

固定收益

XINYUAN FIXED INCOME

20

2021年3月 第20期
www.xyamc.com

- 🌸 2021年资产配置策略
- 🌸 20万亿：公募大时代渐行渐近
- 🌸 低利率+净值化转型 “固收+”成新价值洼地
- 🌸 永煤控股事件浅析
- 🌸 鑫元基金赵慧：主动防御 寻求基于当下的确定性
- 🌸 内外双循环，与时共舒卷 - 2021年债券市场展望





固定收益

XINYUAN FIXED INCOME

(第二十期)

基金盈利破两万亿影响更为深远

刚刚过去的2020年虽然颇多坎坷，但对于公募基金行业来说，无疑是应载入史册的年份。整个行业凭借赚钱效应，硬是使得“炒股不如买基金”这一“箴言”第一次真正走入人心，尤其是年轻基民的内心。

这一年，爆款基金层出不穷，比例配售屡见不鲜，依据已全部披露的公募基金2020年四季报，截至去年底，公募基金（各类型均纳入统计）规模已经一举突破20万亿元大关，刷新历史规模最高纪录。相较2019年底公募基金14.8万亿元的规模，2020年一口气增长了5.36万亿元。又一次见证公募基金规模历史的同时，年度基金盈利也首次达到2万亿元，两者相辅相成，但后者的意义无疑更为重大与深远。

但凡资管产品的高光时刻，都有亮眼的业绩伴随。一只只翻倍基、绩优基，将“专业研究创造深度价值”的投资规律展现无疑，也从底层结构上重塑了A股的价值观，过往一些资本市场的沉痾顽疾也得在无形中消解，炒差博烂，没有出路，最终促进A股投资的正向循环。

细分去看，其中权益基金无疑占据主力军，规模已经达到7万亿元级别。得益于权益市场上涨利好，权益类基金整体表现耀眼，全年基金利润可观。其中混合型基金和股票型基金利润分别达到11384.11亿元、5047.01亿元。此外，固定收益类产品也表现较好，债券型等各类型基金利润也均为正值。其中规模占据公募基金半壁江山的货币基金继续其赚钱效应，纳入统计的688只货币基金合计利润达到1652.47亿元，为投资者创造稳健收益。债券型基金2020年的利润也达到1406.29亿元。

2021牛年已至，市场做多热情并未停歇。疫情防控得力，国内国际双循环相互促进，都是我们看好中国经济长期向好的理由，资本市场的底层运行逻辑也迈入正轨。有理由相信，新的一年，我们将有幸见证公募基金的净值曲线继续上扬。🌹



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
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

CONTENT

卷首语

01 基金盈利破两万亿影响更为深远

04 固收动态

鑫元看市场

06 2021年资产配置策略

数字人民币

16 图解 | 数字人民币重构未来金融生态

20 数字人民币将如何影响财富管理行业?



目录

2021年3月 第二十期

聚焦

- 24 20万亿：公募大时代渐行渐近
- 28 低利率+净值化转型 “固收+”成新价值洼地

机构

- 30 信用债违约会否成为新常态？
- 35 人民币走强的影响因素及变数

人物

- 40 鑫元基金赵慧：主动防御 寻求基于当下的确定性

信用研究

- 44 永煤控股事件浅析

声音

- 50 农商银行与私募机构开展投顾业务合作浅析

宏观

- 56 内外双循环，与时共舒卷 – 2021年债券市场展望
- 65 “双循环”、“开放大国”模式与制造业高级化转型

NEWS



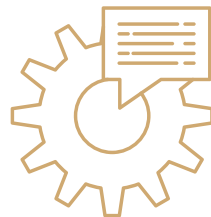
固收动态

财政部发布的《关于进一步做好地方政府债券柜台发行工作的通知》明确要求，各级财政部门要高度重视、积极推进地方债柜台发行工作，原则上已开展过的地区2021年安排柜台发行应不少于两次，确保已建立起来的发行渠道持续畅通，未开展过的地区应至少安排一次。这意味着2021年各地民众都有望通过金融机构的柜台方便地购买地方债。

专家点评：自2019年试点以来，地方债柜台发行工作取得了积极成效，为个人和企业提供了便利的投资机会，并有助于适度减轻银行等金融机构的购买压力，优化投资者结构。

银保监会会同发展改革委、人民银行、证监会制定《关于印发金融机构债权人委员会工作规程的通知》，以提高金融服务实体经济质效，完善市场主体退出制度，维护金融机构债权人合法权益。

专家点评：该通知总结了前期风险企业债务问题特点及债委会运行过程中的成功经验，根据新形势、新任务的要求，对现有债委会制度进行进一步完善，明确债委会职责定位、扩大了债委会成员的覆盖范围，支持债委会在破产程序中积极发挥作用，明确打击逃废金融债务的要求。





3

中央结算公司数据显示，境外机构投资者的债券托管量大幅增长，2021年1月境外机构债券托管面额为30567.75亿元，同比上涨62.09%，相较上年末上涨5.96%。这是境外机构投资者连续第26个月增持中国债券。

专家点评：对冲基金MKS PAMP分析师Sam Laughlin表示，境外投资机构结构性增持中国国债的浪潮远远未能达到顶峰。目前，多数海外投资机构配置中国国债的比例不到5%，远低于中国在全球经济总量15%的份额，因此他们仍会持续加仓人民币债券，令持仓占比与中国在全球经济的份额比重相当，从而令自身债券投资组合与全球经济发展格局“同步”，达到最佳的资产分散配置效果。

4

国务院国资委的数据显示，到2020年末，中央企业平均资产负债率是64.5%，同比下降了0.5个百分点，圆满完成3年降低2个百分点的目标。同时，央企带息负债比率是37.7%，同比下降0.6个百分点，负债结构明显改善，偿债能力有所增强，守住了不发生债券违约风险的底线。

专家点评：国务院国资委秘书长、新闻发言人彭华岗表示，近年中央企业没有发生一起债券违约事件，下一步将在巩固三年降杠杆工作成果的基础上，由降杠杆向稳杠杆转变，确保大多数企业负债率保持稳定，高负债子企业负债率尽快回归合理水平，坚决守住不发生重大债务风险的底线。

5

银行业理财登记托管中心发布了2020年版《中国银行业理财市场年度报告》显示，截至2020年末，存续理财产品规模25.86万亿元，同比上升6.90%；理财产品平均穿透后杠杆率为111%；理财产品投资债券、非标及权益类资产余额分别为18.53万亿元、3.15万亿元、1.37万亿元，分别占理财产品总投资的64.26%、10.89%、4.75%。整体来看，债券仍是配置主力，2020年债券资产投资比例同比增加8.3个百分点，而非标规模持续压缩，投资比例较2019年底下降6.1个百分点。

专家点评：银行理财已成为我国债券市场的重要参与者。银保监会支持理财资金积极规范投资债券市场：一方面丰富多元的债券供给、分散活跃的债券交易契合理财投资者多元化、差异化的投资需求，成为理财资金重要的资产配置品种；另一方面理财资金也已成为债券市场的重要资金来源。

2021 年资产配置策略

文 | 鑫元基金固定收益部研究员 董大伟

在 2019 年年底，我们写过一篇 2020 资产配置策略，其中着重强调了对于政策前瞻判断的重要性，并指出“市场参与者面临的政策环境的博弈性将更强，明年仍然存在一些政策阶段性扰动比较大的时期”，进一步地，“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”。

从实际情况来看，尽管疫情严厉地冲击了整体经济发展的轨迹，但是对于市场参与者而言，我们的“阶段性市场共识也就是在悲观情绪浓厚时要懂得退场”的建议依然有一定的参考性，尤其是在 5 月底人民银行发布了《关于进一步对中小微企业贷款实施阶段性延期还本付息的通知》和《关于加大小微企业信用贷款支持力度的通知》后，我们明确指出“被压制的违约率”会施压利率债的表现。股票市场方面，我们提出无论是政策鼓励的高质量发展方向还是周期品，“投机环境仍然较为适宜”。期间疫情冲击中，我们根据科技股估值的历史比较阶段性对其做出了风险提示，而在海内外央行开启超级宽松政策之旅时也提示了其中的周期股机会。

展望 2021 年，我们还是坚持以“被压制的波动率，被压制的违约率，被沉默的大多数”三线主线来理解当下主要经济体经济、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，我们从金融周期、经济发展所处的历史阶段、政策环境等方面来进一步考察 2021 年市场运行所面临的约束。



金融周期

早在2020年11月信用债市场大幅动荡之前的10月16日以及10月21日，我们在两份分别以“回顾最近两轮紧货币+紧信用”和“是金融周期而不是经济周期”为标题的内部报告中指出，应该以金融周期的视角看待当下的经济发展，不能简单根据几个月的经济数据判断当下处于良好的复苏阶段而忘记了长期结构性问题。我们进一步地回顾了几轮典型的信用扩张和去杠杆的经济历史，并提出目前处于典型的金融周期中，即由于内外部矛盾没有得到有效解决的情况下，债务存量不断攀升和宏观杠杆率不断加大，经济运行、资产价格和政策基调会出现这样的节律：信用扩张——经济活动有恢复，同时债务膨胀引发资产价格泡沫进一步膨胀——政策调整——违约风险急剧升温引发系统性担忧——政策逆向调整托底——信用扩张。熟悉经济历史的人都知道，这样一个闭环已经过去十多年的时间反复运行，而且更重要的是，在每个阶段之中从政策调整到违约风险急剧升温引发系统性担忧的时间间隔是日益缩小的。

在这里，我们可以简单回顾一下信用扩张循环。熟悉中国经济历史的人都知道，在2009年和2010年的大规模刺激后，负作用开始体现出来，一方面是无效重复投资，另一方面是经济过热，这样货币政策在2010年开始有提高准备金率的紧缩导向，2011年对地方政府债务进行整顿约束。

另外，欧洲许多国家自上世纪90年代的持续举债带来的主权债

务膨胀也终于在2011年8月开始带来恶果（2008年始于美国的次贷危机带来的是欧洲小国主权债务危机一直都有在发展，2009年12月的冰岛破产以及2010年四五月的欧洲国家主权债务危机一直贯穿其中），带来世界总需求的进一步萎靡。

在这种情况下，我们第一次见证了2000年以后中国经济发展中较大规模的债务违约，尤其是2011年下半年的温州民间债务危机和部分地方政府债务风险爆发。这一危局在随后的人民银行货币政策操作有所放松后得到缓解，而自2012年8月份的地方政府债务扩张和基建投资扩大又使得矛盾进一步扩大并最终迫使政策层在2013年重新开始收紧政策。

之后我们见证了自2011年年初到2015年年末的大宗商品熊市、国内工业领域的产能利用率的下滑和工业企业利润的不断下滑和房地产领域库存的累积。期间由于政策面的引导和借贷资本的助力作用，短短15个月股票市场就产生了一个超级大泡沫，而后在政策不得不出手压制下破灭，中国债券市场开始迎来第一轮较大规模的债券违约潮。

为了走出经济低迷的局面，自2015年下半年之后，政策层又开始有意识地鼓励信用扩张，本轮信用扩张主要由居民部门承担，而非金融企业部门和政府部门杠杆率上升并不多，本轮信用扩张的终点在2017年12月，尽管违约潮的余波仍在，但是随着时间的推移，进入到2017年违约数量已经显著减少。这里需要提及的是2016年10月首提“房住不炒”和年底提的“妖精论”，标志着其中的政策基调的转

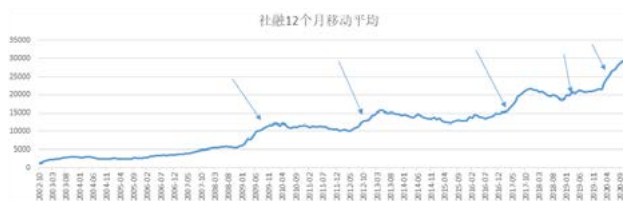
向，其间包括人民银行资产新规及银保监会的“三三四”专理的去杠杆思路相当清晰，但是信用扩张的惯性一直持续到2017年12月，居民部门举债购房活跃度相当高。

起自2017年12月的信用收缩带来的恶果，从2018年8月开始在大范围的民营主体债务违约事件上体现出来，这一轮违约主体数占有所有违约数量的30%，形势一度严峻到最高层于2018年11月出面召开民营企业大会来安抚人心。尽管如此，2019年依然是中国债券市场史上违约主体数量最多的一年，注意本轮信用转紧到大规模的违约潮的时间只有8个多月。

最近的一次信用扩张当然就是当下，本轮信用扩张起自2018年11月，期间由于2019年年初信贷投放过猛引起股票市场和房地产市场的躁动，直接引发2019年4月12日的央行工作会议和4月19日政治局会议的“政策定调”，即主要矛盾仍然是结构性的，而不是总量性的。从总量上来看，12个月的社会融资规模移动平均仍然在创新高（图1），年初以来的信贷狂潮的影响仍在，但是永煤事件的爆发已经开始引发大规模违约潮的担忧，由此可见整体债务体系的脆弱性。

如果按照前面的推演，“信用扩张——经济活动有恢复，同时债务膨胀引发资产价格泡沫进一步膨胀——政策调整——违约风险急剧升温引发系统性担忧——政策逆向调整托底——信用扩张”轮回中的“政策调整——违约风险急剧升温引发系统性担忧”的时间间隔缩短，那么如果财政政策和货币政策上不能保持年初的宽松力度，2021

图1：社会融资规模12个月移动平均表现



数据来源：Wind

年的债务压力可能很难减缓。

自2019年以来，违约事件已经慢慢成为市场的常态，债券市场参与者的信用评估标准也日益严苛，民营发债主体数量也是日益减少。现在问题的焦点不再局限于民营主体，弱资质地区和国营主体也开始出现巨大的违约风险。

当前所处的历史阶段

全球经济在整个2020年遭受了突如其来的疫情的冲击，各国政府和中央银行均祭出天量的刺激政策来托底经济，这使得前期进行的内外部调整出现一定程度的停滞。然而疫情的威胁有所消退后，主要经济体开始针对自身内在问题做出政策调整，包括但不限于美国政府继续调整对华关系、中国积极加入RCEP、中欧投资协议的商谈等。在2019年底的策略报告中，我们指出，“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”，目前我们依然将当下这个历史阶段界定为调整期。

从中国国内的情况发展来看，我们之前提及的“整个中国社会经济政治文化的进一步发展必须要建立在垄断资本主义和官僚资本主义对社会生产资料的垄断与社会化大生产之间矛盾的解决基础上”已经可以看到一些比较积极的信号了。2020年11月10日，国家市场监督管理总局发布的《关于平台经济领域的反垄断指南》（征求意见稿）表明，决策层已经注意到平台经济领域的巨型企业对于社会生产资料的垄断行为对于社会发展的负面影响，这一点是我们相当乐于看到的，我们自2018年以来就反复呼吁政策层加大对垄断资本主义的打击，尤其是其中的巨型机构的战略动作和经营行为对于整个社会的负外部性已经是如此显著之时。

另外一个更加值得关注的，是，连续几起大型地方国企逃废债引起债券市场大动荡后金融稳定委员会对于债券市场的定调。2020年11月21日，国务院金融稳定发展委员会表态，以“零容忍”的态

度依法严肃查处欺诈发行、虚假信息披露、恶意转移资产、挪用发行资金等各类违法违规行为，严厉处罚各种逃废债行为，保护投资人合法权益，维护市场公平和秩序。会议表示，金融监管部门和地方政府要按照全面依法治国要求，坚决维护法制权威，落实监管责任和属地责任，督促各类市场主体严格履行主体责任，建立良好的地方金融生态和信用环境。可以预见，随着地方政府债务压力的逐渐凸显，明年国有体系的化债、去杠杆和改革动作不会小，地方政府必须在盘活资产、降低杠杆和控制债务上下功夫。

在其他领域，开放和改革方面的动作亦不可谓不大。2020年年初以来，中国的开放节奏进一步加快，6月23日，2020年版全国和自贸试验区外商投资准入负面清单如期公布，清单条目从2019年的40条缩减到了33条，自贸试验区清单条目则从37条缩减到了30条。中国对外资的开放程度进一步得到提高。OECD的数据显示，中国在2013年以来对外资限制程度迅速下降，下降幅度是各主要经济体中最大的之一。可以说，负面清单的不断压缩是推动中国投资自由化水平不断提高的重要方式。在新的负面清单中，因为金融业对外资的所有股比限制按照既定的开放时间表已经全部被取消，条目不再出现。这使得2020年被称为中国金融业全面开放元年。实际上，不仅是在股比限制方面实现了开放，正如2019年国发23号文中要求的，我国正在“全面取消在华外资银行、证券公司、基金管理公司等金融机构业务范围

限制”以及其他限制，从而使得外商投资金融机构实现“准入也准营”。2020年5月7日，中国人民银行和国家外汇管理局发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》，落实取消合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）投资额度的限制。

熟悉我们的投资者都知道，自2018年下半年以来，我们就一直在提“系统切换”，即“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向上杠杆到向创新降杠杆切换，国家总体经济体量的进一步扩大和人民收入水平的进一步上升不能再依靠其他国家进口规模的进一步上升，而应该更多地转向内部消费市场的扩大，经济增长的内部结构要更多地强调从供给函数的土地、劳动力、资本和技术等生产要素的提质增效上下功夫，而不能一味地依靠政策刺激总需求层面上着力。

与之相对应的是，金融市场的融资模式必须由间接融资为主向直接融资占比提升转换，货币发行模式由依靠外汇占款投放基础货币向以基于公开市场操作为主的基础货币投放方式（而这又需要负责任

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靠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”。2020年11月25日，刘鹤副总理在人民日报上撰文详解加快构建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的背景、内涵及其实施路径，刘鹤在文中解释了何为新发展格局，从国内大循环与国内国际双循环的关系看，国内循环是基础，两者是统一体。“国内大循环绝不是自我封闭、自给自足，也不是各地区的小循环，更不可能什么都自己做，放弃国际分工与合作。要坚持开放合作的双循环，通过强化开放合作，更加紧密地同世界经济联系互动，

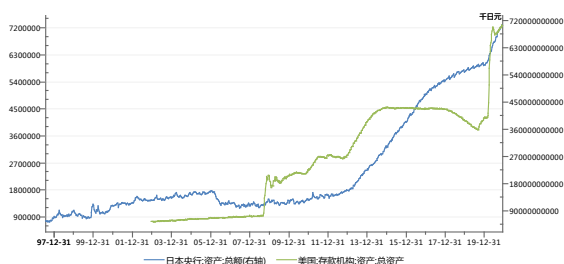
提升国内大循环的效率和水平”。我们认为整个讲话精神非常重要，值得市场参与者反复研读，而其中的许多提法和改革方向与我们所讲的“系统切换”不谋而合。

海外经济体方面，美国、欧洲和日本等主要经济体也正在内部推进艰巨的改革，这里限于篇幅，我们不一一列举，整体而言，我们仍然两年前的看法，“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

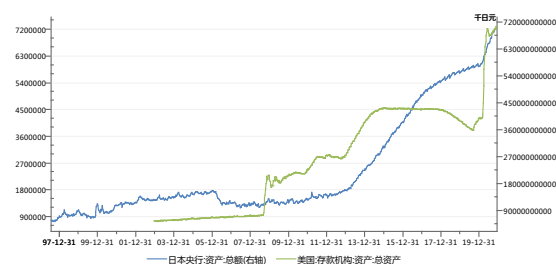
疫情以来，海内外主要经济体都祭出超级宽松政策来支持经济的发展。从主要央行的动作来看，主要央行在政策利率遭受零利率下限的约束后，纷纷进一步扩大央行资产负债表规模来支撑金融市场的顺畅运行和经济的恢复（图2、图3）。

图2:



数据来源: Wind

图3:



数据来源: Wind

在疫情严重的2020年3月下旬和4月，欧美央行均有非常激进的货币政策操作。3月23日，美联储宣布了非常广泛的新措施来支持经济，包括了开放式的资产购买，扩大货币市场流动性便利规模。美联储称每天都将购买750亿美元国债和500亿美元机构住房抵押贷款支持证券，每日和定期回购利率报价利率将重设为0%。为确保市场运行和货币政策传导，将不限量按需买入美债和MBS。根据声明，美联储将购买“必要规模的”国债和机构抵押贷款支持证券，以支持市场平稳运行以及货币政策向更广泛的金融状况和经济的有效传导，还将购买机构商业抵押贷款支持证券。另外，美联储宣布，将为企业债新设两个流动性工具，即用于发行新债券和贷款的一级市场公司信贷融资（PMCCF）和用于为未偿还公司债券提供流动性的二级市场公司信贷融资（SMCCF）。另外还将建立第三个设施，即定期资产支持证券贷款设施（TALF），以支持信贷流向消费者和企业。TALF将允许发行由学生贷款，汽车贷款，信用卡贷款，小企业管理局（SBA）担保的贷款支持的资产支持证券（ABS），以及某些其他资产。

4月7日，欧洲央行宣布将采取暂时性抵押品宽松措施，以缓和欧元区金融环境收紧的问题。除了放宽抵押品限制之外，欧洲央行的官方声明中还提及以下要点。第一，管理委员会决定使用一套担保措施，促进银行增加对企业和家庭贷款的融资规模。这将通过扩大使用信贷索赔作为抵押品，以及可能扩大额外信贷索赔（ACCs）框架来

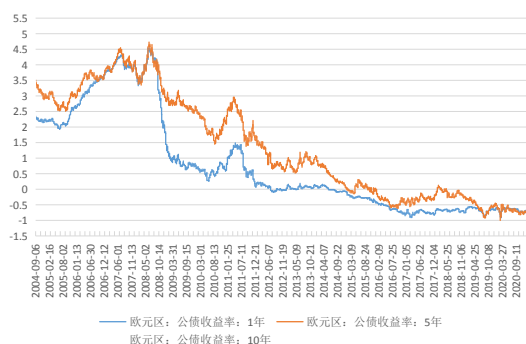
实现。行政协调框架如若发挥作用，能使各国央行放宽其管辖范围内的合格信贷要求，这包括接受信用质量较低的贷款抵押品，以及向其他类型的债务人提供不被欧洲央行总体框架接受的本币以及外币贷款。第二，欧洲央行还采取了临时措施，将本地信贷申索的非统一最低金额门槛，由先前的25000欧元调低至0欧元，以方便向小型公司申请抵押贷款；信贷机构抵押品池中，任何银行发行的无担保债务工具的最高份额，由2.5%增至10%，这将使交易方从此类资产中获得更多收益。第三，欧洲央行管委会决定，通过全面降低抵押品价值减记20%这一固定操作，暂时提高银行信贷业务的风险承受水平。

在央行的动作之外，财政政策方面也相当激进，美国政府在疫情之后迅速通过了激进的财政支出法案来保护中小企业，2020年4月美国政府宣布了一项“薪酬保护计划”，旨在为500人以下的小型企业提供发放员工薪资提供支持。该计划共为小型企业提供3490亿美元补助金，资金来源为“CARES法案”中的专项拨款。该计划规定，申请的贷款中75%必须用于支付员工薪资成本，最高贷款额度为1000万美元。与此同时，澳大利亚政府投入了3200亿元来应对澳情对经济的负面冲击，加拿大宣布将刺激金提高至2020亿加元，其中应急响应资金的适用对象包括因疫情而影响收入的自由职业艺术家和文化工作者，德国、英国、新西兰和中国香港均有类似的动作来支持那些遭受疫情冲击的群体。

保护企业尤其是保护中小型

企业其实就是保护社会关系，就是保护人的免疫力。在现代社会中，社会关系是创造一切物质财富和精神财富的源泉。正是在这个意义上讲，激进的财政政策的意义相当非凡。展望海外主要经济体的下一个阶段的政策方向，我们依然可以将主要注意力投向美欧央行的动作及财政支出方面的安排。在8月24日的美联储主席鲍威尔讲话中，其回顾了美联储货币政策框架历史，讲述了美联储自身也在根据实体经济的变化而调整自身的货币政策框架，包括高通胀时期的货币政策框架用以恢复美联储的公信力，以及之后大平缓和期的通胀目标制。面对目前美国有可能步其他主要经济体的物价和通胀预期恶性循环的局面（负利率大范围展开就是这个局面的后果），美联储在考虑实施灵活的通胀目标制，也就是会允许一段时间内的通胀水平高于长期通胀目标水平。欧央行方面，10月份会议决议显示，欧央行维持三大利率不变，维持各项资产购买计划不变，但是央行行长拉加德表示将在12月份采取行动，市场人士预期欧央行将增加紧急抗疫购债计划并延长该操作至2021年末。整体而言，海外央行均维持宽松的政策基调，同时主要央行官员也都强调了财政政策配合的重要性。财政政策方面，美国方面，两党在财政刺激上依然有一定的分歧，无论是规模还是投向方面。最新消息显示，美国的财政计划在民主党领导人接受了9080亿美元的两党提议作为谈判基础之后，已经有了一些实质性的进展，但是能否最终推出还存在一定不确定性。欧盟复兴基金的推出也受到

图4:



数据来源：大智慧

图5:

欧洲STOXX600银行指数



数据来源：Investing.com

一定的阻碍，匈牙利与波兰否决了欧盟2021-2027的预算案，这可能会导致复兴基金的推出受到影响。

从上面海外经济体的财政政策和货币政策取向来看，我们不得不承认的一个基本事实是，海外经济体正在某种程度上实践现代货币理论（MMT）。这里我们可以简单先解释一下这种理论，MMT的核心是在金融政策和货币政策之间重新进行分工。由央行担任出资者的角色，向政府融资并为资金缺口创造资本。如此一来将能无限创造债务，以此刺激国内的投资并避免经济萧条。MMT为大量财政支出“大开绿灯”，并否定平衡预算的必要性。这与主流经济学理论大相径庭，主流经济学思想认为，平衡的预算可以保持较低的利率并促进经济增长。在《2020资产配置策略探讨》中，我们引述易纲行长在《求是》上发表的文章的观点对海外央行QE操作的效果进行过评价，“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”。从图4、图5我们可以看到，主要经济体QE操作带来的是利率水平的持续下滑，而银行板块指数则持续回落，零利率附近平坦的收益率曲线对承担期限转换功能的商业银行是一个巨大的挑战，这也就不难理解为什么中国央行反复强调要“保持正常的、向上倾斜的收益率曲线”。

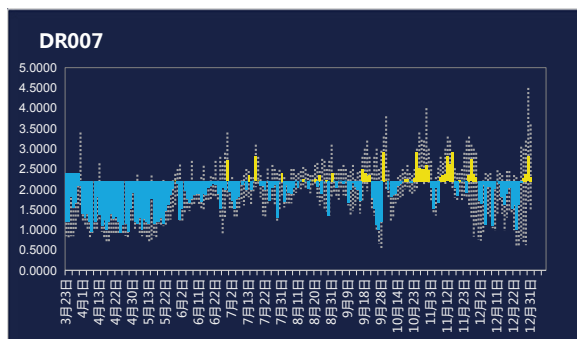
在2020年10月21日的金融街论坛上，央行行长易纲发表了重要讲话，在回顾了央行货币政策操作支持疫情之后重点指出“货币政策要把握好稳增长和防风险的平衡”，“保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。尽可能长时间实施正常货币政策，

保持正常的、向上倾斜的收益率曲线，为经济主体提供正向激励，总体上有利于经济社会的可持续发展，有利于人民币资产的全球竞争力，帮助我们利用好两个市场、两种资源”。在海外经济体实践MMT理论的时点，中国央行相对偏紧的货币政策基调会带来什么样的后果呢？我们将问题留在下面一节中来解答。

跨周期政策设计：加息升值+房地产行业债务膨胀控制

对人民银行官员的讲话及相关政策文件有过严密跟踪的市场参与者会发现“跨周期政策设计”的提法越来越频繁，这一点在当下的经济背景下需要密切留意，这意味着政策在经济波动过程中将扮演越来越重要的角色。理解这一点需要结合人民银行2020年5月份以来的货币政策操作来看，我们可以看到在疫情阶段性缓解以后，人民银行迅速调整之前的超级宽松货币政策

图6:



数据来源：大智慧

的立场，其在二季度货币政策执行报告中提及“4月份，银行间市场参与者受发达经济体中央银行采取零利率和量化宽松货币政策影响，压低了货币市场利率，一度脱离了公开市场操作利率。5月下旬以来市场预期回归理性，货币市场利率回升至公开市场操作利率附近”，

“通过多种方式加强预期管理，促使货币市场利率围绕公开市场操作利率平衡运行，发挥了公开市场操作利率作为短期市场利率中枢的作用”最终实现“保持流动性合理充裕”的目标，我们去观察银行间市场存款类机构7天期回购加权平均利率DR007的表现，可以发现2月中旬到五月中旬的超级宽松资金利率水平回升至6月的2%水平的中性水平（图6）。

2020年5月份开始的升息动作与人民币对美元的升值几乎是同时展开的，这一点在传统的利率平价理论中能够得到合适的说明，中国从疫情中较快恢复带来的出口红利与中美央行不同的货币政策基调直接带来人民币的强势表现。在此期间，人民币持续强劲表现促使央行

在2020年10月10日发布“将远期售汇业务的外汇风险准备金率从20%下调为0”的政策，熟悉央行相关动作的市场人士一定知晓外汇风险准备金率此前多次调整，在2017年9月央行及时调整前期为抑制外汇市场顺周期波动出台的逆周期宏观审慎管理措施，将外汇风险准备金率调整为0，而到了2018年8月，贸易摩擦和经济悲观预期促使人民币大幅走弱，央行将远期售汇业务的外汇风险准备金率从0调整为20%。毫无疑问，这一工具充当着典型的逆周期宏观调节工具，这一点与当前的经济环境相适应，而当前的经济环境又确实与2017年的宏观大背景差别不大，这一点在信用扩张周期中体现得尤其明显。

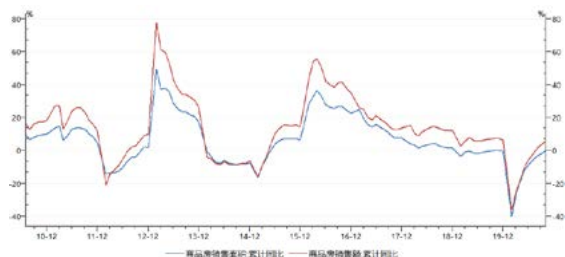
在这种背景下，我们也就不难理解央行对于地产行业债务膨胀的控制了。2020年8月20日，住房和城乡建设部和人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，研究进一步落实房地产长效机制。会议指出，为进一步落实房地产长效机制，实施好房地产金融审慎管理制度，增强房地产企业融资的市场

化、规则化和透明度，人民银行、住房和城乡建设部会同相关部门在前期广泛征求意见的基础上，形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则。新规对房地产企业按“红-橙-黄-绿”四档管理，并设置了“三道红线”，具体为剔除预收款后的资产负债率大于70%；净负债率大于100%；现金短债比小于1倍。按照这标准，大部分房地产企业都达不到。有研究机构对50家头部房地产企业进行统计，同时符合剔除预收款资产负债率大于70%、净负债率大于100%、货币短债比小于1这3个条件的共14家，符合2条的有10家，符合1条的14家，完全不符合的有12家。

理解央行的这一动作还需要结合房地产市场的活跃与居民杠杆率的提升来谈，在宽松的政策作用下，我们注意到商品房销售额与销售面积迅速回升，而居民部门杠杆率则迅速攀升至创纪录的高点。如果将中国的居民部门杠杆率与日本、西班牙和美国进行对比，不难看出，中国居民部门杠杆率的绝对水平已经超过日本和西班牙，与美国居民部门杠杆率还有一段距离，引人关注的是中国居民部门杠杆率迅速上升的事实（图7、图8）。

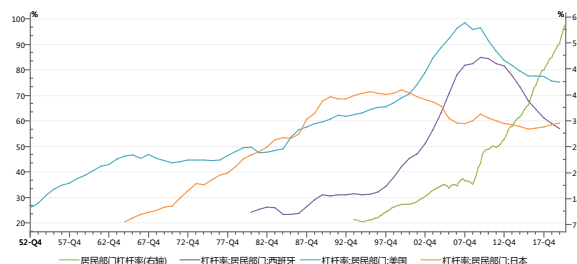
在这种政策基调下，我们回答上一节中提出的问题“在海外经济体实践MMT理论的时点，中国央行相对偏紧的货币政策基调会带来什么样的后果呢”。要回答这个问题，我们可以先了解一下中国经济与世界经济的联动，再从历史表现中寻找线索。从中国PMI与摩根大通全球制造业PMI的关系来看，两者波动节奏基本一致，可见中国制

图7:



数据来源: Wind

图8:



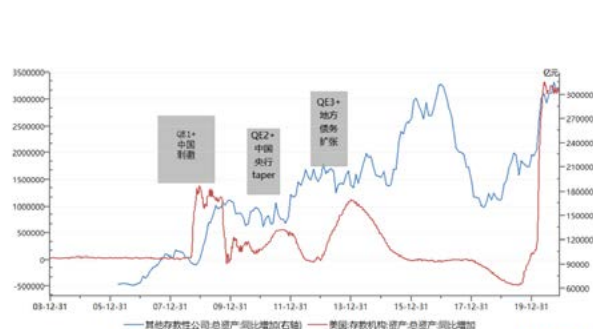
数据来源: Wind

图9:



数据来源: Wind

图10:



数据来源: Wind

制造业表现与全球制造业紧密相关。从中国季调进出口金额同比表现与全球制造业PMI的关系来看，中国外贸表现与全球制造业景气度的相关度相当高（图9）。

在2009年至2015年的海外央行轮番QE操作期间，中国的政策调整与经济发展经历可以为上面的问题提供一定的线索（图10）。

从实际经济表现来看，中国的经济发展更多受国内的政策调控的影响，海外央行的QE操作会加强或削弱政策调控的影响程度，但是无法从根本上改变趋势。以2010年下半年开始的央行调控为例，

尽管美联储此时启动了QE 2，但是包括中国在内的全球PMI已经开始走弱，季调外贸进出口总额表现也开始回落。国内经济起自2012年下半年的信用扩张在海外QE 3的影响下进一步放大了全球PMI的表现，同时中国外贸总额表现也开始有所表现，尽管改善幅度有限。当2015年一季度中国开启新一轮的信用扩张时美联储的taper动作并没有造成负面影响，对应中国的外贸进出口总额和全球PMI则开始见底回升。从根本上来讲，中国的货币政策操作仍然是“以我为主”，国内的经济表现依然是处于典型的金

融周期之中，主要经济活动更多受国内信用扩张或收缩影响，这一点在前面“金融周期”一节中有明确的说明。

经济发展前景与资产配置思路

从实际经济发展来看，今年主导全球经济运行的最主要因素是疫情的发展。从2020年3月初到4月初，单日新增快速增加至10万例后来到一个平台期，然后一直稳定在这个水平。之后随着疫情进一步蔓延，5月下旬起连续上升至7月下

旬后单日新增维持在20万-30万左右。第三波疫情扩散是从10月初开始，一直来到现在的单日新增保持在50万-70万左右。很明显地，全球的疫情扩散经历了三轮明显的上升期，目前单日新增依然保持在很高水平。

在疫情冲击之下，海外主要经济体工业生产遭受较大冲击，不过从2020年4月到现在，不同经济体的工业产出已经大致恢复至上一年90%的水平。得益于疫情防控中的较好表现，中国在全球出口市场中获得了更大的订单量，从而极大地受益于这一轮疫情。就当下的出口现状而言，出口季调同比仍然处于较高水平，第三轮疫情的影响带

来的转单效应影响依然明显。

如果疫苗能够如期于12月底接种并且全球疫情在一季度得到有效的控制，我们预期2021年度的一季度可能是中国本轮外贸景气度的高点，而全球总需求的回升取决于中国国内信用扩张状况和海外财政刺激的落地。如果我们关于中国经济处于典型金融周期的观点是正确的，那么2021年信用继续大幅扩张的概率并不高，甚至我们可能正在经历社融增速的拐点。至于海外的信用扩张，尽管海外央行均维持着相当宽松的政策基调，但是央行行长们也都指出了财政政策配合的重要性，因为他们都知道央行宽松政策的有效性相当程度上有赖于财政

的扩张。就这方面而言，我们之前在内部系列文章之六中指出过，

“任何资本主义生产方式下的财政刺激，无非是透支未来几代或几十代人的支出能力放在当前积累，这些财政资源只会进一步流向经济结构中的垄断环节和优势环节”，在各国内部调整政策有效改造社会结构之前，这些财政刺激政策只能阶段性延缓危机。与此同时，我们关注到欧美主要发达经济体内部日益加剧的社会矛盾和进一步扩大的贫富差距，也就是我们反复指出的“被沉默的大多数”的生存状况愈益恶化。这种撕裂的社会状况直接影响财政刺激政策的推出，内外部矛盾难以有效缓解的现实会继续施



压经济增速。

在这个前提下，我们依然建议可以重点参考2017年4季度到2018年上半年的市场走势，尤其是在决策层着意控制地产行业债务膨胀的背景下。在之前的报告中，我们反复指出，“如果决策层不能实质性地解决地产市场泡沫化的问题，“内循环”的国家战略的实现将极为困难，“经济转型”也将极大可能遇挫”。

在近日出版的《〈中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议〉辅导读本》中，银保监会主席郭树清在书中发表题为《完善现代金融监管体系》的署名文章指出，房地产是现阶段我国金融风险方面最大的“灰犀牛”，要坚决抑制房地产泡沫。从房地产行业的发展动态来看，市场景气度依然较高，主要分项数据依然呈现向好态势。往后看，如果决策层下定决心抑制房地产领域泡沫的膨胀，那么参照历史经验来看，随着这一波紧信用带来的利率债和信用债的整体大跌，信用利差在历史极值水平有所上升，但是对比历史均值还有扩大的空间，而利率债在本轮被动抛售后其配置价值事实上在逐渐凸显，市场参与者可以重点逐渐在3.4%-3.5%一线入场逐渐建立头

寸，并密切观察实际经济发展状况和信用扩张情况。

尽管如此，我们仍然需要提醒市场参与者，“跨周期政策设计”正是为了熨平经济的波动，“牢牢守住不发生系统性风险的底线”的要求会限制利率债的空间。信用品方面，金融周期下行期的违约案例不会少，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叠加债券市场参与主体的自发调整，高杠杆主体面临的压力将持续加大，“系统切换期”的“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”的实现还有赖参与债券市场的金融机构和从业人员完成从简单信用中介和通道功能角色向信息发现和风险识别风险定价能力大幅提升的转变。成功转变的机构和从业人员将能够更迅速适应新的时代，而掉头不够及时的玩家将不得不面临淘汰的结局。

股票市场方面，本轮周期股行情与2017年年底到2018年年初的周期股行情有着极大的相似性，属于典型的周期末期的流动性驱动行情，交易性属性更强一些，毕竟我们所处的经济环境与2006年-2007年或者2009到2011年时的经济环境

存在巨大的差异。自8月份以来调整的高质量发展方面的标的，其需要一方面通过较好的增长来消化估值，另一方面也需要良好的政策环境来支持。

这种情况下，我们依然预期2021年行情的结构性特征会更加明显一些，宽松政策的逐步退出和疫情的逐渐叠加结构性行业支持会带来阶段性国产替代和自主可控领域的良好表现，而那些疫情影响行业也能够慢慢修复，至于那些受益政策宽松或疫情发展的领域则可能面临一定的估值压力。中期来看，“系统切换”的成效极大地影响整体市场的风险偏好，自2009年以来，在香港市场和A股挂牌交易的大型国企和金融股均在以持续下降的市值/账面价值比率在交易，核心原因之一是中国的发展模式导致风险无限向金融体系转移，市场投资者只能用脚投票。随着政策层开始着手处理包括预算软约束在内的一系列棘手问题，中国金融资产的系统性风险将能够极大地降低，这有利于整体市场重心的提升。在这个意义上，我们建议市场参与者利用好调整期带来的市场机会，耐心等待其他主体的被迫抛盘。这里面包括许多高杠杆主体的债务处置、资产盘活等活动带来的机会。



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。

图解 | 数字人民币重构未来金融生态

文 | 《固定收益》编辑部

从中国人民银行成立专门研究团队至今，我国对数字人民币的研究已有 6 年。目前，由中国人民银行主导的数字人民币测试正在深圳、苏州、上海等城市加速推进——数字人民币全面进入人们的生活可期。那么，什么是数字人民币？数字人民币与其他电子支付工具有何区别？它将对我国未来的金融生态产生怎样的影响？



数字人民币试点正加速推进

率先试点地区

深圳、成都、苏州、雄安新区以及未来冬奥场景

全面深化试点地区

北京、天津、上海、重庆（涪陵区等 21 个市辖区）、海南、大连、厦门、青岛、深圳、石家庄、长春、哈尔滨、南京、杭州、合肥、济南、武汉、广州、成都、贵阳、昆明、西安、乌鲁木齐、苏州、威海和河北雄安新区、贵州贵安新区、陕西西咸新区等 28 个省市（区域）

试点期限

三年，自方案批复之日起算

（资料来源：商务部《全面深化服务贸易创新发展试点总体方案》）



什么是数字人民币

定义：数字人民币是由人民银行发行的数字形式的法定货币。

专业名称：DC/EP, Digital Currency and Electronic Payment, 即“数字货币和电子支付”。

两层含义

数字货币

电子支付工具

三个目的

替代一部分现金

保护货币主权

提高人民币在国际市场上的地位



六大特征

国家信用

价值稳定

法偿性

不得拒收

替代 M0

等同现金
与纸钞硬币
等价

数字钱包

无需单独
开户

双离线

交易无需网络
信号支持

可控匿名

遵守现钞管理
相关法律法规



在我国的发展史

2014

人民银行开始研究法定数字货币。

2017

央行创立数字货币研究所；同年末，央行组织商业银行和机构开展数字人民币体系（DC/EP）的研发。

2019

数字人民币基本完成顶层设计、标准制定、功能研发、联调测试等工作。

2020

1月，央行官微发布《盘点央行的2019：金融科技》透露数字货币研究进展。

5月，央行行长易纲提及，数字人民币将先后在深圳、苏州、雄安新区、成都及未来的冬奥场景进行“4+1”内部封闭试点测试。

7月，央行数字货币研究所先后与滴滴、B站、美团、京东数科等平台合作，促进数字人民币的移动应用功能创新及线上、线下场景的落地应用。

8月，商务部印发《全面深化服务贸易创新发展试点总体方案》，提出数字人民币试点任务的八大方面122条。

10月，《中国人民银行法（修订草案征求意见稿）》规定，人民币包括实物形式和数字形式，为发行数字货币提供了法律依据。

10月，深圳市人民政府联合央行开展数字人民币试点，发放1000万元“礼享罗湖数字人民币红包”。

11月，“十四五”规划提及“稳妥推进数字货币研发”。

12月，苏州市推出2000万元数字人民币红包试点。

2021

1月，数字人民币在上海试点使用，首次实现脱离手机硬钱包支付模式。



数字人民币与现金、第三方支付、加密货币的区别

	数字人民币	现金	微信、支付宝等	加密货币
发行主体	中央银行	中央银行	金融机构	不限
地位	法定货币 主权货币	法定货币 主权货币	属于第三方支付方式	民间开发的一种 去中心化密码货币
法偿性	不可拒收	不可拒收	可拒收	可拒收
货币供应层次	M0	M0	M1	特定的虚拟商品
信用级别	国家信用	国家信用	企业信用	基于去中心化的算法技术
账户	以广义账户体系为基础	以广义账户体系为基础	需开立银行账户 并绑定银行卡	基于非对称加密技术 支配账户
存储方式	账号	实物	账号	加密数字
价值稳定性	价值稳定	价值稳定	价值比较稳定	价值波动剧烈
运行环境	强普适性	强普适性	互联网 读写设备	开源软件 P2P 网络
离线支付	双离线支付	双离线支付	需网络信号支持	需网络信号支持
隐私保护	可控匿名	完全匿名	实名认证	完全匿名
便捷性	较高	普通	较高	较高
流通成本	低	高	低	低
收益	无	无	有一定收益	收益随行情波动
交易成本	兑进兑出不收费	兑进兑出不收费	付费提现 交易有手续费	提现、交易 均需支付手续费成本



重构未来金融生态

>> 对消费者来说

数字人民币的诞生，将在支付和投资层面带来更丰富、更安全、更便捷的支付工具的选择，满足更多支付需求；同时也有利于改善企业财务管理方式，提高工作效率。

>> 对第三方支付来说

数字人民币可能对移动支付市场带来新变化，但由于数字人民币本质上是“钱”，而移动支付则是“收钱、付钱的方式”，两者存在本质区别，因此数字人民币短期内不会动摇移动支付格局的根基。

>> 对金融科技来说

数字货币的落地、普及，将显著加大对货币发行、流动、存储、投资、跨境流动等系列环节进行数字化处理的需求，可能催生新的经济业态。未来大数据、区块链、人工智能、云计算、物联网等金融科技领域将面临新的机遇与挑战。

>> 对商业银行等金融机构来说

当货币发行、流通全环节深度数字化之后，商业银行传统的交易结算体系、支付清算系统也面临调整、转型、改革的需求，以更好地迎接数字化时代的冲击。

>> 对金融监管机构来说

数字货币有望令货币政策更精准有力，使得社会财富获得更加合理、精确的管理和调控。



数字人民币 将如何影响财富管理行业？

文 | 《固定收益》编辑部

2020年，我国金融服务与科技的融合日益深刻，数字人民币的诞生是典型标志之一。作为货币形态的数字化变迁，数字人民币重新构筑了数字经济时代的关键金融基础设施，有望给金融行业带来巨大变革，深度优化金融资源配置效率，提升金融资源的流动性和安全性。在此背景下，财富管理行业将面临什么样的挑战和机遇？

数字货币加速崛起

2020年是数字货币加速推进的一年。这一年，突如其来的新冠疫情从年初延续到年末，全球确诊病例超过7600万例。在此背景下，非现金交易的趋势加速深化，叠加私人部门“稳定币”（稳定币，一种采用区块链结束加密的数字资产，通常与一种或多种资产挂钩以保持币值稳定。）的活跃发行，令主权货币面临挑战与风险，全球央行紧锣密鼓地进行央行数字货币（CBDC，Central Bank Digital Currency）的研发和测试。

CBDC的类型、运营方式、系统设计、计息规则有所不同。按类型可分为零售型和批发型，前者面向公众，用于日常交易；后者面向特定机构，用于大额结算。按运营方式，则可分为单层运营和双层运营，前者为央行直接对公众发行，



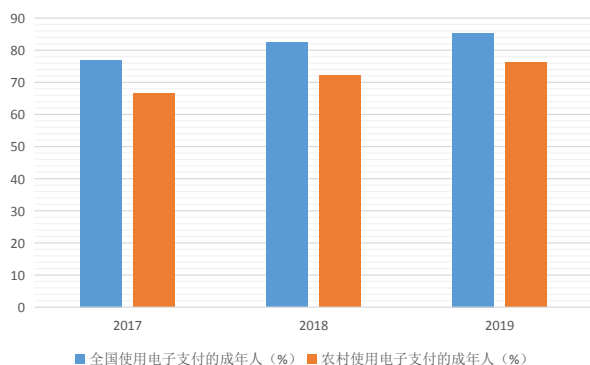
后者是央行先把CBDC兑换给银行机构，再由机构兑换给公众。按系统设计，可以分为基于账户和基于代币，前者通过开立于央行或商业

银行的数字货币账户进行交易，后者则在数字钱包间通过中心化或去中心化结算系统使用代币结算。按计息规则，则可分为计息型和不计息型。

以我国而言，目前已经在多地启动试点的数字人民币，定位M0，属于零售型CBDC，采用双层运营方式，基于广义账户、不计息。2020年10月，中国人民银行发布《中国人民银行法（修订草案征求意见稿）》，明确“人民币包括实物形式和数字形式”，为我国发行数字货币奠定了法律基础。

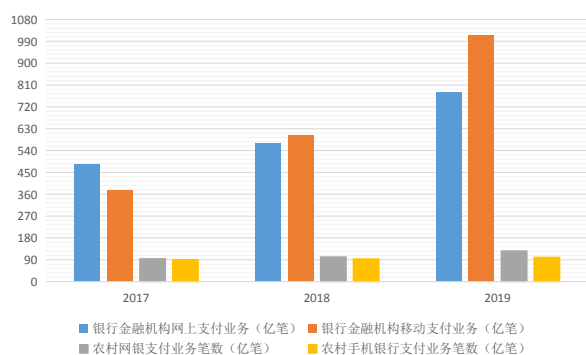
随后，深圳、苏州等城市先后展开“数字人民币红包”测试活动。数字人民币红包试点的指定运营机构为工农中建交和邮储银行等六大行。测试场景则主要集中为小额、零售、高频的业务项目，如智慧停车、交通补贴发放、智慧商圈

图1：使用电子支付的成年人占比



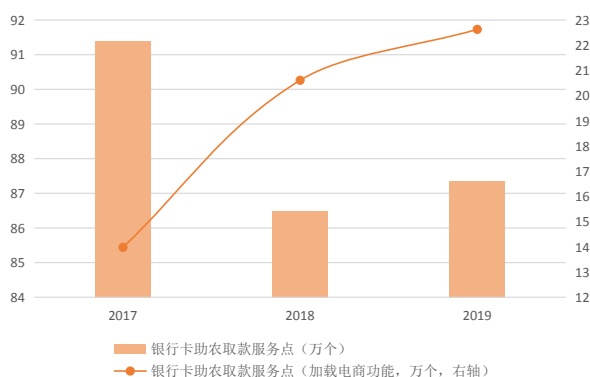
数据来源：历年央行《中国普惠金融指标分析报告》

图2：农村网上支付及移动支付走势仍有很大的发展空间



数据来源：历年央行《中国普惠金融指标分析报告》

图3：加载电商功能的银行卡助农取款点逆势增长



数据来源：历年央行《中国普惠金融指标分析报告》

建设、税费缴纳、线上支付、加油站、电商平台消费等。

多场景支付这一功能，微信、支付宝等第三方支付平台早在数年前就已实现，但相较而言，数字人民币是通过央行统筹运营，不需要绑定账户，点对点、双离线交易，不仅便捷性不输于第三方支付，且具有更高的安全性。未来，数字人民币将进一步扩大试点范围，增加网上、网下消费应用场景。

带来的变化

可以说，数字人民币是对货币形态以及相关支付基础设施的创新。从长期来看，这一创新将对现有人民币体系产生深远且复杂的影响，上至货币政策、经济金融体系，下至商业银行的运营、老百姓的交易习惯，都可能随之而变。

其一，提高金融管理、金融监管的效率。数字人民币可以追踪资金流向，为央行制定和完善货币政策提供更准确的信息，增强央行对流动性的实时监测效率，提高货币政策工具的效力。数字人民币的可控匿名性也有利于提升金融监管的效率和能力，及时遏制地下经济活动，提高对洗钱、逃税、反恐融资等违法犯罪行为的识别力度，有效改善金融监管滞后的局面，从源头遏制金融风险。

其二，降低管理成本。数字人民币为非实物形态，不像现金发行和流通，需要运输、防伪，可降低货币流通成本；同时数字人民币也不需要人工清点核对，无需安排调运和存储，也能为商业银行节省

日常维护成本；而其兑进兑出不收费，还可以降低个人和商家的使用成本。

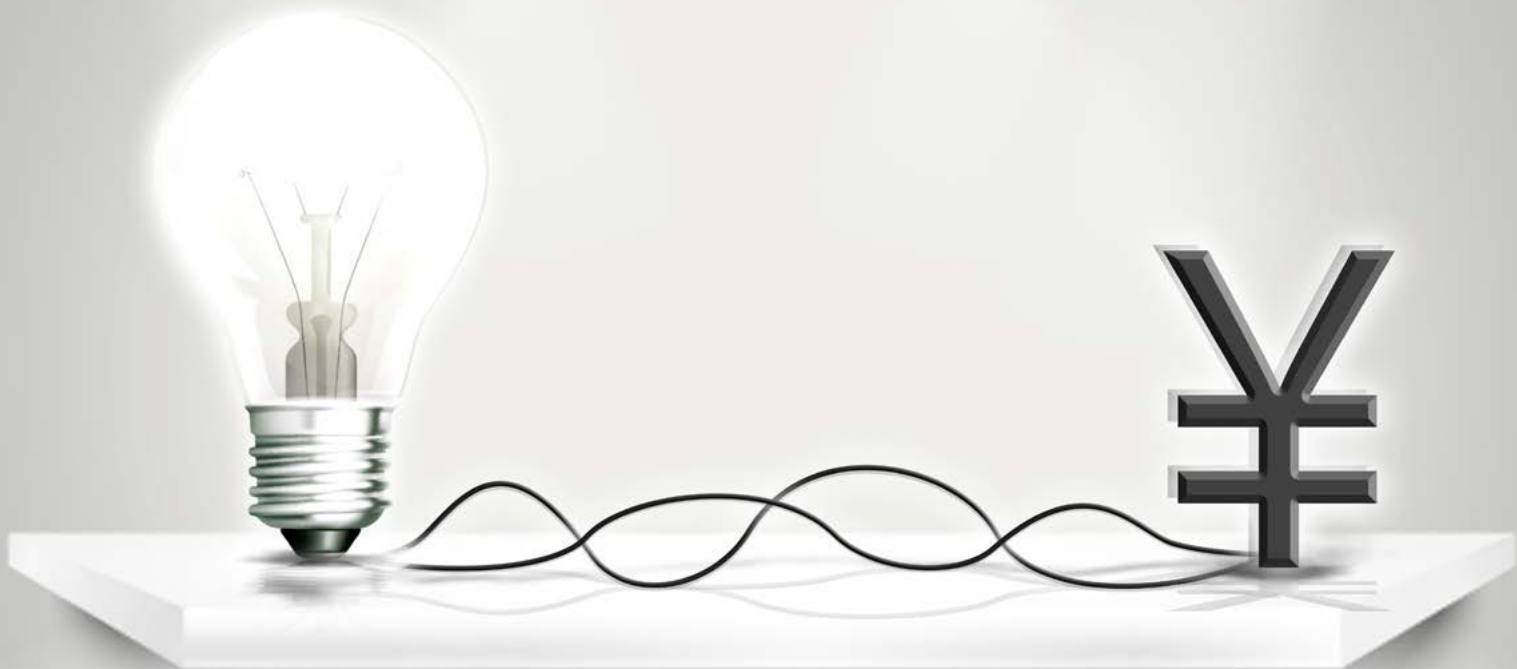
其三，数字人民币有望提高支付效率，助力普惠金融。央行发布的《中国普惠金融指标分析报告》显示，从2017年到2019年，我国使用电子支付的成年人占比从76.9%上升到85.37%；农村则从66.51%提高到76.21%（图1）。同期，网上支付业务、移动支付业务的笔数分别增长61%和170%；每万人拥有的银行网点数、拥有融资功能的非金融机构数量、POS机数量则基本持平，值得注意的是，银行卡助农取款服务的从91.4万个下降到87.35万个，而加载电商功能的银行卡助农取款服务点则从13.98万个增长到22.63万个（图2&图3）。

这意味着普惠金融的服务形式正快速向数字化转型，且仍有较大的发展空间——数字人民币作为现金的补充形式，以其法偿性、安全性、便捷性、低成本以及极高的可信度，有望加快这一进程。尤其在传统金融服务欠发达地区，数字人民币将加速金融服务渗透的深度和广度，提高普惠金融水平。

其四，给商业银行现有零售业务模式、账户体系和支付结算体系带来变革的新契机，倒逼商业银行向具有更高附加值的服务转型。由于货币流通向数字化转型，银行卡等商业银行的基础业务需要适应与数字人民币钱包联动运营的模式，这种改变可能造成电子支付市场的重新洗牌。数字人民币是纸币的替代，它通过分布式账簿技术和

松耦合机制，可以点对点逐笔实时全额结算，这降低了通货对银行账户的依赖，打破了商业银行之间的账户信息壁垒，对现有银行账户体系、支付结算体系产生一定的冲击。

其五，重构国际贸易结算体系，推进人民币国际化。稍早前，香港金管局已与央行数字货币研究所研究使用数字人民币进行跨境支付，并做了相关技术测试。未来，数字人民币有望成为国际贸易的重要支付手段，并推动新国际贸易格局的形成。同时，数字人民币也将为新的跨境银行同业支付和结算体系奠定基础，有利于人民币国际化的进一步深化。



重塑财富管理

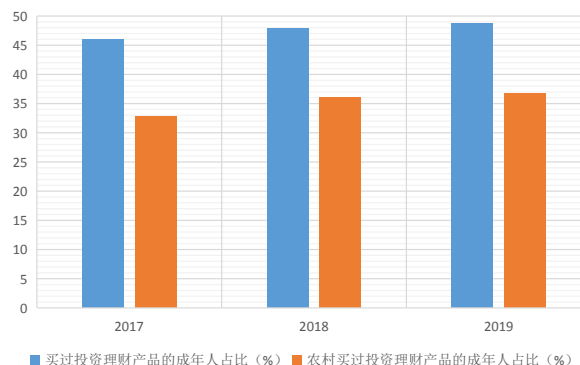
当前我国正抓紧布局“十四五”时期数字经济的发展，尤其是数字产业化和产业数字化，推动产业优化升级，加快关键核心技术的突破。从数字化开始，完成所有产业中占80%的传统产业改造。

由此，虽然短期来看，数字人民币的改变主要发生在支付领域，但长期而言数字人民币的发展将带动人工智能、区块链、物联网、5G等新兴技术融合发展，进而推动金融生态的重建，令金融资源配置效率更高，金融风险更加可控，令财富管理行业迎来更广阔的发展机会。

首先，数字货币有望改变货币运行的生态，进而改变财富管理的生态。事实上，微信理财通、天天基金等第三方财富管理平台，归根结底仍是以传统金融体系为基础，用户在平台上的交易、支付、账户余额最终都将归集到传统银行账户里。数字人民币不同，其直通央行，不再是传统金融账户体系的延伸。

值得一提的是，数字人民币借道地方数字政务平台进行推广，这意味着数字人民币甫亮相就能直接与地方具有极高粘度的实名用户和高频交易场景相对接，令其可以高效、快速、深刻地渗透到老百姓的日常生活中。微信理财通从首次接入低风险货币基金、试水金融理财，到客户数超2000万，花了21个月；客户数从2000万到2亿，花了4年多。而对站在更高维度上的数字人民币来说，未来财富管理市场上

图4：我国财富管理的普及度仍不是很高



数据来源：历年央行《中国普惠金融指标分析报告》

的变革极具想象空间。

其次，财富管理有望更具普适性。我国城乡居民收入总量持续增长，大众理财需求日益膨胀。2020年爆款基金贯穿始终，助推新发基金规模创下超3万亿元的历史新高，便是明证——作为我国门槛最低的理财工具，公募基金大大降低了财富管理的门槛。尽管如此，我国财富管理的普及度仍不是很高，中低收入群体的财富管理需求尤难得到有效回应。《中国普惠金融指标分析报告》指出，截至2019年末，买过投资理财产品的成年人占比为48.76%；在农村这个数字更低，只有36.78%（图4）。数字人民币可以为无网络、偏远条件下的支付场景提供支持，这为财富管理机构扩大服务范围、降低服务成本创造了条件。

其三，财富管理市场更趋于规范。数字人民币具有可追溯和标签化的特性，可一改原先现金难以监管的状态，每一笔资金无论大小都将纳入监管，这意味着资产走向

透明化。这有利于遏制财富管理过程中可能出现的风险行为，有利于提高金融监管的效率、有效防范金融风险。央行得以扩展监管覆盖范围，及时收集到微观经济行为，进而实现对实体经济的有效监测，构建高效、及时、智能的系统性风险监测、预警和管理体系。

总的来说，数字人民币的研发和应用，有利于更好地满足人们在数字经济环境下对货币的需求，为金融服务的丰富化、智能化、便捷化、场景化夯实基础。从国家角度说，央行数字货币也许是全球金融数字化时代决定市场主动权的关键因素之一，是未来数字经济竞争的核心；落到行业、产业，乃至具体个体的层面，如何顺应数字经济加速发展的大趋势，进行未雨绸缪的应变及规划，是值得正视的当务之急。

蝴蝶已经振动翅膀，数字人民币对未来生成的“飓风”，正渐行渐近。🦋

20 万亿：公募大时代渐行渐近

文 | 《固定收益》编辑部

2020 年是我国公募基金行业迸发高光的年份。

在成立的第 22 个年头，我国公募基金数量接近 8000 只，资产规模首次突破 20 万亿元。与此同时，公募持有 A 股流通市值占比超 7%，这意味着公募基金在资本市场上的话语权日渐提升。本文拟进一步梳理基金产品结构变化、基金公司规模变迁、爆款基金密集诞生、新规落地、老产品告别市场等变化，展望 20 万亿公募行业未来市场格局的变革。

公募迎来新一轮大爆发

2020 年，新冠疫情奇袭全球。受此影响，资本市场一度陷入史无前例的大熔断，随后又在全球央行大“放水”的情况下快速回暖。在此极端行情中，我国公募基金行业迎来新一轮大爆发。

基金业协会的统计数据显示，截至 2020 年 12 月末，我国共有基金管理公司 146 家，管理公募基金 7913 只，净值规模 19.89 万亿元（图 1）；基金数量和净值规模分别较 2019 年末增长 20.92%、34.70%，且双双创出历史新高。

过去 22 年以来，公募基金行业规模扩张的速度不断加快：从第 1 只产品亮相市场，到第 1000 只成立，我国公募基金行业耗费了 11 年有余；又过 3 年，基金产品数量超过 2000 只。此后，也就是从 2015 年



开始，公募基金的发展进入快车道，每新增 1000 只产品所需的时间依次是 15 个月、10 个月、13 个月、16 个月、10 个月……这意味着，作为普惠理财的重要投资品种，公募

基金持续展现的长期赚钱效应，已经日益得到市场的认可。

债基份额规模占比企稳历史相对高位

从产品结构上看，近年随着 A 股市场的上行，货币式基金份额规模的占比明显缩小，从 2018 年峰值的 63% 以上降至 2020 年末的 47% 左右，接近 2014 年货币式基金大爆发初期的水平——所腾出来的空间主要被债券型基金和混合型基金分食（图 2）。

尤其债券型基金，2018 年以来份额规模所占比例增长 10 个百分点以上，且自 2019 年 3 季度以来便没有下过 27%，即使在 2020 年“股债跷跷板”效应显著的情况下，债券型基金份额规模所占比例仍企稳 27.13% 的历史相对高位。要知道，

5年前债券型基金份额规模所占比例仍只有个位数。

此外，混合型基金份额规模所占比例从2020年2季度末的13.56%跳升至年末的18.39%，同期股票型基金份额规模所占比例则从6.65%增长至7%。

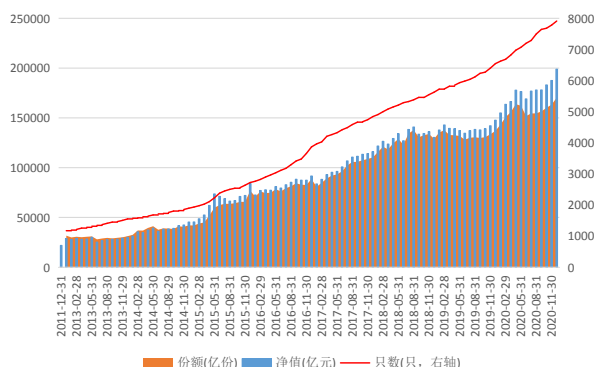
爆款之下持基战胜持币

与资本市场快速回暖相对应的是，2020年新基金发行也创造了新的历史纪录：当年共发行1482只新基金，合计发行份额3.16万亿份。其中，混合型基金发行规模最大，发行近1.7万亿份，占据半壁江山；债券型基金次之，发行1.1万亿份，占比35%；股票型基金发行3718亿份，占比12%（图3）。

过去22年以来，我国公募基金行业仅有3个年份发行新基金数量过千只，除了2020年之外，另外还有2019年和2016年，后两者分别发行了1073只和1173只。而发行份额总规模超过3万亿份的，则史无前例——排名第二的2015年，全年基金发行份额规模为1.65万亿份，只有2020年发行规模的一半（图4）。

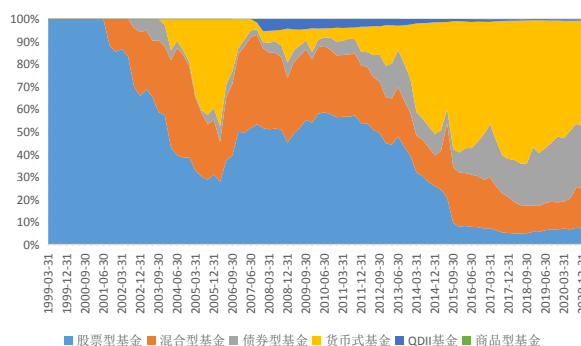
因此，2020年诞生了空前数量的“爆款基金”，便也不难理解了。大智慧的数据显示，2020年截至12月31日，已设立的新基金中有40只募集规模超过百亿份，占历年总数的1/4强。1998年以来，我国共有5个年份发行“爆款基金”超过两位数，除了2020年之外，还有2019年25只，2018年14只，2015年15只以及2007年的19只。

图1：历年公募基金发展规模



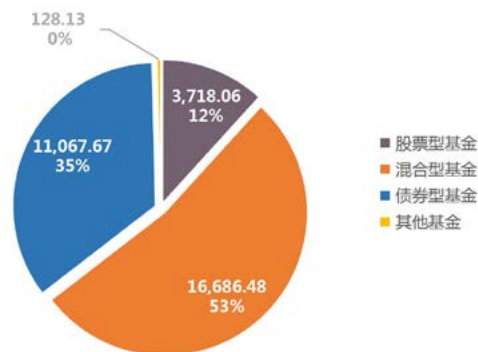
数据来源：基金业协会

图2：历年各类基金份额规模百分比堆积面积图



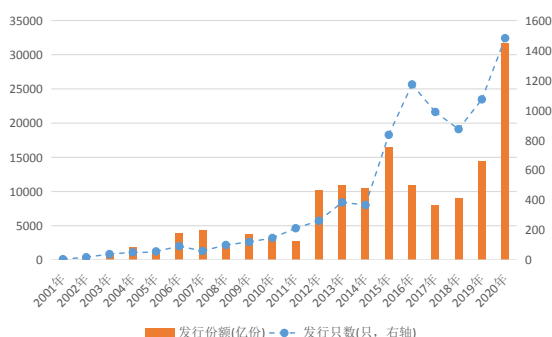
数据来源：大智慧

图3：2020年基金发行结构（亿份，%）



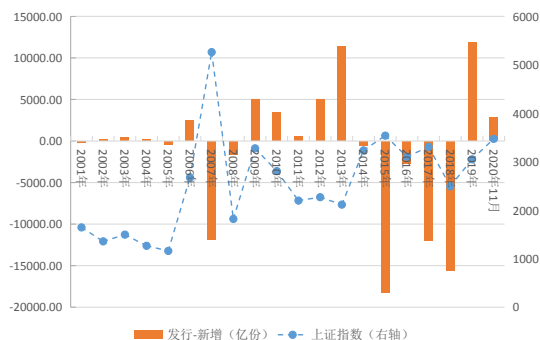
数据来源：大智慧

图4：历年基金发行数量和发行份额



数据来源：大智慧

图5：历年基金发行总份额-年度新增份额（亿份）



数据来源：大智慧

值得注意的是，2020年公募基金新增规模与当年的发行总规模非常接近，后者只比前者略多10%左右，而上一年的发行规模是新增规模的五倍还多。这说明，2020年在A股回暖、基金业绩爆发的情况下，存量基金没有出现以往那种单向大规模赎回、一味追求落袋为安的情况——持币还是持基，这个问题的答案显而易见。通常而言，若发行总份额显著高于年度新增份额，则意味着存在赎回买新的状况，市场上缺少新增资金的流入，比如2009年、2010年、2013年和2019年；反之则说明基金市场迎来显著的新增资金，比如2015年、2017年和2018年（图5）。

基金创新产品迭起

2020年也是基金创新品种迭出的一年。从年初的公募REITs，

到新三板精选层基金、科创板指数基金，乃至年末亮相的公募MOM（管理人中管理人），公募基金行业持续推进产品创新，在市场化改革的道路上迈出一步又一步坚实的步伐。

4月30日，证监会、发改委联合发布《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》；同时证监会发布《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》征求意见稿——公募REITs正式开闸。

2020年新三板精选层横空出世，转板机制落地，新三板正式与A股市场衔接。5月29日，首批投资新三板精选层的公募基金获批。至年末，在存量公募基金可将新三板精选层纳入投资范围细则出台半年后，陆续有老基金宣布增加新三板精选层为投资范围。这意味着新三板投资门槛已大大降低。

9月22日，4只科创50ETF同步发售，吸引千亿资金认购；11月第二批科创50ETF纳入审批进程，蓄势待发。科创板是中国科技浪潮的新起点，也是资本市场改革的试验田。科创50ETF的诞生，标志着科创板指数投资时代徐徐而来。

2020年最后一天，国内首批公募MOM产品正式获批。此时距离MOM产品指引的发布已过去一年。作为公募基金实践大类资产配置理念的重要工具，MOM具有多元管理、多元资产的特点，有利于证券期货经营机构更好地承接各类长期资金资产配置的需求。

此外，在监管大力发展权益类投资的方向性指引，以及净值化管理、表外融资收紧的背景下，2020年权益类机构定制基金开始悄然升温。与常规公募产品相比，权益类机构定制产品锁定期更长、产品费率也较低。

新规密集落地

从政策、新规角度来说，2020年监管侧重引导金融支持实体经济，鼓励发展权益类基金，同时强调提升公募基金的风险防控能力，保护投资者权益。

2020年是指数基金大年。这年7月，指数基金迎来重磅文件——《公开募集证券投资基金运作指引第3号——指数基金指引（征求意见稿）》。该文件强化基金管理人专业胜任能力要求、加强标的指数质量管理，深化规范指数基金的投资运作，发挥其资产配置工具属性，推动更多中长期资金入市。数据显示，截至2020年末，市场上指数基金净值规模破万亿，约9成指数基金录得正收益，近7成跑赢上证综指。

8月1日，《公开募集证券投资基金侧袋机制指引（试行）》正式施行。侧袋机制是指，在符合法定条件下，将难以合理估值的风险资产从基金组合资产中分离出来进行处置清算，确保剩余基金资产正常运作。侧袋机制的落地，意味着公募基金获得新的流动性风险管理工具。

2个月后，大幅修订后《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》及配套规则开始施行。这份被称为“最严”基金销售新规的管理办法，针对行业愈演愈烈的客户维护费不断攀升、侵蚀行业持续发展基础等问题，对尾随佣金的比例上限做了约束——以往靠尾随佣金比拼销量的时代已然落幕，推动基金公司回归初心，在产品、业绩、服务等方面展开差异化竞争。

首张外商独资公募牌照落地

2020年4月，公募基金行业正式放开外资股比限制。4个月后，全球最大资管公司贝莱德拿下我国首张外商独资公募牌照。9月《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》出台，允许QFII、RQFII投资境内私募投资基金。12月中旬，全国首单境外投资者通过QFII、RQFII认购外商独资私募证券投资基金管理人（WFOE PFM）基金产品在上海落地。这为外资资管机构募资开辟了新路径，也是我国金融领域对外开放的成功实践。在此背景下，路博迈、富达、范达集团、联博香港等外资机构正加快布局中国市场的脚步。

风险与隐忧

当行业沉浸在业绩规模双丰收的喜悦中时，也应清醒地看到其中暴露的问题和隐忧。

随着2020年的落幕，一度风头无两的分级基金正式退出历史舞台。从2007年诞生，到2020年告

别资本市场，分级基金走过兴衰13年。作为自带杠杆属性的投资工具，分级基金的高风险特征，注定与金融防风险、守底线的监管要求，以及公募基金普惠理财的本意相悖。

600亿蚂蚁战略配售基金的闹剧，是另一个关于风险的故事。蚂蚁集团创新地独家代销5只参与战略配售蚂蚁新股的创新未来基金从而引发业内争议；而后央行、银保监会、证监会、外汇管理局集体约谈马云；最终蚂蚁暂缓上市，战略配售基金转型并为投资者设置退出选择期。其中既有涉及更高层面系统性风险的考虑，也有营销推广手段表现激进、有打监管合规擦边球的嫌疑……归根结底，任何一个环节中隐含的风险，都可能以投资者权益受损的形式出现。

分级基金、蚂蚁战略配售基金用自己的亲历，重新大写加粗了一段耳熟能详却很容易被忽略的警示：所有金融创新产品都应正视风险与收益之间的关系，而身为风险定价的行业，金融业无论何时都必须将风险置于首位。



所有金融创新产品都应正视风险与收益之间的关系，而身为风险定价的行业，金融业无论何时都必须将风险置于首位。



低利率及净值化转型 “固收+”成新价值洼地

文 | 《固定收益》编辑部

当市场上的目光仍停留在权益类基金上时，采取“固收+”策略的基金产品已然成为资金加速流入的新价值洼地。2020年，全球盛行低利率、负利率，以及我国资管产品净值化转型倒计时的背景中，以绝对收益理念切入市场，契合稳健理财需求的“固收+”产品迎来空前的大爆发。

发行规模占历年发行总量 超三成

2020年，受基本面、资金面、政策面的影响，流动性非常宽松，无风险利率持续下移，叠加5月-11月债券市场大幅回调等因素，实际在客观上助推了“固收+”产品的快速发展。

以“固收+”策略的代表产品偏债混合型基金和二级债基为例，大智慧的统计显示，截至2020年末，存量偏债混合型基金和二级债基共853只，历年累计发行份额1.06万亿份，其中2020年二者合计发行216只，发行总规模3564.45亿份，占历年发行总规模的比例超过33%。偏债混合型基金的表现尤为突出，2020年共发行2975.37亿份，占全年全品类基金发行总量的9.42%（图1）。



“固收+”的概念出现于2016年前后，当时资管新规的讨论和推进如火如荼，传统银行理财的净值化转型是大势所趋，亟需新型投资工具来对接。由此，主打绝对收益

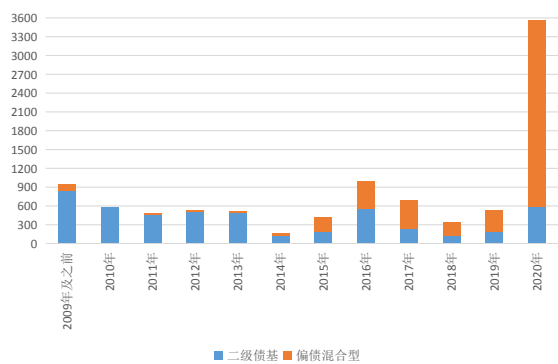
理念，在大类资产中以固定收益投资为基础，根据市场变化“加上”权益、可转债、衍生品、定增等多资产、多策略，为固定收益投资做正向加强，追求长期持续稳健回报的“固收+”应运而生。也是在2016年，鑫元基金果断启用这一概念，并将其作为公司的重要发展战略，致力于在波谲云诡的市场中为投资者增厚收益。

2021年“固收+”机会何在？

如果说2020年“固收+”大受青睐的原因主要是流动性宽松、债市回调、资管产品净值化转型的需求，那么展望2021年，“固收+”还能继续火么？

其一，2021年是资管新规过渡期的最后一年。根据中国银行业

图1：历年“固收+”产品发行情况



数据来源：大智慧

图2：历年中债财富总指数



数据来源：大智慧

协会和普益标准调研的数据，截至2020年6月末，银行理财产品余额约为22.1万亿元，其中53%为净值型理财产品。简单说，虽然央行将资管新规过渡期延长一年至2021年底，为商业银行净值化转型争取到更从容的时间，但对银行来说，目前尚有8.9万亿元理财产品横亘于前，转型压力仍然较大。这为新的一年资管行业继续布局“固收+”提供了有力的支撑。

其二，随着经济逐步复苏，2021年货币政策宽松力度将缩减、流动性回归中性，不过在我国经济“增速换挡”、地产城投等高收益融资主体受到抑制的情况下，低利率环境成为新常态，对于厌恶风险、追求稳健收益的投资者来说，“固收+”依然是可选的重要配置方向。

其三，监管层力克“逃废债”行为，平息债市违约风波，这令债市显著升温。数据显示，2020

年11月21日，即国务院金稳委召开第四十三次会议，定调近期违约个案、维稳债市之后，中债财富总指数显著上行，至年末上涨1.5%。同时，回溯过往数据可见，债市长期表现稳定——过去18年以来，中债财富总指数累计涨幅达到97.94%，年化收益率3.87%，且期间只有5个年头收跌（图2）。这意味着“固收+”基础资产的投资回报有望得到抬升。

其四，历史经验证明，金融市场长期存在“股债跷跷板”效应——自2002年以来，只有2004年和2013年两个完整年度出现“股债双杀”。这说明配置“固收+”，很大程度可以对冲单一资产带来的下行风险。此外，市场普遍降低对2021年权益投资的预期回报，而“固收+”具有多资产、多策略的优势，可以增加产品净值的稳定性，提升持有人的持有体验。

其五，“固收+”产品的风险

收益目标比较符合中国家庭基础资产配置需求。鑫元基金基金经理王美芹认为，偏债混合型基金的收益率高于债券型基金，波动率低于股票型基金，它本身包含大类资产配置思路，可以有效应对经济波动，债券资产降低波动，而权益资产则增加收益，符合中国老百姓进行基础资产配置的需求。

总的来说，理财净值化转型、打破理财刚兑，乃至理财互联网化等变化并不会彻底扭转投资者对固收类资产的需求。“固收+”将成为帮助投资者初步实现资产配置的重要手段。总的来说，未来较长的一段时间内，低利率环境仍将延续，以固定收益投资为基础、用权益投资等手段增厚收益，在股债动态平衡中寻求收益与风险最佳平衡点的“固收+”产品仍有望继续得到追捧。🌹

信用债违约会否成为新常态？

文 | 《固定收益》编辑部

2020年10月永煤AAA级国企债违约，以及后续的华晨、紫光违约等事件超出市场预期，对信用债市场造成正面冲击，引发市场对新一轮债券违约潮的担忧。金稳委首次聚焦债券违约，要求加大对逃废债的惩罚。那么本轮信用违约主体向国企集中的主要原因是什么？将对市场产生什么影响？在此背景下，应如何把握对债券基金的投资？

信用债违约主体向国企聚焦

2020年以来，先是受到无风险利率快速走高，信用债被动走低；而10月之后在华晨、永煤等国企违约的刺激下，信用风险高企，中债信用债总净价指数再度下行，至年末已较年内高点下跌近3.3%（图1）。这一轮以国企和高评级债券为标志的信用违约潮，给我国信用违约市场带来了一些新的变化。

其一，信用违约主体从民企转向国企。

2020年年初以来，天津房地产集团、沈阳盛京能源、华晨汽车、永城煤电、紫光集团等国企违约接踵而至。截至12月末，在158只违约债券中，有66只的发行主体是国企，占当年违约债券总数的42%，占历年国企违约债券总数的



47%（图2&图3）。

同期，在1310.26亿元违约规模中，国企涉及金额规模达805.86亿元，而此前五年总和不过是649.1亿元；占当年违约债券总金额的

61%，这也是自2015年出现首例国企债券违约以来，国企违约债券金额首次占当年违约总金额过半（图4&图5）。

其二，“逃废债”痼疾抬头。

2020年6月5日，华晨集团将上市公司申华控股股权转让给子公司华晟汽车零部件；10月23日，华晨正式违约。11月2日，永煤集团公告将所持5亿股中原银行股权无偿划转给河南机械集团，6.5亿股则划转给河南投资集团等；11月10日，永煤违约。上述资产转移的行为让市场认为其存在恶意“逃废债”嫌疑，严重损害投资者利益和信用环境，加大市场恐慌情绪的传导，进而加速信用违约风险的向外扩散。

其三，相对应的是，高评级债券违约数量与规模双双上行。

从发行时的债项评级和主体评级来看，如果说前些年高评级债项和主体只是零星出现在违约名单中，那么2020年高评级债项违约金额迅猛增长，甚至超过低评级债项。

据大智慧的不完全统计显示，2020年，债项评级和主体评级“双AAA”债券的违约规模达415亿元，涉及北大方正、华晨汽车、紫光集团、中融新大、上海华信国际等企业——前三者均为国企；若将债项评级放宽至AA+，则违约规模约921亿元，占当年违约总额的66%。

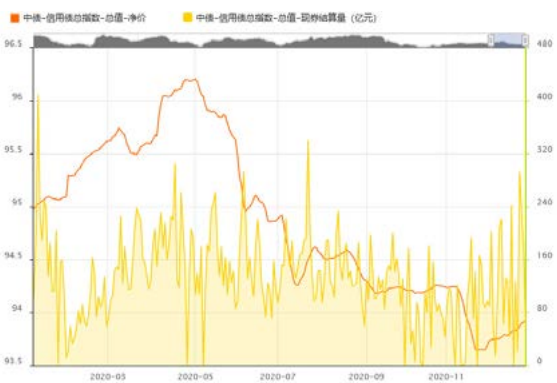
其四，整体违约规模小幅增长，但新增首次违约主体减少。大智慧的统计显示，2020年，我国违约债券数量为158只，违约总额1402.52亿元，而上年同期这组数据分别为200只、1178亿元。其中2020年首次违约主体为31家，较2019年的48家显著减少，这说明违约风险仍较多聚焦于有违约史的主体中（图6&图7）。

为何本轮违约国企多发？

从以往的经验来看，信用违约与经济基本面的表现具有较高的相关性，即经济越弱，企业违约风险越高。如2015-2016年经济增速下滑，过剩产能企业经营情况恶化，出现较大规模违约；而2018-2019年经济下行压力增大叠加结构性去杠杆，民企融资难日趋加剧，导致新一轮违约潮高涨。

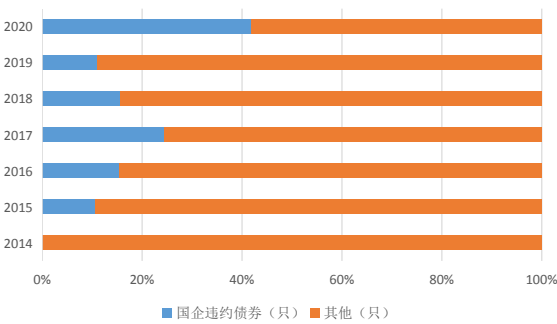
2020年的情况略有不同，除了年初疫情导致国内大面积停工停课阶段集中出现一波违约案例外，

图1：中债信用债总净价指数走势



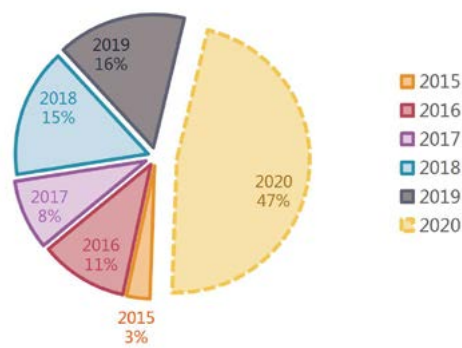
数据来源：中国债券信息网

图2：历年国企债券违约数量百分比堆积图



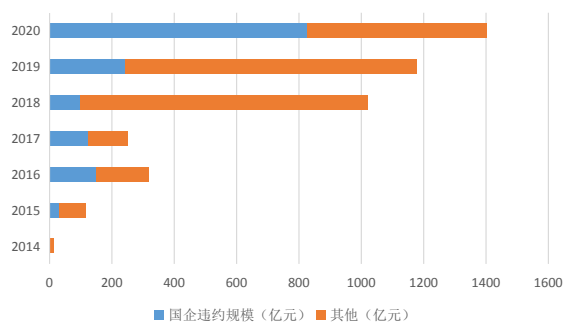
数据来源：大智慧

图3：国企债券违约数量按年度分布



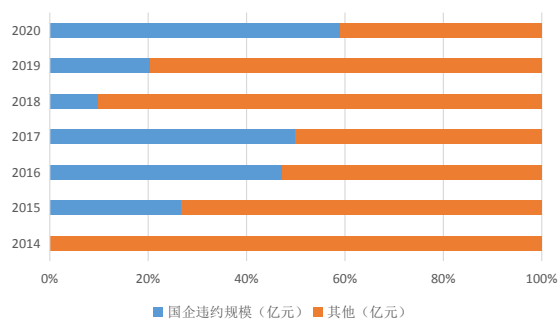
数据来源：大智慧

图4：国企债券违约规模迅速增长



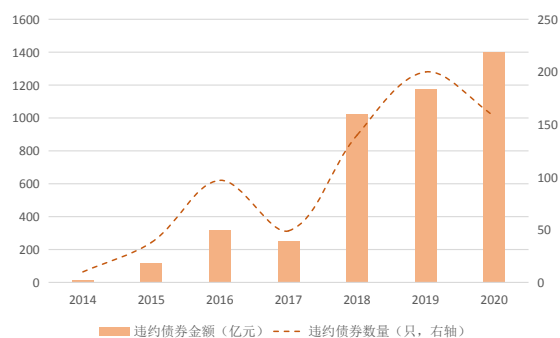
数据来源：大智慧

图5：历年国企债券违约规模百分比堆积图



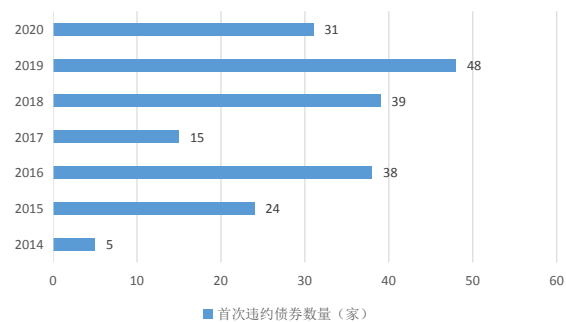
数据来源：大智慧

图6：历年债券违约数量及金额



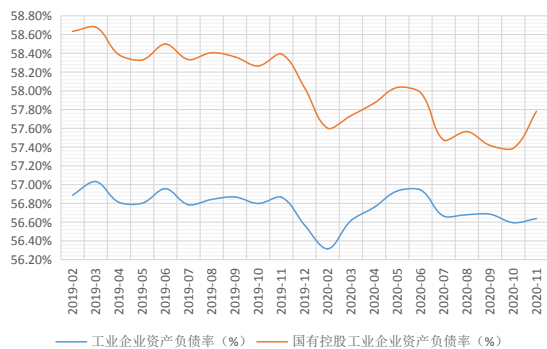
数据来源：大智慧

图7：首次违约主体数量



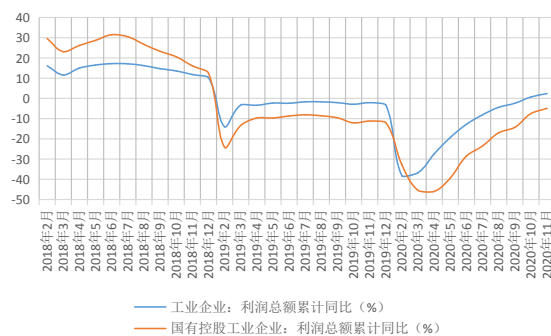
数据来源：大智慧

图8：国有企业资产负债率明显下行



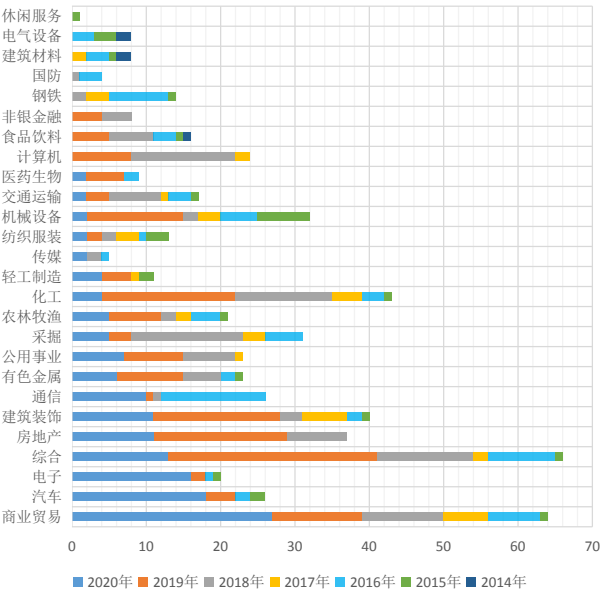
数据来源：东方财富 Choice 数据

图9：国有企业利率总额累计同比



数据来源：东方财富 Choice 数据

图10：分行业看信用违约



数据来源：大智慧

后期随着疫情得到控制、复工复产不断推进，违约情况本已有所缓和，然而却在经济逐渐回暖、宏观数据日渐向好的四季度，多宗超市场预期违约事件集中爆发。

究其原因，一方面是宏观流动性趋紧，再现资金荒，对实体经济造成冲击，令企业融资成本抬升、现金流中断。上半年，为应对疫情带来的冲击，央行采取适度宽松的货币政策，为金融市场和实体经济注入大量流动性，及时改善企业现金流短缺的问题，使其得以渡过难关。到了下半年，货币政策开始边际收紧，信贷投放逐渐回归正常，原先靠非常规流动性“续命”的企业，若仍未及时恢复造血功

能，迟早被拖入信用风险暴露的泥沼。

尤其值得注意的是，政策鼓励金融资源向实体、民企、中小企业倾斜。与此同时，近年国企的经营效益、业绩增速等均有趋弱的表现。国有企业资产负债率下滑幅度明显大于其他企业。Choice数据显示，2020年2月，即国内疫情最严峻的时候，工业企业资产负债率和国有控股工业企业资产负债率分别下挫至56.32%和57.60%，到11月前者已回升至56.64%，高于下挫前的水平，后者却在经历了4个月的短暂回升后，于下半年继续下行，11月仅回弹到57.78%（图8）。

这一点在利润总额累计同比

增速上也有所表现。疫情以来，工业企业利润大幅下滑，累计同比增速最深下跌38.3%，不过至10月该数值已回正，11月增速为2.4%；而国有控股工业企业利润总额累计同比增速最深下跌46%，且直到11月仍下跌4.9%（图9）。

这使国企在面对信贷政策收紧、流动性出现边际变化时，更难摆脱现金流短缺的困境，从而导致违约风险大幅攀升。

另一方面，从违约债券的行业分布上看，商业贸易、汽车、电子、综合、房地产、建筑装饰、通信、有色金属、公用事业等以上游产业、基础设施为主的行业成为2020年的信用违约大户；而非银金融、食品饮料、建筑材料等市场化程度较高的行业则保持了相对较好的信用记录（图10）。

不同行业在国民经济中的地位和作用不同，同时它们也具有不同的盈利能力、处于不同的景气周期、拥有不同的现金流特征、对应不同的产业政策，这是信用违约出现行业分化的重要原因。我国上游、基础设施行业一贯保持较高的集中度，国资覆盖较深。如我国最大的校办企业北大方正（属于商贸行业）、东北车企华晨汽车、河南国有大型煤炭企业永城煤电等均系国有企业。

如何把握债基投资

华晨、永煤等国企违约事件的发酵，令债市一度陷入水深火热。先是一级市场信用债发行大规模取消，二级市场地方国企信用利差抬升；随后违约影响波及流动

性，货币市场流动性压力增加。同时，受信用债风险事件影响，债券基金净值明显下跌，一时间债基大额赎回潮迭起。在此背景下，应如何把握债券基金的投资？

自2020年10月23日华晨正式违约至年末的两个多月中，近90只债基净值跌幅超过2%（A/C端分开计算），个别产品净值跌幅超过10%；其中二级债基和长期纯债基金合计占比约80%。根据三季报，跌幅靠前的债基持仓中有的涉及违约债券，有的虽未直接持有违约债券，但涉及关联债券或同类债券。不难理解，短期内信用债持仓占比较大的产品，比较容易受到信用违约风险的波及，即使未踩雷，也有可能遭遇错杀行情从而导致产品净值发生较大的波动。

不过，若将视线放长远一些，也许并没有那么悲观。首先，本轮信用违约的主要诱因是个别信用主体自身出问题，进而引发市场情绪发酵，而非金融市场流动性出问题。其次，宏观经济基本面持续向好。其三，从利率政策上说，2021年利率可能冲高回落，但这主要是基数效应的缘故，利率整体应该与经济增速相适应。2020年6-7月我国已经逐渐完成利率正常化的过程，中长期来说经济没有过热的压力，因此没有抬升利率的需要。

其四，2021年信用政策将从较宽松的状态回归中性。换言之，2021年信用、货币双中性组合的可能性更大，叠加金融监管趋严等因素，将利好债市发展。

事实上，监管层已通过“雷霆行动”明确态度，即，对各类违法违规行为的“零容忍”，这为未来债市的稳定奠定了坚实的基础。2020年11月18日，交易商协会发布《关于进一步加强债务融资工具发行业务规范有关事项的通知》，明确发行人不得直接或间接认购自己发行的债务融资工具。20日，证监会对华晨汽车及相关中介机构采取有关措施。21日，国务院金融委召开第四十三次会议，研究规范债券市场发展、维护债券市场稳定工作，并定调近期违约个案是“周期性、体制性、行为性因素相互叠加的结果”。

尤其对于性质更为恶劣的“逃废债”行为，监管层连下重手。上述金融委会议明确指出，依法严肃查处欺诈发行、虚假信息披露、恶意转移资产、挪用发行资金等各类违法违规行为，严厉处罚各种“逃废债”行为，保护投资人合法权益。央行副行长陈雨露在2020年年末的吹风会上强调，我国将高度警惕违约企业发生虚假信息披露、欺诈发行，甚至恶意“逃废

债”，即有履行能力而不尽力履行债务等违法违规行为。中国国务院国有资产监督管理委员会召开中央企业负责人会议，强调“确保不发生债券违约，严禁逃废债”，加大对参股投资和参股企业管理，坚决守住不发生重大风险底线。

这意味着这一轮债市违约基本平息，未来债市整体趋于稳定，“逃废债”、高违约等失序状态不会再继续发酵，未来债市将趋于稳定。展望2021年，全球疫情仍在持续发酵，多个国家发现新冠变异病毒，同时国内部分地区疫情也有所反复，疫情防控进入新常态状态，避险情绪的升温对债券市场形成一定支撑。

同时，未来财政政策有所收缩，而地方政府需要通过发新债的手段来维持投资，这令债券交易、发行量回升。随着债券市场化的持续深化，打破刚兑信仰、压降杠杆率等举措将使得我国信用债市场出现结构性分化，债券品种日趋多元化，推动评级机构加速发展，优化资本市场结构。此外，中美利差维持高位、中国债券市场对外开放的持续深化等因素，将助推国际资本持续流入国内债市，这将有助于压低利率中枢，平抑利率波动。

简单地说，作为投资组合的压舱石品种，债券基金在任何时点都适合配置，有助于优化投资收益曲线。从基本面来说，经过这一轮明显调整，当前债券市场的配置价值日益凸显。短期内偏利率的债基风险较低，偏信用的债基则应仔细甄别，投资者可以结合自身的风险偏好，逐步调整、优化自身的资产配置结构。



短期内偏利率的债基风险较低，偏信用的债基则应仔细甄别，投资者可以结合自身的风险偏好，逐步调整、优化自身的资产配置结构。



人民币走强的影响因素及变数

文 | 《固定收益》编辑部

2021 年开年，在岸、离岸人民币对美元汇率双双重返 6.4 时代。随着我国经济在后疫情时期的持续反弹，叠加十四五规划出炉、货币政策趋于中性等因素，这一轮自 2020 年 5 月末以来的人民币升值之旅，已经登上两年半以来的高点，并延续至 2021 年。那么本轮人民币走强的核心原因是什么？面临哪些变数？

人民币汇率持续走强

2020年5月27日，人民币对美元汇率贬值至约7.17，之后人民币便开始由弱转强，展开一轮趋势明确的涨势，且延续至年末。期间，人民币中间价升值超过5800个基点，最高曾突破6.54；同期离岸人民币对美元汇率上涨接近5900个基点，在岸人民币对美元则上涨接近6300个基点。

人民币汇率升值固然有降低进口成本、稳定跨境资本流动、提振资本市场等作用，但升值速度过快也会加剧进出口贸易企业的汇率波动压力，对出口部门造成伤害，甚至在一定程度上影响经济复苏进程。

为此，央行曾于10月上旬将远期售汇业务的外汇风险准备金从20%调降至0。外汇交易中心也



同步主动采取将人民币对美元中间价报价模型中的“逆周期因子”淡出使用的举措。监管层的用意很明确，即为市场降温，并推动外汇市场自律机制中的市场主体发挥作

用，以稳定市场预期。

不过人民币升值并未止步。至年末，人民币在六个多月里累计升值约8.4%，其中三季度单季涨幅达3.9%，创下12年以来单季涨幅的新高（图1&图2）。如果说5月底到7月底期间，人民币主要对美元升值，而对欧元、澳元、英镑、韩元、日元等其他货币仍在贬值，那么7月底之后，人民币开始对更多主要货币呈现升值趋势。

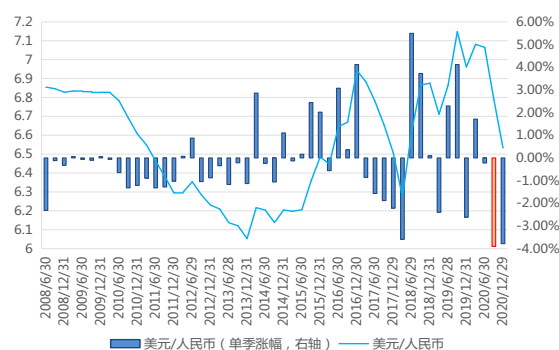
统计数据显示，从5月底到7月底，人民币对欧元、对英镑分别贬值6.6%、5.6%，而自7月底至年末，其走势纷纷掉头向上，分别升值约6.8%、5.8%，已基本收复此前贬值的幅度；人民币对日元的升值更快一些，5月底到7月底期间贬值2.5%，而7月底至年末则从149涨到约159，升值约6.9%（图3）。

图1: 人民币中间价



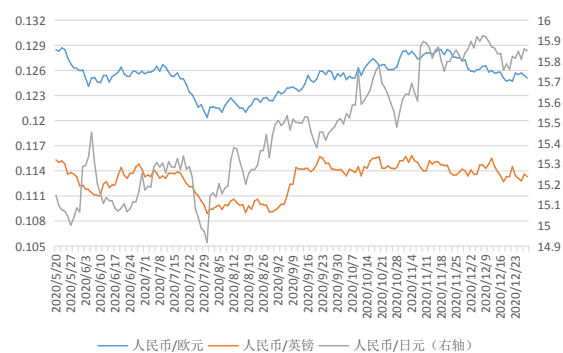
数据来源: 大智慧

图2: 三季度人民币单季涨幅创下10年新高



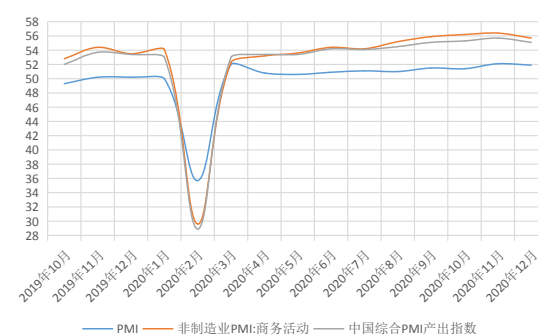
数据来源: 大智慧

图3: 7月底以来, 人民币对更多主要货币呈现升值趋势



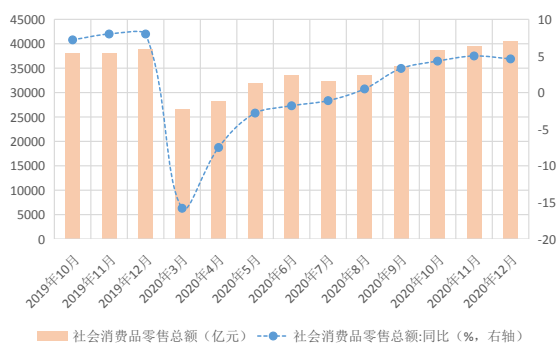
数据来源: 大智慧

图4: 自3月以来三大采购经理指数持续企稳在临界点之上(%)



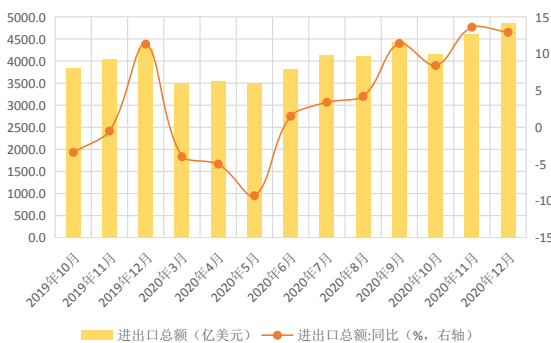
数据来源: 大智慧

图5: 居民消费需求充分释放, 内需复苏显著



数据来源: 大智慧

图6: 我国对外贸易回稳向好



数据来源: 大智慧

人民币为何持续升值

本轮人民币持续升值的底层逻辑，是中国经济基本面提供的强力支撑以及较高的投资回报。

首先，中国疫情防控优于海外，经济复苏进程加快，为人民币汇率升值提供了扎实的基本面支撑。

汇率用以衡量经济体之间的相对表现。今年新冠疫情在全球肆虐，我国率先实现对疫情的较好控制并复工复产，在经济、贸易等方面的表现大幅领先于其他经济体，尤其下半年经济复苏进程明显加快，为人民币汇率升值奠定了坚实的基础。

统计数据显示，2020年12月，我国采购经理指数稳步回升，其中制造业PMI、非制造业商务活动PMI、中国综合PMI产出指数分别为51.9%、55.7%和55.1%——自3月以来，这三大指数连续10个月企稳在临界点以上，彰显我国经济复苏动能持续增强（图4）。

同时，2020年全年社零总额391981亿元，其中12月社零总额达40566亿元，同比增长4.6%，是疫情以来连续第5个月实现同比增长（图5）。这表明随着纾困政策、有效投资、稳定市场供应、惠民利民等政策陆续落地，居民消费需求加速释放，内需复苏显著，显示出我国消费市场旺盛的活力。

另外，在系列“稳外贸”政策的加持下，我国对外贸易回稳向好。12月，进出口总额为4856.8亿美元，同比增幅12.9%，连续第7个月保持同比增速为正值（图6）。更重要的是，我国贸易出口持续顺

差，虽然3月进出口差额曾萎缩到199亿美元的低谷，但翌月起该数据就迅速反弹回450亿美元以上，年末甚至达到781.7亿美元的高位，有力地支持人民币走强。

其次，在全球低利率、负利率时代，中国利率水平高于其他经济体，高企的中外利差极大抬升了人民币资产的投资回报，成为支撑人民币升值的重要因素。

2020年以来，全球主要经济体纷纷降息以对抗经济的下行风险。美联储3月中旬连续紧急降息并取消资产购买上限推出“零利率+无限QE”的政策组合，以缓解美元荒行情。当月25日，美国1月期和3月期国债收益率跌入负值（图7）。随后英国于5月以-0.003%的利率，出售了37.5亿英镑的三年期国债。而欧洲、日本则更早就已进入负利率水平，如欧元区3月期债券利率早在4月下旬就跌进负值，6月期债券利率也于7月步入后尘。

中国央行则通过调降逆回购利率、MLF利率、LPR利率、再贷款利率、再贴现利率、金融稳定再贷款利率等手段，降息数十个基点，并结合降准操作，投放巨额流动性以满足市场需求合理充裕。由于我国一贯坚持稳健的货币政策，坚持底线思维，因此虽然货币市场利率中枢整体下移，但相较零利率、负利率仍有较大的距离。

在此背景下，中外利差居高不下，其中尤以中美利差为甚（图8）。过去十年以来，中美利差维持较高水平的震荡局势，峰值基本围绕150个基点上下波动，鲜有触及200及以上基点的情况。2020年年初，中美10年期国债之间的利差

约130个基点；到3月中旬，中美利差快速走阔，显著突破前期震荡峰值；9月之后，中美利差更是频频挑战250个以上基点的历史记录。而欧洲、日本等负利率较为普遍的地区，中外利差也较年初走阔。如受中日10年期国债之间的利差从年内最低约250个基点，走阔到年末的接近330个基点；中德利差从300基点附近一路飙至约390个基点——主要源自德国主流国债收益率普遍跌入负值，且仍在持续下行。

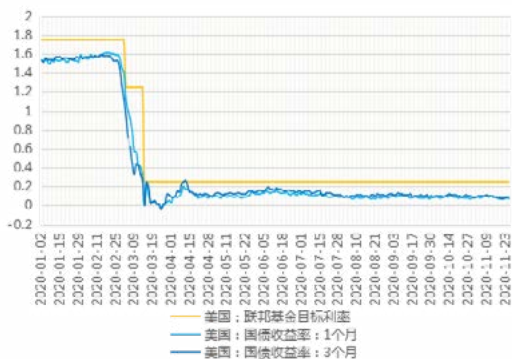
从全球格局来看，以美元流动性泛滥为特征的零负利率时代，未来仍将持续一段较长的时间。由此，寻求配置非美资产、寻求更高收益的资产就成为国际资本自然而然的选择。目前三大国际指数公司已将中国债券纳入其主要指数，推动国际资本加大对中国资本市场的配置，由此对人民币汇率形成支撑。

其三，美元再度走弱，成为人民币走强的重要因素。

美联储的无限QE政策在缓解美元流动性窘迫所带来压力的同时，令美联储资产负债表规模迅速膨胀——从2020年3月中旬的4.72万亿美元一路狂飙到年末的7.45万亿美元（图9）。

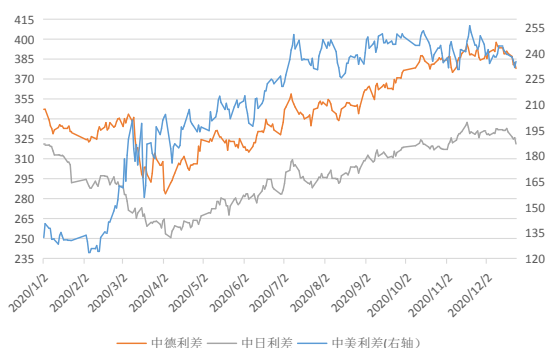
美元流动性泛滥的影响很快便体现在美元指数的走势上：2020年3至5月，美元指数在100上下小幅波动；5月中旬开始，美元指数从100以上的位置掉头而下，至年底已近90。美元指数的走势与美元对人民币汇率走势呈正相关，意味着美元指数下行通常伴随着人民币的走强（图10）。

图7: 美联储的近零利率仍将持续一段较长的时间



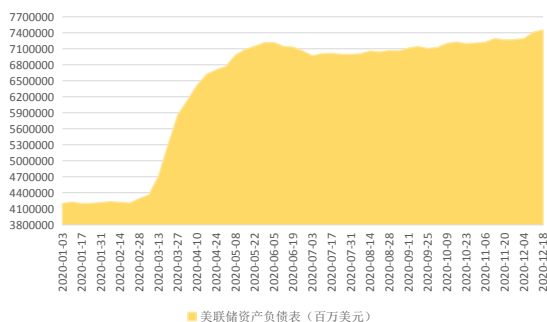
数据来源: 东方财富 Choice 数据

图8: 中外利差走阔



数据来源: 大智慧

图9: 美联储资产负债表规模



数据来源: 东方财富 Choice 数据

图10: 人民币汇率VS 美元指数



数据来源: 大智慧

有望继续保持强势

不过在人民币汇率走强的趋势中,也存在一些变数,可能对走势造成一定的扰动。但总体展望2021年,人民币走强的趋势仍有望得到延续。

一方面,2020年年末新一轮疫情反弹,全球多地发现变异新冠

病毒,欧元区、美国、日本等多个国家新增本土病例有抬头的苗头,这将导致全球避险情绪再度升温,进而对人民币汇率产生影响。另一方面,拜登赢得美国大选,但在换届完成前,美国政府已多方出手,收紧对华政策,况且拜登上台后,也不见得会采取宽松的对华政策,中美关系再度紧张将为人民币汇率

带来压力。

尽管如此,前述人民币升值的底层逻辑应该不会有颠覆式的改变,而且近期越来越多因素在强化人民币升值的趋势。就以疫情而言,受制于仍在放大的抗疫压力,海外市场的经济复苏速度将受明显抑制,从而加大美国继续延长执行财政刺激、量宽政策的必要性,从

而令人民币汇率继续走强的环境得以维持。

2020年四季度，中国连续完成两项重大谈判，其一是经过8年谈判最终亚太15国签署《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP），其二是历时7年的中欧投资协定落地。这两项谈判奠定了中国与亚太、与欧盟两大区域贸易伙伴未来投资和贸易的政策基石，也是中国进一步融入世界经济、加快对外开放的重要里程碑。此外，中国再次发出积极考虑加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定（CPTPP）的重要信号，为中国深度融入区域经济贸易一体化带来积极前景。这些因素均显著有利于助推人民币升值。

过去十年以来，在经济全球化浪潮风起云涌之下，中国在全球产业链中扮演着越来越重要的角色。IMF在最新的《世界经济展望报告》中再次调升中国2020年的经济增速预期至2%，是全球唯一实现正增长的主要经济体，并预计2021年中国经济增幅达8%，同时调降美国2021年GDP增速至3.5%。自2008年金融危机之后，美国的国家经济受到财政和债务危机的拖累，对全球的影响力逐渐下滑。统计显示，中、美GDP占全球比重的差距从2000年的约27个百分点，缩小到2019年的8个百分点（图11）。中美经济差距不断缩小，为人民币汇率的持续坚挺提供了有力的支撑。

中国政府致力于利率市场化改革，加大推进中国债券市场对外开放的力度，推动债券市场自由化和便利化，放开境外评级机构进入中国市场的限制……系列举措都有

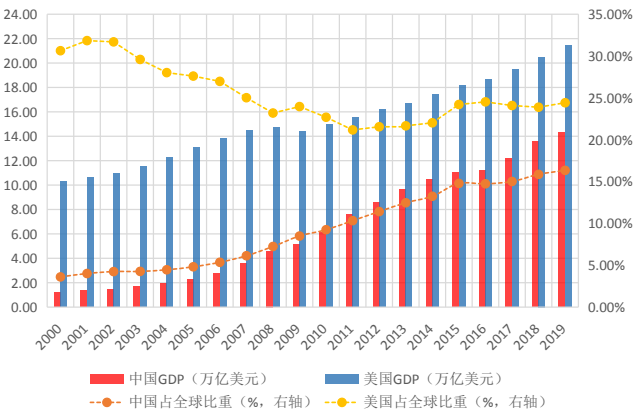
利于提升中国债券对外资的吸引力。2020年11月，中国财政部成功发行40亿欧元负利率主权债券，便是明证。这是我国政府首次实现境外主权债券的负利率发行。若外资大量流入国内资本市场的趋势得到持续强化，不断提高其在国内股票市场、债券市场的份额，将对人民币保持强势提供助力。

本轮人民币升值更多的是在多空因素交织作用下的正常双向流动，而非趋势性升值。国务院发展研究中心金融研究所副所长陈道富认为，我国近期汇率波动体现了很多结构性因素的影响，虽然未来人民币仍将持续面临升值压力，但短期内不宜轻易做出人民币汇率趋势

性的判断。

需要指出的是，自“8.11汇改”以来，人民币汇率预期水平与实际水平之间的差异得到消除，汇率市场化程度提高，灵活性增强，其直观表现就是人民币汇率的波动明显加大。同时中国外汇投资研究院独立经济学家谭雅玲认为，本轮人民币升值并未促进资产增值，是外部预期推波助澜的结果，已经背离我国出口企业整体的需求和现实。展望2021年，考虑到未来应对疫情、外围环境变化等不确定性因素的需要，人民币汇率有必要在一定程度上保持合理坚挺，但同时应对短期快速单边升值或贬值的预期保持警惕与深思。

图11:



数据来源：世界银行

鑫元基金赵慧： 主动防御 寻求基于当下的确定性

文 | 《固定收益》编辑部



在鑫元基金固定收益基金经理赵慧看来，虽然权益投资与固收投资都在寻求“确定性”，但两者有本质区别：前者更多是基于未来、基于前景的回报，而后者则明确基于当下的触手可及。

赵慧，北京大学经济学、香港大学金融学“双料学霸”，拥有11年固收投资经验，曾任职于南京银行金融市场部，具有丰富的银行间市场交易经验；2014年加盟鑫元基金，2016年开始担任基金经理，

是鑫元基金固收部门的一名干将。

在刚刚过去的2020年，赵慧辖下系列长期纯债基金的业绩亮眼。大智慧的数据显示，鑫元悦利、鑫元淳利、鑫元增利、鑫元富利分别录得5.79%、4.31%、4.2%、

4.15%的收益率，均在1819只同类产品中排名前列。大智慧的统计显示，当年长期纯债基金收益率的中位数为2.75%。

考虑到2020年债券市场行情大起大落、债市连串违约暴雷，以及固收领域业绩差距常年微乎其微的背景，这份成绩的取得着实不易。

复盘赵慧2020年的操作，会发现她具有非常敏锐的风险嗅觉和异常果敢的行动力。比如，5月债券市场利率上行，她果断降仓位、降杠杆、减久期——尤其是合规之下反常规的降仓位举措，有力地抵抗了利率上行风险，减少极端市场行情对产品净值的伤害。又如10月底、11月初，国企信用违约暴雷，资金面大幅收紧之际，早已前瞻性地降低货基组合久期的她，从容不迫地逆势出资产，为产品净值排名向前快速赶超赢得契机。

行动力是非常宝贵的能力，它能让目标不再遥远。早在求学时期，赵慧就表现出极强的行动力和决断力。赵慧的硕士研究生就读于北京大学汇丰商学院，如今活跃在我国资管市场上耳熟能详的名字，不少也出自于该学院。当时作为资优生，赵慧参与了北京大学-香港大学双硕士项目，并被港大教授选为Fixed Income Securities and Interest Rate Modelling（固定收益证券和利率模型课）的助教。赵慧很快明确自己对固收投资的兴趣，为后来的从业确定了方向。

赵慧硕士毕业前后，恰逢国内债券市场的发展步入快车道：上清所成立、交易商协会成立并被纳入银行间债券市场监管体系，央行进一步完善全国银行间债券市场交易管

理制度，地方债启动自行发债试点，境内企业首次赴港发行人民币债，银行间债券市场集中清算机制建立……十余年间，我国债市托管余额从16万亿元迅速扩张到115万亿元。

“无论资产类别、产品结构、机构类型、还是监管法规，都在快速增长、持续变迁，这其实非常有意思，意味着经常遇到新的挑战，让这个职业充满乐趣。”赵慧强调，市场在快速发展，要做出正确的投资决策，所需要的知识是无止境的，个人成长和认知一定要跟上。

2013年市场悍然遭遇大型流动性危机，赵慧对当时资产价格回撤之快速印象深刻：7年期农发债从缴款到上市，短短数日已亏去一块钱，市场上的交易盘多数抄在半山腰，浮亏严重、爆仓连连。

“风险往往发生得非常迅速，不会给谁留出反应时间，因此我们在把握大趋势的前提下，必须时时保持相对危机感，自上而下、自下而上地做好风险预期管理。”赵慧表示，若能做到避免重大损失，确定性收益就是水到渠成的事了。

这些经历为赵慧提供了许多助力，使她养成缜密的逻辑思维和

博弈思维能力、审慎的组合管理和风险管理能力，并建立深厚的人际网络，形成良好的沟通能力。这正是固收投资所需要的，也是一个基金经理所应具备的优秀品质。

回头来看，赵慧的投资理念大约可归纳为“主动防御型”，即通过及时的战术性资产配置调整，从而实现对组合的积极管理，令组合在动荡的环境中能够更好地应对危机的冲击。这也是耶鲁捐赠基金会首席投资官大卫·史文森所推崇的理念——他恰是赵慧非常欣赏的投资人之一。

大卫·史文森能保持长期业绩稳定增长，在于通过对市场的深刻洞察，创造性地应用风险投资和绝对收益等投资工具，为机构投资者重新定义了大类资产投资。他在《机构投资的创新之路》中谈及，在不利的市场情况下，组合结构方显“英雄本色”，主动型防御应该作为永远的主旋律。

“我们做资管的，只关心实务，或只关注学术，都不合适，”赵慧说，我更愿意在工作中思考，并努力跟上相关理论、学术的更迭，比如大卫·史文森，在他身上能看到理论与实践之间的完美结合，这点很重要，可以拓宽眼界、开拓思路。



风险往往发生得非常迅速，不会给谁留出反应时间，因此我们在把握大趋势的前提下，必须时时保持相对危机感，自上而下、自下而上地做好风险预期管理。



2021年1月末超市场预期 的流动性紧张，透露出央行怎样的政策导向？

赵慧：这段时间楼市、股市起得比较快，资金实际并未流入政府希望它进入的地方，因此自然会面临宏观调控。且近期机构明显加杠杆。央行1月末出乎市场意料地持续净回笼，叠加税期、月末MPA考核等因素，造成流动性紧张。

央行此前表态说，货币政策“不会急转弯”。这里隐含了两层含义：一个是“转弯”，一个是“不会急”。其实我们更关注央行做了什么，而不是说了什么。央行一直强调利率走廊，长端是MLF，短端就是OMO逆回购。今年1月央行逆回购投放接连抛出50亿、20亿的量，同时市场期待的MLF和CRA都没有足额或者如期发放，这意味着央行此次调控的态度比较坚定。

央行的目标比较明确，一个是稳就业，一个是币值稳定（通胀和外汇）。目前外汇已经从连续升值转为双向震荡，由此央行的态度仍会保持中性稳健。央行考虑的目标一定是我们最关注的目标，也关系到我们的投资判断。如今固收市场的监管政策环境日益精细化，这意味着投资也需要相应地改变，与时俱进。

从流动性危机中看到哪些深层次问题？带来什么经验和教训？

赵慧：流动性危机其实大同小异，基本上是金融周期叠加宏观调控，再加上触发因素，如2010年商品、2013年非标、2016年金融去杠杆等。目前我国流动性分层已经非常严重，主要是因为资金没有持

续进入增长领域，即央行认可的健康增长领域，由此引发政策严控，进而产生钱荒。

钱荒最大的警示，就是一定要铭记风险、敬畏市场，牢记风险管理是第一位的，当整个市场在狂欢的时候，危机或许已经不远了。

权益基金经理和固收基金经理都强调要寻求“确定性”，两者有何区别？

赵慧：哪怕对同一个主体，权益经理与固收经理基于不同的评价标准，看到的东西不同，最终决策也不同。简单地说，权益要看前景、看估值、看未来，而固收看风险、看现金流、看本金。相对而言，固收更强调“拿回本金”这种入袋为安性质的“确定性”。

您认为优秀的基金经理应具备什么素质？

赵慧：从固收投资角度说，组合管理能力、风险管理能力和良好的沟通能力，是基金经理必不可少的素质。一个好的组合，既要在涨势中积极进取，又要能控制好回撤。固收投资就是在资产配置、宏观研判、信用判断等方面，结合自上而下的宏观判断和自下而上的择时、择券，通过仓位、久期、资产配置来表达基金经理对宏观周期和流动性走势的研判。

组合管理与风险管理，在我眼里密不可分。风险管理能力体现在上述的每一个步骤中，固收组合面临的风险主要是利率风险、流动性风险、信用风险，这三块互为因果、动态转化。在实际投资中需要动态的研判，在对国际、国内宏

观、周期、政策走向包括机构行为特征研究基础上动态管理，在管理好风险的基础上才可能追求持续稳定的收益。

为什么强调沟通能力？基金经理不能关起门来做投资。对外，要外出调研，与标的公司沟通，要与各类投资人、渠道沟通，与同业同行、信评机构沟通；对内，也面临团队协作，甚至交易员的场外询价结果也可能对净值表现产生影响……这些都需要有较好的沟通能力，才能在瞬息万变的市场中，及时捕捉一切确定性并转化为业绩。

今年固收市场存在哪些机会？

赵慧：永煤违约事件之后，监管的态度非常明确，即不允许类似逃废债的情况继续发酵。由此，近期市场情绪在逐渐回稳，但之前信用债花式暴雷事件明显抬高了市场对信用债的警惕，提醒大家在可控的范围内投资，不要盲目追求突破。

从通胀角度看，市场对通胀的分歧非常大。通胀数据可能对市场定价造成影响，尤其影响短端利率、央行决策。但央行当前的重心不在此，它更关注就业和币值稳定，也强调不注重GDP增速，这意味着我们不能再依循传统的投研研判框架来考虑问题。对于基金经理来说，还是要从绝对收益出发，以一个相对中期的逻辑，来进行投研研判。

整体来说，债券这块今年主线不是特别明朗，暂时看不到大的趋势性机会，更多是震荡、结构性行情，后续适时关注中长端利率的机会。细分品种方面，可能银行背

景发的NPL（不良债权），还有部分担保的债券，存在一定的利差机会。

投资要的是什么？是稳定向上的净值。而稳定向上的净值由什么组成？对固收投资来说，无非票息和资本利得两块。若只关注静态的票息，无法产生超额收益。超额收益来自于逆势而行、来自于由于情绪导致的价格偏离而产生的投资机会。当资产价格明显偏离其自身的价值时，要勇敢地买进。这是很重要的资产配置能力，也是重要的增厚收益手段。当然前提是做好充分的风险管理。

您对家庭金融资产的配置结构有何建议？

赵慧：若算上保险资管和银行理财，我自己的固收资产配置大约占家庭金融资产的五成左右。家庭金融资产还是有必要配置一定比例的固定收益资产。相对来说，固收资产波动没有那么大。家庭资产配置跟做组合的逻辑相近，若家庭需要有稳定的现金流来覆盖支出计划，那只要将久期缩短一点就可以实现，而权益方面，除非止盈，不然也只是账面浮盈。现在对普通家庭来说，资产配置的观念还不是很普及，他们向往高收益权益产品，却缺乏相应的风险承受能力，这样的资产配置是很脆弱的，不足以抵御风险。

风险提示：

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。本材料仅供内部交流使用，并非基金宣传推介材料，请勿向公众公开或发布，本材料不构成任何投资建议或承诺，亦不构成任何法律文件。



赵慧 女士

鑫元基金固定收益基金经理

赵慧女士：中国国籍，硕士研究生。2010年7月任职于北京汇致资本管理有限公司，担任交易员。2011年4月起在南京银行金融市场部资产管理部和南京银行金融市场部投资交易中心担任债券交易员，有丰富的银行间市场交易经验。2014年6月加入鑫元基金，担任基金经理助理；2016年1月起担任基金经理。

Q & A



鑫元基金 信用研究系列报告之十

● 鑫元基金 | 信用研究系列报告之九
那些年他们买过的地产债
——地产债回溯与 2020 年展望
(见《固定收益》19 期, 第 40 页)

● 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)

永煤控股事件浅析

文 | 鑫元基金固定收益部信用研究员 禹尧

2020年11月10日，20永煤SCP003未按时兑付本息，构成实质性违约，引发市场哗然。一方面，自2020年年中郑煤集团永续债未如约赎回以来，投资者对于河南煤企已有隐忧，永煤集团及其股东河南能化集团自身也存在债务及社会负担重、非煤板块亏损、归母净利润为负、集团内资金占用严重等问题，市场对其信用风险水平已有一定认知与把握。但另一方面，永煤为河南能化96.01%控股，河南能化由河南省国资委100%控股，是根正苗红的省内规模最大的省级煤炭企业，投资者对其具有较强的国企信仰，预期其在经营不善扭转和债务负担化解方面能够得到较大的政府支持力度，近期也有剥离亏损煤化工板块、追加注资等利好因素加持。在表面看来积极转好的形势之下，AAA评级的永煤却发生了公开市场债券违约，着实令市场有些意外，继青海盐湖、华晨汽车后，又一次撼动了投资者一直以来对于AAA评级产业国企的信仰。以下我们将从河南省财政情况以及企业本身这两个方面来透析一下本次事件的成因。

永煤背后的河南省财政情况

永煤事件不仅仅局限于煤炭行业，更涉及地方财政问题，让我们梳理一下河南省的财政情况。首先从河南省存量历史数据来看：河南省财政状况在全国来看不差，总财力甚至处于中等靠前位置（近三年处在全国5-7名之间），虽然财政自给率偏低（处全国中等水平，对应来看即对中央补助收入的依赖处于平均水平），但政府性基金收入即土地出让收入依赖度较高（受到房地产、土地市场景气度影响较大），且过去2017-2019三年相对

平稳增加（图1）。

那么，为什么还是感觉到财政的压力？我们观察2015年以来河南省财政数据指标的情况：2015-2019年河南省全省层面一般预算收入及政府性基金收入处于稳步增长态势，但2020年受到疫情等因素影响，两大体系收入均有所下滑，其中政府性基金收入承压更为明显（横向对比全国其他省份来看亦是较差水平）（图2、图3）。

从全省政府性基金预算收入来看：（1）河南省政府性基金预算收入规模总体保持增长，但2018年以来增速逐步放缓，进入2020年

受疫情等因素影响，河南省房地产及土地市场景气度出现大幅下滑，土地出让收入以及商品房销售均明显下滑，故而政府性基金收入在2020年出现大幅降低（远不达年初预算水平）（图4）。（2）此外，与一般公共预算收入相似的，省本级政府性基金预算收入占全省政府性基金预算收入比重也呈逐年下降趋势，2020年则更为明显。

另外从省本级来看：河南省本级本身占比并不高，并且其一般预算收入自2019年来便有所下滑（2017-2018主要是非税收入支撑），而本级政府性基金收入在

2020年前还是依靠国有土地出让收入才略有所提升,2020年则因土地出让收入及商品房销售明显下滑影响而导致其明显下降,故而河南财政压力最主要还是集中在土地市场景气度明显下滑这个原因上。

永煤自身的情况

(一) 股东背景

从股东来看,永煤控股是豫能化最重要的子公司,实控人为河南省国资委。豫能化是河南省最大的煤炭企业,总资产规模较同为河南省煤企的平煤神马高出近50%,应能获得较强的外部支持(图5)。

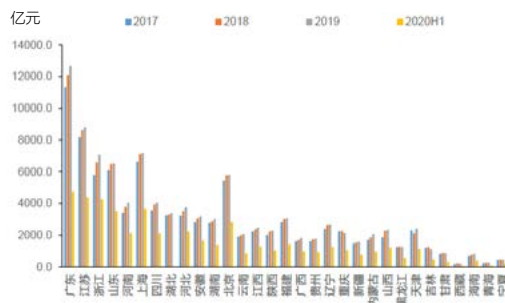
(二) 公司经营

经营板块而言,公司主营较为分散,永煤控股母公司层面基本无实质业务,业务集中在子公司。母公司2018年度营收仅有5亿元,相比合并层面的490亿元很低,集团更多是承担融资、管理职能,依赖下属子公司的运营特征(表1)。

就各业务板块而言,煤炭业务资源禀赋尚可,产量超4,000万吨/年,规模较大,煤种以无烟煤为主,价值较高,且地处河南有一定的区位优势。

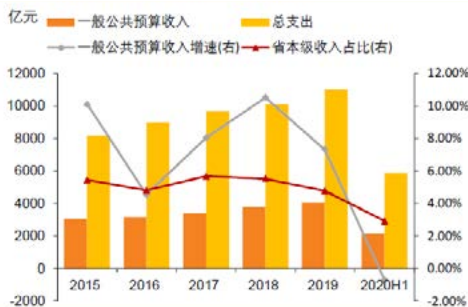
具体分板块来看,煤炭板块是主要的收入来源,也是主要的利润来源,毛利率相对较高。化工板块的主要产品包括甲醇、尿素、二甲醚和烧碱等,收入波动较大,盈利能力弱,2018年4季度起化工产品价格断崖式下跌,毛利率快速下降。由于非煤业务,以及煤化工等

图1: 全国各省2020H1一般公共预算收入情况



数据来源: Wind

图2: 河南省历年一般公共预算收入走势情况



数据来源: Wind

图3: 河南省历年政府性基金收入情况



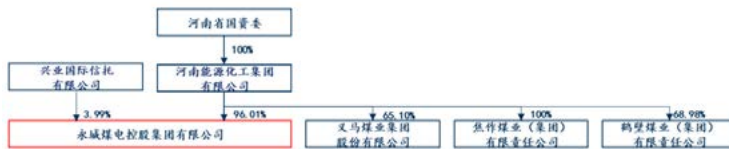
数据来源: Wind

图4: 2020年河南省土地出让收入大幅下滑

	2020H1 执行情况	2020Q3 执行情况	2020 年预算数
全省一般公共预算收入	2133.2 (为预算的 49.6%, 同比下降 0.7%)	3192.4 (为预算的 74.3%, 增长 1.9%)	4324.50
省本级一般公共预算收入	62.5 (为预算的 32.9%, 同比下降 37.6%)	-	190.00
全省政府性基金收入	1260.4 (为预算的 28.4%, 同比下降 20.3%)	2137.6 (同比下降 16.6%)	4057.00
省本级政府性基金收入	75 (为预算的 33.9%, 同比下降 42.2%)	-	221.10

资料来源: 河南省财政预算执行报告、决算报告

图5：永煤控股股权结构图



资料来源：募集说明书

表1：

2015-2018 年及 2019 年 1-9 月永煤控股营业收入及毛利构成（单位：亿元）

营业收入	2019 年 1-9 月		2018 年度		2017 年度		2016 年度		2015 年度	
	营收	占比	营收	占比	营收	占比	营收	占比	营收	占比
煤炭板块	167	46.3%	216	44.1%	189	45.9%	206	59.6%	262	43.3%
化工板块	37	10.3%	62	12.7%	21	5.0%	21	6.0%	36	5.9%
有色金属	23	6.4%	27	5.5%	21	5.1%	14	3.9%	31	5.2%
装备制造	14	3.9%	16	3.3%	17	4.1%	12	3.5%	32	5.3%
物流贸易	98	27.3%	137	28.1%	137	33.3%	72	20.9%	220	36.4%
其他板块	20	5.6%	31	6.3%	27	6.6%	21	6.1%	23	3.9%
合计	360	100%	490	100%	412	100%	346	100%	605	100%
营业毛利	2019 年 1-9 月		2018 年度		2017 年度		2016 年度		2015 年度	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率
煤炭板块	73.2	44.0%	85.1	39.4%	75.1	39.7%	41.0	19.9%	33.4	12.7%
化工板块	0.9	2.5%	11.8	18.9%	3.7	18.1%	2.4	11.8%	4.3	11.8%
有色金属	4.0	17.2%	5.4	19.9%	3.9	18.3%	1.8	12.9%	3.3	10.5%
装备制造	0.6	4.6%	2.2	13.5%	1.8	10.5%	0.8	6.8%	2.3	7.3%
物流贸易	3.4	3.4%	2.6	1.9%	3.0	2.2%	0.9	1.3%	0.8	0.4%
其他板块	1.9	9.5%	1.2	3.9%	2.5	9.2%	3.7	17.6%	5.1	22.1%
合计	84.2	23.4%	108.3	22.1%	90.0	21.8%	50.6	14.6%	49.1	8.1%

数据来源：公司年报、募集说明书、评级报告

表2：

2015-2019 年母公司负债情况（单位：亿元）

	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	期间增加值
总资产	623.79	585.65	538.32	492.09	493.99	129.80
负债	592.99	555.60	535.00	488.94	478.86	114.13
净资产	30.80	30.05	3.32	3.15	15.13	15.67
有息债务 (扣除应付票据)	466.27	423.64	384.03	376.62	447.64	38.63

数据来源：公司年报

表3：

2015-2019 年母公司资产端主要变化（单位：亿元）

	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	期间增加值
其他应收款(合计)	307.28	261.46	276.80	241.86	245.01	62.27
可供出售金融资产	1.90	1.92	2.34	4.99	31.76	-29.86
长期股权投资	174.47	176.94	184.97	204.84	172.25	2.22

数据来源：公司年报

拖累，直接导致公司盈利表现不佳。公司盈利能力较弱，2019年实现营业收入470.19亿元，同比减少4.03%，净利润9.95亿元，归母净利润-13.17亿元。

（三）公司财务（表2）

负债方面：

1) 债券余额总的变化幅度较小，但期限结构做了大幅调整，截至2019年末，1年内到期和中长期限债券余额分别为230亿元和97亿元（含20亿永续），整体期限结构明显恶化，即期兑付压力很大

2) 贷款余额2015-2019年减少了近50亿元，主要是银行换了一种方式提供帮助（考虑债转股方式），也反应银行对正常类信贷的信心度有所下降，因此换个政策继续执行资金职能。

因此，就净增加而言，有息债务增加38.63亿元，计入权益的债转股增加30亿元，其中有30.13亿元弥补亏损，故而2015-2019年母公司仅有38.5亿元有效增量资金。

资产端明细：

重大变动科目变化如下，可见公司核心是处置了部分可供出售金融资产29.86亿元，增加了2亿长投，再加上新增的融资38.5亿元（汇总累计增量为66亿），这部分资金整体沉淀在应收款上（新增62亿元其他应收款），整体变动较为匹配，反应了其他关联公司对母公司的吸血特征（表3）。

公司的其他应收款对手方大多为关联企业，前五大欠款方中1家豫能化子公司河南能源化工集团新疆投资控股，应收15.42亿元，且账龄较长。另外4家的款项性质都为关联往来款，欠款方都是永煤

表4:

2019年母公司其他应收款前五大大款方明细

	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年	期间增加值
其他应收款(合计)	307.28	261.46	276.80	241.86	245.01	62.27
应收股利	1.37	2.09	10.97	10.92	17.53	-16.16
应收利息	44.26	34.46	28.65	16.67	0.03	44.23
其他应收款	261.64	224.91	237.18	214.27	227.46	34.18

数据来源: 公司年报、募集说明书

表5:

2015-2018年及2019年1-9月永煤控股期间费用构成(单位: 亿元)

	2019年1-9月	2018年度	2017年度	2016年度	2015年度
销售费用	3.30	4.70	5.13	6.67	7.20
管理费用	24.31	39.48	33.44	32.31	38.55
财务费用	33.76	45.41	34.59	31.86	34.74
合计	61.37	89.59	73.16	70.84	80.49
期间费用占毛利比	72.89%	82.74%	81.31%	139.91%	163.91%
净利润	3.8	3.37	11.66	-21.96	-40.85
归母净利润	-11.77	-11.44	0.22	-21.07	-28.67

数据来源: 公司年报

表6:

公司近年利润构成(单位: 亿元)

	18净利润	17净利润
母公司	-23.80	1.45
核心子公司 (永煤股份)	26.38	25.19
其他重要子公司	-24.45	-5.80
净利润(合并)	3.37	11.66
归母净利润	-11.44	0.22
母公司+		
61.9%*永煤股份	-7.47	17.04
少数股东损益	14.81	11.44
38.1%*永煤股份	10.05	9.60

数据来源: 募集说明书

表7:

2015-2019年公司净利润情况(单位: 亿元)

	2019-12-31	2018-12-31
合并报表净利润	9.95	3.37
合并报表归母	-13.17	-11.44
母公司净利润	0.48	-23.80
归母权益占比	22.59%	27.26%

数据来源: 公司年报

控股子公司,全部资不抵债,其中中新化工进入了破产重整。整体来看,母公司其他应收款资金回收有很大风险。这300多亿账上的其他应收款或真实体现了母公司的困局(表4)。

另外,从其他应收款来看,2015年集团内部单位借款占比就已经达到89.27%,子公司连借款的利息能不能还得上都存在问题,从下

面应收股利的变化可看出子公司经营效率差,截至19年末,母公司应收利息44.26亿元,主要为子公司的借款利息,应收利息节节攀升。

总的来说,母公司近年来有效新增资金来源相对有限,主要是债转股资金落地、处置可供出售资产以及部分对冲了贷款结构,而这部分资金大部分继续对子公司进行拆借。作为欠款方的子公司,都是

资不抵债,甚至连借款利息的偿付都存在问题,母公司想回收这部分资金非常的困难。

因此,核心的矛盾有两个,一是公司的融资贴补角色,承担了较多的社会负担和管理财务成本。另外一个为近年持股比例相对较高的其他非煤业务板块亏损严重,这两个共同导致归母净利润为负,导致权益持续下降。

具体来看,公司债务负担重且承担了较多的社会负担,导致公司期间费用过高,侵蚀了大部分利润,进而影响到公司整体净利润水平,此外非煤业务等亏损板块公司近乎100%持股,放大归母的亏损。2015-2016年煤炭价格处于探底和反弹阶段,公司煤炭业务盈利水平弱,且债务和社会负担重,因此公司净利润大幅亏损。2017年起由于供给侧改革,煤炭价格大幅回暖,煤炭业务的盈利水平大幅改善,但公司债务和社会负担依然较重,因此净利润依旧不高。2018年、2019年公司债务规模快速增长,财务费用明显增加,更是影响了盈利水平(表5)。

另一方面,永煤控股母公司承担了公司一大半的债务,利息支出较高,子公司盈利表现又一般。对盈利能力强的子公司,母公司非全资控股,而对盈利能力弱的非煤板块,母公司持股比例又较高,导致出现净利润为正,归母净利润为负的情况出现。

截至2019年末,母公司总资产623.79亿元,有息债务530.50亿元,豫能化集团层面有息债务958.51亿元,可以说母公司承担了集团一多半的债务,2019年利息费

用项支出29.96亿元，而利息收入只有18.73亿元（表6、表7）。

此外，各项业务几乎都由旗下各子公司负责，母公司并不直接参与，而母公司本身又几乎无实际业务，因此母公司只是承担了融资的角色，财务贴补下子公司明显，再加上子公司的经营情况并不理想，盈利能力弱的非煤板块持股比例又高，亏损多计入合并母公司层面，最终导致合并报表净利润为正，归母净利润为负的情况出现。

总结

永煤的违约其实并不能说是一个完全超乎预期的事件。在此之前，从地方财政、公司经营和财务等各个方面已经露出端倪，有迹可循。

首先，2020年受到疫情等因素影响，河南省的一般预算收入和政府性基金收入两大体系收入均有所下滑，其中政府性基金收入承压更为明显，并且河南的财政压力主要还是集中在土地市场景气度的明显下滑。

其次，经营方面被化工业务拖累，利润较低，整体资金运用效率较低，公司煤炭业务盈利能力较为稳健，贡献了近90%的利润，然而母公司对煤炭板块运营主体持股比例仅为61.9%。而化工业务2019年毛利率断崖式下跌，毛利率从18.94%下降到1%，但公司却对多数化工企业持股100%，致使公司持续对盈利较差的板块输血，整体资金紧张。公司自2018年以来归母净利润一直为负，且亏损规模持续扩

大，主要是母公司承担了过多的管理、财务费用。

再者，母弱子强，永煤业务集中在子公司，母公司层面基本无实质业务，却承担了集团系一大半的债务，利息支出高昂。其主要资产同样集中在了子公司，母公司则以其他应收款、长期应收款和长期股权投资等不易变现的资产为主。因此，在债券融资难度加大的环境下，公司面临很高的短期兑付压力。

最后，其实在发生违约之前市场已有传闻：永煤已面临工资发放出现困难。从财务报表来看，其应付职工薪酬、支付给职工的现金也已出现异动。2020年三季度末，公司支付给职工以及为职工支付的现金为46.3亿元，同比下降38.91%，拖欠员工工资20多亿近5个月，发放工资不足额，每月持续降薪

7%，部分员工社保于2019年7月断缴。

永煤违约事件值得每一个信用债市场人员的重视。国有企业的风险值得重新审视，未来或应降低对国企所有制的加分考量。在当前《国企改革三年行动方案》加速推进的背景之下，未来盈利能力弱、杠杆与财务费用高、甚至工资支付都发生困难的国有企业，很可能面临得不到救助的情形。

另外，大型企业的母子公司问题也值得重视。对集团型企业的信用分析应更注重其母公司报表，合并报表本身的参考价值不如母公司报表大。近年来违约的北大方正、华晨汽车、紫光、永煤等都存在不同程度上的子强母弱问题。应警惕归母净利润亏损、归母所有者权益大幅下降、归母所有者权益为负值的企业类型。❀



农商银行与私募机构 开展投顾业务合作浅析

文 | 常熟农商行 段海平 骆映希

摘要

近年，随着私募行业规范性和透明度的提升，私募行业稳步增长。私募机构与其他金融机构的合

作资质和形式也更加明确。文章从农商银行的视角，论述银行与私募机构开展投资顾问业务必要性与意

义，并以江苏某农商银行投顾业务模式作为案例分析，旨在为农商银行与私募机构的合作提供借鉴。

关键词

农商银行；私募机构；投顾业务

团队介绍

常熟农商银行是全国首批19家加入银行间市场的农村信用联合社之一。1999年，经人民银行总行批准加入全国银行间同业拆借中心。经过近20年的发展，金融市场部在

银行间债券市场辛勤耕耘，业务规模、产品创新、团队结构均走在全国农商银行前列，整体发展在市场上树立了良好的口碑和形象。近年来荣获2016年度银行间现券“活跃

交易商”、2017年度银行间本币市场交易300强。目前常熟农商银行是中国农业发展银行承销团成员；同时，常熟农商银行于2018年获得开办普通类衍生品交易业务资格。



一、私募机构发展背景

1、私募行业规模逐步增长

2019年，私募行业规模总体稳步增长。中国基金业协会数据显示，截至2019年12月，私募基金总规模13.74万亿元，较去年增长了9600亿元；存续私募基金管理人24471家，较去年底增加23家；备案私募基金产品81739只，较去年底增加了7097只。私募基金现在已经是证券市场中的重要力量，私募基金的存在对市场的运行有着重要的作用。外资私募也开始进入国内市场，私募行业在未来有进一步的成长空间。

2、私募行业的规范性和透明度在逐步提升

近年，中国基金业协会加强了对私募机构投资管理、信息披露、日常运营等各方面的监督管理，整个行业的规范性和透明度都得到了提升。淘汰经不起检验的私募机构，发展具备竞争优势的合法合规私募机构。2019年12月23日，中国基金业协会更新发布了《私募投资基金备案须知》，新版的各项

规定更加全面、细化和明确。主要变动内容包括：进一步明晰私募基金外延边界，坚决拒绝五类“伪私募”；设置基金存续期不少于5年的要求，鼓励设立7年及以上基金；对于不同类型私募基金设置差异化备案要求等，更大程度上的保护了头部私募，剔除了不合规的小私募混乱经验。

随着资管新规的发布，私募机构作与其他金融机构合作的资质和形式也更加明确。无论是作为银行等金融机构的投资顾问，还是通过代销渠道向个人客户发售产品，私募机构通过投资水平和客户服务两方面不断积累口碑，成为资产管理行业中一支稳定力量。

目前各国有银行和股份制银行都已建立私募机构的甄选和动态评估机制，以选出市场上优秀的私募机构与公募基金、证券公司、信托公司等金融机构共同进行资本市场业务的合作。这些私募机构或为银行自营投资和理财资金管理提供策略、或通过银行零售部门代销由其担任投顾的产品。

二、投资顾问业务基本概要

1、投资顾问业务概念

投资顾问业务是指由投顾设计交易策略，发出交易指令，然后由委托端负责交易执行，完全在委托方账户内完成、受委托方风控监管的合作业务模式。

投资顾问业务主要投资于国内依法发行的固定收益类金融工具、证券回购、货币市场工具等，具体品种主要为国债、地方政府债、政金债、同业存单、信用债、利率互换、标债远期等委托方认可的标准化投资品种。

2、投资顾问业务开展的背景

2018年初，银监会4号文将未经审批设立机构并展业（包括异地事业部、业务部、管理部、代表处、办事处、业务中心、客户中心、经营团队等）列入该年整治银行业市场乱象工作要点。监管压力下，各地农商银行纷纷撤回在异地的业务团队。在此过程中，很多异地招聘的员工并没有选择跟随回当地，投研人才的断层导致农商银行撤回后投研实力明显下滑，对业务开展也造成一定程度的影响。

面对这样的转变，农商银行如何维持业务正常运转，进一步吸引人才并逐步提升自身投研能力，文章认为通过与外部机构合作开展投资顾问业务，期间逐步培养银行自身人才的做法在短期内更具有现实意义，而行业内优秀的私募机构是合作开展投资顾问业务的重要对象之一。目前国内银行与私募机构合作已经有较多成功案例，私募机构的专业程度和差异化服务也获得了市场认可。

图1：私募行业发展状况



数据来源：中国基金业协会官网

3、银行开展投资顾问业务的意义

(1) 银行在自身资产配置、交易与风险评估筛选能力欠缺的情况下,开展投资顾问业务,利用外部机构在投研、波段交易及资产优化方面的优势,可以提高行内资产收益。

(2) 银行通过投顾业务,参与到投资交易的具体流程当中,通过实际操盘,加强波段操作能力及信用个券筛选能力,有助于团队培养。

(3) 在投顾模式下,银行对资金业务的参与度会比其他产品模式(例如委外)更高。在投顾模式下,资金完全在委托方账户内,交易也是在委托方账户内完成,从而能时刻把握自身的投资与持仓;委外则是由委托方将资金委托出去,由受委托方管理资金并进行资产的最最终买卖。相比之下,投顾模式能有效防范其他产品模式下可能出现的道德风险。

三、农商银行与私募机构开展投顾合作的案例分析

(一)、江苏某农商银行的投顾机构筛选体系

江苏某农商银行(以下简称甲农商银行)筛选投顾项目,会考虑三个层面问题:一是投顾筛选标准,二是投资方案和限制,三是投后管理。

1、投顾筛选标准主要考虑以下指标

(1) 投研团队和组织架构:包括创始人背景、核心团队背景(从业年限、从业背景、学历背

景)、核心团队稳定性、投研人员数量。

(2) 业绩表现:绝对业绩、相对业绩、风险调整收益(考虑波动、回撤)。

(3) 风控管理水平:包括投资流程与风控流程的合规性、风控岗位配置的合理性、风控体系的完整性等。

(4) 运营管理:IT要素投入、对委托方需求的响应速度。

(5) 研究能力:包括对大类资产走势的研判能力、投研建议的专业程度。

2、投资方案和限制

甲农商银行会根据行内投资偏好和风控标准与投顾方形成投资方案,包括品种类别、品种期限、配置比例、评级标准、杠杆比例、整体组合久期等。

在投资品种上,主要选择的是国内依法发行的固定收益类金融工具、证券回购、货币市场工具等,主要品种为国债、地方政府债、政金债、同业存单、信用债、利率互换、标债远期等标准化投资品种。

3、投后管理把控

甲农商银行会与投顾方形成完备的投资监督体系,包括是否严

格按照合同约定规则投资、投资策略是否具备合理性、投资业绩是否符合一定预期等。

投顾方需要给甲农商银行提供定期或不定期的投资报告以供考核评估,包括交易成交单、持仓情况、债券品种、评级分布、净值曲线、持仓分析、调仓逻辑、投资策略报告等。

甲农商银行与投顾的合作主要在债券以及相关衍生品领域,会定期跟踪投顾方的业绩和风险,通过业绩归因等方式了解投资收益的来源以及把控风险。

(二)、投资顾问合作情况与评价

基于甲农商银行的投资顾问筛选体系,甲农商银行目前与A投资有限公司(以下简称“A公司”)和B投资有限公司(以下简称“B公司”)开展投顾合作,两家均符合投顾筛选标准,至今在收益和风控方面都取得良好效果。

1、与A公司的投顾合作情况

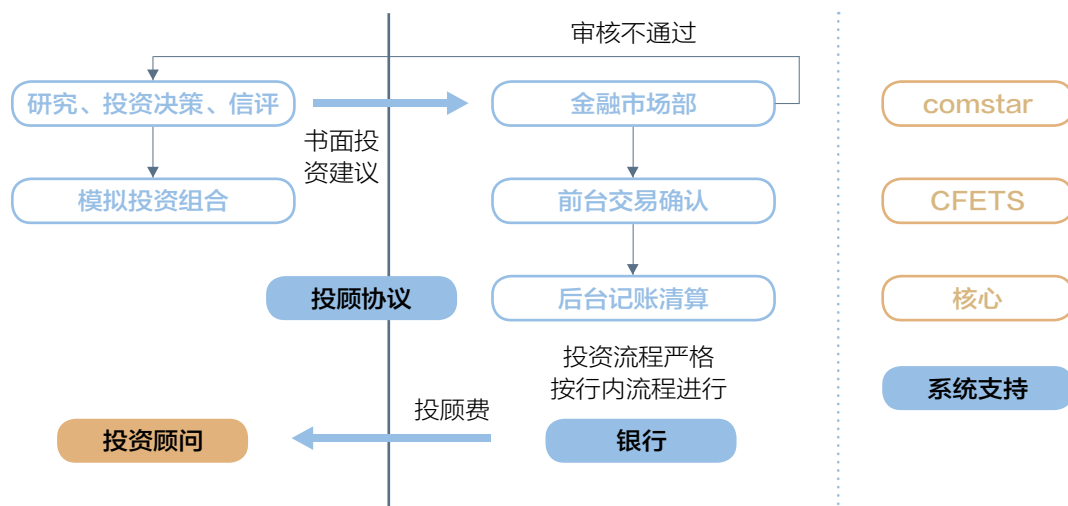
甲农商银行与A公司于2017年底开展投顾业务,合作期2年,第一期合作于2019年底到期,业务模式风险可控,投顾方投资业绩表现较好。



在投顾模式下,银行对资金业务的参与度会其他产品模式(例如委外)更高。



运作结构如下：



具体流程包括：

(1) 银行与投资顾问签订书面协议，约定权利义务。

(2) 投资顾问从多角度分析市场趋势，判别风险，并制定投资策略。

(3) 以书面形式将投资策略提供给银行金融市场部。

(4) 银行金融市场部根据行内业务管理办法进行审核，并进行前台交易确认和后台清算。如审核不通过将策略返回投顾方修改或拒绝投资。

(5) 考核合作期内，投资获利按协议支付固定和超额部分投资顾问费。

甲农商银行与A公司合作投顾账户自2017年底运行以来，主要投资利率债和高等级信用债，利率债占比较高。投资策略上，A公司主要采用杠杆策略、利率债波段交

易策略、利率互换等衍生品套保策略。

2017-2018第一年度，该投顾账户实际取得投资年化收益率约9%。2018-2019年度响应甲农商银行开展利率互换的业务需求，增加了IRS策略增厚收益，产品运行稳健。

甲农商银行于2018年获得衍生品业务开展资格，在业务发展初期，A公司积极开展利率互换业务培训，如2018年6月举行了利率互换介绍与交易策略专题培训，也为甲农商银行利率互换业务的启航扫除障碍（表1）。

该投顾账户纯债策略累计单位净值1.1239元，年化收益率6.19%，IRS策略（2019年起运用）盈利约182万元。综上该投顾账户实际累计单位净值1.13元，年化收益率为6.51%。

2、与B公司的投顾合作情况

与B公司合作始于2016年底的债市熊市起点。从账户策略看，其在熊市中杠杆率与账户久期均得到有效降低，在牛市中迅速拉长久期获取资本利得。运作结构同前述A公司，不再赘述。

具体业绩表现如表2所示。

3、私募机构投顾合作评价

(1) 投资业绩良好

与同期债券基金业绩进行比较，甲农商银行合作的两家私募投顾机构投资收益率均高于市场平均水平。在2018-2019年之间，有两年业绩的债券基金一共1609只（成立日期早于2018年），其中银行自营可投的债券基金（纯债和被动指数型）一共1000只，该1000只债基中业绩收益率2年来累计最大值为29.98%，最小值为-21.36%，平均值为10.51%，中位数为11.14%。相

表1:

账户基本信息表（数据截止 2019 年底）	
产品模式	投资顾问发送投资建议，行内交易员执行交易操作
产品成立时间	2017 年年底
初始本金	3.0 亿
成立以来累计净值	1.13（包含 IRS）
成立以来年化收益率	6.51%
业绩比较基准	5.2%

表2:

账户基本信息表（数据截止 2020 年 2 月底）	
产品模式	投资顾问发送投资建议，行内交易员执行交易操作。
产品成立时间	2016 年年底
初始本金	2.0 亿
成立以来累计净值	1.0837
成立以来年化收益率	7.64%
业绩比较基准	2017 年 4.05%；2018、2019 年 5.2%

比之下，A公司两年累计收益率高达13%，高于平均值和中位数，B公司业绩表现略好于A公司，因此两者业绩表现优于市场上多数债基产品。

债券市场中，大型机构的内部投资需求往往影响着市场的供需结构，因此甲农商银行积极关注大行与大型保险、券商在市场中的一举一动。但很多内部的交易逻辑难以有效掌握，而甲农商银行所选私募合作机构的投资人员从业背景出自各类机构，对市场的交易逻辑了解更为到位，便于甲农商银行排除一些噪声交易。在日常交易活动中，甲农商银行及时与投顾方沟

通，获取机构内部动向，在评估可行性后可尝试进行跟随策略。

（2）完整的投资服务配套

除了交易过程中的合作与交流，A公司与B公司会定期提供周度、月度、季度的市场投资策略报告。

在三年投顾合作期内，甲农商银行对投顾的要求从最初的按月提供账户和市场报告，到如今形成完备的周度短期操作-月度中期观点-季度长期策略-年度投资方向等不同维度的投资建议，甲农商银行对投顾的投后管理也在逐步提升，并最大化投顾的价值。

另外，在交易策略之外，甲农商银行也借鉴了投顾方的信评观点，对存量资产梳理和计划新增资产准入方面进行二次把关。

（3）风险防控到位

甲农商银行与投顾方的合作均是由投顾方以书面形式提供。甲农商银行根据行内业务管理办法进行审核，并进行前台交易确认和后台结算，如审核不通过发回投顾方修改或拒绝投资，因此在流程上做到了规避操作及合规风险。与此同时，两家投顾账户目前底层资产均为国债、政策性金融债及同业存单，市场风险和信用风险可控。

四、总结与建议

投资顾问业务作为一种相对成熟且风险可控的合作模式，投顾方的专业资产配置能力、客户服务能力都将成为合作的关键点，农商银行在人才短缺、自身投研能力不足的情况下，选择优秀的私募投顾方开展合作，从而逐步培养银行自

身人才，提升团队实力，不失为一种具有现实意义的发展策略。

以甲农商银行与两家投顾三年合作经验也可以发现，两家投顾业绩表现优异，对银行自营投资收益起到提升作用，且从业务发展层面考虑，更扎实的研究与更便捷的信息获取对自营投资的策略指引必不可少，也在银行对市场方向判断

存疑时提供一定的外部投研支持。

此外文章建议在不违背大的监管原则基础上，可以允许各经营机构根据自己的实际情况，做好风控管理把控，引入专业的外部私募合作机构，通过投顾形式，提高机构自身投研团队专业能力和业务的稳健发展。🌹



作者介绍：

段海平，男，常熟农村商业银行金融市场部本市债券交易员。华侨大学金融硕士，FRM持证人。2017年毕业后加入常熟农村商业银行金融市场部担任风险经理，主要负责投资业务的个券信用分析及市场风险监测。2019年6月转岗为本市债券交易员，负责信用资产一级投资及利率产品二级交易。

骆映希，女，常熟农村商业银行研究室研究员。2018年加入常熟农村商业银行研究室做宏观、金融市场研究工作。



内外双循环，与时共舒卷 ——2021 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

2020年新冠疫情经历了三轮爆发，全球经济增速受此影响大幅下行。我国疫情一季度后得到有效控制，经济率先修复。展望2021年，预计呈现“经济上行、政策退坡”的局面。经济增长的动能预计将转向制造业和消费，出口短期内仍然保持韧性，基建和地产投资增速或将放缓。经济内生增长的动力增强，宏观调控政策将有序退出。

财政政策保持积极，但支出机构更侧重收入分配和制造业产业升级。货币政策的重点从稳增长切换为防风险，金融环境逐步从“紧货币、宽信用”向“紧货币、紧信用”过渡。在此背景下，资金价格将围绕政策利率上下波动，债券市场趋势性下行的拐点尚未出现，预计一季度处于“磨顶”状态，后续经济下行压力显现后或为利率下行带来机

会。债券收益率上行后性价比有所提升，配置盘可合理布局。受2021年信用收缩影响，信用债投资建议以防风险为主，久期选择3Y以内。品种选择上，城投债不建议过度下沉，产业债可关注财务稳健、销售去化回款情况较好、土地储备充裕的龙头地产企业。

一、宏观调控政策稳步退出，货币政策强调防风险

2020年，全球新冠疫情经历了三轮大爆发阶段，总体趋势是波动中不断恶化。全球疫情防控出现分化，欧洲在疫情大恶化时进行了两次大规模的封锁，美国和日本仅在上半年进行封锁。12月以来，欧美疫情呈现复发态势，疫情防控形势仍然严峻。在此背景下，全球主要经济体均实行了宽松的货币政策对冲疫情影响。

我国疫情一季度后得到有效控制，经济率先修复且保持向上趋势，全年经济预计保持正增长。随着经济内生增长动力的增强，逆周期调节政策预计将稳步退出。2020年12月底，2020年中央经济工作会议召开，会议对2021年经济形势的判断为“恢复基础尚不牢固”，在宏观调控政策上应当保持“连续性、稳定性、可持续性”，并且采用了“不急转弯”一词。该词隐含的第一层意思是“转弯”，即明年政策相比今年将会出现一定收缩，再放松的可能性较低；第二层意思为“不急”，即收紧的幅度可控，“保持对经济恢复的必要支持力度”。

（一）财政政策提质增效

财政政策方面，仍然保持积极的财政政策，但要提质增效、更可持续，重点强调两点：一是结构性支持，“在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为”，这也与后续提出的大力发展科技、扩大内需息息相关。二是“抓实化解地方政府隐性债务风险工作”，永煤违约事件使得地方

政府隐性债务问题再度凸显在市场面前，2021年即将有大量城投债到期，届时地方政府的财政压力将会较大。本次会议特意强调化解地方政府隐性债务风险，预计后续会出台相关政策，如控制债务扩张速度、重新发行地方政府置换债等。

（二）货币政策从“紧货币、宽信用”转向“紧货币、紧信用”

2020年，货币政策目标经历了从“稳增长”向“防风险”的转变。上半年为对冲疫情影响，实现“六稳”，货币政策以经济增长为首要目标，央行勇于担当，大量投放流动性，实施了定向降准、调低超额存款准备金利率等政策。4月底之前，整体金融环境为“宽货币、宽信用”，货币市场利率下行至低位。随着5月份以来疫情控制取得明显效果、经济逐步复苏以及房价上涨，货币政策目标逐步向“金融稳定”转变。为防止资金套利行为泛滥，央行边际收紧流动性，资金利率中枢抬升，金融环境逐步转向“紧货币、宽信用”。银行间质押式回购加权利率中枢从低位回升至疫情前的水平，带动债券收益率也持续上行（图表1）。

12月中央经济工作会议对货币政策也重点强调防风险，兼顾稳增长。会议删除了2019年的“保持流动性合理充裕”、“降低社会融资成本”，强调了“保持宏观杠杆率基本稳定、处理好恢复经济和防范风险关系，可以看到政策重点从稳增长略偏向于防风险”。

央行的五大目标经济增长、充分就业、物价稳定、国际收支平衡、金融稳定中，经济增长和就业暂时保持平稳，汇率持续升值，物

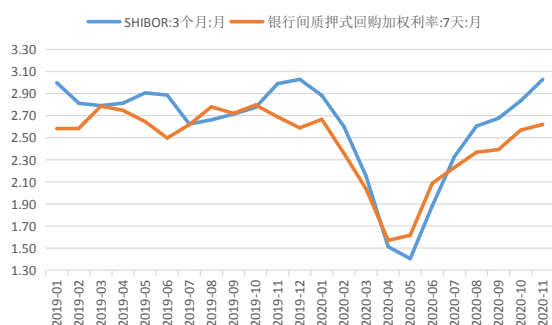
价温和上涨，短期内预计均处于次要地位。而2020年逆周期政策实施，使得宏观杠杆率上升幅度较大（图表2），从2019年末的245%上升至270%，债务风险有所提高，因此防风险仍然是央行货币政策的首要目标。除金融稳定外，经济复苏仍有尾部风险的情况下，稳增长仍然需要兼顾，因此短期内货币政策预计仍然保持中性，2021年将类似于2019年，更倾向于相机抉择。

狭义流动性保持紧平衡，广义流动性将逐步收缩。金融环境逐步从“紧货币、宽信用”向“紧货币、紧信用”过渡。2021年一季度或迎来社融增速的拐点，一是明年财政政策力度减弱，政府融资规模将环比下降；二是随着地产调控趋严，居民房贷增长预计放缓；三是随着特殊时期政策的退出，企业融资增速预计也将放缓；四是2021年为资管新规最后一年，理财产品整改也会造成信用收缩（图表3）。

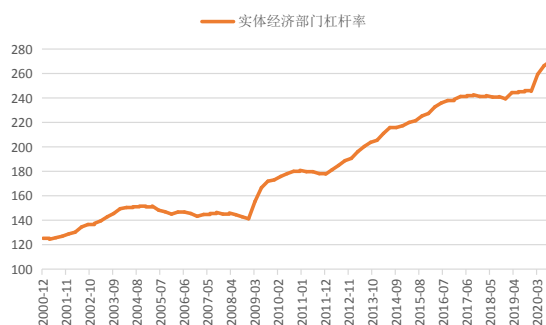
从社融增速来看，2020年持续回升，但从商业银行总资产增速看，10月以来银行规模扩张已经开始放缓。近期债券市场违约事件频发，也从侧面反映信用可能开始边际收缩。2021年一季度受基数和开门红影响，预计社融增速仍然保持高位，随后将逐步回落。

从以往经验看，当金融环境保持“紧货币、紧信用”一段时间后，将对实体经济产生负面影响，此后货币政策将重新开启宽货币周期。展望2021年，上半年预计紧货币延续，下半年在经济下行压力显现后，稳增长或再度成为首要目标，货币政策可能会发生转向。

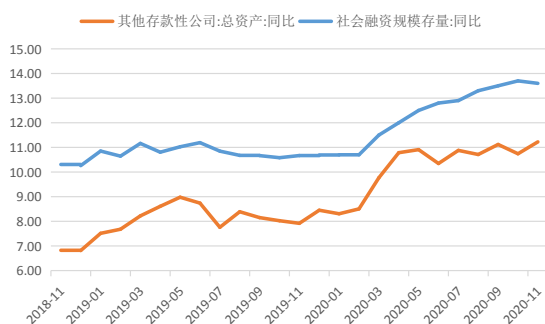
图表1：货币市场资金利率中枢低位回升



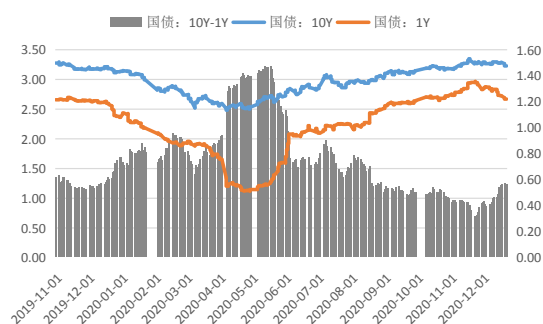
图表2：宏观杠杆率升幅显著



图表3：社融和商业银行总资产同比增速



图表4：债券市场期限利差先扩大后缩窄



二、利率债：收益率高位磨顶，配置盘合理布局

2020年新冠疫情背景下，债券市场走出先牛后熊的深V行情。一季度受国内疫情爆发、海外疫情扩散及延续爆发影响，债券收益率大幅下行至2016年低点以下。自5月份开始，货币政策进入观察期，央行阶段性边际收紧流动性，严管资金空转套利。同时特别国债和地方债密集发行，利率债供给压力冲

击较大，现券收益率大幅上行。到12月底，收益率已基本上行至年初水平。

从收益率曲线形态看，2020年收益率曲线经历了先极度走陡后又走平的过程。新冠疫情爆发后，央行实施宽松的货币政策，流动性极为充裕，并调降存款准备金率，带动短端快速下行，期限利差扩大至历史高位，10Y与1Y利差上行至146BP。后续随着流动性边际收紧，期限利差缩窄至历史平均水

平，10Y与1Y利差缩窄至56BP左右（图表4）。

展望2021年，影响债券市场的主要因素有以下四点：

（一）经济复苏延续，基本面难言利好

一季度疫情过后，在积极的财政政策和宽松的货币政策拉动下，经济增速从低位开始回升，三季度GDP增速已回升至4.9%。支撑经济增长的动能逐步从投资转向消费，从制造业逐步传导向服务业。

展望2021年，经济复苏的趋势预计延续至一季度。受基数影响，一季度将是GDP增速高点，后续三个季度逐步回落，但幅度预计可控。

1、基本面复苏预计持续至明年一季度。

2020年在逆周期政策刺激下，固定资产投资率先修复。1-11月固定资产增速为26%，累计增速继续回升，增速较前值提高0.8个百分点。其中地产和基建支撑投资回升的主要因素，制造业投资恢复相对较慢，但四季度以来开始加速。

展望2021年，地产投资短期内有望保持韧性，中长期增速预计缓慢下行。2020年地产投资强劲，但随着房企融资“三道红线”规则出台，后续地产投资放缓的可能性较高。但短期内地产竣工或将形成支撑，地产库存目前也处于较低位置，2021年地产行业内生放缓动能不强，预计地产投资缓慢下行，较难出现断崖式下行。基建投资预计保持平稳，在全球经济同步复苏后，财政政策继续加码的必要性下降，逆周期调节政策将逐步退出，明年赤字率预计重新下降至3%，财政收敛对基建的支撑将减弱。制造业投资有望继续回升，一是从库存周期看，一个完整的库存周期约为42个月，本次库存回升始于2020年1月，目前尚未结束，2021年有望持续。二是出口以及地产竣工将对制造业形成支撑。三是2020年企业中长期贷款增幅较大，预示制造业修复前景较为乐观。

2020年出口保持较高景气度，向后看2021年出口景气度预计

能够维持，一方面RCEP协议签订后，对后续出口有所提振；另一方面海外需求持续复苏，对出口形成支撑。但随着疫苗研发完成后海外工厂复工，替代效应对出口的支撑将逐步减弱。

疫情后消费增速回升一直较为缓慢，但8月份以来，当月消费增速已经由负转正，显示消费有加速修复的迹象。随着经济回升，居民收入增速也稳步回升，消费意愿逐步修复。同时地产进入后周期也对相关家具、家电消费形成拉动，预计2021年消费能够延续回升的趋势。

2、通胀进入温和上行阶段。

2020年整体呈现CPI持续下行、PPI缓慢回升的趋势。展望2021年，通胀预计保持温和上行。根据测算，年内随着猪肉供给持续增加以及基数抬升，CPI预计继续下行，2021年1月份或为低点，随后逐步回升。PPI目前仍然处于通缩区间，预计后续随着全球复工，工业品价格上涨，PPI回升趋势有望延续。

整体而言，经济复苏的趋势预计将延续至2021年一季度，通胀也将进入温和上行阶段。从经济基本面看，债券市场的拐点尚未来临。

（二）2021年利率债供需矛盾将缓解

2020年5月份以来，债券供给也一直是推动收益率上行的主要原因，2021年利率债供需矛盾预计将有所缓解，债券供给对收益率的约束将减弱。

1、国债和地方债供给减少。

2020年国债和地方债合计新

增约8.5万亿，包括3.76万亿国债地方债（赤字率36%）、3.75万亿地方政府专项债以及1万亿特别国债。展望2021年，随着经济内生增长动力的提升，财政政策力度预计减弱，赤字率再度下降至3%，特别国债可能不再发行，专项债规模也将缩减。简单测算，按照3%赤字率，明年国债和一般地方债新增约3.1万亿，专项债新增规模下降至3.2万亿，二者合计约新增6.3万亿左右，较2020年减少2.2万亿。

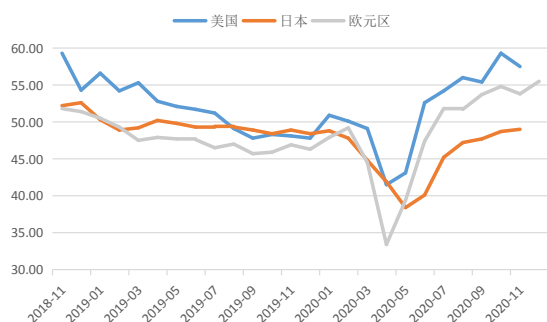
2、需求端增持力量有望维持。

从需求端看，2021年增持力量也有望加大。一方面商业银行作为利率债增持主力，2020年债券新增额度主要受贷款挤压，且大部分被地方债占用，导致其负债端压力较大。2021年随着贷款增速的放缓，银行配债额度预计将有所增加。二是境外机构增持力量预计增强。2020年美债收益率维持在1%以下的低位，中美利差保持在230BP，同时人民币汇率持续升值，使得中国债券对境外机构保持较强的吸引力。考虑到人民币全球化以及人民币债券纳入全球债券指数，2021年这一趋势有望增强。三是随着近期高等级债券违约事件频发以及后续信用收缩，预计机构风险偏好将有所回落，对利率债的偏好将增强。

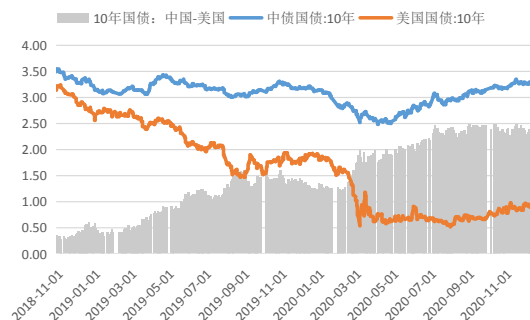
（三）中美利差保持高位，后续或随美债收益率回升而收窄

从国际经济看，3月开始，主要发达经济体出现一轮疫情爆发，并对应均采取了封锁措施，二季度经济因此陷入大幅衰退。三季度，随着疫情有所控制和经济的持续重启，主要发达经济体经济状况都迅

图表5：主要发达经济体制造业PMI走势



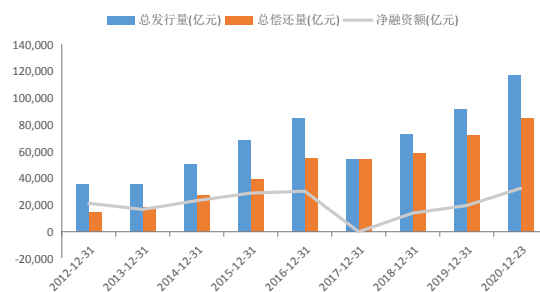
图表6：中美利差持续走扩



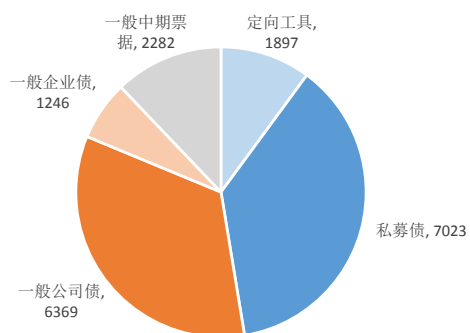
图表7：股债比价下降至低位



图表8：主要信用债品种净融资额年度变化



图表9：2021年含回售条款的券种分布（亿元）



速反弹，制造业在下半年恢复良好。四季度以来疫情虽有所加重，但随着疫苗的逐步推广，明年下半年海外经济可能步入较好的经济增长阶段（图表5）。

为对冲疫情对经济的冲击，欧美日央行均采取了宽松的货币政策。在大幅宽松政策下，美债收益率持续处于低位，而中国国债收益率持续上行，导致中美利差自5月份以来持续走扩，并维持在230BP的高位。展望明年，美债期限结构可能处于持续走陡状态。美联储

零利率和QE政策预计明年全年维持，美债短期收益率难有上行。疫苗的持续推广和美国新一轮财政刺激后续推出，经济社会不断恢复，都将持续推升风险情绪，通胀后续也将逐步走高，美国长端收益率预计会有所上行，或带动中美利差缩窄（图表6）。

（四）债券性价比提升，配置价值较高

随着5月份以来债券收益率的持续上行，股债收益率比价也不断降低，债券性价比逐步提升。以万得全A滚动市盈率的倒数作为衡量股市收益率的指标，其与10年期国债收益率的比值不断降低，目前已经下降至1.35，处于近十年历史分位数15.5%。从股债性价比角度看，债券的配置价值不断上升（图表7）。

总体而言，经济基本面持续复苏、通胀预计进入温和上行阶段，短期内货币政策的重点仍然为金融稳定，金融环境预计逐步从“紧货币、宽信用”向“紧货币、紧信用”过渡。在此背景下，资金价格将围绕政策利率上下波动，债券市场趋势性下行的拐点尚未出现。为兼顾稳增长需求，货币政策将相机抉择，收益率大幅上行的概率也较低。经济增速和社融增速预计在一季度达到高点，预计在此之前收益率处于“磨顶”状态。目前利率债配置价值较高，配置盘可选择中短久期先行介入。后续需密切关注投资增速放缓，经济下行压力再现的契机，为利率下行带来趋势性机会。需要关注的风险点在于海外经济复苏强劲、贸易协议签订带动出口超预期、通胀上行加快等。

整体而言全年收益率中枢难以大幅抬升，预计呈现前高后低的走势。

三、信用债：防御型策略为主，久期保持谨慎

（一）信用债一级市场情况

在2020年上半年宽信用政策推进下，信用债发行量创历史新高。截至12月23日，主要品种（短融、中票、公司债、企业债、PPN）共发行11.73万亿，其中3-4月单月发行规模超1.5万亿元，突破16年单月发行规模高点。净融资规模目前达到3.24万亿，较去年提升12.828亿元，高于14-16年债市快速发展阶段。上半年在疫情冲击之下，央行投放流动性，资金面保持宽松。疫情防控绿色通道推出，以及3月公司债和企业债注册制施行，信用债上半年净融资大幅增加，下半年货币政策回归正常化，信用债融资节奏有所放缓。

分品种而言，城投和非城投净融资规模较去年均有所提升，净融资规模目前分别达到16.469亿元和15.966亿元，非城投净融资较2019年提升8.532亿元，仅次于15年受益公司债开闸形成的融资高峰。城投债净融资规模进一步扩大，较2019年提升4.295亿元，在弱国企违约加剧和房地产融资受限下，投资机构择券预期趋于一致，对城投债更为青睐（图表8）。

展望2021年，不考虑明年发行的短融到期，主要信用债品种到期规模（不含提前偿付、含权等）约达6.60万亿，整体偿付压力较大。中长期品种债券到期规模大约在4.56万亿，其中发行的私募公

司债和PPN合计超过1.26万亿，发行人认可度较公募债券主体略低，面临一定的再融资压力。进入回售期的存量债券规模约为1.88万亿，其中私募公司债回售规模达0.7万亿，中低等级资质发行人的融资渠道仍需持续跟踪和观察。2021年偿债高峰期集中在1月、3月、4月及8月，需关注阶段性偿债压力（图表9）。

（二）信用债二级市场情况

回顾2020年全年信用债走势，历经疫情行情、基本面和流动性驱动、供给压力、事件冲击等多重因素，信用债收益率整体呈现V型反转。信用债收益率走势可大致分为四个阶段：

第一阶段为年初至4月底，疫情是影响债券市场的主线。受疫情影响，市场对于经济下行担忧加剧，央行货币政策加码，呵护流动性态度明确，4月初下调超额存款准备金利率，短期品种收益率明显受益，信用债收益率陡峭化下行，突破了16年的低点。

第二阶段为5月初至6月底，供给压力与货币政策为债券市场主导因素。5月，财政政策发力，地方专项债和特别国债扩容，债市供给放量逐步显现，叠加货币政策宽松不及预期，债市整体情绪偏弱。6月初，央行创设直达实体经济货币政策工具，资金面明显收紧，债券市场快速调整，基本回吐前期涨幅。

第三阶段为7月初至11月上旬，“股债跷跷板”效应下，债券市场震荡上行。下半年，各项逆周期政策刺激下，我国经济展现了较强的韧性，A股大幅上涨，“股

图表10: 信用利差变化表

品种	期限类别	1Y	3Y	5Y	7Y
AAA	较去年末变化幅度	(25)	8	2	(5)
	最新分位数 (自 2011)	7.00%	19.20%	15.00%	15.80%
	最新利差	55.86	78.23	83.77	87.56
AA+	较去年末变化幅度	(6)	33	11	(8)
	最新分位数 (自 2011)	18.60%	31.60%	21.20%	14.60%
	最新利差	85.78	115.14	122.76	126.56
AA	较去年末变化幅度	21	42	8	(32)
	最新分位数 (自 2011)	23.90%	27.70%	16.70%	20.40%
	最新利差	123.78	148.14	160.76	166.56

图表11: 期限利差变化表

期限利差	中票 3Y-1Y				中票 5Y-1Y				中票 5Y-3Y			
(BP)	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
较去年末变化	20	25	7	13	11	0	(30)	(17)	(9)	(25)	(37)	(30)
历史均值	30	35	43	64	52	64	81	107	22	29	38	44
最小值	(54)	(52)	(32)	(23)	(45)	(38)	(14)	(7)	(7)	(4)	0	4
最大值	83	92	106	154	130	148	166	207	61	74	88	91
现值	45.52	52.51	47.51	52.51	64.49	73.56	73.56	85.56	18.97	21.05	26.05	33.05
分位数水平	76.30%	77.10%	54.40%	41.10%	64.00%	57.70%	41.30%	29.80%	39.90%	31.80%	29.60%	31.40%

债跷跷板”效应下债市显著回调。随后，中美冲突升级，债券市场有一小波反弹。但经济修复、供给压力、货币政策常态化等利空因素依然无法证伪，债券市场整体处于震荡上行格局。

第四阶段为11月中旬至今，国企超预期违约，信用利差迅速走扩。年末，华晨、永煤等大型国企接连违约，国企信仰遭受冲击，信用债收益率上行，信用利差整体走扩。随后，国务院召开金稳会，表

态严厉打击各种“逃废债”行为，债市情绪有所恢复。

就全年信用利差而言，高等级短久期品种表现突出，成为今年机构配置的主力方向之一。疫情影响下，市场风险偏好明显降低，

需求向高等级品种集中，如1Y品种中，AAA压缩幅度为25BP，3-5Y品种走扩2-8BP，表现均优于中低等级品种。另一特征为短期限品种表现更佳，主要原因为今年结构性存款压降压力大，同业存单利率大幅攀升，收益率曲线呈现熊平特征，从绝对收益来看短端存在一定配置价值。当前分位数显示，除3Y品种外信用利差已至历史偏低水平。5-7Y品种的分位数在15%左右，1Y的AAA品种已被迫平至10%以内，整体保护十分有限，在无风险利率没有打开下行空间下，信用利差进一步压缩较为困难。3Y信用利差尚存一定的操作空间，但在当前整体信用环境恶化背景下，不建议过度下沉（图表10）。

就2020年全年期限利差而言，信用债期限利差整体先上后下，期限利差的高点出现在5-6月。上半年，在疫情影响下，市场整体较为谨慎，普遍选择中高等级短久期信用债；而下半年以来，宽信用背景下，经济基本面好转，机构开始适当拉长久期；年末永煤事件冲击市场，期限利差又有所走扩。就当前分位数而言，曲线的陡峭化程度仍然较高。中高等级3-1Y期限利差的分位数处于75%以上。5-3Y期限利差来看，中高等级分位数在30%左右。整体来看，高等级中等久期品种性价比相对较高，期限利差仍有一定可操作空间（图表11）。

（三）信用债违约情况分析

2020年至今，民企违约潮并未延续，民企违约主体个数仅17家，相比2019年的32家，违约情况有较大改善。国企违约主体数量尽

管和去年一样，但违约本金及利息从19年70.49亿元升至20年258.48亿元。本轮债市违约表现出单个主体违约金额规模庞大，以及主体评级为AAA的大国企（华晨集团、永煤控股）违约事件对市场信仰形成冲击。

就新增违约主体的行业分布而言，依然相对分散。三类主体违约相对较多：其一，行业自身景气度下行叠加疫情冲击，企业盈利能力下滑，下游需求不足导致盈利亏损。经营性现金流回笼较慢，再融资渠道不畅，面临短期流动性压力；其二，企业或子公司多次被列为被执行人及股权冻结，股份质押比例较高，银行授信额度不足，外部融资空间受限；其三，企业自身发展前期激进扩张，业务多元化，导致过度举债，面临较大的债务压力（图表12）。

相比以往，2020年年华晨汽车、永煤控股大国企违约事件对市场信仰造成一定冲击，违约前为大AAA国企，并存在转移资产嫌疑，地方政府支持能力和意愿存疑，引发市场对于“逃废债”行为的担忧。对于弱国企，政府在救助时可能会考虑企业长期造血能力和资产优质度，因此对资质偏弱国企研判要把握政府利益和成本权衡，更关注企业自身运营能力，弱化股东背景。

（四）信用债投资策略分析

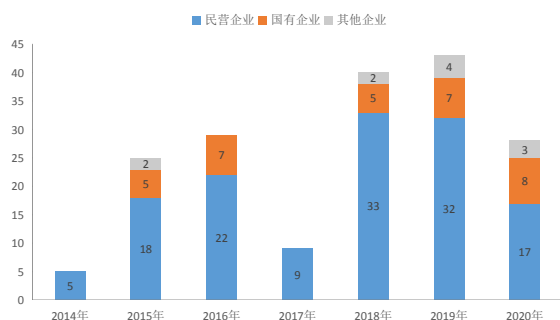
城投债方面，我们根据WIND城投债口径，通过统计2021年到期偿还和进入回售期的城投债余额发现，明年江苏、浙江、天津、湖南、四川仍然是城投债偿还规模

较高的省份。此外，通过计算到期和进入回售期债券余额占比存量债券余额比例发现，天津和山西占比均超43%，重庆、云南、新疆、黑龙江、内蒙古地区到期和进入回售期城投债占比也处于较高水平，占比在32%-36%。对于债券融资渠道较为依赖的区域，在信用环境收紧的背景下，需警惕债务滚续压力（图表13）。

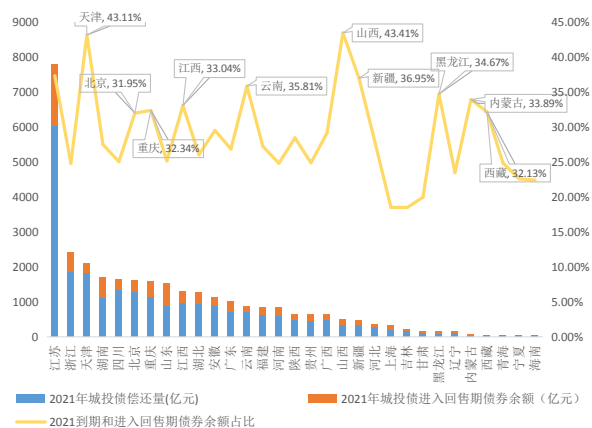
地产债方面，我们选取兴业研究房地产信用利差指标研究发现，自2020年8月房地产融资渠道收紧后，不同等级房地产债券信用利差迅速走阔，截止12月23日，主体评级AAA、AA+和AA的地产债券信用利差分别为95BP、221BP和364BP。就其分位数而言，自2013年至今，中低等级品种分位数处于历史高位。主体评级AAA、AA+和AA的地产债券信用利差分位数分别达到75%、75%和98%。目前，房地产行业信用利差升至相对较高水平，性价比凸显。此外，我们发现对比2020年二季度，有不少房地产企业通过减少拿地支出、加速销售回款和降低有息债务等手段降档。依据今年三季度财报数据统计“三道红线”相关指标发现，招商蛇口、华侨城分别从黄档和橙档降至绿档。“三道红线”出台后，企业有息债务增长被严格控制，激进扩张的业务风格受到抑制，增量市场向存量市场转变，房企发展更加健康有序。因此，在择券时可选择财务稳健、土地储备充裕、周转情况良好的龙头企业。

11月永煤违约事件再次打破“国企信仰”，引发市场对“逃废债”行为担忧。在信用情绪偏

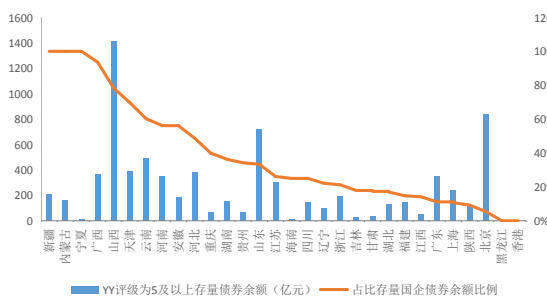
图表12：2014-2020年新增违约主体数量（个）



图表13：2021年城投债偿还量和进入回售期债券余额情况



图表14：YY评级为5及以上存量债券情况



弱情况下，弱国债券遭遇机构折价出售。我们对各地区弱国债券存量债情况展开分析，根据YY评级产业债口径，通过统计存量国债券的YY评级（评级越高，资质越差）发现，YY评级为1-4分的国企存量债占比为79%，5分及以下国企存量债占比为21%，因此，我们将YY评级为5分及以下存量债券发行主体定义为尾部国企。从存量规模来看，山西、北京和山东弱国债券规模较高。山西以煤炭开采企业为主，北京行业分布较为分散，以建筑施工及房地产开发企业为主，山东则以钢铁和煤炭开采企业为主。从弱国占比国债券余额比例来看，新疆、内蒙古、宁夏、广西、山西、天津、云南、河南和安徽占比均在50%以上。随着四季度弱国风险事件频发，市场对弱国避险情绪提升，再融资渠道受限，弱国风险或将进一步增强。考虑到弱国违约对所在区域融资造成冲击，部分机构存在“一刀切”现象，因此在择券时对弱国存量较高的地区保持谨慎（图表14）。

整体来看，2021年信用债投资建议以防风险为主，久期选择3Y以内。品种选择上，城投债方面，对于明年到期和回售规模占比较高的区域如天津、重庆、云南等地，不建议过度下沉，以保证品种充分流动性应对信用风险冲击带来的抛售压力；对于产业债而言，地产不仅是周期性行业，也是政策敏感型行业，在行业监管政策处于边际收紧的背景下，可关注财务稳健、销售去化回款情况较好、土地储备充裕的龙头企业；此外，根据偿债能力分析，建议关注修复较快的医药生物、电子和机械设备方面的企业。

“双循环”、“开放大国”模式 与制造业高级化转型

—— 申万宏源宏观“国风”系列之二

主要内容：

● 如何理解7月30日政治局会议所提的“双循环”新发展格局？在这一新的战略导向下，我国经济结构会产生怎样的中长期结构优化效应？

○ **横向比较：“双循环”开创第三条发展路径——“开放大国”模式。**“双循环”勾勒出一个区别于全球现有两大成功模式的第三条发展路径——“开放大国”模式。1) 既有模式一：大国模式——“内循环带动外循环”。这种大国发展的模式，特点是对于全球经济以溢出效应为主，没有外部循环对于它自己的内部循环的带动作用。“以内循环来带动外循环”这种“大国经济”模式对于中国来说并不适用，原因在于我们现在还未达到制造业技术顶端，与发达经济体还存一定差距。2) 既有模式二：开放小国模式——“外循环带动内循环”。而另一种小国开放的模式与中国的“双循环”发展格局也有很大的区别。也就是说，外需的某一个细分领域，已经足够一个小型的经济体去把自己发展成一个发达国家，所以说才会出现如韩国和新加坡这样比较成功的案例。而考虑到中国的经济体体量已经达到全球的16.3%（2019年），那么小国开放模式对我国来说也并不适用。3) 我国独特的开放大国模式——“国内大循环为主体，内外循环相互促进”。所以在这样的一个背景下，我们提出“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”，而这也无疑是更为适合我国的未来发展模式。

○ **纵向沿革：94年以来我国“第三次转型”——国内消费升级拉动制造业高级化。**纵向比较，即从时间发展的角度来看，我国其实从94年开始，实际上已经经历了三次经济发展模式的大转型。这一次的“双循环”的提法可以认为是第三次转型未来发展路径进一步的清晰化，所以说是第三次转型的一个2.0版本。1) 当前处于“三大特征”共同作用阶段，可持续的经济发展需同时满足“三大目标”。2) 全球经济的历史经验证明，唯有“制造业高级化”才有可能同时实现“三大目标”，只有制造业升级能够持续提供技术进步，带动可持续经济增长。3) 制造业升级需要实体需求拉动，外需趋势性放缓背景下，唯有打开内需消费潜力，才有望推动制造业高级化。4) 而我国居民消费水平仍然不高，特别是商品消费在GDP中的占比显著偏低，加之我国居民极少依赖货币杠杆进行消费，因此第三次转型的重要中长期政策手段，即通过合理的财政扩张政策，增加居民收入，提升居民的消费偏好，以刺激内需消费。

○ **经济政策趋于长期化，经济增长波动减弱，商品消费贡献或稳步提升。**1) 货币政策隐于幕后，或将长期趋于中性。17年开始主动性的压降宏观杠杆，实际上就是主动性的减少地产的周期性波动，并把基建投资从融资端，从地方政府的激励这一端去控制。因为制造业是离货币政策最远的一个部门，货币政策会从前台逐步走向幕后，真正意义上成为一个配合性的政策工具。2) 财政政策走向前台，扩张财政增加居民分配。财政政策事关各部门在GDP中的分配，从而将成为未来宏观经济政策的主要发力点，导向有两个方向：一是增加居民收入分配的比重，二是降低商品消费价格、保持房价稳定，从而优化居民的广义配置结构，引导居民将更多的收入用于消费升级。3) 要素市场化改革、全国统一市场的形成与企业生产效率的提升。未来的财税体制改革就是把地方政府从一个“经营短期区域经济”的主体，把它转变成一个“经营长期公共服务”的主体。并且通过公共服务的均等化来实现要素市场的全国一体化。4) 经济周期性波动或明显趋缓，增长结构中商品消费的贡献或逐步提升。经济增速更多预计将由居民消费、特别是商品消费所驱动，投资和外需的拉动作用逐步弱化。预计未来十年我国GDP增长中枢在5%-6%左右。

1

横向比较：“双循环”开创第三条发展路径——“开放大国”模式

“双循环”勾勒出一个区别于全球现有两大成功模式的第三条发展路径——“开放大国”模式。横向对比全球经济发展的成功经验，它和现有能够看到的两个成功模式有一个根本性的区别，这种区别是建构在中国目前的发展阶段，我们在总量和人均意义上的发展的不匹配，以及我们所处的制造业全球存量竞争的大格局里面。“双循环”是我们能在复杂国际环境中求得的一个最优解，但是确实是历史上比较罕见的发展格局。从横向角度比较分析，在战后我们还没有看到有类似于我们现在规划的中长期发展路径的其他经济体的成功经验，所以我们在这个过程当中必然要面临很多原创性和整体性比较强的政策与规划。

1.1 既有模式一：大国模式——“内循环带动外循环”

全球存在两种比较成功的发展模式，一种就是发达国家为主的大国经济发展模式，其特点为“以内循环来带动外循环”。以美国为代表，因其制造业集中于价值链高端领域，本身就已经处于制造业生产技术的顶端和前沿位置。从而制造业的高端化程度，超过了人口结构能够支撑的最大产能。这样的一个矛盾如何解决？就是把比较偏中低端的生产环节全部外包，对新兴市场国家以投资的形式进行全球的

产能布局，产成品则较多的以商品进口的形式回流美国，进行消费。考虑到美国人口数量位于发达国家中的第一位，同时因为这样的一种模式，居民消费会明显的大于本国的工业生产，从而形成连续的大额经常账户的逆差，特别是货物贸易的逆差。但与发展中经济体靠对外融资弥补经常账户赤字不同，美国依靠自己的美元发行来融资。那么这种融资的格局的实质，就是凭借制造业的优势地位，获取了全球金融体系中的顶尖地位，所以能够实现攫取全球铸币税收入来弥补经常账户的逆差，而这也就是主要发达国家共同采用的一种发展模式。这种大国发展的模式，特点是对于全球经济以溢出效应为主，没有外部循环对于它自己的内部循环的带动作用。

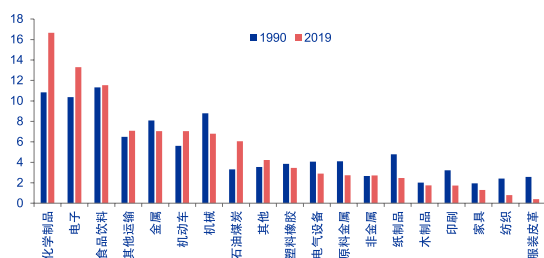
“以内循环来带动外循环”这种“大国经济”模式对于中国来说并不适用，原因在于我们现在还未达到制造业技术顶端，与发达经济体还存一定差距。在这个基础上我们会发现，中国的人均GDP水平和人均工资水平都比发达国家要低很多，所以在这个阶段，还没有办法凭借本国的制造业实体在全球的竞争力，来获取全球金融体系中的顶尖地位，从而我们的货币体系，也缺少从全球获得大量铸币税的这种可能性。当然国际储备货币

地位是人民币国际化未来的终极目标，但是这个终极目标我们仍然需要比较长的时间去实现，这中间需要制造业有一个长期的持续升级的过程。在达到这一终极目标的过程中，因为主要需要依靠制造业的供给能力的不断进化，所以我们不能够也认为中国可以因为体量大，就可以做到国内需求大于国内生产，形成大量的经常账户逆差的情况。从我国的发展阶段出发，我国现阶段仍然达不到发达国家的“大国经济”发展模式下金融体系的风险承担能力。所以这是以发达经济体为主的大国模式和中国的“双循环”发展格局的一个核心区别。

1.2 既有模式二：开放小国模式——“外循环带动内循环”

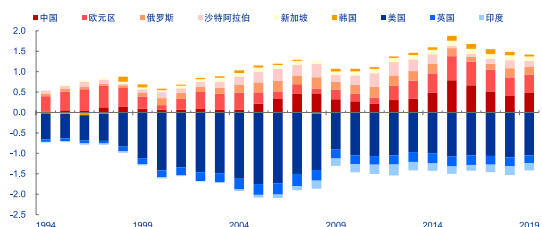
而另一种小国开放的模式与中国的“双循环”发展格局也有很大的区别。以小国开放模式的典型——韩国和新加坡为例，这两个国家的特点是在制造业某一特定领域的生产效率非常高。韩国主要是电子产业，而新加坡则是化工产业链下游直接相关的一些先进材料以及生物医药领域。对于小型经济体来说，全球的需求可以认为是无限大的，所以它可以在某些特定领域里面集中本国的资源和人才的优势去进行研发和升级迭代。也就是说，外需的某一个细分领域，已经足够一个小型的经济体去把自己发

图1：美国制造业增加值行业结构（%）：集中于高端制造业



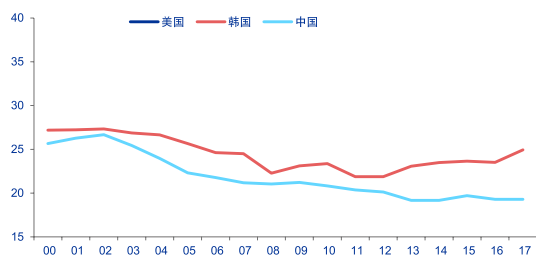
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图2：各主要经济体货物贸易差额/全球GDP（%）



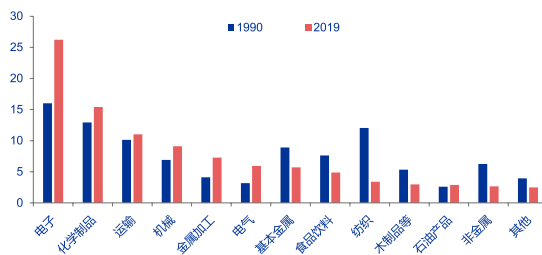
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图3：制造业增加值率（%）：中国仍低于美国和韩国



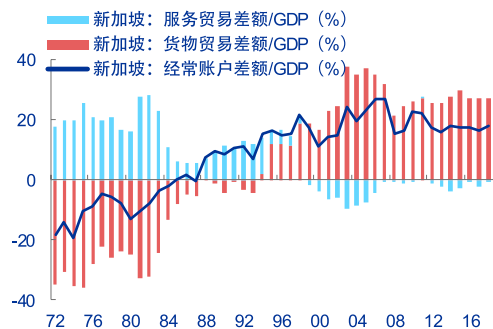
资料来源：CEIC，ADB，申万宏源研究

图4：韩国制造业增加值结构（%）：电子产业超过1/4



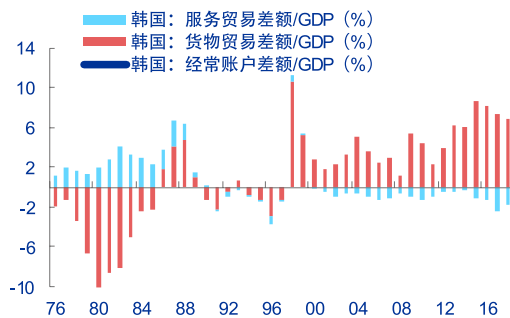
资料来源：CEIC，ADB，申万宏源研究

图5：新加坡经常账户差额/GDP（%）



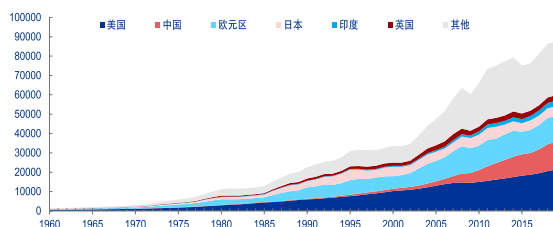
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图6：韩国经常账户差额/GDP（%）



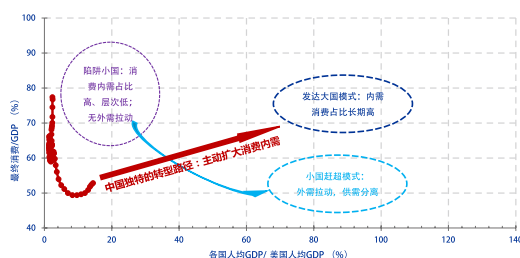
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图7：全球名义GDP（亿美元）



资料来源：World Bank，申万宏源研究

图8：我国的潜在转型之路：难在先例可循



资料来源：申万宏源研究

展成一个发达国家，所以说才会出现如韩国和新加坡这样比较成功的案例。

但是也应该注意到，在这样的案例之下，我们首先要求这样的经济体，它即使成为了发达国家（甚至像新加坡，人均GDP已经达到或超过美国的水平），但是它的总量GDP加总起来，在全球经济的占比仍然是非常小的。在这样的基础上才能够看到这些国家能够持续地获得经常账户的顺差。最近几年，韩国经常账户差额平均能达到GDP的5%左右，而新加坡甚至可以达到20%左右，所以这是一个小国开放并聚焦某一个领域做到极致的专业化，最后能够得到的一个比较好的发展结果。

而考虑到中国的经济体体量已经达到全球的16.3%（2019年），那么小国开放模式对我国来说也并不适用。为什么我们以国内大循环为主体，是因为我们不是一个小经济体，外需相对于我们国内的供给能力来说，池子不够大，

所以我们还是要给本国的供给能力重新开辟一份额外的需求，才能把本国的制造业发展能力不断迭代升级上去。全球经济现在是中国的6倍左右，外需当前只有我国5倍的总规模，而这5倍体量的增速相对来说不是很高的情况下，我国只能走向“求人不如求己”。同时需看到，我们自己现在的工资水平还是比较低的，仅处于美国的1/7略高一点的水平，所以我们未来的需求扩张、消费升级迭代的空间还很大。

1.3 我国独特的开放大国模式——“国内大循环为主体，内外循环相互促进”

所以在这样的一个背景下，我们提出“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”，而这也无疑是更为适合我国的未来发展模式。这确实是一个新的发展格局，而且也是在现在全球的主要国家里我们看不到的一种独特的发展模式，但是这种模式也是恰恰因为中国人均GDP水平还是

一个中等收入国家，但是总量上就已经达到了全球第二，达到了美国的2/3，19年占到全球经济总量的16.3%这样一个现状所能够得到的最优发展路径。

当然这个里面我们还是要关注到另外一点——既然我们提到国内国际双循环相互促进，则意味着我们未来在整个商品领域里面会更加着重于需求端的开放。我们在94年之后用了十几年的时间，已经向全世界证明了中国供给端开放后，供给能力提升的速度非常快。那么未来我们进口方面的关税，特别是一些消费品的关税，在中长期里面是趋于持续下降的，通过这样的方法，一方面，与全球共享我们需求的未来增长所能够带给供给端的这种改善的潜力，另外一方面，也是把我们的国内企业进一步推向全球市场，去面对一个更激烈的全球竞争。通过这样的方法能活下来的企业，最后一定会活得很好，最后成长为技术领先的全球前沿企业。

2 纵向沿革：94年以来我国“第三次转型”——国内消费升级拉动制造业高级化

纵向比较，即从时间发展的角度来看，我国其实从94年开始，实际上已经经历了三次经济发展模式的大转型。这一次的“双循环”的提法可以认为是第三次转型未来发展路径进一步的清晰化，所以说是第三次转型的一个2.0版本。第一次转型就是94年开始的外需拉动下的工业化加速的过程，这个过程在08年全球金融危机爆发之后是戛然而止。从09年开始，以“四万亿”为代表性的事件，我们进入第二次转型，这个阶段形成以地产基建等内需非贸易部门来拉动中国经济增长的一个过程。这个过程中有一个副产品、副作用，就是宏观杠杆率会提升比较快，整个经济的宏观金融风险会累积的比较多。所以从17年开始，以“资管新规”为标志，我们实际上已经进入到第三次转型，这一次转型的核心特征是以国内消费需求的升级和扩张来拉动我们本国的制造业高级化。这一模式与“国内大循环为主体，国际国内双循环相互促进”的最新发展格局表述是非常一致的，后者是第三次发展模式的一个明确化的导向。第三次转型本身就涉及到很多关于地产、财政、货币政策导向的一些中长期的转型的一个问题。那么这些问题在近期的政策的变化里面，在“双循环”的这样一个明确

的提法里面，实际上都产生了新的含义，所以我们就这一次的“双循环”提法叫做第三次转型升级，用国内的最终商品消费的需求来拉动制造业升级模式的一个2.0的版本。

1) 当前处于“三大特征”共同作用阶段，可持续发展的经济发展需同时满足“三大目标”。我们在《求索大国转型：道、势、策——2020年宏观经济展望》（2019.12.11）中提出我国宏观经济三大特征——中等收入国家、外需增速放缓和宏观杠杆高位相互掣肘，而经济政策组合需实现“三大目标”——跨越“中等收入陷阱”、结构性去杠杆和扩大内需。

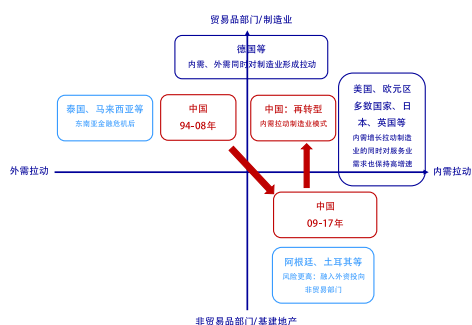
2) 全球经济的历史经验证明，唯有“制造业高级化”才有可能同时实现“三大目标”，只有制造业升级能够持续提供技术进步，带动可持续经济增长。回顾全球经济史，唯有持续实现“制造业高级化”，才有望成为发达国家。“过早去工业化”则是中等收入国家陷入增长陷阱的普遍标志。发达国家在实际人均GDP超过20000美元之前，制造业增加值/GDP>25%；而中等收入陷阱国家则普遍经历“过早去工业化”——实际人均GDP在6000-10000美元，已经开始去工业化。各国“去工业化”开始时，人

均GDP、制造业占比越低，去工业化对经济增长的负面影响越大。

3) 制造业升级需要实体需求拉动，外需趋势性放缓背景下，唯有打开内需消费潜力，才有望推动制造业高级化。17年资管新规之后，地产基建拉动模式在高宏观杠杆率的约束下已难以持续；外需则在08年全球金融危机之后趋势性放缓，近年来更经历了全球贸易环境的动荡。在此背景下，我国经济增长模式已经进入“第三次转型”阶段，需逐步释放内需消费潜力，才有望拉动制造业再度升级，获得可持续的高质量的相对较高增长。

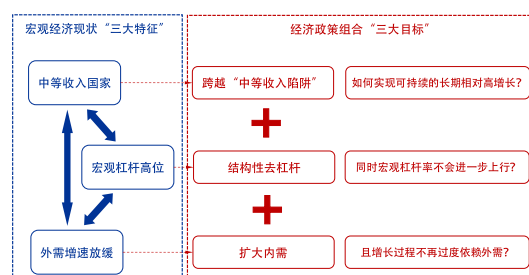
4) 而我国居民消费水平仍然不高，特别是商品消费在GDP中的占比显著偏低，加之我国居民极少依赖货币杠杆进行消费，因此第三次转型的重要中长期政策手段，即通过合理的财政扩张政策，增加居民收入，提升居民的消费偏好，以刺激内需消费。18年，我国居民商品消费在GDP中占比只有19.9%，对GDP增长的拉动作用实际并不非常大。但与其他主要经济体相比，我国居民商品消费潜力更大。这一点为我国以国内大循环为主体，带动国内国际可贸易品的双循环相互促进，具有重要的驱动意义。

图9：三大发展模式示意图



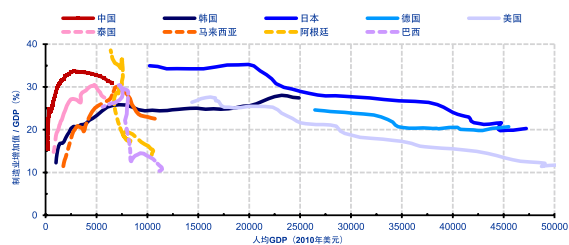
资料来源：申万宏源研究

图10：“三大特征”相互掣肘，“三大目标”缺一不可



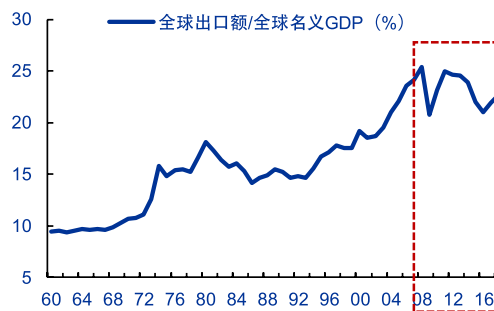
资料来源：申万宏源研究

图11：“制造业高级化”：发达国家的进阶之路 vs 中等收入陷阱



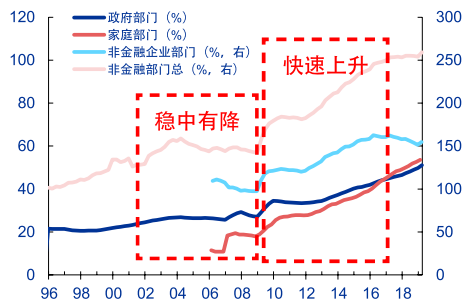
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图12：全球范围出口增长已经停滞



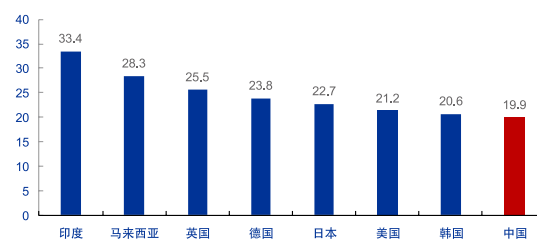
资料来源：Wind，申万宏源研究

图13：各部门宏观杠杆率快速上升



资料来源：BIS，申万宏源研究

图14：“各国居民商品消费/GDP (2018年, %)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

3

经济政策趋于长期化，经济增长波动减弱，商品消费贡献或稳步提升

3.1 货币政策隐于幕后，或将长期趋于中性

我们现在转型进入到第三阶段之后，政策整体为什么会趋于长期化，而令短期的政策周期弱化？

从货币政策的角度来说，我们在第二个发展阶段，也就是以地产基建激发国内需求的释放来拉动经济增长的过程中，对于货币政策是非常需要的。货币政策有主动宽松和主动紧缩的这种周期性特征，它对应的宏观经济结构性表现上，地产和基建投资也有这种周期性的特征。但地产和基建部门在货币刺激下，只能形成一次的GDP增长，而生产效率中期却很难提升，所以它对宏观杠杆率会形成累积效应，任何一个经济体都不可持续。大家如果回顾08年全球金融危机，为什么会在美国爆发？也是因为美国的货币宽松下，刺激地产高增模式，最后在08年将累积的风险集中爆发，所以说这种模式到最后通过宏观杠杆率，通过汇率以及外汇储备以及金融市场国际金融市场上的这些风险集中爆发，是可以给一个经济体带来很大的风险的。

17年开始主动性的压降宏观杠杆，实际上就是主动性的减少地产的周期性波动，并把基建投资从融资端，从地方政府的激励这一端去控制。所以在这样的一个过程中，我们其实是在避免中长期发展中类

似18年土耳其所经历的因地产泡沫所导致的外部金融风险集中爆发。整体来说，因为制造业是离货币政策最远的一个部门，货币政策会从前台逐步走向幕后，真正意义上成为一个配合性的政策工具。那么这也就意味着，货币政策不再需要以货币周期的宽松——紧缩阶段性的波动，去调节地产基建投资的增速，从而整体货币政策将长期趋于中性。

3.2 财政政策走向前台，扩张财政增加居民分配

财政政策事关各部门在GDP中的分配，从而将成为未来宏观经济政策的主要发力点，导向有两个方向：一是增加居民收入分配的比重，二是降低商品消费价格、保持房价稳定，从而优化居民的广义配置结构，引导居民将更多的收入用于消费升级。

一、财政融资扩张，主要是给居民增收，而不是去搞基建投资，因为基建投资是财政需要货币配合，加杠杆才能拉动增长的部门。这个方面，需要财政持续对居民收入、特别是薪资收入相关的个人所得税做一个减税的导向。我国在19年实施了真正意义上的首轮个税税率的调降，成为目前为止最大规模的一轮个税减税。在此基础上我们确实看到了居民收入增速高于名义GDP增速，从而意味着居民收

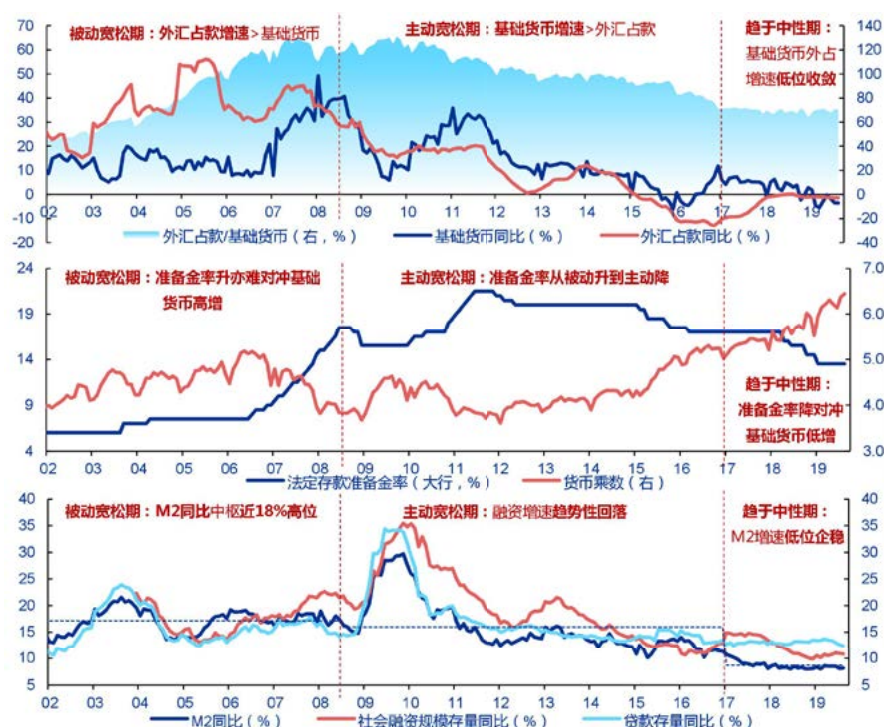
入在GDP分配中的比例是有所提升的。

二、财政政策未来会更为精细化，通过对增值税税率的调整去优化商品和服务的相对价格结构。增值税税率对于制造业企业的内销其实有一定的歧视效应，因为国内制成品销售的增值税税率明显高于服务业，未来要把这种歧视情况有一定程度上的扭转。我们看到18-19年，两轮增值税的减税，主要是针对制成品的增值税税率进行比较集中的下调，就是在沿着这个方向进行努力。

三、接下来就是地产调控的长效机制，保持房地产价格的平稳水平，这一点实际上也是一个广义的财政政策的导向，因为房价和地价是紧密联系的，这样的政策导向也是配合了我们从资管新规以来所看到的对地方政府的土地财政——基建投资短期拉动经济增长模式的抑制效果。

在这样的一个长期的财政扩张和结构优化的政策导向下，我们会看到未来居民收入水平的增速会高于名义GDP增速并维持一段时间。居民收入在GDP里面的比重也会提升起来，在一个比较优化的相对价格体系当中，居民也会更多的倾向于去把自己的收入与财富往消费、特别是商品消费的升级这个方面去做一些倾斜。

图15：货币政策：被动宽松——主动宽松——长期趋于中性



资料来源：Wind，CEIC，申万宏源研究

但是在个转型过程中，财政平衡也面临一个更大的融资压力问题，而这就需要由土地财政和国有企业利润对一般公共预算的腾挪关系来解决。土地财政，这两年以来已经更大程度上被一般公共预算在盘活，而未来可能会看到国有企业利润对于作为大股东的国家财政的更大支持力度。国家作为国有企业的大股东，拥有获得其分红的权利，这一部分收入未来补充到财政中的比例也会逐步提升。这是一个比较长期的，也是一个要协调好企业的投资、还有企业的生产经营和财政之间的关系的一个问题，预

计后续会出台更为具体的政策去推动。

3.3 要素市场化改革、全国统一市场的形成与企业生产效率的提升

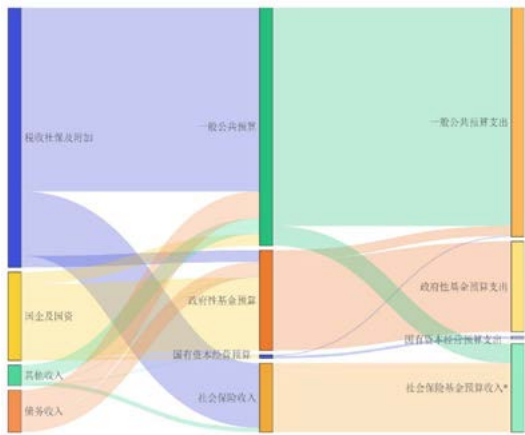
第三方面，我们建议大家关注的是近期的一些长周期的政策不可忽视，因为它未来会在比较长的时间里面，比如5年到10年的时间里面，对中国经济的格局形成比较大的改变。

最重要的长期政策就是在于要素的市场化改革。原先因为户籍制度和地方财政的分割性，令企业和人力资源在全国范围内流动的成

本极高。因为原先我们知道有户籍制度的限制，有地方政府的财政地方化分割的这样的一些问题，所以导致我们的企业想要流动，想要在全国范围内去配置资源面临很大的困难。然后人员人才想要在全国范围内流动，成本也很高。

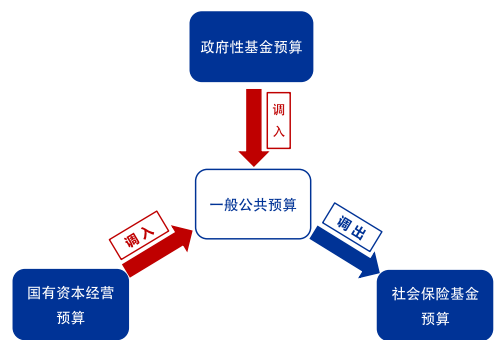
未来的财税体制改革就是把地方政府从一个“经营短期区域经济”的主体，把它转变成一个“经营长期公共服务”的主体。并且通过公共服务的均等化来实现要素市场的全国一体化。通过这样的方式，能够进一步的提升我们国内企业，特别是工商企业，在国内一个

图16：我国财政资金流量结构图（根据亿元规模标准化）



资料来源：财政部，申万宏源研究 注：社会保险收入中由一般公共财政补贴，故与支出段并列

图17：政府性基金预算、国有资本经营预算可以调入



资料来源：申万宏源研究

相对比较统一的市场上的这种资源配置的效率。通过这样的方式，以一个中国企业的身份能够更好的、以更低成本更低风险的形式，去参与到全球的供给端的竞争中去。这是我们建议大家关注的要素市场化改革的中长期的意义。它其实和我们现在看到的双循环的格局是非常匹配的。

关于这个问题我们有专门的专题报告进行分析，欢迎大家关注：《要素市场一体化：财政央地关系的战略性重构——申万宏源宏观“国风”系列之一》（2020.4.10）。

3.4 经济周期性波动或明显趋缓，增长结构中商品消费的贡献或逐步提升

“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，意味着经济增长的周期性波动或将明显趋缓，经济结构的

变化将更多呈现长期化特征。实际上经济的周期性起伏仅在两种情形下比较明显：一种是发达经济体，因增长中枢水平趋于收敛，经济结构已经相对固化，因此货币政策的波动以及外部环境和汇率的对应变化，可能导致某种弱形式的“经济周期”。第二种是新兴经济体以地产基建投资拉动经济增长的阶段，因货币政策对经济增长的影响格外大，加之对相对较高的经济增速有较强的政策动机，从而往往出现货币政策周期性波动驱动投资和经济增长的周期性波动特征。这种情况在我国经济发展的“第二次转型”阶段的09-16年较为明显。而进入第三次转型之后，随着货币政策逐渐转身幕后长期趋于中性，财政扩张又从主要支持基建投资转为着力增加居民收入分配，而居民广义配置结构的优化和消费升级过程又并非短期内可以看到，更多是一个长

期的、逐步的过程。此外，外需对我国经济增长的拉动作用已经逐步弱化，未来行将更加稳定。总结起来，我国未来经济增长的周期性波动特征将明显趋缓，经济增速更多预计将由居民消费、特别是商品消费所驱动，投资和外需的拉动作用逐步弱化。

预计未来十年我国GDP增长中枢在5%-6%左右，最终消费的贡献率稳步提升。1）随着“双循环”经济发展格局的确立，内需将成为未来5-10年经济发展的主要动力，其中居民消费尤其是商品消费将成为经济增长的最大贡献，服务消费随着收入的增长而同比例增长，财政扩张下预计政府消费增速也维持相对较高的贡献。初步分析，预计未来十年最终消费对GDP增速的贡献年均或将保持在4个百分点左右。2）为了控制政府杠杆和整体宏观杠杆率，基建投资增速

将趋于平缓，未来五年增长中枢预计在3%左右，而房地产未来仍将坚持“房住不炒”的导向，房地产长效调控机制下预计每年房价上涨幅度不会超过3%，地产竣工和地产销售预计维持在0%的增速附近，地产投资对于经济增长的贡献开始回落。但因为国内居民商品消费的升级拉动，预计制造业投资增速将在未来5-10年中有所提升，并逐渐成为固定资本形成中最主要

的贡献。但整体上固定资本形成对GDP的贡献是趋于回落的，预计未来对GDP的贡献在1.5%-2.0%左右。

3) 自09年第二次转型以来，“外循环”已经不能成为拉动我国经济增长的因素，而随着未来我国居民商品消费能力的提升，以及进口消费品关税水平的下降，预计进口消费品的占比有所提升，净出口对GDP的贡献在中长期都将在0%左右浮动。整体上，我国未来经济增

长在总量上呈现平缓趋势，而在结构上则凸显出居民商品消费升级的驱动作用，最终消费对GDP的贡献占比将持续稳步提升，固定资本形成的重要性有所下降且结构向制造业投资倾斜，而净出口对GDP的贡献均值在零附近，成为真正意义上的高水平开放基础上的国际收支平衡。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swsresearch.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

年度人气榜单盘点 2021重点布局对象!

固收江湖看这拨人就够了

鑫元基金 赵慧



赵慧拥有超 8 年证券从业经验，担任基金经理 5 年。曾在南京银行金融市场部资产管理部和南京银行金融市场部投资交易中心担任债券交易员，具有丰富的银行间市场交易经验。2014 年 6 月加入鑫元基金担任基金经理助理，2016 年 1 月担任基金经理。

由中国基金报 APP 举办的“年度人气基金经理”票选活动于 2021 年 1 月 18 日正式落下帷幕！鑫元基金赵慧荣登“年度人气基金经理 - 稳健投资人气榜 TOP10”。

年度人气基金经理 TOP 榜单 中国基金报

稳健投资人气榜单

排名	姓名	公司
1	邹维娜	银华基金
2	杨逸君	兴业基金
3	张清华	易方达基金
4	李轶	摩根士丹利基金
5	傅浩	泰达宏利基金
6	王玥	中融基金
7	黄纪亮	富国基金
8	张文平	平安基金
9	闫沛贤	中加基金
10	赵慧	鑫元基金

本次活动人气排名不代表基金经理未来业绩，不作为投资参考



人气基金经理赵慧最新观点

“她在管理产品的四季报中表示，去年四季度债券市场整体呈现出震荡反弹的行情，10 月至 11 月市场的主要核心矛盾仍是一级利率债供给不减、银行负债端压降结构性存款，银行间超储率偏低，同业存单利率居高不下带来的供需错配，叠加国企信用债违约事件的连续发酵引发的流动性冲击和信用分层，债市收益率震荡上行突破前高，尤其是与资金面更为相关的短端利率上行较多，整体曲线呈现极度平坦化的形态。她指出，到去年 11 月下旬监管发声，金融委‘严厉处罚逃废债行为’表明了立场，提振了市场的整体信心。同时央行也接连出手维稳资金面，且去年 11 月 30 日意外在月末临时增加一期 2000 亿元 MLF 等，传达出货币政策态度较前期边际放松的态度。在监管的一系列操作之下，收益率曲线整体快速陡峭化下行，短端利率尤其是前期因为一级供给因素而上行较多的短期国债开启趋势性下行通道，市场从而迎来年底的一波较大的交易性行情。”

展望一季度，赵慧预计，春节前央行大概率仍将主动维持资金面稳定，利率债一级供给相对较低，在年初机构较为旺盛的配置需求的推动下我们预计债券市场可延续去年底的反弹行情，收益率曲线有望继续陡峭化下行。但中期来看，**在出口延续强势、制造业加速修复和消费继续向常态化回归的带动下，库存周期和产能周期整体仍处于上升通道，债券市场的趋势性机会仍需要耐心等待。**

——以上内容摘自中国基金报
《年度人气榜单盘点 | 2021 重点布局对象！固收江湖看这拨人就够了……》



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