

解读中央经济工作会议：经济发展高质量 风险防控常态化

■ 编者按：

中央经济工作会议12月18日至20日在北京举行。会议认为，中国特色社会主义进入了新时代，我国经济发展也进入了新时代，基本特征就是我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。我们约请国内知名券商分析人士解读会议精神。他们认为，我国经济的“高速增长”将让位于“高质量发展”。我国启动“金融防风险”不是要打压金融行业，2018年货币政策基调仍为“稳健中性货币政策”，流动性环境与2017年大体相当，超预期收紧的可能性不大。

中信证券首席经济学家诸建芳：

“高速增长”让位“高质量发展”

□本报实习记者 赵中昊

中信证券首席经济学家诸建芳认为，从本次中央经济工作会议精神来看，我国经济的“高速增长”将让位于“高质量发展”。2018年各领域改革有望迎来改革活跃期、深化期，各项改革可能围绕以下方面展开：一、完善产权制度和要素市场化配置，实现产权有效激励、要素自由流动，营造价格有效、公平有序的市场环境。二、完善各类国有资产管理体制，改革国有资本授权经营体制，加快国有经济布局优化、结构调整、战略性重组，促进国有资产保值增值，推动国有资本做强做优做大。三、全面实施市场准入负面清单制度，清除统一市场和公平竞争的壁垒，支持民营企业发展，激发各类市场主体活力。四、创新和改善宏观调控，发挥国家发展规划的战略导向作用，在财政、货币、产业、区域等经济政策实现协调一致。五、促进消费和投资体制的改革完善，增强消费对经济发展的基础性作用，发挥投资对优化供给结构的关键性作用。六、加快建立现代财政制度，实现中央和地方财政关系权责清晰、财力协调、区域均

东兴证券首席经济学家张岸元：

推进雄安新区投融资建设将成热点

□本报实习记者 赵中昊

中国首席经济学家论坛理事、东兴证券董事总经理、首席经济学家张岸元认为，中央经济工作会议明确提出了习近平新时代中国特色社会主义思想，并在一定程度上淡化了GDP增长指标，强调新时代的基本特征就是我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。

在深化供给侧结构性改革方面，明年的重点是要推进中国制造向中国创造转变，中国速度向中国质量转变，制造大国向制造强国转变。在激发各类市场主体活力方面，会

衡，预算制度全面规范透明、标准科学、约束有力，全面实施绩效管理。深化税收制度改革，健全地方税体系。七、深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展。落实货币政策和宏观审慎政策双支柱调控，深化利率和汇率市场化改革。

货币政策方面，诸建芳认为，2018年货币政策基调仍为“稳健中性货币政策”，流动性环境与2017年大体相当，超预期收紧的可能性不是很大。2018年中国经济仍然处于“筑底回升”阶段，经济增速超预期回升的可能性不大，通胀的回升仍然“温和”，房地产和债券市场泡沫问题得到一定化解，因此，货币政策超预期收紧的可能性不大。我们预计2018年货币政策仍然会提供适度的流动性，整体货币流动性环境与2017年相差不大。尤其对于股票市场，流动性环境仍然非常友善。2018年利率中枢水平将会小幅抬高，但并不意味着进入存贷款利率的“加息周期”。虽然美国、英国等发达国家启动了加息周期，但是中国进入加息周期仍然需要等待经济进一步的回暖和通胀的进一步上升。

议提出要推动国有资本做强做优做大。

在实施乡村振兴战略方面，本次会议提出要科学制定乡村振兴战略规划。会议强调，京津冀协同发展要以疏解北京非首都功能为重点，高起点、高质量编制好雄安新区规划。未来北京如何实现减量发展，雄安新区如何推进投融资建设，将是各界关注热点。

在加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度方面，会议再次强调要发展住房租赁市场，建立促进房地产市场平稳健康发展的长效机制。此前市场热议的房产税事宜，新闻通稿没有提及。

新时代证券首席经济学家潘向东：

“金融防风险”不是一阵风式监管

□本报实习记者 郭梦迪

此次中央经济工作会议指出，中国特色社会主义进入了新时代，我国经济发展也进入了新时代，新时代证券首席经济学家潘向东表示，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。根据十九大精神，伴随我国社会主要矛盾的变化，经济工作也将更多的重心也将体现在满足人民对美好生活的向往，不再像过去主要都集中在物质财富的增长，追求经济增长的速度。

“这一方向的确立也就意味着我们未来可能不再每年为经济增速设定硬性目标，也不再像过去一样为了保住每年的经济增长目标进行反周期操作。”潘向东说。

“防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战成为今后3年经济工作的主要任务。”潘向东表示，2016年下半年以来，防范金融风险 and 实现资金脱虚就实就已经成为中央经济工作的重要任务，2016年下半年以

来到今年年底“资管新规”的出台，监管政策是步步收紧，成效显著。到2017年前三个季度，地方政府债券发行额同比减少1.55万亿，公司债券的融资规模同比减少2.27万亿。可以说是达到了预期的效果，杠杆率上升的势头得到了有效的遏制。潘向东认为，尽管已经得到有效的遏制，但也需要巩固成果，避免出现再次抬头。我国启动“金融防风险”不是要打压金融行业，也不是一阵风式的监管，未来的重点将转向更为全面的制度建设，实现金融监管的常态化机制，从而使金融体系能够在整体风险可控的情况下更好地支持实体经济发展。

另外，在建立房地产的长效机制方面，会议指出建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度。潘向东表示，这意味着未来住房主体供给的多元化，将有助于缓解当前土地供给有限制约房地产供给导致供需失衡的压力，这对抑制房价上涨将产生积极作用。

天风证券宋雪涛：

“去杠杆”和“严监管”仍是工作重点

□本报实习记者 赵中昊

天风证券研究所宏观团队负责人宋雪涛认为，此次中央经济工作会议着重落实了十九大会议精神，维持稳中求进的工作总基调，并以高质量发展为基本要求安排规划2018年的经济工作。具体来看，会议精神体现在以下几个方面：

首先，推动经济高质量发展。会议指出，推动经济高质量发展是当前和今后一个时期确定发展思路、制定经济政策、实施宏观调控的根本要求。其次，统筹规划，打赢防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战。“防范化解系统性风险”排在首要位置，意味着“去杠杆”和“严监管”仍将是2018年经济工作的重点。第三，抓好八项重点工作。会议

指出要深化供给侧结构性改革，推进中国制造向中国创造转变，中国速度向中国质量转变，制造大国向制造强国转变；激发各类市场主体活力；实施乡村振兴战略；推进区域协调发展；推动形成全面开放新格局，促进贸易平衡，更加注重提升出口质量和附加值，积极扩大进口，下调部分产品进口关税；提高保障和改善民生水平；加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度；加快推进生态文明建设。第四，维持积极的财政政策、财政支出更精准，货币政策保持稳健中性、配合金融监管推进。会议强调要控制货币供给，保持货币信贷和社会融资规模合理增长，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，促进资本市场更好为实体经济服务，守住不发生系统性金融风险的底线。

东方红资管：信用债投资重在票息收益

□本报实习记者 陈健

持续低迷的债市环境使得相关机构对明年债市的看法莫衷一是，东方证券资产管理有限公司（简称“东方红资管”）董事总经理、私募固定收益投资部总经理兼固定收益研究部总经理李武日前在接受中国证券报记者采访时表示，中国经济具有一定的韧性，加上监管环境趋严，目前看债市的趋势性机会还不明晰，但是经过一年多的债市调整，债券收益率大幅上升，配置价值明显提高。

获取稳定票息

李武认为，2018年的信用债市场可能分化更明显，需做好信用研究工作，回归债券投资本源，获取稳定票息收益。他说：“未来相当长一段时间，金融去杠杆将逐步深入，在此背景下，投资者对风险溢价补偿要求会更高，债券市场过去几年“粗犷”的投资方式，将会发生改变，债券研究与投资必然走向精耕细作，要求机构要更加专业、勤勉尽责。”

李武表示，中国经济有一定的韧性，未来

相当长一段时间，经济还将经历进一步去杠杆的过程。这个过程中，国家更重经济质量，对经济略微下降有更大的宽容度，货币政策预计也将继续维持中性。当前虽难以预测债市是否会受到资管新规影响之后见底，但是配置价值大幅上升。

未来在金融去杠杆的环境下，投资者对风险溢价的要求更高，金融资产价格会出现分化。就像2017年的股市一样，债市也会出现重新定价，带来分化。对于机构而言择券的可能性也大为提升。

李武指出，在投资策略上，东方红固定收益团队既重视自上而下的投资策略，也关注诸如高收益信用债券这样自下而上的投资机会。

在信用债投资研究方面，重点是信用研究，实际上是研究行业和公司基本面的变化，积极进行风险的甄别与管控，发现投资机会。信用研究的价值在于获取稳定票息，并通过研究行业的发展趋势来获取其利差变化带来的资本利得。债券的本质是还本付息，最基本的内容是本息的偿付，获取组合票息收益是债券投资主要的收益来源。

“就一个中长期的组合来说，获取组合的票息获取是我们主要考虑的方向”，李武表示，通过杠杆和久期的运用获取交易的资本利得是辅助。随着信用债收益率上行，票息优势越来越明显。但获取组合票息，前提是要做好信用研究，不要触碰违约底线，防范信用风险。

管理好久期和杠杆水平

具体到信用债个券投资，李武表示，要立足行业和公司基本面研究，挑选基本面好、久期相对短、相对高票息的组合。

李武指出，信用债今年以来的跌幅很大，收益率大幅上行，分化很厉害。在金融去杠杆的背景下，投资者对风险溢价的要求会更高，信用债的利差或进一步扩张，收益率有望进一步上升。这时候就需要研究行业、公司的基本面，如果违约风险不大，公司和行业基本面稳定，投资这些信用债，实际上更为有利。

同时，在利率的趋势性下行还没有显现，信用债收益率大幅上行背景下，应该管理好债券组合的久期和杠杆水平，更多的研究信用基本面，配置一些基本面好、短久期、高票息组

合，这是基础。同时控制住仓位和杠杆，减少利率风险冲击。如果未来趋势性机会来临，可以拉长久期甚至适度加杠杆。

而行业方面，明年银行表外融资大概率紧缩，可能产生冲击比较大的是地产行业和地方平台的非标融资领域。这两个行业也是目前发债的主力，要在行业板块收益率大幅上行过程中，去配置这些经过研究认定的标的，性价比非常高。

东方红资管固定收益研究部信用研究总监陈觉平认为，目前的可转债市场投资价值趋于显现。转债价值的提升体现在两方面：一是转股溢价率大幅下降；二是纯债收益率的大幅上升。整个转债市场由于大幅扩容与市场流动性偏紧，前期转股溢价率过高的情况明显改善。当前纯债收益的大幅上升，可转债价格的下行空间变小，转股溢价率下降，使得上行空间变大，明年可转债市场面临投资机会。今年以来，随着定增受限，可转债市场扩容，大量的上市公司通过可转债进行融资，其中不乏优质标的，也提供了个券alpha价值的挖掘机会，明年预计扩容趋势会持续。

王忠民：新时代财富管理 要掌握好核心逻辑

日前，在由中航信托股份有限公司、新财富财富管理股份有限公司承办的“2017家族财富管理峰会”上，全国社会保障基金理事会原副理事长王忠民表示，在新时代经济转型的大背景下出现新的金融场景和金融服务工具，个人财富乃至家族财富的管理需要在法律框架下，掌握好资产配置的核心逻辑。

王忠民指出，个人财富或家族财富可以理解为社会财富的有机构成部分，利用社会财富的管理逻辑去进行资产配置，可以充分利用社会财富管理的某些制度优势，譬如免税、延税等。此外，新时代大背景下中国金融市场的大爆发、大成长给社会基金带来的回报机会可以让个人财富杠杆化、证券化，大大满足了个人资产配置的全方位需求。而在此过程中，新的金融场景的出现，包括私募股权投资、二级市场投资以及基于互联网、新技术、新逻辑产生的区块链、大数据等，也给资产配置提供了新的机会。随着家族财富深度融入中国金融市场的大发展，大量的社会资本得以在免税、延税的逻辑中服务实体经济，不仅会催生中国社会经济体的转型，同时社会金融资产也得到最优配置，每一个家庭的资产回报率也得以提升。

王忠民认为，家族财富的配置过程离不开成熟、稳定的法律制度的保护。信托法作为一种金融行为法，是规范委托人、受托人、托管人、管理人等金融行为参与者自身的责任和信用行为的法律。所有财富的配置行为，包括家族财富、个人财富以及非家族财富的社会财富，一定要处于民事商法以及规范具体信用责任和金融行为的法律体系保护与约束之下，个人财富才能得到更深厚、更宏观、更长久的保护。（赵中昊）

川财证券

推出佣金“一口价”政策

近日，为贯彻落实证监会“券商在公司网站、营业场所、客户端公示佣金费用收取标准”等要求，解决券商的佣金价格不透明的问题，国内新锐互联网券商——川财证券在业内率先提出了明码实价的佣金模式，不论客户资金大小都按照佣金万2.5、融资利率6.8%的标准收费。

在川财证券的明佣宝上开户交易，佣金费率直接展示在公开页面上，在官网、APP首页，乃至每位客户的账户都公开标明实收佣金费率，让客户有充分的知情权，真正将为投资者服务落到实处。

川财证券高管表示，明码实价是零售商业的普遍规则，证券市场涉及1.2亿投资者，3000多家上市公司，聚集了几十万亿的社会财富，佣金定价更应规范、统一、透明，同一种服务不同客户应统一收费。（黎宇文）

2017年中国职工养老 储备指数微升至60.8

中国保险行业协会与平安养老保险公司日前联合发布的研究报告指出，2017年中国大中城市职工养老储备指数（PRICE）为60.8，相比2015年提高1.1，整体处于“基本水平”区间的下限位置，基本符合中国目前经济社会发展现状，未来进一步提升空间仍然巨大。

数据显示，中国职工养老储备指数充足度和稳定度指数值为61.2和63.2，相对2015年的59.2和62.6明显增强，指数的提升符合中国社会发展现状，但随着人口老龄化的加速发展和人们生活水平的日益提高，进一步提升中国职工养老储备水平已成为时代的迫切要求和必然趋势。

中国保险行业协会会长朱进元表示，通过职工养老储备指数的研究和发布，一是能够促进民众形成良好的养老保障意识，推动中国保险业回归保险本源，不断推出适应人民需求的保险精品，更好服务于多层次社会养老保障体系建设。二是助力推动民生养老保障水平的提高，推动保险业服务于新时代、新使命、新任务、新征程，形成保险业发展新动能。（程竹）

社科院国家金融实验室建议：

提高机构投资者比重

社科院国家金融实验室20日发布的《股票市场季度分析报告：A股国际化中的机遇》（简称“报告”）指出，随着我国资本市场国际化进程的推进，未来应推出更丰富的金融投资工具，应大力发展机构投资者，提升机构投资者在市场上的占比，引导市场价值投资导向。

社科院国家金融实验室称，近年来，虽然机构投资者持股市值占比稳步提升，但相比发达国家资本市场，我国A股市场散户比例仍然偏高，由散户主导的市场往往波动性高，投机倾向明显，风险调整后收益偏低。下一步，要提高机构投资者比重。

“报告”建议：首先，要营造良好的市场环境支持专业投资机构的发展，从监管层面要进一步放宽专业投资机构的业务范围和经营模式。建议在市场上推出更丰富的金融投资工具，并在此基础上通过制度创新鼓励专业投资机构进行产品创新、业务创新等。借助更好的产品和服务吸引散户投资者通过专业机构投资者于证券市场，改善整体市场的投资结构。

其次，借鉴国际经验，支持养老金、企业年金、住房公积金等进行市场化运作及专业化管理，鼓励社保基金等机构投资者增加对资本市场的投资比重，推动全国基本养老保险基金、住房公积金等长期资金投入入市。

再次，可进一步扩大OFII试点，降低准入门槛、放宽额度限制，鼓励更多境外长期资金入市。最后，政府层面要做好顶层设计，维护金融系统安全。要在国际化的进程当中，优化开放次序以降低开放风险，并实现监管框架和理念的国家化，防范短期资本流动冲击，维护金融安全。（程竹）

李奇霖：资管机构应积极备战“后刚兑”时代

□本报实习记者 赵中昊

监管部门日前联合下发的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》（简称“资管新规”）明确要求打破刚兑、消除多层嵌套通道业务、禁止非标资金池与期限错配，引起市场热议。联讯证券董事总经理、首席宏观研究员李奇霖日前在接受中国证券报记者采访时表示，银行理财、券商资管和公募基金等资管机构应积极为后刚兑时代做好准备，积极寻找非标转标的新渠道，努力向主动管理转型。

备战“后刚兑”时代

中国证券报：从资管机构的角度，在刚兑向非刚兑的过渡期，银行理财、券商资管和公募基金应如何应对？

李奇霖：银行理财一般被视为“刚兑”的代表，如何增强客户的黏性、保持住规模是今后一段时间的重要议题。我认为，银行理财短期内应当以类货币基金化方向为主，而后再逐渐转向类债基、多策略理财等方向。就目前而言，银行理财首先应努力培养做净值产品的能力，更为高效合理的利用委外资源，并向非银资管学习如何做主动管理，并借鉴其人才激励机制。其次，要重视科技与互联网的力量，在销售端加强销售人员的专业性与服务能力。

对券商资管来说，要努力做好主动管理。首先要寻找新的负债资金，重视企业批发性资金与零售（包括线上与线下），譬如利用投行部门与企业之间的关系，为企业做现金或增值管理，还可以与经纪业务部门合作发展高净值客户等。其次，券商资管要加强投研能力。投研

团队建设成本较高，因此，对于存在预算约束的中小券商资管而言，最好走量化对冲路线，充分利用券商投资限制松的优势，成本也相对较低。

积极向主动管理转型

中国证券报：未来非标、通道与委外业务如何展开？

李奇霖：在现有的监管原则下，资产端所对应的只能是标准化的金融资产，非标转标的渠道，在后资管新规时代就显得格外重要。目前来看，非标转标讨论较多的三种方式是公募ABS、银登中心与北金所，这三者在未来也可能是资管产品间对接投资高收益率非标资产的主要途径。

未来通道业务可能面临“寒冬”的考验。但就目前而言，通道的需求还会存在，业务开