场的布局,以获得持续且有竞争力的收益,满足不同风险偏好客群的需求。基于此,银行理财具有配置基础设施REITs的能力和动力。

就险资、养老金等长线资金而言,基础设施REITs起始投资额高、项目周期长、现金流稳定等特点,恰好契合险资等长线资金的资产负债久期较长,对资产流动性要求较低,偏好长期收益稳定类资产等特征。如今险资自身也在借助债权、股权、物权、PPP等渠道,积极参与到优质不动产、基础设施等资产的投资中。2016年发布的《保

险资金间接投资基础设施项目管理办法》便明确放宽了险资对基础设施项目投资的行业范围,鼓励险资进一步参与基础设施项目投资。中国保险资产管理业协会的数据显示,今年1-4月,保险资管对基础设施的投资规模为1397.39亿元,占比超过80%,而在2015年末该比例仅为38%。显然,险资在加速介入国家重大工程和重要民生领域并发挥作用。基础设施REITs的推出,有望为险资优化资产负债表期限和收益结构提供新的投资契机。

值得指出的是,虽然公募基金此前拥有比较丰富的投资资产证券化产品的经验,但却鲜为涉及基础设施REITs管理业务;此外,原先基金公司的资产证券化业务主要通过专户或子公司进行,而基金公司本身对该项细分业务的制度设定、系统对接、交易结构设计、定价与测算,尤其团队建设等实际操作层面,仍有待进一步建设和完善。

## 尚待深入推进的问题

此次REITs试点也存在一些尚待解决的问题,比如税优。

本次试点未提及税优及双重征税的问题。作为国际通行的配置资产,REITs的本质是将成熟的不动产在资本市场上进行证券化,以增强原始权益人的资金流动性。因此,其税负大小将直接影响原始权益人的发行意愿,而税收减免是REITs快速发展的基石。

本次试点的基建REITs发行采用“公募+ABS”结构,在交易过程中涉及项目公司、ABS、REITs产品等征税环节。在现有税收政策下,REITs在设立和运营环节面临较高税负;另外,虽然可利用公募

的税收优势避免双重征税问题,而多层架构则面临产品结构复杂,交易成本较高等弊端。此外本次试点在力推权益型REITs的同时严控杠杆、严控借款用途,这意味着REITs增厚收益的手段有限,不利于广泛调动投资人的积极性,并要求基金管理人具备更高的管理水准和风险控制水平。

据了解,目前财税部门已经开始推进针对公募REITs之税务政策的研究,这些政策包括资产重组、收购、持有运营、分配等环节所涉及的税项。

据北大光华管理学院REITs课题组的研究,至2017年末,我国存量的基建项目超过100万亿,若其中1%实现证券化,即可撑起一个

万亿体量的基础设施REITs市场。由此基础设施REITs试点的推出,无论从宏观经济层面的降杠杆、补短板角度看,还是从基础设施行业投融资模式改革、提升企业竞争力角度看,均具有积极意义。

总的来说,作为中等风险、中等收益的金融工具,基础设施REITs有助于盘活存量资产,形成良性投资循环,发展直接融资渠道,拓宽社会资本投资渠道,降低企业杠杆率,符合建设多层次资本市场,为投资人提供多样性投资产品,促进居民储蓄向投资的有效转化等金融供给侧结构性改革的需求。



# 市场波动加剧 “固定收益+”再受追捧

文 | 《固定收益》编辑部

近期权益市场波动加剧，历有“A股温度计”之称的上证综指30年来首次调整，同时开板运行一周年的科创板面临天量解禁。整体来看，股市赚钱效应依然显著。

另外，银行间债券市场与交易所债券市场获准开展互联互通合作。这意味着超百万亿债券市场即将实现统一，将促进资金等要素自由流动。债市在经历6月中旬至7月上旬的调整后，出现止跌回升趋势。

在货币政策趋于宽松、资管新规加速落地以及市场波动加剧的背景下，采用“固收+”策略的产品，完好地兼顾了收益与波动的需求，以稳健的收益表现成为市场波动中的一股清流。

## “固收+”发行规模同比大增8倍余

随着资管新规和理财新规的层层推进，同时叠加全球流动性的大幅扩张，以低波动、低风险为特征的理财产品面临着收益率下行与净值化转型的双重压力。截至7月中旬，3月期理财产品预期收益率已跌破4%；货币基金的代表余额宝，其七日年化收益率也从2014年辉煌时期的6.5%高位下跌到现在的1.4%附近（图1）。

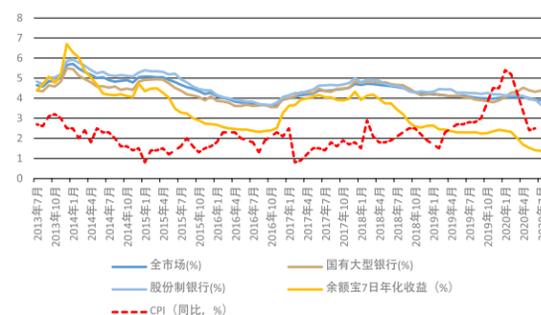
一方面，低风险产品的收益率已很难满足投资者最基本的保值



增值需求，投资者急于寻求理财替代品；另一方面，股市波动性和赚钱效益日益凸显。在这种情况下，低风险偏好的投资者开始将投资方向转向具有良好抗波动性、回撤控制力强、收益稳健等特点的“固收+”产品上，以便能更自如地面对不确定性因素增多、波动性加剧的市场。

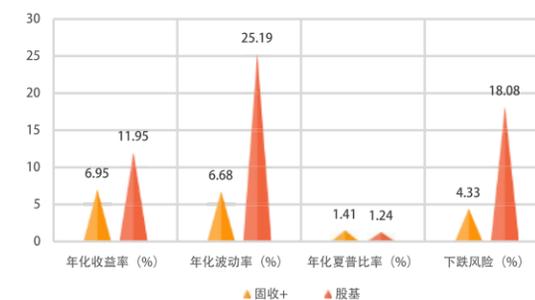
“固收+”题材产品的典型代表是二级债基、偏债混合型基金。仅就这两类产品粗略计算，根据大智慧的统计，今年截至7月21日，全市场设立“固收+”产品99只，发行份额1227亿份，平均发行份

图1：3月期银行预期年化收益率走势VS CPI



数据来源：大智慧

图2：十年以来“固收+”VS股基



数据来源：大智慧

额12亿份，而上年同期这三个数字分别只有32只，134亿份和8.47亿份——今年“固收+”发行份额规模较上年同比增长815%，远远高于全市场发行份额规模较上年同期的增幅158%。

为了迎合市场的需求尤其机构投资者投资者的需求，基金公司积极推出“固收+”元基金。鑫元基金年初发行的鑫元一年定期中高登等级债，便是一款以可转债等手段增强收益的“固收+”产品。根据证监会披露的新产品申报单，后续鑫元基金还储备了偏债混合型、定开债等其他适用增强手段的产品。

回溯历史数据可见，截至2019年末，历年“固收+”产品发行份额规模合计约为6126亿份，而今年头7个多月发行的规模已达此前十数年发行总规模的1/5，可见今年“固收+”热度之高。

截至今年中报，市场上“固收+”产品的份额规模已超过5138亿份，较2019年末增长1876亿份，增幅达到58%。

## 穿越牛熊兼具防守与进攻

没有经历过牛熊转换的基金经理，其对市场的敬畏及风控意识总差那么一口气；同样，没有穿越过牛熊转换的基金产品，不足以真正呈现其防守和进攻能力。

十年以来，A股市场几经牛熊转换，公募基金以其投资的专业性和普适性日益得到市场的认可，基金管理总规模已经突破17万亿元。

“固收+”的产品策略主要是以债券、同业存单、协议存款等收益确定性更强，风险更小的固定收益类资产为底层资产，提供基础收益；同时在控制波动的前提

下，适度通过股票、打新、定增、可转债、量化对冲等手段博取超额收益，增厚组合收益。近年来我国金融市场快速发展，可转债市场扩容，定增市场开放，国债期货、股指期货、期权等衍生品日益丰富等，多策略的投资边界得到有效拓展，为“固收+”产品增厚收益提供了更多可能性。

截至7月21日，“固收+”产品十年来的平均年化收益率6.95%，较纯债的4.39%明显高一个台阶，但比股基的11.95%差距不小。单从收益率上看，“固收+”产品的魅力有限。但进一步观察风险类指标，股基近十年的年化波动率和下跌风险分别高达25.19%和18.08%，而“固收+”仅为6.68%和4.33%；同时，从风险调整指标夏普比率来看，“固收+”的十年年化夏普比率为1.41%，高于股基的1.24%，这

意味着“固收+”的收益风险比高于股基，当面临同样的风险时，前者的收益率更具吸引力（图2）。

### 坚守“长期理念”

无论是监管层还是市场参与者，已日益意识到投资中“长期理念”的重要性。

长期以来，“基金赚钱，基民不赚钱”成为行业难以言说的痛。如何确实地提高投资者回报，是监管层与行业一直在努力的方向。其中最核心的问题，是如何令投资者加强对基金市场财富效应

的认同感，改善持有体验，延长投资者的“心理久期”——这同时也可以为资本市场带来稳定的资金流入。“固收+”产品要解决的正是这样一个问题。

根据以往的市场经验，股债两种资产在多数情况下会呈现“股债跷跷板”状态，此消彼长。“固收+”产品实际上可以通过多元化的资产配置，以组合投资的形式熨平单一资产在某个阶段的波动，以谋求组合的长期稳定增值。

资产管理本质上是一个进行风险控制、经营安全感行业。从这个角度说，“固收+”产品大行其

道，跟市场本身牛熊与否、跟投资者是否看好市场的关系就没那么大了——它更显著的特性，是通过产品设计、投资策略的设定，来实现对信用风险、流动性风险和利率风险等债券市场的三大风险的管理。

在资本市场，风险永远与收益相伴。投资就像一场没有终点的长跑，关键的不是怎么用最短的时间赚到钱，而是怎样找到一个适宜的速度耐心坚持。“固收+”产品为风险偏好较低的投资者提供了丰富的选择，帮助投资者端正对资本市场的信心，进而有助于在中长期投资中获得更显著的复利收益。

## 中短债基金的长期配置价值

文 | 《固定收益》编辑部

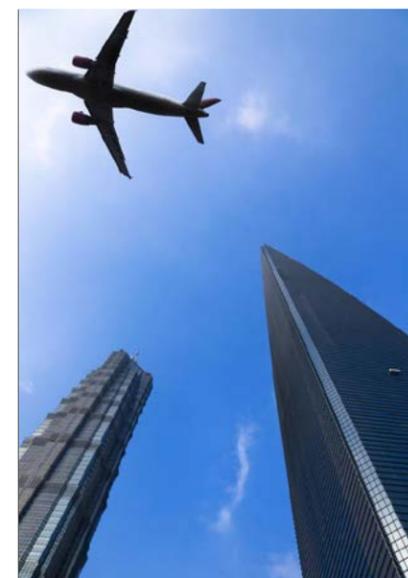
受资金面宽松叠加疫情影响，具有“现金蓄水池”性质的产品大受市场青睐。同时，今年政府债供给放量并拉长久期，这意味着长端利率面临较大压力，中短债确定性机会优于长债。今年截至7月末，有46家基金公司陆续布局了119只中短债基金（A/C份额分开计算），这一历来被称为“增强版货基”的产品，大有取代货基的势头。那么中短债基金的配置价值表现在哪些方面？

### 三四季度债券市场或有配置机会

7月中旬以来，A股市场开始震荡调整，基于“股债跷跷板”效应的考虑，债券市场的配置机会可能徐徐浮现。

今年二季度，央行货币政策发生微调，流动性边际趋紧，债券市场对央行货币政策的宽松预期有所修正。这导致债市一度出现快速调整，各期限利率均大幅上行。自4月以来的三个月中，10年期、5年期、3年期国债到期收益率分别累计上行16%、20%和26%；短端利率中枢上行，国债收益率曲线趋于平坦化（图1&图2）。

事实上，随着复工复产复学的快速推进，我国经济进入较快的回升轨道。国家统计局的数据显示，一季度GDP负增长6.8%，二季



度超预期地由负转正、增长3.2%，预计三四季度继续走高。短期经济的快速回升，意味着疫情对国内经济最严重的冲击已逐渐消退，央行货币政策则可从应对危机模式转回

常态模式，因此二季度流动性边际收紧实属正常调整。

虽然经济有所企稳，但全球疫情与世界经济形势依然严峻复杂，令国内经济发展面临较大的不确定性和风险。鑫元基金研究团队认为，当下整体经济偏弱，且就业压力比较集中，在此背景下货币政策并不具备大幅收紧的基础，二季度货币政策边际收紧并非趋势性转变，整体流动性仍处于相对宽松的状态。

展望三四季度，我国债券市场很难继续保持收益率大幅上升的趋势，也不会掉头大幅下行，大概率维持震荡格局。中美关系紧张、海外疫情复杂多变，以及国内“双循环”战略的实施尚需时间，这些潜在的冲击因素都可能对债券市场形成一定的支撑，从而令债券市场出现交易、配置机会。

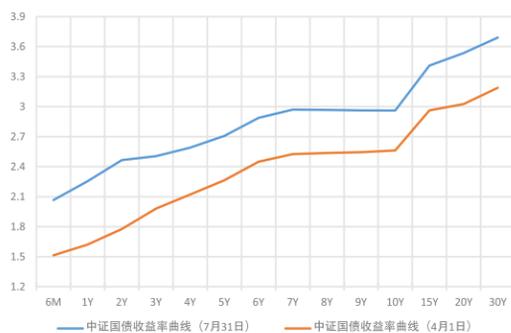


图1: 二季度国债收益率大幅上行



数据来源: 大智慧

图2: 国债收益率曲线趋平



数据来源: 大智慧

图3: 历年份额净值增长率中位数 (中短债基金VS货币式基金)



数据来源: 大智慧

### 抵御市场波动风险

受益于较为宽松的资金面和低利率环境,在债市震荡格局中,短久期的债券资产更易受到市场青睐。

中短债基金是纯债基金的一个细分品种,主要投资于流动性较强的短期货币市场工具以及剩余期限在1-3年内的债券;其投资范围一般会明确约定投资于中短债的比例不低于非现金资产的80%。

我国中短债基金最早成立于2006年,但随后多年的发展一直处于不温不火的状态。根据大智慧的统计,截至7月末纳入业绩统计的中短债基金有466只,其中2006年至2018年所发行的数量合计占比只有31.5%,而2019年至今不足两年的时间中发行数量迅猛增长,占总数量2/3强。

今年截至7月末,我国新发行中短债基金119只,发行份额合计952亿份,平均发行份额19.45亿份。其中二季度以来各基金公司更是加大了布局力度,中短债基金的发行数量占比高达74%;发行规模最大的中短债基金,其设立时总份额超过153亿份。

中短债基金的突飞猛进,主要得益于资金面宽松叠加流动性新规的约束,货币基金收益普遍下滑;同时,在资管新规的政策框架下,银行短期理财产品净值化转型——在货币基金、短期理财产品发展受限的背景下,素有“货币增强型基金”之称的中短债基金则脱颖而出,成为优质替代品,恰好可以承接从货币基金、理财产品外流的资金。

从收益上说,中短债基金的收益普遍优于货币基金。受制于日益趋严的监管政策,只能投资于货币市场工具的货币式基金收益,收益已经很难满足投资者的诉求。相较而言,中短债基金在投资品种、组合久期、杠杆率调整等方面,具有更大灵活性,既可以助其增厚收益,也可以获得很高的流动性(图3)。

从风险角度说,中短债基金是债券基金中的低风险品种,且收益稳定性强。由于不能投资股票、可转换债、可交换债等品种,这决定了中短债基金受股市波动的影响

小;同时,中短债基金的波动率也低于中长债,表现出比较确定的稳定性——整体来说,中短债基金的收益稳定、波动较低、风险较低。今年4月成立的鑫元中短债基金便是典型例子。该基金主要采用增强现金管理策略,通过严控投资品种和剩余期限,重点投资流动性强、安全性高的短期固定收益类资产,积极参与波段投资机会,严控回撤。

此外,相较其他债券基金来说,中短债基金费用较低。以管理费和托管费这两项基金固定费用来看,中短债基金两项费用合计的平

均水平约为0.33%,而其他债券基金则达到0.5625%,前者只相当于后者的约58%。

今年以来,我国资本市场表现出波动率放大、换手率高企的特征。今年截至7月末,上证综指年内振幅近27%,换手率95%;债券市场也在半年中上演了“V”型反转的行情。对于追求稳健收益、较低风险偏好的投资者来说,中短债基金便是一款比较具有配置价值的产品,有助于在抵御市场波动风险的同时,获得比较稳健的回报。



# 浅析违约债券的处置与转让

文 | 《固定收益》编辑部

今年7月1日，人民银行、发改委和证监会联合发布《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》（以下简称《通知》），并于8月1日正式施行；随后最高法于15日正式发布《关于审理债券纠纷相关案件的座谈会纪要》（以下简称《纪要》）。

《通知》与《纪要》的发布实施，将我国违约债券的处置大大向前推进了一步，有利于提升高收益债券的流动性；同时，监管政策的进一步完善，也有利于减少交易障碍、降低政策套利空间，推进债券市场逐渐走向开放和统一。

本文拟就近年债券的处置和转让情况进行梳理，进而尝试讨论其中存在的问题、对市场的影响等。

## 何以债券违约处置政策密集出台

长期以来，我国债券市场处于“刚性兑付”的惯性中，违约债券处置机制的发展缓慢。也正因此，2014年打破刚兑后，债券一旦违约即丧失流动性。

去年以来我国出台了大量债券处置与转让监管政策，以完善债券交易链条、加强信用风险定价，推动债券市场流动性的提高。不过从目前的实践来看，流动性的提高仍任重道远，尤其高收益债的流动性，依然处于较低水平。



2019年5月，上交所和深交所分别联合中证登发布《关于为上市期间特定债券提供转让结算服务有关事项的通知》和《关于为挂牌期间特定非公开发行债券提供转让结算服务有关事项的通知》，为违约债券搭建专门的处置交易平台。此后系列相关监管政策陆续出台，从违约处置、回购处置、扩大交易范围、规范发行、完善信披、投资者保护等全方位、多角度进行规范（表1）。

为什么债券违约处置突然被纳入监管重心？自2014年“超日债”拉开债券违约序幕以来，债券

表1：回溯债券市场监管政策及相关规定

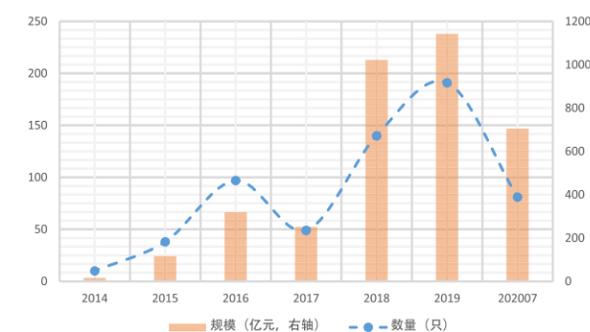
日期	部门	相关政策
2018年5月	外汇交易中心	《关于开展债券匿名拍卖业务的通知》
2018年末	北京金融资产交易所	开展到期违约债券转让业务试点工作
2019年5月24日	上交所、深交所、中证登	《关于为上市期间特定债券提供转让结算服务有关事项的通知》和《关于为挂牌期间特定非公开发行债券提供转让结算服务有关事项的通知》
	全国银行间拆借中心	《回购违约处置实施细则（试行）》
2019年6月17日	中央结算公司	《担保品违约处置业务指引（试行）》
	上海清算所	《银行间市场清算所股份有限公司债券回购违约处置业务实施细则（试行）》和《银行间市场清算所股份有限公司回购债券拍卖处置业务实施细则（试行）》
2019年6月28日	人民银行	《关于开展到期违约债券转让业务的公告（征求意见稿）》
2019年8月2日	证监会、人民银行、银保监会	《关于银行在证券交易所参与债券交易有关问题的通知》
2019年11月26日	人民银行、发改委、财政部、证监会	《信用评级业管理暂行办法》
2019年12月13日	上交所、深交所	《关于规范公司债券发行有关事项的通知》
2019年12月20日	人民银行、发改委、证监会	《公司信用类债券信息披露管理办法（征求意见稿）》
2019年12月30日	人民银行	中国人民银行公告【2019】第24号《就银行间债券市场到期违约债券转让有关事宜的公告》，2020年2月1日实施。
2020年1月2日	北京金融资产交易所	《北京金融资产交易所银行间市场到期违约债券转让业务操作指南》
2020年3月24日	全国银行间同业拆借中心	《全国银行间同业拆借中心银行间市场到期违约债券转让规则》
2020年6月10日	上清所	上海清算所举办债券违约及风险处置研讨会，全力推动债券违约与风险处置相关试点的制度化工作。
2020年7月1日	人民银行、发改委、证监会	《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》，8月1日实施。
2020年7月10日	证监会	《公开募集证券投资基金侧袋机制指引（试行）》，8月1日实施。
2020年7月15日	最高法	《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》

资料来源：公开信息

违约规模快速攀升。大智慧的数据显示，截至2020年7月下旬，我国债券市场累计有606只债券违约，涉及发行主体200家，违约债券规模3570.8亿元；其中今年以来累计已有81只债券违约，涉及金额704.91亿元，较上年同期增长约28%（图1）。

从整体来看，违约主体中民营企业的占比超过70%，其次为国企，大约占比19%，而外资企业及中外合资

图1：历年债券违约情况



数据来源：大智慧



## 小结

近年我国债券市场迅速扩张，同时债券违约日趋常态化——在我国，违约债券已形成一个比较大的供给市场。然而，违约债券的处置和转让机制仍处于试水阶段。若违约债券的处置不力，很容易影响债券投资者的投资信心，也不利于债券市场的健康发展。

违约债券的处置与转让，本身也是建立市场化处理机制的重要步骤。正紧密出台的系列债券相关监管政策，围绕构建统一的债券违约制度框架，力争实现对债券交易全链条各环节的规范与完善。比如最新发布的《通知》严格规范了债

券违约处置应该遵循的基本原则，受托管理人制度、债券持有人会议的功能作用，还有发行人、持有人及各类中介机构的职责义务及权利等方面。公募基金侧袋机制指引，从估值角度处置公募基金持仓违约债等难以合理估值的风险资产遇到的申赎难题，强化债基抗风险能力。而《纪要》则通过七个方面34条规定，明确并细化了诉讼主体的资格认定、案件的受理管辖和诉讼方式、投资者保护、发行人责任、中介机构责任和发行人破产管理人责任等细节，改变了原先分业监管下不同券种适用不同法律标准的割

裂格局，深入规范了违约债券的处置过程等。

其他相关监管政策中，有的明确违约债券的处置方式，有的服务于违约债券的特定债券转让安排，有的推动银行间市场与交易所市场进一步互联互通，有的目的在于阻断流动性风险的传递和扩散，有的进一步明确禁止“结构化”发行等。

违约债实际上也是高收益债，监管层加速推出违约债转让与处置政策，促进信息透明化、定价更加合理，有望吸引不同风险偏好的投资者参与市场博弈，从而令投资结构更加丰富，并推动高收益债市场的发展进入良性循环。

总的来说，监管层希望藉此完善债券交易链条，扫清交易障碍，减少政策套利空间；为各种类型的市场参与者提供退出通道，改善违约处置机制并提高处置效率，有利于债券信用风险的化解和处置；维护投资者利益；进一步强化债券市场的融资与风险定价功能；推动提高债券市场的流动性，尤其高收益债的流动性，提高债券市场的活跃性和有效性。

我国正持续推进资本市场基础制度改革，优化融资结构，提升直接融资比例，以更好地服务实体经济和人民生活。加快完善债券违约转让与处置机制，推动市场出清，维护市场秩序，将有助于发挥债券市场在提高直接融资比例中的作用，最终服务于国家金融安全与经济发展大局。🌟

## “内循环为主，双循环发展”背景下的资产配置

文 | 《固定收益》编辑部

近期中央提出“内循环为主，双循环发展”的战略方针。未来一段时间内，我国经济的发展走向将围绕此方针铺开。

当前，全球正在经历二战以来最严重的公共卫生突发事件，叠加全球经济下行、逆全球化势头日益突出、贸易保护主义抬头等宏观因素，令资产管理行业的发展面临广泛而深刻的变局。

低利率时代，资产配置是财富管理的关键。如何在市场环境的转变中，找到新的市场均衡并实现对资产配置的调整，挖掘分化中的确定性价值，以求降低回撤和下行风险，是众所关注的焦点。

### 什么是内循环

“内循环”、“双循环”是近期宏观经济热词。事实上，5月14日的政治局常委会便首次提出“两个循环”的概念。随后习近平总书记指出，要“逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。7月30日的中央政治局会议进一步强调，要“加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”，实现稳增长和防风险长期均衡。

“内循环”，顾名思义，就

是让国内的供给与需求之间形成配套的产业链循环——从原材料采购，到生产加工、到销售消费，在国内形成闭环。而“外循环”则是参与国际产业链的供给与需求循环。

自2001年入世以来，中国借助改革开放以及WTO带来的经济外循环，实现了飞跃式发展。然而近年国际环境发生剧变，各国关税壁垒日益高企，外需锐减，投资边际效益下降，原先由传统投资+出口主导的经济增长模式难以为继。想要拉动经济并维持经济增长的稳定性，必须将视线转向消费，通过驱



66

加快完善债券违约转让与处置机制，推动市场出清，维护市场秩序，将有助于发挥债券市场在提高直接融资比例中的作用，最终服务于国家金融安全与经济发展大局。

99



动内需、撬动国内大循环，释放消费潜力、重塑国内产业链，来疏解产能过剩、库存压力抬升、宏观杠杆率上行等风险。这也是为什么当国内防疫取得明显成效、将重心转向恢复经济上时，中央反复强调要促进消费、发展数字经济、推进新基建、对外经贸调整等。

“内循环为主，双循环发展”模式，重点是以国内大循环为主体。中国拥有庞大的人口基数、广阔的市场和充足的政策空间，经济活力旺盛，具有发展内循环的坚实基础。应充分发挥优势，立足于扩大内需，提升产业链、供应链的现代化水平，推动科技创新，扩大有效投资，打造未来发展的新优势。

但内循环并不等于“单体循环”、“闭关锁国”，而是要实现国内国际双循环相促进。积极推动新型全球化，推进“一带一路”建设，更好地联通国际市场，增强中国经济的发展韧劲的同时，也给全球提供巨大的中国机遇，实现中国与世界的互利共赢，达成更加强劲可持续的发展。

### 经济中长期发展趋势不改

上半年，大类资产走出了过山车般激烈起伏的行情。那么在后疫情时代，在“内循环为主，双循环发展”的战略方针下，资本市场的交易逻辑有何改变？

回答这个问题之前，首先应分析新冠疫情以及随之而来的系列危机是否对全球经济的中长期发展造成了颠覆性影响。目前新冠疫情在全球蔓延的局势仍不容乐观。美

国约翰斯霍普金斯大学的统计数据 displays，截至北京时间7月30日，全球新冠肺炎确诊病例超1700万例，死亡病例超66.7万例。世界卫生组织总干事谭德塞博士在6月下旬的一次公开讲话中表示，新冠疫情暴露了当今世界的政治分歧以及社会和经济不平等现象，全球经济走向大萧条以来最剧烈的收缩期，疫情将影响今后几十年的世界发展，也将影响每个人的生活和工作。

不过，理性来看，虽然疫情发展及应对政策的不确定性令人们产生强烈的预防行为，如抑制消费甚至改变生产模式等，影响深远，但主导经济中长期发展趋势的三大因素——技术、劳动力和资本，并没有在本轮危机中发生根本改变，这是全球经济中长期发展及全球经济新秩序的重要前提。中国国际经济交流中心副理事长黄奇帆认为，尽管疫情对世界经济造成了很大影响，但未来十年有五个基本趋势不会变：全球化趋势、世界经济中心东移的趋势、新科技革命对世界变革的趋势、中国改革开放的趋势，以及中国经济内在巨大活力、潜力的格局等不会变。

因此，尽管当前在经济发展的前路上仍横亘着就业难、中小企业破产、消费意愿低迷等问题，但它们的影响力终会在经济周期的大势中逐渐衰退。同时，全球央行及各国政府也在积极应对，美日欧等国大规模实施量化宽松、轮番出台刺激计划，宽松的流动性和空前规模的财政刺激计划，都指向了经济复苏与通胀回升的预期，对风险资产形成有力的支撑。从这个角度来说，今年二季度以来各大类资产价

格的走势，虽然受到流动性宽松很大影响，但也明显包含着对经济复苏和通胀回升的预期。

### 新政策框架下的资产配置逻辑

其实，近年随着国内外经济金融格局的变化，叠加中国经济发展从高速增长阶段向高质量发展阶段转变，资产管理行业的发展格局也应时而变。“内循环为主，双循环发展”战略方针的实施，加速了国内资产管理行业的变革速度。

要让“内循环”有效运转，首先要让资金流动起来。这直接利好权益市场的崛起，股票的配置吸引力越来越高。一方面，流动性宽松与积极的财政政策将继续推升股市估值。7月末的FOMC会议上，美联储重申将使用所有工具支持美国经济，继续维持利率区间在低位，直到美联储有信心经济重回正轨，并强调根本没考虑加息。同时，我国致力于推动稳健的货币政策更加灵活适度，综合运用、创新多种货币政策工具，确保流动性合理充裕。在可预见的未来，宽松的流动性将在一定程度上影响企业的盈利水平，从而助推估值上行。而在积极的财政政策主导下，减费降税、发行债券等举措，有利于刺激实体经济，提升投资者对经济增长和企业盈利的预期，进而抬升风险偏好水平，利于推升估值。

另一方面，以“内循环”为主体的发展战略，将降低出口在经济发展中的分量，也降低外部环境对我国经济发展的影响；同时，“内循环”主要强调消费、技术创

新等轻资产行业，更易充分发挥多层次资本市场体系的直接融资效用，进而提升权益投资的发展潜力。资产配置组合中的大部分风险来自于股票等权益类投资，且股票市场的走势也常常领先于经济环境的变动。因此市场环境变化时，权益投资往往成为风向标。

固定收益方面，一个行业共识是，随着金融改革的推进、资管新规的深化，标准化债权资产逐渐取代非标准化债权类资产；同时，信用债违约风险持续提高，对信用定价能力的要求越来越高。在“内循环为主，双循环发展”的政策框架下，居民消费和有效投资成为稳增长的着力点，信用扩张受到抑制，逆周期调节对债市的影响将有

所弱化。下半年债市大概率延续原先的震荡走势，“固定收益+”、可转债、中短债产品等兼具增厚业绩和控制回撤特点的产品具有较高配置吸引力。此外，由于中国经济基本面和货币政策领先于海外市场，人民币资产大受青睐。中登公司的数据显示，截至6月末，境外机构已连续19个月增持人民币债券，达21960亿元。

今年的商品市场上，黄金的表现一骑绝尘。截至7月末，金价一度冲上1980美元/盎司，连续刷新历史记录——在疫情持续蔓延、中美摩擦升温、美国大选倒计时的背景下，投资者的避险情绪可见一斑。中短期来看，美元指数走弱、战争威胁、风险资产回调，以及全

球负利率态势的延续都将利好黄金，令其表现出不错的配置价值。但若将观察周期拉长到数十年，黄金的配置价值远不及权益、固定收益。

总而言之，资产配置是资产管理的核心。目前，以消费和技术革新为代表的新经济正在蓬勃生长，新的宏观背景赋予大类资产新的风险收益特征，进而产生对资产配置的新判断。对投资者来说，构建资产配置之前，首先要确定投资目标并理解投资风险，基于此才能更好地通过多元化资产配置，来获得更高的风险调整收益和更低的下行风险，把握分化中的确定性。





# 鑫元基金丁玥：研究创造价值

文 | 鑫元基金权益投资部总监兼首席权益投资官 丁玥

## 编者按

这是一篇关于当下及未来市场投研趋势及预判要点的基金经理投研分析文，也是一篇关于机构投资者研究方法论的实用性投教文。

“研究创造价值”——鑫元基金权益部门负责人丁玥将其作为近期一次公开演讲的标题。人们往往将这句话的重心落在字面意义上，却很容易忽略它隐含的另一层意义——尊重常识。什么是常识？就

是社会对同一事物普遍存在的日常共识。

作为一位谨慎且进取，注重稳健收益、追求较小回撤的基金经理，丁玥坚信研究创造价值，强调遵循科学的研究方法，通过扎实的基本面研究和积极主动的资产配置，自下而上地精选真正有价值的投资标的，为持有人创造高于业绩比较基准的投资收益。

大道至简。丁玥希望告诉大家，在全球资本市场“黑天鹅”频发、市场波动率明显加大时，在资产管理、投资研究日益彰显个性化特征的当下，基金经理等机构投资者更应发挥专业投资人的优势，避免随波逐流，尊重投资研究的常识，回归基本面研究、回归投资初心。

今年以来，市场在剧烈波动中快速上行。然而有投资者表示，以前普遍使用的投资“诀窍”，比如板块内轮动，小票跟随大票上涨，甚至小票弹性更大；抄底低价股；赌ST摘帽行情等，突然“失灵”了。相反，基金重仓股却一直走牛。怎么回事？

做投资与做研究，需要分开看待。在投资层面，相对强调个性化，各基金经理有各自的价值观、投资理念，尤其具体到交易策略层面，更与资金属性紧密相关。但研究则不同，它有相对统一的标准。今天主要从研究的角度出发，打开研究工具箱，为大家解密机构投资者是怎么运用研究工具来进行大势研判，以及开展自下而上的公司研究。

### 关于大势研判的框架

股价由什么因素决定？股价可以比喻为分子和分母的共振/赛跑（图1）——分子是业绩因素，分母是估值因素（由风险收益率和风险偏好决定）。做研究就是围绕分子分母的运动而展开，一方面了解企业盈利的趋势（分子），另一方面研究流动性趋势和风险偏好的假设是什么（分母）。

当下市场，一个比较重要的判断因素，也是分母的影响因素之一，即流动性是否宽松。这将决定市场是存量市场还是增量市场。若流动性宽松，意味着整体市场存在机会，无论结构性机会还是全面性机会；反之，市场转冷。而在流动性宽松之下，又可分为两种情况，即看分子的经济表现，是偏弱还是

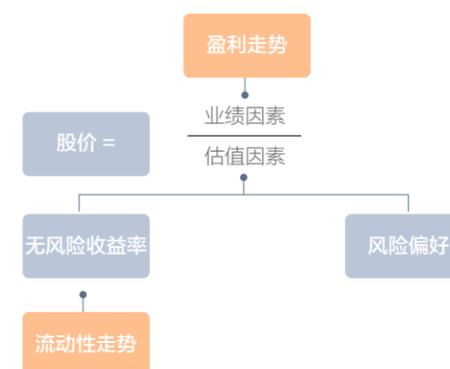
复苏（图2）。

今年上半年，受疫情冲击，市场更多是处于流动性宽松而经济弱的状态，因此更多出现结构性机会。结合风险偏好来说，在流动性宽松、经济弱、风险偏好又很低时，投资者将扎堆防御性板块抱团取暖。一旦风险偏好发生变化，比如2、3月，中国疫情刚刚开始好转，美国疫情尚未爆发，风险偏好上行，科技成长成为市场的主力机会。

目前，“经济弱”这个条件渐渐走淡，市场普遍认为经济会复苏。由此市场将大概率面临全面性机会，除了之前所说的风险偏好上行支撑的成长性科技主线机会，很多周期性行业、跟经济景气度关联度较高的行业，均会加入其中。

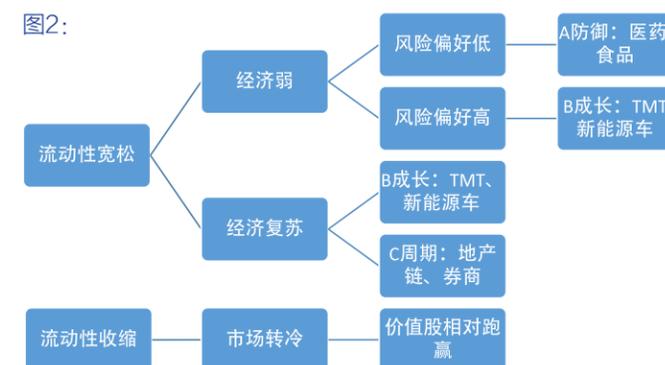
今年以来市场大致分为三种情形：偏防御、偏成长，以及偏周期，根据市场变化三者之间有所切换。值得注意的是，在行情切换时，并不意味着投资必然发生实时

图1：分子和分母的共振/赛跑



资料来源：鑫元基金

图2：



资料来源：鑫元基金

切换，而更大可能是在把握大概率方向的前提下，稳定地扎根在某个领域中——这取决于投资人的价值观、投资理念。

也就是说，机构投资者在研究层面将市场分析图谱画清楚，并提交给投资层面参考，而不是去做一个100%确定性的预判。做研究无法拿出一个万无一失的结果，但却可以给出一个成败图谱、情景假设图谱，并在市场中不断地印证或完善之。这才是大类资产研判过程中研究所体现的价值。而图谱将如何演绎，无非是流动性、风险偏好、盈利趋势等各种因素的演变。

### 增量资金打破震荡格局

流动性因素是市场研判最重要的因素，它决定了市场是增量资金市场还是存量资金市场。从近期市场变化来看，增量资金正打破之前市场震荡的格局。

资金正通过公募基金的发行、海外资金的流入、两融余额持续走高以及散户新增开户等渠道加速流入股市。其背后的深层次逻辑主要是整个市场的流动性，也就是社融的增速，它对所有资产都有提振作用。疫情以来全球流动性都非常宽裕，这主要取决于货币政策。机构投资者对此也有一套细腻、严密的判断标准。

二季度以来，货币政策阶段性收紧，但整体仍处于相对宽松的状态。为何二季度市场整体流动性边际趋紧时，债券跌了但股市没有跌？因为流进股市的钱并没有变少，流动性盘子的结构还在往股市倾斜。

主要有三点：一是金融供给侧改革鼓励大量直接融资。券商合并、银行获得券商牌照等举措，整体都是通过直接融资配合经济增长。由此，对于股市这类直接融资渠道，是从存量切换到增量。二是居民财富配置的转移。在金融供给侧改革之下，早年的无风险、隐形刚兑对应的高利率产品正在消失——其产生的正向引导作用是，要获得高收益就要承担相应的风险，因此居民财富配置逐渐向权益类转移。房住不炒政策也有相似的作用，导致整个中国居民财富配置有一个大的切换和变动。三是全球资产的再配置，该趋势在疫情之后正在加剧。美国开启了无底线货币宽松，长期而言对美元的价值造成损伤，美债收益率也在下降。基于原先的配置框架已很难满足投资者一定的收益诉求，这导致资金日益倾向于流入更具成长性的市场，从而导致全球资产配置发生重构。

从更长期角度来看，全球资产处于结构再配置的起点上。叠加中国资本市场开放政策以及对资本市场的规范，中国A股、大中华区权益市场，会获得比整体周期性流动性更强的一个流入。这也是我们看好流动性趋势的重要原因。

### 风险偏好，有冲击亦有上行风险

流动性趋势决定了市场的大形态，而其中小节奏则由风险偏好来影响。

上半年，中美关系的反复及全球疫情的蔓延均对风险偏好造成损伤。未来其的影响力如何？研究

很难做出全面性、先知式的预判，但我认为它们的影响力已没那么大了，比如疫情，很难再对市场复工的逻辑造成的根本性冲击。事实上，在增量资金的大趋势中，短期冲击有望带来非常难得的买点。

此外，上行有时也是一种风险。实践证明，在过往的重大改革过程中，如2005年股权分置改革、2012年并购重组改革等，市场的反应是滞后的。但随着市场走顺，改革红利将成为市场进一步上行、提高风险偏好的重要推动因素。

在今天的疫情中，我国顶住压力、释放系列改革信号。一方面是经济挖潜的改革，较多提到要素改革，释放了对土地的束缚，对劳动力红利的再挖掘，以及民法典对物权的强调等，都是长期深入挖掘经济未来长期潜力的改革。另一方面是资本市场的改革，包括新证券法、注册制修订、再融资新规、清理财务造假、规范市场等系列改革，会让市场更规范，更吸引长期资金的流入。

市场需求与政策相互配合，将加速增量资金的流入。这些改革红利将正向加强市场进一步上行的风险。

### 盈利趋势：基本面研究的核心要义

盈利趋势的判断，简单说，就是研究工作中最重头的“自下而上的行业和公司研究”。市场投资流派分为两种，一种是研究基本面的，主要是研究公司未来的利润增长；另一种是技术面研究，把股票当作资金买卖的筹码做研究。机构

投资者把更多的研究精力放在前者。其实，在强有效的市场假设下，两者的长期走势是吻合的，短期则有区别。

基本面研究的核心要义是研究公司未来的利润增长，而其他的商业模式、估值、现金流等，都可以认为是其延伸。比如商业模式，也决定了未来利润增长的可持续性；而在融资环境不畅时，现金流就成为未来利润增长空间的决定因素。

如何开展基本面研究？方法论上，一个是调研，一个是报告。调研是所有收集信息；报告是基于所收集的信息做出的投资判断。两者往往是在某个研究框架下进行持续循环往复的过程，而不同的行业须提炼不同的研究框架。

调研起步阶段，更多是文字调研，即读别人的报告，了解企业招股书、商业模式等；下一步，拜访企业；第三步，与供应商求证，进行产品试用等；第四，更进阶的调研则是积累自己的核心圈，其中包括业内商业链、产业链、专家资源等。基于此抬升判断力，并不断迭代、优化。好的判断只需超越其他玩家。

举个例子，成本曲线是周期品研究的法宝。产品同质化的行业都可以利用成本曲线研究，它可以帮助大家研究供给结构。成本曲线的形态决定了行业利润空间；企业在成本曲线上的位置决定行业地位和盈利可持续性。

2006年供给侧改革后，因为环保的因素，很多行业的成本曲线被颠覆，这对行业是很大的变革。站在成本曲线前端的企业，其盈利

周期性大幅减弱后，市场给它的估值将大幅提升。该逻辑也适用于医药行业。如原料药的成本曲线头部公司，本身能获得周期性减弱、估值提升的空间。当然，对任何行业的研究都不应依靠单一逻辑，还需结合其他逻辑进行综合研究。

### 科技、消费和医药值得长期关注

科技、医药和消费行业值得长期投入，长线看会有不错的收益。

科技股的重点是方向、空间和节奏。科技股的研究方向对应大的、长的科技周期，基本上十年一个周期，现在正处在5G、物联网和人工智能的新科技周期的起点上。空间指的是研究公司所在的赛道对应的市场空间；节奏则指空间节奏变化，通常整个科技的浪潮都是会先泡沫，再回落，然后整合，再出发的过程。

从投资时钟的角度讲，硬三年、软三年，商业模式再三年。因此第一投资阶段要找硬件投资，第二阶段是单盈利模式投资，第三阶

段是跨盈利模式投资。现在是新一轮科技周期起点，但上一轮科技周期的盈利模式（阿里巴巴等）变现仍在过程中，平台价值、人均收入的变现还有很大空间。

短期来看，受益于复苏周期以及三到五年科技的大周期，科技是更有爆发力、更有弹性的领域，但它对投资者也提出了更高的要求。因为变化大、弹性大，所以它经常会出现颠覆——上一个科技周期的龙头，在下一个科技周期大概率不是龙头，所以投资科技会有比较大的波动，需要在优质的赛道中，以组合的形式来进行多赛道布局；单独押注某一个公司可能会获利非常高，但选中的概率也相对低。

知乎上曾有一则提问，“你做过最划算的事情是什么？”一个高赞回答是，“我只花0.8-1.5%的管理费，就雇佣了几十人甚至上百位毕业于985、211高校的行业精英，来为我做研究、挑选投资机会，帮我钱生钱”。

把时间留给自己，把财富管理的事交给机构投资者。🌹



# THE RESEARCH REPORT

## 鑫元基金 信用研究系列报告之九

● 鑫元基金 | 信用研究系列报告之八 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？  
(见《固定收益》18期，第48页)

● 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)

# 那些年他们买过的地产债 ——地产债回溯与2020年展望

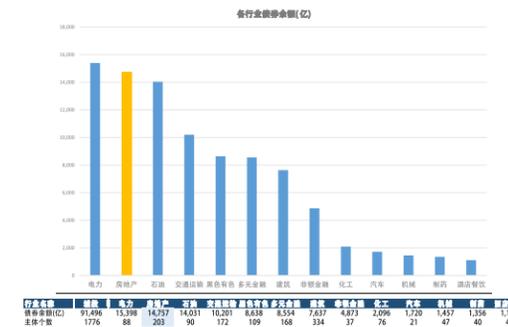
文 | 鑫元基金固定收益部研究员 丁汀

## 一、地产债的体量

截至2019年末，中国信用债市场发行人共计4252个，其中产业债发行人2476个，城投债发行人1776个；信用债存续余额26.01万亿元，其中产业债16.86万亿元，城投债9.15万亿元。如果我们剔除商业银行发行的债券，那么中国境内市场信用债从主体数量和存续债券余额（图1）来看，是一个城投与产业债各占半壁江山的格局。

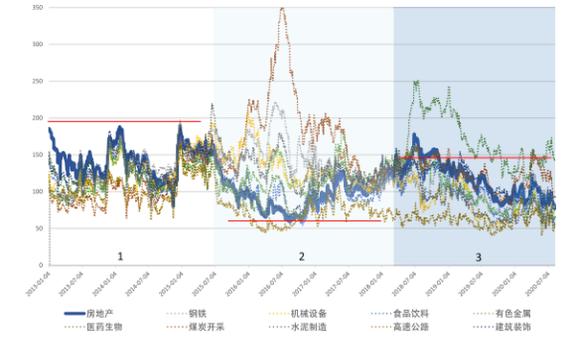
在这一格局形成之前，有一类债券发行人在2015年公司债发行规则调整和金融周期的大背景下，异军突起，从发行量几乎为零几年之内攀升为信用债的发行大户——地产债。2008-2009年严格意义上的地产债只有29支，共计发行额488亿元。作为当时债券市场重点管制的行业，2010年地产债被全面叫停，2010-2014年间除了保障房和商业地产开发企业，住宅开发商的发债体量非常小。而自2015年证监会《公司债券发行与交易管理办法》颁布后，地产债高速扩容，作为信用债的一个分支，其发行主体数量众多、发行体量较大、资质分散度较高的特点使其成为了当时债券市场牛市背景下同时具备收益高和供给大的信用品，对不同需求的债券组合均可提供不同程度的票息增厚。就这样，天量的供给也遇上了天量的需求，当然这些也为2018-2020年地产债的天量到期埋下了伏笔。

图1：各信用债主要发债行业债券余额排序（2019年末）



资料来源：鑫元基金

图2：主要发债行业信用利差



资料来源：鑫元基金

图3：地产债利差的三个阶段

信用利差	最高	第二高	第三高
<b>阶段一</b>			
2013.1-2015.6	房地产	非银金融	钢铁
平均数	152	111	131
75%	157	127	146
50%	145	107	133
25%	126	95	103
<b>阶段二</b>			
2015.7-2018.4	房地产	非银金融	钢铁
平均数	97	85	139
75%	111	97	156
50%	98	86	135
25%	81	74	114
<b>阶段三</b>			
2018.5-至今	房地产	非银金融	钢铁
平均数	116	80	96
75%	136	93	106
50%	114	80	96
25%	93	64	84

资料来源：鑫元基金

## 二、地产债的价值

### 2.1 地产债利差经历过的三个阶段

信用债的相对价值主要来源于超额利差，即某一支债券相对普通同评级、同期限的信用债平均水平更高的收益率。在期限一致的情况下，更高的收益率往往可以解释为信用利差和流动性利差的综合，

而在境内信用市场，信用利差是决定性部分。

2017年以前，信用债能够持续提供相对价值或超额利差的发债行业有三个——两高一剩(多个过剩行业的汇总称法)、城投、房地产。而随着2016年供给侧改革下煤炭行业利差的修复和僵尸企业的退出，两高一剩在高收益领域的供给在逐步减小，城投债与地产债逐渐

成为了供给量足够大的高收益信用品。地产债的整体信用利差也随着行业政策、行业基本面、市场风险偏好的变化出现了波动（图2&图3）。

从图3可以看出，地产债的利差走势基本可以基于与其他主要发债行业的对比切分为三个阶段：

1. 2013.1-2015.6 最高利差，此段时间地产债发行主体甚少，基于

图4:

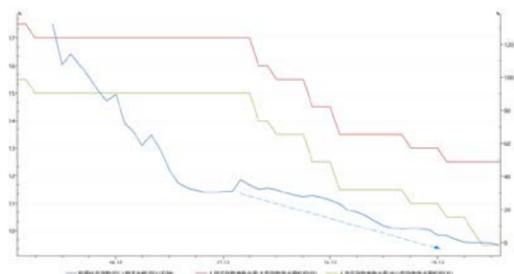


图5:

各行业阶段二、阶段三的部分债券违约事件											
信用利差	最高	第二高	第三高								
<b>阶段二</b>											
2015.7-2018.4	房地产	非银金融	钢铁	机械设备	食品饮料	有色金属	医药生物	煤炭开采	水泥制造	交运	建筑装饰
平均数	97	85	139	132	97	123	108	179	133	70	107
2015-2016			中钢/东特钢	二重/连机床	雨润/奈伦集	桂有色		圣达/川煤	山水	翼物流	中城建
2017			华盛江泉							丹东港	五洋建设
2018				神雾							
<b>阶段三</b>											
2018.5-至今	房地产	非银金融	钢铁	机械设备	食品饮料	有色金属	医药生物	煤炭开采	水泥制造	交运	建筑装饰
平均数	116	80	96	84	99	99	172	124	84	61	115
2018	华业/中弘/银亿				洛娃			永泰			中科
2019	国购		精功	沈机床	众品/西王			津物产			丰盛
2020	泰禾/新华联						康美				

地产债自身财务杠杆高、融资成本高的信用特点和当时整体疲软的行业基本面，少量的地产债一直保持着较高的信用利差，利差水平保持行业中最高水平，当时同样利差较高的是水泥和建筑行业。

2. 2015.7-2018.4 较低利差，此段时间地产债的发行经历了从“井喷”到“收紧”的政策扶持与调控。最典型的两份文件为证监会的《公司债券发行与交易管理办法》和交易所的《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，使地产债的发行从2015-2016年的天量发行过度到2016年11月的迅速降温。在2018年初，交易

所窗口指导的大背景下，地产债在“允许借新还旧”的大背景下重启发行，但体量从此开始有所节制。此时段至今，就总量而言，地产债的发行再未从交易所分类监管函的主导思想中完全康复。

行业基本面而言，2015-2017年随着政策的一轮刺激，三四线的棚改货币化接棒2016年930的热点城市调控，三四线的销售繁荣在这三年不断推高新房销售，全行业的投资增速也在这段时间强势修复。这一期间的发债房企也在高速周转，杠杆提升程度不同，但销售增速均高速增长。

这样的“预期风险可控”的

大背景下，二级市场在此段时间“沉醉”于对地产债相对价值的追捧上，大量的委外资金投资需求不断地塑造了地产债的一次次成功发行，这一趋势在2016年底的债灾停止了。但地产债的利差整体仍旧停留在较低的位置。此时其他产业债，经历了山水水泥、川煤、东特钢、华盛江泉、大连机床、博源控股、蒙奈伦等对市场冲击较大的违约事件后，利差已经逐步走高。主要发债行业里只有金融和公用事业比地产更低，当时利差最高的为煤炭、钢铁、和水泥行业。

3. 2018.5-至今 利差重新走扩至较高位置。2018年经历了四次降

准（如图4），新房销售也屡创新高，大方向上看，市场本应维持对地产债的态度，但就是在一年的5-7月，地产债利差开始重新走扩（更准确的描述应该是长时间的分化），信用利差再次回到发债行业前三名，另外两个是医药和煤炭行业。回溯当时利差表现，主要可以将原因归结如下：

○政策：2018年7月31日，中央政治局会议：坚决遏制房价上涨；

○金融：棚改货币化政策调整，（如图4）可以看出，PSL新增量从当时开始锐减，2018年8月PSL月新增已降至百亿以下；棚改政策调整后，结合731“坚决遏制房价上涨”提法的出现，大量房企开始了在三四线城市市场的战略性退出，回溯当年，这一现象直接导致了三四线城市2018年下半年的大量土地流拍出现。而对债市而言，随着2016年930调控的出现，土储分散在三四线城市的房企更受市场偏爱，而随着棚改政策调整，市场开始重新审视它们；

○债务：由于2015-2016年地产债天量融资的期限基本以2+1年或3+2年为主，因此地产债在2018年正式进入了这个为期三年的天量到期的时间窗口。这一现象直到2018年窗口真正到来时才被市场广泛关注；此外，在2018-2020期间，随着资管新规和针对地产前融的一些调控政策加重了这段时间房企的融资压力；销售回笼资金成为这段时间房企重要的资金来源。

○信用事件：随着债务天量到期、融资政策收紧、热点城市预售证管理现金流回笼困难等因素的

综合影响，一些规模较小、土储集中的小型房企或涉房企业开始集中出现债券违约——新光控股、华业资本、银亿股份、国购投资；市场对地产债的信用风险开始重新审视，也就是从这时期，地产债开始了“龙头向下、中小向上”的收益率分化走势，持续至今。

我们在图5汇总了地产债三个阶段中较为典型的债券违约事件，需要指出的是：1) 由于在阶段一违约事件较少，我们并未统计阶段一的违约事件；2) 行业分类我们并未严格按照申万或Wind的分类，而是根据债券发行人核心主营业务进行分类；3) 我们汇总了当时对债券市场影响较大的违约事件，而非全部违约事件；4) 综合类、多元控股类企业由于企业与企业之间可比度较低，我们未列入此类行业的利差和违约事件，其实上述两类行业也是中国债市的违约大户。

通过上图的整理，我们可以看出，在“阶段二”，也就是地产债整体信用利差最低的时段，中国债市已经打破了零违约的局面，



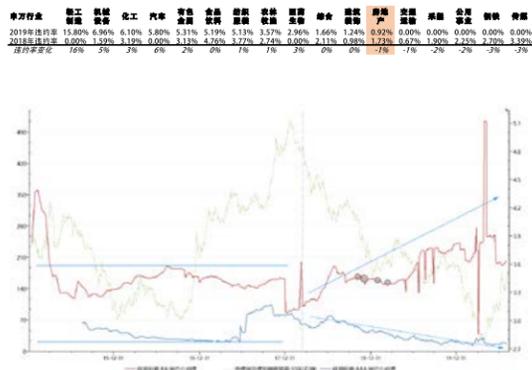
大量违约在2015-2016年出现，虽然这些违约事后都可以通过业务亏损、债务激进、短债长投、股权分散、经营垫资、财务造假等信评逻辑来解释；但是国企/央企的信仰被打破、假央企、股权竞争、互保断裂、实控人接受调查、环保限产、政企关系等问题刷新了当时市场对信用债的容忍度和对信评框架的重新审视。而在此期间，地产债作为一个高息品种，并未出现违约，凸显了其在“阶段二”的“相对价值”，受到市场追捧。回溯此阶段，这种相对价值是值得商榷的。

进入“阶段三”，此时的信用债在城投债、地产债、民企债三个领域承压。

城投债：2018年4月，审计署点名湖南邵阳，隐性债务问题被点名的湖南，也在当时出现了估值压力，更有当地地级市重要平台受到银行间协会处罚，再融资能力受到非常大的考验；此外，2018年开始，城投非标违约开始大面积出现。再一次，监管环境的变动引发了风险的出现，相比城投债领域此前的资产划转、撤函、提前偿还、代偿违约等历史事件，本次监管趋严恰逢非标的违约加速出现，政策重压之下城投估值大幅调整。值得一提的是，那段时间之后，债市迎来了农六师、呼经开、瓦房店、营口沿海等违约和信用事件，地产债资质与利差分化的现象，也一样在城投债领域上演。

民企债：民企产业债在金融去杠杆大背景下出现了再融资问题，从财务指标和民企违约的本质（再融资能力和公司治理）来看，我

图6：地产债利差走势



资料来源：鑫元基金、Wind

们认为没有多少民企真正的从2018年的民企违约潮中康复。

**地产债：**自2018年起，在前文已经描述过中小型房企与涉房企业已经开始出现违约。在2020年，大中型闽系房企泰禾也在非标违约、实控人被列为失信人后在7月出现债券首单违约。整个2020年，泰禾的中票和大连亿达的美元债让地产债的信用事件从范围上和市场上不断扩散。泰禾违约前的核心风险更像是银亿与国购的结合——激进扩张、单地区高产出、高成本重仓强调控城市。泰禾起家于福州，2014年后新增的土储多来自于北京、上海，其经营战略的特征是土地成本与周转率的双高，而这并非传统意义的“高周转”战略。

传统意义上的高周转战略，如全国性大中型高周转房企碧桂园，本质上是一种通过过高的周转率对冲利润率不足，并通过杠杆

率将收益放大最终形成可观的ROE的战略。此类战略的特点是高周转与高杠杆，相对应的忌讳的是周转的停滞和杠杆资金的再融资压力。为避免政策调整导致销售停滞或债务集中到期，传统的高周转背后是土地储备的分散配置和债务期限机构的长期化的安排。而银亿、国购、泰禾正好相反，两个问题都没处理好。

因此，在债券发生违约前，三者的估值走势也较接近。银亿、国购的错误或多或少在泰禾身上再次出现。

而这种对中小型、高杠杆、土地储备不够健康的房企的担忧造成了对保利、龙光等的追捧，对富力、恒大等的规避，将这些超过100家发债房企的收益率合并，便出现了高低等级分化的利差走势。

通过与其他行业的对比和对过往信用事件的回溯，我们可以发

现地产债信用利差走势的三个阶段本质上就是一个从粗放发展到回归本源的过程。也对此后的地产债信用研究提出了更大的挑战。

### 2.2 地产债的重新定价

虽然我们在上述三个阶段的第三阶段看到了小型房企(或涉房企业)的违约出现，但总体而言，相对地产债的体量和发行人数量而言，违约率并不高。2019年房地产行业以发行人个数计算，违约率在0.92%，总体可以理解为风险可控。然而我们在前文也看到，在目前所处的第三阶段，地产债总体表现出利差回归各行业中高位的趋势，而这一趋势的背后是地产债极具的收益率分化。国企、龙头的利差在不断收窄；民企和中小型房企的利差在持续走扩。随着市场对于地产发行人的信心的建立和研究的深入，地产销售、融资领域的马太效应也逐渐在地产债标的上体现出来。

图6可见，进入2018年后，高等级地产债(龙头房企为主)与低等级地产债(龙头房企为主)出现了明显的走势变化。2018年以前，二者信用利差走势类似一个箱体，基本波动不大，等级间利差也较稳定；2018年后，低等级利差持续走扩，高等级利差稳定收敛。背后体现的是市场在集中度提升和资质分化的预期下对地产债的重新定价，这点我们在上文已经讨论过。而近年“房住不炒”的稳定性和连续性加剧了这种分化，进一步强化了资质分化逻辑，也进一步拉大了高低等级的利差。因此，我们看到自2018年期，长达超过两年的时间里，地产债的高低等级利差持续走扩。

## 三、地产债的贡献

### 3.1 信用债该做什么

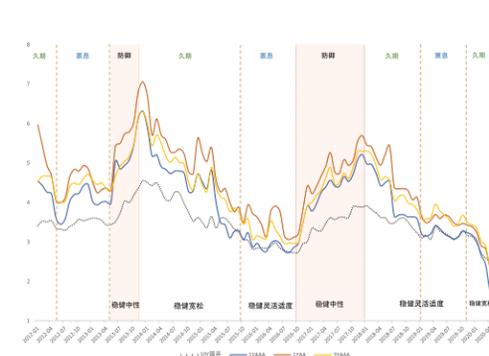
通过针对不同的市场情况进行久期和信用敞口的搭配。如图7，两种策略均选择较高等级来减小信用的敞口，充分放大久期的作用。而在行情趋势并不明显的情况下，选择通过票息来度过震荡行情则能提供更多的相对价值。考虑到长久期高收益为一种容易导致组合极其被动的信用标的，我们在任何时段均未考虑此搭配。

通过不同策略的整理，通过在震荡市中更多的进行短久期高收益投资并在熊市期间同时缩小信用与利率风险敞口将获得更理想的收益(图8)。因此，在这样的市场环境下，如何通过信用债获取相对收益，通过票息的增厚来增强组合收益变得尤为重要。经过上文的统计，我们也可以发现，信用市场任何时间的相对收益基本来自于三个领域——城投、地产、两高一剩。而随着2016年供给侧改革和过剩僵尸企业的退出，现在我们可以将这三个领域重新划分为——城投、地产、民企。

民企方面，经历过数论债市牛熊，我们可以发现企业资产负债表修复的速度远远晚于宽信用的刺激或民营企业纾困措施的出现。也就是说，在目前宏观环境和宏观行业状况的大背景下，发债民企的资产负债表和再融资能力难言已修复，这个领域的下沉是不建议的。

城投方面，在这里我们不作过多讨论，但毫无疑问，从宽信用的脉络和行业违约率而言，城投依然是信用下沉的最佳方向。如果观

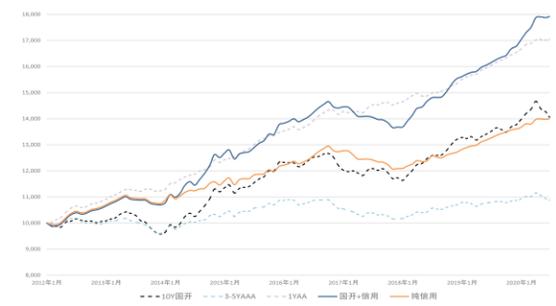
图7：不同货币政策期间不同的信用策略选择



资料来源：鑫元基金

图8：信用策略对纯利率品或信用品的增强

回报	10Y国开	1YAAA	3-5YAAA	1YAA	10Y+信用	纯信用
2013	-5.1%	-3.2%	-4.3%	2.9%	0.4%	0.4%
2014	16.9%	4.1%	6.6%	9.7%	16.9%	6.6%
2015	10.1%	0.4%	6.2%	9.3%	10.1%	6.2%
2016	-0.9%	-4.5%	-2.8%	5.2%	4.6%	4.6%
2017	-3.9%	-5.1%	-3.8%	3.0%	-5.1%	-5.1%
2018	12.5%	-2.8%	5.2%	5.1%	13.5%	5.1%
2019	4.3%	-6.0%	1.6%	7.9%	8.1%	7.1%
2020YTD	2.0%	-6.2%	0.0%	3.1%	6.8%	3.0%
夏普比率	0.74	-2.41	-0.08		1.52	0.82
最大回撤	-2.7%	-1.7%	-2.2%		-2.7%	-2.2%
波动性	4.43%	1.83%	3.04%		3.68%	2.75%



资料来源：鑫元基金  
10Y+信用：久期策略中使用10Y国开债，防御策略使用1YAAA，票息策略使用1YAA  
纯信用：久期策略中使用3-5YAAA，防御策略使用1YAAA，票息策略使用1YAA

察全市场的城投收益率变动，从城投债最“痛苦”的2018年上半年起至今，收益率下行最显著（目前收益率最低）的为浙江、苏南、广东、福建（不讨论北京/上海）的城投，而收益率下行次显著的（目前收益率次低）的为西部弱资质地区的高行政级别的或对地方政府重要性及其高的核心平台。这一现象也符合过去两年市场所谓“好地区烂城投+烂地区好城投”的信用策略。在过去的几个月，中部地区的城投收益率下行幅度也开始逐步向前述二者靠近，体现市场在优选完上述二者之后开始了城投领域的进一步下沉。

值得一提的是，所谓城投领域的信仰强弱大多可以拆解为“区域财力和杠杆”和“平台重要性+杠杆”这两个城投信用研究的一级指标。而这两个指标的综合排序也基本解释了二级市场上绝大多数城投的收益率分布。随着这一轮宽信用的推进，继续沿用此类方法筛选城投债会相对被动，也很难再发掘符合原有框架逻辑、且同时具有相对价值的标的品种。其实，回归本源理解“信仰”二字，换个角度审视目前市场上的土地财政载体的职能与重要性，或许可以有更好的发现。

地产方面，我们认为，除了城投之外，地产债在未来也是为组合提供相对收益的良好标的，只是相对于城投债，需要更加细致的信用研究工作。

### 3.2 地产债的筛选

#### 3.2.1 信用资质主要关注点

我们认为2020年下半年是一个非常特殊的时间段，成功地度过

2020年也意味着投资者们成功地度过了2018-2020年这个债券天量到期（或行权）的时间窗口，此后地产债的整体到期偿付压力会显著降低。银亿股份、华业资本、国购投资、新华联、泰禾集团未能成功地度过这段时间。对于其他发债房企而言，成功地度过这段时期本质上是一个流动性充裕程度的问题，寻找资产负债表健康、流动性充足的房企是未来这段时间地产债投资的关键。

此外，我们认为需要严格规避尾部房企。我们认为中小型房企在本轮“房住不炒”的顶层设计和因城施策不变的大背景下，将持续面临销售去化压力增大、再融资压力增大、资产负债表承压、流动性趋紧的问题；这些问题将在本轮地产融资政策管控的大背景下放大中小型房企的偿债压力。我们不妨以房企开发链条为路线思考中小型房企的融资压力：

○**前端拿地**：信托余额管控自2019年已经开始，2020年“信托新规”的推出直接加大了中小型信托与房企合作的难度。大型信托公司由于集中度管理的压力不得不在未来分散自己与单一房企的合作；中小型信托将直接面临资本压力导致的业务规模的问题；二者都可能引起信托公司对房企非标的压降；而此前吸收较多非标资金的房企也面临着较大的再融资压力。



**我们认为就信用资质而言，中小型房企是典型需要规避的领域。**



○**项目开发**：随着432的要求（四证齐全、项目资本金30%、二级房地产开发资质；其实要求一直存在）自2019年银保监23号文进一步的强调，中小型房企瑕疵项目的融资难度进一步加大；

○**发债**：房企目前发债有境内（交易所/银行间）和境外（中资美元债）两个市场，通过前文的回溯我们也可以发现，目前两个市场大方向上均是一个“借新还旧”的主导思想，不排除未来有进一步“分类监管”的可能，而从2016年的经验里我们可以看出，任何以财务和经营指标划分来开展分类监管都是一次对尾部房企融资能力的考验。

而在此之上，市场对房企的态度也决定了微观层面每一家房企实际的债券发行情况。从上半年发债情况可以看出，房地产行业在境内的债券发行总体呈净融资增长状态；但究其结构，央企/国企/龙头民营房企拿走了上半年地产债净融资的绝大部分份额。中小型大额成功发行并不多。

因此，我们认为就信用资质而言，中小型房企是典型需要规避的领域。项目的销售情况、资金回笼情况、债务工具的均衡使用需密切跟踪。最后，关于地产债信用评估框架由于此前已经专门讨论，本文中我们不再赘述。

图9：地产债的供给（亿元）



资料来源：鑫元基金

图10：各行业发债净融资情况（亿元）

行业	2015	2016	2017	2018	2019	2020 1-5
城投	42%	36%	32%	13%	21%	15%
综合类	7%	19%	0%	15%	15%	17%
多元金融	3%	104%	42%	46%	29%	9%
航空	3%	81%	-24%	23%	10%	50%
建筑与工程	0%	25%	3%	8%	33%	26%
医药、天然气与环保材料	7%	-7%	-10%	3%	5%	14%
金融、非金融与煤炭	4%	-1%	-6%	6%	17%	14%
电力	5%	6%	-19%	7%	18%	11%
房地产建设开发	4%	145%	10%	11%	-5%	8%
商业银行	10%	32%	-6%	26%	42%	12%
资本市场	5%	24%	29%	10%	16%	6%
保险	2%	45%	11%	56%	88%	63%

资料来源：鑫元基金

图11：左：按公司属性各行业净融资情况（亿元）；右：龙头与尾部房企净融资两极化对比（亿元）

行业	2015	2016	2017	2018	2019	2020
中央国有企业	514	832	354	333	246	292
地方国有企业	1,013	1,113	109	322	(114)	316
公众企业	221	126	75	335	(174)	110
民营企业	2,802	5,127	677	197	(715)	407
总计	4,828	7,072	1,139	1,052	(889)	1,009

净融资 - 公司	2015	2016	2017	2018	2019	2020
上海世茂建设有限公司	74	0	0	(1)	29	76
金地(集团)股份有限公司	105	66	55	155	(40)	60
重庆龙湖企业拓展有限公司	80	104	40	83	27	58
招商局港口工业控股股份有限公司	0	0	74	130	26	57
绿城房地产集团有限公司	70	0	89	145	36	54
广州富力地产股份有限公司	65	425	20	(28)	(46)	(62)
侨鑫集团有限公司	0	30	0	0	0	(30)
新华联文化旅游发展股份有限公司	53	10	(24)	(24)	(2)	(12)
鑫苑(中国)置业有限公司	10	27	11	12	(5)	(11)
新湖中宝股份有限公司	85	21	10	20	(42)	(3)

资料来源：鑫元基金

### 3.2.2 地产债的供给

**地产借新还旧**。上半年的发债大潮地产债并不受益，城投占了半壁江山（图9）。我们以净融资增长较明显的1-5月为例，整个信用债市场出现了净融资103%的累计同比增长，地产并不是真正的“受益者”。虽然在整体1-5月发债房企合计净融资超过1000亿，但是拿到资金最多的是城投——城投行业净融资1.27万亿元，占全市场净融资2.80万亿的45%；如果在算上综合类与多元金融类行业中未被Wind分类为城投的平台公司，城投行业的真实债券净融资1-5月可

能在总量的50%。

如果以“净融资/上年债券余额”来看各行业借新还旧的情况，图10中几个行业在2020年均表现较好，是疫情这一轮信用债融资爆发下的受益者，但地产是受益程度最低的，这一指标仅为8%，城投和综合类行业分别为14%与17%。

**结构过于两极化**。相较于总量，更需要关注的是结构的分化。在1-5月的净融资高涨期间，发债房企们的融资能力在持续分化（图11），这种分化并不简单地以国企一刀切为标准，龙头民企房企与小而美的优质房企在这轮成功获取

了较多净融资。而另一边也伴随着对尾部、高杠杆房企的规避——富力、侨鑫、鑫苑为代表的高杠杆与尾部房企正在面对进入债券市场以来最严峻的偿债高峰。

我们认为未来地产债的供给仍然会保持一个同比增长的态势，净融资额与同比持平或小幅增长。但是结构上会持续今年上半年的态势。在这样的大背景下，未来一段时间地产债的供给将看见明显信用质量的提升；同时也会看见尾部房企逐渐退出债券市场。

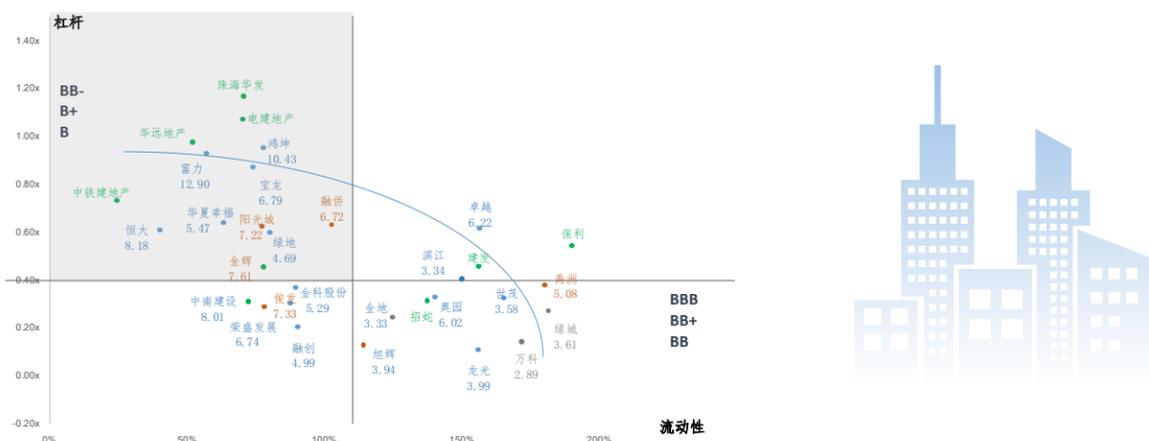
图12: 上半年市场对于不同地产债的态度

2020-6-22					2020-1-22				
列1	0.5Y	1Y	2Y	3Y	列1	0.5Y	1Y	2Y	3Y
95%	10.43	15.39	7.99	5.81	95%	8.24	7.42	7.27	6.16
75%	6.94	6.22	5.79	4.10	75%	6.43	5.58	4.82	4.75
50%	4.11	4.20	3.85	2.80	50%	4.26	3.74	4.08	3.73
25%	3.18	3.44	3.16	2.60	25%	3.51	3.29	3.63	3.33
5%	2.68	2.53	2.74	2.48	5%	3.08	3.15	3.43	3.20
中债AAA城投	2.41	2.64	2.92	3.09	中债AAA城投	3.01	3.09	3.24	3.39
中债AAA企债	2.64	2.41	2.92	3.10	中债AAA企债	3.00	3.06	3.20	3.32
25%vs.AAA+40bps	25bps	51bps	-15bps	-89bps	25%vs.AAA+30bps	20bps	-8bps	11bps	
50%vs.AAA+100bps	58bps	67bps	-6bps	-130bps	50%vs.AAA+90bps	36bps	-23bps	-4bps	
中债AA城投	2.88	3.12	3.42	3.69	中债AA城投	3.13	3.22	3.41	
中债AA企债	2.88	3.12	3.42	3.68	中债AA企债	3.53	3.22	3.29	

图13: 春节以来各期限地产债收益率变化

高收益率	<0.5Y	0.5Y	1Y	1.5Y	2Y	2.5Y	3Y或以上
	泰禾、协信、新华联		新华联		新湖中宝		
1.00	195	(54)	(8)	146	(45)	282	253
0.90	158	(47)	(55)	(55)	(105)	(72)	(81)
0.80	(99)	(74)	(95)	(93)	(56)	(71)	(83)
0.70	(153)	(64)	(83)	(64)	(74)	(70)	(68)
0.60	(162)	(132)	(93)	(65)	(62)	(64)	(45)
0.50	(160)	(111)	(103)	(63)	(76)	(61)	(46)
0.40	(136)	(93)	(105)	(63)	(68)	(63)	(56)
0.30	(146)	(96)	(110)	(77)	(77)	(63)	(67)
0.20	(151)	(104)	(110)	(82)	(67)	(53)	(104)
低收益率							

图14: 部分发债房企杠杆与流动性情况 (2020.6)



资料来源: 鑫元基金

### 3.2.3 地产债标的: 收益率与资质的对比

在对比之前, 我们先从二级市场的成交回顾一下上半年市场对于不同地产债的态度。

在图12与图13中, 我们将地产债收益率进行百分位切割——低(5%-25%)、中(50%)、高(75%及以上)收益率地产债在不同期限的估值情况。同时, 我们将各期限各分位估值与中债企债进行对比来看, 以观察地产债的相对价值以及所需下沉程度。

○**总体下行:** 总体来看, 各收益率水平各期限的地产债春节至6月下旬均发生了显著的收益率下行; 但经历过6月的整体收益率上行后, 地产债出现了较大幅度的调整, 由于6月调整短端利率调整较多, 期限在1Y左右的地产债成为调整幅度相对较小的一个品种。

○**相对价值:** 获取中债AAA之上30bps的相对价值, 差不多用前25%位的地产债即可; 获取中债AAA之上100bps的相对价值, 差不多用前50%位的地产债即可。也正是因此, 在5月我们看到了在前60%分位的地产债领域, 出现了较其他期限和其他分位更明显的资质下沉(上图奶油色区域)。

○**下沉的性价比:** 由上图可见, 在超过50%分位的地产债领域, 不同期限的相对价值还是比较明显的, 但是否下沉需要首先看资质。我们前文回溯过地产债的违约率, 但由于地产债违约历史太短, 我们姑且认为市场上60%的地产债还安全的话, 那么地产债仍旧可以供较为可观的相对收益(具体数据可见左上图表)。

最后, 我们挑选地产债最核心的两个财务指标——财务杠杆与流动性来将房企的整体杠杆水平和短期流动性充足程度综合, 以体现不同房企的简要的财务特征。那么结果会出现四种搭配:

- i. **最优:** 高流动性+低杠杆 (右下)
- ii. **短期安全:** 高流动性+高杠杆 (右上)
- iii. **短期压力:** 低流动性+低杠杆 (左下)
- iv. **最劣:** 低流动性+高杠杆 (左上)

图14中的BBB-B字母代表外资评级对境内发行人存在母/子公司关系的美元债发行主体的评级, 可以近乎理解为对这些境内发

行人的评级。图中绿色字体为国企/央企, 红色字体为闽系房企。

在审视四类发行人之前, 我们需要明确, 央企/国企开发商的最大优点之一就是融资能力, 因此也会更大程度的使用杠杆与账面资金, 这提高了投入资本的效率, 但也会恶化财务指标, 在本文我们会成列央企/国企数据, 但主要讨论民企。

如果我们注重未来一年房企的跨周期能力, 那么账面流动性是不可忽视的指标, 而杠杆的高低并不是当下最棘手的问题。那么结合我们全文的三个话题, 地产债从粗放发展过渡到了回归本源、地产债仍可为组合提供一定相对价值、地产债在重视跨周期能力的基础上下沉, 未来地产债的选择和能够提供的相对价值已一目了然。



# 债券纠纷处置要点评析

## ——以最高院《关于审理债券纠纷相关案件的座谈会纪要》发布为契机

文 | 建纬律师事务所 刘畅

结合于2020年3月1日正式施行的《证券法》，及人民银行、发改委、证监会于2020年7月1日发布的《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》、证券业协会《公司债券承销业务尽职调查指引》等相关法律法规及规范性文件，以及司法实践的相应内容，就目前债券纠纷案件的重点问题简要评析。

2019年12月24日，最高人民法院、全国人大法工委、司法部、国家发展改革委、中国人民银行、中国证监会等单位在北京召开了全国法院审理债券纠纷案件座谈会，与会人员就最高人民法院起草的《关于审理债券纠纷相关案件的座谈会纪要》（征求意见稿）进行了深入讨论，并于2020年7月15日发布正式稿（以下简称“《债券会议纪要》”）。其中，对债券违约处置的司法过程中案件审理的基本原则、诉讼主体资格、诉讼受理权和管辖权、欺诈发行等行为的认定和损失计量等内容进行了明确。

结合于2020年3月1日正式施行的《证券法》，及人民银行、发改委、证监会于2020年7月1日发



布的《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》、证券业协会《公司债券承销业务尽职调查指引》等相关法律法规及规范性文件，以及司法实践的相应内容，就目前债券纠纷案件的重点问题简要评析如下：

### （一）债券纠纷案件的诉讼主体资格认定问题

《债券会议纪要》分别就债券违约之诉、债券侵权之诉及申请发行人破产重整、清算类案件的诉讼主体资格明确进行了认定，延续了新《证券法》的一贯思路，就受托管理人的主体资格作出了进一步的规定，即目前在债券发行人不能如约偿付债

图1：债券违约之诉/申请发行人破产重整、清算类案件诉讼主体资格

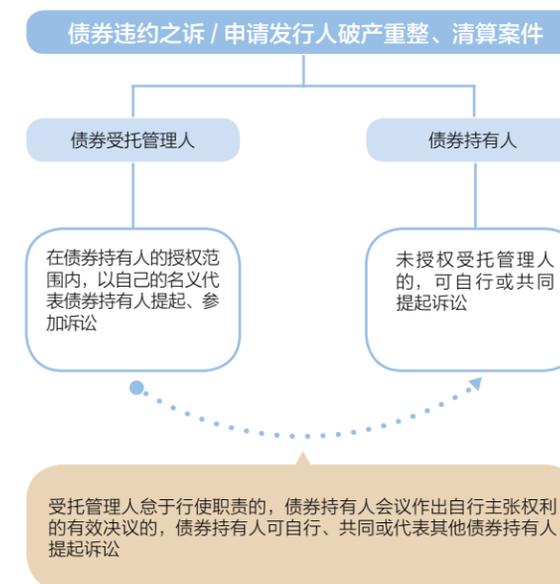
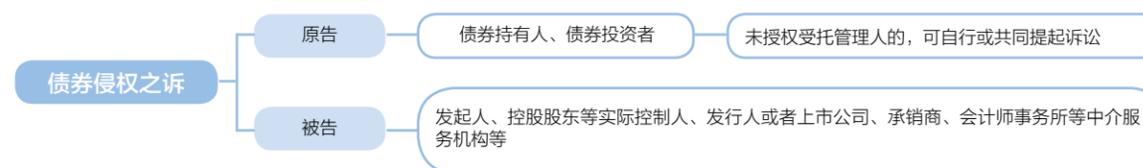


图2：债券侵权之诉的诉讼主体资格



券本息或者出现债券募集文件约定的违约情形引起的债券违约之诉中，以受托管理人集中起诉为原则，债券持有人个别起诉为补充。申请发行人破产重整、清算类案件的诉讼主体资格与债券违约之诉相同。详见图1。

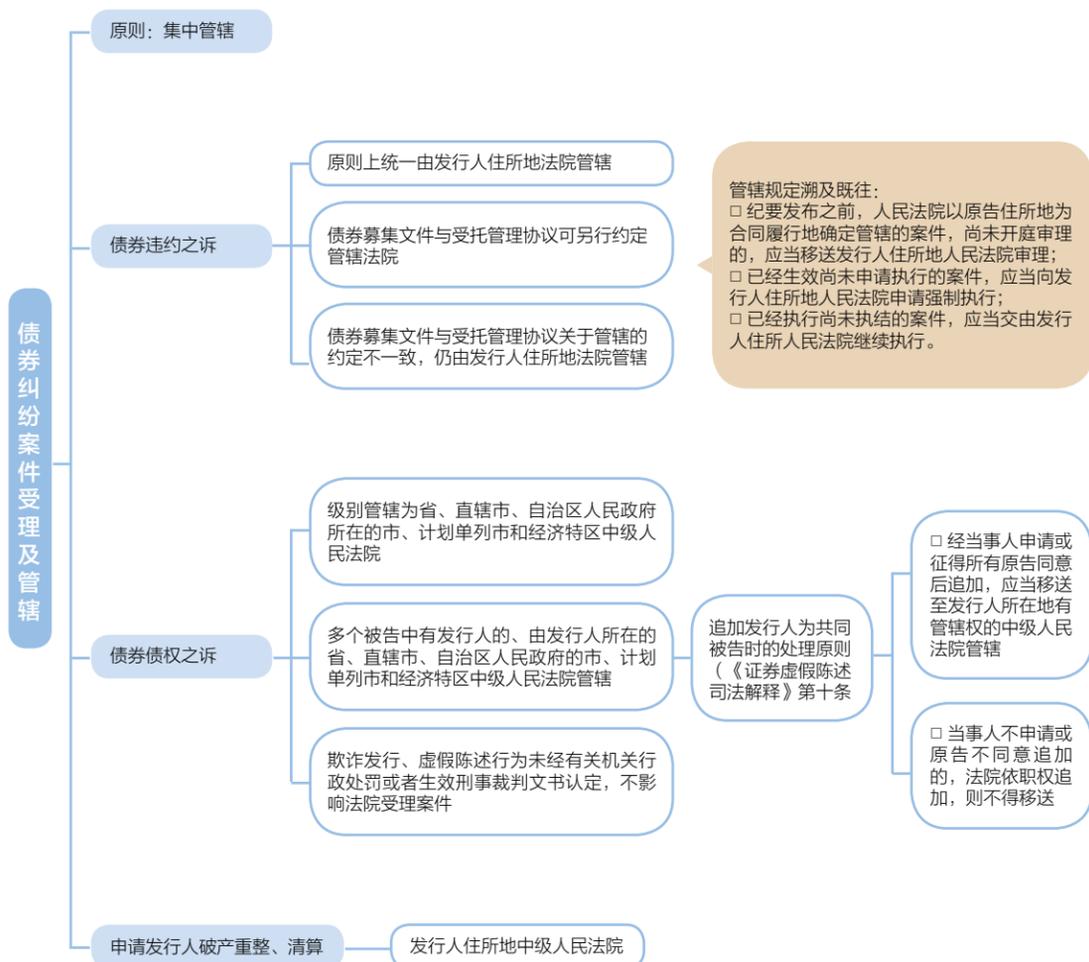
值得注意的是，尽管从提高审判效率、节约司法资源的角度出

发，此类案件的起诉原则是由受托管理人集中起诉，但仍然明确保护了个别债券持有人自行提起诉讼的权利。根据《债券会议纪要》第15条的规定，债券持有人授权的效力目前适用的原则是：针对授权债券受托管理人提起诉讼的事项，不适用“少数服从多数”的议事规则。这也是《债券会议纪要》正式稿相

较于《征求意见稿》中较为突出的变化。

而在债券侵权之诉适用情形中，即发行人欺诈发行（虚假陈述构成骗取债券发行核准、备案或注册）和虚假陈述（信息披露存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏），原告则确定为债券持有人及投资者，详见图2。

图3: 债券纠纷案件的受理及管辖



## (二) 债券纠纷案件的受理及管辖问题

作为此次《债券会议纪要》最重要的内容之一，债券纠纷进行集中管辖是此次内容的重点。根据《债券会议纪要》的规定，在债券违约之诉中，除债券募集文件与受

托管理协议另行一致约定管辖法院的，原则上统一由发行人住所地法院管辖，且该关系规定有“溯及既往”的效果，对于《债券会议纪要》发布之前尚未开庭的案件将安排进行统一移送等。

值得注意的是，《债券会议纪要》针对债券侵权之诉的管辖则

基本延续了《证券虚假陈述司法解释》的规定，但明确规定了与《证券虚假陈述司法解释》第六条相反的债券侵权之诉受理原则，即债券侵权之诉的受理不再受“收到行政处罚或生效刑事裁判文书认定的前置程序”的限制。详见图3。

## (三) 债券持有人权利的特别规定

此次《债券会议纪要》还有一大亮点是明确规定了债券持有人的特别权利，即打破了此前在实践中债券持有人会议“少数服从多数”原则的适用。其主要的规定包括：

1. 关于债券受托管理人以及债券持有人诉讼资格的规定、重大事项决定权的保留，不再适用债券持有人会议“少数服从多数”的规则。

2. 对于可能减损、让渡债券持有人利益的行为，在案件审理中与对方当事人达成调解协议，或者在破产程序中就发行人重整计划草案、和解协议进行表决属于债券持有人重大决定事项，根据《纪要》第16条规定，债券持有人会议授权的受托管理人或者推选的代表人代债券持有人决定此类重大事项需获得债券持有人的特别授权或由各债

券持有人自行决定。

3. 为债券设定的担保物权可登记在受托管理人名下，受托管理人起诉主张担保物权的，人民法院应当支持，并且应当在裁判文书主文中明确由此所得权益归属于全体债券持有人。

## (四) 违约责任及推定过错的确认问题

### 1. 债券违约之诉的违约责任确认及预期违约

债券违约之诉因事实及法律关系都较为明确，《债券会议纪要》仍延续了之前司法实践的相关做法，也同时肯定了对于“预期违约”情况下的法院态度，仍然是需要考虑具体案件的情况，个案进行判断。详见图4。

### 2. 债券侵权之诉的损害计算方式及因果关系抗辩

《债券会议纪要》正式稿与《征求意见稿》中就债券侵权之诉

中的损失计算方式的规定有着非常大的变化。《征求意见稿》中采用了较为复杂的拟制方法来计算，以“基准日”作为衡量的时间节点，也是在司法实践中曾经被多次使用的司法观点，如“11超日债”的相关司法判决。而《债券会议纪要》正式稿中仍然是明确了以本息作为损失的基本计算方式，即对于债券侵权之诉的债券持有人来说，须赔偿其实际损失及预期收益。详见图5。

### 3. 债券侵权之诉其他相关责任主体的责任

《债券会议纪要》延续了《公司债券承销业务尽职调查指引》的相关指引规定，针对参与债券发行的不同主体进行了相应的责任划分。

总的来看，《债券会议纪要》对债券发行人执行无过错责任原则（又称严格责任）；对承销机构、发行人的董监高、实际控制人和控股股东执行过错推定原则（行

图4: 债券违约之诉的违约责任确认

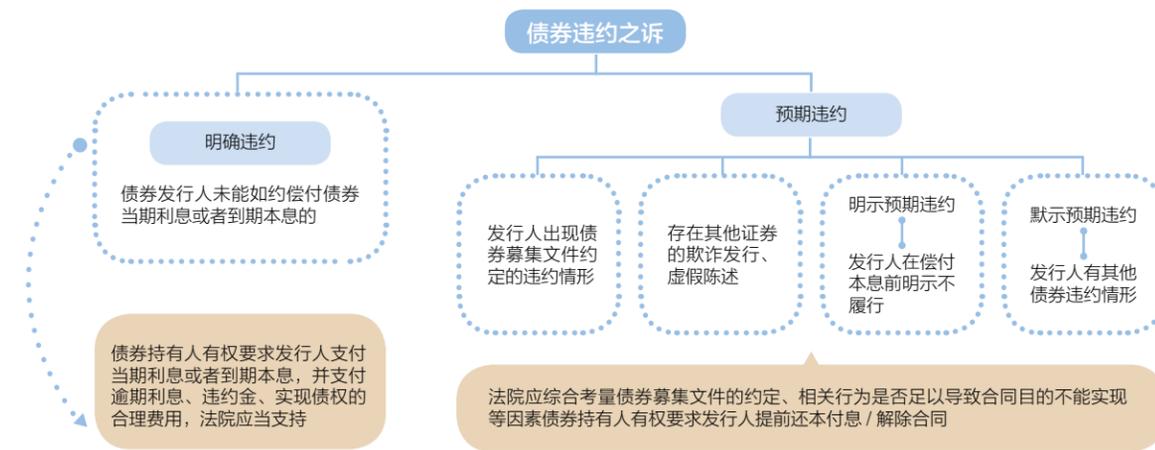
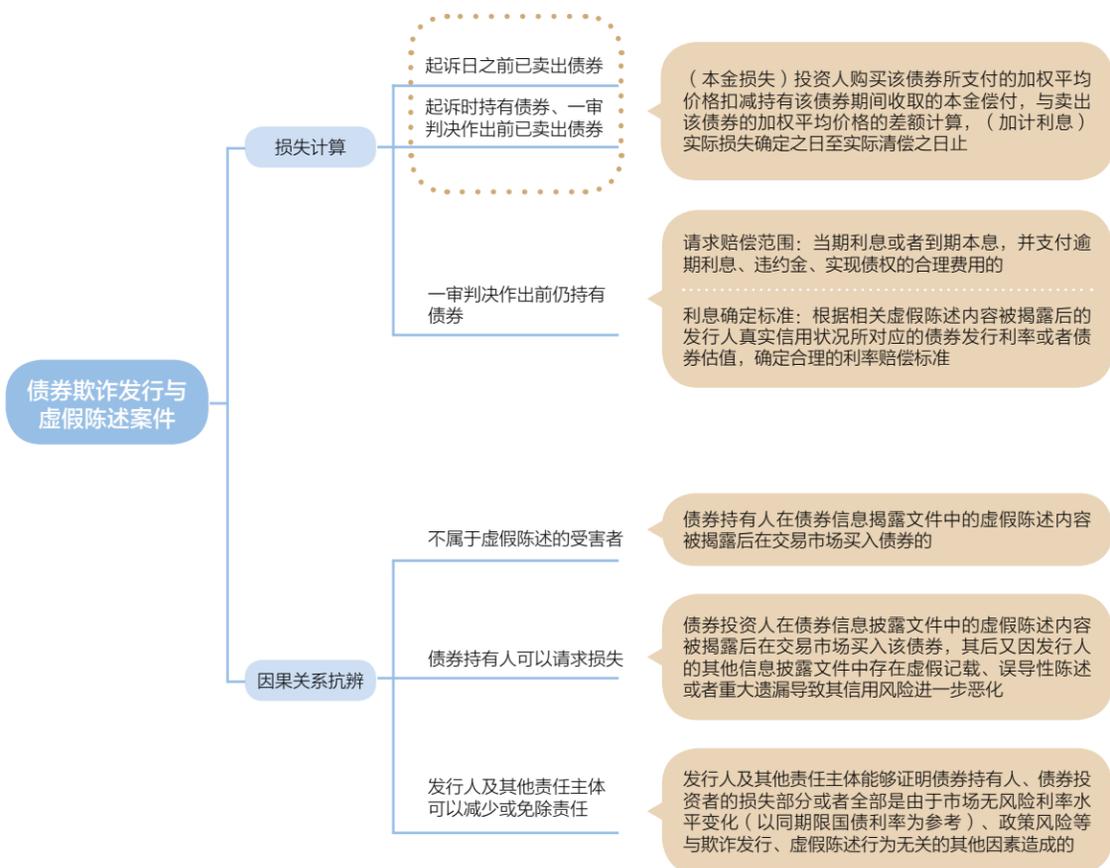


图5：债券欺诈发行与虚假陈述案件的损失计算及因果关系抗辩



为人若不能提出合理的抗辩事由的存在以证明其没有过错则将被推定有过错）；同时对于会计师事务所、律师事务所、评级机构和资产评估机构等债券服务机构，也执行过错推定原则。

另外有两点值得注意：

1. 《债券会议纪要》第29条在推定承销机构存在过错时，强调过错应当是“关于发行人偿付能力相关的重要内容”存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。同时《债

券会议纪要》又沿用了《公司债券承销业务尽职调查指引》第五条的规定，就承销机构对于其他专业机构的审查义务明确规定为：只有在对其他专业机构的专业性意见产生合理怀疑的情况下，主承销商才有独立调查和复核的义务。

2. 尽管对于债券服务机构的过错认定方式即“过错推定、违规即有过错”，但《债券会议纪要》第31条仍然强调需要区分故意和过

失等不同情况，分别确定其应承担的法律责任。根据新《证券法》第一百六十三条规定，证券服务机构制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与委托人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。在此基础上，此处如何再区分故意和过失，如何再分配责任仍有待后续司法实践予以明确。详见图6。

图6：相关责任主体的责任





## 中资美元债回顾与展望

文 | 南京银行 资金运营中心 金融市场研究部

### 摘要

2014年以来，在监管政策“松绑”背景下，中资企业境外发债高速增长，成为中资企业融资的重要渠道之一。同时，近年来中美利差不断拉大，商业银行美元负债持续增长，使得中资商业银行对于美元债的配置需求上升。本文对中资美元债市场的发展历程及政策演变进行梳理，并对中资美元债三种主要

的发行方式及各自的特点进行了介绍与分析。通过对中资美元债市场的现状分析，总结出当前中资美元债市场存在评级缺失严重、违约处置困难、发行主体结构较为单一、二级市场活跃度不足等方面问题。在此背景下，商业银行应密切跟踪市场走势变化情况，积极挖掘投资交易机会；加强对中资美元债的信

用风险排查，充分认识境外业务的复杂性和特殊性，结合发行人和担保人美元资金流动性情况、信用状况制定合理的投资策略；推进汇率避险产品创新，为企业在走出去过程中防范风险、稳健发展提供有效避险工具；持续加强对离岸债券市场运行范式、法律法规等方面的培训。

### 一、中资美元债市场发展历程及政策背景

中资美元债（China Offshore Dollar Bonds）在市场上又被称为“功夫债券”（Kung Fu Bonds），泛指中资机构（包括境内中资机构及其海外分支机构）在离岸市场发行的以美元计价的债券。

中资美元债的监管政策演变决定了其发展历程。发行政策方面，我国采取了阶段性逆周期策略。2015年“811”汇改至2017年，由于国内经济下行压力加大、人民币汇率贬值预期加强，为防范资本外流风险，跨境政策阶段性收紧，实施“扩流入、限流出”的宏观审

慎管理。在此期间，央行和国家发改委鼓励企业通过发行外币债等方式吸引资金回流并结汇，增加外汇储备，缓解即期汇率贬值压力。2017年起，人民币汇率止贬，汇率预期转为中性，跨境政策回归中性。在此期间，境内主体新一轮外币债发行行为强化了即期人民币汇率的升值动力，为未来购汇还债埋下隐患。考虑到外币债的规模增长过快，且房地产、城投等缺乏稳定外币收入来源的企业存在外债规模和自身资信不匹配等问题，发改委和外管局强化了对外币债的管理，并鼓励企业主体针对外币债利率和汇率敞口进行套保。

外币债的资金回流政策与发行政策基本保持同步。2015年之

前，境内企业境外发债的资金回流受到严格限制，境外直接发债资金不得结汇使用，内保外贷方式的境外发债资金仅能用于境外发行人正常范围内的相关支出，不得通过向境内借贷、股权投资或证券投资等方式将资金直接或间接用于境内。2015年起，外币债资金回流政策逐步放松。发改委允许企业根据实际需要自主在境内使用外债资金，在投向上优先用于支持“一带一路”、京津冀协同发展等国家鼓励的重点领域。外管局也于2016年起连续发文，允许外债资金按外商投资企业外债管理规定结汇使用，允许内保外贷项下资金调回境内使用。

表1：2015年以来外币债相关政策梳理

时间	发布人	文件	核心内容
2015.5	国务院	《关于取消非行政许可审批事项的决定》（国发〔2015〕27号）	取消企业发行外债非行政许可审批
2015.9	发改委	《关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》（发改外资〔2015〕2044号）	取消海外直接发债的审批制，实行备案登记制管理；有条件允许外债资金投向境内重点领域
2016.1	人民银行	《关于扩大全口径跨境融资宏观审慎管理试点的通知》（银发〔2016〕18号）	本外币一体化全口径跨境融资宏观审慎管理扩大到四地
2016.4	外管局	《关于进一步促进贸易投资便利化完善真实性审核的通知》（汇发〔2016〕7号）	允许中资非金融企业借用的外债资金按现行外商投资企业外债管理规定结汇使用
2016.6	外管局	《关于改革和规范资本项目结汇管理政策的通知》（汇发〔2016〕16号）	境内企业外债资金均可按照意愿结汇方式办理结汇手续
2017.1	外管局	《关于进一步推进外汇管理改革完善真实合规性审查的通知》（汇发〔2017〕3号）	允许内保外贷项下资金调回境内使用
2017.1	人民银行	《关于全口径跨境融资宏观审慎管理有关事宜的通知》（银发〔2017〕9号）	企业跨境融资杠杆率由1调整至2，企业可按照净资产的2倍开展跨境融资
2018.4	外管局	在新闻发布会上表示“除有特殊规定外，房地产企业、地方政府融资平台不得借用外债；银行、证券等金融机构外债结汇需经外管局批准”	

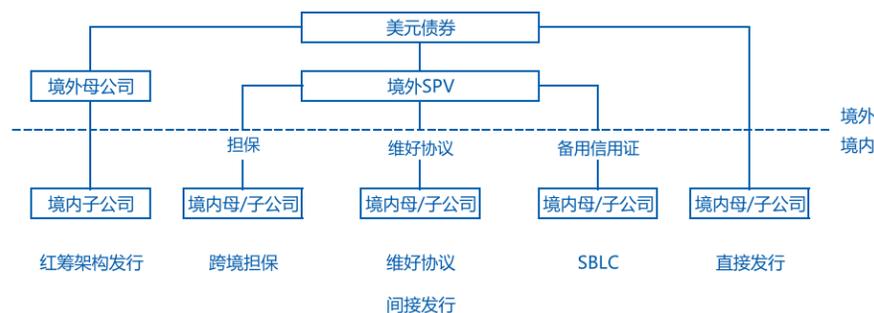
2018.5	发改委	《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》（发改外资〔2018〕706号）	严禁企业信用与地方政府信用挂钩，鼓励企业针对外债利率和汇率风险套保
2018.5	发改委	就2018年706号文答记者问	明确房地产企业举借外债仅能用于偿还到期债务，针对未备案主体实行“三次警示”
2019.6	发改委	《关于对地方国有企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》（发改办外资〔2019〕666号）	地方政府不得直接或承诺以财政资金偿还地方国有企业外债；地方政府融资平台发行外债仅限于偿还未来一年内到期的中长期外债
2019.7	发改委	《关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》（发改办外资〔2019〕778号）	房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务

数据来源：外管局、发改委官网

表2：境外债券发行结构对比

	直接发行	维好协议	间接发行 跨境担保	备用信用证
信用评级	与发行人一致	低于维好协议提供人的评级 1-2个子级	与担保人一致	债项评级与出具备用证的商业银行一致
融资成本	最低	较高	较低	一般高于开证银行直接发债成本，且需支付备证费用
优势	成本最低	解决此前担保模式下资金回流受限的问题 审批相对简单	增信效力较强	增信效力较强
劣势	需要缴纳利息预提税	增信效力较弱	融资成本高于直接境外发债	融资成本高于直接境外发债

图1：中资美元债主要发行模式



数据来源：根据公开资料整理，南京银行资金运营中心

## 二、中资美元债主要发行结构与发行方式

从发行模式来看，中资美元债的发行结构可以分为直接发行、间接发行和红筹架构三类。其中，间接发行主要包括直接跨境担保、境内公司提供维好协议和银行出具备用信用证三种形式。

### （一）直接发行模式

直接发行模式指的是注册地在中国境内的企业直接在境外发行债券。直接发行模式具有结构简单、投资者接受程度高、发行成本最低等方面优势。在此模式下，发行人应在规定时间内到所在地外汇管理局办理外债登记，期限为1年以上的境外发债需同时向国家发改委办理备案登记。同时，由于还本付息由境内主体完成，涉及跨境支付，发行人需要承担一定的利息预提税。

### （二）间接发行模式

间接发行模式是指境内企业通过其注册设立在境外的子公司间接发债。在此模式下，发债主体通常是专为境外发债设立的特殊目的公司（SPV），难以提供充足的资产，因此往往需要境内母公司提供增信措施。根据增信措施的不同，间接发行目前主要包括跨境担保发行、境内母公司提供维好协议和银行出具备用信用证三种形式。

#### 1、跨境担保

担保发行由境外子公司发行美元债，而境内母公司担任发行主体担保人。该模式下，债券定价主要取决于境内母公司（担保人）的信用评级。这种发行结构增信效力较强，投资者认可程度较高，因此

融资成本相对较低且可以实现较大的融资规模。但此种模式必须在国家发改委及外管局登记备案，审批流程相对较长，且资金使用也受到一定限制。另外，由于该模式下发行人不是中国居民企业，企业所得税、个人所得税和增值税等不适用中国税务要求。

2017年1月26日，国家外汇管理局《关于进一步推进外汇管理改革完善真实合规性审查的通知》（汇发〔2017〕3号）出台，明确了“允许内保外贷项下资金调回境内使用”，解决了跨境担保模式下募集资金不能调回境内使用的问题。此前，由于资金回流受限，跨境担保在很多境外发债项目的结构设计中被忍痛割爱；取而代之方案包括：跨境直接发行、维好协议、备用信用证等。

#### 2、维好协议

维好协议（Keepwell Deed）也是一种增信措施，只不过更有中国特色。在汇发〔2017〕3号文出台前，维好协议作为内保外贷的替代方案，很好地解决了跨境担保模式下资金回流受限的问题。

维好协议模式下，境内母公司与境外子公司签订维好协议，母公司为境外子公司提供支持，保证境外发行人有足够的流动资金，用于履行偿还债券本息等义务；当发行人无法履约时，投资人可以强制执行维好协议。但区别于担保，“维好”结构下，投资人只能强制

维好提供者向发行人提供补充流动性，而不能强制维好提供者代替发行人直接向债权人偿付任何债务。同时，一旦发行人发生违约，在投资人要求境内母公司履约时，无论

是跨境资金上的支持，还是落实协议中的股权收购，这些都需要在未来获得包括外管局在内的相应的监管审批，合规性及及时性上都存在不确定性。

在此模式下，债项评级可能比母公司评级低一到两个子级。例如，恒大地产在维好协议结构下，穆迪、标普给予的债项评级分别为B2和B，而对应的母公司评级分别为B1和B+。更高的评级有利于发行人获得更有利的发行价格，因此，维好结构下债券融资成本往往高于直接发行或担保发行。维好结构无需在外管局备案，只需要在国家发改委备案，审批流程相对简单。

#### 3、银行备用信用证（SBLC）

备用信用证，简称SBLC（Standby Letters of Credit），又称担保信用证，是指不以清偿商品交易的价款为目的，而以贷款融资，或担保债务偿还为目的所开立的信用证。

这种模式下，发债企业通过第三方银行出具备用信用证，利用银行的资信来对债券进行担保增信，如果未来发生违约事件，投资人可以直接要求出具备用信用证的银行代为支付。例如，19年中民投境内一系列债券违约，触发了两笔美元债的交叉违约条款，其中一笔由建设银行香港分行提供SBLC，后续获得全额兑付。

获得银行担保后，债券评级与开证银行自身评级一致，但发行价格一般略高于银行自身发行的债券。此外，企业需要向开证行支付费用，也增加了融资成本。该模式需要在国家发改委备案登记，如果开证行是境内银行，同时需要在外

管局办理内保外贷登记。

### (三) 红筹架构模式

红筹公司发债是指中国境内企业的境外母公司在境外发行债券。此模式不属于2044号文中所规定的外债发行模式，因此理论上不需要任何审批。但从近年实践来看，主流观点认为红筹架构境外发债应参考境内企业控制的境外公司境外发债，具体视外债之长短，判断是否进行发改委的备案登记。

## 三、中资美元债市场现状

### (一) 市场规模不断扩大

根据彭博数据统计，截至2020年4月底，全市场中资美元债存量已达9700亿美元。以7.07的汇率水平计算，存量规模约为6.86万亿人民币。而当前境内信用债存量约为26.42万亿人民币，中资美元债市场存量相当于境内信用债市场存量的四分之一左右。

从发行量来看，2010年以来中资美元债发行量总体呈增长态势，2014年发行量首次突破1000亿美元，当年净增量达到1246.54亿美元。2017年供给进一步加快，发行金额高达2419.53亿美元，净增量1910.52亿美元，达到历史新高。2018年发行量回落到1874.56亿美元，较2017年同比下降23%，且到期量较高，全年最终净增量为1067.65亿美元。2019年中资美元债全年发债量2233.67亿美元，净融资额981.77亿美元。

除受政策变化引导外，基准利率、境内融资环境及汇率变化等也是中资企业境外发债快速增长的重要因素。

一是随着欧美日等国家量化宽松货币政策的实施，境外基准利率持续下行，发债绝对收益率较低，若不考虑汇率因素，对于境外有实际资金用途的企业，境外发债具有利率优势。如宝龙地产控股有限公司2018年7月发行的3年期美元债发行利率为5.95%，可比人民币债券发行利率为6.8%，境内外息差达到0.85个百分点。

二是近年来境内高强度、高频度针对房地产企业、政府融资平台进行融资指导，相关企业境内直接和间接融资渠道及规模受限，为拓宽融资渠道降低再融资风险，转而积极在境外发债融资。如2017年恒大集团共发行6只（合计91.23亿美元）美元债，而未在境内债券市场进行融资。

三是从历史发行量来看，2017年中资主体发行量呈现爆发增长，其中主要原因之一是2017年人民币呈现单边升值的态势，极大激发了中资企业增加美元负债的动力。

### (二) 评级缺失情况严重

从评级分布来看，中资美元债发行评级缺失的情况较为显著。截至2020年4月7日，存量中资美元债中，无评级美元债占比75.41%，投资级债券占比15.34%，高收益债券占比9.25%。

中资美元债评级缺失的主要原因包括以下几点：一是中资美元债在发行时可选择Reg S、144A和SEC注册发行三种方式，前两种非公开发行监管条例下并不强制要求进行主体评级。二是受国际评级机构对中国主权评级较低（2020年惠誉维持中国主权评级A+）的影响，中资美元债在发行时评级不

能超过主权评级，部分发债主体出于对评级预期的担忧并没有选择主体评级。三是评级流程往往较长，会延长发债的时间从而不利于企业快速融资。四是境外评级机构对我国部分行业企业不够熟悉（特别是城投企业），仅从财务报表进行评估，发行主体容易获得一个较低的评级从而造成较高的融资成本。

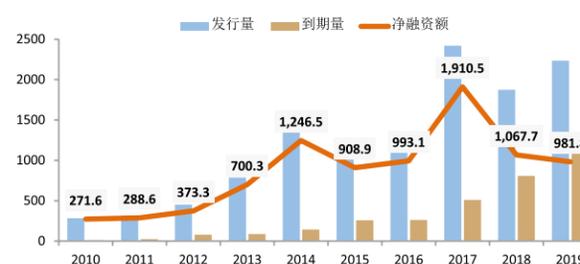
从国内、外评级对应关系来看，海外评级机构对于我国债券风险评估更加严苛。从境内评级与国际评级对比表中不难看出，境外评级机构对我国债券的评级显著低于其境内评级，主要原因包括以下几点：一是受我国主权评级较低影响，企业评级不得超过主权评级；二是境外机构评级过程中往往未将国内政策支持等特殊因素考虑在内，导致中资美元债评级偏低；三是境外评级机构的违约率矩阵是参考各个经济周期数据汇总而来的，包含金融危机、互联网泡沫等信用风险大爆发的时期，而我国信用评级发展相对较晚，违约率数据仅仅基于过去几年信用风险偏低时期的数据，从而导致部分企业的违约率被低估。

### (三) 地产、城投企业发债占比提高

从行业分布来看，中资美元债发债主体来自于银行、房地产、非银、化工、有色金属等板块。以境内公益和基建经营为主的城投企业虽然也在境外发行债券，但市场占比、丰富度及市场活跃度远不如境内人民币市场。

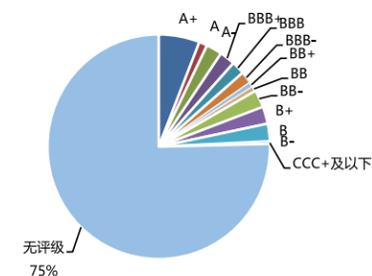
从发行情况来看，长期以来，房地产、城投类、能源企业是中资美元债市场最主要的发债

图2：2010-2019年中资美元债发行与到期情况（亿美元）



数据来源：Bloomberg

图3：存量中资美元债主体评级分布



数据来源：Bloomberg

表3：境内评级与国际评级对比表

	境内评级	国际评级（穆迪 / 标普 / 惠誉）
中国主权评级		A1/A+/A+
中国石化	AAA	A1/A+/A+
万科	AAA	Baa1/BBB+/BBB+
广州农商银行	AAA	Baa2/BBB-/---
远洋集团	AAA	Baa3/BB+/BBB-
新城控股	AAA	Ba2/BB/BB
广州富力	AAA	Ba3/B+/BB-
如皋经开	AA+	--/--/BB
禹洲地产	AA+	Ba3/B+/BB-
山东三星	AA	--/B/--
玉皇化工	AA	--/D/RD

数据来源：Wind

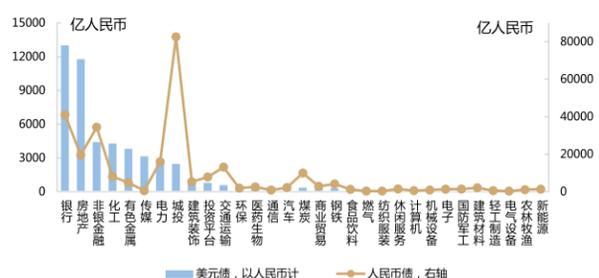
主体，但近期出现了分化趋势。2018-2019年，房地产发债占比上升21个百分点至42%，银行占比微降5个百分点至18%。这侧面说明境内融资环境趋紧的条件下，融资需求外溢，地产行业更加灵活地利

用美元债市场融资。近年来，中资美元债发行主体行业分布呈现以下几点特征：

一是城投企业发行量及占比下降。城投企业美元债发行2015年以来出现井喷，发行金额从20亿

美元快速增加至130亿美元左右。虽然2017年城投企业外币债发行仍维持120亿美元左右的高位，但2018年前六个月仅发行40亿美元左右，在中资美元债市场占比由2016年末的15%降至5%左右。从原因上

图4: 中资美元债和境内信用债各行业存量



数据来源: Bloomberg、Wind

表4: 中资美元债市场主要投资者及其特点

投资者类型	投资特点
主权财富基金 Sovereign-Wealth Fund	主权财富基金管理主要考虑资产长期投资价值，对短期波动并不过分关注，但对投资组合的资产配置、货币构成、风险控制等都有严格要求。国际债券市场较活跃的主权财富基金包括淡马锡控股、新加坡政府投资公司、中国投资有限责任公司等。
固定收益基金 / 资管公司 Fixed-income Funds/AMC	基金 / 资产管理公司根据各自不同的投资策略进行投资。大多数时候，基金在认购债券后会长期持有，对短期内的波动并不过分关注。较知名的基金包括黑石集团、富达国际等。
私人银行 Private Bank	私人银行按照客户的投资标准而投资相应的债券。较为活跃机构的包括星展私人银行、中银私人银行、汇丰私人银行、渣打银行及瑞信私人银行。
保险基金 Insurance Fund	保险基金通常是长期债券持有者，他们在投资债券后对短期内的波动并不过分关注。
商业银行 Commercial Bank	商业银行是中资美元债市场最活跃的投资群体之一，以中资银行居多。
私人 Private	根据香港证券法，只有专业投资者能参与中资美元债的投资。其中，专业投资者的标准为拥有不少于相等 800 万美元资产。

数据来源: 中达证券

看，2018年地方政府专项债券扩容缓解了城投企业融资压力，地方政府基建减速也使得相关开支缩减，一定程度上降低了城投企业的流动性压力。

二是房地产企业美元债发行量及占比保持高位。房地产企业美

元债发行量2017年快速上涨，接近400亿美元。受房地产调控政策长期趋紧及棚改货币化安置比例下降等因素影响，房地产销售资金回笼规模受限、速度减缓，房地产企业2019年外币债发行继续保持快速增长势头。

三是能源债占比下降。中石油、中石化、中海油等能源企业是早期我国境外发债最多的主体，每年美元债发行规模维持在150亿美元，但在市场不断增长情况下，其占比已经从2012年的30%以上下降到目前的10%。

四是科技类企业占比上升。随着我国产业结构向高科技和装备制造等行业调整升级，相关企业境外发债融资快速增长。航空航天、汽车制造、化学、硬件半导体、软件服务、无线通讯、医药和发电等科技企业的美元债发债量由2012年的12亿增长到2017年的140亿。2019年，科技类企业的发债量已经超过280亿美元。

#### (四) 商业银行投资占比提升

中资美元债的主要投资者包括主权财富基金、资产管理公司、私人银行、保险基金、商业银行和私人部门。从投资者分布来看，商业银行投资占比上升幅度较大，从原先的不到20%上升至目前的40%左右，主要由于中资银行参与度不断提升；保险公司和私人银行占比下降，资产管理公司占比持续在高位，平均在45%左右。

中资商业银行近年来大量投资美元债主要有以下几方面原因：一是境内外利差优势。2019年，美联储从年初起频频发表鸽派言论，并在年内三次降息，美债收益率加速回落，中美国债利差持续扩大，中资美元债吸引力进一步增强。二是境内外税收差异。在香港当地设有分行或交易中心的境内银行在香港地区投资外币债券，适用香港当地的税务规则，在信用资质同样情况下，投资外币债无须缴纳增值税。三是MPA考核影响。目前外币债投资并未纳入MPA考核，使得商业银行有更多配置外币资产的意愿。四是外币负债增长带动。随着2015年开始人民币汇率阶段性进入贬值周期，居民外币存款呈现持续增长态势，商业银行外币负债持

续增长带动了外币资产配置需求上升。

#### (五) 2020年市场走势回顾

年初至今，中资美元债走势大致可分为以下几个阶段：

第一阶段为1月初至1月下旬，中资美元债整体稳中有升。年初，受中美贸易摩擦缓和、国内降准以及年初配置潮的影响，市场风险偏好和需求整体提升，中资美元债整体上涨。春节前，武汉开始出现疫情，高收益美元债小幅回调，但由于临近农历春节市场交投清淡，回调幅度不大。从指数来看，截至1月24日，投资级美元债上涨1.07%，高收益美元债上涨0.89%。

第二阶段为1月底至2月下旬，高收益小幅下跌后收复失地。受国内疫情影响，春节后中资美元债，特别是高收益美元债出现下跌，但下跌时间仅持续一周左右。后续随着国内各项防控措施以及“逆周期”调节政策初见成效，叠加部分投资者的配置需求开始提升，市场情绪显著回升，春节后两周中资美元债收益率基本恢复到疫情发生前水平。

第三阶段为2月底至3月初，投资级和高收益美元债出现分化。在此期间，海外疫情加速扩散，美国、欧洲等重要经济体均出现了确诊病例，全球避险情绪升温，高收益中资美元债走弱，而投资级表现相对稳定。截至3月6日，投资级中资美元债较年初上涨4.21%，高收益较年初上涨0.77%，回吐年内大部分收益。

第四阶段为3月上旬至下旬，美元流动性危机，中资美元债暴跌。3月第二周以来，美元流动性

出现危机，中资美元债自3月9日开始暴跌，主要原因为疫情引发的流动性危机带来美元计价资产挤兑。其中，地产债下跌幅度最大，主要因为相比金融债和城投债流动性、外资参与度、杠杆比例最高。截至3月20日，投资级美元债单周下跌2.1%，高收益单周下跌7.5%。

第五阶段为3月底4月初，美元流动性压力边际缓解，中资美元债开始反弹。为应对美元流动性危机，美联储宣布“无限制”QE，全球风险偏好回升，加之境内中资抄底资金的进场，中资美元债3月底呈现小幅反弹。三月最后一周（3月23日至27日），中资投资级收益率下行17BP，高收益收益率下行30BP，使得一季度回报率由此前-4%收窄至-2%，投资级由-1%回升至1%，高收益板块回报率由-12%收窄至-7%。地产板块方面，从Markit iBoxx中资地产美元债总回报指数来看，3月23日至27日总体反弹6%，其中高收益和投资级分别反弹8%和2%。此后中资美元债便开启了反弹之路。

第六阶段为4月初至4月下旬，美联储货币宽松加码，风险偏好进一步提振，市场继续反弹。4月9日，美联储宣布了总规模高达23万亿美元的一篮子信贷支持的政策举措，将QE范围扩大至高收益的fallen angel，更加针对中小企业的信用冲击，风险偏好进一步得到提振。在政策发布后，全球高收益债和相关的ETF录得明显涨幅，新兴市场资金流向继3月初持续净流出后首次转为净流入，中资投资级和高收益美元债在4月初至4月20日分别继续反弹1%和5%。

第七阶段为4月下旬至今，油价下跌导致市场风险偏好有所反复，市场小幅回调。4月20日美国WTI原油5月合约价格跌至负值、4月21日WTI原油价格再度大跌，受此影响市场风险偏好出现反复，全球高收益债普遍走弱，在避险情绪驱动下流入新兴市场资金再度转为净流出，不过单周净流出规模明显小于此前流动性冲击情形，此期间中资投资级和高收益分别小幅回调0.1%和1%。不过此后受复工和经济复苏等因素提振市场又有所恢复，进入5月以来因中美贸易摩擦升级的担忧提升，市场仍有所波动。

#### 四、中资美元债投资过程中存在的主要问题

##### （一）境内外市场评级体系不同

境外债券交易主要依照国际评级公司的评级作为定价中枢，由于境外评级子档细分，日常交易覆盖中资美元债评级从A+至CCC+共涉及13个子档，与境内事实常用AAA\AA+\AA体系存在较大差异，并且境外调整评级也相对灵敏和市场化。当国际评级公司向下调某个主体或者债项评级时，容易引发抛售，并可能将风险传导至境内债券和贷款市场。对于境内投资者而言，面临的是境内评级和境外评级两套体系，存在着投资策略、风险管理、事后评价等诸多因体系差异而产生的磨合。

##### （二）交叉违约以及美元债的违约处置较难

根据当前的交叉违约条款，中资美元债与境内信用债的联系比

较紧密。伴随着债市违约正常化，机构投资者将面临更多的债券违约处置问题。在离岸市场中，违约的后续处置方式与境内差异较大，一是境内外债券承销商承担职责有较大不同，事实上境外现行的发行承销惯例下，主承销商的职责和境内相差甚远；二是中资美元债均采用英美法系为法律框架，出现风险事件后需要熟悉香港法、英国法或纽约法的律师，国内律所即便是大型律所实际上很少有此类法律人才；三是英美法系的特点是法律文本数量庞大，需要大量法务工作，加大了法律成本和法律周期。

##### （三）投资者不够广泛

地域上，从一级市场公开信息看投资者绝大部分都来自于亚洲，国际大型机构投资者对中资美元债参与力度并不大；投资者类别上，在2015年以前市场中主要以外资行为为主，近几年随着中资银行、券商的加入，投资者类型有所增加，但投资者仍谈不上足够多元化；客户群体上，随着市场的不断开放，一些中资银行和券商目前正在大力推进做市，但主要是和境内投资者联系，对境外机构的影响力仍然较小。中资美元债市场目前亟需出现一批市场重要的中资做市商，广泛联系境内外投资者，提供流动性，也亟待扩大投资者类型，真正做到多元化，以更接近于充分竞争的市场化状态。

##### （四）发行主体结构单一

当前中资美元债市场中，投资级债券发行人主要以银行和大型央企、国企为主，高收益债券的发行人则主要集中在地产行业。境内人民币债券市场占据主导的国债、

政策性金融债、城投债等品种，境外占比远远低于境内。同时，中资美元债CDS市场、中资美元债指数ETF等常规产品严重缺位，这使得投资者无法进行有效的信用风险对冲或分散，部分投资交易策略难以实现。

##### （五）二级市场流动性不足

根据彭博流动性指数，目前中资美元债市场二级市场活跃度较低。资质较好的中资美元债往往一级发行后，很难再通过二级市场购买。造成中资美元债流动性较差的原因包括以下几点：一是近年来中资投资者占比提升，投资者趋同性较强；二是高收益美元债发行量抬升，高收益板块自身流动性较差；三是随着监管政策收紧，部分企业开始在境外发行极短期债券，这些债券的投资者倾向于持有到期。

#### 五、相关政策建议

##### （一）积极把握中资美元债投资机会

2017年以来，随着中国资本项目对外开放加速，中资美元债市场规模不断增长，吸引了全球投资者的热情参与。近期，受新冠疫情等因素影响，全球避险情绪显著抬升，投资者趋同于抛售高风险资产，美元流动性持续紧张。在此背景下，中资美元债市场出现大幅波动，部分债券尤其是房地产债券收益率大幅攀升，出现了交易机会。商业银行作为美元债的主要投资机构，应密切跟踪市场走势变化情况，积极挖掘流动性错杀下的投资交易机会。

##### （二）甄别债券发行结构，

##### 加强信用风险排查

如前文所述，中资美元债有多种跨境发行结构，从投资者保护的角度来看，保护程度由强到弱依次为：直接发行、担保发行、备用信用证和维好协议，商业银行在投资过程中要注意甄别发行结构，并明确实际风险承担主体。此外，商业银行应加强对中资美元债的信用风险排查，充分认识境外业务的复杂性和特殊性，密切跟踪业务所在国家或地区的政治经济形势以及金融监管环境变化，结合发行人和担保人美元资金流动性情况、信用状况制定合理的投资策略。

##### （三）引导汇率风险规避意识，适度提高外币债套期保值比例

随着资本可兑换程度加深、人民币国际化深化、境内外汇市场参与者主体更加多样以及中美贸易战影响持续发酵，人民币汇率双向波动的将成为常态，可能为发债企业带来巨大风险。相关主管部门应督促大型国有企业并引导民营企业以服务于主业、财务中性为原则主动加强汇率风险管理，适当运用汇率避险工具开展套期保值，减少押注单边升值行为。此外，商业银行应加强汇率避险产品创新，为企业在走出去过程中防范风险、稳健发展提供有效避险工具。

##### （四）加强对离岸债券市场运行范式、法律法规的培训

中资美元债市场与境内人民币信用债市场有着千丝万缕的联系，承担信用风险的主体也有一定的重合，但毕竟是离岸市场，在法律框架、清算系统、交易系统、工作语言、交易结构上均和人民币市场有较大的差异，其投资者中虽然有更多的中资机构，但海外机构也占有相当的市场份额。因此，建议中资商业银行加强对离岸债券市场运行范式、法律法规等方面的培训，充分了解并尊重国际规则，然后才能考虑如何合理改进优化。



# 对《标准化债权类资产认定规则》的解读

文 | 《固定收益》编辑部

2020年8月3日，由一行两会一局发布的《标准化债权类资产认定规则》（以下简称《认定规则》）正式施行。作为资管新规的重要配套细则，《认定规则》明确了标债资产与非标准化债权资产的界限、认定标准及监管安排。本文拟对非标的历史沿革、非标转标路径、债权类资产的分类，以及《认定规则》对资管市场产生的影响等问题进行梳理及分析。

图1：历年银行理财资金投资非标准化债权类资产的占比



数据来源：历年中国银行业理财市场报告

原本未被纳入8号文及资管新规的非标资产统计范围内，定位模糊，属于灰色地带，长期以“非非标”身份混迹资管江湖。此前，部分信托产品通过银登中心挂牌化身“非非标”后对接银行理财资金，可不受非标投资额度限制，因此规模一度飙升。

资管新规实施以来，银行理财对非标债权类资产的投资比例有所降低。根据银行业理财登记托管中心有限公司发布的中国银行业理财市场报告，2019年末我国银行业理财资金投资非标准化债权类资产的比例为15.63%，较上半年下降1.39个百分点，较2013年下降11.86个百分点。但也需看到，资管新规转型过渡期接近尾声，非标占比依然在16%上下徘徊（图1）。这说明余下的非标资产属于难啃的硬骨头，处置难度大。事实上，也正是考虑到这一点，叠加今年疫情爆发更增加了整改处置难度，7月31日央行发布《优化资管新规过渡期安排 引导资管业务平稳转型》的通知，将过渡期延长一年至2021年。

资管新规与理财新规对非标投资、非标处置有严格的规定，涉及限额管理、风险准备金要求、流动性管理、期限匹配、集中度管理、信息披露、净值管理等方面。如今这些交易场所相关资产被明确认定为“非标”，银行理财势必减少对其的配置，存量非标处置以及非标转标的压力扑面而来。

不过，《认定规则》并非铁板一块，也为市场留有余地，从而在一定程度上减缓了非标监管的压力。一方面，给予限期内的豁免待遇。在资管新规过渡期内，对于

## 非标认定更严格

《认定规则》对非标的界定更加明确、更加严格，这既表明了监管层管理、约束非标扩张，驱动非标转标的坚定决心，也意味着未来非标转标的压力将进一步增大。

长期以来，“非标”没有统一且明确的定义，而更多是作为标债资产的“限制条款”而出现在不同的监管文件里；且“标”与“非标”的区分也不甚清晰，导致定位模糊的“非非标”大量扩张（表1）。

根据《认定规则》及答记者问，“非标”主要包括七类资产：

- ① 银行业理财登记托管中心有限公司的理财直接融资工具；
- ② 银行业信贷资产登记流转中心有限公司的信贷资产流转和收益权转让相关产品；
- ③ 北京金融资产交易所有限

公司的债权融资计划；

④ 中证机构间报价系统股份有限公司的收益凭证；

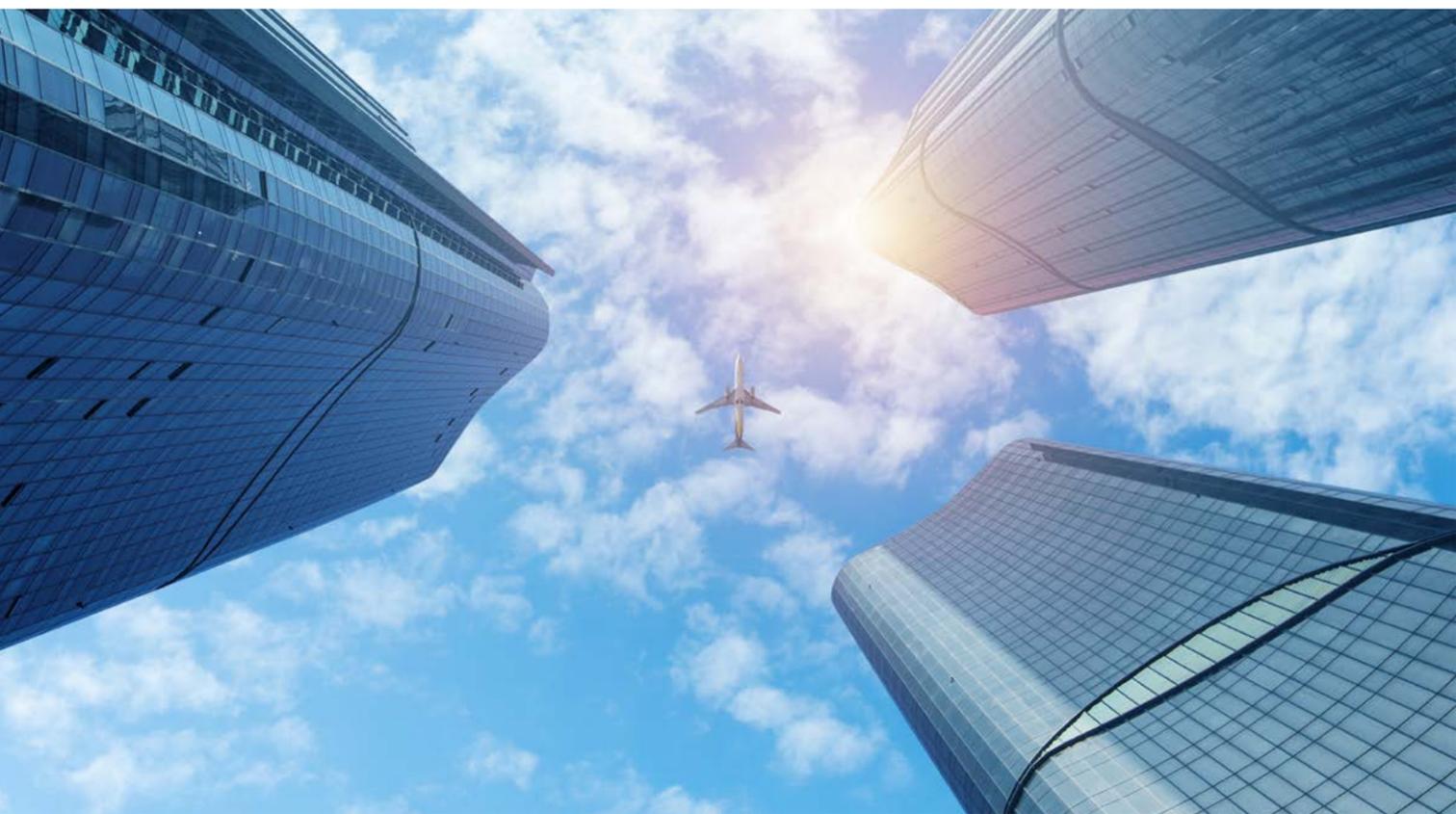
⑤ 上海保险交易所股份有限公司的债权投资计划、资产支持计划；

⑥ 不符合标债资产的5项认定条件，为单一企业提供债权融资的各类金融产品；

⑦ 固定收益类公募资管产品（不含固定收益类公募证券投资基金）。

《认定规则》强调，除存款（包括大额存单）、债券逆回购、同业拆借等形成的资产外，其他债权类资产若不符合标债资产的5项具体认定标准，均应属于非标资产。

值得注意的是，前述1-5类资产，被明确划入“非标”范畴，这意味着存量非标市场将不得不直面较大的非标转标压力。这5类资产



《认定规则》发布前存量的“未被纳入本规则发布前金融监管部门非标准化债权类资产统计范围的资产”，可豁免非标资产投资的期限匹配、限额管理、集中度管理、信息披露等监管要求；对于发布后新增的，不予豁免。对于资产属性不属于债权的永续债、可转债，维持现行监管要求不变，不按资管新规有关非标资产监管要求处理。

另一方面，提供非标转标的路径。《认定规则》发布后新增的其他各类债权类资产，可按相关程序进行标债资产认定，若通过认定，资管产品可投资该类标债资产以置换存量的非标资产。理财中心、银登中心、北金所、中证报价系统、上海保交所、上海票交所等为债权类资产提供登记托管、清算结算等基础设施服务的机构，可以作为申请主体，向人民银行提出标债资产认定申请。

### 标债资产认定范围扩大

此前资管新规明确了标债资产的五大认定标准，《认定规则》则在此基础上给出了详细的、具体的认定规则（表2）。

按规定，标债资产主要分为三类：

其一，依法发行的债券、资产支持证券等固定收益证券，主要包括国债、中央银行票据、地方政府债券、政府支持机构债券、金融债券、非金融企业债务融资工具、公司债券、企业债券、国际机构债券、同业存单、信贷资产支持证券、资产支持票据、证券交易所挂牌交易的资产支持证券，以及固定

收益类公开募集证券投资基金等。证金债、铁道债、中央汇金债、熊猫债等细分固收证券品种也归属于标债资产。资产属性为债权的永续债、可转债，可直接纳入标债资产。

其二，同时满足标债资产5个认定条件的其他债权类资产。

其三，为债权类资产提供登记托管、清算结算等基础设施服务的机构，作为申请主体向人民银行提出标债资产认定申请，若符合5个认定条件及有关规定，则可获认定为标债资产。

显然，《认定规则》在一定程度上扩大了标债资产的认定范围。尤其值得注意的是，第三类机构中包括票交所，这为受到市场广泛关注和认可的新生事物“标准化票据”留出了政策开放的空间。

票据是中小企业重要的融资工具。7月28日，《标准化票据管理办法》正式施行，将标准化票据定义为“为存托机构归集核心信用要素相似、期限相近的商业汇票组建基础资产池，以基础资产池产生的现金流为偿付支持而创设的等分化受益凭证，属于货币市场工具”——这与标债资产的5个认定条件颇为契合。次日，新规实施后首批14单标准化票据创设成功，规模12.13亿元。若标准化票据被认定为标债资产，将有利于进一步发挥票据在支持中小企业融资和供应链金融中的作用。

### 市场影响

《认定规则》的出台和施行，为标债资产提供明确的认定路



径，有利于化解非标资产入表难、接续难等问题，并进一步规范了非标资产的发展，将对资管市场产生深远的影响。

从产品角度说，标债资产认定新规的出台，将推动资管产品更严格地执行期限匹配。根据中国银行业理财市场报告，截至2019年末，新发封闭式理财产品加权平均期限为186天，同比增加约25天，且长期产品募集规模同比增幅高达94%；同期新发3月及以下的封闭式产品，规模同比降幅53%。显然，资管新规落地以来，在监管层强化长期考核机制的背景下，资管机构和投资者对长期资管产品的接受度正快速提高。

随着标债资产与非标资产的

划分日益明确，可以预见的是，资管机构将进一步压缩对非标的投资规模，更多资金流向标准化资产。这将长期利好于利率债、高等级信用债等标准化资产，以及有望实现非标转标的资产。

《认定规则》给各类机构带来的影响各有不同。比如基金公司，由于公募债基已明确纳入标债资产范畴，因此产品收益、发行都不会受到明显影响，甚至可能因为其他固收类资管产品受限，而在短期内获得意想不到的配置机会。

在银行理财的投资结构中，非标资产的存量规模较大，《认定规则》的出台将推动银行理财子公司加速从非标向标债资产转型，短期内可能拖累银行理财资产规模的

扩张速度。同时，压缩非标可能令产品收益受限甚至下行，这将进一步加大银行理财资产端的压力，逼迫银行理财子公司加强投研能力的提升，摆脱对非标资产的依赖，从而向其他风险资产挖掘投资机会。

对信托和券商而言，《认定规则》的实施，可能对房地产企业和城投平台产生一定负面影响，导致信托相关业务收入和规模面临下行压力；过去几年来，券商资管一直致力于转型，摆脱对高杠杆、通道业务等非标投资的依赖，效果显著，在可预见的未来，券商资管仍将循着加强主动管理能力的路线继续行进。

而对银登中心、理财中心等为债权类资产提供登记托管、清算

结算等基础设施服务的机构来说，虽然旗下相应资产被认定为非标，短期内处置非标资产将带来一定冲击，但《认定规则》也提供了明确的非标转标路径和标准化资产认定路径，它们未来也存在发行标准化资产的可能性。对这类机构而言，如何尽快调整以满足资管新规下发行标准化资产的硬性规定，则是亟需认真考量的问题。

总而言之，《认定规则》清楚厘定了原先标准化资产与非标资产的模糊地带，兼顾企业多元化融资需求及防范处置风险等因素，尊重市场参与者与基础设施机构的意愿，保证市场平稳过渡，有利于促进资管市场健康发展，切实提高金融服务实体经济的能力。

表1: “非标”概念变迁

时间	文件	内容
2013年3月	《中国银监会关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》(银监发【2013】8号)	非标准化债权资产是指未在银行间市场及证券交易所市场交易的债权性资产,包括但不限于信贷资产、信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用证、应收账款、各类受(收)益权、带回购条款的股权性融资等。
2014年4月	《关于99号文(《中国银监会办公厅关于信托公司风险监管的指导意见》)的执行细则》	信托公司非标准化理财资金业务指信托资金投资于资本市场、银行间市场以外没有公开市价、流动性较差的金融产品和工具,从而导致资金来源和资金运用不能一一对应、资金来源和资金运用的期限不匹配(短期资金长期运用,期限错配)的业务。
2015年3月	《证券期货经营机构落实资产管理业务“八条底线”禁止行为细则》	资产管理计划投资非标资产时不得存在以下情形:(一)不同资产管理计划进行混同运作,资金与资产无法明确对应;(二)资产管理计划未单独建账、独立核算,多个资管计划合并编制一张资产负债表或估值表;(三)资产管理计划在开放申购、赎回或滚动发行时未进行合理估值,脱离对应资产的实际收益率进行分离定价。
2017年11月	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见(征求意见稿)》	标准化债权类资产是指在银行间市场、证券交易所市场等国务院和金融监督管理部门批准的交易市场交易的具有合理公允价值和较高流动性的债权性资产,具体认定规则由人民银行会同金融监督管理部门另行制定。其他债权类资产均为非标准化债权类资产。
2018年4月	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	标准化债权类资产应同时符合以下条件:1、等分化,可交易;2、信息披露充分;3、集中登记,独立托管;4、公允定价,流动性机制完善;5、在银行间市场、证券交易所市场等经国务院统一设立的交易市场交易。标准化债权类资产的具体认定规则由中国人民银行会同金融监督管理部门另行制定。标准化债权类资产之外的债权类资产均为非标准化债权类资产。

资料来源:公开信息

表2: 标债资产五大认定条件

时间	内容
等分化,可交易	以簿记建档或招标方式非公开发行,发行与存续期间有2个(含)以上合格投资者,以票面金额或其整数倍作为最小交易单位,具有标准化的交易合同文本。
信息披露充分	发行文件对信息披露方式、内容、频率等具体安排有明确约定,信息披露责任主体确保信息披露真实、准确、完整、及时。发行文件中明确发行人有义务通过提供现金或金融工具等偿付投资者,或明确以破产隔离的基础资产所产生的现金流偿付投资者,并至少包含发行金额、票面金额、发行价格或利率确定方式、期限、发行方式、承销方式等要素。
集中登记,独立托管	在人民银行和金融监督管理部门认可的债券市场登记托管机构集中登记、独立托管。
公允定价,流动性机制完善	采用询价、双边报价、竞价撮合等交易方式,有做市机构、承销商等积极提供做市、估值等服务。买卖双方优先依据近期成交价格或做市机构、承销商报价确定交易价格。若该资产无近期成交价格或报价,可参考其他第三方估值。提供估值服务的其他第三方估值机构具备完善的公司治理结构,能够有效处理利益冲突,同时通过合理的质量控制手段确保估值质量,并公开估值方法、估值流程,确保估值透明。
在银行间市场、证券交易所市场等国务院同意设立的交易市场交易	为其提供登记托管、清算结算等基础设施服务的机构,已纳入银行间、交易所债券市场基础设施统筹监管,按照分层有序、有机互补、服务多元的原则与债券市场其他基础设施协调配合,相关业务遵循债券和资产支持证券统一规范安排。

资料来源:《标准化债权类资产认定规则》



## 鑫元基金王美芹： 债打底、股增强、新股添收益 打造“固收+”精品

文 | 中国证券报 徐金忠

“跟股票市场风格再平衡一样,投资者的配置也会在不同资产和不同产品之间再平衡。我们希望为投资者打造一款符合普通投资者风险收益特征的‘固收+’产品,债券投资打底、股票收益增强,再通过打新收益增厚收益。”鑫元安鑫回报混合基金拟任基金经理王

美芹日前在接受中国证券报记者采访时表示。

在王美芹看来,目前,超跌的债市为下半年的表现提供了空间,股市方面,下半年全面普涨行情的可能性不大,结构性行情会分化,市场的阿尔法效应大于贝塔。股债之间及时的大类资产配置对投

资者动态调整资产结构十分必要。鑫元安鑫回报混合基金将在债券投资基础配置之上,通过兼具宏观和中观视野的观察视角,精选个股机会,叠加打新收益,为投资者提供风险收益特征明晰的“固收+”产品。

### “永远不要承担超过两种的风险”

鑫元基金一直以来坚持深耕固定收益投资。资料显示，鑫元基金在固定收益领域已经形成了严谨的研究体系，能将对公司、行业的长期研究转化为对信用风险更深刻的理解，将对宏观经济政策及现象的深入剖析转化为行业前瞻性研判，通过大类资产精选配置，坚实基础，追求行稳致远。

基于这样的专业背景，王美芹对“固收+”有着独到的认识。

“跟股票市场风格再平衡一样，投资者的配置也会在不同资产和不同产品之间再平衡。比如银行理财资金外溢，刚开始投资者可能会跟风高收益产品，但高收益同时意味着高风险。在投资实践中，投资者会逐渐明确自己的风险偏好。‘固收+’产品相对稳定的收益表现和相对可控的风险暴露，会吸引一批符合其风险收益特征的投资者。”王美芹介绍称。

“固收+”产品的玄机，在于基金资产中股债比例的合理安排和科学设计。在王美芹看来，“固收

+”策略中，债券部分的意义不在于提供超额收益，而在于为产品提供稳健的基座，而股票投资、打新收益等是策略之中，增强收益的来源。“股债跷跷板效应，或许会阶段性地表现不明显，但是股债作为两种性质不同的资产类别，必然是会有此消彼长的表现。‘固收+’组合策略的风险来源主要有三大类：久期风险，即长端利率所面临的风险；组合的信用风险；股票市场的波动风险。永远不要去承担超过两种的风险，否则组合背后的逻辑必然是不能自洽的。”王美芹表示。

具体来看，鑫元安鑫回报混合基金投资于债券资产的比例不低于基金资产的70%，投资于股票资产的比例不超过基金资产的30%。

“从历史数据回溯来看，资产配置夏普比率最高的股债配置应该是10%/90%，即90%及以上的资产配置在债券上。这一比例的债股配置，在稳健性上表现突出，但是在进攻性上显得不足。所以我们选择了30%/70%的债股比例，后续可能会探索40%/60%的组合模式。”王美芹表示。

### 追求“擅守、能攻”

王美芹在采访中表示，鑫元安鑫回报混合基金希望成为一款符合普通投资者风险收益特征的“固收+”产品，债券投资打底、股票收益增强，再通过打新收益增厚收益。

具体来看，固定收益类资产的基础配置，有效控制组合回撤，保持组合的稳定性；权益资产的配置，有效获取股市上涨带来的机会，从而增强收益。在股债的动态平衡之中，寻找收益与风险的最佳平衡，做到“擅守、能攻”。此外，在注册制改革的背景下，对比近期权益市场宽幅震荡的走势，打新也将成为组合中相对稳健的绝对收益策略之一。鑫元安鑫回报混合基金将运用合理高效的打新策略，择机参与新股投资。

具体到对债市的观点，王美芹指出，10年国债期货在4月底5月初触及高点后连续下跌，期间仅有阶段性的弱反弹，目前回到了疫情前的价格水平，而资金面的紧张预期、金融数据向好、财政政策发力，债市调整加剧。后续在海外疫情难见好转、国内实体经济的赚钱效应并未改善的情况下，超跌的债市为下半年的表现提供了空间。

股市方面，王美芹指出，上半年A股交出了亮眼的成绩单，这与货币的总体宽松、疫情防控得力、经济重启有序息息相关。虽然短期市场存在风格切换的可能，但科技和医药依然是下半年的两条主线。展望下半年，全面普涨行情可能性不大，下半年的结构性行情会分化，市场上阿尔法的效应将强于贝塔。

66

鑫元安鑫回报混合基金将在债券投资基础配置之上，通过兼具宏观和中观视野的观察视角，精选个股机会，叠加打新收益，为投资者提供风险收益特征明晰的“固收+”产品。

99



# 债打底 股增强 新股添收益

## 鑫元安鑫回报混合型证券投资基金

基金代码：009395

### 8月24日起正式发行

风险提示：打新为本基金投资策略的一部分，将根据市场情况及产品规模择机参与打新。投资有风险，基金过往的业绩并不代表将来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成基金业绩表现的保证。鑫元基金管理有限公司郑重提醒您注意投资风险，请详细阅读基金合同、招募说明书，了解基金的具体情况。基金投资需谨慎。



# 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](http://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：[shiyaxia@xyamc.com](mailto:shiyaxia@xyamc.com)