

# 万亿银行委外资金搅动债市

## 机构时刻戒备风向变化 呼吁委外规范化发展

□本报记者 黄丽 周文静

“银行委外资金在债市的规模已经大到一举一动都会引起市场大幅波动的程度。”华南地区某大型基金公司分管固收业务的高管对中国证券报记者说。越来越多的银行将理财资金和自营资金委托给外部机构管理,代替原本的非标资产。多家机构预计,约有万亿银行委外资金通过信托、基金等方式流入债市。根据中国证券报记者对几家规模差异较大的基金公司进行初步调研,基金管理公司近期固收业务规模均出现大幅增长,短时间内,银行委外资金占基金管理公司整体固收业务规模比重少则四分之一,多则二分之一。

高速发展的银行委外业务已经引起债市投资机构乃至监管层的注意。记者从业内人士处获悉,近日证监系统对债市进行摸底调查,而自去年下半年开始,已陆续有多家不同的监管部门对债市情况进行摸底。多位资产管理机构资深债券投资人表示,后续不排除出台一些规范银行委外规定的可能,银行委外若暂停或规模受限,可能将对债市形成冲击。机构普遍认为,从需求来看,银行委外规模仍将保持高速增长,因此呼吁委外按照社保基金等建立完善的管理人筛选和风控体系,实现银行委外业务的规范化发展。



CFP图片

### 万亿委外资金涌入 监管部门接连摸底

随着信用风险暴露叠加流动性充裕,“资产荒”成为众多银行不得不面对的难题,越来越多的银行将理财资金和自营资金委托给外部机构管理,代替原本的非标资产,以追求多元化资产配置和相对较高的收益,其中,大量银行委外资金流入债市。

据悉,委外业务起源于近年来城商行和农商行的理财、自营资金规模加速增长,但由于这些银行自身投资团队成长无法匹配,委托投资就成为一条重要的资产配置渠道。而后,股份制银行甚至大型国有商业银行也加入委外行列。“基本上所有的银行都涉及委外业务,资金来源上理财和自营都有,通常都是通过信托计划、基金专户的形式进行产品合作,也有一些地方银行的委外通过投顾形式参与。银行资金通过外部机构进入债市主要方式是结构化产品和直接委外,当前基本是以直接委外为主。”深圳一家大型股份制银行人士说。

“不少大型券商的银行委外业务规模已经在千亿级以上,银行委外资金大部分流向债市。”一家券商固收部门人士对中国证券报记者透露,其所在券商的银行委外资金规模在200亿

元左右,基本上投资于债市。

根据中国证券报记者对几家基金公司初步了解的情况来看,基金管理公司近期固收业务规模均出现大幅增长,短时间内,银行委外资金占整体固收业务规模比重少则四分之一,多则二分之一。例如国内排名靠前的某大型基金公司,其固收业务规模整体已经超过3000亿元,其中银行委外资金近千亿元。另一家近期接连发行了多只债券基金的大型基金公司也透露,其2300多亿元的固收业务中,银行委外大约占四分之一。这一比例在中小型基金公司或更高,例如华南地区某固收业务规模在200亿元左右的基金公司,银行委外的比例已经接近二分之一。

“委外将是继非标之后银行理财收益的重要支撑,是各类机构抢夺的市场之一。”济安金信基金评价中心主任王群航表示,自去年下半年以来,在新成立的基金当中,接受委外资金的基金可能已经出现在公募产品当中,即委外资金以一个户来认购相关的基金。根据济安金信基金评价中心的统计,今年一季度,可能存在这种情况的基金有37只,规模从2亿元到80亿元不等。中信建投证券分析,2016年的理财收益率

将进一步下滑,高收益资产的减少及到期对理财业务利差的挤压将更明显,理财对中(4.5%左右)、高(7%以上)收益率资产的追逐将更“饥渴”。2015年末,22万亿元的理财存量派生出的委外资金需求或已接近万亿元,2016年委外比例可能继续上升,结合理财规模增长,委外需求可能会达到2-3万亿元。

高速增长的银行委外业务也引起了监管层的注意。近日,有消息称,来自监管层的债券杠杆调查表下发到多家基金公司,要求各家公司按上交易所、深交所、银行间分别统计债券持有规模和回购融资余额。这也是去年底以来,自中证登、基金业协会、央行调查基金公司专户和子公司债券杠杆情况以来,证监系统再次摸底情况。“管理层现在正在进行摸底、调研。其实之前也有不同的监管部门进行几次摸底,找四大行、基金公司等了解委外的规模、杠杆。”华南地区某大型基金公司分管固收业务的高管向记者透露,政策出台前通常会对业界进行摸底调查,类似于征求意见,现在可能正处于数据搜集、调研的阶段,不排除最终会出台一些具体的调控政策。另一位资深债券基金经理也表示,感觉到最近“有吹风的意思”。

### 加杠杆覆盖成本 风控务虚“粗放”发展

对于银行来说,委外的尴尬之处在于成本与收益之间的倒挂,而经历了两年债券牛市后,债券收益大幅下行,目前仅靠持有到期,债市能提供的收益有限。众所周知,目前尚无哪家银行打破刚性兑付,资金成本居高不下,但委外的收益是浮动的,如果债市稍有下行或者被委托机构的投资能力不够强,银行需要自己消化其中的损失。目前银行遇到的问题是,理财发行能力很强,但资金管理能力缺失没能跟上。

“一般来说,国有行和股份行都有自己的投资团队,特别是债市。但对于中小行来说,缺乏投资团队和经验,资金主要交由其他机构去打理,对风控的把握也较为有限。主要投资去向还是债市,对银行来说,资金安全和稳定的收益一直是放在最前面的,而债市风险相对可控,还是银行资金的主要去向。但具体规模有多大,目前还没有一个详细的统计数据出来。”一家股份制资管部人士介绍。

### 时刻追踪政策风向 呼吁委外规范化发展

市场上陆续传出的“央行将控制委外市场规模”等消息令身处债市的机构投资者不得不提高警惕。“虽然现在并没有明确的说法要规范银行委外,但我认为监管机构摸底的意味耐人寻味。”深圳一位债券基金经理表示。

前述固收业务高管也表达了同样的观点。“今年的政策到底会怎么走,未来会出什么样的政策,我们也不是特别清楚,这也是我们目前最想知道的。目前我们能做的就是持续密切地跟踪委外资金的动向。公司也一直在和监管层以及我们的客户进行密切沟通。”

“从资金需求角度来说,现在支持债券市场在很大程度上是以银行委外资金为代表的机构投资人,有源源不断的资金进入这个市场也是支持债券长时期较低收益率的主要原因。如果今年发生一些政策面上的变化,比如说银行委外资金的投资有收紧,影响到银行资金做委外或是直接进入债市,对于债券来说,本身供给就有增加的预期,再加上需求下降,对债市可能形成很大的风险点。”该高管表示,目前银行委外资金在债市的规模已经大到其一举一动都会引

起市场大幅波动的程度。

中金公司分析师张继强称,委外模式是债市公认风险点之外的风险所在,“理财和银行自营大量将资金委外,试图将业绩压力转移。委外及投顾通过定制化服务确实可以实现优势互补。但在这一过程中,杠杆和信用风险偏好往往得到了放大。在目前的利率水平下,必须需要向风险要收益。一旦未来信用事件增多,不少产品的底层资产受损,业绩不达预期,会发生什么情况?会否引发流动性和波动风险,值得我们居安思危思考和警惕。”

国泰君安证券分析师任泽平表示,对银行理财、自营资金的委托管理业务高度关注,由于实操过程中委外业务杠杆和信用风险偏好常被放大,潜藏了巨大风险。央行会上专门了解委外情况,释放的信号十分明显,委外规模和股债结构化产品杠杆比例的限制可能越来越严。短期看,可能会引起市场波动;中期,控制委外会加大银行自己配置利率债的规模;长期有利于防范流动性风险和降低系统性风险。”

事实上,基金公司等接受银行委外管理机构也认为,考虑到银行的资产配置压力,未来派生出的委外需求将远超目前的市场容量,规范银行委外长远来看是一件好事,“让专业的机构做专业的事”。

“对于基金公司来说,专业就是代客理财,在具体的投資上我们的专业性更强一些,银行在理财资金募集能力、销售能力上有很大的优势,那么银行把资金募集过来做好大的配置,在细分领域选择专业的投资人进行投资,这件事情本身是对的。不是说银行不能做委外,而是要在明确的规则之下做。”深圳某大型基金公司副总表示,需要规范的是委外的过程。比如,如何筛选合格的投资管理人,筛选的过程和标准以及投后管理,都需要规范的措施;投资过程中的风控方法、投资效果的评价制度以及淘汰的机制,这都是未来银行理财委外要规范的东西。“就像社保基金的管理一样,大规模的投資需要有据可循,未来银行委外的需求还会加倍增长,对于符合要求的大机构来说,这种规范化不是坏事。”

## 博时基金:利率中枢长期下行趋势不改

□本报记者 黄丽

过去两年,债券市场极为罕见地连续走牛,但2016年开年以来的债市行情暖昧不明,违约事件频频发生,债券供给扩容预期强烈,经济企稳又逢通胀抬头,种种因素为今年的债市投资增加了些许不确定性。对于债市后续表现,博时基金表示,如果看不到供给侧改革驱动的生产率系统性抬升和成功的杠杆去化,利率中枢的长期下行趋势将不会得到改变,但短期内看不到长端利率突破下行的空间,对长端利率持短空长多的观点。对于信用债市场,博时基金的总体观点是严控风险,短多长空。

### 长端利率短空长多

博时基金认为,从长期来看,如果看不到供给侧改革驱动的生产率系统性抬升和成功的杠杆去化,利率中枢的长期下行趋势将不会得到改变,对长端利率长期看好的观点不变。

首先,目前全球的私人部门杠杆扩张已趋于极限,全球经济已进入一个长周期的去杠杆阶段。在全球的去杠杆化阶段,全球经济的增长中枢也将随之持续下移。其二,在实体回报率低下不改的情况下,中国的私人部门缺乏加杠杆的激励,这种政府加杠杆驱动的经济扩张是难以持续的。长期来看,经济将不得不回到去杠杆的轨道上来,经济增长中枢和利率中枢未来将进一步下行。其三,中国经济面临较为严重的债务存续问题,为了维系债务存续,将不得不维持一个低利率环境,当前为了稳增长,不得不提高杠杆率,这会倒逼在未来继续压低长端利率,以降低融资成本,维持债务存续。其四,随着货币政策逐步逼近其极限,全球流动性的二阶拐点浮现,随着流动性的边际收缩,全球资产的估值都面临再调整的问题,全球资产的重估使得私人部门的加杠杆进程难以持续,这意味着当前的经济回暖和通胀率回升只是短期现象,长期不可持续。

中短期看,由于在压力之下选择刺激需求稳增长,使得过去2年潜在增速缺口收敛的趋势开始放缓,这使得经济内生的通胀压力有所抬升,并开始抑制收益率的下行空间。目前对于债务问题暂时没有太好的短期措施,问题暂时只能进一步向后延缓,宏观加速加杠杆的态势越发明确,这些对于短期内收益率的进一步下行,构成显著的制约。表现在价格信号上,潜在增速缺口收敛趋势的放缓使得部分

价格信号开始抬头,并引导市场的通胀预期快速抬升,制约货币政策的进一步放松。中短期内的宏观格局,债市面临稳增长为纲之下的流动性泡沫+经济短期反弹,长端利率下行受阻。

另一方面,央行通过MPA架构抑制宏观整体杠杆抬升的意图明确,货币政策在短期内不会进一步放松。需求端的维稳+试图抑制宏观杠杆率的货币政策意图,使得短期内长端收益率面临双重压力。

因此,博时基金表示,短期内看不到长端利率突破下行的空间,对长端利率持短空长多的观点。

### 严控信用风险

对于信用债市场,博时基金的总体观点是严控风险,短多长空。

博时基金认为,短期来看,经济回暖的预期或许会让信用利差进一步缩窄,利好于信用债;但中长期来看,未来信用违约事件将呈现常态化趋势,信用债目前的估值远未能有效反映其所面临的信用风险,因此中长期对于信用债观点偏空,而对于存在信用风险的信用债,则采取严格的规避态度。

“信用债市场在进入2016年后,违约事件频发,现在基本上平均每周会有一单信用违约事件,且违约主体也呈现多元化的局面。”展望未来,博时基金认为,信用债的违约事件仍然还会持续,并且可能会从此前的民营企业、较小的国有企业向大型国有企业蔓延,对于公司的分析仍然需要落实到公司自身的基本面上。对于周期底部的行业,由于风险收益的完全不对等,目前仍然需要积极保持规避的态度。

城投债方面,博时基金表示,城投债的估值从2014年起一路下行,目前已经处于与产业债持平的态势,表明了市场对于城投债的认可,也从侧面反映了在经济周期下行的环境下,资金需求追逐相对安全的高收益品种中没有太多选择的尴尬局面。需要值得注意的是,目前的城投债发行已经不再纳入地方债务当中,因此在债务背书上比较老城投债的资质会总体要弱,而且目前新一轮的城投债发行特点在于资质下沉同样明显,但需求仍然旺盛,对于这种情况仍然需要加强对城投债的筛选,因为城投债虽然目前受到市场追捧,但是债券发行的期限一般都相对较长,因此长期还是存在一定不确定性,对于规模体量较小、区位经济财政状况较弱的发行主体仍然需要警惕,尤其是目前发行量增长较快的私募交易所城投债。

## 增强指基超额水平优 未来发展殊途同归

□本报记者 徐文擎

目前国内增强型指数基金的超额收益水平成为指数型基金发展的一大亮点。Wind数据显示,在近一年有业绩统计的41只增强型指数基金中,超过7成基金的超额收益率为正数,其中七只基金的超额收益率在8%以上,最高的建信中证500指数增强基金近一年的超额收益达到15.2%。

业内人士表示,增强指数基金的超额收益甚至强于国际平均水平,两大因素共同促成这一结果。未来,随着A股市场的成熟和指基规模的扩大,增强型指数基金的超额收益空间或被压缩,但会更趋于稳定。

### 两大因素提升增强指基表现

对于国内增强型指数基金超额收益表现较好的原因,好买基金研究中心基金分析师雷昕认为,一般而言,该类基金80%的仓位会用来跟踪指数,这部分股票的主要作用在于复制指数表现、控制误差范围;另外20%的仓位可在控制风险的基础上追求超额收益,选取具有超市场表现能力的个股,获取部分阿尔法收益。由于国内投资者对于增强型指数基金的超额收益通常会有一定的期待,所以基金经理通常会“贴”着20%的上限精选个股,用高仓位来分享股市上涨的收益。相较于国外成熟平稳的市场而言,A股市场通常具备创造超额收益的条件,为基金经理提供良好的投资环境。

雷昕补充说,增强型指数基金经理也同样会面对A股市场的涨跌,但由于他们的量化团队通常会根据个股估值、趋势等财务性和风险性指标打造一揽子的投资组合,所以在抵御市场的波动上也会超出投资者对纯指数基金的预期。从长期来看,增强型指数基金超越市场的能力都还不错,也超出国外平均水平。

某大型公募曾获金牛基金奖的指数基金经理称,国内增强型指数基金的风险预算一般开得比较高,是国外同行水平的4-8倍,风险预算放高了,相应地获得收益的机会也会增高。同时,国内市场有效性没有国外强,创造阿尔法收益的机会更多,两者相结合的情况下,国内增强型指数基金通常能有不错的表现。

北京某银行系基金的指数基金经理表示,增强型指数基金本身具有自身的特点与优势:基金

合同里明确规定其跟踪误差和偏离度使其具有一定的透明性,和标的指数的差异不会太大;同时增强型指数基金的目标是超越指数,获得超额收益,而就中国目前的市场效率来看,做出超额收益的可能性较大;此外,增强型指数基金本身跟踪标的市场的代表性较强,具有较强判断能力的投资者能更好地利用好这一投资工具。

他表示,在跟踪标的指数的过程中,他们关注获取稳定超额收益的因素,比如估值、趋势、财务健康性等指标,精心打造符合投资者利益的“篮子”。不过,他强调,他们的量化团队为模型设立适当的约束条件,将偏离度和跟踪误差控制在合理范围内,对收益不做过度预期,注重把握历史规律,在标的指数历史走势中寻找超额收益的因素,在定量统计、定性判断的基础上寻求较大胜率。“考察一只基金的质量,排名先后和稳定性都是重要指标,二者之间,稳定性占的权重更多。”他说。

### 指基发展殊途同归

不过,尽管增强型指数基金表现亮眼,但是指数基金在国内的发展仍远不及国外同行业水平。根据第13届金牛奖评委工作小组的报告,尽管2015年指数基金数量继续快速上升,数量增加169只,达到518只,但是2015年指数基金资产净值5551.24亿元,较2014年资产净值规模下降372.88亿元。指数基金资产净值规模占公募基金的比例为6.60%,市场份额下降6.45个百分点。其中标准指数股票型基金数量增加141只,为指数基金中数量增长最快的基金类型;其次为ETF联接基金,数量增加18只,增强指数股票型基金增加5只。报告中提到,指数型基金在西方成熟市场发展较好,一方面与国外股市波动小有关系,另一方面也与相当的养老金投资盯住指数基金进行定投式投资有关系。但我国股票指数长时间基本走平,但中间的波动又非常大,纯粹投资指数基金也面临压力。

对此,雷昕认为,在当前指数基金整体规模不大,并且不及国外成熟市场发展稳定的背景下,增强型指数基金的表现是我国指数基金发展的一大特点,未来,随着投资者结构的完善和市场本身的日趋成熟,指数基金规模会不断增加,增强指基的超额收益也料将回归国际同业水平,最终殊途同归。