大疆无界

2015 年金融产品年度报告

分析师：李真
执业证书编号：S0890513110002
电话：021-68778315
邮箱：lizhen@cnhbstock.com
销售服务电话：
021-68778075

相关研究报告

◎摘要：

- 2014 年，泛资产管理时代下，资产管理行业再现热点，我们继续以这些大事件开篇，为大家呈现不一样的《2015 年金融产品年度报告》。
- 在《2015 年金融产品年度报告》中，我们率先提出类私募产品生态体系，并聚焦量化对冲私募产品；为大家提供史上最全机构间私募报价系统科普文献，收益凭证、场外衍生品悉数再录；重构新常态下分级基金生态体系，重塑分级定价新逻辑，率先提出分级基金与 ETF 期权相结合的投资策略；独家发布保险资管行业分析报告，独家披露投连险最新市场份额占比和最新产品动向；分享最及时最全面的基金子公司业务梳理；首次以产品角度分析互联网金融，并提供一手详实的案例分析；以独特视角揭露信托公司产品线风格偏好，并对各类信托产品多维度对比分析。
- 《2015 年金融产品年度报告》中除了围绕金融产品的行业背景、风险收益特征以及业务创新等维度，为投资者全面展现了目前我国市场上 14 类金融产品及行业发展（包括：信托、信用债、银行理财、保险资管、基金子公司、公募基金、投连险、互联网金融、ETP、海外 ETP、金融衍生品、私募产品、量化对冲基金、私募间报价系统产品）全貌外，我们尝试地总结了经济新常态背景下的金融“新常态”：信用利差扩大化趋势明显、投资者结构变化加剧、市场波动显著加大、个人价值明显提升，并全面客观的总结投资者结构变化的前世今生；以跨市场的视角梳理并提出金融监管趋同化的新趋势，并为读者展现了最全面的公私募的金融产品体系和风险收益特征；创造性的提出跨市场利差 Ft 指标和风险溢价 Zt 指标，指导大类资产配置和风险资产配置时机；以新的视角提出金融新常态下金融机构面临的重重挑战，并继续为金融圈筹备应战之策。
- 在《2015 年金融产品年度报告》的撰写中，我们也对自己的定位也进行了思考：我们要做金融产品的忠实记录者，为广大读者提供一本金融产品的百科全书。我们要做金融市场的专业解读者，为各类参与者呈现金融产品发展的生态环境。我们要做跨界比较的工具提供者，为广大投资者提供跨市场分析比较的航拍器。我们要做创新业务的积极呐喊者，为金融机构提供跨界合作的思想火花。我们始终把呈现金融产品在重大的金融变革中所带来的新的投资机会和业务创新机遇作为我们的使命。最后我们要做迎接新常态的自我革命者。我们要不断的调整我们的研究布局，改变我们的服务形式，提升我们的服务手段。更要不断的否定自己的观点和成果，因为他们赖以成立的生态体系也在不断变化中。而始终不变是，我们会坚持站在客户的角度去客观公正地分析金融产品；我们会坚持跨市场的视角，在更高的维度上去分析和比较金融市场和金融产品的变化。这就是大疆无界！

目录

第一部分——2014 年我国资产管理行业背景 20

一、2014 年中国资产管理行业大事记 20

1. “99”号文变革信托治理结构 20
2. 基金、银行齐举事业部制度 22
3. 信用违约风声起，信托刚兑疑窦生 23
4. 偿二代出炉，保险业风控有据 25
5. 《基金外包服务指引》：PB 业务正式起航 28
6. 娱乐宝一触即发，投连择网而聚 29
7. 大妈小白跑步进场，分级基金格局重构 31
8. 沪港连通落地坐实，股票期权渐行渐近 34
9. 私募转型正规军，生态圈初具雏形 36
10. 报价系统频祭利器，颠覆资产配置格局 38

总结 40

二、泛资产管理时代背景：监管趋同 40

第二部分——各类金融产品跨市场回顾与展望 46

一、类固定收益市场 46

(一) 2014 年信用债年度报告 46

1. 2014 年信用债年度概览 46
2. 信用债一级市场 54
3. 城投债发行专题 61
4. 信用债成交量和到期收益率 66
5. 利差分析 72
6. 2015 年债市展望 74

(二) 2014 年保险资产管理行业报告 79

1. 2014 年保险资金运用整体情况回顾 79
2. 2014 年保险资产管理行业相关政策回顾 83
3. 保险资产管理公司整体情况梳理 87
4. 保险资产管理业务分类分析 91
5. 2015 年保险资产管理行业展望 109

（三）2014 年信托市场年度报告 111

1. 2014 年信托行业发展情况回顾 111
2. 2014 年银信合作信托产品回顾分析 114
3. 2014 年集合理财信托产品回顾分析 116
4. 基础产业信托分析 123

5. 2014 年房地产信托分析 127
6. 信托公司业务风格分析 131
7. 信托公司经营分析 137
8. 2015 年信托业展望 141

（四）2014 年基金子公司年度报告 147

1. 基金子公司简介 147
2. 基金子公司政策概述 150
3. 基金子公司业务分类分析 156
4. 基金子公司 2014 年发展情况 165
5. 基金子公司未来展望：挑战与机遇 168

（五）2014 年银行理财市场年度报告 172

1. 2014 年银行理财市场情况 172
2. 2014 年银行理财产品发行概况 174
3. 2014 年银行市场新变化 188
4. 2015 年银行理财产品市场展望 192

二、公募市场 194

（一）2014 年公募基金年度报告 194

1.2014 年公募基金政策回顾 194
2.2014 年公募基金市场动态 196
3.公募基金产品发行情况 200
4.2014 年公募基金创新产品 205
5.2014 年公募基金业绩回顾 207
6.公募基金行业的思考与展望 229

（二）2014 年投连险年度报告 231

1.2014 年中国投连险账户收益情况总览 231
2.2014 年中国投连险账户市场表现分类点评 232
2.4.1.增强债券型账户 236
3.2014 年新增投连险账户市场表现点评 240
4.2014 年投连险账户新增保费情况 242
5.投连险规模情况 243
6.2014 年投连险新政解读 245
7.2015 年投连险市场展望 247

（三）2014 年互联网金融年度报告 248

1.2014 年互联网发展状况 248
2.互联网金融产品——类固定收益类 250
3.互联网金融产品——权益类 266
4.商品、股权类产品——众筹 270
5.结束语：绽放火花般的美丽 275

三、ETP 及金融衍生品市场 278

（一）2014 年场内基金年度报告 278
1. 2014 年 ETP 市场回顾 278
2. 2014 年基础市场与 ETP 走势 281
3. 2015 年 ETP 产品投资策略 293
4.ETP 的发展对机构的影响和启示 296
5.2015 年 ETP 市场展望 300
（二）2014 年海外 ETP 年度报告 305
1. 全球 ETP 概览 305
2. 美国金融市场概况 320
3. 全球 ETP 市场发展趋势 331
（三）2014 年金融衍生品市场年度报告 334
1.2014 年衍生品市场政策和背景 334
2.2014 年金融衍生品回顾 336
3.2015 年中国金融衍生品展望 343
四、私募市场 349
（一）2014 年“类私募”资产管理产品年度报告 349
1. 类私募生态体系成形，华宝证券主推类私募研究 349
2. 阳光私募 351
3. 券商集合理财 368
4. 基金公司专户 383
5. 期货资管 385
6.中国私募资产管理行业发展创新展望 387
（二）2014 年机构间私募报价系统产品年度报告 390
1.全球场外市场发展不逊场内 390
2.政策力推私募市场，报价系统应运而生 391
3.报价系统频祭利器，爆款产品占领市场 398
4.报价系统为券商腾飞插上翅膀 403
5.报价系统颠覆理财市场格局 409
（三）2014 年中国量化对冲私募基金年度报告 413
1.全球量化对冲基金管理规模近 2.7 万亿，创历史新高 413
2.中国量化对冲私募的前世今生 415
3.中国量化对冲私募的 2014：冰与火之歌 423
4.中国量化对冲产品现状分析：按策略 427
5.量化对冲产品 PK：公募 VS 私募 435
6.华宝证券评价体系视角下的量化对冲产品 440
7.金融工具视角下的量化对冲私募发展展望 442
五、金融产品跨市场对比与分析 445
1.金融产品市场的整体分析 445

2.各类金融产品跨市场对比 447

第三部分——产品与投资者将何去何从 454

一、以利差为线索的跨市场产品 454

1. 跨市场利差研究前言 454
2. 跨市场利差全扫描 454
3. 跨市场风险溢价指标探究—Zt 指数 462
4. 跨市场利差指数探究——Ft 指数 465
5.跨市场利差研究的运用 467

二、投资者结构变化引发的思考 469

1. 互联网带来的冲击 469
2. 产业资本带来的冲击 474
3. 人民币国际化带来的投资者结构变化 478
4. 机构投资者的变化 480
5. 杠杆资金的进驻 482

三、“新常态”下金融机构的挑战与应对 484

1. “新常态”概述 484
2. “新常态”下金融机构面临的挑战 485
3. “新常态”下金融机构的应对 492

图表目录

图 1 事件一：”99”号文变革信托治理结构影响力 20
图 2 事件二：基金、银行齐举事业部制度 22
图 3 事件三：信用违约风声起，信托刚兑疑窦生 24
图 4 事件四：偿二代出炉，保险业风控有据 26
图 5 事件五：《基金外包服务指引》：PB 业务正式起航 28
图 6 事件六：娱乐宝一触即发，投连择网而聚 30
图 7 事件七：大妈小白跑步进场，分级基金格局重构 32
图 8 事件八：沪港连通落地坐实，股票期权渐行渐近 34
图 9 事件九：.私募转型正规军，生态圈初具雏形 36
图 10 事件十：报价系统频祭利器，颠覆资产配置格局 38
图 11 监管趋同图谱 41
图 12 中债总指数及变动（%）（2014） 46
图 13 GDP 累计值与同比变化（%）（2012—2014） 49
图 14 工业增加值变化（%）（2013—2014） 49
图 15 CPI 变化（%）（2013—2014） 50
图 16 PPI 变化（%）（2013—2014） 50
图 17 社会融资变化（亿元）（2013—2014） 50
图 18 外汇占款变化（亿元）（2013—2014） 50
图 19 公开市场操作（亿元）（2013—2014） 51
图 20 Shibor（%）（2014） 52
图 21 银行间质押式回购利率（%）（2014） 53
图 22 中国固定利率国债收益率曲线（中债收益到期收益率曲线）（2014.12.31，2013.12.31） 53
图 23 10 年期国债到期收益率（%）（2014） 54
图 24 信用债发行、付息、到期、净融资(亿元，2008-2014) 55
图 25 信用债发行、付息、到期、净融资（亿元）(2014) 55
图 26 平均票面利率及变动（%，BP）（2013—2014） 55
图 27 平均票面利率及变动（%，BP）（2013—2014） 55
图 28 信用债发行结构，发行规模（亿元）（2014） 56
图 29 信用债发行结构，发行规模（亿元）（2014） 56
图 30 信用债发行结构，发行规模（亿元）（2013—2014） 56
图 31 信用债发行结构，发行规模（亿元）（2013—2014） 56
图 32 信用债发行结构，发行期限（2013—2014） 57
图 33 中票评级结构，主体评级（2013—2014） 57
图 34 城投债评级结构，主体评级（2013—2014） 57
图 35 信用债发行结构，行业（2013—2014） 57
图 36 增信方式（2014） 58
图 37 跨市场发行债券情况（亿元，%）（2013—2014） 58
图 38 短融发行、到期、付息、净融资（亿元）（2014） 60
图 39 中票发行、到期、付息、净融资（亿元）（2014） 60
图 40 企业债发行、到期、付息、净融资（亿元）（2014） 60
图 41 公司债发行、到期、付息、净融资（亿元）（2014） 60
图 42 城投债发行、到期、净融资（亿元）（2014） 61
图 43 产业债发行、到期、净融资（亿元）（2014） 61

图 44 交易所债券成交量（亿元）（2013—2014）.....67
图 45 银行间债券成交量（亿元）（2013—2014）.....67
图 46 债券存量结构（亿元）（2014.12.31）.....67
图 47 上交所和深交所债券交易量（亿元）（2014）.....67
图 48 交易所各月债券成交量（亿元）（2014）.....68
图 49 银行间各月债券成交量（亿元）（2014）.....68
图 50 1Y 中短期票据收益率走势（%）（2014）.....69
图 51 3Y 中短期票据收益率走势（%）（2014）.....69
图 52 5Y 中短期票据收益率走势（%）（2014）.....69
图 53 1、3、5Y 中短期票据收益率年内变动（BP）（2014）.....69
图 54 1Y 企业债收益率走势（%）（2014）.....70
图 55 3Y 企业债收益率走势（%）（2014）.....70
图 56 5Y 企业债收益率走势（%）（2014）.....70
图 57 1、3、5Y 企业债收益率年内变动（BP）（2014）.....70
图 58 1Y 城投债收益率走势（%）（2014）.....71
图 59 3Y 城投债收益率走势（%）（2014）.....71
图 60 5Y 城投债收益率走势（%）（2014）.....71
图 61 1、3、5Y 城投债收益率年内变动（BP）（2014）.....71
图 62 高收益债个券收益率走势（%）（2014）.....72
图 63 高收益债个券收益率年内变动（BP）（2014）.....72
图 64 中短票 5-1Y 期限利差（BP）（2014）.....72
图 65 企业债 5-1Y 期限利差（BP）（2014）.....72
图 66 城投债 5-1Y 期限利差（BP）（2014）.....73
图 67 中短票相对国债利差，1Y（BP）（2014）.....73
图 68 中短票相对国债利差，3Y（BP）（2014）.....73
图 69 中短票相对国债利差，5Y（BP）（2014）.....74
图 70 城投债相对国债利差，1Y（BP）（2014）.....74
图 71 城投债相对国债利差，3Y（BP）（2014）.....74
图 72 城投债相对国债利差，5Y（BP）（2014）.....74
图 73 主体评级下调债券上次主体评级（2014）.....76
图 74 主体评级下调债券上次主体评级（2013）.....76
图 75 主体评级下调债券主体所属行业（2014）.....76
图 76 主体评级下调债券主体所属行业（2013）.....76
图 77 评级下调债券主体企业性质（2014）.....78
图 78 评级下调债券主体企业性质（2013）.....78
图 79 2004-2014 年保险总资产（亿元）.....79
图 80 2004-2014 年保险总资产增速情况（%）.....79
图 81 险资投资范围持续放开.....80
图 82 2004-2014 年保险资金运用余额（亿元）.....81
图 83 以非标资产为代表的其他投资占比显著提升.....82
图 84 目前保险资产管理公司主要业务一览.....92
图 85 基础设施及不动产投资计划特点.....93
图 86 中石油股权投资计划交易结构.....95
图 87 “民生通惠-阿里金融 1 号项目资产支持计划”交易结构.....99
图 88 首家保险系私募股权基金股权结构.....100
图 89 产品成立以来单位净值走势.....103

图 90 2014 年三季度投资管理人管理的企业年金基金份额 104
图 91 人保资产管理三方管理模式 109
图 92 2014 年信托公司几种特色业务规模及占比 115
图 93 2010-2014 年银信合作信托产品及占比 115
图 94 已公布的集合理财信托产品发行情况（2014.01-2014.12）（单位：亿元） 116
图 95 2014 年集合理财信托产品发行数量排名前 20 的信托公司（单位：亿元） 117
图 96 集合理财信托产品信托年限与预期年化收益率统计（2014.01-2014.12） 117
图 97 2014 年不同等级信托产品收益率情况 119
图 98 集合理财信托产品各类信托方式所占比例（2012.1-2014.12） 120
图 99 2014 年基础产业类信托发行情况 124
图 100 2014 年基础产业信托平均收益率&平均期限 126
图 101 2014 年基础产业集合信托成立平均收益率&期限 126
图 102 2014 年集合信托各投资领域平均期限 126
图 103 2014 年集合信托各投资领域平均收益率 126
图 104 2014 年基础产业信托项目所在地区 127
图 105 2014 年基础产业信托项目所在城市 127
图 106 2013 年房地产集合信托发行情况（2013.01-2013.12） 128
图 107 2014 年房地产信托项目所在地区 130
图 108 2014 年房地产信托项目所在城市 131
图 109 信托业务偏好分部较为平均 134
图 110 8 家信托公司基础产业类信托产品发行数量占比（%） 135
图 111 9 家信托公司金融类信托产品发行数量占比（%） 135
图 112 4 家信托公司房地产类信托产品发行数量占比（%） 136
图 113 3 家信托公司工商企业类信托产品发行数量占比（%） 136
图 114 6 家信托公司其他类信托产品发行数量占比（%） 137
图 115 信托公司业务结构变化（2010-2014） 138
图 116 信托公司业务结构变化（2010-2014） 139
图 117 收益权转让 143
图 118 信托产品到期情况（2015 年 1-12 月） 146
图 119 按注册资本统计分类的基金子公司数量（2014 年 8 月） 149
图 120 按月份统计分类的新增基金子公司数量及注册资本规模（2014 年 8 月） 149
图 121 银行基金子公司合作之通道业务——商业汇票 158
图 122 银行基金子公司合作之通道业务——保理资产 158
图 123 银行基金子公司合作之通道业务——中小企业私募债 159
图 124 定增专户业务示意图 160
图 125 股权质押业务示意图 160
图 126 中信华夏苏宁云创资产支持专项计划交易结构 161
图 127 小贷资产证券化业务 162
图 128 供应链金融资产证券化示意图 163
图 129 2010~2014 年 M2、实际利率情况 173
图 130 银行理财产品发行数量：2004~2014 年（个） 173
图 131 2014 年银行理财产品逐月发行情况（个） 175
图 132 2014 年上下半月银行理财产品发行情况(1 个月) 175
图 133 2013 年各类银行发行情况占比 175
图 134 2014 年各类银行发行情况占比 175
图 135 2004~2014 年银行理财产品币种分布 177

图 136 2004~2014 年外币理财产品币种分布 177
图 137 2004~2014 年银行理财产品资产配置比例 178
图 138 2014 年各类银行资产配置情况 179
图 139 2004~2014 年银行理财产品期限分布 179
图 140 各类银行市场占有率（按收益类型分，%） 180
图 141 各类银行发行理财产品的收益类型分布（%） 180
图 142 2014 年各期限银行理财产品平均预期收益率（%） 181
图 143 2014 年预期年化收益率分布情况 182
图 144 理财产品收益率和定存利率（单位：%） 183
图 145 2014 年银行理财产品不同期限最高预期收益率 183
图 146 一个月以内各类型银行理财收益率（2014 年，%） 185
图 147 一至三个月各类型银行理财收益率（2014 年，%） 185
图 148 三至六个月各类型银行理财收益率（2014 年，%） 185
图 149 六个月至一年各类型银行理财收益率(2014 年，%) 185
图 150 TRS 产品运作模式 190
图 151 招商银行焦点联动系列之黄金表现联动(黄金期末双向连续型带触碰条款)收益情况 . 191
图 152 偏股型基金发行规模（单位：亿份） 197
图 153 近十年公募资产管理总规模对比（单位：万亿） 200
图 154 各类公募产品规模占比 200
图 155 历年新基金发行数量与平均发行规模 201
图 156 历年基金公司数量与公募资产管理总规模情况 202
图 157 历年基金产品平均规模 203
图 158 前十大基金公司规模情况（截至 2014 年 12 月 31 日） 204
图 159 2014 年新发基金类型分布（发行份额占比，%） 204
图 160 2014 全年每月新增基金账户数情况 205
图 161 2014 年与 2013 年基金指数对比 208
图 162 2014 各季度偏股型基金平均仓位变化 213
图 163 2014 年主动偏股型基金仓位变动情况 213
图 164 2014 年分级基金的发展 230
图 165 历年来分级基金的发展 230
图 166 投连险分类账户 2014 年累计收益率情况 232
图 167 指数型投连险账户与被动指数型基金 233
图 168 2014 年指数型投连险月度收益情况 233
图 169 激进型投连险账户与普通股票型基金 234
图 170 2014 年激进型投连险账户月度收益情况 234
图 171 混合激进型投连险账户与偏股混合型基金 235
图 172 2014 年混合激进型投连险月度收益情况 235
图 173 混合保守型投连险账户与偏债混合型基金 236
图 174 2014 年混合保守型投连险月度收益情况 236
图 175 增强债券型投连险账户与混合债券型二级基金 237
图 176 2014 年增强债券型投连险月度收益情况 237
图 177 全债型投连险账户与中长期纯债型基金 238
图 178 2014 年全债型投连险月度收益情况 238
图 179 货币型投连险账户与货币型基金 239
图 180 2014 年货币型投连险月度收益情况 239
图 181 2014 年投连险分类账户规模市场份额 245

图 182 2013 年投连险分类账户规模市场份额 245
图 183 2014 年上半年网民在各类互联网应用增长情况 248
图 184 互联网金融相关平台 249
图 185 互联网用户用户年龄分布 249
图 186 互联网金融用户区域分布 249
图 187 互联网用户交易时间分布 250
图 188 P2P 中的“ETF”运作模式 253
图 189 宝宝类产品规模变化 255
图 190 宝宝类产品只数 258
图 191 宝宝产品起购金额 259
图 192 宝宝产品单日提现上限 259
图 193 宝宝资金到账时间 259
图 194 宝宝产品 2014 年各月 7 日年化收益率（单位：%） 260
图 195 P2B 产品运作模式（1） 260
图 196 P2B 产品运作模式（2） 261
图 197 新浪微财富票据理财收益率（截至 2014 年 12 月 31 日） 262
图 198 理财通产品选择标准 264
图 199 理财通通发展策略 266
图 200 传统博时黄金 ETF 申购模式 269
图 201 存金宝申购博时黄金 ETF 模式 270
图 202 众筹的四种模式 271
图 203 股权众筹运作模式 272
图 204 回报众筹与团购区别 274
图 205 追梦网众筹项目 274
图 206 微公益众筹项目 275
图 207 ETP 市场规模走势 278
图 208 场内分级基金历史规模（截止到 2014 年 12 月 31 日） 279
图 209 2014 年分级基金成交量走势（截止到 2014 年 12 月 31 日） 280
图 210 2014 年 A 股大小盘走势 281
图 211 三季度军工证券行业指数走势 282
图 212 行情启动后进取股基指数走势 284
图 213 2014 年债券市场走势 286
图 214 债券相关指数 2014 年以来的涨幅走势 287
图 215 泰达宏利聚利 B 2014 年涨跌幅 288
图 216 2014 年年初资金利率及稳健股基指数对比 289
图 217 2014 年初资金利率及分级 A 隐含收益率对比（2014.7.15-2014.8.23） 290
图 218 降息之后稳健股基指数和大盘走势对比 291
图 219 降息以来分级 A 走势 291
图 220 2014 年货币 ETF 规模及收益率 292
图 221 ETP 产品涉足的投资品种 299
图 222 分级 A 隐含收益率与债券市场利率 300
图 223 全球各大类存量 ETP 规模(百万美元) 306
图 224 全球各类 ETP 单只产品规模分布(百万美元) 310
图 225 近年全球 ETP 发行数量 310
图 226 2014 年全球各类 ETP 新增数量占比 311
图 227 近年全球各类 ETP 新增数量 315

图 228 近年全球各类 ETP 新增资产 316
图 229 近年全球 ETP 分类新增数量占比 317
图 230 近年全球 ETP 分类新增资产占比 318
图 231 近年美国 ETF 发行数量和资产规模 320
图 232 近年美国 ETF 发行资产规模与标普 500 指数振幅 321
图 233 近年美国 ETN 发行数量和资产规模 321
图 234 美国历年各类金融产品(含 ETP 及对冲基金)新增规模及数量趋势图 323
图 235 美国养老保险权益类产品投资占比变化趋势 325
图 236 美国养老保险固定收益类产品投资占比变化趋势 325
图 237 2014 年沪深 300 指数期货所有合约成交量与持仓量统计 335
图 238 2014 年沪深 300 指数期货所有合约成交量与持仓量统计 336
图 239 2014 年沪深 300 指数现货、期货价格走势与基差统计 337
图 240 2014 年沪深 300 指数期货四连续合约基差运行情况 337
图 241 2014 年沪深 300 指数期货四连续合约之间价差运行情况 338
图 242 2014 年国债期货运行情况 338
图 243 2014 年银行间隔夜及 7 天质押式回购利率走势 339
图 244 2014 年可交割券最便宜可交割次数 340
图 245 2014 年国债期货主力合约价格及其理论价格 341
图 246 2014 年国债期货主力合约基差运行情况 342
图 247 2014 年国债期货主力合约基差分布 342
图 248 2014 年银行间隔夜及 7 天质押式回购利率与国债期货 CTD 券 IRR 走势 342
图 249 2014 年上海证券交易所隔夜及 7 日质押式国债回购利率与 CTD 券 IRR 走势 343
图 250 看涨和看跌期权的价格下限 345
图 251 2004 年以来阳光私募产品发行数量及规模统计 352
图 252 2014 年阳光私募月度发行数量 353
图 253 2014 年阳光私募月度发行规模（亿） 353
图 254 2014 年各投资类型阳光私募发行数量占比 353
图 255 2014 年各投资类型阳光私募发行规模占比 353
图 256 2014 年阳光私募产品结构化与非结构化发行占比 354
图 257 2014 年存续阳光私募数量较多的信托十家公司（只） 354
图 258 2014 年阳光私募基金存量较大的十家信托公司（亿） 355
图 259 2014 年阳光私募发行只数较多的投资顾问 356
图 260 2014 年阳光私募存量产品数量 356
图 261 2014 年阳光私募存量规模较大的投资顾问（亿） 356
图 262 2014 年阳光私募基金平均收益率情况 358
图 263 2014 年阳光私募收益率离散程度 358
图 264 2014 年阳光私募基金收益率分布 359
图 265 2014 年阳光私募基金净值分布 360
图 266 14 年结构化阳光私募对比普通股票型基金 Top30 360
图 267 14 年非结构化阳光私募普通股票型基金 Top50 360
图 268 2014 年中长期阳光私募 2014 年以来收益率分布 362
图 269 2014 年阳光私募成立以来收益分布 362
图 270 2010 年以来股票型阳光私募发行统计（只） 366
图 271 2010 年以来股票型阳光私募发行规模（亿） 366
图 272 2014 年股票型阳光私募发行统计（只） 366
图 273 2014 年股票型阳光私募发行规模统计（亿） 366

图 274 2014 年股票型阳光私募产品发行类型 367
图 275 历年券商集合资产管理规模变化（亿） 371
图 276 历年券商集合理财产品发行份额及数量 371
图 277 各类型资产管理业务规模变化 372
图 278 2014 年月度新成立产品总数（只） 373
图 279 2014 年月度新发集合产品发行份额（亿份） 373
图 280 2014 年新发各类别集合产品数量（只） 373
图 281 2014 年新发各类别集合发行份额（亿份） 373
图 282 2014 年新发各类别集合产品数量占比 374
图 283 2014 年新发各类别集合产品份额占比 374
图 284 2014 年发行数量 Top10 券商排名 374
图 285 2014 年发行份额 Top10 券商资产净值排名（亿） 374
图 286 2014 年券商集合理财资产规模分布（家） 375
图 287 2014 年基金专户月度新增开户数 383
图 288 2014 年基金公司月度公募私募业务管理规模 384
图 289 2014 年月度公募私募规模增长率和私募规模占比 384
图 290 2013 年以来期货资管管理规模 386
图 291 场内外衍生品规模（2014/6，BIS 统计 13 国数据） 391
图 292 机构间私募产品报价与服务系统的规则体系 393
图 293 报价系统市场定位 395
图 294 报价系统产品类型 395
图 295 报价系统参与人统计 397
图 296 发行收益凭证数量最多的券商排名 400
图 297 各期限发行数量及占比（截至 2014/12/31） 400
图 298 各期限平均收益率（截至 2014/12/31） 400
图 299 单边鲨鱼鳍型期权收益图 402
图 300 双边鲨鱼鳍型期权收益图 402
图 301 权益类收益互换业务规模（单位：亿元） 403
图 302 上市证券公司资产配置变迁：2009-2014Q3 406
图 303 上市证券公司负债配置变迁：2009-2014Q3 407
图 304 全球对冲基金管理资产规模（单位：亿美元） 415
图 305 全球对冲基金投资策略分布（2014Q3） 415
图 306 中国量化对冲基金（信托平台）历年发行量（资产规模：万，数量：个） 416
图 307 中国量化对冲基金（券商资管平台）历年发行量（资产规模：万，数量：个） 416
图 308 量化对冲基金(信托+券商资管)发行量与沪深 300 股指期货交易量 422
图 309 量化对冲占证券投资类私募产品比重（2014 年） 425
图 310 量化对冲产品策略分布（2014 年） 425
图 311 国内量化对冲产品形式 428
图 312 国内量化对冲产品架构 428
图 313 量化对冲产品成立分布（单位：只，2014 年底存续的） 428
图 314 股票市场中性策略产品形式 431
图 315 股票市场中性策略产品架构 431
图 316 股票市场中性策略产品成立分布（单位：只） 432
图 317 公募基金与私募基金 2014 年收益率分布 439
图 318 公募基金与私募基金 2014 年历史波动率分布 439
图 319 公募基金与私募基金 2014 年最大回撤分布 439

图 320 公募基金与私募基金 2014 年夏普比率分布 439
图 321 华宝证券“类私募”证券投资产品评价体系 441
图 322 沪深 300 股指期货上市前后各大指数相关性比较 443
图 323 2015 华宝金融产品矩阵 445
图 324 历代货币 ETF 对比 448
图 325 类固定收益产品信用风险与收益矩阵 451
图 326 银行 7 天质押式回购利率显著下移 455
图 327 国债收益率显著下移 455
图 328 2014 年 12 月类固定收益产品平均到期收益率曲线 455
图 329 国债、银行理财到期收益率（2013.12 **VS** 2014.12） 456
图 330 信托和信用债到期收益率比较（2013.12 **VS** 2014.12） 456
图 331 信用债信用利差受资金面影响 456
图 332 3 个月期类固定收益产品比较 457
图 333 3 个月期类固定收益产品信用利差 457
图 334 1 年期类固定收益产品比较 457
图 335 1 年期类固定收益产品信用利差 457
图 336 2 年期类固定收益产品比较 458
图 337 2 年期类固定收益产品信用利差 458
图 338 3 年期类固定收益产品比较 458
图 339 3 年期类固定收益产品信用利差 458
图 340 3 年以上类固定收益产品比较 459
图 341 3 年以上类固定收益产品信用利差 459
图 342 2014 年不同等级信托产品平均收益率走势 460
图 343 2014 年不同等级信托产品信用利差 461
图 344 信托和债券跨市场利差比较（2012-2014） 461
图 345 分级 A 隐含收益率和沪深 300 股票指数走势图（2012.01-2014.12） 462
图 346 可转债转股溢价率和沪深 300 股票指数走势（2012.01—2014.12） 463
图 347 Zt 指数和沪深 300 指数走势（2012-2014） 464
图 348 Zt 指数和 HS300 涨跌情况（2014.10-2014.12） 465
图 349 跨市场利差指数 Ft 465
图 350 跨市场利差指数与资金面关系 466
图 351 跨市场利差指数对于银行理财资产配置的指导 467
图 352 跨市场利差指数与信用利差的关系 467
图 353 中国人口结构变迁（单位：%） 469
图 354 互联网产品的投资者（截至 2014.8.18.） 470
图 355 投资者的年龄分布（截至 2014.8.18.） 470
图 356 投资者收入分布（截至 2014.8.18.） 471
图 357 投资者的性别分布（截至 2014.8.18.） 471
图 358 各省投资者占比（截至 2014.8.18.） 471
图 359 投资者关心的因素（截至 2014.8.18.） 471
图 360 投资者购买过的理财产品种类（截至 2014.8.18.） 472
图 361 投资回报（截至 2014.8.18.） 472
图 362 获得 8%以上回报的投资者收入（截至 2014.8.18.） 472
图 363 获得 8%以上回报的投资者（截至 2014.8.18.） 472
图 364 余额宝用户群的城市分布 473
图 365 个人可投资资产（单位：万亿元） 475

图 366 高净值人群数量（单位：万人）..... 475
图 367 商品房平均售价（单位：元/平方米）..... 475
图 368 百城住宅价格指数..... 475
图 369 采矿业累计利润总额（2003.12~2014.12）..... 476
图 370 PMI 指数..... 476
图 371 股票账户开户数（单位：万户 2011.03~2014.12）..... 476
图 372 高净值人群的财富目标..... 477
图 373 2014 年 RQFII 资金流入流出情况（单位：亿元）..... 478
图 374 海外主动型中国基金的持仓行业分布..... 479
图 375 公募基金股票市值占 A 股市场流通市值比..... 480
图 376 2004 年以来阳光私募产品发行数量及规模统计..... 481
图 377 两融余额（单位：亿元）..... 482
图 378 两融账户数（2011.1.1~2014.12.31）..... 483
图 379 金融“新常态”..... 484
图 380 3 年期企业债利差走势（与同期国债比较）..... 486
图 381 5 年期企业债利差走势（与同期国债比较）..... 486
图 382 2 年期信托产品信用利差（与同期国债比较）..... 486
图 383 2014 年下半年沪深股市走势凌厉..... 487
图 384 2014 年下半年深圳成指涨跌幅波动加剧..... 488
图 385 2014 年下半年上证综指涨跌幅波动加剧..... 488
图 386 2014 年 3 年期企业债收益率走势..... 488
图 387 2014 年 3 年期企业债收益率走势..... 488
图 388 黄金价格波动加大..... 489
图 389 原油价格波动加大..... 489
图 390 2013 三季度 A 股机构投资者结构变化..... 490
图 391 2014 三季度 A 股机构投资者结构变化..... 490
图 392 保险资金投资中以非标资产为代表的其他投资占比显著提升..... 491

表 1 2014 年信托重要法规及内容..... 21
表 2 主流分级基金公司场内规模和旗下基金场内规模表（截止 2014-12-31）..... 33
表 3 2014 资管大事记影响力排名..... 40
表 4 类私募体系金融产品..... 42
表 5 类公募体系金融产品..... 43
表 6 地方政府债务新政（2014）..... 47
表 7 债券发行主体、发行场所、发行品种扩大新政（2014）..... 48
表 8 债券危机事件（2014）..... 49
表 9 央行货币政策（2014）..... 51
表 10 各省市信用债发行规模（2013—2014）..... 58
表 11 各省市城投债发行规模（2014）..... 61
表 12 各省市城投债票面利率和评级（2014）..... 62
表 13 各省市城投债发行期限（2014）..... 63
表 14 20 个城市城投债发行规模（2014）..... 64
表 15 20 个城市城投债票面利率和评级（2014）..... 65
表 16 20 个城市城投债发行期限（2014）..... 66

表 17 主体评级下调债券上次主体评级（2012—2014）.....75
表 18 主体评级下调债券主体所属行业（2012—2014）.....76
表 19 主体评级下调债券主体所在地区（2012—2014）.....77
表 20 主体评级下调债券主体企业性质（2012—2014）.....77
表 21 2014 年保险资金运用各项新政策.....83
表 22 偿二代体系建设进展情况.....84
表 23 目前已获批的保险险资产管理公司一览.....88
表 24 2014 年以来成立的部分债权计划一览.....95
表 25 目前民生通惠发行的项目资产支持计划情况.....97
表 26 目前部分保险资产管理公司现有保险资产管理产品一览.....101
表 27 现有部分保险资产管理产品收益一览（截至 2014 年 12 月 31 日）.....101
表 28 太平洋资产管理公司发行的“太平洋卓越财富债基增强型”简介.....103
表 29 目前保险机构企业年金牌照分布情况.....104
表 30 2014 年 1-9 月养老保险公司企业年金业务情况统计（单位：万元）.....105
表 31 2014 年 1-9 月保险资产管理公司企业年金业务情况统计.....105
表 32 保险资产管理公司现有企业年金投资业务一览.....106
表 33 国寿安保基金产品一览（2014 年 12 月 31 日）.....107
表 34 2014 信托业主要监管政策.....111
表 35 集合理财信托产品信托年限与预期年化收益率统计（2014.01-2014.12）.....118
表 36 2014 年不同期限信托产品的平均收益率.....118
表 37 2014 年不同期限信托产品的发行数量.....118
表 38 2014 年集合理财信托产品资金使用方式（按照规模）.....119
表 39 2014 年集合理财信托产品投资方向（按照规模）.....120
表 40 2014 年固定收益类集合理财信托不同收益类型.....121
表 41 2014 年固定收益类集合理财信托产品不同领域成立数量.....121
表 42 2014 年固定收益类集合理财信托预期年化收益类细分.....121
表 43 2014 年预期年化收益类最高的固定收益信托产品一览.....122
表 44 2014 年发行情况信托资金投向对比.....123
表 45 2014 年信托公司发行规模排名 Top10.....124
表 46 2014 年信托产品发行规模排名（单位：万元）.....125
表 47 2014 年信托公司房地产信托发行规模排名 Top10.....128
表 48 2014 年房地产信托发行规模排名 Top10.....129
表 49 各信托公司产品品类绝对偏好.....132
表 50 2014 年信托公司注册资本金变化.....139
表 51 基金管理公司从事特定客户资产管理业务子公司名录（2014 年 8 月）.....147
表 52 按基金管理公司控股股东分类的基金子公司类别（2014 年 8 月）.....150
表 53 基金子公司有关政策法规.....151
表 54 基金子公司、信托、券商资管模式比较.....165
表 55 2014 年影响银行理财市场时间.....173
表 56 银行业 2011~2014 年理财产品发行情况（按发行主体）.....176
表 57 2014 年不同主体发行产品数量前三名.....176
表 58 2014 年各期限银行理财产品收益率（单位：%）.....184
表 59 2014 年各类银行理财产品平均收益率和收益率波动率（%）.....185
表 60 2014 年理财产品预期收益率 TOP10（结构化）.....186
表 61 2014 年理财产品预期收益率 TOP10 （非结构化）.....187
表 62 基金经理任职年限分布（截止 2014 年 12 月 31 日）.....198

表 63 2014 年老鼠仓事件汇总 199
表 64 2014 年公募资产管理规模前十大基金管理有限公司 202
表 65 基金公司偏股型基金 2014 年收益情况 208
表 66 基金收益分布 209
表 67 各类基金业绩汇总 209
表 68 2014 年偏股型基金增长率前二十 209
表 69 2013 年收益率前十偏股型基金前三季度与第四季度表现对比 210
表 70 2014 年四个季度业绩排名前三分之一的普通股票型基金 211
表 71 2014 年四个季度业绩排名前三分之一的偏股混合型基金和平衡混合型基金 211
表 72 2014 年以创业板和中小盘股票为投资标的的偏股型基金收益情况 211
表 73 2014 年偏股型基金行业配置 214
表 74 偏股型基金经理推荐 214
表 75 封闭式普通股票型基金 2014 年收益率统计 215
表 76 封闭式债券型基金 2014 年收益率统计（不包括分级基金） 215
表 77 基金公司债券型基金收益情况 216
表 78 各类债券型基金投资运作特征 217
表 79 债券型基金 2014 年收益率前十名（不包括分级基金） 217
表 80 开放式指数基金、LOF、ETF 对比 218
表 81 开放式指数型基金基本资料（截止日期：2014 年 12 月 31 日） 218
表 82 LOF 型基金基本资料（截止日期：2014 年 12 月 31 日） 221
表 83 2014 年收益率前十名的 QDII 产品 225
表 84 2014 年收益率 QDII 收益分布情况 225
表 85 2014 年“大中华股票型”QDII 收益情况 226
表 86 2014 年“指数股票型”QDII 收益情况 227
表 87 2014 年“亚太股票型”QDII 基金产品收益排名 227
表 88 2014 年“债券型”QDII 收益情况 228
表 89 2014 年“REITS”QDII 收益情况 228
表 90 2014 年证券市场主要指数收益 231
表 91 二级账户回报统计 231
表 92 2014 年投连险账户收益及可比指数基金产品收益 231
表 93 指数型投连险账户 2014 年累计收益率排名前 6 名 233
表 94 激进型投连险账户 2014 年累计收益率排名前 10 名 234
表 95 混合激进型投连险账户 2014 年累计收益率排名前 10 名 235
表 96 混合保守型投连险账户 2014 年累计收益率排名前 10 名 236
表 97 增强债券型投连险账户 2014 年累计收益率排名前 10 名 237
表 98 全债型投连险账户 2014 年累计收益率排名前 5 名 238
表 99 货币型投连险 2014 年累计收益率排名前 10 名 239
表 100 投连险华宝分类标准 239
表 101 类固定收益投连险 2014 年累计收益率 240
表 102 2014 年新上线运营投连险账户情况一览 240
表 103 2012 年以来已通过保监会批复成立尚未运营公布净值的投连险账户 241
表 104 2014 年投连险新增保费 242
表 105 投连险账户规模排名前十的保险公司 244
表 106 各细分投连险账户规模汇总 244
表 107 各分类投连险账户规模之首 244
表 108 2014 年内移动互联网用户量 248

表 109 互联网模式定义及运作模式 250
表 110 2014 年各系宝宝类产品 255
表 111 通平台上的理财产品（截至 2014.12.31） 263
表 112 天天基金网基金销量（单位：亿元） 267
表 113 各类型分级基金规模（截止到 2014 年 12 月 31 日） 279
表 114 2014 年新发行的行业分级基金 280
表 115 年末行情中涨幅居前的分级基金（11.1-12.31） 283
表 116 行情启动以来各分级 B 上折次数（截止到 12 月 31 日） 284
表 117 主流分级基金公司场内规模和旗下基金场内规模表（截止 2014-12-31） 285
表 118 配对转换冲击前后分级 A 隐含收益率对比 290
表 119 降息前后分级 A 隐含收益率对比 292
表 120 各固定收益类产品收益率对比（截止到 2014 年 12 月 31 日） 293
表 121 估值相对低的 B 端概况（截止到 2015 年 1 月 19 日） 294
表 122 ETP 产品给私募基金带来的组合策略 299
表 123 首批实现 T+0 的跨境 LOF 和 ETF 列表 303
表 124 全球各国存量 ETP 总数量和资产排名(截止 2014 年 12 月 31 日) 305
表 125 全球最早成立的 ETC 名单 306
表 126 全球最早成立的 ETN 名单 307
表 127 全球最早成立的 ETF 名单 308
表 128 全球各类 ETP 资产按国家排名 309
表 129 2014 年全球各国新增 ETP 总数量和资产排名 311
表 130 全球 2014 年各类新增 ETP 资产排名 312
表 131 全球存量 ETP 按投资类型分类规模及数量 313
表 132 全球 2014 年新增 ETP 按投资类型分类规模及数量 313
表 133 2014 年全球新成立 ETP 总资产排名前二十 314
表 134 全球历年各类 ETP 新增数量 314
表 135 全球历年各类新增 ETP 资产(百万美元) 315
表 136 近年全球 ETP 按投资类型分类新增数量占比 316
表 137 近年全球 ETP 按投资类型分类新增资产占比 317
表 138 2014 年全球新成立股票类 ETP 总资产排名前十 318
表 139 2014 年全球新成立债券类 ETP 总资产排名前十 319
表 140 2014 年全球新成立商品类 ETP 总资产排名前十 319
表 141 2014 年全球新成立特殊类 ETP 总资产排名前十 319
表 142 美国各类 ETP 分布情况 320
表 143 美国 ETP 按投资侧重分类规模及数量 322
表 144 美国金融产品(含 ETP 及对冲基金)分类占比 322
表 145 美国部分波动率 ETP 一览 328
表 146 衍生品市场大事记 334
表 147 2014 年成为 CTD 券的国债 339
表 148 上证 50ETF 基本信息 344
表 149 ETF 期权与 ETP 交易策略 348
表 150 2014 年新发产品数量较多投资顾问公司平均业绩及 2014 年以来收益率 357
表 151 2014 年纳入统计的阳光私募基金分类数量与平均收益率 358
表 152 2014 年阳光私募基金产品收益率分布情况 358
表 153 2014 年阳光私募基金产品净值分布情况 359
表 154 2014 年非结构化收益率 Top10 360

表 155 2014 年结构化收益率 Top10 361
表 156 2014 年非结构化收益率成立以来 Top10 363
表 157 2014 年结构化收益率成立以来 Top10 363
表 158 2014 年阳光私募基金最大回撤率统计 364
表 159 2014 年存量较多投资顾问旗下私募产品最大回撤率 364
表 160 2014 年股票型产品风险收益比最高的产品 365
表 161 2014 年股票型阳光私募基金 2014 年以来收益率排行 Top10 367
表 162 2014 年券商集合理财产品 2014 年以来收益前十 376
表 163 2014 年券商集合理财产品中长期收益前十 376
表 164 2014 年股票型券商集合理财产品 2014 年以来收益前十 377
表 165 2014 年股票型券商集合理财产品中长期收益前十 377
表 166 2014 年债券型券商集合理财产品 2014 年以来收益前十 378
表 167 2014 年债券型券商集合理财产品中长期收益前十 378
表 168 2014 年混合型券商集合理财产品 2014 年以来收益前十 379
表 169 2014 年混合型券商集合理财产品中长期收益前十 380
表 170 2014 年货币型券商集合理财产品 2014 年以来收益排名前十 380
表 171 2014 年货币型券商集合理财产品中长期收益排名前十 381
表 172 2014 年 FOF 型券商集合理财产品 2014 年以来收益排名前十 382
表 173 2014 年 FOF 型券商集合理财产品中长期收益排名前十 382
表 174 2014 年 QDII 型券商集合理财产品收益排名 383
表 175 场外衍生品未到期合约名义本金额（单位：万亿美元） 391
表 176 机构间私募产品报价与服务系统相关政策 393
表 177 报价系统产品发行情况统计（截至 2014/11 月底） 398
表 178 收益凭证要素摘要表 399
表 179 报价系统各类载体上的结构化产品（含联网系统） 405
表 180 证券公司债务融资工具比较 408
表 181 报价系统产品 VS 其他理财产品 412
表 182 全球对冲基金管理资产规模排行榜 Top 15（截至 2014/6） 413
表 183 全球对冲基金收益表现（截至 2014 年 11 月） 415
表 184 中国量化对冲基金历年发行量 417
表 185 中国量化对冲基金演进史 420
表 186 不同类型量化对冲基金 2014 年绩效统计 429
表 187 股票市场中性产品 2014 年业绩回顾 430
表 188 2014 年收益表现较好的股票市场中性产品 430
表 189 套利及套利复合策略 2014 年业绩回顾 433
表 190 2014 年收益表现较好的套利和套利复合策略产品 433
表 191 管理期货（非套利）策略 2014 年业绩回顾 434
表 192 2014 年收益表现较好的管理期货（非套利）策略产品 434
表 193 2014 年量化对冲公募基金概况（截至 2014/12/31） 437
表 194 公募基金与私募基金 2014 年绩效统计 438
表 195 公募基金与私募基金历史绩效统计 440
表 196 量化对冲私募产品综合表现 TOP 15（评价日：2014/12/31） 441
表 197 金融产品大类划分 446
表 198 现金管理工具对比 447
表 199 场外类固定收益类产品跨市场比较 448
表 200 场内类固定收益类产品跨市场比较 449

表 201　权益类产品跨市场比较 451
表 202　固定收益类产品实时收益率（2014-12-31） 468
表 203　各类型众筹投资情况 474

第一部分——2014 年我国资产管理行业背景

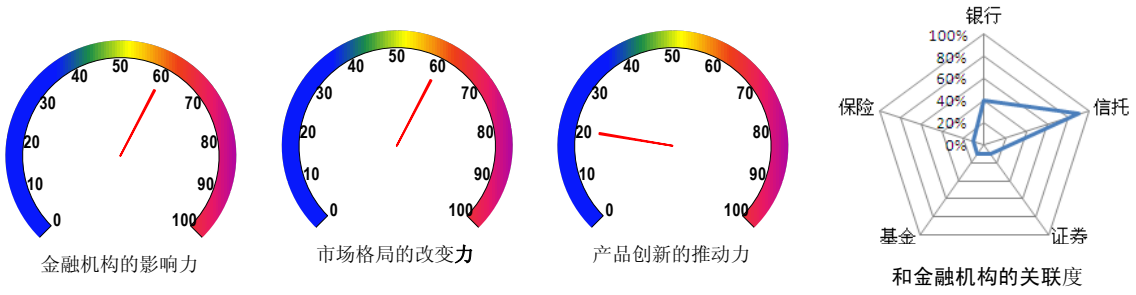
一、2014 年中国资产管理行业大事记

2013 年，金融脱媒趋势进一步加强，利率市场化步伐加快，“创新变革”与“去杠杆化“成为资产管理行业的两大主题，在这样的背景下，各大金融机构的跨界竞争和合作更加常态化，金融创新也层出不穷。

2014 年，在经济“新常态”的推动下，金融业也呈现出“新常态”的特征，信用利差扩大化趋势明显、投资者结构变化加剧、市场波动显著加大、个人价值明显提升，监管制度走向趋同化发展。2014 年，泛资产管理时代下，资产管理行业再现热点：《“99”号文变革信托治理结构”》《基金、银行齐举事业部制度》《信用违约风声起，信托刚兑疑窦生》《偿二代出炉，保险业风控有据》《<基金外包服务指引（试行）>：PB 业务正式起航》《娱乐宝一触即发，投连择网而聚》《大妈小白跑步进场，分级基金格局重构》《沪港连通落地坐实，股票期权渐行渐近》《私募转型正规军，生态圈初具雏形》《报价系统频祭利器，颠覆资产配置格局》，基于这些热点对于资产管理行业格局的改变力度、对金融机构的影响程度以及对产品创新的推动强度，我们继续采用鲜活直观的方式向读者展示 2014 年资产管理行业的十大热点事件:

1.“99”号文变革信托治理结构

图 1　事件一：”99”号文变革信托治理结构影响力



资料来源：华宝证券研究所

2014 年，信托业迎来史上最强监管文件—— “99 号” 文，为信托公司未来监管定调，而《信托公司监管评级与分类监管指引》的出台，意味着信托公司未来按监管评级开展业务成为常态，信托基金保障制度的推出将加速信托业风险防控的长效机制的建设，因此 2014 年信托公司治理结构的变化主题则是“控风险”。

99 号文从处置风险项目、加强潜在风险防控、建立风险防控长效机制等角度提出了具体监管方向。99 号文后，银监会又发布了《信托公司监管评级与分类监管指引》

（下称《指引》），要求对信托公司监管评级，并根据评级结果开展业务。指引后信托公司将更加注重业务风险把控、公司内部治理及资本实力的提高。

12 月，《信托业保障基金管理办法》（下称《办法》）出台，要求设立中国信托业保障基金有限责任公司，作为保障基金管理人，依法负责保障基金的筹集、管理和使用，而信托公司按一定的比例认购信托保障基金。信托保障基金成立后，也意味着信托业的“存款保险”制度正式启动。

从 99 号文到《指引》到《办法》，不断强化了信托公司的内部治理结构，从业务的风险处置到最后信托业保障基金的出台建立起信托业风险防控的长效机制。信托业保障基金制度的出台将产生深远的影响。首先，提升了信托行业风险的自我消化能力，其通过认购一定比例的信托保障基金，建立起类似于“存款保险”的保障制度，有利于提高信托行业的整体安全等级，对信托业风险蔓延和外溢筑起了一道隔离墙，从而消除了外界对于信托风险的过度担忧，有利于信托行业的长远健康发展。

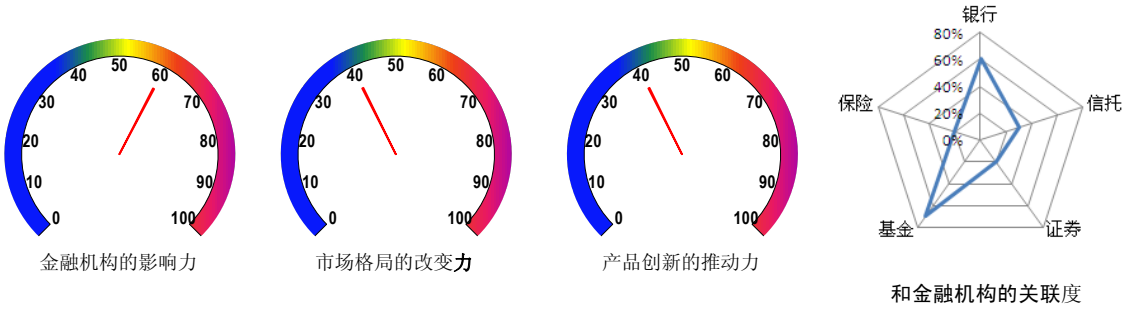
表 1　2014 年信托重要法规及内容

时间	监管文件名称	监管具体内容
2014-4-8	《关于信托公司风险监管的指导意见》（银监办发[2014]99 号）	1. 要求信托公司将风险责任明确至具体责任人，风险问责机制将逐渐落实。 2. 要求信托公司建立股东流动性支持和资本补充机制，形成了股东对信托公司业务的约束机制。 3. 对信托业务实行严格准入审批管理及事前报告制，强化信托公司监管评级和分类监管制度。 4. 要求信托公司不得开展非标准化理财资金池业务，资金池类信托面临清盘。 5. 规范第三方销售渠道，防止第三方非金融机构销售风险向信托公司传递。 6. 要求以合同形式明确事务管理类信托业务的参与主体责任，厘清各主体的权利义务关系。 7. 首提推出债权型信托直接融资工具和直投子公司，加速信托公司转型。
2014-8-5	《信托公司监管评级与分类监管指引》	要求信托公司进行自评及组织专人对信托公司进行测评，将信托公司根据评级结果分成 6 类，监管部门根据信托公司的评级结果，制定信托公司的监管计划和监管政策，根据评级结果来约束信托公司相应的业务开展。
2014-12-10	《信托业保障基金管理办法》	1. 设立中国信托业保障基金有限责任公司（以下简称保障基金公司）作为保障基金管理人，依法负责保障基金的筹集、管理和使用。 2. 保障基金现行认购执行下列统一标准，条件成熟后再依据信托公司风险状况实行差别认购标准: （一）信托公司按净资产余额的 1%认购，每年 4 月底前以上年度末的净资产余额为基数动态调整; （二）资金信托按新发行金额的 1%认购，其中：属于购买标准化产品的投资性资金信托的，由信托公司认购；属于融资性资金信托的，由融资者认购。在每个资金信托产品发行结束时，缴入信托公司基金专户，由信托公司按季向保障基金公司集中划缴; （三）新设立的财产信托按信托公司收取报酬的 5%计算，由信托公司认购。 3. 保障基金的日常运用主要限于银行存款、同业拆借、购买政府债券、中央银行债券（票据）、金融债券、货币市场基金，以及经国务院银行业监督管理机构、财政部批准的其他资金运用方式。

资料来源：华宝证券研究所

2.基金、银行齐举事业部制度

图 2 事件二：基金、银行齐举事业部制度



资料来源：华宝证券研究所

2014 年，公募基金行业是创新和发展的一年，公募基金公司也迎来重大变革——“事业部制”和股权激励制度，这两项制度的推出使得公募基金业绩飞速增长。而对于银行业而言，其重大变化则是银行理财的事业部制改革，银行理财事业部制的推出，一方面可以使理财与其他业务形成隔离，管理上更趋专业化；另一方面，理财事业部制能便于总行更好把控风险敞口。

公募基金事业部制改革，基金业绩加速增长

2014 年，公募基金经理私奔潮愈演愈烈，而私募基金灵活的管理模式以及具有吸引力的激励措施成为吸引公募基金经理的主要原因。为应对这种冲击，2014 年以来，基金公司纷纷试水“事业部制改革”：招商基金首推“投资工作室”计划，国泰基金、前海开源基金、中欧基金等也都陆续进行事业部制度改革的尝试。与事业部制改革配套的则是基金公司的股权激励制度，只有这两种制度同时推进，基金公司的改革才能更彻底，才能更好地激发基金公司的业绩。

在事业部制度下，研究员需要为其服务的基金经理提供他所需要的一切信息，投研团队能参与管理费分成。产品规模的升降与事业部收入直接挂钩，这种激励机制能够明显改善公募基金之于基金经理的吸引力，同时也能够改善基金行业只注重相对排名，而不注重基金绝对收益的局面，有利于基金规模的增长，从而提高基金公司的业绩水平。

2014 年 4 月 25 日，中欧基金发布公告称，经公司 2014 年股东会决议，公司股东国都证券和北京百骏公司，分别将其持有的公司各 10%的股权转让给股东以外的自然人窦玉明、刘建平、周蔚文、许欣和陆文俊，其中，窦玉明和刘建平各占公司注册资本的 4.9%，周蔚文和许欣各占公司注册资本的 4.1%，陆文俊出资占公司注册资本的 2%。

这对于中国基金业来说，具有划时代的意义。在原有的股权结构下，基金业一直存在股东、管理层、投资者之间由于利益不一致的博弈。基金公司总经理担心如果前期开拓时间太长，无法在三至五年的任职期内做出成绩，将不利于他未来的发展；基金经理则一直在担心激励制度能否兑现，回报是否付出一致，投资者则担心由于基金公司收取固定的管理费，其购买的基金产品是否能产生好的业绩回报。股权改制完成后，股东和

员工的眼光将更为长远，员工与股东的关系也将从博弈变成合作关系，是吸引和留住高端人才，维护管理团队长期稳定的有效措施，而事业部制改革有利于激发基金经理提升业绩的动力，为投资者提供更好的投资回报。

银行理财事业部制改革，建立风险隔离墙

2014 年银行理财产品发行量继续保持平稳向上态势，产品发行量再创历史新高。2014 年银行理财产品发行数量达到 65248 个，同比增长 46.65%，理财产品发行增速有所加快，高于去年 38.41%。银行理财产品在完善社会融资结构、支持实体经济发展、满足客户投资需及加速利率市场化进程方面也发挥了重要作用。然而，商业银行理财业务快速发展的同时，其存在期限错配严重、信息披露不充分、理财资金与自营资金未完全分离等问题，尤其是其资金池的运作模式易出现较大的流动性风险。因此为做好理财业务的风险隔离，促进理财业务的健康发展，银监会于 2014 年 7 月正式发布了银监会正式印发了《关于完善银行理财业务组织管理体系有关事项的通知》(以下简称《通知》)。

《通知》共十五条，主要内容包括：一是明确理财业务事业部制改革是要求银行设立专门的理财业务经营部门，负责集中统一经营管理全行理财业务；二是明确理财业务与其他各项业务的风险隔离要求；三是明确按照法人属地监管原则推动银行理财业务事业部制改革；四是要求银行应严格区分客户类型，进行理财产品销售的分类管理，体现风险匹配原则；五是明确将银行理财业务运营情况的年度监管评估结果纳入对银行的年度监管评价，作为机构监管评级的重要依据；六是明确银行事业部制改革的时间进度。

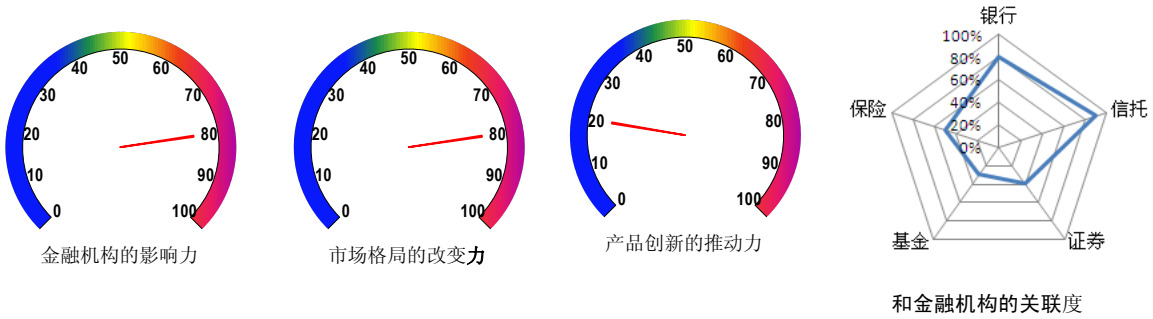
风险隔离方面，《通知》要求理财业务与信贷等其他业务相分离，建立符合理财业务特点的独立条线风险控制体系；同时实行自营业务与代客业务相分离；银行理财产品与银行代销的第三方机构理财产品相分离；银行理财产品之间相分离；理财业务操作与银行其他业务操作相分离。强调不得通过理财产品期限设置、会计记账调整等方式调节监管指标。

《通知》明确了银行应于 2014 年 9 月底前完成理财业务事业部制改革；未按时完成理财业务事业部制改革的银行，监管部门将采取相应审慎监管措施。

通过事业部管理，一方面可以使理财与其他业务形成隔离，管理上更趋专业化；另一方面，理财事业部制能便于总行更好把控风险敞口，其把原分散在各个部门的风险进行集中管理，从而制定更为高效的风险管理措施。当前我国银行业务发展模式已从追求资产规模的扩张到精细化管理转型的阶段，原来的组织架构将难以再适用，因此事业部制改革不仅是监管层的导向，也更是银行理财治理架构变革的必然趋势。

3.信用违约风声起，信托刚兑疑窦生

图 3　事件三：信用违约风声起，信托刚兑疑窦生



资料来源：华宝证券研究所

2014 年，经济下行风险加大，企业微观基本面并未有实质性好转，依赖外部融资维持资金链条特征仍然明显，不少风险领域的企业再融资困难重重。同时，2014 年以来随着不良率的持续上升、不良资产余额的快速增加，银行信贷投放更趋谨慎，债券监管部门对于企业发行资质一再提高，加上非标监管的大环境，企业资金出现断档的风险可能性加大。

2014 年 3 月 4 日，“11 超日债”因无力偿还 8980 万债息，宣布违约，成为我国债市第一个违约案例。一方面，政府面对经济下行采用“去库存、去杠杆、去产能”来推行结构调整。金融危机之后全球经济复苏乏力、贸易摩擦增多、市场空间有限，一些产业如光伏、造船、煤炭、钢铁等面临着巨大的调整压力，优胜劣汰、重新洗牌的情况难以避免。另一方面，超日太阳的经营策略过于激进，遭遇了一系列经营困境。在其通过投资“海外电站项目”谋求转型时，恰逢全球经济低迷，导致公司资金链紧张，被迫通过“代工模式”来保证回款。去年下半年，光伏产业有所回暖，而其又因受困于“代工模式”而最终错失良机。公司经营举步维艰，债券违约在所难免。虽然最终*ST 超日以重组的方式解除了债务危机，但此次事件无疑给投资者敲响了警钟。

实际上从公募债到私募债，从银行间债市到交易所债券，从信托到委托贷款，一笔笔违约或者潜在违约事件在不同金融领域爆发。“13 中森债”出现兑付风波，成为首例利息违约的私募债。后因其担保方承诺代付利息，偿付危机才出现转机。紧随其后，另一只私募债“12 华特斯”的发行人浙江华特斯因经营不善，突然宣布破产重整，令该私募债遭遇兑付危机。原定于 7 月 10 日付息的“12 金泰债”因无力支付本金和利息，造成了实质性违约。7 月 28 日回售到期的“12 津天联”债因母公司天津滨海天联集团资金链断裂被拖下水，担保方海泰担保又出现了信用危机，投资者面临着本金无归的风险。7 月 16 日民营建筑工程企业华通路桥集团因地方政府欠款数额巨大，流动性恶化，公司的短期融资券——“13 华通路桥”本息兑付面临不确定性。虽然债权人在最后一刻收到了短融的本息，但其背后的山西地方债问题浮出水面，值得监管部门和投资者深思。

2014 年，信托业也爆发了不少信用风险事件。1 月，中诚信托发布公告称因信托计划融资方山西振富能源集团资金链断裂，无法还本付息，清算时资产变现困难，导致信用风险。高达 30 亿元的“诚至金开 1 号”在兑付日可能无法按期兑付。最后在华融资产管理公司的接盘下，才兑付了本金。5 月底，中诚信托“诚至金开 2 号”因采矿权贬值、

质押物变现困难、清偿次序劣后等问题爆发也陷入兑付危机，7 月 25 日到期的该 13 亿信托产品现已延期数月。在如此快的扩张速度下，委托贷款也未逃脱违约的漩涡。6 月，浙江华鼎集团公告称，获两家银行确认有两笔委托贷款出现了违约。而该两笔贷款的借款人，恰恰就是媒体纷纷报导的杭州知名企业——中都集团。一起违约或潜在的违约事件发人深省，如果中大型企业陷入大规模的违约潮，将对中国金融系统造成巨大影响。

不断曝出的信用违约事件再次佐证 2014 年是“信用风险元年”的判断。而政府兜底约束开始弱化，考虑到债项到期高峰叠加高利率环境，加上经济景气下行影响负债主体偿债能力，信用风险爆发可能性显著增强。一旦融资出现困境，很多公司难免曝出资金链断裂的问题。就私募债自身高风险特征而言，违约风险暴露亦属于意料之中，但在目前整体债务风险提升的背景下，市场情绪或有所放大，对高收益债务品种的投资或将愈发谨慎。随着债务偿付尤其是产业债和信托产品偿还高峰期来临，违约风险将有所加剧，投资者应注意规避面临退市风险的债券品种以及存在兑付风险的相关信托产品。随着信用风险的引爆，无论是机构投资者、零售投资者，还是承分销机构，亦或评级机构，都必须正视信用风险重估和违约风险扩散的问题。

信贷坏账影响广

银行信贷方面，随着经济降速、结构调整，未来化解过剩产能、消减不良资产等问题的产生，负面影响因素将会大增。银行体量占到了金融市场的绝大部分，未来，大部分真正的违约应该主要发生在银行，一方面要忍受自身坏账率的上升，另一方面还要为前几年的表外或通道业务买单，信托产品违约就会对银行形成一定的拖累。

公募债违约催人心

先看公募债市场特别是交易所市场。由于其市场化程度相对较高、信息更加公开透明、中介机构相对健全发达，对于一些行业严重产能过剩、经营不善出现巨额亏损的公司来说，违约可能继续是一个必然的选择。相对整个金融市场，公募债券市场体量是很小的，所以其影响更多是心理层面的信心及情绪的影响，而整个债券市场的质量还是好的多。

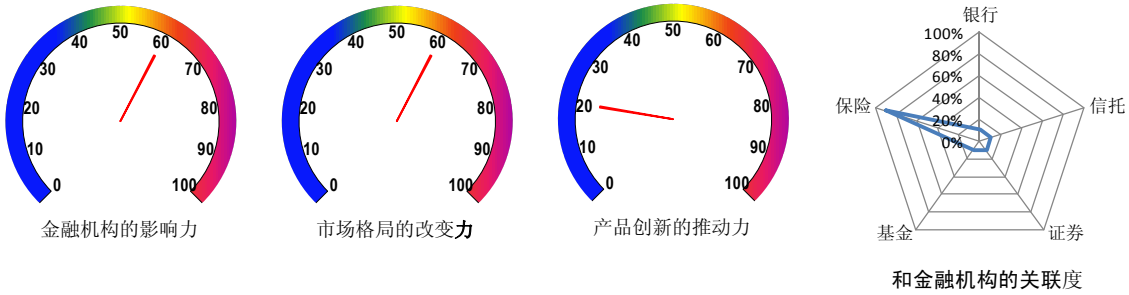
信托刚兑生疑虑

信托产品方面，由于先天不足的原因，其产品多来自高风险地带，一般是银行不能贷或不愿意贷的客户，迫于无奈承担了两到三倍贷款利率的资金成本。高收益本应该对应着高风险，理论上说说这部分资产的坏账率也应该高出银行几倍的水平。目前信托刚性兑付尚未破局，显性的违约风险还无从评估，但是从系统性风险看，这部分非标资产是最危险的。

在改革渐进和金融风险可控的前提下，违约扩散可能会对公募债券和股票市场带来很大的资金支持。因为之前非标产品大肆扩张，低风险甚至是无风险、高收益的特征，让股票和债券相形见绌，对资本市场形成了巨大的资金吸虹效应。另一个角度看，违约扩散、非标降温，是正常的“消肿”行为，这部分信用创造活动的收缩，将更加有利于资本市场发挥定价及融资的功能，实现市场对资源的优化配置。

4.偿二代出炉，保险业风控有据

图 4 事件四：偿二代出炉，保险业风控有据



资料来源：华宝证券研究所

偿付能力监管是保险监管的核心，是保护保险消费者利益的关键所在。近年来，国际国内金融形势发生了巨大变化。从国际看，金融危机之后，国际金融改革一直在快速推进，金融监管国际趋同的步伐明显加快，国际保险监管规则也正在进行一场重大变革。未来几年是重塑国际保险监管格局的关键时期。从国内看，国内保险市场和资本市场快速发展，对防范风险和监管的要求越来越高，现行偿付能力监管制度体系在某些方面已不能完全适应新形势下的监管需要。

为了顺应国际金融保险监管改革的潮流，实现与国际保险监管规则接轨，保监会于 2012 年 4 月开始启动中国第二代偿付能力监管制度体系（以下简称“偿二代”）的建设工作，计划用 3 到 5 年的时间建设一套既与国际接轨、又符合国情的中国第二代偿付能力监管制度体系。目前已陆续发布了全套 17 个监管规则的征求意见稿，并开展了多轮行业测试，预计到 2014 年年底，“偿二代”全套的标准体系将基本建成，并将于近期正式发布和试运行。

试运行期内，机构可按偿二代标准报备但仍按现行标准监管，观察行业运行情况，让保险公司及时调整再保险等业务、投资、增资和融资安排，如果良好则可提前实施，若有问题也可延长过渡时间，总原则是“确保偿一代和偿二代的平稳过渡”。

“偿二代”整体框架由制度特征、监管要素和监管基础三大部分构成。其中，制度特征包括统一监管、新兴市场、风险导向兼顾价值三大特征；监管要素包括定量资本要求、定性监管要求、市场约束机制三个支柱；监管基础是指公司内部偿付能力管理。三大部分密切联系、相互配合，构成有机统一的完整体系。与“偿一代”相比，“偿二代”从过去以规模为导向升级到以风险为导向的模式，充分体现保监会“放开前端、管住后端”的监管思路。“偿二代”有助于提升整个行业的风险管理能力，促进行业健康发展。

“偿二代”将有效提高保险业的资本使用效率

由于现行标准下资本要求与风险程度相关性不高，只要业务规模相同，无论风险高低，资本要求基本相同，使得公司无法有效地配置和管理资本。新制度下，对于风险高的业务和资产，将提出较高的资本要求；对于风险低的业务和资产，其资本要求相应较低。保险公司可以通过掌握不同业务和投资组合的资本占用情况，科学评估自身各类经

营、投资行为的风险与收益，将资本配置放到产出高、效益好的业务和投资上去，有效提高资本的使用效率。

通过行业最新的几轮测试情况来看，“偿二代”减少了“偿一代”由于资本管理过于粗放带来的资本冗余。经过保监会测试，财险行业静态看如果适用“偿二代”这个标准，大概可释放 500 亿的资本溢额，寿险行业可以释放 5000 亿的资本溢额，有效提高行业资本的使用效率。

“偿二代”将有效识别公司的风险差异，推进建立公平的市场竞争环境.

现行监管标准按照保费规模、赔款或准备金的一定比例确定资本要求，没有区别好公司和差公司。只要规模相同，不论业务结构是否相同，承保质量是否相同，理赔水平是否相同，风险管理水平是否相同，资本要求都是一样的，因此也就存在“劣币驱逐良币”的问题。

“偿二代”将建立保险公司风险管理的激励约束机制和优劣公司识别、差异化监管机制。首先，新制度以风险为导向，对不同的业务、产品、资产配置，根据其风险大小确定资本要求。其次，新制度引入三支柱模型，在现有制度关注量化资本要求的基础上，更加注重定量监管与定性监管的有机结合。监管部门将在定量资本要求的基础上，对保险公司的风险管理提出监管要求，对保险公司的风险管理能力定期进行评估，对保险公司的风险进行全面评价。最后，新制度将保险公司的风险管理能力与其资本要求直接挂钩，对于风险管理能力强的公司，可以调减资本要求；对风险管理能力差的公司，提出追加资本要求。

从行业最新的几轮测试情况来看，“偿二代”体系下，全行业的整体充足率与“偿一代”基本一致，总体平稳。各家保险公司因为风险状况不同出现了分化，充足率有升有降，大约三分之一公司的充足率上升，三分之二公司的充足率下降，这说明“偿二代”比“偿一代”能更准确地识别公司风险的差异。

“偿二代”将有力推进市场化改革

近两年，保险行业发展进入了一个瓶颈期。行业已经普遍认识到，市场化改革是破解行业发展困境、打开行业发展空间的有效途径。“偿二代”将着力改革现有制度的缺陷，为保险业市场化改革保驾护航。新资本监管制度将推动保险公司提升内部风险管理水平和自控力，更加理性地参与市场化竞争；将有效识别市场化改革中出现的各类风险，防范和抑制市场主体非理性竞争和盲目投资的行为；将在守住风险底线的前提下，为保险行业在产品、价格、投资、服务等方面打开新的发展空间。

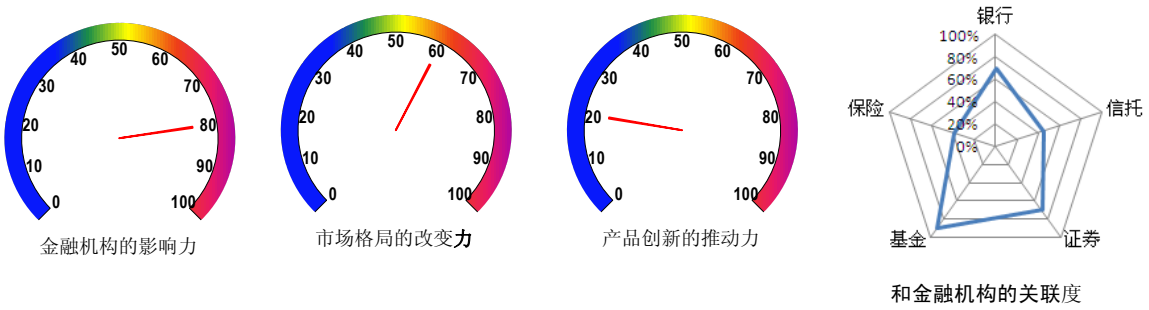
“偿二代”有利于统一监管，实现良性互动

目前现行偿付能力监管框架侧重在第一支柱，这些监管规定之间的关系缺乏一个统一的框架进行协调，容易产生重复监管、监管尺度不协调的问题，监管效果也不够理想，既加重公司负担，也浪费监管资源。

“偿二代”将对现有监管要求进行整合，对监管流程进行重塑，形成科学有效的“第二支柱”和“第三支柱”，明确公司治理、风险管理、内部控制等各类监管制度的关系，统一监管理念，这将有助于保险公司理解各类监管规定，增强对监管政策的预期，实现与监管部门之间持续的良性互动。

5.《基金外包服务指引》：PB 业务正式起航

图 5　事件五:《基金外包服务指引》:PB 业务正式起航



资料来源：华宝证券研究所

2014 年 6 月 13 日，证监会发布了《关于大力推进证券投资基金行业创新发展的意见》，意见中指出，要加快建设现代资产管理机构，支持差异化发展，鼓励综合性、集团化大型资产管理机构与专业化、特色化中小型资产管理机构并存发展，鼓励基金管理公司业务外包，推动降低基金管理公司的运营成本。

五个月后，2014 年 11 月 25 日基金业协会发布了《基金业务外包服务指引(试行)》（下称《指引》），并规定于 2015 年 2 月 1 日正式实施。《指引》鼓励公私募基金自主发行产品时将部分管理人职责外包给专业的基金业务外包服务机构。外包服务机构未来的发展壮大提供了法律依据，铺平法律上的道路。

《指引》肯定基金行业外包服务业务模式，降低金融机构营运成本

基金公司自行承担包括销售、登记计算、信息技术的成本较高，特别是对规模较小的机构来说，往往面临着做多亏多的局面。以基金销售为例，2014 年中报中，永赢基金、国金通用基金、天弘基金、上银基金和工银瑞信这五家基金公司销售费用分别占据基金收取管理费的 92.7%、90.76%、80.48%、76.46%和 71.99%。高昂的销售费用大大提高了基金公司的成本，阻碍了基金公司的发展。再以基金信息技术为例，基金公司普遍使用的清算、交易系统是恒生系统。恒生系统的收费方式为按接口收费，收费标准为 20 万/接口，不同的项目对应的接口不同，不同的业务模式对应不同的项目，意味着业务模式越多接口越多收费越高，致使每个基金公司每年花费在系统上的费用为几十万至上百万不等。许多小型基金公司受制于恒生系统高昂的收费标准无法开展创新业务，因此如果该业务能够被外包出去，也将为基金公司节省大量费用，促进其开展创新业务。

本次《指引》中明确了外包服务机构的范畴——为基金管理人提供销售、销售支付、份额登记、估值核算、信息技术系统等业务的服务，特别的，《指引》扩大了基金公司销售渠道，允许外包服务机构销售基金产品，外包机构仅需在基金业协会备案，无需经过审批。将服务外包对于基金发行人最大的好处在于：规模经济，降低成本。

我们认为在规模经济的作用下，未来将涌现一批以发展线下客户为主的专门从事基金产品销售外包的公司。当然，我们认为，基金销售外包公司最佳发展方式在于将基金

销售作为业务的一个方面，发展与基金相关的其他业务，如产品设计、基金清算等，带动基金产品的销售业务。

《指引》引领 PB 业务启航

对于私募基金而言，根据《指引》，私募基金可以将销售、销售支付业务外包，对于基金份额（权益）登记业务，可以选择自行办理或者外包。

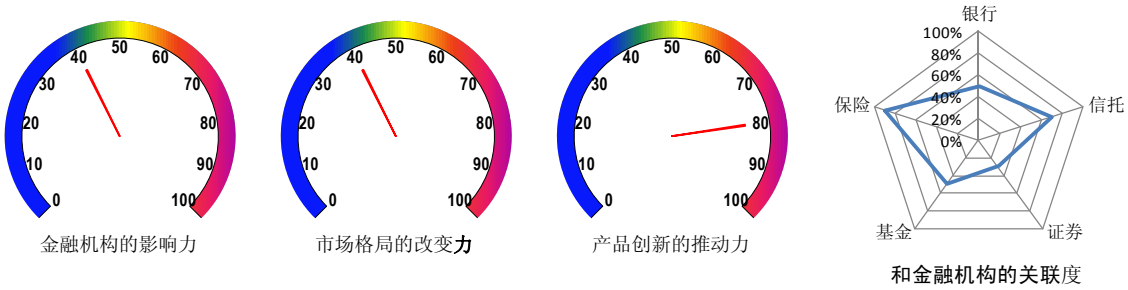
随着私募基金法律主体地位的逐步完善，私募基金已经迅速崛起，未来一批又一批不设立在信托、基金子公司平台上而是在自主私募平台上发行的私募基金产品会在市场上出现，但由于私募基金的设立只需备案不需注册审批，资金的归结行为只凭私募基金信誉，投资人的资金一直存在一定的潜在风险。同时，产品成立后经营阶段的监管也一直缺失，《指引》弥补了这一监管漏洞，私募基金无论自己办理份额登记还是外包办理，数据最终都汇总在中登，整个行业的份额数据都在中登的统一监督之下，防范私募基金投资者的在资金归结流程上的风险，对外包机构进行严格的风险控制要求，如果外包犯错，私募公司无法免责，这些举措提升了整个私募行业的可信度，同时有助于私募基金进行集约化管理，将重点和主要精力放在投资上。

2014 年以来，多家券商已经着手开展 PB 业务，PB 业务旨在为私募基金提供产品销售、清算托管、两融业务、交易平台、资本引介、种子基金等服务以及综合化金融解决方案。本次《指引》肯定了私募基金 PB 业务的发展模式。目前，已有中信证券、招商证券、国信证券、上海证券、广发证券、国泰君安、中金公司等逐步开展了针对私募基金的 PB 业务，但是面对体量成几何式增长的私募基金来说，PB 业务为各类机构提供的空间仍然是巨大的。

当然，从《指引》来看，除私募基金的份额（权益）登记业务明确了对外包机构要求外，对于开展公私募基金的其他外包业务的机构并没有明确的资质要求，可以预见，未来各类机构也都会充分挖掘自身优势，涉足相关领域。所以 PB 业务这块蛋糕巨大，但是机遇与挑战并存，竞争与协作共享。

6.娱乐宝一触即发，投连择网而聚

图 6 事件六：娱乐宝一触即发，投连择网而聚



资料来源：华宝证券研究所

2014 年 3 月 31 日，“娱乐宝”正式售卖，首期提供了包括电影、大型社交游戏在内共计 7300 万人民币投资额的项目，预期年化收益 7%，限购 1000 元，发售第一天超 10 万人购买。娱乐宝的横空出世，市场热度一触即发，大家都在纷纷议论，“娱乐宝”所谓何物。

其实“娱乐宝”这个互联网的新产品实际则为一只投连险产品，而其精妙之处就在于该投连险产品通过投资信托计划实现了公众资金分享项目收益的特征，其中，投连险产品的门槛较低，为 100 元起，而信托计划的门槛则需要 100 万元，投资人数不得超过 200 人。

投连险产品与现有的公募基金、银行理财产品同属资本市场的三大公募类产品，当然近些年也出现了 P2P 这类互联网公募产品，但由于其法律地位尚有争议，我们在此暂且不议，三类产品中，公募基金主要投资于二级市场，而银行理财产品则通过庞大的银行理财池对接非标产品，由于复杂的投资机制，展现给投资者的收益往往不高，而投连产品作为一只公募产品在嫁接公众投资者和非标产品时，提供了高达 7%的投资收益，颇具竞争力，当然，也要感谢 2012 年保监会放开保险资金投资范围的规定。

2008 年以来，A 股市场并不景气，市场上的各类理财产品也曾出不穷，投连险产品无论在收益率还是在销售渠道上都并不具优势，业务发展受阻明显。随着险资投资范围放开之际，保险公司也希望能够通过提升投连险账户收益率的方式吸引投资人的青睐，因而，也有不少保险公司开发了可以投资非标（含保险资产管理产品）的投连险产品，由弘康人寿的开发的弘康慧理财两全保险（下设弘康灵活配置、弘康平稳、弘康增利 180 三个账户）拉开了投连险投资非标的序幕，截止目前，此类账户和产品包括：光大永明优选（光大永明优选理财）、光明财富稳定收益（光明财富 1 号年金保险）、光明财富智选（光明财富 1 号年金保险）、光明财富慧选（光明智富年金保险）、光大永明精选（光明智富年金保险）、国华灵活型账户（国华华瑞 1 号）、国华稳健型账户（国华华瑞 1 号）。而这些账户最主要的特征就表现在提供了稳定的收益率曲线。截止 2014 年 10 月，弘康平稳增利、弘康增利 180 账户、弘康灵活配置账户最近 1 年的收益为 7%、6%、5.27%。国华人寿华瑞 1 号产品旗下的三个投资账户也有类似的收益特征，国华灵活账户每月收益维持在 0.55%水平。

其中，光大永明开发的光明财富品牌对接互联网销售，获得了海量的投连险保费收入，2014 年 7 月，光明财富 2 号携手互联网平台——网易理财共同推出了定活保 66 天和定活保 168 天产品两款产品，其中 168 天产品，则需要投资者在每周二 10:00-13:00 限量 2.5 亿抢购，目前已经超过 100 亿元的投资在网易理财平台完成。截止 2014 年 12 月份数据看，仅光大永明一家 2014 年投连险新增保费就达到 215.98 亿元，占当月全部新增投连险保费收入的 75.85%，2014 年投连险全年新增保费收入为 289.50 亿元。投连险择网而聚，也带来了其规模的高速扩张。

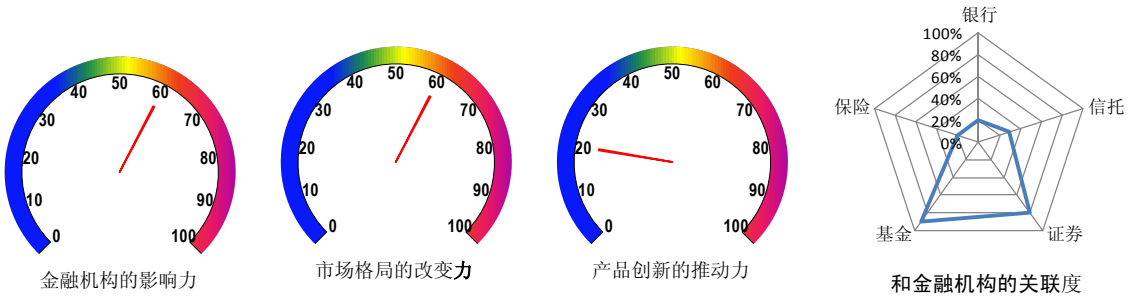
随着这些产品几何式扩张速度，也暴露出了不少风险，如互联网保险产品大亨偿付能力触及 150%红线，投连险产品流动比例不足导致产品兑付风险加大等。2014 年 10 月，保监会发布《中国保监会关于规范投资连结保险投资账户有关事项的通知(征求意见稿)》（下称“《通知》”），分别从投连险投资账户定义，与产品的连结，收益风险分配，投资品种要求，投资比例，流动性管理，独立性要求，估值要求，通道业务禁止，公司资质要求，投资账户备案，变更、合并、分立、关闭、清算等事宜的程序，信息披露，外审要求，监督管理，通知执行以及现有账户衔接方面进行了规范，成为监管层对各人寿保险公司开展投连险业务制定的全面的监管规则。

《通知》明确了投连险产品可以投资于“具有公开交易市场的标准化资产”或者“虽不具有公开交易市场但具有稳定收益预期的非标准化债权资产”，同时，设置了“流动性资产的投资余额不得低于账户价值的 5%”和“对于包含非标准化债权资产的投资账户，其流动性资产的投资余额不得低于账户价值的 10%;全部非标准化债权资产的投资余额不得超过账户价值的 50%，其中单一项目的投资余额不得超过账户价值的 25%”两条流动性指标要求。《通知》还明确了保险公司在设立、变更、分立投资账户时应具备的条件“（一）上个季度末偿付能力充足率不低于 150%；（二）分类监管评级结果为 A 或 B;（三）最近一年未发生重大违法违规行为；（四）中国保监会要求的其他条件”并明令禁止投资连结保险产品开展投资项目和客户资源主要由同一第三方提供的通道业务。”

未来，随着投连险设立账户由审批制转向备案制，未来会有越来越多的保险机构抓住投连这一公募牌照，并结合互联网的公众优势，开发出更多满足市场需求的产品，而投连险产品也将在有效监管的前提下，搭建起公募投资者与非标产品的桥梁，值得注意的是，债权计划具有违约风险低的特征，加上同体系产品“知根知底”，相信更能受到投连险的青睐。

7.大妈小白跑步进场，分级基金格局重构

图 7　事件七：大妈小白跑步进场，分级基金格局重构



资料来源：华宝证券研究所

2014 年市场出现了久违的牛市，在大盘的走强下，分级 B 行情火爆异常，市场一度出现所有分级 B 全面涨停，分级基金的场内成交额从以往的 20 亿一跃超过 100 亿。同时伴随着蓝筹股，尤其是银行证券板块的高歌猛进，多支分级 B 发生不定期上折。

在这波轰轰烈烈的行情之中，分级 B 吸引诸多大妈小白的入场，在大妈小白眼中，分级 B 具有以下优势，约定收益率比融资融券更低（实际融资成本应该是隐含收益率），行业指数特征可以避开个股风险。在大妈小白的推动下，最终造成分级 B 大面积的高溢价率，市场一度遍地出现整体溢价率超过 30%的分级基金。同时也出现很多说怪不怪的现象，许多没有经验的分级基金投资者在证券 B 上折后纷纷抱怨“为何连续涨停之后反而亏钱”，可见大妈小白对于分级基金本身机制了解相当有限。

大妈小白的大量参与到分级基金中带来了分级市场的重构，12 月 19 日，权益分级场内的份额突破千亿大关，分级基金传统的市场格局也在此番行情和大妈小白的参与下彻底重构。

在分级行情起来之前，分级基金市场中有五大基金公司，其中银华基金凭借早期的布局，长期在分级市场中占有最大份额并维持数年。鼎盛时期，银华基金旗下分级净资产超过全市场分级净资产的 50%。占据第二梯队为国投瑞银、申万菱信、国联安、信诚。分级基金市场维持这样格局已经相当长一段时间，直至进入 2014 年，形势发生变化，挑战者不断加入，他们的产品设计不再着眼于传统的宽基分级（如沪深 300 指数分级等），而是行业板块分级（如金融，地产分级等）。

分级市场的变化脉络如下，在券商创新大会、沪港通、军工科研院所改制等众多利好刺激下，军工板块和券商板块大涨，随之而来的是军工 B 和证券 B 飞涨，这导致了它们场内份额的急速增加，在 5 月份单月之内证券 B 场内份额从 2000 万份扩大到 7000 万份，规模增长超过 200%。到了 11 月 21 日，降息利好彻底点燃了以金融股为权重的大盘。上证指数一个月之内从 2400 点节节攀升到 3189 点，而申万菱信凭借证券 B 不断侵蚀市场份额，终于在 12 月 19 日，证券 B 场内份额超过银华锐进 7 个亿，达到 77 亿，成为场内份额最大的分级 B。而这一切不过发生在短短一个月之内。同时接二连三的板块分级基金在规模上超过银华锐进这个昔日第一，富国军工 B、国泰基金的国证地产分级纷纷成为行业翘楚，分级基金的格局就这样被改变了。

展望未来，由于市场波动加大，未来市场格局更加不稳定有望进一步重塑。另外2015年上交所分级基金的上市更是给分级基金的江湖平添一份变数，在股市蓝筹新常态格局下，上交所分级平台或将带来一波新贵。

表2 主流分级基金公司场内规模和旗下基金场内规模表（截止2014-12-31）

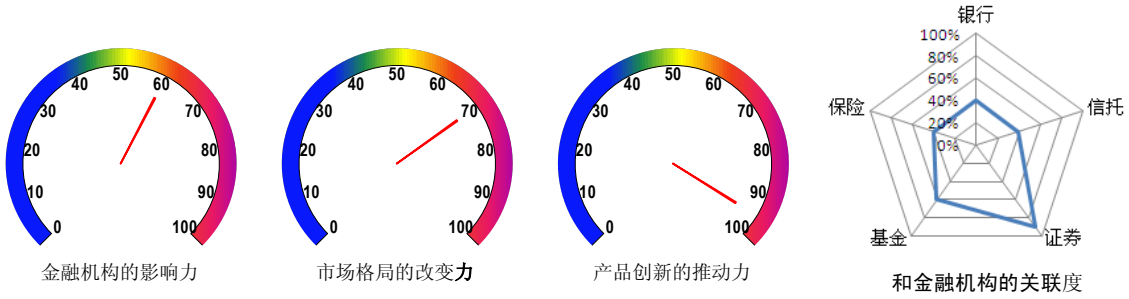
基金公司	基金公司规模排名	公司场内规模（亿）	旗下基金	基金规模排名	基金规模	A份额（亿）	A净值	B份额（亿）	B净值
申万菱信基金	1	314.61	申万菱信证券行业分级	1	205.60	92.12	1.05	92.12	1.18
			申万菱信中证环保产业	8	38.75	15.61	1.04	15.61	1.45
			申万菱信深证成指分级	9	38.63	26.16	1.11	26.16	0.36
			申万菱信中小板	15	19.42	9.16	1.04	9.16	1.08
			申万菱信中证军工	21	12.21	4.89	1.03	4.89	1.47
富国基金	2	175.46	富国中证军工	2	108.06	53.60	1.00	53.60	1.01
			富国国企改革	10	34.57	17.18	1.00	17.18	1.01
			富国创业板指数分级	12	25.87	12.40	1.07	12.40	1.02
			富国中证移动互联网	31	6.96	3.28	1.00	3.28	1.12
国泰基金	3	125.10	国泰国证医药卫生	4	83.32	39.56	1.07	39.56	1.04
			国泰国证房地产	14	24.86	8.21	1.07	8.21	1.96
			国泰国证食品饮料	17	16.93	7.58	1.01	7.58	1.22
银华基金	4	118.15	银华深证100	3	101.06	53.81	1.06	53.81	0.82
			银华中证等权重90	26	10.39	3.81	1.07	3.81	1.66
			银华中证内地资源主题	33	3.47	1.08	1.07	1.62	1.43
			银华沪深300分级	38	1.59	0.54	1.01	0.54	1.92
			银华中证转债	41	0.74	0.37	1.01	0.16	2.39
			银华恒生H股	49	0.46	0.20	1.01	0.20	1.29
			银华消费主题分级	52	0.38	0.06	1.07	0.24	1.33
			银华中证800等权重	65	0.06	0.02	1.01	0.02	1.70
信诚基金	5	110.05	信诚中证800金融	6	69.77	30.07	1.00	30.07	1.32
			信诚中证800医药	22	11.33	5.39	1.00	5.39	1.10
			信诚中证800有色	25	10.85	5.05	1.00	5.05	1.15
			信诚中证500分级	27	9.65	3.76	1.06	5.63	1.01
			信诚沪深300分级	29	8.08	3.32	1.00	3.32	1.43
			信诚中证TMT产业	53	0.37	0.20	1.01	0.20	0.91
招商基金	6	104.52	招商中证证券公司	5	73.53	31.61	1.01	31.61	1.32
			招商中证大宗商品	18	16.46	8.94	1.07	8.94	0.78
			招商可转债	23	11.09	6.05	1.00	2.59	1.94
			招商沪深300高贝塔	35	2.79	1.08	1.00	1.08	1.59
			招商沪深300地产	44	0.65	0.28	1.01	0.28	1.34
鹏华基金	7	85.99	鹏华中证800证券保险	11	32.98	11.31	1.01	11.31	1.91
			鹏华中证A股资源产业	16	17.65	6.99	1.06	6.99	1.46
			鹏华中证国防	19	16.08	8.11	1.01	8.11	0.98
			鹏华中证800地产	24	11.59	4.10	1.02	4.10	1.81

			鹏华中证信息技术	32	4.47	1.83	1.04	1.83	1.40
			鹏华中证传媒	34	3.21	1.68	1.00	1.68	0.91
国投瑞银基金	8	51.00	国投瑞银瑞福深证 100	7	49.18	36.46	1.02	36.46	1.35
			国投瑞银瑞和 300	36	1.82	0.65	1.28	0.65	1.53

资料来源：华宝证券研究所

8.沪港连通落地坐实，股票期权渐行渐近

图 8　事件八：沪港连通落地坐实，股票期权渐行渐近



资料来源：华宝证券研究所

2014 年中国资本市场市场化改革势如破竹，从优先股试点、新一轮新股发行改革和新一轮退市制度改革到对上市公司并购重组办法的全面修订、沪港通的正式开通，制度创新实现多项历史性突破。

沪港通从公告到正式启动大约共筹备 6 个月的时间。 2014 年 4 月 10 日联合公告发布；4 月 29 日上交所、中国结算、港交所发布《业务试点方案》征求意见稿，上交所对会员发布《技术实施指引》、《系统建设指南》等征求意见稿；5 月 9 日证监会《沪港股票市场交易互联互通机制试点若干规定》征求意见；11 月 17 日沪港通正式开通。

沪港通的意义从小处讲，就是连接了两个市场，能把 A 股市场以外的资金引到沪股市场，带动 A 股市场的活跃度。同时给大陆的投资者一个直接投资港股的机会。从大处讲，沪港通是人民币国际化进程的一个组成部分，沪港通能给香港离岸人民币提供一个回流机制，增加海外人民币的投资价值。如果沪港通运作成功，以后深港通等等各种和海外市场对接的渠道都会推出，那时候人民币就会从贸易结算货币，发展到区域性的投资货币，最后成为国际储备货币。

随着沪港通的到来，市场利好越来越多，期权的脚步也是越来越近。

12 月 5 日，证监会就《股票期权交易试点管理办法》（以下简称《办法》）及《证券期货经营机构参与股票期权交易试点指引》（以下简称《指引》）向社会公开征求意见，标志着期权时代即将来临，资本市场创新再掀高潮。

与此同时，上海证券交易所也发布了《上海证券交易所股票期权试点交易规则（征求意见稿）》等配套业务规则，就股票期权试点交易规则、投资者适当性管理、做市商业务规则等内容公开征求意见。

推出期权的各项准备工作已就绪。从上海证券交易所 2010 年启动股票期权开发到 2012 年 6 月启动模拟交易，再到 2013 年 12 月 26 日启动全真模拟交易，A 股市场股票期权经历了漫长而又细致的准备。并且在全真模拟交易过程中，交易所、证券公司、中证登等各参与方的交易、风控、结算等系统经受住了考验，平稳运行。目前来看，股票期权的推出已经万事俱备、只欠东风。

从海外经验来看，股票期权的推出将带来以下几方面影响:

对标的证券的影响。利好标的证券，长期内会降低标的证券波动率以及大大提高标的证券的交易量。股票期权具有双向交易等特点，有利于优化资产配置，将会催生更多丰富的投资策略，甚至带来新的套利机会。由于股票期权采用实物交割，因此期权组合投资策略对标的证券需求加大，因此会对股价造成正面的刺激作用，并提升交易量。同时，期权具有的规避风险和价格发现功能使得股票期权推出后可以降低股价波动，保持股票市场稳定运行。

丰富风险管理工具及策略。在推出融资融券和股指期货之后，虽然我国市场目前已经能够提供套期保值、系统性风险对冲等功能，但和国际市场相比金融工具依然匮乏、单一，远不能满足风险管理的需要。期权作为一种重要的衍生金融工具，可以丰富投资手段，满足各类风险管理要求。期权损益的非线性特征可构造出多种组合，形成不同的损益形态，实现更加精细化的风险管理。

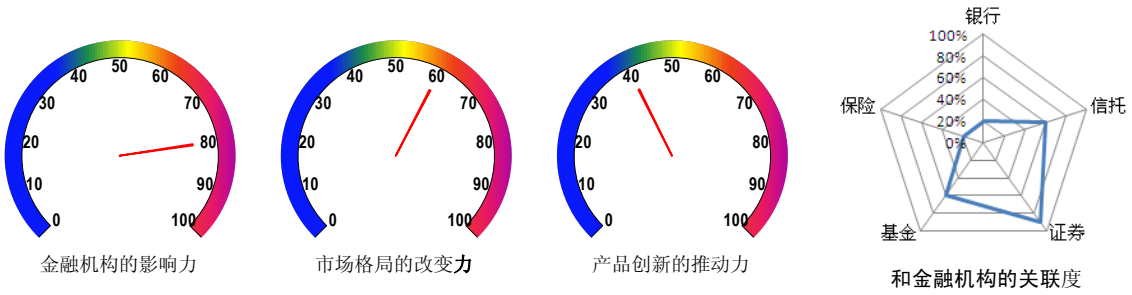
场内期权的推出，能够为场外市场提供更加丰富的基础构件和对冲工具，是促进场外衍生品市场发展，完善多层次资本市场体系建设的重要举措。第一，场内期权可以为场外市场提供风险对冲的工具，促进场外市场的产品创新和多样化。我国证券公司、基金公司等金融机构的业务模式单一，同质化现象严重，创新能力较差，金融产品和服务匮乏。究其原因，这一定程度上是由期权等基础构件产品的缺乏造成。以证券公司为例，目前我国的证券公司已经开通了柜台市场，可以进行场外衍生品交易。但是，成交量一直不大，业务开展也比较困难。主要的原因是证券公司开展场外金融衍生品交易时，场内金融衍生品对冲工具除了沪深 300 股指期货和国债期货以外，缺少其他可供选择品种。特别是期权等产品尚未上市，造成券商柜台业务所发行的产品风险除 Delta 外，其他风险均无法对冲。这在一定程度上制约了场外衍生品市场的发展。第二，场内期权能够为场外衍生品市场提供定价支持，提高场外衍生品市场的定价效率。定价透明且精确是金融衍生品风险管理功能能够有效发挥的重要条件之一，场内期权属标准化合约，产品结构相对简单并且市场流动性好，估值相对较为公允。场外衍生品为了满足个性化需求，交易多为双方协商确定，产品结构复杂多样，再加上场外产品的流动性不高，导致较难正确对场外产品进行估值。场内期权的价格可以为场外产品提供很好的定价基准。因此，发展场内期权市场可以提高场外市场的定价效率，促进场外市场的价格发现，提高场外市场的价格透明性，减少场外市场的风险，从而有效促进场外市场的健康发展。

丰富资产管理公司等机构投资者的策略和产品设计方式。从策略上来说，海外基金的常用期权策略包括备兑看涨期权策略、保护性看跌期权策略和领子组合策略，分别在获取收益、规避下行风险等目的进行权衡。从产品设计上来说，通过使用权益类期权，机构投资者可以根据客户对于风险和收益的偏好程度，通过“一对多”专户理财来推出一

系列的结构化含权类产品，从而设计出真正的股权票据链接，本金保护型票据等各种结构化产品。

9.私募转型正规军，生态圈初具雏形

图 9　事件九：.私募转型正规军，生态圈初具雏形



资料来源：华宝证券研究所

2014 年 2 月 7 日起，《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》实行。私募证券投资基金、私募股权投资基金、创业投资基金等管理人应向基金业协会履行登记手续，并在私募基金募集完毕之日后 20 个工作日内，通过私募基金登记备案系统进行基金备案。经备案的私募基金可以申请开立证券相关账户。这就意味着私募基金发行产品的法律主体地位得以确认，无须再借助信托、券商资管、基金专户等通道。

3 月 17 日，基金业协会公告了首批 50 家备案的私募基金，新政下首只备案的直接私募产品“重阳 A 股阿尔法对冲基金”也面世，私募基金作为管理人而非投顾的新形式得以落地。

确立正规军地位以后，围绕私募的配套建设也进入加速期：

（1）为统一规范私募基金和其他证券期货经营机构开展私募相关业务，监管部门下发《私募投资基金监督管理暂行办法》、《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法（征求意见稿）》，为各种架构上的私募基金业务机构确立了全口径的备案制、合格投资者制度、募资规则等。两个办法奠定了私募基金业务的基础框架，将成为未来系列子政策的上位法。

（2）为提高私募产品的流动性、活跃私募产品发行转让，证监会、证券业协会、中证资本市场发展监测中心联手打造“机构间私募产品报价与服务系统”。报价系统上支持的产品已涵盖私募投资基金、资产管理计划、私募债务融资工具（次级债、收益凭证、并购重组私募债等）、金融衍生品（收益互换、场外期权等）、非公众公司股份/股权、有限合伙份额等。12 月 18 日，证券业协会发布《私募股权众筹融资管理办法（试行）》，符合条件的机构可以设立股权众筹融资互联网平台，但该平台上并不允许提供股权或其他形式的有价证券的转让服务。未来私募众筹股权的转让或将统一置于机构间私募产品

报价与服务系统，机构间私募市场持续扩容。

（3）为降低私募基金管理人运营成本，促进基金管理人将更多精力用于产品投资管理，基金业协会发布《基金业务外包服务指引（试行）》。各类外包服务机构提供销售、销售支付、份额登记、估值核算、信息技术系统等服务有据可循。

截至 2015 年 2 月 7 日，已完成登记备案工作的私募基金管理人 7358 家，管理私募基金业务 9156 只，管理规模达 2.38 万亿元人民币。而截至 2014 年底，证券公司资产管理业务规模 7.95 万亿元，基金管理公司专户业务规模 2.15 万亿元，基金子公司专户业务规模 3.74 万亿元。当前，“类私募资产管理业务”规模合计已超 16.22 万亿元。

私募“PB”业务风生水起

随着私募正规军地位的确立，围绕私募的服务业态也迎来加速建设，私募“PB”业务风生水起。从最初的策略研究、产品设计到最终产品的正式投资运作，在各类服务机构的支撑下，私募基金经理只需专注于策略研究和投资交易环节，极大程度上减轻了私募的运维压力和成本。

目前，证券公司、信托公司、基金公司、银行、数据公司、财富管理公司乃至网络服务供应商等各类机构纷纷加入私募服务产业链，其中不少机构争当私募基金的“管家”，主经纪（PB）业务风声水起。目前，提供私募资产托管业务的机构已在商业银行的基础上拓展到多家券商，包括海通证券、招商证券等；提供私募产品发行、孵化等服务的机构主要有证券公司、银行、信托公司、财富管理公司、数据公司等；提供私募产品结算服务的机构主要有银行、证券公司等；提供信息技术系统支持的机构主要有证券公司、金融数据和软件供应商等。可以预见，私募生态圈有望在广度和深度上进一步延展，并最终分叉为提供综合私募服务和特色私募服务的两大类机构。私募生态圈建设有力地推动了私募规模的增长。

私募竞争优势显著，催生资产管理行业新业态

与传统的银行、券商、公募基金、保险等资产管理机构相比，私募基金在产品规模、资产配置、策略调用、投资决策流程、风险控制等诸多方面更具灵活性，可适应市场环境的变动顺势调整投资交易。

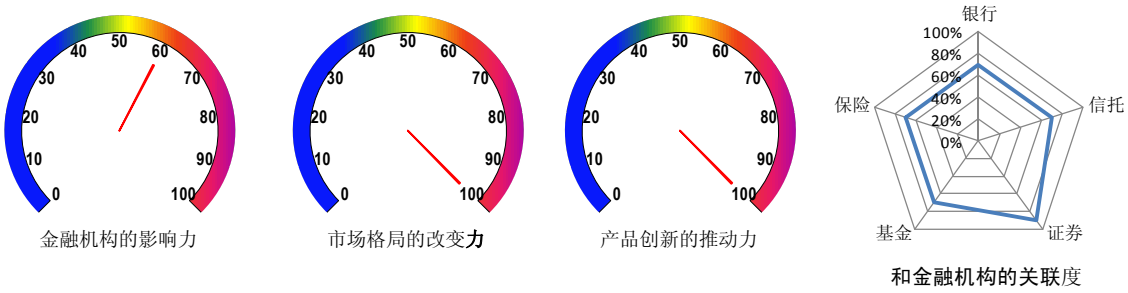
以策略调用为例，私募基金策略库丰富，涵盖股票多头、股票多空、股票市场中性、宏观对冲、套利、管理期货、事件驱动、可转债策略等，每一大类策略下面又包括各种经检验有效的子策略。丰富的策略库可以适应不用的市场环境和风格，在上升市和下跌市中均能提供令人满意的业绩。而传统资产管理机构受制于期货等衍生品交易限制、内部风险控制等因素，以传统的股票多头策略和债券策略为主，在上升市中有一定业绩表现，而在下跌市中，难以引起投资者的兴趣。

同时，在量化对冲技术的运用上，私募较传统资产管理行业更富开拓精神，是目前国内量化对冲技术的主要使用者。私募的从业人员中不乏海外从业经验者，对程序化交易应用熟练并推崇对冲交易的风险回避性。

由于私募基金长期游走在法规边缘，长期以来，投资者对私募基金投资持谨慎态度，即使私募基金策略丰富、投资灵活，规模也难以实现扩张。“转正”以后，投资者对私募基金的认知度和信心同步提升，私募基金规模扩张迅猛，成为资产管理行业最具竞争力的机构之一。

10.报价系统频祭利器，颠覆资产配置格局

图 10 事件十：报价系统频祭利器，颠覆资产配置格局



资料来源：华宝证券研究所

为促进和规范私募市场发展，提高市场透明度，2014 年 8 月 15 日证券业协会发布《证券公司柜台市场管理办法（试行）》、《机构间私募产品报价与服务系统管理办法（试行）》。从参与人、报价、发行与转让、账户、登记与结算、信息披露与展示、业务管理等方面对报价系统参与、发行等业务进行了原则性的规定。

在证监会的统一指导下，上交所、深交所、上期所、中金所及中证登五家机构共同设立中证资本市场发展监测中心，搭建了机构间私募产品报价与服务系统（以下简称“报价系统”）。

报价系统的优势主要有：

- 较低的参与门槛：报价系统转让的产品可以通过名义持有的方式实现向个人投资者的开放。

- 互联互通：报价系统管理办法明确：证券期货经营机构柜台市场、区域性股权交易市场等私募市场可以与报价系统进行系统对接。同时，报价系统提供的在线交易平台提高了交易对手间的沟通效率、避免了线下交易的繁琐流程。

- 产品种类丰富：在报价系统报价、发行、转让的私募产品包括但不限于私募投资基金、资产管理计划、资产支持证券、私募债务融资工具、非公众公司股份/股权、有限合伙份额、金融衍生品等。上述规定意味着机构间私募市场得以打通，原归属证券、私募等资产管理机构的各类私募产品迎来统一的发行转让平台。

- 程序简易：目前，在报价系统上可开展的业务有资产管理计划、资产支持证券、收益凭证、收益互换、私募债务融资工具、私募投资基金等，除明确规定需要事前审批或备案的私募产品外，均可实行事后备案制。

- 服务高效：报价系统为参与人提供登记、结算、支付、托管及担保品管理等服务，不仅服务方式多样，且能有效降低成本。机构成为报价系统参与人后，可建立起自

有的产品账户体系，将自营产品账户、受托产品账户和名义持有产品账户进行分户管理，并与相关资金结算账户相对应。尤其是报价系统推行的名义持有模式，维持了报价系统为机构间市场提供平台的定位，更能起到保护券商客户资源、增强券商托管职能的作用。

截至 2015 年 1 月 18 日，报价系统参与人规模达 247 家。在报价系统中参与场外衍生品业务的机构已经由私募基金、证券公司扩展到银行、期货、基金公司及其子公司等。目前开展较多的业务种类为收益互换和收益凭证。

报价系统的推出丰富了低门槛个人投资者可参与的金融产品种类

报价系统转让的产品可以通过名义持有方式实现向个人投资者的开放。截至 2014 年 12 月，已发行于报价系统上的收益凭证中，期限最短为 14 天，最长为 540 天。许多证券公司已经形成收益凭证产品系列并保持滚动发行。从收益凭证的产品结构来看，保本固定收益类发行规模为 62.35 亿元，占比 91.63%；保本浮动收益类发行规模为 5.70 亿元，占比 8.37%。因此，低门槛个人投资者可参与的金融产品种类更加丰富。

报价系统的建立带动场外市场的崛起，丰富了中国多层次资本市场架构

在报价系统诞生之前，中国资本市场架构呈“倒金字塔”形态，主板、中小板、创业板、场外市场规模依序递减，全国中小企业股份转让系统和各地方的股份转让系统一定程度上弥补了场外市场规模的不足，但难以改变国内场外市场交易不活跃、交易品种单一等的问题。报价系统是为参与人提供私募产品报价、发行与转让、产品登记结算、私募机构产品展示、投融资项目对接等服务的专业化电子平台，定位于私募市场、机构间市场、互联互通市场和互联网市场，为场外衍生品业务的开展提供了相对便利和高效的交易平台，是协调场外与场内市场发展的重要组成部分，促进各产品市场间联通的实现。

报价系统的建立为私募机构和券商带来了业务发展新机遇

报价系统为机构投资者打造了私募产品的统一交易平台，作为私募基金的投资平台、销售平台和退出平台，为私募基金提供了产品创新的空间和极具流动性的市场，满足私募基金风险对冲与资产配置需求，增强了私募产品的吸引力。

对于券商来说，通过私募报价系统能有效促进券商其他业务条线的发展，如发行收益凭证可有效拓宽融资渠道，签署收益互换业务可满足客户多样化的风险管理和资产配置需求。中证监测中心的数据显示，截至 2014 年 12 月底，共有 22 家证券公司在报价系统开展了 6779 笔场外衍生品交易，累计初始名义金额 5236.74 亿元。其中，21 家证券公司开展了 5833 笔权益互换交易，累计初始名义金额 4121.99 亿元；13 家证券公司开展了 946 笔场外期权业务，累计初始名义本金 1114.75 亿元。此外，截至 11 月底，通过在报价系统开展收益凭证业务，券商累计募集资金约 150 亿元。

总结

表 3　2014 资管大事记影响力排名

事件名称	金融机构的影响力	市场格局的改变力	产品创新的推动力	点评
“99”号文	★★★	★★★	★	变革信托治理结构；提高信托行业的整体安全等级
公募基金、银行理财事业部制度	★★★	★★	★★	公募基金事业部制度有利于激发基金经理提升业绩的动力；银行理财事业部制度帮助银行理财与其他业务形成隔离，便于总行更好把控风险敞口
违约风险	★★★★	★★★★	★	政府兜底约束的弱化，有可能开启中国信用风险的新常态
偿二代	★★★	★★★	★	有助于提升保险行业的风险管理能力
基金外包服务指引	★★★★	★★★	★★★	降低基金营运成本，拓展其它金融机构业务范围
娱乐宝	★★	★★	★★★★	搭建起公募投资者与非标产品的桥梁，结合互联网的公众优势，开发出更多满足市场需求的产品
11 月分级行情	★★★	★★★	★★★	重塑分级市场
沪港通	★★★	★★★	★★★★	连接了沪港市场
股票期权	★★★	★★★★	★★★★★	提高标的证券的交易量、
私募转正	★★★★	★★★	★★	提升投资者对私募基金的认知度和信心，并可能增加私募基金规模扩张速度使之成为资产管理行业最具竞争力的机构之一
私募报价系统	★★★	★★★★★	★★★★★	为私募机构和券商带来了业务发展新机遇

资料来源：华宝证券研究所

二、泛资产管理时代背景：监管趋同

过去，中国资产管理行业在“一行三会”分业监管的格局下表现出一定的发展差异。近些年，随着泛资产管理时代不断深化，随着新《证券投资基金法》、《私募投资基金监督管理暂行办法》、《保险资金委托投资管理暂行办法》、《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》（8 号文）等重要法律规范的推出，我们发现，各监管层在规范市场主体行为、推动市场前行的举措中体现出明显的趋同性，我们为大家进行梳理如下：

图 11　监管趋同图谱



资料来源：华宝证券研究所

“放开前端，管住后端”监管趋势凸显

为促进经济活力进一步提升，2013 年以来我国政府推行简政放权的改革举措，截止 2014 年，取消和下放了 700 多项行政审批事项。作为现代经济的核心，金融行业也响应这一重要方针，呈现出“放开前端，管住后端”的监管趋势。一方面，在监管制度规范上降低各项准入门槛，由证监会发布的新《证券投资基金法》于 2014 年 6 月正式实施，明确了公募基金实施注册制，并为私募基金正名，8 月，私募基金登记备案制度开始实施，引无数私募机构竞峥嵘。2014 年券商专项资产管理产品也走向备案制，IPO 也会在不远的将来迎来注册制。保监会也一改保守之风，3 月发文完善市场准入退出机制，鼓励境内外各类优质资本特别是民间资本投资保险业，8 月发布征求意见稿拟推进投连险产品由审批制向备案制转变。另一方面，事前审批转向事中事后监管，并且把工作重点放在加强监管执法上。2014 年监管将更多的精力放在产品运行中、机构经营中、市场运转中。基金业协会，保险资产管理业协会，证券业协会这些行业自律组织也纷纷被赋予了更为重要的使命，证监会组建中证资本市场发展监测中心，组织开展私募市场监测，2015 年初，保险资产管理业协会正式上线保险资产管理产品注册发行系统。同时，证监会大数据力查老鼠仓，清素行业纪律，保监会加紧完善偿二代监管制度体系，银监会发布信托业保障基金管理办法，规范机构风险行为。“放开前端，管住后端”的监管趋势既是充分发挥市场活力的诉求，也是规范市场行为，促进行业健康可持续发展的需求，未来，这一趋势仍会凸显。

公私募有别的金融产品体系建成

2014 年，我国金融产品进一步获得丰富，私募基金获正身，银行资管产品于 2013 年年底放开运行，而对于券商来说，继 2013 年原有券商集合理财产品大小集合之分被取消后，收益凭证、场外衍生品等创新品种如火如荼。而各种金融产品之间的界限逐渐模糊，交叉性金融产品越来越多，金融业的融合发展成为大势所趋。面对丰富而颇具创新性的产品，无论是证监会、保监会、银监会，各监管机构均一致的采用了“投资者人数是否超过 200 人以及是否公开宣传”将这些产品划分为公募类、私募类，目前，公募基金、投连险、银行理财产品成为标准的类公募产品，募集人数在 200 人以上并且运行公开宣传，而私募基金、券商资产管理计划、券商收益凭证、保险资产管理产品、信托产品，基金专户产品则为类私募产品，投资者人数不得超过 200 人且不可以公开宣传。其中，值得注意的是，在类私募产品中，券商发行的保本型收益凭证门槛仅为 5 万元，与类公募产品中银行理财产品投资门槛相同，优势明显。这样的分类标准与投资者适当性管理制度相辅相成，交相呼应，起到防范风险的作用，当然，2014 年，我们也看到各监管层在投资者教育、保障投资者特别是中小投资者利益的问题上继续一如既往的重视。

表 4　类私募体系金融产品

类私募体系				
类别	可投资范围		认购门槛	相关制度
	标准化资产	非标准化资产		
券商资产管理计划	√	√	100 万起	《证券公司资产管理业务管理办法》
券商直投基金	√	√	1000 万，但直投子公司及其下属机构的投资管理团队进行跟投的，不受此限制	《证券公司直接投资业务规范》

基金专户	√		单一客户：3000 万以上； 多个客户：100 万以上，不超 200 人；但单笔委托金额 300 万以上投资者数量不受限制；	《基金公司特定客户资产管理业务试点办法》
基金子公司产品	√	√		
期货资管	√		100 万，可开展单一客户和多个客户的资产管理业务，资产委托人应当为合格投资者（规定同“私募基金”），单只资产管理计划的投资者人数不得超过 200 人。	《期货公司资产管理业务管理规则（试行）》
直接私募	√	√	100 万以上（净资产不低于 1000 万元的单位，金融资产不低于 300 万元且近三年个人收入年均不低于 50 万元的个人）	《私募投资基金监督管理暂行办法》
信托计划	√	√	100 万以上，不超过 50 人，但单位委托金额在 300 万以上的不受限制	《中国银监会办公厅关于信托公司风险监管的指导意见（99 号文）》
保险资产管理计划	√	√	单一客户：3000 万以上； 多个客户：100 万以上，不超过 200 人；	《关于保险资金投资集合资金信托计划有关事项的通知》
券商收益凭证	√	√	券商柜台市场发行或转让：单个投资者自己金额不得低于 100 万；报价系统发行或转让：单个投资者的资金数额由市场监测中心规定。	《证券公司开展收益凭证业务规范》《证券公司柜台市场管理办法》

资料来源：华宝证券研究所

表 5　类公募体系金融产品

类公募体系				
类别	投资范围		认购门槛	相关制度
	标准化资产	非标准化资产		
银行理财	√	√	5 万起	《关于中国银监会关于完善银行理财业务组织管理体系有关事项的通知（35 号文）》
投连险	√	√	1000 元起	《投资连结保险管理暂行办法》
公募基金	√		1000 元起，超过 200 人	《公开募集证券投资基金运作管理办法》、《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》

资料来源：华宝证券研究所

非标资产监管继续收紧

对待非标资产，监管层更是表现出一致的思路。2014 年年初，国务院发布《关于加强影子银行业务若干问题的通知》（107 号文）对各类金融机构理财业务的运作方式

提出规范要求，督促各类金融机构将理财业务分开管理，建立单独的业务组织、管理、账务、监管等体系。随后，人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局 4 月联合印发《关于规范金融机构同业业务的通知》（127 号文）对金融机构间同业业务期限和风险集中度提出明确要求，并且对买入返售和非标业务做出限制。继 2013 年 8 号文后，2014 年 4 月，银监会发布《关于信托公司风险监管的指导意见》（99 号文）对信托公司风险的监管，银监体系下的非标业务进一步收紧。而在保险业，2 月份保监会发文对"另类资产投资"投资比例下调，5 月份，保监会发布了险资投资信托产品的规范要求，其中对存在嵌套、主体评级低于 AAA 等几种信托计划进行了风险警示，并要求保险投资后向保监会进行报告。7 月底，保险会发文明确要求项目资产支持计划投资要穿透基础资产，避免多层嵌套将掐断利益链条，在这样的背景下，2014 年保险资产非标准化资产的配置比例呈现出有质量的上升。随着监管对于非标准化资产的要求越来越多，市场也期待更多的标准化资产能够面世，当然，这也是各监管层更愿意看到的。

鼓励创新渐行渐佳

创新是资本市场持续发展的动力源泉，而监管层也一直把"鼓励创新"一直是金融市场得以发展的重要监管方针，2014 年，监管层也为市场创新提供了有力支持。2014 年，央行推出 MLF（中期借贷便利）PSL（抵押补充贷款工具）等新工具，调控货币市场。保险资金非标投资比例明显上升，配置多元化趋势明显，保监会核发"娱乐宝"，触网引发产品新动力。证监会发文肯定基金外包服务业务模式，催生一大批专业的基金服务机构应运而生。

组织优化为新纪元护航

随着创新金融产品的不断推出，创新金融模式的不断深化，为顺应我国金融市场的发展趋势，2014 年开始，各市场监管层纷纷进行了组织架构的改革，2014 年 2 月，原证监会发行监管部、创业板发行监管部合并为发行监管部；上市公司监管一部、上市公司监管二部合并为上市公司监管部；期货监管一部、期货监管二部合并为期货监管部；机构监管部、基金监管部合并为证券基金机构监管部。新设立公司债券监管部、创新业务监管部、私募基金监管部、打击非法证券期货活动局（清理整顿各类交易场所办公室）。2014 年酝酿筹备的银监会组织架构调整终于在 2015 年尘埃落定，调整后监管部门由 11 个增加到 17 个。民营银行将归城商行监管部监管；金融资产管理公司则将被划归到非银部监管；网贷则归普惠金融工作部监管；地方性金融机构准入权将下放到地方监管局。此外，2014 年证监会重点打造了私募报价系统，保监会也在着力组建全行业的保险资产交易平台和资产托管中心。金融创新对监管制度和流程带来了挑战，而监管制度和流程的更新再造为开启新的金融纪元保驾护航。

在这样的监管背景下，截至 2014 年底，保险资产规模达 10.16 万亿，突破十万亿大关，较年初增长 22.57%，其中，保险资产管理产品累计规模已超过 1.1 万亿元，占保险总资产的 10%；信托资产规模 13.98 万亿，公募基金资产业管理资产合计 66811.36 亿元，其中管理的公募基金规模 45353.61 亿元，同比增加 51.07%，非公开募集资产规模 21457.75 亿元，同比增加 75.99%；银行理财资产规模在 2014 年三季度达 15 万亿。

这些既是资产管理行业面临的政策背景，也是资产管理行业得以发展的环境和趋势，此外，2014 年 9 月，证监会组织旗下金融机构召开了的郑州会议上讨论了《证券期货

经营机构资产管理业务管理办法（征求意见稿）》，对证监体系下金融产品的格局提出了新的思路，未来，我们会持续为大家跟踪总结。

第二部分——各类金融产品跨市场回顾与展望

一、 类固定收益市场

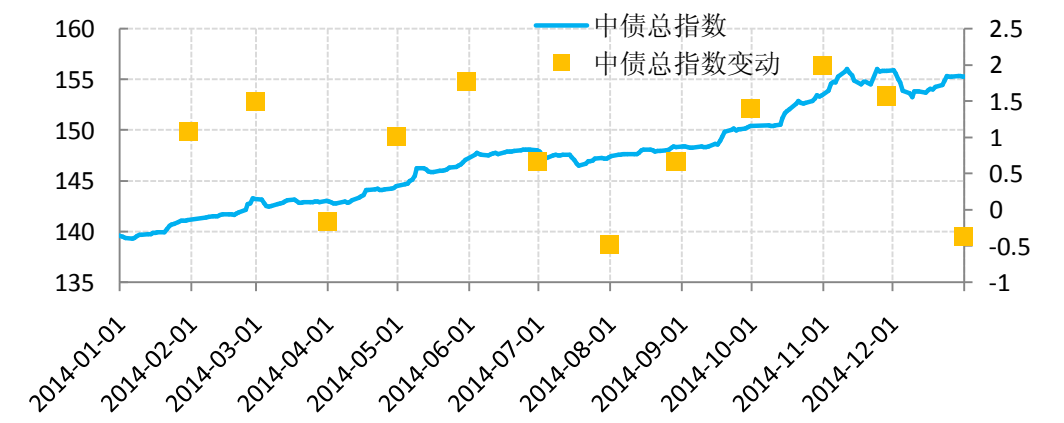
(一) 2014 年信用债年度报告

1.2014 年信用债年度概览

1.1.债券市场回顾：大牛市

2013 年下半年钱荒以来，债市经历了深度动荡和调整。2014 年综合看来无疑是债市的大牛市，特别是在 12 月之前表现坚定且清晰，12 月之前仅有 3 月和 7 月的中债总指数出现小幅下降。12 月 8 日中国证券登记结算公司发布了《关于加强企业债券回购风险管理相关措施的通知》，进一步整理地方政府债务，企业债的质押资格大幅提升，投资者卖券补仓，12 月中债总指数大幅下降。**2014 年，地方债务治理、债券发行主体和品种扩大方面浓墨重彩，同时又是债券违约元年。**

图 12 中债总指数及变动（%）（2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

1.1.1.地方债务治理：节奏快、力度大、成效显著

2014 年，地方债务管理成为中央政府工作的重点之一。从试点地方政府债券，到甄别、清理城投债，节奏快，力度大，成效显著。地方政府在确认直接债务的过程中更加谨慎，市场预期到会被纳入地方直接债务的城投债交易火爆，城投债呈现分化。发行地方政府债券、采用 PPP 模式等成为地方政府融资新的渠道，地方政府债务管理逐渐规范化。

表 6　地方政府债务新政（2014）

时间	新政或事件	具体内容和点评
5 月 22 日	国务院批准 10 省市试点自发自还地方政府债券	在 2014 年 4000 亿元地方债发行规模内，上海等 10 个地区试点地方政府债券自发自还，债券总规模为 1092 亿元
6 月 23 日	地方政府自主发债首单招标发行	发行总额 148 亿元的“广东省政府债券”，成为国内首单自发自还的地方政府债券
10 月 2 日	国务院《关于加强地方政府性债务管理的意见》（下称 43 号文）	国务院首次发文全面规范地方政府性债务管理，明确地方政府对其举借的债务负有偿还责任，中央政府实行不救助原则
10 月 28 日	财政部下发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（以下简称《351 号文》）	是对财政部此前下发的《地方政府性存量债务清理处置办法（征求意见稿）》（以下简称《征求意见稿》）的具体细化，明确了存量债务的清理甄别方法
12 月 1 日	银行间交易商协会下发《关于进一步完善债券融资工具注册发行工作的通知》、《地方政府说明函》、《主承销商尽职调查要点》三个文件	规范了城投债在银行间市场的注册发行，新增“平台资格、债务甄别、与政府相关的市场化安排、补充 3 年内审计结果、财政性资金流入”等内容
2 月 11 日	常州市天宁区财政局发布关于《关于将 2014 年常州天宁建设发展有限公司公司债券纳入政府债务的说明》的更正函	宣布该局本月 10 日出具的《关于将 2014 年常州天宁建设发展有限公司公司债券纳入政府债务的说明》声明作废，按 43 号文规定，该项债券不属于政府性债务，政府不承担偿还责任，应由常州天宁建设发展有限公司（天宁建设）自行承担债务管理和偿还责任，成为第 1 例经过甄别的地方政府债务
12 月 18 日	山东省公布《加强政府性债务管理的实施意见》	明确提出对市县级政府债务实施“不救助”原则，成为 43 号文之后首个提出该理念的省级政府

资料来源：Wind，华宝证券研究所

1.1.2.发行主体范围扩大，债券发行方式和发行品种丰富

2014 年债券发行主体、发行场所、发行品种等都得到扩大：**交易所公司债发行主体扩大，中小企业私募债得以在股转系统发行，重组债券等创新品种推出，证券公司尝试次级债和收益凭证等新的融资渠道，ABS 在数量上呈现出井喷式发展，品种不断翻新。**

表 7 债券发行主体、发行场所、发行品种扩大新政（2014）

时间	新政或事件	具体内容和点评
8 月	证监会视频会议学习贯彻 7 月 23 日国务院常务会议精神	将交易所公司债券发行主体扩展至所有公司制法人，全面建立健全债券私募发行的相关制度。允许全国中小企业股份转让系统挂牌公司发行中小企业私募债。推出并购重组债券、市政公司债券、可交换债券等创新品种
9 月	国信证券和广发证券开始发行收益凭证	拓宽了证券公司的融资渠道，有利于增加杠杆和发展创新业务
11 月 24 日	证券类机构借入或发行、偿还或兑付次级债的审批被取消	拓宽了证券公司的融资渠道，有利于补充资本和发展创新业务
11 月	资产证券化产品井喷式发行	2014 年资产证券化发行量 3118 亿元，同比增长超过 12 倍，为 2005 年发行以来至 2013 年发行量的 2 倍多
11 月 28 日	央行发布《中国人民银行金融市场司关于部分合格机构投资者进入银行间债券市场有关工作的通知》	包括农村商业银行、农村合作银行等农村金融机构，信托产品、证券公司资产管理计划、基金管理公司及其子公司特定客户资产管理计划、保险资产管理公司资产管理产品等四类非法人投资者可向央行上海总部办理进入银行间债券市场开立账户，在银行间市场进行投资交易，提高银行间债券市场交易的活跃度和流动性，进一步丰富债券市场投资者的结构
12 月 1 日	《关于信贷资产证券化备案登记工作流程的通知》	资产证券化业务由审批制改为备案制，资产证券化市场的扩容加速
12 月 24 日	国内首单贸易应收账款资产证券化产品发行	五矿发展应收账款资产支持专项计划，由中信证券作为管理人和推广机构向市场发行，并计划在上交所挂牌转让。提供了盘活央企存量资产的创新性途径

资料来源：Wind，华宝证券研究所

1.1.3.债市信用违约元年

2014 年也是债市信用违约元年。从 3 月“11 超日债”未能按期兑付利息开始，出现多次债务还本付息失败的危机，虽然大部分最终得以偿付从而没有出现实质性违约，但是刚性兑付神话不再。

表 8　债券危机事件（2014）

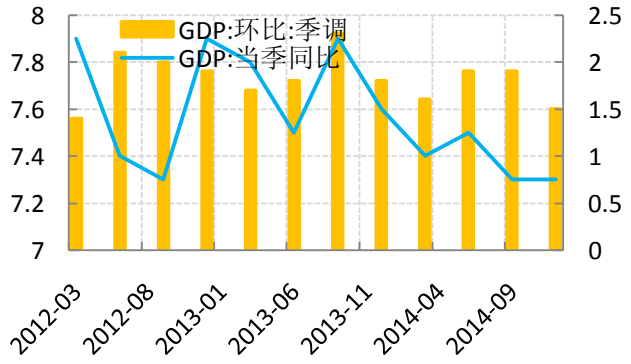
时间	事件	细节和点评
3 月 4 日	“11 超日债”公告利息支付将出现违约	公告称，因公司流动性危机尚未化解，无法偿还 8980 万元债息，成为首例债市违约，12 月 22 日全额还本付息，并未出现实质性违约
3 月 28 日	“13 中森债”付息失败	成为首单付息违约的中小企业私募债，但是于 5 月 7 日-9 日偿还应付利息 1800 万元，并未出现实质性违约
7 月 10 日	“12 金泰 01”和“12 金泰 02”还本付息失败	本金共计 3000 万元、利息共计 300 万元，成为首单本金兑付违约的中小企业私募债

资料来源：Wind，华宝证券研究所

1.2.经济数据概览：“新常态”

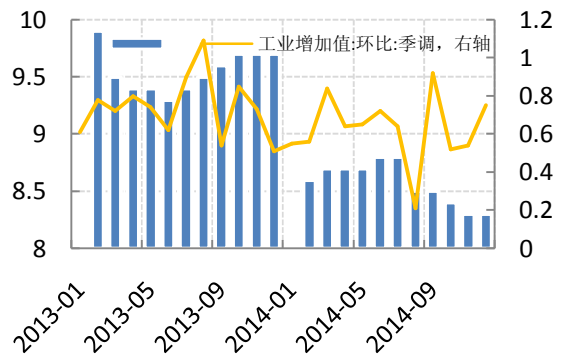
观察 2014 年公布的经济增长数据，GDP 当季同比值分别为 7.4%、7.5%、7.3%、7.3%，**经济增速放缓成为中国增长“新常态”的重要特征，季调环比的 GDP 与 2012、2013 年相比，也处于较低水平。2014 年和 2013 年相比一个显著的变化是，工业增加值增速出现了显著下滑。**按照经验，10%的工业增加值增长保障了 8%的经济增长速度，由于第三产业还需要进一步发展才能成为经济发展关键的支撑，显著下滑的工业增速必然对经济增长造成了拖累。这也是中央政府推进“一带一路”的重要经济背景。

图 13　GDP 累计值与同比变化（%）（2012—2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

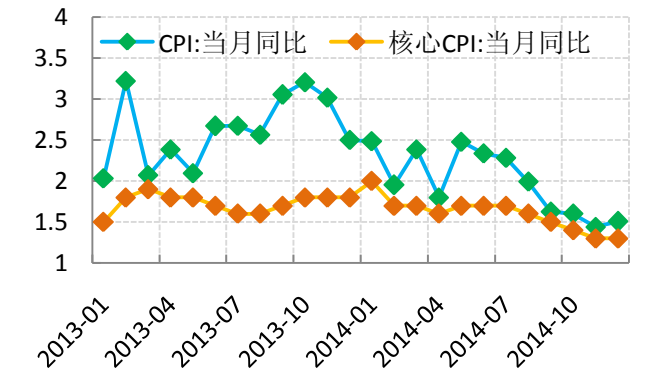
图 14　工业增加值变化（%）（2013—2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

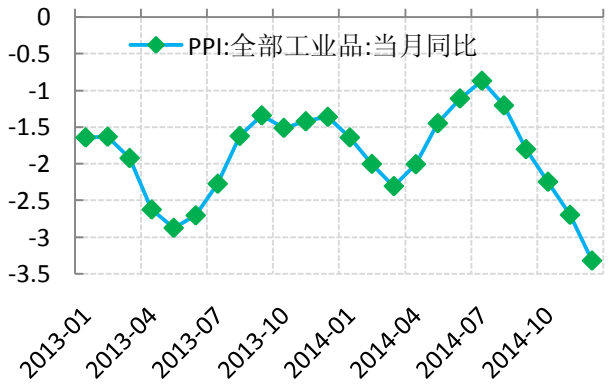
观察 2014 年公布的物价水平数据，**CPI 和 PPI 表现疲软。**CPI 和以及核心 CPI（剔除食品和能源价格）表现出相同的下降趋势，且已经下降至较低的绝对水平。其中，11 月 CPI 同比上涨 1.4%，单月涨幅创近 5 年新低，12 月 CPI 小幅回升至 1.5%，但仍处于历史低值。PPI 则一直下降，三季度以来下降幅度增大，11 月 PPI 同比下降 2.7%，创 2013 年 5 月来的新低，12 月则进一步降低，同比降幅 3.32%，为 2012 年 9 月以来的新低。至 2014 年 12 月，PPI 已经连续 34 个月下降。PPI 的表现同行业需求端疲软相对应，从 PPI 看，2014 年中国实体经济总体表现不景气。

图 15 CPI 变化（%）（2013—2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

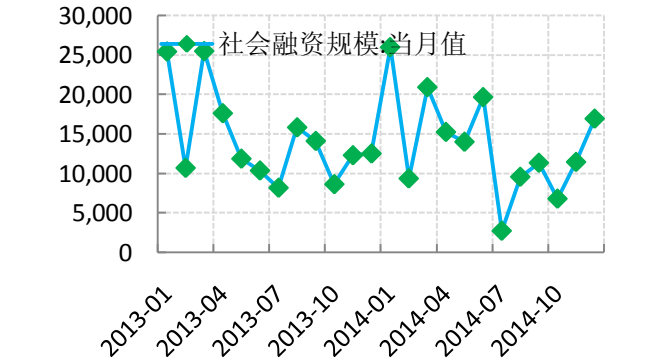
图 16 PPI 变化（%）（2013—2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

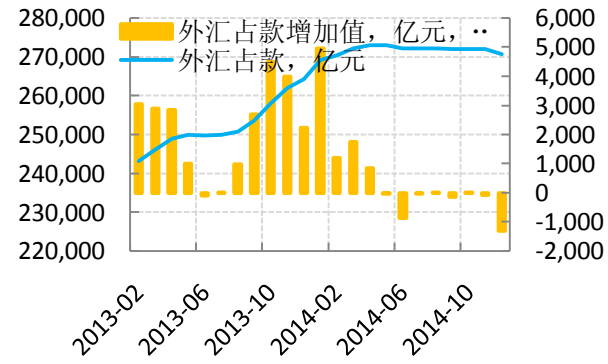
虽然一季度社会融资规模较高，5.60 万亿元，比上年同期少 5612 亿元，为季度历史次高水平，但是**下半年社会融资规模水平较低。**央行口径外汇储备自 2014 二季度以来几乎没有增加，与以往外汇占款持续较多的表现差异明显。与此相对应，央行的货币政策以及资金面在 2014 年呈现出较多的新特征。

图 17 社会融资变化（亿元）（2013—2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 18 外汇占款变化（亿元）（2013—2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

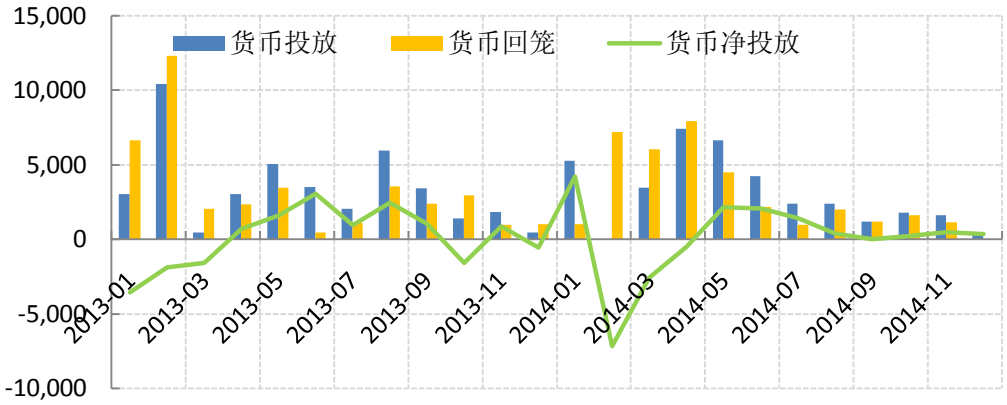
1.3.货币市场观察：政策思路清晰、创新众多

1.3.1.央行货币政策思路：降低实体经济融资成本

2014 年货币政策思路清晰：降低实体经济的融资成本，并且扶持的实体经济领域有所侧重，特别是“三农”、小微等重点领域和薄弱环节。在中国经济“新常态”和外汇占款趋势性增量减少的情况下，外汇占款作为货币创造主渠道的情况也会发生改变，基础货币投放渠道开始变得更加多元化。出于这些考虑，央行 2014 年的基础货币投放以创新的工具为主：继 2013 年下半年创设 SLO 和 SLF 以来，**2014 年又推出了 PSL 和 MLF，并采用定向降准进行调整。**

2014 年下半年以来货币投放和回笼量都不大，且大致相当，央行甚至在年底连续多次暂停了公开市场操作。由于 2014 年资金面整体宽松，公开市场操作对资金面的边际影响并不显著。

图 19 公开市场操作（亿元）（2013—2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

1.3.2.央行货币政策回顾：力度大，创新多

表 9 央行货币政策（2014）

时间	政策内容
1 月 21 日	通过常备借贷便利（SLF）向符合条件的大型商业银行提供了短期流动性支持，在北京、江苏、山东、广东、河北、山西、浙江、吉林、河南、深圳 10 个试点地区的中国人民银行分支机构向符合条件的中小金融机构提供了短期流动性支持，稳定市场预期，央行偏紧货币政策逐渐放松
2 月 18 日	重启 14 天正回购，利率为 3.80%
2 月 27 日	随着现金逐步回笼，以及外汇流入形势的变化，通过 SLO 回笼 1000 亿元
3 月 4 日	重启 28 天正回购，利率为 4.00%
3 月 21 日	新设信贷政策支持再贷款，包括支农再贷款和支小再贷款，通过优惠利率降低实体经济融资成本，缓解“三农”、小微企业的“融资难、融资贵”问题
1 季度	累计开展逆回购操作 5250 亿元，开展正回购操作 8700 亿元（搭配开展短期流动性调节工具 SLO 操作 1000 亿元），净投放为负值；累计开展 SLF3400 亿元，期末 SLF 余额为；累计下达信贷政策支持再贷款额度 1000 亿元，其中支农再贷款额度 500 亿元、支小再贷款额度 500 亿元
4 月 25 日	下调县域农商行存款准备金率 2 个百分点，县域农村合作银行存款准备金率 0.5 个百分点
6 月 16 日	对符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行，下调存准率 0.5 个百分点
6 月 20 日	计划创设 PSL
7 月 31 日	下调 14 天正回购利率 10BP 至 3.70%
8 月 27 日	对符合条件的农村金融机构在优惠基础上进一步降低再贷款利率 1%并增加 200 亿在贷款
9 月	向国有商业银行、股份制商业银行、较大规模的城市商业银行和农村商业银行等投放 5000 亿 MLF 操作，期限 3 个月，利率 3.5%
9 月 18 日	下调 14 天正回购利率 20BP 至 3.5%
10 月	向国有商业银行、股份制商业银行、较大规模的城市商业银行和农村商业银行等投放 2695 亿 MLF 操作，期限 3 个月，利率 3.5%，提供流动性，发挥中期政策利率的作用，

	引导商业银行贷款利率降低和社会融资成本下降
10 月 14 日	下调 14 天正回购利率 10BP 至 3.4%
11 月 6 日	三季报首次承认通过 MLF、PSL 等工具释放流动性，并下调 PSL 利率
11 月 21 日	金融机构一年期贷款基准利率下调 0.4 个百分点至 5.6%; 一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.75%，同时结合推进利率市场化改革，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.1 倍调整为 1.2 倍
11 月 30 日	发布《存款保险条例（征求意见稿）》
11 月 30 日	通过 SLO 投放流动性，并下调 14 天正回购利率 10BP 至 3.2%
12 月 27 日	存款保险条例《关于存款口径调整后存款准备金政策和利率管理政策有关事项的通知》（“387 号文”），将属于同业存款项下存款纳入各项存款范围，对这类存款设定的存款准备金率暂时为零，起到了稳定利率预期的作用

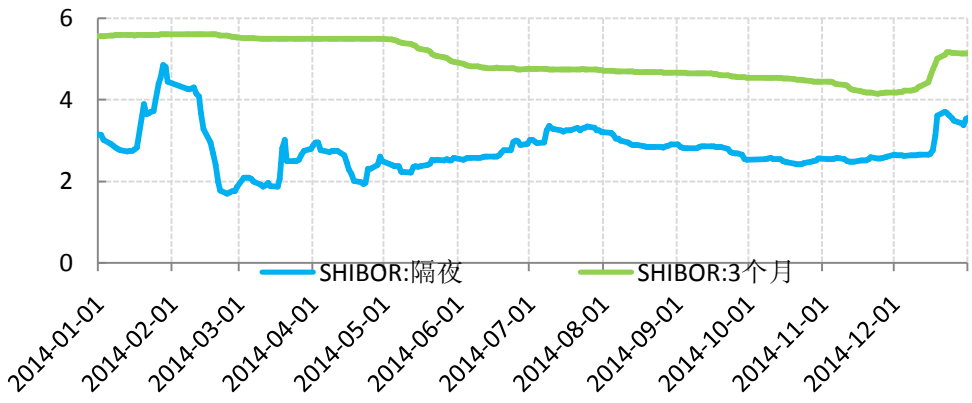
资料来源：Wind，华宝证券研究所

1.4.资金面观察：总体宽松

观察 2014 年 Shibor 走势，特别是观察隔夜 Shibor 报价，我们发现**年初和年末流动性稍紧**，但是由于央行实施的 SLF、以及搭配了 SLO 的正、逆回购等货币政策，2 月份流动性紧张的情况迅速得到缓解，并且在**全年大部分时间保持宽松**。虽然 9 月、10 月有密集的 IPO 来临，但是在大规模 MLF 的对冲作用下，资金面依旧保持宽松。在年末 12 月中旬，叠加 IPO 冻结资金、人民币贬值导致资金外流以及银行年末冲存款压力的因素，一些大型商业银行并无融出资金，且央行没有进行市场期待的逆回购操作，资金面又变得紧张。“387 号文”的出台，缓解了银行的存贷比压力，也在一定程度上稳定了市场关于降息降准的预期，隔夜利率出现了一定回落。

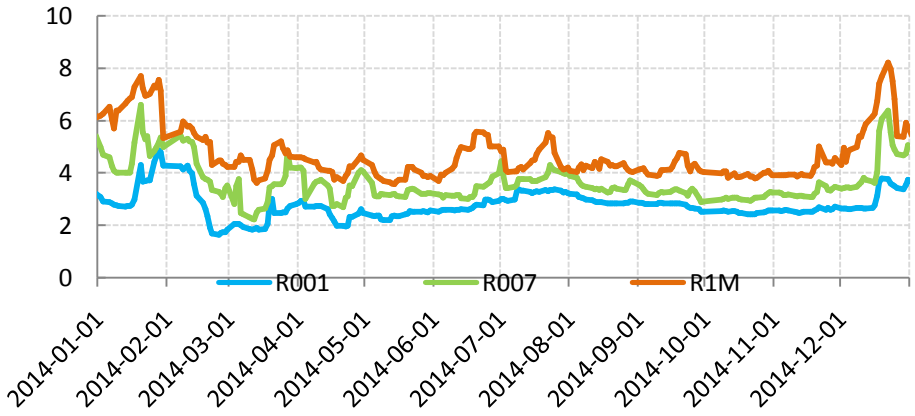
银行间质押式回购隔夜、一周及一月的变化趋势类似，并与隔夜 Shibor 报价一致，这也说明隔夜 Shibor 越来越能够体现资金面的实际情况。

图 20　Shibor（%）（2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 21 银行间质押式回购利率（%）（2014）



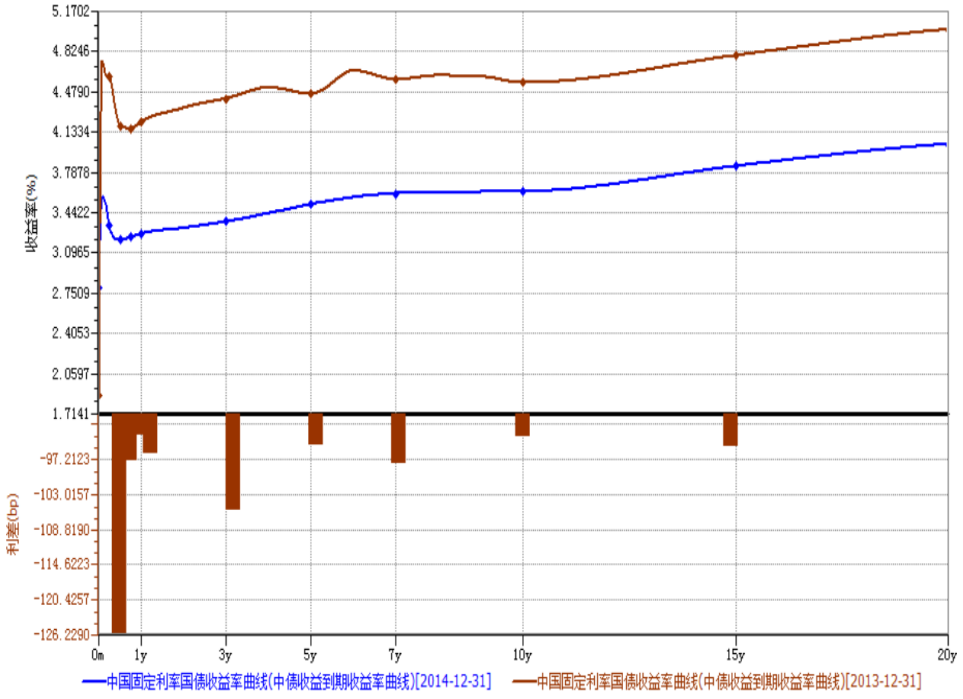
资料来源：Wind，华宝证券研究所

1.5.收益率曲线变化：中枢下行

收益率曲线中枢下行，期限利差扩大。对比 2014 年和 2013 年年末同期的国债收益率曲线，可以发现，2014 年，我国的收益率曲线中枢不断下行。其中，短端国债收益率下行幅度最大，达 126BP，期限利差有所扩大，收益率曲线陡峭化。

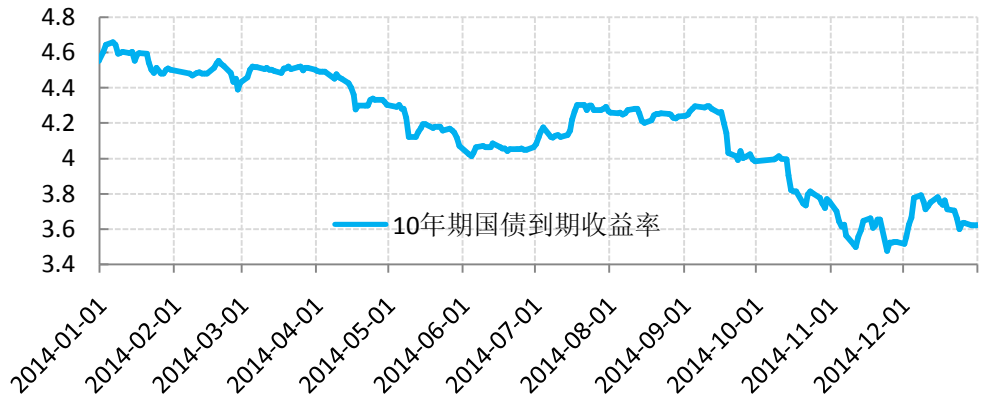
10 年期国债收益率全年呈现波动下行趋势。由于 7 月份公布的前一月经济金融数据呈现出经济企稳的迹象:社会融资规模为 1.97 万亿元,同比大增 9370 亿,远超预期,M2 同比增长 14.7%，同样远超央行 13%的目标。受看多经济预期的影响，10 年期国债收益率出现阶段性上涨。

图 22 中国固定利率国债收益率曲线（中债收益到期收益率曲线）（2014.12.31，2013.12.31）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 23　10 年期国债到期收益率（%）（2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

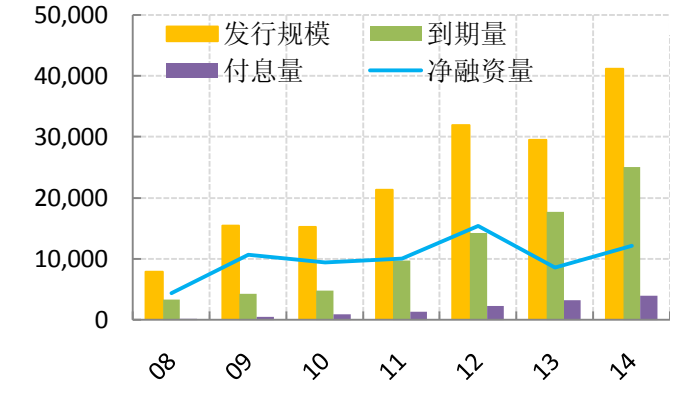
2.信用债一级市场

2.1.一级市场概览：发行量大幅增加

2014 年，按照短融、中票、企业债、公司债的分类作为测量信用债的口径（即不包含非金融企业定向融资工具），信用债共发行 3273 只，规模 41212.23 亿元，到期 25030.41 亿元，付息 4005.35 亿元，净供给 12176.47 亿元。这一年，信用债的发行数量和发行规模较 2013 年均有大规模上升，上升幅度分别为 39%和 40%。从债务到期量来看，2014 年信用债的到期规模上升 41%，付息量较上年增长 24%。净供给量也随之上升，较上年增加 42%。需要指出的是，在 2013 年实体经济不振的背景下，信用债发行量较低，因此 2014 年债券发行量增长的基数较小。

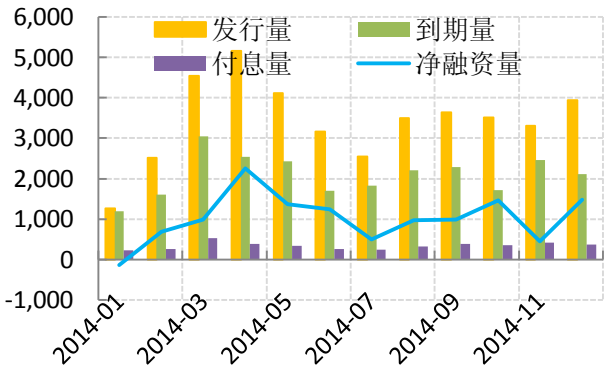
观察 2014 年各月信用债的发行情况，波动明显。第一季度发行量和净融资量持续上升，4 月份信用债的发行数量为全年最多，为 389 只，规模最大，为 5155.48 亿元。从 4 月开始，整体呈现出一个下降的趋势，直到 8 月份发行量逐渐回升。各券种发行量均有回落。其中，“11 超日债”的违约以及“13 中森债”等风险事件频发，对公司债的发行造成较大的不利影响。全年看来，发行数量和规模最小的是 1 月份，但是全年各月净融资量均为正。

图 24 信用债发行、付息、到期、净融资(亿元，2008-2014)



资料来源：Wind，华宝证券研究所

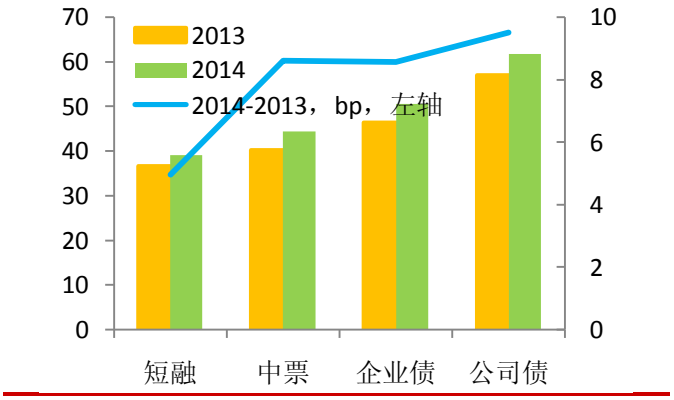
图 25 信用债发行、付息、到期、净融资（亿元）(2014)



资料来源：Wind，华宝证券研究所

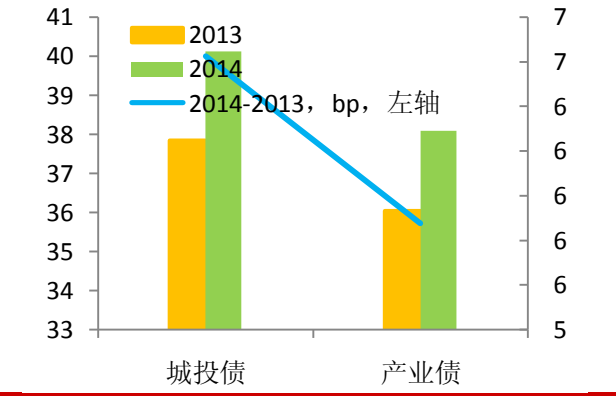
计算 2014 年短融、中票、企业债、公司债发行的平均（算数平均）票面利率，我们发现，各个券种均有 35-66 个 BP 的上升，**其中，短融的票面利率上行最少，为 35BP，公司债的票面利率上行最多，为 66BP。就城投债和产业债的票面利率而言，城投债票面利率上行较多，为 40BP，产业债票面利率平均上升 35BP。**

图 26 平均票面利率及变动（%，BP）（2013—2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 27 平均票面利率及变动（%，BP）（2013—2014）



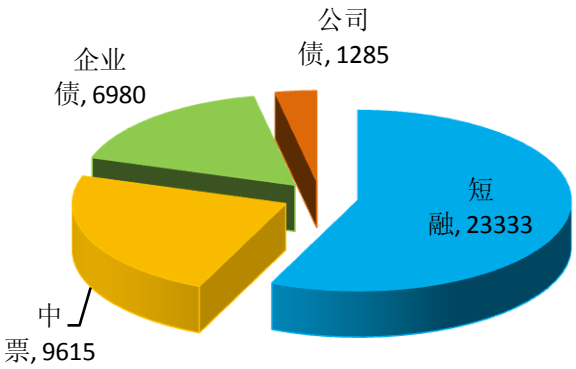
资料来源：Wind，华宝证券研究所

2.2.信用债一级市场结构

2.2.1.发行券种：短融中票为主，产业债为主

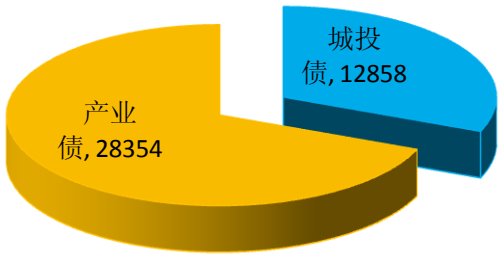
我们可以通过发行券种、发行期限、主体评级和行业分布来观察 2014 年信用债发行结构。**从 2014 年信用债发行规模来看，短融的发行量过半，为 23333 亿元，中票其次，为 9615 亿元，企业债再次，为 6980 亿元，公司债最少，为 1285 亿元。将信用债分为城投债和产业债来看，产业债为主，发行规模为 28354 亿元，城投债为 12858 亿元。**其中，短融、中票和企业债中有城投性质的被归为城投债，其余信用债全部归为产业债。

图 28 信用债发行结构，发行规模（亿元）（2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

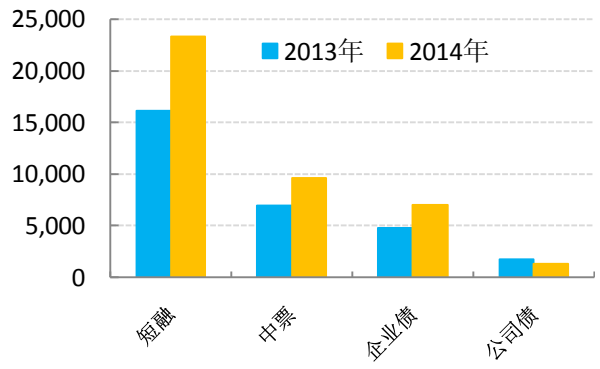
图 29 信用债发行结构，发行规模（亿元）（2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

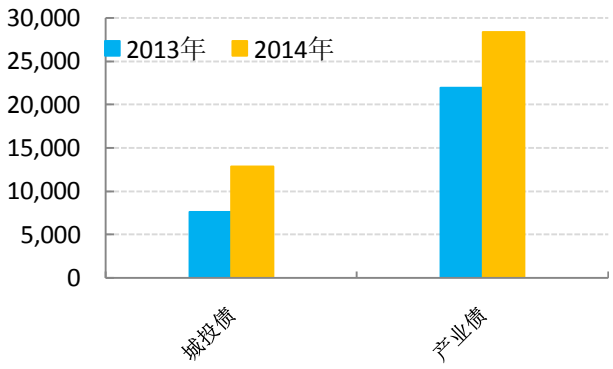
对比各个券种 2013 年和 2014 年发行规模，可以发现，**信用债发行结构大致保持稳定，且除去公司债，各个券种的发行规模增长表现出近似的幅度。**公司债发行没有出现一致性的增加，在很大程度上受到了 2014 年公司债违约事件的影响。

图 30 信用债发行结构，发行规模（亿元）（2013—2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 31 信用债发行结构，发行规模（亿元）（2013—2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

2.2.2.发行期限：短期债券发行多

对比各个券种 2013 年和 2014 年发行期限，可以发现，**发行期限在 1 年以内的信用债发行占比扩大**，期限在 1 年以上的信用债发行比例降低。2014 年，期限在 1 年以内的信用债发行占比已经接近 50%，而 2013 年该比例仅为 41%。发行期限短期化，体现出融资人对未来债券收益率继续下行的预期。

2.2.3.债券评级：中票和城投评级稳定

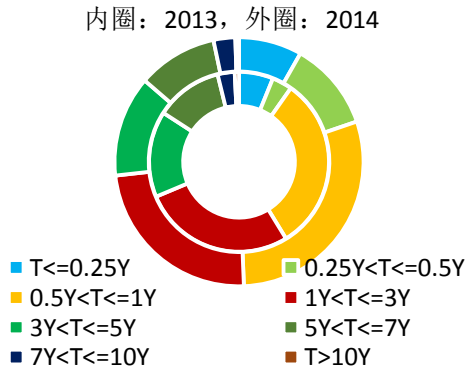
因短融评级普遍较高，而公司债发行规模较小，这里我们主要关注中票和企业债的评级结构。对比中票 2013 年和 2014 年发行评级，我们发现中票的评级结构比较稳定，AAA 级债券发行规模为 3821.5 亿元，占比高达 57%，在 2013 年发行规模为 3821.5 亿元，占比为 55%，**高评级中票发行比例略有上升，而低评级中票发行比例略有下降。**而城投债总体评级较中票更低。**城投债评级结构保持稳定。**发行规模最大的为 AA 级，为 5288.9 亿元，占比为 41%；其次为 AAA 级债券，发行量为 3913 亿元，占比为 30%；

AA+级债券的发行规模和占比分别为 2859.2 亿元和 22%。2013 年 AA、AAA 和 AA+级城投的发行量分别为 3122.2 亿元、2222.5 亿元和 1629.9 亿元，占比和 2014 年几乎相同。

2.2.4.行业分布：工业、公共事业占比增加，能源、日常消费占比降低

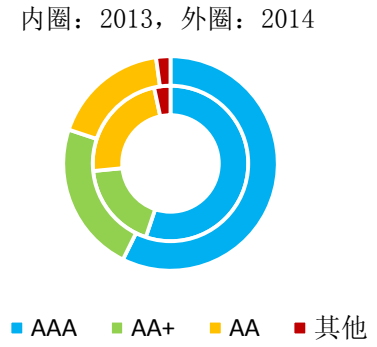
就债券发行的行业结构而言，2014 年金融、工业、材料、公共事业的发行比例显著上升，其中，2014 年工业行业债券发行量为 16368 亿元，在 10 个一级行业中发行规模最大，占比高达 40.44%，而在 2013 年仅为 13.45%。**而能源和日常消费行业债券的发行比例明显下降**，其中，2013 年能源行业债券发行量为 11094 亿元，在 10 个一级行业中发行规模最大，占比高达 40.42%，而在 2014 年降为 8.46%。能源行业涉及的细分行业包括电力装备、煤炭、和以风电和光伏为主的新能源行业，均为产能过剩的领域。

图 32　信用债发行结构，发行期限（2013—2014）



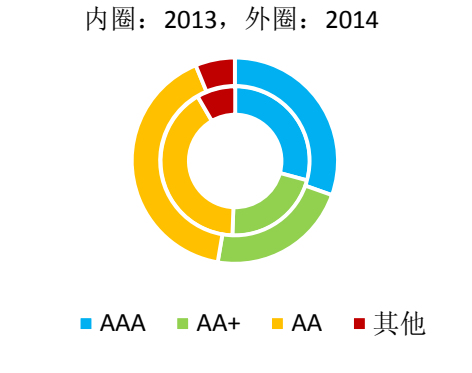
资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 33　中票评级结构，主体评级（2013—2014）



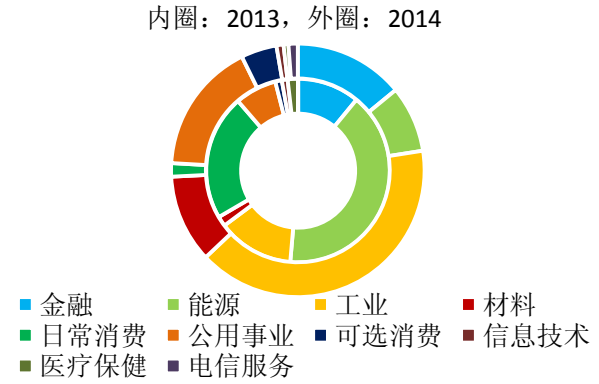
资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 34　城投债评级结构，主体评级（2013—2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 35　信用债发行结构，行业（2013—2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

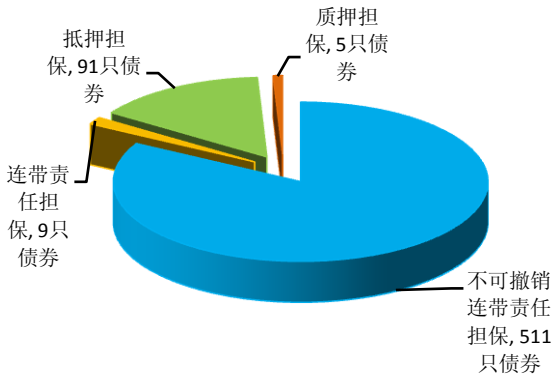
2.2.5.增信方式和跨市场结构：增信效率低，企业债跨市场发行是常态

在 2014 年经 Wind 标识出有增信的 616 只债券中，**不可撤销连带责任担保是占主导地位的增信方式**，占比为 82.95%，其次为抵押担保，占比为 14.77%，而连带责任

担保和质押担保比例不到 3%。根据经验，抵押担保和质押担保的增信效果是较为明显的，而二者合计占比仅为 15.58%，**可以推断当前市场上债券的增信力度仍较弱，信用风险并不能获得行之有效的规避。**

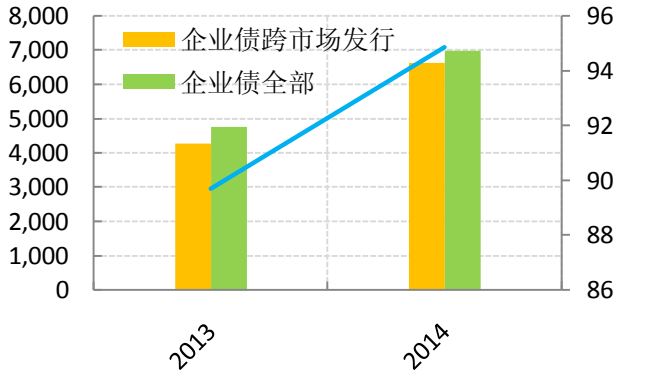
企业债跨市场发行成为一种常态。2014 年跨市场发行的比例从 2013 年的 90%升至 95%。

图 36　增信方式（2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 37　跨市场发行债券情况（亿元，%）（2013—2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

2.2.6.地域结构：经济总量大的地区发行多

同 2013 年类似，2014 年北京市、江苏省、广东省、山东省、浙江省、上海市的信用债发行规模占比较高，2014 年分别占比 36.44%、7.32%、6.13%、5.88%、4.68%和 4.66%，2013 年的数据为 40.11%、6.80%、6.23%、4.94%、4.10%和 4.65%。**从位次上讲，浙江省超过上海市，在 2014 年城投债发行规模排名上位居第五。**从发行的绝对数量上讲，仅有河南省的发行规模缩减，西藏自治区 2013 年无信用债发行，2014 年有 500 万小规模发行，发行绝对数量增幅最大的是宁夏回族自治区、贵州省、安徽省、河北省、吉林省和广西壮族自治区，涨幅超过 100%，分别为 410.00%、189.23%、137.80%、117.69%、113.51%和 111.86%；这些地区多数经济并不发达，信用债发型基数较小，均不超过 500 亿。

表 10　各省市信用债发行规模（2013—2014）

地区	2014（亿元）	发行规模占比（%）	2013（亿元）	发行规模占比（%）	发行规模增速（%）
北京	14612	36.44	11616	40.11	25.79
江西省	487	1.21	386	1.33	26.17
辽宁省	1140	2.84	919	3.17	24.05
四川省	898	2.24	633	2.19	41.86
山东省	2356	5.88	1432	4.94	64.53
上海	1869	4.66	1346	4.65	38.86
江苏省	2936	7.32	1969	6.80	49.11
山西省	677	1.69	454	1.57	49.12
安徽省	1101	2.75	463	1.60	137.80

海南省	109	0.27	76	0.26	43.42
云南省	637	1.59	360	1.24	76.94
河北省	640	1.60	294	1.01	117.69
湖南省	755	1.88	530	1.83	42.45
甘肃省	399	1.00	290	1.00	37.59
广东省	2459	6.13	1804	6.23	36.31
新疆维吾尔自治区	465	1.16	395	1.36	17.72
浙江省	1875	4.68	1189	4.10	57.70
青海省	169	0.42	144	0.50	17.36
陕西省	964	2.40	590	2.04	63.39
河南省	540	1.35	585	2.02	-7.69
广西壮族自治区	375	0.93	177	0.61	111.86
重庆	737	1.84	592	2.05	24.49
湖北省	863	2.15	732	2.53	17.90
贵州省	376	0.94	130	0.45	189.23
内蒙古自治区	502	1.25	341	1.18	47.21
天津	793	1.98	696	2.40	13.94
福建省	873	2.18	609	2.10	43.35
黑龙江省	211	0.53	117	0.40	80.34
吉林省	158	0.39	74	0.26	113.51
宁夏回族自治区	102	0.25	20	0.07	410.00
西藏自治区	20	0.05	0	0.00	——

资料来源：Wind，华宝证券研究所

2.3.各券种概况

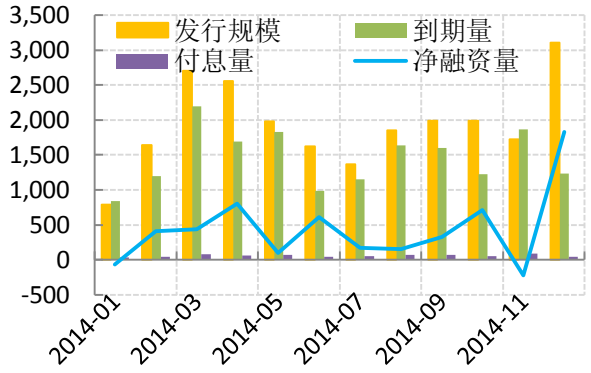
2.3.1.短融和中票：发行量全年呈 M 形

从发行规模来看，短融和中票的发行量呈现出近似 M 形趋势：一季度发行规模稳步快速上升，中票在 5 月达到全年的发行高峰，短融和中票的发行规模在 6-7 月下降，8 月以后重新调整上升，12 月短融的发行规模达到全年最高，而 12 月份中票的发行量并不多。

就到期量和净融资而言，短融各月的到期量通常略低于发行量，仅在 11 月略高于发行规模，在 12 月显著低于发行规模，付息规模较小且稳定，从而从净融资量来看，全年大部分时间保持 500 亿元上下较为稳定的净融资规模，在 11 月出现了负净融资，在 12 月的净融资高达 1832 亿元。

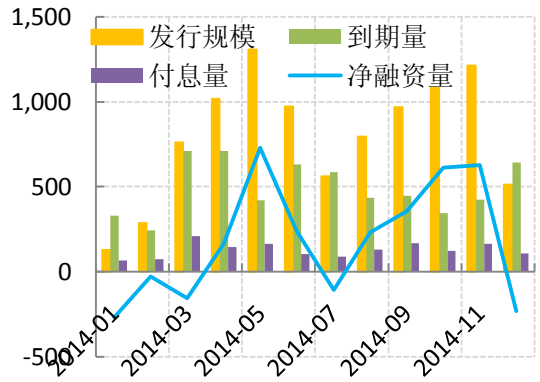
由于中票各月的到期量和发行规模有较大差异，付息量规模明显高于短融，中票的净融资在一季度持续为负，在 7 月和 12 月均为负值。

图 38 短融发行、到期、付息、净融资（亿元）（2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 39 中票发行、到期、付息、净融资（亿元）（2014）

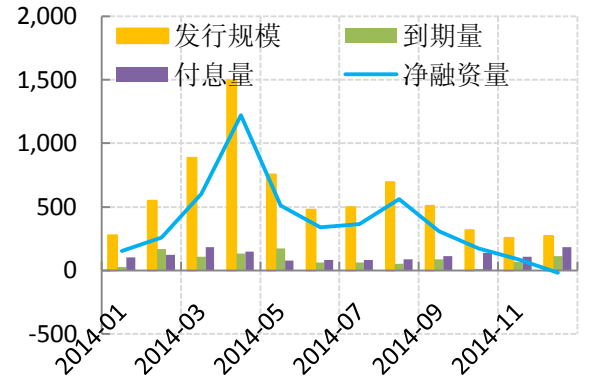


资料来源：Wind，华宝证券研究所

2.3.2.企业债和公司债：企业债下半年发行量萎缩，公司债下半年到期量大

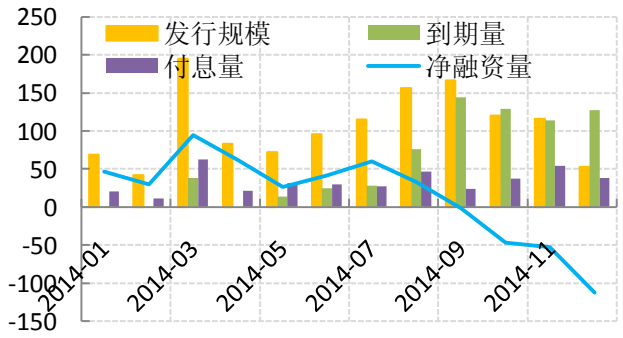
企业债的发行量和净融资量在 4 月达到全年高峰，发行量接近 1500 亿元，净融资量为 1220 亿元。**下半年尤其是 8 月份以后，企业债的发行量和净融资量均出新较大规模的萎缩。公司债的发行规模总体较小**，3 月最多，为 196 亿元，8 月及以后到期量显著增多，**四季度各月净融资量全部为负。**

图 40 企业债发行、到期、付息、净融资（亿元）（2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 41 公司债发行、到期、付息、净融资（亿元）（2014）



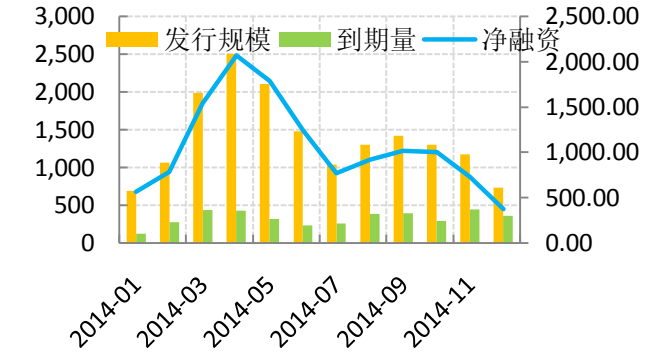
资料来源：Wind，华宝证券研究所

2.3.3.城投债和产业债：城投债下半年发行量萎缩，产业债全年发行旺盛

按照 Wind 统计口径观察城投债和产业债的一级市场表现：**城投债在 2014 年前 4 个月发行量持续升高，从 5 月开始大规模回落，在下半年发行一直表现平稳，特别是在 10 月出台“43 号文”之后，发行规模明显下降。**由于全年各月的到期量保持稳定，净融资的表现和发行规模高度一致。

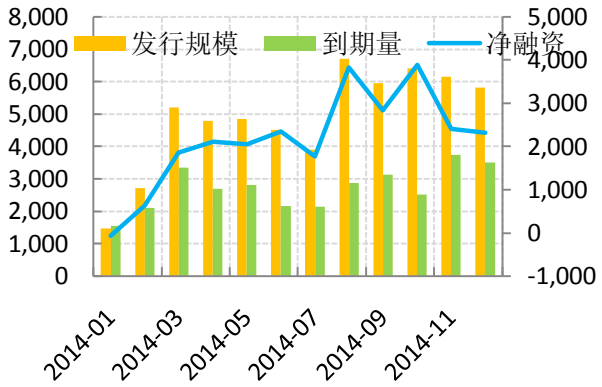
产业债的表现在前 4 个月持续上升，之后的表现不同于城投债，全年保持较强劲的发行态势。到期量呈现一定波动性，1 月和 7 月的到期量较低，8 月净融资为全年单月最高，超过 6000 亿元。

图 42 城投债发行、到期、净融资（亿元）（2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 43 产业债发行、到期、净融资（亿元）（2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

3.城投债发行专题

3.1.各省市城投债发行

3.1.1.发行规模：江苏、浙江、山东、北京位居前列

观察我国 31 个省、自治区、直辖市（不包括香港、澳门、台湾）城投债发行状况。**从发行只数来看，排名前三的分别为江苏省、浙江省和山东省**，发行规模分别为 227、94 和 67，占比分别为 19.67%、8.15%和 5.81%；**从发行金额看，排名前三的分别为江苏省、北京市和浙江省**，发行金额分别为 2052、966 和 838，占比分别为 15.97%、7.51%和 6.52%。**无论从发行只数还是从发行金额来看，江苏省城投债发行规模都遥遥领先**，浙江省、山东省的发行规模也较大，以上三省是中国东部沿海地区经济总量和密度都很高的省份，是中国百强县最集中的地区，经济表现稳健，在全国范围内居于举足轻重的地位。从发行金额上看，北京的城投债发行规模也较大，这与北京作为首都的基建要求旺盛相对应。

表 11 各省市城投债发行规模（2014）

地区	发行（只）	发行只数占比（%）	发行金额（亿元）	发行金额占比（%）
北京	51	4.42	966	7.51
江西省	41	3.55	408	3.17
辽宁省	33	2.86	377	2.93
四川省	53	4.59	556	4.32
山东省	67	5.81	832	6.48
上海	35	3.03	434	3.37
江苏省	227	19.67	2052	15.97
山西省	8	0.69	106	0.83
安徽省	51	4.42	555	4.31
海南省	4	0.35	44	0.34

云南省	22	1.91	263	2.05
河北省	24	2.08	317	2.47
湖南省	51	4.42	528	4.11
甘肃省	18	1.56	240	1.87
广东省	43	3.73	624	4.85
新疆维吾尔自治区	21	1.82	192	1.49
浙江省	94	8.15	838	6.52
青海省	12	1.04	155	1.21
陕西省	27	2.34	313	2.43
河南省	22	1.91	222	1.72
广西壮族自治区	30	2.60	284	2.21
重庆	49	4.25	537	4.17
湖北省	43	3.73	502	3.91
贵州省	22	1.91	278	2.16
内蒙古自治区	14	1.21	123	0.96
天津	31	2.69	531	4.13
福建省	44	3.81	377	2.93
黑龙江省	9	0.78	116	0.90
吉林省	5	0.43	55	0.43
宁夏回族自治区	3	0.26	33	0.26
西藏自治区	0	0.00	0	0.00

资料来源：Wind，华宝证券研究所

3.1.2.票面利率和评级：经济发达地区利率低、评级高

从城投债票面利率来看，最低的三个省市为上海市、北京市和广东省，分别为 5.54%、5.55%和 5.86%，分别位于长三角、京津冀和珠三角等我国核心经济区，覆盖我国仅有的四个一线城市，**观察债券评级结构，AAA 级和 AA+级债券发行金额占比分别高达 94.61%、83.62%和 85.16%**；**票面利率最高的三个省市分别为宁夏回族自治区、内蒙古自治区和辽宁省**，分别为 7.73%、7.71%和 7.50%。其中，宁夏回族自治区并无发行任何 AAA 级或 AA+级城投债，内蒙古自治区 AAA 级和 AA+级债券发行金额占比仅为 8.13%。而辽宁省 AAA 级或 AA+级城投债发行比例并不低，为 43.03%，但是有高达 7.50%的平均票面利率。

表 12　各省市城投债票面利率和评级（2014）

地区	平均票面利率（%）	AAA（亿元）	AA+（亿元）	AA（亿元）	AA-（亿元）	其他（亿元）
北京	5.55	744	170	52	0	0
江西省	6.44	206	43	120	36	3
辽宁省	7.50	0	162	167	37	11
四川省	6.61	52	188	279	37	0
山东省	6.52	275	182	344	26	5
上海	5.54	214	149	68	3	0
江苏省	6.91	708	240	980	45	80

山西省	7.07	0	65	38	0	3
安徽省	6.50	123	150	217	64	2
海南省	6.22	0	24	20	0	0
云南省	6.96	0	146	97	20	0
河北省	6.85	60	127	117	13	0
湖南省	7.39	68	43	404	0	13
甘肃省	6.62	32	138	60	10	0
广东省	5.86	424	107	78	15	0
新疆维吾尔自治区	6.87	0	10	174	8	0
浙江省	6.65	125	96	549	63	5
青海省	6.20	70	0	73	12	0
陕西省	6.49	0	189	78	28	18
河南省	6.70	49	39	110	24	0
广西壮族自治区	6.49	0	134	150	0	0
重庆	6.79	177	140	203	10	7
湖北省	6.72	170	105	161	66	0
贵州省	7.48	0	57	184	34	3
内蒙古自治区	7.71	0	10	68	40	5
天津	6.56	319	51	149	10	2
福建省	6.18	97	38	207	35	0
黑龙江省	6.66	0	48	68	0	0
吉林省	6.65	0	10	45	0	0
宁夏回族自治区	7.74	0	0	26	7	0
西藏自治区	——	0	0	0	0	0

资料来源：Wind，华宝证券研究所

3.1.3.发行期限：上海市期限最短

从各省市城投债发行的期限结构来看，上海市、广东省和四川省发行期限在 1 年以内债券的发行比例最高，分别为 49.48%、47.63%和 45.16%。**上海市、北京市和陕西省发行期限在 5 年以内债券的发行比例最高**，分别为 82.01%、63.70%和 60.70%。**青海省、广东省和宁夏回族自治区发行期限在 7 年以上债券的发行比例最高**，分别为 25.81%、25.34%和 24.24%。

表 13　各省市城投债发行期限（2014）

地区	T<=1Y（亿元）	1Y<T<=3Y（亿元）	3Y<T<=5Y（亿元）	5Y<T<=7Y（亿元）	7Y<T<=10Y（亿元）	T>10Y（亿元）
北京	349	22	244	201	16	134
江西省	146	18	25	181	38	0
辽宁省	27	11	87	252	0	0
四川省	251	2	67	233	3	0
山东省	233	8	98	439	25	30
上海	215	52	89	53	25	0
江苏省	774	128	337	789	20	5

山西省	7	3	0	96	0	0
安徽省	156	24	53	243	80	0
海南省	10	0	10	24	0	0
云南省	39	0	57	167	0	0
河北省	33	0	55	209	0	20
湖南省	61	18	77	350	22	0
甘肃省	52	20	12	146	10	0
广东省	297	24	43	102	138	20
新疆维吾尔自治区	19	0	5	158	10	0
浙江省	143	29	92	487	87	0
青海省	58	0	30	27	0	40
陕西省	113	31	46	90	33	0
河南省	44	0	15	124	0	39
广西壮族自治区	69	25	32	130	28	0
重庆	118	12	128	279	0	0
湖北省	134	15	34	224	75	20
贵州省	0	3	33	201	41	0
内蒙古自治区	0	15	15	93	0	0
天津	199	9	10	313	0	0
福建省	123	6	29	209	10	0
黑龙江省	3	10	15	88	0	0
吉林省	0	0	0	55	0	0
宁夏回族自治区	0	0	0	25	8	0
西藏自治区	0	0	0	0	0	0

资料来源：Wind，华宝证券研究所

3.2.20 个城市城投债发行

按照城投债的发行金额，选取发行规模前 20 的城市，前 5 名中有 4 个直辖市，仅有 2 个城市不是直辖市或省会城市，它们是深圳市和苏州市。

3.2.1.发行规模：南京、北京、重庆位居前三

下面考察这 20 个城市的发行量、票面利率和债券评级结构，以及期限结构。

从发行只数看，发行量前 3 的城市为南京市、北京市和重庆市，发行只数分别为 54、51 和 49，占比分别为 4.68%、4.42%和 4.25%；**从发行金额看，发行量前 3 的城市为北京市、南京市和重庆市，**发行金额分别为 966 亿元、682 亿元和 537 亿元，发行金额占比分别为 7.51%、5.30%和 4.17%。

表 14　20 个城市城投债发行规模（2014）

地区	发行（只）	发行只数占比（%）	发行金额（亿元）	发行金额占比（%）
北京市	51	4.42	966	7.51
南京市	54	4.68	682	5.30

重庆市	49	4.25	537	4.17
天津市	31	2.69	531	4.13
上海市	35	3.03	434	3.37
济南市	20	1.73	327	2.54
武汉市	25	2.17	326	2.54
广州市	17	1.47	314	2.44
成都市	24	2.08	310	2.41
合肥市	26	2.25	309	2.40
南昌市	24	2.08	252	1.96
西安市	21	1.82	244	1.90
杭州市	20	1.73	222	1.72
深圳市	12	1.04	207	1.61
长沙市	16	1.39	199	1.55
石家庄市	12	1.04	194	1.51
兰州市	13	1.13	187	1.45
南宁市	20	1.73	174	1.35
昆明市	14	1.21	158	1.23
苏州市	13	1.13	146	1.14

资料来源：Wind，华宝证券研究所

3.2.2.票面利率和评级：一线城市利率低、评级高

从票面利率和债券评级结构看，平均票面利率最低的三个城市为深圳市、上海市和北京市，分别为 5.41%、5.54%和 5.55%。**平均票面利率最高的三个城市为长沙市、重庆市和昆明市**，分别为 7.10%、6.79%和 6.60%。**20 个城市评级为 AAA 及 AA+债券占比均超过一半**，其中深圳市、南昌市和广州市的比例高达 100%、99.01%和 98.88%。该项比例相对较低的为长沙市、苏州市和重庆市，分别为 55.57%、58.22%和 59.09%。

表 15　20 个城市城投债票面利率和评级（2014）

地区	平均票面利率（%）	AAA（亿元）	AA+（亿元）	AA（亿元）	AA-（亿元）	其他（亿元）
北京市	5.55	744	170	52	0	0
南京市	5.80	602	14	53	0	13
重庆市	6.79	177	140	203	10	7
天津市	6.56	319	51	149	10	2
上海市	5.54	214	149	68	3	0
济南市	5.57	255	62	10	0	0
武汉市	6.10	170	105	51	0	0
广州市	5.67	224	86	4	0	0
成都市	5.87	52	188	70	0	0
合肥市	5.75	123	150	36	0	0
南昌市	5.70	206	43	0	0	3
西安市	6.06	0	174	43	9	18
杭州市	6.06	113	40	57	12	0

深圳市	5.41	200	7	0	0	0
长沙市	7.10	68	43	88	0	0
石家庄市	6.21	60	109	25	0	0
兰州市	6.21	32	138	17	0	0
南宁市	6.07	0	134	40	0	0
昆明市	6.60	0	146	12	0	0
苏州市	6.13	75	10	61	0	0

资料来源：Wind，华宝证券研究所

3.2.3.发行期限：南京市期限最短

从发行期限来看，南京市、深圳市和成都市发行期限在 1 年以内债券的发行比例最高，分别为 78.18%、75.85%和 68.32%。**南京市、深圳市和上海市发行期限在 5 年以内的债券比例最高**，分别为 94.13%、85.51%和 82.01%。广州市、武汉市和合肥市发行期限在 7 年以上债券的发行比例最高，分别为 35.09%、29.14%和 25.93%。

表 16　20 个城市城投债发行期限（2014）

地区	T<=1Y（亿元）	1Y<T<=3Y（亿元）	3Y<T<=5Y（亿元）	5Y<T<=7Y（亿元）	7Y<T<=10Y（亿元）	T>10Y（亿元）
北京市	349	22	244	201	16	134
南京市	533	36	73	30	10	0
重庆市	118	12	128	279	0	0
天津市	199	9	10	313	0	0
上海市	215	52	89	53	25	0
济南市	175	3	50	44	25	30
武汉市	134	15	34	48	75	20
广州市	129	4	30	41	90	20
成都市	212	0	23	72	3	0
合肥市	148	10	53	18	80	0
南昌市	141	18	20	35	38	0
西安市	113	31	46	21	33	0
杭州市	65	15	26	66	50	0
深圳市	157	10	10	0	30	0
长沙市	39	0	62	86	12	0
石家庄市	30	0	45	99	0	20
兰州市	52	20	12	93	10	0
南宁市	69	15	32	48	10	0
昆明市	39	0	57	62	0	0
苏州市	10	0	39	87	10	0

资料来源：Wind，华宝证券研究所

4.信用债成交量和到期收益率

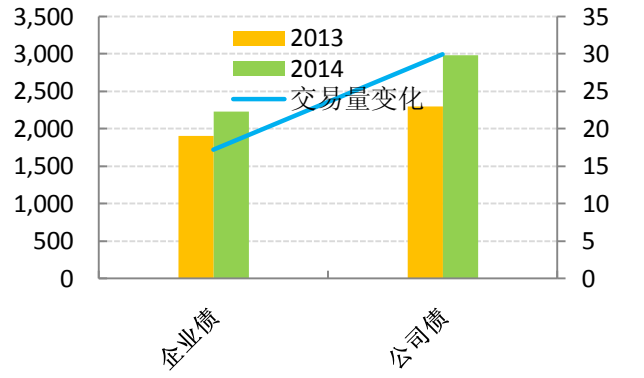
4.1.成交量：有所上升

2014 年交易所成交企业债和公司债的数量较 2013 年有所上升，幅度分别为 17.2%和 29.9%，成交量分别为 2232.20 亿元和 2983.31 亿元。其中，公司债的成交量更多，上升幅度也较大。考虑到债券的存量结构，企业债是公司债存量的 3 倍多，**公司债的成交明显比企业债更为活跃。**

从银行间债券交易看，2014 年，企业债、中票和短融的成交量较为均衡，分别为 44552.50 亿元、51943.80 亿元和 53465.77 亿元。企业债和中票的成交量较 2013 年明显下降，降幅分别达 34.46%和 37.2%，而短融的成交量上升 9.26%，这和 2013 年企业债与中票成交量居多的结构相比，发生了较大变化。

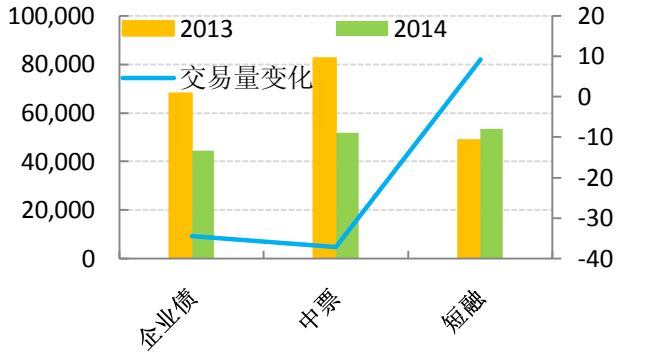
从深交所和上交所的表现来看，上交所的成交比深交所活跃。在上交所成交的企业债和公司债合计 3778.17 亿元，而深交所仅为 1437.33 亿元。**企业债在交易所的交易，绝大部分在上交所完成，占比高达 94.44%。**

图 44　交易所债券成交量（亿元）（2013—2014）



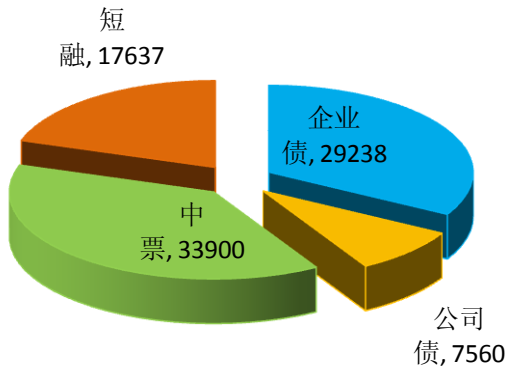
资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 45　银行间债券成交量（亿元）（2013—2014）



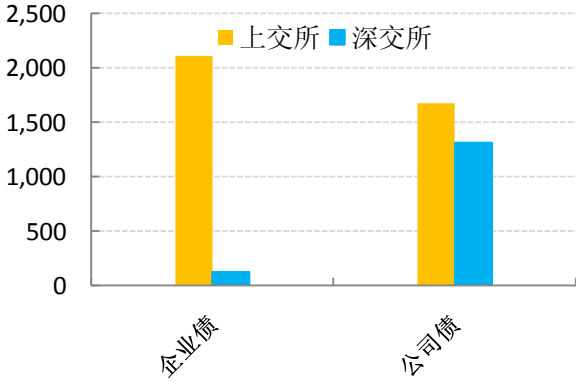
资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 46　债券存量结构（亿元）（2014.12.31）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 47　上交所和深交所债券交易量（亿元）（2014）

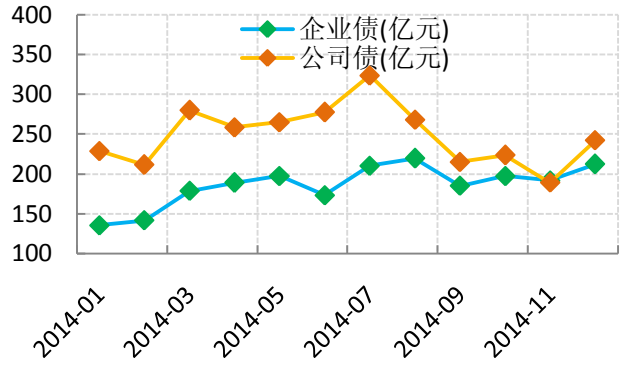


资料来源：Wind，华宝证券研究所

2014 年交易所各月公司债的交易量波动较大，前 7 月份波动上升，后 5 个月则处于波动下降通道，年内最高成交量出现在 7 月，为 323.66 亿元，最低成交量发生在 11

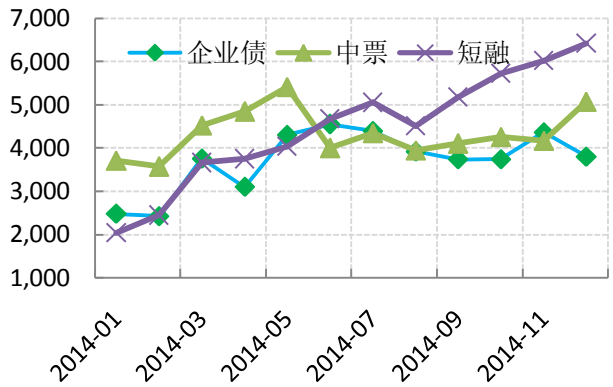
月，为 189.15 亿元。企业债交易量相对平稳，各月平均成交量为 186.02 亿元。4 季度企业债和公司债的成交量接近，分别为 200.50 亿元和 218.27 亿元。2014 年，银行间短融交易量持续上升，从 1 月份的 2028.13 亿元升至 12 月份的 6418.97 亿元。企业债和中票的交易量相对平稳，全年各月平均成交量分别为 3712.71 亿元和 4328.65 亿元。

图 48　交易所各月债券成交量（亿元）（2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 49　银行间各月债券成交量（亿元）（2014）



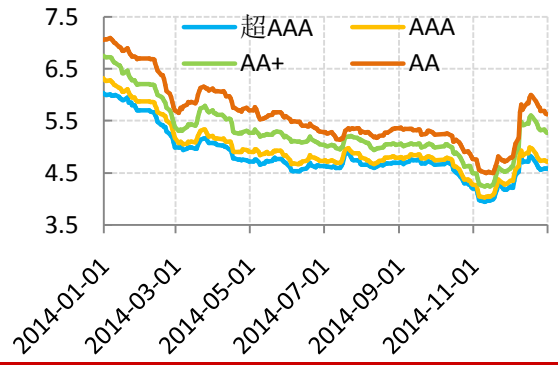
资料来源：Wind，华宝证券研究所

4.2.到期收益率：波动下降

从到期收益率来看，1、3、5 年期超 AAA、AAA、AA+、AA 评级中短期票据到期收益率在 2014 年期间总体处于下降通道，在 3 月和 11 月有较大程度的回调。3 月 4 日央行重启 28 天正回购，正回购利率为 4%，直接导致了当月债券收益率的上升。4 月份一反上行趋势，开启全年长期下行通道，这受益于央行在一季度经济数据表现不佳的情况下，在 4 月份的进行的降准操作。7 月份，受“12 金泰债”还本失败，及 IPO 等因素的影响，到期收益率面临上行压力，短端表现更为显著。7 月 31 日，央行下调 14 天正回购利率 10BP 至 3.7%，起到了指导性作用，收益率自此缓慢下降。9 月开始，央行连续 3 个月下调 14 天正回购利率，从 3.7%降 50BP 至 3.2%，使得到期收益率连续 3 个月实现较大幅度下降。

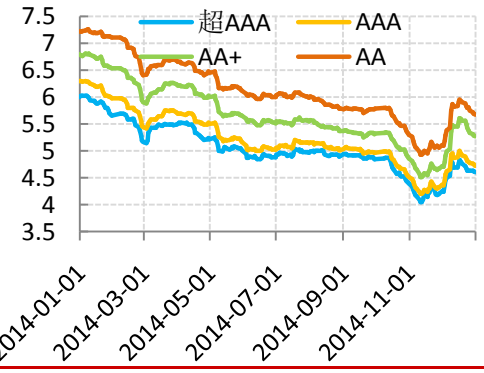
从下降幅度看，以 1 年期为例，AAA 级、AA+级和 AA 级下降幅度较大，从 2014 年年初至年末分别下降 157BP、146BP 和 144BP，**超 AAA 级下降幅度最小**，为 142BP。**高等级（超 AAA 级）中短票的长端利率下降较少**，为 135BP，**而短端较多**，为 142BP。**低等级（AA 级）中短票的短端利率下降较少**，为 144BP，**而长端较多**，为 157BP。

图 50　1Y 中短期票据收益率走势（%）（2014）



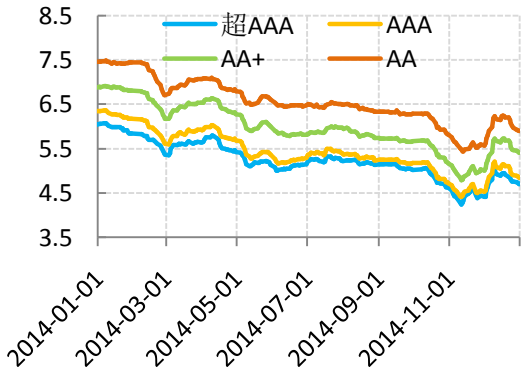
资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 51　3Y 中短期票据收益率走势（%）（2014）



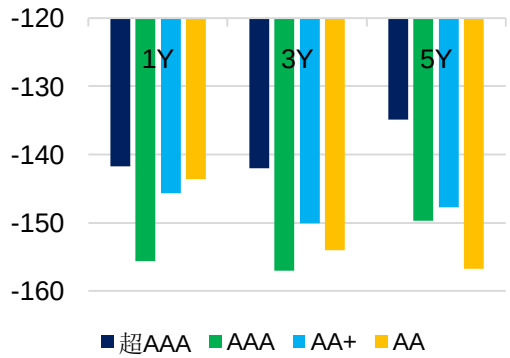
资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 52　5Y 中短期票据收益率走势（%）（2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 53　1、3、5Y 中短期票据收益率年内变动（BP）（2014）

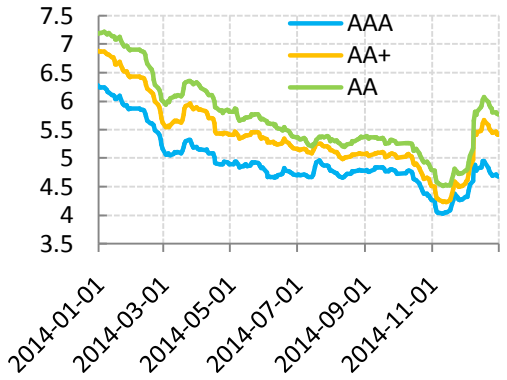


资料来源：Wind，华宝证券研究所

1、3、5 年期 AAA、AA+、AA 评级企业债年内到期收益率变动轨迹和中短期票据类似，总体处于下降通道，在 3 月和 11 月有较大程度的回调。

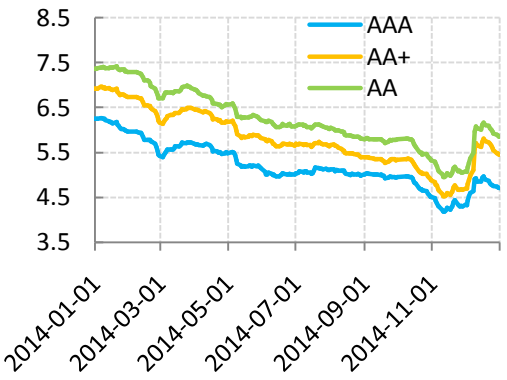
从下降幅度看，高等级企业债到期收益率下降幅度较大。其中，以 1 年期为例，AAA 级、AA+级和 AA 级到期收益率年内分别下降 155BP、145BP 和 142BP。**高等级（AAA 级和 AA+级）企业债的短端利率下降较多**，为 155BP，**而长端较少**，为 149BP。**而低等级（AA 级）企业债的短端利率下降较少**，为 142BP，**而长端较多**，为 146BP。

图 54　1Y 企业债收益率走势（%）（2014）



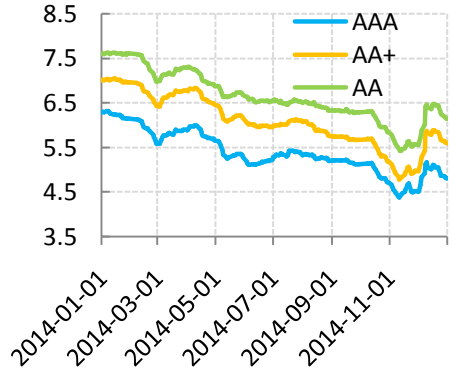
资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 55　3Y 企业债收益率走势（%）（2014）



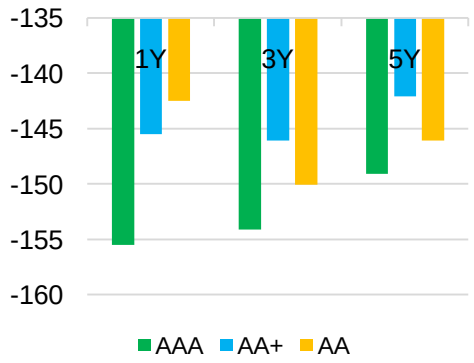
资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 56　5Y 企业债收益率走势（%）（2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 57　1、3、5Y 企业债收益率年内变动（BP）（2014）

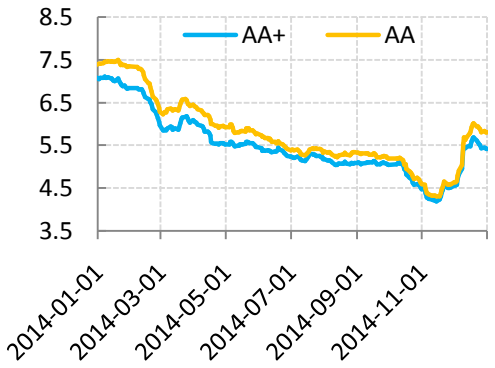


资料来源：Wind，华宝证券研究所

1、3、5 年期 AA+级和 AA 级城投债年内到期收益率变动轨迹和中短期票据和企业债类似，总体处于下降通道，在 3 月和 11 月有较大程度的回调。

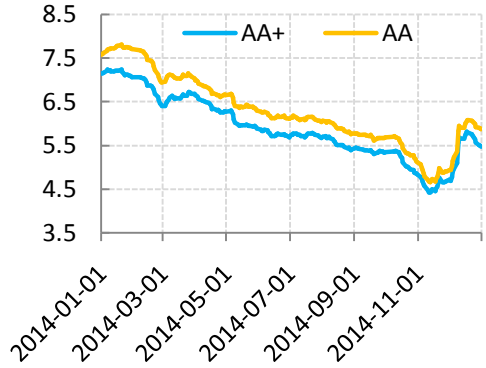
从下降幅度看，AA+级和 AA 级城投债年内到期收益率下降幅度均较大。其中，短端下降幅度偏小，分别为 163BP 和 160BP，**长端下降幅度偏大**，分别为 167BP 和 171BP。

图 58　1Y 城投债收益率走势（%）（2014）



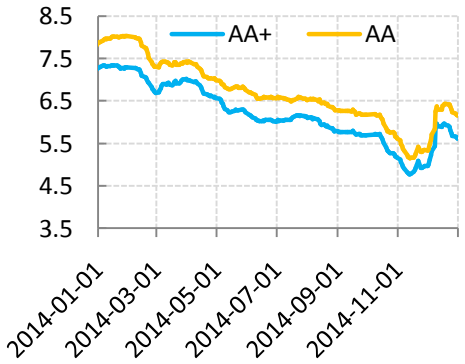
资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 59　3Y 城投债收益率走势（%）（2014）



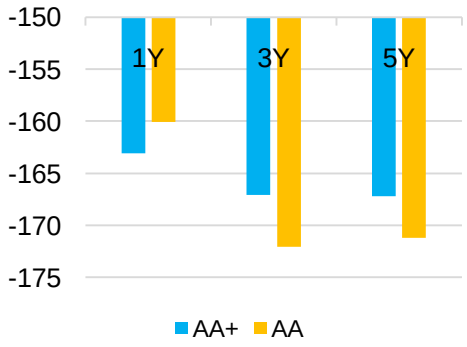
资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 60　5Y 城投债收益率走势（%）（2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

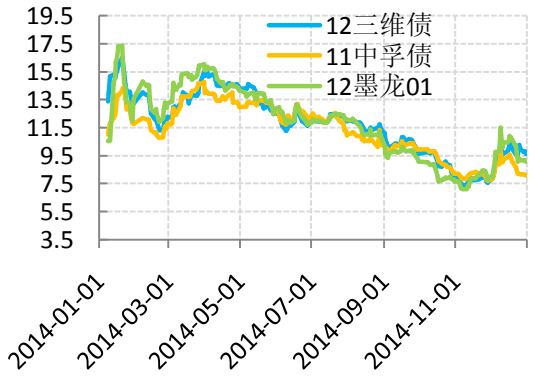
图 61　1、3、5Y 城投债收益率年内变动（BP）（2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

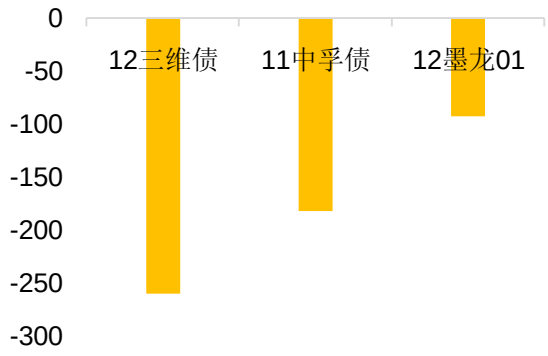
从典型高收益债个券表现看，年内到期收益率变动轨迹和中短期票据、企业债和城投债类似，总体处于下降通道，在 3 月和 11 月有较大程度的回调。**个券之间到期收益率下降幅度差异很大**，12 三维债年内下降 261BP，远远超过 AA 级城投债下降幅度，而 12 墨龙 01 年内下降 93BP，远低于长端中短票下降幅度。

图 62 高收益债个券收益率走势（%）（2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 63 高收益债个券收益率年内变动（BP）（2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

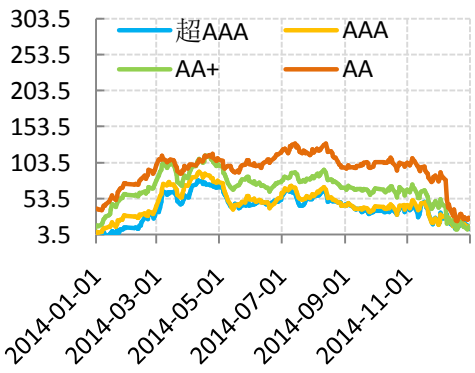
5.利差分析

5.1.期限利差：全年先增后降

从期限利差看，中短票 5-1Y 期限利差、企业债 5-1Y 期限利差、城投债 5-1Y 期限利差 2014 年全年先升后降，在 8 月达到峰值，年末逐渐恢复到年初水平。换言之，**到期收益率曲线由平缓变陡峭，又重新走平。**具体来看，以 AA+级债券为例，中短票 5-1Y 期限利差的年初值、年末值和年内最高值分别为 16.44BP、14.33BP 和 113.49，企业债分别为 15.02BP、18.41BP 和 115.06BP，城投债分别为 24.29BP、20.13BP 和 113.67BP。

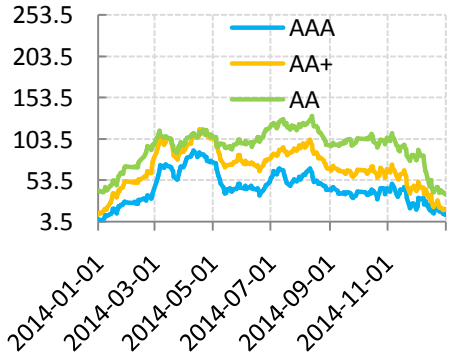
从各等级的期限利差来看，无论是中短票、企业债还是城投债，**低等级债券的期限利差更大，这种差异在年中期限利差整体较高的情况下表现尤为显著。**以中短票为例，AA 级期限利差全年最高值出现在 2014 年 7 月 14 日，超 AAA、AAA、AA+和 AA 级 5-1Y 期限利差分别为 108.25BP、117.7BP、143.7BP 和 161.7BP，超 AAA 级和 AA 级的期限利差相差多达 53.45BP。

图 64 中短票 5-1Y 期限利差（BP）（2014）



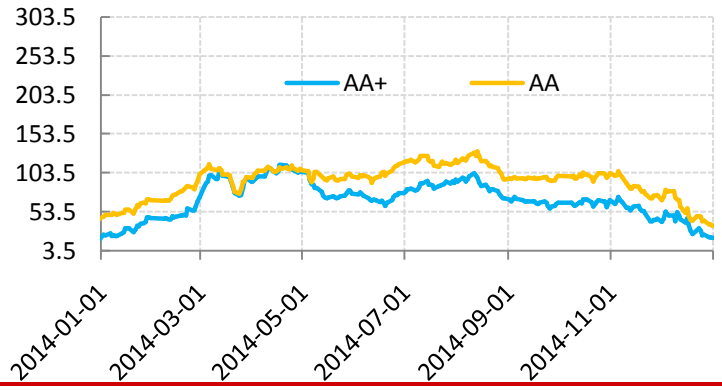
资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 65 企业债 5-1Y 期限利差（BP）（2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 66　城投债 5-1Y 期限利差（BP）（2014）



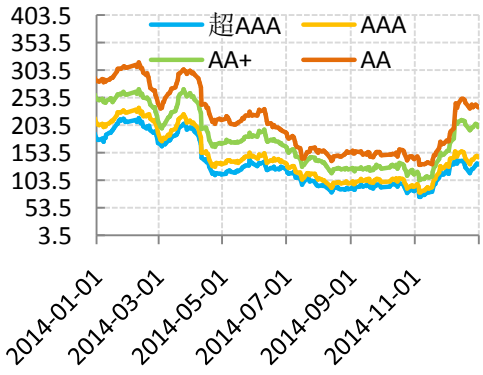
资料来源：Wind，华宝证券研究所

5.2.信用利差：波动下降，年末回调

1Y、3Y、5Y 中短票相对国债利差先降后升，明显上升发生在 1 月、3 月和 11 月。其中，3 月，“11 超日债”公告利息支付将出现违约，以及“13 中森债”付息失败，导致信用利差扩大。12 月轻微调整之后，年末的信用利差水平仍然低于年初。以 1 年期中短票相对国债利差为例，超 AAA、AAA、AA+和 AA 级中短票全年信用利差下降 45BP、59BP、49BP 和 47BP。

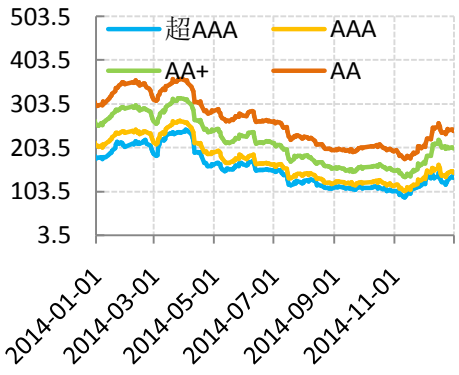
1Y、3Y、5Y 城投债相对国债信用利差在 11 月之前大幅下降，且各级别城投债信用利差呈现收敛态势。而随着 10 月份清理地方债务的文件相继出台，自 11 月起，信用利差明显上升，其中，低级别城投债信用利差上升最多，因而各级别城投债信用利差逐渐发散。以 1 年期城投债相对国债信用利差为例，AA 级城投债年内信用利差最高值为 378.44BP，最低为 113.06BP，AA+城投债最高和最低信用利差分别为 330.44BP 和 103.06BP，AAA 城投债最高和最低信用利差分别为 258.44BP 和 93.06BP。

图 67　中短票相对国债利差，1Y（BP）（2014）



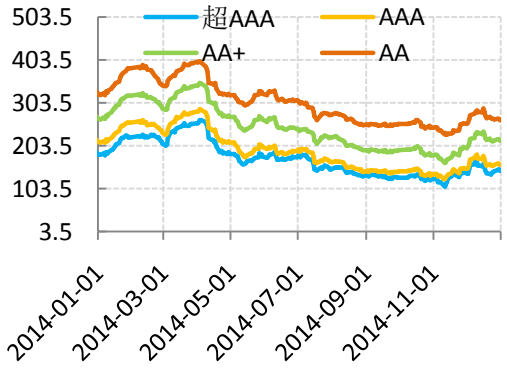
资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 68　中短票相对国债利差，3Y（BP）（2014）



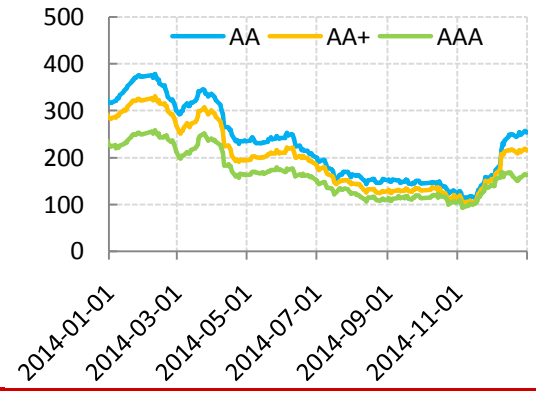
资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 69 中短票相对国债利差，5Y（BP）（2014）



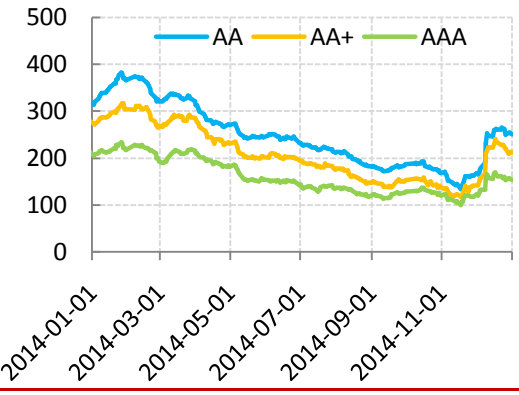
资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 70 城投债相对国债利差，1Y（BP）（2014）



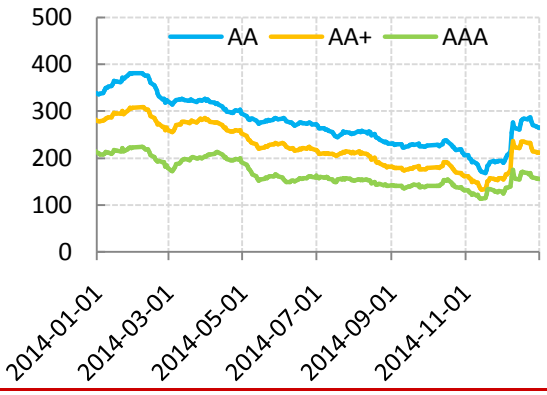
资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 71 城投债相对国债利差，3Y（BP）（2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 72 城投债相对国债利差，5Y（BP）（2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

6.2015 年债市展望

6.1.总体展望：利好因素偏多

回顾 2014 年，经济基本面的特征被概括为“新常态”，资金面特征表现为外汇占款趋势性增量减少。支撑债市牛市的因素是多方面的：从宏观基本面来看，2014 年全年平均 GDP 在 7.4%，**从工业增加值累计同比表现看**，2014 年经济处在下行通道中，下行的经济形势导致信贷需求疲软，成为债市牛市的重要支持；**温和的 CPI 和持续为负的 PPI 使较低的通胀预期得以维持**，对债市有利；**央行通过 MLF 等创新性货币工具，以及非对称降息等，保证资金面总体宽松**，利好债市；**2014 年信托信用违约的发生**，导致银行等金融机构调整非标资产配置，风险偏好降低，对债券的需求相对增强，也抬高了债券价格。

展望 2015 年，人口红利的减少使得潜在经济增速放缓，从日欧的表现看，外需对中国经济的拉动作用不会强劲，消费短期内难以成为中国经济增长的主要驱动力，中央政府加杠杆和投资行为会对经济产生一定的拉动作用，但是**经济增长的“新常态”会继续保持，基本面对债市的支持力量依旧存在**；中国物价中枢受到国际物价的影响较大，国

际原油价格和其他大类商品价格持续下跌并保持低位，**国内通胀压力较小**，能够成为持续利好债市的因素；为了支持中央政府的杠杆投资和 IPO 注册制的实施，**央行大概率会保持较为宽松的货币政策**，从资金面上利好债市；**但是 2015 年，利率市场化会进一步加深，加之地方债务清理和城投分化，刚性兑付或进一步打破，信用风险可能会加大，信用债的表现将面临很大的不确定性**。信用风险较高的债项如部分城投、集合票据和私募债。

具体看，地方债务清理工作会随着甄别的逐渐开展而深化，**城投将进一步分化**，成为地方政府直接债务的城投将成为市场上债券的稀缺品种而受到追捧，而未能纳入地方政府直接债务的债券则将面对一定的信用违约风险。

债券发行主体的增加，和债券品种的增加，以及资产支持证券的扩容，无疑会扩大债券市场容量，活跃资本市场，拓宽融资渠道，丰富投资选择，加速国企改革进程和利率市场化进程。

6.2.风险提示：信用违约成为常态

2014 年债券刚性兑付打破，债务违约将成为债券市场上的常态，这本身是债券市场发展不可或缺的一部分，**2015 年到期的集合票据和中小企业私募债需要特别注意违约风险。**

我们对 2012-2014 年主体评级遭下调的信用债发行主体进行了四个维度的统计：上次主体评级、主体所属行业、主体所在省份、主体企业性质，初步揭示信用债风险集中的。

首先，**从总量上讲，2013 年和 2014 年评级遭下调的债券主体较 2012 年急剧增加，2014 年的数量较 2013 年并无增加，反而有小幅减少。但是从结构上看，信用风险却有所增加。**

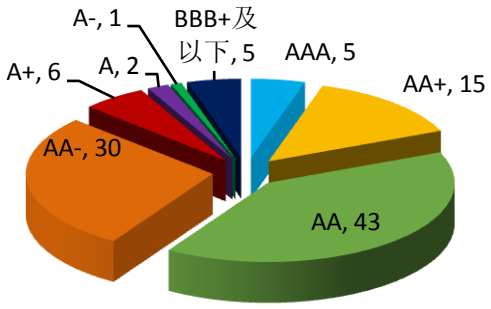
从上次主体评级看，AA 级及以上债券的数量，2014 年为 63 只，而 2013 年为 81 只，**高评级债券所占比重显著大幅下降。**而 BBB+级及以下债券数量则从 2013 年的 2 只上升为 5 只。

表 17　主体评级下调债券上次主体评级（2012—2014）

时间	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+及以下	合计
2014	5	15	43	30	6	2	1	5	107
2013	6	17	58	26	4	1	1	2	115
2012	6	7	22	9	6	3	1	1	55

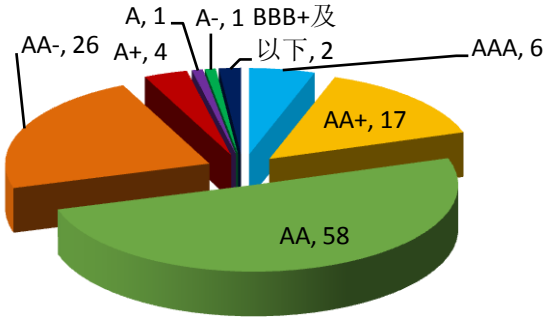
资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 73　主体评级下调债券上次主体评级（2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 74　主体评级下调债券上次主体评级（2013）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

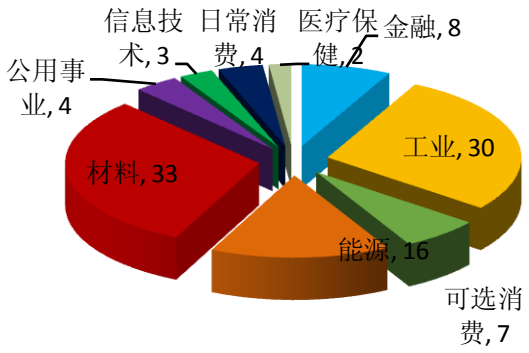
从评级下调债券所属行业看，各年均集中在材料、工业、能源行业，这些行业资本密集，且产能过剩状况严重，资金链本身脆弱，发生违约风险的可能性最高。2014 年较 2013 年的变化为，能源、公共事业和金融行业的占比提高，而可选消费、材料和工业的占比相对降低。值得注意的是，2012-2014 年，能源、公共事业和金融行业的占比呈现逐年增加的态势。

表 18　主体评级下调债券主体所属行业（2012—2014）

时间	金融	工业	可选消费	能源	材料	公用事业	信息技术	日常消费	医疗保健	合计
2014	8	30	7	16	33	4	3	4	2	107
2013	3	37	11	11	37	1	7	6	2	115
2012	2	19	4	2	18	0	6	3	1	55

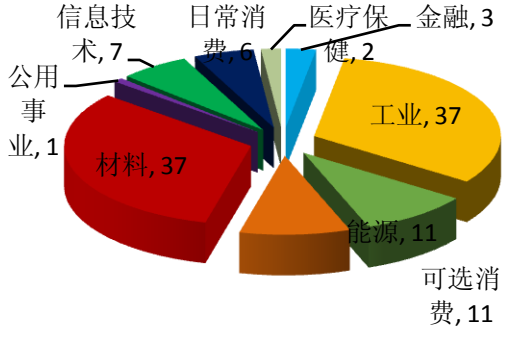
资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 75　主体评级下调债券主体所属行业（2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 76　主体评级下调债券主体所属行业（2013）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

从主体评级下调债券主体所在地区看，山西省、内蒙古自治区、黑龙江省等省份最为值得注意。这些地区本身债券发行规模并不大，2014 年发行占比分别为 0.83%、0.96%和 0.90%，但是评级下调债券主体占比却均达到 4.67%。

表 19　主体评级下调债券主体所在地区（2012—2014）

地区	2014	2013	2012
北京	8	6	7
江西省	3	3	3
辽宁省	6	4	1
四川省	6	6	0
山东省	6	6	2
上海	1	5	5
江苏省	10	10	6
山西省	5	2	0
安徽省	2	4	3
海南省	0	1	1
云南省	4	4	1
河北省	3	7	3
湖南省	2	5	1
甘肃省	3	0	0
广东省	5	8	2
新疆维吾尔自治区	2	4	3
浙江省	4	10	4
青海省	2	0	1
陕西省	0	1	1
河南省	7	4	4
广西壮族自治区	3	5	0
重庆	1	2	2
湖北省	3	2	1
贵州省	2	3	1
内蒙古自治区	5	3	0
天津	3	1	1
福建省	4	3	1
黑龙江省	5	4	0
吉林省	1	1	1
宁夏回族自治区	1	1	0
西藏自治区	0	0	0
合计	107	115	55

资料来源：Wind，华宝证券研究所

从主体评级下调债券主体企业性质看，以地方国有企业和民营企业为主。2014 年相较 2013 年，央企数目和占比均降低，地方国有企业数目和占比小幅上升，而民营企业的数目和占比上升最为显著。这体现出，民营企业所发行债券的信用风险集中度提高。

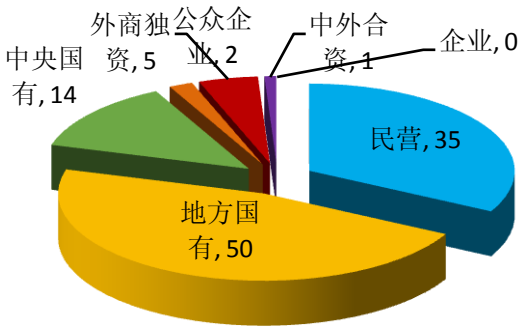
表 20　主体评级下调债券主体企业性质（2012—2014）

时间	民营企业	地方国有企业	中央国有企业	公众企业	外商独资企业	外资企业	中外合资企业	其他企业	合计
2014	8	30	7	16	33	4	3	4	2

2013	3	37	11	11	37	1	7	6	2
2012	2	19	4	2	18	0	6	3	1

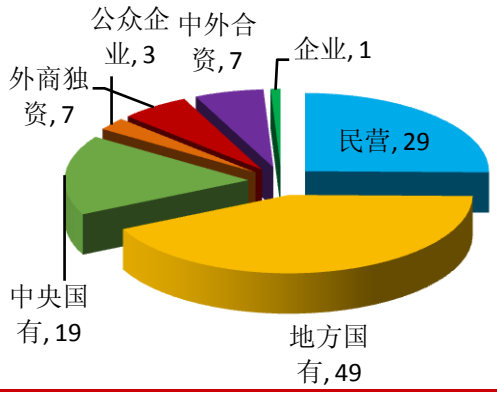
资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 77　评级下调债券主体企业性质（2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 78　评级下调债券主体企业性质（2013）



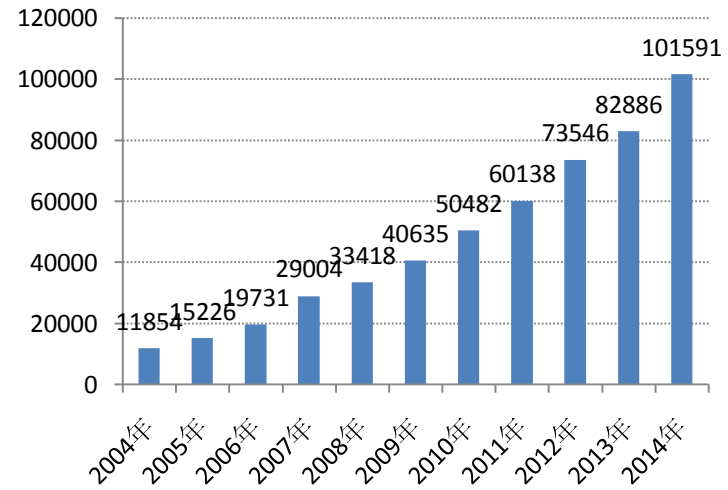
资料来源：Wind，华宝证券研究所

(二) 2014 年保险资产管理行业报告

1.2014 年保险资金运用整体情况回顾

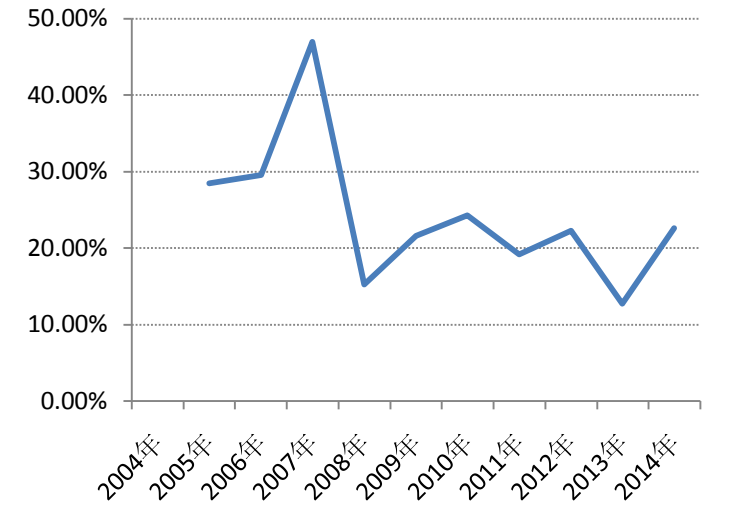
经过近十年的发展，随着保险资产总额增速的稳步回升，2014 年底保险行业资产总额已达 10.16 万亿元，相比年初增长 22.57%。目前，保险资金运用已自成体系，投资渠道逐步放开走向多元化。与银行、证券、信托等其他金融部门相比，保险业可以提供期限更长、供应更加稳定、资金成本较为合理的巨额资本，已成为国内最重要的机构投资者之一。

图 79 2004-2014 年保险总资产（亿元）



资料来源：保监会，华宝证券研究所

图 80 2004-2014 年保险总资产增速情况（%）



资料来源：保监会，华宝证券研究所

1.1.投资范围持续放宽，保险资产配置更趋多元化

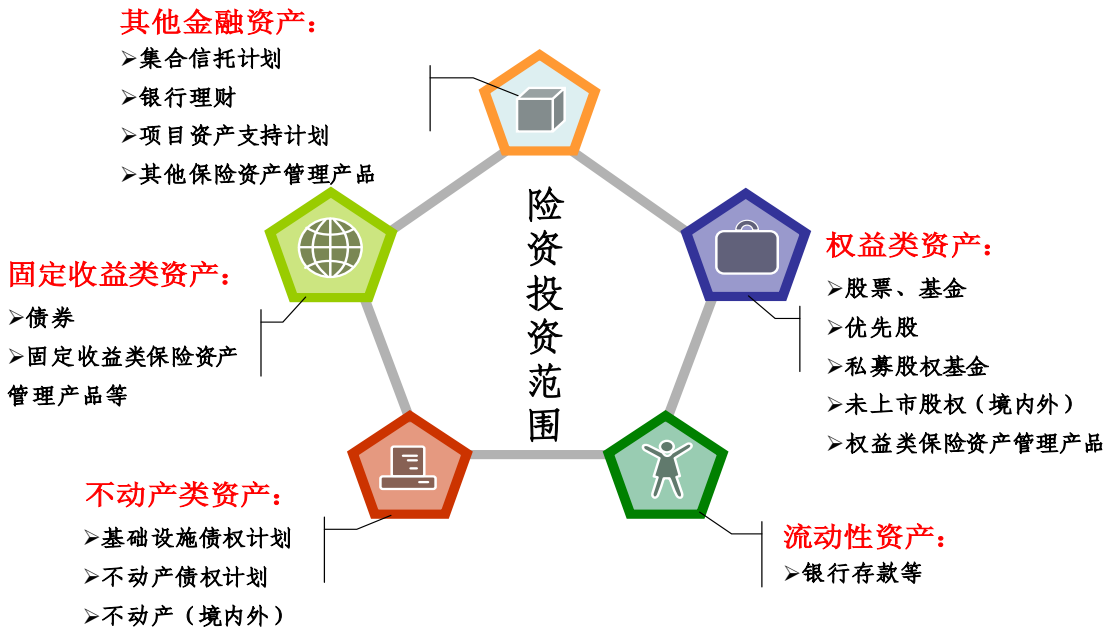
2014 年 2 月，根据保监会发布的《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》，保险资金可投资的金融资产分为流动性资产、固定收益类资产、权益类资产、不动产类资产和其他金融资产等五大类资产。其中，投资权益类资产的账面余额，合计不高于本公司上季末总资产的 30%；投资不动产类资产的账面余额，不高于上季末总资产的 30%；投资其他金融资产不高于上季末总资产的 25%；境外投资余额不高于 15%。保险资金运用监管体系的重构，更加关注投资品的真实属性，有利于后续资产配置结构的监管和优化。

2014 年，在五大类投资资产的基础上，监管层继续发布了近 10 条投资松绑的新政细则，新增优先股、创业板股票、蓝筹股、创投基金等险资投资领域，进一步放宽险资的投资渠道，给保险机构更多的投资自主权，促使保险资金资产配置策略组合越来越丰富，形式也更加多样化，有效转变保险机构的盈利模式，进一步提升保险资金投资收益率。

保险投资范围的持续放宽，使得开展全面的资产配置成为可能。保险投资新政为保险资金开展资产配置提供了更多的基础投资工具，从传统公开市场投资拓展到基础设施、股权、不动产、集合信托计划、金融衍生品等另类投资以及境外投资，使保险公司开展真正意义上的多元化资产配置成为可能。特别是债权投资计划、不动产投资计划、创新类金融产品、投资性房地产的投资快速增长。到 2014 年底，另类投资占比到达 23.67%，增长非常迅猛。

目前保险机构的海淘之旅也走的异常火热，不断加大全球的资产配置比重，分散投资风险。根据保监会主席陈文辉在“第五届财新峰会把握海外投资的战略机会”论坛上讲话，截至 2014 年 11 月底，中国保险业海外投资总额达到 159.9 亿美元(折合人民币约 1000 亿元)，占保险业总资产的 1.26%，提升空间巨大。其中，主要通过出口信用保险、投资境外企业股权、设立境外机构、投资不动产等方式，服务于国家的境外投资战略。2014 年，最引人注目的当属安邦保险集团 3 项大手笔海淘战略：2014 年 10 月 6 日，安邦宣布以 19.5 亿美元(约合人民币 120 亿元)收购纽约地标华尔道夫酒店，扩大安邦保险在全球的影响力；同年 10 月 13 日安邦又宣布收购比利时 FIDEA 保险公司，这是中国保险企业首次 100%股权收购欧洲保险公司；2 个月后安邦又以 2.19 亿欧元(约合 16.96 亿元人民币 ）全资收购比利时德尔塔·劳埃德银行，加大全球资产配置比重。

图 81　险资投资范围持续放开



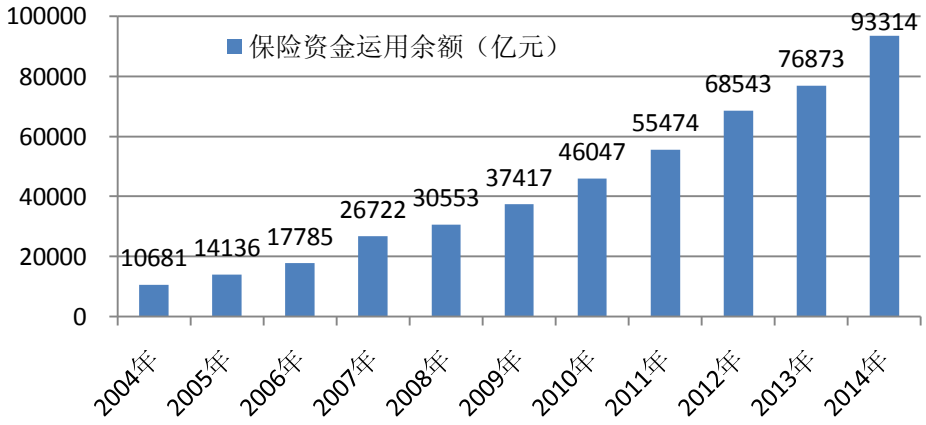
资料来源：华宝证券研究所

1.2.险资投资结构持续调整，另类投资占比不断攀升

2014 年底保险资金运用余额为 93314.43 亿元，较年初增长 21.39%。根据保监会主席项俊波出席中国保险资产管理业协会成立大会时的讲话：“按照《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》确定的目标，2020 年全国保费收入将达到 5.1 万亿元。2014 年到 2020 年，7 年间保险资金可运用规模预计将超过 20 万亿元”，保险资金可运用规模的不断快速增长，可投资渠道的不断放开，将为整个行业的发展带来机遇和挑战。

同时，在利率市场化的大环境下，随着传统险预定利率的放开，保险业负债端利率已经开始逐渐走向市场化，而投资收益率下行的压力，使保险机构的资产负债管理难度不断增加。自保险投资新政密集出台以来，险资投资运作空间的大幅增加，目前保险机构通过在资产端适度拉长投资资产久期以及提升高收益率资产配比，拓展多元化投资，激活市场活力，使保险业投资收益率得到有效提升。2014 年保险资金实现投资收益 5358.8 亿元，同比增长 46.5%，投资收益率达到 6.3%，综合收益率 9.2%，同比提高了 1.3 和 5.1 个百分点，均创 5 年最好水平。

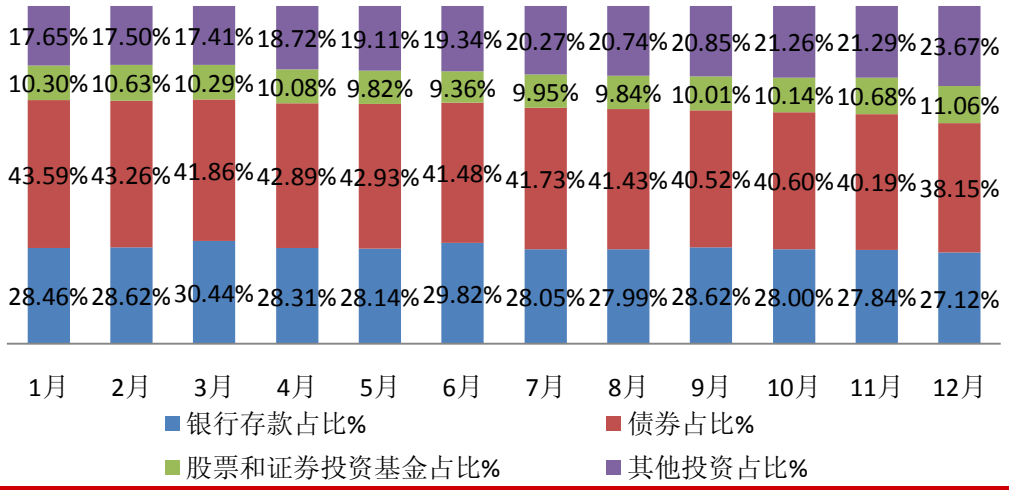
图 82　2004-2014 年保险资金运用余额（亿元）



资料来源：保监会，华宝证券研究所

随着新投资渠道的开闸，险资的投资持续调整，以非标资产为代表的其他投资在保险投资资产中的占比显著提升，自 7 月开始，占比已稳定在 20%以上。其中，2014 年 1-12 月保险资金运用余额中银行存款 25310.73 亿元，占比 27.12%；债券 35599.71 亿元，占比 38.15%；股票和证券投资基金 10325.58 亿元，占比 11.06%；其他投资 22078.41 亿元，占比 23.67%。而 13 年 4 月底保监会初次公布该项细分数据时，其他投资规模仅为 7851.71 亿元，占保险资金运用余额的比例为 11.25%。约一年半的时间，保险另类投资规模增长 1.42 万亿元，占比增加 12.42 个百分点。随着险资参与非标市场程度的逐渐深入，保险行业投资收益率的水平将逐步增加。

图 83　以非标资产为代表的其他投资占比显著提升



资料来源：华宝证券研究所

从保险资金运用比例看，2014 年 1-12 月，银行存款占比相比 13 年逐渐下滑，目前占比维持 27%-28%区间内；而 2014 年下半年受资本市场回暖影响，险资适度增加权益投资比例，投资占比目前已经增加到 11%以上；同时，债券凭借其稳定投资收益率较低的风险，成为险资大类资产配置的主要配置标的，投资比例维持在 40%左右，险资预计将继续注重债券投资，寻求具有更高收益率，且相对安全的高等级信用产品。

1.3.行业监管模式转变，市场化进程加快

2014 年，监管层以简政放权为切入点，积极推进保险资产管理市场化改革，转变保险资管行业监管模式，拓宽投资渠道，简化投资比例，支持业务创新。通过转变监管模式，推行保险资产管理产品注册制，扩大了保险资产的配置空间，激发了市场活力，提高了投资效益。尽管与其他资管行业比，保险资管行业的市场化程度和市场竞争力差距依然存在，但随着保险业监管新政的政策效力逐步释放，保险资管市场化转型的步伐正在加快，监管方式也更加适应市场的发展。目前，保险资管的产品化进程正在不断加快，通过发行多期限、多类别、多品种的保险资产管理产品，更好地满足资产负债匹配需要，改变保险资金投资的被动局面，提高保险业的竞争力。截至 2014 年 10 月底，保险资产管理机构发行的各类资产管理产品累计规模超过 1.1 万亿，占保险机构总资产的比重约 11%。

“放开前端，管住后端”是保险监管改革的总体思路，也是 2014 年以来保监会加快转变资金运用的监管方式。即把监管工作重点由开放渠道转变为风险监管，切实把防风险放在监管工作更为突出位置的法宝。“放开前端”就是要减少行政审批等事前监管方式，把风险责任和投资权交给市场主体。“管住后端”就是指事后的偿付能力监管，运用资本手段，实现对资金运用的约束。

而 2014 年 9 月，保险资产管理协会的成立是保险资产管理监管方式转变的重要体制创新，为保险资管市场化转型奠定了基础。根据设定，协会承担的主要职责之一为推

动市场化改革，承担保险资产管理产品的发行注册工作，建立保险资产管理信息交流渠道，探索保险资产管理产品实现流动性的有效路径，推动、引领、规范市场创新。

2.2014 年保险资产管理行业相关政策回顾

2.1.2014 年政策红利持续释放

2014 年在上一年的基础上，继续推出各项保险新政，不断释放各种政策红利。新政主要集中在保险资金投资运用和保险行业监管等方面，为整个保险行业的健康有序发展提供政策保障，目前政策的积极作用正不断显现出来。

其中，保监会在已有的十余项保险投资新政的基础上，进一步丰富和细化保险资金投资运用内容，在创业板股票、蓝筹股、优先股、创投基金等保险资金投资领域进一步放开限制，提高保险资金运用市场化程度。同时，在保险业监管方面，建设“偿二代”体系，并审议通过了主干技术标准共 17 项监管规则，提高保险业的资本使用效率，防范风险；并进一步整合比例监管政策，重新整合定义大类资产，取消一些不适应市场发展要求的比例限制，按照投资品种风险属性不同，纳入到大类资产配置比例中，不再单独设置具体比例，大幅增加保险公司的投资灵活性；积极鼓励创新投资方式，鼓励保险公司通过投资企业股权、债权、基金、资产支持计划等多种形式，为科技型企业、小微企业、战略性新兴产业等发展提供资金支持，积极培育另类投资市场。

表 21　2014 年保险资金运用各项新政策

时间	新政名称	说明
2014 年 1 月	关于保险资金投资创业板上市公司股票等有关问题的通知	允许保险资金投资创业板上市公司股票
2014 年 1 月	经国务院同意，保监会将启动历史存量保单投资蓝筹股政策	允许符合条件的部分持有历史存量保单的保险公司申请试点。一是设定独立账户封闭运行；二是根据自身资产负债匹配情况确定蓝筹股投资比例；三是对蓝筹股试行逆周期资产认可标准；四是明确蓝筹股标准
2014 年 2 月	中国保监会关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知	根据资产风险收益特征，将保险资金各种运用形式整合为流动性资产、固定收益类资产、权益类资产、不动产类资产和其他金融资产等五个大类资产
2014 年 5 月	关于保险资金投资集合资金信托计划有关事项的通知	加强保险机构投资集合资金信托计划业务管理，规范投资行为，防范资金运用风险
2014 年 8 月	《国务院关于加快发展现代保险服务业的若干意见》（国发[2014]29 号，简称新“国十条”）	明确了保险业未来发展的总体要求、重点任务和政策措施，提出到 2020 年，基本建成保障全面、功能完善、安全稳健、诚信规范，具有较强服务能力、创新能力和国际竞争力，与我国经济社会发展需求相适应的现代保险服务业，努力由保险大国向保险强国转变。同时提出了 9 方面 29 条政策措施。
2014 年 10 月	中国保监会关于保险资金投资优先股有关事项的通知	允许保险资金可以直接投资优先股，并规范投资细则

2014 年 10 月	中国保监会关于试行《保险资产风险五级分类指引》的通知	评估保险机构资产质量，应以风险为基础，将资产分为正常、关注、次级、可疑和损失五类，后三类合称为不良资产。
2014 年 10 月	保险公司所属非保险子公司管理暂行办法	对保险公司所属非保险子公司的风险进行全面监测，切实防范风险传递，保护保险消费者利益，促进保险业健康发展。
2014 年 12 月	中国保监会办公厅关于保险资金运用属地监管试点工作有关事项的通知	中国保监会已授权北京、上海、江苏、湖北、广东、深圳保监局代行部分保险资金运用监管职权
2014 年 12 月	关于保险资金投资创业投资基金有关事项的通知	允许保险资金投资创业投资基金行为，支持创业企业和小微企业健康发展，防范投资风险
2014 年 12 月	中国保监会关于印发《保险集团并表监管指引》的通知	以控制为基础，兼顾风险相关性，确定并表监管范围。同时明确了包括集团结构、公司治理、风险管理、内部交易、偿付能力、资产负债管理、流动性风险等七个方面的并表监管内容。
2015 年 1 月	保监会审议通过《偿二代主干技术标准共 17 项监管规则》	中国第二代偿付能力监管制度体系（简称偿二代）主干技术标准共 17 项监管规则经保监会主席办公会审议通过，将于近期正式发布，保险行业自 2015 年起进入偿二代的实施准备期。

资料来源：华宝证券研究所

2.2. “偿二代”以风险为导向，充分提升行业风险管理能力

保监会于 2012 年 4 月开始启动中国第二代偿付能力监管制度体系（以下简称“偿二代”）的建设工作，计划用 3 到 5 年的时间建设一套既与国际接轨、又符合国情的中国第二代偿付能力监管制度体系。2015 年 1 月，“偿二代”的主干技术标准共 17 项监管规则经保监会主席办公会审议通过，将于近期正式发布，自 2015 年起保险业将正式进入偿二代的实施准备期。

表 22　偿二代体系建设进展情况

时间	政策措施	说明
2012 年 4 月	保监会发布《中国第二代偿付能力监管制度体系建设规划》	计划用 3 到 5 年的时间建设一套既与国际接轨、又符合国情的中国第二代偿付能力监管制度体系
2013 年 5 月	印发《中国第二代偿付能力监管制度体系整体框架》	明确了偿二代的总体目标，确立了“三支柱”框架体系，制定了偿二代建设的若干基本技术原则。
2014 年 4 月	《保险公司偿付能力监管规则》第 1 号－第 8 号意见及开展行业测试的	已陆续发布了全套 17 个监管规则的征求意见稿，并开展了多轮行业测试，预计到 2014 年年底，‘偿二代’全套的标准体系将基本建成。
2014 年 7 月	保险公司偿付能力监管规则第 X 号：偿付能力风险管理要求与评估（征求意见稿第二稿）	
2014 年 7 月	保险公司偿付能力监管规则第×号：分类监管（风险综合评级）（征求意	

	见稿第二稿）
2014 年 10 月	保险公司偿付能力监管规则第×号：流动性风险（征求意见稿第二稿）
2014 年 10 月	《保险公司偿付能力监管规则第×号：偿付能力风险管理要求与评估（征求意见稿第三稿）》意见和开展第二轮自评测试
2014 年 10 月	保险公司偿付能力监管规则第×号：保险集团（征求意见稿）》
2014 年 11 月	保险公司偿付能力监管规则第×号：偿付能力信息公开披露（征求意见稿）》等 3 个监管规则
2014 年 11 月	保险公司偿付能力监管规则第×号：偿付能力报告（征求意见稿）》
2014 年 11 月	保险公司偿付能力监管规则第×号：偿付能力报告（征求意见稿）》

资料来源：保监会，华宝证券研究所

与“偿一代”相比，“偿二代”从过去以规模为导向升级到以风险为导向的模式，充分体现了保监会“放开前端、管住后端”的监管思路。“偿二代”可有效识别保险业各类风险，通过或量化或定性等方式，总结出一套可浮动评价并能引导自我风险管理的机制，让保险公司为了降低资本要求而不断去增强其风险管理水平，提升整个行业的风险管理能力。

“偿二代”整体框架由制度特征、监管要素和监管基础三大部分构成。其中，制度特征包括统一监管、新兴市场、风险导向兼顾价值三大特征；监管要素包括定量资本要求、定性监管要求、市场约束机制三个支柱；监管基础是指公司内部偿付能力管理。这三大部分密切联系、相互配合，构成一个有机统一的完整体系。

其中，监管要素中的第一支柱是通过定量监管手段，防范能够量化的偿付能力相关风险，包括市场风险、信用风险和保险风险等；第二支柱是通过定性监管手段，防范难以量化的偿付能力风险，包括操作风险、战略风险、声誉风险和流动性风险等；第三支柱是通过信息披露等手段，发挥市场约束力量，可以强化第一支柱和第二支柱的效果，并且更加全面地防范保险公司的各类偿付能力风险。三个支柱相互配合，相互补充，成为完整的风险识别、分类和防范的体系。

“偿二代”将有效提高保险业的资本使用效率。新制度下，对于风险高的业务和资产，将提出较高的资本要求；对于风险低的业务和资产，其资本要求相应较低。保险公司可以通过掌握不同业务和投资组合的资本占用情况，科学评估自身各类经营、投资行为的风险与收益，将资本配置放到产出高、效益好的业务和投资上去，有效提高资本的使用效率。通过行业最新的几轮测试情况来看，“偿二代”减少了“偿一代”由于资本管理过于粗放带来的资本冗余。经过保监会测试，财险行业静态看如果适用“偿二代”这个标准，大概可释放 500 亿的资本溢额，寿险行业可以释放 5000 亿的资本溢额，有效提高行业资本的使用效率。

同时，“偿二代”将有效识别公司的风险差异，区别公司优劣，推进建立公平的市场竞争环境。现行监管标准按照保费规模、赔款或准备金的一定比例确定资本要求，没有区别好公司和差公司。只要规模相同，不论业务结构是否相同，承保质量是否相同，理赔水平是否相同，风险管理水平是否相同，资本要求都是一样的。也就是说，公司好坏都一样，存在“劣币驱逐良币”的问题。

“偿二代”将建立保险公司风险管理的激励约束机制和优劣公司识别、差异化监管机制。首先，新制度以风险为导向，对不同的业务、产品、资产配置，根据其风险大小确定资本要求。其次，新制度引入三支柱模型，在现有制度关注量化资本要求的基础上，更加注重定量监管与定性监管的有机结合。监管部门将在定量资本要求的基础上，对保险公司的风险管理提出监管要求，对保险公司的风险管理能力定期进行评估，对保险公司的风险进行全面评价。最后，新制度将保险公司的风险管理能力与其资本要求直接挂钩，对于风险管理能力强的公司，可以调减资本要求；对风险管理能力差的公司，提出追加资本要求。

从行业最新的几轮测试情况来看，“偿二代”体系下，全行业的整体充足率与“偿一代”基本一致，总体平稳。各家保险公司因为风险状况不同出现了分化，充足率有升有降，大约三分之一公司的充足率上升，三分之二公司的充足率下降，这说明“偿二代”比“偿一代”能更准确地识别公司风险的差异。

2.3.新“国十条”将开创保险新纪元

2014 年 8 月 13 日，国务院下发《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》（简称新“国十条”）这一纲领性文件，明确了现代保险服务业在经济社会发展全局中的定位，创新性地把保险业发展融入国家战略层面，规划了行业在新时期的发展目标和主要任务，提出了一系列重要战略举措。提出到 2020 年，基本建成保障全面、功能完善、安全稳健、诚信规范，具有较强服务能力、创新能力和国际竞争力，与我国经济社会发展需求相适应的现代保险服务业，努力由保险大国向保险强国转变，开创保险新纪元。

新“国十条”将推动保险业加快发展，已经从行业意愿上升到国家意志，提升了保险业的行业定位，同时拓宽了保险业的服务领域。新“国十条”提出要促进保险服务业与养老服务业融合发展、支持保险机构参与健康服务业产业链整合。明确要以商业保险为平台，建立财政支持下的巨灾保险制度。提出大力发展“三农”保险，创新支农惠农方式。要把与公众利益关系密切的环境污染、食品安全、医疗责任等领域作为责任保险发展重点。

同时，新“国十条”将充分发挥保险资金长期投资的独特优势。在保证安全性、收益性前提下，创新保险资金运用方式，提高保险资金配置效率。鼓励保险资金利用债权投资计划、股权投资计划等方式，支持重大基础设施、棚户区改造、城镇化建设等民生工程和国家重大工程。鼓励保险公司通过投资企业股权、债权、基金、资产支持计划等多种形式，在合理管控风险的前提下，为科技型企业、小微企业、战略性新兴产业等发展提供资金支持。研究制定保险资金投资创业投资基金相关政策。

不仅如此，“新国十条”还提出进一步发挥保险公司的机构投资者作用，为股票市场和债券市场长期稳定发展提供有力支持。鼓励设立不动产、基础设施、养老等专业保险资产管理机构，允许专业保险资产管理机构设立夹层基金、并购基金、不动产基金等

私募基金。稳步推进保险公司设立基金管理公司试点，探索保险机构投资、发起资产证券化产品，探索发展债券信用保险，积极培育另类投资市场。

2.4.养老保障管理制度障碍清除，为保险业带来发展新机遇

2014 年 12 月 24 日，保监会起草了《养老保障管理业务管理办法（征求意见稿）》（以下简称《征求意见稿》），并向社会公开征求意见。在保险投资渠道放宽、投资收益率稳步回升这一新的市场变化下，《征求意见稿》对养老保障管理业务的投资范围、投资比例等问题进行及时修改和完善，并对养老保险公司的风控和偿付能力提出了更高要求，进一步完善养老保障体系的建设，为养老保障管理业务带来新的发展空间。这是对险资投资的进一步完善和规范，为整个保险行业的健康发展带来新机遇。

《征求意见稿》中明确提到投资非标资产时，需主动披露拟投资的非标资产的投资品种、基础资产等。这是对 2012 年险资投资非标新政的进一步衔接，紧跟资本市场的新变化，对险资投资的进一步完善和规范。同时，根据《征求意见稿》，养老保险公司不得通过养老保障管理产品开展通道业务，规避业务风险。

随着养老保险公司在非标资产投资领域的进一步放开，我们预计，在风险可控的情况下，基础设施债权投资计划这类投资期限久，投资收益率相对稳定，对担保和增信要求较高的金融产品将受养老保险资金的青睐，既可保障委托人资产的有效增值，又可促进保险资金与其他社会资源配置的有效结合。其他部分非标资产投资收益虽然较高，但伴随的投资风险也较大，与目前养老金投资的风险承受能力不太匹配，预计发展进程较慢。

同时，此次《征求意见稿》对个人养老保障业务相关事项进一步明确，要求更加规范，监管更加严格。规定了封闭式投资组合受托管理的个人委托人初始出资额不得低于 3 万元人民币，而此前，监管部门对个人认购养老保障产品的初始金额没有具体限制。与动辄几十万元甚至几百万元起售的各类“高大上”的理财产品相比，个人养老保障业务门槛较低、能满足部分经济能力偏低而追求较高收益消费者的投资需求，业务拓展空间巨大。目前市场已有的部分个人养老保障产品投资门槛约 1000 元起，期限较短均为 1 年左右，市场风险较大。根据新规，门槛上调到 3 万起，既可控制产品规模，又可适当规避流动性风险，有效的保护个人委托人权益，将会促使越来越多的个人委托人选择此类产品，增加养老保障管理业务的市场份额，提升业务的发展空间。

3.保险资产管理公司整体情况梳理

2003 年国内第一家保险资产管理公司中国人保资产管理公司成立，2006 年随着太平资产管理公司的批准筹建，“9+1”的保险资产管理格局正式形成，2010 年 12 月，生命人寿获中国保监会批准筹建保险资产管理公司，此后，安邦资产管理公司和光大永明资产管理公司筹建申请也相继获批，保监会开始对中小保险公司设立资产管理公司放闸。

截止至 2014 年底，已经获批的的保险资产管理公司（不包括香港）有 21 家，可以开展保险资金委托的有 18 家，2014 年新增 3 家资产管理公司获批。目前已经获批在香港设立资产管理公司的有 10 家，其中，中国人寿、中国平安、中国太保、中国太平、泰康保险、新华保险、生命人寿、华泰保险、安邦保险、中国人保等均已在香港设立资

产管理公司。在目前资本项下人民币尚未完全开放的情况下，在香港设立子公司，为险资投资配置的全球化，实现安全性前提下的最大盈利打下基础。

此外，从 2013 年开始，保险资管公司组建方式出现了变化，不再以母公司为单一股东，而是出现多元化股东模式。其中，中意资产管理是首家真正意义上的中外合资资产管理公司；中英益利资产管理公司的股东结构更加多样化，包括两家寿险公司、一家信托公司、以及一家阳光私募基金公司；2014 年批复设立的三家公司华夏久盈资产管理、英大保险资产管理和长城财富资产管理，均由多家股东发起设立。多元化的股东模式不仅有利于资管业务的开拓，并且各方在投资能力、人才储备等方面可以优势互补，互通有无。

表 23　目前已获批的保险险资产管理公司一览

保险资产管理公司	成立时间	股东情况	是否已经获得资金委托资格	注册资本	受托资产管理总规模	产品和服务内容
人保资产管理	2003 年	由中国人保集团发起设立	是	8 亿	超 6000 亿	公司业务涉及境内外固定收益投资、权益类投资、企业年金投资管理、基础设施投资、债权股权投资计划、私募股权投资、保险与投资研究咨询等，业务体系较为完善，创新业务业内领先。
人保资产管理(香港)	2014 年 4 月	由中国人保集团发起设立		5000 万元港币		
国寿资产管理	2003 年	由中国人寿保险（集团）和中国人寿保险股份有限公司共同出资设立	是	10 亿	超 10000 亿	业务涵盖固定收益类投资、权益类投资、项目投资及国际业务，是国内资本市场上最大的机构投资者之一、货币市场的重要参与者。
国寿资产管理（香港）	2005 年					
平安资产管理	2005 年	有中国平安发起设立	是	5 亿	超 8000 亿	平安资产管理公司拥有骄人的投资业绩。截至 2009 年底，在债券投资领域，连续多年超越市场平均收益，连续 10 余年被中国人民银行授予“银行间债券市场优秀交易成员及优秀结算成员”的称号。在股票与基金投资领域，凭着稳健的投资风格和卓越的前瞻性，平安资产管理公司取得了持续优异的投资回报，是中国证券市场上最有影响力的机构投资者之一。
平安资产管理（香港）	2006 年	有中国平安发起设立	是		超 270 亿港币	平安资产香港持有香港证监会（SFC）颁发的第 4 类、第 5 类和第 9 类牌照，获准管理资产、提供证券及期货的投资咨询服务。
太平洋资产	2006	由中国太保发	是	5 亿		管理运用自有资金及保险资金、委托资金

管理	年	起设立				管理业务、与资金管理业务相关的咨询业务、国家法律法规允许的其他资产管理业务
太平洋资产管理（香港）	2009年	太保与太平洋资产各持股49%和51%		5000万元港币		
中再资产管理	2005年	由中再集团和瑞士再保资产管理共同发起设立	是	2亿	超 130亿	公司拥有沪深两个证券交易所的交易席位，可直接从事股票、基金和债券交易；作为全国银行间债券市场的乙类成员，可直接从事银行间市场债券交易；拥有中国外汇交易中心的业务资格，可直接从事外汇拆借与买卖业务。 业务范围：管理运用自有资金及保险资金；受托资金管理业务；与资金管理业务相关的咨询业务以及国家法律、法规允许的其他资产管理业务。
新华资产管理	2006年	由新华保险集团发起设立	是	1亿		
新华资产管理（香港）	2013年	新华资产持股60%		5000万元港币		
泰康资产管理	2002年	由泰康人寿发起设立	是	10亿	超6000亿	公司首批获得第三方资产管理业务资格、人民币利率互换业务试点资格，首批受聘成为中债收益率曲线与债券估值特聘成员，首批获得业内无担保债券投资资格，获准发行业内唯一一只投资二级股票市场的保险投资产品，是保险业内第一批基础设施项目投资试点单位，也是最早参与并联合发起保险资金入股京沪高铁项目的资产管理公司之一，首批通过保监会债权投资计划创新能力备案。
泰康资产管理（香港）	2007年	由泰康资产管理发起设立	是	3亿港币	超50亿港币	香港公司获香港证监会批准从事第九类牌照（资产管理）和第四类牌照（就证券提供意见）相关业务
华泰资产管理	2005年	由华泰保险发起设立	是	1亿		经营范围包括管理运用自有资金及保险资金、受托资金管理业务、与资金管理业务相关的咨询业务以及国家法律法规允许的其他资产管理业务
华泰资产管理（香港）	2007年	由华泰资产管理发起设立		1500万港币		
太平资产管理	2006年	中国太平保险集团发起设立	是	1亿	超1500亿	太平资产在人寿保险，财产保险，养老保险，健康保险和再保险资产管理，投资型保险和非投资型保险帐户，年金业务投资

						管理等方面
生命资产管理	2010年	生命人寿和深圳市国利投资共同发起设立	是	1亿		
光大永明资产管理	2011年9月	光大永明人寿与中国光大（集团）总公司共同发起筹建	是	1亿		公司业务范围:受托管理委托人委托的人民币、外币资金；管理运用自有人民币、外币资金；开展保险资产管理产品业务;中国保监会批准的其他业务;国务院其他部门批准的业务。
合众资产管理	2011年11月	合众人寿与中发实业共同发起筹建，中发实业系合众人寿股东	是	1亿		
安邦资产管理	2011年4月	安邦财产和安邦人寿共同筹建	是	3亿		安邦资产管理公司可以受托管理委托人委托的人民币、外币资金;管理运用自有人民币、外币资金;开展保险资产管理产品业务;中国保监会批准的其他业务;国务院其他部门批准的业务。
安邦资产管理（香港）	2011年11月	安邦财险独家出资，设立于香港	是	2亿港币		
民生通惠资产管理	2012年10月	由民生人寿独家出资	是	1亿	700亿	公司业务范围:受托管理委托人委托的人民币、外币资金；管理运用自有人民币、外币资金；开展保险资产管理产品业务;中国保监会批准的其他业务;国务院其他部门批准的业务。
阳光资产管理	2012年11月	由阳光保险集团、阳光财产、阳光人寿、标准（北京）保险经纪有限公司共同发起筹建	是	1亿		公司业务范围:受托管理委托人委托的人民币、外币资金；管理运用自有人民币、外币资金；开展保险资产管理产品业务;中国保监会批准的其他业务;国务院其他部门批准的业务。
生命资产管理（香港）	2012年10月	由生命资产管理发起设立	是	1亿港币	生命资产管理（香港）	
中英益利资产管理	2013年4月	中英人寿、信泰人寿、华润深国投、上海凯石投资管理有限公司共同发起筹建	是	1亿		受托管理委托人委托的人民币、外币资金；管理运用自有人民币、外币资金；开展保险资产管理产品业务
中意资产管	2013	中意人寿出资	是	2亿	达740	受托管理委托人委托的人民币、外币资

理	年5月	比例为80%;中意财产出资比例为10%;昆仑信托出资比例为10%			亿	金;管理运用自有人民币、外币资金;开展保险资产管理产品业务等
华安财保资产管理	2013年8月	由华安财产保险发起设立	是	2亿		受托管理委托人委托的人民币、外币资金;管理运用自有人民币、外币资金;开展保险资产管理产品业务等
华夏久盈资产管理	2014年6月	由华夏人寿保险、北京世纪力宏计算机软件科技有限公司共同发起筹建	否	1亿		受托管理委托人委托的人民币、外币资金;管理运用自有人民币、外币资金;开展保险资产管理产品业务等
英大保险资产管理	2014年9月	由英大泰和人寿保险、英大泰和财产保险、国网英大国际控股集团共同出资筹建	否	2亿		受托管理委托人委托的人民币、外币资金;管理运用自有人民币、外币资金;开展保险资产管理产品业务等
长城财富资产管理	2014年9月	由长城人寿保险、北京金融街投资(集团)有限公司、工布江达长润投资管理有限公司、中建二局第三建筑工程有限公司共同发起筹建	否	1亿		受托管理委托人委托的人民币、外币资金;管理运用自有人民币、外币资金;开展保险资产管理产品业务等

资料来源:华宝证券研究所

4.保险资产管理业务分类分析

根据我们对于几家大型保险资产管理公司业务种类的整理,目前保险资产管理公司主要从事两大业务板块:投行板块、资产管理业务板块。涉及的业务主要有8大方面:分别是投连险管理服务、保险资产管理计划、企业年金服务、公募业务、私募股权基金、基础设施不动产债权计划、增值平台服务以及第三方保险资产管理服务。在这几大业务中,投连险和基础设施不动产债券计划起步较早,增值平台服务主要是保险资金以协议存款的形式将资金存放到商业银行入表,属近几年逐步开展的服务。

图 84　目前保险资产管理公司主要业务一览



资料来源：华宝证券研究所

4.1.投行业务板块

4.1.1.基础设施及不动产投资计划

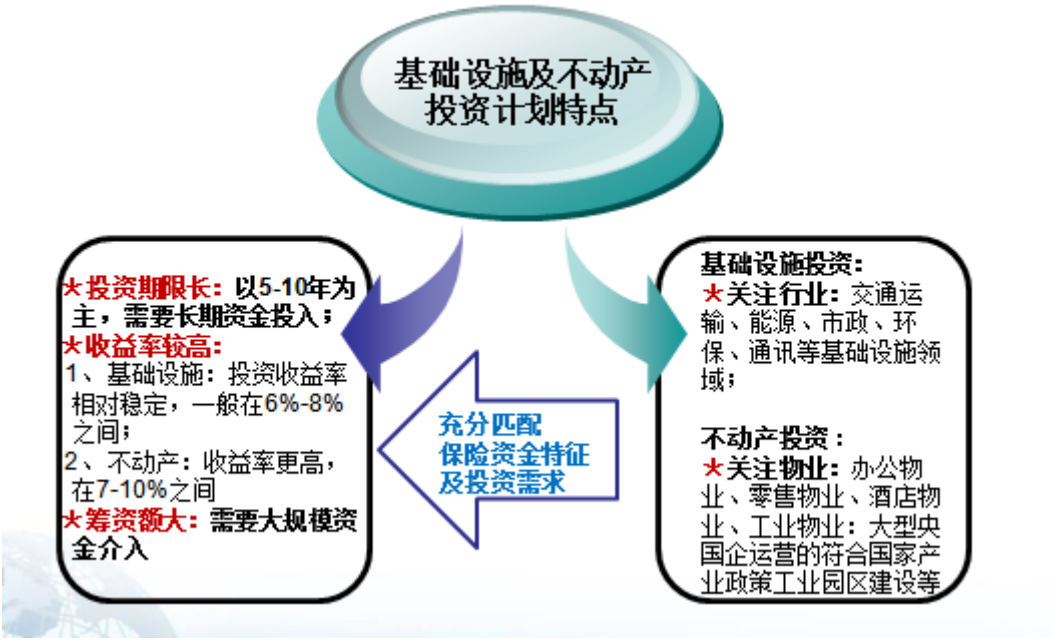
（1）业务介绍

保险投资的债权计划主要指保险资产管理公司等专业管理机构作为受托人，向委托人发行受益凭证募集资金，并以债权投资方式投资基础设施项目，并按照合同约定支付定期收益并兑付本金的金融产品。保险资金投资的不动产，是指土地、建筑物及其它附着于土地上的定着物。保险资产管理公司通过发起设立基础设施及不动产投资计划产品参与基础设施领域及不动产领域的投资，支持国家重大项目的建设和社会经济的可持续发展。

（2）基础设施债权计划充分匹配险资需求

基础设施债权项目具有投资期限长、收益率较高、筹资额大等特点，符合保险资金的特性，且多由保险机构自主发行，是保险行业投行化牌照下的新型业务载体，近年来其作为非标资产的代表，受到保险资金配置比例持续提升。目前，债权投资计划期限以5-10 年为主，投资收益率相对稳定，一般在 6%-8%之间（目前平均收益率约 6.5%左右），比较适合长久期的保险资产配置，但对担保和增信也有较高的要求。大型保险机构一般多要求项目资产的评级达到 AAA 级，且有大型金融机构或大型央企国企、政府机关提供担保，以此保证到期能够收回债权资金，项目的供给存在制约性。

图 85 基础设施及不动产投资计划特点



资料来源：华宝证券研究所

从目前已发行的保险资金基础设施债权投资计划的利率来看，定价由投资方和融资方共同商定，主要是以 5 年期以上人民币贷款利率作为基准利率，并有固定和浮动两种利率类型。**目前已发行的基础设施债权投资计划的年化收益率为 6.5%左右，且项目资产评级多为 AAA 级别，风险较低，已经成为保险机构资产配置的热门选择。不动产债权投资计划的年化收益率则高出 0.5-1 个百分点左右，部分投资商业地产的项目资产的年化收益率甚至超过 8%，风险略高，保险机构在对待这类项目资产的选择上则较为谨慎。**

（3）债权投资计划规模处于高位，增速放缓

自保险新政出台后，保险资金在配置债权投资计划等方面有了迅猛发展，仅 2013 年一年间就新增注册债权投资计划达 90 项，注册规模 2877.6 亿元，注册数量和规模相当于过去 7 年的总和，并且 2013 年新增注册的保险债权投资计划平均投资期限 7.21 年，平均年收益率 6.59%。期限结构和投资收益都进一步取得优化。

而 2014 年 1 季度，7 家保险资产管理机构共注册 25 项债权计划，合计注册规模 496.99 亿元，较年初增加 8.54%，增速放缓。其中基础设施债权投资计划 13 项，注册规模 304.99 亿元，占比 61.37%；不动产债权投资计划 12 项，注册规模 192 亿元，占 38.63%。

截止 2014 年 1 季度，保险债权投资计划的累计注册规模达 6316 亿元，相比 2012 年底的 2941 亿元，规模增长了 1 倍多。随着保监会对保险资金运用风险监管的加强，放缓了债权计划的审批，而且对地方融资平台项目严格备案，虽然债权投资计划的规模仍旧处于高位，但增速放缓。并且部分保险机构的前端保费成本已达 7%，而 6.5%左右收益率的债权计划已无法覆盖，吸引力仍不足，导致了部分债权计划发行失败。

2013 年注册的 2877.6 亿元债权计划，足额募集 48 项，未足额募集 22 项，正在募集 17 项，发行失败 3 项，设立成功率 77.78%；债权投资计划实际募集资金规模 1495.45 亿元，资金募集率 51.97%。

（4）超七成债权计划投向地方政府融资平台项目

随着保险资金对城镇化建设支持的逐渐深入，多地区的地方政府明确发布吸引险资支持地方建设项目的规划，吸引险资投资层级下降，进入二三线城市，目前约超七成债权计划投向地方政府融资平台项目，风险逐渐提升。2014 年 1 季度新注册债权计划中，16 项投资计划的偿债主体为地方政府融资平台，注册规模 354.59 亿元，占季度注册规模的 71.35%，占比较年初上升 21.43 个百分点。其中，地市级以下融资平台项目有 5 项，注册规模 72 亿元，占比较年初上升 12.27 个百分点。

2014 年以来，至少已有 20 多个地方政府制定吸引保险资金投资基础设施建设的规划方案，如上海、广东、湖南、山西、江西、湖北、宁夏、辽宁等地。例如湖南省就是个中翘楚，2014 年 9 月，“湖南省 2014 年保险资金运用项目对接会”在长沙召开，会议现场签约 169 亿元，其中 135 亿元项目已获得银行保函。签约方包括泰康资管、太平洋资管、人保资本、中意资管等保险机构，标的涵盖高速公路、旧城改造项目、保障型住房等多个方面。

（5）典型项目评价

保险资金一般可以采取债权、股权、物权及其他可行方式投资基础设施及不动产项目。但目前主要是以债权投资为主。主要是因为债权期限、收益都比较固定的，风险可控，而股权投资则有可能前期没有收益，对项目的要求比较高，风险也略高。

2014 年以来，另类投资模式不断创新，明股实债等股债结合模式脱颖而出。这种在房地产基金投资中较为常见的投资模式开始被广泛复制到了险资投资中来。这种模式的实质是债权，主要是为了满足融资主体维持较低负债水平的需求，股权部分到期会由大股东进行回购。

下面以 2 个典型案例为例：

广州（新华）城市发展产业投资基金

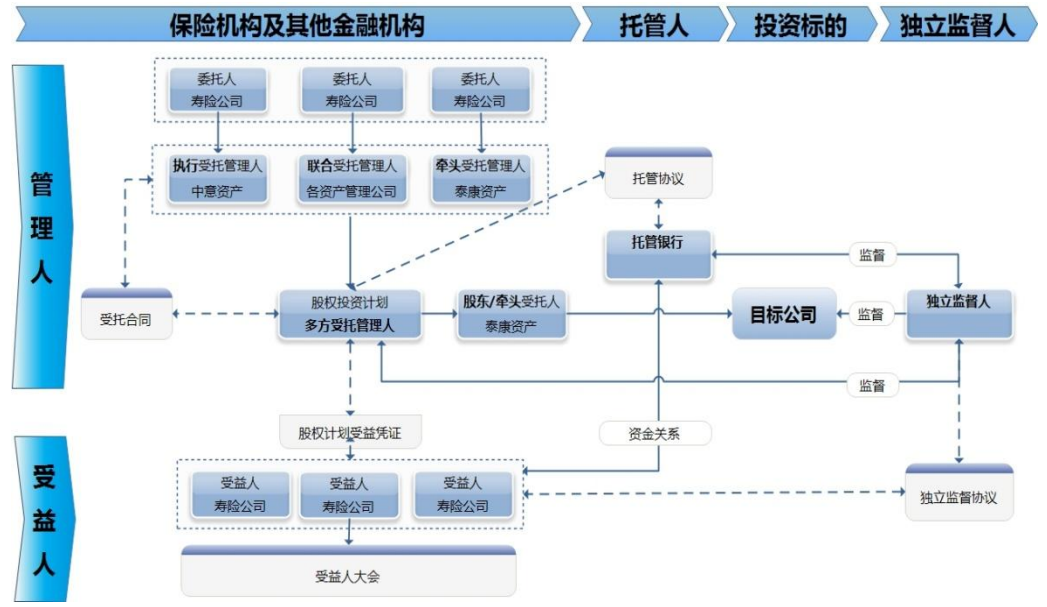
2014 年 12 月新华保险与广州市政府共同成立“广州（新华）城市发展产业投资基金”，基金规模 200 亿元，将用于广州市基础设施和城市发展建设项目。该基金将坚持政府主导、市场化运作的原则，创新城市投资方式，充分发挥大额长期保险资金的独特优势，立足广州市，投向城市更新、城市产业、城市生活、城市动力等四个板块：包括南沙新区建设、棚户区改造、传统交易市场转型升级在内的城市更新板块；面向主导型、创新型产业孵化器、产业园区在内的城市产业板块；面向安居工程、医疗卫生工程、垃圾处理工程在内的城市生活板块；面向新能源、物流、供水供电在内的城市动力板块。该基金的成立，是国内大型保险集团与广州市政府开展战略合作的一项重大成果，也是保险资金支持广州经济建设的又一重大举措。

中石油西一、二线西部管道项目股权投资计划为例：

2013 年 6 月，中石油引入社会资本，与合资方共同成立中石油管道联合有限公司，合资方出资规模达 600 亿元。其中，中石油以西一线、二线西段的 5 条天然气管线、5

条原油管线、5 条成品油管线等优质资产出资，占比 50%；中石油西一、二线西部管道项目股权投资计划（泰康、国寿、新华、太保、太平、中意、人保、阳光、合众等 9 家保险机构参与该计划）出资 360 亿元，占比 30%；国联基金出资 240 亿元，占股 20%，合资期限 20 年。西一、二线西部管道合资项目是中石油继 A 股回归后的单笔金额最大的融资项目，也是中石油首次开启与保险行业的大规模股权合作项目。

图 86　中石油股权投资计划交易结构



资料来源：华宝证券研究所

该项目实现了介于股权和债权的类优先股融资安排，满足了中石油股权融资出表的要求，也满足了保险投资者对于融资保障的要求。在股权计划层面，设计了六家受托管理人，且对管理人进行了不同的角色安排，其中，中意资产担任执行受托管理人负责股权计划的实际管理和运营；泰康资产担任牵头受托管理人代表股权计划出任合资公司的名义股东，另外四家机构担任联合受托管理人，这样有效调动了各保险机构参与此次融资计划的积极性，也满足了中石油短期内快速募集大量资金的需求。

（6）目前成立的部分债权投资计划一览

表 24　2014 年以来成立的部分债权计划一览

发起人	名称	规模(亿元)	计划内容
人保资本	人保—华能龙开口水电项目债权投资计划	4	合作对象为华能集团旗下华能龙开口水电有限公司，资金投向为国家重点项目金沙江中游龙开口水电站建设
	人保—贵阳地铁债权投资计划	24	偿债主体为贵阳市城市轨道交通有限公司，交通银行提供担保，资金投向贵阳市轨道交通 1 号线
	人保—广西干线公路项目债权投资计划	30	偿债主体为广西壮族自治区交通运输厅，担保人为交通银行，投资项目为广西壮族自治区境内 17 条干线二级公路。

	人保－绍兴交投债权投资计划	25	偿债主体为绍兴市交通投资集团有限公司，中国民生银行提供担保，资金投向浙江嘉绍跨江大桥建设
	人保—宁波交投债权投资计划（二期）	8	偿债主体为宁波交通投资控股有限公司，资金投向为宁波穿山疏港高速公路。
	人保资本—中建交通债权投资计划	10	偿债主体为中建交通建设集团有限公司，由建筑业龙头央企中国建筑股份有限公司提供担保，资金投向郑州至登封快速通道改建工程。
	人保资本—钦州港航道债权投资计划	8	人保资本发起设立的第一单投资于港口航道的债权计划产品。偿债主体为广西自治区钦州市投资集团有限公司，兴业银行提供连带责任担保，投资项目为钦州港30万吨级进港航道工程。
	人保资本—衡阳酃湖新城保障房配套基础设施债权投资计划	15	人保资本发起设立的第一单保险资金投资棚户区改造的债权计划产品。偿债主体为衡阳市城市建设投资有限公司，由交通银行提供连带责任担保，资金投向衡阳酃湖新城保障房（含棚户区）配套基础设施建设
	人保资本-广东高速公路项目债权投资计划	150	拟募集的额度为人民币150亿元，期限12年，募集资金投向潮惠高速、广佛肇高速和揭博高速等七条高速公路。偿债主体为广东粤财投资控股有限公司，广东省交通集团有限公司作为担保人为本投资计划提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保
平安资管	平安-上海城建债权投资计划	15	投向常州市高架道路一期工程项目和常州市高架道路二期（青洋路高架）工程项目
	平安-江宁国资债权投资计划	10	投向为南京农副产品物流配送中心一期项目和南京农副产品物流配送中心二期启动区项目。
	平安-首创朝阳丽泽项目商业不动产债权投资计划	7.32	投向为首创朝阳房地产发展有限公司旗下的北京市丽泽金融商务区F-05地块项目，置换股东贷款、补充建设资金及运营流动资金等。
	平安-国华置业商业不动产债权投资计划	12	投向为用于北京国华置业有限公司旗下北京华贸中心3#写字楼项目置换股东借款和银行贷款、补充运营流动资金以及其他资金需求。
	平安-保利商业不动产债权投资计划	12.2	投向为用于上海保利建颖房地产有限公司旗下的上海市徐汇区滨江XH129B-02地块项目，置换股东贷款、补充建设资金及运营流动资金等。
泰康资管	泰康—湖南高速公路项目债权投资计划	50	合作对象为湖南省高速公路建设开发总公司
	泰康-中国铁建天津国际城商业不动产债权投资计划	12	
	泰康—大广高速湖北南段项目债权投资计划	15	投资于湖北阿深南高速公路发展有限公司，用于其开发的大广高速湖北南段项目，由广东省广晟资产经营有限公司提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。本投资计划期限13年，采用固定利率，投资人收益率为6.8%。

	泰康-中信银泰苍南综合体不动产债权投资计划	3.8	
新华资管	新华-横琴岛中国华融大厦 2 期不动产债权投资计划	3	投资资金用于华融（珠海）房地产有限责任公司旗下的横琴岛中国华融大厦项目的投资建设。
中再资产	中再－华能四川水电债权投资计划	2	
太保资管	太平洋资产-邵阳市城建投-交通银行邵阳市桃花片区旧城改造项目	20	
国寿资产	中国人寿-能投集团债权投资计划	15	中国人寿 15 亿元 7 年期保险资金落地能投集团。这是中国人寿在云南省内的第一单保险债权资管业务
中意资产	中意资产-邵阳市城建投保障性安居工程项目债权投资计划	20	

资料来源：公开资料整理，华宝证券研究所

4.1.2.项目资产支持计划

（1）业务介绍

项目资产支持计划是指保险资产管理公司作为管理人，向投资人发售标准化产品份额，募集资金，由托管机构担任资产托管人，投资于缺乏流动性但具有可预测现金流的资产或资产组合（基础资产），并以该基础资产产生的现金流作为还款支持的金融产品。它是协助企业获得融资并最大化提高资产流动性的一种结构性融资工具。

项目资产支持计划是保险新政出台后，由保险资管公司推出的金融创新产品之一。保监会寄望该业务不只是简单的债务融资工具，其中的基础资产不只是抵押物，而应当自身具备现金流，并由基础资产所产生的现金流作为还款支持。项目资产支持计划业务最有望成为保险资管公司资产证券化的业务平台，担任保险资管领域业务创新的主力军。

（2）业务发展情况

目前，民生通惠资产管理公司在项目资产支持计划产品的创新设立方面成绩喜人，位于同业前列。自保险新政出台后，民生通惠已发行 3 款项目资产支持计划，分别为民生通惠-阿里巴巴 1 号项目资产支持计划、民生通惠-阿里巴巴 2 号项目资产支持计划以及民生通惠-阿里金融 1 号项目资产支持计划。

3 款产品均是民生通惠与阿里巴巴旗下子公司合作开发的，与去年 4 月新华资产发起设立的业内第一单项目资产支持计划不同，此前设立的新华项目资产计划并非以基础资产现金流作为还款来源，而更像抵押贷款。而民生通惠资管公司设立项目资产支持计划还款来源主要为基础资产产生的偿债现金流，是信贷类资产证券化业务的典型代表，但该产品还不是严格意义上的资产证券化，原因在于其尚未能实现公开上市发行，我们预计随着政策和监管的不断放开，将真正实现保险资管平台向专业资管平台的转型。

表 25　目前民生通惠发行的项目资产支持计划情况

	投资规模	成立日期	资金投向	发起设立方
民生通惠-阿里巴巴 1	2.16 亿	2013/6/18	重庆市阿里巴巴小	民生通惠资产管

号项目资产支持计划	元		额贷款	理公司
民生通惠-阿里巴巴 2 号项目资产支持计划	10 亿元	第一期：2014/1/8，5 亿元；第二期：2014/4/16，5 亿元	重庆市阿里巴巴小额贷款	民生通惠资产管理公司
民生通惠-阿里金融 1 号项目资产支持计划	30 亿元	2014/12/17	蚂蚁金服旗下的蚂蚁微贷小额贷款	民生通惠资产管理公司

资料来源：华宝证券研究所

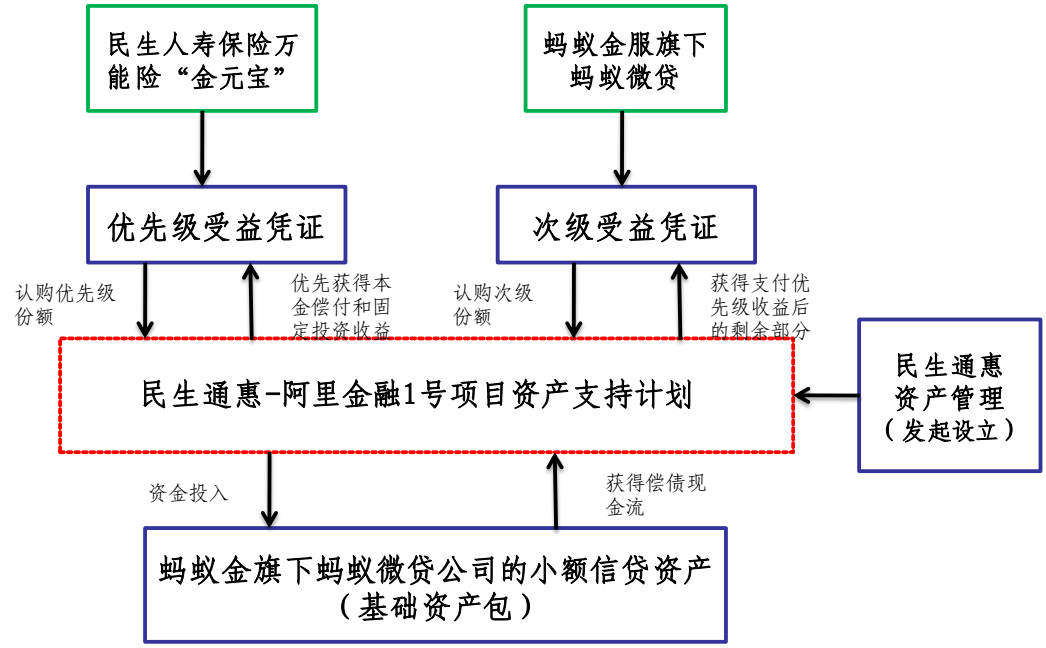
其中“民生通惠-阿里金融 1 号项目资产支持计划”是保险投资新政下发后，保险资管公司推出的最新的金融创新代表产品之一，同时也是自上述监管口径发布以来首批获准的支持计划，我们对该产品相关情况进行梳理。

阿里金融 1 号资产支持计划:

“民生通惠-阿里金融 1 号项目资产支持计划”是由保险系资产管理公司民生通惠资产管理公司发起设立，并于 2014 年 12 月 17 日正式成立的一款金融创新产品。该计划由民生通惠和蚂蚁金融服务集团旗下蚂蚁微贷合作推出，对接的唯一投资通道为民生人寿保险万能险“金元宝”。计划通过淘宝民生保险旗舰店、聚划算等平台进行发售，首年预期年化收益达到 6.2%。根据不同的风险、收益特征，民生通惠-阿里金融 1 号项目资产支持计划分为优先级和次级受益凭证。其中，民生保险万能险“金元宝”的产品将投资于本计划的优先级资产支持证券，蚂蚁金融旗下蚂蚁微贷持有全部次级份额。

这是继中国保险监督管理委员会保险新政颁布后，市场上推出的首批项目资产支持计划之一。既是集社会之力满足小微企业融资需求，服务实体经济的一次有益探索，也借此探索了保险资产管理公司新的业务模式，为行业未来第三方业务的发展开启良好的开端。

图 87 “民生通惠-阿里金融 1 号项目资产支持计划”交易结构



资料来源：华宝证券研究所

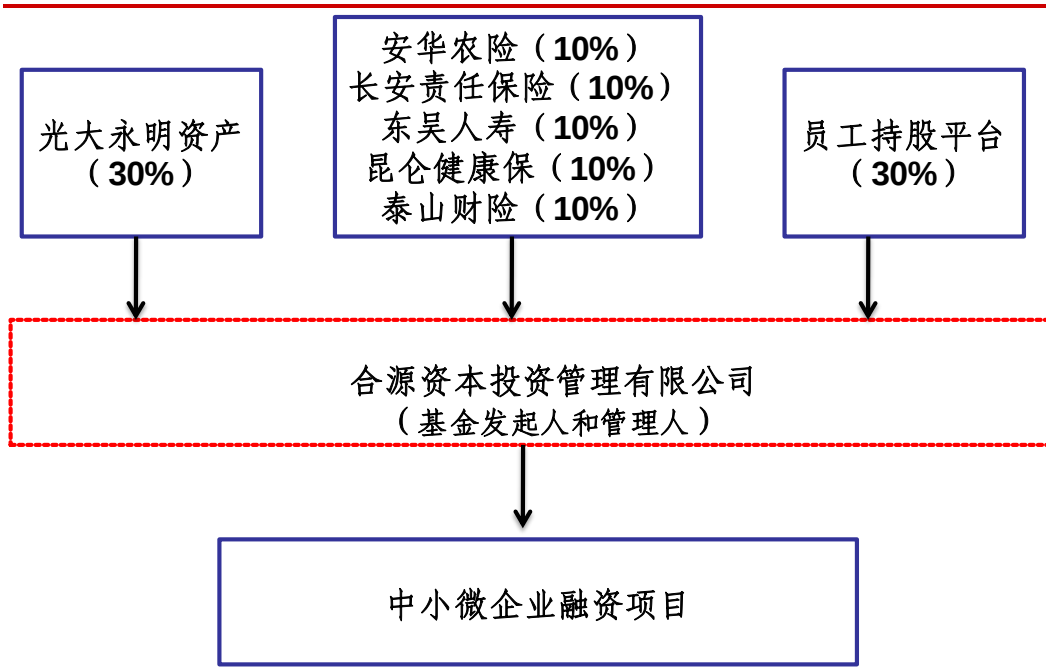
（3）私募股权基金

2014 年 8 月 13 日，《国务院关于加快发展现代保险服务业的若干意见》（新“国十条”）正式发布，鼓励设立不动产、基础设施、养老等专业保险资产管理机构，允许专业保险资产管理机构设立夹层基金、并购基金、不动产基金等私募基金。这是继放开保险资管机构开展公募基金业务后，险资进入私募基金业务领域的实质性进展（此前险资可投资私募股权基金，但并不可以直接设立私募基金），是对险资资金运用的进一步松绑。通过对私募股权基金业务的试点，不仅有助于险资获得优于传统资产类别的投资收益，也能够缓解保险机构资产负债久期错配的问题，险资在资产配置上自由度将更高。

2015 年 1 月，首家保险系私募股权基金获准设立：保监会批准光大永明资产管理公司联合安华农业保险公司、长安责任保险公司、东吴人寿保险公司、昆仑健康保险公司和泰山财产保险公司 5 家保险公司共同发起设立中小企业私募股权投资基金，并成立合源资本投资管理有限公司为基金发起人和管理人，注册资本为 1 亿元人民币，将专项支持中小微企业发展。该基金将主要投向小贷公司、农商行等向中小微企业融资的金融机构，以及“新三板”相关企业股权，兼顾其他中小微企业股权；重点选择消费服务升级、医疗健康服务、文化传媒、金融升级服务、互联网等战略新兴产业，为企业提供资本支持和增值服务；投资后通过上市、并购等方式进行退出。

不同于以往只是投资私募股权基金，险企在此次私募股权基金中还将扮演发起人与管理人“角色”。此次批准成立的私募基金都是由较小规模的险企合伙成立，资金的投向也主要是中小微企业，成为险资在私募基金领域的另一种新常态。

图 88　首家保险系私募股权基金股权结构



资料来源：华宝证券研究所

4.2.资产管理板块

4.2.1.保险资产管理产品

（1）业务介绍及发展情况

保险资产管理产品，无疑是保险机构推出的主动管理型资产管理产品，类公募基金业务，是保险资产管理机构发挥主动资产管理业务的重要突破，也是其迈入大资管平台的重要里程碑。

2013 年 2 月保监会发布《关于保险资产管理公司开展资产管理产品业务试点有关问题的通知》，允许保险资产管理公司发行“一对一”定向产品和“一对多”集合产品，意味着保险资产管理公司发行资产管理产品业务的重新开闸。

2014 年以来，随着“泛资管”时代的来临，试点的再度启动，保险资产管理公司开始密集发行资管产品，产品结构更加多元化，资管产品线日趋完善。目前，太保资管和泰康资管密切关注市场变化，已研发多款创新资管产品，走在了同业前列。

其中，太保资管更是保险资产管理业务领域里面的佼佼者，截止 2014 年 9 月底，太保资管已累计发行了 36 个资产管理产品，在管理规模稳步上升的同时，产品业绩也继续保持优异，受到市场认可。2014 年以来，在固定收益类产品中，作为现金管理工具的稳健一号、主投信用债的卓越一号产品和以打新股为突出特色的卓越二号产品均表现突出。此外，2014 年新成立的稳赢季度开放产品、债基增强产品、沪深 300 指数型产品、量化精选产品、行业轮动产品、成长精选产品、研究精选产品、中证 500 指数型产品和股息价值产品也陆续完善了公司的产品线，都是太保在创新资管产品领域的新尝

试。其中，债基增强产品明确将债券基金纳入产品投资范围，在业内均属首次；而 2013 年底成立的“优选 50”则是以投资权益类基金为主，属于 FOF 产品，也是保险资管行业对于 FOF 的有益尝试。

表 26　目前部分保险资产管理公司现有保险资产管理产品一览

投资产品名称	投资产品类型	投资管理人	成立日期
中国人保资产安心收益投资产品	债券型	人保资产	2007.11
中国人保资产安心增值产品	债券型	人保资产	2013.5
华泰国开沪通投资产品	债券型	华泰资产	2006.12
华泰增值投资产品	货币型	华泰资产	2007.2
华泰资产增利投资产品	债券型	华泰资产	2007.3
太平洋卓越财富优选 50 基金型产品	基金型	太平洋资产	2013.11
太平洋卓越财富一号（信用债投资型）产品	债券型	太平洋资产	2013.8
太平洋卓越财富债基增强型产品	债券型	太平洋资产	2014.6
太平洋卓越财富股息价值股票型产品	股票型	太平洋资产	2014.6
太平洋资产卓越财富量化精选股票型产品	股票型	太平洋资产	2014.9
太平洋卓越财富沪深 300 指数型产品	指数型	太平洋资产	2014.8
太平洋资产成长精选股票型产品	股票型	太平洋资产	2014.9
太平洋资产行业轮动股票型产品	股票型	太平洋资产	2014.9
太平洋卓越财富中证 500（指数型）产品	指数型	太平洋资产	2014.6
太平洋资产研究精选股票型产品	股票型	太平洋资产	2014.9
太平洋卓越稳赢季度开放债券型产品	债券型	太平洋资产	2014.6
太平洋稳健理财一号产品	债券型	太平洋资产	2013.8
泰康资产-积极配置投资产品	股票型	泰康资产	2013.3
开泰稳健增值投资产品	债券型	泰康资产	2007.11
泰康资产-信用增利投资产品	债券型	泰康资产	2013.3
泰康资产全球新股及流动性机会资产管理产品	混合型	泰康资产	2014.9
泰康资产优势精选资产管理产品	股票型	泰康资产	2014.1
泰康资产稳定 1 号产品		泰康资产	2014.4
泰康资产-稳盈存款投资产品	货币型	泰康资产	2013.7
泰康资产稳健系列资产管理产品		泰康资产	2014.7
光大永明聚宝 1 号集合资产管理产品	混合型	光大永明	2014.8

资料来源：财汇资讯，华宝证券研究所

表 27　现有部分保险资产管理产品收益一览（截至 2014 年 12 月 31 日）

截止日期	单位净值(元)	累计净值(元)	最近一周		最近 12 月		成立至今	
			回报(%)	排名	回报(%)	排名	回报(%)	排名
泰康资产-积极配置投资产品	1.3038	1.3038	8.83	3	42.71	1	28.69	13
中国人保资产安心增值产品	1.1805	1.1805	1.76	10	16.86	2	14.52	17
华泰资产增利投资产品	1.8598	1.8598	1.29	13	16.45	3	85.98	2
太平洋卓越财富优选 50 基金型	1.1467	1.1667	1.6	11	15.67	4	16.63	15

产品								
华泰增值投资产品	1.932	1.932	0.7	18	14.41	5	93.2	1
中国人保资产安心收益投资产品	1.5455	1.5455	0.66	19	12.83	6	54.55	5
开泰稳健增值投资产品	1.488	1.878	1.41	12	10.25	7	85.6	3
太平洋卓越财富一号（信用债投资型）产品	1.0736	1.1136	0.66	20	8.04	8	7.36	20
泰康资产-信用增利投资产品	1.0846	1.1246	0.51	21	7.57	9	8.34	19
太平洋卓越财富二号（平衡型）产品	1.0701	1.1151	0.84	16	6.57	10	6.57	21
华泰国开沪通投资产品	100.14	137.14	0.09	26	0	11	37.39	7
太平洋稳健理财一号产品	1.0404	1.3454	0.13	24	-0.32	12	31.55	10
太平洋卓越财富股息价值股票型产品	1.5636	1.5636	7.67	6			56.36	4
太平洋卓越财富沪深 300 指数型产品	1.4704	1.4704	8.91	2			47.04	6
太平洋卓越财富中证 500（指数型）产品	1.3481	1.3481	1.09	15			34.81	8
太平洋资产卓越财富量化精选股票型产品	1.3369	1.3369	7.75	5			33.69	9
泰康资产优势精选资产管理产品	1.3117	1.3117	10.26	1			30.12	12
太平洋资产研究精选股票型产品	1.3058	1.3058	8.53	4			30.58	11
太平洋资产行业轮动股票型产品	1.2033	1.2033	5.96	7			20.33	14
太平洋资产成长精选股票型产品	1.1464	1.1464	2.99	9			14.64	16
泰康资产全球新股及流动性机会资产管理产品 4 号	1.1114	1.1114	0.44	23			1.13	26
泰康资产全球新股及流动性机会资产管理产品 2 号	1.1107	1.1107	0.48	22			1.1	27
太平洋卓越财富债基增强型产品	1.0971	1.0971	0.82	17			9.71	18
太平洋卓越稳赢季度开放债券型产品	1.0615	1.0615	-0.02	29			6.15	22
光大永明资产聚宝 1 号集合资产管理产品	1.0415	1.0415	1.17	14			4.15	23
长江养老中国石油资产管理产品	1.038	1.0704	0.12	25			-0.75	30
泰康资产全球新股及流动性机会资产管理产品 5 号	1.0355	1.0355	3.63	8			3.63	24
泰康资产稳健 1 号资产管理产品	1.0082	1.0082	0	28			0.47	28
泰康资产稳定 1 号产品	1.0031	1.0581	-1.23	30			1.88	25
泰康资产稳定 5 号资产管理产品	1.0008	1.0051	0.01	27			0.06	29

资料来源：财汇资讯，华宝证券研究所

（2）典型项目评价

太平洋卓越财富债基增强型产品

太平洋资产管理公司发行的“太平洋卓越财富债基增强型产品”明确将债券基金纳入产品投资范围，在业内均属首次，具有代表意义，我们对该产品相关情况进行梳理。

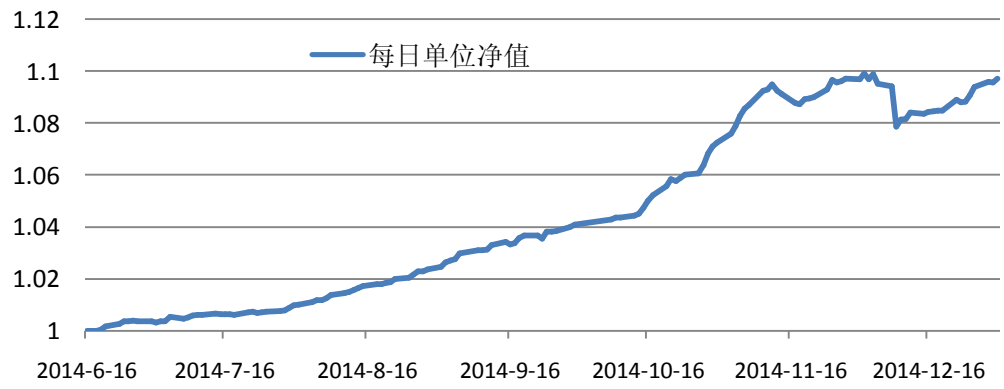
太保资管发行的“债基增强型”产品主要以信用债券、债券基金为主要投资标的。在分级基金的选取上以到期收益率确定、折价率保护充分、到期日临近的场内分级基金为主要投资标的；场外基金以特色突出、业绩良好、符合市场特征的品种为主。目前，产品业绩增长喜人，受到市场关注。

表 28　太平洋资产管理公司发行的“太平洋卓越财富债基增强型”简介

产品简介	具体内容
产品特征	为开放式债券基金加强型集合投资产品，以信用债券、债券基金为主，投资于各类固定收益工具
投资范围	国债、企业债、公司债、政府机构债券等固定收益品种、债券型基金、货币类基金、基础设施投资计划、不动产投资计划、项目资产支持计划等金融产品
投资比例	✓ 投资于债券的比例不低于产品资产净值的 80%; ✓ 本产品在全国银行间同业市场中的债券回购最长期限为 1 年，债券回购到期后不得展期；债券回购融入的资金余额不得超过产品资产净值的 100%，其中银行间市场债券回购融入的资金余额不超过产品资产净值的 40%; ✓ 投资于一年以内到期的政府债券、准政府债券、银行存款，以及货币基金和 7 天以内到期逆回购的金额，合计不低于产品资产挣值的 5%; ✓ 本产品投资单只金融产品，其市值不得超过产品资产总值的 10%，持有的金融产品合计不超过产品资产总值的 15% ✓ 投资于二级债基的比例不高于产品资产总值的 20%; ✓ 投资于封闭式债基的比例不高于产品资产总值的 20%

资料来源：华宝证券研究所

图 89　产品成立以来单位净值走势



资料来源：华宝证券研究所

4.2.2.企业年金业务

（1）业务介绍及发展情况

企业年金是指在政府强制实施的公共养老金或国家养老金之外，企业在国家政策的指导下，根据自身经济实力和经济状况建立的，为本企业职工提供一定程度退休收入保障的补充性养老金制度，是多支柱养老金体系之中的第二支柱。采取信托模式，受托人、投资管理人、账管人、托管人四个管理人分权制衡，各司其职，相互监督，确保企业年金基金的安全。

开展企业年金管理的机构，必须首先获得劳动和社会保障颁发的企业年金牌照。且根据参与身份的不同又有受托人牌照、账户管理人牌照、托管人牌照、投资管理人牌照等四种牌照。其中，受托人包括大型商业银行、信托公司和养老保险公司；托管人一般由大型银行担任；而投资管理人中基金公司占据主流，另外包括保险资管、养老保险公司、证券公司等金融机构。截止 2014 年 12 月，通过资格审批的年金受托人有 12 家，账户管理人有 18 家，账户托管人有 10 家，投资管理人 21 家。

在参与的保险机构中，中国平安养老、中国太保集团旗下的长江养老、中国人寿养老、泰康人寿拥有受托人、账户管理人、投资管理人 3 个牌照，基本保持了在企业年金领域的优势地位。集合了多个企业年金牌照的保险机构将更好的控制成本和提高效率，相较其他金融机构的竞争优势更加凸显。目前保险机构在企业年金业务的参与中基本占据半壁江山，预计随着企业年金市场的扩容，保险机构将获得更大的市场份额。

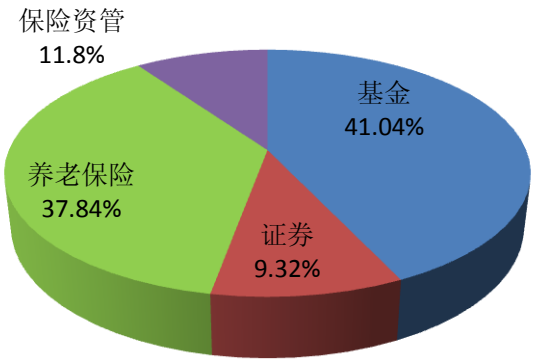
表 29　目前保险机构企业年金牌照分布情况

企业年金牌照	保险机构						
受托人	平安养老	太平养老	长江养老	中国人寿养老	泰康养老		
账户管理人	平安养老		长江养老	中国人寿养老	泰康养老	新华人寿	
投资管理人	平安养老	太平养老	长江养老	中国人寿养老	泰康资产管理	华泰资产管理	人保资产管理

资料来源：华宝证券研究所

投资管理人是企业年金管理中利润最大的一块业务，也是各家金融机构的必争之地。目前该业务的市场参与主体主要是保险机构，占比达 49.64%，接近五成。其中，养老保险公司管理企业年金占比 37.8%，保险资管公司占比 11.8%，提升空间巨大。而基金公司凭借其良好的资产投资管理能力是保险机构在该业务的最有力的竞争者。

图 90　2014 年三季度投资管理人管理的企业年金基金份额



资料来源：华宝证券研究所

根据人力资源和社会保障部公布《2014 年三季度全国企业年金基金业务数据摘要》显示，截止 2014 年 9 月，企业年金积累基金规模达 7092.39 亿元，相比上年底增长

17.53%，参与企业年金的企业多为垄断性质的中央和地方大型企业。投资管理机构实际投资运作金额为 6855.99 亿元，比上年底增长 18.54%。截至三季度，2014 年企业年金基金投资累计收益为 369.24 亿元，加权平均收益率为 6.01%。

其中，7 家保险企业年金投资管理人投资运作资金 3383 亿元，市场份额占比近 50%，相比去年同期 2790 亿元的管理规模，2014 年增幅约为 21.3%。从规模上看，7 家保险机构管理规模从大到小依次是平安养老、国寿养老、泰康资产、长江养老、太平养老、人保资产管理和华泰资产管理公司。在投资收益上，保险机构投资管理人部分投资组合均取得较高的投资收益率，多个投资组合的收益率超过 8%。

表 30　2014 年 1-9 月养老保险公司企业年金业务情况统计（单位：万元）

公司名称	企业年金缴费	受托管理资产	投资管理资产
太平养老	684,134.53	3,540,827.70	3,765,196.47
平安养老	1,416,580.39	8,460,249.98	9,461,421.93
国寿养老	1,717,653.00	12,190,274.95	8,325,128.69
长江养老	336,845.60	4,119,786.36	4,438,772.80
泰康养老	234,667.79	1,178,951.45	——
合计	4,389,881.32	29,490,090.45	25,990,519.89

资料来源：华宝证券研究所

表 31　2014 年 1-9 月保险资产管理公司企业年金业务情况统计

	2014 年 3 季度末资产规模（万元）	2014 年累计投资收益（万元）	投资收益率(固定)	投资收益率(含权益类)
人保资产管理	684,006.55	38,882.91	4.40%	6.64%
泰康资产管理	6,539,327.63	394,337.35	5.02-5.95%	7.18-8.74%
华泰资产管理	615,043.15	30,706.89	4.95%	6.90%
合计	7,838,377.33	463,927.15		

资料来源：华宝证券研究所

（2）政策红利频出，年金市场扩容加速

继 2013 年 3 月，人社部、证监会等四部门下发《关于扩大企业年金基金投资范围的通知》，新增商业银行理财产品、信托产品、基础设施债权投资计划、特定资产管理计划、股指期货等可投领域后，2014 年 10 月，人社部下发《关于企业年金基金进行股权和优先股投资试点的通知》，启动了企业年金基金股权和优先股的投资试点，进一步扩大企业年金基金的投资范围，改善投资效率，提高投资收益，同时也分享国企改革的发展红利。试点第一批选择了中石化销售板块重组和铁路发展基金，均为大型国企的优质项目，预期收益较好，对投资也有回购的承诺，能够保证企业年金的流动性，并完善企业年金基金投资政策，而且对于配合新一轮的国企改革、丰富融资渠道、助推资本市场发展等方面，也会起到积极的作用。

同时，自 2014 年 1 月 1 日起，被称为中国版“401K 计划”的我国养老体系税收新政——企业年金、职业年金个税递延纳税政策正式开始实施。规定在年金缴费环节，对单位为职工缴付的企业年金或职业年金缴费部分，在计入个人账户时，暂不缴纳个税；年金的个人缴费部分，在不超过本人缴费工资计税基数的 4%标准内，暂从个人当期的应纳税所得额中扣除，税收在退休领取年金时纳税。至此，享有个税递延的补充养老金

计划正式起航。随着税收递延政策的实施，企业发起企业年金的积极性将大幅增加，个人参缴的热情将大大增强，企业年金的规模有望迎来高速发展期，从而成为养老保险体系中的真正支柱。

而 2014 年底，养老金双轨制改革方案审议通过，养老金并轨改革终于有了全面实质性的进展。在养老金双轨制改革中，企业年金的制度设计至关重要，作为弥补公务员退休待遇落差的关键环节，某种程度上决定改革成败。养老金并轨改革将进一步推动企业年金业务发展，进一步扩大其业务范围，为年金市场带来新的发展空间和机遇。

（3）目前保险资管公司开展企业年金业务情况

根据我国年金业务开展的基本模式，保险资产管理公司担任的是账户的投资管理人身份，与基金公司、券商资管是竞争关系。

目前拿到企业年金投资管理人牌照的保险资产管理公司有三家，分别为华泰资产管理有限公司、泰康资产管理有限责任公司、中国人保资产管理股份有限公司；另有 4 家养老保险公司，分别为太平养老保险公司、平安养老保险公司、长江养老保险公司、中国人寿养老保险公司。从规模上看，7 家保险机构管理规模从大到小依次是平安养老、国寿养老、泰康资产、长江养老、太平养老、人保资产和华泰资产管理公司。平安养老获得 2014 年度金贝奖“最佳企业年金投资管理人”。

表 32　保险资产管理公司现有企业年金投资业务一览

保险系企业年金投资管理人	已开展的企业年金计划
华泰资产管理有限公司	✓ 2012 年，中国印钞造币总公司企业年金投资管理人资格 ✓ 2011 年，辽宁省电力有限公司企业年金投资管理人资格 ✓ 2011 年，中国航天科工集团公司企业年金投资管理人资格 ✓ 2011 年，中航工业成都飞机工业（集团）有限责任公司企业年金投资管理人资格 ✓ 2011 年，中标北京城建集团企业年金投资管理人资格
泰康资产管理有限责任公司	✓ 2013 年 6 月，中标中石化集团企业年金投资管理人资格 ✓ 2011 年，正式成为中石油企业年金投资管理人之一。 ✓ 2009 年 8 月，上海、广州、沈阳、西安、郑州、乌鲁木齐、济南、兰州、成都、太原、哈尔滨、青藏等 15 个铁路局企业年金项目的投资管理人。 ✓ 2008 年 6 月，签订《上海企业年金过渡计划企业年金基金投资管理合同》，该计划于 08 年 7 月正式投资运作，委托资金规模近 10 亿元。
中国人保资产管理股份有限公司	✓ 2013 年，中标中国国电集团、中国化工集团、中国兵器装备集团、大唐电信科技产业集团、、沈阳飞机工业集团、中铁咨询集团等年金投资管理人 ✓ 2012 年，中国国旅集团、中国电子信息产业集团年金投资管理人 ✓ 2012 年，中国交通建设集团企业年金投资管理人 ✓ 2010 年，中国航空集团公司企业年金投资管理人 ✓ 2010 年，中国出版集团企业年金投资管理人

	✓ 2010 年，国家开发银行企业年金投资管理人 ✓ 2010 年，兰州铁路局年金投资管理人 ✓ 2010 年，中国出版集团年金投资管理人

资料来源：华宝证券研究所

4.2.3.公募业务

2012 年 12 月 30 日，证监会公布《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定（征求意见稿）》，拟允许符合条件的证券公司、保险资产管理公司、私募证券基金管理机构三类机构直接开展公募基金管理业务。2013 年 6 月，证监会和保监会联合发布《保险机构投资设立基金管理公司试点办法》，这意味着保险机构向开展公募基金业务又往前迈进了一步。

2013 年 11 月 6 月，首家保险系基金公司——国寿安保基金正式挂牌正式成立，是由中国人寿资产管理有限公司联合澳大利亚安保资本发起设立，注册资本 5.88 亿元人民币。其中，其中，国寿资管出资 5 亿，股权占比 85.03%；安保资本出资 0.88 亿，占比 14.97%。这是在新《基金法》实施后首家由保险公司发起设立的基金公司。随着国寿安保基金的成立，保险资产管理公司正式踏入公募市场，公募基金的“保险”时代正式开启。

目前，国寿安保基金已经成立一年多，基本完成了货币、指数、债券等基金产品布局。截止 2014 年 12 月 31 日，国寿安保旗下共计 8 只基金，资产净值总计达 187.6 亿元。国寿安保基金目前主要在固定收益领域布局产品，主动管理型权益类基金产品尚未涉足，这也从侧面反映出保险系基金公司谨慎的一面。

表 33　国寿安保基金产品一览（2014 年 12 月 31 日）

基金类型	基金产品	资产净值(亿元)
货币型	国寿安保货币 A	4.87
	国寿安保货币 B	134.14
	国寿安保薪金宝货币	2.46
	国寿安保场内实时申赎货币 A	2.76
	国寿安保场内实时申赎货币 B	17.44
指数型	国寿安保沪深 300 指数	18.82
债券型	国寿安保尊享债基 A	6.46
	国寿安保尊享债基 C	0.68

资料来源：华宝证券研究所

2014 年 11 月，证监会受理了第二家保险系基金公司——泓德基金管理有限公司的设立申请。阳光财产保险股份有限公司拟持股 25%，阳光资产管理有限公司总经理王德晓拟持股 26%，若该方案获批，王德晓将成基金行业首位直接持股的自然人大股东。

借助保险公司的雄厚资源和丰富的资产管理经验，保险系基金公司具有天然优势，而公募基金业务的开展也为保险机构自身带来新的增长点。随着保险机构加入公募资产管理行业，未来将会出现更多保险系的公募基金公司，公募产品数量及规模将会得到快

速增长。保险资产管理机构将借助公募业务平台，充分发挥其主动资产管理业务的能动性，与券商、基金等金融机构竞享财富管理盛宴。

4.2.4.传统第三方保险资产管理业务

（1）业务介绍及整体发展情况

传统保险资管公司的第三方保险资产管理业务主要是打理集团内部资产、受托管理的中小险企的投资资产等。受托业务常见形式为：替中小险企买股、买基金，或发行产品、债权计划供中小险企认购，但后两者占比较低。

2012 年 7 月，中国保监会关于印发《保险资金委托投资管理暂行办法》的通知，允许将保险资金委托给保险资产管理公司、券商、券商资产管理公司、基金公司及其子公司等，并对上述符合条件的投资管理人的资质做了具体要求，委托资金投资范围暂时与原保险资金相同，保险资金的委托比例目前没有明确限制。《办法》允许基金公司和券商资管成为险资的管理人后，外部竞争机制将对保险资管形成压力，倒逼其管理机制不断改善，有助于其投资管理水平的提升。

随着新政出台，第三方保险资产管理业务的业务范畴从传统走向创新，即由原来的被动式受托管理专向主动的资产管理，包括开展公募资产管理业务、发行保险资产管理产品等。新主动管理的第三方保险资产管理业务将真正把保险资产管理公司推向大资管的平台。

（2）典型业务模式介绍

保险资管公司在开办传统第三方保险资产管理业务时，必须针对不同委托人或同一委托人不同性质和来源的资金设立独立专户投资账户，独立运作，单独核算。

我们以人保资管的传统第三方保险资产管理模式进行介绍：

- 专户账户管理模式介绍：

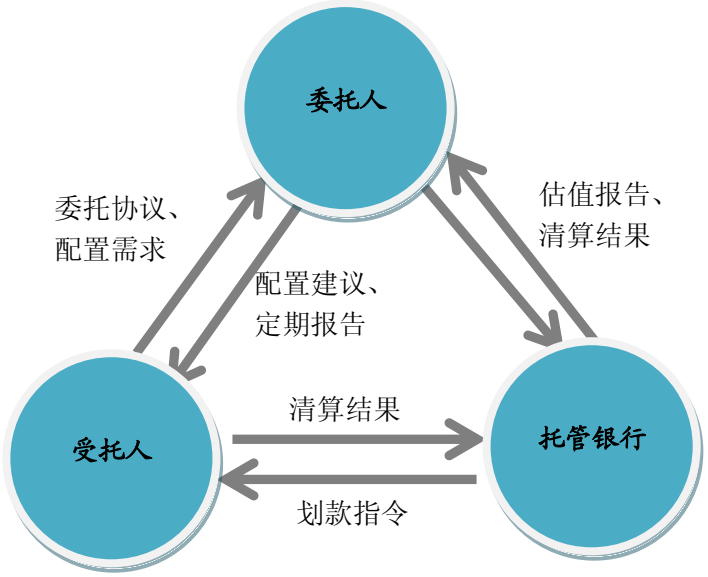
1）全程的客户服务和委托受托关系管理

人保资产管理公司设置了组合管理部进行委托受托关系管理，协调组织公司内各业务部门提供战略资产配置建议、组合管理、战术资产配置、投资业务管理、集中交易和独立会计核算等全程服务。

2）三方管理模式

每个投资账户实行委托方、受托方和托管方三方管理模式。

图 91　人保资产管理三方管理模式



资料来源：华宝证券研究所

- 专户账户投资管理结构介绍：

每个专户账户在人保资产管理公司的组合管理部都有独立账户经理管理，根据账户的可投资大类资产类别（包括权益类、固定收益类和银行外汇类等），在相应投资业务部门设权益类投资经理、固定收益类投资经理或银行外汇类投资经理，分工合作，各司其职，完成账户的资产配置和投资运作。同时，在风险控制部门和财务部门，设专门人员对投资账户进行风险控制和会计核算。

5.2015 年保险资产管理行业展望

5.1.多样化资产配置将带来投资收益率显著提升

近两年来，保监会大幅度的放开保险资金投资领域及其投资比例的限制，投资监管方式也由过去的审批制调整为注册制，险资的大类资产配置更趋多元化。目前，保险资金正逐步拓宽基础设施投资计划涉及的行业范围，且股权、不动产投资政策和境外投资政策也在进一步完善。

同时，保监会允许保险资金投资创业板、优先股；鼓励保险公司发挥专业化投资及风险管控的优势，投资符合条件的小微企业专项债券及相关金融产品；鼓励保险资产管理机构探索设立夹层基金、并购基金、不动产基金等私募基金，支持小微企业、科技型企业等新兴产业、新兴业态发展；支持保险资金投资创业投资基金。力求真正发挥保险资金特有的长期投资优势，促进保险市场与货币市场、资本市场协调发展，支持新型城镇化、重大基础设施和民生工程建设，缓解社会融资紧张。

随着投资新政对保险资金投资渠道和范围进行了前所未有的放开，各种高中低风险和收益的投资工具应有尽有，险资大类资产配置更趋多样化，将带来投资收益率的显著提升。和前三年相比，保险投资已然走出了低谷。2011 年，保险投资年化收益率仅为

3.57%；2012 年，整体投资收益率也只有 3.39%；2013 年由于投资新政初步实施，投资收益率出现新高，达到了 5.04%。而 2014 年保险资金投资收益率达到 6.3%，综合收益率 9.2%，比上年分别提高了 1.3 和 5.1 个百分点，均创 5 年最好水平。

5.2.市场化委托机制的引入加快保险资管市场化进程

保险资管目前面临着激烈竞争的外部市场环境和更高投资收益率的内部需求，需要其在资管产品、投资方式等方面不断创新，不断改善其资产管理机制及专业管理能力，来面对竞争压力。

目前，引入体系外专业机构投资者管理保险资金正成为保险公司的主流选择。中国平安、中国太保等均有所行动。其中，中国人寿 2014 年已实质性地推进了境内外的市场化委托投资，境内首批选定了 15 家专业投资管理机构分别管理 19 个组合、总额度 200 亿元人民币，8 月份进入实质性的运营。同时在全球的外币投资市场化委托方面，中国人寿的选聘已经完成。

对于保险机构而言，市场化委托机制的引入将意味着更为市场化的投资管理体系的建立，倒逼保险资产管理公司有效提升其投资管理水平，加速产品化进程，加快保险资管市场化转型步伐。在即将到来的新的一年里，保险资管行业要加快业务创新，创新产品，创新服务，完善专业化管理体制，提升管理能力和服务能力，探索保险投资管理产品化、投资者机构多元化等新模式和新途径，提升行业竞争力。

5.3.2015 年风险监管依旧贯穿全年

2015 年，“放开前端，管住后端”的保险监管改革思路将会一直延续下去，工作重心将放在细节的实施上。即把监管工作重点由开放渠道转变为风险监管，切实把防风险放在监管工作更为突出位置的法宝。“放开前端”就是要减少行政审批等事前监管方式，把风险责任和投资权交给市场主体。“管住后端”就是指事后的偿付能力监管，运用资本手段，实现对资金运用的约束。

保监会还将加快推进新的监管政策制度建立，包括对股权投资、不动产投资、境外投资等明确监管要求。并做好资产证券化、项目资产支持计划、股权投资计划等前瞻性政策储备。

同时，2015 年“偿二代”体系将进入实施准备期，将推动保险机构提升内部风险管理水平和自控力，更加理性地参与市场化竞争；将有效识别市场化改革中出现的各类风险，防范和抑制市场主体非理性竞争和盲目投资的行为；将在守住风险底线的前提下，为保险行业在产品、价格、投资、服务等方面打开新的发展空间。

（三）2014 年信托市场年度报告

1.2014 年信托行业发展情况回顾

2014 年是信托公司监管和发展转型并重的一年。截至 2014 年，信托资产规模已达 13.98 万亿，同比增长 28%。截至 14 年三季度末，信托资产规模已达 12.95 万亿，同比增长 27.8%。2014 年，中诚信托“诚至金开 1 号”30 亿信托计划延期兑付引燃全行业对于信托业风险的担忧，而在经济下行压力下，特别是地产行业风险加剧作用下，这种担忧逐渐演变成事实，信托业风险事件频频爆出。14 年，国务院加强地方政府债务管理，祭出《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（43 号文），要求剥离融资平台公司政府融资职能，2015 年 12 月 31 日之后只能通过省级政府发行地方政府债券方式举借政府债务。这即意味着信托业赖以生存的两大传统主业“房地产信托”和“政信合作类信托”业务遭遇滑铁卢，信托公司急需谋求新出路。**因此，2014 年信托业的整体基调演变为“控风险，谋转型”。**

1.1.史上最强监管出台，信托基金保障制度问世

2013 年年末，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于加强影子银行监管有关事项的通知》（国办发［2013］107 号）要求加强影子银行的监管。作为回应国办 107 号文的第一份行业监管文件，为信托业未来监管定调的《中国银监会办公厅关于信托公司风险监管的指导意见》（银监办发［2014］99 号文）率先出炉。99 号文的出台，引起业内震动，从此拉来了史上最严监管的序幕。

99 号文从处置风险项目、加强潜在风险防控、建立风险防控长效机制等角度提出了具体监管方向。99 号文后，银监会又发布了《信托公司监管评级与分类监管指引》（下称《指引》），要求对信托公司监管评级，并根据评级结果开展业务。指引后信托公司将更加注重业务风险把控、公司内部治理及资本实力的提高。12 月，《信托业保障基金管理办法》（下称《办法》）出台，要求设立中国信托业保障基金有限责任公司，作为保障基金管理人，依法负责保障基金的筹集、管理和使用，而信托公司按一定的比例认购信托保障基金。信托保障基金成立后，也意味着信托业的“存款保险”制度正式启动。

表 34　2014 信托业主要监管政策

时间	监管文件名称	监管具体内容
2014-4-8	《关于信托公司风险监管的指导意见》（银监办发[2014]99 号）	要求信托公司将风险责任明确至具体责任人，风险问责机制将逐渐落实。 要求信托公司建立股东流动性支持和资本补充机制，形成了股东对信托公司业务的约束机制。 对信托业务实行严格准入审批管理及事前报告制，强化信托公司监管评级和分类监管制度。 要求信托公司不得开展非标准化理财资金池业务，资金池类信托面临清盘。 规范第三方销售渠道，防止第三方非金融机构销售风险向信托公司传递。 要求以合同形式明确事务管理类信托业务的参与主体责任，厘清各主体

		的权利义务关系。 首提推出债权型信托直接融资工具和直投子公司，加速信托公司转型。
2014-8-5	《信托公司监管评级与分类监管指引》	要求信托公司进行自评及组织专人对信托公司进行测评，将信托公司根据评级结果分成 6 类，监管部门根据信托公司的评级结果，制定信托公司的监管计划和监管政策，根据评级结果来约束信托公司相应的业务开展。
2014-12-10	《信托业保障基金管理办法》	1. 设立中国信托业保障基金有限责任公司（以下简称保障基金公司）作为保障基金管理人，依法负责保障基金的筹集、管理和使用。 2. 保障基金现行认购执行下列统一标准，条件成熟后再依据信托公司风险状况实行差别认购标准： （一）信托公司按净资产余额的 1%认购，每年 4 月底前以上年度末的净资产余额为基数动态调整； （二）资金信托按新发行金额的 1%认购，其中：属于购买标准化产品的投资性资金信托的，由信托公司认购；属于融资性资金信托的，由融资者认购。在每个资金信托产品发行结束时，缴入信托公司基金专户，由信托公司按季向保障基金公司集中划缴； （三）新设立的财产信托按信托公司收取报酬的 5%计算，由信托公司认购。 3. 保障基金的日常运用主要限于银行存款、同业拆借、购买政府债券、中央银行债券（票据）、金融债券、货币市场基金，以及经国务院银行业监督管理机构、财政部批准的其他资金运用方式。

资料来源：华宝证券研究所

1.2.信托风险事件频出，信托公司大幅提高项目门槛

2014 年，信托业爆发了不少信用风险事件，首先引燃危机的则是中诚信托的一款煤矿类信托产品。

2014 年 1 月，中诚信托发布公告称因信托计划融资方山西振富能源集团资金链断裂，无法还本付息，清算时资产变现困难，导致信用风险。高达 30 亿元的“诚至金开 1 号”在兑付日可能无法按期兑付。最后在华融资产管理公司的接盘下，才兑付了本金。

1 月 8 日，新华信托—上海录润置业股权投资集合资金信托计划将到期，但项目所在的新江湾城 23-5 地块至今仍是空地。该产品的担保人—高远置业实际控制人、胡润女富豪邹蕴玉则卷入了多起信托和民间借贷案件，并被传已“跑路”。

2014 年 2 月 7 日，“吉信·松花江（77）号山西福裕能源项目收益权集合资金信托计划（四期）”逾期。该信托项目共 6 期，规模 9.727 亿元，截至 2 月 7 日到期的第四期，连续四期无法按时兑付。将于 2 月 19 日、3 月 11 日到期的第五、六两期也不容乐观。

5 月 8 日，苏州荣辰置业资金链断裂，山东信托亿元单一计划违约。

5 月底，中诚信托“诚至金开 2 号”因采矿权贬值、质押物变现困难、清偿次序劣后等问题爆发也陷入兑付危机，7 月 25 日到期的该 13 亿信托产品现已延期数月。

6 月 12 日，西藏信托因借贷纠纷急忙将上海中发电气集团告上法庭，追讨债务。

6 月 18 日，渤海国际信托于 2013 年 8 月前后发行的“渤海信托-东海 2 号金融股权投资集合资金信托计划发生风险事件，渤海国际信托或陷入被融资方骗贷的陷阱，被迫向融资方进行资金追索。

信托业风险事件的频出，使得监管层不断加大风险控制，通过发文及窗口指导来要求信托加强风控，信托公司也开始不断提高自身的内部风控水平。14 年以来，信托公司开始收紧对中小地产公司及三四线城市地产及平台项目的融资，大幅提高项目的准入门槛，这使得 14 年信托资产规模增速大幅下降。

1.3.风险资产超标，信托公司迎来增资扩股潮

2014 年 7 月，银监会相关人士在一次内部会议中通报，行业总体上报的风险资产超过了 700 亿元，其中高风险资产超过 500 亿元。会议还通报了风险较大的 11 家信托公司，其中三家风险严重的分别为中信信托、华融信托和新华信托，这三家信托公司风险资产超过了其净资产规模。其中新华信托高风险资产逾 100 亿元。新华信托风险资产主要集中于地产领域，而华融信托则主要以煤矿类信托为主。除了上述三家，此次被银监会通报点名的还有金谷信托、安信信托、中原信托、长安信托、陕国投、中泰信托、中江信托和五矿信托，其中 7 家信托公司的风险资产超过净资产的 50%。风险资产以能源和矿产类项目居多。

根据信托公司年初的上报结果，90%的信托项目风险集中于房地产、地方平台、矿产能源、艺术品和红酒信托。而最近的上报结果显示，风险集中在能源和地产。因此半年多以来，房地产和地方平台这两个领域的风险并没有得到化解。

由于信托资产规模的不断增加及风险资产的不断累积，信托公司急需增加资本金以提高风险抵御能力和开展新业务。**因此，2014 年，信托公司迎来了增资扩股潮，全年共有 24 家信托机构增资和变更股权，其中有 16 家增加资本 290 亿元。其中增资幅度最大的是中信信托，增资 88 亿元，注册资本由 12 亿元变更为 100 亿元，高居业内之首。**

在信托业迎来转型的关键时期，信托公司通过增资提前布局，防御未来风险，拓展新业务，同时增资也进一步体现了信托公司及股东实力，以及股东看好信托业发展的预期。根据《信托公司监管评级与分类监管指引》，信托公司开展新业务需依据信托公司评级，因此提高信托公司自身的资本实力将有助于信托公司拓展新业务。

1.4.转型困局：路漫漫其修远兮

2013 年以来，在经济下行、泛资管竞争加剧、信托传统主业遭遇滑铁卢，及信托风险逐渐暴露的多重冲击下，信托业结束了高速增长阶段，转型和发展逐渐成为信托行业的主题。

2014 年信托产品创新主要包括保险金信托、互联网消费信托等。首单保险金信托由中信信托和信诚人寿联手推出，是一种高附加值的“事务管理+资产管理”的单一信托产品。全国首单互联网消费信托，则由中信信托、百度金融、中影股份及德恒律所联合推出。

除此外，还有艺术品信托、红酒信托、土地流转信托、家族信托等。面对信托业务的转型问题，银监会非银部主任李伏安在信托业年会上提出四个可行方向：家族信托业务、合规的投资业务（包括股权投资和 PE 并购投资）、信贷资产证券化业务、公益信托业务。然而，目前这些创新业务却没有找到合适的盈利点。

以家族信托为例，2014 年是家族信托业务发展最快的一年，继平安信托、外贸信托、北京信托之后，多家信托公司相继成立家族信托业务团队，陆续开展了首单业务，而像上海信托等实力较强的公司已成立家族信托办公室。在家族信托看似欣欣向荣的背后，却遭遇较大的发展瓶颈。

首先，家族信托周期很长，相比传统资金信托情况更为复杂，信托公司实践经验普遍不足。委托人和受益人之间意见分歧较多，信托公司处理此类问题经验往往不足，因而易遭受来自两者的诉讼风险。

同时家族信托由于没有信托财产登记制度，导致非货币类的财产，如股权、股票、不动产、动产等无法按照《信托法》的规范，由委托人委托给受托人，因此，目前家族信托业务可接受的信托财产主要只有货币资金，因此家族信托业务发展受到了限制。

信贷资产证券化业务方面，数据显示，截至 2014 年 12 月 31 日，2014 年信托公司发行了资产证券化产品约 2827.76 亿元，有 19 家信托公司参与，11 家信托公司发行规模超过 100 亿元。2014 年新参与者华润信托、金谷信托以及北京信托，发行规模均超过 200 亿元。

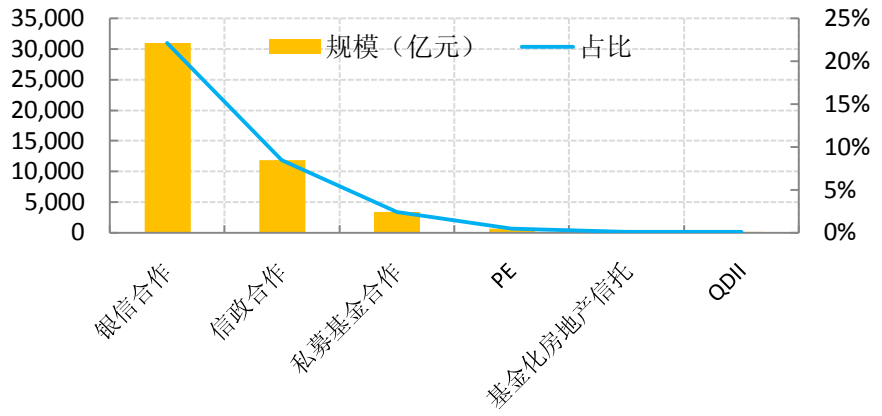
然而这些不成熟的创新业务，并没有合适的盈利点，未能给信托公司带来可观的收入。因此目前信托公司仍处于转型过渡期，信托公司一手抓传统业务，一手抓创新业务，而这些创新业务仍将处于较长时间的探索期。

2.2014 年银信合作信托产品回顾分析

2.1.银信合作业务占比呈下降趋势，新型银信合作模式备受期待

信托公司典型的几种特色业务包括：银信合作、信政合作、私募基金合作、PE、基金化房地产信托和 QDII，其中银信合作所占规模最高，2014 年底，存量银信合作规模为 30958.59 亿元，占比为 22.14%。信政合作和私募基金合作的比例分别为 8.48%和 2.39%，而 PE、基金化房地产信托和 QDII 规模较小，三者所占比重之和不足 1%。

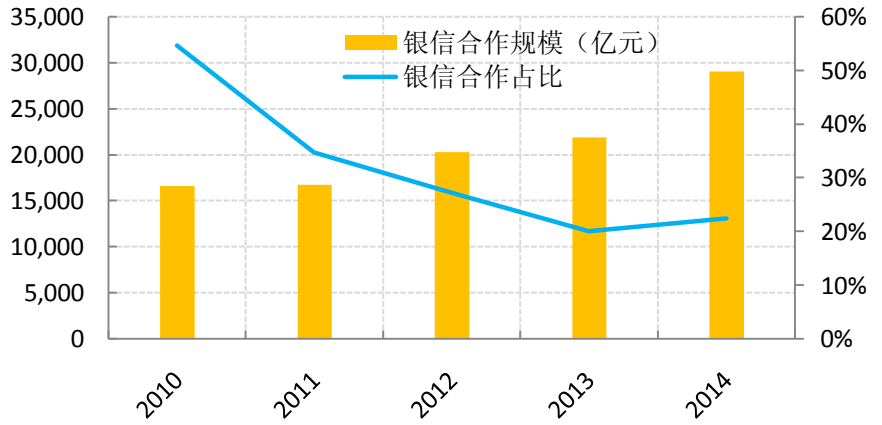
图 92　2014 年信托公司几种特色业务规模及占比



资料来源：用益信托网,华宝证券研究所

银信合作规模逐年上升，2010 年末为 16605.3 亿元，至 2014 年末，规模已经增至 30958.59 亿元，较 2010 年末增加 86.44%，较 2013 年末增加 41.67%。但是注意到，银信合作的占比整体呈下降趋势，从 2010 年末的 54.61%下降至 2013 年末的 20.03%，2014 年 12 月该比例保持稳定，为 22.14%。

图 93　2010-2014 年银信合作信托产品及占比



资料来源：用益信托网，华宝证券研究所

银行曾经是信托产品销售的最主要渠道，信托产品因其较高的收益率，颇受银行客户的青睐，因此，银行对代销风控较好的信托产品的需求很大。2013 年“8 号文”的出台提高了商业银行代销金融产品的审批要求，主要表现在第七条：“商业银行代销代理其他机构发行的产品投资于非标准化债权资产或股权性资产的，必须由商业银行总行审核批准”，审核的程序必将更严，耗费的时间更多，会在一定程度上迫使信托公司提升直销能力或转向第三方理财等其它途径进行销售，同时随着信托产品风险事件的不断发酵，银行代销信托产品显得更为谨慎，一定程度上也加剧了银信合作业务比例的下滑。

事实上，由于市场闲置资金要求较高收益率，银行对理财产品的依赖较强，银信合作的需求依然存在，但是在监管趋严的背景下，银信合作从角色上和实现上都应该进行一定的调整。

从角色上讲，信托公司应该成为银信合作理财产品的主导者，坚持主动管理原则，优化产品的收益性和交易结构的组合性；而商业银行则运用其网络和渠道优势，与信托公司的政策优势、制度优势、操作优势和工具优势进行对接，逐渐形成两类金融机构稳定的、相对均衡的合作业务模式。

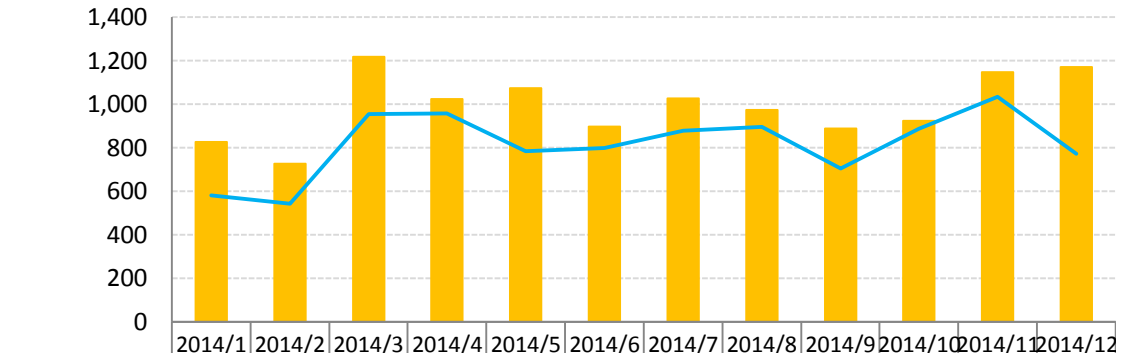
从实现上讲，家族信托或成为银信合作新的趋势。私人银行客户群体由于其自身职业背景、财富规模、财富积累方式等的不同特点，要求金融机构提供全方位、定制化的综合金融服务，同时对海外资产配置的需求也趋于明显。而信托公司以其混业平台优势，能够以生产商的标准去采购金融产品，为投资人提供最完整的服务。招商银行在“家族信托”业务上实现了国内私人银行第一单的突破，并推出了细分领域的“财富传承家庭工作室”，确保客户家族利益最大化。家族信托将成为未来高净值人群实现财富规划和财富传承的重要手段，将是未来 20 年高净值人群和家庭最为重视的综合金融服务之一，同时也将是新型银信合作业务的突破点。

3.2014 年集合理财信托产品回顾分析

3.1.发行规模小幅增长，发行量创历史新高

根据我们的统计，2014 年全年已公布的集合理财信托产品发行规模为 11890.86 亿，较 2013 年增长 8.28%。2014 年集合信托产品发行数量为 9782 只，较 2013 年增加了 3766 只，增长幅度高达 62.6%，**发行数量的大幅增加主要是由基础产业类信托和金融类信托发行数量大幅增加所致。**2014 年单只信托产品平均规模为 1.22 亿，2013 年单只信托产品规模则为 1.83 亿，**可见不同投向的单只信托产品规模都呈现了不同程度的下降，主要原因在于信托公司为避免出现产品的集中性违约风险，对融资企业的授信额度作出了严格的限制，同时发行难度的增加也迫使信托公司将信托产品拆分发行。**

图 94　已公布的集合理财信托产品发行情况（2014.01-2014.12）（单位：亿元）



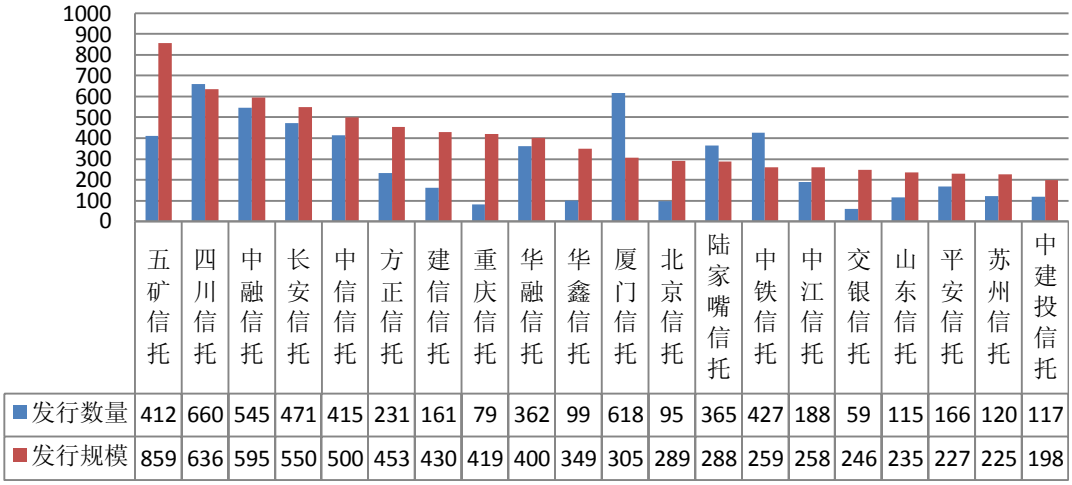
	2014/1	2014/2	2014/3	2014/4	2014/5	2014/6	2014/7	2014/8	2014/9	2014/10	2014/11	2014/12
发行规模	825.4	725.5	1216.3	1022.9	1074.3	898.2	1025.5	975.0	888.3	924.4	1145.8	1169.5
发行数量	582	543	954	957	784	798	878	895	704	885	1032	770

资料来源：华宝证券研究所、用益信托工作室

2014 年，五矿信托新增信托资产 859 亿元，占信托全年新增信托资产的 7.23%，在所有信托公司中排名第一位，四川信托和中融信托新增信托资产分别为 636 亿元和 595 亿元，分列第二、三位；在发行产品的数量上，四川信托发行数量排位第一，共发

行 660 只信托，占信托全年发行数量的 6.75%，厦门信托和中融信托分别发行 618 只和 545 只信托，分列二三位。

图 95　2014 年集合理财信托产品发行数量排名前 20 的信托公司（单位：亿元）



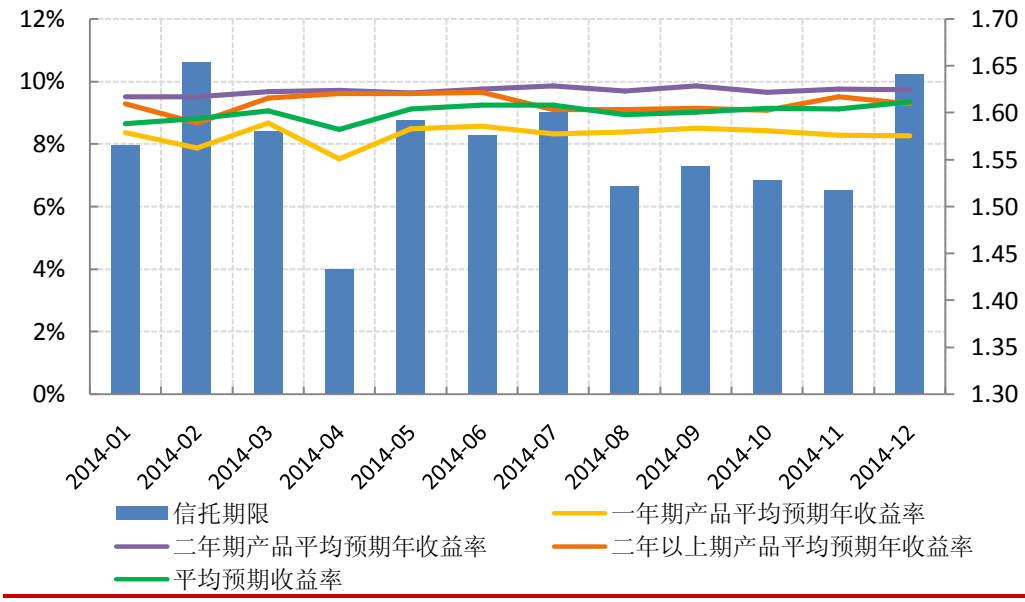
	五矿信托	四川信托	中融信托	长安信托	中信信托	方正信托	建信信托	重庆信托	华融信托	华鑫信托	厦门信托	北京信托	陆家嘴信托	中铁信托	中江信托	交银信托	山东信托	平安信托	苏州信托	中建投信托
发行数量	412	660	545	471	415	231	161	79	362	99	618	95	365	427	188	59	115	166	120	117
发行规模	859	636	595	550	500	453	430	419	400	349	305	289	288	259	258	246	235	227	225	198

资料来源：华宝证券研究所、用益信托工作室

3.2.平均收益率上浮明显，信托期限同比下降

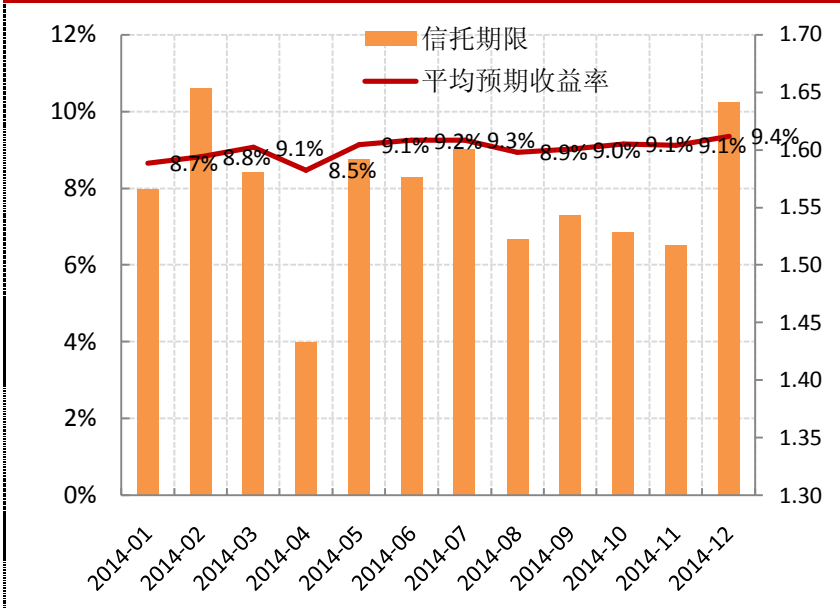
我们从已经公布的产品中获取可供参考的集合理财信托产品年化收益率。**根据用益信托网不完全数据显示，2014 年，公布的集合理财类信托产品的平均收益率为 9.02%，其平均信托年限为 1.56 年；与 2013 年相比平均收益率增加 22 个 bp；信托产品的平均年限缩短 0.03 年。**

图 96　集合理财信托产品信托年限与预期年化收益率统计（2014.01-2014.12）



资料来源：华宝证券研究所、用益信托工作室

表 35　集合理财信托产品信托年限与预期年化收益率统计（2014.01-2014.12）



时间	平均预期年化收益率	平均信托期限（年）
2014 年 1 月	8.65%	1.57
2014 年 2 月	8.81%	1.65
2014 年 3 月	9.06%	1.58
2014 年 4 月	8.47%	1.43
2014 年 5 月	9.13%	1.59
2014 年 6 月	9.25%	1.58
2014 年 7 月	9.25%	1.60
2014 年 8 月	8.94%	1.52
2014 年 9 月	9.01%	1.54
2014 年 10 月	9.15%	1.53
2014 年 11 月	9.12%	1.52
2014 年 12 月	9.35%	1.64

资料来源：华宝证券研究所、用益信托工作室

从不同信托期限产品的收益率看，1 年以下至 2 年期的信托产品，其收益随着信托期限的增加而增加，而 2 年以上信托产品收益则出现倒挂现象。不同期限的产品约定收益率有明显差异，但是并不是呈现线性增长。2014 年，信托期限在一年期以下的集合信托产品平均收益率为 7.59%；信托期限恰好为 1 年的收益率为 8.25%，信托期限在 1 至 2 年之间的为 9.53%，恰好是两年的为 9.73%，2 至 3 年的为 9.55%，恰好是 3 年的为 9.08%，期限在三年以上的则为 8.95%。期限两年以内包括两年的，信托产品的平均收益率随着期限的增加而增加，而期限在两年以上的，信托产品的收益率则出现倒挂，究其原因，从投资方向上看，根据表 4，我们可以看到，2 至 3 年期基础产业类信托和其他类型的信托产品占比较大，因此拉低了整体收益水平，而 3 年期信托产品中，金融类和基础产业类信托产品占比较大，3 年以上信托产品中，金融类信托产品占比较高，这两类产品由于收益偏低，因此使得该 2 年以上的信托产品收益出现倒挂现象。

表 36　2014 年不同期限信托产品的平均收益率

信托期限	一年以下	一年	一年至两年	两年	两年至三年	三年	三年以上
平均年收益率	7.59%	8.25%	9.53%	9.73%	9.55%	9.08%	8.95%
边际增长速度	——	8.78%	15.49%	2.05%	-1.80%	-4.95%	-1.43%

资料来源：华宝证券研究所、用益信托工作室

表 37　2014 年不同期限信托产品的发行数量

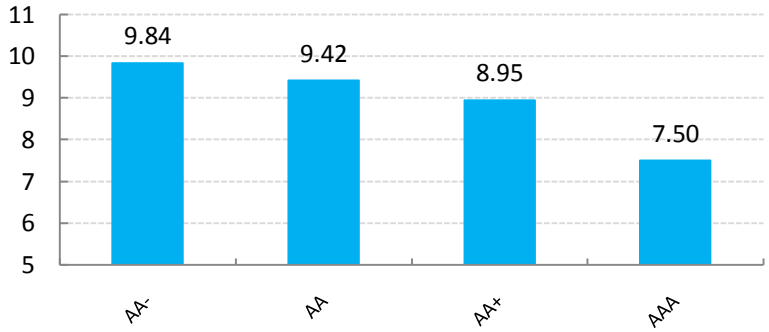
投资领域	房地产	工商企业	基础产业	金融	其他
2 至 3 年	21	16	72	8	47
3 年	36	34	44	58	36
3 年以上	7	8	10	38	8

资料来源：华宝证券研究所、用益信托工作室

3.3.不同等级信托产品收益情况

我们选取 2012-2014 年同一主体既发行债券也发行信托的样本。由于信托项目本身没有评级，采用信托发行主体的评级作为信托评级，等级分为 AAA、AA+、AA 和 AA-。采用该等级发行的信托产品预期收益率均值作为该等级信托的收益率。其中，2014 年各等级信托产品平均收益率如下图所示。2014 年信托产品等级利差最为明显的是 AAA 级与 AA+信托产品，评级利差达到 1.45%，而随着评级的不断下降，评级利差也呈逐渐收窄迹象。可见，中高等级信托与中低等级信托的界线非常明确，由于高等级信托产品主要由稳健型机构资金譬如保险资金进行配置，因此收益率偏低。

图 97　2014 年不同等级信托产品收益率情况

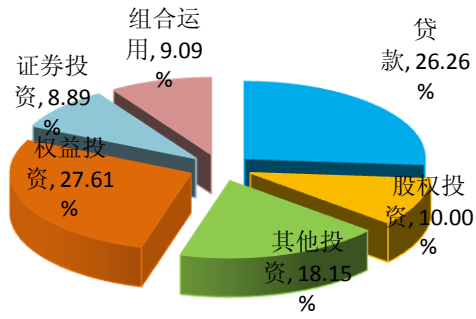


资料来源：WIND　华宝证券研究所

3.4.资金使用方式：权益型贷款型发行规模遥遥领先，股权型信托收益最高

观察集合理财信托产品资金使用方式，权益类和贷款类的信托产品的发行规模最大，分别为 3283.28 亿和 3122.65 亿的发行规模，占总规模的 27.61%和 26.26%；不同使用方式的平均收益率情况，股权型信托最高，达到 9.87%，权益型和贷款型也达到了 9.29%和 9.07%。（详见下图）

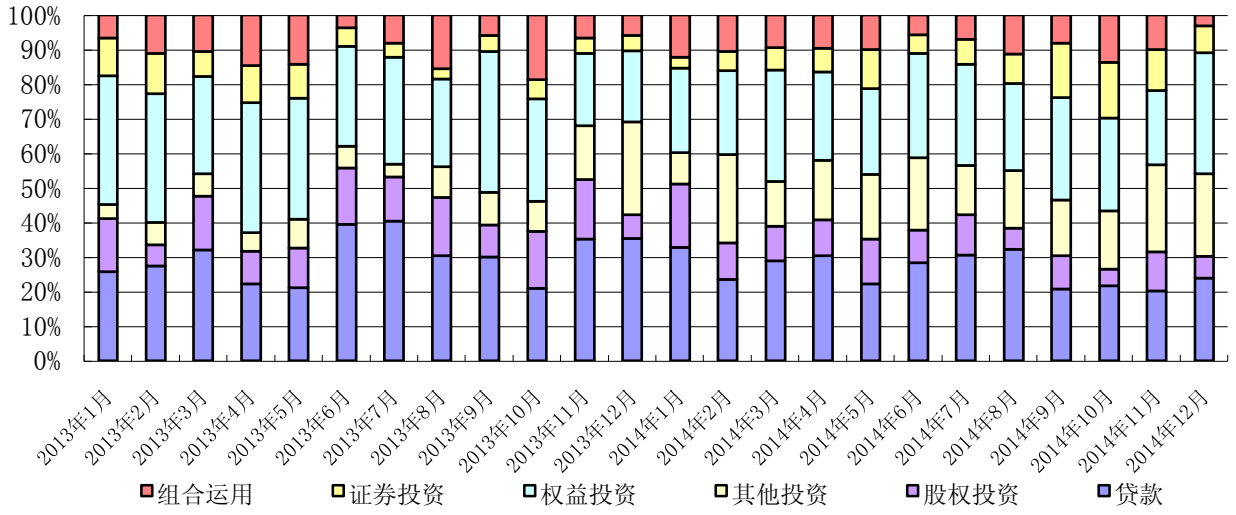
表 38　2014 年集合理财信托产品资金使用方式（按照规模）



使用方式	2014 年规模（亿元）	2014 年（数量）	平均信托期限	平均预期年收益率
贷款	3122.65	2246	1.52	9.07%
股权投资	1188.93	431	1.87	9.87%
权益投资	3283.28	2504	1.72	9.29%
证券投资	1057.34	2462	1.16	7.95%
组合运用	1080.28	798	1.41	8.80%
其他投资	2158.37	1341	1.70	8.50%

资料来源：华宝证券研究所、用益信托工作室

图 98　集合理财信托产品各类信托方式所占比例（2012.1-2014.12）



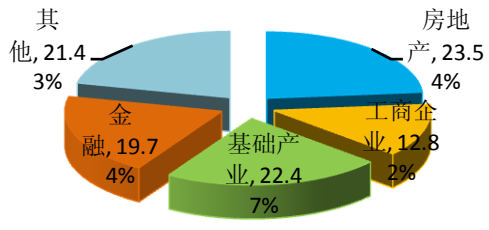
资料来源：华宝证券研究所、用益信托工作室

3.5.投资方向：房地产信托占比明显下降，金融类信托发行数量占比高达 37%

从 2014 年全年的情况来看，规模占比最大的仍为**房地产和基础设施类信托，**分别占据总规模的 23.5%和 22.5%，规模分别达到 2799.66 亿元和 2671.79 亿元，然而房地产信托占比较 2013 年已有明显下降，去年房地产信托占比高达 35%，**房地产信托占比的大幅下滑主要是由于 2014 年以来地产风险加剧，各信托公司已严控此类信托的发行。**基础设施类信托发行规模占比 22.47%，而去年占比 20%，2014 年较 2013 年比例有小幅增加。紧随其后的是其他类信托产品，发行规模达到 2548.04 亿元，占比为 21.43%，其次是金融类信托产品，发行规模达 2347.29 亿，占比为 19.74%。

发行量方面，金融类信托产品遥遥领先，其发行数量达到了 3587 只，占比达到其次则为其他类和基础产业类信托，分别发行 1812 只和 1703 只。平均年收益率方面，收益率最高的为房地产信托，平均收益为 9.73%，其次为基础设施类信托，收益率为 9.46%，工商企业类信托则为 8.71%，而收益率垫底的则是金融类信托，收益率为 8.36%。

表 39　2014 年集合理财信托产品投资方向（按照规模）



投资方向	2014 年规模（亿元）	2014 年（数量）	平均信托期限	平均预期年收益率
房地产	2799.66	1274	1.75	9.73%
工商企业	1524.08	1406	1.34	8.71%
基础产业	2671.79	1703	1.88	9.46%
金融	2347.29	3587	1.31	8.36%
其他	2548.04	1812	1.53	8.51%

资料来源：华宝证券研究所、用益信托工作室

3.6.收益类型：固定收益类信托收益最高、期限最长

2014 年全年，在 9782 只集合理财信托产品中，有 6455 只、属于固定收益类，分层收益类和浮动收益类分别为 1543 和 1783 只，其余则为固定+浮动类产品，总计 1 只产品。固定收益率产品占总发行数量的 66%，平均信托期限 1.65 年，平均收益率为 9.2%；分层收益类发行 1543 只，平均信托期限为 1.14 年，平均收益达 8.43%；浮动收益类共发行 1783 只，平均信托年限为 1.62 年，平均收益为 7.36%。

表 40　2014 年固定收益类集合理财信托不同收益类型

类型	分层	浮动	固定
发行数量	1543	1783	6455
最低收益	8.27%	6.87%	8.92%
最高收益	8.55%	7.20%	9.71%
平均收益	8.43%	7.36%	9.20%
平均期限	1.14	1.62	1.65

资料来源：华宝证券研究所、用益信托工作室

由于固定收益产品为主流产品，所以就分类分析中，我们主要集中在固定收益类的集合信托产品。在投资领域方面，其他类、基础产业类固定收益信托成立数量最多，分别成立 1626 只、1592 只，占总量的 25.2%和 24.7%；在成立的信托方式方面，权益类和贷款类投资份额最多，分别成立 2346 只和 1916 只，分别占总量的 36.3%和 29.7%。

表 41　2014 年固定收益类集合理财信托产品不同领域成立数量

单位（只）	房地产	工商企业	基础产业	金融	其他	总计
贷款	635	623	460	46	152	1916
股权投资	134	44	50	2	59	289
其他投资	77	18	63	45	1004	1207
权益投资	220	305	985	677	159	2346
证券投资	——	——	——	24	——	24
组合运用	31	142	34	214	252	673
总计	1097	1132	1592	1008	1626	6455

资料来源：华宝证券研究所

从固定收益类集合理财信托产品的年化收益率来看，在投资领域方面，房地产领域产品的年化收益率最高，达到了 9.67%；基础产业领域和工商企业类次之，分别为 9.48%、9.01%。在成立信托方式方面来看，股权类最高达到了 9.67%，其次为贷款类和权益投资类，平均收益率分别为 9.35%和 9.29%。

表 42　2014 年固定收益类集合理财信托预期年化收益类细分

单位（只）	房地产	工商企业	基础产业	金融	其他	平均值
贷款	9.61%	9.06%	9.40%	8.99%	9.43%	9.35%
股权投资	9.90%	9.38%	9.61%	8.68%	9.06%	9.67%
其他投资	9.13%	9.30%	9.57%	9.06%	7.98%	8.49%
权益投资	9.71%	9.15%	9.47%	8.45%	9.16%	9.29%
证券投资	——	——	——	8.56%	——	8.56%
组合运用	10.28%	8.40%	10.22%	9.00%	8.23%	8.74%

平均值	9.67%	9.01%	9.48%	8.72%	8.46%	9.20%

资料来源：华宝证券研究所

下面表中列举2014年固定收益信托产品中最高收益率排名居前列的项目基本情况：

表43　2014年预期年化收益类最高的固定收益信托产品一览

	产品名称	发行机构	推出日期	发行规模	平均期限	最高收益	投资方式	投资领域
1	天启357号富强投资集合资金信托计划（第三期第一批）	中航信托	2014-1-13	500		15		其他投资
2	许昌开普搬迁贷款集合资金信托计划	长安信托	2014-8-28	2000		15	许昌开普检测技术有限公司	贷款
3	融创安科集合资金信托计划	长安信托	2014-12-18	8100	2	14.5	嘉隆控股	贷款
4	雨润控股2号贷款集合资金信托计划	上海信托	2014-4-10	40000	2	14.1		贷款
5	南通朝霞贷款集合资金信托计划	上海信托	2014-6-5	40000	2	14.1		贷款
6	绿城香溢花城贷款集合资金信托计划	上海信托	2014-4-16	190000	2	13.95		贷款
7	北京通州商务园集合资金信托计划	建信信托	2014-3-11	30000	2.5	13.8	北京通州商务园开发建设有限公司	权益投资
8	西安“王家棚城中村改造”项目股权投资集合资金信托计划	国民信托	2014-4-9	40000	2.25	12.5		权益投资
9	汇富基础设施投资集合资金信托计划 11期	四川信托	2014-1-2	50000	1.5	12		组合运用
10	唐山诚成房地产信托贷款集合资金信托计划（第四期）	华融信托	2014-1-3	400	3	12	唐山诚成房地产开发有限公司	贷款
11	金色搏宝流动资金贷款集合资金信托计划	国民信托	2014-2-8	12000	1.17	12		贷款
12	浙江嘉丰股权投资集合资金信托计划	四川信托	2014-2-8	44000	2	12		股权投资
13	新华信托·普天东方核心资产投资基金集合资金信托计划	新华信托	2014-2-8	80000	2	12		权益投资

14	苏州金品常熟地产项目投资集合资金信托计划	爱建信托	2014-3-10	50000	2.5	12		组合运用
15	天启 357 号富强投资集合资金信托计划（第八期第一批）	中航信托	2014-4-2	1095	1.5	12		其他投资
16	天启 357 号富强投资集合资金信托计划（第九期第一批）	中航信托	2014-4-2	1905	2	12		其他投资
17	天启 357 号富强投资集合资金信托计划（第六期第一批）	中航信托	2014-4-2	2921	1.5	12		其他投资
18	天启 357 号富强投资集合资金信托计划（第七期第一批）	中航信托	2014-4-2	5079	2	12		其他投资
19	天启 357 号富强投资集合资金信托计划（第十期第一批）	中航信托	2014-4-2	3121	0.17	12		其他投资
20	天启 357 号富强投资集合资金信托计划（第十一期第一批）	中航信托	2014-4-2	5429	0.17	12		其他投资

资料来源：华宝证券研究所　用益信托工作室

4.基础产业信托分析

4.1.基础产业信托发行情况：发行规模发行数量大幅增加

2014 年基础产业信托发行数量实现井喷式增长，发行量由去年的 883 只大幅增长至 1703 只，增长幅度高达 92.9%，发行规模由 2145.99 亿增长至 2671.79 亿，增幅 24.5%。**2014 年房地产信托发行量大减，基础产业信托由于存在政府的隐形担保，普遍获得投资者的青睐，因此发行量大幅增加。**

表 44　2014 年发行情况信托资金投向对比

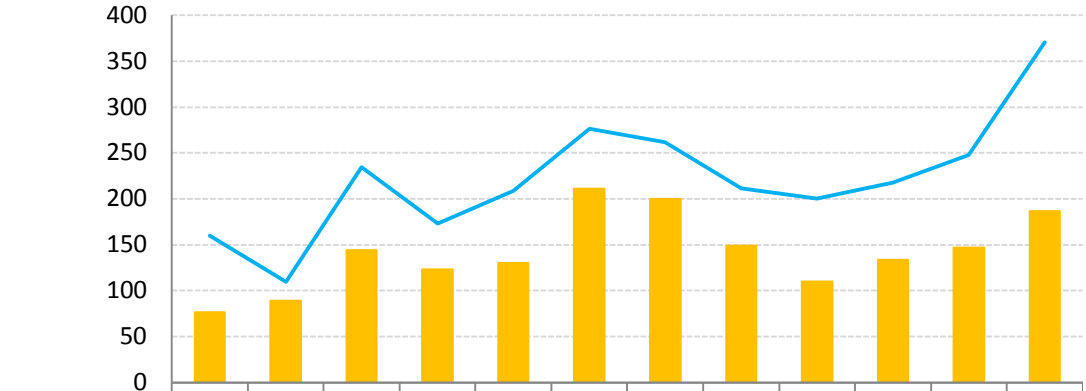
分类	数量	规模:亿元
房地产	1274	2799.66
工商企业	1406	1524.08
基础设施	1703	2671.79
金融	3587	2347.29
其他	1812	2548.04

资料来源：华宝证券研究所、Wind

2014 年基础产业类信托月发行数量和发行规模总体较为平稳。其中发行规模和发行量最大的是 6 月、7 月和 12 月，6 月、7 月发行规模分别为 276.1 亿、261.4 亿，发

行数量分别为 211 只、200 只。12 月基础产业类信托发行达到高潮，发行规模高达 370 亿，远高于年月均发行水平，主要是由于 43 号文下年末政府冲存量债务规模所致。

图 99　2014 年基础产业类信托发行情况



	2014/1	2014/2	2014/3	2014/4	2014/5	2014/6	2014/7	2014/8	2014/9	2014/10	2014/11	2014/12
发行数量	77	89	144	123	130	211	200	149	110	134	147	187
发行规模	159.8	109.3	234.1	172.9	208.7	276.1	261.4	211.0	200.1	217.4	247.6	370.3

资料来源：华宝证券研究所、用益信托工作室

4.2.信托公司发行情况：中信中江中融发行三甲，个体发行规模显著下降

通过对信托公司基础设施类集合信托产品发行情况统计，发现中信信托以 343.7 亿发行规模遥遥领先，其次为中江信托和中融信托，其发行规模分别达到 206.97 亿，187.55 亿。发行数量方面，中融以 311 只的发行量遥遥领先，其次为中江信托和中信信托，分别发行 154 只和 108 只。无论是发行量和发行规模，中信、中江和中融信托都为前三甲。从单只信托发行规模来看，中信信托单只信托发行规模为 3.18 亿，中江为 1.34 亿，而中融仅为 0.6 亿，可见中融为降低发行难度将信托产品分拆发行，也从一定程度上体现了中融信托产品发行难度相对较大。

表 45　2014 年信托公司发行规模排名 Top10

公司名称	数量总计	规模总计(亿)	平均期限（年）	平均年收益率（%）
中信信托	108	343.70	1.95	9.21
中江信托	154	206.97	1.99	9.83
中融信托	311	187.55	1.96	9.37
方正信托	56	158.36	1.82	9.84
长安信托	81	135.78	1.83	9.68
五矿信托	58	135.12	1.88	9.24
建信信托	43	128.06	3.00	6.17
中泰信托	33	110.97	1.77	9.80
陆家嘴信托	54	89.44	1.95	9.59
华鑫信托	18	78.60	1.89	9.30

资料来源：华宝证券研究所、用益信托网

从 2014 年基础产业类信托发行规模 top10 的信托产品可见，10 款信托产品，独中信信托一家就发行 3 款产品。其中，发行规模最大的是万向信托发行的“基础设施建设信托基金 38 号集合资金信托计划”发行规模达 32.3 亿，成立规模也高达 32.3 亿，其次为五矿信托发行的“久鑫 1 号应收账款投资集合资金信托计划”，发行规模 19.3 亿，成立规模也达到 19.3 亿。

表 46　2014 年信托产品发行规模排名（单位：万元）

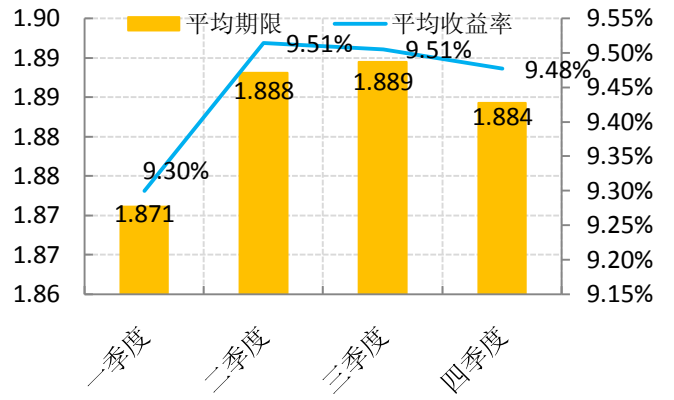
产品名称	发行机构	推出日期	发行规模	成立规模	平均期限	最高收益	交易对手	所在地区
基础设施建设信托基金 38 号集合资金信托计划	万向信托	2014-12-5	323425	323425				
久鑫 1 号应收账款投资集合资金信托计划	五矿信托	2014-12-3	193100	193100	2	2 年		鞍山城投
泰盛 1 号集合资金信托计划	中泰信托	2014-9-10	174700	20000	2	2 年	10.2	邢台道桥建设工程有限公司
万科企业股份有限公司信托贷款集合资金信托计划（第三次募集）	建信信托	2014-2-20	153000	153000				
中信创悦·鞍山城投应收账款流动化信托项目	中信信托	2014-10-8	128201.91	128201.91	2	2 年	9.8	鞍山城投
浦发太平基建产业基金投资集合资金信托计划第二期	交银信托	2014-11-10	123000	123000				
镇江交投基础设施建设应收账款流动化信托项目	中信信托	2014-11-24	120000	120000	2	2 年	10	镇江交投公司
方兴 67 号昆明城投债权投资集合资金信托计划	方正信托	2014-6-17	119930	119930	1	1 年	9.5	昆明城投
中信民享 29 号淮安开发应收账款流动化信托项目（A 类受益权）	中信信托	2014-7-11	119100	119100	2	2 年	10	淮安开发控股有限公司
睿盈财富 2014004 号集合资金信托计划	北京信托	2014-8-27	113705	113705			11	四川万盛

资料来源：华宝证券研究所

4.3.基础产业信托期限及收益率：期限与收益呈正相关，收益波动平稳

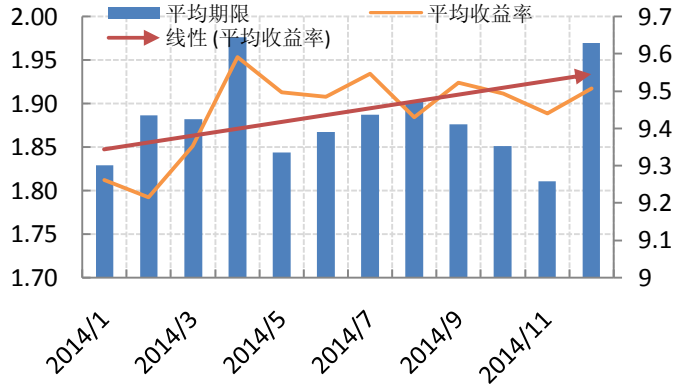
2014 年基础产业类信托产品期限整体呈现先上升后下降趋势，信托产品收益率与信托产品期限呈现较明显的正相关关系。第二、三季度，信托期限增加，收益率也随之上升，第四季度，信托期限下降，收益率也随之上升。第一季度，平均信托期限为 1.87 年，收益率则为 9.3%，第二季度，信托期限为 1.89 年，收益率则为 9.51%，三季度信托期限为 1.89 年，收益率则为 9.51%，第四季度期限为 1.88 年，收益率为 9.48%。

图 100　2014 年基础产业信托平均收益率&平均期限



资料来源：华宝证券研究所　wind

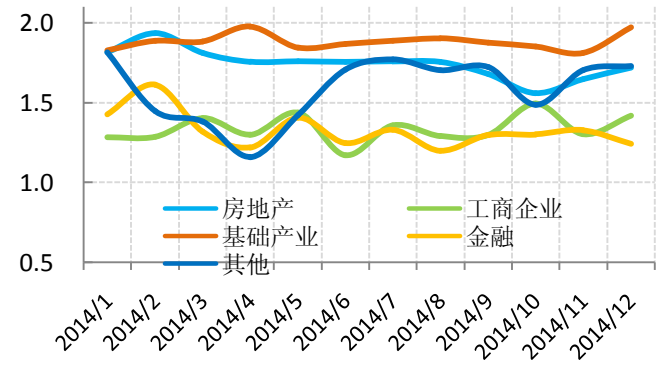
图 101　2014 年基础产业集合信托成立平均收益率&期限



资料来源：华宝证券研究所　wind

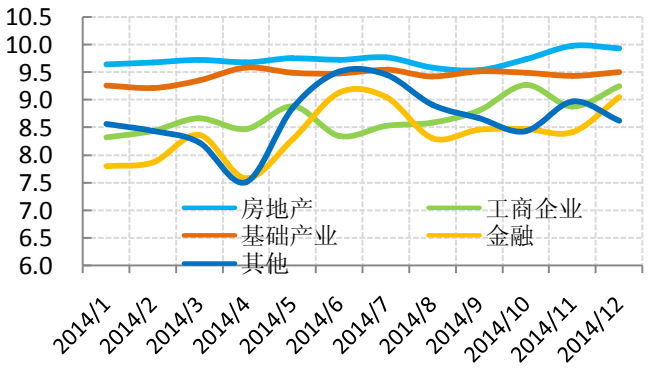
从信托各个投资领域来看，基础产业信托 2014 年平均期限约为 1.88 年，是所有类型信托产品中期限最长的，其月均最长期限为 1.97 年，最短期限为 1.81 年，期限起伏波动较小。收益率方面，基础产业类信托 2014 年平均收益为 9.46%，仅次于房地产信托 9.73%的收益水平，排名第二。相对金融类信托产品收益率的大幅波动，基础产业类信托收益波动较为平稳，表明地方平台融资利率呈现一定的刚性，其对融资成本表现为非敏感型。

图 102　2014 年集合信托各投资领域平均期限



资料来源：华宝证券研究所　wind

图 103　2014 年集合信托各投资领域平均收益率

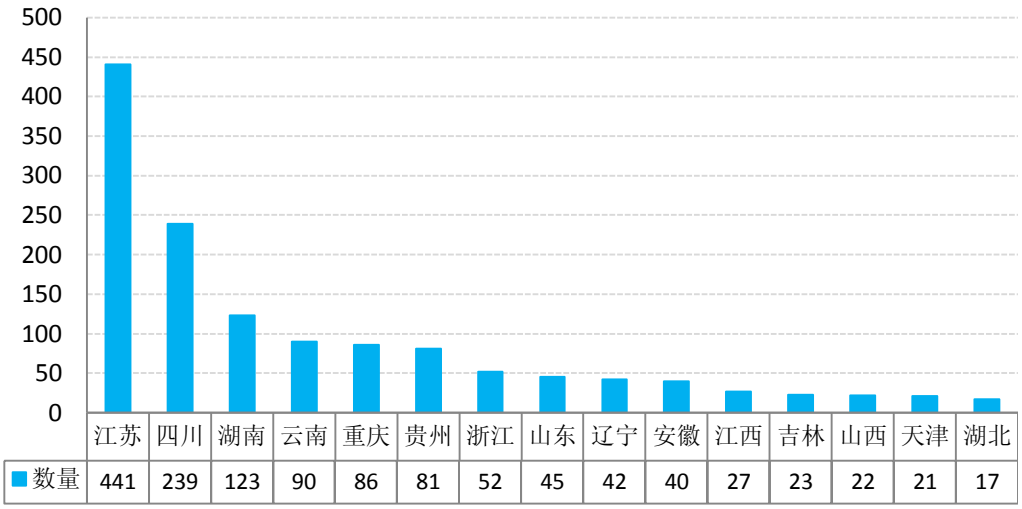


资料来源：华宝证券研究所　wind

4.4.基础产业信托地区分布情况：发行地集中于江苏、四川、重庆、湖南、辽宁、安徽等地

对 2014 年披露基础产业类信托项目所在地区的 1415 组信托产品(占总数的 83.1%) 根据项目所在地进行统计分析得到如下图所示，可见**江苏、四川、湖南、云南、重庆、贵州、浙江、山东**等地为平台类项目发行集中地。其中，江苏发行了 441 款基础产业类信托产品，遥遥领先于其他信托公司，可见江苏的债务规模非常庞大。发行城市方面，四川省主要集中在成都，湖南则主要集中在湘潭、常德等地，江苏则主要集中在镇江、淮安、南京、苏州、盐城、南通、常州、泰州等地，其中镇江发行 82 款产品，淮安发行 63 款产品，平台类信托发行数量远高于其他地区，这两个地区地方政府债务规模或相对较大。云南则主要集中于昆明等地。

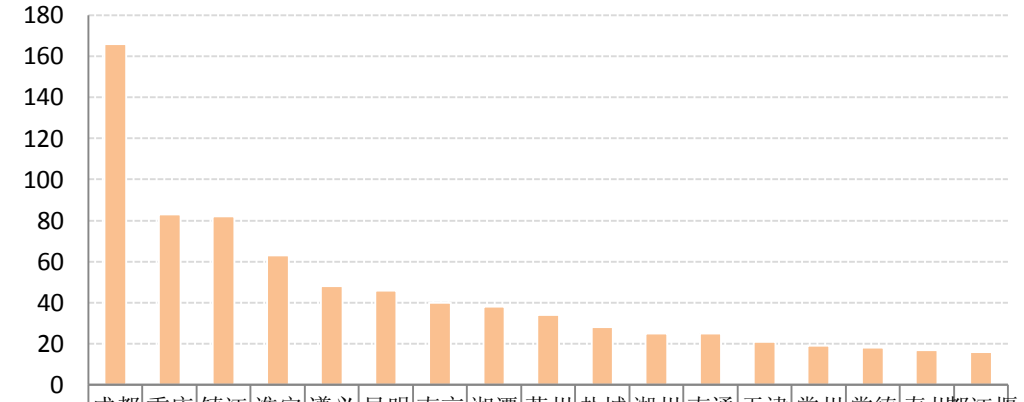
图 104　2014 年基础产业信托项目所在地区



	江苏	四川	湖南	云南	重庆	贵州	浙江	山东	辽宁	安徽	江西	吉林	山西	天津	湖北
数量	441	239	123	90	86	81	52	45	42	40	27	23	22	21	17

资料来源：华宝证券研究所　wind

图 105　2014 年基础产业信托项目所在城市



	成都	重庆	镇江	淮安	遵义	昆明	南京	湘潭	苏州	盐城	湖州	南通	天津	常州	常德	泰州	都江堰
数量	166	83	82	63	48	46	40	38	34	28	25	25	21	19	18	17	16

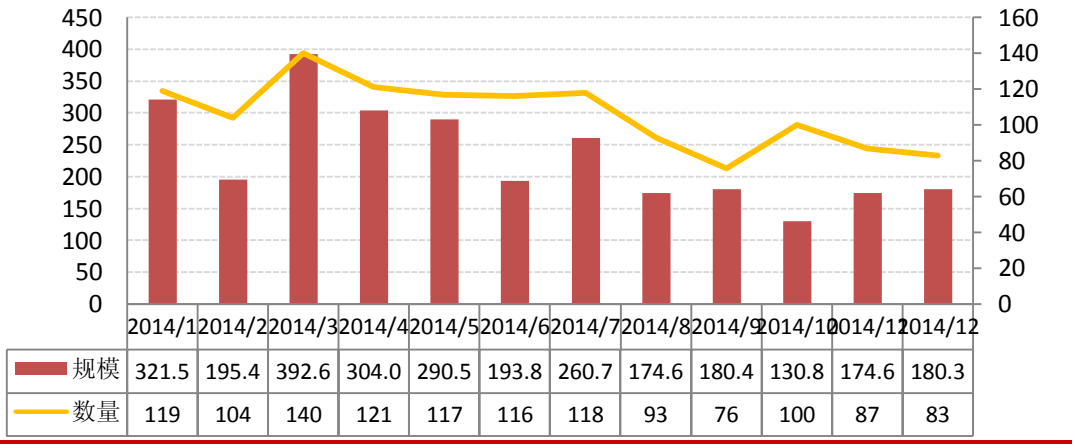
资料来源：华宝证券研究所　wind

5.2014 年房地产信托分析

5.1.房地产信托发行情况：全年发行规模锐减，年末发行反弹

2013 年以来房地产行业风险逐渐暴露，导致 2014 年房地产信托发行规模大幅缩减。14 年房地产信托发行规模仅为 2799.7 亿，较 2013 年大幅下滑 27.4%，发行 1274 款产品，较 2013 增加 11%，每款产品的单位发行规模从 3.36 亿下降为 2.2 亿，单位发行规模的大幅下降表明自去年以来房地产系统性风险提高背景下，信托公司收紧对房地产企业的授信额度，同时风险暴露下发行难度也不断提高，从而导致单个产品发行规模大幅下滑。从发行月份看，房地产信托从 1 月至 10 月呈递减趋势，11 月开始发行规模又呈现上升趋势。**我们认为主要原因是 11 月以来随着央行降息对房地产行业带来的实质性利好，房地产行业回暖预期增强，融资需求得到提振，因此房地产信托又开始加速发行。**

图 106　2013 年房地产集合信托发行情况（2013.01-2013.12）



资料来源：华宝证券研究所、用益信托工作室

5.2.信托公司发行房地信托情况

通过对信托公司房地产类集合信托产品发行情况统计，发现五矿信托以 859.33 亿发行规模遥遥领先，其发行数量达到 412 只位。其次为四川信托，发行规模为 635.81 亿，发行数量为 660 只，中融信托发行规模为 595.40 亿，发行数量则为 545 只。收益率方面，长城信托以 10.35%的收益率领衔，其次为四川信托，平均收益达到 10.27%，除此，还有安信信托、山西信托、渤海信托、方正信托等四家信托公司年均收益达到 10%以上，高收益的同时也伴随着高风险，须密切关注此类信托公司的房地产信托业务风险。

表 47　2014 年信托公司房地产信托发行规模排名 Top10

公司名称	数量总计	规模总计（亿）	平均期限（年）	平均年收益率（%）
五矿信托	412	859.33	1.41	7.34%
四川信托	660	635.81	1.63	10.27%
中融信托	545	595.40	1.91	9.45%
长安信托	471	549.57	1.68	9.06%
中信信托	415	499.74	1.83	8.67%

方正信托	231	452.87	1.55	10.05%
建信信托	161	430.24	2.93	7.18%
重庆信托	79	419.28	1.54	7.41%
华融信托	362	399.71	1.53	9.07%
华鑫信托	99	349.31	1.55	9.34%

资料来源：华宝证券研究所、用益信托网

从 2014 年房地产信托发行规模 Top10 的信托产品可见，10 款信托产品中，仅五矿信托就发行三款，华润信托则发行两款。其中，发行规模最大的是华润信托发行的“华美地产横琴项目投资集合信托计划”，发行规模达 60 亿，成立规模也为 60 亿，其次为大业信托发行的“泰禾 II 号股权投资基金集合资金信托计划”，成立规模 40 亿。

表 48　2014 年房地产信托发行规模排名 Top10

产品名称	发行机构	推出日期	发行规模	成立规模	平均期限	最高收益	交易对手	所属行业	所在地区
华美地产横琴项目投资集合信托计划	华润信托	2014-5-5	600000	600000					
泰禾 II 号股权投资基金集合资金信托计划	大业信托	2014-1-5	400220	400220			福州泰屿公司	住宅	福建福州
金城 1 号股权投资资金信托计划	金谷信托	2014-7-17	300000	123670	1.5	9	北京城建房地产开发有限公司	建筑企业	北京
长利稳增 1 号投资集合资金信托计划	五矿信托	2014-11-24	280000	280000	3		大连万达商业地产股份有限公司	商业地产	浙江杭州
翔园 17 号集合资金信托计划	平安信托	2014-4-8	250000	250000	1		佳兆业商业集团有限责任公司		深圳
珠海华发特定资产收益权投资集合资金信托计划	五矿信托	2014-3-26	210800	210800	1				广东珠海
长春龙翔股权投资集合资金信托计划（第一期）	五矿信托	2014-3-1	202516.06	202516.06	2		长春长东北龙翔投资建设（集团）有限公司		吉林长春
保利置业应收债权买入返售集合资金信托计划	长安信托	2014-4-8	200000	200000					
绿城香溢花城贷款集合资金信托	上海信托	2014-4-16	190000	35000	2	13.95		住宅	上海

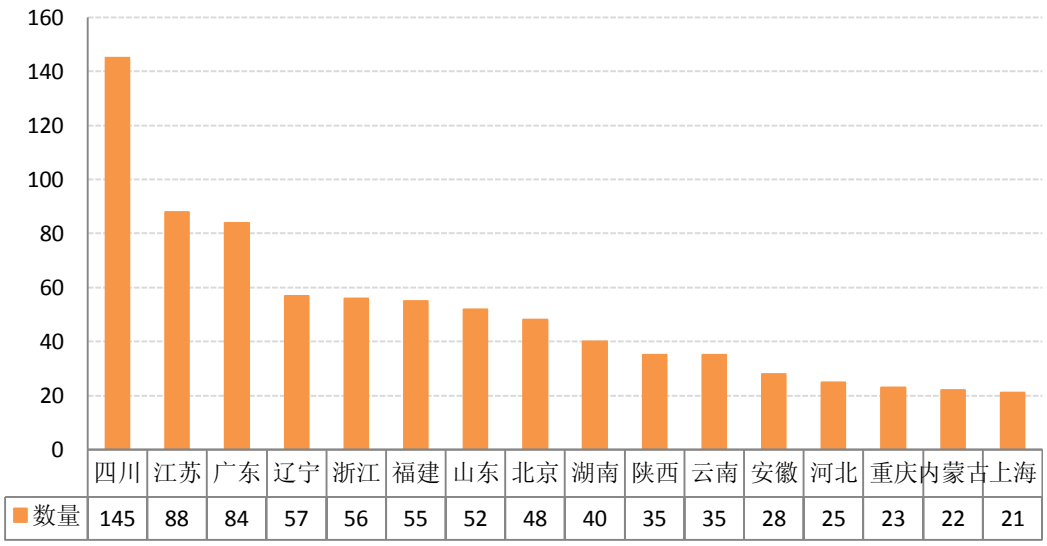
计划									
鼎新 118 号正荣南昌项目集合信托计划	华润信托	2014-2-10	180000	180000					

资料来源：华宝证券研究所、用益信托网

5.3.房地产信托地区分布情况：四川、江苏、广东、辽宁、浙江、福建、山东、北京、湖南等地

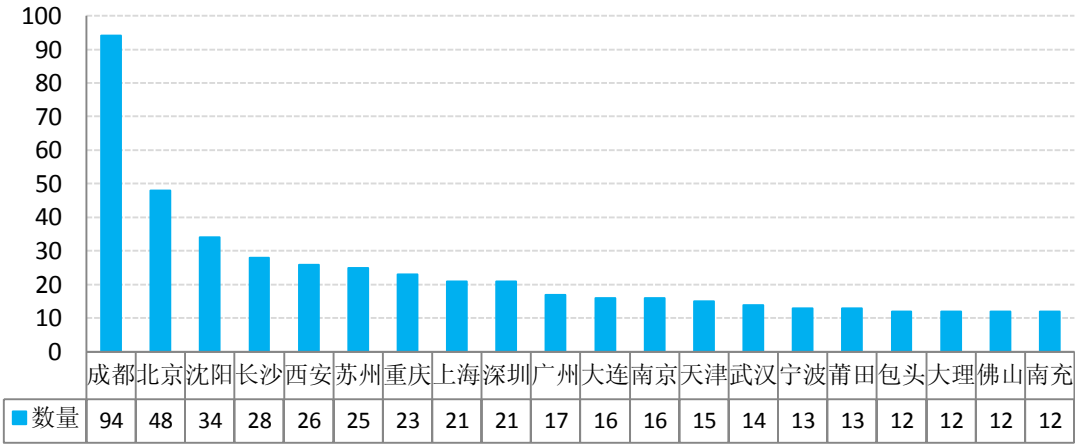
对 2014 年房地产信托项目所在地区的 943 组信托产品（占总数的 74%）根据项目所在地进行统计分析得到如下图所示，可见四川、江苏、广东、辽宁、浙江、福建、山东、北京、湖南等地为房地产信托项目发行集中地。发行城市方面（披露发行地区的城市占总数的 64%），成都、北京、沈阳、长沙、西安、苏州、重庆、上海、深圳等地房地产信托发行数量均居前列。2014 年，共有 513 只信托产品在一二线城市发行，比例达到 64%，可见房地产信托主要集中于大中型城市。

图 107　2014 年房地产信托项目所在地区



资料来源：华宝证券研究所、用益信托工作室

图 108　2014 年房地产信托项目所在城市



	成都	北京	沈阳	长沙	西安	苏州	重庆	上海	深圳	广州	大连	南京	天津	武汉	宁波	莆田	包头	大理	佛山	南充
数量	94	48	34	28	26	25	23	21	21	17	16	16	15	14	13	13	12	12	12	12

资料来源：华宝证券研究所、用益信托工作室

6.信托公司业务风格分析

截止 2014 年 12 月份，已登记并有产品发行纪录的信托公司达 68 家，各家信托公司在一次次转型中摸索、前进，逐渐形成了自身的资源优势，业务风格逐渐显现，我们将在本章节中，以集合资金信托产品为标的，以资金投向为信托产品划分依据，以各资金投向的产品发行数量占比为量化依据，分析各家信托公司过去 3 年来的产品发行情况，试图呈现各家信托公司的业务风格偏好。

6.1.研究思路

我们对 68 家信托公司过去三年的集合信托类产品进行了梳理，以公司各资金投向产品占比（公司某资金投向产品发行数量/产品发行总数）为指标，进行公司业务风格的分析。

我们通过比较信托公司内部各资金投向的产品占比，以占比最高的产品品类为公司的绝对偏好品类。如果该绝对偏好品类的产品数量占公司产品总数量的比例超过 30%，则公司在产品品类方面存在绝对偏好；否则，公司偏好分散投资。

6.2.信托公司投资领域绝对偏好分析

6.2.1.信托公司展现出产品类型的绝对偏好

我们对 68 家信托公司 2014 年的集合信托类产品进行了梳理，以信托公司某种产品资金投向产品占比（公司某资金投向产品发行只数/产品发行总只数）为指标，占比最高的产品品类为公司的偏好产品品类。若公司的偏好产品品类占比>30%，则公司存在产品品类绝对偏好；否则，公司偏好分散投资。所得结论如下表所示：

表 49　各信托公司产品品类绝对偏好

公司名称	产品品类绝对偏好	产品占比（%）
长城信托	房地产	85.71
中诚信托	房地产	77.78
大业信托	房地产	65.00
昆仑信托	房地产	48.94
英大信托	房地产	40.00
四川信托	房地产	37.12
新华信托	房地产	36.73
中建投信托	房地产	35.04
渤海信托	房地产	34.62
甘肃信托	房地产	31.25
渤海信托	工商企业	100.00
华信信托	工商企业	96.53
北方信托	工商企业	83.87
新时代信托	工商企业	79.37
天津信托	工商企业	69.51
渤海信托	工商企业	53.85
中航信托	工商企业	53.24
东莞信托	工商企业	46.59
华融信托	工商企业	46.41
华鑫信托	工商企业	31.31
中江信托	基础产业	81.91
紫金信托	基础产业	70.65
中泰信托	基础产业	68.75
浙金信托	基础产业	65.38
中融信托	基础产业	57.06
民生信托	基础产业	54.05
江苏信托	基础产业	50.00
国元信托	基础产业	48.15
湖南信托	基础产业	45.95
安信信托	基础产业	40.00
爱建信托	基础产业	38.81
中建投信托	基础产业	38.46
华澳信托	基础产业	37.86
国民信托	基础产业	36.00
华宸信托	基础产业	35.71
万向信托	基础产业	32.56
厦门信托	金融	94.34
云南信托	金融	90.93
粤财信托	金融	90.20
外贸信托	金融	69.61
中原信托	金融	69.44

华润信托	金融	62.69
中信信托	金融	60.96
长安信托	金融	57.96
方正信托	金融	52.38
西部信托	金融	52.00
五矿信托	金融	51.94
中海信托	金融	47.22
中铁信托	金融	46.37
华宝信托	金融	45.03
平安信托	金融	43.98
陕西国投	金融	34.62
重庆信托	金融	34.18
上海信托	金融	33.33
兴业信托	金融	32.46
国联信托	其他	83.33
国投信托	其他	75.00
交银信托	其他	67.80
兴业信托	其他	62.72
百瑞信托	其他	60.00
陆家嘴信托	其他	59.73
西藏信托	其他	57.50
甘肃信托	其他	56.25
山西信托	其他	53.97
杭州信托	其他	53.16
湖南信托	其他	48.65
苏州信托	其他	46.67
建信信托	其他	45.34
江苏信托	其他	40.91
山东信托	其他	38.26
华宝信托	其他	36.84
重庆信托	其他	35.44
北京信托	其他	34.74
上海信托	其他	33.33
平安信托	其他	32.53
中粮信托	其他	31.03

资料来源：华宝证券研究所、用益信托网

根据统计，除了金谷信托没有表现出明显的业务偏好，而选择分散化投资外，其余的公司都将资源向一定类型的产品倾斜，具体表现为该类产品的发行数量占公司产品总数的超过 30%。

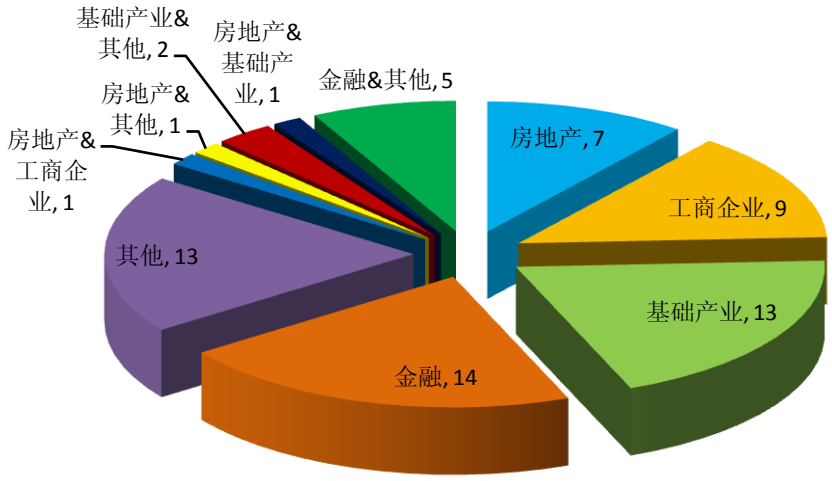
6.2.2.信托公司信托业务偏好分布情况

综合 68 家信托公司的集合信托产品，房地产、工商企业、基础产业、金融和其他类占比分别为 13.02%、14.37%、17.41%、36.67%和 18.52%，表现出对金融类的绝对偏好，对其他四类并无表现出特别偏好。

值得注意的是，选择各类信托产品品类偏好的公司数量占公司总数较为平均，各家信托公司并没有一窝蜂扎堆某一种类的信托业务，而是较为平均地分布于各个投向，如下图所示。大部分信托公司仅对一类投资方向表现出偏好，仅有 10 家（占 15%）公司的偏好同时表现在两个方向。

渤海信托的房地产和工商企业占比同时超过 30%，且工商企业占比高达 54%，表现出了比房地产更为强烈的偏好；甘肃信托的房地产和其他类占比同时超过 30%，且其他类占比达 56%，表现出对房地产投资方向和创新信托业务的偏好；湖南信托和江苏信托，突出表现为对基础产业和其他类的偏好，其中基础产业的占比均超过 45%；中建投信托，则表现出对房地产和基础产业的偏好，占比分别为 35%和 39%；另有华宝信托、平安信托、上海信托、兴业信托和重庆信托，表现出对金融和其他类的绝对偏好。

图 109　信托业务偏好分部较为平均



资料来源：华宝证券研究所、Wind

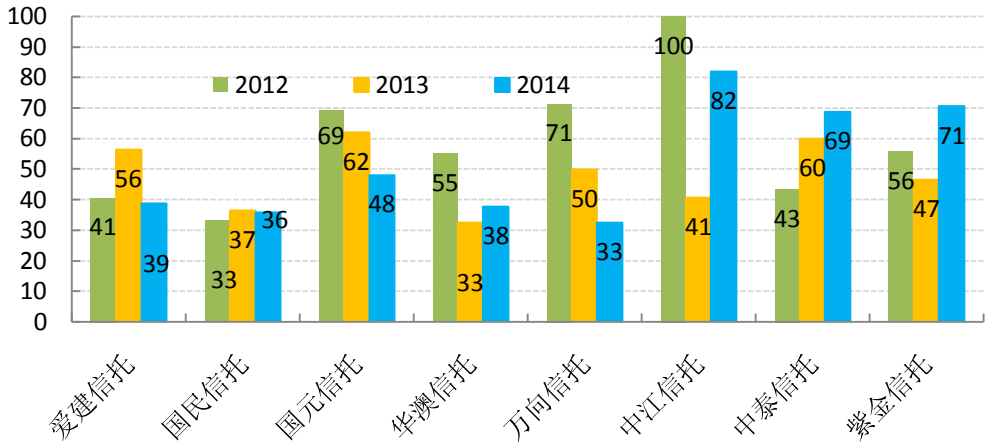
6.3.业务风格鲜明的信托公司分析

在前面的分析中，我们了解到信托公司在各类信托产品业务细分市场确实已形成了差异。由于信托项目的特殊性，信托项目投资者，应该充分了解每一家信托公司的业务特长和优势，了解其相关经验和经验的积累，在项目挑选过程中降低系统性风险。信托公司中一些公司近 3 年来均以某种类型的信托产品为绝对偏好，显示了较为鲜明的业务风格，我们将对此一一作出呈现。

6.3.1.基础产业信托较强偏好信托公司

爱建信托、国民信托、国元信托、华澳信托、万方信托、中江信托、中泰信托和紫金信托，这 8 家信托公司显示出较强的基础产业产品偏好。但是并无任何一家连续三年基础产业信托占比超过 50%，2012 年和 2013 年连续两年占比超过 50%的国元信托和万向信托，2014 年的占比分别降至 48%和 33%。其中，中泰信托发行的基础产业信托产品比重近三年来逐年上升。

图 110　8 家信托公司基础产业类信托产品发行数量占比（%）

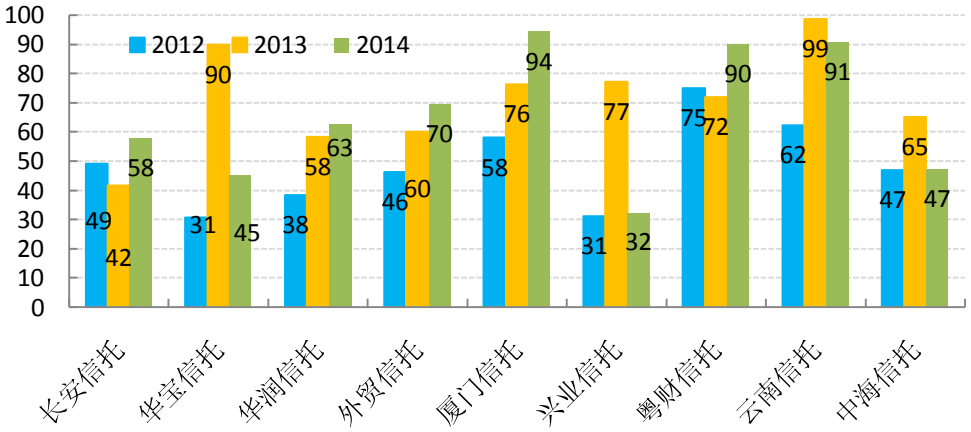


资料来源：用益信托网、华宝证券研究所

6.3.2.金融市场信托偏好较强的信托公司

长安信托、华宝信托、华润信托、外贸信托、厦门信托、兴业信托、粤财信托、云南信托和中海信托，这 9 家均显示出在金融市场投资领域的偏好。2012 年至 2014 年间，这 7 家信托公司均有 2 年出现金融市场信托产品占比超过该公司所有产品 50%以上的现象。其中，厦门信托、粤财信托和云南信托连续 3 年投资金融市场信托超 50%以上，厦门信托金融类信托产品占比更是呈现逐年上升趋势，显示出其对金融领域信托产品的强烈偏好。

图 111　9 家信托公司金融类信托产品发行数量占比（%）

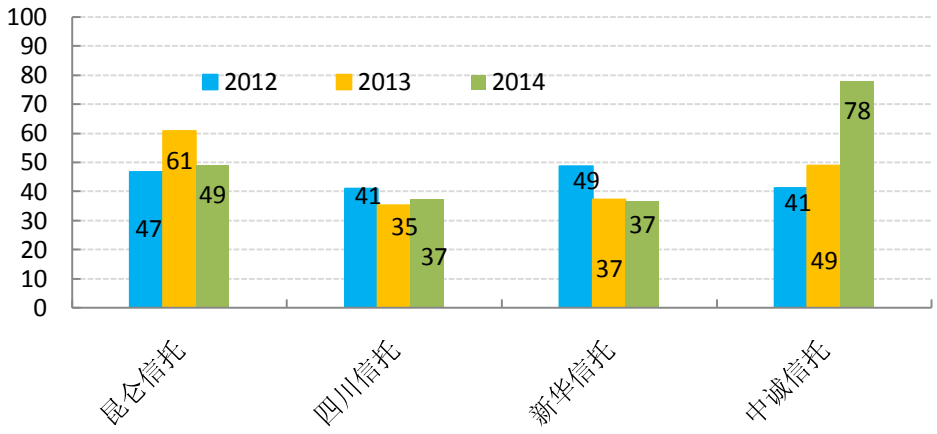


资料来源：用益信托网、华宝证券研究所

6.3.3.房地产信托较强偏好信托公司

昆仑信托、四川信托、新华信托、中诚信托均显示出在房地产投资领域一定程度的偏好，但并无任何一家连续两年房地产投资占比超过 50%。2012 年和 2013 年占比均超过 50%的杭州信托和西部信托，该项占比在 2014 年均出现了较大幅度的下降，分别降至 27.85%和 14%。中诚信托近 3 年该项占比逐年上升，2014 年高达 78%，体现了其对房地产信托鲜明的偏好和投资风格。

图 112　4 家信托公司房地产类信托产品发行数量占比（%）

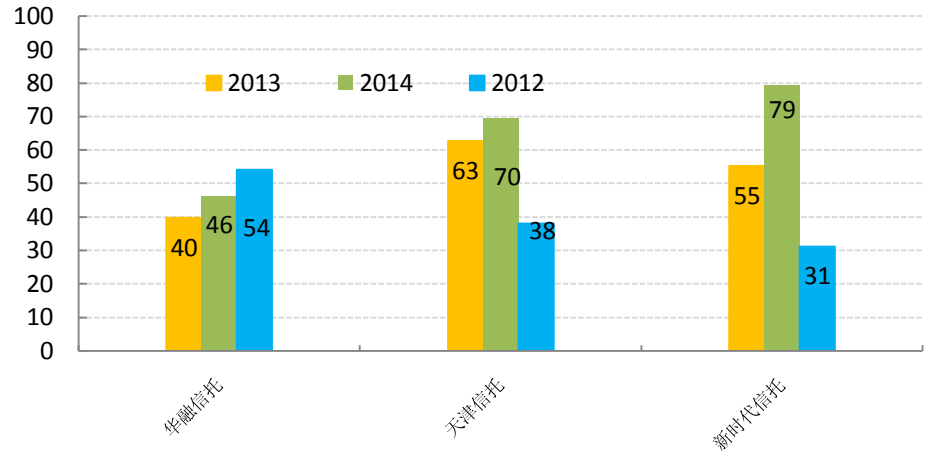


资料来源：用益信托网、华宝证券研究所

6.3.4.工商企业信托较强偏好信托公司

华融信托、天津信托和新时代信托，这 3 家对工商企业信托表现出较为强烈的偏好，但是并无任何一家连续 3 年投资工商企业的占比超过 50%。其中，华融信托该项占比逐年上升。2011 年至 2013 年间在工商企业领域投资占比超过 50%的甘肃信托，2014 年该项占比大幅下降至 6.27%。

图 113　3 家信托公司工商企业类信托产品发行数量占比（%）

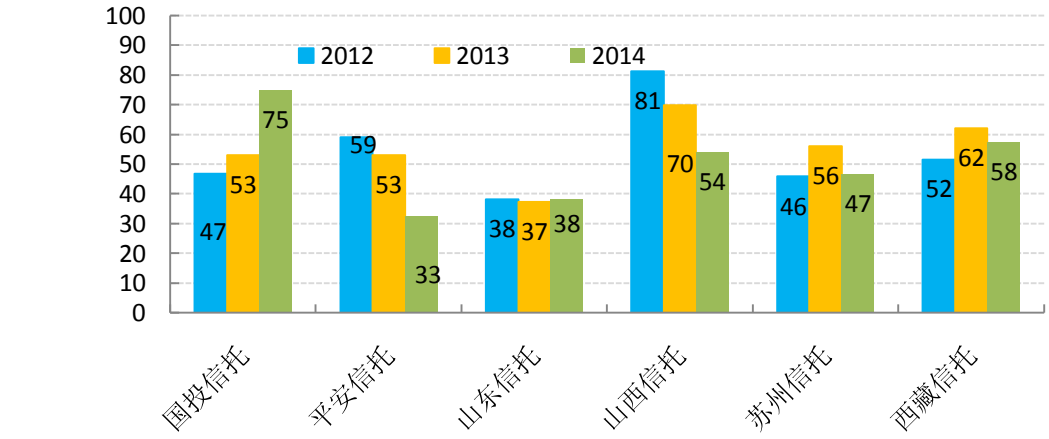


资料来源：用益信托网、华宝证券研究所

6.3.5.其他类信托较强偏好信托公司

国投信托、平安信托、山东信托、山西信托、苏州信托和西藏信托，这 6 家表现出了对其他类信托产品的偏好。其中，山西信托和西藏信托连续 3 年投资其他类的信托产品占比超过了 50%，国投信托该项占比近 3 年逐年上升，表现出了对新兴信托产品的强烈偏好。

图 114　6 家信托公司其他类信托产品发行数量占比（%）



资料来源：用益信托网、华宝证券研究所

7.信托公司经营分析

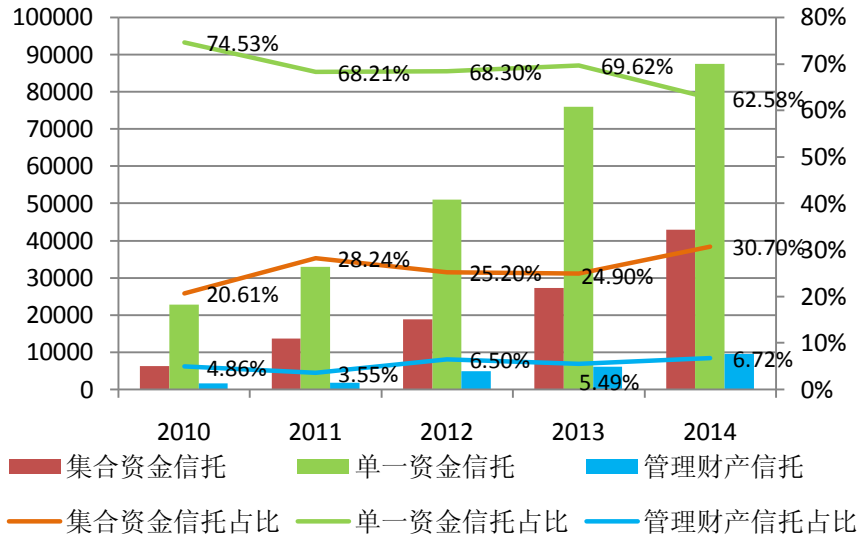
7.1.信托业务结构：集合资金信托占比有所回升

从信托业务结构上看，反映信托公司主动管理能力的集合信托发行速度在 2012、2013 连续两年下降后，2014 年有所回升。从存续信托产品看，集合资金信托占比从 2013 年末的 24.90%回升至 2014 年 9 月末的 29.13%，为近 5 年来的最高水平。而相对应地，单一资金信托比例则显著下降，从 2013 年末的 69.62%下降至 2014 年 9 月末的 65.01%，为近 5 年来的最低水平。管理财产计划占比一直较低，近 5 年来一直保持在 5%左右。

2013 年以来，泛资管竞争加剧，券商资管、基金子公司，甚而期货资管都加入“类信托”业务的大军，而通道类业务成为各类机构抢占的首要对象，使得单一通道类业务收费一降再降，信托由于通道类业务计提的资本金要高于券商资管和基金子公司等机构，收费也要高于前两者，因此信托通道类业务竞争优势已然不再，单一资金信托业务比例也开始出现明显下滑。

同时，在保险资金放开投资集合信托产品后，险资成为各信托公司争先恐后争取的一大对象。而险资只限于投资集合信托产品，这也助推了集合信托产品的大幅增加。2014 年 10 月 14 日，保监会下发了《中国保监会关于保险公司投资信托产品风险有关情况的通报》（保监资金（2014）186 号，以下简称“186 号文”），重申有关投资集合资金信托计划的风险控制规定，新增两个“不得”：不得投资单一信托，不得投资基础资产属于国家明令禁止行业或产业的信托计划。根据“186 号文”，保险资金投资单一信托，已经涉嫌违规操作，这也使得单一资金信托规模再次受限。

图 115　信托公司业务结构变化（2010-2014）



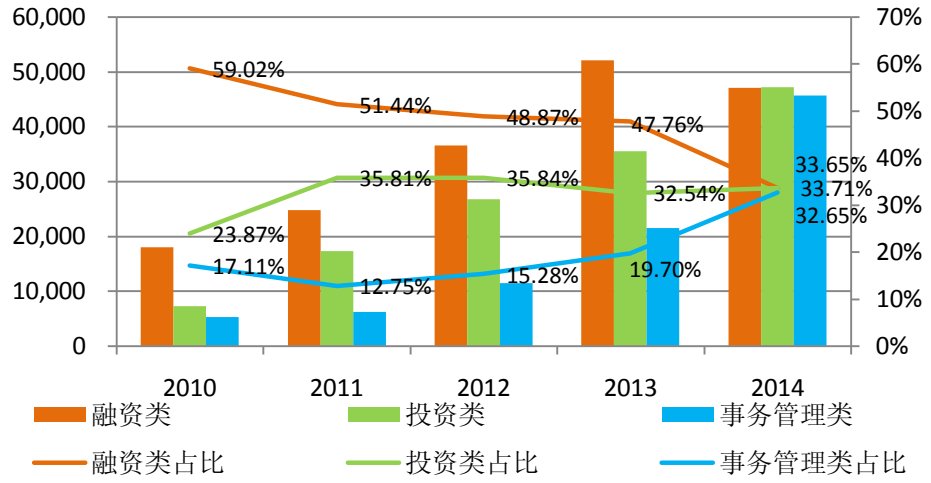
资料来源：华宝证券研究所、用益信托网

7.2.信托功能结构：融资类信托、投资类信托、事务管理类信托三足鼎立

从信托功能上来看，截至 2014 年末，融资类、投资类、事务管理类信托余额分别为 47036 亿、47119 亿、45643 亿，分别占信托资产总规模的 33.65%、33.71%、32.65%。2014 年投资类信托业务占比首次超过融资类信托，跃居第一，投资类信托所占比例从 2010 年的 23.87%一跃升至 2011 年的 35.81%之后，2011 年至 2014 年保持在 35%上下。2011 年以来，融资类信托占比一路下滑，2010 年其占各类信托资产比例为 59.02%，2012 年则首次降至 50%以下，为 48.87%，2014 年更是降到了 40%以下，为 33.65%。事务管理类信托所占比重由 2011 年小幅下降至 12.75%之后，2011 年至 2014 年一路上扬，至 2014 年末，已经高达 32.65%。三类信托产品已呈三足鼎立的局面。

目前，三类信托产品规模虽不相上下，然而随着泛资管竞争的加剧，信托传统两大类融资业务房地产信托和基础产业类信托逐渐走下坡路，未来投资类信托、事务管理类信托等更能体现信托制度优势的理财类信托发展空间将更值得期待。

图 116　信托公司业务结构变化（2010-2014）



资料来源：华宝证券研究所、用益信托网

7.3.信托公司注册资本金变化分析

表 50　2014 年信托公司注册资本金变化

增资时间	信托名称	增资前（亿元）	增资后（亿元）	增资方式
2014 年 2 月	兴业信托	25.76	50	股东现金出资 引入新股东
2014 年 3 月	渤海信托	20	27.75	股东现金出资
2014 年 5 月	民生信托	10	20	股东现金出资
2014 年 6 月	中融信托	16	60	累积利润转增
2014 年 7 月	杭州工商信托	5	7.5	累积利润转增
2014 年 7 月	长安信托	12.59	13.46	股东现金出资 引入新股东
2014 年 7 月	万向信托	6.5	13.39	股东现金出资
2014 年 8 月、9 月	山东信托	12	20	累积利润转增 股东现金出资 引入新股东
2014 年 9 月	安信信托	4.54	7.04	非公开发行
2014 年 10 月	中信信托	12	100	累积利润转增
2014 年 10 月	新华信托	12	30	
2014 年 10 月	陕国投信托	12.15	44.15	定向增发
2014 年 12 月	中原信托	15	25	累积利润转增
2014 年 12 月	北京信托	14	23	累积利润转增 股东现金出资
2014 年 12 月	华融信托	15.18	19.83	股东现金出资
2014 年 12 月	陆家嘴信托	10.68	30	——

资料来源：华宝证券研究所、信托业协会网站

2014 年毋庸置疑是信托业的增资扩股年，年内共有 16 家信托公司宣布增资，下半年的增资更为集中，增资规模达 290 亿，相当于 2011 到 2013 年连续 3 年的增资规模。其中，最受瞩目的是中信信托通过累积利润转增大手笔增资 88 亿元，注册资本金从 12 亿元增加至 100 亿元，刷新了信托公司的单笔增资记录，确立了无可撼动的业内第一地位，排在中信信托之后的为平安信托和中融信托，注册资本金分别为 69.88 亿元和 60 亿元。

中融信托、杭州工商信托、中信信托和中原信托，通过累积利润转增的方式实现增资。

2014 年 2 月，兴业信托的注册资本金由人民币 25.76 亿元增加至人民币 50 亿元，并相应调整股权结构。此次股权结构调整后，兴业信托各股东出资比例分别为：兴业银行股份有限公司 73%；澳大利亚国民银行持股比例 16.83%；福建华投投资有限公司 4.81%；福建省华兴集团有限责任公司 4.52%；南平市投资担保中心 0.83%。

2014 年 3 月，亿城股份以不低于 3.06 元/股，向控股股东海航资本等非公开发行不超过 10 亿股，募资总额不超过 30.6 亿元，用于增资渤海信托及补充流动资金，而其中 90%的资金用于增资渤海信托。

2014 年 5 月，泛海控股全资子公司浙江泛海与控股股东中国泛海控股集团有限公司将参与民生信托增资。增资完成后，中国泛海控股集团有限公司和浙江泛海将分别持有民生信托 59.65%和 25%的股份，北京首都旅游集团的持股比例将由原来的 30%下降为 15%。

2014 年 7 月，长安国际信托通过股东现金出资和引入新股东增资。变更股权后，股东持有股份数和持股比例也发生变化。西安投资控股有限公司，持股比例 40.44%；上海证大投资管理有限公司，持股比例 29.66%；上海淳大资产管理有限公司，持股比例 13.63%；上海景林投资发展有限公司，持股比例 8.80%；陕西鼓风机（集团）有限公司，持股比例 6.11%；西安高新技术产业开发区科技投资服务中心，持股比例 0.97%；西安电视台，持股比例 0.39%。

2014 年 7 月，万向信托公司通过股东现金出资方式，注册资本金由 6.5 亿元增加到 13.39 亿元，增加额为 6.89 亿元，同时维持股东持股比例不变。万向信托目前由中国万向控股有限公司控股，其持股比例高达 76.5%。

2014 年 7 月，山东信托以未分配利润转增的方式，将注册资本由 12.80 亿元增至 14.67 亿元。8 月，在此基础上继续增加 5.33 亿元注册资本至 20 亿元。为此，山东信托目前的第二大股东山东高新技术创业投资有限公司优先认购 0.33 亿元，其他股东并未“跟投”，增资计划中其余 5 亿元股份通过公开挂牌的方式征集投资者。

2014 年 9 月，安信信托将注册资本金从 4.54 亿元增加到 7.04 亿元。2 月，安信信托披露了非公开发行股票方案，向大股东—上海国之杰投资发展有限公司（下称“上海国之杰”）定向非公开发行不超过 2.5 亿股，价格为 13.20 元/股，共募集资金 33 亿元。

2014 年 10 月，陕国投拟向包括公司第一大股东陕西煤业化工集团有限责任公司在内的不超过 10 名特定对象非公开发行不超过 4.5 亿股股票，发行价格不低于 7.17 元/股，募集资金总额不超过 32 亿元，扣除相关发行费用后将全部用于充实公司资本金。

2014 年 12 月，以北京信托盈余公积 8.77 亿元转增注册资本 2.85 亿元。以盈余公积转增注册资本时，按北京信托现有股东原出资比例按照上述增资价格计算并派送新股。北京信托现有股东按原出资比例等比例按照上述增资价格认购现金增资 6.15 亿元。

2014 年 12 月，华融信托控股股东中国华融资产管理股份有限公司以货币资金出资方式向你公司增加注册资本 4.65 亿元，注册资本由 15.18 亿元增加至 19.83 亿元。本次增资后，公司股权结构变更为：中国华融资产管理股份有限公司出资占比 98.09%，新疆凯迪投资有限责任公司出资占比 1.13%，新疆恒合投资股份有限公司出资占比 0.78%。

2014 年 12 月，陆家嘴国际信托有限公司成功完成增资工作，注册资本金由 106834.62 万元增至 300000 万元。增资后公司股东构成为上海陆家嘴金融发展有限公司、青岛国信金融控股有限公司、青岛国信发展（集团）有限责任公司，出资比例分别为 71.61%、18.28%、10.11%。

信托公司纷纷增加注册资本，主要基于以下几方面原因：

首先，提高抵御风险能力。2014 年宏观经济结构调整和转型升级不断深化，信托业发展的外部环境复杂多变，而信托业本身经过几年快速发展，在矿业、房地产、地方融资平台等领域和项目的风险不断积累，资本金的增加有利于提高公司的社会公信力和资产偿付能力，从而提高抵御风险能力。

其次，满足净资本管理的监管需要。2012 年出台的《信托公司净资本管理办法》规定信托公司净资本不得低于各项风险资本之和的 100%；净资本不低于净资产的 40%。银监会对信托公司实施净资本管理，信托公司监管评级、业务发展、创新业务准入、对外投资等都与净资本指标达标情况直接挂钩。2014 年上半年中国银监会发布的《关于信托公司风险监管的指导意见》（银监办发[2014]99 号）文进一步强化净资本的管理约束。银监会“99 号文”强调了信托公司股东的三大责任：一是出现流动性风险时，需要提供流动性支持；二是资本不足时，应推动压缩业务或补充资本；三是经营管理出现重大问题时，更换股东或限制权利。因此，增资扩股成为信托公司满足监管机构风险控制要求、进一步发展业务的必要条件。

另外，满足业务升级的要求。根据监管规定，不少信托创新业务都有资本金要求。如根据 2007 年银监会和外管局印发的《信托公司受托境外理财业务管理暂行办法》，信托公司开办受托境外理财业务，注册资本金不得低于 10 亿元；2014，保监会下发《关于保险资金投资集合资金信托计划有关事项的通知》，对担任受托人的信托公司提出准入条件之一是，上年末经审计的净资产不低于 30 亿元人民币。因此，突破保监会要求的“净资产 30 亿元”门槛才是业务升级的关键一步。

最后，各家信托公司有特殊考虑。如民生人寿大力增资万向信托，是为万向信托的上市做准备。

8.2015 年信托业展望

8.1.信托业转型大猜想：互联网金融给信托业带来了机会

自 2013 年 4 月余额宝点燃了互联网金融风暴以来，目前互联网金融正如火如荼地发展。而信托业也借助互联网不断开拓和创新。目前，信托与互联网的结合主要有以下几种模式:

8.1.1.非标资产的综合管理平台：信托 100

2014 年初，“信托 100”悄然兴起，其打出“100 元买信托”的口号，在投资者中引起一片热议，由于其将信托投资门槛从 100 万降至 100 元，也引起大家的广泛关注。而何谓“信托 100”？

“信托 100”是指“信托 100”网站，其销售信托的方式，主要是通过网站与投资者签订委托代理投资协议募集零散的社会资金，再以网站名义与发行信托产品的信托公司签署认购协议，将本来需要 100 万买的信托降到了 100 元。通俗点说，就是凑份子买信托。

“信托 100”将信托投资门槛降到 100 元，虽然满足了一部分未达到条件的投资者追求高收益的投资需求，然而却违反了信托的相关规定，其本质上是将信托从“私募”改为“公募”，淡化了合格投资者和不合格投资者的区别。贸然降低门槛，或将信托业的风险扩散至风险承受能力较低的小额投资者，反而不利于投资者利益的保护和金融市场的稳定。

因此，在央视对信托 100 网站以“百元买信托”作为宣传，涉嫌违规销售信托产品一事进行了报道后，中国信托业协会在声明中表示：“信托 100”网站违反《中华人民共和国信托法》、《信托公司集合资金信托计划管理办法》的相关规定，募集资金、销售信托产品的行为引起了投资者和媒体的广泛关注，中国信托业协会提醒投资者，对各类信托产品宣传信息保持高度警惕，增强风险防范意识，远离非法信托活动。

此后各家信托公司纷纷撇清与信托 100 的关系，称未与信托 100 签订相关协议，并对产品被挂在信托 100 上销售不知情。此后，信托 100“百元神话”开始破灭。

目前，经整治后的信托 100 功能主要有以下几种:

（1）如意存

如意存是以信托 100 平台现有的信托产品和资产管理产品为基础投资组合的委托理财计划。投资标的以 1~3 年期的信托和资管计划为主，搭配一定比例的现金管理类计划。

（2）团购

团购平台提供不同收益率、期限的产品，投资者可以根据投资需求及资金能力，挑选适合自己的投资产品。团购平台不定期推出“精选”产品，精选产品在预期收益率高的前提下，具有投资期限短、风险等级低等优势。

（3）收益权转让

通过信托 100 提供的收益权转让平台，用户可以自行转让已投资的信托资产份额及收益权，也可以投资其他用户转让的份额从而获取该份信托的收益权。

图 117　收益权转让



资料来源：华宝证券研究所、信托 100

目前，信托 100 拥有的主要优势在于其提供的信托产品门类齐全，用户可根据自身风险承受能力，选择不同的信托产品，通过分散投资降低投资风险，同时其引入第三方支付平台国付宝进行资金的监督管理。信托 100 操作简洁方便，网站上可直接预约购买。而最为重要的一点是其提供了收益权转让功能，通过平台的收益权转让功能，用户将可以把所持有的份额快速变现，实现资金灵活周转。同时，其还根据自身平台上的信托产品和资产管理产品为基础投资组合开发了委托理财计划，即如意存，供投资者选购。**应该说信托 100 是一个非标资产的综合管理平台。**

虽然信托 100 原来的拆分销售信托的方式涉嫌违规，未被监管层认可，然而却不得不承认这是一项具有开拓意义的金融创新，是互联网“众筹”思想在信托业的一大运用，也是互联网金融的核心思想。目前，目前市场上主流的金融产品中，我们缺乏门槛在 1000 元的固定收益货币基金、债券基金和门槛在 100 万的信托之间的产品类型，这样的产品收益应该高于货币基金、期限在 1～2 年之间。因此，这是一个巨大的市场空白，需要金融从业者通过不断地创新，开发新的产品来填补，也需要监管层提供支持。

8.1.2.金融工具综合运用产物：娱乐宝

2014 年 3 月 26 日，阿里巴巴“娱乐宝”平台出炉。娱乐宝模式一面世即引发市场热议，娱乐宝是由阿里巴巴数字娱乐事业群联合金融机构打造的增值服务平台，用户在该平台购买保险理财产品即有机会享有娱乐权益。网民出资 100 元即可投资热门影视剧作品，预期年化收益 7%，并有机会享受剧组探班、明星见面会等娱乐权益。有别于余额宝的属性，娱乐宝依附于淘宝移动端，通过向消费者发售产品进行融资，所融资金配置为部分信托计划，最终投向于阿里娱乐旗下的文化产业。由于信托计划有投资人数限制及投资门槛要求，而投连险并不能直接投资于文化产业，**因此其通过“投连险－信托－电影”的方式规避了监管，将资金“融”给电影相关制作方。**由于这款投连险产品并不保本保息，国华人寿的应对举措是降低投资门槛，产品认购起点为 100 元，上限也仅为 1000 元。这意味着，按 7%的年化收益算，每个投资者每年获得的最大收益为 70 元，退保损失仅为 30 元。同时，为了保障资金安全，还通过商业银行出具保本保息的保证函，如果项目出现违约，商业银行将代替电影企业履行还款义务。

娱乐宝是互联网与各种金融工具结合的产物，而未来预计这样的金融创新将越来越普遍化。信托在各类金融工具中有着独特的优势，信托业可抓住互联网金融的大潮，运用自己独特的平台优势，开发和创新更多的互联网金融产品

8.1.3.互联网消费信托：百发有戏

2014 年 9 月 21 日，由中信信托、百度金融、中影股份及德恒律所联合举办的“百发有戏”电影大众消费互联网服务平台启动仪式在京举行。作为全国首单互联网消费信托，热门影片《黄金时代》正式登陆互联网消费信托平台，与以往动辄几十万元、几百万元的投资起点不同，这只名为“百发有戏”之《黄金时代》的互联网理财产品的最低投资门槛仅为 10 元，所以刚一推出，即遭“秒杀”。“消费众筹+电影+信托”商业模式或将成为互联网金融的新范本。

百度消费权益信托为财产权信托。在“百发有戏”平台之中，消费者获得相关消费权益后，将消费权益注入百度消费权益信托项目，由中信信托对消费权益进行集中管理。中信信托作为独立第三方，将发挥信托财产的独立性和破产隔离方面的独特功能，为消费众筹项目增信，同时进行监督管理，确保资金专项运用，间接实现了对上端消费权益的保障性监控。

中信信托在该产品运作中起到的主要作用是监督和事务管理作用。中信信托可以对消费信托项目进行审慎审查，完善信息披露、提高项目透明度、增加项目安全性，从而增强消费信托平台对项目资质和信用的审查能力。更为重要的是，通过消费信托的设立，中信信托对消费权益的集中管理也将提升消费者群体的集体维权能力，切实保护消费者的消费权益。

互联网消费信托实质在于金融监管。互联网预售消费权实质是预收款项延迟了消费，而为了保护投资者的利益，将这些预收款项交付信托，由信托作为独立第三方增信、管理并监督资金运用，预防收款方因经营不善破产倒闭或发生信用风险损害公众利益。因此信托在其中的作用显得尤为重要。互联网金融实质是金融，金融则离不开监管，而在信托模式下的互联网金融自然纳入了监管之中，这也是将信托引入互联网金融的重要意义所在。

2015 年，随着信托业转型的不断深化和发展，随着互联网金融优势的不断显现，未来与互联网结合的各项创新型信托产品或将不断被开创出来，信托或将凭借自身的制度优势成为互联网金融领域的一颗“新星”。

8.2.交叉违约触发多米诺骨牌效应，债务联动性风险大大增强

目前，销售规模排名全国第 22 位的上市房企——佳兆业正陷入漩涡之中。2015 年 1 月 1 日，佳兆业公告中称，因公司董事会主席郭英成辞职，触发了汇丰银行高达 4 亿港元的强制性提前还款条文。但截至还款期，佳兆业未能偿还这笔融资贷款。佳兆业债务危机由此引发。

佳兆业爆出债务危机后，国内各大金融机构受到牵连，包括平安信托在内的十余家信托公司、包括中信银行在内的九家商业银行、包括平安大华汇通、鹏华资产等多家基金子公司，都因佳兆业相关的融资产品而深陷其中。

在全国范围内佳兆业项目共涉十余款尚未兑付的房地产信托产品，融资总额超过100 亿元。其中，平安信托、华润深国投信托、中融信托有多只产品深度卷入；此外，外贸信托、华宝信托、新华信托、五矿信托、中诚信托、爱建信托、中铁信托、兴业信托等也各有合作产品。其中，平安信托旗下一款投资于佳兆业的规模达 25 亿元的信托产品，将于 2015 年 1 月 22 日到期。

这些信托产品由佳兆业集团提供连带担保责任，但在佳兆业自身难保情况下，担保连同项目公司的股权质押已无意义，若其提供了相关抵押物，而位于深圳的土地及在建工程项目已被限制交易，同时佳兆业相关房源被冻结，严重影响了其现金流。因此金融机构对佳兆业项目销售资金能否被正常用于还款以及最终的兑付前景都产生了忧虑。

目前，中信银行深圳分行已向法院提出诉前财产保全申请，要求查封深圳佳兆业城市广场和悦峰两个项目。继中信银行向法院提出诉前财产保全后，1 月 8 月，又有 14 家金融机构向法院申请查封佳兆业资产。深圳中院的信息显示，金融机构申请查封佳兆业的项目，不光位于深圳，还包括珠海、大连、惠州、苏州等区域。这意味着，对于佳兆业偿债能力的恐慌正在全国蔓延。同时，由于受到负面消息的影响，佳兆业的债券被评级机构从投资级别 BBB 降为垃圾类的 CC 级，导致债券价格大跌，债券利息暴涨，年息率涨到 40%以上。

而此前，佳兆业的财务状况还是相对健康的。根据 2014 年佳兆业中期财务报告，其资产负债率为 75.6%；一年内到期的借款约 60 亿，而其现金及等价物超过 93 亿，还有短期存款约 1.8 亿。而且，根据佳兆业公告，截至 2015 年 1 月 5 日，其到期债务仍不足 8 亿元。可见，佳兆业是有充足的债务偿还能力的。

佳兆业从一个具有足够支付能力的公司陷入目前的资金危局，很重要的一个因素就是其和金融机构签署的融资文件中存在交叉违约条款。所谓交叉违约，是指借款人在一项融资交易项下的违约事件将构成其在另外一项融资交易项下的违约事件。

目前，由于存在交叉违约，使得债务风险联动性大大增强。当一个违约事项发生时，就会触发多米诺骨牌效应，其他违约事项也将一块引发。由于存在交叉违约，企业对外负债中，银行贷款、债券、信托等常见的财务负债之间的风险联动性大大增强，因此我们更需关注企业的整体负债风险。

除交叉违约所引发的债务联动性风险外，我们也不得不关注为何会有如此多的金融机构深陷泥潭。自 2014 年开始，信托公司对房地产信托业务已经开始持谨慎态度，也不断提高房地产信托项目的准入门槛。信托业务对融资的房地产企业资质要求更为严格：包括房地产行业排名前 20 名，仅限于上市房企，质押率低于 50%，有银行或者第三方的担保等诸多具体要求。因此作为实力较强的上市房企则成为众多“嫌贫爱富”的金融机构争相提供融资的对象。正是对于已上市的大型房企的融资条件相对宽松，如今才会有如此多金融机构中枪。

而房地产信托结构往往是多层嵌套模式，或交叉授信，不仅增加了杠杆，而且容易产生连锁反应，因此，佳兆业的所暴露的债务危机只是冰山一角。

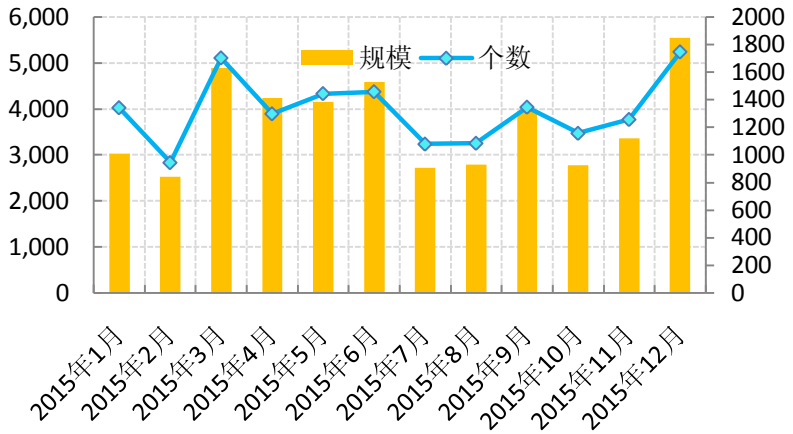
佳兆业的债务风险虽然个体原因是直接导火索，**但却一定程度上反映了经济下行压力下，通过激进负债进行扩张的企业面临的较大的流动性压力**，在市场一有风吹草动之时，这些企业往往最先暴露风险，整体信用风险概率也将显著增加。而 2015 年，国内

整体信用风险仍会进一步上升，而房地产和煤炭行业面临的信用风险将远大于其他行业，违约案例或将进一步爆发。因此，2015 年需密切关注负债型企业及相关行业风险。

8.3.政府平台类信托规模或将下降，警惕信用风险集中爆发

根据信托业协会数据，2015 年单月最低信托到期量为 2517 亿元，2 月、7 月、8 月和 10 月的到期信托规模较低。3 月到 6 月的信托产品到期规模较大且集中，3 月到期规模达到 4883 亿元，除此外，12 月到期规模达 5546 亿，为一年中最大值。该段时间需特别警惕信用风险的集中爆发。

图 118　信托产品到期情况（2015 年 1-12 月）



资料来源：华宝证券研究所，信托业协会网站

2014 年，《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（43 号文）中明确“剥离融资平台公司政府融资职能，融资平台公司不得新增政府债务”，并明确地方政府举债采取政府债券方式。明确经国务院批准，省、自治区、直辖市政府可以适度举借债务，市县级政府确需举借债务的由省、自治区、直辖市政府代为举借，并要求政府债务只能通过政府及其部门举借，不得通过企事业单位等举借。而《地方政府性存量债务清理处置办法（征求意见稿）》对债务处置设定了过渡期，明确在过渡期内（2015 年 12 月 31 日之前）对符合条件的在建项目后续融资，政府债券资金不能满足的，允许地方政府按照原渠道融资。也就是说，符合条件的项目政府平台还可以通过信托等原渠道融资，但我们预计，2015 年政府平台类信托项目发行规模将有所下降，首先债务处置办法中明确存量债务是指截至 2014 年 12 月 31 日尚未清偿完毕的地方政府性债务，并要求进行债务锁定，“地方各级财政部门汇总本地区存量债务清理及甄别结果，经本级政府批准后逐级上报，省级财政部门应于 2015 年 1 月 5 日前上报财政部，经国务院批准后，锁定政府一般债务、专项债务及或有债务余额。锁定后的政府债务及或有债务存量债务余额只减不增，除正常清偿外，债务数据不得调整”，故 2015 年不能新增债务规模，这将限制了政府债务的增长，而新发行的政府平台类信托能否被纳入政府性债务还将是一个未知数，信托公司和投资者对此类信托将持更为谨慎的态度，而对政府债务风险的担忧也将导致政府平台类信托发行规模的下降。

2015 年，审计署将公布政府性债务审计结果，未被纳入地方政府性债务的各类平台类债务或将爆发债务违约风险，投资者需时刻关注相关动态。

（四）2014 年基金子公司年度报告

1.基金子公司简介

2012 年以来，在信托、券商等机构承受政策限制的同时，得益于较低的业务门槛和政策导向，基金子公司如雨后春笋般涌现，规模迅速扩张，逐渐成为金融机构的“新宠”。经历 2013 年的“野蛮生长期”后，随着监管政策的趋严，2014 年以来，该发展劲头有所减弱，截止 2014 年底，基金子公司专户业务规模 3.74 万亿元。

从 2012 年 11 月第一家基金子公司获批开始，基金子公司跨越式发展的步伐就从未停止。目前，根据证监会公布的《基金管理公司从事特定客户资产管理业务子公司名录》，共计有 71 家基金专户子公司获批，合计注册资本为 34.31 亿元。而根据证监会官网公布的《基金管理公司名录（2014 年 8 月）》，共计 95 家基金管理公司，其中成立基金子公司的比例高达 75%，基金子公司已经成为基金公司开展业务的重要渠道，帮助其实现业务的多元化经营、满足资产的多样化配置需求，快速扩大管理规模，提升市场竞争力。

表 51　基金管理公司从事特定客户资产管理业务子公司名录（2014 年 8 月）

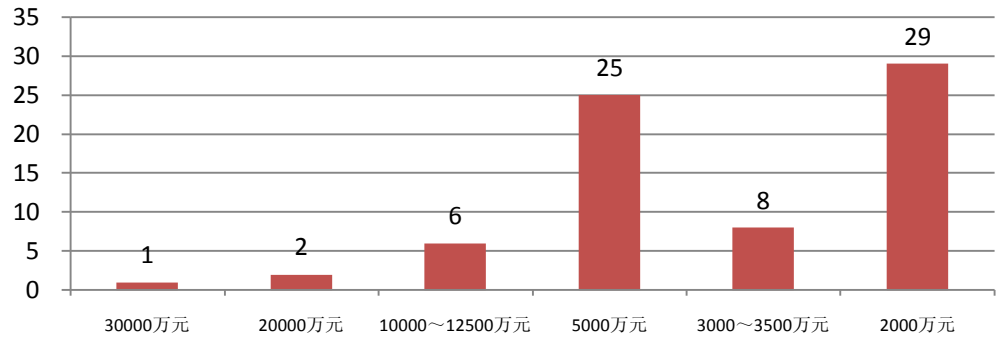
序号	公司名称	母公司名称	注册资本(万元)	注册地点	批复时间
1	工银瑞信投资管理有限公司	工银瑞信基金	5000	上海	2012 年 11 月
2	嘉实资本管理有限公司	嘉实基金	30000	北京	2012 年 11 月
3	深圳平安大华汇通财富管理有限公司	平安大华基金	3000	深圳	2012 年 11 月
4	华夏资本管理有限公司	华夏基金	5000	深圳	2012 年 12 月
5	北京方正富邦创融资产管理有限公司	方正富邦基金	2000	北京	2012 年 12 月
6	长安财富资产管理有限公司	长安基金	5000	上海	2012 年 12 月
7	富安达资产管理（上海）有限公司	富安达基金	2000	上海	2012 年 12 月
8	上海兴全睿众资产管理有限公司	兴业全球基金	2000	上海	2012 年 12 月
9	北京千石创富资本管理有限公司	国金通用基金	2000	北京	2012 年 12 月
10	深圳市红塔资产管理有限公司	红塔红土基金	2000	深圳	2012 年 12 月
11	鹏华资产管理（深圳）有限公司	鹏华基金	3000	深圳	2012 年 12 月
12	北京天地方中资产管理有限公司	天弘基金	2000	北京	2012 年 12 月
13	民生加银资产管理有限公司	民生加银基金	12500	广州	2013 年 1 月
14	上海新东吴优胜资产管理有限公司	东吴基金	2000	上海	2013 年 1 月
15	上海锐懿资产管理有限公司	泰信基金	2000	上海	2013 年 1 月
16	万家共赢资产管理有限公司	万家基金	6000	上海	2013 年 1 月
17	首誉光控资产管理有限公司*	中邮创业基金	12000	深圳	2013 年 1 月
18	招商财富资产管理有限公司	招商基金	10000	深圳	2013 年 2 月
19	博时资本管理有限公司	博时基金	5000	深圳	2013 年 2 月
20	德邦创新资本有限责任公司	德邦基金	5000	上海	2013 年 2 月
21	上海金元百利资产管理有限公司**	金元惠理基金	3054.4	上海	2013 年 2 月
22	上海聚潮资产管理有限公司	浙商基金	2000	上海	2013 年 2 月
23	汇添富资本管理有限公司	汇添富基金	5000	上海	2013 年 2 月
24	信达新兴财富（北京）资产管理有限	信达澳银基金	2000	北京	2013 年 2 月

	公司				
25	银华财富资本管理（北京）有限公司	银华基金	2000	北京	2013 年 3 月
26	深圳华宸未来资产管理有限公司	华宸未来基金	2000	深圳	2013 年 3 月
27	国泓资产管理有限公司	益民基金	5000	北京	2013 年 3 月
28	深圳新华富时资产管理有限公司	新华基金	2000	深圳	2013 年 3 月
29	中信信诚资产管理有限公司	信诚基金	5000	上海	2013 年 4 月
30	深圳市融通资本财富管理有限公司	融通基金	2000	深圳	2013 年 4 月
31	国泰元鑫资产管理有限公司	国泰基金	5000	上海	2013 年 5 月
32	上海华富利得资产管理有限公司***	华富基金	3500	上海	2013 年 5 月
33	上海财通资产管理有限公司	财通基金	2000	上海	2013 年 5 月
34	建信资本管理有限责任公司	建信基金	5000	上海	2013 年 5 月
35	瑞元资本管理有限公司	广发基金	5000	珠海	2013 年 6 月
36	易方达资产管理有限公司	易方达基金	12000	珠海	2013 年 6 月
37	兴业财富资产管理有限公司	兴业基金	20000	上海	2013 年 6 月
38	天治资产管理有限公司	天治基金	5000	北京	2013 年 6 月
39	深圳前海金鹰资产管理有限公司	金鹰基金	2000	深圳	2013 年 7 月
40	中海恒信资产管理（上海）有限公司	中海基金	2000	上海	2013 年 7 月
41	国投瑞银资本管理有限公司	国投瑞银基金	5000	深圳	2013 年 7 月
42	富国资产管理（上海）有限公司	富国基金	2000	上海	2013 年 7 月
43	长城嘉信资产管理有限公司	长城基金	5000	深圳	2013 年 7 月
44	上海长江财富资产管理有限公司	长信基金	2000	上海	2013 年 8 月
45	深圳中欧盛世资本管理有限公司	中欧基金	2000	深圳	2013 年 8 月
46	东方汇智资产管理有限公司	东方基金	5000	深圳	2013 年 8 月
47	上海瑞京资产管理有限公司	东海基金	2000	上海	2013 年 8 月
48	诺安资产管理有限公司	诺安基金	5000	北京	2013 年 8 月
49	前海开源资产管理（深圳）有限公司	前海开源基金	2000	深圳	2013 年 8 月
50	农银汇理（上海）资产管理有限公司	农银汇理基金	2000	上海	2013 年 8 月
51	景顺长城资产管理（深圳）有限公司	景顺长城基金	3000	深圳	2013 年 9 月
52	道富资产管理有限公司	道富基金	5000	北京	2013 年 9 月
53	华安未来资产管理（上海）有限公司	华安基金	3000	上海	2013 年 9 月
54	大成创新资本管理有限公司	大成基金	10000	深圳	2013 年 10 月
55	南方资本管理有限公司	南方基金	20000	深圳	2013 年 10 月
56	长盛创富资产管理有限公司	长盛基金	5000	北京	2013 年 10 月
57	上海浦银安盛资产管理有限公司	浦银安盛基金	2000	上海	2013 年 11 月
58	安信乾盛财富管理（深圳）有限公司	安信基金	2000	深圳	2013 年 11 月
59	中铁宝盈资产管理有限公司	宝盈基金	5000	深圳	2013 年 11 月
60	交银施罗德资产管理有限公司	交银施罗德基金	5000	上海	2013 年 11 月
61	深圳华润元大资产管理有限公司	华润元大基金	3000	深圳	2013 年 11 月
62	国海富兰克林资产管理（上海）有限公司	国海富兰克林基金	2000	上海	2013 年 11 月
63	鑫沅资产管理有限公司	鑫元基金	5000	上海	2014 年 1 月
64	北银丰业资产管理有限公司	中加基金	10000	深圳	2014 年 2 月
65	上银瑞金资产管理（上海）有限公司	上银基金基金	3000	上海	2014 年 3 月

66	申万菱信（上海）资产管理有限公司	申万菱信基金	2000	上海	2014 年 3 月
67	永赢资产管理有限公司	永赢基金	5000	上海	2014 年 3 月
68	银河资本资产管理有限公司	银河基金	5000	上海	2014 年 4 月
69	北京国开泰富资产管理有限公司	国开泰富基金	2000	北京	2014 年 4 月
70	上海富诚海富通资产管理有限公司	海富通基金	2000	上海	2014 年 7 月
71	柏瑞爱建资产管理（上海）有限公司	华泰柏瑞基金	10000	上海	2014 年 8 月

备注：*首誉光控资产管理有限公司更名为首誉资产管理有限公司，注册资本由 5000 万元增资至 1.2 亿元；
**上海金元惠理资产管理有限公司更名为上海金元百利资产管理有限公司，注册资本由 2000 万元增资至 3054.4 万元；
***上海华富资产管理有限公司更名为上海华富利得资产管理有限公司，注册资本由 2000 万元增资至 3500 万元。
资料来源：证监会官网，华宝证券研究所

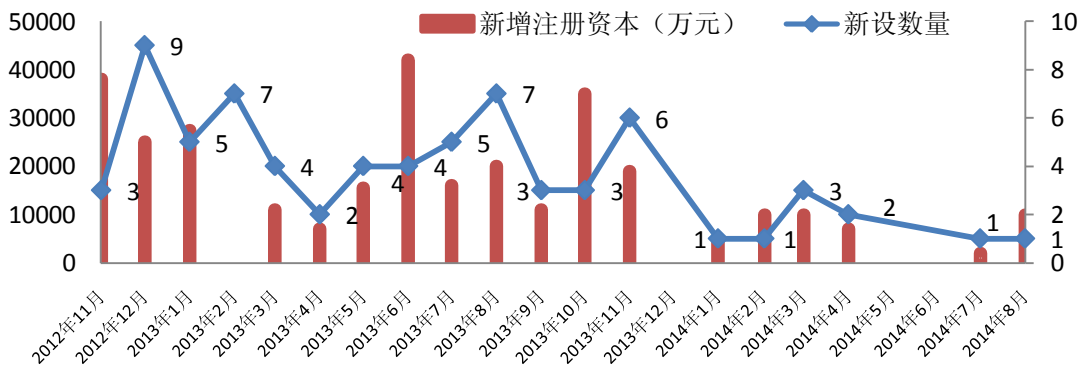
图119　按注册资本统计分类的基金子公司数量（2014年8月）



资料来源：证监会官网，华宝证券研究所

从注册资本来看，71 家基金子公司的平均注册资本为 4830 万元，共有 9 家子公司注册资本在 1 亿元（含）以上，其中注册资本最高的是嘉实资本管理有限公司，达 3 亿元。大部分基金子公司的注册资本在 5000 万元（含）以下，其中注册资本为 5000 万元的子公司共有 24 家，占比 33.8%，注册资本为 2000 万元的子公司共有 29 家，占比 40.84%。从注册地看，基金子公司和母公司的注册地情况相似，多在北京、上海和深圳，其中注册地在上海的子公司最多，共计 32 家，占比 45%。

图120　按月份统计分类的新增基金子公司数量及注册资本规模（2014年8月）



资料来源：证监会官网，华宝证券研究所

截止 2014 年 8 月，证监会批复通过的基金子公司数量共计 71 家，而 2014 年以来仅为 9 家。2014 年 4 月，证监会对于基金管理公司成立不满一年或者其管理的公募基金规模低于 50 亿元的，暂缓审核其设立子公司的申请。根据 2014 年 12 月证监会基金管理公司行政许可申请受理和审核情况公示显示，证监会受理了华福基金管理有限责任公司设立境内子公司（特定客户资产管理业务）的申请，则 2014 年全年批复的基金子公司数量最多为 10 家，与 2013 年全年设立 50 家基金子公司相比，政策控制效果明显。

表52　按基金管理公司控股股东分类的基金子公司类别（2014年8月）

按母公司分类	数量	总注册资本（万元）	平均注册资本（万元）
信托系	19	111000	5842.1
银行系	14	91500	6535.7
证券系	37	138554.4	3744.7
其他	1	2000	2000

资料来源：华宝证券研究所

根据证监会披露的基金管理公司名录，目前，共计 95 家基金管理公司，成立基金专户子公司的比例高达 75%。按照基金公司的控股股东分类，可以将基金子公司分为信托系、银行系、证券系。

信托系基金子公司共计 19 家，其中中铁信托控股宝盈基金 75%、平安信托控股平安大华基金 64%、吉林信托控股天治基金 61.25%。信托公司通过旗下基金公司设立子公司开展资管业务，为其规避监管提供便利。

银行系基金子公司共计 14 家，工商银行、民生银行、招商银行、建设银行、兴业银行、意大利意联银行、南京银行、农业银行、浦发银行、中国建银投资、交通银行、北京银行、上海银行、宁波银行先后通过旗下基金公司设立子公司，扩大业务范围、增强业务灵活性。银行系基金子公司无疑拓宽了银基合作渠道。银基合作票据业务、表外完成的增量业务融资需求以及创新复杂的结构化产品都涵盖在银行系基金子公司业务中。

证券系基金子公司共计 37 家，占据了基金子公司的半壁江山。券商系基金子公司迅速发展，一方面是由于基金子公司在投资范围、产品和费用收取方式上更为灵活，能够把更多的力量集中在特定的业务领域。另一方面，基金子公司的成立也是基金公司组织形式和业务发展模式多元化的集中体现，多元化的有效探索符合证监会和基金业协会政策鼓励，同时也能起到改善资本结构，增强资本市场持续融资能力和财务风险抵御能力。

除信托、银行、券商背景外，信达新兴财富（北京）资产管理有限公司由信达澳银基金设立，控股股东为中国信达资产管理股份有限公司。

值得注意的是，基金子公司的背景对业务开展、风险控制等方面都有较大的影响。一些大型金融集团往往资源丰富，业务范围广、风险也偏低，因此其基金子公司开展业务也相对方便。相对而言，背景较弱的基金子公司因项目资质较差、风控不严，而成为“食物链”下游一环，存在较大的风险隐患。

2.基金子公司政策概述

根据《证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定》，证券投资基金管理公司子公司是指依照《公司法》设立，由基金管理公司控股，经营特定客户资产管理、基金销售以及中国证监会许可的其他业务的有限责任公司。

表 53　基金子公司有关政策法规

颁布或实施日期	发布机构	政策名称	要点
2012 年 11 月 1 日	证监会	**基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法**	基金管理公司投资非标需设立专门的子公司
2012 年 11 月 1 日	证监会	**证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定**	明确子公司的界定，设立条件以及注册资本要求不低于 2000 万元
2013 年 11 月 26 日	中国证券投资基金业协会	**关于加强专项资产管理业务风险管理有关事项的通知**	建立健全风险管理制度、对不同专项计划实行分别核算、分别管理
2014 年 3 月 13 日	证监会	**基金管理公司从事特定客户资产管理业务子公司内控核查要点**	对包括公司治理、项目管理、销售管理、风险管理与监察稽核、运营管理、公司财务、人员管理、信息技术、风险隔离与利益冲突防范、母公司管控十个大项做了具体规范
2014 年 4 月 26 日	证监会	**关于进一步加强基金管理公司及其子公司从事特定客户资产管理业务风险管理的通知**	禁止开展资金池业务；禁止基金子公司通过“一对多”专户开展通道业务；基金管理公司成立不满一年或其管理的公募基金规模低于 50 亿元的，中国证监会将暂缓审核其设立基金子公司的申请。
2014 年 11 月 19 日	证监会	**证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定**	将资产证券化业务管理人范围由证券公司扩展至基金管理公司子公司
2014 年 12 月 24 日	中国证券投资基金业协会	**《资产支持专项计划备案管理办法》及配套规则**	

资料来源：公开信息，华宝证券研究所

2.1.《资产支持专项计划备案管理办法》及配套规则（中国证券投资基金业协会）

2014 年 12 月 24 日，中国证券投资基金业协发布了《资产支持专项计划备案管理办法》、《资产证券化业务基础资产负面清单指引》、《资产证券化业务风险控制指引》等自律规则或相关文件，自公布之日起施行。此次《管理办法》的发布，是基金业协会根据此前《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》的相关要求，承担资产证券化业务的事后备案工作，对资产支持专项计划备案、风险控制等实施自律管理，并对基础资产负面清单进行管理。

2.2.《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》（证监会[2014]49 号公告）

2014 年 11 月 19 日，为进一步推进资产证券化发展，盘活存量资产，服务经济结构调整和转型升级，在公开征求意见基础上，中国证监会现正式发布了《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》及配套的《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务信息披露指引》、《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务尽职调查工作指引》，自公布之日起施行。

（1）以《证券法》、《基金法》、《私募投资基金监督管理暂行办法》为上位法，以资产支持专项计划作为特殊目的载体开展资产证券化业务。

（2）将资产证券化业务管理人范围由证券公司扩展至基金管理公司子公司。

（3）取消事前行政审批，实行基金业协会事后备案和基础资产负面清单管理。

（4）强化重点环节监管，制定信息披露，尽职调查配套规则，强化基础资产真实性要求，加强投资者保护。

该规定对基础资产对应的交易基础进行了真实性要求，限制了为进行融资而制造交易和应收账款的基础资产构造行为（如企业非正常经营项下所获得的财务补贴款，无真实交易背景支持的企业往来应收款等），同时该规定对基础资产对应的现金流进行了持续和稳定要求，这对选作部分纯股权性质的基础资产或交易中设计不确定的债务人或义务人的基础资产提出了更严格的要求。进入大资管时代之后，基金公司子公司面临的竞争更加激烈，资产证券化业务的开闸将为基金子公司带来新的发展机遇和挑战。

2.3.《关于进一步加强基金管理公司及其子公司从事特定客户资产管理业务风险管理的通知》（证监办发[2014]26 号）

2014 年 4 月 26 日，证监会办公厅向各证监局下发了《关于进一步加强基金管理公司及其子公司从事特定客户资产管理业务风险管理的通知》，要求相关证监局督促辖区内子公司强化合规风控管理，牢守合规底线，建立健全风险管理制度，切实防范业务风险。该通知一方面在基金子公司业务领域进一步落实了 107 号文的相关要求，另一方面在中国证监会机构部和基金部合并的背景下，减少了证券公司和基金管理公司资产管理业务相关监管要求的差异性。

（1）强化合规管理，牢守合规底线，禁止子公司损害客户利益和不当宣传推介产品。

该通知要求基金子公司应当强化合规管理，牢牢守住合规底线，并提出两项基本的合规底线：不得损害客户利益和不当宣传推介产品。其中损害客户利益具体包括：利用专户为第三人牟利；不公平对待不同的专户产品；侵占、挪用专户财产；利用非公开信息交易或泄露非公开信息；利用母子公司不当关联交易实施利益输送等情形。不当宣传推介产品具体包括：严禁向客户违规承诺收益或者承担损失；向不特定对象募集资金或

者特定募集对象超过规定人数或者采用公开宣传方式；未遵守销售适当性原则；未充分揭示产品风险，虚假宣传或夸大宣传等。

（2）禁止开展资金池业务，切实做到资金来源与运用一一对应。

根据通知要求，专户产品募集的资金应按照合同约定的投资范围、投资策略和投资标准进行投资，不得开展资金池业务，切实做到资金来源与运用一一对应，确保投资资产逐项清晰明确并定期向客户披露投资组合情况。

在资产管理实务中，资金池业务是指在资金端具有开放赎回设计、申购资金与资金运用方向存在期限错配的集合类资产管理业务，但 26 号文并未明确定义“资金池”。之前中国银监会下发的《关于 99 号文的执行细则》中，针对信托公司仅明确禁止非标类“资金池”，而 26 号文并没有将“资金池”限于非标类，因此该通知对于基金子公司所禁止的“资金池”应当是包括了非标类资产和标准化资产的资金池业务。

（3）规范子公司通道业务，禁止“一对多”专户开展通道业务。

文件要求子公司不得通过“一对多”专户开展通道业务。同时对于子公司开展通道业务的，要求其应当以合同形式明确风险承担主体和通道功能主体，明确各方的权利义务。要求建立合作方遴选机制，审慎选择合作方并对其进行相关的尽职调查。同时也要求建立防范利益冲突机制，防止专户产品发生内幕交易、操纵证券交易价格等违法违规行为。

26 号文未明确定义“通道业务”，根据早前中国证券投资基金业协会下发的《关于加强专项资产管理业务风险管理有关事项的通知》（中基协发[2013]29 号）及中国银监会下发的《关于调整信托公司净资本计算标准有关事项的通知》（征求意见稿），“通道业务”大致包含以下要素：资产委托人自主发出投资指令并愿意承担其投资指令的相应风险；尽职调查和存续期间财产管理由资产委托人负责而非资产管理人；计划到期，资产管理人有权以资产现状原状返还，资产管理人仅负责账户管理、清算类事务。

2014 年 2 月中国证券业协会下发的《关于进一步规范证券公司资产管理业务有关事项的补充通知》（中证协发[2014]33 号文）明确提出不得通过集合理财计划开展通道业务，并规定开展主动资产管理业务过程中，应当遵循勤勉尽责、审慎投资的原则，明确对非标资产要进行尽职调查，并对尽职调查的内容作出规范。由此看出，对于基金管理公司的专户计划及证券公司类似的集合计划，证监会都不允许开展通道业务。

目前通道业务只能通过基金公司“一对一”专户或证券公司定向资产管理计划来开展，而原本通过基金子公司“一对多”专户开展通道业务的部分项目可能将流回到信托，或只能通过集合产品完成募集后再对接到基金子公司“一对一”专户业务。

（4）提高基金管理公司设立基金子公司门槛。

为引导新设立的基金管理公司优先开展公募基金业务，促进公募基金业务、专户业务协调发展，对于基金管理公司成立不满一年或者其管理的公募基金规模低于 50 亿元的，中国证监会将暂缓审核其设立子公司的申请。因此，新设基金管理公司成立后立即申请设立基金子公司并开展专户和专项资产管理业务的制度红利不复存在。

2.4.《基金管理公司从事特定客户资产管理业务子公司内控核查要点》（证监会）2014 年 3 月 11 日

2014 年 3 月证监会发布了《基金管理公司从事特定客户资产管理业务子公司内控核查要点》，对包括公司治理、项目管理、销售管理、风险管理与监察稽核、运营管理、公司财务、人员管理、信息技术、风险隔离与利益冲突防范、母公司管控十个大项做了具体规范，涵盖的基金子公司内控核查细则进行了规范化的说明，并督导基金公司及其专户子公司应积极配合会计事务所的内控核查工作。

按照基金部的要求，内控评价报告的报告期为每年 1 月 1 日至 12 月 31 日，报送期限为上一年度结束后 6 个月内。从《内控核查要点》条款来看，10 大项监管分为 36 项二级项目，和 85 项三级项目细则。每一项三级项目细则背后，证监会基金部都罗列了多条关注要点，可谓事无巨细。以项目管理为例，分别包括二级市场业务和专项资管计划两个二级项目，在专项资管计划下，又分为产品管理制度、交易对手管理、项目的尽职调查与筛选、项目的实施和管理，以及项目的收益分配与清算等，以确保产品管理有章可循，督促子公司建立有效的交易对手遴选机制，督促建立尽职调查制度并对项目进行独立的尽职调查，并且督促相关项目制定定期参与和退出计划，完善流动性安排等。与此同时，销售环节，监管层同时要求基金子公司在销售中识别投资者身份信息及交易有效性，保证交易申请真实、有效，不存在公开或变相公开销售，以及不存在违规承诺收益或保障本金等问题。

2.5.《关于加强专项资产管理业务风险管理有关事项的通知》（中基协发[2013]29 号）

2013 年 11 月，中国证券投资基金业协会发布了《关于加强专项资产管理业务风险管理有关事项的通知》，旨在规范专项资产管理业务，加强该项业务的风险管理。

（1）建立健全风险管理制度，特别应当建立合作方以及项目遴选机制。

对合作方选择、项目筛选、项目审批、资金划拨、后期管理等各个环节进行有效控制，建立动态风险监测机制，切实防范流动性风险、信用风险、操作风险、法律风险，特别应当建立合作方以及项目遴选机制，明确遴选标准和程序，对项目进行独立尽职调查，不得完全依赖合作方的推荐和调查。

（2）对投资管理进行规定，对不同专项计划实行分别核算、分别管理。

对专项资产管理计划的投资管理进行了规定，要求各机构对不同的专项资产管理计划应实行分别核算、分别管理；根据单一客户资产管理合同委托人书面指令进行投资的专项资产管理计划，应当要求委托人书面承诺委托财产来源和用途的合法性，并对根据其指令实施的投资行为承担相应风险；要求机构加强专项资产管理计划的流动性管理。

（3）执行销售适用性原则。

各机构严格执行销售适用性原则，在销售专项资产管理计划时，应明确向投资者揭示风险，要求相关销售机构依法履行反洗钱相关义务。

（4）完善内部管理机制。

应当完善内部管理机制，建立长效激励约束机制，防止片面追求项目数量与管理规模而忽视风险的短期行为，加强对从业人员的合规教育。同时，基金管理公司应当加强对子公司的管理和控制，督促子公司建立健全各项风险管理制度，定期或者不定期对子公司业务开展情况进行核查；明确子公司汇报路径，建立风险事件、突发事件应急机制，提高子公司应急能力和水平。

2.6.《证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定》（证监会公告〔2012〕32 号）2012 年 11 月 1 日起实施

9 月 27 日，中国证监会召开新闻通气会，就草拟的《证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定（征求意见稿）》（以下简称《暂行规定》）向社会各界公开征求意见。10 月 21 日，《证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定》对外公告。

（1）明确子公司的界定，设立条件以及注册资本要求不低于 2000 万元。

子公司是指依照《公司法》设立，由基金管理公司控股，经营特定客户资产管理、基金销售以及中国证监会许可的其他业务的有限责任公司。基金管理公司可以设立全资子公司，也可以与其他投资者共同出资设立子公司。对其他合作伙伴的类型、性质、主营业务等均不做限制，其他合作伙伴可以是法人，也可以是自然人；可以是境内机构，也可以是境外机构；可以是国有企业，也可以是民营企业。

基金管理公司设立子公司应当以自有资金出资，且子公司的注册资本应当不低于 2000 万元人民币。

（2）完善基金管理子公司的公司治理，侧重风险隔离和业务协同。

基金管理公司与其子公司、受同一基金管理公司控制的子公司之间不得进行损害基金份额持有人利益或者显失公平的关联交易，经营行为不得存在利益冲突。基金管理公司不得利用其控股地位损害子公司、子公司其他股东或者子公司客户的合法权益。基金管理公司与其子公司、受同一基金管理公司控制的子公司之间应当建立有效的风险隔离墙制度，防止可能出现的风险传递和利益冲突。

在维护子公司独立法人经营自主权的前提下，基金管理公司应当加强与子公司的业务协同和资源共享，建立覆盖整体的风险管理和内部审计体系，提高整体运营效率和风险防范能力。基金管理公司可以依照有关规定或者合同的约定，为子公司的研究、风险控制、监察稽核、人力资源管理、信息技术和运营服务等方面提供支持和服务。

2.7.《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》（证监会令第 83 号）2012 年 11 月 1 日起实施

为了规范基金管理公司特定客户资产管理业务（以下简称特定资产管理业务），证监会发布了第 83 号文。基金管理公司向特定客户募集资金或者接受特定客户财产委托担任资产管理人，由托管机构担任资产托管人，为资产委托人的利益，运用委托财产进行投资的活动将依据上述办法。

（1）基金管理公司投资非标需设立专门的子公司，通过设立专项资产管理计划开展专项资产管理业务。

资产管理人通过设立资产管理计划从事特定资产管理业务，可以采取以下两种形式：为单一客户办理特定资产管理业务，为特定的多个客户办理特定资产管理业务。

资产管理计划资产应当用于下列投资：（一）现金、银行存款、股票、债券、证券投资基金、央行票据、非金融企业债务融资工具、资产支持证券、商品期货及其他金融衍生品；（二）未通过证券交易所转让的股权、债权及其他财产权利；（三）中国证监会认可的其他资产。投资于第（二）项和第（三）项规定资产的特定资产管理计划称为专项资产管理计划。基金管理公司应当设立专门的子公司，通过设立专项资产管理计划开展专项资产管理业务。

（2）单一客户，初始委托资产不低于 3000 万元；多个客户，单个初始委托资产不低于 100 万元，不超过 200 人，委托金额在 300 万元以上，投资者人数不受限制。

为单一客户办理特定资产管理业务的，客户委托的初始资产不得低于 3000 万元人民币，中国证监会另有规定的除外。

为多个客户办理特定资产管理业务的，资产管理人应当向符合条件的特定客户销售资产管理计划。所称符合条件的特定客户，是指委托投资单个资产管理计划初始金额不低于 100 万元人民币，且能够识别、判断和承担相应投资风险的自然人、法人、依法成立的组织或中国证监会认可的其他特定客户。资产管理人为多个客户办理特定资产管理业务的，单个资产管理计划的委托人不得超过 200 人，但单笔委托金额在 300 万元人民币以上的投资者数量不受限制；客户委托的初始资产合计不得低于 3000 万元人民币，但不得超过 50 亿元人民币；中国证监会另有规定的除外。

3.基金子公司业务分类分析

经过两年多的发展，被誉为“万能神器”的基金子公司发展迅速。基金子公司目前的业务结构中，通道业务占比约为七成，且通道业务以平台类和房地产类项目为主。

2014 年以来，通道业务利润微薄加上风险逐渐暴露，万家基金子公司资金遭挪用、华宸未来子公司项目延期兑付等事件接连发生，突显出这一“万能神器”的脆弱性。2014 年 26 号文，关闭了基金子公司“一对多”资金池业务的大门，而 49 号文却为基金子公司打开了资产证券化的窗子。2014 年 12 月，华夏资本管理有限公司推出首单资产支持专项计划--中信华夏苏宁云创资产支持专项计划，这是 49 号公告实施以来，首次由基金子公司作为管理人的资产证券化产品。

目前基金子公司业务主要包括通道业务、主动管理业务和资产证券化业务等，其中又以通道业务为主，以资产证券化业务为未来新的业绩增长点。

3.1.类信托业务

3.1.1.通道业务

基金子公司的通道业务，是指由出资方委托基金子公司成立专项资产管理计划，给出资方指定的客户发放贷款或进行股权投资。基金子公司的通道业务分为两种，一是对

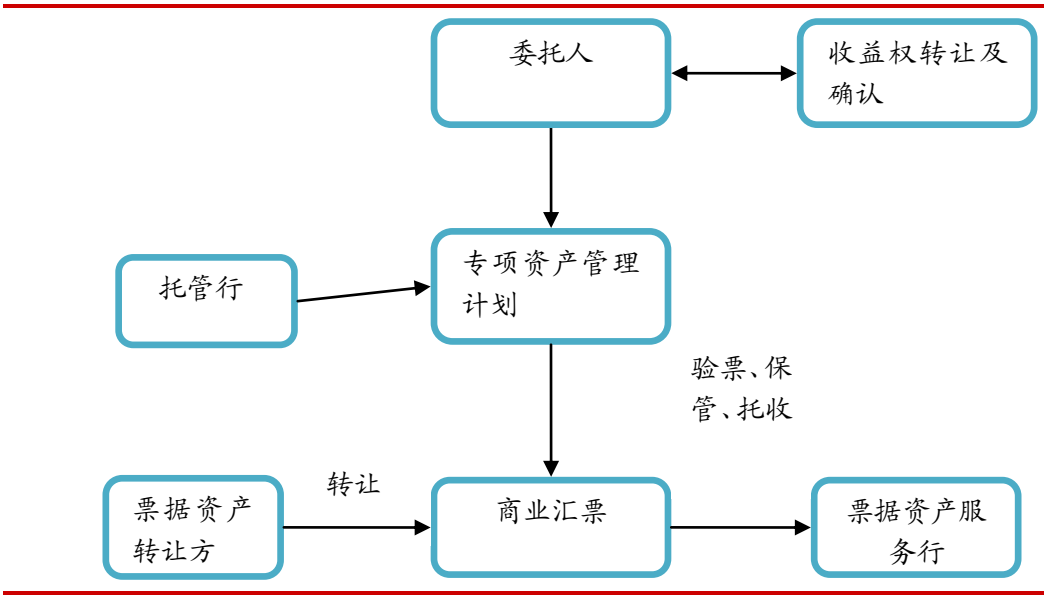
接银行表内资产的通道业务，包括银行资产证券化、信贷资产出表、租赁资产出表、金融同业、理财产品出表；二是作为阳光私募发行产品的通道或者对接其他资产管理计划。

通道业务的兴起与扩容，与银行的信贷业务有着千丝万缕的联系。作为国内金融业绝对的“大佬”，银行在资产管理规模、客户数量、销售渠道和风控能力等各个方面均具有绝对优势。然而，银行即便拥有资金和客户这两大利器，由于其对资金的安全性要求颇高，加上存贷比限制，使得其信贷额度远远不能满足所有客户的融资需求。在此背景下，通道业务的早期形式——银信合作应运而生。彼时，这类业务虽然从实质上看是商业银行对用款单位放贷，但由于信托贷款与信托理财资金不在商业银行表内核算，可以规避《资本充足率管理办法》，银信合作很快流行开来。在这种模式下，信托和基金子公司利用自身牌照优势，得以作为资金的通道，把社会资金归集后以产品的形式或单一或打包地发放给需要的融资方，而自身并不负责项目的投后管理，只是收取一定比例的通道费用。

基金子公司从事通道业务的优势在于效率高、费率低，比主动管理类项目时间短，因此通道业务扩容迅速。事实上，由于“技术门槛低”、“来钱快”，信托、券商、基金子公司纷纷参与通道业务，激烈的竞争也使得通道费率从千分之三到千分之五的水平降至万分之五左右。其中，银行系基金子公司因背靠强大股东而最占优势，银基合作票据业务、表外完成的增量业务融资需求以及创新复杂的结构化产品都涵盖在银行系基金子公司业务中，迅速吹大基金子公司规模。由于与信托公司和券商资管相比，基金子公司开展通道业务的成本较低、效率更高，因此一些信托系背景的基金子公司股东方将一些比较占用资本金、利润较薄的通道类业务转移到基金子公司进行操作。同时，由于信托产品存在投资人数量上的硬性规定，譬如 100 万-300 万元区间的投资人限定在 200 人以内，但如果 100 万-300 万元的投资人通过集合成立一只基金专户产品参与信托投资，则可避开这一限制。

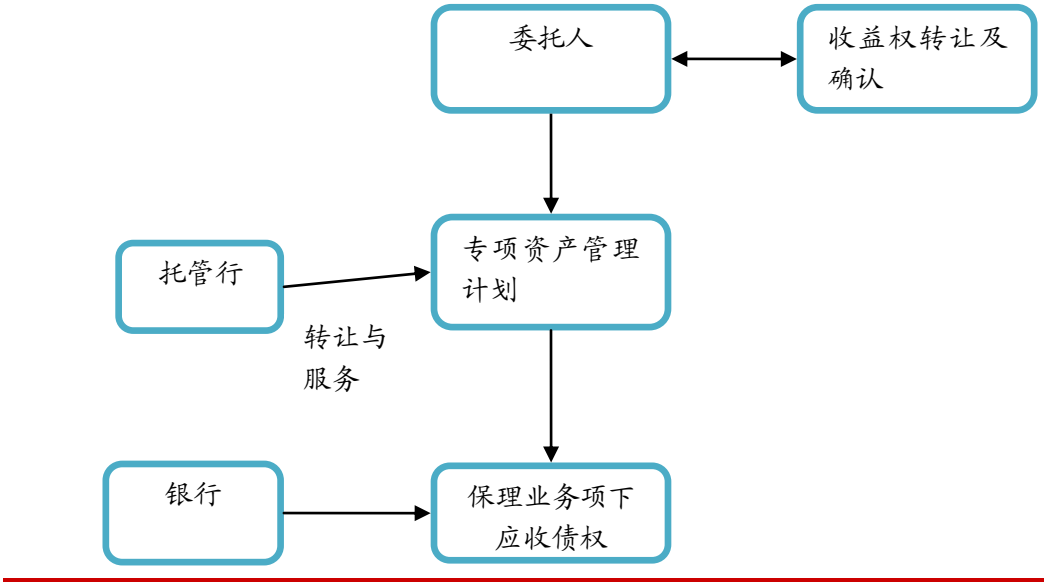
4 月证监会下发 26 号文，要求基金子公司“不得通过一对多专户开展通道业务”和“通道业务要在合同上明确风险承担主体和通道功能主体”。基金子公司的专户业务有一对一和一对多两类，由于基金子公司的“类信托”牌照特征，我们可以把一对一专户类比为单一资金信托，一对多专户类比为集合资金信托（一对多专户人数限制与信托不同）。此次证监提出基金子公司“不得通过一对多专户开展通道业务”，可以理解为基金子公司不得开展上述第一类信托通道业务中的“集合资金信托”，旨在规避信托“伪集合”通道业务风险。另外，证监 26 号文强调“通道业务要在合同上明确风险承担主体和通道功能主体”，其目的一方面是为了规避前述“伪集合”通道业务的风险，另一方面是在广泛开展的金融同业业务中明确最终风险的承担主体，为融资市场营造了公开透明的竞争环境。

图 121　银行基金子公司合作之通道业务——商业汇票



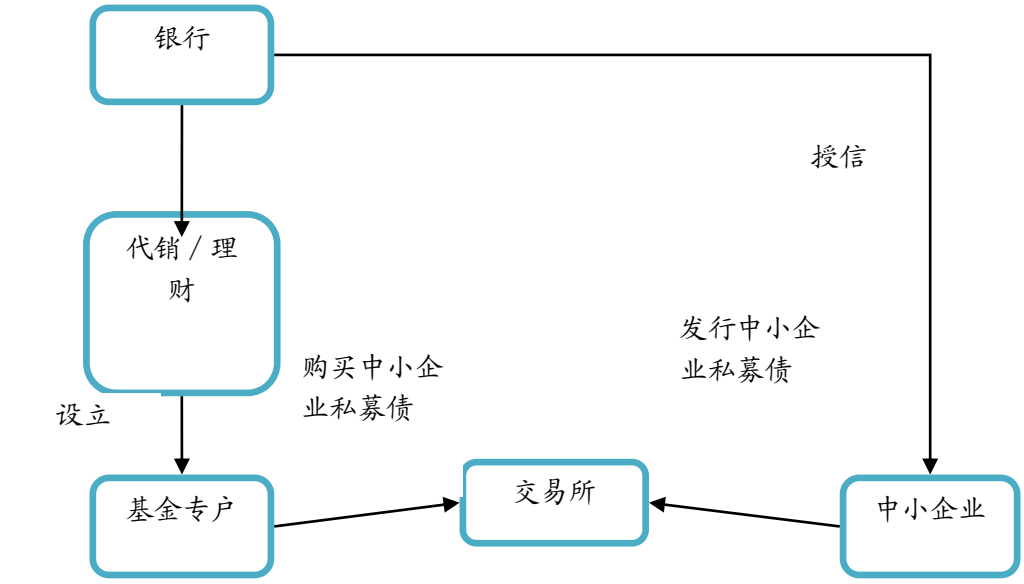
资料来源：华宝证券研究所整理

图 122　银行基金子公司合作之通道业务——保理资产



资料来源：华宝证券研究所整理

图 123 银行基金子公司合作之通道业务——中小企业私募债



资料来源：华宝证券研究所整理

3.1.2.主动管理型业务

主动管理型业务是相对于通道业务而言的类信托业务，基金子公司主动进行项目开发、产品设计、交易结构安排和尽职调查等风险控制措施，而非单纯借用通道收取通道费。

基金子公司的主动型业务主要集中在房地产融资和与政府合作的基建类项目上，万家、财通、汇添富、金元惠理在主动业务上发展都较快。目前，有些基金子公司的主动管理业务与通道业务比例大概是 3:7，而两类业务贡献的利润却正好相反，主动管理业务贡献的比例占到了七成。

3.2.二级市场业务

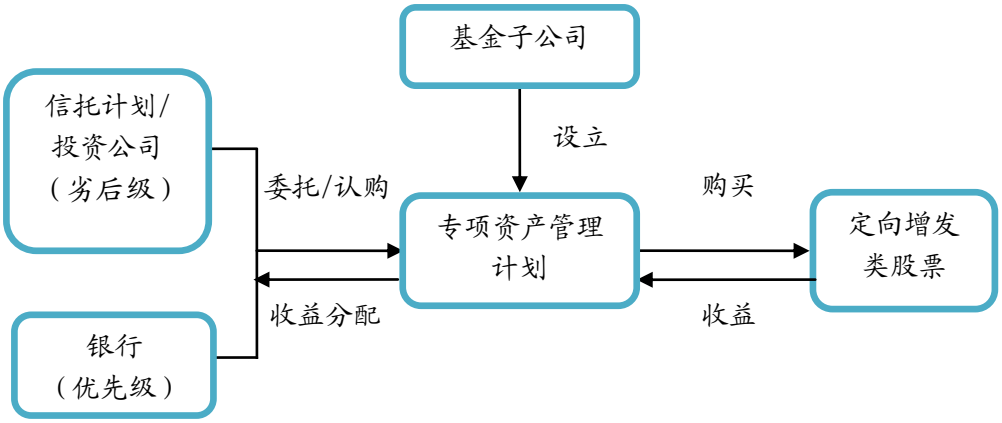
2014 年基金子公司谋求转型与变革，结合母公司基金主业积累的二级市场投资经验，通过构建大类资产配置组合，基金子公司可以利用二级市场各类衍生工具满足投资者风险对冲需求，以投资研究和交易技术在定价错误中获得超额回报，开发量化对冲、定增专户、股权质押等二级市场相关业务，并将投资范围扩展到海外。

3.2.1.定向增发业务

定向增发业务目前已经成为国内基金公司主要专户产品业务类型，目前此类专户业务规模约几百亿元。伴随国内资本市场定向增发政策逐渐宽松，该类业务市场潜力巨大，预计将达到几千亿元的规模。

2014 年 9 月，迪马股份发布的简式权益变动书显示，中邮创业基金子公司--首誉光控资产管理有限公司间接成为迪马股份公司第三大股东，持股比例占总股本的 9.47%。首誉光控参与此次定向增发共斥资逾 7 亿元。在迪马股份复牌后，其股价持续上涨，让市场看到基金子公司参与上市公司定向增发带来的“红利”。

图 124　定增专户业务示意图

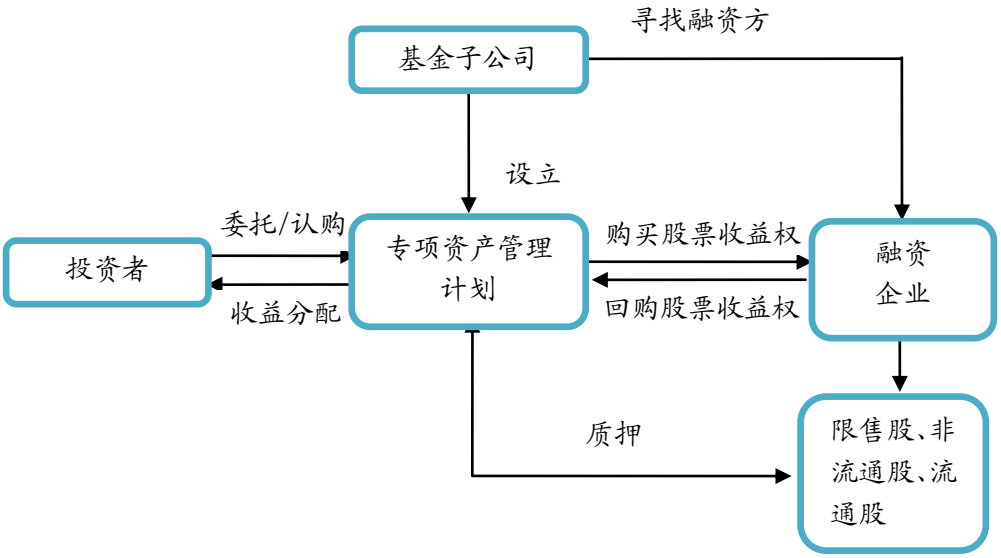


资料来源：华宝证券研究所整理

3.2.2.股权质押业务

股权质押业务是指融资方以自己或他人持有的上市公司股权做质押物，基金子公司与融资方约定抵押率、融资期限、融资利息，并约定在股权质押融资期间如果股价下跌，基金子公司在特定条件下可以采取强制平仓等措施保证融资安全。股权质押业务作为基金子公司的创新业务，在控制风险前提下，实现上市公司股权质押融资，能够满足财富管理客户资金投资及上市公司股东融资需求。

图 125　股权质押业务示意图



资料来源：华宝证券研究所整理

3.3.资产证券化业务

2012 年证监会发布《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》，规定资产委托人可通过交易所交易平台向符合条件的特定客户转让资产管理计划份额，这一条款为基金子公司参与资产证券化预留了空间。

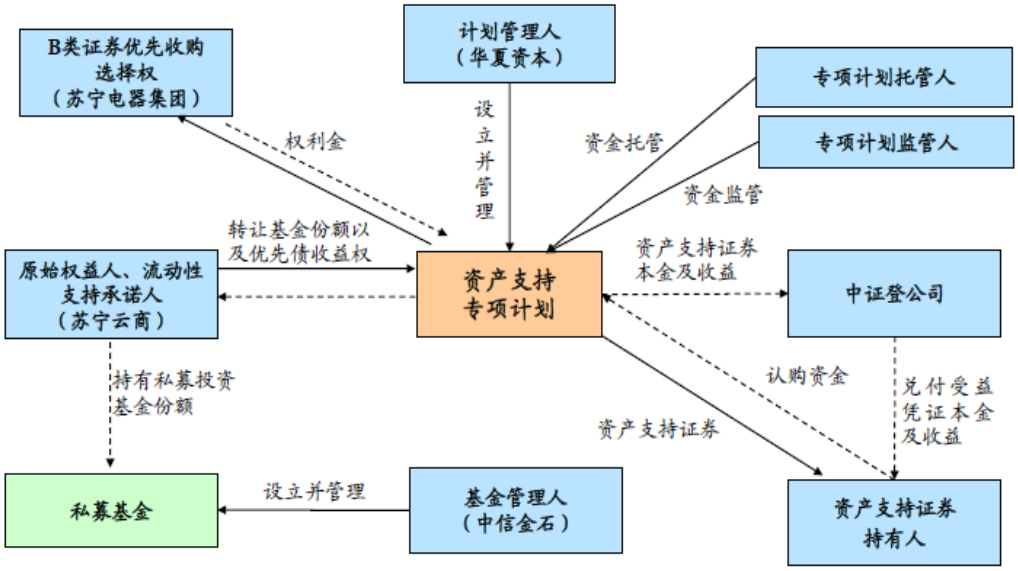
2014 年先后出台的资产证券化相关政策法规及细则，将资产证券化主体扩展到了基金子公司，赋予了基金子公司相应的法律地位和政策依据。根据国外经验，资产证券化的业务范围很广，可实施的标的资产类型包括信贷资产、汽车贷款、住房贷款、租赁资产和基础建设等资产。目前，基金子公司将注意力集中在优质不动产、小贷资产、券商两融资产和融资租赁等业务范围。

3.3.1.不动产资产证券化

2014 年 12 月，华夏资本管理有限公司推出首单资产支持专项计划--中信华夏苏宁云创资产支持专项计划，这是 49 号公告实施以来，首次由基金子公司作为管理人的资产证券化产品。这款产品计划募资规模达 44 亿元。其中 A 类证券规模约为 20.85 亿元，期限为 18 年，每 3 年开放申购/回售。B 类证券规模约为 23.1 亿元，期限为 3+1 年。A 类的预期收益率约为 7.0%-8.5%，B 类的是固定+浮动收益，固定部分约为 8.0%-9.5%。

其设立的独特之处在于，该产品以苏宁云商的 11 家门店为基础，但又并非直接持有苏宁云商的门店物业等资产，而是通过中信证券的子公司中信金石基金管理公司设立的中信苏宁私募投资基金持有这些物业后，把私募资金的份额作为基础资产来设立资产支持证券。该专项计划资产收益构成包括基础资产产生的净租金收入、苏宁集团的优先收购权权利对价、苏宁云商的流动性支持款、基础资产收入在专项计划账户中的再投资收益及计划管理人对专项计划资产进行投资所产生的收益等。

图 126　中信华夏苏宁云创资产支持专项计划交易结构



资料来源：华宝证券研究所

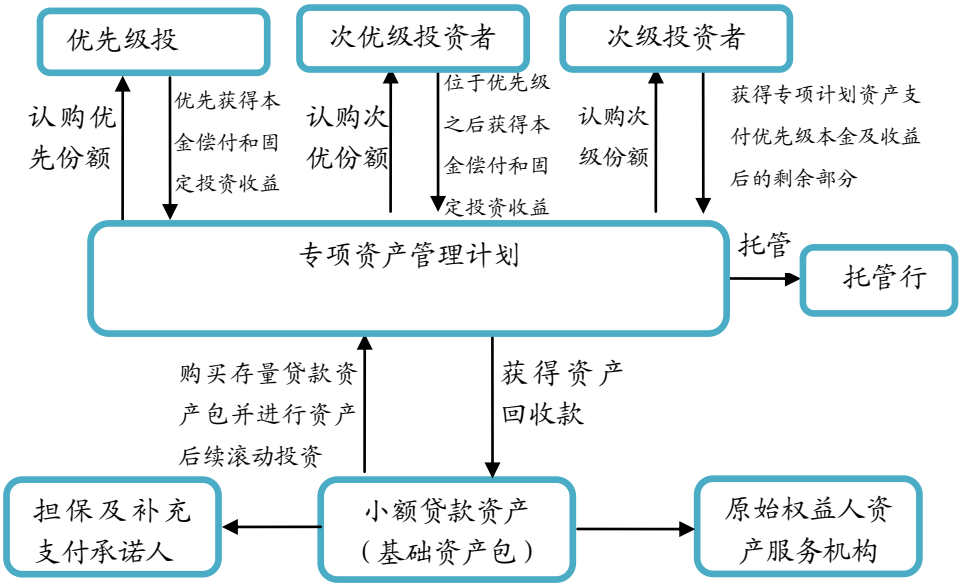
3.3.2.小贷资产证券化

目前，万家基金子公司--万家共赢资产管理公司较早试水了小贷资产证券化业务，并积累了一定的经验。万家共赢已发行的小贷资产证券化产品有阿里小贷、中金投集团、

江苏小贷、广西金通小贷等。万家共赢发行的小贷资产证券化合计规模约有 20 多亿元左右，公司管理的资产规模超过 1000 亿元，相对于这 1000 亿元的存量资产，20 亿元的小贷资产仅是一个开端。此前不久，财通资产也推出了“小贷合作方案”，主要面向上海市金融办辖内的小贷公司，每家小贷公司的融资额度在 5000 万~1 亿元，期限从 2 年至 5 年不等。为满足小贷公司小额、灵活的融资需求，上述“小贷合作方案”同时支持多家小贷公司组团合作。

下图以万家共赢发行的阿里小贷资产管理计划为例，说明基金子公司小贷资产证券化的模式。

图 127　小贷资产证券化业务

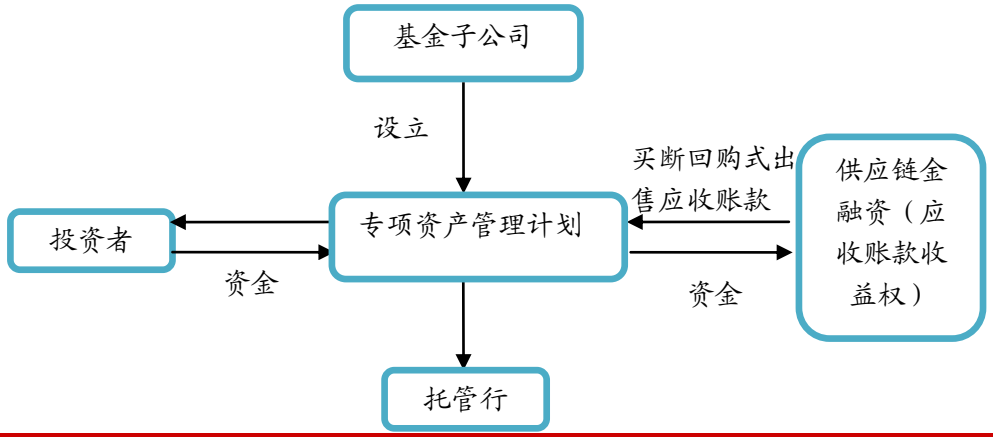


资料来源：华宝证券研究所整理

3.3.3.供应链金融资产证券化

目前存在于供应链上下游企业间的债务往往以三种形式体现，包括应收账款、商业汇票、银行承兑汇票，而适合证券化的供应链产品主要为应收账款。对于一般的企业资产证券化，应收账款是开展资产证券化的基础资产之一。2014 年 4 月，万家共赢与瑞茂通合作开展了一单基于供应链金融的资产证券化业务--万家共赢瑞茂通 ABS 专项资产管理计划，标的资产是应收五大国有发电集团的账款，包括华能、华电、华润、大唐、国电五大电力集团的子公司或控股公司。该项目募集规模约为 3 亿，投资方式为应收账款的买断式回售。与传统的银行保理业务相比，万家共赢此次发行的专项资产管理计划核心优势在于快速高效，多样化的资产选择，在激烈的市场环境下去创造市场需求，达到双方合作共赢的目的。

图 128 供应链金融资产证券化示意图



资料来源：华宝证券研究所整理

然而，目前基金子公司对行业应收账款的特性了解仍然不够，国内信用环境也有一定的消极影响，因此该业务操作难度比较大。

3.4.基金子公司、信托和券商资管的比较分析

基金子公司成立初期，多发行类信托产品，或者大力发展通道业务，分食了许多原是信托公司和券商资管开展的业务。基金子公司与信托公司、券商资管在业务开展上有哪些异同，发行的产品联系和区别又在哪里，在本部分进行一个归纳总结。

3.4.1.基金子公司与信托

在法律关系上，基金子公司与信托同属于信托关系，可以通过募集单一资金和集合资金的形式进行投资，并且资金都可以投向各类资产。根据《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》，基金子公司可以设立专项资产管理计划来投资于以下资产，包括：（一）现金、银行存款、股票、债券、证券投资基金、央行票据、非金融企业债务融资工具、资产支持证券、商品期货及其他金融衍生品；（二）未通过证券交易所转让的股权、债权及其他财产权利；（三）中国证监会认可的其他资产。但是，在投资限制、监管等方面，基金子公司和信托仍有显著差异。

（1）投资人数限制，基金子公司参与人数更多。

基金子公司为多个客户办理特定资产管理业务的，单个资产管理计划的委托人不得超过 200 人，但单笔委托金额在 300 万元人民币以上的投资者数量不受限制。而根据《信托公司集合资金信托计划管理办法》，单个信托计划的自然人人数不得超过 50 人，但单笔委托金额在 300 万元以上的自然人投资者和合格的机构投资者数量不受限制。

（2）基金子公司投资标的更为灵活且相关约束较少，但兑付问题值得关注。

信托计划无法在银信合作中投资票据资产；而基金子公司在各种投资标的上均不受限制。信托公司发行集合资金信托计划，对净资本的占用较多；基金子公司目前无净资本约束，满足注册资本 2000 万即可。对于一些房地产或者地方政府融资平台类的项目，信托公司受到一定的业务限制或者是需要提交相关申请，而基金子公司在这方面受限制

较少。在我国，目前集合资金信托计划都存在着“刚性兑付”的问题，信用风险一直没有暴露，存在问题的信托项目，以各类方式最终以“刚性兑付”收场，而基金子公司的专项资产管理计划并没有此类操作惯例。随着未来我国信用风险的逐步暴露，无论是信托行业还是基金子公司行业总将再次面临兑付问题的选择。

（3）子公司依托母公司投研能力较强但销售能力逊于信托。

相对来说，基金子公司依托公司强大的投研团队以及较为丰富的投资管理经验，在资产市场投资或者对对手方分析和项目筛选方面，可以充分利用母公司的优势，优于信托公司。而在产品的销售，即资金募集能力上，由于基金子公司成立时间较短，募集渠道有限，无论是银行还是券商的销售渠道，压力都较大。而一些信托公司具有专门的直销团队，或者与银行和券商的销售团队早已建立合作伙伴关系，在资金募集方面，信托公司占据一定优势。但是未来，如果基金子公司的股东销售实力较强，譬如信托系基金成立的子公司亦或者股东为第三方销售机构，基金子公司产品的销售压力部分缓解，从长期角度看，仍需制定相应的措施来拓宽销售渠道。

3.4.2.基金子公司与券商资管

与信托类似，券商资管与基金子公司也有类似之处，都可以募集单一资金投资到各类资产，且投资标的较广，都可以集集合资金参与交易所转让的产品以及集合信托等。但是，券商资管是委托关系，基金子公司是信托关系，且在其他方面也存在着差异。

（1）投资人数限制不同。

对于券商资管不同的计划来说，证券公司办理定向资产管理业务，接受单个客户的资产净值不得低于人民币 100 万元。集合资产管理计划应当面向合格投资者推广，合格投资者累计不得超过 200 人。合格投资者是指具备相应风险识别能力和承担所投资集合资产管理计划风险能力且符合下列条件之一的单位和个人：（一）个人或者家庭金融资产合计不低于 100 万元人民币；（二）公司、企业等机构净资产不低于 1000 万元人民币。依法设立并受监管的各类集合投资产品视为单一合格投资者。

（2）投资范围与净资本约束不同。

对于券商资管来说，定向资产管理计划仅限于单一资金投资，投资限制较少。集合资产管理计划的投资范围为中国境内依法发行的股票、债券、股指期货、商品期货等证券期货交易所交易的投资品种；央行票据、短期融资券、中期票据、利率远期、利率互换等银行间市场交易的投资品种；证券投资基金、证券公司专项资产管理计划、商业银行理财计划、集合资金信托计划等金融监管部门批准或备案发行的金融产品；以及中国证监会认可的其他投资品种。集合计划可以参与融资融券交易，也可以将其持有的证券作为融券标的证券出借给证券金融公司。证券公司可以依法设立集合计划在境内募集资金，投资于中国证监会认可的境外金融产品。集合资产管理计划的投资范围未涉及非标金融产品。专项资产管理计划的投资限制较少，但需要证监会逐一审批，操作效率较低。相对来说，基金子公司的专项资产管理计划的投资范围较广泛。在银证合作中，券商资管募集资金不得投资于高污染、高能耗等国家禁止投资的行业；而基金子公司则无约束。

券商资管隶属于证券公司，证券公司受到净资本约束，因此券商资管的总体规模受到一定限制；而基金子公司不受净资本约束，满足注册资本 2000 万的要求即可。

（3）募集资金的能力，券商资管略占优势。

券商资管的销售可以依靠于证券公司强大的经纪业务体系，因此其在集合资金募集方面较有实力。而基金子公司因其成立时间较短，且依靠于银行和证券公司等外部销售渠道，销售压力一直较大。

表54 基金子公司、信托、券商资管模式比较

金融机构类型	法律关系	净资本约束	投资能力	投资限制	效率	监管约束
基金子公司	信托关系	无	强	非常灵活	均事后备案	较少
信托	信托关系	有	较强	非常灵活	地产信托等事前审批，其余事后备案	较多
券商资管	委托关系	有	较强	集合受限较多，定向和专项灵活	专项资管事前审批，其他事后备案	较多

资料来源：华宝证券研究所

4.基金子公司 2014 年发展情况

4.1.审核趋严，新设数量锐减

2014 年 4 月，证监会发文，对基金管理公司成立不满一年或者其管理的公募基金规模低于 50 亿元的，暂缓审核其设立子公司的申请。根据证监会公布的《基金管理公司从事特定客户资产管理业务子公司名录（截至 2014 年 8 月）》，2014 年以来批复的基金子公司数量仅为 9 家。根据 2014 年 12 月证监会基金管理公司行政许可申请受理和审核情况公示显示，证监会受理了华福基金管理有限责任公司设立境内子公司（特定客户资产管理业务）的申请，则 2014 年全年批复的基金子公司数量最多为 10 家，与 2013 年全年设立 50 家子公司的如火如荼之势相比，监管层政策控制效果明显。

4.2.通道受限，业务转型迫在眉睫

经过 2 年的发展，基金子公司所发行融资类产品主要为政府融资平台项目和房地产项目。一方面，由于基金子公司的灵活性，不断涉足房地产类信托业务、地方平台项目。另一方面，由于地方政府融资平台、房地产两大领域对资金的需求最为饥渴，也能承受较高的融资成本。

同时，由于基金子公司业务监管相对比较宽松、规则灵活，且无净资本的约束，使得一些项目选择基金子公司作为通道。从而发展至今，通道业务仍然是基金子公司最主要的业务。然而，2014 年监管层出手一系列政策旨在整顿通道业务。

2014 年 3 月，证监会发布《基金管理公司从事特定客户资产管理业务子公司内控核查要点》，对包括公司治理、项目管理、销售管理、风险管理与监察稽核、运营管理、公司财务、人员管理、信息技术、风险隔离与利益冲突防范、母公司管控十个大项做了具体规范，旨在加强子公司业务规范。

4 月，证监会下发《关于进一步加强基金管理公司及其子公司从事特定客户资产管理业务风险管理的通知》，禁止“一对多”通道业务和子公司资金池业务。对于部分基金子公司而言，封锁“一对多”通道业务对其产生巨大影响，而部分公司选择“套壳”绕过监管。例如子公司发行“一对一”产品，引入信托发行理财产品或资产管理计划购

买该“一对一”产品，然后“一对一”的产品再反过来购买银行指定的资产，由信托发售。

而后，银监会于 5 月下发 127 号文即《关于规范金融机构同业业务的通知》，该文禁止银行对同业业务提供任何第三方担保，直接压缩了基金子公司等通道业务的生存空间。

10 月，国务院颁布了《关于加强地方政府性债务管理的意见》，一方面允许地方政府适度举债，另一方面进一步收紧了平台类融资的空间。对长期担任平台类项目融资伙伴的券商资管或基金子公司来说，该意见进一步压缩了其业务范围。

4.3.基金子公司风控亟待解决

4.3.1.风控事件频出，基金子公司风波不断

2014 年 8 月证监会通报了 3 家基金子公司（万家共赢、金元百利、华宸资产）存在委托不具有基金销售资格机构销售资产管理产品、进行有失公允的关联交易、重要信息未及时向投资人披露等违规行为，因此证监会采取责令整改、暂不受理公司业务备案的监管措施，同时暂停管理失责的母公司的业务申请，并对母子公司的相关责任人员采取了认定不适当人选、出示警示函等监管措施。

8 月 4 日至 8 日，证监会组织相关证监局、中国证券投资基金业协会对 6 家证券公司、8 家基金子公司的资产管理业务进行了专项现场检查。检查发现部分公司存在委托不具有基金销售资格机构销售资产管理产品、在其管理的不同资产管理产品之间进行违规交易等问题，有些公司的分级资产管理产品还涉嫌利益输送、内幕交易等违法行为，这些行为违反了证券公司、基金子公司资产管理业务的相关法规，损害了投资者利益。

为严肃法纪、进一步规范资产管理业务，证监会对这些违法行为分别做出处理：对分级资产管理产品涉嫌利益输送、内幕交易等违法行为的，依法移送证监会稽查部门查处；对 3 家违规基金子公司采取责令整改、暂不受理公司业务备案的监管措施，同时对母公司采取了监管措施；对 1 家基金子公司及 2 家证券公司采取责令整改的监管措施；对 1 家证券公司资产管理部门多名从业人员不具备证券执业资格的问题，由中国证券业协会采取责令改正等自律惩戒措施。

基金子公司风险事件的集中出现，有其内因与外因。究其外因，与房地产行业不景气有关。值得注意的是 3 起子公司风险事件均与房地产债权类融资项目相关。在房地产行业初现拐点的情况下，紧绷的地产资金链正在推倒多米诺骨牌，并可能会将风险传导至越来越多的金融机构和投资者。未来房地产项目资金链压力如果不能缓解，基金子公司的风险警报就不可能解除。究其内因，是基金子公司风控体系的不完善。从 2012 年 11 月第一家基金公司子公司获批至今，短短两年时间内，基金公司子公司资产管理规模一路狂奔。而通道类业务占了基金子公司业务的大部分，其中包括不少信托无法操作的项目，尤其是一些占用资本金较多的项目，有一些甚至根本是未能通过信托公司内部风控的项目。

4.3.2.第一波产品将迎兑付高峰

基金子公司的产品期限主要为 24 个月，占比超七成，最长的产品期限为 25 个月，最低的为 18 个月，和信托产品的期限差距不大。首批成立于 2012 年底到 2013 年初的 20 家基金专项子公司将在 2014 年底或 2015 年初迎来产品第一波产品的兑付期。

3 月证监会发布《基金管理公司从事特定客户资产管理业务子公司内控核查要点》，对包括公司治理、项目管理、销售管理、风险管理与监察稽核、运营管理、公司财务、人员管理、信息技术、风险隔离与利益冲突防范、母公司管控十个大项做了具体规范。而后基金子公司对房地产信托持谨慎态度，信产信托发行数量骤减。

2014 年 5 月，光耀地产倒闭传闻令财通基金子公司发行的财通资产——光耀扬州·全球候鸟度假地资管计划陷入危机，也令产品的到期兑付的承诺蒙上一层“黑纱”。此后，一款由华辰未来基金旗下子公司“华辰未来资产管理有限公司”发行的类信托产品“志高集团专项资产管理计划”也发生了兑付危机。华辰未来官方网站公布《志高集团专项资产管理计划第九次公告》称，本该在 7 月支付给投资人的利息，将于 10 月 20 日前支付给投资者。

4.3.3.基金子公司风险控制不断改善

（1）基金子公司风控风格

基金子公司和其母公司在风控方面的关系，可以分为母公司完全放权型、母公司强势主导型以及母子公司相互制衡型。母公司完全放权型基金子公司，即子公司的风控措施完全由子公司团队执行，母公司实质上没有参与子公司的项目管理和风险把控工作，两者之间设有一道严格的风险隔离墙。业内采取这类模式的代表公司为博时资本、鹏华资产、金鹰资产、红塔资产等。这些子公司的管理层和业务团队全部来自信托公司，由他们全权负责项目管理、风险控制、投后管理等一条龙的工作。母公司强势主导子公司风控的特点是子公司的风控主要由母公司掌控，母公司的高管对子公司项目具有一票否决权。相互制衡型基金子公司注重两者之间关系的平衡，包括业务开展、风险合规控制等方面的平衡，例如招商财富的业务部门分成三个小部门，每个部门的成员都是信托公司招聘和母公司过来的人各占一半，从信托招聘的人员比较熟悉项目，而母公司派遣的员工更了解基金相关的合规和法律，双方可以有效地进行互补。

（2）具体风控手段

针对不同的业务，基金子公司的具体风控措施不同。基金子公司可以依托其母公司强大的投研能力，对一些业务的开展或者具体项目的筛选，对手方的分析，提供更为专业化的支持，来提升风险甄别和控制能力，选出风险可控的项目。通过对行业分析，选出有产业支持、未来有发展空间的方向，依托母公司投研力量，进行分析，包括企业基本面的研究，如过往业绩、经营成果、核心竞争力、团队经营能力、内部管理等，对产品涉及的对手方有较为细致的研究分析和考察。特别是一些民营企业背景或者规模较小或者处于行业较不景气的企业，需要更为进一步的研究。除了研究，之后的具体的投资计划以及产品设计，也需要具备较为丰富经验的人员来进行后续业务的开展。一个理想化的团队需要有行业研究、投资人才、财务分析人才和风险管理人才，通过一个较为完善的团队，来提升公司的风险控制能力。

举例来说，招商财富公司构架上，设立了风险合规部、投资委员会、风险控制委员会，投委会完全从风险控制角度去进行项目评审。该公司的一般流程为：项目先立项，

由风险合规部进行初审，再由投资决策委员会决策。通道类业务的每一种创新类型，以及主动管理业务的每一只产品都需要上评审会。

对于开展资金池项目的基金子公司，通过设立备付金制度、理财产品发行常态化、设定一定比例的正回购或者对交易业务风险控制等多种措施来对子公司的资金池业务进行风险管理。具体来说，关于备付金制度，通过双方协商的方式设立风险准备金，将管理人和委托人一定比例应提的超额业绩和业绩报酬以风险准备金的方式计提并留存与专项计划，用于应对个别信用品种风险以及小范围流动性风险。根据实际，设定一定比例，决定是否停止提取备付金以及返还备付金。当产品终止清算时，向委托人和管理人按各自计提备付金金额的比例全额返还备付金。

4.4.证监会关上了“一对多”资金池大门，打开了资产证券化窗子

2014 年 26 号文，关闭了基金子公司“一对多”资金池业务的大门，而 49 号文为基金子公司打开了资产证券化的窗子。2014 年 12 月，华夏资本管理有限公司推出首单资产支持专项计划--中信华夏苏宁云创资产支持专项计划，这是 49 号公告实施以来，首次由基金子公司作为管理人的资产证券化业务。

基金子公司业务主要包括通道业务、主动管理业务和资产证券化业务三大类型，其中又以通道业务为主，以资产证券化业务为未来新的利润增长点。

5.基金子公司未来展望：挑战与机遇

5.1.挑战

5.1.1.政策转向，风控有待升级

基金子公司的蓬勃发展之势得益于通道业务的开展，然而正当基金子公司把通道业务做得如火如荼之际，监管层出手规范整顿。子公司的发展遭遇了“困惑”到“再困惑”的过程，监管方向发生微妙的变化。

3 月，证监会发布一份《基金管理公司从事特定客户资产管理业务子公司内控核查要点》，对包括公司治理、项目管理、销售管理、风险管理与监察稽核、运营管理、公司财务、人员管理、信息技术、风险隔离与利益冲突防范、母公司管控十个大项做了具体规范，其中内容之详细令业内神经紧绷。

4 月底证监会印发《关于进一步加强基金管理公司及其子公司从事特定客户资产管理业务风险管理的通知》（26 号文），而后上海证监局也对其辖区内的基金公司及子公司下发了《关于进一步加强基金管理公司及子公司从事特定客户资产管理业务风险管理的通知》，披露了 26 号文对基金管理公司及子公司的具体规范措施。26 号文要求基金子公司守住两大合规底线：损害客户利益、不当宣传推进产品。同时，从 9 个方面对基金子公司业务风险防范做出规范，其中资金池业务、利益输送、员工私下接受融资方回报，都在被禁止之列。

5 月银监会下发 127 号文即《关于规范金融机构同业业务的通知》，该文禁止银行对同业业务提供任何第三方担保，直接压缩了基金子公司等通道业务的生存空间。

10 月，国务院颁布了《关于加强地方政府性债务管理的意见》，一方面允许地方政府适度举债，另一方面进一步收紧了平台类融资的空间。对长期担任平台类项目融资伙伴的券商资管或基金子公司来说，该意见进一步压缩了其业务范围。

监管层的政策动向直接影响着基金子公司的业务开展，从 2014 年监管层出台的政策法规，不难看出资管行业将朝着规范化发展，同时基金子公司也将受到更全面、更严格的检查与管理。

5.1.2.通道萎缩，业务转型有待考验

2014 年是基金子公司业务转型的关键一年，随着监管层对通道业务严格规范、资产证券化契机的到来，基金子公司正摩拳擦掌，准备拼出自己的金字招牌，改善目前以通道业务为主的业务结构。

（1）整体解决方案提供商

有些基金子公司立志成为整体解决方案提供商，利用子公司的全能业务牌照，着力从三个方向开展业务，其一为主动管理类债权型专项客户资管计划：其本质就是“信托法框架下的私募债”业务；二是并购基金业务，由于基金公司更熟悉一、二级市场的运作，因此能给高端客户提供以市值管理为核心的整体解决方案；三是绝对收益为导向的专户投资业务。

（2）新三板业务创新产品

随着新三板的壮大，基金子公司可以通过募集资金直接投资“新三板”相关企业的股票为企业进行融资。而新三板即将推出债权融资工具和股票质押贷款产品，以丰富挂牌企业的融资手段，同时可以开展优先股、资产证券化等创新试点。

（3）资产证券化业务

2014 年资产证券化相关规则出台，主体从证券公司扩展至基金子公司，实行备案制与负面清单制。而以往的资产证券化产品投资者以国有大型银行和股份制银行为主，占比高达 80%-90%。随着新规则的出台，资产证券化成为不少基金子公司内定的主要业务方向之一。

然而，基金子公司对资产证券化前景充满希望的同时也面临不少问题。首先，要找到符合条件、拥有稳定现金流且能特定化的项目存在不小的困难；其次，在目前资产证券化过程中，结构设计等核心部分都是券商投行来完成的。相比竞争对手券商资管，基金子公司缺乏相关经验，资源、人才储备等方面都明显落后，同时还要面对习惯于信托高收益且有刚性兑付的投资者去接受这样的产品的挑战，资产证券化对于基金子公司来说，依旧是漫长而艰巨的工作。

2013 年以来泛资管行业发生了“量”的膨胀，而未来随着政策法规的出台，资管行业将转化为“质”的飞跃。在目前市场环境下，基金公司子公司面临业务转型的痛苦的抉择，是走全能路线还是精品路线，这些问题都亟待解决。

5.2.机遇

5.2.1.差异化发展，变通道为主动型管理

在大资管时代的背景下，资产管理行业原本分业经营、分业监管的格局被打破，银行、券商、保险、基金、信托、私募等机构都已经开展了资产管理业务。相较于其他金融机构，基金子公司有两大差异化转型模式。首先是结合母公司积累的二级市场投资经验，利用二级市场各类金融工具、构建大类资产配置组合，以满足投资者需求。另外，量化对冲、定增专户、股权质押等二级市场相关业务都是基金子公司未来转型的可选项。其次，随着资产证券化新规细则的颁布，基金子公司开展小贷资产、券商两融资产、融资租赁资产和供应链金融资产等各类资产证券化业务。

5.2.2.抓住资产证券化契机，辐射多种业务

2014 年年底，中国证券投资基金业协发布了《资产支持专项计划备案管理办法》、《资产证券化业务基础资产负面清单指引》、《资产证券化业务风险控制指引》等自律规则或相关文件，自公布之日起施行。此次《管理办法》的发布，是基金业协会根据此前《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》的相关要求，承担资产证券化业务的事后备案工作，对资产支持专项计划备案、风险控制等实施自律管理，并对基础资产负面清单进行管理。

随着资产证券化法规细则的出台，基金子公司将在资产证券化业务上“正身”，开发更多的资产证券化产品。

5.3.总结

2014 年是基金子公司的多事之秋，证监会出台多条政策法规旨在加强基金子公司内控核查、风险管理水平，并且禁止了子公司从事资金池业务和“一对多”通道业务，并且对于基金管理公司成立不满一年或者其管理的公募基金规模低于 50 亿元，暂缓其设立子公司的申请。经过 2013 年的迅猛扩张，2014 年基金子公司进入了调整期，2014 年全年新设的子公司数量仅为 9 家。尽管新设数量锐减，但基金子公司的资产管理规模继续膨胀，根据媒体资料，截至 2014 年 3 月底，全行业专项计划管理的资产规模达到 1.38 万亿元；截至 2014 年 7 月底该规模为 2.29 万亿元。

2014 年，基金子公司发生了多次违规事件，引起市场参与者的关注。2014 年 8 月证监会通报了 3 家基金子公司存在委托不具有基金销售资格机构销售资产管理产品、进行有失公允的关联交易、重要信息未及时向投资人披露等违规行为，因此证监会采取责令整改、暂不受理公司业务备案的监管措施，同时暂停管理失责的母公司的业务申请，并对母子公司的相关责任人员采取了认定不适当人选、出示警示函等监管措施。

2014 年，我国的资产管理规模继续扩张，基金子公司凭借政策红利迅速发展。截止 2014 年 8 月，根据证监会公布的《基金管理公司从事特定客户资产管理业务子公司名录》，共计有 71 家基金专户子公司获批，合计注册资本为 34.31 亿元。基金子公司在 2014 年的业务发展有以下几个特点：1.审核趋严，新设数量锐减；2.通道受限，业务专业迫在眉睫；3.基金子公司风控亟待解决；4.证监会关上了“一对多”资金池大门，打开了资产证券化的窗子。

2015 年，泛资管行业将迎来资产证券化蓬勃发展的一年，基金子公司也将将经历业务转型的阵痛，由以通道业务为主逐渐转变为主动管理型业务结构，结合公司自身优势，进行新的业务布局和战略调整，开展多元化业务，以期获得先发优势，并积极创新，把握市场环境变化所带来的机遇。对于基金子公司的未来展望，既有挑战亦有机遇。挑

战主要是政策风向对基金子公司的影响很大，子公司的风控体系亟待升级以达到证监会的监管要求。其次，通道业务面临严格的控制，子公司业务转型迫在眉睫。众多的挑战也带了基金子公司差异化发展的机遇。2014 年底的资产证券化政策法规的出台将给 2015 年该项业务的蓬勃发展带来了巨大的空间。

（五）2014 年银行理财市场年度报告

1.2014 年银行理财市场情况

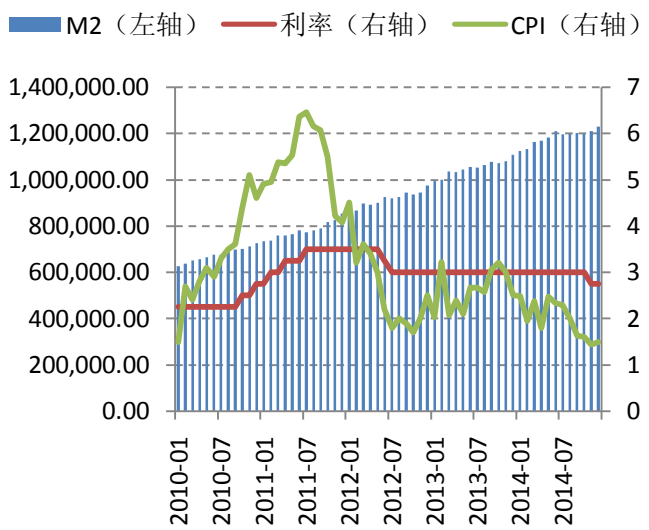
2014 年银行理财业务继续维持高速发展势头，理财产品发行再创新高。2014 年银行理财产品发行数量达到 65248 个，同比增速 46.65%。截至三季度末，银行理财规模已达到 15 万亿。银行理财产品发行的状况如火如荼，但 2014 年银行理财市场的主题却是“控风险，促转型”。一方面，目前银行理财产品规模的迅速扩大主要得益于非结构化的预期收益型产品的发展，对于普通投资者来说，预期收益型理财产品与存款的唯一区别就在于预期收益型产品收益率始终高于同期限存款利率一到两个百分点，这种银行提供隐性担保、产品保本保收益的设计显然非常符合中国老百姓的投资需求。然而在当前利率市场化逐步深入、银行存贷利差逐渐缩窄的情况下，继续刚性兑付理财收益在未来必然会对银行造成非常大的兑付压力，同时银行对理财资金的隐性担保也并不符合银行理财“代客理财”的本质。另一方面，在银行理财的投向上，理财资金在选择了很多收益率相对较高的非标准化债权资产以拉升理财产品的整体收益率，这一类资产流动性、安全性整体上都显著弱于标准化资产。同时，期限错配、理财资金互相内部调节收益率的现象也在理财产品中屡见不鲜。银行理财资金规模巨大，标的资产的不合理配置会显著拉升银行结构性风险。从 2014 年出台的一系列政策来看，监管层显然也已注意到了以上两方面问题并采取了措施，希望达到降低银行业风险，规范理财资金合理运用，推动银行理财由预期收益型向资产管理型转化。

宏观资金层面，截至 2014 年 12 月末，广义货币 M2 余额 122.84 万亿元，同比上一年同期增长 12.2%，略低于年初设定的 13%左右的目标。由于在年末出台了存款偏离度指标，使得商业银行年末冲时点现象大幅减少，这在一定程度上降低了存款增速，对 M2 增速造成了一定程度的影响。2014 年出台的多个同业监管条文导致货币派生能力的下降，以及 2014 年全年外汇占款的增速的大幅下降都是造成 M2 整体增速未达预期的重要原因。另外，四季度出台的存款偏离度考核并由此导致的月末银行理财发行骤减影响了四季度 M2 增速，由于存款考核统计月末存款量，银行以往集中在月末揽储及发行大量理财产品并将理财资金转为活期存款达到变相揽储的目的。现在受限于存款偏离度考核，银行在月末发行理财产品的热情大大减少，活期存款量增速减缓，客观上也影响了 M2 增速。

市场走势层面，信托、券商资管、保险债权计划等的盛行极大丰富了投资者的可选资产、持续推进利率市场化进程。2014 年市场利率持续下行，资金寻求高收益产品的需求上升，包括银行理财在内的理财产品受市场热捧。

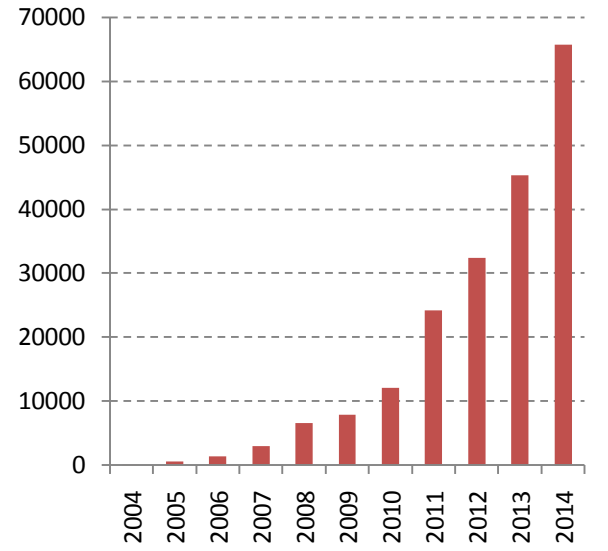
政策监管层面，2014 年银行业和监管部门继续着博弈游戏。在监管和反监管的拉锯中，银行理财产品市场延续繁荣，发行规模再创新高。考虑到信托、券商资管、基金子公司等的资产管理规模中包含较大部分的通道业务，是银信、银证、银基合作的产物，银行理财产品实质上继续主导着国内财富管理市场。

图 129　2010~2014 年 M2、实际利率情况



资料来源：Wind、华宝证券研究所

图 130　银行理财产品发行数量: 2004~2014 年(个)



资料来源：Wind、华宝证券研究所

2014 年，影响银行理财产品市场的事件主要有:

表 55　2014 年影响银行理财市场时间

时间	事件	主要内容
4.18	银监办发[2014]99 号 关于信托公司风险监督的指导意见	治理影子银行特征业务，信托公司不得继续开展非标理财资金池等方面的业务，对已开展的非标准化理财资金池业务要查明情况并作出整改。
5.2	银发[2014]127 号 关于规范金融机构同业业务的通知	单家商业银行的同业融出资金不得超过该银行一级资本的 50%，同业融入资金余额不得超过该银行负债总额的三分之一。明确界定了同业业务的类型，同业存款业务的资金存入方仅为具有吸收存款资格的金融机构。强调买入返售(卖出回购)业务项下的金融资产应具备合理公允价值和较高流动性，且卖出回购方不得将业务项下的金融资产从资产负债表转出。同业投资也要根据所投资基础资产的性质，准确计量风险并计提相应资本与拨备。规定了同业业务的融资期限以及开展买入返售(卖出回购)和同业投资业务不得接受和提供第三方金融机构信用担保。
7.14	银监发[2014]35 号	明确应严格实行全方位的风险隔离原则。理财业务与信贷等其他业务应实行风险隔离，理财产品的资金来源和运用，独立于银行信贷业务，本行信贷资金不得为本行理财产品提供融资和担保，理财业务应回归资产管理业务的本质。
	中国银监会关于完善银行理财业务组织管理体系有关事项的通知	要求自营业务与代客业务相分离；实行银行理财产品与银行代销的第三方机构理财产品相分离；银行理财产品之间相分离，本行理财产品之间不得相互交易，不得相互调节收益。理财业务操作与银行其他业务操作相分离。
9.12	银监办发[2014]236 号	要求商业银行不得违反规定擅自提高存款利率或高套利率档次，不得另外设置专门账户支付存款户高息；不得通过返还现金或有价证券、赠送实物等不正当手段吸收存款；不得接受任何个人或机构等资金中介组织的存款；不得拖延、拒绝支付存款本金和利息；不得强制设定条款或协商约定将贷款资金转为存款，不得向“空户”虚假放贷；不得将贷款资金作为保证金循环开立银行承兑汇票

		并贴现，虚增存贷款；不得将理财产品发行和到期时间集中安排在每月下旬；不得将财务公司等同业存放资金临时调作一般性存款等。
	中国银监会办公厅、财政部办公厅、人民银行办公厅关于加强商业银行存款偏离度管理有关事项的通知	督促商业银行加强存款稳定性管理，合理控制月末存款偏离率。根据历史数据及测算情况，设置商业银行存款偏离度不得超过 3%。同时，为防止商业银行在季末通过冲高月日均存款、规避存款偏离率约束，附加限制季末月日均存款的可计入金额。
11.22	央行降息	央行宣布自 2014 年 11 月 22 日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。金融机构一年期贷款基准利率下调 0.4 个百分点至 5.60%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.75%。同时结合推进利率市场化改革，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.1 倍调整为 1.2 倍。
11.3	国务院法制办、中国人民银行存款保险条例(征求意见稿)	存款保险实行限额偿付，最高偿付限额为人民币 50 万元。中国人民银行会同国务院有关部门可以根据经济发展、存款结构变化、金融风险状况等因素调整最高偿付限额，报国务院批准后公布执行。
12.27	银发[2014]387 号 中国人民银行关于存款口径调整后存款准备金政策和利率管理政策有关事项的通知	包括存款类金融机构吸收的证券及交易结算类存放、银行业非存款类存放、SPV 存放、其他金融机构存放以及境外金融机构存放等原先在同业往来项下的存款都将划入各项存款范围，而各项存款包括财政存款和一般存款，因此以上涉及到的存款类别今后应皆划入一般存款项下。文件同时规定以上涉及到的存款在划入一般存款项下后存款准备金率暂定为零。直观的看此次调整即是将银行非存款类存放和非银行金融机构的同业存放由之前的同业往来项划入一般存款项，但新划入的存款暂时不需交存款准备金。

资料来源：华宝证券研究所

2.2014 年银行理财产品发行概况

2.1.2014 年理财产品发行量

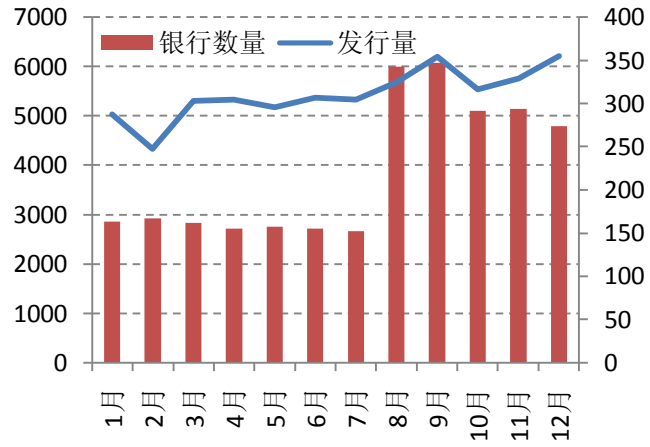
从分月统计数据看，银行理财产品发行量继续保持稳步上升态势，且全年产品发行量增速高于去年。1~6 月，月平均发行产品 5090 个，7~12 月，月平均发行产品 5785 个。从全年发行量看，2014 年银行理财产品发行数量达到 65248 个，同比增速 46.65%。去年这一数字为 38.41%，发行规模再创历史新高。另一方面，一些小型城商行和农商行已经注意到理财产品广阔的市场前景，开始进入理财市场，8 月份开始发行银行理财的银行数量激增，由之前每月的 150 家左右骤升到 300 家。

从理财发行时间的角度来看，为应对月末的考核压力，以往银行有“冲存款”的需求，银行理财产品成为银行应对考核压力的工具之一，但四季度发布的 236 号文打破了这一现象：

（1）前三季度季末银行理财产品上半月发行数量往往高于下半月的发行数量。如下图显示，银行在 2014 年前十一个月上半月发行量都高于下半月发行量，体现了银行理财产品的“月末效应”。

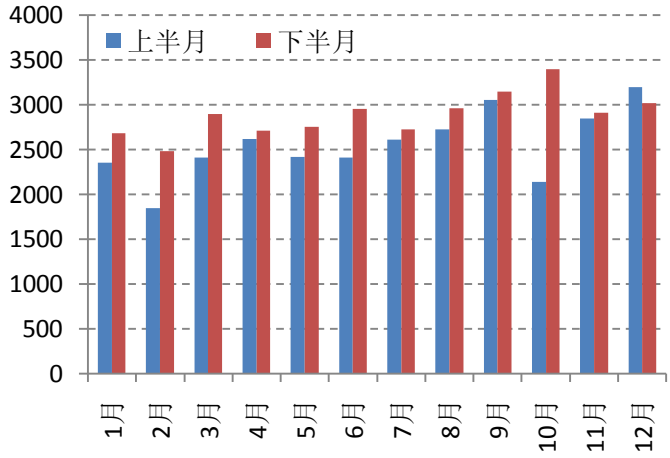
（2）银监 236 号文出台之后，各银行逐渐调整了理财产品发行的时间分布，加大了上半月发行产品的力度，并且在 12 月首次出现了下半月理财发行数量超过上半月的现象。

图 131　2014 年银行理财产品逐月发行情况（个）



资料来源：Wind、华宝证券研究所

图 132　2014 年上下半月银行理财产品发行情况(1 个月)



资料来源：Wind、华宝证券研究所

2.2.产品结构分析

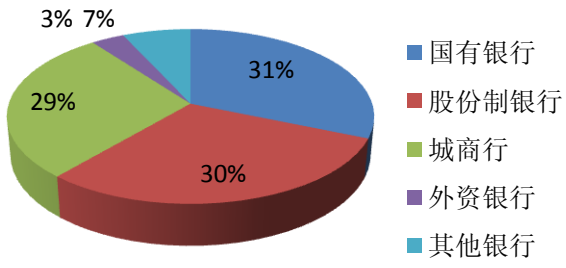
2.2.1.银行结构多样，中小银行发行热情高涨

从发行主体结构看，2014 年国有银行和股份制银行的市场份额继续保持下滑态势。其中，国有控股商业银行发行产品市场占比为 28.28%，与 2013 年 31.28%的市场份额相比有所下降；全国性股份制银行发行产品市场占比为 26.94%，较 2013 年 30.03%的市场份额下滑 3.09%。

城商行在理财产品发行上增长迅速。2011~2014 年城商行发行的理财产品市场份额由 18.89%增长至 29.45%，创历史新高，目前已经取代股份制银行成为发行理财产品市场份额最高的银行类别。另外，以农商行为代表的其他银行的理财产品市场份额迅速扩大。

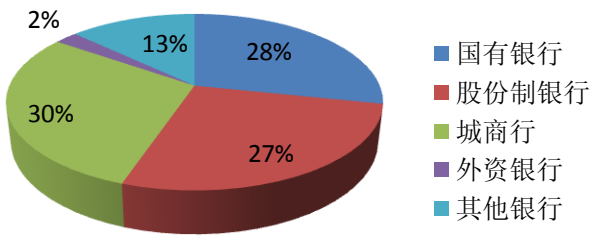
随着理财产品业务的扩展，一些小型城商行和农商行已经注意到理财产品广阔的市场前景，开始进入理财市场。2014 年下半年开始发行银行理财的银行数量激增几乎翻倍，新增银行基本都是小型城市行和农商行。小型银行在品牌效应和网点建设上不具优势，发行高收益的理财产品是小型银行开拓市场的重要渠道，2014 年以来市场份额的大幅上涨也显示了其在理财业务上具备极大的潜力。

图 133　2013 年各类银行发行情况占比



资料来源：Wind、华宝证券研究所

图 134　2014 年各类银行发行情况占比



资料来源：Wind、华宝证券研究所

从单个发行主体看，自 2012 年以来，建设银行始终稳居银行理财产品发行量第一位，2014 年发行数量分别为 5237 个，市场占比 8.03%。交通银行发行 4977 只产品排名第二，市场占比 7.63%。中国银行退居第三，2014 年发行 3732 只产品，市场占比 5.72%。

表 56　银行业 2011~2014 年理财产品发行情况（按发行主体）

	2012 年发行数量（只）	2013 年发行数量（只）	2014 年发行数量（只）	2012~2013 年增速	2013~2014 年增速
国有银行	10099	13917	18455	37.81%	32.61%
股份制银行	11035	13360	17579	21.07%	31.58%
城商行	8543	12645	19215	48.02%	51.96%
外资银行	1236	1501	1526	21.44%	1.66%
其他银行	1475	3069	8473	108.07%	176.08%

资料来源：Wind、华宝证券研究所

表 57　2014 年不同主体发行产品数量前三名

	名称/规模	第一名	第二名	第三名
国有银行	银行名称	中国建设银行	交通银行	中国银行
	发行规模（只）	5237	4977	3732
	市场占比%	8.03%	7.63%	5.72%
股份制银行	银行名称	中国民生银行	招商银行	平安银行
	发行规模（只）	3704	3257	3005
	市场占比%	5.68%	4.99%	4.61%
城商行	银行名称	南京银行	杭州银行	上海银行
	发行规模（只）	2549	899	877
	市场占比%	3.91%	1.38%	1.34%
外资银行	银行名称	南洋商业银行	中国银行(香港)	富邦华一银行
	发行规模（只）	358	213	181
	市场占比%	0.55%	0.33%	0.28%
其他银行	银行名称	上海农村商业银行	广东顺德农村商业银行	天津农村商业银行
	发行规模（只）	505	309	305
	市场占比%	0.77%	0.47%	0.47%

资料来源：Wind、华宝证券研究所

2.2.2.人民币产品扩大优势，美元产品领先外币品种

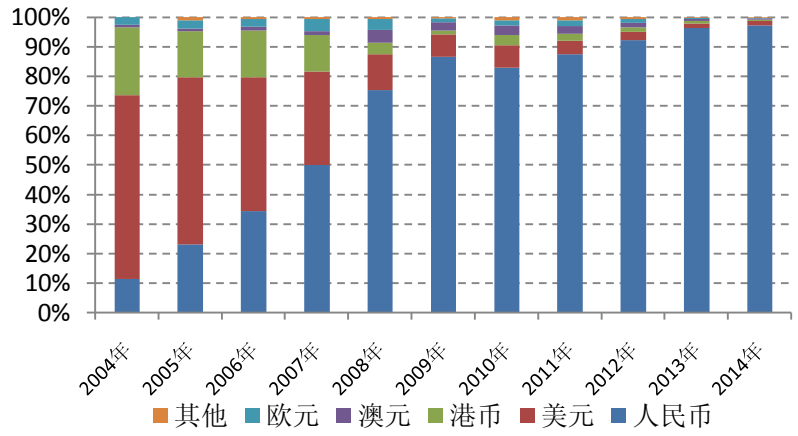
2004 年以来人民币产品在理财产品中的比重始终保持上升势头，由最初占所有产品份额的 10%发展到现在的 95%以上。近年来随着中国利率市场化的进程不断加快，以人民币为币种预期收益型产品大行其道，并在利率市场化过程中发挥了重要作用，人民币理财产品也在这个过程中逐渐蚕食着外币理财产品的市场份额，取得了市场支配地位。

2014 年，人民币理财产品地位进一步巩固。截至 2014 年 12 月 31 日，人民币理财产品发行总量 63386 个，较 2013 年的 42846 个增长 47.94%。人民币理财产品的市

场优势继续扩大，2012 年与 2013 年市场占比分别为 92.25%和 96.30，2014 年进一步提高到 97.14%。

人民币理财产品强势的另一面是外币理财产品市场份额的持续下滑。2014 年，美元、港币、澳元、欧元理财产品发行规模分别为 1029 个、289 个、299 个和 167 个。2014 年，美元、港币、澳元、欧元理财产品市场份额占比分别为 1.58%、0.44%、0.46%和 0.26%。相对而言，美元在外币理财产品中仍有份额优势。

图 135　2004~2014 年银行理财产品币种分布

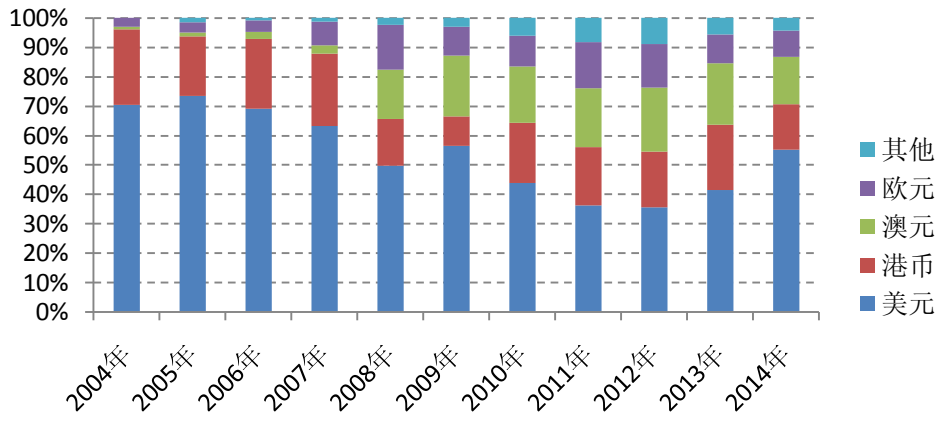


资料来源：Wind、华宝证券研究所

从外币理财产品的市场结构看，主要呈现出美元产品发行走强，其他外币产品增长动力不足的特点：

美元理财产品占外币理财产品比重持续回升。2013 年随着美国经济的逐渐复苏，美元理财产品占外币理财产品结束了之前连续三年的下降，开始出现反弹。2014 年美国经济延续了强劲的复苏势头，美元持续走强，加大了投资者对于美元理财产品的投资偏好，美元产品占所有外币产品的比例提高到 55.17%。与之对比，港币、澳元、欧元以及其他外币品种占外币理财市场的份额均有不同程度下降。

图 136　2004~2014 年外币理财产品币种分布



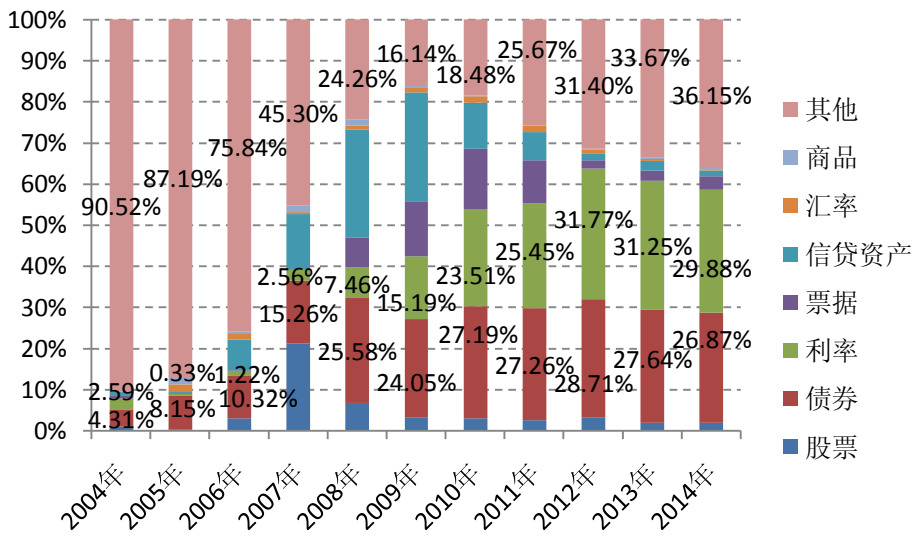
资料来源：Wind、华宝证券研究所

2.2.3.基础资产保持稳定，外资银行独树一帜

回顾过去十年的银行理财资产配置，一个显著的趋势是债券和利率类投资标的在理财资产配置中所占比例的逐步扩大，其中债券类资产的配置比例由 2004 年的 4.31%上升到 2014 年的 26.87%，利率类资产的配置比例由 2004 年的 2.59%上升到 29.88%。由于预期收益型产品在中国的崛起，低风险、固定收益的标的资产在理财资金的投资中倍受青睐，利率、债券类资产因此受益，规模不断扩大。受累于结构化产品发行的乏力，同时由于银行理财资金并不能直接投资股市，股票标的在银行理财发展的黄金十年中表现并不突出，在理财产品的资产配置中始终份额较少。

2014 年，银行理财产品在资产配置在整体变动不大，债券、利率和其他类资产占据所有理财投资标的 90%以上的份额。其中，其他类资产配置比例有所提高，达到 36.15%，债券和利率所占比例分别为 26.87%以及 29.88%。可见由于 2014 年无风险利率整体下行，为维持理财产品收益率，银行加大了以非标资产为代表的其他类资产的配置比例。

图 137　2004~2014 年银行理财产品资产配置比例

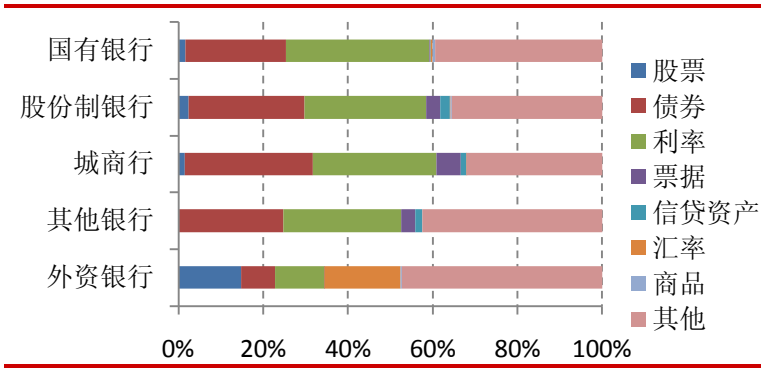


资料来源：Wind、华宝证券研究所

从发行主体类型看，国有控股银行、全国性股份制商业银行、城市商业银行在理财产品资产配置上大同小异，集中于债券、利率和其他类资产。2014 年，国有控股银行理财资金在债券、利率和其他类资产上的配置比分别为 23.62%、33.92%和 39.40%；全国性股份制商业银行的配置比为 27.29%、28.76%和 35.45%；城市商业银行的配置比为 30.28%、29.13%和 32.03%。

与国内银行相比，外资银行在汇率、股票等领域投资经验更为丰富，这一部分资产在其理财资金配比中相对较多。2014 年，外资银行理财资金在汇率、股票的配置比为 18.04%、14.84%，这两种资产的配置比例远高于国内银行。

图 138　2014 年各类银行资产配置情况



资料来源：Wind、华宝证券研究所

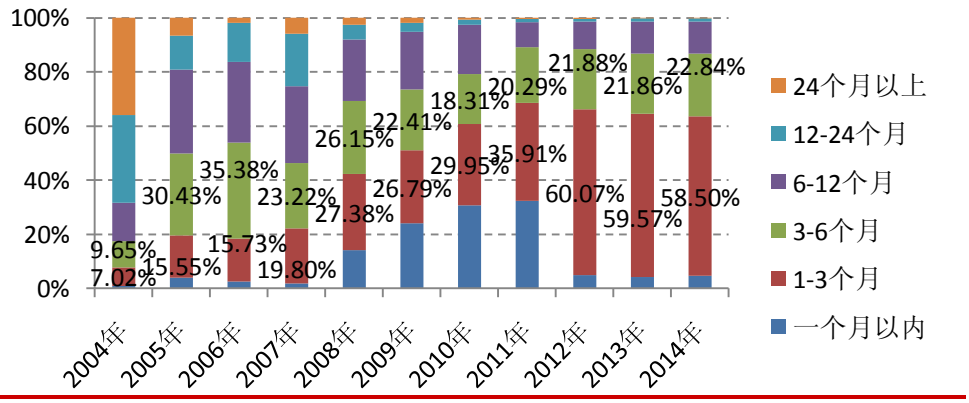
2.2.4.中短期产品仍是主流，长期产品未来可期

2014 年，期限在 1 个月以内的银行理财产品占比小幅回升但依旧维持在历史较低水平，占发行总量的比重为 4.68%。发行期限集中在 1~3 个月，占比为 58.50%，其次为 3~6 个月，占比为 22.84%。商业银行理财产品期限总体较短。

1-3 个月和 3-6 个月期限的理财产品目前是市场上的绝对主力品种。其中，3-6 个月期限产品所占市场份额始终变动不大，基本维持在 20%-30%区间当中。1-3 个月期限产品近年来始终保持上升势头，其市场份额由 2004 年的 7.02%平稳升至 2011 年的 35.91%。2011 年，银监会主席尚福林明确提出严禁通过发行短期理财产品变相高息揽储，并要求各家银行暂停发行一个月期限以下超短期理财产品。这一规定直接抑制了一个月以内超短期银行理财产品的发行。超短期理财是银行月末、季末揽储的重要手段，为保证业绩银行转而发行 1-3 个月短期理财产品以达到揽储的目的，这也造成了 2012 年开始 1-3 个月短期理财产品市场份额的大幅增加。

2014 年 9 月 12 日，银监会发布《中国银监会办公厅财政部办公厅人民银行办公厅关于加强商业银行存款偏离度管理有关事项的通知》，通过设置存款偏离度指标规范银行月末、季末的揽储冲时点行为。新规出台之后，上半月与下半月之间的理财发行量已经逐步持平，月末、季末集中发行短期理财产品的现象已经逐步消除，未来银行发行短期理财产品的热情可能不如以往。

图 139　2004~2014 年银行理财产品期限分布



资料来源：Wind、华宝证券研究所

2.2.5.非保本产品占据半壁江山，保本固定份额逐年下滑

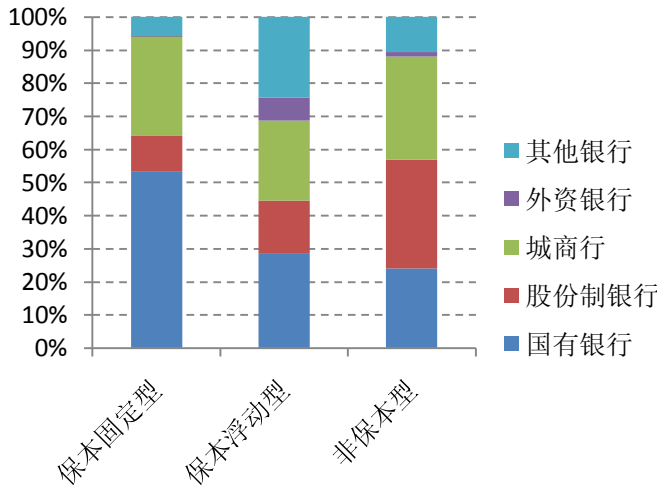
2014 年，银行共发行保本型银行理财产品 20936 个，占比 32.09%，其中保本固定型产品 7577 个，保本浮动型产品 13359 个；发行非保本型银行理财产品 44312 个，占比 67.91%。

从市场占有率看，国有控股商业银行占据了保本型市场的主体，其发行的保本固定型产品市场占有率达到 53.10%，发行的保本浮动性产品市场占有率 28.63%，而其非保本型产品的市场份额不如股份制银行和城商行，体现了国有银行对待风险一贯谨慎的风格。股份制银行和城商行在非保本型产品市场上有相对优势，市场占有率分别为 32.90%和 31.01%。

从银行类型看，多数银行发行非保本型产品的热情都显著高于保本型产品。国有控股银行、股份制银行、城商行和其他银行发行的非保本型产品占其发行总量的比重分别为 57.61%、83.21%、71.44%、56.18%。唯一有所不同的是外资银行，其发行的理财产品主要以保本浮动型产品为主。

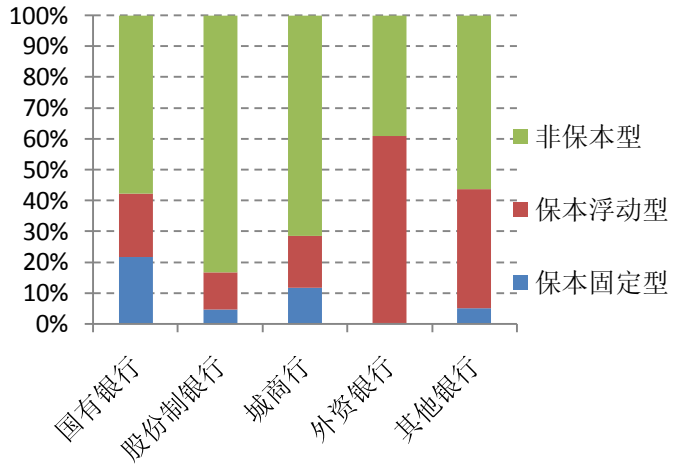
外资银行历来以发行结构化产品为主，其利用自身投资专业方面的优势传统上更偏向于发行结构化产品。然而随着 2007 年金融危机的爆发，投资者对于挂钩各类标的的结构化产品的风险意识彻底提高，外资银行为迎合市场需求，同时利用自身投资方面的优势，逐渐向保本浮动的结构化产品类型转型。

图 140　各类银行市场占有率（按收益类型分，%）



资料来源：Wind、华宝证券研究所

图 141　各类银行发行理财产品的收益类型分布（%）



资料来源：Wind、华宝证券研究所

2.3.2014 年银行理财产品收益率情况

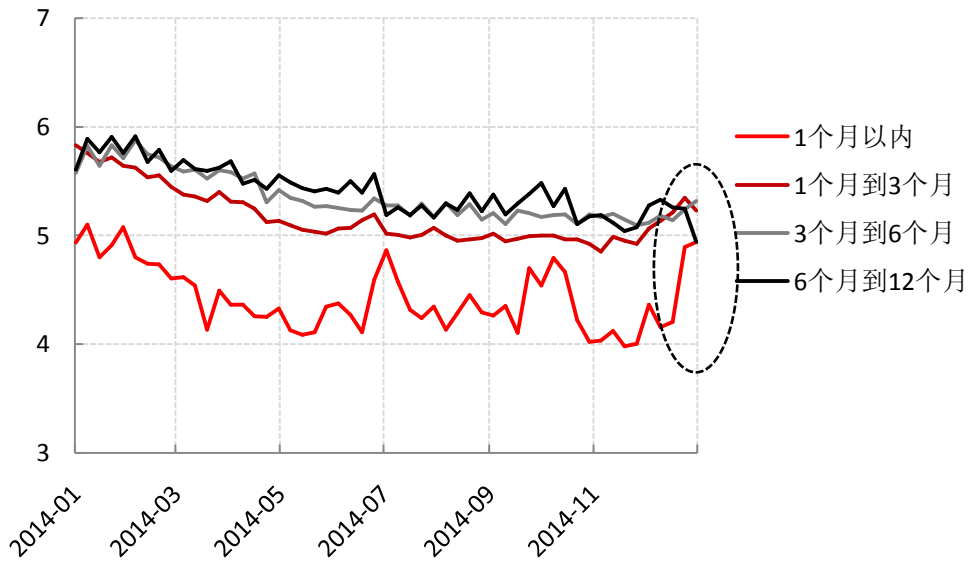
2014 年以来，由于房地产市场萎靡导致的信托类贷款需求下降，信托贷款增速放缓，收益率逐渐走低。同时，以各类“宝宝”为代表的货币市场基金、银行间拆解利率、债券利率等也在年初达到高点后逐步回落调整，揭示了整个社会无风险利率处于下降态势。信托、债券等资产都是银行理财投资的重要标的，受此影响，银行理财整体收益率在 2014 年也呈现出高开低走的趋势。

由于在投资标的中有债券、非标等收益率高于定存利率的品种，2014 年全年，各期限的银行理财产品收益率均显著高于同期银行定存利率，1 个月以内、1~3 个月、3~6

个月、6~12 个月、12 个月以上银行理财产品的平均预期收益率分别为：4.43%、5.18%、5.35%、5.41%、5.68%、6.44%，而同时期一年期定存利率为 3%，年末降息后一年期定存利率仅为 2.7%。

逐月看，期限较长的银行理财产品收益率往往高于期限较短的银行理财产品收益率，体现了“期限溢价”的存在。但是，由于长期理财产品和一个月以下的超短期理财产品发行量较少，收益率波动相对较大，偶尔会出现期限与收益不匹配的现象。另外，月末、季末银行揽储的冲时点也会影响超短期理财的收益率。年末超短期理财产品收益率冲高与 6 个月至一年产品的收益率基本持平就体现了超短期理财产品的季末高收益效应以及长期理财产品的收益率波动现象。

图 142　2014 年各期限银行理财产品平均预期收益率（%）

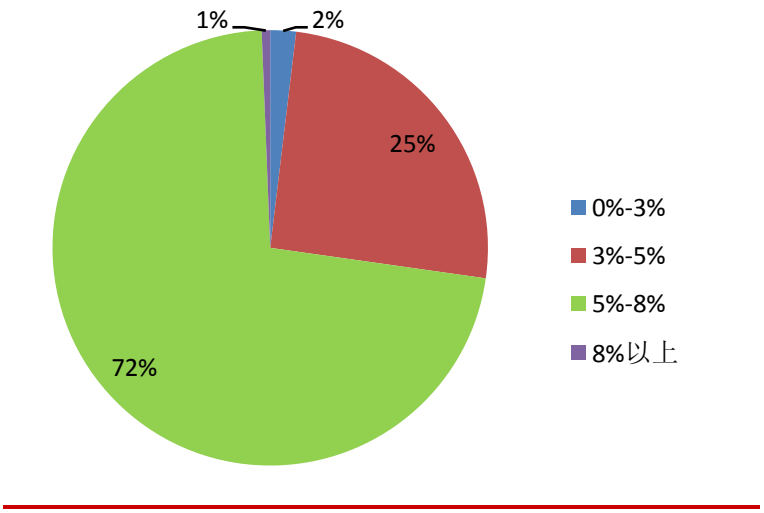


资料来源：Wind、华宝证券研究所

注：为剔除外币汇率影响，此处仅统计人民币理财产品。但因人民币理财产品占理财产品总量的 96%，具有足够的代表性。

统计 2014 年公布预期年化收益的产品(不考虑运行结束公布实际年化收益产品)，最高预期收益率聚集在 5%-8%区间内，占比为 72.13%。收益率在 8%以上的产品占比 0.62%。收益率在 3%-5%的产品占比 25.33%。

图 143　2014 年预期年化收益率分布情况



资料来源：Wind，华宝证券研究所

去年我们在年度报告中总结了影响银行理财收益率的因素：无风险利率、期限、发行主体信用，2014 年这些因素依然在不同程度上对银行理财的收益率产生了影响。

2.4.产品收益率分析

2.4.1.流动性宽松，无风险利率下降

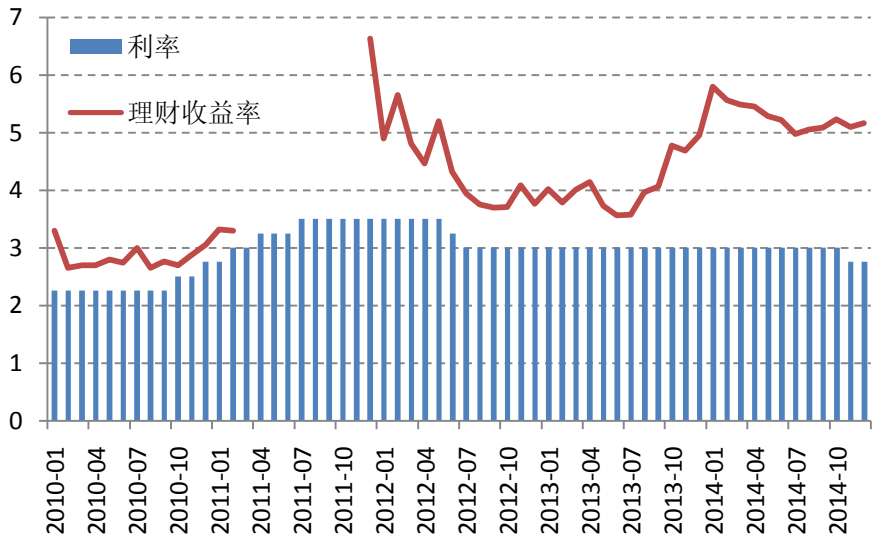
无风险利率是银行理财收益率最基础的决定因素。从历史经验来看，银行理财收益率与银行同期定存利率密切相关。从下图可见，2010 年末开始的一段持续加息动作清楚的反映在了同期理财产品收益率上。另外，2012 年中的降息也带动了同期理财收益率的下降。

在 2012 年之后，央行在长达 28 个月的时间内没有对定存利率做出调整，然而银行理财收益率却在 2013 年 6 月开始一路飙升，至 2014 年 1 月份已经达到 5.80%的历史最高点。究其原因，2013 年后半段的钱荒造成了社会整体无风险利率的走高，虽然定存利率依然未变，但受债券、信托等标的资产利率提高的影响，银行理财收益率大幅提升。

进入 2014 年后，流动性紧张状况得到缓解，央行在年中实施了大量 SLF、MLF 等创新型货币工具的操作，年末还进行了 28 个月来的首次降息，将 1 年期存款利率由 3.0%下调为 2.7%。受此影响，2014 年银行理财收益率整体上呈现高开低走的趋势，理财收益率从年初的 5.8%下降到年末的 5.16%。

对 2010 年 1 月到 2014 年 12 月时间段的一年期定存利率与银行理财收益率进行相关性分析，二者之间相关性达到 0.73，可见利率与银行理财收益率之间存在非常强的正向相关关系。

图 144　理财产品收益率和定存利率（单位：%）



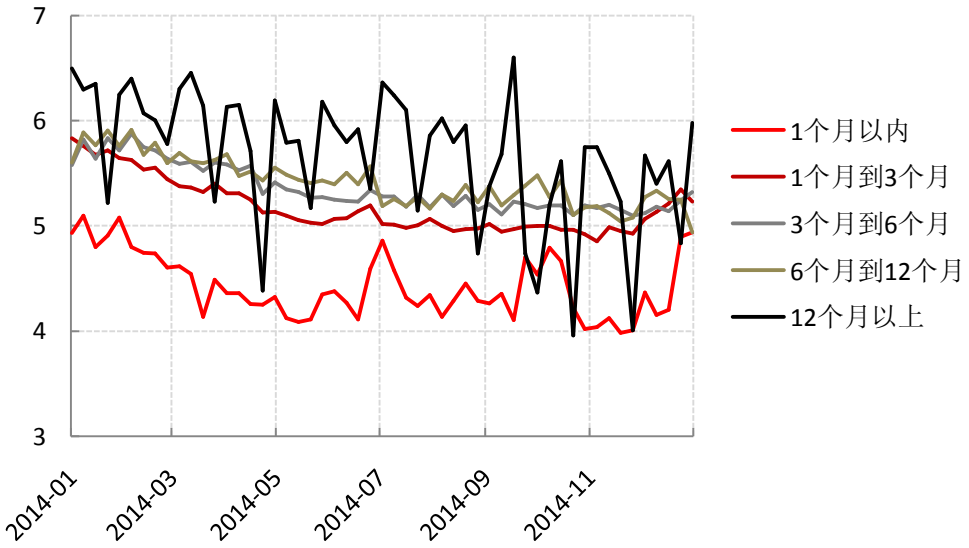
资料来源：Wind、华宝证券研究所

注：Wind 数据显示 2011 年 3 月~4 月，2011 年 6 月~11 月没有发行期为 1 年的固定收益人民币理财产品。

2.4.2.集中期限溢价不显著

2014 年发行的理财产品期限集中在 35 天、63 天、90~92 天、182 天、365 天。公布发行期限的产品中，85%左右的产品为期限在半年之内的中短期理财产品。

图 145　2014 年银行理财产品不同期限最高预期收益率



资料来源：Wind、华宝证券研究所

注：截至 2014 年 12 月 31 日，其中以月表示的，按“月数*30”计算，以年表示的按“年数*365”计算。

对于分期限的银行理财产品收益率，可以发现：分时段划分的理财产品收益率显示出显著的期现溢价特征，其中一个月以内、一至三个月、三至六个月、六个月至一年的产品平均收益率分别为 4.43%、5.18%、5.35%、5.68%。而集中期限发行的 35 天、63 天、90-92 天、182 天、365 天产品虽然产品存续期相差很大，但是平均收益率却相差不多，分别为 5.17%、5.34%、5.32%、5.33%和 5.26%，35 天产品收益率仅比 365 天产品收益率低 9BP，期限对产品收益率的影响基本没有显现。

期限对金融产品收益率的影响早已得到公认，对于投资购买金融产品的投资者来说，越长的期限意味着更大的风险和不确定性，以及较差的流动性，对于融资方来说相反，因此长期限的金融产品往往需要约定更高的收益率以吸引投资者。这一点在数据量更大的分时段理财产品收益率中也得到了体现，但是在集中期限理财产品中，这一规律似乎失去作用。

很多银行将短期的集中期限的理财产品的到期日安排在长假开始时，用高收益率吸引客户。而产品一旦在长假到期，资金回到投资者账户的时间会顺延至长假结束，无形中拉长了还本清算期，如果资金在月末到期还能达到帮银行冲存款的目的。这样一来就拉高了 35 天产品的收益率。63 天、91 天、182 天期限产品都属于一个月至三个月以及三个月至六个月时段产品，收益率本身相差不大。

表 58　2014 年各期限银行理财产品收益率（单位：%）

平均收益率以预期收益率计算					
	35 天	**63 天**	**91 天**	**182 天**	**365 天**
发行数量(个)	4815	1770	3510	2592	2103
平均收益率	5.17	5.34	5.32	5.33	5.26
	一个月以内	**一个月至三个月**		**三个月至六个月**	**六个月至一年**
发行数量(个)	2696	35548		16394	8845
平均收益率	4.43	5.18		5.35	5.68

资料来源：Wind、华宝证券研究所

2.4.3.刚性兑付导致信用溢价不显著，投资者风险意识待提高

目前我国发行银行理财产品的主体主要有五类：国有银行、股份制银行、城市商业银行、外资银行和其他银行。排除发行理财产品较少的外资银行，总体信用情况由高到低的顺序应该是国有银行、股份制银行、城市商业银行、其他银行。

金融产品的发行主体信用情况能够揭示金融产品发生违约的可能性，因此低评级主体发行的产品往往需要更高的收益率吸引投资者，债券、信托等产品无不印证这一规律。然而从目前国内的银行理财产品情况来看，“低信用高收益”的现象并不明显。目前来看，一年以内国有控股商业银行理财产品的收益率中枢在 4.5%~5.5%，略低于全国性股份制银行、城商行和其他类银行发行的理财产品收益率，后者的收益率中枢在 5-6%左右。从 2014 年全年发行的产品收益率看，国有控股商业银行、全国性股份制银行、城商行和其他银行的平均收益率分别为 4.97%、5.32%、5.44%、5.25%。国有银行的收益稍低符合其信用最高的实际情况。但股份制银行、城商行和其他银行的收益率基本相当，甚至以农商行、农合为代表的其他银行收益要低于另两类银行，明显与其他金融产品“低信用高收益”的情况不同。

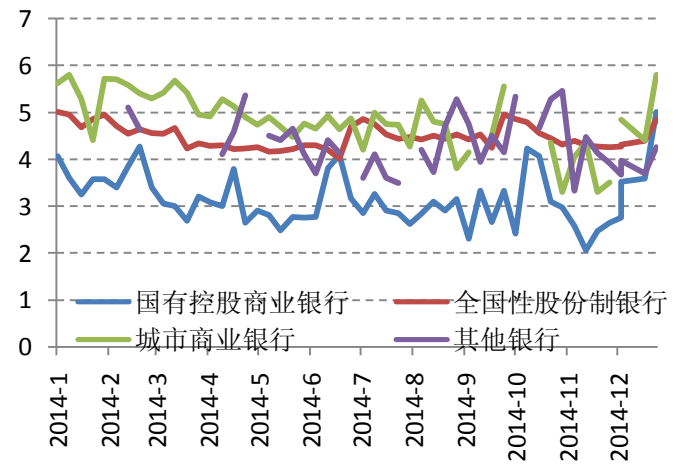
表 59　2014 年各类银行理财产品平均收益率和收益率波动率（%）

	国有控股商业银行	全国性股份制银行	城商行	外资银行	其他银行
平均收益率（%）	4.97	5.32	5.44	4.28	5.25
收益率波动率(标准差)	0.68	0.55	0.43	2.02	0.50

资料来源：Wind、华宝证券研究所

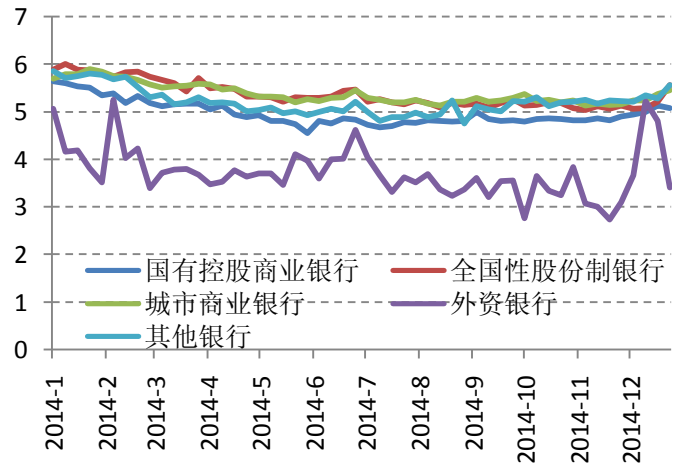
对不同期限各类型银行发行的理财产品收益率进行分析，信用溢价情况也并不显著。在一至三个月以及三至六个月两个理财产品的主力期限品种方面，2014 年外资银行的发行的产品收益率明显低于国有银行和股份制银行，以农商行为代表的其他银行收益率也要低于股份制银行和城商行，城商行和股份制银行发行的产品收益率差别不大，这些现象显然与各发行主体的信用状况并不相符。

图 146　一个月以内各类型银行理财收益率（2014 年，%）



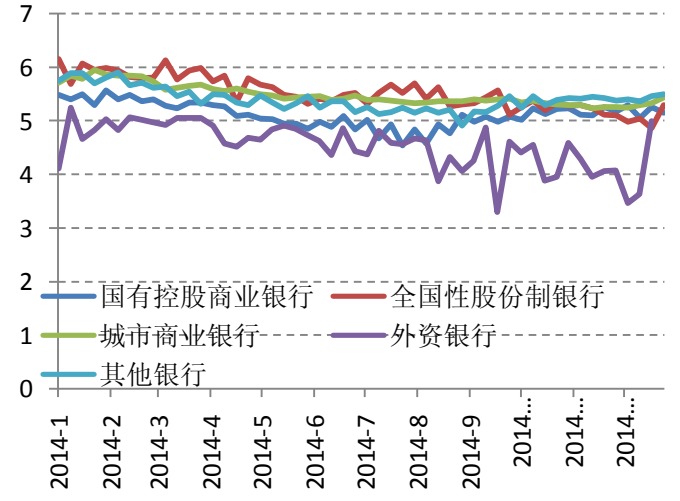
资料来源：Wind、华宝证券研究所

图 147　一至三个月各类型银行理财收益率（2014 年，%）



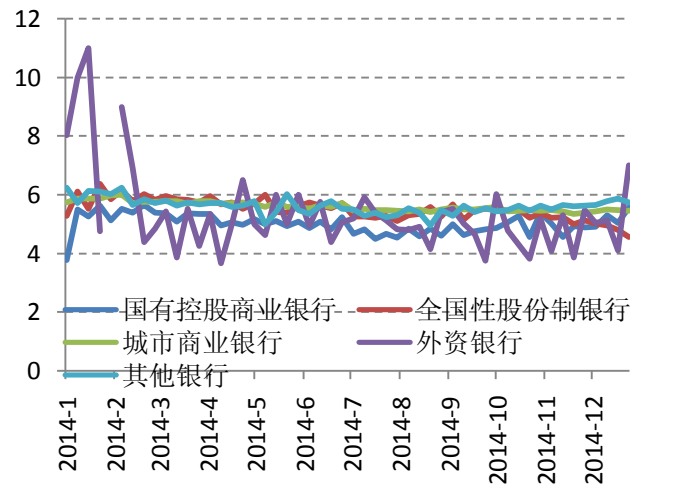
资料来源：Wind、华宝证券研究所

图 148　三至六个月各类型银行理财收益率（2014 年，%）



资料来源：Wind、华宝证券研究所

图 149　六个月至一年各类型银行理财收益率(2014 年,%)



资料来源：Wind、华宝证券研究所

之所以在理财收益率上产生这种信用模糊现象，很大程度上与理财市场预期收益型产品大行其道有关。银行理财的本质是代客理财的资产管理产品，然而目前国内银行为迎合投资者需求、同时维护自身声誉，主推的理财产品类型都是类似于“契约式存款”的预期收益型产品，银行在背后提供隐性担保，产品保本保收益。由于目前银行理财产品依然保持全部按期兑付的记录，并且银行尚无破产先例，投资者在这方面的风险意识近乎于无，因此信用溢价现象并不明显。只要银行继续维护理财产品的刚性兑付，这种在收益率方面的信用模糊还将持续下去。

2014 年年末推出的存款保险制度一方面保护了储户的利益，另一方面也变相提醒了投资者“银行同样存在破产可能”。目前信托、债券都已相继出现兑付问题，一旦银行理财产品打破刚兑，各类型银行之间的产品收益率将很快产生较大的差距。

2.5.2014 年理财产品预期收益率 TOP10

2.5.1.2014 年结构化理财产品预期收益率 TOP10

招商银行在 2014 年结构化理财产品预期收益率前十名中占据六席，延续了以往的强势表现。招商银行在结构化产品的探索方面一直走在国内的最前沿，其发行的金葵花系列产品品种多样且持续性强。外资银行虽然在整个理财产品市场上份额很少但是此次在结构化产品 TOP10 中占据了一、三位，反映了外资银行在股票、外汇市场上投资的专业优势。另外，南京银行此次也有两款产品上榜，以往城商行更专注于非结构化产品的发行与推广，可见城商行在积累了非结构化产品的管理经验之后也开始逐渐将目光投向结构化理财市场。

表 60　2014 年理财产品预期收益率 TOP10（结构化）

发行人	产品名称	预期年化收益率上限	预期年化收益率下限	委托期说明	保本比例
南洋商业银行	2014 年南商添权-沪深联动系列沪深 300 指数挂钩结构性理财产品 F14001	30.10*	1.10*	33	
招商银行	2014 年“金葵花”焦点联动系列之股票组合表现联动(喜马拉雅型)理财产品 104362	20.00*	2.00*	271	100
南洋商业银行	2014 年南商添权-沪深联动系列沪深 300 指数挂钩结构性理财产品 F14002	19.40*	0.40*	33	
南京银行	2014 年“聚鑫 7 号”91 天人民币理财产品 B00015	17.80*	2.80*	91	0
招商银行	2014 年“金葵花”焦点联动系列之股票指数表现联动(沪深 300 指数期末双向连续型带触碰条款)理财产品 104278	17.00*	4.20*	119	100
招商银行	2014 年“金葵花”焦点联动系列之股票指数表现联动(沪深 300 指数期末双向连续型带触碰条款)理财产品 104589	17.00*	-*	181	0

招商银行	2014 年“金葵花”焦点联动系列之股票组合表现联动(喜马拉雅型)理财产品 104364	16.40*	2.00*	271	100
招商银行	2014 年“金葵花”焦点联动系列之股票指数表现联动(沪深 300 指数期末双向连续型带触碰条款)理财产品 104545	16.33*	-*	110	0
招商银行	2014 年“金葵花”焦点联动系列之股票指数表现联动(沪深 300 指数期末双向连续型带触碰条款)理财产品 104542	15.95*	-*	105	0
南京银行	2014 年“聚鑫 4 号”91 天人民币理财产品 B00011	15.50*	3.50*	91	0

资料来源：Wind，华宝证券研究所

2.5.2.2014 年非结构化理财产品预期收益率 TOP10

非结构化产品预期收益率前十名中国有大行占据五席，一方面国有银行发行理财产品数量众多，出现高收益产品的可能更大。此次上榜的国有银行理财产品中，国有银行的一些理财产品虽然名为非结构化产品，但是其产品收益形式是现金收益与实物收益二选一。比如工商银行上榜的两款商品即是以酒类兑付理财收益，因此其真实收益情况并不好判断。另外由于目前银行理财产品依然保持全部按期兑付的记录，并且银行尚无破产先例，投资者在这方面的风险意识近乎于无，因此信用利差体现的并不明显。

表 61　2014 年理财产品预期收益率 TOP10 （非结构化）

发行人	产品名称	预期年化收益率上限	预期年化收益率下限	委托期说明	保本比例
中国工商银行	2014 年“工银财富”第 1 期“杞酒元年”资产组合投资型(期次型)(370 天)人民币理财产品 ZH1394	15.50	6.00	370	0.00
成都农村商业银行	2014 年天府理财“至尊”之非保本浮动收益型 ZZG14006 期理财产品 ZZG14D182006	10.00	10.00	731	0.00
中国工商银行	2014 年“工银理财”特定资产收益权组合投资型人民币理财(370 天)SDJ14ZHX	9.00	5.50	370	0.00
中国工商银行	2014 年第 62 期“工银理财”专属资产收益权组合投资型人民币理财(舍得酒三期期酒收益权投资型)ZH14166	9.00	5.30	371	0.00
锦州银行	2014 年“7777 理财”-创富 005 期 365 天理财产品 CF2014DX005365D	8.80	-	365	0.00
中国银行	2014 年浙江中银集富理财产品 1409S2Y	8.50	5.00	731	0.00
中国银行	2014 年浙江中银集富理财产品 1409U3Y	8.50	5.00	1，085	0.00
福建南安农	2014 年福万通成功个人 1406 期理财产品	8.00	8.00	45	100.00

村商业银行					
桂林银行	2014 年漓江理财 201413 期理财产品	8.00	8.00	674	100.00
东莞银行	2013 年“玉兰理财”平稳增利系列 29 号个人理财产品	8.00	8.00	312	0.00

资料来源：Wind，华宝证券研究所

3.2014 年银行市场新变化

3.1.银行理财事业部制改革，理财产品单独建账

“资金池”模式一直是银行预期收益型理财产品运行的最主要模式，对于银行而言，“资金池”模式运作理财资金确实具备一定的优势。在资金池产品中利用期限错配，可以使理财产品获得比同期限投资标的组合更高的超额收益。如果利用十五天理财产品的资金完全匹配购买十五天期限的基础标的资产，其收益与投资者自己购买同期限的基础标的资产差别不大，没有必要去购买银行理财产品。银行利用理财资金池的期限错配，能够让十五天的理财资金收获一年期投资才可能得到的收益，一定程度上体现了银行在资产管理方面相对于普通投资者的优势。另外，资金池产品的管理经验对未来银行资产管理型理财产品的推出同样具有非常重要的意义。

然而，资金池模式的缺点同样明显，由于理财资金池混合了银行所有理财资金，投资者在购买银行理财产品时，只能得知资金投向的大概范围，但很难明确的知道自己购买的产品的明确投资方向。另外，期限错配虽然能带来额外的超额收益，但一旦资金周转出现问题，由于理财资金规模庞大，银行将面临很大的流动性风险。

鉴于此，银监会在 2014 年 7 月所发的 35 号文中明确提出“本行理财产品之间不得相互交易，不得相互调节收益”，要求对每只银行理财产品单独建账，单独核算，这对于银行理财一直以来利用期限错配获取超额收益的现象作出了明确限制。之前很多银行的理财资金一直采用资金池模式管理，银行将不同品种的理财资金放进一个资金池中，利用其中一部分资金投向长期项目，实现期限错配以获取超额收益。这种办法虽然收益率相对较高，但容易引发流动性风险问题。对理财资金池模式进行限制之后，一定程度上影响了理财产品收益率，但是提高了投资者资金的安全性，也进一步促进了理财产品管理的规范。

3.2.政策出台政策引导回归理财资管本质，预期收益型产品受限

12 月 1 日，银监会向部分商业银行发布了《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》（以下简称“意见稿”）。“意见稿”指出自 2005 年 11 月开始实施的《商业银行个人理财业务管理暂行办法》已经不能适应理财业务的发行现状，故此次推出意见稿归纳和总结了现行关于银行理财业务的规定并提出了部分新的要求。此次意见稿系统的将理财产品分为预期收益型产品、净值型产品、结构性产品、项目融资类产品、股权投资类产品、另类投资产品和创新投资产品。其中，对目前在市场上占据主流地位的预期收益型产品进行了比较大的限制。一方面要求商业银行必须将预期收益率型产品管理费收入的 50%计提风险准备金，而其他类型产品只需计提 10%；另一方面意见稿允许净值型产品资金的 30%投资非标准化债权资产，这一比例虽然较预期收益率型产品

35%的非标上限更低，但是净值型产品所配非标资产可以出表，而预期收益率型产品的非标资产需要回表核算。两方面因素共同降低了银行发行预期收益率型产品的动力，促使银行更多的发行净值型产品。

监管层当前大力引导理财产品由预期收益型转向净值型，分散银行风险的举措可以说是未雨绸缪。其实目前市场上银行运作理财资金非常谨慎，不能收获预期收益的情况极为少见，银行一般都能够获取百分之一以上的超额收益，所以目前预期收益型产品刚性兑付给银行带来的压力并不大，反而能够给银行带来大量超额利润。但随着利率市场化的发展，银行利差空间逐渐缩窄，不良率居高不下，未来继续承担刚兑理财产品收益对银行来说压力太大。现在银监会出台意见稿，提早引导理财产品向净值型产品转化，也是希望让银行理财回归资产管理的本质，将风险分散给投资者。

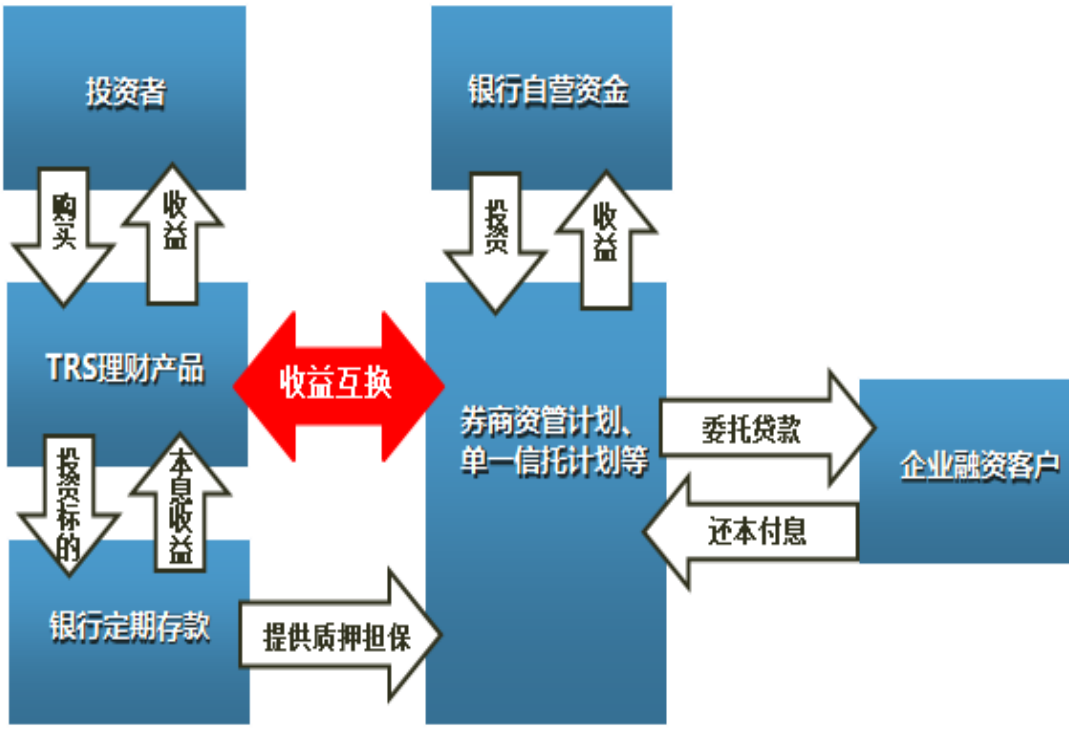
3.3.银行理财收益互换模式引关注

2009 年发布的新版《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议》（以下简称“主协议”）规范了中国银行间市场的金融衍生品交易业务。在新版主协议框架体系下，国内金融衍生品交易形式创新不断，这其中收益互换模式由于其设计灵活的特性逐渐发展壮大，成为国内金融衍生品交易的主要形式之一。收益互换是指交易双方签订互换协议，规定双方对约定期限内投资所获得的固定或浮动汇率进行互换，即甲投资所获得的投资回报归乙，乙投资所获得的投资回报归甲。通过收益互换业务，银行能够实现发行与权益、非标资产收益挂钩的结构化产品的需求。而作为银行理财资金收益互换的典型代表，近来兴起的 TRS（Total Return Swap，总收益互换产品）理财产品的运作模式引起了市场的广泛关注。

TRS 产品的主要运作流程如下:

银行发行非保本理财产品募资，之后将募集到的理财资金投向银行定期存款。同时，银行利用自营资金投资于非标资产，例如单一信托计划、基金子公司专项计划、券商定向资管计划等，通过信托、券商等通道机构以委托贷款的形式向融资客户投放信贷。而之前募集到的理财资金所形成的定期存款，要为银行所投资的非标资产提供质押担保。最后，自营资金投向的资管计划与理财资金形成的定期存款签订收益互换协议，理财产品将自己收益较低的定期存款收益换为收益较高的资管计划收益。在这个过程中，银行获得的收益为：投资非标收益+定期存款收益-自营资金成本-收益互换协议成本-通道费用银行、投资者、融资方在 TRS 产品发行过程中实现了三方共赢。对于银行来说，银行自营资金投资的非标资产由于有理财资金提供的质押，极大地缓释了银行的风险资产占用；理财投资定期存款，客观上还增加了银行的一般性存款，改善了银行的存贷比情况；对于投资者，其所投资的资金能够收获投资非标带来的较高收益，同时银行依然会保持刚性兑付，基本可视为收益相对较高的无风险投资对于融资方，能够成功实现融资。

图 150　TRS 产品运作模式



资料来源：Wind，华宝证券研究所

由于起步较晚，中国金融市场一直缺少创新工具和产品。随着金融市场化程度的提高以及监管调整，国内金融产品的设计日趋规范，创新性不断提高，未来金融衍生品交易的形式将更加灵活多样，同时也会有越来越多的类似 TRS 产品的金融创新产品进入到市场当中。

3.4.权益类资产收益权受到理财资金青睐

8 号文出台之后，银行理财资金投资非标资产受到限制。之前，包括债券、存款、非标在内的信用类资产在银行理财产品的配置一直占据较大的比重，收益率相对较高的非标资产也是银行理财高收益的重要保证。非标资产配置受限后，如何把银行理财收益继续维持在一个较高的水平上成为各家银行头疼的问题。为保证理财产品的收益率，很多银行把注意力转向权益类资产，银行理财资金开始增加挂钩权益类资产收益权的配置。这其中，比较有代表性的有银行理财资金对伞形信托和券商两融收益权的投资。

在伞形信托计划中，银行理财资金认购伞形信优先受益权，资金融入方认购劣后受益权。之后将伞形信托主账户分拆成若干子账户，劣后方的融资申请获得通过后子账户获得资金，劣后投资者即可在子账户中操作投资股市。最后根据信托投资账户的投资表现，在优先级投资者获取优先固定收益后，劣后投资者获取剩余收益。在融资成本上，伞形信托中银行理财资金的优先端收益率与券商融资业务成本基本相同。同样的融资成本，更高的杠杆比率，牛市预期下伞形信托得到了快速发展。由于在伞形信托中对劣后端投资加入了预警线和止损线的设计，因此理财资金配置伞形信托的风险相对较小。

另外，银行理财资金对于两融收益权的投资也在兴起。此类交易的方式表现为银行理财资金购买券商两融债权收益权加上券商到期回购。由于两融业务在券商都有足额的担保，因此理财资金投资两融业务基本没有风险。对于银行来说，两融业务风险小，收益固定，是理财资金投向的一个极佳选择。

目前来看对于银行理财资金，挂钩权益类资产的收益权无论是收益还是风险控制方面都具有足够的吸引力。在非标监管日趋严格的情况下，权益类资产在银行理财产品的资产配置中必将占据越来越重要的位置。

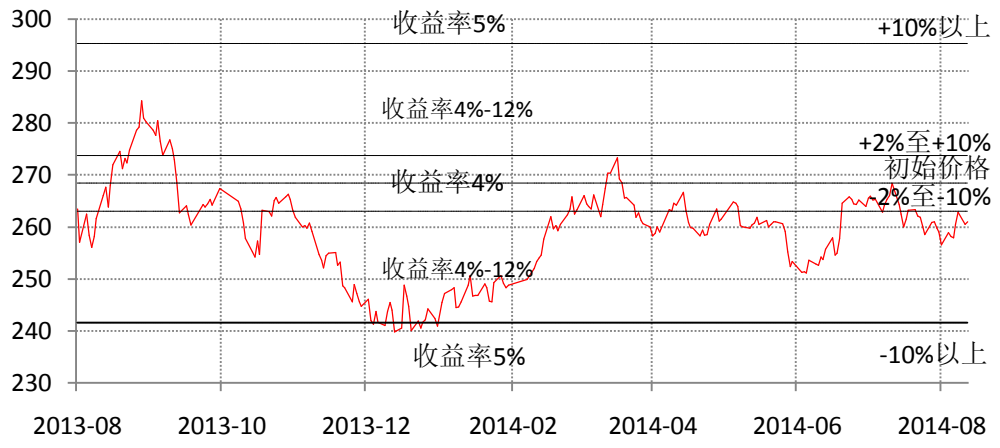
3.5.创新型结构化产品层出不穷

“预期收益型”的非结构化理财在银行理财产品的推广和利率市场化的过程中发挥的巨大的作用。然而随着近年来利率市场化的逐渐深入，“代客理财”成为银行理财产品的发展方向，在某种程度上相当于“契约型存款”的非结构化产品的市场地位将逐渐下降，基于风险定价、投资方向更加多元化、市场化程度更高的结构化理财产品已经得到越来越多的投资者的重视。目前，国内各银行的结构化产品设计能力不断提高，其中一些产品的收益机制设计在国内非常具有创新性。

（1）鲨鱼鳍型：区间收益反映标的变动幅度。

鲨鱼鳍型产品是目前结构化理财产品市场上非常流行的一类产品。传统的结构化看涨看跌产品无论挂钩标的涨跌幅是多少，投资者只能拿到一个潜在的固定收益。而“鲨鱼鳍型”产品通过设置障碍价格以及收益区间，使投资者的收益能够随着挂钩标的实际表现而变化。鲨鱼鳍型产品通常设置两个障碍价格，当观察期内挂钩标的价格始终在两个障碍价格的区间内波动时，产品的收益率随挂钩标的的表现变动，产品到期时收获浮动收益；而一旦在观察期内挂钩标的价格超过障碍价格区间，则到期时产品收获约定的固定收益。我们以招商银行的一款产品为例，更加直接的观测鲨鱼鳍型产品的收益结构情况。下图是“招商银行焦点联动系列之黄金表现联动（黄金期末双向连续型带触碰条款）（产品代码：104477）”的收益结构图：

图 151　招商银行焦点联动系列之黄金表现联动(黄金期末双向连续型带触碰条款)收益情况



资料来源：Wind，华宝证券研究所

可以看到，与传统产品注重挂钩标的变动方向相比，鲨鱼鳍型产品更加关注标的的变动幅度，能够反映出挂钩标的不同程度的变动能够得到不同的收益。投资者首先可以获得保本的固定收益，同时，如果投资标的变动程度符合预期则可以获取可观的浮动收益。目前市场上鲨鱼鳍型产品发行数量很多，招商银行“金葵花”系列、平安银行“平安财富”系列都发行了多款具有高预期收益率的鲨鱼鳍型产品。

（2）喜马拉雅型：锁定标的分期收益

喜马拉雅型理财产品的设计非常独特。此类型产品有多个挂钩标的，并在产品观察期内设立与挂钩标的数量相对应的观察期算日，在每个观察期内单独选取一只股票的收益率作为当期收益率。我们以“招商银行焦点联动系列之股票组合表现联动”（产品代码：104362）为例简要说明喜马拉雅型理财产品的收益机制。该产品挂钩 9 只美股市场上的股票并在观察期内设立了 9 个结算日，在第一观察期结算日时选取挂钩股票组合中收益率最高的股票，将该股票的最高收益率锁定为第一期的理财收益率，同时将该股票从股票组合中移出。第二观察期结算日在剩余的 8 只股票中选取收益率最高的股票，将该股票的最高收益率锁定为第二期理财收益率，同时将该股票从股票组合中移出。以此类推，每观察期结算日选取股票组合中收益率最高的股票，并将该股票的最高收益率锁定为当期的理财收益率，同时将该股票从股票组合中移出。产品到期时计算各期的平均收益率即可。

喜马拉雅型产品的分期分标的计算收益率的设计形式有效分散了风险，同时，该类型产品一般设计有保底的固定收益率，若分期收益率总和为负，也可收获保底收益。当前市场上的喜马拉雅型产品并不多见，很多挂钩标的普通投资者并不熟悉，因此比较适合专业投资者购买；但是此种产品形式新颖，风险分散，目前已推出的喜马拉雅型产品设计的最高预期收益率都非常高，如 2014 年招商银行推出的两款此类产品最高预期收益率分别达到 16.40%和 20%，对投资者而言十分具有吸引力；同时喜马拉雅型产品的设计机制在追求高收益的同时也能够保证投资者获取最低收益，产品的未来发展潜力很大，值得广大投资者了解与关注。

4.2015 年银行理财产品市场展望

展望 2015 年的银行理财市场，经济新常态下产品将继续向信用利差扩大化、理财收益市场化大步迈进，银行理财发行规模仍将保持向上的势头。从过去两年的经验来看，理财发行增速呈现逐渐加快趋势，一些小型城商行、农商行已经认识到理财产品是其扩大市场份额、增强影响力的重要渠道。2014 年小型银行在理财产品的发行上还处于试探阶段，虽然发行银行数量迅速增加，但是发行产品数量并不大。2015 年预计会有更多小型城商行和农商行进入理财市场，已有发行产品经验的也将逐渐扩大产品发行规模，预计 2015 年理财市场总体规模将突破 20 万亿。

理财产品信用利差将扩大。目前国内银行为迎合投资者需求、同时维护自身声誉，主推的理财产品类型都是类似于“契约式存款”的预期收益型产品，银行在背后提供隐性担保，产品保本保收益。由于目前银行理财产品依然保持全部按期兑付的记录，并且银行尚无破产先例，投资者在这方面的风险意识近乎于无，因此信用利差体现的并不明显。只要银行继续维护理财产品的刚性兑付，这种在收益率方面的信用模糊还将持续下去。2014 年年末推出的存款保险制度一方面保护了储户的利益，另一方面也变相提醒了投资者“银行同样存在破产可能”。目前信托、债券都已相继出现兑付问题，一旦银

行理财产品打破刚兑，各类型银行之间的产品收益率将很快产生较大的差距。2015 年的理财市场，这种信用利差扩大的趋势不一定非常剧烈，但一定会向着这个方向前进。

银行理财收益率的市场化程度将继续加深。过去几年银行理财收益率持续走高，过去两年在银行定存利率没有发生变化的情况下理财平均收益率提高了两个百分点，并在 2014 年年初达到高点后银行理财收益终于有所回落，全年呈现高开低走态势。从宏观层面来看，由于目前金融业对于实体经济的支持力度未达预期，2015 年还存在降准降息空间。但是由于 2014 年末对于存贷比口径的调整，新纳入的存款暂定存款准备金率为零，对流动性方面影响相当于新纳入非银同业存款之后整体降低一般性存款 1.5 个百分点以上，即是一般三次降准左右的水平。从资金面来看新纳入存款不交准备金要好于央行进行一次降准。因此，目前为适应新规而降准对冲流动性短缺的必要性，降准降息动作可能在二季度发生，但仍不能排除一季度降息的可能。另外，由于同时强调了调整涉及存款的存款准备金率“暂定”为零，未来是否会在这方面发生变化尚未可知。调整之后的一般性存款项下存在两个不同的存款准备金率，以后央行可能调整新增存款的存款准备金率以作为调节流动性的工具。由于无风险利率是银行理财收益率最基础的影响因素，从传统来看一季度也是理财收益的高点，因此预计一季度理财收益可能维持在一个较高的水平。如果降准降息动作在二三季度落实，银行理财收益率会形成缓步下降的态势，市场化特征将更加明显，预计 2015 年一至三个月预期收益型理财产品平均年化收益率将跌破 5%。

净值型产品逐步崛起。在发行产品类型上，虽然预期收益型产品仍将占据支配地位，但其优势不会像以往那么明显，监管层的意志和银行本身利润空间的缩窄都决定了银行发行结构化产品和净值型产品的比重会逐渐加大。经济增长动力的转变和政策变化将继续推动理财产品探索支持实体经济的新模式。A 股市场 2015 年较强的牛市预期可能也会提高投资者对这类产品的兴趣。2015 年可能会成为银行理财逐渐回归正路，净值型、结构性产品走向崛起的元年。

整体来看，虽然传统的预期收益型的银行理财产品已经逐渐难以跟上时代的潮流，同时也面临着刚兑压力大、收益率走低等问题，但就目前情况来说，其仍不失为金融产品市场上一个不错的选择。相对于债券、信托的“黑天鹅”事件不断爆发，以及 P2P 等互联网产品的前景难测，传统银行理财产品仍是理财市场上收益风险比最佳的理财品种之一。而具备专业知识的投资者如果看好 2015 年股市但对风险控制有较高的要求，也可以尝试一些银行推出的结构化理财产品，这样在保本保收益的同时也能享受到资本市场带来的红利。

二、 公募市场

（一）2014 年公募基金年度报告

1.2014 年公募基金政策回顾

1.1.股权激励改革，公募基金行业进入新篇章

2013 年 12 月 27 日，国务院发布了《关于管理公开募集基金的基金管理公司有关问题的批复》，对基金公司股东资质做出了较为明确的要求，其中，公开募集基金的基金管理公司主要股东为法人或者其他组织的，净资产不低于 2 亿元人民币；主要股东为自然人的，个人金融资产不低于 3000 万元人民币，在境内外资产管理行业从业 10 年以上。

此外，对于基金管理公司持有 5%以上股权的非主要股东，国务院《批复》规定：非主要股东为法人或者其他组织的，净资产不低于 5000 万元人民币，非主要股东为自然人的，个人金融资产不低于 1000 万元人民币，且在境内外资产管理行业从业 5 年以上。至此，公募基金股权激励的最大障碍已经破除，从此公募基金股权改革拉开序幕。

2014 年 4 月 25 日，中欧基金发布公告称，经公司 2014 年股东会决议，公司股东国都证券和北京百骏公司，分别将其持有的公司各 10%的股权转让给股东以外的自然人窦玉明、刘建平、周蔚文、许欣和陆文俊，其中，窦玉明和刘建平各占公司注册资本的 4.9%，周蔚文和许欣各占公司注册资本的 4.1%，陆文俊出资占公司注册资本的 2%。

2014 年 6 月底，天弘基金 200 余名员工通过新疆天瑞博丰股权投资合伙企业、新疆天惠新盟股权投资合伙企业、新疆天阜恒基股权投资合伙企业、新疆天聚宸兴股权投资合伙企业四家企业持股天弘基金，其中郭树强实际持有天弘基金的股权约占天弘基金总股份的 2.42%，占本次股权激励总数的 22%；紧随其后的是周晓明，出资 2200 万左右，持股 1.75%；其余三位副总陈钢、宁辰、张磊分别持股 1.16%、0.23%和 0.28%，督察长童建林持股 0.29%。

2014 年 8 月 20 日，永赢基金发布公告称，公司注册资本金将由原来的人民币 1.5 亿元增至 2 亿元，除外方股东利安资金优先认缴 500 万元外，其余新增资本 4500 万元均由股东以外的公司员工以现金形式出资。

这对于中国基金业来说，具有跨时代的意义。在原有的股权结构下，基金业一直存在股东、管理层之间由于利益不一致的博弈。基金公司的总经理担心如果前期开拓时间太长，无法在三至五年的任职期内作出成绩，将不利于他未来的发展；基金经理则担心激励制度能否兑现，并且如果奖金过高，往往股东会进行干预。除此之外，股东更换将导致管理层不稳定，这对于公司的战略发展存在负面影响。

在泛资管时代，银行、保险、信托、私募等各路机构纷纷崛起，公募基金危机四伏。若公募基金依旧停滞不前，其前景则令人担忧。股权改制完成后，股东和员工的眼光将更为长远，员工与股东的关系也将从博弈变成合作关系，能够起到吸引和留住高端人才，维护管理团队长期稳定的作用。

以中欧基金为例，中欧基金股权激励改革之后，将实行实业部制，每个事业部参与基金管理费分成。在传统的公募基金投研体系考核中，基金经理只针对相对排名考核，易出现追涨杀跌的情况，不利于基金整体业绩的提高及投资者利益的保护。在实行事业部制后，基金经理将更加注重绝对收益，只有在绝对收益扩大的情况下，基金规模才能逐步壮大，为基金公司带来更多的管理费，事业部的基金经理也能够获取更大的利益。

在中欧基金实行事业部管理之前，2013 年四季度和 2014 年一季度中欧基金的基金管理规模分别为 115.16 亿元和 135.78 亿元。在中欧基金开始股权激励改革之后，2014 年二季度和三季度的管理规模分别为 155.18 亿元和 218 亿元，截至 2014 年 11 月底，中欧基金的管理规模为 242.45 亿元。单从管理规模的涨幅上看，公募基金的股权激励改革对基金业存在正面作用。

1.2.FOF 被正名，公募发展的新方向

2014 年 7 月 11 日，证监会发布了重新订制后的《公开募集证券投资基金运作管理办法》，并规定自 2014 年 8 月 8 日起实施。其中第三十条第四小点中明确规定：基金投资百分之八十以上的基金资产投资于其他基金份额的，为基金中基金。意味着允许基金根据证监会的规定买卖其他基金份额，拓宽了基金的投资范围，业界可以开发以封闭式基金或其他开放式基金为投资对象的产品。我们认为 FOF 基金可以成为未来公募基金发展的新宠。

对于 FOF 基金我们认为未来有四种运作模式：①双重主动管理模式：FOF 母基金经理需要主动择时择基，而投资的子基金也均为主动管理型基金。②主动管理被动模式：通过主动管理的方式投资于被动型的基金产品。管理人确定投资主题，比如金砖四国这类新兴市场主题、抗通胀主题，然后根据主题选择对应的指数基金进行投资。③双重被动管理模式：跟踪一个基金指数，该指数的成分基金也为指数型基金。例如华宝开发的稳健股基、进取股基、进取债基。④被动管理主动模式：跟踪基金成分基金为主动管理型基金的指数，如沪深基金指数，中证基金指数等。我们认为，在这四种管理模式中，双重主动管理模式和主动管理被动模式将是 FOF 基金发展的主要模式。

对于各大机构而言，也将带来机遇和挑战：

对于公募基金而言，FOF 的出现可以帮助基金公司打破产品单一、同质化严重的僵局。同时基金公司也需要继续完善其产品线，为 FOF 基金提供更丰富和更有特色的投资标的，未来基金公司或将呈现出“大鱼吃小鱼”、第三方服务外包公司蓬勃发展的局面。

对于证券公司而言，首先，证券公司可以作为 FOF 管理人的投资顾问，为 FOF 基金的产品开发以及投资管理提供有力支持。其次，证券公司可开展的业务更加丰富，参与基金托管和发展公募业务的放开都能够为 FOF 基金“双重收费”等问题的解决提供帮助。第三，他们可以通过与互联网结合，为 FOF 基金产品的网上网下销售提供良好平台。

对于保险公司而言，保险资产管理公司可凭借自身或者借助母公司在基金管理方面的经验开发出较有吸引力的 FOF 基金产品。目前保险资产管理公司缺乏低门槛的产品，FOF 产品的出现也将弥补保险公司这一缺点，为保险资产管理机构参与资产管理机构间的竞争增翼。

对于第三方理财机构而言，他们拥有互联网金融平台的公司，在客户的积累上有一定的优势，对于客户的喜好较为清楚，尤其是互联网金融平台积累了大量的数据，依靠大数据与基金公司合作推出客户喜爱的 FOF 基金产品是这类机构最大的优势之一，也成为定制类 FOF 基金产品产生的根源。

1.3.基金外包业务，为基金“减负”

2014 年 11 月 25 日基金业协会发布了《基金业务外包服务指引（试行）》，并规定于 2015 年 2 月 1 日正式实施。《指引》鼓励公私募基金将部分管理人职责外包给专业的基金业务外包服务机构。

《指引》第二条明确规定了外包服务机构的范畴——为基金管理人提供销售、销售支付、份额登记、估值核算、信息技术系统等业务的服务。为外包服务机构未来的发展壮大提供了法律依据，铺平法律上的道路。将服务外包对于基金发行人最大的好处在于：规模经济，降低成本。

从销售服务外包上看，根据 2014 年中报数据显示，永赢基金、国金通用基金、天弘基金、上银基金和工银瑞信这五家基金公司销售费用分别占据基金收取管理费的 92.7%、90.76%、80.48%、76.46%和 71.99%。高昂的销售费用大大提高了基金公司的成本，阻碍了基金公司的发展。我们认为在规模经济的作用下，未来将涌现一批以发展线下客户为主的专门从事基金产品销售外包的公司。当然，我们认为，基金销售外包公司最佳发展方式在于将基金销售做为业务的一个方面，发展与基金相关的其他业务，如产品设计、基金清算等，带动基金产品的销售业务。

从清算服务外包上看，目前基金公司普遍使用的清算、交易系统是恒生系统。恒生系统的收费方式为按接口收费，收费标准为 20 万/接口，不同的项目对应的接口不同，不同的业务模式对应不同的项目，意味着业务模式越多接口越多收费越高，致使每个基金公司每年花费在系统上的费用为几十万至上百万不等。许多小型基金公司受制于恒生系统高昂的收费标准无法开展创新业务，因此如果该业务能够被外包出去，也将为基金公司节省大量费用，促进其开展创新业务。我们认为，这将是第三方销售机构的发展蓝海。以天天基金网和数米基金网为例，他们已经建立了成熟的清算体系，因此他们可以利用现有的清算系统为基金公司提供清算服务。

从基金估值外包上看，目前已经在中国开展业务的海外金融服务公司有美国道富（State Street）、思高方达（Citco Fund）等。这类公司均为海外的第三方基金管理巨头公司，经过多年的发展在基金估值上具有丰富的经验，因此我们认为在《指引》实施后，这类公司将在中国开展业务。

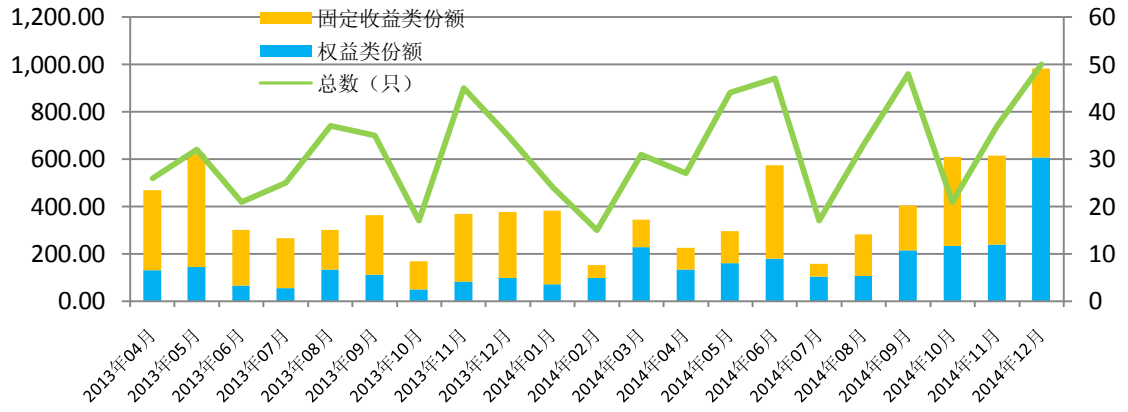
2.2014 年公募基金市场动态

2.1.年底的规模逆袭之战——燃烧吧，股基

2014 年 11 月中下旬，央行宣布的降息点燃了 A 股市场，令上证指数从 11 月 19 日的 2450.99 点上涨至 12 月 31 日的 3234.68 点，短短 31 个交易日指数上涨 783.69 点，涨幅超过 30%，为 31.97%。在这一背景下，之前被震出股市的散户们重燃投资热情，回到市场。

从偏股型基金的发行规模上看，2014 年 12 月达到了 2013 年 4 月以来的最高峰。2013 年 4 月，2013 年 3 月，偏股型基金的发行量为 129.06 亿份；2013 年 10 月，偏股型基金的发行量为最低谷时段，发行量仅为 47.36 亿份；2014 年 12 月，偏股型基金发行份额为 606.52 亿份，占 12 月发行量的 65.36%。货币基金的发行在 2014 年 1 月、6 月和 10 月达到了高峰，这三个月货币基金的发行份额分别为 272.15 亿份、276.08 亿份和 295.66 亿份。

图 152　偏股型基金发行规模（单位：亿份）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

2.2.“私奔”与基金经理年轻化

近年来，公募基金牌照严重贬值，平台优势及信息优势均已不复存在，加上仓位方面的限制，公募投研难度逐渐加大。另一方面，业内长期实行的相对排名考核机制只能反映基金经理短期化的业绩，因此诸多基金经理选择了投研机制及激励机制更加灵活的阳光私募。根据我们统计，2012 年及 2013 年基金经理离职人数分别为 111 人和 138 人，2014 年基金经理年内离职人数达到 200 人，创历史新高。近三年来，每年基金经理的离职人数呈现递增的趋势。这种势头很有可能继续发酵。2015 年 1 月份的首周，又有 6 位基金经理宣布离职。

由下表可知，任职期在 1 年以下的基金经理人数占比最高，为 30.22%，任职期限为一年的基金经理占比 22.39%，意味着在基金经理这类人群中，任职期限两年以下的占据了半壁江山。而达到 10 年的人数仅有 3 人，占总体人数的 0.03%。

2013 年，新证券投资基金法的实施为公募基金股权激励扫清了障碍，针对公募人才流失的现象，中欧基金、天弘基金、永赢基金等纷纷祭出股权激励、事业部制等“杀手锏”，吸引和留住高端人才，维护管理团队长期稳定的有效措施。

截止 2014 年年末，前海开源凭借其事业部制度，成功从南方基金长盛基金、中邮基金、中信证券、光大银行等大型公司挖角，并将资产规模增至 196 亿元，规模增幅高达 18.7 倍。与此同时，在窦玉明走马上任中欧基金董事长后，2014 年中欧基金初显“窦式效应”：目前中欧基金已经构建了 5 个策略组，包括周蔚文行业精选策略组、苟开红基本面选股策略组、陆文俊绝对回报策略组、刁羽固定收益策略组以及曹剑飞成长策略组，而第六个和第七个事业部也即将诞生，分别为专户方向和由前广发基金旗下资深基金经理刘明月带队。2014 年末，中欧基金公募规模扩大 1.2 倍。然而，中欧中小盘和

中欧优选 2014 年以来净值涨幅都不足 20%，成为本轮牛市中严重踏空的基金，也再次引起了基金业内人士对事业部制的疑惑。因此，股权激励或是事业部制度能否达到公募基金留人的目的，仍然拭目以待。

表 62　基金经理任职年限分布（截止 2014 年 12 月 31 日）

1 年以下	1 年	2 年	3 年	4 年	5 年	6 年	7 年	8 年	9 年	10 年	总数
307	228	160	118	93	47	30	10	9	5	3	1010
30.22%	22.39%	15.66%	11.65%	9.81%	4.64%	2.96%	0.99%	0.89%	0.49%	0.30%	100%

资料来源：Wind，华宝证券研究所

2.3.主动清盘基金拉开序幕

《公开募集证券投资基金运作管理办法》第四十一条注明，基金合同生效后，连续二十个工作日出现基金份额持有人数量不满二百人或者基金资产净值低于五千万元情形的，基金管理人应当在定期报告中予以披露；连续六十个工作日出现前述情形的，基金管理人应当向中国证监会报告并提出解决方案，如转换运作方式、与其他基金合并或者终止基金合同等，并召开基金份额持有人大会进行表决。

2014 年 8 月 16 日，汇添富基金发布公告，将于 2014 年 9 月 16 日召开基金持有人大会，讨论《关于终止汇添富理财 28 天债券型证券投资基金基金合同有关事项的议案》的事项，对于此次清盘，汇添富基金从 8 月 15 日开始暂停基金申购，由汇添富基金将承担相关清算费用。至此，基金清盘拉开序幕。

2014 年 11 月 1 日，工银瑞信发布公告，旗下工银瑞信安心增利场内货币基金将于近期召开持有人大会，讨论《关于终止工银瑞信安心增利场内实时申赎货币市场基金基金合同有关事项的议案》。

但值得注意的是，目前清盘的两只基金均为货币市场基金，这类基金的退市不会损失投资者的利益，因此也不会对基金公司的名誉造成损伤。但权益类基金则不同，权益类基金的退市将令投资者承受一定的损失，也令基金公司的名誉受到一定程度的损伤，基金公司通常会尽全力以保证该权益类基金不被清盘。因此，我们认为，第一只权益类基金清盘的出现才是基金行业发展的里程碑。

2.4.基金公司撤离淘宝，互联网的饭碗不好端

自 2013 年 11 月 1 日基金淘宝店上线至今，32 家基金公司先后两批次在淘宝网开店，占基金公司总数量的三分之一左右。但从 10 月 1 日起，淘宝将对基金公司统一征收千分之三的销售服务费。在此之前，淘宝对权益类基金收费为 0.6%，货币基金费用为 0。

一般而言，货币基金没有管理费，仅有千三的销售服务费，淘宝这一收费标准意味着每卖出一单即要把全年管理费贡献给淘宝，如投资者持有不足 1 年，或反复申赎几次，基金公司就要遭受损失，因为货币基金没有申购赎回费。华夏、南方、兴业全球等 10 家基金公司已经将旗下的货币基金全部下架。

基金公司进驻淘宝类电商主要是因为该电商平台拥有庞大的客户资源，在去年“互联网金融”浪潮伊始，人们为互联网与金融的结合所造成的影响感到惊叹，认为这是互

联网颠覆式思维在金融领域的应用；只要乘上了互联网公司的快车，即能带来业务的不断增长。但就其过去一年的销量来看，远远不如东财等第三方基金销售机构。

这主要是因为，互联网金融只是在渠道、宣传营销方面有强大的优势，基金行业并不只是改善页面、简化流程即可做到抓住投资者的心。他们更需要做的还是自身的投研能力，以及能够为客户带来投资利益。过度依赖于互联网渠道将不利于其自身的发展。

2.5.无处不在的老鼠仓

根据统计，截止 2014 年 12 月 31 日，被证监会、司法机关通报的涉“老鼠仓”基金经理已有 15 人，虽然数量远超历年，政府在打击手段上也更加严厉，“涉鼠”的基金经理几乎都被移交司法，相继接受法律的审判和量刑惩罚。政府严厉治理老鼠仓的手段，对整顿基金市场意义深远。

表 63　2014 年老鼠仓事件汇总

时间	事件	涉案人员	管理基金	基金公司
2 月 21 日	2 月 21 日，国内最大“老鼠仓”马乐案在深圳中院开庭审理。马乐承认其在担任博时精选基金经理期间，利用多个账户先于、同期或晚于博时精选基金，对多只股票进行买卖操作，交易金额 10.5 亿元，非法获利 1883 万余元，涉案股票多达 76 只。这也是国内最大一起老鼠仓案件。	马乐	博时精选	博时基金
3 月 7 日	3 月 7 日，传得沸沸扬扬的中邮基金原基金经理厉建超涉“老鼠仓”遭调查事件获监管部门证实。据证监会相关负责人表示，2013 年 12 月 20 日，证监会对厉某利用未公开信息交易股票的行为立案调查。调查终结后，证监会将该案相关涉案人员移送公安机关处理。厉建超成为基金市场上首位被调查的冠军基金经理。	厉建超	中邮战略新兴产业	中邮基金
5 月 7 日	5 月 7 日，汇丰晋信基金管理有限公司 80 后女基金经理钟小婧被上海证监局取消基金从业资格，并罚 20 万元。上海证监局行政处罚决定书显示，钟小婧使用自己证券账户以及具有部分控制权的张某证券账户，共交易股票 12 只，累计买入成交金额 324 万元，亏损 8.45 万元。玩老鼠仓还亏本，该案被舆论称为“活雷锋式老鼠仓”。	钟小婧	汇丰平稳增利 A/c	汇丰晋信
7 月 4 日	7 月 4 日，证监会公布蒋征、陈绍胜、牟永宁、程柴和黄春雨等 5 名海富通基金原任或时任基金经理，涉嫌利用未公开信息交易股票案被立案调查。海富通基金老鼠仓窝案震动业界。	蒋征、陈绍胜、牟永宁、程柴、黄春雨	——	海富通
7 月 16 日	7 月 16 日，原公募基金经理苏竞利用未公开信息交易案在上海一中院第三法庭公开审理。2007 年 3 月至 2012 年 10 月间，苏竞使用上述两个账户，先于、同时或略晚于其掌管基金，先后买入华联控股（000036.sh）等 130 只股票，累计成交达 4800 万股，涉案交易金额约 7.33 亿元，获利金额则高达 3652.58 万元，是基金业内最赚钱的老鼠仓案。	苏竞	汇添富优势精选 汇添富蓝筹稳健 汇添富均衡增长	汇添富
11 月 21 日	11 月 21 日，北京市公安局称侦破一起基金经理利用未公开信息交易案，这位基金经理就是华夏基金的罗泽萍。这位被誉为基金圈内“最会赚钱”的女基金经理自 2009 年以来，将基金持仓或准备买入卖出的股票信息透露给家人，借助未公开信息交易股票并非法获利 1300 余万元。	罗泽萍	华夏优势增长股票 华夏行业	

12 月 19 日	12 月 19 日，原汇丰晋信基金经理林彤彤涉嫌利用未公开信息交易罪一案在上海市一中院公开审理。根据公诉方的起诉书，林彤彤在 2009 年 2 月到 2013 年 11 月担任基金经理期间，利用职务便利，利用多个账户先于或者同期于其管理的基金买入格力电器等 108 只股票，非法累计交易金额达到 2.5 亿余元，非法获利 185 万元。2014 年 43 岁的林彤彤是国内最早一批投身公募基金的元老之一，1998 年任职华安基金公司，2006 年加入汇丰晋信。	林彤彤	汇丰晋信龙腾股票 汇丰晋信大盘股票	汇丰晋信

资料来源：华宝证券研究所

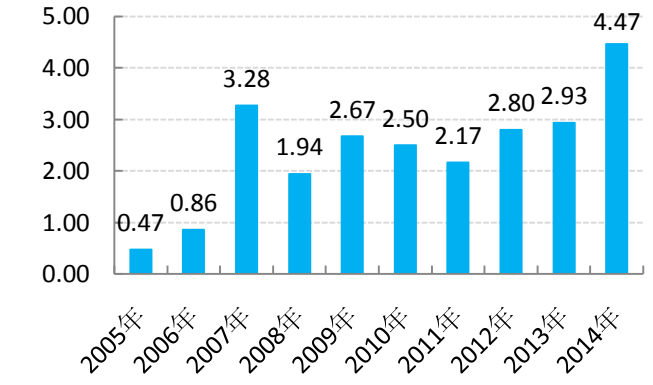
3.公募基金产品发行情况

3.1.公募基金规模创历史新高

2014 年共成立公募基金管理有限公司 8 家，总数达到 97 家，其中有 93 家已开展公募基金业务。根据中国证券投资基金业协会的数据，截至 2014 年底市场上共有 1893 只公募基金产品，总规模 4.47 万亿人民币，超过此前的最高点 2007 年的 3.27 万亿元，创历史新高；全年规模增加 1.54 万亿元，增幅高达 52%。货币基金全年规模增加 1.35 万亿元，贡献了公募基金规模增量的近九成。千亿规模基金公司增加到 14 家，天弘基金依靠天弘增利宝的天量规模取代华夏基金成为规模最大的基金公司。规模处于前十名的基金公司资产规模占比为 52%，而小公司、新公司的公募业务依然十分艰难。

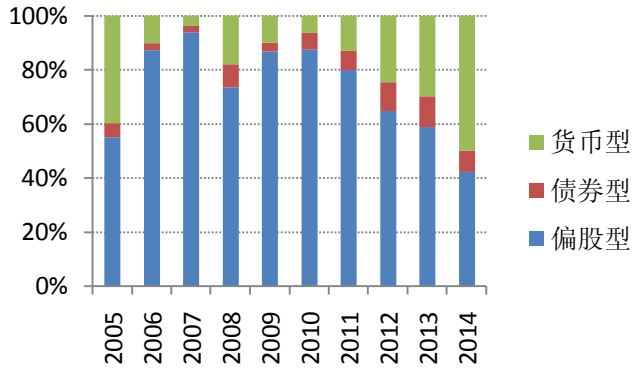
与 2007 年公募资金规模主要靠偏股型基金拉动不同，2014 年公募资产规模增长主要来源于货币基金规模的增长。去年货币基金规模增加 1.35 万亿元，增幅达到 1.8 倍，其增量占到了去年公募基金总增量的 87.66%，截至年底，货币基金总规模 2.1 万亿元，占基金总规模的 47%。

图 153　近十年公募资产管理总规模对比（单位：万亿）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 154　各类公募产品规模占比

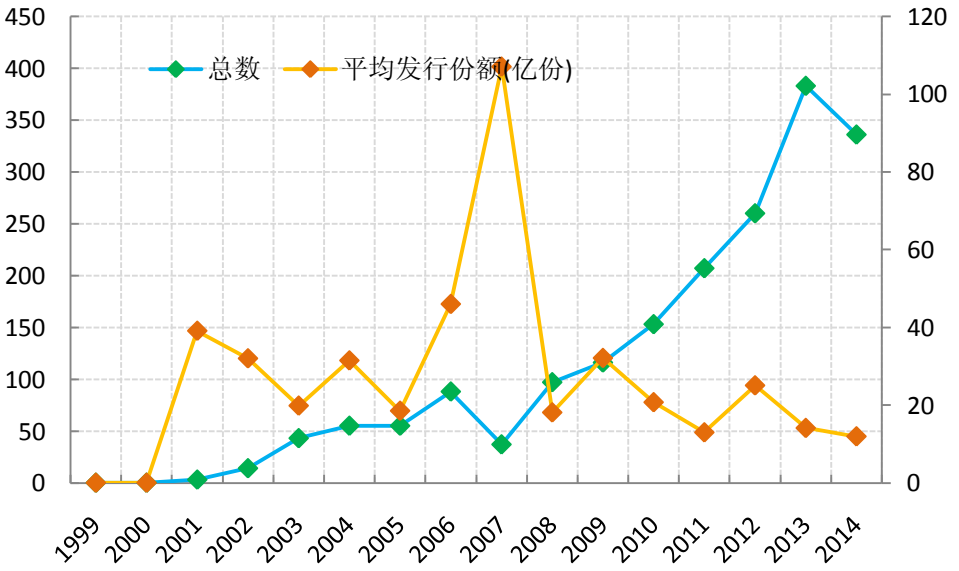


资料来源：Wind，华宝证券研究所

2014 年 93 家基金管理有限公司共成立基金产品 507 只，总发行规模为 4006 亿份。就数量而言，2013 年 383 只的成立数量为历年最高，2014 年为历史第二高。大量产品推向市场成就了公募基金规模的增多，但数量的增多掩饰不了平均发行规模下降的尴尬。2014 年，产品平均发行规模为 11.93 亿，2013 年为 14.09 亿、2012 年为 25.04 亿、2011 年为 13 亿、2010 年为 21 亿、2009 年为 31 亿，平均发行规模也在最近 6 年内

呈下降趋势。基金公司长期投资业绩不堪理想，靠投资来增加基金规模变得十分困难，比拼销售成为了目前基金公司扩大规模的主要手段。

图 155　历年新基金发行数量与平均发行规模



年份	发行数量（只）	平均发行规模（亿份）	年份	发行数量（只）	平均发行规模（亿份）
99 年	——	——	07 年	37	107.03
00 年	——	——	08 年	97	18.09
01 年	3	39.09	09 年	116	32.09
02 年	14	32	10 年	153	20.71
03 年	43	19.83	11 年	207	12.95
04 年	55	31.46	12 年	260	25.04
05 年	55	18.51	13 年	383	14.09
06 年	88	45.98	14 年	336	11.93

资料来源:Wind，华宝证券研究所

公司规模方面，凭借天弘增利宝--余额宝的成功，天弘基金 2014 年逆袭华夏基金，以 5898 亿元规模一跃成为市场上资产规模最大的基金公司。屈居第二的华夏基金在去除货币基金规模的排名中仍然夺魁，且 2014 年其累计分红总额为 61.94 亿元，榜首地位无人撼动。嘉实、易方达、南方、博时这些传统“强队”始终处在前十名之列，且他们的公募资产管理规模都在 1000 亿以上。

产品规模方面，排名靠前的基本都为货币市场基金，这也是 2013 年及 2014 年公募基金市场的一大特点。规模最大的为天弘增利宝，达 5789 亿元，同时它的规模超过了 2 至 8 名的总和。第二名为工银瑞信货币为 1232 亿元，华夏现金增利、中银货币、上投摩根货币分列第三、四、五位，规模前 9 大的公募基金都为货币市场型基金。

表 64　2014 年公募资产管理规模前十大基金管理有限公司

基金公司简称	2014 年底规模（亿）	2014 年规模变化（亿）	2013 年排名	去除货币基金后规模（亿）	去除货币基金后规模排名
天弘基金	5,898	3954	2/80	96	47/93
华夏基金	3,127	845	1/80	1721	1/93
工银瑞信	2,541	1447	8/80	701	7/93
嘉实基金	2,454	764	3/80	1491	2/93
易方达基金	2,086	632	4/80	1065	3/93
南方基金	1,951	499	5/80	895	4/93
中银基金	1,610	392	6/80	539	14/93
广发基金	1,312	143	7/80	686	8/93
建信基金	1,214	489	14/80	341	27/93
招商基金	1,158	616	19/80	460	19/93

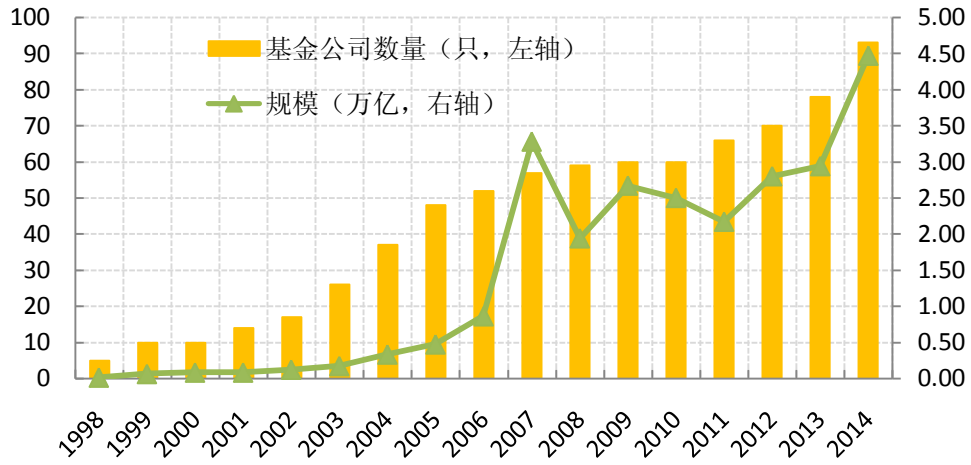
资料来源：Wind，华宝证券研究所

3.2.公司和产品平均规模不断下降

虽然自 1998 年来公募基金资产管理规模一直在稳步增加，但增幅不大且基金公司的平均资产管理规模不断下降。自 2007 年基金公司平均公募资产管理规模达到 575 亿历史最高位后，2008 年的平均规模就急剧下降到 329 亿。此后 2009 年到 2013 年的平均规模分别为 445 亿、416 亿、328 亿、399 亿，呈下降趋势。2014 年得益于股债双牛的局面，公募基金规模猛增至 481 亿，但离 07 年的 575 亿高点，显然还有一段距离。

截至 2014 年底市场上共有 1893 只公募基金产品，平均规模为 24 亿，回升至 2012 年和 2011 年的水平。从 2010 年倒推至 2007 年，产品平均规模分别为 37 亿、50 亿、47 亿、102 亿。2007 年的产品平均规模也是历史最高，那时正是中国股市最激情澎湃的一年。

图 156　历年基金公司数量与公募资产管理总规模情况

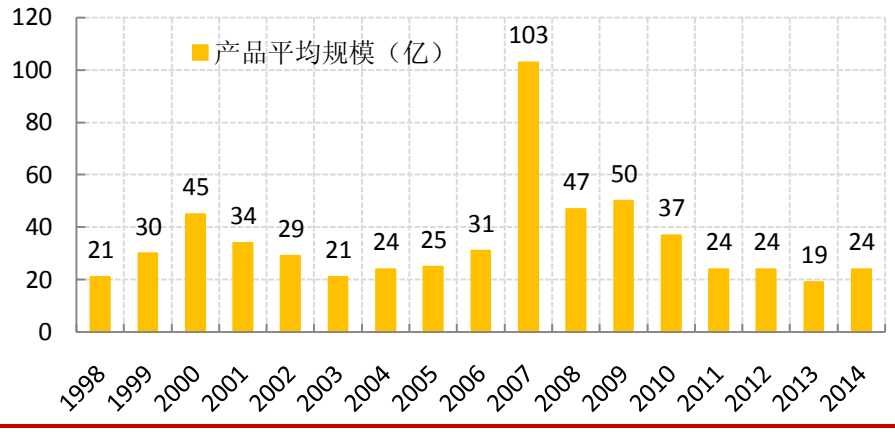


年份	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
公司数量	37	48	52	57	59	60	60	66	70	78	93
总规模（万亿）	0.33	0.47	0.86	3.28	1.94	2.67	2.5	2.17	2.8	2.94	4.47

平均规模（亿）	89	98	165	575	329	445	417	329	400	377	481

资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 157　历年基金产品平均规模



资料来源：Wind，华宝证券研究所

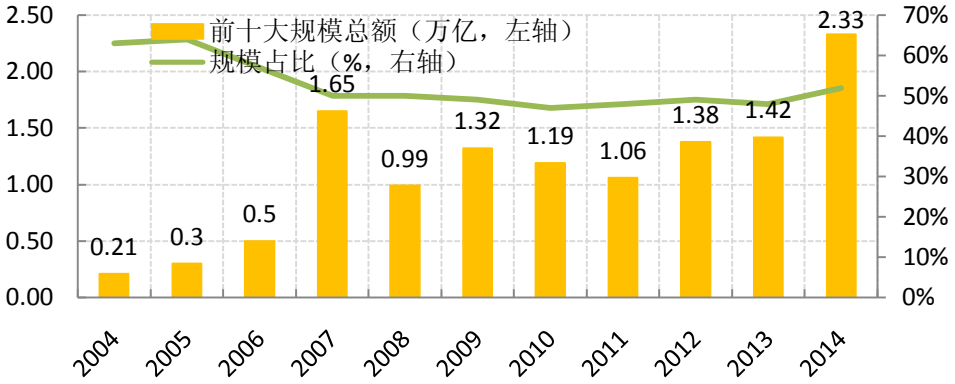
3.3.行业集中度下降

2014 年天弘基金异军突起，以 5898 亿的规模占据榜首。华夏基金目前规模为 3134 亿元，排在第二位。排在第三，第四位的分别是工银瑞信和嘉实基金，其规模分别达到了 2541 亿和 2454 亿。排名第五位的是易方达基金，其规模为 2089 亿。南方基金则以 1951 亿的规模位居第 6 位。上述基金公司除天弘和工银瑞信外，其余 4 家长期排名前 4 位，而华夏基金则一直是规模的领跑者。

虽然，前 4 大基金公司的领先地位很难被超越，但他们对市场的占有率却在不断下降。自 2009 年至 2014 年，该 4 大基金公司的公募资产管理规模占全市场的比例分别为 28%，26%，26%，26%，24%，22%，呈现下降趋势。

行业集中度下降这一趋势一直贯穿于公募基金发展历程中。前十大基金公司从 2004 年至 2014 年十年的公募资产管理规模占全市场的比例分别为 63%、64%、58%、50%、50%、50%、48%、49%、49%、48%、52%。无论是牛市还是熊市，没有一家基金公司可以独占市场，这反映了基金业竞争力度在不断加强，各基金公司使出浑身解数来拓展市场，所以很多创新型产品未必是由排名靠前的大基金公司率先推出的，比如国泰基金的黄金 ETF、天弘基金的天弘增利宝。

图 158　前十大基金公司规模情况（截至 2014 年 12 月 31 日）



年份	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
前十大总额（万亿	0.21	0.3	0.5	1.65	0.99	1.32	1.19	1.06	1.38	1.42	2.33
规模占比（%）	63%	64%	57%	50%	50%	49%	47%	48%	49%	48%	52%

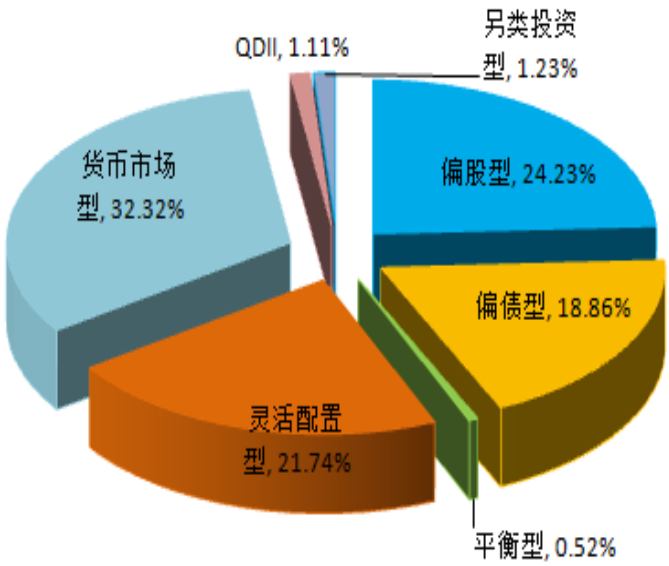
资料来源：Wind，华宝证券研究所

3.4 固定收益依然是发行主力

与 2013 年相同，2014 年新发基金产品依然以低风险的固定收益产品为主。

根据 Wind 统计数据，2014 年共有 347 只新产品成立，募集规模为 4066 亿份。其中，偏股型基金、偏债型基金、平衡型基金、灵活配置型基金、货币市场型基金、QDII 和另类投资型基金发行的数目分别是 90 只、79 只、2 只、77 只、87 只、7 只和 5 只，规模分别为 985 亿份、767 亿份、21 亿份、884 亿份、1314 亿份、45 亿份和 50 亿份。无论从数量还是规模上看，以货币市场型基金和债券型基金组成的固定收益型产品都占据了 2014 年发行市场的半壁江山。

图 159　2014 年新发基金类型分布（发行份额占比，%）

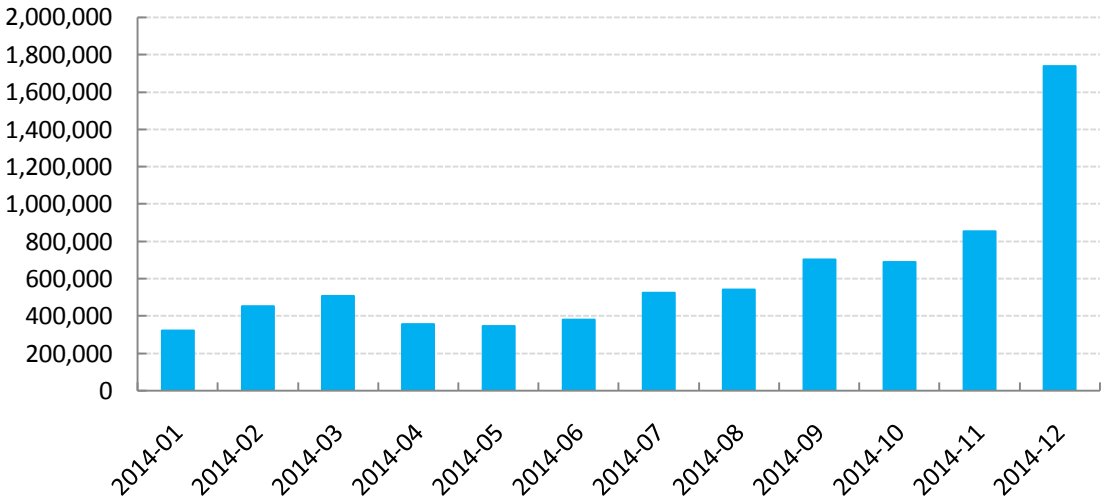


资料来源：Wind，华宝证券研究所

3.5.相对乐观的投资者

得益于 2014 年股债双牛的局面，2014 年基金开户数有着突飞猛进的增长。根据中国证券登记结算有限公司网站公布的数据，2014 年新增基金账户数为 742.5 万户，比 2013 年 416.8 万的新增账户数多出 78%，截止 2014 年底市场共有存续基金账户 5395 万户。

图 160　2014 全年每月新增基金账户数情况



资料来源：中国证券登记结算有限公司网站，华宝证券研究所

4.2014 年公募基金创新产品

4.1.嘉实元和

2014 年 9 月 2 日，嘉实元和直投封闭混合型发起式基金获批。该基金参股重组后的中石化销售公司，这也是公募基金首次获准投资非上市公司的股权。在此之前，证监会发布的《关于大力推进证券投资基金行业创新发展的意见》明确，支持有条件的机构围绕市场需求自主开发跨境跨市场、覆盖不同资产类别、多元化投资策略、差异化收费结构与收费水平的公募基金产品。鼓励公募基金在投资范围、投资市场、投资策略和产品结构等方面大胆创新。该产品意味着公募基金投资范围拓展到传统二级市场以外的领域，意味着公募型的股权投资基金诞生，具有较大的创新意义。

该基金在发售首日即售罄，认购规模为 200 亿。我们认为，该产品对于嘉实基金公司而言为一大创新，令该公司无论在创新能力还是品牌推广上均收获颇丰。但就该产品本身而言，50%的基金资产直投中石化销售公司未上市股权，另外 50%采取持有到期的策略投资债券，因此该产品在中石化销售公司上市之前，所有的收入仅来自于债券投资，根据我们测算，该部分预计收益为 6%，而股权部分，在假定给予非油品业务 25%的营收增长速度、油品业务 9%的营收增速、净利率不变、2019 年未来油品业务 PE 为 14 倍，非油品业务 35 倍 PE 情形下，其股权收益为 10.03%，因此嘉实元和预计收益率在

8.015%。并且非上市股权未来上市的不确定性、业绩增长的不确定性以及上市后油品业务 14 倍 PE 是否能够得到认可将加剧折价。

4.2.广发百发 100

2014 年 8 月 5 日，广发基金申报了广发中证百度百发策略 100 指数型基金，2014 年 9 月 15 日，该产品获批发行。

2014 年 10 月 20 日，广发百发 100 正式发行，该基金的募集共分为两个阶段，第一阶段为线下销售，销售模式为传统销售模式，日期定在 10 月 20 日至 10 月 27 日，募集上限为 18 亿元，但在 21 日上午，即达到第一阶段募集规模上限，线下销售提前结束并启动末日配售机制，根据广发基金公告显示，该基金线下申请确认比例结果为 58.53%。第二阶段为线上募集，时间为 10 月 27 日下午三点至 28 日下午三点，销售渠道为百度金融，1 元起投，募集上限为 12 亿元。百度金融平台虽然仅募集了 5.98 亿，但在广发百发结束封闭期，再次开启之际，12 亿元的募集额度很快用完。

与其他指数不同的是，该指数采取三类因子计算综合评分，三类因子中第一类最具特色的是搜索因子，搜索因子根据投资者在百度上最近一个月的搜索总量和搜索增量来建模，两者综合得到搜索因子，总量和增量综合可以平衡前期搜索总量过大的影响。由于搜索因子代表了股票的热门程度，因此具有一定的预测性。

反转因的目的在于防范追涨杀跌的行为，通过反转因子可以将可能会出现反转调整股票从样本里面剔除，保留具有动量惯性的股票。

除此之外，同大多数指数基金一样，如果成份股突发黑天鹅事件，指数并不能及时的将该股票剔除，跟踪指数的广发百发 100 基金也无法及时的剔除该黑天鹅股份，但由于该指数一个月调整一次，在防范黑天鹅事件方面，该基金好于其他指数型产品。

广发百发 100 指数基金是继嘉实元和之后的又一大创新基金产品，首次引入了大数据概念，在指数成分股的筛选上加入了百度搜索因子，能够较为明了的了解市场上投资者情绪风向，预测未来的牛股，同时加入反转因子，将涨幅过高的股票剔除出成份股，最大程度防止出现股票冲高回落后导致净值下降的情况，以图能够保护投资者的利益。

2013 年，余额宝把人们带入了互联网金融元年，引发了人们对互联网金融的热情。但余额宝实质上是一只货币型基金，其创新并非产品创新而是销售渠道创新，将互联网与货币基金销售进行结合，支付模式采用了 T+0，加上余额宝推出时正是钱荒来临时，以协议存款为主的货币基金在当时能够获得良好的收益，因此带动了投资者的理财热情。然而 2014 年货币市场较为宽松，宝宝类产品的收益在不断下降，其对投资者的吸引力也在不断的下降。以余额宝——天弘增利宝为例，该基金在 2014 年二季度的规模为 5741.6 亿元，而到了三季度，该基金的规模下降至 5348.92 亿。对于投资者而言，高收益才是他们追求的终极目标。以权益类基金为例，2013 年收益最高的权益类基金——中邮战略新兴产业基金为投资者带来的回报超过 80%。因此，对于互联网金融产品而言，回归到权益类产品投资才是发展正道。

4.3.行业主题型基金

2014 年 3 月 11 日，市场上成立了第一只主动管理型军工行业主题基金——长盛航天海工装备，2014 年 3 月 25 日第一只高端装备主题基金——长盛高端装备制造成立。随后行业主题基金如雨后春笋般成立于市场之上。

整个 2014 年，多只行业主题基金成立，分别涵盖了医药、军工、互联网、高端装备、国企改革等主题。我们认为，首先这些行业在 2014 年的 A 股市场表现较好，以军工行业为例，2014 年三季度，中证军工指数上涨 37.15%，因此点燃了投资者对这些行业主题基金的需求。其次，随着公募基金行业的发展，他们越来越偏向工具化应用，例如可以放杆杆的分级 B。以军工行业为例，富国中证军工 B 在 2014 年三季度二级市场价格上涨 65.72%，也促进了人们对这类产品的需求。我们认为，未来行业类主题型基金将是公募基金发展的重点方向之一。

5.2014 年公募基金业绩回顾

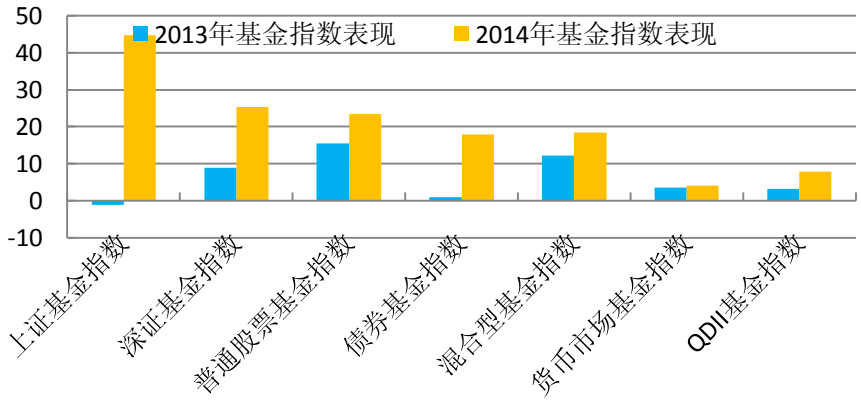
2014 年 A 股市场自 7 月以来逐渐开始呈现牛市行情，代表主板的上证综指和深圳成指分别上涨了 52.87%和 35.62%，远远跑赢欧美股市，牛冠全球，而去年表现强劲的中小板指和创业板指数仅上涨了 9.67%和 12.83%。11 月 22 日，央行的降息举措彻底点燃了市场蓝筹风，“二八”风格急剧转换，根据 Wind 统计，自 11 月 22 日至 12 月 31 日，上证综指及深圳成指上涨了 30.07%和 32.19%，而中小板指和创业板指的浮动为 0.66%和-2.20%。而列入统计的 859 只偏股型基金仅 19 只未取得正收益率。

2014 年债市则与股市趋势相同，呈现股债双牛的局面。根据 Wind 统计，列入统计的 743 只偏债型基金均取得了正收益，平均收益率为 19.38%，远高于 2013 年的 0.67%的平均收益率。由于经济基本面并不会因为股市的快速上涨而出现改善，货币进一步宽松依然是经济企稳的前提条件，债券收益率依然具有进一步下行的空间和动力。短期因为资金因素导致的市场调整，反而为债券投资者提供了较好的介入机会。从季节性上看，2015 年一季度是债券表现相对较好的季节，在年初配置需求和政策放松的双重推动下，2015 年债券市场依然会迎来春天。

QDII 基金方面，2014 年列入统计的 100 只 QDII 基金有 63 只取得正收益，平均收益率为 3.84%，但根据收益率分布统计，QDII 基金在 2014 年的收益率呈现两极分化的局面，收益超过 10%的产品有 26 只，同时亏损超过 5%的有 14 只产品。收益率最高的产品主要以投资香港市场的指数股和美股成熟市场为主。

根据沪深交易所和 Wind 编制的基金指数，2014 年基金指数整体表现与 2013 年相比涨幅明显，尤其体现为 2014 年权益类及债券型产品收益更好，货币基金产品收益有些不足。具体情况如下表所示：

图 161　2014 年与 2013 年基金指数对比



资料来源：Wind，华宝证券研究所

5.1.主动偏股型产品

5.1.1 基金公司收益情况——宝盈夺冠

我们统计了所有基金公司主动偏股型基金收益情况，在 74 家旗下存在成立时间满一年（即 2013 年 12 月 31 日及其以前成立）偏股型基金的基金公司中，宝盈基金获得的收益最高，其加权收益率为 58.85%；紧随其后的是国金通用基金公司和财通基金，他们的偏股型基金加权收益率分别是 57.12%和 56.45%。而表现较差的市值前海开源基金、上投摩根基金和万家基金，他们的主动偏股型基金加权收益率分别为 1.6%、3.43%和 4.44%，大幅低于上证指数。

表 65　基金公司偏股型基金 2014 年收益情况

前五名	
基金公司	**加权收益率（%）**
宝盈基金	58.85
国金通用基金	57.12
财通基金	56.45
华泰柏瑞基金	41.77
浦银安盛基金	40.62
后三名	
万家基金	4.44
上投摩根基金	3.43
前海开源基金	1.6

资料来源：Wind，华宝证券研究所

5.1.2 收益概况

我们以成立于 2013 年 12 月 31 日以前的基金为样本对偏股型基金 2014 年收益率进行归纳。在 2014 年的普通股票型基金中，47.91%的基金收益率超过了 20%，只有 13.09%的基金收益率在 5%以下，5.01%的基金取得了负收益。指数基金中，只有 1.67%的基金未取得正收益，62.22%的指数型基金全年收益率在 15%以上，其中 42.78%超

过了 20%。混合型基金中，8.75%未取得正收益，56.35%的基金 2014 年的收益率在20%以上。

表 66　基金收益分布

收益率分布	股票型基金	指数型基金	混合型基金
<-20	0.28%	-	0.76%
-20to-15	0.84%	-	0.38%
-15to-10	0.56%	-	0.38%
-10to-5	0.28%	-	2.28%
-5to0	3.06%	1.67%	4.94%
0to5	8.08%	7.78%	6.84%
5to10	13.37%	14.44%	7.60%
10to15	15.88%	13.89%	9.13%
15to20	9.75%	19.44%	11.33%
>20	47.91%	42.78%	56.35%

资料来源：Wind，华宝正券研究所

表 67　各类基金业绩汇总

	上涨（>0)	下跌(<0)	超越沪深 300	超越上证综指	超越深成指
普通股票型基金	341	9	37	39	18
指数型基金	177	2	40	47	9
债券型基金	305	1	61	64	19
混合型基金	255	6	33	34	16
保本型基金	41	1	8	8	6
QDII 基金	68	3	7	8	6
总数	1187	22	186	200	74

资料来源：Wind，华宝正券研究所

2014 年上半年，创业板股票再度飙升，中邮新兴产业冠军地位一度无人挑战。但风水轮流转，随着蓝筹风的燃起，券商、银行板块领衔疯长，工银旗下两只基金、海富通国策导向及宝盈策略增长在短短一个月就超过了中邮战略新兴产业。截止 2014 年 12 月 31 日，偏股型基金增长率前二十如下表所示:

表 68　2014 年偏股型基金增长率前二十

代码	名称	收益率（%）	基金经理	规模（亿）	类型	成立日
000251	工银瑞信金融地产	104.94	鄢耀,王君正	32.31	股票型基金	2013-08-26
213006	宝盈核心优势 A	76.95	张小仁	72.06	混合型基金	2009-03-17
610002	信达澳银精华	73.71	杜蜀鹏	1.62	混合型基金	2008-07-30
000172	华泰柏瑞量化指数	73.27	田汉卿	25.57	股票型基金	2013-08-02
460002	华泰柏瑞积极成长	68.90	方伦煜	37.99	混合型基金	2007-05-29
519033	海富通国策导向	66.97	顾晓飞,谢志刚	5.40	股票型基金	2011-11-16
160505	博时主题行业	64.82	蔡滨	133.89	股票型基金	2005-01-06
000263	工银瑞信信息产业	63.83	刘天任,王烁杰	31.55	股票型基金	2013-11-11

519712	交银阿尔法	63.30	龙向东	2.04	股票型基金	2012-08-03
320006	诺安灵活配置	63.02	夏俊杰	57.61	混合型基金	2008-05-20
217010	招商大盘蓝筹	62.66	陈玉辉	17.73	股票型基金	2008-06-19
050010	博时特许价值	62.00	赵云阳	5.75	股票型基金	2008-05-28
519093	新华钻石品质企业	61.74	曹名长	17.26	股票型基金	2010-02-03
320011	诺安中小盘精选	61.73	周心鹏	8.32	股票型基金	2010-04-28
540006	汇丰晋信大盘	61.45	丘栋荣,王品	15.13	股票型基金	2009-06-24
202005	南方成份精选	61.35	陈键	102.54	股票型基金	2007-05-14
519700	交银主题优选	59.90	李永兴	15.64	混合型基金	2010-06-30
590005	中邮核心主题	59.68	刘霄汉	35.63	股票型基金	2010-05-19
213003	宝盈策略增长	59.56	彭敢	49.15	股票型基金	2007-01-19
519087	新华优选分红	59.48	曹名长	30.26	混合型基金	2005-09-16

资料来源：Wind，华宝证券研究所

上述十只基金中，工银瑞信金融地产夺得 2014 年公募基金业绩头筹，全年收益为 102.49%，是所有主动管理型基金中唯一一只业绩翻倍的基金。该基金是一只金融地产行业主题型基金，以沪深 300 金地指数为业绩比较基准。在 2014 年 12 月以银行、非银金融为首的大盘蓝筹股奋发上涨时抓住市场机会，取得了优异的成绩。而前三季度均居榜首的中邮战略新兴产业因成长股表现不佳导致其业绩排名跌出前十，2014 年全年排名为 17。

而 11 月 24 日至 12 月 24 日一个月之间，收益率率最高的是海富通国策导向基金，该基金在这一个月的时间里收益率高达 43.96%，其排名也由 125 位跃至第 3 位，年度净值增长率为 66%。根据该基金四季报公布的重仓股来看，基金经理顾晓飞在四季度进行了大幅换仓，重仓股主要以涨幅较大的券商股为主。顾晓飞认为，在四季度的行情中，券商板块是市场领涨驱动力，加上券商的业务链条将扩散到 MBS、杠杆投资、地方融资平台等，具有更多想象空间。在政府集中清理防范地方债务风险的同时，股市投资的吸引力会趋于加强，因此未来空间很大。因此，能否根据板块轮动方向适时选股尤为重要。

对比前十名偏股型基金的前三季度和第四季度的业绩，不难发现由于市场“二八”风格的转换，前十名基金的前三季度和第四季度业绩出现明显反差：

表 69　2013 年收益率前十偏股型基金前三季度与第四季度表现对比

代码	名称	前三季度收益率（%）	前三季度收益率排名	第四季度	第四季度收益率排名
000251	工银瑞信金融地产	30.10	26/366	57.52	2/406
213006	宝盈核心优势 A	38.12	1/157	28.12	13/166
000241	宝盈核心优势 C	36.77	2/157	27.87	14/166
610002	信达澳银精华	13.63	52/157	52.87	2/166
000172	华泰柏瑞量化指数	25.44	41/366	38.13	14/406
460002	华泰柏瑞积极成长	17.77	35/157	43.42	4/166
519033	海富通国策导向	6.49	249/366	56.79	3/406
160505	博时主题行业	18.49	82/366	39.1	11/406

000263	工银瑞信信息产业	45.69	4/366	12.45	168/406
519712	交银阿尔法	14.64	135/366	42.45	9/406

资料来源：Wind，华宝证券研究所

表 70　2014 年四个季度业绩排名前三分之一的普通股票型基金

基金代码	基金名称	2014Q1		2014Q2		2014Q3		2014Q4	
		净值增长率%	排名	净值增长率%	排名	净值增长率%	排名	净值增长率%	排名
000251	工银瑞信金融地产	6.34	15/366	4.65	103/376	16.92	92/393	57.52	2/406
000172	华泰柏瑞量化指数	2.07	38/366	4.06	125/376	18.11	70/393	38.13	14/406
519093	新华钻石品质企业	-1.11	82/366	4.49	110/376	20.75	45/393	29.63	32/406
233015	大摩量化配置	0.29	66/366	4.23	119/376	21.66	30/393	22.95	72/406
202019	南方策略优化	0.48	62/366	4.61	106/376	20.97	42/393	16.71	118/406
590005	中邮核心主题	-1.06	80/366	7.27	39/376	28.91	4/393	16.71	119/406

资料来源：Wind，华宝证券研究所

表 71　2014 年四个季度业绩排名前三分之一的偏股混合型基金和平衡混合型基金

基金代码	基金名称	2014Q1		2014Q2		2014Q3		2014Q4	
		净值增长率%	排名	净值增长率%	排名	净值增长率%	排名	净值增长率%	排名
213006	宝盈核心优势 A	3.01	9/157	9.67	4/159	22.27	4/165	28.12	13/166
040001	华安创新	-1.72	4/21	1.64	15/21	10.79	9/22	2.76	19/23
050007	博时平衡配置	-2.29	7/21	2.7	11 月 21 日	5.59	19/22	11.78	10/23
080002	长盛创新先锋	4.15	7/157	5.09	33/159	11.21	89/165	7.49	90/166
213001	宝盈鸿利收益	8.58	1/21	4.69	2 月 21 日	17.79	1/22	13.64	7/23

资料来源：Wind，华宝证券研究所

虽然 2014 年以创业板和中小盘股票为投资标的的偏股型基金整体取得了不错的收益率，但随着 11 月底蓝筹风格的盛行，中小板及创业板几次出现了杀跌的情况，使得其总体收益率落后于 2013 年的收益率。2014 年列入统计的 43 只“中小盘概念”的基金中，有 4 只收益率为负。

表 72　2014 年以创业板和中小盘股票为投资标的的偏股型基金收益情况

代码	名称	收益率（%）	基金经理	规模（亿）	类型	基金成立日
320011	诺安中小盘精选	61.73	周心鹏	8.32	普通股票型基金	2010/4/28
590008	中邮战略新兴产业	52.76	任泽松	22.53	普通股票型基金	2012/6/12
590006	中邮中小盘灵活配置	52.40	方何,许进财	13.03	偏股混合型基金	2011/5/10
290011	泰信中小盘精选	49.64	柳菁	5.76	普通股票型基金	2008/6/19
000520	上银新兴价值成长	44.41	高云志	1.30	普通股票型基金	2014/5/6
163409	兴全绿色投资	43.70	杨岳斌,陈锦泉	33.2	普通股票型基金	2011/5/6

550009	信诚中小盘	43.57	郑伟	0.97	普通股票型基金	2010/2/10
540007	汇丰晋信中小盘	38.53	侯玉琦	2.82	普通股票型基金	2009/12/11
200012	长城中小盘成长	36.89	于雷	2.22	普通股票型基金	2011/1/27
519097	新华中小市值优选	34.94	贲兴振	1.14	普通股票型基金	2011/1/28
080012	长盛电子信息产业	33.48	王克玉	28.94	普通股票型基金	2012/3/27
450009	国富中小盘	33.44	赵晓东	4.35	普通股票型基金	2007/4/10
110011	易方达中小盘	33.15	张坤	15.27	普通股票型基金	2008/6/19
379010	上投摩根中小盘	32.90	董红波	6.71	普通股票型基金	2010/4/14
180031	银华中小盘精选	30.78	王华	8.71	普通股票型基金	2012/6/20
610004	信达澳银中小盘	27.20	巩伟	3.13	普通股票型基金	2009/12/1
217013	招商中小盘精选	25.86	吴渭,吴昊	2.48	普通股票型基金	2009/12/25
040007	华安中小盘成长	25.78	陈逊,吴丰树	50.06	普通股票型基金	2009/1/21
570006	诺德中小盘	25.75	周勇	0.92	普通股票型基金	2010/6/28
481010	工银瑞信中小盘成长	24.83	胡文彪,王筱苓	4.24	普通股票型基金	2010/2/10
160211	国泰中小盘成长	24.63	张玮	6.27	普通股票型基金	2009/10/19
162102	金鹰中小盘精选	24.17	杨绍基,朱丹	12.37	偏股混合型基金	2004/5/27
400015	东方增长中小盘	21.36	呼振翼	1.02	偏股混合型基金	2011/12/28
163818	中银中小盘成长	19.77	张发余	0.86	普通股票型基金	2011/11/23
166006	中欧中小盘	19.62	曹剑飞,魏博	22.4	普通股票型基金	2010/11/23
580007	东吴新创业	19.26	周健,张楷浠	0.45	普通股票型基金	2010/6/29
050014	博时创业成长	17.60	韩茂华	2.86	普通股票型基金	2011/10/26
206009	鹏华新兴产业	16.31	梁浩	3.50	普通股票型基金	2011/6/15
050009	博时新兴成长	13.70	韩茂华,曾鹏	88.57	普通股票型基金	2007/7/6
162214	泰达宏利领先中小盘	13.28	邓艺颖,陈炜	2.63	普通股票型基金	2011/1/26
160127	南方新兴消费增长	12.90	杜冬松,蒋秋洁	1.30	普通股票型基金	2012/3/13
161219	国投瑞银新兴产业	11.70	孟亮	0.44	偏股混合型基金	2011/12/13
240017	华宝兴业新兴产业	9.10	郭鹏飞,朱亮	39.48	普通股票型基金	2010/12/7
360012	光大中小盘	7.84	戴奇雷	4.49	普通股票型基金	2010/6/1
660005	农银汇理中小盘	6.43	付娟	10.15	普通股票型基金	2010/3/25
519026	海富通中小盘	4.21	黄峰	4.53	普通股票型基金	2010/4/14
260108	景顺长城新兴成长	1.88	杨鹏	17.00	普通股票型基金	2006/6/28
000751	嘉实新兴产业	1.80	王汉博	4.32	普通股票型基金	2014/9/17
260115	景顺长城中小盘	0.80	杨鹏	2.84	普通股票型基金	2011/3/22
000729	建信中小盘	-4.60	顾中汉	4.58	普通股票型基金	2014/8/20
000755	富安达新兴成长	-5.10	孔学兵	0.99	偏股混合型基金	2014/9/11
400025	东方新兴成长	-5.37	呼振翼	1.46	偏股混合型基金	2014/9/3
377240	上投摩根新兴动力	-8.65	杜猛	11.81	普通股票型基金	2011/7/13

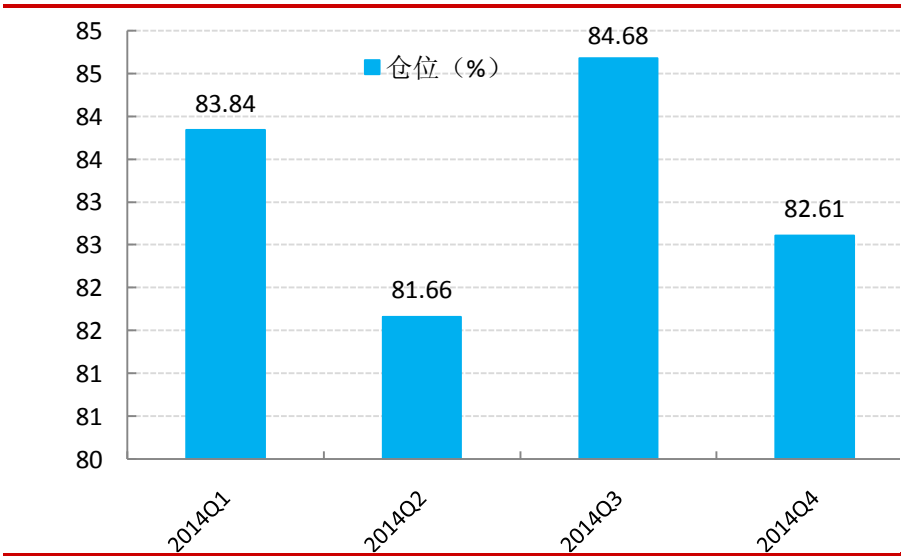
资料来源：Wind，华宝证券研究所

5.1.3 仓位分析

将 2014 年所有公布季报数据的主动偏股型基金列入统计，计算其 4 个季度平均仓位表现。2014 年主动偏股型基金全年平均仓位为 83.20%高于 2013 年的 79.11%。2013

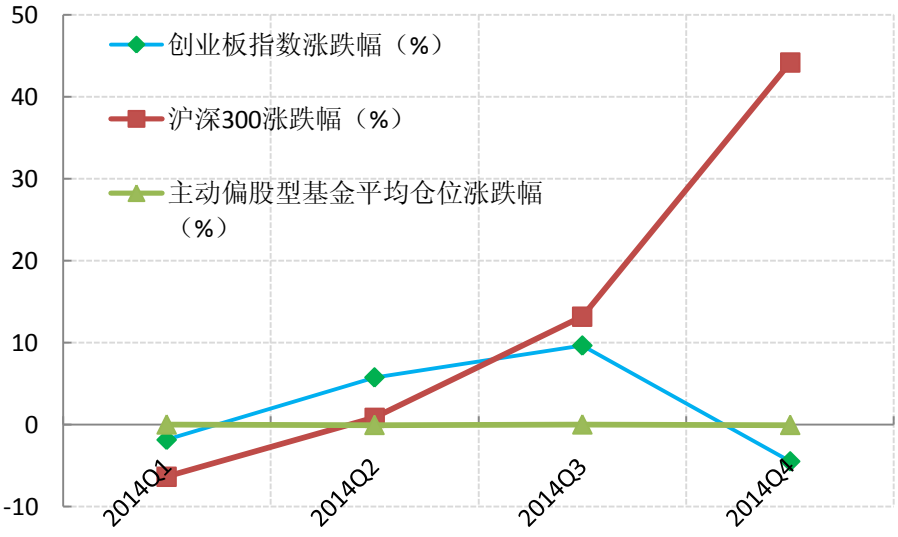
年主动偏股型基金的仓位水平与沪深 300 指数的表现保持了较高的正相关性，而 2014 这一相关性被打破。一季度沪深 300 指数由 2014 年底的 2330 点下跌到 2146 点，基金平均仓位相较 2013 年第 4 季度环比上涨 3.16%，二季度末沪深 300 继续上涨到 2165 点，基金仓位也继续下跌到 81.66%，三季度沪深 300 指数回升到 2450 点，基金仓位上升到 84.68%；4 季度沪深 300 指数再次下跌到 3533 点，基金仓位下降到 82.61%，这一季度为沪深 300 指数表现最好的一季，基金仓位却不是全年最高。此外经过测算，一季度偏股型基金主动加仓 0.03%，二季度主动减仓 0.03%，三季度主动加仓 0.04%，四季度主动减仓 0.02%。

图 162　2014 各季度偏股型基金平均仓位变化



资料来源：　Wind，华宝证券研究所

图 163　2014 年主动偏股型基金仓位变动情况



资料来源：　Wind，华宝证券研究所

5.1.4.行业配置

表 73　2014 年偏股型基金行业配置

行业	2014 年四季度			2014 年三季度		
	总市值（亿元）	占基金总净值比%	主动增减持比例%	总市值（亿元）	占基金总净值比%	主动增减持比例%
农、林、牧、渔业	102.05	0.23	-0.13	195.56	0.51	0.29
采矿业	345.16	0.76	-0.27	306.52	0.8	0.04
制造业	6,400.13	14.13	-5.79	7,674.11	20.09	5.96
电力、热力、燃气及水生产和供应业	347.14	0.77	-0.18	284.95	0.75	-0.02
建筑业	423.42	0.93	-0.41	294.4	0.77	-0.16
批发和零售业	524.99	1.16	-0.38	474.05	1.24	0.08
交通运输、仓储和邮政业	217.47	0.48	-0.13	154.44	0.4	-0.08
住宿和餐饮业	16.49	0.04	-0.01	19.49	0.05	0.01
信息传输、软件和信息技术服务业	1,198.37	2.65	0.15	1,306.91	3.42	0.78
金融业	3,710.56	8.19	-1.6	1,261.17	3.3	-4.89
房地产业	1,037.45	2.29	-0.47	451.12	1.18	-1.11
租赁和商务服务业	171.07	0.38	-0.18	195.85	0.51	0.14
科学研究和技术服务业	38.78	0.09	-0.01	45.92	0.12	0.03
水利、环境和公共设施管理业	254.09	0.56	-0.39	207.97	0.54	-0.02
教育	5.82	0.01	0.01	15.03	0.04	0.03
卫生和社会工作	62.57	0.14	0.04	70.19	0.18	0.05
文化、体育和娱乐业	135.36	0.3	-0.05	189.45	0.5	0.20
综合	48.71	0.11	-0.05	31.99	0.08	-0.02

资料来源：Wind，华宝证券研究所

5.1.5 偏股型基金经理推荐

根据华宝证券建立的基金经理筛选模型，在定量和定性分析基础上，得出如下具有长期稳定业绩的基金经理及其现任基金，名单如下：

表 74　偏股型基金经理推荐

基金经理	现任基金代码	现任基金名称	任职开始日	任职期间收益评分	任职期间风险评分	2014 年业绩（%）	2014 年业绩排名	规模（亿）
陈晓	210008	金鹰策略配置	2012/11/3	0.997	0.952	37.96	72/364	1.18
陈嘉平	000418	景顺长城成长之星	2013/12/13	0.997	0.913	21.15	220/364	5.34
成胜	519679	银河主题策略	2012/9/21	0.998	0.948	26.31	177/364	19.28
陈仕德	270022	广发内需增长	2010/4/19	0.997	0.853	11.92	122/158	6.66
任泽松	590008	中邮战略新兴产业	2012/12/21	0.996	0.986	57.21	16/364	22.53
付娟	660005	农银汇理中小盘	2013/3/5	0.928	0.934	11.05	305/364	13.59
骆泽斌	398061	中海消费主题精选	2011/11/9	0.995	0.971	49.52	31/364	1.04
雷宇	740001	长安宏观策略	2012/6/28	0.998	0.955	33.33	113/364	0.66

谭鹏万	165508	信诚深度价值	2011/9/8	0.991	0.939	48.03	38/364	1.47
彭敢	213008	宝盈资源优选	2010/11/5	0.995	0.973	50.57	28/364	26.05

资料来源：华宝证券研究所

5.2.传统封闭式股票型基金

截止 2014 年 12 月 31 日，除分级基金子份额外，市场上共有 73 只封闭式基金，其中普通股票型基金有 10 只，债券型封闭式基金有 18 只，指数型封闭式基金 43 只及 1 只混合式基金。2015 年将有 7 只封闭式基金到期，此外有 4 只封闭式基金将在 2016 年到期，7 只在 2017 年到期，1 只在 2019 年到期。

5.2.1.封闭式股票型基金

2014 年列入统计的 5 只普通股票型封闭式基金中，成立于 2001 年 8 月 29 日的基金通乾收益率最高，为 49.42%，而场内市场中，也是基金通乾的价格涨幅最大，为 64.93%。截至 2014 年年底，折价率最高的封闭式基金是基金久嘉，折价率达到了 15.59%。

基金通乾与基金鸿阳将在 2016 年到期。

表 75　封闭式普通股票型基金 2014 年收益率统计

基金名称	基金成立日	2014 年复权净值增长率（%）	2014 年价格涨跌幅（%）	2014 年底单位净值	2014 年底价格	2014 年平均升贴水率（%）	2014 年成交量（万手）	规模（亿）	基金到期日
基金通乾	2001-08-29	49.42	64.93	1.6336	1.4980	-12.62	2,803.05	31.78	2016-08-28
基金鸿阳	2001-12-10	29.59	38.76	1.0455	0.9200	-13.83	4,152.83	20.70	2016-12-09
基金久嘉	2002-07-05	15.84	28.69	1.0167	0.9150	**-15.59**	2,840.97	20.90	2017-07-05
基金丰和	2002-03-22	12.50	16.22	1.1908	1.0390	-14.45	3,738.09	36.46	2017-03-22
基金科瑞	2002-03-12	10.72	19.47	1.2071	1.0800	-14.18	4,551.26	36.88	2017-03-12

资料来源：Wind，华宝证券研究所

5.2.2 封闭式债券型基金

2014 年列入统计的 14 只债券型封闭式基金（不包括分级基金）复权单位净值增长率 15.95%，二级市场价格平均增长率为 17.29%，他们的平均折价率为 4.83%。其中，复权净值增长率最高的是招商信用添利、鹏华中小企业纯债和工银瑞信双债增强，收益率分别是 27.73%、22.6%和 21.8%。二级市场价格涨幅最高的是工银瑞信双债增强，2014 年价格上涨 27.27%。

表 76　封闭式债券型基金 2014 年收益率统计（不包括分级基金）

基金名称	成立日期	复权单位净值增长率（%）	2014 年二级市场涨跌幅（%）	2014 年平均均贴水率（%）	2014 年成交量（万手）	基金规模（亿）	基金到期日
招商信用添利	2010-06-25	27.73	24.56	-3.85	779.58	24.32	2015-06-25
鹏华中小企业纯债	2012-11-05	22.60	23.53	-6.82	181.32	11.86	2015-11-05
工银瑞信双债增强	2013-09-25	21.80	27.27	-7.54	18.46	4.85	2016-09-25

中银信用增利	2012-03-12	17.20	19.23	-2.69	160.74	25.86	2015-03-12
诺安纯债 A	2013-03-27	16.36	19.34	-6.83	83.04	8.00	——
万家强化收益	2013-05-07	15.33	14.29	-6.94	88.76	2.76	——
民生加银平稳添利 A	2013-08-12	15.20	11.87	-6.60	6.23	17.65	——
申万菱信定期开放	2013-03-29	15.15	8.05	-2.94	26.69	1.21	——
易方达永旭添利	2012-06-19	13.30	18.83	-1.52	18.62	7.15	——
民生加银平稳增利 A	2012-11-15	13.08	15.21	-6.22	83.49	10.74	——
南方金利 A	2012-05-17	13.00	17.92	-4.10	41.94	10.55	——
汇添富季季红	2012-07-26	11.84	14.87	-4.43	53.22	6.65	——
富国新天锋	2012-05-07	11.07	14.30	-3.07	155.91	9.64	——
工银瑞信纯债	2012-06-21	9.66	12.86	-4.03	59.42	51.92	——

资料来源：Wind，华宝证券研究所

5.2.3.混合式债券型基金

目前市场上有一只混合型封闭式基金——基金银丰，其在 2014 年的复权单位净值增长率为 23.54%，二级市场价格增长率为 35.12%。截止 2014 年底，其折价率为-15.50%。

5.3 债券基金收益情况

5.3.1.基金公司收益情况——华宝兴业夺冠

2014 年，旗下债券型基金成立时间满一年（即 2013 年 12 月 31 日前成立的基金）的基金公司共有 74 个，在这 74 个基金公司中，华宝兴业基金旗下债券型基金加权收益率最高，为 43.24%；民生加银基金和博时基金紧随其后，加权收益率分别是 40.22%和 37.67%。

表现较差的择时益民基金、西部利得基金和东吴基金，债券型基金加权收益分别是 2.41%、7.05%和 8.22%。

表 77　基金公司债券型基金收益情况

前五名	
基金公司	**加权收益率（%）**
华宝兴业基金	43.24
民生加银基金	40.22
博时基金	37.67
申万菱信基金	37.63
兴业全球基金	36.39
后三名	
东吴基金	8.22
西部利得基金	7.05
益民基金	2.41

资料来源：Wind，华宝证券研究所

按照运作方式不同，以债券为投资对象的基金中，包括：开放式债基，半封闭式分级债基，封闭式债基，封闭式分级债基，投资运作特征如下所示：

表 78 各类债券型基金投资运作特征

类别	运作特征	管理方式	风险收益特征	
开放式债基	开放式运作	需要预留高流动性资产，应对投资者赎回	一般杠杆不高	
半封闭式分级债基	由于该类分级的子份额 A 端每 6 或 3 个月打开申购赎回，B 端上市交易，母基金份额会由于 A 端的开放发生变化	需要预留少量高流动性资产，在临近赎回时，需要提升高流动资产比例，应对投资者赎回； B 端通过一定程度向 A 端融资的方式撬动更高杠杆	母基金	杠杆率较高
			A 份额	场外份额获取稳定的约定收益
			B 份额	双重杠杆，收益较高，风险较大，但低于封闭式分级债基
封闭式债基（含定期开放式债基）	封闭期内不得申购赎回	封闭期内可加大杠杆比率，并投资于流动性不高的债券品种，获取高收益	封闭式运作机制下可放大杠杆，场内份额存在折价	
封闭式分级债基	该类分级子份额在封闭期内不得申购赎回，但可在二级市场交易，母基金规模在封闭期内规模不变	封闭期内可加大杠杆比率，并投资于流动性不高的债券品种，获取高收益； B 端通过一定程度向 A 端融资的方式撬动更高杠杆	母基金	杠杆率高
			A 份额	场内份额每年获得约定收益，同时可获场内波段操作收益
			B 份额	双重杠杆，收益较高，风险较大

资料来源：Wind，华宝证券研究所

2014 年前十大开放式债券型基金（不包含分级债基）的收益率如下表所示。表现最好的均为可转债基金或者大量布局可转债的基金。其中，建信转债增强 A、长信可转债 A 和博时可转债 A 分别夺得了开放式债基前三甲的位置，他们的收益率分别为 97.83%、95.36%和 94.62%。

表 79 债券型基金 2014 年收益率前十名（不包括分级基金）

证券简称	复权单位净值增长率（%）	基金规模（亿）	基金经理	成立日
建信转债增强 A	97.83	6.78	彭云峰	2012-05-29
长信可转债 A	95.36	9.05	李小羽,刘波	2012-03-30
博时转债 A	94.62	7.08	邓欣雨	2010-11-24
博时信用债券 A	89.44	4.51	过钧	2009-06-10
汇添富可转债 A	82.60	5.89	梁珂,曾刚	2011-06-17
富国可转债	80.67	10.84	郑迎迎	2010-12-08
大成可转债	80.53	2.73	王磊	2011-11-30
申万菱信可转债	79.51	1.34	叶瑜珍	2011-12-09
华安可转债 A	78.92	4.41	贺涛	2011-06-22
易方达安心回报 A	77.68	16.53	张清华	2011-06-21

资料来源：Wind，华宝证券研究所

5.4.开放式指数基金（不包含分级基金和 ETF）和 LOF

目前运用指数化投资策略的公募基金产品主要有三类，开放式指数基金、LOF、ETF。他们的运作特征各不相同，具体情况如下表所示：

表 80　开放式指数基金、LOF、ETF 对比

类别	特点	申赎/买卖方式	申赎/买卖方式
开放式指数基金	跟踪各类指数，既有被动跟踪型，也有在贴合跟踪指数的基础上主动投资力求收益超过跟踪指数的增强指数型产品。	现金申赎	否
LOF（Listed Open-Ended Fund）称为上市型开放式基金	集合开放式基金和封闭式基金特点，具有在在一级市场和二级市场之间套利机制，既有被动管理型产品，也有主动管理型产品	现金申赎或通过交易所买卖	是
ETF（Exchange traded Fund，称为交易所交易基金）	通过构建某一证券指数的投资组合，目的就是使这个投资组合的变动趋势与该指数相一致，以取得与指数大致相同的收益率，其不但具有一二级市场套利机制，而且是用一揽子证券申赎，所以其可做为投资者一种特殊的套利工具。	用一揽子证券申赎，有时也可以用一定比列现金替代的方式申购，同时也可以在二级市场买卖	是

资料来源：Wind，华宝证券研究所

5.4.1.开放式指数基金收益情况

截至 2014 年 12 月 31 日，市场上共有 83 只开放式指数基金（不包含分级和 ETF），总规模 1512 亿份，较 2013 年的 910 亿份上涨 66.23%。这 830 只基金共涉及 38 个跟踪指数，其中跟踪沪深 300 指数的基金有 24 只，跟踪中证 100 指数的有 7 只，跟踪深证 100 指数的基金有 11 只，跟踪中证 500 指数有 4 只，深圳 300 指数有 3 只，中证红利指数的基金有 3 只。由于 2014 年年底蓝筹风格的盛行，跟踪沪深 300 指数的基金都取得了可观的收益，其 2014 年平均收益率为 54.22%。

表 81　开放式指数型基金基本资料（截止日期：2014 年 12 月 31 日）

基金简称	成立日期	跟踪指数	成立规模（亿份）	当前规模（亿份）	2014 年收益率%	成立至今跟踪误差
信诚中证 800 金融	2013-12-20	中证 800 金融	2.37	3.33	85.71	0.90
嘉实基本面 50	2009-12-30	基本面 50	34.37	16.93	81.20	0.54
国泰国证房地产	2013-02-06	国证地产	3.21	7.01	73.06	1.01
长信中证央企 100	2010-03-26	央企 100	7.43	1.46	72.92	0.33
银河沪深 300 价值	2009-12-28	沪深 300 价值	8.71	5.71	68.63	0.44
泰达宏利中证财富大盘	2010-04-23	财富大盘	11.65	1.26	67.66	0.33
中海上证 50	2010-03-25	上证 50	5.52	2.76	67.41	0.53
易方达上证 50	2004-03-22	上证 50	50.49	197.70	65.24	0.52
申万菱信沪深 300 价值	2010-02-11	沪深 300 价值	9.25	5.58	64.84	0.44

海富通中证 100	2009-10-30	中证 100	20.87	5.14	63.86	0.45
诺安中证 100	2009-10-27	中证 100	21.10	5.58	62.69	0.45
长盛中证 100	2006-11-22	中证 100	40.31	8.52	62.63	0.45
华宝兴业中证 100	2009-09-29	中证 100	20.09	6.22	62.28	0.43
万家上证 180	2003-03-15	上证 180	19.30	45.23	61.91	0.31
华富中证 100	2009-12-30	中证 100	3.37	1.32	61.68	0.43
宝盈中证 100	2010-02-08	中证 100	2.81	3.21	61.67	0.37
兴全沪深 300	2010-11-02	沪深 300	29.55	14.84	60.92	0.32
申万菱信沪深 300	2004-11-29	沪深 300	6.90	0.87	60.87	0.38
博时裕富沪深 300	2003-08-26	沪深 300	51.23	118.37	60.59	0.28
国联安双禧中证 100	2010-04-16	中证 100	3.24	5.26	60.45	0.43
融通巨潮 100	2005-05-12	巨潮 100	5.14	20.62	59.66	0.44
景顺长城沪深 300	2013-10-29	沪深 300	3.82	3.50	58.77	0.35
易方达沪深 300 量化	2012-07-05	沪深 300	2.49	3.42	58.33	0.31
富国沪深 300	2009-12-16	沪深 300	34.90	34.90	57.74	0.29
汇添富上证综指	2009-07-01	上证综指	90.98	38.74	56.64	0.11
鹏华沪深 300	2009-04-03	沪深 300	19.94	5.09	55.14	0.34
农银汇理沪深 300	2011-04-12	沪深 300	32.98	16.63	54.81	0.28
中银中证 100	2009-09-04	中证 100	35.58	13.91	54.49	0.41
万家中证红利	2011-03-17	中证红利	10.89	1.03	54.36	0.40
工银瑞信沪深 300	2009-03-05	沪深 300	36.06	28.56	53.95	0.27
嘉实沪深 300ETF 联接	2005-08-29	沪深 300	8.67	366.32	53.59	0.27
华宸未来沪深 300	2013-04-26	沪深 300	2.73	0.19	53.57	0.28
大成中证红利	2010-02-02	中证红利	18.70	1.51	53.55	0.41
中欧沪深 300	2010-06-24	沪深 300	12.02	2.65	53.11	0.28
广发沪深 300	2008-12-30	沪深 300	6.54	17.26	52.98	0.28
建信沪深 300	2009-11-05	沪深 300	53.26	25.08	52.52	0.27
国投瑞银瑞和 300	2009-10-14	沪深 300	2.57	1.67	52.27	0.28
长盛沪深 300	2010-08-04	沪深 300	8.99	1.93	51.88	0.28
大成沪深 300	2006-04-06	沪深 300	18.13	54.18	51.88	0.26
长城久泰沪深 300	2004-05-21	沪深 300	15.12	14.98	51.54	0.26
富国中证红利	2008-11-20	中证红利	9.06	3.69	51.24	0.38
财通中证 100 增强	2013-03-22	中证财通 ESG100	2.47	0.36	51.24	0.32
浙商沪深 300	2012-05-07	沪深 300	3.36	0.69	50.84	0.27
华安 MSCI 中国 A 股	2002-11-08	MSCI 明晟中国 A 股	30.94	88.93	50.82	0.30
浦银安盛沪深 300	2010-12-10	沪深 300	8.15	2.19	50.75	0.31
汇丰晋信恒生 A 股	2012-08-01	恒生 A 股龙头	2.64	0.65	50.04	0.35
国富沪深 300	2009-09-03	沪深 300	24.24	5.97	50.00	0.28
国金通用沪深 300	2013-07-26	沪深 300	2.57	0.10	48.54	0.32
华安沪深 300	2012-06-25	沪深 300	2.13	0.38	48.40	0.30
国泰沪深 300	2007-11-11	沪深 300	59.42	71.50	48.40	0.25

华安沪深 300 量化 A	2013-09-27	沪深 300	0.36	0.19	47.33	0.27
银华中证等权重 90	2011-03-17	等权 90	16.85	5.20	47.03	0.35
招商沪深 300 高贝塔	2013-08-01	沪深 300 高贝塔	2.77	0.41	44.61	0.52
中银沪深 300 等权重	2012-05-17	300 等权	14.91	0.59	44.26	0.42
浦银安盛基本面 400	2012-05-14	基本 400	4.14	0.42	42.63	0.70
中海上证 380	2012-03-07	上证 380	2.67	0.16	42.50	0.74
泰信基本面 400	2012-09-07	基本 400	2.77	0.21	39.96	0.70
银华中证 800 等权重	2013-11-05	中证 800 等权	2.52	0.28	39.84	0.67
富国中证 500	2011-10-12	中证 500	4.55	1.28	39.23	0.83
汇添富沪深 300 安中动态策略	2013-11-06	安中动态	2.75	1.87	38.89	0.37
长盛同庆中证 800	2012-05-12	中证 800	19.59	1.57	38.78	0.38
建信深证 100	2012-03-16	深证 100	17.47	1.34	38.74	0.53
鹏华中证 500	2010-02-05	中证 500	26.31	6.05	38.36	0.83
中邮上证 380	2011-11-22	上证 380	4.57	0.41	37.85	0.79
长盛同瑞中证 200	2011-12-06	中证 200	6.23	0.07	37.30	0.53
融通深证成指	2010-11-15	深证成指	18.49	6.60	36.87	0.56
交银沪深 300 等权	2012-11-07	300 分层	3.01	0.08	36.70	0.47
长盛同辉深证 100 等权	2012-09-13	深 100EW	2.54	0.05	36.36	0.56
泰信中证 200	2011-06-09	中证 200	3.17	0.89	36.07	0.53
农银汇理中证 500	2011-11-29	中证 500	7.11	0.69	35.96	0.84
银华道琼斯 88 精选	2004-08-11	道中 88 指数	10.86	65.36	35.87	0.62
天弘深证成指	2010-08-12	深证成指	4.41	0.79	35.16	0.56
华安深证 300	2011-09-02	深证 300	6.08	0.50	34.12	0.60
工银瑞信中证 500	2012-01-31	中证 500	3.22	0.41	33.83	0.85
融通深证 100	2003-09-30	深证 100R	4.78	102.95	33.04	0.52
泰达宏利中证 500	2011-12-01	中证 500	12.50	0.39	32.64	0.88
东吴深证 100	2012-03-09	深证 100	3.85	0.64	31.73	0.51
银华深证 100	2010-05-07	深证 100	17.49	10.88	31.70	0.51
民生加银中证内地资源	2012-03-08	内地资源	6.83	2.13	31.66	0.77
国投瑞银瑞福深证 100	2012-07-17	深证 100	72.92	72.92	31.41	0.53
招商深证 100	2010-06-22	深证 100	6.62	0.97	31.28	0.54
大摩深证 300	2011-11-15	深证 300	4.22	0.66	31.17	0.72
鹏华中证 A 股资源产业	2012-09-27	A 股资源	1.79	2.70	30.91	0.87
金鹰中证 500	2012-06-05	中证 500	3.93	0.09	30.90	0.85
银华中证内地资源主题	2011-12-08	内地资源	10.62	0.81	30.89	0.77
平安大华深证 300	2011-12-20	深证 300	4.18	0.32	30.52	0.69
信诚中证 800 有色	2013-08-30	中证 800 有色	2.45	0.56	29.69	0.99
工银瑞信深证 100	2012-10-25	深证 100R	2.61	0.11	29.36	0.52
国投瑞银中证上游	2011-07-21	中证上游	7.26	2.32	28.06	0.74
招商央视财经 50	2013-02-05	央视 50	13.19	0.68	28.05	0.47
建信央视财经 50	2013-03-28	央视 50	10.74	1.12	27.77	0.47
招商中证大宗商品	2012-06-28	大宗商品	4.28	0.51	27.25	0.76
东吴中证新兴产业	2011-02-01	中证新兴	19.77	6.38	27.18	0.82

农银汇理深证 100	2012-09-04	深证 100	4.14	0.58	27.05	0.55
东方央视财经 50	2012-12-19	央视 50	5.46	0.22	26.77	0.45
长安 300 非周期	2012-06-25	300 非周	2.77	0.45	25.97	0.59
国联安双力中小板	2012-03-23	中小板综	4.51	0.05	23.33	0.99
金鹰中证技术领先	2011-06-01	技术领先	4.32	0.36	22.20	0.93
海富通中证低碳	2012-05-25	内地低碳	7.56	0.43	21.89	0.89
国投瑞银中证下游	2010-12-16	中证下游	12.47	1.29	21.80	0.71
上投摩根中证消费	2012-09-25	消费服务	4.44	0.46	21.09	0.59
银河沪深 300 成长	2013-03-29	沪深 300 成长	2.21	0.35	19.67	0.59
华富中小板	2011-12-09	中小板指	6.75	0.10	14.31	0.87
长城久兆中小板 300	2012-01-30	中小 300	9.20	0.31	12.44	1.01
国联安中证医药 100	2013-08-21	医药 100	4.15	5.12	12.00	1.07
信诚中证 800 医药	2013-08-16	中证 800 医药	3.37	0.66	6.75	0.96
申万菱信中小板	2012-05-08	中小板指	7.85	0.27	6.38	0.95
易方达中小板指数	2012-09-20	中小板指	2.50	0.13	6.27	0.95
国投瑞银瑞福优先	2012-07-17	深证 100	36.46	36.46	5.99	1.09
富国创业板指数分级	2013-09-12	创业板指	3.15	0.96	5.25	1.39
融通创业板	2012-04-06	创业板指	4.87	0.90	4.10	1.39
国泰国证医药卫生	2013-08-29	国证医药	5.01	9.32	2.67	1.04
诺安中证创业成长	2012-03-29	创业成长	11.18	0.08	-2.82	1.16
万家中证创业成长	2012-08-02	创业成长	2.64	0.08	-6.77	1.19
嘉实沪深 300	2014-12-26	沪深 300	13.62	13.62	--	0.98
建信中证 500	2014-01-27	中证 500	3.08	0.66	--	0.84
前海开源中证军工	2014-05-27	中证军工	6.18	4.81	--	1.52
国寿安保沪深 300	2014-06-05	沪深 300	51.30	12.37	--	0.37
前海开源沪深 300	2014-06-17	沪深 300	2.35	0.26	--	0.53
华安中证高分红 A	2014-11-14	高分红	2.93	2.93	--	0.47

资料来源：Wind，华宝证券研究所

5.4.2.LOF 型基金收益情况

目前市场上共有 120 只 LOF 型基金产品，截止到 2014 年底其总规模为 6570 亿元，场内份额 122.22 亿份，规模 140.54 亿元。99 只 LOF 型基金中主动偏股型基金有 56 只、债券型基金 35 只、混合型基金 14 只、QDII 基金 15 只。

收益方面，兴全基金的两只 LOF 产品，嘉实基本面 50 成为了 2014 年同类基金收益最高的产品，其全年复权单位净值增长率达到 81.20%，二级市场价格增长 28.62%。由于 LOF 型基金是结合开放式基金和封闭式基金特点，在投资范围上差异较大，既有股票型、又有债券型，所以其收益特征不尽相同。

表 82　LOF 型基金基本资料（截止日期：2014 年 12 月 31 日）

基金简称	成立日期	成立规模（亿份）	当前规模（亿份）	复权单位净值增长率%	二级市场价值增长率%	场内份额（亿份）	日均成交额（万元）
嘉实基本面 50	2009/12/30	34.37	16.93	81.20	28.62	0.83	39.53

长信中证央企 100	2010/3/26	7.43	1.46	72.92	27.62	0.08	2.65
博时主题行业	2005/1/6	12.10	48.69	64.82	630.93	1.93	148.10
海富通中证 100	2009/10/30	20.87	5.14	63.86	9.11	0.11	3.85
兴全沪深 300	2010/11/2	29.55	14.84	60.92	32.42	0.12	5.47
融通巨潮 100	2005/5/12	5.14	20.62	59.66	266.40	0.43	7.24
鹏华沪深 300	2009/4/3	19.94	5.09	55.14	31.52	0.20	6.69
万家中证红利	2011/3/17	10.89	1.03	54.36	22.05	0.13	4.61
嘉实沪深 300ETF 联接	2005/8/29	8.67	366.32	53.59	261.24	16.03	651.79
华宸未来沪深 300	2013/4/26	2.73	0.19	53.57	37.79	0.01	1.90
易方达岁丰添利	2010/11/9	26.79	1.48	53.16	82.98	0.61	82.11
中欧沪深 300	2010/6/24	12.02	2.65	53.11	31.54	0.03	0.92
建信沪深 300	2009/11/5	53.26	25.08	52.52	6.26	0.10	3.05
长盛沪深 300	2010/8/4	8.99	1.93	51.88	28.54	0.05	1.78
鹏华价值优势	2006/7/18	18.77	84.38	49.41	270.25	3.01	66.62
兴全商业模式优选	2012/12/18	5.46	2.02	46.76	45.82	0.09	4.53
长盛同智	2007/1/5	117.94	22.40	46.06	84.78	0.80	13.75
信诚深度价值	2010/7/30	5.24	0.87	45.36	67.06	0.01	0.64
中银沪深 300 等权重	2012/5/17	14.91	0.59	44.26	39.56	0.01	1.67
兴全绿色投资	2011/5/6	20.22	17.53	43.70	88.39	0.47	44.73
南方永利 1 年 A	2013/4/25	65.36	3.17	42.97	38.31	0.12	10.05
泰达宏利效率优选	2006/5/12	43.35	23.00	39.90	230.11	0.98	38.50
信诚周期轮动	2012/5/7	3.08	1.36	39.53	52.23	——	0.74
富国中证 500	2011/10/12	4.55	1.28	39.23	48.08	0.01	2.03
鹏华中证 500	2010/2/5	26.31	6.05	38.36	10.83	0.28	9.16
兴全趋势投资	2005/11/3	9.28	83.84	37.46	662.15	2.00	48.15
国泰价值经典	2010/8/13	12.77	4.79	36.87	18.39	0.16	2.59
南方中证 500ETF 联接	2009/9/25	32.23	31.79	36.73	25.34	0.50	42.38
建信优势动力	2013/3/19	——	11.33	36.60	33.69	2.29	69.95
大成景丰	2013/10/16	7.74	1.91	36.40	33.27	0.63	28.04
广发中证 500ETF 联接	2009/11/26	86.36	20.12	35.53	15.24	0.60	26.38
天弘深证成指	2010/8/12	4.41	0.79	35.16	-7.94	0.01	1.21
华安深证 300	2011/9/2	6.08	0.50	34.12	19.75	0.05	3.93
兴全轻资产	2012/4/5	9.94	4.98	33.47	97.27	0.38	206.92
大成创新成长	2007/6/12	120.78	77.32	32.65	-29.51	0.88	7.17
鹏华盛世创新	2008/10/10	11.45	1.31	31.75	76.12	0.03	0.72
东吴深证 100	2012/3/9	3.85	0.64	31.73	10.87	0.01	2.30
华富强化回报	2010/9/8	19.99	1.59	31.60	40.83	0.31	49.79
大成优选	2012/7/27	35.73	9.07	30.63	35.73	5.17	168.47
华夏蓝筹核心	2007/4/24	111.31	73.26	29.44	47.38	2.45	37.52
中欧新动力	2011/2/10	4.02	19.44	29.14	55.15	0.07	6.94
申万菱信量化小盘	2011/6/16	5.13	1.20	28.48	40.56	0.02	2.39
国投瑞银中证上游	2011/7/21	7.26	2.32	28.06	-31.81	0.41	16.79
国投瑞银双债增利 A	2011/3/29	12.38	2.34	28.03	48.62	0.67	58.42

南方高增长	2005/7/13	12.77	16.83	27.94	420.46	0.75	13.57
南方积极配置	2004/10/14	35.36	10.91	27.80	280.63	0.34	4.99
中欧新趋势	2007/1/29	68.75	26.23	25.77	-5.04	0.70	9.09
博时卓越品牌	2011/4/22	7.76	1.27	25.74	46.38	0.47	7.78
富国天惠精选成长	2005/11/16	5.84	17.70	25.02	459.93	0.40	14.90
国泰中小盘成长	2009/10/19	51.11	4.41	24.63	40.48	0.59	11.34
信诚增强收益	2010/9/29	22.66	2.28	24.41	41.06	0.52	33.23
银华内需精选	2009/7/1	68.14	10.18	24.27	4.06	1.87	9.21
华夏行业精选	2007/11/22	142.47	57.46	22.11	17.86	1.60	32.41
国投瑞银中证下游	2010/12/16	12.47	1.29	21.80	10.95	0.08	1.60
信诚新机遇	2011/8/1	4.24	0.35	21.73	70.36	0.01	0.56
广发聚利	2011/8/5	3.36	1.57	20.77	50.18	0.19	25.92
工银瑞信四季收益	2011/2/10	24.03	11.42	20.42	45.28	1.94	63.22
中欧中小盘	2009/12/30	14.78	26.10	19.62	-6.89	0.08	3.42
鹏华丰润	2010/12/2	13.36	0.52	18.97	39.66	0.15	25.77
建信信用增强 A	2011/6/16	7.61	2.79	18.05	58.60	0.37	22.64
嘉实恒生中国企业	2010/9/30	10.17	0.84	17.53	-11.19	0.25	4.74
中欧增强回报	2010/12/2	23.74	1.24	17.52	32.57	0.09	0.87
广发小盘成长	2005/2/2	11.75	25.68	17.45	342.32	0.82	31.50
天治核心成长	2006/1/20	3.13	31.85	17.18	-19.92	3.25	27.71
招商优质成长	2005/11/17	6.53	21.38	16.18	313.43	0.44	5.95
国泰估值优势	2013/2/19	8.43	0.82	15.51	31.92	0.40	10.09
交银信用添利	2011/1/27	18.95	1.19	15.22	25.63	0.13	85.29
博时安丰 18 个月	2013/8/22	2.48	2.49	15.21	18.89	0.06	3.15
银华信用债券	2010/6/29	22.96	1.54	15.13	33.77	0.22	26.46
长城久富	2007/2/12	90.75	14.79	14.92	52.32	0.65	6.64
中银盛利纯债一年	2013/8/8	32.07	23.84	13.82	10.48	0.05	5.59
融通四季添利	2012/3/1	12.82	1.29	13.60	32.44	0.14	8.55
景顺长城资源垄断	2006/1/26	11.55	63.30	13.15	179.71	1.71	16.20
富国天丰强化收益	2008/10/24	19.98	10.63	12.98	53.95	1.87	43.78
银华纯债信用主题	2012/8/9	19.45	7.23	11.80	21.23	0.03	3.25
国投瑞银新兴产业	2011/12/13	6.50	0.37	11.70	54.74	0.02	1.95
国泰民益灵活配置	2013/12/30	14.89	39.11	11.09	12.91	20.98	1037.07
景顺长城鼎益	2005/3/16	4.46	35.22	10.35	305.74	0.64	8.29
南方聚利 1 年 A	2013/11/28	2.95	3.47	9.69	12.01	0.01	6.73
鹏华动力增长	2007/1/9	110.23	33.35	8.91	50.93	0.92	12.23
易方达中债新综合 A	2012/11/8	7.35	0.39	8.76	6.27	——	1.51
嘉实中证中期企业债 A	2013/2/5	31.86	0.52	8.20	13.87	——	0.42
银华中证中票 50A	2012/12/13	26.64	4.91	7.97	3.11	——	1.22
南方中证 50 债 A	2011/5/17	9.27	0.28	7.65	14.50	0.02	0.80
鹏华优质治理	2007/4/25	118.84	35.95	6.97	-8.31	1.82	7.11
广发聚源 A	2013/5/8	7.77	1.06	6.04	1.92	0.25	87.14
华泰柏瑞信用增利	2011/9/22	2.12	1.01	5.39	19.33	0.53	22.86

大摩资源优选混合	2005/9/27	3.10	8.48	3.73	47.59	0.26	15.19
中银中国精选	2005/1/4	10.63	11.98	1.91	410.62	0.29	22.11
万家行业优选	2005/7/15	3.10	5.25	1.44	2.88	0.39	7.57
国投瑞银新兴市场	2010/6/10	4.43	0.38	-0.45	-12.96	0.01	0.88
融通领先成长	2007/4/30	30.60	24.32	-0.68	-21.30	1.88	6.62
易方达黄金主题	2011/5/6	26.57	5.22	-3.04	-38.74	0.22	8.29
招商标普金砖四国	2011/2/11	4.37	0.71	-3.56	-31.88	0.08	3.94
嘉实黄金	2011/8/4	5.68	1.87	-4.32	-34.49	0.29	13.48
南方中国中小盘	2011/9/26	3.00	0.40	-4.96	10.78	0.02	1.77
汇添富黄金及贵金属	2011/8/31	6.15	2.70	-5.54	-37.76	0.26	10.19
信诚金砖四国	2010/12/17	3.99	0.40	-8.88	-26.38	0.02	0.91
诺安油气能源	2011/9/27	9.51	0.90	-13.07	0.00	0.01	0.00
华安标普全球石油	2012/3/29	5.29	0.43	-13.99	-3.45	0.18	8.40
国泰大宗商品	2012/5/3	3.09	0.22	-16.30	——	——	——
工银瑞信标普全球资源	2013/5/28	4.02	0.03	-16.60	-7.94	0.02	2.35
银华抗通胀主题	2010/12/6	6.91	2.08	-22.75	-43.07	0.17	5.49
信诚全球商品主题	2011/12/20	2.95	0.08	-23.86	-42.36	0.22	8.61
华宝兴业标普油气	2011/9/29	3.73	0.47	-30.18	-7.08	0.80	32.30
南方天元新产业	2014/7/3	28.11	7.58	——	24.30	6.91	167.13
博时稳健回报 A	2014/6/10	8.00	0.36	——	22.62	0.12	162.61
鹏华丰泽	2014/12/8	14.16	14.16	——	0.91	3.62	4.88
长盛同丰	2014/6/27	6.58	0.42	——	5.22	0.13	5.22
长盛同益成长回报	2014/4/4	26.88	8.75	——	43.09	2.99	443.45
长盛同盛成长优选	2014/11/5	43.53	37.92	——	1.15	25.73	752.24
大成中小盘	2014/4/10	0.00	3.51	——	16.96	2.69	231.88
大成产业升级	2014/12/26	0.00	30.00	——	312.58	0.00	860.24
富国天盈	2014/5/23	18.19	11.23	——	8.28	0.47	15.67
银河通利	2014/4/25	8.27	0.59	——	24.06	0.00	30.84
银河通利 C	2014/4/25	0.81	0.34	——	0.00	0.00	0.00
万家添利	2014/6/3	12.06	2.12	——	9.17	0.43	35.17
海富通稳进增利	2014/9/1	——	0.36	——	13.86	0.08	14.73
天弘丰利	2014/11/24	8.61	5.23	——	-1.41	3.81	19.65
浦银安盛稳健增利	2014/12/15	11.95	11.95	——	——	——	——

资料来源：Wind，华宝证券研究所

5.5.QDII 基金

5.5.1.2014 年 QDII 市场回顾

2014 年股债双牛的局面使得许多公募基金取得了不俗表现。然而，QDII 基金在 2014 年的收益情况并不十分理想，100 只 QDII 中，有 37 只未取得正收益。回顾 2014 年，QDII 市场实际上发生了严重的分化。受国际因素影响，黄金、原油等资源型产品持续下跌，相关 QDII 基金因而损失惨重。而从另一方面来说，美国房地产市场表现强

劲，投资于美国地产市场的部分基金产品表现优秀。2014 年道琼斯工业指数上涨 3.64%，纳斯达克指数上涨 22.21%，标普 500 指数上涨 11.03%，加之 2014 年“二八”风格明显，以中国中小盘为投资概念的 QDII 基金在 2014 年表现不佳就不足为奇。列入统计的 100 只 QDII 基金在 2014 年的平均收益为 3.84%，其中有 63 只取得正收益。收益率高于 30%的产品有 1 只，收益率在 30%至 20%之间的产品有 4 只，收益率在 20%-10%之间的产品有 21 只。此外，收益率低于-30%的产品有 1 只，收益率在-20%--30%的产品有 3 只，收益率在-20%--10%的产品有 8 只。2014 年以 REITs 型 QDII 的收益表现最好，所谓 REITs，是一种以发行收益凭证的方式汇集特定多数投资者的资金，由专门投资机构进行房地产投资经营管理，并将投资综合收益按比例分配给投资者的一种信托基金。由于 2014 年年末 A 股市场蓝筹风盛行，REITs 的平均收益率达到了 20.40%。

2014 年 QDII 基金的投资类型类似于 2013 年，呈现多样化的趋势。在 2014 年底市场上共有 100 只 QDII 型基金，其中 “指数股票型”QDII 有 28 只，“全球股票型”QDII 数量为 19 只。在 2014 年成立的 9 只产品中以投资美国市场的“全球股票型”QDII 有 7 只，“债券型”QDII 有 2 只。

2014 年，QDII 基金偏于“冷门”的地位并没有得到改善，不少产品的净值规模少于 1 亿元，甚至有不少产品的规模小于 5000 万元。而且，QDII 产品规模两极分化严重，有个别产品的规模接近百亿级，如华夏全球精选、南方全球精选、嘉实海外中国股票，上投摩根亚太优势。但规模超过 10 亿的 QDII 产品一共只有有 6 只，只占总数量的 6%。

表 83　2014 年收益率前十名的 QDII 产品

简称	成立时间	基金经理	收益率%	规模（亿）
诺安全球收益不动产	2011/9/23	赵磊	30.61	0.99
广发美国房地产人民币	2013/8/9	邱炜	28.07	1.61
广发美国房地产美元	2013/8/9	邱炜	27.7	0.26
鹏华美国房地产	2011/11/25	朱庆恒,裘韬	21.04	2.38
国泰纳斯达克 100	2010/4/29	徐皓	20.25	6.63
国泰纳斯达克 100ETF	2013/4/25	徐皓	19.95	0.86
华安纳斯达克 100 人民币	2013/8/2	徐宜宜	19.44	0.41
华安纳斯达克 100 美元现钞	2013/8/2	徐宜宜	19.08	0.07
华安纳斯达克 100 美元现汇	2013/8/2	徐宜宜	19.08	0.07
广发纳斯达克 100	2012/8/15	邱炜	18.98	2.84

资料来源：Wind，华宝证券研究所

表 84　2014 年收益率 QDII 收益分布情况

基金类型	基金数量	总资产规模（亿）	平均规模（亿）	整体平均收益率
REITs	6	6.94	1.16	20.4
指数股票型	28	30.11	1.08	8.11
债券型	14	16.51	1.18	4.16
混合型	1	1.61	1.61	3.33
大中华股票型	14	102.75	7.34	2.94
全球股票型	19	228.5	12.02	2.24

亚太股票型	6	87.75	14.62	0.55
成熟市场股票型	1	0.86	0.86	-0.46
新兴市场股票型	7	5.15	0.74	-1.4
商品期货型	6	13.84	2.31	-9.51

资料来源：Wind，华宝证券研究所

5.5.2“大中华股票型”QDII 收益情况

2014“大中华股票型”QDII 并未延续前一年的业绩表现，14 只产品的平均收益仅为 2.94%，其中收益率最高的为嘉实恒生中国企业，全年复权单位净值增长率为 17.53%。收益率最小的南方中国中小盘增长率为-4.96%。嘉实恒生中国企业成立于 2010 年 9 月 30 日，成立至 2013 年底总回报已经达到了 18%。排名第 2 到第 6 位的基金分别为华安大中华升级、海富通海外精选、富国中国中小盘、华安香港精选，他们的收益率都超过 4%。嘉实海外中国股票虽然在同类基金中排名靠后，但该产品的规模达到 87 亿，规模在所有 QDII 中排名第三，是成立于 2007 年 10 月为中国首批 QDII 基金产品。近两年嘉实海外中国股票的业绩表现比较稳定，2013 年其收益也达到了 7.33%。

表 85　2014 年“大中华股票型”QDII 收益情况

基金名称	所属公司	资产规模（亿）	创立时间	收益率（%）
嘉实恒生中国企业	嘉实基金	0.63	2010/9/30	17.53
华安大中华升级	华安基金	1.25	2011/5/17	9.04
海富通海外精选	海富通基	1.31	2008/6/27	8.52
富国中国中小盘	富国基金	7.03	2012/9/4	5.82
华安香港精选	华安基金	0.83	2010/9/19	4.53
海富通大中华精选	海富通基金	0.37	2011/1/27	2.63
景顺长城大中华	景顺长城	0.27	2011/9/22	1.01
博时大中华人民币	博时基金	1.6	2010/7/27	0.9
嘉实海外中国股票	嘉实基金	87.07	2007/10/12	0.15
华宝兴业中国成长	华宝兴业	0.86	2008/5/7	-0.46
广发亚太中高收益人民币	广发基金	0.41	2013/11/28	-0.9
广发亚太中高收益美元	广发基金	0.07	2013/11/28	-1.16
汇添富香港优势精选	汇添富基金	0.63	2010/6/25	-1.51
南方中国中小盘	南方基金	0.43	2011/9/26	-4.96

资料来源：Wind，华宝证券研究所

5.2.3“指数股票”QDII 收益情况

“指数股票型”QDII 基金指的是以投资全球不同区域不同主题类型的各类指数为主的 QDII 产品，截至 2014 年底市场上共有 28 只“指数股票型”QDII 基金，此 28 只产品的平均年度收益率为 8.11%。如果仅从平均收益率看，“指数型股票型”QDII 在 2014 年收益表现不算十分理想理想，但这些产品的跟踪指数不尽相同，一些以纳斯达克为跟踪目标的产品取得了不错的收益，另一些跟踪标普指数的产品就没有那么“好运”了。2014 年共有 10 只产品的年收益率超过 15%，他们跟踪的大多为纳斯达克系列指数，2014 年纳斯达克指数上涨了 22.21%。

表 86　2014 年“指数股票型”QDII 收益情况

基金名称	所属公司	资产规模（亿）	创立时间	收益率(%)
国泰纳斯达克 100	国泰基金	6.63	2010/4/29	20.25
国泰纳斯达克 100ETF	国泰基金	0.86	2013/4/25	19.95
华安纳斯达克 100 人民币	华安基金	0.41	2013/8/2	19.44
华安纳斯达克 100 美元现钞	华安基金	0.07	2013/8/2	19.08
华安纳斯达克 100 美元现汇	华安基金	0.07	2013/8/2	19.08
广发纳斯达克 100	广发基金	2.84	2012/8/15	18.98
易方达恒生 H 股 ETF	易方达基金	1.14	2012/8/9	17.5
易方达恒生 H 股 ETF 联接人民币	易方达基金	0.74	2012/8/21	16.27
易方达恒生 H 股 ETF 联接美元现汇	易方达基金	0.12	2012/8/21	16.02
易方达恒生 H 股 ETF 联接美元现钞	易方达基金	0.12	2012/8/21	16.02
博时标普 500ETF 联接	博时基金	3.71	2012/6/14	14.93
博时标普 500ETF	博时基金	4.25	2013/12/5	14.76
大成标普 500 等权重	大成基金	1.08	2011/3/23	13.9
招商标普高收益人民币	招商基金	0.37	2013/12/11	13.19
招商标普高收益港币	招商基金	0.46	2013/12/11	12.91
招商标普高收益美元	招商基金	0.06	2013/12/11	12.88
长信标普 100 等权重	长信基金	0.29	2011/3/30	10.79
广发标普全球农业	广发基金	1.26	2011/6/28	6.82
华夏恒生 ETF	华夏基金	1.48	2012/8/9	6.12
华夏恒生 ETF 联接(人民币)	华夏基金	0.89	2012/8/21	5.95
华夏恒生 ETF 联接(美元现钞)	华夏基金	0.15	2012/8/21	5.69
华夏恒生 ETF 联接(美元现汇)	华夏基金	0.15	2012/8/21	5.69
易方达标普消费品人民币	易方达基金	1.18	2012/6/4	-2.85
招商标普金砖四国	招商基金	0.55	2011/2/11	-3.56
中银标普全球精选	中银基金	0.21	2013/3/19	-11.88
华安标普全球石油	华安基金	0.48	2012/3/29	-13.99
工银瑞信标普全球资源	工银瑞信	0.03	2013/5/28	-16.6
华宝兴业标普油气	华宝兴业基金	0.53	2011/9/29	-30.18

资料来源：Wind，华宝证券研究所

5.2.4“亚太股票”型 QDII 收益情况

对于“亚太股票型”QDII，2014 年表现平平，收益远远落后于 2013 年，6 只产品的平均收益为 0.55%，其中国富亚洲机会”以 3.10%的年收益率成为了 QDII 收益冠军。基金规模排名第四的上投摩根亚太优势则以 2.48%排名第二。

表 87　2014 年“亚太股票型”QDII 基金产品收益排名

基金名称	所属公司	资产规模（亿）	创立时间	收益率（%）
国富亚洲机会	国海富兰克林基金	0.24	2012/2/22	3.10
上投摩根亚太优势	上投摩根基金	86.12	2007/10/22	2.48
易方达亚洲精选	易方达基金	0.61	2010/1/21	0.13
华泰柏瑞亚洲企业	华泰柏瑞基金	0.30	2010/12/2	-0.36

广发亚太中高收益人民币	广发基金	0.41	2013/11/28	-0.90
广发亚太中高收益美元	广发基金	0.07	2013/11/28	-1.16

资料来源：Wind，华宝证券研究所

5.2.5“债券型”QDII 收益情况

截至 2014 年底，14 只产品的总净资产只有 16.51 亿，其中“博时亚洲票息”一只产品的规模就达到了 8.9 亿，占比达 54%。

表 88　2014 年“债券型”QDII 收益情况

基金名称	所属公司	资产规模（亿）	创立时间	收益率（%）
招商标普高收益人民币	招商基金	0.37	2013/12/11	13.19
招商标普高收益港币	招商基金	0.46	2013/12/11	12.91
招商标普高收益美元	招商基金	0.06	2013/12/11	12.88
鹏华全球高收益债	鹏华基金	0.22	2013/10/22	6.5
博时亚洲票息人民币	博时基金	8.9	2013/2/1	6.03
博时亚洲票息美元现汇	博时基金	1.45	2013/2/1	5.71
博时亚洲票息美元现钞	博时基金	1.45	2013/2/1	5.71
富国全球债券	富国基金	0.47	2010/10/20	-0.11
华夏海外收益 A 人民币	华夏基金	1.67	2012/12/7	-0.38
华夏海外收益 A 美元现钞	华夏基金	0.27	2012/12/7	-0.7
华夏海外收益 A 美元现汇	华夏基金	0.27	2012/12/7	-0.7
华夏海外收益 C	华夏基金	0.44	2012/12/7	-0.77
广发亚太中高收益人民币	广发基金	0.41	2013/11/28	-0.9
广发亚太中高收益美元	广发基金	0.07	2013/11/28	-1.16

资料来源：Wind 华宝证券研究所

5.2.6“REITS”型 QDII 收益情况

2014 年 REITs 大放异彩，一方面由于此类基金在 2013 年表现不佳，2014 年出现超跌反弹，另一方面由于美国在 2014 年正处于经济复苏阶段，而美国房地产市场实际上也正处在了长期复苏的通道之中。物业出租率、租金增长率以及商业地产价格均保持稳定增长；同时，美国国债收益率一度出现了下滑，市场调整了对美联储货币政策的预期，这也利好了房地产板块。随着美国经济的持续复苏，美国房地产业也跟着“水涨船高”。除了“国泰美国房地产开发”未取得正收益，其余 5 只收益均超过 18%，平均收益率更是高达 20.40%。

广发美国房地产就是一只典型的在美国地产行情中受益的 QDII 基金。这只基金的人民币份额收获 28.07%的年内净值增长率，拔得同类产品（QDII 指数股票型基金）业绩头筹，在全市场 QDII 基金排列，其美元份额以 27.70%的年收益率紧随其后。

表 89　2014 年“REITS”QDII 收益情况

基金名称	所属公司	资产规模（亿）	创立时间	收益率(%)
诺安全球收益不动产	诺安基金	0.99	2011/9/23	30.61
广发美国房地产人民币	广发基金	1.61	2013/8/9	28.07
广发美国房地产美元	广发基金	0.26	2013/8/9	27.7

鹏华美国房地产	鹏华基金	2.38	2011/11/25	21.04
嘉实全球房地产	嘉实基金	1.18	2012/7/24	18.94
国泰美国房地产开发	国泰基金	0.52	2013/8/7	-3.98

资料来源：Wind，华宝证券研究所

6.公募基金行业的思考与展望

6.1 股权激励能否留住人才

正如前文所说，2014 年公募基金出现了“私奔”潮，大量基金经理奔向私募，其中最具影响的，是宝盈基金的基金经理——公募“一姐”王茹远。

2014 年 10 月 17 日，宝盈基金发布公告，王茹远因个人原因宣布离职，其管理的宝盈策略和宝盈核心优势两只基金将分别由彭敢和张小仁接任。11 月 3 日，王茹远注册了自己的私募公司——上海宏流投资管理有限公司。

王茹远于 2012 年 6 月 30 日成为宝盈核心优势的基金经理，当时该基金的规模仅为 6.9 亿，2014 年三季度，该基金的规模增长至 40.59 亿，在王茹远管理该基金的两年间，宝盈核心优势的复权单位净值增长率为 128.39%。2013 年 8 月 1 日，王茹远接手管理宝盈策略，令该基金的规模由 2013 年二季度的 17.57 亿扩张至 2014 年三季度的 36.28 亿，在这一年多的时间王茹远为该基金创造了 44.05%的收益率。因此，王茹远被冠以公募基金“一姐”的称号。

为应对“私奔”潮，公募基金也正在想办法应对。除了前文所述的股权激励改革以外，在 2014 年 10 月，中邮基金为公募“一哥”任泽松成立了工作室，工作室可以随时向公司提出人员配置需求，甚至以工作室名义单独招人，产品设计也以工作室的需求和意愿为主，工作室会结合自己对股票市场的判断以及自身擅长投资的领域，向公司提出产品设计规划，公司产品设计部门和相关部门全力配合。对于管理费收入，将在扣除工作室成本后，由工作室与公司按比例进行抽成。

那么，我们需要思考股权激励和工作室制度能否留住公募人才？我们知道，私募和公募相比有以下好处：①投资经理除管理费提成之外，还可以参与业绩提成，最高提成比例为超额收益的 80%。②投资限制较低，对于公募基金而言，其投资范围有较为严格的规定，以股指期货为例，基金持有的买入股指期货合约价值不得超过基金净资产的 10%，基金持有的卖出期货合约价值不得超过基金持有的股票总市值 20%。而私募则无此规定。③公募基金从业人员虽然可以参与股票投资，但根据规定，基金从业人员本人、配偶、利害关系人持有证券的最短期限原则上不得低于 3 个月，且不得在基金管理人规定的持有期限内卖出所持证券，特殊情况提前卖出须经基金管理人批准。而私募则无此规定。

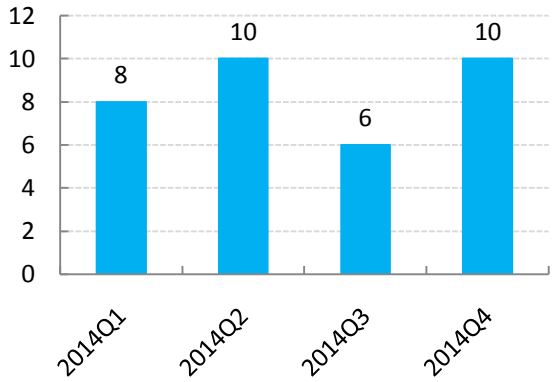
但私募的缺点则在于：①私募基金的规模能否做大更依赖于投资经理的人脉，人脉越广规模越大。②私募的收入基本来自于业绩提成，是投资收益导向的产品，而公募基金的考核指标为相对排名，因此私募存在更大的不确定性，职业生涯风险更大。

我们认为，对于投资能力一流、人脉广阔的公募基金经理而言，股权激励或工作室制度最终都无法留住他们。而对于投资能力中上，“私奔”对其职业生涯影响不大的公募基金经理而言，股权激励则更有吸引力。

6.2.公募基金工具化发展，主动管理类“不进则退”

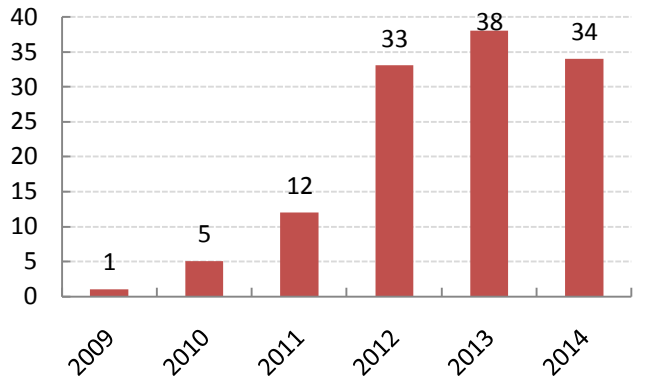
我们曾在 2012 年的红宝书中提出过公募基金的工具化思路。自 2014 年 11 月 17 日降息以来，A 股市场开始进入“牛市”。至此，分级 B 被连番炒作，折溢价套利深入人心，大妈们疯狂进场套利分级基金。从历年来分级基金的发行和 2014 年全年分级基金的发行上看，分级基金目前的发行处于高峰期。

图 164　2014 年分级基金的发展



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 165　历年来分级基金的发展



资料来源：Wind，华宝证券研究所

因此，我们认为未来公募基金将朝着工具化的方向发展，主动管理型基金虽然业务萎缩的可能性不大，但在指数型、行业类和分级类基金逐渐壮大的对比下，主动管理型基金将出现“不进则退”的局面，最终走向定制化，成为即符合客户传统的投资需求，又符合他们特定的配置需求的产品。

6.3.公募基金“触网”更加深入

2013 年余额宝一战成名后，各种“宝宝”类产品应运而生，截至 2014 年 12 月 31 日，市场上共有 79 个“宝宝”类产品。

正如前文所说，这些宝宝类产品所对应的都是货币基金，这类产品最大的创新在于可以 T+0 支取，无论是可以 T+0 还信用卡，T+0 购物划账，都只是支付模式的变化以及销售渠道的变化，而对于基金产品本身则并无创新，货币基金依旧是现金管理工具，并且随着资金面的宽松，除年底之前资金紧张所带来的短暂高收益外，其余时间我们认为货币基金的年收益将在 3.8%上下 200BP 的范围内。因此我们认为未来宝宝类产品的发行将存在一定的萎缩。

如果仅仅依靠货币基金，基金触网将停滞不前。对于基金投资而言，权益投资才是其发展正道，因此广发百发 100 的诞生具有跨时代的意义，首次将大数据与权益类产品联系起来。我们认为基金触网将沿着这条方向继续深入下去。

2014 年，公募基金在经历“大佬奔私”、“老鼠仓”之后，依旧依靠其丰富的产品创新能力燃放出一朵又一朵的烟花。今后，随着与互联网合作越来越紧密，其工具化的特征越来越明显，公募基金将走出属于自己那不一样的天地。燃烧吧，公募！

（二）2014 年投连险年度报告

1.2014 年中国投连险账户收益情况总览

1.1.2014 年中国证券市场收益回顾

2014 年的 A 股市场全线飘红，特别是大盘股取得了较好的收益行情，上证综指上涨 52.87%，沪深 300 指数上涨 51.66%，创业板上涨 12.83%。

表 90　2014 年证券市场主要指数收益

重要指数	年区间涨跌幅（%）
上证综指	52.87%
沪深 300	51.66%
中小板指	9.67%
创业板指	12.83%
中债国债指数	6.84%
中债企业债指数	5.06%

资料来源：华宝证券研究所，wind 资讯

1.2.2014 年中国投连险账户收益情况汇总

2014 年投连险分类账户均录得平均正收益；将平均累计回报率由高到底排列依次为：指数型（42.46%）、激进型（23.92%）、混合激进型（20.90%）、增强债券型（15.50%）、混合保守型（15.05%）、全债型（13.27%）、类固定收益（6.07%）货币型（4.93%）。

表 91　二级账户回报统计

一级分类	指数型	激进型	混合型		债券型		货币型	类固定收益类	总计
二级分类			混合激进型	混合保守型	增强债券型	全债型			
账户个数	6	59	36	19	21	16	28	3	188
均值(简单平均,%)	42.46	23.92	20.90	15.05	15.50	13.27	4.93	6.07	18.08
最大值(%)	49.09	52.84	36.53	26.18	34.14	32.27	9.44	7.00	52.84
最小值(%)	35.30	5.04	8.25	6.13	5.00	1.54	2.99	5.21	1.54

资料来源：华宝证券研究所，wind 资讯

表 92　2014 年投连险账户收益及可比指数基金产品收益

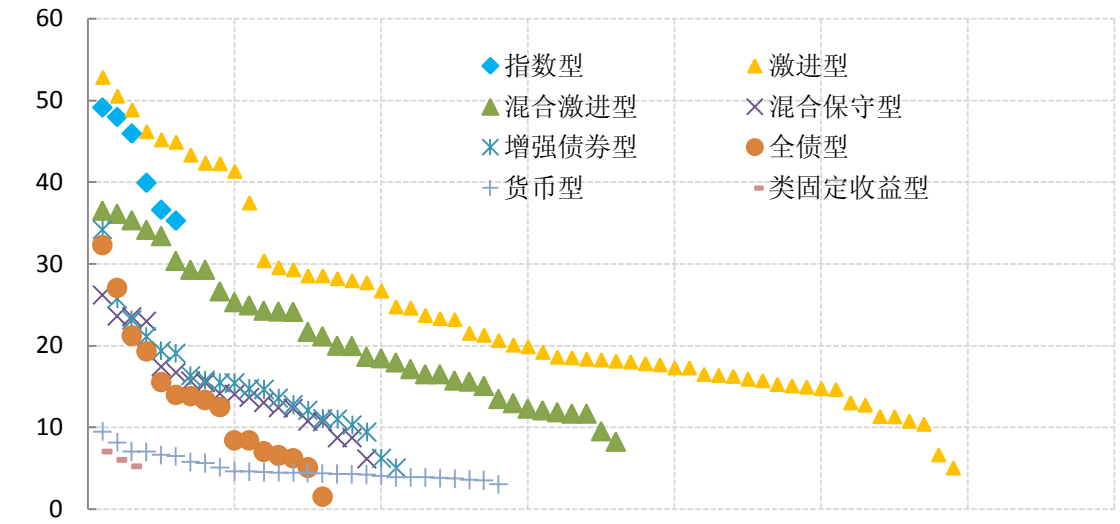
投连险账户类型	2014 年平均收益%	基金指数类型	2014 年平均收益%
激进型	23.92	普通股票型基金指数	23.68
混合激进型	20.90	偏股混合型基金指数	22.24
增强债券型	15.50	债券型基金指数	17.82
混合保守型	15.05	偏债混合型基金指数	15.68
指数型	42.46	指数型基金指数	39.40

全债型	13.27	债券型基金指数	17.82
货币型	4.93	货币市场基金指数	4.12

资料来源：华宝证券研究所，wind 资讯

2014 年，共 188 只投连险账户纳入排名体系，全部实现正收益。从投连险分类账户累计收益率散点图分布来看，绝大部分账户的收益率分布在[15%，20%]

图 166　投连险分类账户 2014 年累计收益率情况



资料来源：华宝证券研究所

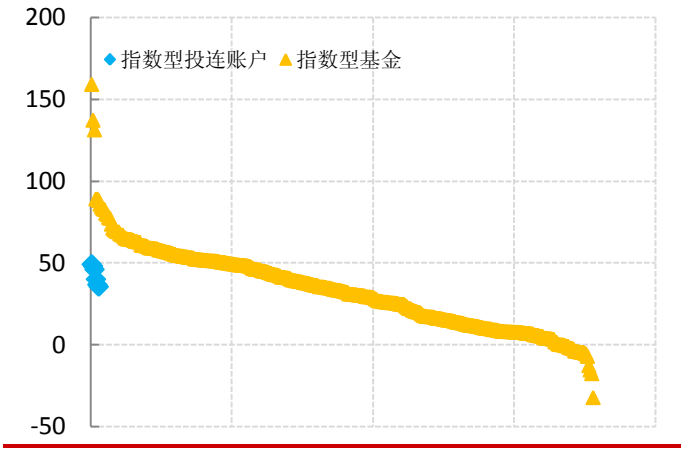
收益率超过 45%的账户包括：国寿精选价值（52.84%，激进型）、太平价值先锋型（50.54%，激进型）、海康指数加强型（49.09%，指数型）、泰康积极成长型（48.85%，激进型）、招商信诺成长型（47.93%，指数型）、华泰进取型（46.19%，激进型）、建信指数成长型（45.92%，指数型）、恒安标准进取型（45.20%，激进型）。

2.2014 年中国投连险账户市场表现分类点评

2.1.指数型账户

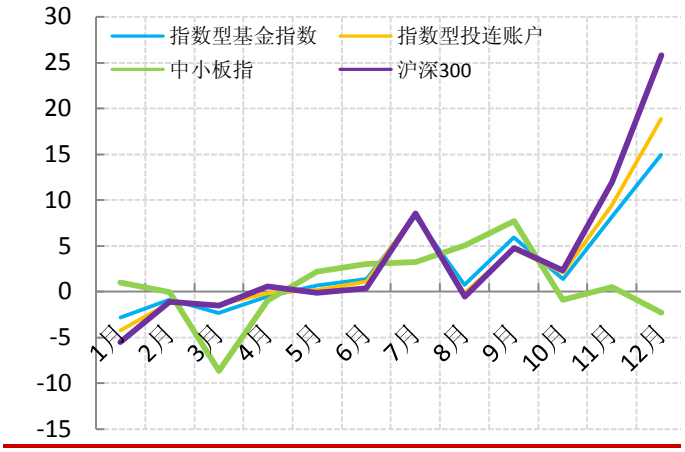
按照华宝证券分类标准，目前共有指数型投连险产品 6 只，年度平均累计收益率为 42.46%。

图 167　指数型投连险账户与被动指数型基金



资料来源：华宝证券研究所

图 168　2014 年指数型投连险月度收益情况



资料来源：华宝证券研究所

表 93　指数型投连险账户 2014 年累计收益率排名前 6 名

数据截止日期：2014/12/31 投资账户名称	2014 年以来		最近 3 年		最近 5 年		公司
	回报	排名	回报	排名	回报	排名	
海康指数加强型	49.09	1/6	50.06	2/6			海康人寿
招商信诺成长型	47.93	2/6	50.8	1/6	2.83	1/5	招商信诺
建信指数成长型	45.92	3/6	45.29	3/6	-0.21	2/5	建信人寿
中英指数增强型	39.91	4/6	36.92	4/6	-9.87	3/5	中英人寿
光大永明指数型	36.62	5/6	15.94	6/6	-22.51	5/5	光大永明
中英指数型	35.30	6/6	33.56	5/6	-16.42	4/5	中英人寿

资料来源：华宝证券研究所

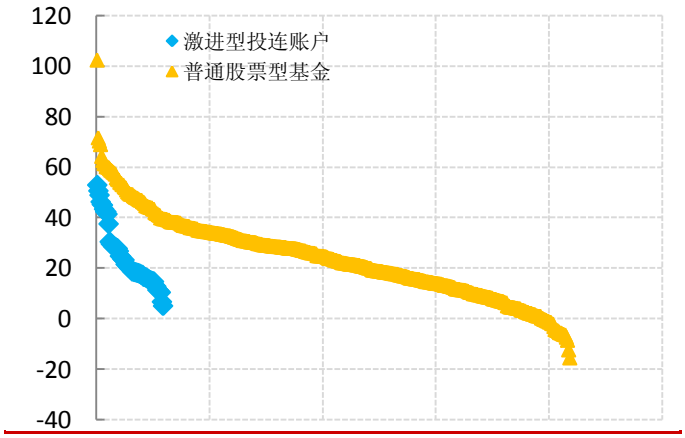
2.2.激进型账户

按照华宝证券的分类标准，目前共有激进型投连险 59 只，整体平均年度累计收益为 23.92%。

收益表现突出的账户有：国寿精选价值（52.84%）、太平价值先锋型（50.54%）、泰康积极成长型（48.85%）、华泰进取型（46.19%）、恒安标准进取型（45.20%）。

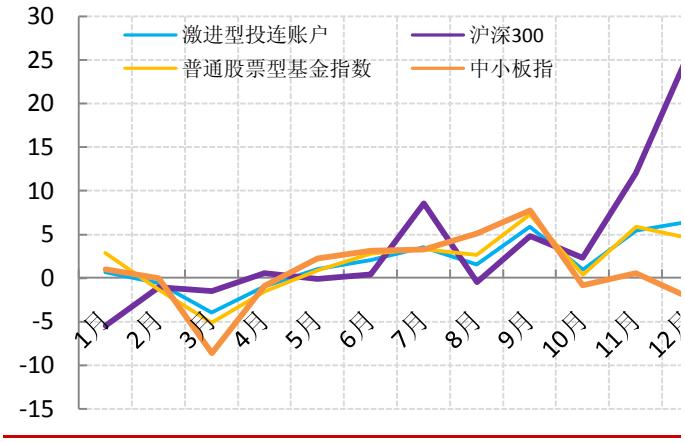
从激进型投连险账户与普通股票型基金年度收益率比较来看，激进型投连险账户市场表现 TOP25%账户的收益位于普通股票型基金收益率排名的[6%，39%]区间内。

图 169　激进型投连险账户与普通股票型基金



资料来源：华宝证券研究所

图 170　2014 年激进型投连险账户月度收益情况



资料来源：华宝证券研究所

表 94　激进型投连险账户 2014 年累计收益率排名前 10 名

数据截止日期：2014/12/31	2014 年以来		最近 3 年		最近 5 年		公司
投资账户名称	回报	排名	回报	排名	回报	排名	
国寿精选价值	52.84	1/59	26.59	41/56	-0.61	41/55	中国人寿
太平价值先锋型	50.54	2/59	88.03	2/56	63.25	2/55	太平人寿
泰康积极成长型	48.85	3/59	60.01	6/56	35.78	4/55	泰康人寿
华泰进取型	46.19	4/59	59.79	7/56	17.87	13/55	华泰人寿
恒安标准进取型	45.20	5/59	39.83	16/56	7.54	24/55	恒安标准
太平智选动力增长型	44.90	6/59	98.91	1/56	43.94	3/55	太平人寿
中美联泰大都会 8020 进取型	43.33	7/59	43.8	14/56	6.6	25/55	中美联泰大都会
泰康进取型	42.33	8/59	58.57	8/56	68.32	1/55	泰康人寿
招商信诺锐取 A 型	42.27	9/59	68.83	3/56			招商信诺
联泰大都会 8020 进取型	41.34	10/59	41.66	15/56	6.1	26/55	联泰大都会

资料来源：华宝证券研究所

2.3.混合型账户

按照华宝证券投连险分类标准，目前共有混合型投连险产品 55 只，而该账户下设两个二级分类账户，混合激进型、混合保守型各有 36 只和 19 只。混合型账户投资于权益类资产的比例约在 20%-80%。

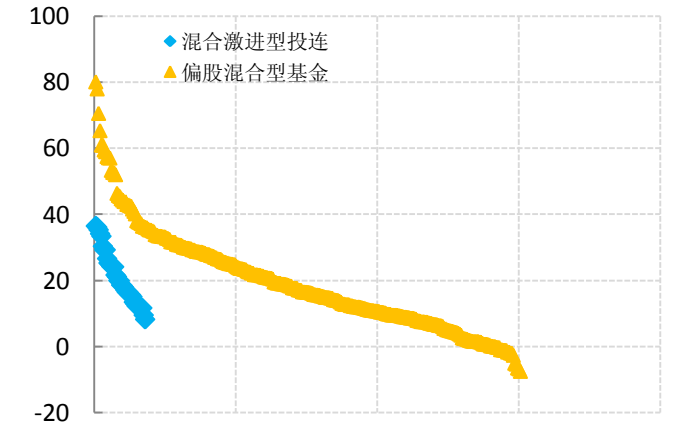
2.3.1.混合激进型账户

36 只混合激进型账户整体平均年度累计收益为 20.90%。

收益表现突出的账户有：华泰平衡型（36.53%）、泰康平衡配置型（36.15%）、生命平衡 II（35.36%）、生命优选平衡（34.19%）、中美联泰大都会 5545 平衡型（33.42%）、招商信诺灵动 A 型（30.39%）。

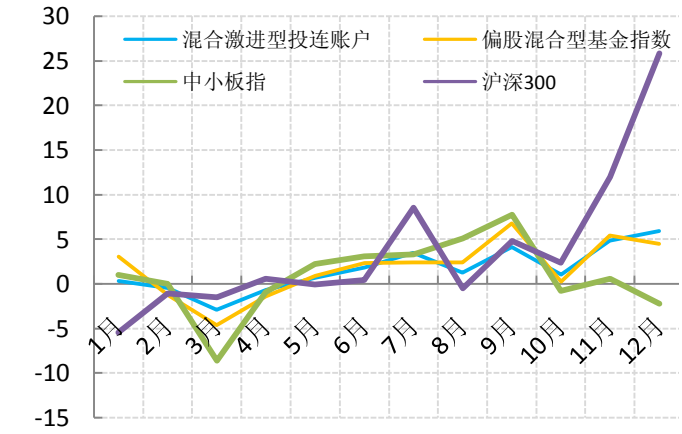
从混合激进型投连险账户月度收益表现与偏股混合型基金表现对比来看，混合激进型投连险账户市场表现 TOP25%账户的收益位于偏股混合型基金收益率排名的[11%，22%]。

图 171　混合激进型投连险账户与偏股混合型基金



资料来源：华宝证券研究所

图 172　2014 年混合激进型投连险月度收益情况



资料来源：华宝证券研究所

表 95　混合激进型投连险账户 2014 年累计收益率排名前 10 名

数据截止日期：2014/12/31	2014 年以来		最近 3 年		最近 5 年		公司
投资账户名称	回报	排名	回报	排名	回报	排名	
华泰平衡型	36.53	1/36	50.53	4/36	20.91	9/34	华泰人寿
泰康平衡配置型	36.15	2/36	58.23	2/36	43.94	1/34	泰康人寿
生命平衡 II	35.36	3/36	41.32	7/36	35.91	2/34	生命人寿
生命优选平衡	34.19	4/36	53.99	3/36	24.11	5/34	生命人寿
中美联泰大都会 5545 平衡型	33.42	5/36	35.11	12/36	15.02	12/34	中美联泰大都会
招商信诺灵动 A 型	30.39	6/36	64.81	1/36			招商信诺
生命平衡 I	29.30	7/36	24.91	27/36	12.24	16/34	生命人寿
太平均衡收益型	29.30	7/36	19.45	33/36	-1.35	29/34	太平人寿
联泰大都会 5545 平衡型	26.66	9/36	30.81	16/36	9.71	18/34	联泰大都会
中意增长理财	25.33	10/36	41.31	8/36	22.72	7/34	中意人寿

资料来源：华宝证券研究所

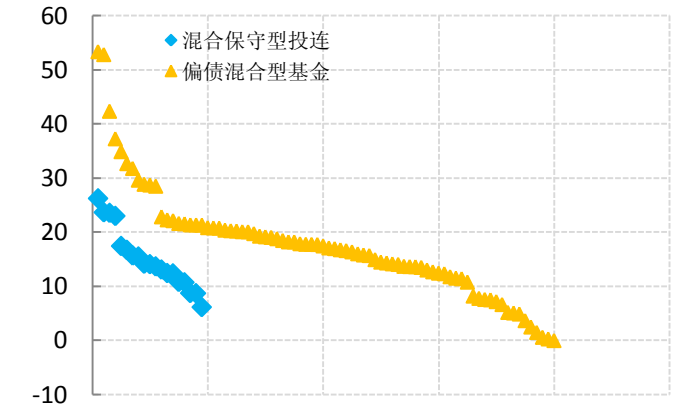
2.3.2 混合保守型账户

2014 年度，19 只混合保守型账户整体平均年度累计收益为 15.05%。

收益表现突出的账户有：中美联泰大都会 3070 稳健型（26.18%）、长生稳健增值型（23.61%）、光大永明平衡型（23.51%）、联泰大都会 3070 稳健型（22.94%）。

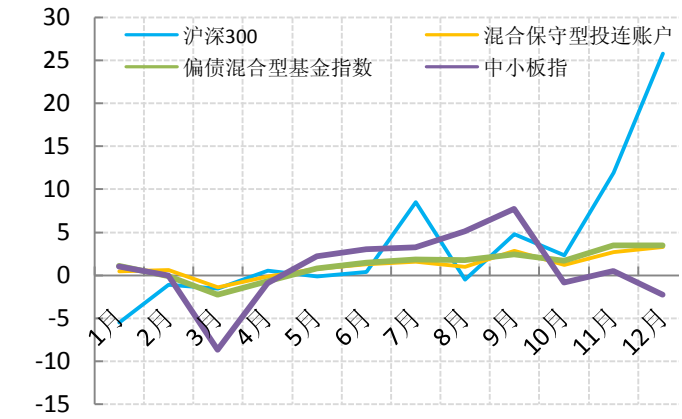
从混合保守型投连险账户月度收益表现与偏债混合型基金表现对比来看，混合保守型投连险账户整体市场表现弱于偏债混合型基金，混合保守型投连险账户市场表现 TOP25%账户的收益位于偏股混合型基金收益率排名的[14%，48%]区间内。

图 173　混合保守型投连险账户与偏债混合型基金



资料来源：华宝证券研究所

图 174　2014 年混合保守型投连险月度收益情况



资料来源：华宝证券研究所

表 96　混合保守型投连险账户 2014 年累计收益率排名前 10 名

数据截止日期：2014/12/31 投资账户名称	2014 年以来		最近 3 年		最近 5 年		公司
	回报	排名	回报	排名	回报	排名	
中美联泰大都会 3070 稳健型	26.18	1/19	28.27	2/19	21.61	1/19	中美联泰大都会
长生稳健增值型	23.61	2/19	38.39	1/19	15.27	5/19	长生人寿
光大永明平衡型	23.51	3/19	15.66	14/19	2.16	16/19	光大永明
联泰大都会 3070 稳健型	22.94	4/19	26.55	4/19	20.55	2/19	联泰大都会
友邦稳健组合	17.40	5/19	21.09	8/19	12.78	8/19	友邦保险
平安平衡	16.68	6/19	19.56	11/19	2.69	15/19	平安人寿
海康平衡型	15.64	7/19	22.5	6/19	10.17	10/19	海康人寿
海康成长型	15.46	8/19	22.32	7/19	13.81	6/19	海康人寿
信诚稳健配置	14.12	9/19	23.68	5/19	19.25	3/19	信诚人寿
陆家嘴国泰平衡型	14.04	10/19	27.52	3/19	9.69	12/19	国泰人寿

资料来源：华宝证券研究所

2.4.债券型账户

按照华宝证券投连险分类标准，目前共有债券型投连险产品 37 只。该账户下设两个二级分类账户，全债型和增强债券型各有 16 只和 21 只。全债型账户不投资权益，100%投资于债券和货币市场类似于开放式基金中的中长期纯债基金。增强债券型可投债券型基金，或者少量权益类投资，投资股票基金的比例在 20%以下。

2.4.1.增强债券型账户

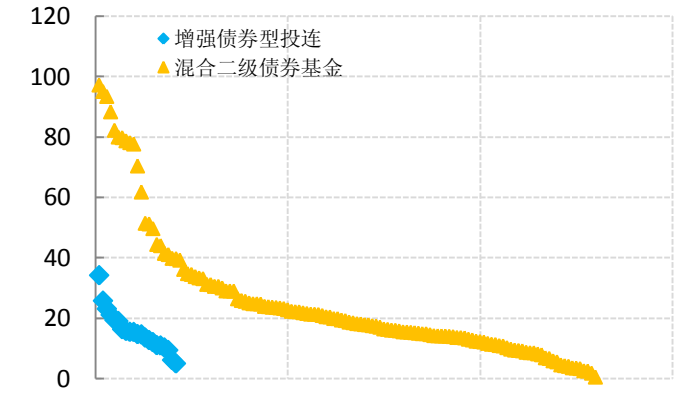
2014 年度，21 只增强债券型账户整体平均年度累计收益为 15.50%。

收益表现突出的账户有：建信现金增利型（34.14%）、招商信诺平稳型（25.72%）、生命稳健 I（23.07%）、打新立稳（21.06%）。

对比看，增强债券型投连险账户月度收益表现与中债企业债、中债国债月度收益率走势相关关系不明显，但与沪深 300 指数的相关度显著。

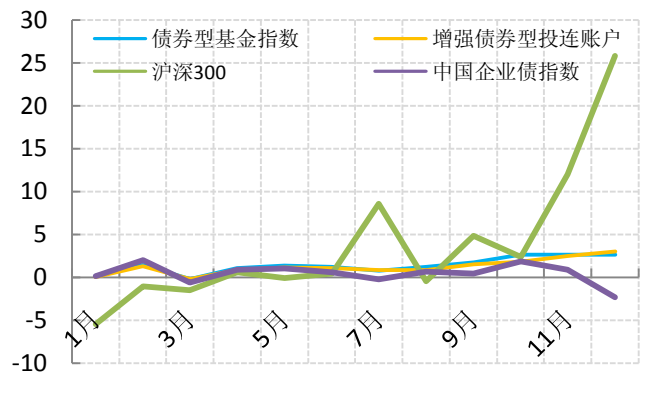
从增强债券型投连险账户月度收益表现与混合债券型二级基金表现对比来看，混合债券型二级基金整体市场表现显著优于增强债券型账户，增强债券型投连险账户市场表现 TOP25%账户的收益位于混合债券型二级基金收益率排名的[19%，48%]。

图 175　增强债券型投连险账户与混合债券型二级基金



资料来源：华宝证券研究所

图 176　2014 年增强债券型投连险月度收益情况



资料来源：华宝证券研究所

表 97　增强债券型投连险账户 2014 年累计收益率排名前 10 名

数据截止日期：2014/12/31	2014 年以来		最近 3 年		最近 5 年		公司
投资账户名称	回报	排名	回报	排名	回报	排名	
建信现金增利型	34.14	1/21	37.94	1/21	36.67	3/18	建信人寿
招商信诺平稳型	25.72	2/21	31.31	3/21	38.36	1/18	招商信诺
生命稳健 I	23.07	3/21	33.07	2/21	30.76	4/18	生命人寿
打新立稳	21.06	4/21	23.42	10/21			信诚人寿
光大永明稳健型	19.34	5/21	4.53	21/21	2.58	18/18	光大永明
合众稳健型	18.99	6/21	25.16	7/21	23.62	10/18	合众人寿
中英稳健型	16.30	7/21	22.07	12/21	13.83	15/18	中英人寿
中美联泰大都会债券型基金	15.73	8/21	21.54	13/21	29.03	5/18	中美联泰大都会
瑞泰增值型	15.43	9/21	20.84	15/21	11.4	17/18	瑞泰人寿
联泰大都会债券型	15.38	10/21	21.22	14/21	29.01	6/18	建信人寿

资料来源：华宝证券研究所

2.4.2.全债型账户

按照华宝证券分类标准，目前共有全债型投连险账户 16 只，账户资产全部配置于固定收益类产品。

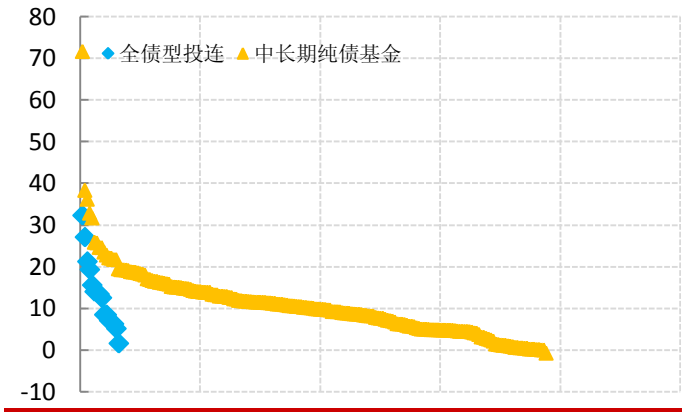
2014 年度，16 只全债型账户整体平均年度累计收益为 13.27%。

收益表现突出的账户有：招商信诺添利 A 型（32.27 %）、招商信诺稳健（27.06%）、招商信诺添利 C 型（21.20%）。

比较全债型投连险账户收益与债券指数收益走势来看，全债型投连险账户收益与中债企业债指数关联性不大，与中债国债指数的协同性显著。

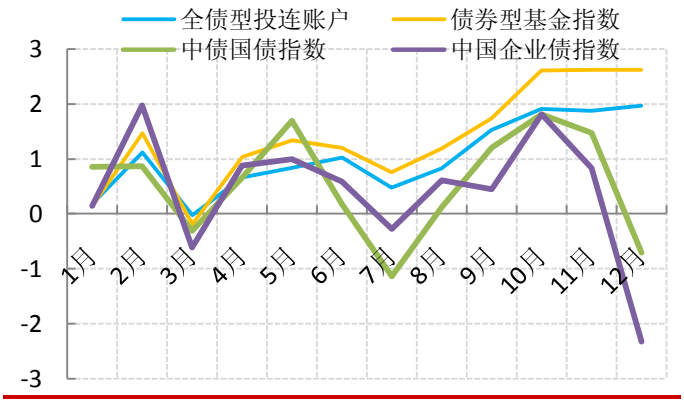
从全债型投连险账户与中长期纯债型基金比较来看，全债型投连险账户市场表现TOP25%账户的收益位于中长期纯债基金收益率排名的[2%，8%]。

图 177　全债型投连险账户与中长期纯债型基金



资料来源：华宝证券研究所

图 178　2014 年全债型投连险月度收益情况



资料来源：华宝证券研究所

表 98　全债型投连险账户 2014 年累计收益率排名前 5 名

数据截止日期：2013/12/31 投资账户名称	2014 年以来		最近 3 年		最近 5 年		公司
	回报	排名	回报	排名	回报	排名	
招商信诺添利 A 型	32.27	1/16	37.67	1/16	35.95	2/13	招商信诺
招商信诺稳健	27.06	2/16	35.35	2/16	39.48	1/13	招商信诺
招商信诺添利 C 型	21.20	3/16	29.57	4/16	35.11	3/13	招商信诺
招商信诺添利 B 型	19.26	4/16	27.44	5/16	26.68	4/13	招商信诺
海康稳健型	15.54	5/16	32.93	3/16			海康人寿

资料来源：华宝证券研究所

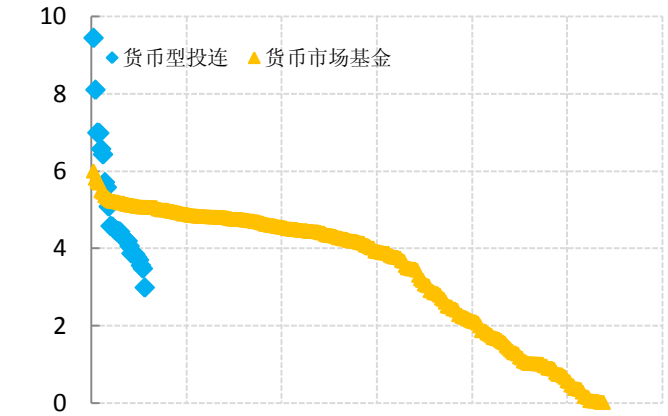
2.5.货币型账户

按照华宝证券分类标准，目前共有货币型投连险 28 只，2014 年全部录得正收益，整体平均年度累计收益为 4.93%。

收益表现突出的账户有：瑞泰财智安益（9.44%）、太平稳健避险型（8.10%）、瑞泰安益型（6.99%）、信诚现金增利（6.98%）、太平安益避险型（6.57%）、泰康货币避险型（6.43%）、平安货币（5.71%）、太平稳健安心型（5.58%）、平安保证收益（5.08%）。

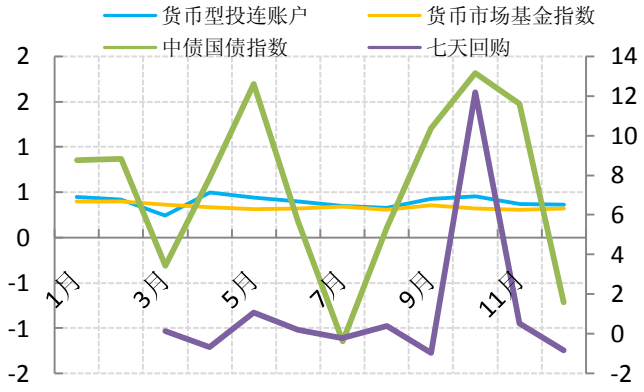
从货币型账户与货币型基金的收益比较来看，货币型投连险账户的优势明显。

图 179　货币型投连险账户与货币型基金



资料来源：华宝证券研究所

图 180　2014 年货币型投连险月度收益情况



资料来源：华宝证券研究所

表 99　货币型投连险 2014 年累计收益率排名前 10 名

数据截止日期：2014/12/31	2014 年以来		最近 3 年		最近 5 年		公司
投资账户名称	回报	排名	回报	排名	回报	排名	
瑞泰财智安益	9.44	1/28	16.61	2/28	20.09	4/27	瑞泰人寿
太平稳健避险型	8.10	2/28	13.14	9/28	15.91	18/27	太平人寿
瑞泰安益型	6.99	3/28	13.82	6/28	17.82	11/27	瑞泰人寿
信诚现金增利	6.98	4/28	13.17	8/28	18.36	6/27	信诚人寿
太平安益避险型	6.57	5/28	13.74	7/28	17.95	10/27	太平人寿
泰康货币避险型	6.43	6/28	17.57	1/28	26.95	1/27	泰康人寿
平安货币	5.71	7/28	14.65	3/28	21.65	3/27	平安人寿
太平稳健安心型	5.58	8/28	12.83	11/28	14.34	22/27	太平人寿
平安保证收益	5.08	9/28	13.92	4/28	22.52	2/27	平安人寿
招商信诺货币 B 型	4.58	10/28	12.42	14/28	18.08	8/27	招商信诺

资料来源：华宝证券研究所，财汇

2.6.类固定收益账户

我们在原有投连险分类方法中，加入一类——类固定收益型账户，这类账户主要投资于非标准化资产，如债权投资计划、不动产投资计划、集合信托计划、保险资产管理计划等。目前，这类账户及对应的产品包括：弘康灵活配置（弘康慧理财两全保险）、弘康平稳（弘康慧理财两全保险）、弘康增利 180（弘康慧理财两全保险）、光大永明优选（光大永明优选理财）、光明财富稳定收益（光明财富 1 号年金保险）、光明财富智选（光明财富 1 号年金保险）、光明财富慧选（光明智富年金保险）、光大永明精选（光明智富年金保险）、国华灵活型账户（国华华瑞 1 号）、国华稳健型账户（国华华瑞 1 号）。

表 100　投连险华宝分类标准

一级分类	二级分类	分类标准	
		按权益投资分	按投资股票基金比例分

指数型	指数型	采取指数化策略	指数化策略
激进型	激进型	权益配置比例在 70%以上	80%以上
混合型	混合激进型	权益配置比例在 40－70%	50%-80%
	混合保守型	权益配置比例在 40%以下	20－50%
债券型	增强债券型	可投债券型基金，或者少量权益类投资	20%以下
	全债型	不投资权益，仅投资于债券和货币市场	80%债券
货币型	货币型	投资于货币市场比例在 80%以上	80%货币市场
类固定收益型	**类固定收益型**	**投资范围包括债权计划、不动产计划以及固定收益类信托计划等非标准化资产**	——

资料来源：华宝证券研究所

注：上述两大分类标准满足其中的一个即可

表 101　类固定收益投连险 2014 年累计收益率

数据截止日期：2014/12/31 投资账户名称	2014 年以来		最近 3 个月		最近 6 个月		公司
	回报	排名	回报	排名	回报	排名	
光大永明优选			1.73	5/10	3.41	4/7	光大永明
光大永明精选			0.99	10/10			光大永明人寿
光明财富慧选			1.95	1/10			光大永明人寿
光明财富稳定收益			1.00	9/10	2.00	7/7	光大永明人寿
光明财富智选			1.82	3/10	3.74	1/7	光大永明人寿
国华灵活型账户			1.74	4/10	3.54	2/7	国华人寿
国华稳健型账户			1.86	2/10			国华人寿
弘康平稳增利型	7.00	1/10	1.72	6/10	3.47	3/7	弘康人寿
弘康增利 180	6.00	2/10	1.48	7/10	2.98	5/7	弘康人寿
弘康灵活配置型	5.21	3/10	1.29	8/10	2.59	6/7	弘康人寿

资料来源：华宝证券研究所，财汇

3.2014 年新增投连险账户市场表现点评

2014 年新上市且开始运营公布净值的投连险账户共计 7 只，分别是光大永明和国华人寿旗下账户，均为类固定收益账户，如下表所示。

表 102　2014 年新上线运营投连险账户情况一览

账户名称	投资范围	账户运营起始时间	账户类别	成立以来累计收益率%	所属公司
光大永明优选	本账户投资范围包括固定收益类产品、权益产品、资产管理产品以及另类资产等 1 年以上债券、银行存款以及非以现金管理为目的的保险资产管理产品份额和非以现金管理为目的的债券型基金的比例范围在 0%-90%	2014-1-3	类固定收益型	6.01	光大永明人寿
光大永明精选		2014-7-8	类固定收益型	1.93	光大永明人寿
光明财富慧选		2014-7-8	类固定收	3.79	光大永明

			益型		人寿
光明财富稳定收益	本账户投资范围包括固定收益类产品、权益产品以及资产管理产品等。货币市场工具、1 年以内的银行存款、1 年以内的债券、以及以现金管理为目的的保险资产管理产品份额和以现金管理为目的的债券型基金，合计不低于 90%;	2014-5-14	类固定收益型	2.42	光大永明人寿
光明财富智选		2014-5-14	类固定收益型	4.61	光大永明人寿
国华灵活型账户		2014-4-1	类固定收益型	5.38	国华人寿
国华稳健型账户		2014-5-29	类固定收益型	4.40	国华人寿

资料来源：保监会网站、华宝证券研究所

2014 年共有 7 家公司的 21 只新账户通过了保监会批复成立，除国华人寿旗下稳健账户和保守账户外，均未开始披露净值。

表 103　2012 年以来已通过保监会批复成立尚未运营公布净值的投连险账户

账户名称	账户批复成立时间	所属公司
阳光人寿稳健收益投资账户	2014 年 1 月 8 日	阳光人寿
国华人寿激进型账户	2014 年 1 月 8 日	国华人寿
国华人寿稳健型账户	2014 年 1 月 8 日	国华人寿
国华人寿保守型账户	2014 年 1 月 8 日	国华人寿
国华人寿灵活型投资账户	2014 年 1 月 8 日	国华人寿
弘康人寿安心成长投资账户	2014 年 1 月 9 日	弘康人寿
稳健收益投资账户	2014 年 2 月 28 日	君龙人寿
和平衡收益投资账户	2014 年 2 月 28 日	君龙人寿
稳健收益型投资账户	2014 年 3 月 26 日	合众人寿
家园稳健型投资账户	2014 年 6 月 10 日	瑞泰人寿
家园灵活型投资账户	2014 年 6 月 10 日	瑞泰人寿
国华人寿财富成长型账户	2014 年 8 月 13 日	国华人寿
国华人寿理财稳健型账户	2014 年 8 月 13 日	国华人寿
国华人寿灵动平衡型投资账户	2014 年 8 月 13 日	国华人寿
慧赢 1 号投资账户	2014 年 10 月 20 日	富德生命人寿
慧赢 2 号投资账户	2014 年 10 月 20 日	富德生命人寿
和慧赢 3 号投资账户	2014 年 10 月 20 日	富德生命人寿
慧富 1 号投资账户	2014 年 12 月 11 日	富德生命人寿
慧富 2 号投资账户	2014 年 12 月 11 日	富德生命人寿
慧富 3 号投资账户	2014 年 12 月 11 日	富德生命人寿
阳光人寿稳健增利投资账户	2014 年 12 月 29 日	阳光人寿
弘康精选配置型投资账户	2013 年 9 月 9 日	弘康人寿
弘康价值成长型投资账户	2013 年 9 月 9 日	弘康人寿
信泰人寿恒星优胜股票投资账户	2013 年 7 月 3 日	信泰人寿
国泰债券型账户	2013 年 6 月 5 日	国泰人寿

泰康海外精选投资账户	2013 年 1 月 21 日	泰康人寿
泰康海外债券投资账户	2013 年 1 月 21 日	泰康人寿
交银康联积极进取投资账户	2013 年 1 月 20 日	交银康联人寿
交银康联平衡配置投资账户	2013 年 1 月 20 日	交银康联人寿
交银康联稳健收益投资账户	2013 年 1 月 20 日	交银康联人寿

资料来源：保监会网站、华宝证券研究所

4.2014 年投连险账户新增保费情况

表 104　2014 年投连险新增保费

		1 月（万元）	2 月（万元）	3 月（万元）	4 月（万元）	5 月（万元）	6 月（万元）	7 月（万元）	8 月（万元）	9 月（万元）	10 月（万元）	11 月（万元）	12 月（万元）	2014 全年（亿元）
中资	光大永明	46	86	50	55	5,523	3,357	216,580	354,660	183,372	448,799	278,333	668,984	**215.98**
	平安人寿	25,911	19,646	23,220	23,643	29,599	22,731	22,310	16,908	15,160	15,640	16,595	21,555	**25.29**
	泰康	3,845	1,260	1,315	1,405	768	1,271	1,159	1,600	1,825	1,617	1,263	35,327	**5.27**
	阳光人寿	88	143	226	136	158	312	4,464	182	101	410	731	-24	**0.69**
	建信人寿	178	169	271	261	156	204	226	207	169	154	172	230	**0.24**
	太平人寿	27	35	49	64	86	87	49	67	166	52	158	242	**0.11**
	新华	-									2	19	69	**0.01**
	弘康人寿	78	1,546	10,689	5,619	8,199	5,595	6,445	3,150	1	5	0	0	**4.13**
	国华	-			6,721	52	9,422	4,717	2,921	-	-	-	-	**2.38**
	生命人寿	-									1	30,186	12,326	**4.25**
	小计 1	**30,173**	**22,885**	**35,820**	**37,904**	**44,541**	**42,979**	**255,949**	**379,694**	**200,794**	**466,677**	**327,456**	**738,708**	**258.36**
合资	信诚	9,268	9,314	10,723	10,800	9,715	9,159	12,187	9,660	12,830	11,633	11,504	13,780	**13.06**
	汇丰人寿	2,187	3,278	3,083	2,328	1,983	1,653	2,667	3,279	5,364	4,480	7,435	6,184	**4.39**
	中德安联	2,968	2,121	5,362	2,130	1,932	2,278	1,832	2,025	2,804	2,808	1,972	2,043	**3.03**
	友邦	2,592	2,331	3,306	1,734	2,921	1,594	2,449	2,736	1,786	2,142	2,983	2,775	**2.93**
	工银安盛	3,152	2,832	2,566	1,874	1,604	1,410	1,679	2,345	2,246	1,567	1,610	1,898	**2.48**
	瑞泰人寿	251	910	1,700	-552	199	698	484	1,075	1,107	1,282	1,330	2,065	**1.05**
	中美	2,470	2,312	4,848	2,607	2,176	2,150	1,104	1,173	1,346	1,183	1,670	5,222	**2.83**

联泰													
中意	578	352	716	607	618	683	581	584	825	530	580	638	**0.73**
招商信诺	244	301	896	122	910	348	555	516	140	63	100	1,422	**0.56**
海康人寿	15	20	27	13	19	27	33	14	13	11	9	-13	**0.02**
北大方	23	12	21	16	11	10	16	7	9	7	7	21	**0.02**
中荷人寿	17	8	6	14	7	17	5	-0	5	4	1	4	**0.01**
国泰人寿	4	3	4	265	4	2	3	3	3	3	3	3	**0.03**
中英人寿	-							1	-	-	-	-	**0.00**
恒安标准	-	42	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	**0.00**
小计2	**23,865**	**23,939**	**33,371**	**22,045**	**22,185**	**20,129**	**23,009**	**23,417**	**28,478**	**25,712**	**29,205**	**36,042**	**31.14**
合计	**4,037**	**46,824**	**69,191**	**59,949**	**66,726**	**63,109**	**278,959**	**403,111**	**229,272**	**492,389**	**356,661**	**774,751**	**289.50**

资料来源：华宝证券研究所，中国保监会

2014 年投连险新增保费收入已达 289.50 亿元，而 2013 年全年投连险新增保费收入为 83.18 亿元。在所有开立投连险业务的保险公司中，最值得注意的是，2014 年 7 月开始光大永明人寿投连险新增保费呈现了迅猛的增长，截止 12 月份数据看，仅光大永明一家 2014 年投连险新增保费就达到 215.98 亿元，占当月全部新增投连险保费收入的 75.85%。2014 年 7 月，光明财富 2 号携手互联网平台——网易理财共同推出了定活保 66 天和定活保 168 天产品两款产品，其中 168 天产品则需要投资者在每周二 10:00-13:00 限量 2.5 亿抢购，目前已经超过 100 亿元的投资在网易理财平台完成。

5.投连险规模情况

我们从各保险公司投连险业务披露报告（月报、季报、半年报、年报）中摘录出各投连险账户最新规模数据，并通过对摘录数据的统计分析，以及对部分缺失数据的合理估算，整理各投连险账户规模如下。

5.1.各保险机构旗下投连险账户规模情况

根据我们不完全统计，截止 2013 年 12 月 31 日，投连险总规模为 677 亿元。具体到各家公司看，最早开展投连险理财产品业务的中国平安继续以绝对的优势居首，账户规模合计达 341.5 亿元；泰康人寿凭借其口碑甚好的投资收益水平，在账户规模排行中居次，规模合计 97.8 亿元；信诚人寿位列第三账户规模 64.2 亿元，成为合资保险公司中投连险规模最大的公司。

表 105　投连险账户规模排名前十的保险公司

公司名称	账户规模（亿元）	旗下账户数量（只）	规模截止时间
平安人寿	341.47	6	2013-12-31
泰康人寿	97.83	10	2013-12-31
信诚人寿	64.24	9	2013-12-31
招商信诺	28.30	21	2013-12-31
联泰大都会	27.08	16	2013-12-31
中德安联	25.05	7	2013-12-31
瑞泰人寿	21.28	13	2013-12-31
工银安盛	14.45	3	2013-12-31
太平人寿	11.51	13	2013-12-31
生命人寿	7.19	9	2013-12-31

资料来源：华宝证券研究所

5.2.投连险分类账户规模情况

具体各类分类投连险账户规模由高到低如下表，激进型账户具有绝对的规模优势，占据总规模的 45%，权益投资比重较高的激进型账户拥有博取更高收益的可能，也是最能体现投连险管理水平的账户，因此，各家保险公司几乎都覆盖了激进型投连险产品。市场份额排在次位的是混合激进型账户，占总规模的比例为 38%，再次是增强债券型，规模占比为 6.5%，值得一提的是，2014 年混合保守型账户等固定收益账户缩水明显。

表 106　各细分投连险账户规模汇总

投连险账户分类	总规模（亿元）
激进型	319.65
混合激进型	256.25
增强债券型	44.29
货币型	25.52
全债型	17.27
混合保守型	11.93
指数型	2.34

资料来源：华宝证券研究所

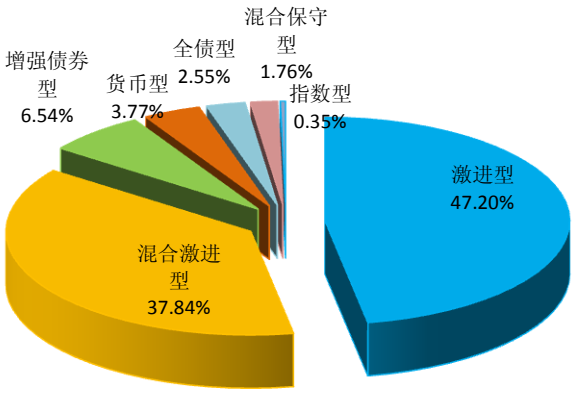
表 107　各分类投连险账户规模之首

账户类别	账户名称	账户成立时间	账户规模（亿元）	所属公司
激进型	平安基金	2001-4-30	95.10	平安人寿
混合激进型	平安发展	2000-10-31	189.84	平安人寿
混合保守型	工银安盛稳健	2002-3-22	3.45	工银安盛
增强债券型	平安价值增长	2003-9-4	21.02	平安人寿
全债型	信诚优选全债	2001-5-15	11.42	信诚人寿

指数型	中英指数增强型	2007-4-14	0.75	中英人寿
货币型	招商信诺货币 A 型	2007-8-2	4.87	招商信诺

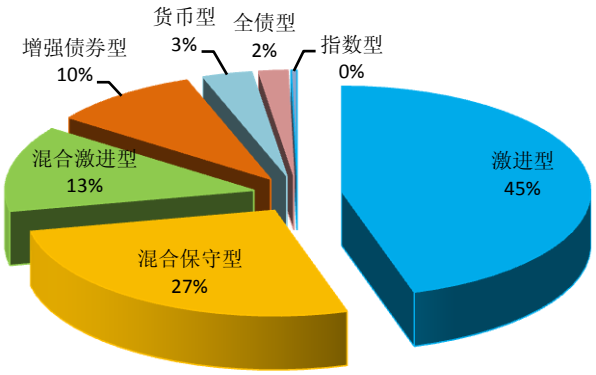
资料来源：华宝证券研究所

图 181　2014 年投连险分类账户规模市场份额



资料来源：华宝证券研究所

图 182　2013 年投连险分类账户规模市场份额



资料来源：华宝证券研究所

6.2014 年投连险新政解读

2014 年 10 月，保监会向各人身保险公司下发了《中国保监会关于规范投资连结保险投资账户有关事项的通知(征求意见稿)》（下称“《通知》”），征求意见稿共 17 条，分别从投连险投资账户定义，与产品的连结，收益风险分配，投资品种要求，投资比例，流动性管理，独立性要求，估值要求，通道业务禁止，公司资质要求，投资账户备案，变更、合并、分立、关闭、清算等事宜的程序，信息披露，外审要求，监督管理，通知执行以及现有账户衔接方面进行了规范，符合当前时代下风险监管的趋势和原则，令保险公司投连险业务的发展道路更加明确，为投连险业务的健康发展护航。《通知》中重要的内容包括:

- **投资范围区分非标与标准化资产**

首先，《通知》中明确了投连险的投资范围应当遵循保险资金运用相关监管规定。

其次，对投资品种进行了标准化和非标准化资产的划分，**非标准化债权资产**是指未在证券交易所市场及银行间市场交易的债权性资产，包括但不限于基础设施投资计划、不动产投资计划、不动产类保险资产管理产品、商业银行理财产品、银行业金融机构信贷资产支持证券、信托公司集合资金信托计划、证券公司专项资产管理计划、保险资产管理公司项目资产支持计划、其他保险资产管理产品等。”从而，明确了投连险产品能够和其他保险资金资产一样投资于同范围的金融产品，更重要的是，这也符合近两年来整个金融市场监管层对于金融产品进行风险控制的划分原则。

第三，《通知》中要求投资品种应当**“具有合理的估值方法，以满足投资账户高频次估值的需要”**、允许投连险投资于**“具有公开交易市场的标准化资产”**或者**“虽不具有公开交易市场但具有稳定收益预期的非标准化债权资产”**，对于投资于非标准化债权资产的投资账户，**“应明确各投资品种的基础资产、投资方向及筛选标准。”**可见，虽然放开

了投资范围，但是作为保险公司的一项资产管理业务来说，出于对投资者的保护，在信息披露和标的选择上也向保险公司提出了更高的要求，如要求投连险投资账户说明书中应明确投资品种和投资品种的投资比例，在产品销售时，应向投保人主动披露拟投资的非标准化债权资产的投资品种、基础资产、投资比例、估值方法、流动性管理策略、主要投资风险等。

- **流动性管理因投资范围而异**

《通知》中明确了独立账户产品——投连险的流动性指标要求：

（一）流动性资产的投资余额不得低于账户价值的 5%;

（二）对于包含非标准化债权资产的投资账户，其流动性资产的投资余额不得低于账户价值的 10%；全部非标准化债权资产的投资余额不得超过账户价值的 50%，其中单一项目的投资余额不得超过账户价值的 25%。

（三）针对投资账户特点提出具体流动性管理方案。

从信托资金池产品（如上海国际信托“现金丰利”、中融信托“汇聚金”等）的实际投资情况看，多数非标比例均超过 50%。而投连险产品与基金子公司产品、信托产品不同，1000 元起投门槛更低，客户群体对于流动性的要求更高，因而对于账户管理而言，保持较高的流动性资产比例很有必要，而此次要求**“全部非标准化债权资产的投资余额不得超过账户价值的 50%”的监管红线算不上严格，在实际运作中，仍然需要保险公司兼顾客户的流动性需求、账户收益率、对所投资的非标资产掌控度等多重因素综合抉择。**因而，我们认为，随着放开非标资产的投资限制，未来发行投资非标资产的投连险公司也会随着在非标资产投资能力的强弱出现明显分化。

- **通道业务遭禁止**

随着投连险投资于非标产品的放开，加之 1000 元起的超低门槛，对于无法满足信托、基金子公司产品动辄 100 万元起投门槛的投资者来说，通过购买投连险享受非标资产收益无疑颇具吸引力。不少项目方也正是看到了这一点，纷纷采用借助投连险通道的方式提升资金募集业绩。但是，这样的方式明显违背了投资者适当性的国际原则，会导致投资者的风险承受能力与所投产品的风险等级明显不符，一旦风险暴露，将会给投资者和投连险产品发行方将带来巨大的损失，对于保险行业监管也带来了难度。因此，《通知》中第九条要求，“严禁保险公司通过投资连结保险产品开展通道业务。**通道业务是指投资连结保险产品的投资项目和客户资源主要由同一第三方提供、保险公司仅提供通道服务的业务。**”我们认为，这符合市场预期，当然，也会令不少保险公司投连险业务空间受限，不过，在投连险通道业务的认定上，仍然存在一定监管难度，仍需明确原则和标准，否则实施力度将大打折扣。

- **投连险账户申请实行备案制**

在《通知》中，第十一条明确规定，**“保险公司应在投资账户设立、变更、合并、分立、关闭、清算等事项发生后 10 个工作日内向中国保监会备案”**即可。由原有的“审批制”走向“备案制”后，简化了账户的设立变更流程，提高了投连险业务的效率，可以预见，未来投连险账户将迎来一个迅速爆发期。

- **首次明确设立投连险账户的保险公司资质要求**

《通知》中规定：保险公司在设立、变更、分立投资账户时，公司应符合以下条件：**（一）上个季度末偿付能力充足率不低于 150%；（二）分类监管评级结果为 A 或 B；（三）最近一年未发生重大违法违规行为；（四）中国保监会要求的其他条件。**保监会首次明确设立投连险账户的保险公司资质也体现出监管层希望从控制发行方实力角度控制账户管理风险的努力。

7.2015 年投连险市场展望

2014 年是投连险产品发展历史上的重要转折，在投资收益方面，受益于 2014 年中国资本市场不错表现，投连险账户全部取得较好的正收益；在产品设计方面，投连险产品寻找到了新的突破口，年初发行的“娱乐宝”因采用国华人寿投连险通道令其名声大噪，而 7 月开始，光大永明旗下光明财富系列产品热卖令投连险分享了触网的魅力；在投资运作方面，继 2013 年弘康人寿首度发行可投非标的投连险产品后，光大永明、国华人寿此类账户陆续与投资者见面，在政策方面，2012 年以来，保险行业推出了许多革新性的政策，但对投连险却鲜有着墨，10 月保监会发布的《中国保监会关于规范投资连结保险投资账户有关事项的通知(征求意见稿)》是继 2000 年《投资连结管理暂行办法》实施十四年后出台的针对投连险的法律规范，具有鲜明的时代感。

泛资产管理时代下，各类金融机构业务边界不断延伸，竞争也更加白热化。按照监管层对于金融产品的监管要求的不同，金融产品可以分为公募类和私募类产品，而投连险产品与现有的公募基金、银行理财产品同属资本市场的三大类公募产品，其中，公募基金主要投资于二级市场，而银行理财产品则通过庞大的银行理财池对接非标产品，由于复杂的投资机制，展现给投资者的收益往往不高，而投连产品作为一只类公募产品在嫁接公众投资者和非标产品时，提供了不俗的稳定投资收益，颇具竞争力。

如果说 2014 年是投连险产品的重生之年，那么 2015 年将是投连险产品的第二春，而互联网将为投连险产品谋求高速发展的重要支柱，理财属性的凸显和认可更有助于提升产品的竞争力。

随着投连险设立账户由审批制转向备案制，未来会有越来越多的保险机构抓住投连这一类公募牌照，并结合互联网的公众优势，开发出更多满足市场需求的产品，而投连险产品也将在有效监管的前提下，搭建起公募投资者与非标产品的桥梁，保险公司也会充分发挥其在风险控制上的积累，向投保人提供更为丰富和优质的兼具保险保障功能和有竞争力的理财功能为一体的保险产品，值得注意的是，债权计划具有违约风险低的特征，加上同体系产品“知根知底”，相信更能受到投连险的青睐。

当然，我们也需要特别指出，随着保险机构在投连险产品的道路上大跨步前进的时候，包括资本充足率、偿付能力等核心监管指标的变化需要重点关注，防止规模迅速扩张导致“触红线”；对于投资非标资产的账户来说，流动性和项目风险管理也是重中之重；在产品的风险控制流程上，也需要设立有针对性的防范措施；在互联网平台上进行保险产品销售时，投资者教育值得重点关注，特别是投连险产品属于风险投资者自担的产品，而现有的预期收益率概念往往令投资者对产品收益产生误解。此外，在新的市场结构下，对于保险机构来说，更需要有针对性的面对投资者做产品设计。

（三）2014 年互联网金融年度报告

2014 年 3 月 5 日，十二届全国人大二次会议审议的政府工作报告中提到，将“促进互联网金融健康发展，完善金融监管协调机制”。这是互联网金融首次写入政府工作报告。互联网金融，也是自诞生以来最快写入政府工作报告的经济新词之一。2014 年互联网全面渗透金融业，它的成长正在改变着未来金融的形态。

1.2014 年互联网发展状况

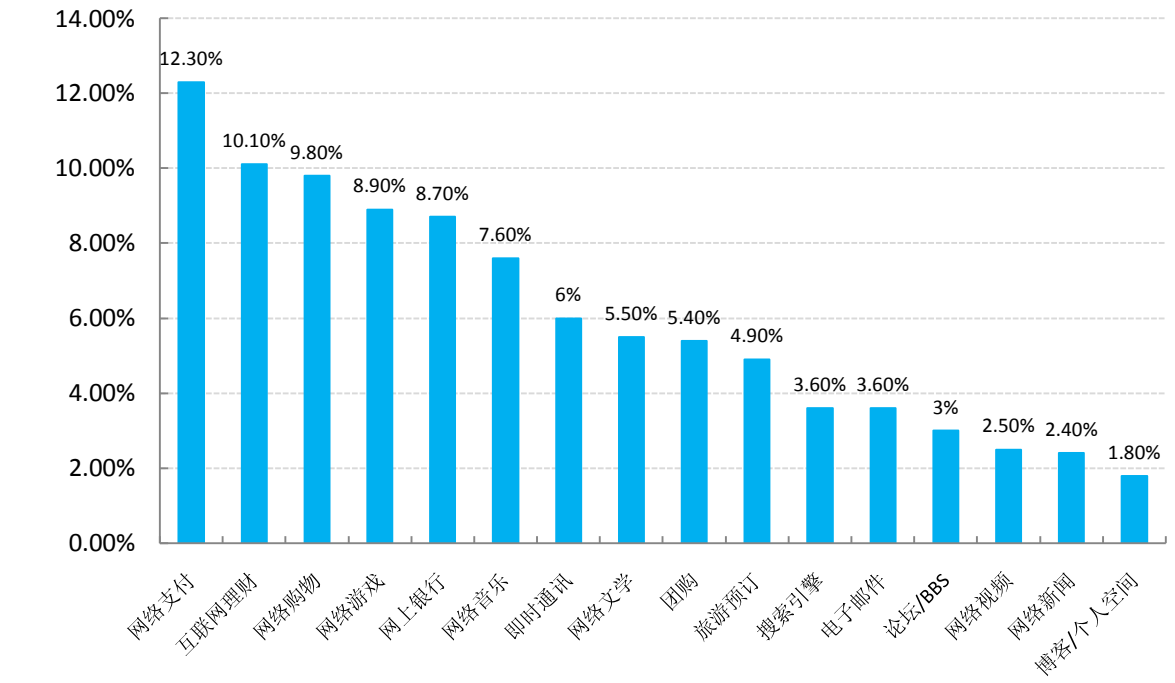
根据腾讯财付通的最新数据显示，中国移动互联网各项关键目标均以超过美国，位列世界之首：目前中国移动互联网用户数量为 5 亿，远远超过美国的 1.47 亿。除此之外，2014 年上半年金融成为互联网用户的需求热点，网络支付、互联网理财和网上银行均存在较大幅度的增长。

表 108　2014 年内移动互联网用户量

	美国	中国
移动互联网用户	1.47 亿	5 亿
渗透率	60%	83%
社交移动化	87%	88%
网络移动化	32%	71%
娱乐移动化	21%	71%

资料来源：腾讯财付通，华宝证券研究所

图 183　2014 年上半年网民在各类互联网应用增长情况



资料来源：腾讯财付通，华宝证券研究所

2014 年互联网金融全面开花，除传统的金融企业：招商基金、中国平安、华夏基金开始接触网外，阿里巴巴 、腾讯、网易、新浪等互联网企业也牵手金融，同时还出现了以宜信、有利网、金银猫为代表的创新型金融平台，产品囊括证券、理财、众筹等多种类型。

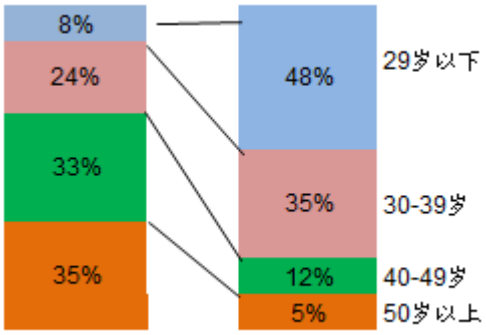
图 184　互联网金融相关平台



资料来源：腾讯财付通，华宝证券研究所

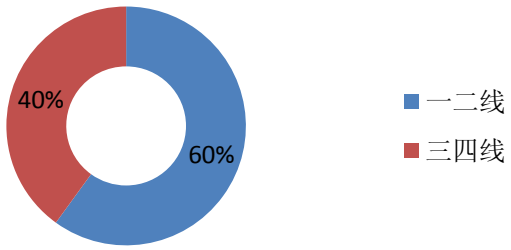
根据腾讯财付通数据统计，购买互联网金融产品的客户 60%来自于 29 岁以下的用户，40%来自于金融欠发达的三、四线城市，以及 50%的用户选择在非交易时间购买互联网金融理财产品。

图 185　互联网用户用户年龄分布



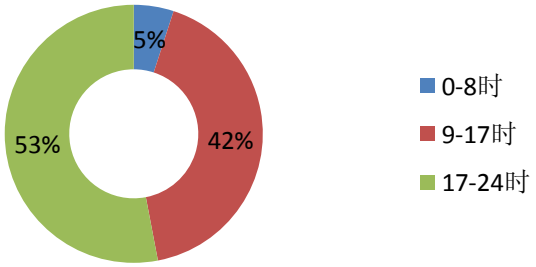
资料来源：腾讯财付通，华宝证券研究所

图 186　互联网金融用户区域分布



资料来源：腾讯财付通，华宝证券研究所

图 187　互联网用户交易时间分布



资料来源：腾讯财付通，华宝证券研究所

随着互联网金融逐渐深入人心，大量的互联网名词进入人们的视野：

表 109　互联网模式定义及运作模式

P2P	定义	将非常小额度的资金聚集起来接待给有资金寻去人群的明间小额借贷模式。
	模式	纯线上模式：纯粹的 P2P，在这类平台模式上纯粹进行信息匹配，帮助借贷双方进行资金匹配。缺点在于不参与担保。 债权转让模式：平台自身先行放贷，再将债权放到平台上转让，可以让企业提高融资端的工作效率。缺点在于容易出现资金池。
O2O	定义	Online To Offline，即将线下商务的机会与互联网结合在一起，让互联网成为线下交易的前台。
	优势	结合网下和网上的优势，通过网购导购机，对接互联网与地面店，实现互联网落地。同时，O2O 可实现不同商家的联盟。
	模式	在线预付购买线下产品和服务，再到线下享受服务。
B2C	定义	Business-to-Customer，即通常所说的商业零售，直接面向消费者销售产品和服务
	代表网站	天猫、京东、凡客
B2B	定义	企业对企业之间的营销关系，将企业内部网，通过 B2B 网站与客户紧密结合，通过网络的快速反应，为客户提供更好的服务。
	代表网站	阿里巴巴
C2C	定义	个人与个人之间的电子商务
	代表网站	淘宝网易趣网拍拍网
P2C	定义	生活服务平台，产品从生产企业直接送到消费者手中
	代表网站	苏宁云商

资料来源：华宝证券研究所

2.互联网金融产品——类固定收益类

2.1.P2P——快速洗牌

2014 年是 P2P 行业快速发展的一年，在这一年里，大量的 P2P 平台成立、获投，进入疯狂融资阶段：爱投资获得民政部旗下中援应急投资有限公司千万级融资；人人投

获得千万美元级融资、积木盒子获得包括小米在内的多家机构千万美元 A 轮投资、拍拍贷获得光速安振中国创业投资基金、红杉资本和诺亚（中国）控股有限公司千万美元级 B 轮投资。除此之外，还有大量的 P2P 平台获得投资，仅 7 月份就有 8 个平台获得千万美元至上亿美元的投资。除民营企业和风投的不断涌入外，各地具有国资背景企业也纷纷涉足 P2P 行业：众信金融获得北京市海淀区国有资产投资经营有限公司注资；金开贷由国有企业——山西金融控股集团独资设立；德众金融由安徽省供销社投资；金宝保、京金联等平台也获得了国资参股。

2.1.1.四类 P2P 平台比较

目前 P2P 的平台分为银行系、国资系、民营系和上市公司系。

银行系：随着 P2P 网贷日益火爆，以招商银行旗下的 P2P 网贷平台——小企业 e 家为首的银行系网贷平台杀入市场，并且凭借雄厚的资金及客户来源占据着 P2P 部分市场。银行系 P2P 的优势主要在于：风控模式、流动性管理将吸收银行的优点，项目大多来源于银行原有的客户，因此风险相对较低；但与此对应的，缺点在于收益率水平略低。

国资系：以国家开发银行、国开金融和江苏省国有大型企业共同设立的开鑫贷是国资系 P2P 平台的代表。这类平台最大的特点在于：以国资企业为股东的平台具有较大的公信力，因此最大优势在于兑付能力较强。缺点则在于，比起低至 1 元起投的产品而言，国资系平台的起购门槛较高，例如开鑫贷起投金额为 1 万元，金开贷起投金额为 3 万元。

民营系：民营系的网贷平台数量较多，并且因为大量平台兑付能力有限，仅仅依靠天使投资的资金来维持运营，因此质量较为层次不齐。这类平台的优势在于，起购门槛较低，普遍起购门槛在 50-100 元，也有低至 1 元的平台，并且这类平台为吸引投资者所提供的产品通常收益率较高；而缺点在于，这类平台风险较高，平台负责人携款潜逃的风险较大、也存在所接入产品到期违约无法还本付息造成投资者血本无归的可能。

上市公司系：上市系的 P2P 平台主要目的在于供应链金融。由于赊销已成为交易的主流方式，处于供应链中上游的供应商，很难通过“传统”的信贷方式获得银行的资金支持，而资金短缺又会直接导致后续环节的停滞，甚至出现“断链”。维护所在供应链的生存，提高供应链资金运作的效力，降低供应链整体的管理成本，已经成为各方积极探索的一个重要课题，因此，“供应链融资”系列金融产品应运而生。这类平台通常资金较为雄厚，但需要对整个供应链的管理状况、经营风险以及上下游的贸易真实性有准确把握，对相关物流监管信息有一定程度的了解，从而保证供应链融资的安全。

2.1.2.P2P 的投资模式与策略

P2P 有三种投资模式:

第一种：重仓投资，对资金的分配比例很高，对个别平台的资金占比一般在 20%以上。投资者所投资的平台数较少，一般不会超过五个。这类投资的假设在于：平台的跑路概率、挤兑概率、遇到的流动性风险都不相同。可以通过分析总结划分出平台的各种概率。

优点在于：①能够达到准确定位并识别风险，能及时发现风险；②精力集中，能深入分析和掌握投资平台很多细小的信息，并通过这些信息来判断平台的风险。

缺点在于：①一旦发生不可预知的风险，将使自己陷入巨大的财务危机；②信息的不对称性，自己被隐瞒了重要信息，进而产生了误判，导致重大决策失误；③比较复杂，对信息要求很高，需要掌握足够的信息量。

第二种：分散投资，资金的分配比例很低，投资者在每个平台的投资比例低于 10%。其中最为典型的是平均投资到 20 个平台，每个平台占资金比例的 5%。这类投资的假设在于：平台的跑路概率，挤兑概率，遇到流动性风险的概率都相同；无法通过分析总结划分出平台的各种概率。

优点在于：①能达到有效的风险分散，能使风险在可控的范围内，即使损失了，也可以承受；②简单有效好操作，没有太复杂的分析，只需要简单的了解。

缺点在于：①容易造成胡乱投资的思想状态；②容易思想放松，轻视风险存在；③使用不当，反而增加风险。

第三种：重仓投资和分散投资的结合体，平台数目不稳定，没有固定的比例。这类投资存在两种假设：第一种是平台的跑路概率，挤兑概率，遇到流动性风险的概率都相同；第二种是虽然各种概率并不相同，但投资者可根据其只是水平分析出各种概率分别是多少。

优点在于：①灵活度高；②适应性强；③能通过不断的投资，经验会不断的丰富，阅历广泛。

缺点在于：①能力要求很高，甚至高于重仓投资者；②容易产生困惑，会迷失自己；③操作复杂，要求对网贷的关注度很高，需要大量的时间来研究。

P2P 的三种投资策略分别为：

第一种：高息策略，只投高息平台，对低息平台不予考虑。

第二种：低息策略，只投低息平台，对高息平台不予考虑。

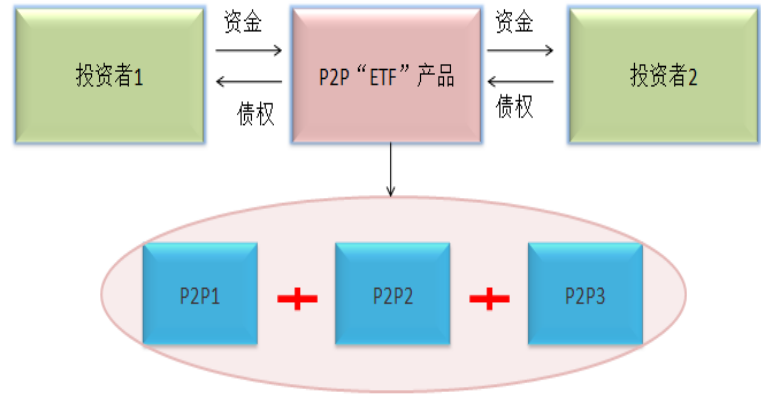
第三种：高、低息混合策略，即投高息，又投低息；有以高息为主，也有以低息为主的投资。

2.1.3.创新产品——P2P 中的“ETF”

2014 年 6 月，国内首家 P2P 平台搜索引擎火球网推出火球计划，基于一揽子债权打包后再拆分成小交易单元的类 ETF 产品诞生；而 10 月中旬，由 P2P 网贷垂直社区平台网贷天眼上线的类 ETF 产品乐投宝，则将这一产品模式推向高潮。

这类产品的运作方式在于：由平台先用自有资金从其他众多的 P2P 平台获得债权，再将债权拆分、打包重组转让给大众投资人。在这种模式下，投资者实际上是将资金分散投向了多个 P2P 平台的多个债权。其核心在于优选平台与投资分散两点，通过后台模型的智能计算，平台生成每日的债权包组合，由平台负责人购买大量 P2P 平台的债权资产，将这些债权资产打包出售给投资人。这类平台还提供随时提现功能，因债权是平台用自有资金从其他众多 P2P 平台中购买的债权，因此当投资者要求提现时，平台将自动转让债权给下一位投资者。

图 188　P2P 中的“ETF”运作模式



资料来源：华宝证券研究所

而这类“ETF”产品设计平台的侧重点有所不同：以火球网为代表的平台侧重于债权组合的种类多元化，极度分散投资，组合内包括抵押贷款、个人资金周转借款、小企业资金周转借款、个人投资借款、工程垫资周转等几十只借款项目。

以米袋计划为代表的平台侧重于优选债权组合，锁定一批 P2P 平台作为其“特约债权供应商”。以“米袋定存”产品为例，该产品精选诺诺镑客、投哪网、和信贷、温州贷、国诚金融、新新贷、PPmoney 和有利网 9 家平台的产品。

以真融宝为代表的平台针对产品做优先级劣后级设计，基于同样的债权组合拆分为满足不同投资者风险偏好的产品。后台的数据团队将会根据包括历史债权，借贷人情况、标的种类、还款情况等一系列指标进行分析。随后，根据风险收益的不同，推出优先劣后两款产品。以其定期产品为例，该产品是一个有锁定期的类网贷基金产品，分为一月期的稳进宝和三月期的锐进宝两个子产品。其中，稳进宝提供 7%的固定年化收益、保本保息；而锐进宝的收益率则是浮动的，上限为 12%，不设下限，且没有本息担保的承诺。

这类投资的优点在于，分散投资，因此倘若其中某项债券违约也不会对投资者造成“血本无归”的后果。但缺点在于，平台先用自有资金从其他众多的 P2P 平台获得债权，再将债权拆分重组转让给大众投资人，这类运作模式中平台已经不是起到信息中介的作用，而是平台归集资金后再行匹配，实现期限错配，有资金池的嫌疑。虽然平台均强调目前的互联网技术可以做到平台购买其他平台的债权和投资人投资同时进行，但由于目前类 ETF 产品供不应求，往往投资款已经到位但是债权项目缺乏，资金大于债权供应量，平台不能摆脱资金池的嫌疑，存在监管风险。

2.1.4.快速洗牌呼吁监管

据不完全统计，目前全市场上的网贷平台超过 1400 家；2014 年，我国共有问题平台超过 280 家。其中，广东、浙江、江苏、上海四省市的问题平台数量超过 146 家，占比高达 50%以上。除此之外，年底时节，P2P 又迎来一波兑付危机，广东 12 月就有 11 家出现兑付危机，成立不到一年的新浪微财富也被爆遭遇成长以来最严重风波：陷入“中汇在线”事件，被投资人讨债。可以说 P2P 行业正处于野蛮生长于快速洗牌期，因此 P2P 行业急需监管部门出具监管细则规范行业发展。

在 2014 年 9 月底，银监会创新监管部主任王岩岫首次明确了 P2P 十大监管原则：①P2P 的发展要坚持业务本质，不得建资金池。②落实实名制原则，资金流向要清晰。③P2P 要清晰业务边界，区别于其他法定金融业务，打击冒名非法经营。④P2P 要有行业门槛。⑤贷款人和投资人的资金要进行第三方托管，不能以存管代替托管。⑥P2P 自身不担保，引入的担保机构要有资质，不能承担过多担保倍数。⑦要有明确的收费机制，力求长期的发展，不能盲目追求高收益。⑧应充分进行信息披露，既要披露自身和运营信息，也要进行风险提示。⑨要加强行业自律组织的建设、推动行业标准化和信息共享，打击伪 P2P。⑩坚持小额化、普惠金融、支持个人和小微企业。

然而就目前 P2P 现状而言，整个行业都较为混乱。P2P 平台理应承担信息中介的功能，自身不担保，不过，在实际操作中，不少平台却公开宣传自身的担保安全性，并承诺“100%的保本保息”，因此操作涉嫌违规。

针对贷款人和投资人的资金要进行第三方托管，不能以存管代替托管方面，大量平台也存在违规，不少平台在宣传中多以“存管”来取代“托管”，由此给投资者带来了误解。资金存管，实际上是 P2P 平台将相关的资金存放在第三方的账户上面，但第三方并无义务监管资金的具体流向，且平台可以随时从第三方账户中提取资金。至于资金托管，则意味着资金在第三方托管账户中，且不经过平台的银行账户。至此，若发生不可控的风险时，平台无法进行资金挪用的操作，从而强调了平台的信息中介功能。

除此之外，目前 P2P 行业的征信体系并不完善，目前如果要完成全行业征信体系需要集合全行业的征信数据，而对于单个平台而言，他们并不愿意贡献出自己的数据，因此在短时间内要市场上要出现完整的征信体系可能性不大，未来还有较长一段路要走。

2015 年 1 月 20 日，银监会宣布进行机构调整，新成立普惠金融部，负责推进银行业普惠金融工作、融资担保机构、小贷、网贷等，意味着 P2P 将划归普惠金融部管理。虽然目前分管 P2P 的行政部门已经设立，但有关 P2P 监管的细则尚未出台。

2.1.5.P2P 平台未来的发展趋势

正如我们前文所说，2014 年 P2P 平台迎来了爆发式的增长，大量风投、互联网巨头以及国资企业注资该行业意味着该行业前景向好，但由于长期监管缺失，P2P 行业一直处于野蛮增长的状况，网贷平台频频出现跑路、老板失联、提现困难、倒闭等问题，并且这类问题愈演愈烈。

网贷行业的出现有利于缓解中小企业融资难的问题，但经过一段时间的野蛮生长，我们认为未来 P2P 平台的竞争将继续走向白热化，而优胜劣汰是每个行业的必经之路，因此未来我们认为将有更多的问题平台暴露出来，许多以高收益吸引投资者的平台未来存在较大的资金链断裂风险。

银监会设立普惠金融工作部，意味着网贷监管即将拉开序幕，在监管细则出台之际，一些经营不善的平台将失去生存空间，网贷行业的淘汰率将进一步加剧。

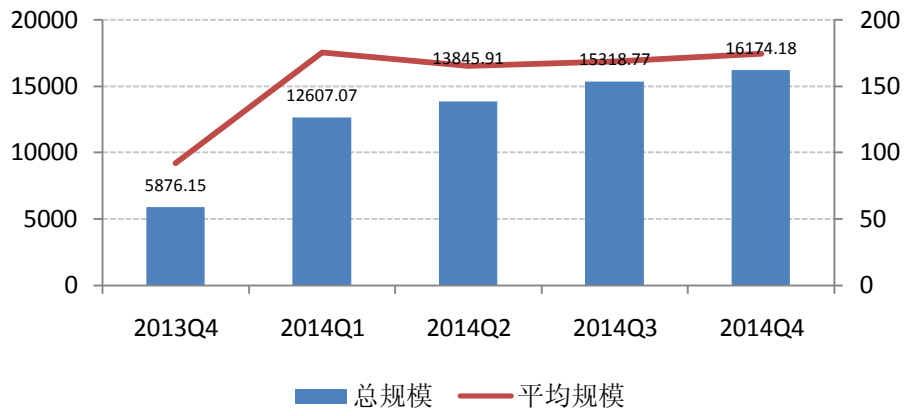
而随着网贷行业规范化发展，为求得平稳发展，许多网贷平台将选择风险较低的项目，这类项目通常收益率较低，因此我们认为未来网贷平台的整体收益率将回归理性，呈递减局面，同时高息平台的数量与比例也将逐渐降低。

2.2 宝宝类产品

2.2.1.宝宝类产品规模变化

宝宝类产品自 2013 年年中余额宝横空出世后就存在一波爆发式增长: 2013 年四季度，宝宝类产品的规模仅为 5876.15 亿元，2014 年一季度，规模上升至 12607.07 亿元，规模扩张一倍有余。这主要是因为 2013 年底再度经历“钱荒”，资金价格飙升提高了货币基金的价格，以南方现金通为首的货币基金 7 日年化收益一度超过 7%，激发了人们的理财热情所致。从每只宝宝类产品的平均规模上看，2013 年 4 季度、2014 年 1 季度、2014 年 2 季度、2014 年 3 季度和 4 季度平均规模分别为 91.81 亿元、175.1 亿元、164.83 亿元、168.34 和 173 亿元；依旧是 2014 年 1 季度增长最快，但值得注意的是，2014 年 3 季度以来，宝宝类产品的平均规模存在一定的下降，主要是因为央行取消提前支取不罚息条款，一定程度上拉低了宝宝类产品的收益，以余额宝为代表的宝宝类产品 7 日年化收益曾一度下探至 4.4%左右，加上目前票据理财、P2P 类产品收益较高，因此打压了投资者对于宝宝类产品的购买意愿。

图 189　宝宝类产品规模变化



资料来源：Wind，华宝证券研究所

2.2.2 宝宝产品分类

宝宝类产品的本质都是货币基金，按照其销售机构，可分为基金系、银行系、第三方支付系和第三方销售系。目前基金系宝宝产品共有 32 个，银行系宝宝产品共有 25 个，属于第三方支付系的宝宝产品 14 个，属于第三方销售系的宝宝产品有 8 个。

表 110　2014 年各系宝宝类产品

产品名称	宝宝类型	平台	合作基金
中银活期宝	基金系	中银基金	中银活期宝货币
国投瑞银货币	基金系	国投瑞银基金	国投瑞银货币 A
泰达宏利货币	基金系	泰达宏利基金	泰达宏利货币 A
壹诺宝	基金系	新华基金	新华壹诺宝货币
天天理财宝	基金系	富国基金	富国天时货币 A
长盛添利宝	基金系	长盛基金	长盛添利宝货币 A
南方现金宝	基金系	南方基金	南方现金增利货币 A
天添宝	基金系	中加基金	中加货币 A
诺安现金宝	基金系	诺安基金	诺安货币 A

现金袋	基金系	申万菱信基金	申万收益宝货币 A
E 钱包	基金系	易方达基金	易方达天天理财货币 A
长城工资宝	基金系	长城基金	长城货币 A
华泰柏瑞现金宝	基金系	华泰基金	华泰柏瑞货币 A
钱袋子	基金系	广发基金	广发钱袋子货币
富钱包	基金系	富国基金	富国钱包货币
活期乐	基金系	嘉实基金	嘉实货币 A
倍利宝	基金系	银河基金	银河银富货币 A
融通现金宝	基金系	融通基金	融通易支付货币
汇添富现金宝	基金系	汇添富基金	汇添富现金宝
活期通	基金系	华夏基金	华夏现金增利货币 A
现金快线	基金系	工银瑞信基金	工银货币
现金增利宝	基金系	国富基金	国富日日收益货币 A
招财宝	基金系	招商基金	招商招财宝货币 A
微钱宝	基金系	华安基金	华安日日鑫货币 A
博时现金宝	基金系	博时基金	博时现金收益货币 A
增值宝	基金系	建信基金	建信货币
大成钱柜	基金系	大成基金	大成货币 A
交银现金宝	基金系	交银施罗德基金	交银货币 A
万家现金宝	基金系	万家基金	万家货币 A
宝盈货币	基金系	宝盈基金	宝盈货币 A
e 宝通	基金系	中海基金	中海货币 A
壹钱包活钱宝	银行系	平安银行	平安大华日增利货币
鑫元宝	银行系	南京银行	鑫元货币 A
慧存钱	银行系	广发银行	广发天天红货币
平安盈	银行系	平安银行	平安大华日增利货币 南方现金增利货币 A
聚利宝	银行系	重庆银行	南方现金增利货币 A
马宝宝	银行系	包商银行	南方现金增利货币 A
京喜宝	银行系	北京银行	中加货币 A
富利快线	银行系	富滇银行	易方达天天理财货币 A
江渝基金宝	银行系	重庆农商银行	易方达天天理财货币 A
薪金宝	银行系	中信银行	华夏薪金宝货币
掌柜钱包	银行系	兴业银行	兴全添利宝
民生如意宝	银行系	民生银行	民生加银现金宝货币 汇添富现金宝货币
普发宝	银行系	浦发银行	浦银安盛日日盈货币 D 汇添富货币 D
开鑫盈	银行系	江苏银行	诺安聚鑫宝货币
快线宝	银行系	上海银行	易方达理财货币 上银基金慧财宝
易发宝	银行系	广发银行	易方达易理财
智慧金	银行系	南洋商业银行	易方达易理财

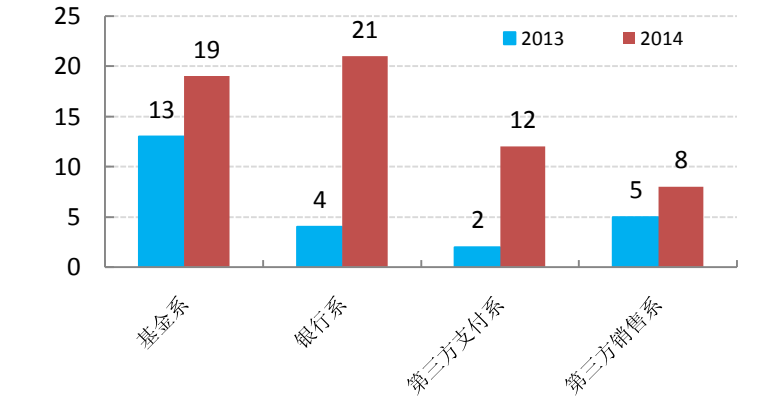
薪金煲	银行系	中信银行	信诚薪金宝货币
朝朝盈	银行系	招商银行	招商招财宝货币 A
兴业宝	银行系	兴业银行	大成现金增利货币 A
添金宝	银行系	渤海银行	诺安理财宝
速盈	银行系	建设银行	建信现金添利货币
工银薪金宝	银行系	工商银行	工银薪金货币 A
智能金	银行系	广发银行	易方达货币 A
快溢通	银行系	交通银行	嘉实货币 A 博时现金收益货币 A 南方现金增利货币 广发货币 华夏现金增利货币 A 农银货币 A 银华货币 A 易方达货币 A 鹏华货币 A 富安达现金通货币 A
美盈宝	第三方支付系	国美在线	诺安天天宝 A
佣金宝	第三方支付系	腾讯	国金通用金腾通货币
零钱包	第三方支付系	苏宁	广发天天红 汇添富现金宝
和聚宝	第三方支付系	中国移动	汇添富和聚宝
沃百富	第三方支付系	中国联通	富国富钱包货币
京东小金库	第三方支付系	京东	嘉实活钱包 华夏现金增利
百度百赚	第三方支付系	百度	嘉实活期宝 华夏现金增利
网易现金宝	第三方支付系	网易	汇添富现金宝
电信添益宝	第三方支付系	中国电信	汇添富现金宝
微财富存钱罐	第三方支付系	新浪微财富	汇添富现金宝
微信理财通	第三方支付系	腾讯	华夏财富宝 广发天天红 汇添富全额宝 易方达易理财
月报	第三方支付系	淘宝	天弘增利宝
联通话费宝	第三方支付系	中国联通	安信现金管理货币 A
沃慧宝	第三方支付系	中国联通	光大货币
收益宝	第三方代销系	同花顺	广发货币 南方现金增利 国泰现金管理货币 银华货币 国泰货币 景顺长城货币

			博时现金收益货币
众禄现金宝	第三方代销系	众禄基金	海富通货币 A 银华货币 A
活期盈	第三方代销系	和讯	海富通货币 A
数米现金宝	第三方代销系	数米基金网	海富通货币 A
活期宝	第三方代销系	天天基金网	长城货币 A
储蓄罐	第三方代销系	好买基金	工银货币
盈利宝	第三方代销系	金融界	鹏华货币 A
凤凰宝	第三方代销系	凤凰网	工银货币

资料来源：华宝证券研究所

对比 2013 年和 2014 年各系宝宝的数量，2013 年基金系、银行系、第三方支付系和第三方销售系宝宝数量分别是 13 只，4 只，2 只和 5 只；而 2014 年各系宝宝数量分别为 19 只，21 只，12 只和 8 只。其中可以看出银行系宝宝数量增长最大，我们认为这主要是因为宝宝类产品的出现，使得银行存款出现大搬家的局面，银行为保持住客户量和资金量，不得不积极加入到宝宝军团。

图 190　宝宝类产品只数



资料来源：华宝证券研究所

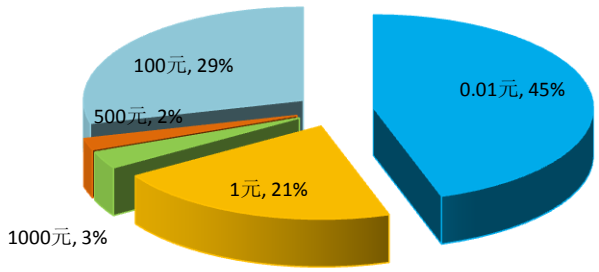
2.2.3.宝宝产品流动性分析

宝宝产品通常以“低门槛”、快速提现著称。相比动辄 5 万、10 万和 100 万的银行理财产品，宝宝产品则显得亲民许多，在现有的宝宝产品中，一分钱起购的数量最多，占据宝宝产品的 45%，100 元起购占比 29%；1 元起购占比为 21%。

在快速取现上，由于宝宝产品采取的是垫资模式，因此具有单日提现额度上限，不同宝宝对单日提现额度上线设置不同。根据统计，限制存在于 5 万、10 万、20 万、50 万、100 万和 500 万几个档位中，其中规定单日提现额度在 5 万的宝宝最多，而提现额度最低的是苏宁零钱宝未实名认证客户，仅能取现 1000 元。

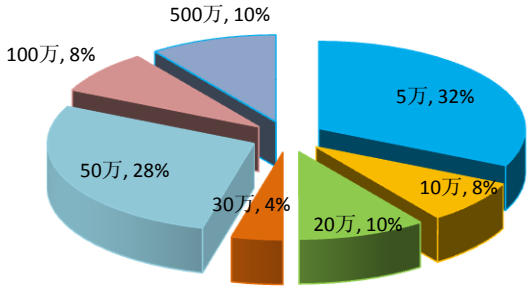
在资金到账上，大部分宝宝都可以做到实时到账，但在实时到账中，分为有条件和无条件的实时到账。有条件的实时到账指的是需在指定时间内赎回（例如工作日 15 点前），即可做到实时到账，若超过指定时间发布赎回指令则是 T+1 日到账。而在宝宝类产品中，仍有 6%的产品是隔日到账，以及 5%的产品资金到账可能延时。

图 191　宝宝产品起购金额



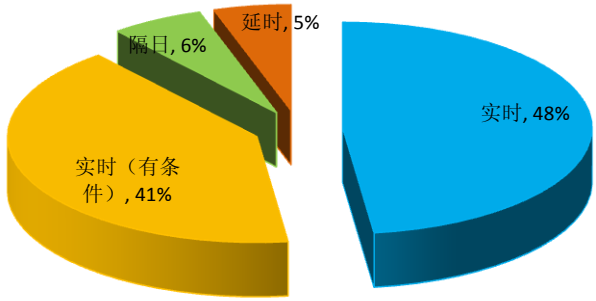
资料来源：华宝证券研究所

图 192　宝宝产品单日提现上限



资料来源：华宝证券研究所

图 193　宝宝资金到账时间

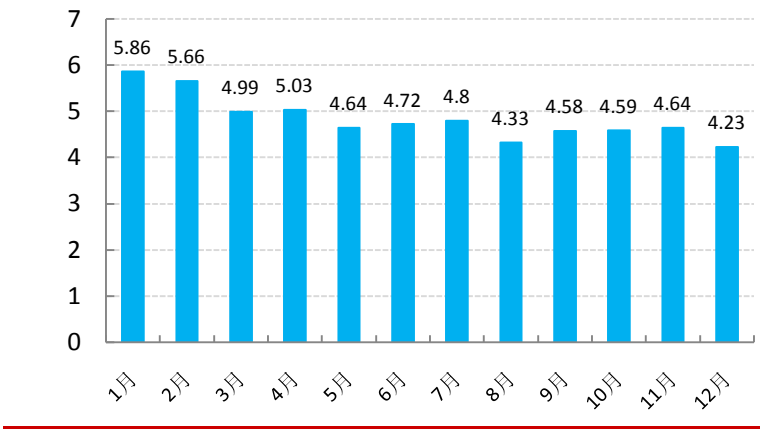


资料来源：华宝证券研究所

2.2.4.宝宝类产品发展预测——逐步走向衰退

2014 下半年宝宝产品集体遇冷，主要是因为：第一，宝宝类产品收益率下降较为明显。2014 年 1 月宝宝产品的 7 日年化收益为 5.86%，而年底 12 月时，7 日年化收益率仅为 4.23%，下行的收益率打消了人们的投资热情。第二，各系宝宝产品同质化较为严重，应用功能较为单一，除快速取现外，并无其他业务模式创新，容易令投资者热情消退。而随着货币市场化进程的推进，我们认为货币基金未来的年化收益率将维持在 3.8%上下 200 个 Bp 的水平，因此货币基金的优势将消失，而本质上是货币基金的宝宝类理财产品也将逐步走向衰退。

图 194　宝宝产品 2014 年各月 7 日年化收益率（单位：%）



资料来源：华宝证券研究所

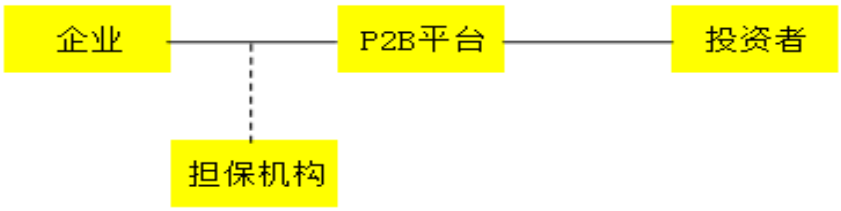
2.3.P2B——票据理财逐渐占据人们视线

2.3.1.P2B 运作模式

P2B 全称是互联网融资服务平台，有别于 P2P 网络融资平台的一种微金融服务模式。P2B 是指 person-to-business，个人对（非金融机构）企业的一种贷款模式。网贷平台数量近两年在国内迅速增长，迄今比较活跃的有 350 家左右。

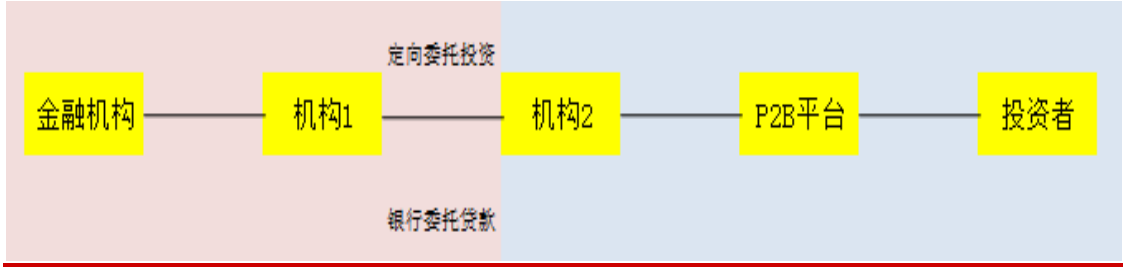
目前 P2B 共有两种运作模式：第一种是由 P2B 平台连接企业和投资者，企业作为债务方，投资者作为债权方，同时引入第三方担保机构对企业债权进行担保；对于 P2B 平台而言，这类产品风险较高，随时面临企业违约，担保机构无法担保的风险；除此之外，企业债权作为资产包直接出售给投资者存在违规风险。第二种是企业债权包被银行或者保险公司包装成定向投资产品（信托为主）或银行委托贷款（票据类）产品，通过保险公司等机构作为通道包装成类公募产品，通过 P2B 平台销售给投资者；对于 P2B 平台而言，风险较小，仅负代销责任即可。

图 195　P2B 产品运作模式（1）



资料来源：华宝证券研究所

图 196　P2B 产品运作模式（2）



资料来源：华宝证券研究所

2.3.2.P2B 产品风险特征分类

按照风险分类，P2B 平台上的产品可分为低风险、中低风险、中风险和中高风险产品。

低风险：这类产品拥有明确的银行信用，包括：银行提供远期回购或承诺担保的资产，包括传统贷款、非标资产以及保本型银行理财等、银行同业存款、存款收益权、具有存单质押担保的资产、银行承兑汇票、经银行贴现的商业承兑汇票、获得开证行无条件付款确认福费廷或信用证资产收益权、附追索权从银行受让的保理资产、获得银行融资性保函的各类贷款或非标资产；以及隐性的银行信用、AMC 或保险公司明确的信用的资产，包括由保险公司出具明确信用保险的资产、由四大资产管理公司出具明确兜底的资产、银行出具暗保的各类资产，包括传统贷款或非标资产。

中低风险：这类产品为其他非银金融机构兜底的资产，包括：由证券公司出具回购承诺的两融资产收益权、约定式购回资产收益权、由证券公司出具明确承诺的中小企业私募债或其他非标资产、由信托公司出具承诺的信托受益权等资产、由大型证券公司另类投资子公司出具兜底的非标资产。

中风险：无金融机构兜底，但风险可控的资产，包括：高度分散化资产的优先级，包括银行小微贷款、消费贷款、信用卡、车贷、保理资产、未经贴现商业票据等、高度分散化的资产优先级，包括小贷公司的小额贷款资产、融资租赁企业融资租赁资产、保理公司小额保理资产。

中高风险：有抵押、担保、劣后支持的资产，包括：优质国企、大型民企或优质上市公司直接融资或提供担保的资产、大型担保公司提供担保的，有较好可变现能力资产做抵押的企业融资、金融产品的优先级份额，如证券投资类资产。

2.3.3.票据理财——宝宝类产品的替代品

在 2014 年下半年，以余额宝为代表的“宝宝类”产品因 7 日年化收率纷纷跌破 5%，甚至跌破 4.5%而另部分投资者赎回资金，并搜寻市场上的其他同类产品，其中，票据类产品开始受到投资者的青睐。

票据理财指的是，商业银行将已贴现的各类票据，以约定的利率转让给基金、信托中介，信托中介经过包装设计后，出售给投资者。投资者购买了票据理财产品，就成了理财计划的委托人和受益人，同时获得相应的理财收益与其他理财产品相比，投资票据型理财产品的风险较小，且收益较高。以新浪微财富提供的票据理财为例，该平台出售的票据理财年化收益率均在 6.8%以上，个别可高达 8%以上，就起购门槛上看，可低至

1 元，对于小额投资者而言，这类产品具有较高的吸引力。除此之外，在网站的宣传上，“低风险高收益”是票据理财产品最大的吸睛亮点，更有平台称“银行倒闭是唯一的风险”。这一宣传语颇具诱惑性，因此很多票据理财产品开售几分钟就会被抢购一空。除理财网站外，银行也加入了票据理财的队伍，例如，依托民生银行票据业务的民生电商推出的“民生易贷-E 票通”，招商银行“小企业 E 家投融资业务”均是线上票据理财业务。

图 197　新浪微财富票据理财收益率（截至 2014 年 12 月 31 日）



资料来源：华宝证券研究所

然而值得注意的是，“银行倒闭”并非票据类理财的唯一风险，投资票据型理财产品面临的最大风险是商业汇票到期无法回收票款。引起这一风险的主要原因有三：一是承兑人认为已贴现票据存在瑕疵，不予付款；二是已贴现票据系伪造、变造票据，承兑人不予付款；三是承兑人破产，无力付款。

2014 年 12 月 13 日，深圳一家名为中汇在线的 P2P 票据理财平台，突然传出无法提现的消息。随后，该平台公开承认此事。公开信息显示，截至目前，该平台成交量高达 17.5 亿元以上，待收金额也高达约 2.5 亿元。为此，多家代销该产品的理财机构包括新浪微财富被卷入其中，出现提现困难。虽然截至 2014 年 12 月 31 日中汇在线并未公告出 2.5 亿的票据金额去向，但从中可以看出票据理财也存在另投资者血本无归的风险。

对于专业的票据理财平台应该做到以下三点：①平台需要有商业汇票服务行业的专业团队，尤其是对于新浪微财富这类代销平台，更需要进行尽职调查；②信息披露需全面，公开，透明，这样有利于投资者评估该理财产品的风险，并根据此做出投资决策；③平台能否真正做到票据托管和资金托管，以防止出现“跑路”现象。

2.4.理财平台案例分析——理财通

财付通（Tenpay）是腾讯公司于 2005 年 9 月正式推出专业在线支付平台，核心业务是帮助在互联网上进行交易的双方完成支付和收款，致力于为互联网用户和企业提供安全、便捷、专业的在线支付服务，2009 年财付通启用全新的品牌主张“会支付，会生活”，强调“生活化”成为为财付通独特的品牌内涵。

其中，理财通是财付通的拳头产品，也是腾讯推出的专业理财平台，该平台严把安全问题，让用户得以放心的理财，为做到这一点，首先，理财通推出“安全卡”概念，保证资金流向安全；其次，严选接入产品，及时对产品进行跟踪，回馈给用户；同时，面对用户不同的风险承受能力，理财通有针对性的提供相应的理财界面和产品。以此为基础，理财通贯彻“生活化”的理念，致力于将理财用于提升人们的生活品质，具体来看：

2.4.1 安全、很安全、更安全

安全问题是理财通优先考虑的问题。首先，理财通推出“安全卡概念”。为保证资金安全，理财通的资金原卡进出，即用户通过绑定本人一张的储蓄卡进行基金申购，赎回时资金也是返回到绑定的同一张储蓄卡里，从而极大地降低理财通账户资金被他人转走的概率，保障用户资金安全。

其次，财付通联合 PICC 提供赔付服务，为用户存入资金做安全保障。

第三，理财通并不会打开网购端口，一方面可以让理财更加专注，另一方面再一次堵住了资金被恶意转走的风险。

2.4.2.专业，透明，开放

作为腾讯官方理财平台，理财通注重专业化能力的培育，一方面注重其合作产品的本身专业度，目前理财通平台上的产品以低风险类为主：包括定期理财与传统货币基金合计 6 只，分别是民生加银月度、招商招利月度、华夏基金财富宝、汇添富基金余额宝、广发天天红和易方达基金易理财，如下表所示，目前这些基金的新增规模几乎全部来自理财通客户。

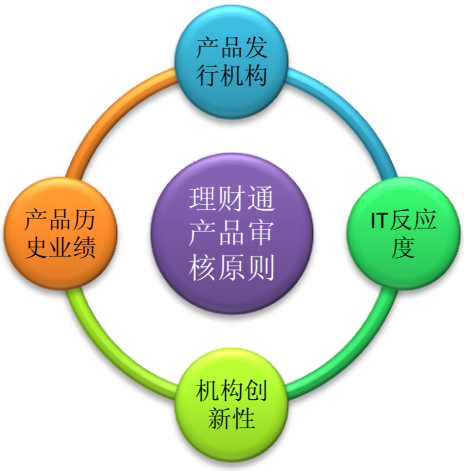
表 111　理财通平台上的理财产品（截至 2014.12.31）

基金名称	最新七日年化收益率（%）	理财期限	成立日期	基金规模（亿元）
民生加银月度	4.23	一个月	2013/4/25	45.41
招商招利月度	6.23	一个月	2014/9/25	71.86
华夏基金财富宝	4.16	随时取	2013/10/25	413.25
汇添富基金全额宝	4.92	随时取	2013/12/23	65.17
广发基金天天红	4.81	随时取	2013/10/22	185.67
易方达基金易理财	4.97	随时取	2013/10/24	110.56

资料来源：腾讯理财通，华宝证券研究所

未来，理财通还将陆续接入权益类基金产品。与短期理财基金和货币基金不同的是，权益类基金风险相对较高，本着保护投资者的原则，理财通在接入产品时往往进行严格审核，包括：首先，产品的供给方，即发行该产品的金融机构必须在行业内排名靠前；其次，产品或产品管理人的历史业绩必须出色；第三，合作方拥有良好的 IT 反映速度，即资金结算系统健全，结算处理流程简易高效，从而提升用户便利性和体验；第四，合作方拥有良好的创新性。

图 198　理财通产品选择标准



资料来源：华宝证券研究所

同时，理财通明确公布平台上的产品资金投向，让用户可以了解理财通背后架接的金融产品类型和属性，定期公布其动向与咨询，让用户能够及时了解投资动态。

除此之外，作为开放式的理财平台，除了目前的基金产品外，未来还会和银行、证券、保险等不同的金融机构合作，满足用户多样化的需求，同时理财通不会对某个产品进行默认推荐，用户可根据自身喜好随意选择产品。

2.4.3.分层引导，投资者教育

另一方面，也注重产品匹配的专业性，为了成为更加专业的理财平台，理财通将对客户进行分层引导，对于不同的客户显示不同的页面。

首先，积极对用户进行投资者教育，培养用户的投资知识和风险意识。

随后，在用户成长之后，理财通将通过腾讯大数据对客户进行分层，不同的用户将对接不同的产品。

此外，理财通也聘请外部专业机构对投资者进行教育和金融产品甄别，如与华宝证券合作，推出 2015 年金融市场红宝书——市场上最为专业的金融产品工具书。

2.4.4 社交引爆的理财

从理财通的客户群上看，90 后的力量也不容小觑，据理财通大数据显示，虽然这部分的用户占比不高，却是最为活跃的用户群体，他们虽然正处在工作起步阶段，收入不高，各种支出不少，但他们善于利用互联网，接受新生事物的速度远远大于其他年龄层，灵活、便利、稳定、高收益的互联网理财产品正对了他们的胃口。分城市上看，北上广一线城市居民的投资意愿最为旺盛，其中广东最高，交易额占比为 15%；其次是上海和北京，其相对应的交易额占比分别为 11%和 10%。紧跟其后的是浙江、江苏、山东等发达省份，他们的交易人数和交易额占比较高。这主要是因为，发达城市居民生活节奏快、休闲时间少，且对移动互联网使用和了解程度高。

理财通通过社交应用、口碑相传能够加速产品的普及和推动。首先，通过朋友圈晒收益的方式能够迅速提升产品关注度，微信社区提供了“熟人理财环境”，倘若一个用户的朋友圈都在晒收益，而自己没有，则会产生一种“再不理财就 out 了的感觉”；其次，朋友之间的信任也能够加固用户参与理财的意愿，并且在微信聊天时会加速这种趋势的传播，通过渗透扩大影响。

除赶潮流的年轻用户之外，由于操作便捷，不少年龄偏大的中老年人群也通过理财通进行投资理财，45-60 以上的用户平时连电脑都不爱用的大爷、大妈们，如今也经常在微信朋友圈晒收益。理财通成为了用户之间微信交流的重要谈资。因此，理财社交化的属性，也成为了理财通吸引用户，梳理核心竞争力的重要法宝之一。

2014 年，我国移动产业发展迅猛，移动智能终端设备数已达 10.6 亿。从用户上看，目前中国有超过 5 亿移动互联网用户，位居世界首位，因此可以说，来自移动端的市场容量巨大。因此，未来理财通会继续将移动端作为其发展重点，而微信与手机 QQ 则是理财通的重中之重。

2.4.5.理财，为生活更美好

理财通针对收益为客户营造了更为形象的氛围。例如，在中秋节时，理财通为一位收益为 70 元的客户提示：该收益可以买一桶肯德基全家桶，快在中秋节期间与朋友们分享吧。这样一来，理财通将用户收益以更加生活化的方式展现出来，令投资显得不再那么神秘。

在节日期间，理财通也推出了各式活动。例如，在 2014 年圣诞节之际推出了“点亮圣诞树”活动，在 12 月 22 日至 12 月 30 日 15 时期间，通过活动页面，可进行邀请好友点亮圣诞树游戏，用户体验理财的同时可获得额外奖励；让用户可以在趣味活动中进行理财活动，令理财不再单调。

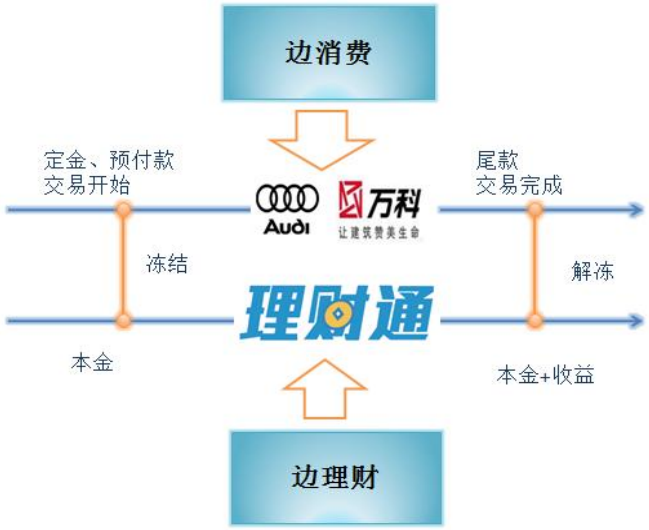
理财通认为，理财是为了让人们拥有更好的生活，因此理财通无时无刻都在为用户挖掘理财创造美好生活的机会。

如 2014 年 9 月理财通和广州万科达成的“购房也理财”活动，通过冻结部分资金达成购房意向，如果确认购买则资金可抵购房首付，如果放弃购买则退回至用户账户，期间资金的增值收益归用户所有。

除此之外，腾讯理财通还推出了和一汽大众奥迪展开品牌跨界合作，推出“奥迪 A3，购车即理财”的合作活动。在理财通指定页面冻结 10000 元理财金、并在活动期间成功购买奥迪 A3 的前 333 名车主即可获得额外超值收益，60 天最高享高达 158%的年化收益率。

理财通充分将理财和生活需要结合，提高用户的生活品质。

图 199　理财通通发展策略



资料来源：华宝证券研究所，腾讯财付通

3.互联网金融产品——权益类

3.1.基金销售篇

2011 年 10 月 1 日正式实施的《证券投资基金销售管理办法(修订稿)》对基金销售的准入资格正式放宽，代销资格不仅对外资银行开闸，一些符合资格的第三方机构也加入到基金代销大军之中。

主要的申请条件为:

1、注册资本或者出资不低于 2000 万元人民币，且必须为实缴货币资本;

2、高级管理人员已取得基金从业资格，熟悉基金销售业务，并具备从事基金业务 2 年以上或者在其他金融相关机构 5 年以上的工作经历;

3、取得基金从业资格的人员不少于 10 人。

这主要是因为，在当时，基金销售主要被银行垄断，银行在为投资者推荐基金时是以能否从中获取更多的申购费与尾随为目的，因此整个基金销售行业呈现出“重首发，轻持续”，“边申购，边赎回”的状态，因此开放第三方销售机构的主要目的在于：打破行业垄断，提供更专业的服务。

根据证监会公布的名单显示，截至 2014 年 12 月 31 日，共有 49 家第三方销售机构获批。目前在第三方基金销售行业中，天天基金网、数米基金网、好买、众禄基金的销售较为突出，其中又以东方财富为业界龙头老大。

3.1.1 基金销量情况

以天天基金网为例，从东方财富网 2013 年年报数据中显示，其旗下的天天基金网在 2013 年全年基金销售总额为 360.89 亿元，占三季度全市场基金销售的 0.34%，其

中活期宝销售额度为 262.85 亿元，即非货币基金销量为 98.04 亿元左右，占全市场非货币销售量的 0.74%。2014 年中报数据显示，天天基金网在 2014 年前半年的基金销售量为 760.85 亿元，占全市场基金销量的 0.78%；其中活期宝的销售额度为 622.07 亿元，即非货币基金销量为 138.78 亿元，占全市场非货币基金销量的 2.78%。从上述数据中可以看出天天基金网在基金销售上成长性较强，仅 2014 半年的销量就是 2013 年全年的一倍，并且在全市场的基金销量上占比也在不断提高。因此可以说互联网金融在基金销量上取得了突飞猛进的增长。

表 112　天天基金网基金销量（单位：亿元）

报告期	东方财富					全市场	
	销售总额（亿元）	占市场	活期宝(亿元)	非货币销量（亿元）	占市场	不包括货币（亿元）	包括货币（亿元）
2013 年年报	360.89	0.35%	262.85	98.04	0.75%	13158.66	104209.5
2014 年中报	760.85	0.78%	622.07	138.78	2.78%	4986.02	96968.31

资料来源：华宝证券研究所 Wind

3.1.2.互联网基金的影响因素：流量与业绩

对于互联网平台而言，网站的销量主要来自于流量。通常我们所说的流量指的是网站的访问量，即网站的“人气”。当网站的访问量上升到一定高度时，客户也随之而来。目前主要的引流方式有以下几种：

1、搜索引擎优化：即通过对网站结构、网站内容、网站外链等方方面面进行优化，以获得在搜索引擎上的排名优势，为网站引入流量；

2、竞价推广：通过购买搜索结果页上的广告位来实现营销目的，例如百度推广中显示的网页。因为搜索引擎只显示用户想要的内容，在此做广告针对性更高，比传统广告更加有效，客户转化率更高；

3、软文推广：将高质量软文投放到新闻、行业、博客、论坛等网站中，获取同行网站的流量。值得注意的是，这类软文的广告意味不能太浓，不能够影响主体。

4、信息推广：通过在高人气的地方投放信息，达到聚拢流量的方法，如百度贴吧等；

5、网摘推广：即通过向网摘推荐文章，被更多的访客看到，达到提高网站流量的目的。需要注意的是，内容标题要新颖、吸引人，有让用户点击的欲望；

6、邮件推广：通过邮件投放的方式，被更多人看到，提高邮件点击率的同时，给网站带来更多流量；

7、“病毒”营销：通过高效的信息传播，例如当今特别火爆的微信广告推广。

但值得注意的是，流量仅仅是替网站带来人流量，接下来网站应该做的，是如何留住客户。以互联网基金销售网站为例，这类网站的目的是销售基金，因此这类网站应该以销售导向为主要目的，引导客户进行基金购买，在这一过程中，客户体验值最为重要。

投资者在互联网基金销售网站上申购基金需要经历开户、绑卡、选购基金等一系列动作。对于使用互联网的用户而言，方便、快捷是他们判断一个网站是否值得继续关注

下去的重要指标，因此开户成功率和绑卡成功率显得尤为重要，其中支付银行的多寡能起到决定性因素。假设一名用户只有招商银行的银行卡，而该网站无法对接招商银行，用户将放弃该网站而选择其他能够绑定招商银行银行卡的网站进行基金交易。

除此之外，基金自身业绩也是销售量的重要决定因素。正如我们前文所说，使用互联网进行基金购买渠道的投资者多以“小白”客户为主，这类客户对基金并无丰富的专业知识，因此他们判断一只基金的好坏通常为基金的短期业绩。根据我们调查，这类投资者最为看重的是一周业绩和一个月的业绩，最长会监测三个月业绩，而人们常说的三年、五年长期业绩则不在这类客户的考核指标中。

3.1.3.互联网基金销售平台未来的发展猜测

目前互联网基金销售平台的龙头老大为东方财富旗下的天天基金网，但我们发现，该行业的护城河并不深。数米基金网在于淘宝理财合作之后销量上升也较快，例如，在2014 年双十一时，数米网在聚划算推出的国投瑞银混基先锋在当日创下 1940 万元的销量。当前互联网基金销售的主要营销模式都在于“费率打折”、“限时免申购费”，但价格战最终将导致恶性竞争，因此我们认为未来互联网基金销售平台的突破点在于：

提供“一站式综合性服务”

以美国 MINT 网站为例，该网站是一个专注于个人财务方面的网站，包括预算管理、财务管理和现金管理等。首先，该网站几乎与美国各大银行均有对接，用户无需记账即可轻松观看自己的账户；其次，在该网站上，用户可实现预算功能，网站根据用户过往的花费情况帮助用户轻松做好下阶段预算。同时为用户显示出在哪一块消费中用户可以削减开支，用户也可以计划一次性开支或者分期付款。同时，从该功能中用户可以看到本月或者本年度的预算中有多少尚未被使用，因此用户可以根据自身需求精确的知道自己可以存下多少现金或者还有多少金额可以被花费。再次，该网站通过用户的消费习惯，进行个性化的定制，帮助客户关注哪些方面可以节省开支和费用。比如，是否可以更换或者升级信用卡或者银行账户；甚至为客户的提供更为专业的房屋贷款计划。随后，网站提供投资等功能，帮助客户实现自己的财务计划。

我们认为，如果这类互联网基金销售企业可以做到 MINT 所做到的一切，用户体验将得到极大的提升，甚至让客户再也无法离开他，提升客户粘性。

拥有为客户量身定制理财方案的能力

证监会开放第三方基金销售的目的之一在于，希望这类第三方机构能够为投资者提供专业的投资建议，切实为投资者着想。因此我们认为未来第三方机构的核心竞争力，除了客户体验之外，还有能否为投资者量身定制理财方案。当这类机构能够为投资者推荐适合他们的基金并且得到用户的赞许后，用户将对该网站产生信任感，增加对该网站的粘性。

定制类产品——FOF

2014 年 7 月证监会发布了《公开募集基金运作管理办法》，在管理办法中，对 FOF 基金做出了规定：投资于其他基金占基金资产 80%的基金为 FOF 基金。我们认为，对于互联网基金销售机构而言，这是他们发展的又一大方向。

互联网基金销售机构拥有大量的投资者购买数据，根据他们的投资习惯以及他们的需求，这类机构可以和券商、基金公司等机构合作开发出适合他们用户的 FOF 公募基金产品。

3.2.与互联网结合的权益类产品

3.2.1.破冰之旅——大数据基金

广发百发 100 指数基金的横空出世可以算的上是互联网金融产品的破冰之旅，因为该产品的出现令互联网金融不仅仅停留在销售上，而是利用互联网优势——将大数据、搜索因子放入权益指数编制中，并且该基金自发行以来取得了不菲的成绩。

值得注意的是，中证百发策略 100 指数使用的搜索因子是互联网用户使用百度搜索引擎搜索相关股票的搜索量，而使用百度投资者以散户为主。根据现有数据统计，A 股市场中个人投资者，即散户占比达到 85%左右，其中又以持仓市值在 10 万以下的小散户为主，因此这类投资者的投资情绪对 A 股市场的影响较大，这也是百发策略 100 指数无论是模拟时期还是实战时期都能表现良好的原因。但未来，如果市场上散户数量逐渐下降而机构数量逐渐上升，则该指数将失去其优势。

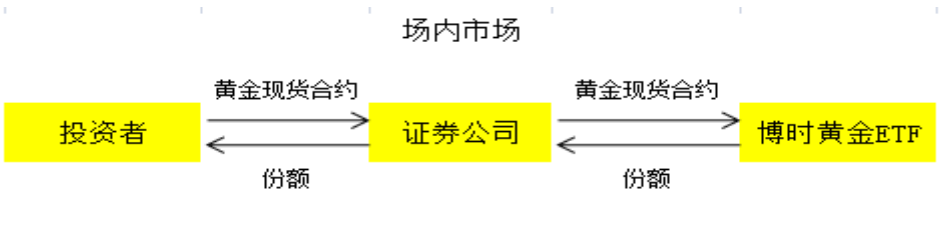
该产品的意义在于：首先，纵观海外指数的编制，并未有将互联网大数据作为选样基础因子引入指数编制方法的指数，因此该产品的出现，令市场上首次出现了拥有“互联网基因”的指数。其次，对于互联网金融产品而言，回归到权益类产品投资才是发展正道。

3.2.2 互联网的延伸——“存金宝”

“存金宝”是支付宝与博时基金联合推出的互联网的黄金存取业务，认购门槛仅 1 元。该产品对接博时基金旗下的博时黄金 ETF 基金，主要投资于黄金交易所的黄金现货合约等品种，其中投资于黄金现货合约的比例不低于基金资产净值的 90%。

如下图所示，在传统的申购模式中，博时黄金 ETF 为场内申购，投资者需通过证券公司使用黄金现货合约进行份额申购。在该过程中，投资者和需要开立证券账户，并且赎回流程是在场内市场中完成的。证券公司因为使用第三方存管，因此可使用的银行卡并不多，除此之外，投资者在开立证券账户时身份验证较为麻烦，因此对于投资者而言便利性不高。

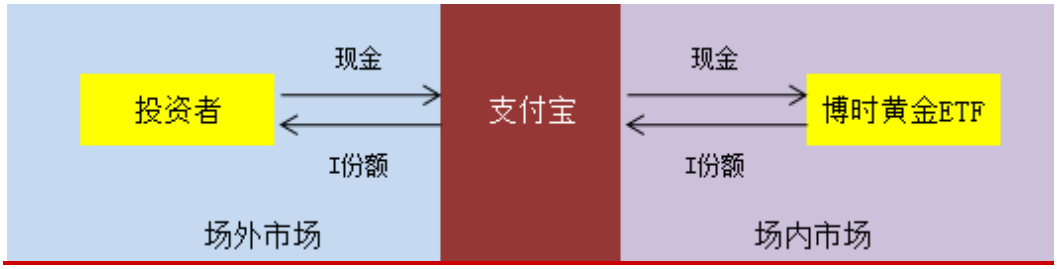
图 200　传统博时黄金 ETF 申购模式



资料来源：华宝证券研究所

而“存金宝”的出现，则打破了这一交易模式。如下图所示，支付宝成为了打通场内市场和场外市场的桥梁。投资者可在场外将现金放进支付宝，支付宝将现金换成博时黄金 ETF 的 I 份额，与场内市场的博时黄金 ETF 合并操作。可以说，投资者无需开立证券账户即可参与场内市场中的博时黄金 ETF 投资。除此之外，因支付宝是第三方支付，对接多种银行卡，使用较为方便。而投资者在此时也只需开立基金账户即可，身份验证较为简单，用户体验大大提高。

图 201　存金宝申购博时黄金 ETF 模式



资料来源：华宝证券研究所

其意义有三：第一，打通场内外市场。博时黄金 ETF 本是场内产品，投资者需要证券账户才可进行投资，而“存金宝”令投资者无需开立证券账户，在场外也可进行场内产品投资，可以说互联网起到了交易所的延伸作用。第二，加入互联网销售模式，低门槛投资，令中小投资者也能参与黄金投资加上支付宝的强大销售渠道，有利于该产品未来规模的增长。第三，扩大“宝宝”类产品类别。令宝宝类产品除货币基金外还能挂钩另类投资产品，令黄金投资不再遥不可及。

3.2.3 互联网权益类产品未来发展

目前拥抱大数据的权益类产品仅广发百发 100 指数基金，但我们认为，投资者们除了在百度这一搜索引擎上留下投资思路，他们也在东方财富的股吧、新浪财经等互联网平台上留下痕迹。因此我们认为，未来新浪财经、东方财富股吧均可与基金公司合作，提供大数据，开发出拥抱大数据的产品。

未来市场上将出现将各平台、论坛的搜索因子、论坛评论好坏数量因子作为编制方法的指数，因此类似于广发百发 100 的产品数量将增加。

根据近期的数据发现，虽然 A 股市场仍是散户的市场，但机构投资者的数量和比例也在逐步增加，这类投资者对股票的研究更多的来自于数据库——Wind、恒生聚源、同花顺等。当机构投资者在 A 股市场的占比大幅超过个人投资者时，指数公司可以与 Wind、恒生聚源等数据库公司合作，编制出以机构情绪为向导的指数，并与基金公司合作发行基金产品。

4.商品、股权类产品——众筹

众筹（crowd-funding）：指用团购+预购的形式，向网友募集项目资金的模式。众筹利用互联网和 SNS 传播的特性，让小企业，艺术家或个人对公众展示他们的创意，争取大家的关注和支持，进而获得所需要的资金援助。现代化众筹指通过互联网方式发布筹款项目并筹募资金。相对于传统的融资方式，众筹更为开放，能否获得资金也不再

是由项目的商业价值作为唯一标准。只要是网友喜欢的项目，都可以通过众筹方式获得项目启动的第一笔资金，为更多小本经营或创作的人提供了无限的可能。

众筹特征：低门槛+多样性+草根+创意。

任何人只要有想法有创造能力都可以发起众筹项目，项目包括设计、科技、音乐、影视、摄影等。当这些项目存在可操作性时，无需风投参与，草根民众也可贡献一份自己的力量，成为项目的支持者。

众筹平台可以分为以下四类：

图 202　众筹的四种模式



资料来源：华宝证券研究所

债权类众筹同前文介绍的 P2P，因此下面将不再做单独分析。

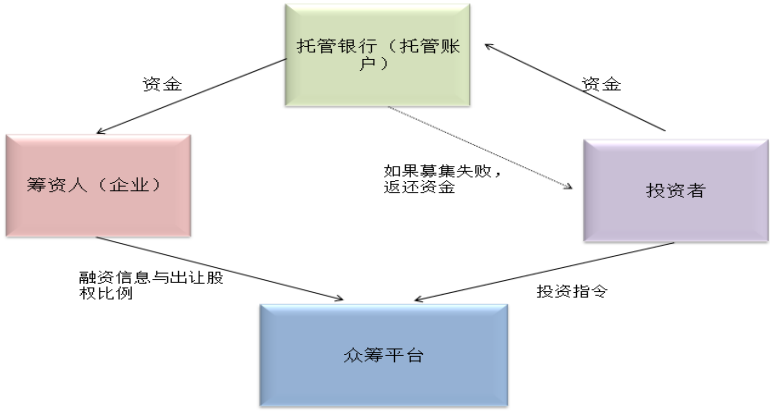
4.1 投资模式——股权众筹

4.1.1.股权众筹运作模式

股权众筹是指，公司出让一定比例的股份，面向普通投资者，投资者则通过投资入股公司，以获得未来收益。这种基于互联网渠道而进行融资的模式被称作股权众筹。

在众筹运营当中，主要参与人包括筹资人、出资人、众筹平台和托管人（仅部分平台有）。筹资人通过众筹平台发布企业项目融资信息以及可出让的股权比例；出资人利用在线支付等方式在中从平台上对自己觉得有投资价值的创业企业或项目进行小额投资，待筹资成功后，出资人获得创业企业或项目一定比例的股权；托管人保证各出资人的资金安全，以及出资人资金切实用于创业企业或项目和筹资不成功的及时返回，众筹平台一般都会制定专门银行担任托管人，履行资金托管职责。

图 203　股权众筹运作模式



资料来源：华宝证券研究所

在 2014 年 12 月 18 日之前，股权众筹并无监管办法，因此股权众筹非法吸收公众存款的风险。根据 2010 年 2010 年 12 月《最高人民法院关于审理非法集资刑事案件具体应用法律若干问题的解释》中规定：违反国家金融管理法律规定，向社会公众（包括单位和个人）吸收资金的行为，同时具备下列四个条件的，除刑法另有规定的以外，应当认定为刑法第一百七十六条规定的“非法吸收公众存款或者变相吸收公众存款”。

1、未经有关部门依法批准或者借用合法经营的形式吸收资金；

2、通过媒体、推介会、传单、手机短信等途径向社会公开宣传；

3、承诺在一定期限内以货币、实物、股权等方式还本付息或者给付回报；

4、向社会公众即社会不特定对象吸收资金。

而目前大量的股权众筹网站对投资人没有限制要求，不限制人数以及不限制起投金额，这类平台存在较大的非法集资法律风险。

2014 年 12 月 18 日，中国证券业协会公布了有关股权众筹的监管办法。

4.1.2.法律许可：《私募股权众筹融资管理办法（试行）》

2014 年 12 月 18 日，中国证券业协会公布了《私募股权众筹融资管理办法（试行）（征求意见稿）》（以下简称《管理办法》）。该征求意见稿就股权众筹监管的一系列问题进行了初步的界定，包括股权众筹非公开发行的性质、股权众筹平台的定位、投资者的界定和保护、融资者的义务等。

对于股权众筹平台的定位，《管理办法》规定，股权众筹平台是指通过互联网平台（互联网网站或其他类似电子媒介）为股权众筹投融资双方提供信息发布、需求对接、协助资金划转等相关服务的中介机构。股权众筹平台应当在证券业协会备案登记，并申请成为证券业协会会员。平台必须对投融资双方进行实名认证，对用户信息的真实性进行必要审核。

在投资者的界定和保护上，融资者和投资者应当为股权众筹平台核实的实名注册用户。融资者应当为中小微企业或其发起人，必须向股权众筹平台提供真实、准确和完整的用户信息，保证融资项目真实、合法。融资者不得公开或采用变相公开方式发行证券，

不得向不特定对象发行证券，不得向投资者承诺投资本金不受损失或者承诺最低收益，不得同一时间通过两个或两个以上的股权众筹平台就同一融资项目进行融资，在股权众筹平台以外的公开场所发布融资信息。

投资者是《私募投资基金监督管理暂行办法》规定的合格投资者；投资单个融资项目的最低金额不低于 100 万元人民币的单位或个人；净资产不低于 1000 万元人民币的单位；金融资产不低于 300 万元人民币或最近三年个人年均收入不低于 50 万元人民币的个人。

《管理办法》为股权众筹提供了法律依据，让股权众筹成为互联网金融中首个纳入正式监管的领域。同时，众筹项目不限定投融资额度，风险自担，平台的准入条件较为宽松，实行事后备案管理。

4.1.3.股权众筹的发展方向

《管理办法》明确规定股权众筹应当采取非公开发行方式，并通过一系列自律管理要求以满足《证券法》第 10 条对非公开发行的相关规定：一是投资者必须为特定对象，即经股权众筹平台核实的符合《管理办法》中规定条件的实名注册用户；二是投资者累计不得超过 200 人；三是股权众筹平台只能向实名注册用户推荐项目信息，股权众筹平台和融资者均不得进行公开宣传、推介或劝诱。

《管理办法》中指出，投资单个融资项目的最低金额不低于 100 万元人民币，因此小额投资者将无缘股权众筹。

我们认为，未来股权众筹将朝规范化发展，一些审核不严格、向不特定对象吸收资金的平台将被市场与法律淘汰。

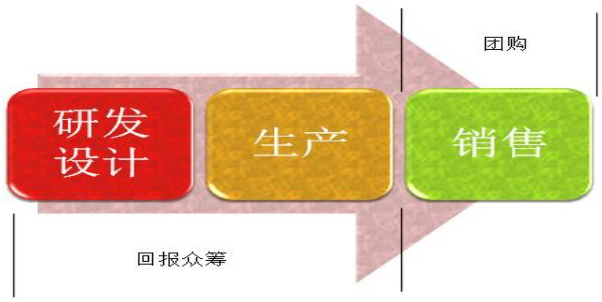
同时，《管理办法》的出台将有利于券商的发展，《管理办法》规定证券经营机构可以直接提供股权众筹融资服务，在相关业务开展后 5 个工作日内向证券业协会报备。拥有强大互联网平台的券商将获益于该业务。除此之外，券商具有较强的公信力，券商旗下的众筹平台将在未来有较大的发展。

4.2.购买模式：回报众筹与捐赠众筹

4.2.1 回报众筹

回报众筹一般指的是预售类的众筹项目，与团购较像，但存在不同之处。首先，传统概念的团购和回报众筹主要区别在于募集资金的产品、服务发展的阶段。回报众筹指的是仍处于研发设计或生产阶段的产品或服务的预售，团购则更多指的是已经进入销售阶段的产品或服务的销售。回报众筹面临着产品或服务不能如期交货的风险。其次，回报众筹与团购的目的存在相同：回报众筹主要为了募集运营资金、测试需求筹集资金，而团购则是为了达到销售目的。

图 204　回报众筹与团购区别



资料来源：华宝证券研究所

以追梦网为例，该网站旗下的众筹产品均为商品。例如自制 LOL 桌游版，啦啦啦德玛西亚项目，该项目的众筹金额共分为四个档：第一档为 100 元，选择该档位的投资者将得到 PLAN B 桌游套装一份；第二档为 150 元，选择该档位的投资者将得到 PLAN A 桌游套装一份；第三档为 200 元，将得到 PLAN A 和 PLAN B 桌游套装各一份；第四档为 3 万元，投资者将成为该游戏组成员。

图 205　追梦网众筹项目



资料来源：华宝证券研究所，追梦网

与股权众筹相比，回报众筹不存在非法集资的法律风险。因为回报众筹项目不能够以股权或是资金作为回报，项目发起人更不能向支持者许诺任何资金上的收益，必须是以实物、服务或者媒体内容等作为回报，对一个项目的支持属于购买行为，而不是投资行为。

4.2.2 捐赠众筹

捐赠众筹是一种不计回报的众筹。捐赠众筹主要用于公益事业领域，捐赠众筹模式下支持者对某个项目的出资支持更多表现的是重在参与的属性或精神层面的收获，支持者几乎不会在乎自己的出资最终能得到多少回报，他们的出资行为带有明显的捐赠和帮助的公益性质。

以微公益中的爱加餐项目为例，该项目每天为贫困地区学生提供一份营养加餐，而每份营养加餐仅需 3 元，捐赠者可选择捐赠营养加餐的份数进行捐赠。这些捐款将直接用于为贫困地区学生营养加餐项目。

图 206　微公益众筹项目



资料来源：华宝证券研究所，微公益

然而捐赠众筹也存在法律风险：根据《合同法》第 185 条的规定，赠与是赠与人将自己的财产无偿给予受赠人、受赠人表示接受的一种行为，这种行为的实质是财产所有权的转移。因此，从法律的角度分析，规范的赠与当然不存在任何民事、刑事法律风险。目前，在实务操作中，捐赠众筹的法律风险主要来自两个方面：一是项目信息虚假，二是募集资金使用不透明。如果众筹平台没有尽勤勉的审查义务，致使部分虚假项目上线接受捐赠，甚至自行编造虚假项目接受捐赠，或者虽然项目真实但未将捐赠资金合理使用，则项目发起人可能涉嫌集资诈骗罪。

5.结束语：绽放火花般的美丽

在互联网技术迅猛发展的今天，建立在互联网技术支持和银行也的移动支付需求的基础上，互联网金融以惊人的速度迅速发展。对于传统的金融行业来说，即是挑战，也是机遇。

互联网金融抓住了现代服务业的盲区，即信息不对称，信息量少；而互联网给人类相互之间的沟通带来了便捷，它使人与人之间的沟通实现了跨地域化，商业跨地域化，信息传播速度更快，成本更低，而这些优势是传统金融服务模式所不具备的。因此，互联网金融是未来金融业务发展的必然趋势，并且将逐渐取代传统金融服务行业成为主要金融服务模式。

5.1 加强监管，提供良好的发展环境

目前横跨在互联网之前的最大阻碍是监管不力，除 2014 年 12 月 18 日证券业协会发布的《私募股权众筹融资管理办法（试行）（征求意见稿）》之外，并无其他的监管文件与法律文件出台，这才导致了 P2P、票据理财等野蛮生长的行业怪相。2015 年 1 月 20 日，银监会设立普惠金融工作部，将涉及网贷监管业务。因此，展望 2015 年，我们认为互联网金融行业将迎来一波监管潮，随着监管潮的爆发，理财网站也将得到规范发展。

5.2 大数据的应用

除了金融服务行业，互联网金融所带来的“大数据”也将为金融产品设计带来极大的帮助，丰富权益类产品的种类，为投资者提供更多的投资标的。

除广发百发 100 外，南方基金也新浪财经、深证信息公司三强联手发布的以互联网大数据为特色因子的策略系列指数——i100 指数(399415)、i300 指数(399416)，指数于 9 月 12 日在深交所正式挂牌，博时基金公司也与互联网巨头蚂蚁金服（阿里旗下支付宝）合作，推出了中证淘金大数据 100 指数，成为首条使用蚂蚁金服旗下金融信息服务平台提供的交易型趋势统计数据的指数，未来越来越多基于大数据的基金产品也会陆续与投资者见面。这些产品的出现，令市场上首次出现了拥有“互联网基因”的基金产品，也为金融产品的设计开拓出了新的方向。

5.3.颠覆现有交易模式

在互联网金融出现之前，场内市场与场外市场完全独立，场外投资者想要投资场内产品，一定要开立证券账户，投资流程较为繁琐。

“存金宝”的出现打破了这一现象，博时黄金 ETF 开设了 I 份额，令投资者在场外也可投资于场内产品。未来，我们认为这类产品将陆续出现。

对于投资者而言，首先，无需开立证券账户即可参与场内产品的投资，增加了交易的便利性。对于基金公司而言，他们的场内产品在场外也可进行申购，有利于他们进一步开拓市场，增加基金规模。对于交易所而言，互联网起到了延伸交易所的作用，打通场内外市场，令整个金融市场得以更加流通。

5.4.金融服务互联网化

以往人们获取金融信息的方式往往来自于自身开户证券公司的行情交易软件，或大智慧等。这类软件通常有一个特点：大而全，但不精；并且分为机构版和个人版，在个人版客户端上许多经过提炼的数据是没有的。因此对这部分投资者而言，他们的需求在于如何能够简单获取到及时有效的数据。

因此，以集思路、华宝证券旗下的专业理财平台——投客网为代表的网站显现出来，他们可为投资者提供专业的经过提炼的数据，例如分级基金折溢价率等，让投资者可以轻松选择溢价率过高或者折价率过高的分级基金，及时进行套利操作，为投资者获取大量投资收益。投客网上刊登了大量华宝证券研究所的研究报告，投资者可依据专业的研究报告进行知识的积累，并且根据研究报告上的投资建议，加上自身情况，进行投资活动，获取投资收益。

我们可以看到目前许多信托公司推出了自己的手机 APP，投资者只需下载 APP，即可随时查阅自己的投资信息。除此之外，市场上还出现了许多信托 APP，搜集全市场的数据为投资者提供信托产品信息，让投资者可以根据自身的需求选择信托产品进行投资。

除此之外，我们知道使用互联网的许多投资者都是“小白”用户，他们对金融产品认识不够，虽然在理财平台上常常会有投资者教育板块，提供简单的金融知识理论，但对

这些用户而言，依旧较为专业。因此他们需要有专人对他们进行引导，例如淘宝店中的“小二”。未来我们认为，这类理财平台都将配备专业的金融产品“导购员”，与客户进行一对一的沟通，为他们讲解金融知识，根据他们的需求为他们选择金融产品。

我们认为，未来上述这些专业的理财网站、APP 将越来越多的涌现出来，为投资者提供丰富的信息，为投资者做决策贡献一份力量。

5.5.微众银行——为平静的湖面投下一块巨石

近日，微众银行悄悄开始试营业，但目前 PC 端的微众银行与刚上线时并没有多大的变化，其业务尚未正式展开。对于微众银行，我们认为其以后的运营模式将是：首先，缩短审批流程，秒速办理各类小额贷款业务。第二，采用二维码支付等支付方式，无卡办理各种业务，但就目前的监管环境而言，这一点还需要较长的路要走。第三，利用大数据分析，为客户提供量身定制金融服务方案，达到个性化服务的效果。

微众银行的出现，是为平静的金融市场投下一块巨石。对于用户而言，实现互联网化的银行将更加方便、快捷，办理业务无需去营业网点，只要在有网络的地方均可进行。互联网精神中最为看重的是提高客户体验，因此我们认为微众银行能够让客户真正在金融该服务上感受到“宾至如归”。

微众银行，采用大数据、网络征信体系，分析过程更加快捷，令用户更加快速的办理所需业务。

总而言之，当金融遇到互联网，互联网先进的技术与庞大的用户群得以令更多的人参与金融投资中，也令金融产品传播更广。当互联网遇上金融，金融那灵活与强大产品设计能力令互联网的发展空间更为广阔。两者的结合令一切，皆有可能。

三、 ETP 及金融衍生品市场

（一）2014 年场内基金年度报告

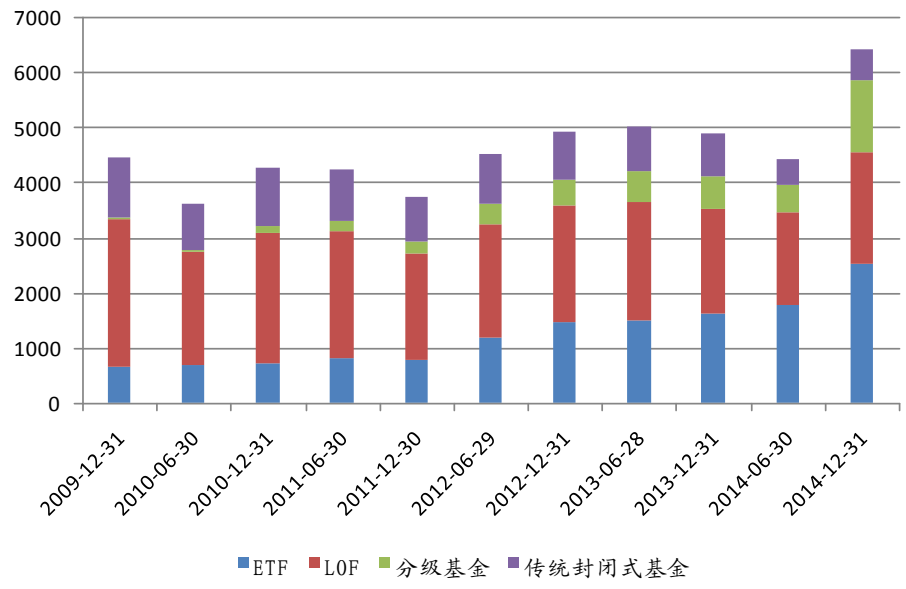
1.2014 年 ETP 市场回顾

1.1.2014 年 ETP 市场概述

2014 年 ETP 市场的规模实现了巨大的增长，规模的增长主要集中在下半年。下半年，随着行情的启动，分级基金场内规模迅速增长约 820 亿。ETF 规模在大盘蓝筹 ETF 的带领下，规模上升约 760 亿，略低于分级基金的规模增速。LOF 的规模上半年下降较多，但下半年实现了一定的反弹。而传统封闭式基金的规模随着封闭式基金的逐渐到期逐步缩小。

2014 年 ETP 的发展呈现出以下几种趋势：首先，ETP 品种更加丰富，德国 DAX、沪港通跨境 ETF，城投 ETF 相继出现；其次，ETP 行业化趋势延续，军工证券环保等分级基金、非银和 TMT 行业 ETF 也踏上舞台。

图 207 ETP 市场规模走势



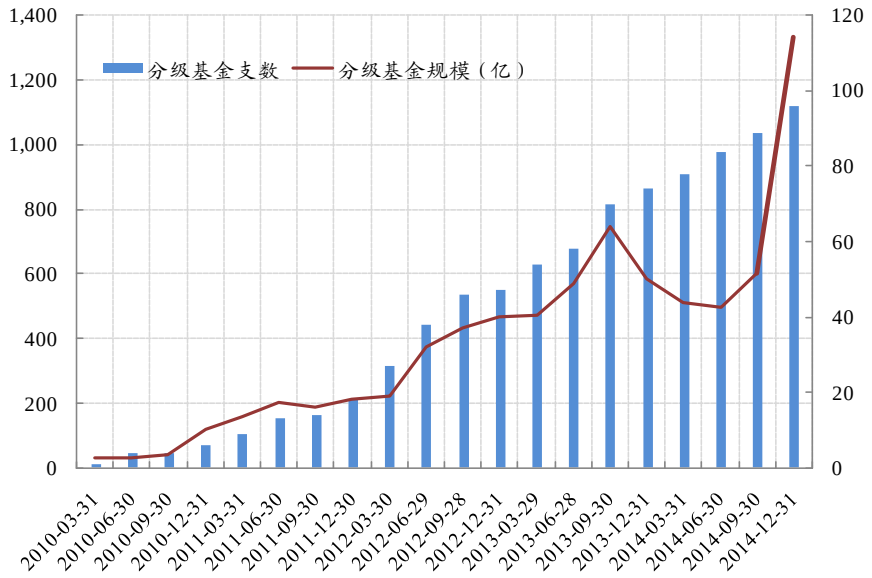
数据来源：华宝证券研究所，Wind 资讯

1.2.行业分级带动下市场规模暴增

2014 年，发行在外的分级基金共有 96 只。其中，股票型分级基金共有 65 只，债券型分级基金（包含 3 只转债分级基金）共有 31 只。2014 年新发行分级基金 22 只，比去年少 5 只。

截止到 2014 年 12 月 31 日，场内分级基金的规模达 1370 亿，较去年年底 621 亿上升超过一倍。其中，股票类分级基金规模增至 1140 亿，债券类分级基金规模增至 192 亿。截止到 2014 年底，分级基金平均规模为 14.26 亿，扭转了 4 年来平均规模下降的趋势，较 2014 年底大幅上涨 5.87 亿。

图 208　场内分级基金历史规模（截止到 2014 年 12 月 31 日）



数据来源：华宝证券研究所，Wind 资讯

表 113　各类型分级基金规模（截止到 2014 年 12 月 31 日）

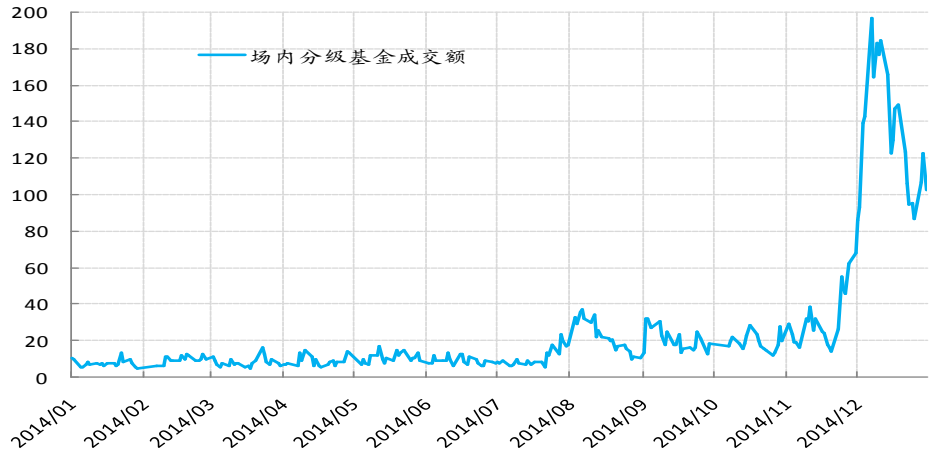
运作方式	股票分级（亿）	债券分级（亿）	指数分级（亿）
开放式(无到期日)	49.2	1.6	999.8
开放式（有运作期）	——	11.1	47.2
封闭式	——	8.8	——
半封闭式	43.8	170.5	——

数据来源：华宝证券研究所，Wind 资讯

在 2014 年之前发行的分级基金之中，总规模下降最大的当属银华深证 100，其规模下降了 68.7 亿。规模上升最多的是国泰医药卫生，其规模上升了 79.9 亿。信诚中证 800 金融规模也上升了 69.5 亿。

此外，伴随着年底行情的启动，分级基金的场内成交额从以往的 20 亿到一度超过 100 亿。

图 209　2014 年分级基金成交量走势（截止到 2014 年 12 月 31 日）



数据来源：华宝证券研究所，Wind 资讯

在分级基金产品的品种方面，继 2013 年发布了第一只真正意义上的行业分级——国泰国证地产指数分级基金之后，2014 年行业分级的发行彻底井喷。上半年共发行行业分级 6 只，下半年发行行业分级 11 只，全年共发行 17 只。其涉及到的行业主要包括证券，军工，环保，计算机，地产，食品饮料，传媒等。其中证券，军工板块的对应分级规模增长最为迅猛。

表 114　2014 年新发行的行业分级基金

基金代码	基金简称	基金成立日
163113	申万菱信申万证券行业分级	2014-03-13
161024	富国中证军工	2014-04-04
160626	鹏华中证信息技术	2014-05-05
160625	鹏华中证 800 证券保险	2014-05-05
163114	申万菱信中证环保产业	2014-05-30
163115	申万菱信中证军工	2014-07-24
161025	富国中证移动互联网	2014-09-02
164304	新华中证环保产业	2014-09-11
160628	鹏华中证 800 地产	2014-09-12
160222	国泰国证食品饮料	2014-10-23
160630	鹏华中证国防	2014-11-13
161720	招商中证证券公司	2014-11-13
161721	招商沪深 300 地产	2014-11-27
165522	信诚中证 TMT 产业	2014-11-28
160629	鹏华中证传媒	2014-12-11
161026	富国国企改革	2014-12-17

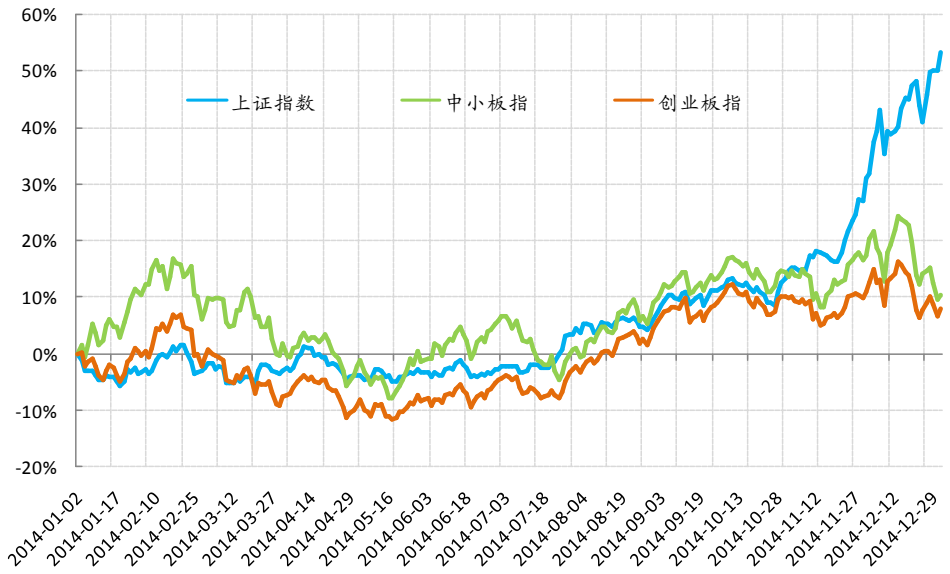
数据来源：华宝证券研究所，Wind 资讯

2.2014 年基础市场与 ETP 走势

2.1.2014 年权益类市场走势总览

2014 年 A 股先抑后扬。截止 2014 年 12 月 31 日，上证指数全年上涨 52.87%，成交额突破 37 万亿，创历史新高。深证成指年内上涨 35.6%。A 股扭转了四年来全球主要资本市场中表现相对较差的尴尬境地：在包括美股三大股指、欧洲三大股指、日经 225 指数以及香港恒生指数等全球主要资本市场中，5 年来首度领涨全球。这轮上涨具有明显的蓝筹风格，在大盘持续飘红的过程中中小盘表现低迷，结束了之前持续的大涨行情：创业板指年内涨幅仅有 12.83%，中小板指年内涨幅仅有 9.67%。

图 210　2014 年 A 股大小盘走势



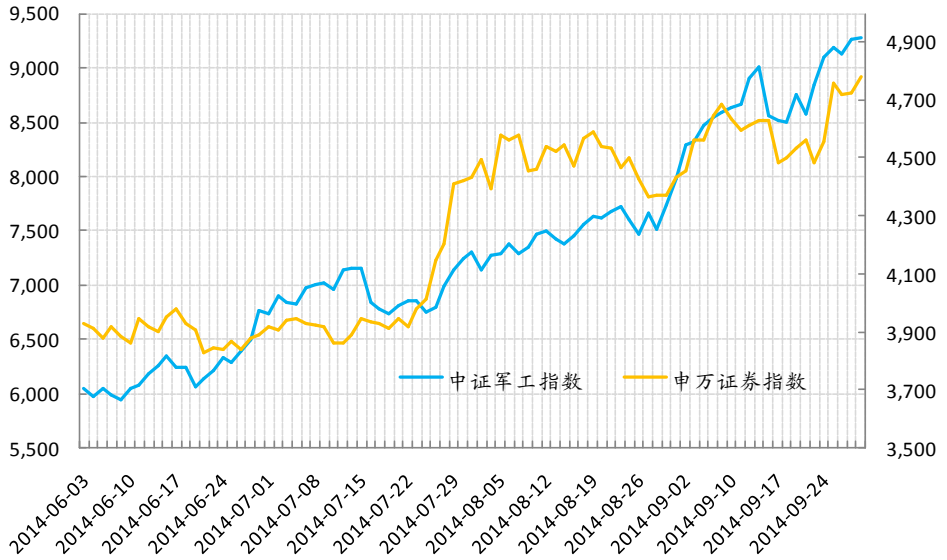
数据来源：华宝证券研究所，Wind 资讯

2.1.1.上半年窄幅震荡，三季度板块亮点频现

回顾 2014 年，上半年大盘走势趋势不甚明朗，上证综指不断在 1974 点到 2200 点之间徘徊。也创下了半年度振幅最窄的记录。

但是在这轮调整之中局部依然有着不少亮点：5 月份在券商创新大会和沪港通的预期下券商板块渐渐升温。到了 7 月下旬在军工科研院所改制和沪港通预期下军工、证券板块带动大盘走强，截止到 10 月份之前，军工板块以近五成的涨幅位列 A 股第一。

图 211　三季度军工证券行业指数走势



数据来源：华宝证券研究所，Wind 资讯

自六月初至九月底，中证军工指数从 6050 点大幅上涨到 9270 点，涨幅达 53.2%；申万证券指数从 3931 点大幅上涨到 4782 点，涨幅达 21.6%。在这波结构化的行情当中，大盘也实现了一定的涨幅。

2.1.22014 年底券商领衔大盘暴涨

进入 11 月下旬，央行降息，市场开始暴涨，股市的逻辑已经由基本面转向政策宽松和经济改革预期，市场的上涨伴随着融资融券规模剧增，牛市在杠杆的撬动下进一步加强。

券商板块在年末的行情之中领涨。截止到 12 月 19 日，两融余额高达万亿。随着两融业务的爆发式增长，券商营收也明显增强；此外，A 股的这波上涨伴随着巨大放量，12 月的第三周，沪深两市成交量达 4.3 万亿，经纪业务的巨大增长奠定了券商 2014 年巨大的盈利。三季度季报显示券商的业绩已经大幅改善。而沪港通落地以及券商场外衍生品业务的频频展开也给未来券商的盈利模式带来了巨大的想象空间。这一切在降息的牵引之下带来了券商板块的气势如虹。券商板块作为一个权重板块，其崛起会加重加深行情上涨的趋势。

2.2 基础市场走势对权益类分级的影响

2.2.1.板块轮动造就行业分级表现优异

在三季度的结构化行情之中，板块的轮动造就了行业分级的优异表现。然而，其意义不仅止于此，三季度的优秀表现多多少少完成了一些行业分级的投资者教育：在更大波行情到来之时，可以通过分级 B 跟踪暴涨的板块。

在 7 月份仅一个月之中，申万证券行业指数上涨 12.5%，证券 B 涨幅更是高达 44%，而同期上证指数涨幅只有 6.6%。证券 B 场内规模从 7 月初的 1.41 亿到 7 月底迅速扩

张到 4.10 亿。此外，从 6 月 20 日到 9 月末，中证军工指数上涨 51.1%，军工 B 涨幅高达 75.7%，而同期上证指数仅上涨 16.7%。军工 B 的场内规模也从 6 月 20 日的 0.85 亿上涨至 9 月 11 日的 11.25 亿。此外，在七月下旬到八月上旬中的行情中，招商中证大宗商品B表现极为出色，在7月22到8月8日的14个交易日里，其涨幅达到58.76%。

在年末的行情之中，行业分级更是轮番领涨。在年底的两个月中，证券 B 上涨 337.3%，证保 B 上涨 166.7%。相较于行业分级 B，大盘宽基分级 B 相对而言表现平庸。从表中可以得知，截止到 12 月 31 日，规模较大的分级基金中涨幅较大的多为行业分级。

表 115　年末行情中涨幅居前的分级基金（11.1-12.31）

基金简称	区间涨幅（%）
申万菱信申万证券行业分级 B	337.31
鹏华中证 800 证券保险 B	273.25
信诚中证 800 金融 B	166.69
国泰国证房地产 B	92.76
国联安双禧中证 100B	88.52
鹏华中证 800 地产 B	74.22
银华锐进	69.39
信诚沪深 300B	66.03

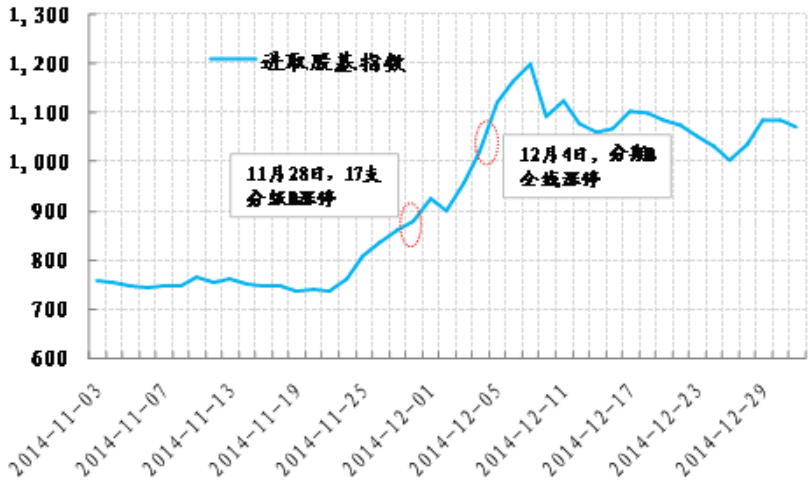
数据来源：华宝证券研究所，Wind 资讯

2.2.2 行情暴涨致使分级 B 上演“涨停潮”

伴随着 A 股的巨大行情，分级基金自 11 月以来博取了众多的眼球。不仅是机构投资者越来越多的关注乃至思考分级 B 所可能带来的机会，个人投资者也想要通过分级 B 撬动更大的收益。在大盘的走强下，分级 B 行情火爆异常。

继 11 月 28 日 17 只分级 B 涨停之后，12 月 4 日大盘涨逾 4%，分级 B 上演“涨停潮”：多达 60 多只分级 B 集体涨停，跟踪 53 只被动权益类分级基金 B 端的进取股基指数涨停。涨停品种对应不同类型板块，既有受益于资源有色板块上涨的商品 B，资源 B；也有持续大涨的证券板块对应的分级 B，如招商证券 B，鹏华证保 B；甚至还有前期受到相对较少关注的创业板 B，中小板 B。之后，跟踪所有分级 B 的进取股基指数（H30265）在 11，12 月共上涨了 41%。资金对杠杆基金的追求达到了高潮。

图 212　行情启动后进取股基指数走势



数据来源：华宝证券研究所，Wind 资讯

2.2.3.分级基金历史上首次大面积上折

行情的火爆也使得分级 B 频频上折。这是自分级基金诞生以来第一次如此大面积的发生上折。例如，申万菱信申万证券行业 B 的净值在 11 月 25 日高达 2.06（一个月前净值仅 1.28）从而发生不定期上折。12 月 8 日，其净值再度达到 2.21，并再度发生上折。伴随着金融板块的整体上涨，信诚中证 800 金融 B 的净值在 12 月 4 日也高达 2.05 并发生上折。12 月 9 日金融证券板块全面涨停，4 只对应分级 B 发生上折。在这波行情中其他发生上折的分级 B 还有富国军工 B，鹏华证保 B，招商可转债 B 等。

表 116　行情启动以来各分级 B 上折次数（截止到 12 月 31 日）

基金代码	分级基金 B	上折次数	上折日期	
150144	银华中证转债 B	1	2014/12/9	
150158	信诚中证 800 金融 B	1	2014/12/5	
150165	东吴中证可转换债券 B	1	2014/12/9	
150172	申万菱信申万证券行业 B	2	2014/12/9	2014/11/26
150178	鹏华证券保险 B	1	2014/11/27	
150182	富国中证军工 B	1	2014/10/9	
150189	招商可转债 B	1	2014/12/9	
150072	中欧盛世成长 B	1	2014/8/27	

数据来源：华宝证券研究所，Wind 资讯

2.2.4.年末行情中分级基金格局深变

除了行情转好以外，分级基金受到热捧还受到其他原因的影响。首先，货币基金自下半年以来吸引力逐渐下降，收益率的逐渐降低使得其规模逐渐下降。除此之外，随着投资者对于分级基金的日渐了解，投资分级基金的障碍也逐渐扫清。

在这波轰轰烈烈的行情之中，分级 B 在牛市中的杠杆效应带来了诸多散户的入场，在散户投资者眼中，分级 B 具有以下优势：约定收益率比融资融券成本更低（实际融资成本应该是隐含收益率），分级 B 的行业指数特征可以避开个股风险。在大妈小白的推

动下，最终造成分级 B 大面积的高溢价率，市场一度遍地出现整体溢价率超过 30%的分级基金。在这波行情中，随着散户的大量入场，分级基金公司格局发生彻底变化。随着板块的轮动，设计讨巧的行业分级迅速抢占了大量的市场份额，分级基金的市场格局也变得更加分散化和平衡。

表 117　主流分级基金公司场内规模和旗下基金场内规模表（截止 2014-12-31）

基金公司	基金公司规模排名	公司场内规模（亿）	旗下基金	基金规模排名	基金规模	A 份额（亿）	A 净值	B 份额（亿）	B 净值
申万菱信基金	1	314.61	申万菱信证券行业分级	1	205.60	92.12	1.05	92.12	1.18
			申万菱信中证环保产业	8	38.75	15.61	1.04	15.61	1.45
			申万菱信深证成指分级	9	38.63	26.16	1.11	26.16	0.36
			申万菱信中小板	15	19.42	9.16	1.04	9.16	1.08
			申万菱信中证军工	21	12.21	4.89	1.03	4.89	1.47
富国基金	2	175.46	富国中证军工	2	108.06	53.60	1.00	53.60	1.01
			富国国企改革	10	34.57	17.18	1.00	17.18	1.01
			富国创业板指数分级	12	25.87	12.40	1.07	12.40	1.02
			富国中证移动互联网	31	6.96	3.28	1.00	3.28	1.12
国泰基金	3	125.10	国泰国证医药卫生	4	83.32	39.56	1.07	39.56	1.04
			国泰国证房地产	14	24.86	8.21	1.07	8.21	1.96
			国泰国证食品饮料	17	16.93	7.58	1.01	7.58	1.22
银华基金	4	118.15	银华深证 100	3	101.06	53.81	1.06	53.81	0.82
			银华中证等权重 90	26	10.39	3.81	1.07	3.81	1.66
			银华中证内地资源主题	33	3.47	1.08	1.07	1.62	1.43
			银华沪深 300 分级	38	1.59	0.54	1.01	0.54	1.92
			银华中证转债	41	0.74	0.37	1.01	0.16	2.39
			银华恒生 H 股	49	0.46	0.20	1.01	0.20	1.29
			银华消费主题分级	52	0.38	0.06	1.07	0.24	1.33
			银华中证 800 等权重	65	0.06	0.02	1.01	0.02	1.70
信诚基金	5	110.05	信诚中证 800 金融	6	69.77	30.07	1.00	30.07	1.32
			信诚中证 800 医药	22	11.33	5.39	1.00	5.39	1.10
			信诚中证 800 有色	25	10.85	5.05	1.00	5.05	1.15
			信诚中证 500 分级	27	9.65	3.76	1.06	5.63	1.01
			信诚沪深 300 分级	29	8.08	3.32	1.00	3.32	1.43
			信诚中证 TMT 产业	53	0.37	0.20	1.01	0.20	0.91
招商基金	6	104.52	招商中证证券公司	5	73.53	31.61	1.01	31.61	1.32
			招商中证大宗商品	18	16.46	8.94	1.07	8.94	0.78
			招商可转债	23	11.09	6.05	1.00	2.59	1.94
			招商沪深 300 高贝塔	35	2.79	1.08	1.00	1.08	1.59
			招商沪深 300 地产	44	0.65	0.28	1.01	0.28	1.34
鹏华基金	7	85.99	鹏华中证 800 证券保险	11	32.98	11.31	1.01	11.31	1.91
			鹏华中证 A 股资源产业	16	17.65	6.99	1.06	6.99	1.46
			鹏华中证国防	19	16.08	8.11	1.01	8.11	0.98

			鹏华中证 800 地产	24	11.59	4.10	1.02	4.10	1.81
			鹏华中证信息技术	32	4.47	1.83	1.04	1.83	1.40
			鹏华中证传媒	34	3.21	1.68	1.00	1.68	0.91
国投瑞银基金	8	51.00	国投瑞银瑞福深证 100	7	49.18	36.46	1.02	36.46	1.35
			国投瑞银瑞和 300	36	1.82	0.65	1.28	0.65	1.53

数据来源：华宝证券研究所，Wind 资讯

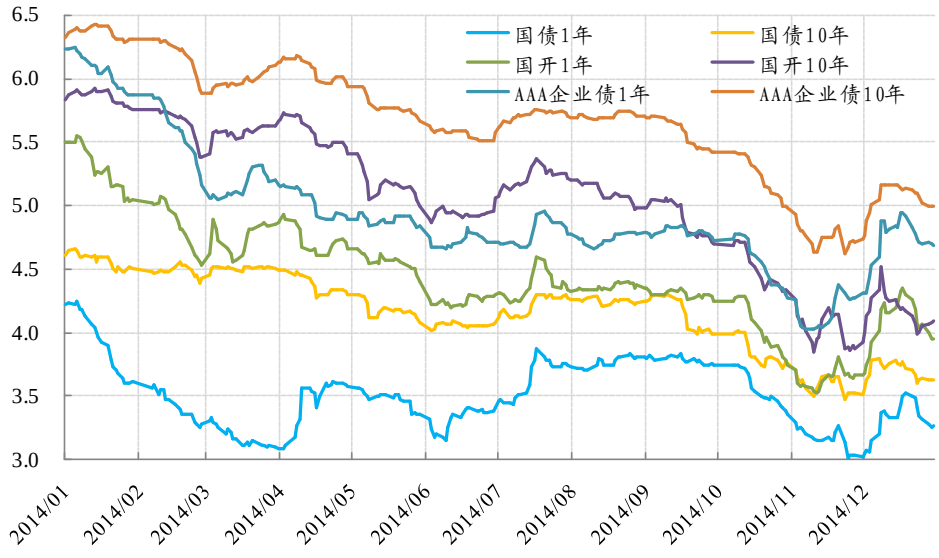
2.3.2014 年固定收益类市场走势

2013 年下半年，经历债市代持监管风波和钱荒冲击，债券市场结束了近两年的牛市，经历了半年下跌行情。在 2014 年，债券市场在年初疲弱的宏观基本面和定向宽松的资金面下赢来了第三波大牛市。

上半年货币政策一改往年总量刺激的做法，改而采用定向宽松以稳定经济。2 月份起资金利率大幅下行，2 月 17 日央行通过 SLO（短期流动性调节工具）回笼 1000 亿资。3 月份“11 超日债”公告利息只付违约后信用利差扩大。4 月央行下调农村商业银行存准 2 个百分点后市场宽松预期开始升温，利率债收益率尤其是长端收益率大幅下行。

下半年起，7 月份经济数据公布显示企稳迹象，长端收益率上行。8 月份工业增加值同比仅 6.9%，远低于预期。央行在 9 月份实施 500 亿 MLF 并下调 14 天正回购利率，债市在此之后走牛。10 月继续下调 14 天正回购利率至 3.40%，宽松的预期进一步升温。然而在一连串动作之后，经济下行的压力并未能显著放缓。因此在 11 月下旬，央行宣布降息。之后，降准预期的落空叠加场外资金大量涌入导致有可能出现的牛市行情以及中债登城投债的黑天鹅事件致使年末央行的货币政策异常谨慎，市场也出现了过度反应。债市收益率在年末骤然上升。

图 213　2014 年债券市场走势



数据来源：华宝证券研究所，Wind 资讯

2.4.基础市场走势对固定收益类分级的影响

2.4.1.2014 年债牛行情下进取债基指数表现优异

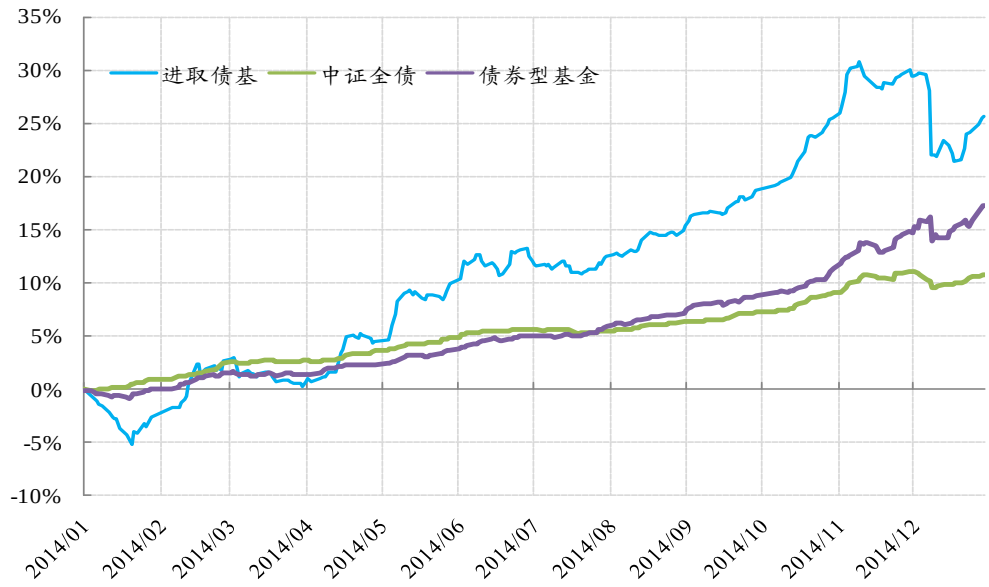
2014 年债牛行情给投资者带来了巨大的机会。股票市场趋势极其难以把握，但债券市场趋势则相对比较明显，趋势的持续时间也比较长。尽管债券趋势明显，然而在债券市场中，一段趋势的涨跌幅往往不大，因此债券的趋势收益非常有限。投资者如果要在捕捉趋势中取得较高的收益，需要杠杆操作。作为投资者投资不外乎有以下三种办法：一是直接投资债券并质押，然后进行杠杆操作（最大杠杆不超过 5 倍）；二是购买普通债基，但根据最近公布的公募基金管理办法，普通债基的杠杆不能超过 140%；三是购买分级债基，通过再一次分级杠杆从而获得 5 倍左右的综合杠杆。

若采取第一种办法，交易所规定质押式回购杠杆最高不得超过 5 倍。此外，存在个券风险和高杠杆面临质押率下调导致的补券风险。若投资者选择投资普通债券基金，则需注意公募基金新规限制了债券的运作杠杆。如果投资者投资分级债基进取份额，则可以达到更高的杠杆倍数。

其综合杠杆=运作杠杆*分级杠杆

分级杠杆初始杠杆一般在 3.33 倍左右，运作杠杆如果达到 1.4 倍综合杠杆就能接近直接投资债券的 5 倍质押回购杠杆的限制，且相比于直接投资的 5 倍运作杠杆风险更小因为杠杆基金的组合投资能够分散个债风险。

图 214　债券相关指数 2014 年以来的涨幅走势



资料来源：华宝证券研究所，Wind 资讯

华宝证券与中证指数有限公司共同编制的“进取债基”指数，样本包含了非永续型债券型分级基金，半封闭式债券型分级基金和封闭式债券型分级基金的进取份额，是市面上首只以债券型基金 B 端为追踪标的指数，其权重配置根据基金份额规模和成交活跃情况而设，每半年调整一次成分股和权重。

由于债基 B 母基金本身的质押杠杆再加上债基 B 本身的分级杠杆，因此在利率下行通道其高杠杆带来了其净值和价格的快速增长。回顾 2011 年底以来，跟踪分级债基

的进取债基指数（H30266）表现不错，在各阶段其表现如下：从 11 年底到 12 年 6 月底，半年收益率为 21%；12 年 9 月底到 13 年上半年底收益率为 15.39%；进取债基指数 2014 年以来收益率为 25.40%。而同期中证全债涨幅仅有 10.9%，债基型基金指数涨幅 17.8%。

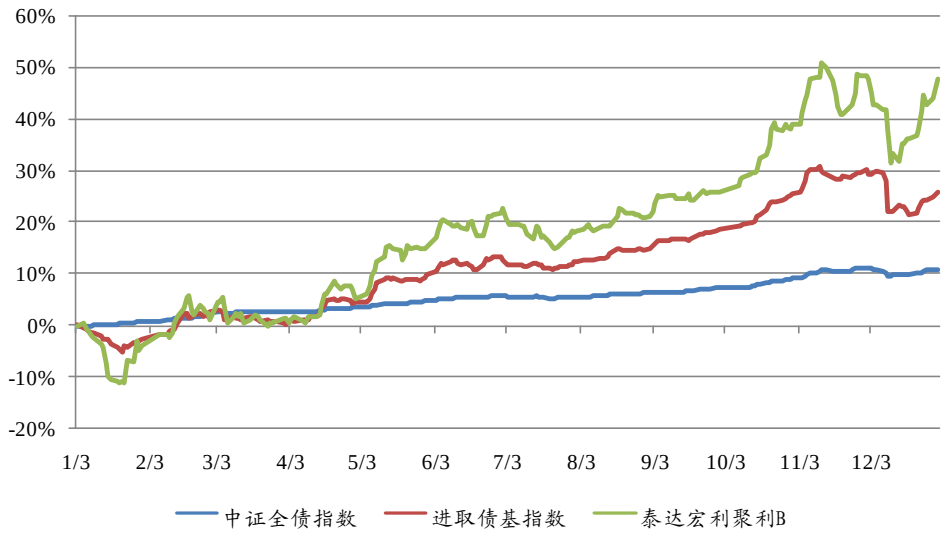
2.4.2.泰达宏利聚利 B 2014 年表现突出

虽然债基 B 在债券牛市中具备得天独厚的优势，但由于债券分级架构上的缺陷致使具备一定规模且流动性较强的债基 B 屈指可数。对于标的为债券的债券分级基金，如果采取开放式架构，此时分级 A 是永续债，而母基金投资的却是有到期日的债券，造成母基金的久期要低于分级 A 的久期，因此母基金的波动性必然无法支撑分级 B 的高溢价率。

从收益率曲线结构来讲，开放式债券分级 B 相当于“借长投短”，其投资模式与正常的正斜率的到期收益率曲线倒挂，分级投资模式与收益率曲线出现了失衡，最终会导致产品规模逐步萎缩。

全封闭式分级债基具有以下两个特点：首先，其杠杆率大且稳定不会面临赎回风险；其次，其普遍折价，且折价率可观。作为一个封闭式债券类分级基金，泰达宏利聚利 A 端约定收益率挂靠了更加市场化的五年期国债收益类，并且除了该基金运作期限为五年外其他基金运作期限均为三年，投资者如果投资 A 端五年，能获得相对五年期国债 1.3 倍的收益类。在 2014 年债市典型牛市的行情下，泰达宏利聚利 B 有着优异的表现：

图 215　泰达宏利聚利 B 2014 年涨跌幅



资料来源：华宝证券研究所，Wind 资讯

从图中可以看出，虽然在年终前受中证登“黑天鹅”事件的影响，聚利 B 收益率一度大幅受挫，但整年仍取得异常优异的成绩。截止到 14 年 12 月 31 日，聚利 B 全年涨幅达 46.7%，同期进取债基涨幅达 26.2%，而中证全债指数全年涨幅仅有 10.9%。

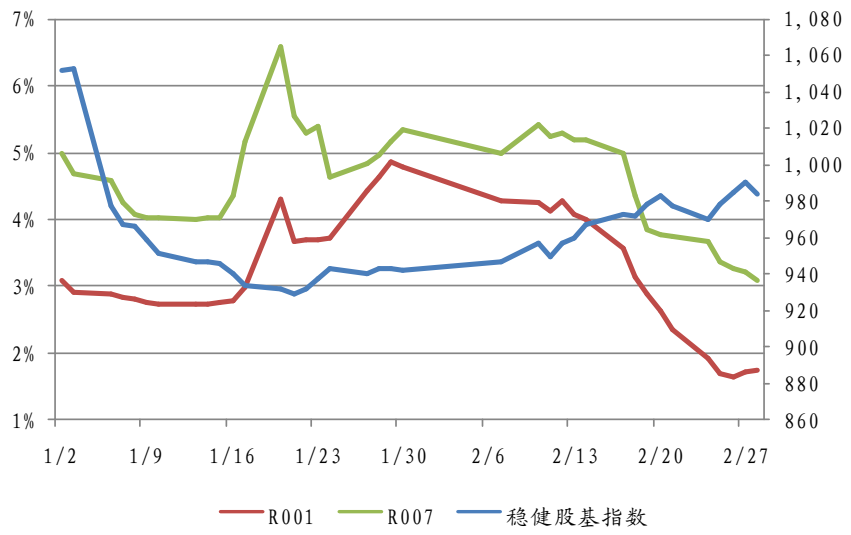
2.5.基础市场走势对分级 A 端的影响

分级 A 的价值构成主要包括债性价值，配对转换价值以及折算价值。债性价值是分级 A 的基础价值：分级基金本质上是分级 B 借分级 A 投资，分级 A 的约定收益率和社会融资成本共同决定了分级 A 的价值，而约定收益率是稳定的，因此社会融资成本决定了分级 A 折溢价率水平。过高的社会融资成本势必使得分级 A 的折价率扩大。配对转换价值是分级 A 价值组成的另外一个重要部分，当权益市场行情火爆时，配对转换价值对于分级 A 的价值影响更大。

2.5.1.年初打新：分级 A 隐含收益率上行

2014 年初，受打新的影响，资金面持续紧张，1 月 20 日，R007 最高触及 10%。此后，央行通过 SLF 向大型商业银行提供短期流动性并预告逆回购操作。此外央行宣布开展分只行 SLF 操作试点，央行的偏紧的货币政策也开始转向。在此之后，短端品种收益率逐渐下行，利率曲线逐渐陡峭化。在此期间，分级 A 隐含收益率加权均值快速上行，从 1 月 3 日的 6.44%迅速上升到 1 月 21 日的 7.07%。稳健股基指数也大幅下降。此后，随着流动性的转好，隐含收益率加权均值于 2 月 20 日降至 6.64%。

图 216　2014 年年初资金利率及稳健股基指数对比



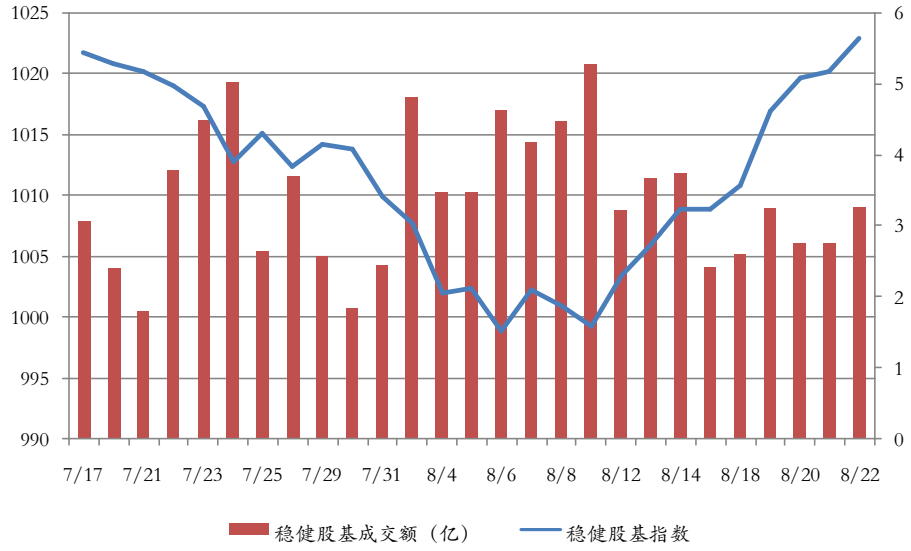
资料来源：华宝证券研究所，wind 资讯

2.5.2.七，八月结构性行情：配对转换价值初显

2014 年 7 月下旬到 8 月上旬的这波行情中，分级 A 受到配对转换冲击，整体下行将近 2%。之后用了不到两周时间，分级 A 反弹收复失点再度上行 2%，呈现一波行情。在此期间分级 A 受到配对转换冲击，随着分级 A 下跌后隐含收益率的提高，以及大盘可能面临的调整，分级 A 本轮行情受到的强烈配对转换冲击过程随之结束。

其间，分级 A 的下跌伴随着极大的放量，稳健股基指数（H30264）日交易额一度突破 5 亿，放量的下跌说明分级 A 被配对转换过度冲击，分级 A 迎来投资机会。

图 217　2014 年初资金利率及分级 A 隐含收益率对比（2014.7.15-2014.8.23）



资料来源：华宝证券研究所，Wind 资讯

表 118　配对转换冲击前后分级 A 隐含收益率对比

基金代码	基金简称	7/15 隐含收益率	8/6 隐含收益率	价格涨跌幅
150018	银华稳进	6.58%	6.78%	-1.91%
150100	鹏华资源 A	6.70%	6.91%	-2.48%
150028	信诚中证 500A	6.46%	6.83%	-4.36%
150059	银华金瑞	6.72%	7.00%	-1.79%
150150	信诚中证 800 有色 A	6.86%	7.11%	-2.98%
150123	建信央视财经 50A	6.82%	6.99%	-2.02%

资料来源：华宝证券研究所，Wind 资讯

从表中可以看出，活跃分级 A 中不少分级 A 降息之后下跌了超过 2%，隐含收益率也纷纷上升，不少已经达到 7%，具备了相当的吸引力。受到配对转换冲击和套利影响较大的分级 A 主要是大宗商品 A，中证 500A 以及中证 800A，其场内份额和成交量迅速翻番放大，说明投机资金申购后抛出 A，A 受到配对转换的影响较大。

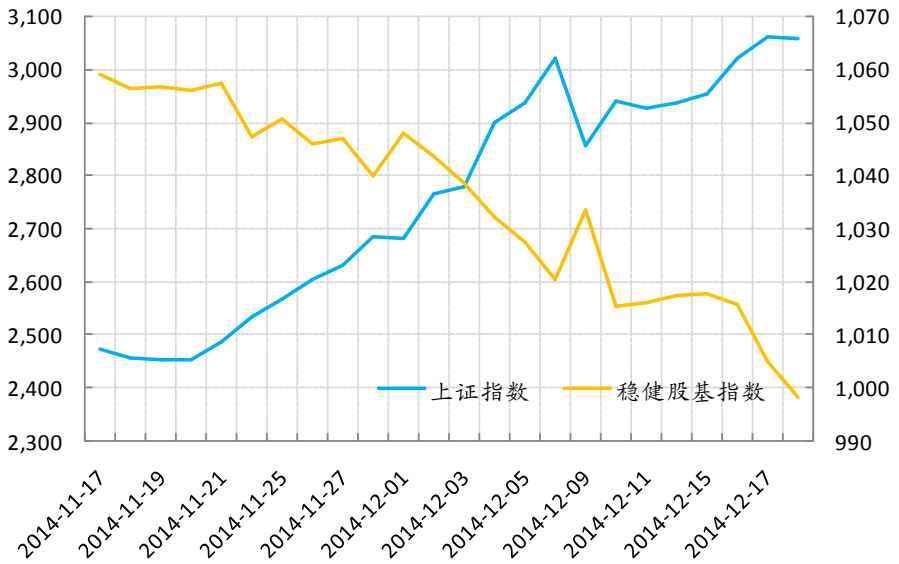
基于相似的逻辑，在 11 月初大盘行情启动时，分级 A 受到配对转换的冲击，价格大幅下挫。因此，在彼时的高隐含收益率下，投机和套利过程也有结束的预期，分级 A 本该迎来行情收割机会。然而，事实的走势与并未如预料中的发展。

2.5.3.降息：分级 A 走势与理论背离

自 2014 年 11 月 22 日起，央行下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。金融机构一年期贷款基准利率下调 0.4 个百分点至 5.6%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.75%，同时结合推进利率市场化改革，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.1 倍调整为 1.2 倍。央行这次降息的背景是经济下行压力下需要降低社会融资成本。

在降息的背景之下，分级 A 的价格理论上应该形成上涨。而降息不止于降息，降息带来分级 B 的疯涨也使得分级 A 受到严重的配对转换的冲击。受益于降息，金融板块行情走牛，相关分级 B 大幅上涨。而后大盘全线上涨，分级 B 一度全线涨停。伴随着降息而来的牛市行情，大盘的放量上涨，分级 B 的溢价率上涨，由于分级 AB 之间的“翘翘板效应”，分级 A 反而产生大幅折价。稳健股基指数从降息前的 1057.19 一周内降到 1039.96。周跌幅达 1.63%。

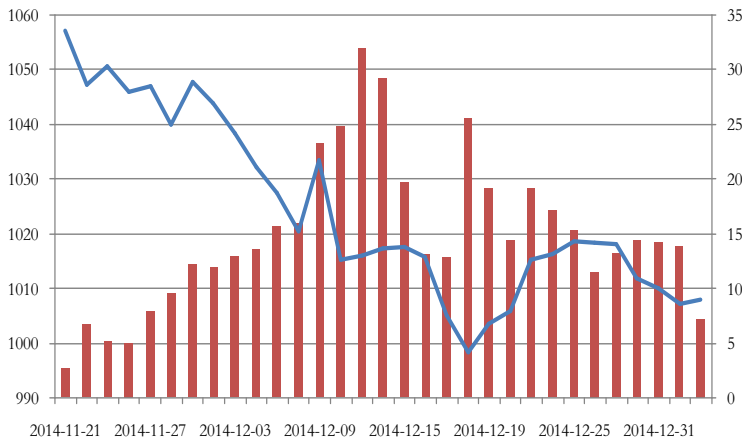
图 218　降息之后稳健股基指数和大盘走势对比



资料来源：华宝证券研究所，Wind 资讯

此外，从 11 月 18 日到 12 月 5 日，市场整体溢价率平均值从 11 月 18 日的-0.59%骤然增加到 12 月 5 日的 17.41%。B 端溢价率更是从 11 月 18 日的 9.09%提升到 12 月 5 日的 46.34%。而 A 端的折价率也从降息前的-9.11%降到了-15.72%。伴随着大盘的持续上涨，这种大幅的折溢价并未立即收缩，而是形成了相当程度的维持，分级 A 的价格也没能形成明显的反弹。

图 219　降息以来分级 A 走势



资料来源：华宝证券研究所，Wind 资讯

表 119　降息前后分级 A 隐含收益率对比

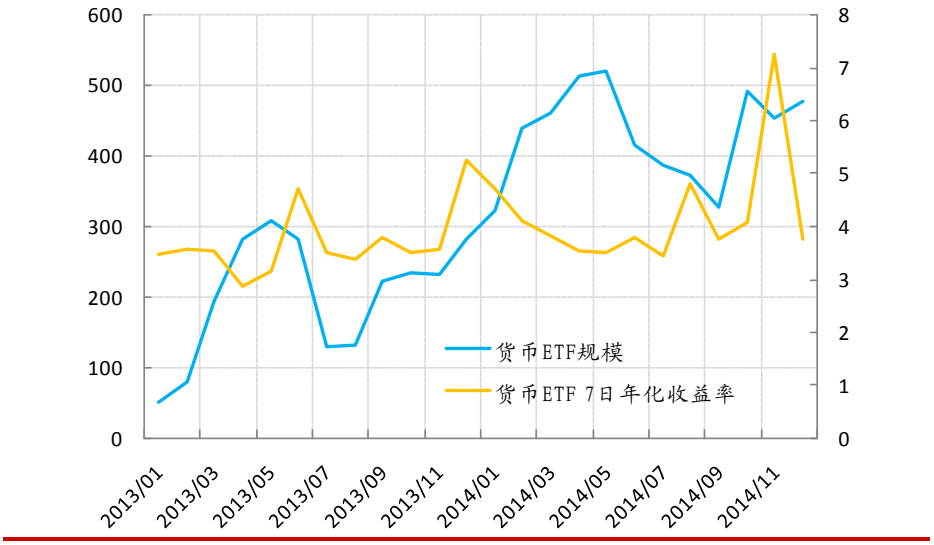
基金代码	基金名称	11/21 日隐含收益率	12/21 日隐含收益率
150130	国泰国证医药卫生 A	6.55%	7.30%
150181	富国中证军工 A	6.45%	7.09%
150012	国联安双禧 A	6.34%	6.78%
150171	证券行业 A	6.46%	7.26%
150157	信诚中证 800 金融 A	6.50%	7.31%
150190	新华中证环保产业 A	6.52%	7.29%
150152	富国创业板 A	6.25%	7.19%
150177	鹏华非银行 A	6.48%	6.97%
150198	国泰国证食品饮料 A	6.51%	7.21%
150117	国泰国证房地产 A	6.53%	6.98%
150184	申万中证环保产业 A	6.47%	7.18%
150186	申万菱信中证军工 A	6.45%	7.02%
150100	鹏华资源 A	6.48%	7.04%
均值		6.45%	7.02%

资料来源：华宝证券研究所

2.6.货币 ETF 规模总体上升

2014 年上半年货币 ETF 规模迅速上升。上半年其规模从 1 月份的约 300 亿迅速攀升至 500 亿。三季度虽然规模一度下降至约 330 亿，但年底又恢复至 500 亿左右。收益率方面，全年货币 ETF 7 日年化收益率大部分时间徘徊在 4%下缘。由于年底资金面的紧张，其收益率曾一度大幅上升。在所有的货币 ETF 中，华宝兴业现金添益仍然占有最大的份额。截止到 14 年末，华宝兴业现金添利占有四成货币 ETF 市场规模。

图 220　2014 年货币 ETF 规模及收益率



资料来源：华宝证券研究所，Wind 资讯

3.2015 年 ETP 产品投资策略

3.1.固定收益类产品

3.1.1.股票分级 A 端投资策略

分级 A 的隐含收益率定价逻辑核心在于跨市场类固定收益比较，根据跨市场的观点，分级 A 的收益率要求要与其他各大类品种收益风险进行对比，在 A 端目标投资者可以买利率债、信用债、信托、银行理财等其他类固定收益下，其对隐含收益率具有一定的要求。如果分级 A 隐含收益率过低，则会转向投资债券、信托和银行理财，而如果收益率过高，债券、银行理财的投资者则会抛弃债券和理财产品而涌入分级 A。因此分级 A 收益率需要和其他类固定收益产品取得收益风险的平衡。除此之外，分级 A 持有者要求的回报率可以分解如下：

隐含收益率 = 无风险利率+违约风险溢价+流动性风险溢价+期限溢价+质押折价+税收溢价 + 债权管理的便利性折价

（1）违约可能性，有下折点的分级 A 没有违约，这将降低隐含收益率。（2）流动性风险，分级 A 成交笔数虽多，但是单笔量非常小，与债券成交笔数少，但是单笔几千万甚至过亿的成交来讲，分级 A 的流动性较小，这将提升分级 A 的隐含收益率。当然分级 A 流动性又明显大于银行理财和信托。（3）可质押性，分级 A 不可质押，相对债券隐含收益率需要有补偿，但是随着中证登质押清理新规的出台，这个补偿的利差或将缩小。（4）税收问题，分级 A 的税收由分级 B 承担，这部分将间接降低分级 A 的隐含收益率。（5）债务价值的便利性，分级 A 不像债券质押带来不便，而且债务的无违约风险可以减少甄别成本，这些都降低分级 A 的隐含收益率。（6）期限溢价，分级 A 大多是永续，这将提升分级 A 的隐含收益率，从而使得分级 A 作为永续债相对其他债券有着期限利差。

伴随着年底行情的暴涨，分级 A 受到配对转换的冲击，折价率大幅上升，隐含收益率也大幅上升。基于跨市场的观点，分级 A 端的隐含收益率已经在所有的固定收益类产品中处在较高的位置，具备较高的投资价值。尤其是受中债登“黑天鹅”的影响，在 12 月 8 日时，企业债收益率被拉低且风险放大。失去抵押资格，这些品种将无法提升收益。但是同时其风险远远大于分级 A，由于下折机制的存在，分级 A 完全无信用风险。分级 A 的风险收益比指标优于信用债。考虑到后市中分级 A 债性价值的逐渐回归是大概率事件，其配置价值值得关注。

表 120 各固定收益类产品收益率对比（截止到 2014 年 12 月 31 日）

产品类别	收益率（%）
分级 A 端	6.9-7.1
银行理财产品（1 年）	5.4-5.5
AAA 级企业债（10 年）	5.3-5.4

资料来源：华宝证券研究所，Wind 资讯

3.2.权益类产品

3.2.1.股票分级 B 端投资策略

分级 B 端的投资主要取决于对于追踪指数所属行业未来走势的判断。对于行业走势的判断除了需要考虑宏观经济和产业格局以外，还需要考虑整个行业的相对估值。考虑到在这波行情之下多数蓝筹股已经得到相当程度的估值修复，在投资者热情高涨以及投资者大类资产配置已经发生结构性变化的大背景下，估值仍然相对较低的大盘股仍有望获得追捧从而补涨，2015 年有望“剩者为王”。

除了对于行业的判断，投资者在选择分级 B 端时考虑的重要因素依然是：价格弹性和流动性。价格弹性即开放式架构下母基金净值变动 1%所导致 B 端价格变化的百分比，其主要由 A 端折价率与 B 端杠杆率决定。其大小直接决定了分级 B 抢反弹的能力。

流动性对于分级 B 而言同样至关重要。14 年分级 B 端流动性的差异相较于 13 年进一步扩大，热门分级 B 多能达到数亿元成交量。由于权益类投资者多数采用短期操作，因此在获利后能否低成本退出是选择 B 端投资的重要指标。

表 121　估值相对低的 B 端概况（截止到 2015 年 1 月 19 日）

基金简称	跟踪指数	指数估值（PE）	基金规模（亿）	溢价率（%）	价格弹性
银华资源 B	内地资源	16.86	4.64	-0.35	1.47
鹏华资源 B	A 股资源	16.66	20.48	7.58	1.57
鹏华中证 800 地产 B	中证 800 地产	17.81	14.83	8.02	1.5
国泰国证食品饮料 B	国证食品	23.33	18.49	3.59	1.83
招商沪深 300 地产 B	地产等权	14.26	0.74	11.00	1.64

资料来源：华宝证券研究所，Wind 资讯

3.2.2.转债分级 B 端投资策略

投资者传统的观点认为，在权益市场上涨时候，其上涨空间不如股票，而权益市场下跌时候，其受到股市影响，表现可能不如债券，因此容易忽略掉可转债。但 14 年间转债分级的出色表现展示了可转债进可攻的优势。在市场上涨，可转债虽然涨幅不一定比得上正股，但是转债可以根据市场情况灵活放大质押运作杠杆（且其质押放大运作杠杆的杠杆上限超过正股的融资放大杠杆，杠杆融资成本通常比融资杠杆成本更低），因此在一定条件下，可转债的优势可能使得可转债分级表现超过同期权益指数分级的表现。

2015 年货币政策有望进一步宽松，债券市场的牛性有可能进一步维持，因此转债的债性价值得到保障。同时 A 股 2015 年行情依旧看好，尽管短期有可能波折不断，但伴随着改革的红利不断释放，长期利好股市，从而中长期对转债的股性价值构成只撑。

在转债分级的投资中需要注意的是：随着大盘波动的变大以及大盘下调风险的增大，高杠杆率的转债分级面临着净值大幅下降的风险。而转债分级下折点较高（0.45），这也意味着转债分级下折所需的母基金跌幅较小。因此在转债的投资中需注意是否会触发下折。

3.3.期权时代分级基金新投资策略

2015 年 2 月，伴随着上证 50ETF 期权的正式上市，股票市场进入了全新的时代。伴随着 ETF 期权的上市，分级基金的投资策略也出现了更多的可能。

3.3.1.折溢价套利对冲策略

以溢价套利为例，在套利中，根据套利母基金跟踪指数与上证 50 指数的相关性，可以计算买入的相应看跌期权比例。比如以跟踪 300 指数的分级为例，300 走势与 50 指数高度相关，若有溢价套利机会则申购母基金的同时买入最近到期合约的实值 50ETF 看跌期权可以对冲风险。由于接近到期的实值看跌 delta 接近-1，可以避免对冲效果由于隐含波动率变化带来的对冲偏差，完全的实值接近到期的看跌期权基本等于持有现货空头，对冲效果最好，因此对冲买入当月最价内的看跌期权。并且可以计算买入的份数应该为：

申购母基金预估净值/50ETF 的 IOPV

3.3.2.下折分级 B 投机对冲策略

若分级 B 接近下折，对于 A 端折价、B 端溢价的分级，B 端面临的下折风险较大。下折损失一方面来自溢价的消失，另一方面来自市场下跌。但是接近下折的分级 B 杠杆也高，因此每次分级 B 接近下折，总能吸引一波偏好高杠杆的投机者。投机者买入接近下折的分级 B 无异于刀口舔血，一旦下折发生，其溢价部分的约 75%将消失。

比如 1:1 配比的分级，下折点 B 净值 0.25，分级 A 净值 1 元，价格 0.9，B 的净值为 0.26。无套利下对应 B 的价格为 0.36，一旦下折发生，A 的收益为 0.75*0.1=0.075，对应的分级 B 溢价消失带来的损失为 0.075，另外市场下跌分级 B 净值下跌 0.01，总共亏损为 0.085 元。

投机者如果想投机分级 B，可以买入看跌期权对冲投机失败的损失，对冲步骤为：

第一步，计算触发下折母基金需跌：

（1+0.26）/2- （1+0.25）/2=0.005

第二步计算对应的 50ETF 净值下跌

ETF 净值/分级 LOF 净值*0.005

若 ETF 净值为 2.52，则 ETF 基金下跌 4*0.005=0.02

第三步计算期权份数 K

K*Delta*ETF 下跌绝对值 = k*期权下跌绝对值=下折分级 B 损失，

因此对应上述案例，K = 0.085/0.02/delta，若采取接近实值看跌期权，delta=-1，因此需要买入看跌期权为 4.25 份

当然实值对冲的问题在于杠杆率相对虚值期权低，因此对冲占用的资金更多。若可用对冲资金不够，可以考虑虚值对冲，但是对冲效果不如实值对冲。

3.3.3 分级 A 收益增强策略

分级 A 的投资者可以卖出看跌期权增强收益。由于折价的分级 A 本身含有看跌期权，因此卖出 ETF 看跌期权并不等于裸卖期权。分级 A 投资者可以卖出看跌期权，若期权不被执行则增强收益，若执行则可以通过下折收益兑付。假定 A 折价 0.1:

下折收益：0.1*0.75=0.075

K*Delta*ETF 下跌绝对值 = k*期权下跌绝对值=下折分级 A 收益

因此卖出看跌期权的份数:

K = 下折分级 A 收益/delta/ETF 下跌绝对值，其中 ETF 下跌绝对值 = 下折分级母基金下跌绝对值*ETF 净值/母基金净值

3.3.4.利用期权锁定分级 B 收益

买入分级 B 的投资者，若长期看好分级 B，在买入分级 B 后，若具有小幅收益，可以兑现浮盈后买入相对长期的看跌期权。比如证券 B，虽然历经两次上折，但是很少有投资者能够长期持有，主要是上涨一定程度后投资者担心回调抛出从而踏空。若有 ETF 期权，投资者在浮盈时候将浮盈部分兑现买入看跌期权，然后长期持有。随着浮盈进一步提升可以卖出之前看跌期权，再买入更高价格的看跌期权，循环滚动卖出买入看跌期权从而不断提高看跌期权的执行价格，锁定分级 B 的投资收益。

4.ETP 的发展对机构的影响和启示

4.1.公募基金:

4.1.1.分级基金产品线日渐丰富

目前主流的分级基金均为被动指数型基金。指数基金相比于主动管理型基金往往能够更好地分享上涨的行情。在大盘热点轮动的行情中，行业主题类的基金更能抓住结构性的机会，因此在 2014 年的公募基金市场中成为了弄潮儿。随着分级基金的火爆申购，公募基金也对其日渐重视。2014 年以来，包括申万菱信、富国、招商、易方达、工银瑞信、国投瑞银等在内的多家公募基金公司都参与开发了多只分级基金。

分级基金无尾随佣金，产品的管理也相对比较简单，所需要投入的人力成本也相对较低。此外，分级基金自身的品种正逐渐变得丰富。2014 年以来，新发行的分级基金达到了 21 只，所涉及的指数也越来越丰富。不仅越来越多的分级基金涉及包括新能源、证券、电子行业等的相关指数。军工、健康产业、传媒甚至国企改革概念板块也受到公募基金的追捧。更多的公募基金正试图把经济转型，产业升级所可能给投资者带来的机会凝聚成产品。分级基金产品涉及的困难除了对于热门指数的竞争非常激烈，还包括后台系统需要满足分拆，合并的功能要求，会给未曾涉及的基金公司带来额外的成本。

伴随着这波行情，2014 年以来新成立的分级基金规模迅速扩张。其中，3 月成立的申万菱信申万证券行业如今规模已达接近 200 亿，4 月新成立的富国中证军工规模达 109 亿，招商中证证券公司规模也达到了 74 亿。12 月 30 日发行的富国国企改革募集资金达 50 亿。

以管理费率 1%计，一只 100 亿的分级基金一年可以带来 1 亿的管理费。对于公募基金而言要成立一只股票基金并达到一年 1 亿的管理费非常困难。此外，普通主动管理型的股票基金由于代销等原因往往带来巨大的尾随费用，分级基金由于可以场内申购节省了成本，这都为公募基金拓展分级基金业务带来了巨大的动力。

4.1.2.分级产品设计创新与启示

2014 年分级基金的迅猛发展为公募基金分级基金产品的设计带来了很多启示。分级基金的规模增长主要取决于其整体溢价。当出现整体溢价时候，场外套利资金申购转场内分拆卖出，增加分级基金的场内基金规模，反之亦然。而整体溢价的核心在于分级基金子份额是否具有足够的吸引力。我们在分级基金的研究之中总结出以下几个对于分级基金规模有着潜在影响的因素：

（一）分级基金的架构

首先，债券型开放式分级基金的架构存在着缺陷：A 端是永续债务，B 端相当于借长投短，如果母基金投资债券固定收益产品，B 端的债务与资产与到期收益率曲线常规结构倒挂，其规模会慢慢萎缩。此外，相对权益类分级，债券分级标的资产的波动性较小，难以出现较高的整体溢价。债券分级投资者多为固定收益投资者，其对折溢价的容忍程度与权益投资者一定有较大差异，也导致分级整体溢价率受到限制。

就权益类分级基金而言，如果开放式分级有运作期，A 端运作期到期全额折算，收回本金，这降低了 A 份额久期，使得 A 更容易出现溢价或小幅折价。在配对转换机制下，B 端更容易出现折价或小幅溢价。B 端折价或小幅溢价下，B 的价格弹性更好，在市场向好的时候，B 溢价率扩大空间更大，更容易出现整体溢价率。虽然采用运作期可以提供这种优势，但随着其到期日的临近 B 端的不确定性增强。因此 2014 年新发行的权益类分级 B 仍然以永续型为主。

（二）指数波动性

一般而言，杠杆的价值与标的指数的波动性和价格弹性有关系，波动性越大，同样的价格弹性下分级基金上涨空间大，杠杆份额更容易高溢价率，带动整体溢价率上升，从而带动套利资金进入。一般事件驱动型明显的行业指数波动性更大，比如军工、环保、医药，而以这些为指数的分级 B 在 2014 年发行规模较大。

（三）基金管理类型

主动管理运作不透明，在标的缺乏透明度时候，投资者无法准确评估其博反弹能力，因此给予的溢价有限。例如中欧盛世成长由于运作相对不透明，投资者无法准确的评估其博反弹的能力，因此给予的溢价有限。

（四）初始杠杆

分级比 5:5 比分级比为 4:6 杠杆率更高，杠杆率越高，价格弹性越高，投机者对高杠杆的追逐，可能给予高杠杆率更高的溢价率，从而导致整体溢价率的可能性增加。在 2014 年年末的行情之中，新发行的尤其是行业分级大多采用 5:5 的配比。

（五）收益分配和基金费率

复杂的分级不利于投资者对分级产品的估值，从而削弱产品的吸引力。此外，理论上来讲，申购费率越低，其溢价套利机会越多，场内规模更容易增加。但在实际中，因为参与申购的套利资金规模较大，其申购费率往往是按笔固定收取，因此其对规模实际影响可忽略。

（六）约定收益率

理论上来讲，约定收益率对规模并无直接的影响。实际情形中，由于约定收益率影响到 B 端的溢价率水平，在投资者对分级产品缺乏了解，过度投机的前提下，只付高约定收益率和低溢价的分级 B 可能会引起投资者过度非理性的投机，向低约定收益高溢价的分级 B 溢价率看齐，从而有可能导致高约定收益率的分级 B 更容易出现整体溢价，带动规模的上升。2014 年发行的分级约定收益率仍以一年期定存加 3%为主。

4.2.3.货币 ETF 进入新纪元

货币 ETF 经历了三个阶段的发展。第一代货币 ETF 是申赎型货币基金。第二代货币 ETF 增加了货币基金份额的交易功能，不仅在一级市场申购赎回，也可以在二级市场买入卖出。第三代货币 ETF 在申赎型场内货币基金的基础上，增加了交易功能，其不仅可以实现 T+0 申赎，也可以实现 T+0 买卖，其一二级市场均具有较高的交易效率。

第一代货币 ETF 仅可在一级市场申购赎回实现 T+0 交易，不在二级市场交易，渠道比较单一，因此其资金退出只能通过赎回来实现，难以确保流动性。而第二代、第三代货币 ETF 不仅可以申赎，也可以交易，投资者之间可以互相提供流动性。第三代货币 ETF 的流动性最高，其不仅可以实现 T+0 交易，也可以实现 T+0 申赎。

在 2014 年，第四代货币 ETF 踏上舞台——易方达货币 E 和南方理财交易型货币基金。这类货币基金同时具有场内、场外份额。第四代货币 ETF 的设计可以使得该基金同时拥有场内和场外份额，场内份额保持场内货币流动性，场外份额为货币基金提高收益提供保障。

未来，货币 ETF 仍然有着广阔的发展空间。目前四代货币 ETF 均采用的是 T 日卖出，T 日资金可用，T+1 日资金可取的交易模式。我们认为未来货币 ETF 可以采用 T 日卖出，T 日资金可取的交易模式。此外，如果未来货币 ETF 能够做到场内外基金互转，以及场内外基金的联接，其势必能获得更广阔的发展。

4.2 保险资管：

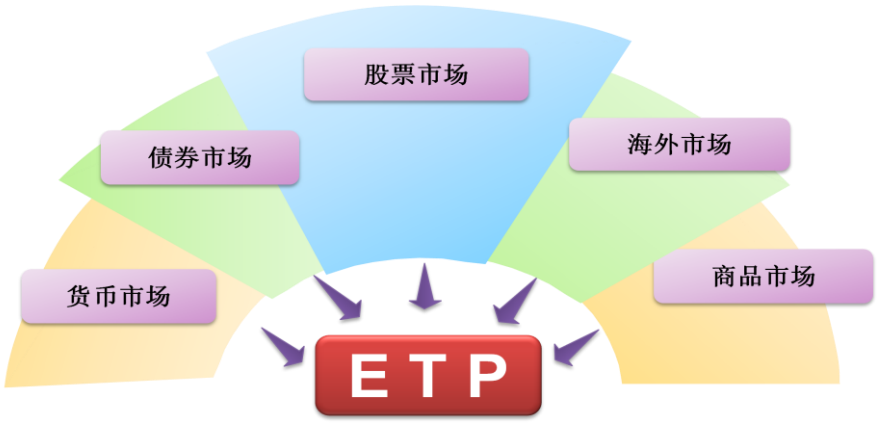
4.2.1.分级 A 中长期配置价值显现

分级 A 因为其体量小，流动性差，因此理论上讲其投资价值是以长期持有的方式显现，适合低风险，投资期限较长的投资者和资金配置。因此分级 A 的投资主要是长期寿险资金，还包括不少资管，自营资金，信托甚至 QFII 也纷纷增持分级 A。在这波行情之下，分级 A 收益率一度大幅跨入“7 时代”，显现出较高的投资价值。然而，即使分级 A 被低估，受市场情绪炽热，债券市场利率短期上行，分级 B 有强烈的高收益预期的情况下，分级 A 价格的均值回归短期内仍然难以实现。但是从长期的角度看，分级 A 作为一种永续浮息产品，其债性决定了它的价值拥有极强的向心力。

4.2.2.ETP 拓宽投资范围

此外，保险公司在投资的时候会受到许多限制，但是通过 ETP 的间接投资，保险公司可以涉足更广阔的投资市场。ETP 大大拓宽了保险资产管理公司的资产配置范围，如由下图所示：

图 221　ETP 产品涉足的投资品种



资料来源：华宝证券研究所，Wind 资讯

4.3.私募基金:

4.3.1 爆炒套利获利颇丰

分级基金作为中国资本市场中为数不多的可套利品种，由于在这轮行情中母基金出现了大幅的溢价，因此招致大量套利资金的爆炒。自 11 月下旬起，随着大盘的持续上涨，多头资金的介入致使分级 B 大幅上涨。而分级 B 持续的行情叠加投资者高涨的情绪致使 B 类基金买盘汹涌，溢价高启。当折溢价率巨大以致超过套利的成本时，投资者可以藉由对大势的判断进行套利。作为分级套利的主力军，私募基金在这一波行情中长袖善舞收益颇丰。但是在 2015 年，随着上交所分级基金上市，目前分级套利的格局带来新改变。

4.3.2.ETF 期权丰富策略

2015 年 2 月 9 日，50 ETF 期权正式上市。期权的上市将带给资本市场全新的投资维度。素以灵活投资著称的阳光私募将此视之为机遇。股指期货的诞生带给私募的变化众所周知，而期权的诞生进一步拓宽了私募基金投资策略的可选余地。下表展现了 ETP 产品所能给私募基金带来的策略组合方式。

表 122　ETP 产品给私募基金带来的组合策略

交易模式	产品	工具	主要策略
单边策略	ETF、杠杆 ETF、多空分级	ETF 融券、期权	板块、行业轮动量化策略 指数做空策略 买入期权策略

配对交易	封闭式股基、封闭式债基、分级B端、杠杆ETF、多空分级	融资融券、ETF期权、股指期货、国债期货	分级B预期折溢价变化策略、封闭式股基折价套利、备兑开仓策略
跨市场投资	ETF、分级B端	ETF融券、股指期货	海外市场杠杆投资策略 跨境套利策略
固定收益	债券ETF、封闭式债基、分级A端、分级债基	国债期货	封闭式债基持有到期、信用债利差套利、A端向下折算预期策略
新工具组合	杠杆ETF、多空分级	股指期货、ETF期权	做多/空杠杆策略、阿尔法策略、差价套利、波动率、保险对冲策略

资料来源：华宝证券研究所，Wind 资讯

5.2015 年 ETP 市场展望

5.1.新常态下的分级基金定价再思考

5.1.1.旧共识与新逻辑

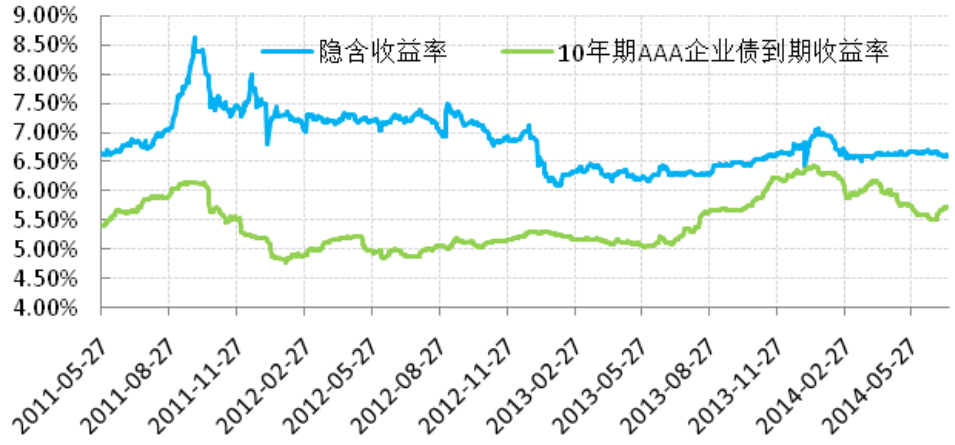
分级基金创立以来，市场对于分级基金定价的基本共识是，分级 A 决定了分级 B 的价格，而分级 A 价格主要由债性价值决定，而债性价值又由分级基金约定收益率、到期期限和市场隐含收益率共同决定，由于分级的期限，约定收益率相对固定，因此分级 A 定价主要由隐含收益率决定。

分级基金定价逻辑表示如下：

隐含收益率 —— 分级 A 债性价值 —— 分级 A 价格—— 配对转换机制下分级 B 价格。

在 2014-12-31 降息之前，分级 A 隐含收益率整体走势还是与债券市场收益率有较大的相关性，图 16 展示了这种相关性。

图 222　分级 A 隐含收益率与债券市场利率



资料来源：华宝证券研究所，Wind 资讯

但是降息后行情，随着股市牛市的到来，A 端收益率与市场利率的趋势骤然背离。从年初到十月中旬，分级 A 隐含收益率和 10 年 AAA 级企业债的利率走势总体维持一致，但自此之后，分级 A 的隐含收益率逐渐升高，分级 A 隐含收益率和 10 年 AAA 级企业债的利差骤然变大。

持续的牛市行情打破了分级基金定价旧共识的前提条件，分级基金定价的前提条件和生态体系已经随着牛市行情演进而发生变迁。简而言之，之前分级创立后并未经历大牛市考验，随着 11 月底行情的启动，分级 A 赖以定价的生态发生变化。而这可能带来分级 A 定价的新逻辑。

5.1.2.投资者结构变化对分级的影响

在 2014 年三季度后，大妈小白的广泛加入使得分级基金投资者结构发生变化，分级 B 端的投机力量在牛市行情中得到大幅的增强，2014 年 12 月 4 日曾经出现所有权益指数分级 B 不区分标的全线涨停，盘中整体溢价超过 30%的分级基金比比皆是。而这一切主要都是大马小白投机者的任性炒作。

分级 B 的投机需求的增强，使得分级 B 愿意只付的隐含收益率随着投机预期收益的提高而抬升，同时溢价套利机会的大量出现使得套利者积极的参与到分级 A 的定价，其套利抛售对分级 A 形成压制。使得众多分级 A 降息后的跌幅一度超过 10%。

5.1.3.利率波动考验分级 A

2014 年 11 月 21 日的降息对分级 A 形成了重要的影响。

理论上来讲，降息首先短期内对分级 A 形成利空，主要是因为其约定的收益率会降低，但是中长期来讲，对分级 A 形成利好，这是因为中长期分级 A 隐含收益率会随着降息的下降而下行，最终使得分级 A 价格上涨。

而实际上降息后的分级 A 也确实先跌后涨，但是这里主要是降息引爆了银行金融蓝筹股，使得大盘走出了一波大牛市，从而对分级 A 形成了压制。

5.2.上交所分级基金带来新机会

12 月 10 日，上交所发布了《上海证券交易所上市开放式基金业务指引》（此后简称指引）。此次《指引》发布旨在规范 LOF 业务以及分级基金业务。《指引》称上交所分级基金的分拆合并门槛将较之深交所大幅提高为 50000 份。除此之外，上交所分级基金母基金可以上市交易，给分级基金的投资带来新机会。

上交所分级中，由于母基金同时上市，如果母基金所跟踪的指数由于市场波动放大效应而导致指数更容易出现超过 10%/价格杠杆的涨幅，在这种情形中分级 B 由于涨停限制和初始两倍杠杆限制，将会出现分级 B 投资者买入分级 A 合并成场内母基金卖出或者赎回。届时上交所分级 A 借助高波动而能够分享分级 B 的部分收益。但是反过来，当母基金跟踪指数大跌超过一定幅度，B 端跌停的情况下，分级 A 不会出现由于买入场内母基金后拆分卖出 A 和 B 导致的抛压。这是因为当分级 B 涨停时，拆分套利无法卖出。这意味着在高波动下，上交所的分级 A 将在市场大涨时候能够分享部分分级 B 的

收益，但是却不必承担部分分级 B 的亏损，因此上交所分级 A 将具备深交所分级 A 不具备的期权效应。

5.3.ETF 期权对 ETP 市场的影响

5.3.1.对 50ETF 规模和流动性的影响

ETF 期权的推出，对于市场机构投资者而言可以采取以下策略:

持有 50ETF 成份股的机构投资者可以卖出成本以上执行价格的虚值看涨期权，若期权不被执行可以获得相对收益，若执行可以保证绝对收益。

持有 50ETF 成份股的机构投资者可以用收益的部分兑现后买入较高执行价格的看跌期权，从而锁定收益获取绝对收益。

融券 50 卖出的投资者可以卖出看跌期权，从而通过期权费提升融券卖空策略的相对收益。

融券卖出 50 成份股的投资者可以在达到一定盈利后可以买入看涨期权锁定收益，从而获取绝对收益。

在实际中，由于 50ETF 融券市场规模较小，预计策略（3）和（4）的使用情形相对较少，这意味着 50ETF 的规模将增加，并且伴随着规模做得增加其流动性也有望增加。

5.3.2.对 50ETF 融资融券规模有望缩小

从 50ETF 融券的供给来讲:

50ETF 融券的供给将受到一定的冲击，机构将券 50ETF 借给券商收取一笔费率，获得 50ETF 相对上证 50 指数的相对收益，但是在 50ETF 期权推出后，机构融出券的意愿下降，因为期权推出后，机构可以通过备兑卖出 50ETF 期权收取期权费来提升 50ETF 的相对收益，通常机构 50ETF 融出收益为 5%，但是如果卖出期权，考虑到 ETF 期权刚刚上市带来的杠杆稀缺价值，其年化费率超过 10%可能性较大，即便考虑到风险调整后仍然比较高。

而从 50ETF 融券的需求来讲:

1、融券的不可得性，虽然相对来讲，50ETF 融券余额相对较大，券的流动性也非常好，但是融券当前余额也就在 3 亿左右，部分中小券商中 50ETF 的券有限，因此存在一定程度的融券不可得性。

2、融券要受制于卖出的 UP-TICK 规则。

3、融券杠杆比期权低。

因此预计 50ETF 期权推出后，融券规模继续萎缩。

5.3.3.对分级市场的影响

1、ETF 期权一方面使得波动加大，分级市场整体溢价更加频繁，因为整体溢价来自指数的正向波动，特别是跟踪中证 100、沪深 300、金融、证保的分级整体溢价更加频繁，但是同时相对之前动辄 10%以上的整体溢价而言溢价幅度更小，这是由于之前缺乏合适的套利对冲工具，沪深 300 对冲工具和上证 50ETF 期权对冲工具具有非常大的区别，50ETF 期权对冲是完全的现货对冲现货避免了期货对冲现货带来的基差风险，而 1-2 个点的基差风险可能将套利收益吞没。因此从套利机会以及套利对冲工具而言将提升套利需求，从而在这种程度上扩大相应分级的规模。因此预计沪深 300、中证 100 以及金融证保这种和 50 密切度较大的指数分级规模将相对纯粹以深圳标的为指数的分级规模有所扩大。当然杠杆替代效应将使得 50 万以上高净值客户出现一定的资金分流，这个将成为削弱分级基金吸引力的一个因素，但是 50 万以下净资产的投资者分级仍然是个好杠杆工具。

2、同时这也意味着深交所的分级 A 的配对转换价值带来的投资机会更少，只有在市场整体溢价非常大，套利者套利收益非常丰厚时候，套利者抛出分级 A 才更不计成本，因此随着套利机会更多但是套利空间更小，分级 A 的配对转换投资机会更少。

3、相应的分级 B 的杠杆更加稳定，过度溢价率现象有所改善。

4、ETF 期权推出后，分级 B 临近下折时候吸引力减弱，在 ETF 期权推出之前，分级 B 在临近下折时候由于高杠杆，往往吸引投机者进入，但是投机者面临着溢价消失的风险，因次在 ETF 期权推出后，市场高杠杆产品更多后，分级 B 接近下折时候的吸引力大大削弱。

5.4.T+0 对 ETP 市场的影响

从 2015 年 1 月 19 日起，跨境 LOF 和 ETF 将实行日内回转交易，对 ETP 市场将产生以下影响：首先，T+0 机制能提高跨境 LOF 和 ETF 的规模和流动性。特别是和 A 股关系密切的的港股 ETF 和有活跃期货夜盘电子盘的相关 LOF。其次，投资者可以对活跃跨境 ETF、LOF 进行高频交易，特别是未来两只港股通 ETF 的上市，将使得 T+0 制度在高频交易中的应用更加现实，将从而影响到 ETF、LOF 市场的表现。下表为首批实现 T+0 的 LOF 和 ETF。

表 123　首批实现 T+0 的跨境 LOF 和 ETF 列表

证券代码	基金简称	交易所	时间
162411	华宝油气	深交所	2015-1-19
160125	南方中国	深交所	2015-1-19
160416	华安石油	深交所	2015-1-19
160717	恒生 H 股	深交所	2015-1-19
160719	嘉实黄金	深交所	2015-1-19
161116	易基黄金	深交所	2015-1-19
161210	国投新兴	深交所	2015-1-19
161714	招商金砖	深交所	2015-1-19
161815	银华通胀	深交所	2015-1-19
159920	恒生 ETF	深交所	2015-1-19
164701	添富贵金	深交所	2015-1-19
164815	工银资源	深交所	2015-1-19

165510	信诚四国	深交所	2015-1-19
165513	信诚商品	深交所	2015-1-19
513030	华安国际龙头（DAX）	上交所	2015-1-19
513500	博时标普 500	上交所	2015-1-19
513100	纳斯达克 100	上交所	2015-1-19
510900	易方达恒生 H 股	上交所	2015-1-19
513660	华夏沪港通恒生	上交所	待定
513600	南方恒生	上交所	待定

资料来源：华宝证券研究所，Wind 资讯

（二）2014 年海外 ETP 年度报告

1.全球 ETP 概览

1.1.存量 ETP 主要分布在发达国家

截至 2014 年 12 月 31 日，累计存续期的 ETP 数量及资产规模按照地区分类汇总结果如下表所示。依据 Bloomberg 最新数据显示全球 ETP 共计 46850 只，其中可统计资产的 ETP 有 43671 只，因此下表中的统计数量结果与真实情况或许存在少许误差。目前 ETP(Exchange Tradable Products)包括 ETF(Exchange Traded Funds)、ETN(Exchange Traded Notes)和 ETC(Exchange Traded Commodities)三大类。

表 124　全球各国存量 ETP 总数量和资产排名(截止 2014 年 12 月 31 日)

所在国	总 ETP 个数	个数占比	总资产（百万美元）	资产占比	资产排名
美国	2024	35.24%	1998949	70.80%	1
爱尔兰	618	10.76%	235918	8.36%	2
卢森堡	584	10.17%	105223	3.73%	3
日本	164	2.86%	91494	3.24%	4
法国	488	8.50%	85028	3.01%	5
加拿大	376	6.55%	63880	2.26%	6
德国	153	2.66%	48162	1.71%	7
中国香港	82	1.43%	39297	1.39%	8
以色列	108	1.88%	27783	0.98%	9
中国大陆	90	1.57%	23665	0.84%	10
瑞士	153	2.66%	23571	0.83%	11
韩国	186	3.24%	17975	0.64%	12
泽西岛	313	5.45%	16081	0.57%	13
澳大利亚	77	1.34%	7802	0.28%	14
南非	57	0.99%	6991	0.25%	15
西班牙	11	0.19%	6166	0.22%	16
台湾	23	0.40%	5135	0.18%	17
墨西哥	14	0.24%	4873	0.17%	18
新加坡	13	0.23%	4742	0.17%	19
瑞典	30	0.52%	2750	0.10%	20
其他国家总计	180	3.13%	10612	0.38%	--

资料来源：华宝证券，Bloomberg

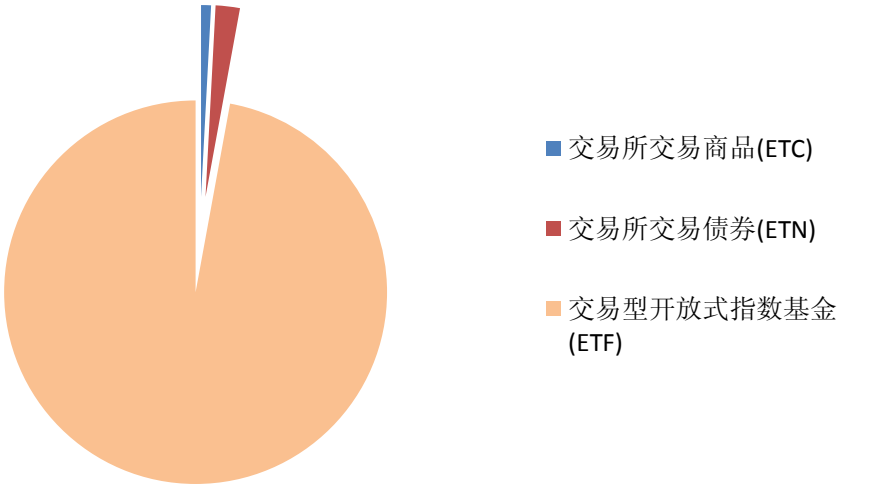
注：由于全球 ETP 数据本身涉及多个国家和多个领域，也许会出现少数数据未更新的情况，故上述数据仅仅为来自 Bloomberg 的估计值，并非完全精确值。

从上表可以得到全球存量 ETP 资产规模约为 2.82 万亿美元，资产主要集中在美国和欧洲等发达国家和地区。在排名前二十位中，亚洲有日本、中国香港、中国大陆、韩国和台湾五个国家和地区上榜。美国市场无论从 ETP 总数还是总资产规模都位居第一，

并且在金融产品在金融创新方面也处于世界领先地位，我们在后续的篇幅中也将着重对美国市场的 ETP 进行统计和介绍。另外，我们看到排名前二十的国家或地区的总 ETP 资产就已经占据全世界 ETP 总量的绝大部分，而这其中发达国家或地区的资产占比为 98.64%，发展中国家仅仅中国大陆和南非上榜，资产占比仅为 1.09%，虽然近年来新兴市场的金融水平发展较快，但是总量上与发达国家仍有较大差距。

上榜中排名第三位的卢森堡，为欧洲仅存的大公国，由于其注册基金的手续简便，并且在当地注册的基金可在欧盟各国甚至全世界各地销售，成为很多国外基金公司进军海外市场的首选注册地，截止 2013 年底中国就有 35 只基金在卢森堡注册。因此如果按照实际管理人的地点统计，卢森堡的 ETP 资产规模大部分要划归到其他国家。

图 223　全球各大类存量 ETP 规模(百万美元)



资料来源：华宝证券，Bloomberg

ETF 的总资产占 ETP 总资产的比例超过 97%，其余两种类型的 ETC 和 ETN 仅仅占有约 3%不到的比例。目前存量的 ETP 依然以传统的 ETF 为主，ETC 和 ETN 兴起的时间比 ETF 要晚许多，但是他们二者具有与 ETF 完全不同的特点。首先，ETF 是基金公司发行的一种公募基金产品，产品进行单独的核算，所募集资金在基金资产负债表中列入所有者权益，因而其不存在信用风险。而 ETN 产品通常由商业银行或者投资银行发行的债务类产品，因而产品本身存在信用风险。其次，挂钩指数不同，绝大部分 ETF 跟踪的是股市的某只指数，ETN 与 ETC 跟踪大宗商品指数和债券指数等，是对 ETF 跟踪标的的一个重要补充。一般而言，ETP 的发行与市场需求直接相关，市场需求较强的金融产品，其发行量亦越大，从全球来看，基于股票的金融产品依然是需求最大、最活跃的大类品种。

表 125　全球最早成立的 ETC 名单

代码	名称	成立日期	所在国	总资产（百万美元）
GOLD AU	ETFS PHYSICAL GOLD	3/28/2002	澳大利亚	364
EAUSF US	ETFS PHYSICAL GOLD	9/17/2002	澳大利亚	364
GB5 GR	ETFS PHYSICAL GOLD	1/21/2004	澳大利亚	364
GBS LN	GOLD BULLION SECURITIES LTD	3/31/2004	泽西岛	3291

GG9 GR	GOLD BULLION SECURITIES LTD	5/3/2004	泽西岛	3291
LGLBF US	GOLD BULLION SECURITIES LTD	9/29/2004	泽西岛	3291
MBTGNS3 IT	CLAL FIN BT-MABAT GIDUR NSDQ	6/16/2005	以色列	0
OILB LN	ETFS BRENT 1MTH OIL SECURIT	7/28/2005	泽西岛	195
GBS FP	GOLD BULLION SECURITIES LTD	11/7/2005	泽西岛	3291
OILW LN	ETFS WTI 2MTH OIL SECUR	5/11/2006	泽西岛	15
INDNKY5 IT	INDEX NIKKEI 225	7/10/2006	以色列	N.A.
OSCFF US	ETFS BRENT 1MTH OIL SECR-USD	7/14/2006	泽西岛	195
NICK LN	ETFS NICKEL	9/27/2006	泽西岛	169
CATL LN	ETFS LIVE CATTLE	9/27/2006	泽西岛	3
AIGS LN	ETFS SOFT	9/27/2006	泽西岛	6
SUGA LN	ETFS SUGAR	9/27/2006	泽西岛	29
AIGL LN	ETFS LIVESTOCK	9/27/2006	泽西岛	11
SLVR LN	ETFS SILVER	9/27/2006	泽西岛	31
HOGS LN	ETFS LEAN HOGS	9/27/2006	泽西岛	3
AIGI LN	ETFS INDUSTRIAL METALS	9/27/2006	泽西岛	167

资料来源：华宝证券，Bloomberg

上表显示最早的一只 ETC 为 ETFS 实物金(ETFS PHYSICAL GOLD)，于 2002 年 3 月 28 日在澳大利亚成立。ETFS 金属证券澳大利亚有限公司旗下的 ETFS 实物金是一只在澳大利亚注册的交易型开放式商品基金，符合欧盟可转让证券集体投资计划（UCITS）的规定，该基金跟踪金价的表现（计算回报须扣除费用），提供间接投资贵金属市场的机会。该基金有实物金属（无信用风险）为保障，只持有伦敦金银市场协会(LBMA）的合格交割金条。泽西岛是位于英吉利海峡的英国属地，距离法国诺曼地只有 22.5 公里，其地位和前述的卢森堡类似，当地有着宽松的税制和投资规范管制，目前约有 3.3 万家企业受到泽西岛的低税率以及低干涉的规范吸引，而在此成立公司，尤其避险基金对泽西岛低干涉的投资环境最为支持。按照新推出的计划，符合范畴或大手笔投资的基金，往后成立公司前不必先寻求管理机构的同意，只需事后再通知泽西金融服务委员会即可。

表 126　全球最早成立的 ETN 名单

代码	名称	成立日期	所在国	总资产（百万美元）
TALI IT	PSAGOT SAL TEL AVIV 25	5/28/2000	以色列	635
KSM100 IT	KSM TA 100	11/26/2003	以色列	922
KSMTEC15 IT	KSM TA BLUETECH	12/18/2003	以色列	453
KSMSX5E IT	KSM EUROSTOXX 50	1/18/2004	以色列	64
HRSPC76 IT	HAREL CONSUMER STPLS US	1/19/2004	以色列	N.A.

	IXR			
KSM75 IT	KSM75	1/22/2004	以色列	1101
PSDUD1 IT	PSAGOT SAL CURRENCY USD	1/27/2004	以色列	N.A.
PSERD2 IT	PSAGOT SAL CURRENCY EUR	1/27/2004	以色列	N.A.
MTV251 IT	PSAGOT 1 TA 25 D2	2/2/2004	以色列	236
KSMTABK IT	KSM TEL AVIV BANKS	2/29/2004	以色列	942
KSMDJIA IT	KSM DOW JONES INDUSTRIAL AVG	3/3/2004	以色列	645
KSMNK IT	KSM NIKKEI 225	4/16/2004	以色列	57
MTVSP1 IT	PSAGOT SAL S&P 500 D2	5/10/2004	以色列	354
KSMSHBND IT	KSM NON-LINKED FIXED INT GOV	5/31/2004	以色列	446
KSMSP IT	KSM S&P 500	6/21/2004	以色列	673
KSMFTSE IT	KSM FTSE 100	7/26/2004	以色列	475
KSMNSDQ IT	KSM NASDAQ 100	8/2/2004	以色列	376
MTVNS1 IT	PSAGOT SAL NASDAQ 100 D2	8/10/2004	以色列	144
KSMDAX IT	KSM DAX	9/12/2004	以色列	6301
MTV1002 IT	PSAGOT TA-100 D2	11/1/2004	以色列	367

资料来源：华宝证券，Bloomberg

上表显示最早的一只 ETN 是 2000 年 5 月 28 日在以色列成立的 PSAGOT SAL TEL AVIV 25，跟踪的是特斯拉夫 25 指数(TA-25 index)，是一个市值加权指数，由在特拉维夫证交上市的 25 只股票组成，该指数以 1991 年 12 月 31 日为基期，基数为 100。TA-25 指数是一个总回报指数。据 Bloomberg 介绍，基金份额在 2025 年 5 月 5 日之前都可以赎回为该指数的一篮子股票。早期发行 ETN 产品中基本都来自于以色列，但是 ETN 发展后期，美国市场后来居上。

表 127　全球最早成立的 ETF 名单

代码	名称	成立日期	所在国	总资产（百万美元）
SPY* MM	SPDR S&P 500 ETF TRUST	1/22/1993	美国	205483
SPY US	SPDR S&P 500 ETF TRUST	1/22/1993	美国	205483
01314954 JP	NOMURA LISTED STOCK NIKK 300	4/12/1995	日本	109
NKSTF US	NOMURA LISTED STOCK NIKK 300	4/12/1995	日本	109
MDY US	SPDR S&P MIDCAP 400 ETF TRST	5/4/1995	美国	15115
1319 JP	NOMURA LISTED STOCK NIKK 300	5/29/1995	日本	109
EWG US	ISHARES MSCI GERMANY ETF	3/18/1996	美国	4408
EWS US	ISHARES MSCI SINGAPORE ETF	3/18/1996	美国	809
EWM* MM	ISHARES MSCI MALAYSIA ETF	3/18/1996	美国	471
EWD US	ISHARES MSCI SWEDEN ETF	3/18/1996	美国	320
EWO* MM	ISHARES MSCI AUSTRIA CAPPED	3/18/1996	美国	55
EWO US	ISHARES MSCI AUSTRIA CAPPED	3/18/1996	美国	55
EWI* MM	ISHARES MSCI ITALY CAPPED ET	3/18/1996	美国	797
EWQ US	ISHARES MSCI FRANCE ETF	3/18/1996	美国	299

EWW US	ISHARES MSCI MEXICO CAPPED	3/18/1996	美国	2123
EWI US	ISHARES MSCI ITALY CAPPED ET	3/18/1996	美国	797
EWH US	ISHARES MSCI HONG KONG ETF	3/18/1996	美国	2703
EWD* MM	ISHARES MSCI SWEDEN ETF	3/18/1996	美国	320
EWC US	ISHARES MSCI CANADA ETF	3/18/1996	美国	2553
EWP US	ISHARES MSCI SPAIN CAPPED ET	3/18/1996	美国	1476

资料来源：华宝证券，Bloomberg

上表显示最早的 ETF 为 1993 年 1 月 22 日在美国成立的标普 500 指数信托，SPDR 标普 500 ETF 信托是一只在美国注册的交易型开放式指数基金，该 ETF 跟踪标普指数，信托的投资组合包括标普 500 指数的所有 500 只股票，主要持有美国的大盘股股票，由于其结构为投资单位信托，该 ETF 将所得股利按每季度进行再投资，该 ETF 采用资本市值加权法计算持股权重。

由上表可以看出，ETF 产生的历史比 ETC 和 ETN 都要早，在较早的名单里面，ETF 主要以美国为主，ETN 以以色列为主，ETC 以英国和澳大利亚为主。以下我们将查看各类 ETP 的详细分布情况。

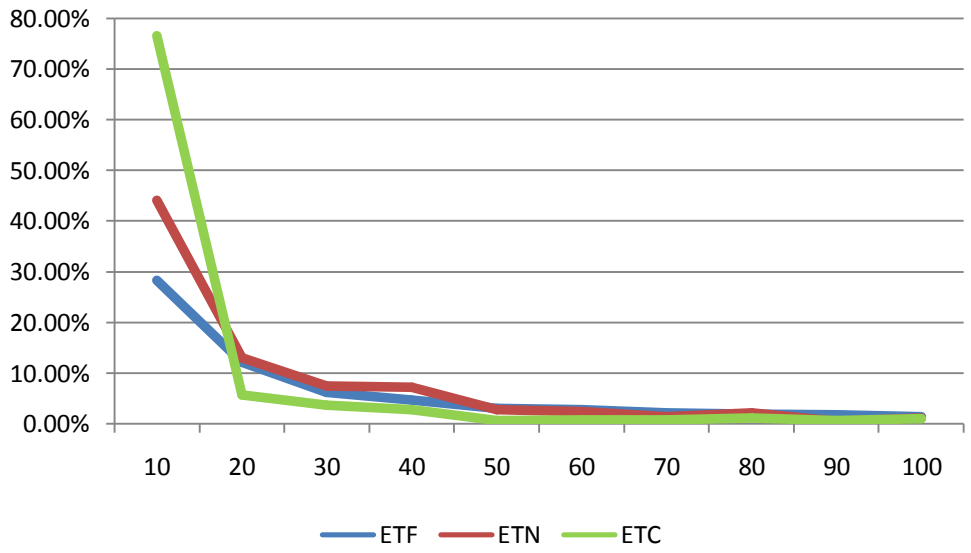
表 128　全球各类 ETP 资产按国家排名

ETF		ETN		ETC	
所在国	资产占比	所在国	数量占比	所在国	资产占比
美国	71.95%	美国	53.32%	泽西岛	67.65%
爱尔兰	8.51%	以色列	18.91%	德国	10.03%
卢森堡	3.80%	法国	7.04%	爱尔兰	9.48%
日本	3.31%	日本	5.43%	卢森堡	3.70%
法国	3.05%	爱尔兰	4.43%	瑞士	3.05%
加拿大	2.31%	泽西岛	3.62%	南非	2.32%
德国	1.66%	南非	3.22%	澳大利亚	1.73%
香港	1.43%	德国	2.21%	加拿大	1.59%
中国	0.86%	卢森堡	0.80%	英国	0.34%
瑞士	0.83%	加拿大	0.60%	荷兰	0.07%
韩国	0.65%	瑞典	0.40%	以色列	0.04%
澳大利亚	0.27%				
西班牙	0.22%				
南非	0.20%				
台湾	0.19%				
墨西哥	0.18%				
新加坡	0.17%				
瑞典	0.10%				
印度	0.08%				
荷兰	0.05%				

资料来源：华宝证券，Bloomberg

从具体分类来看，ETF 为美国一枝独大；ETN 方面美国后来居上，占据目前 ETN 数量占比的首位，以色列位居第二，ETC 的最大资产占比地区为泽西岛，实际上有许多其他国家的公司也在泽西岛注册，但是我们难以统计到这些注册在泽西岛的 ETC 的实际管理人所在国家。

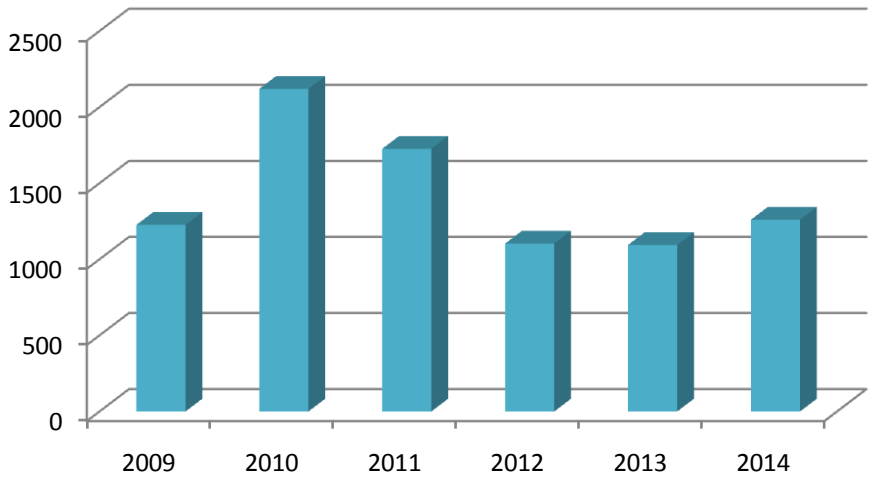
图 224　全球各类 ETP 单只产品规模分布(百万美元)



资料来源：华宝证券，Bloomberg

由上图可见，ETC 产品资产规模绝大部分在 2000 万美元以下，ETF 和 ETN 的资产规模主体分布在 1000-5000 万美元之间，ETF 大资产规模比例比 ETN 略高。

图 225　近年全球 ETP 发行数量



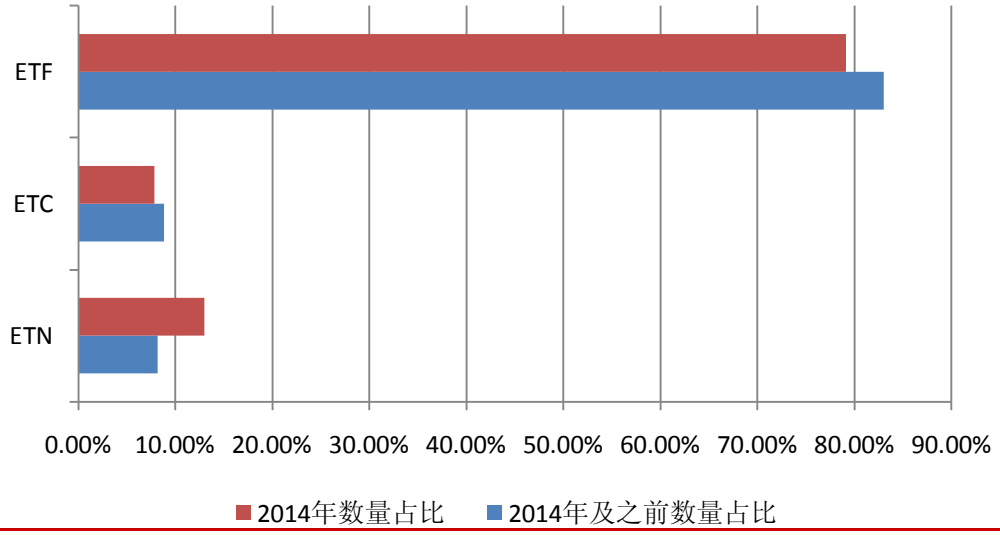
资料来源：华宝证券，Bloomberg

注：由于有较多成立较早的 ETP 未标注成立日期，因此上图数据可能存在适度的偏差。

全球 ETP 新增数量在 2010、2011 两年呈现高速增长，尤其是 2010 年 ETP 发行数量达到近 2000 只的峰值，但是 2012 年开始发行量出现较大幅度的下降，2013、2014 两年 ETP 新增数量稳步回升。

1.2.2014 年全球 ETP 增量的寡头优势减弱

图 226　2014 年全球各类 ETP 新增数量占比



资料来源：华宝证券，Bloomberg

从新增数量看，14 年 ETF 新增数量占比比历史总值稍微下降，ETN 新增数量占比则明显上升，ETC 新增数量占比略降。ETP 新增资产难以准确统计因而本文未列出。

表 129　2014 年全球各国新增 ETP 总数量和资产排名

所在国	总 ETP 个数	个数占比	总资产（百万美元）	资产占比	资产排名
美国	211	16.75%	215080	57.46%	1
爱尔兰	384	30.48%	78863	21.07%	2
卢森堡	136	10.79%	43630	11.66%	3
法国	105	8.33%	18801	5.02%	4
日本	31	2.46%	8442	2.26%	5
加拿大	95	7.54%	3190	0.85%	6
香港	18	1.43%	1630	0.44%	7
南非	12	0.95%	1115	0.30%	8
瑞士	6	0.48%	1042	0.28%	9
韩国	37	2.94%	638	0.17%	10
泽西岛	69	5.48%	618	0.17%	11
印度	6	0.48%	437	0.12%	12
台湾	4	0.32%	335	0.09%	13
德国	8	0.63%	150	0.04%	14
中国	16	1.27%	147	0.04%	15
荷兰	3	0.24%	68	0.02%	16

澳大利亚	12	0.95%	40	0.01%	17
哥伦比亚	1	0.08%	31	0.01%	18
巴西	2	0.16%	21	0.01%	19
印度尼西亚	3	0.24%	17	0.00%	20
尼日利亚	1	0.08%	14	0.00%	21
越南	2	0.16%	9	0.00%	22
泰国	4	0.32%	8	0.00%	23
马来西亚	1	0.08%	6	0.00%	24
墨西哥	3	0.24%	0	0.00%	25
挪威	35	2.78%	0	0.00%	26
新西兰	2	0.16%	0	0.00%	27
以色列	53	4.21%	0	0.00%	28

资料来源：华宝证券，Bloomberg

2014 年新增 ETP 数量最多的是爱尔兰，其占比超过 30%，其次为美国，占比约为 16%，新增资产最多的是美国，占比为 57%左右，其次为爱尔兰占比为 21%，2014 年全球 ETP 新增量依然以发达国家为主，但是以美国为首的 ETP 寡头新增量占比已经低于其存量占比。

表 130　全球 2014 年各类新增 ETP 资产排名

ETF		ETN		ETC	
所在国	资产占比	所在国	资产占比	所在国	资产占比
美国	69.76%	美国	90.89%	爱尔兰	49.81%
爱尔兰	13.72%	日本	4.37%	卢森堡	22.11%
卢森堡	8.46%	爱尔兰	2.38%	泽西岛	14.22%
法国	4.53%	泽西岛	2.04%	南非	13.81%
日本	1.37%	德国	0.32%	德国	0.05%
加拿大	0.82%	南非	0.00%	挪威	0.00%
香港	0.28%				
瑞士	0.25%				
韩国	0.21%				
南非	0.18%				
印度	0.14%				
台湾	0.11%				
中国	0.05%				
德国	0.04%				
荷兰	0.02%				
澳大利亚	0.01%				
哥伦比亚	0.01%				
巴西	0.01%				
印度尼西亚	0.01%				
尼日利亚	0.00%				

资料来源：华宝证券，Bloomberg

2014 年新增 ETF 资产排名与历史排名变化不大，美国新增 ETF 资产占比依然保持在 70%左右，其次为爱尔兰和卢森堡，两地的新增资产占比都有不同程度的上升。2014 年新增 ETN 资产占比上，美国的进步幅度最大，占比达到 90%。但 2014 年注册地在美国的 ETC 依旧未诞生。ETC 方面，爱尔兰和卢森堡占比上升最快，泽西岛下降得最多，而且整体上 2014 年新增 ETC 的国家数量比历史数量少近 50%，ETC 类产品的发行较多以类似于卢森堡、爱尔兰和泽西岛这样的专为海外基金提供注册地的地区为主。

1.3.2014 年全球股票类 ETP 增量占比大幅提升

表 131　全球存量 ETP 按投资类型分类规模及数量

按投资方向分类	总数量	数量占比	总资产（百万美元）	资产占比
股票	3654	64.11%	2220076	78.70%
债券	874	15.33%	461607	16.36%
商品	798	14.00%	113596	4.03%
特殊	247	4.33%	11315	0.40%
混合配置	78	1.37%	6981	0.25%
货币市场	2	0.04%	3946	0.14%
另类	42	0.74%	3000	0.11%
N.A.	5	0.09%	285	0.01%

资料来源：华宝证券，Bloomberg

存量 ETP 的投资品种资产比重前三的分别为股票、债券和商品，这三类资产之和达到 99%，包括货币市场类、混合配制等资产占比较少。

表 132　全球 2014 年新增 ETP 按投资类型分类规模及数量

按投资方向分类	总数量	数量占比	总资产（百万美元）	资产占比
股票	902	71.59%	322803	86.23%
债券	196	15.56%	45535	12.16%
商品	56	4.44%	5164	1.38%
混合配置	17	1.35%	537	0.14%
特殊	65	5.16%	252	0.07%
另类	3	0.24%	54	0.01%
N.A.	18	1.43%	0	0.00%
房地产	1	0.08%	0	0.00%
货币市场	2	0.16%	0	0.00%

资料来源：华宝证券，Bloomberg

由上面两表看出，不论是存量还是增量的 ETP 产品，股票、债券、商品和混合型的 ETP 始终位居前列，2014 年股票新增数量和新增资产规模都比存量的比重提升较多，2014 年新增 ETP 资产中股票型 ETP 的比重达到 86%，说明金融产品创新的主战场依然是股票，传统投资领域依然受资金青睐。

表 133　2014 年全球新成立 ETP 总资产排名前二十

名称	基金种类	所在国	投资类型	总资产（百万美元）
SPDR S&P 500 ETF TRUS	ETF	美国	股票	205483
DBX DAX (DR)	ETF	卢森堡	股票	3518
LYXOR UCITS ETF CAC 40	ETF	法国	股票	3430
ASHMORE SICAV EMR MRK CRP DB	ETF	卢森堡	债券	2622
UBS ETF (LU) MSCI USA	ETF	卢森堡	股票	2358
DBX II IBX SOV EUR YIELD+IRH	ETF	卢森堡	债券	2064
SOURCE S&P 500 EUR HEDGED	ETF	爱尔兰	股票	1954
PIMCO EURO SHORT MATURITY SO	ETF	爱尔兰	债券	1922
ISHARES EMR MKT LC GV BD ETF	ETF	爱尔兰	债券	1884
SOURCE PHYSICAL GOLD P-ETC	ETC	爱尔兰	商品	1695
SOURCE S&P 500 UCITS ETF	ETF	爱尔兰	股票	1659
LYXOR UCITS MSCI WRLD MTH HG	ETF	法国	股票	1593
LYXOR UCITS MSCI WRLD MTH HG	ETF	法国	股票	1591
NOMURA NEXT F JPX NIKKEI 400	ETF	日本	股票	1535
UBS ETF MSCI EMU UCITS-A UKD	ETF	卢森堡	股票	1438
FIRST TRUST DW FOCUS 5 FUND	ETF	美国	股票	1412
ISHARES USD TRSRY BD 10Y ETF	ETF	爱尔兰	债券	1381
ISHARES EURO CORP BND 1-5YR	ETF	爱尔兰	债券	1344
LYXOR UCITS ETF S&P 500	ETF	法国	股票	1325
PIMCO US DOLLAR SHORT MATURI	ETF	爱尔兰	债券	1309

资料来源：华宝证券、Bloomberg

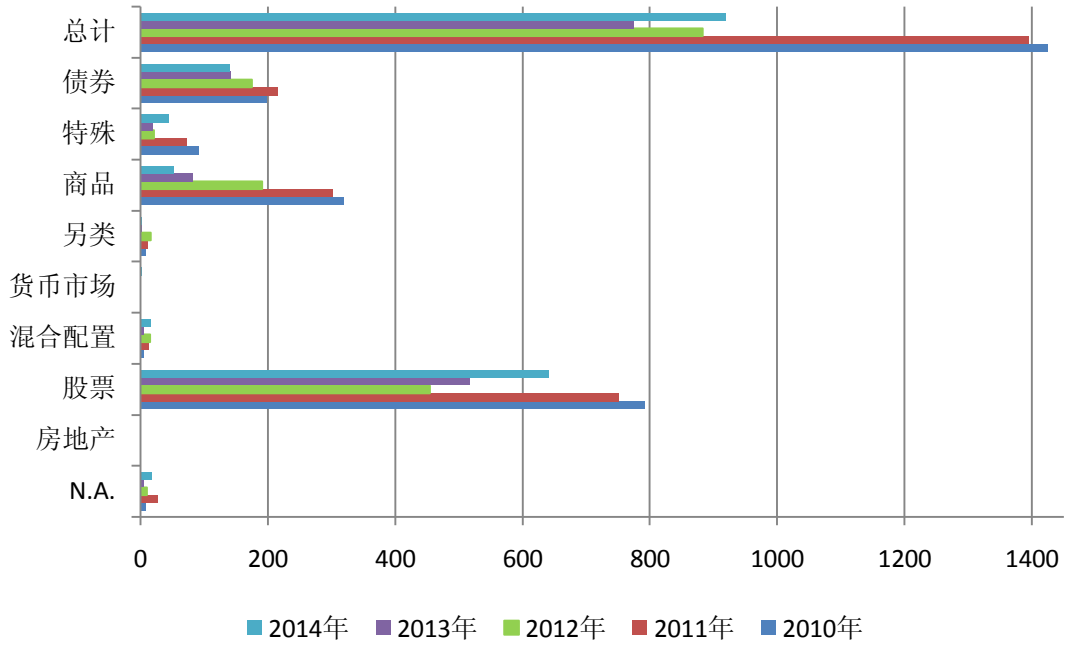
在 2014 年新成立的 ETP 中，较大规模的产品依旧以股票型 ETF 为主，其次是债券型 ETF，仅有一只商品的 ETC 上榜前二十。

表 134　全球历年各类 ETP 新增数量

投资类型	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	发行相关性
N.A.	8	27	10	5	18	0.45
房地产	-	1	-	-	1	-
股票	792	751	455	517	641	0.91
混合配置	5	14	15	6	17	-0.20
货币市场	1	-	-	-	2	-
另类	8	12	16	2	3	0.32
商品	320	303	191	82	53	0.90
特殊	92	73	21	20	45	0.96
债券	199	215	175	143	140	0.89
总计	1425	1396	883	775	920	1.00

资料来源：华宝证券，Bloomberg

图 227　近年全球各类 ETP 新增数量



资料来源：华宝证券，Bloomberg

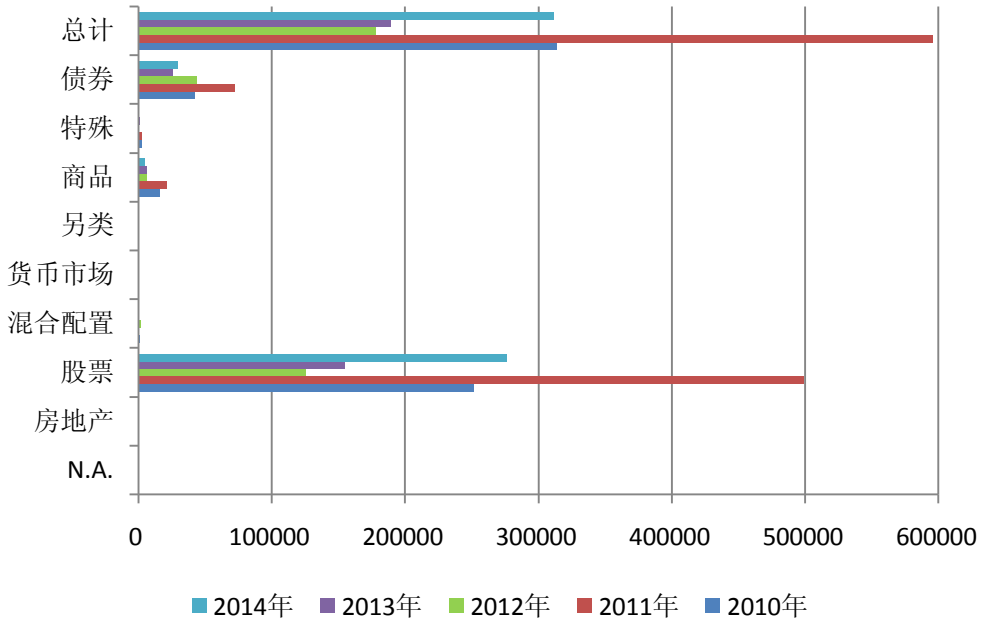
股票、商品、特殊和债券类 ETP 发行数量与整体 ETP 的数量呈高度正相关，即，这些产品与整体 ETP 市场'一荣俱荣，一枯俱枯'，而混合配置类 ETP 发行量与整体 ETP 市场呈负相关。即，整体 ETP 市场发行量增加时，混合类 ETP 发行量却减少，在单个类型资产出现趋势性投资机会时，人们会倾向于选择直接投资该类资产，因此 ETP 市场发行就较为繁荣，如果每种大类资产都无趋势性投资机会，整个 ETP 市场发行就会萎靡，与此同时，投资者愿意选择混合类资产配置。

表 135　全球历年各类新增 ETP 资产(百万美元)

投资类型	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	发行相关性
N.A.	0	0	0	0	0	-
房地产	-	0	-	-	0	-
股票	251693	498940	125099	154938	276281	1.00
混合配置	1026	259	1827	140	537	-0.45
货币市场	6	-	-	-	0	-
另类	123	515	318	36	54	0.68
商品	16160	21657	6829	6741	4833	0.84
特殊	2684	2127	471	1411	239	0.47
债券	42229	72374	43447	25960	29767	0.85
总计	313921	595872	177990	189226	311712	1.00

资料来源：华宝证券，Bloomberg

图 228　近年全球各类 ETP 新增资产



资料来源：华宝证券，Bloomberg

从发行相关性来来看，结论如上表所述一致，股票、商品、特殊和债券类 ETP 发行资产规模与整体 ETP 的资产规模呈高度正相关，而混合配置类 ETP 发行资产规模与整体 ETP 市场呈负相关。

从新增数量来看，ETP 新增数量 2010-2013 年间逐年减少，2014 年 ETP 增量有所回升，同比 2013 年增加 18.7%。近五年，发行依然以传统的股票、债券和商品类 ETP 为主，货币和房地产类的 ETP 较少，2010 年唯一一只货币 ETP 来自卢森堡-新加坡元现金 UCITS ETF 是一只在卢森堡注册的交易型开放式指数基金，符合欧盟可转让证券集体投资计划 IV（UCITS IV）的规定，基金的投资目标是跟踪德银 SORA 总回报指数的表现。2014 年中国发行了两只货币 ETP，汇添富收益快钱货币市场基金及其 B 类。2011 年唯一的一只房地产 ETP 是注册在以色列的 KSM SHORT REAL ESTATE 15 基金，其在特拉维夫证券交易所上市。2014 年的房地产 ETP 则是注册在墨西哥的 FIBRATC 基金。

表 136　近年全球 ETP 按投资类型分类新增数量占比

按投资方向分类	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	按类平均
N.A.	0.56%	1.93%	1.13%	0.65%	1.96%	1.25%
房地产	-	0.07%	-	-	0.11%	0.09%
股票	55.58%	53.80%	51.53%	66.71%	69.67%	59.46%
混合配置	0.35%	1.00%	1.70%	0.77%	1.85%	1.13%
货币市场	0.07%	-	-	-	0.22%	0.14%
另类	0.56%	0.86%	1.81%	0.26%	0.33%	0.76%
商品	22.46%	21.70%	21.63%	10.58%	5.76%	16.43%
特殊	6.46%	5.23%	2.38%	2.58%	4.89%	4.31%
债券	13.96%	15.40%	19.82%	18.45%	15.22%	16.57%

按年总计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
股票+债券	69.54%	69.20%	71.35%	85.16%	84.89%	76.03%

资料来源：华宝证券，Bloomberg

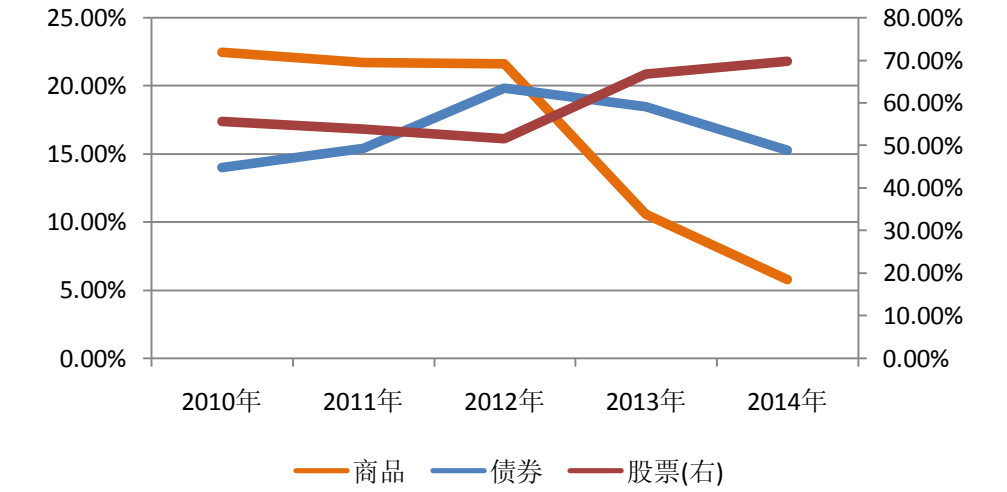
表 137　近年全球 ETP 按投资类型分类新增资产占比

按投资方向分类	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	按类平均
N.A.	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
房地产	-	0.00%	-	-	0.00%	0.00%
股票	80.18%	83.73%	70.28%	81.88%	88.63%	80.94%
混合配置	0.33%	0.04%	1.03%	0.07%	0.17%	0.33%
货币市场	0.00%	-	-	-	0.00%	0.00%
另类	0.04%	0.09%	0.18%	0.02%	0.02%	0.07%
商品	5.15%	3.63%	3.84%	3.56%	1.55%	3.55%
特殊	0.85%	0.36%	0.26%	0.75%	0.08%	0.46%
债券	13.45%	12.15%	24.41%	13.72%	9.55%	14.66%
按年总计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
股票+债券	93.63%	95.88%	94.69%	95.60%	98.18%	95.60%

资料来源：华宝证券，Bloomberg

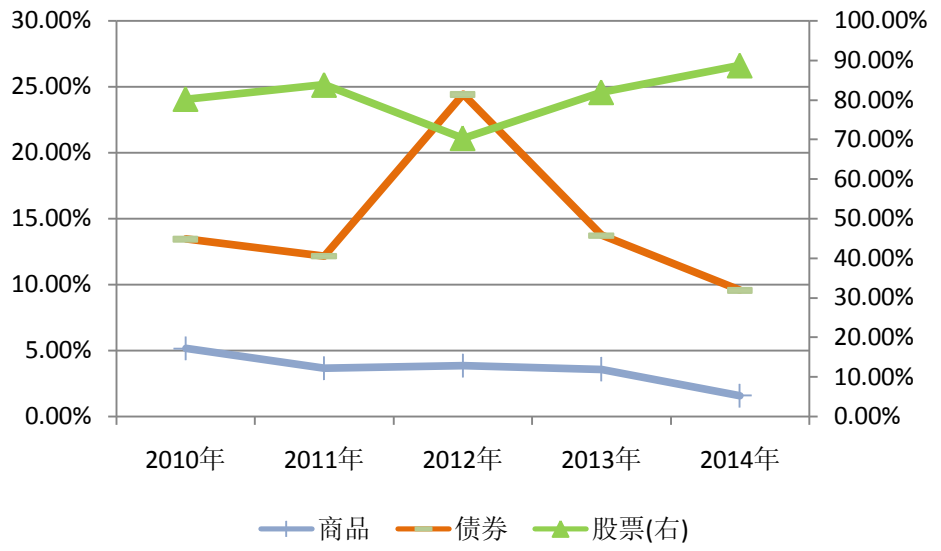
近年 ETP 的新增主体依旧是股票和债券，而且这两类产品之和呈增加态势，两者资产占比在 2014 年达到 98%，为近五年的新高。

图 229　近年全球 ETP 分类新增数量占比



资料来源：华宝证券，Bloomberg

图 230　近年全球 ETP 分类新增资产占比



资料来源：华宝证券，Bloomberg

从上面两张表中可以看出，近年来股票和债券新增 ETP 数量和规模都呈现近似的反向运动，即，股票 ETP 数量环比增加时，债券 ETP 数量环比减少，反之亦然，通过计算发现两者新增资产规模的相关系数为-0.98，几乎呈完全负相关。从 2012 年开始债券和商品类 ETP 新增量逐年下降，而股票类 ETP 新增量逐年增加，股票和债券两类 ETP 新增资产规模占比保持 95%的高位，其他类型的 ETP 新增资产占比一直处于较低水平，现阶段的金融产品创新依旧以传统的股票、债券和商品作为主要载体。商品类 ETP 新增量在 2012 年之后呈现急剧下滑态势。

接下来的篇幅将介绍下 2014 年各类型 ETP 新增资产规模前十位的产品。

表 138　2014 年全球新成立股票类 ETP 总资产排名前十

名称	成立日期	所在国	基金种类	总资产（百万美元）
SPDR S&P 500 ETF TRUS	10/13/2014	美国	ETF	205483
DBX DAX (DR)	7/21/2014	卢森堡	ETF	3518
LYXOR UCITS ETF CAC 40	8/27/2014	法国	ETF	3430
UBS ETF (LU) MSCI USA	9/23/2014	卢森堡	ETF	2358
SOURCE S&P 500 EUR HEDGED	12/12/2014	爱尔兰	ETF	1953
SOURCE S&P 500 UCITS ETF	9/5/2014	爱尔兰	ETF	1659
LYXOR UCITS MSCI WRLD MTH HG	2/25/2014	法国	ETF	1593
LYXOR UCITS MSCI WRLD MTH HG	2/13/2014	法国	ETF	1590
NOMURA NEXT F JPX NIKKEI 400	1/24/2014	日本	ETF	1541
UBS ETF MSCI EMU UCITS-A UKD	10/16/2014	卢森堡	ETF	1438

资料来源：华宝证券，Bloomberg

表 139　2014 年全球新成立债券类 ETP 总资产排名前十

名称	成立日期	所在国	基金种类	总资产（百万美元）
ASHMORE SICAV EMR MRK CRP DB	9/30/2014	卢森堡	ETF	2622
DBX II IBX SOV EUR YIELD+IRH	4/10/2014	卢森堡	ETF	2064
PIMCO EURO SHORT MATURITY SO	9/5/2014	爱尔兰	ETF	1922
ISHARES EMR MKT LC GV BD ETF	11/19/2014	爱尔兰	ETF	1884
ISHARES USD TRSRY BD 10Y ETF	11/19/2014	爱尔兰	ETF	1380
ISHARES EURO CORP BND 1-5YR	1/24/2014	爱尔兰	ETF	1343
PIMCO US DOLLAR SHORT MATURI	7/14/2014	爱尔兰	ETF	1309
ISHARES CORE EURO GOV BOND U	6/2/2014	爱尔兰	ETF	1246
ISHARES USD HG YL CP BD ETF	11/19/2014	爱尔兰	ETF	1215
ASHMORE SICAV EMR MRK TR	9/30/2014	卢森堡	ETF	969

资料来源：华宝证券，Bloomberg

表 140　2014 年全球新成立商品类 ETP 总资产排名前十

名称	成立日期	所在国	基金种类	总资产（百万美元）
SOURCE PHYSICAL GOLD P-ETC	11/27/2014	爱尔兰	ETC	1695
AFRICA PALLADIUM DEBENTURES	3/24/2014	南非	ETF	561
NEWPALLADIUM ETF	3/27/2014	南非	ETC	411
UBS ETF (CH) GOLD	7/10/2014	瑞士	ETF	268
SG ETC WTI OIL -3X DAILY SHO	10/17/2014	卢森堡	ETC	161
SG ETC WTI OIL -1X DAILY SHO	10/17/2014	卢森堡	ETC	136
AFRICA PLATINUM DEBENTURES	4/7/2014	南非	ETC	136
ETFS DAILY SHORT GOLD	9/4/2014	泽西岛	ETC	126
SOURCE PHYSICAL PLATINUM P-E	6/30/2014	爱尔兰	ETC	121
SOURCE PHYSICAL PALLADIUM P-	6/30/2014	爱尔兰	ETC	113

资料来源：华宝证券，Bloomberg

表 141　2014 年全球新成立特殊类 ETP 总资产排名前十

名称	成立日期	所在国	基金种类	总资产（百万美元）
ETFS 3X LONG USD SHORT EUR	7/2/2014	泽西岛	ETC	152
ETFS LONG USD SHORT EUR	1/16/2014	泽西岛	ETN	14
ETFS SHORT CHF LONG EUR	1/16/2014	泽西岛	ETC	12
ETFS 3X SHORT USD LONG EUR	7/2/2014	泽西岛	ETC	10
PROSHARES CDS SHRT NA HY CRD	8/7/2014	美国	ETF	10
PROSHARES MANAGED FUTURES ST	10/2/2014	美国	ETF	6
PROSHARES CDS NA HY CREDIT	8/7/2014	美国	ETF	6
ETFS SHORT USD LONG EUR	1/16/2014	泽西岛	ETN	5
ETFS 3X LONG JPY SHORT EUR	7/2/2014	泽西岛	ETC	4
ETFS 3X SHORT JPY LONG EUR	7/2/2014	泽西岛	ETC	3

资料来源：华宝证券，Bloomberg

2.美国金融市场概况

2.1.美国存量 ETP 超过 98%的比重为 ETF

前面统计到截至 2014 年 12 月 31 日，存量 ETP 中美国 ETP 总数量为 2024 个，占全球 ETP 市场总数量的 35%，数量排名位列第一位。美国 ETP 总资产约为 2 万亿美元，占全球 ETP 市场总资产的 70%，资产排名列第一位。另外，2014 年新增 ETP 中，美国 ETP 新增数量为 211 个，占当年全球总数比例为 16.75%，排名第二位，新增资产 2 千多亿，占当年全球新增总资产的 57%，位列第一。加之，美国依旧是金融产品创新的主要市场我们下面的篇幅中将对美国 ETP 动向进行详细统计。

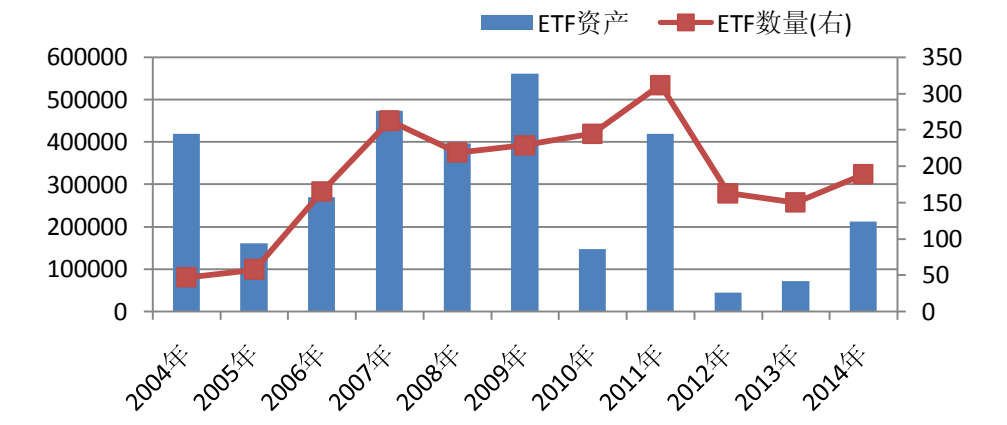
表 142　美国各类 ETP 分布情况

基金种类	ETF	ETN	ETC
存量资产(百万美元)	1972193.859	27287.56	/
存量资产占比	98.64%	1.36%	/
存量数量	1821	262	/
存量数量占比	87.42%	12.58%	/
2014 年新增资产(百万美元)	213473.762	1594.774	/
2014 年新增资产占比	99.26%	0.74%	/
2014 年新增数量	189	12	/
2014 年新增数量占比	94.03%	5.97%	/

资料来源：华宝证券，Bloomberg

美国目前的 ETP 主要以 ETF 为主，其次为 ETN，但是目前还未有在美国注册的 ETC 产品（ETC 的发行以类似于卢森堡和泽西岛注册形式为主），2014 年新增量中，ETF 的新增数量占比 94%超越存量数量占比 87%，新增资产占比为 99%也超越存量资产占比 98.6%，2014 年美国新增 ETP 依然是以 ETF 为主，而且新增量占比比历史占比高。

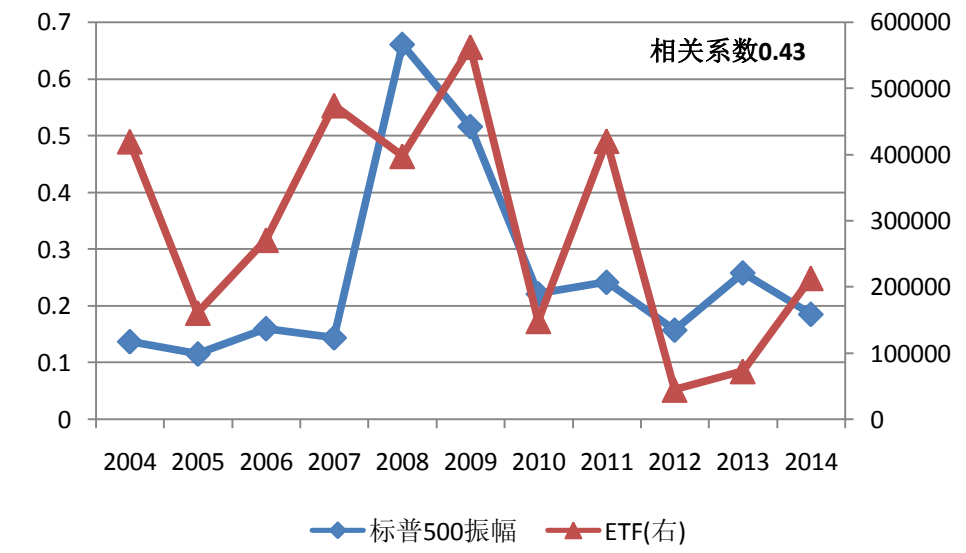
图 231　近年美国 ETF 发行数量和资产规模



资料来源：华宝证券，Bloomberg

美国 ETF 在 2004 年就创下了一个小的发行高峰，最开始上市的 ETF 数量不多，但是单只产品的规模较大，因此总资产也较大，2005 年 ETF 的发行规模锐减，但发行数量稳步上升，尤其是 2006、2007 两年发行数量和资产都得到了一个高速发展，2007-2011 年间，发行数量都稳定在较高水平，但是发行资产规模在 2010 年大幅缩水，2011 年再次大幅提升之后的三年，发行规模都处在一个较低的水准，但是呈现逐年增加的态势。ETF 的发行资产规模与国家经济增长形势的直接相关性并不强，我们认为其与市场的需求以及相关政策关联性更大。对于 ETF 而言，市场的需求与市场的投资机会有关，如果市场的投资机会较多，那么 ETF 的需求也越大。

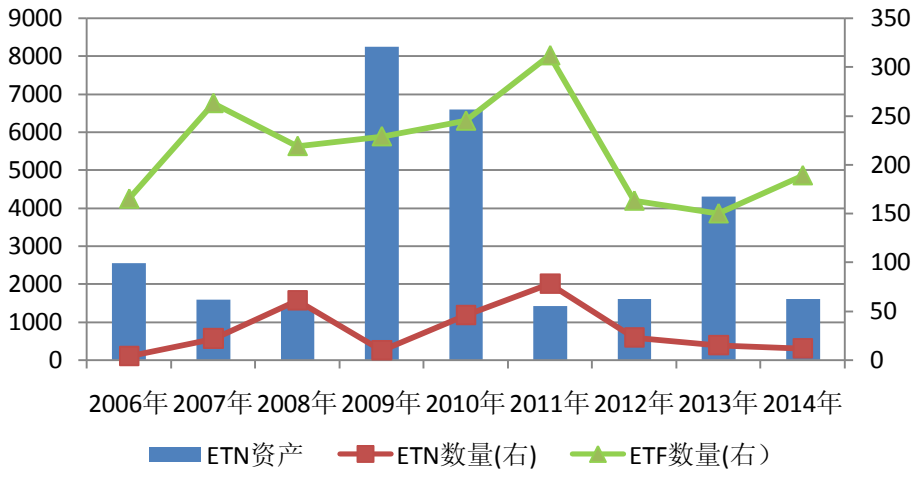
图 232　近年美国 ETF 发行资产规模与标普 500 指数振幅



资料来源：华宝证券，Bloomberg

除了 2008 年之外，美国 ETF 的发行资产规模与标普 500 指数的振幅变动方向较为一致，两者的相关系数 0.43，说明 ETF 的发行规模与市场的需求（市场波动率）存在一定的相关性。

图 233　近年美国 ETN 发行数量和资产规模



资料来源：华宝证券，Bloomberg

我们发现 ETN 发行数量和发行资产规模呈现负相关性，其相关性为-0.26，而 ETF 发行数量与发行资产规模相关性为 0.35。以上图我们推断在经济较差的年份，ETN 发行总资产规模较少，但是发行的数量较多，因而单只产品的平均规模都较小，在经济较好的年份，以发行大资产规模的 ETN 为主。同时，我们计算 ETN 和 ETF 的发行数量间呈较为明显的相关性，其相关系数达到 0.70。

表 143　美国 ETP 按投资侧重分类规模及数量

按投资方向分类	美国数量占比	全球数量占比	美国资产占比	全球资产占比
股票	67.26%	64.11%	80.42%	78.70%
混合配置	2.35%	1.37%	0.29%	0.25%
另类	1.44%	0.74%	0.12%	0.11%
商品	8.26%	14.00%	2.99%	4.03%
特殊	4.66%	4.33%	0.38%	0.40%
债券	16.03%	15.33%	15.79%	16.36%

资料来源：华宝证券，Bloomberg

从 ETP 资产占比来看，美国除了商品类 ETP 较低于全球资产占比外，其他类型的 ETP 都与全球占比比较接近。另外，从 ETP 数量占比来看，美国仅有商品类 ETP 大幅低于全球占比，其他类型的 ETP 占比都高于全球占比，尤其是混合类和另类 ETP 占比较为明显。可以看出美国 ETP 市场已经未在商品类 ETP 上发力，股票和债券类 ETP 依然保持一个比较高占比，触角开始向一些较新的领域扩展。

2.2.美国的对冲基金钟爱私募股权

美国可查的 ETP 数量为 5041 只，而非 ETP 的金融产品为 82303 只，其体量远大于 ETP 市场，因此我们需要从更为宽阔的角度来审视美国金融市场的发展。

表 144　美国金融产品(含 ETP 及对冲基金)分类占比

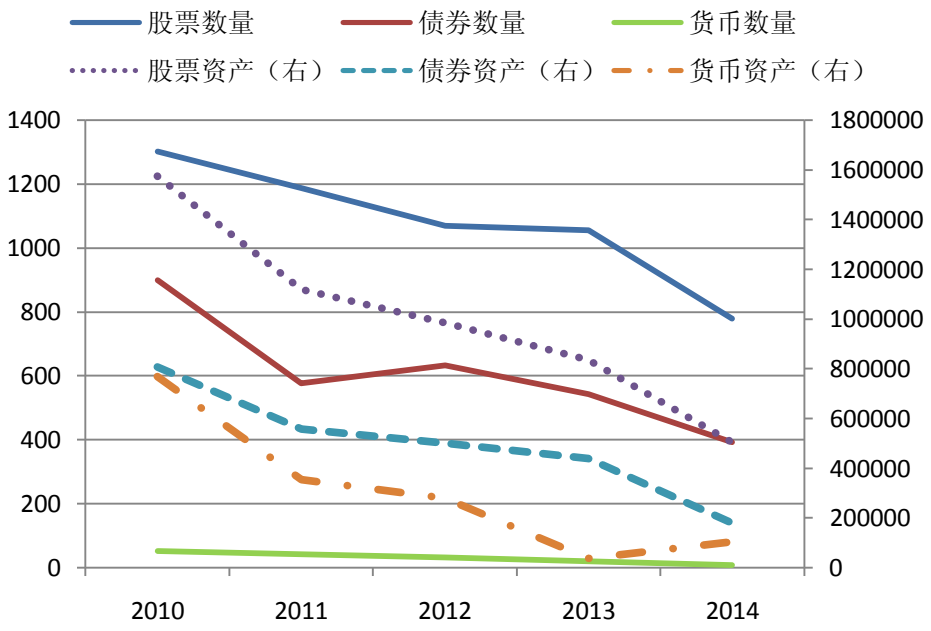
按投资方向分类	总数量	美国数量占比	全球数量占比
私募股权	10572	14.75%	0.26%
特殊	380	0.53%	1.50%
商品	536	0.75%	1.07%
房地产	51	0.07%	0.63%
另类	1442	2.01%	14.54%
混合	8955	12.49%	18.93%
货币	3760	5.25%	3.16%
债券	14632	20.41%	24.39%
股票	31355	43.74%	35.51%

资料来源：华宝证券，Bloomberg

由于有的对冲基金的资产规模数据并不公开，因此我们上表只统计数量占比。可以看出美国在投向特殊、房地产、商品、另类、混合和债券资产的比例已经低于全球相应

占比，但是投向股票和私募股权的比例明显大于全球占比，投向货币类资产的比例略微大于全球同类占比。

图 234　美国历年各类金融产品(含 ETP 及对冲基金)新增规模及数量趋势图



资料来源：华宝证券，Bloomberg

从上图可以看出，股票、货币、债券三大传统类的金融产品新增数量和资产都呈现为下降的大趋势，仅有货币类产品资产规模在 2014 年同比出现小幅回升。

2.3.美国养老保险制度三层次

美国的养老保险制度分为三个层次。第一层次是社会保障养老保险制度，由政府强制执行。第二层次是由雇主（包括公共部门和民间部门）自主出资的养老金计划。第三层次是个人储蓄养老金计划，即在个人自愿，联邦政府提供税收优惠的情况下，设立养老金账户。美国大量的养老金计划投资于股票、债券、货币市场、房地产等领域，养老金、共同基金和保险基金已经成为美国资本市场上的三大主要机构投资者。成熟的养老金体系和广阔的投资渠道加大了金融市场的深度，这种机制化的储蓄模式也可以提高企业和金融机构在危机期间的融资能力和抗风险能力，也有助于美国吸引中长期投资和促进经济增长。

2.3.1.社会保障养老保险制度

政府推动的强制性养老保险金项目覆盖了美国约 96%的劳动人口，是美国社会养老保险金制度的基石。政府对劳动者及其雇主按照一定工资比率统一征收“社会保障税”，这是美国仅次于个人所得税的第二大税种。征收的税率为雇主和雇员各负担薪水的 6.2%，自雇人员为 12.4%。美国社保基金由财政部的基金专户保存，社保税与其他的政府收支完全分开，单独进入联邦社会保障署设立的“社会保障信托基金”，后者即是政府发给民众养老金的来源。该基金由挂靠在财政部的信托基金管理理事会负责管理和投资。

政府主导的社保计划主要包括三个部分：一是老年、遗属幸存者（退休者的配偶和孩子）、残疾人保险计划，又称联邦养老保险计划（OASDI）；二是联邦医疗保险计划；三是联邦/州失业保险计划。由此产生三类社会保险信托基金（社保基金），分别为社会保障信托基金、医疗保险基金和失业保险信托基金。就养老金保障体系而言，主要包括政府强制执行的社会保障计划（即 OASDI）、公共部门养老金计划和私人养老金计划。美国政府对联邦社保基金的投资有着强烈的避险意识，以基金保值为第一目的。

2.3.2.雇主自主提供的养老保险金计划（Employer Sponsored Retirement Plan）

雇主资助的私营养老金计划（还包括其他非赢利组织如教育、医疗机构养老金以及州、地方政府养老金）使美国的社会保障进一步完善，是企业自发提供的福利性的养老金制度，不具有强制性。具体来说，一方面，它包括公共部门养老金计划，是指联邦、州和地方政府为其雇员提供的各种养老金计划，如联邦政府文职雇员退休金计划（Federal Retirement Thrift-Thrift Savings Plan）和美国规模最大的公共养老基金加州公务员退休基金（California Public Employees Retirement System，CaPLERs）。另一方面，它也包括民间组织养老金计划（Private Pension Plans），指的是企业及一些非营利组织和机构为其雇员提供的养老金计划。雇主资助的“私人年金计划”，如 401(k)计划、403(b)计划等，可以归为企业年金，主要特征是雇主资助、个人自愿、政府给予税收优惠。美国政府向雇主提供税收优惠措施以鼓励雇主为雇员建立“私人年金计划”，如企业从年营业额 100 万美元中提取 10 万美元作为雇员的“私人年金计划”，这 10 万美元可以免税。目前，美国几乎所有企业都需为雇员建立“私人年金计划”。全美有 60%的雇员参加了私人年金计划。

美国的雇主养老金计划主要有两种模式：确定领取型计划（Defined Benefit Plan）和确定缴费型计划（Defined Contribution Plan），以下简称 DB 计划和 DC 计划。

确定领取型计划（Defined Benefit Plan）——在确定领取型计划中，每一个雇员将来退休的待遇根据一个约定的公式计算出来，计划保证退休后固定的退休金领取水平。该计划通常只由雇主供款，雇员不需供款，不为参加计划的每一个员工建立个人账户。雇主承担主要责任，要对退休基金的投资安排进行决策，并且承担投资风险，雇员无须承担任何投资风险。养老保险金制度由于雇主 DB 型养老账户为基金制，即要形成雇员养老金的基金规模(本金及增值部分)与包括在职和退休人员积累的全部养老金权益相当，养老保险金制度不允许存在隐性债务，同时规定 DB 型养老金资产必须与雇主的资产分开，基金投资也必须与雇主业务分离。值得关注的是，DB 计划还需投保。美国联邦政府针对 DB 型计划可能出现的投资失败情况，建立了养老金利益担保公司（the Pension Benefit Guaranty Corporation，PBGC），防止个别基金投资失败使雇员利益严重受损。4400 万美国人的退休金都受到 PBGC 的保护，该机构吸收雇主缴纳的保费，对入不敷出的退休基金进行援助。

确定缴费型计划（Defined Contribution Plan）—— 在确定缴费型计划中，雇主不保证员工退休后的领取标准，雇员需要缴费，通常雇主会按照雇员缴费的一定比例（25%-100%不等）配套缴费，为参加计划的每一个员工建立个人账户，雇员和雇主缴费都进入个人账户，雇员承担主要责任，对个人账户中资金进行投资，并且承担投资风险，雇主无须承担任何投资风险。退休金完全取决于达到法定退休年龄之后个人账户累积的资产。联邦政府对 DC 型计划采取了税收递延或优惠的政策支持，有效地促进了

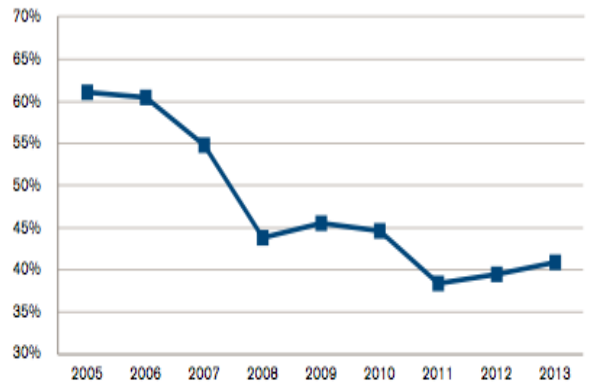
DC 型养老计划的发展。但是，政府不对 DC 计划的养老金投资提供担保，投资风险个人自担。

2.4.美国养老保险计划投资策略

2.4.1.资产分布-权益占比长跌短升

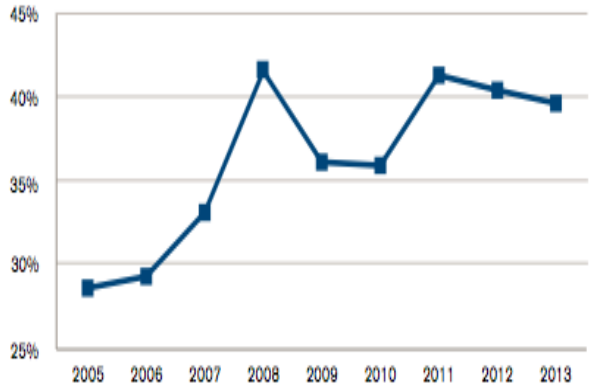
根据明德精算咨询公司的养老退休金研究表示，其调查的 100 个美国公司的养老金计划在近几年有增加固定收益类产品投资份额的趋势，成为退休计划资助者减少养老金风险的另一途径。然而，并不是所有投资者都实施了债务导向型投资策略 (LDI, liability-driven investing strategy)，有些公司仍然延续了传统的注重权益类产品的投资方式，并等待合适的时机降低其养老金风险。

图 235 美国养老保险权益类产品投资占比变化趋势



资料来源：华宝证券研究所，Milliman

图 236 美国养老保险固定收益类产品投资占比变化趋势



资料来源：华宝证券研究所，Milliman

从上图可以看出，在 2005 年开始，养老保险权益类产品的占比从 60%开始大幅减少，虽然金融危机后有所上升，但总体趋势比较缓慢，基本维持在 40%左右。而固定收益的投资比例在金融危机之后也有较为明显的增长，尤其是在 2010 年到 2011 年这段时间，有超过 5%的增长，这与权益类投资在同一时间经历的 5%左右的减少是相符合的。目前固定收益类的投资比例与权益类投资比例趋同，也在 40%左右。

最后是另类产品的投资比例（另类投资类别包括了房地产，私有股权，对冲基金，大宗商品，和现金等价物等），在过去十年的时间里，随着各类新产品的出现和需求的提升，此类产品的投资比例稳步提升，从 2005 年的 10%升至目前的 20%左右。

2.4.2.债务导向性投资策略(LDI)

债务导向性投资策略介绍

期限根据员工的退休状况而定），该计划中被投入到一个在可预见的时间期限内到期的专用债券投资组合的资产比例会越来越高。这个时间期限的设置是根据养老计划的时间长度和剩余投资的风险因素所决定的，而剩余的资产将会配置到一个平衡和多样化

的投资组合中去。根据罗素投资集团的研究表明，美国的一些大型公司，诸如通用汽车和福特汽车公司的养老保险基金已经开始转向去风险化的债务导向型投资策略。

我们认为推动这些大型公司改变其养老保险基金的投资方向的原因主要有以下三点：

（1）雇主缴费的资金需求：由于养老金保护法案（Pension Protection Act）要求雇主加快对职员的养老金缴费，因此退休金计划的发行者开始寻求资金的稳定性和可预测性，固定收益产品和权益产品的结合成了一个好选择。

（2）资产负债表影响：美国财务会计准则第 158 项中的按市值计价会计准则使退休基金的资金状况相较以往更透明。

（3）损益表影响：退休金计划资助者开始意识到去风险化对养老金费用的影响。这主要体现在运用该策略持有固定收益产品，如债券，能相对降低交易的成本和费用，从而影响到损益表。

债务导向型投资策略的实际应用

2011 年，通用汽车和福特汽车公司，这两家美国最大和第三大上市公司退休计划的实施者，开始大规模地降低其养老基金的风险。通用汽车公司将把固定收益类产品目标占比从 41%提升到 66%，福特公司将把这个目标比率从 45%提升到 80%。相比其他大型公司，通用汽车更准确地预测了 2011 年金融市场震荡。实行债务导向型投资策略之后，通用公司将一个新的资产组合中的负债对冲型固定收益类证券的占比调整至 50%，以此将亏损率的增长控制在 14%以下。2011 年，通用汽车美国退休金计划的资产收益率为 11%；作为策略的一部分，通用公司将这些收益投入到长期固定收益类产品的投资。2011 年 9 月，通用汽车公司宣布并强调将对其美国退休金计划进行充分的资助和去风险化。

债务导向型投资策略的效应

根据明德精算咨询公司的研究，在美国 100 个公司的养老计划中，有 22 个退休金计划分配了大于 40%的投资在固定收益产品中。在之后的 4 年里，这 22 个退休金计划比其他 78 个计划经历了更少的出资率的波动（两者出资率波动的中位数分别为 3.8%和 6.4%）。另外，这 22 家公司在 2010-2012 三年中得到了更高的收益率（两者收益率分别为 10.6%和 9.6%）。由此可见，通过减少权益类产品和其他资产的投资配额，同时增加对固定收益的投资配额来减少资产负债不匹配风险这一策略使投资面临了更少的出资波动并得到了更高的收益率。债务导向型投资策略为退休计划资助者提供了一个减少养老基金风险的途径。一个典型债务导向型投资策略的重要组成包括长期、高质量的企业债投资，以及对追求收益型基金的投资减少从而增加对固定收益类产品的资产配置。合理实施债务导向型投资策略能优化一个养老基金的风险和收益平衡。

2.4.3.LDI 策略与目标日期型 ETF

LDI 策略与目标日期型 ETF 有很大相似的地方，目标日期型 ETF 也是一种退休金投资渠道。这种 ETF 也被称为年龄基金，从策略上看，它更像是一种平衡型基金。这类 ETF 采用了基金中基金的结构，主要的投资标的为固定受益类 ETF 和股票类 ETF，但有一些目标日期型 ETF 也会直接投资于股票和固定收益产品。该类产品的特点是，其总的资产配置会随着所设定的退休日的不断接近会自动调整，使整个资产配置越来越

趋向保守。举例来说，从创立日起，某只 2025 年目标日期型 ETF 的会大量配置股票和股票类 ETF 以及小部分的债券和固定收益类产品。随着 2025 年的来临，股票及股票 ETF 的配置会逐步减少并转移到债券类产品。这一改变是按照事前约定的安排进行的，比如每年、每季度或每月。所有的换仓都是由基金管理团队进行的，因此投资者不需要操心。尽管目标日期型 ETF 存在的时间并不是太长，但是它却很受特定投资者的喜爱。许多美国公司的 401K(美国企业为员工设立的退休基金) 都选择投资此类 ETF 产品。

所以从风险控制的角度来看，LDI 策略和目标日期型 ETF 是类似的，他们都是通过调整权益和固定收益类产品的持仓比例来起到降低风险的左右。所不同的是目标日期型 ETF 的投资标的着重于固定受益类 ETF 和股票类 ETF，它更像是一种基金中基金的模式，投资者可以通过购买含有多元化的股票和证券的单只证券获得对多种资产的投资。而且由于资产的再平衡是自动的，目标日期型 ETF 所需的维护较低，不像其他股票组合，投资者需要时不时地进行换仓。当然这类产品也有着重复收取费率的问题，它所收的费率为双重费率，从一定程度而言加重了投资的成本。

现在越来越多的养老金公司也开始逐步投资目标日期型的 ETF 产品，虽然在费率上有所增加，但是考虑到 ETF 的灵活性和风险性，尤其是市场提供的流通性和价格的透明度，对养老保险基金来说无疑是一种低风险的绝佳投资选择。

2.5.美国另类/创新类 ETP 产品

2.5.1.波动率 ETP

VIX 波动率指数是诞生最早、衍生产品最为丰富、目前市场成交最为活跃的一类波动率指数产品。VIX 推出后，成为全球投资者衡量股票市场风险的主要指标之一，金融危机以来，全球金融资产的剧烈波动，VIX 各类衍生品的交易量却屡创新高。除了 VIX 指数，芝加哥期权交易所目前拥有多样化的波动率指数家族，包括 CBOE 纳斯达克 100 波幅的指数（VXN），道琼斯工业平均指数波动率指数（VXD），罗素 2000 波动率指数（RVX）和 S&P500 三个月的波动率指数（VXV）。2008 年，CBOE 率先拓展了波动率的适用范围，开发了针对某些商品和外国货币的波动率指数，其中包括原油波动率指数（OVX），黄金波动率指数（GVZ）和欧洲货币波动率指数（EVZ），而标的分别是 ETF 美国石油基金（USO）、SPDR 黄金 ETF（GLD）和 Currency Shares 欧元基金（FXE）。

美国 VIX 波动率衍生品主要分为三大类—波动率期货（VIX Futures）、波动率期权（VIX Option）以及波动率的交易型开放式产品 ETP（Exchange Traded Products）目前，VIX 波动率衍生品的市场容量不断扩大，总量从超过 3.5 亿美元增加到 8.0 亿美元。

波动率 ETP 主要的投资标的就是那些以波动率指数为跟踪对象而创造出来的各类金融衍生品。由于投资者无法直接投资指数，所以各类波动率指数所衍生出来的例如期货和期权便成了这些交易所交易产品的投资对象。投资者除了通过在交易所交易这些产品的份额获得盈利之外，也可以通过购买产品时合同中预先设定的分红时间获得相关收益。同时，像期货这类产品，根据期货到期的日期，所投资的标的还被分为了短期和中期（主要是中短期的产品）。不过这些短期和中期的分类并没有一个定值，各家产品发行商都有自己对短期和中期的定义，因此投资者要注意其中的详尽定义。

表 145 美国部分波动率 ETP 一览

代码	全称	价格	资产总量（千美元）	平均交易量
VXX	iPath S&P 500 VIX Short Term Futures ETN	$33.78	$1,181,202	31,789,994
XIV	VelocityShares Daily Inverse VIX Short Term ETN	$38.74	$619,866	10,421,418
UVXY	ProShares Ultra VIX Short-Term Futures ETF	$37.80	$341,227	4,587,645
TVIX	VelocityShares Daily 2x VIX Short Term ETN	$4.27	$189,969	9,348,008
SVXY	ProShares Short VIX Short-Term Futures ETF	$75.99	$189,950	847,415
VIXY	ProShares VIX Short-Term Futures ETF	$22.52	$108,558	731,182
ZIV	VelocityShares Daily Inverse VIX Medium Term ETN	$42.56	$101,318	77,867
VXZ	iPath S&P 500 VIX Mid-Term Futures ETN	$13.89	$69,847	940,577
VIXM	ProShares VIX Mid-Term Futures ETF	$16.98	$42,647	71,049
XVIX	UBS E-TRACS Daily Long-Short VIX ETN	$17.15	$12,863	4,979
CVOL	C-Tracks ETN Citi Volatility Index Total Return	$1.96	$7,840	55,769
VIIX	VelocityShares VIX Short Term ETN	$45.67	$7,665	72,623
XXV	Barclays ETN Inverse S&P 500 VIX Short-Term Futures ETN	$38.45	$3,703	5,472
IVOP	iPath Inverse S&P 500 VIX Short-Term Futures ETN	$38.20	$1,910	17,971
VIIZ	VIX Medium-Term ETN	$19.14	$1,725	5,339
TVIZ	VelocityShares Daily 2x VIX Medium Term ETN	$26.04	$1,367	4,115

资料来源：华宝证券，Bloomberg

例如 iPath 公司发行的 S&P 500 VIX Short Term Futures ETN(简称 VXX，标普 500 波动率指数短期期货 ETN)，其跟踪的波动率指数是 VIX，投资标的为短期期货，另外该公司还发行了同个指数的中期产品，S&P 500 VIX Mid-Term Futures ETN(简称 VXZ，标普 500 波动率指数中期期货 ETN)，其投资标的为中期期货，比较起来，短期 VXX 其波动性比中期 VXZ 更大。Giot(2002)以 VIX 指数和那斯达克 100 指数平价期权的波动率指数作实证研究，发现 VIX 指数和 VXN 指数与同期标的指数收益率呈高度的负相关，因此波动率产品一般作为机构的对冲工具，由于这种产品本身具有杠杆特性(大多属于杠杆 ETP 类)，加之其波动率的不确定性，对个人投资者而言投资风险较大。

2.5.2.杠杆 ETP

传统 ETF 通常是指完全被动追踪目标指数、追求与目标指数相同回报的交易型开放式指数基金，即恒定 Beta 型的投资策略。而杠杆 ETF（Leveraged ETF），包括做多 ETF（Bull ETF）和做空 ETF（Short ETF 或 Bear ETF），做多 ETF 是通过运用股指期货、互换合约等杠杆投资工具，实现每日追踪目标指数收益的正向一定倍数（2 倍、3 倍）的交易型开放式指数基金，是一种可变 Beta 型的投资策略；当目标指数收益变化 1%时，基金净值变化可以达到合同约定的 2%或 3%。做空 ETF，又称反向 ETF（Inverse ETF）是通过运用股指期货、互换合约等杠杆投资工具，实现每日追踪目标

指数收益的反向一定倍数（如-1 倍、-2 倍甚至-3 倍）的交易型开放式指数基金，当目标指数收益变化 1%时，基金净值变化达到合同约定的-1%、-2%或-3%。

全球最早的杠杆型 ETF 是 2005 年 2 月 10 日由瑞典 XACT Founder AB 公司发行的 XACT Bull ETF 和 XACT Bear ETF。这两只 ETF 的跟踪指数都是 OMXS30 指数，对应杠杆分别是 1.5 倍，即当指数在一个交易日上涨 1%时，bull ETF 和 bear ETF 的净值将分别增长 1.5%和减少 1.5%。美国最早的杠杆型 ETF 是由 ProShares 于 2006 年推出的。当年 6 月 21 日，ProShares 在美交所(Amex)推出了 8 只此类创新型 ETF，分别是 4 只反向杠杆 ETF（-1 倍杠杆）和 4 只正向 2 倍杠杆 ETF，此举在当时的市场上也掀起了一阵波澜。

投资目标：杠杆 ETP 通常追求每个交易日基金的投资结果在扣除费用前达到目标指数每日价格表现的正向或者反向一定倍数，如-2 倍、-1 倍或者 1 倍、2 倍。但通常不追求超过一个交易日以上达到上述目标。这意味着超过一个交易日的投资回报将是每个交易日投资回报的复合结果，这将与目标指数在同时期的回报不完全相同。

投资对象：正向杠杆 ETP 会投资于目标指数组合证券，杠杆 ETP（包括反向）主要投资于：金融衍生工具，包括股指期货、期货期权、互换合约、远期合约等，并不断调整持仓以达到日内杠杆跟踪的目的。基金经理每天在基金收盘未净资产规模变动的基础上调整持仓。而基金净资产规模变动主要受基金当日收益以及现金流入、流出即投资者申购、赎回的影响。

投资策略：为了达到投资目标，基金管理人通常采用数量化方法进行投资，以确定投资仓位的类型、数量和构成。基金管理人在投资时不受其本身对市场趋势、证券价格观点的影响，在任何时候均保持充分投资，而不考虑市场状况和趋势，也不在市场下跌时持有防御性仓位。

运作方式：杠杆型 ETF 的组合管理方法主要包括利用目标指数证券管理和利用金融衍生工具管理两种。

（1）正向杠杆 ETP，利用目标指数证券管理是指杠杆 ETF 将基金净资产的至少 80%投资与目标指数成分证券，以保持与目标指数的相同特征。这样既可以保持与目标指数的相同或者相近的特征，又可以提高组合的流动性，还可以适当降低使用金融衍生工具的比例，从而降低费用。利用金融衍生品管理是指通过投资目标指数衍生工具来替代目标指数成分证券并达到相同的效果，这种复制方法主要包括利用目标指数期货、互换合约或者两者的混合。

使用股指期货来实现杠杆时，通常会要求基金先缴纳一定比例的保证金，然后正向建立相当于基金净资产一定倍数的期货或者互换合约头寸，衍生品合约总额相当于基金杠杆倍数的大约（X-1）倍，既 2 倍杠杆衍生品合约总额就是 2-1=1 倍；三倍杠杆的话衍生品合约总额相当于 3-1=2 倍。而对于反向 ETF，其本身不持有目标指数的成分证券，主要通过持有金融衍生工具组合和现金、固定收益类产品来实现反向杠杆效果。

而使用互换合约实行杠杆时，最大的不同是它并不需要保证金，也不需要通过调仓和调整股指期货总额来实现杠杆倍数。因为通常的互换合约是基金公司和交易对手方签订互换合约，获得对手方每日和产品杠杆倍数一致的收益；而基金公司交换给对手方一个浮动收益率。双方以每日差额结算。这对于基金公司来说其实是以浮动利率进行了一笔融资，只要本金的投资可以战胜浮动利率既能获得收益。

（2）反向杠杆 ETP，值得注意的是，反向杠杆 ETP 在运用股指期货建仓时建立空头头寸，但是在运用互换合约的时候，基金管理方将支付交易对手方固定倍数的收益率，而获得交易对手方给出的浮动利率，从而在市场下跌的情况下可以实现指数的倍数收益率。这也是和正向杠杆 ETP 实现方式所不同的地方。

2014 年全球特殊类新成立的规模最大的 ETP 是，于 2014 年 7 月 2 日在泽西岛注册成立的 ETFS 3X LONG USD SHORT EUR，其总资产为 1.52 亿美元，投资方式为带三倍杠杆，做多美元做空欧元。

美国 2014 年发行规模最大的特殊类类杠杆 ETP 为 ProShares 公司发行的 CDS Short North American High Yield Credit ETF (代码为 WYDE)，这只产品旨在提供一个做空北美高收益债发行人信用的途径，为了实现此目标，管理人主要投资于集中清算、基于指数的信用违约互换及现金类产品。互换的选择依据是其要有广泛多元化方式的暴露这些债券发行人的信用能力，要能提供相对较大的流动性，并且能提高对信用质量变化的灵敏度。

2.5.3.房地产 ETF

REITs 是房地产投资信托基金(英文 Real Estate Investment Trusts)的简称，是一种以发行收益信托凭证的方式汇集多数投资者的资金，由专业机构进行房地产投资经营管理，并将投资综合收益按比例分配给投资者的证券。例如美国的 Vanguard REIT ETF 就是一只开放式的房地产 ETF，总规模近 270 亿美元，该 ETF 买入房地产投资信托基金（REITs）所投公司发行的股票，REITs 所投公司包括写字楼、酒店等地产公司，其跟踪的指数式 MSCI US 的 RIT Index。

2.5.4.商品 ETF

商品 ETF 的运作分为实物支持 ETF 与非实物支持 ETF 两类，实物支持 ETF 直接持有实物资产，管理机制透明，主要用于贵金属领域，因为实物商品中属贵金属的流动性最好。目前国内已有黄金 ETF 发行，例如国泰黄金 ETF 主要投向也为实物，上海黄金交易所挂牌交易的黄金现货合约。美国的第一只黄金 ETF 为 2004 年成立的 SPDR Gold Trust，其跟踪现货黄金的价格走势。除了贵金属之外，商品 ETF 还包括工业金属、能源和农产品等。贵金属和能源类的 ETF 占比最多，贵金属 ETF 的优势是用较小的资金即可投资黄金现货，而且投资者不需要直接投资“真实黄金”就可以获得现货黄金的价格收益，相比直接去买金砖、金条而言，流动性和便捷度好很多。

非实物支持 ETF 主要投资于商品期货等衍生品，即，运用现有的金融衍生品工具复制现货标的的价格走势，该类 ETF 主要包括现货流动性不足的工业金属、能源和农产品。比较典型的是天然气 ETF，例如我们看好天然气的价格上涨趋势，但我们不能因此直接买入大量天然气并持有，天然气 ETF 能够很好的拟合现货天然气的走势，自然是现货的好的替代品。天然气 ETF（Natural Gas ETF）是商品 ETF 的一种，通过投资于天然气期货合约和商品互换合约为投资者提供复制天然气价格走势的收益。目前规模最大的产品为 UNG（United States Natural Gas Fund），成立于 2006 年，其投资目标为使其单位资产净值的百分比变化能够反映路易斯安那州 Henry Hub 的天然气现货价格百分比变化，天然气现货价格变动依据纽约商品交易所（NYMEX）交易的天然气期货近月合约价格变动，但两周内到期的近月合约除外，这种情况下，采用的是次月到

期合约价格。该基金由 United States Natural Gas Fund, LP 以及 United States Commodity Funds LLC 合伙成立，后者负责管理。

3.全球 ETP 市场发展趋势

3.1.全球 ETP 市场

3.1.1.存量 ETP 主要分布在发达经济体

截止 2014 年 12 月 31 日，全球存量 ETP 资产规模约为 2.82 万亿美元，资产主要集中在美国和欧洲等发达国家和地区。在排名前二十位中，亚洲有日本、中国香港、中国大陆、韩国和台湾五个国家和地区上榜。其中美国市场无论从 ETP 总数还是总资产规模都位居第一，排名前二十的国家或地区的总 ETP 资产就已经占据全世界 ETP 总量的绝大部分，而这其中发达国家或地区的资产占比为 98.64%，发展中国家仅仅中国大陆和南非上榜，资产占比仅为 1.09%，虽然近年来新兴市场的金融水平发展较快，但是总量上与发达国家仍有较大差距。

3.1.2.存量 ETP 中 ETF 比重最大

ETP 包括 ETF、ETN 和 ETC 三大类，其中 ETF 资产占 ETP 总资产的比例超过 97%，其余两种类型的 ETC 和 ETN 仅仅占有约 3%不到的比例，目前存量的 ETP 依然以传统的 ETF 为主。ETF 产生的历史比 ETC 和 ETN 都要早，在较早成立的名单里面，ETF 主要以美国为主，ETN 以以色列为主，ETC 以英国和澳大利亚为主。从存量来看，ETF 为美国一枝独大，ETN 方面美国后来居上占据目前 ETN 数量占比的首位，以色列位居第二，ETC 的最大资产占比地区为泽西岛。ETC 产品资产规模绝大部分在 2000 万美元以下，ETF 和 ETN 的资产规模主体分布在 1000-5000 万美元之间，ETF 大规模占比比 ETN 略高。

3.1.3.ETN2014 年增量占比上升最快

全球 ETP 新增数量在 2010、2011 两年呈现高速增长，尤其是 2010 年 ETP 发行数量达到近 2000 只的峰值，但是 2012 年开始发行量出现较大幅度的下降，2013、2014 两年 ETP 新增数量稳步回升。从新增数量上来看，2014 年 ETF 新增数量占比比历史总值稍微下降，ETN 新增数量占比则明显上升，ETC 新增数量占比略降。2014 年新增 ETP 数量最多的是爱尔兰，其占比超过 30%，其次为美国，占比约为 16%，新增资产最多的是美国，占比为 57%左右，其次为爱尔兰占比为 21%，2014 年全球 ETP 新增量依然以发达国家为主，但是以美国为首的 ETP 资产寡头的新增占比已低于存量占比。

美国新增 ETF 资产占比依然保持高位约为 70%左右，其次为爱尔兰和卢森堡，两地的新增资产占比都有不同程度的上升。2014 年新增 ETN 资产占比上，美国的进步幅度最大，占比达到全球新增资产的 90%。ETC 方面，爱尔兰和卢森堡占比上升最快，泽西岛下降得最多，而且整体上 2014 年新增 ETC 的国家数量比历史数量少近 50%，ETC 类产品的发行较多以类似于卢森堡、爱尔兰和泽西岛这样的专为海外基金提供注册地的地区为主。

3.1.4.股票 ETP2014 年增量占比增加

存量 ETP 的投资品种资产比重前三的分别为股票、债券和商品，这三类资产之和达到 99%，包括货币市场类、混合配制等资产占比较少。2014 年股票新增数量和新增资产规模都比存量的比重提升较多，2014 年新增 ETP 资产中股票型 ETP 的比重达到 86%，说明金融产品创新的主战场依然是股票，传统投资领域依然受资金青睐。

股票、商品、特殊和债券类 ETP 发行数量与整体 ETP 的数量呈高度正相关，即，这些产品与整体 ETP 市场'一荣俱荣，一枯俱枯'，而混合配置类 ETP 发行量与整体 ETP 市场呈负相关。即，整体 ETP 市场发行量增加时，混合类 ETP 发行量却减少，在单个类型资产出现趋势性投资机会时，人们会倾向于选择直接投资该类资产，因此 ETP 市场发行就较为繁荣，如果每种大类资产都无趋势性投资机会，整个 ETP 市场发行就会萎靡，与此同时，投资者愿意选择混合类资产配置。

近年来股票和债券新增 ETP 数量和规模都呈现近似的反向运动，即，股票 ETP 数量环比增加时，债券 ETP 数量环比减少，反之亦然，通过计算发现两者新增资产规模的相关系数为-0.98，几乎呈完全负相关。从 2012 年开始债券和商品类 ETP 新增量逐年下降，尤其是商品类 ETP 新增量在 2012 年之后呈现急剧下滑态势，而股票类 ETP 新增量逐年增加，股票和债券两类 ETP 新增资产规模占比保持 95%的高位，其他类型的 ETP 新增资产占比一直处于较低水平，现阶段的金融产品创新依旧以传统的股票、债券和商品作为主要载体。

3.2.美国金融市场

3.2.1.美国 ETP 市场

2014 年美国新增 ETP 资产量保持领先，寡头优势减弱

截至 2014 年 12 月 31 日，存量 ETP 中美国 ETP 总数量为 2024 个，占全球 ETP 市场总数量的 35%，数量排名位列第一位。美国 ETP 总资产约为 2 万亿美元，占全球 ETP 市场总资产的 70%，资产排名列第一位。另外，2014 年新增 ETP 中，美国 ETP 新增数量为 211 个，占当年全球总数比例为 16.75%，排名第二位，新增资产 2 千多亿美元，占当年全球新增总资产的 57%，位列第一。

2014 年美国 ETF 占比继续增加

美国目前的 ETP 主要以 ETF 为主，其次为 ETN，但是目前还未有在美国注册的 ETC 产品（ETC 的发行以类似于卢森堡和泽西岛注册形式为主），2014 年新增量中，ETF 的新增数量占比 94%超越存量数量占比 87%，新增资产占比为 99%也超越存量资产占比 98.6%，2014 年美国新增 ETP 依然是以 ETF 为主，而且新增量占比高于其历史占比。

美国 ETF 在 2004 年就创下了一个小的发行高峰，最开始上市的 ETF 数量不多，但是单只产品的规模较大，因此总资产也较大，2005 年 ETF 的发行规模锐减，但发行数量稳步上升，尤其是 2006、2007 两年发行数量和资产都得到了一个高速发展，2007-2011 年间，发行数量都稳定在较高水平，但是发行资产规模在 2010 年大幅缩水，2011 年再次大幅提升之后的三年，发行规模都处在一个较低的水准，但是呈现逐年增

加的态势。ETF 的发行资产规模与国家经济增长形势的直接相关性并不强，我们认为其与市场的需求以及相关政策关联性更大。对于 ETF 而言，市场的需求与市场的投资机会有关，如果市场的投资机会较多，那么 ETF 的需求也越大。例如我们发现，除了 2008 年之外，美国 ETF 的发行资产规模与标普 500 指数的振幅变动方向呈现一定相关性，两者的相关系数 0.43，说明 ETF 的发行规模与市场的需求（市场波动率）也存在一定的相关性。

美国 ETN 发行数量和发行资产规模呈现负相关性，其相关性为-0.26，而 ETF 发行数量与发行资产规模相关性为 0.35。我们推断在经济较差的年份，ETN 发行总资产规模较少，但是发行的数量较多，因而单只产品的平均规模都较小，在经济较好的年份，以发行大资产规模的 ETN 为主。同时，我们计算 ETN 和 ETF 的发行数量间呈较为明显的相关性，其相关系数达到 0.70，这点与全球市场 ETP 的规律不一致（见 3.4 节）

美国混合类和另类 ETP 数量占比高出全球水平

从 ETP 资产占比来看，美国除了商品类 ETP 较低于全球资产占比外，其他类型的 ETP 都与全球占比比较接近。另外，从 ETP 数量占比来看，美国仅有商品类 ETP 大幅低于全球占比，其他类型的 ETP 占比都高于全球占比，尤其是混合类和另类 ETP 占比较为明显。可以看出美国 ETP 市场已经未在商品类 ETP 上发力，股票和债券类 ETP 依然保持一个比较高占比，触角开始向一些较新的领域扩展。

3.2.2.美国对冲基金及养老保险

（1）对冲基金投向侧重于股票和私募股权

美国可查的 ETP 数量为 5041 只，而非 ETP 的金融产品为 82303 只，其体量远大于 ETP 市场，美国在投向特殊、房地产、商品、另类、混合和债券资产的比例已经低于全球相应占比，但是投向股票和私募股权的比例明显大于全球占比，投向货币类资产的比例略微大于全球同类占比。股票、货币、债券三大传统类的金融产品新增数量和资产都呈现为下降的大趋势，仅有货币类产品资产规模在 2014 年同比出现小幅回升。

（2）美养老保险权益比重长趋势跌，短趋势缓增

美国的养老保险制度分为三个层次。第一层次是社会保障养老保险制度，由政府强制执行。第二层次是由雇主（包括公共部门和民间部门）自主出资的养老金计划。第三层次是个人储蓄养老金计划，即在个人自愿，联邦政府提供税收优惠的情况下，设立养老金账户。

在 2005 年开始，养老保险投资权益类产品的占比从 60%开始大幅减少，虽然金融危机后有所上升，但总体趋势比较缓慢，基本维持在 40%左右。而固定收益的投资比例在金融危机之后也有较为明显的增长，尤其是在 2010 年到 2011 年这段时间，有超过 5%的增长，这与权益类投资在同一时间经历的 5%左右的减少是相符合的。目前固定收益类的投资比例与权益类投资比例趋同，也在 40%左右。另类产品的投资比例（另类投资类别包括了房地产，私有股权，对冲基金，大宗商品，和现金等价物等），在过去十年的时间里，随着各类新产品的出现和需求的提升，此类产品的投资比例稳步提升，从 2005 年的 10%升至目前的 20%左右。

（三） 2014 年金融衍生品市场年度报告

1.2014 年衍生品市场政策和背景

1.1 衍生品新品种和新政策

2014 年衍生品市场新品种继续丰富，聚丙烯、热轧板、晚稻期货相继上市、同时夜盘品种也不断增加，相关的保证金、交易费用、涨跌停制度不断修订完善，期货业协会关于期货资管和风险子公司的政策也不断完善，统计 2014 年衍生品大事如下:

表 146 衍生品市场大事记

时间	事件概要	发布机构
2014 年 2 月 28 日	聚丙烯(PP)期货合约在大商所上市交易	大连商品交易所
2014 年 3 月 21 日	热轧卷板期货正式上市交易	上海期货交易所
2014 年 3 月 21 日	上证 50 和中证 500 股指期货合约仿真上市交易	中国金融期货交易所
2014 年 5 月 19 日	上期有色指数期货仿真交易启动	上海期货交易所
2014 年 6 月 23 日	郑商所修改期货交易风险控制管理办法，扩大单边市涨跌停板幅度，取消会员限仓	郑州商品交易所
2014 年 7 月 4 日	大商所夜盘交易启动，品种是焦炭、棕榈油.	大连商品交易所
2014 年 7 月 8 日	晚籼稻期货上市	郑州商品交易所
2014 年 8 月 8 日	铁合金期货上市(硅铁、锰硅期货)	郑州商品交易所
2014 年 8 月 26 日	中国期货行业协会发布《期货公司设立子公司开展以风险管理服务为主的业务试点工作指引（修订）》及配套文件	中国期货行业协会
2014 年 8 月 29 日	中金所修订并发布沪深 300 股指期货合约及其细则	中国金融期货交易所
2014 年 9 月 9 日	深交所股票和 ETF 期权仿真启动	深证证券交易所
2014 年 9 月 19 日	10 年期和 3 年期国债期货仿真合约上市	中国金融期货交易所
2014 年 10 月 17 日	中金所修订交易细则和结算细则，剔除大额单边保证金制度	中国金融期货交易所
2014 年 10 月 29 日	欧元兑美元与澳元兑美元期货仿真合约上市	中国金融期货交易所
2014 年 11 月 14 日	中金所修订并发布 5 年期国债期货合约交割细则	中国金融期货交易所
2014 年 12 月 4 日	中国期货行业协会发布《期货公司资产管理业务管理规则（试行）》，在此规则下，期货公司从事资管业务的准入门槛将大大降低，并可以设立专门从事资管业务的子公司，“一对多”业务也将放行	中国期货行业协会
2014 年 12 月 12 日	白糖、PTA、棉花、菜粕和甲醇等 5 个品种开展夜盘交易	郑州商品交易所
2014 年 12 月 19 日	玉米淀粉期货在大连商品交易所上市交易	大连商品交易所
2014 年 12 月 26 日	大商所的豆粕、豆油、黄大大豆号、黄大豆二号、焦煤和铁矿石等 6 个品种开启夜盘交易	大连商品交易所
2014 年 12 月 26 日	螺纹钢、热轧卷板、天然橡胶和石油沥青开启夜盘交易	上海期货交易所

资料来源：华宝证券，Bloomberg

1.2.2014 基础市场背景

2014 年宏观经济稳中有降，2014 年各季度 GDP 同比增长分别 7.4%、7.5%、7.3%以及 7.3%，GDP 中枢进一步下降，并且工业增加值和工业企业主营利润不断走弱。

同时 2014 年通胀压力持续减弱，1 月~12 月每月 CPI 整体维持下行走势，特别是从 5 月份开始 CPI 逐月下降，7 月份以后一直在 2%一下运行，11 月份达到最低 1.44%，创下 60 个月新低。

从政策资金面来讲，2014 年央行灵活运用抵押补充贷款（PSL）、常备借贷便利（SLF）、公开市场操作等多种货币工具保持短期利率稳定。在稳定短期利率的情况下，央行时隔两年再次运用利率工具，决定自 2014 年 11 月 22 起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。

1.2.1.2014 年权益市场走势

2014 年 A 股先抑后扬，截止 2014 年 12 月 31 日，上证指数全年上涨 52.87%，成交额突破 37 万亿，创历史新高。深证成指年内上涨 35.6%。A 股扭转了四年来全球表现最差的尴尬境地：在包括美股三大股指、欧洲三大股指、日经 225 指数以及香港恒生指数等全球主要资本市场中，5 年来首度领涨全球。

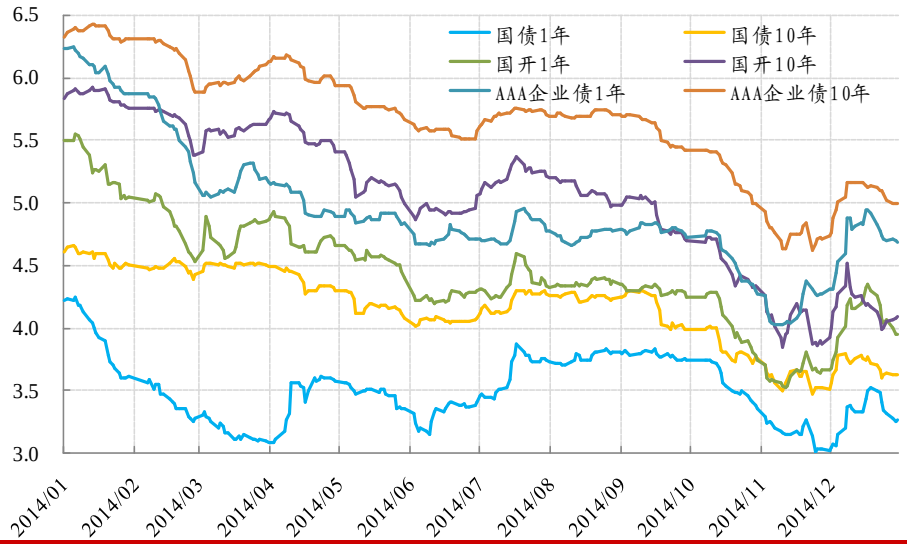
回顾 2014 年，基本面不断走弱，权益市场走牛的逻辑主要还是改革与资金宽松预期，五月份沪港通预期下，证券板块领涨，而进入七八月份，军工板块在科研所改制下引领大盘，市场已经呈现局部牛市，到了 11 月 21 日后，降息下银行证券金融板块暴涨，

本轮上涨蓝筹风格明显，银行保险证券金融大盘蓝筹领涨，而创业板和成长股收益能力远远弱于蓝筹板块。

1.2.2.2014 年固定收益市场走势

经历了 2013 年的钱荒效应后，2014 年收益率整体大幅下行。

图 237　2014 年沪深 300 指数期货所有合约成交量与持仓量统计



资料来源：　Wind 资讯，华宝证券研究所

上半年货币政策一改往年总量刺激的做法，改而采用定向宽松以稳定经济。2 月份起资金利率大幅下行，3 月份“11 超日债”公告利息支付违约后信用利差扩大。信用债简单调整，4 月央行定向降准后市场宽松预期开始升温，利率债收益率尤其是长端收益率大幅下行。

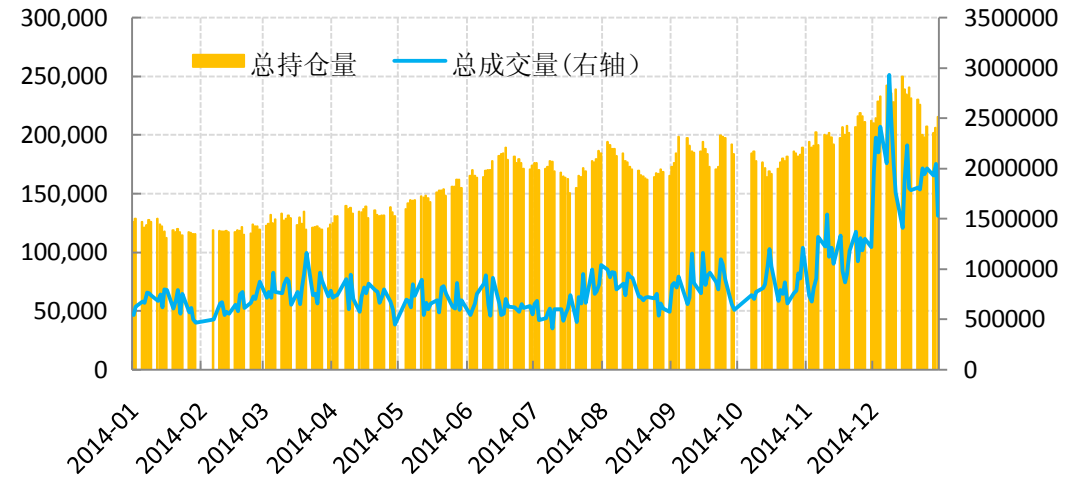
下半年起，7 月份经济数据公布显示企稳迹象，长端收益率上行。8 月份工业增加值同比仅 6.9%，远低于预期。央行在 9 月份实施 500 亿 MLF 并下调 14 天正回购利率，债市由是走牛，10 月继续下调 14 天正回购利率至 3.40%，宽松的预期进一步升温。然而在一连串动作之后，经济下行的压力并未能显著放缓，因此在 11 月下旬，央行宣布降息。但是经历了 1 年的大涨，市场比较谨慎。债市收益率在年末骤然上升。

2.2014 年金融衍生品回顾

2.1.股指期货 2014 年行情回顾

2014 年沪深 300 指数期货的交易活跃度与成交持仓规模都有一定程度的放大。从成交量上来看，股指期货所有合约全年成交量由 2013 年的 1.9 亿手上升到 2.2 亿手，股指期货所有合约的日均成交量为 88.4 万手，较上一年的 81.2 万手小幅增加。从持仓量上来看，股指期货所有合约 2014 年的日均持仓量为 16.4 万手，与上一年的 10.6 万手相比，增幅超过 50%。在成交量略有增加的情况下，持仓量出现大幅增加，可能与中国金融期货交易所进一步降低股指期货保证金比率以及对于跨期套利策略采取单边保证金有关；同时，从 2014 年 4 季度开始股市开始单边上行，股指期货的持仓也随之屡创新高。

图 238　2014 年沪深 300 指数期货所有合约成交量与持仓量统计

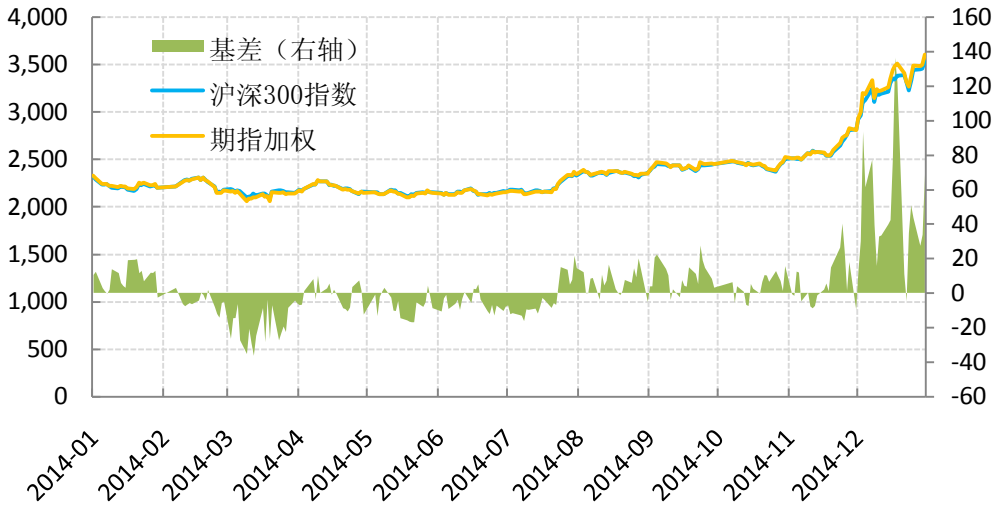


资料来源：　Wind 资讯，华宝证券研究所

从基差方面来看，2014 年股指期货基差呈现大幅波动的情况，当月合约基差均值 1.3 点，较 2013 年的 3.32 点，绝对值继续下降。但是最小值为-34.987，最大值为 91.449，振幅超过了 120 点，波动幅度堪比 2010 年 4 月股指期货上市初期时的情况。而基差的大幅波动也带来了期现套利的机会，当月合约基差盘中一度出现超过 120 点的情况，并

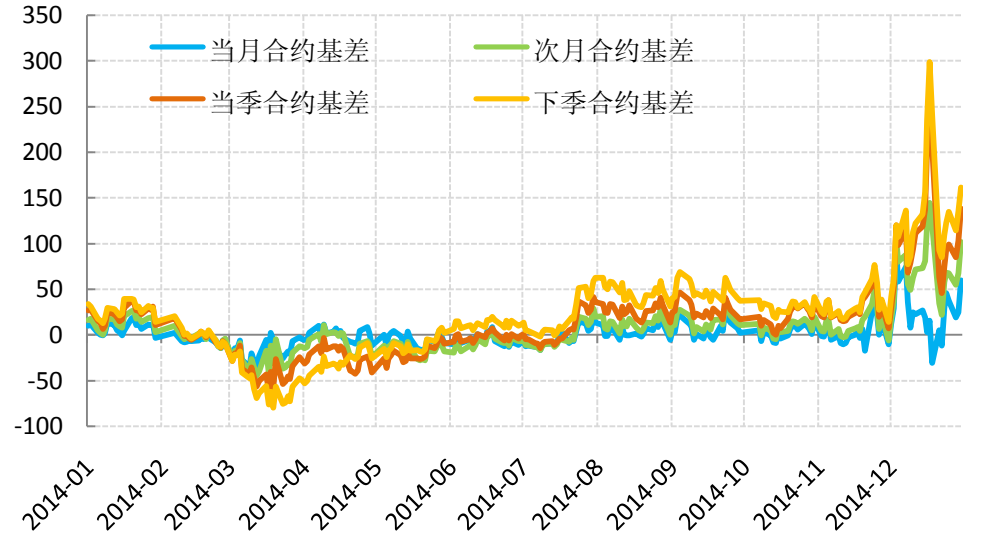
且长时间保持近 100 点的状态运行，套利空间非常可观。但是，若按照历史经验进场的话，期现套利也面临了巨大的保证金压力，市场也有期现套利爆仓的传闻。

图 239　2014 年沪深 300 指数现货、期货价格走势与基差统计



资料来源：　Wind 资讯，华宝证券研究所

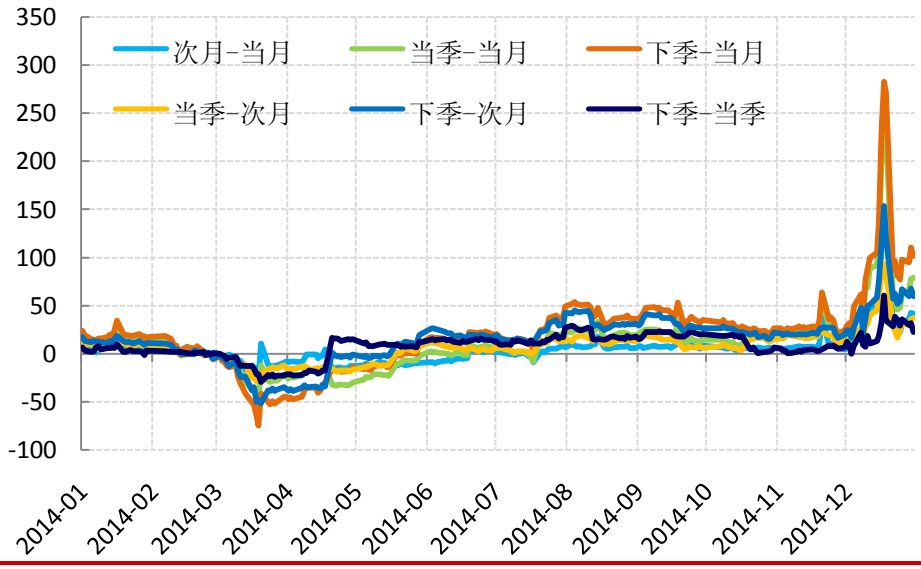
图 240　2014 年沪深 300 指数期货四连续合约基差运行情况



资料来源：　Wind 资讯，华宝证券研究所

从价差方面来看，2014 年股指期货四连续合约之间的价差波动幅度也非常大。以成交最活跃的当月合约与次月合约之间的价差为考察对象，平均价差为 4.6 点，但是标准差达到了 18.7 点；最小值为-26.2 点，最大值为 150.8 点，振幅达到了 177 点，如果考虑到盘中的情况，振幅更大，跨期套利空间也非常可观。

图 241　2014 年沪深 300 指数期货四连续合约之间价差运行情况



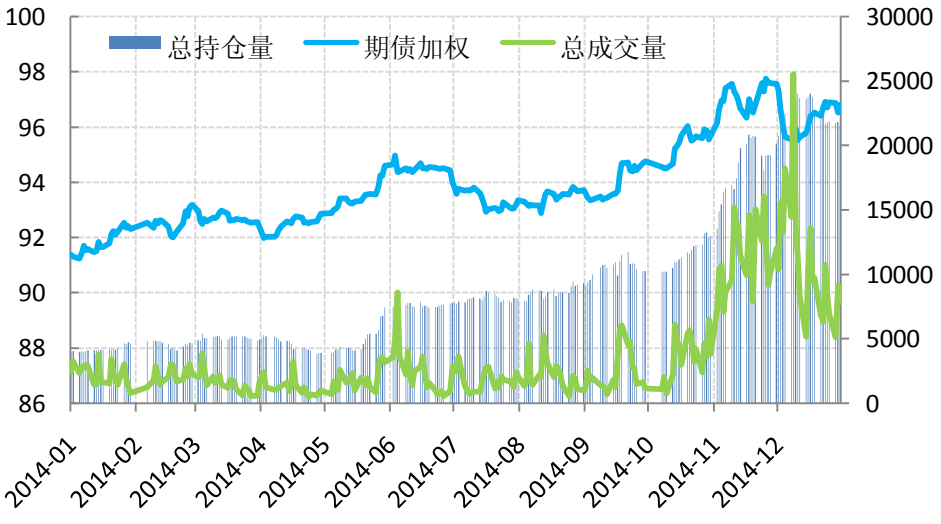
资料来源：　Wind 资讯，华宝证券研究所

2.2.国债期货 2014 年行情回顾

2.2.3.国债期货走牛，成交持仓稳步上升

2014 年国债期货整体上来看走出了一波上涨行情，国债期货加权指数全年上涨了 5.95%，这主要与国内低迷的经济环境、较弱的通胀压力以及宽松的货币政策有关。央行时隔两年再次运用利率工具，决定自 2014 年 11 月 22 起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，这催化了国债期货进一步上涨。

图 242　2014 年国债期货运行情况



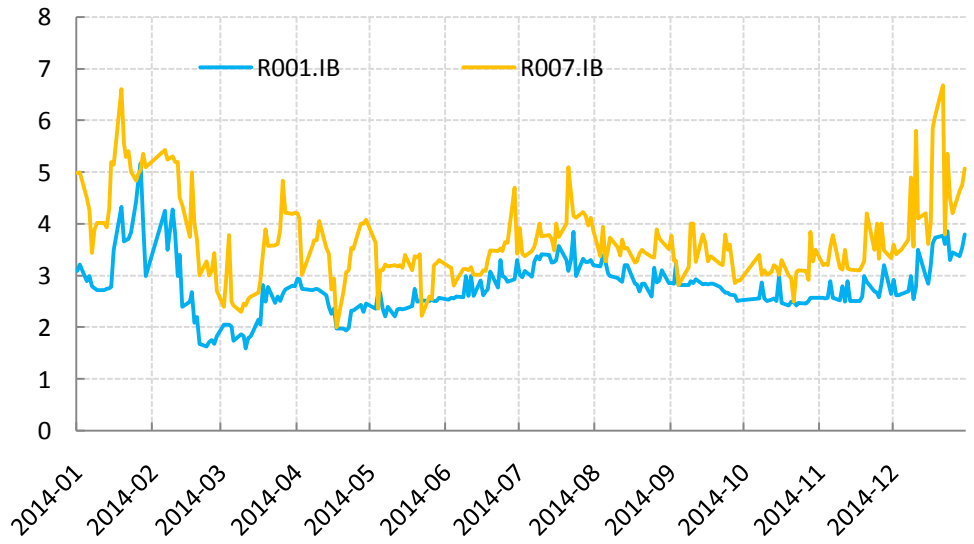
资料来源：　Wind 资讯，华宝证券研究所

从成交持仓上来看，2014 年国债期货的成交量与持仓量较 2013 年均稳步上升。2014 年国债期货所有合约的日均成交量 3767 手，较 2013 年小幅增加。但是从 10 月

份开始，国债期货成交量出现明显上升，特别是 11 月份初以后，日均成交在万手以上。国债期货流动性的明显提升与国债期货的波动性变化不无关系。2014 年国债期货全年的波动率为 0.2223%，但 1-9 月份国债期货的波动率只有 0.1821%，自 10 月份开始波动率开始明显增大。其中 10 月份波动率 0.3153%，11 月份波动率继续增大为 0.3431%。国债期货波动率变大与其流动性的改善呈现同步关系。

相对来说，国债期货持仓量却大幅增加。国债期货所有合约 2014 年日均持仓量为 9387 手，与 2013 年相比几乎翻倍。持仓量的变化可以分成三个阶段来看，第一阶段为 1~5 月份，持仓量保持稳定，日均持仓为 5000 手左右，伴随着的是上半年国债期货的小牛行情；第二阶段为 6~9 月份，国债期货行情出现了较大幅度地调整，持仓量上升到新台阶，日均持仓达到万手；第三阶段为四季度，自 10 月份开始，国债期货出现一波快速上涨行情，并伴随着波动率的快速放大，持仓量也快速上升，至年底持仓量已经稳定在 20000 手以上。

图 243　2014 年银行间隔夜及 7 天质押式回购利率走势



资料来源：　Wind 资讯，华宝证券研究所

2.2.4.最便宜可交割债券及国债期货套利分析

国债期货的价格与最便宜可交割债券（CTD 券）的价格息息相关。由于交易所的国债成交量太小，我们在筛选 CTD 券时忽略在交易所交易的国债，只选取在银行间市场交易，并且日交易金额超过一千万的可交割国债品种。按照前述标准，2014 年曾经成为 CTD 券的国债共有 21 只，具体见下表。

表 147　2014 年成为 CTD 券的国债

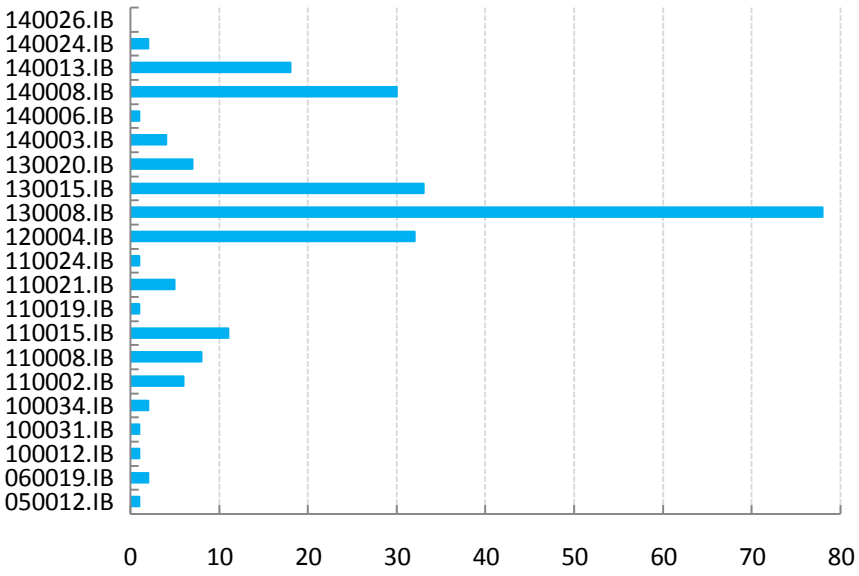
代码	简称	年前收盘价	年收盘价	年涨跌幅	年成交额（亿）
050012.IB	05 国债 12	102.5067	97.4956	-4.8886	1.07
060019.IB	06 国债 19	99.4155	98.9968	-0.4212	4.33
100012.IB	10 附息国债 12	93.4181	99.6760	6.6988	14.13
100031.IB	10 附息国债 31	99.6134	100.1725	0.5613	27.98
100034.IB	10 附息国债 34	99.3978	101.3573	1.9714	5.90
110002.IB	11 附息国债 02	97.8541	103.5897	5.8614	29.82

110008.IB	11 附息国债 08	96.9109	102.6863	5.9595	211.51
110015.IB	11 附息国债 15	93.9644	102.6309	9.2232	851.50
110019.IB	11 附息国债 19	99.4033	103.6116	4.2336	116.94
110021.IB	11 附息国债 21	97.0713	101.2789	4.3345	232.20
110024.IB	11 附息国债 24	93.4951	100.4873	7.4787	341.79
120004.IB	12 附息国债 04	93.8875	101.4214	8.0244	39.16
130008.IB	13 附息国债 08	95.1248	99.9837	5.1079	510.39
130015.IB	13 附息国债 15	92.8762	100.6999	8.4238	2,607.18
130020.IB	13 附息国债 20	98.0145	103.3748	5.4689	4,614.51
140003.IB	14 附息国债 03	100.0000	108.9054	8.9054	1,583.61
140006.IB	14 附息国债 06	100.0000	107.5211	7.5211	588.38
140008.IB	14 附息国债 08	100.0000	105.0261	5.0261	771.59
140013.IB	14 附息国债 13	100.0000	103.9723	3.9723	1,816.69
140024.IB	14 附息国债 24	100.0000	101.0457	1.0457	1,007.38
140026.IB	14 附息国债 26	100.0000	100.1828	0.1828	663.71

资料来源： Wind 资讯，华宝证券研究所

上表列出了 2014 年所有 CTD 券，共计 21 只债券。通过下图我们可以看出理论上最便宜可交割债券主要集中在 130008.IB、130015.IB、120004.IB 以及 140008.IB 这四只券中。其中，130008.IB 成为最便宜可交割债券的次数最多，达到 78 次，占比接近三分之一；130015.IB 则是四者中成交最活跃的债券，2014 年全年成交金额为 2607.18 亿元，而 120004.IB 由于是 2012 年发行的老券，成交很不活跃，在 2014 年全年成交金额只有 39.16 亿元。综合以上分析，130008.IB、130015.IB 和 140008.IB 成为实际的 CTD 券。

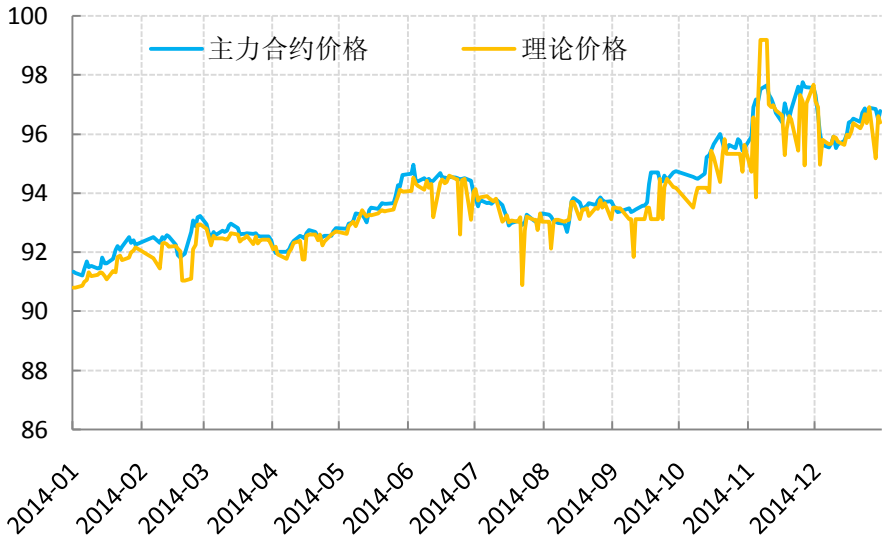
图 244　2014 年可交割券最便宜可交割次数



资料来源： Wind 资讯，华宝证券研究所

国债期货的理论价格可以由现货价格计算得到，具体来说是根据 CTD 券的价格计算而得。在计算国债期货理论价格时，我们们忽略空头交割期权的价值，这主要是因为实际中活跃的可交割券数量不多，并且可交割券之间的银行间回购利率相差不多，所以空头交割期权的价值不大，在这里可以忽略（实证研究也表明，在中国的国债期货市场，空头交割期权的价值目前还没有体现）。比较国债期货主力合约的价格与其理论价格，我们可以发现，两个价格走势基本上是一致的。

图 245　2014 年国债期货主力合约价格及其理论价格



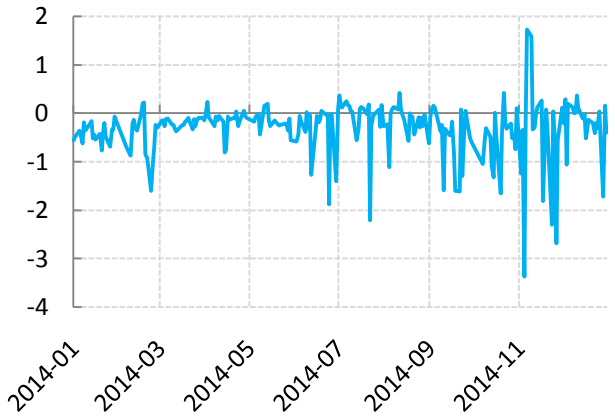
资料来源：　Wind 资讯，华宝证券研究所

由于最便宜可交割债券的变换比较频繁，使得根据 CTD 券价格计算出来的期货理论价格变化比较大，这也就是上图中理论价格线与期货价格线虽然总体走势一致但理论价格线波动性更大的原因。CTD 券的频繁变换，使得理论价格与期货价格之间的差变化较频繁并且幅度较大，这就提供了较多的套利机会。在实际操作中，可以针对交易活跃的核心债券进行套利交易。

从国债期货主力合约的基差运行情况来看，可以发现基差大部分集中在(-1, 0)区间内，均值为-0.3。虽然基差常有跃出这个区间的极端值，但是总是很快就回复到 0 附近，均值回复特性非常明显，因此基差套利大有可为。理论上来说，当基差过低时，套利者可以买入基差进行套利，具体操作是买入现货同时卖出期货，待基差回归到预定值即可获利出场；当基差过高时，卖出基差进行套利，即卖出现货买入期货，但是由于卖出现券较难以实现，卖出基差套利实际操作中具有一定难度。

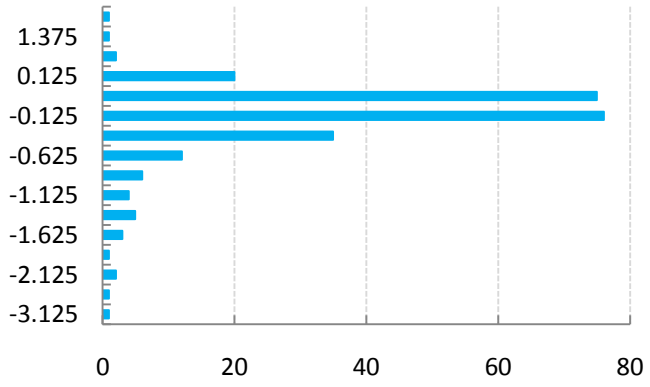
从上面的分析中我们可以看出国债期货实际价格与理论价格虽然总体走势较为一致，但是基差波动还是比较剧烈，套利机会较多。下面我们再从隐含回购利率（IRR）角度来分析一下套利机会。一般情况下，CTD 券的隐含回购利率与回购利率比较接近，但是我们比较国债期货主力合约 CTD 券的隐含回购利率与银行间隔夜与 7 天质押式回购利率发现，两者差别较大，具体见下图。

图 246　2014 年国债期货主力合约基差运行情况



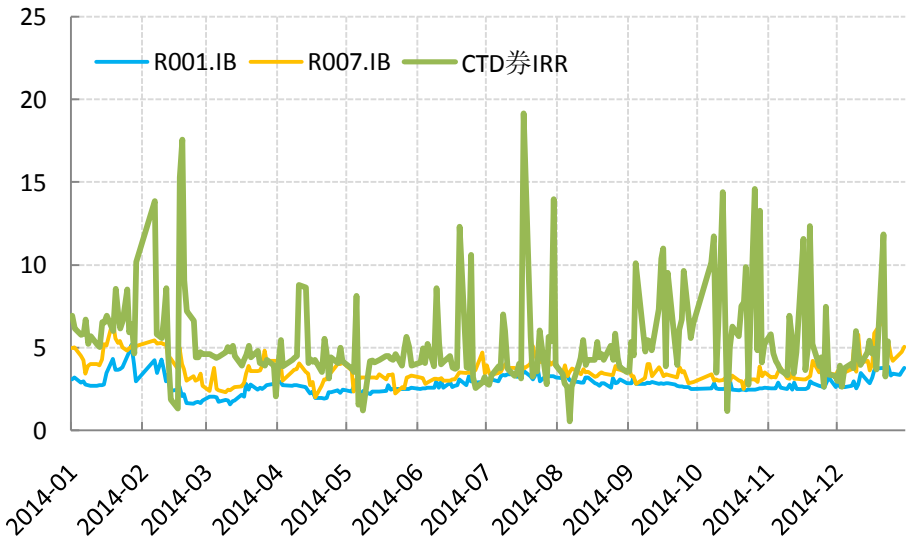
资料来源：Wind 资讯、华宝证券研究所

图 247　2014 年国债期货主力合约基差分布



资料来源：Wind 资讯、华宝证券研究所

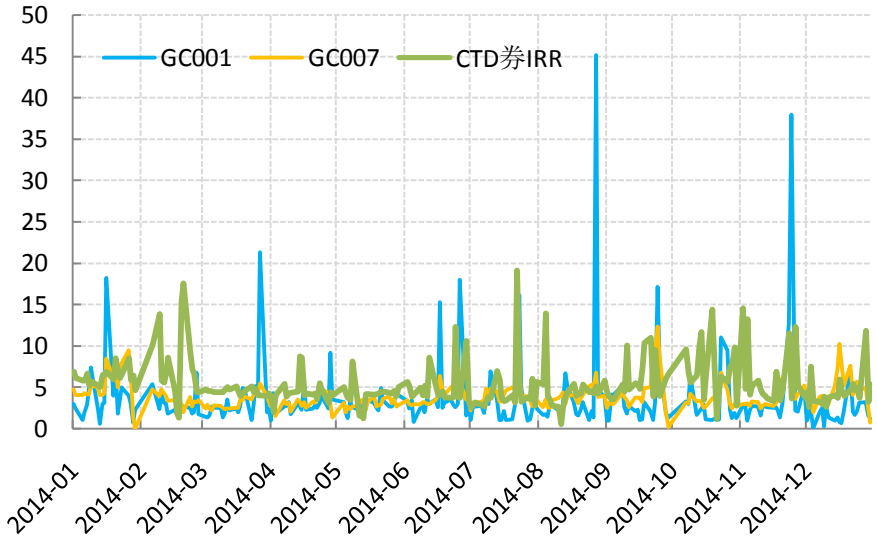
图 248　2014 年银行间隔夜及 7 天质押式回购利率与国债期货 CTD 券 IRR 走势



资料来源：　Wind 资讯，华宝证券研究所

这主要是由于历史的原因，人为地分成了银行间和交易所两个市场，并且资金主力难以在两个市场间自由地流通，于是两个市场间的资金利率往往会出现较大地差别。国债期货在交易所交易，而银行间市场的主力机构——银行目前仍然不能参与国债期货交易，而国债期货目前的机构投资者主要以证监体系的证券投资机构为主，因此国债期货 CTD 券的隐含回购利率反应的主要是交易所市场间的资金利率，这一点可以从下图中上海证券交易所质押式国债回购利率 GC001 及 GC007 与 CTD 券的 IRR 走势图中得到印证。

图 249　2014 年上海证券交易所隔夜及 7 日质押式国债回购利率与 CTD 券 IRR 走势



资料来源：　Wind 资讯，华宝证券研究所

从银行间 7 天质押式回购利率和国债期货 CTD 券 IRR 走势图，我们可以发现，CTD 券的隐含回购利率很多时候均高于银行间 7 天质押式回购利率（R007.IB），即存在正向套利机会。具体操作方式为，融资买入现券同时卖空国债期货，并持有到期交割。由于买入现货持有到期交割获得的收益即 IRR 是高于融资利率 R007 的，因此可以获得无风险收益。但是实际操作中，买入现货持有的时间往往会超过 7 天，涉及到滚动融资的问题，因此实际套利操作过程中会面临融资利率 R007 上升甚至超过 IRR 从而引起亏损的风险。在实务中可以考虑设置一定的阀值，当 IRR 超过 R007 一定幅度获得足够的安全边际之后再入场进行套利操作。

3.2015 年中国金融衍生品展望

3.1.ETF 期权即将正式推出

2014 年 12 月 5 日，证监会就《股票期权交易试点管理办法（征求意见稿）》、《证券期货经营机构参与股票期权交易试点指引（征求意见稿）》以及上海证券交易所就《上海证券交易所股票期权试点交易规则（征求意见稿）》等股票期权配套业务规则向社会公开征求意见。经过一个多月的征求意见，2015 年 1 月 9 日证监会和上海证券交易所正式发布了《股票期权交易试点管理办法》、《证券期货经营机构参与股票期权交易试点指引》、《上海证券交易所股票期权试点交易规则》以及《上海证券交易所股票期权试点投资者适当性管理指引》等股票期权业务规则。同日，证监会新闻发言人邓舸表示，证监会批准上海证券交易所开展股票期权交易试点，试点范围为上证 50ETF 期权，正式上市时间为 2015 年 2 月 9 日，中国证券市场即将引来期权时代。

3.2.上海证券交易所股票期权合约介绍

根据证监会的批复，上海证券交易所将于2015年2月9日开展股票期权交易试点，首批试点品种为上证50ETF期权，为了方便投资者了解该品种，将合约规则总结如下：

表148 上证50ETF基本信息

合约标的	华夏上证50ETF（510050）
合约类型	认购期权、认沽期权
合约单位	10000份
到期月份	当月、下月，以及随后两个季月
行权价格	一个平值期权、实值期权与虚值期权各两个
交易时间	每个交易日9:15至9:25、9:30至11:30、13:00至15:30。其中，9:15至9:25为开盘集合竞价时间，14:57至15:00为收盘集合竞价时间。
申报价格最小变动单位	0.0001元人民币
到期日	到期月份的第四个星期三
最后交易日、行权日	同到期日
行权方式	欧式
行权申报时间	行权日的9:30至11:30、13:00至15:30
交割方式	实物交割，异常情况下交易所可采取现金交割
交收日	行权日的下一个交易日
标的除权除息处理	对该合约标的所有未到期合约的合约单位、行权价格进行调整，并对除权、除息后的合约标的重新挂牌新的期权合约

资料来源：上海证券交易所，华宝证券研究所

3.3.ETF期权的影响

从海外经验来看，股票期权的推出将带来以下几方面影响：

对标的证券的影响。利好标的证券，长期内会降低标的证券波动率以及大大提高标的证券的交易量。股票期权具有双向交易等特点，有利于优化资产配置，将会催生更多丰富的投资策略，甚至带来新的套利机会。由于股票期权采用实物交割，因此期权组合投资策略对标的证券需求加大，因此会对股价造成正面的刺激作用，并提升交易量。

50ET融资融券传统杠杆交易方式将受到一定的冲击，从杠杆来讲，ETF期权比融资融券更高，将对融资融券形成替代，同时从融券供给来讲，机构通过持券卖期权策略可以获得收益，而该收益超过通常机构50ETF融出收益，同时从融券需求来讲，融券的不可得性、融券卖出的UP-TICK规则以及相对期权而言融券杠杆低，这些都使得50ETF融券规模缩小。

丰富风险管理工具及策略。在推出融资融券和股指期货之后，虽然我国市场目前已经能够提供套期保值、系统性风险对冲等功能，但和国际市场相比金融工具依然匮乏、单一，远不能满足风险管理的需要。期权作为一种重要的衍生金融工具，可以丰富投资手段，满足各类风险管理要求。期权损益的非线性特征可构造出多种组合，形成不同的损益形态，实现更加精细化的风险管理。

丰富资产管理公司等机构投资者的策略和产品设计方式。从策略上来说，海外基金的常用期权策略包括备兑认购期权策略、保护性认沽期权策略和领子组合策略，分别在获取收益、规避下行风险等目的进行权衡。从产品设计上来说，通过使用权益类期权，机构投资者可以根据客户对于风险和收益的偏好程度，通过“一对多”专户理财来推出一系列的结构化含权类产品，从而设计出真正的股权票据链接，本金保护型票据等各种结构化产品。

3.4.常用期权交易策略

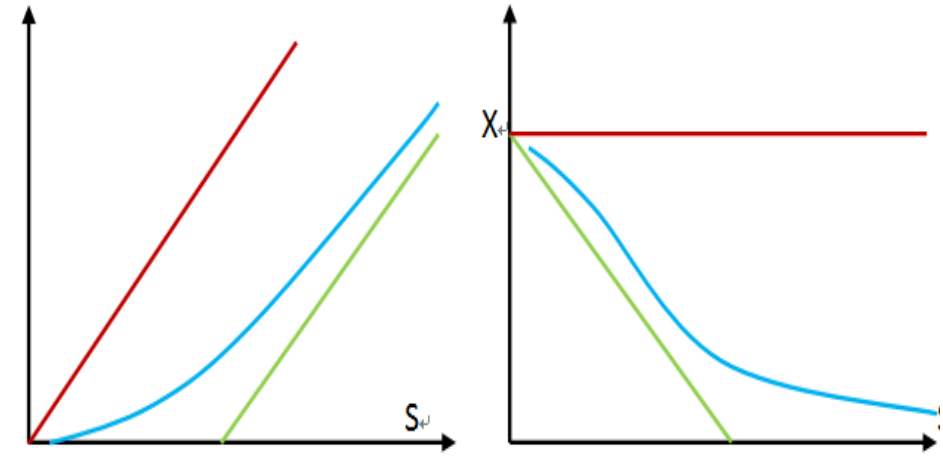
期权交易具有很多优势，具体来说，期权具有如下应用：（1）通过买入看涨或认沽期权在牛市或熊市增加杠杆，提高收益；（2）买入认沽期权或卖出认购期权，保护头寸；（3）买入认沽期权锁定股票账面收益；（4）卖出认沽期权，从而设定股票买入价。无论是对于投机者、套期保值者还是套利者，都能利用期权有效实现其投资目的。

3.4.1.无风险套利策略

主要包括期权的边界套利、平价套利以及无风险的牛熊市套利。

边界套利是指期权的价格必须满足一定的上下限，下图是看涨和看跌期权的价格下限（绿线）和价格上限（红线）。一旦期权价格（蓝线）超出绿线和红线决定的价格区间将存在无风险套利机会。

图 250　看涨和看跌期权的价格下限



数据来源：华宝证券研究所

期权的平价套利是指当看涨看跌期权价格不满足以下等式时候存在无风险套利机会：

$$c + X * e^{-rT} = p + S_0$$

期权的无风险牛熊市套利是指，看涨期权价格随着执行价格上行而下降，看跌期权随着执行价格上升而增加，如果违背这个原则，存在无风险的牛熊市套利。

当然实际中，需要考虑借贷限制、融券限制以及隐含波动率突变和保证金制度下的强平风险。

3.4.2.合成标的突破涨跌停板

对于有涨跌停板的标的，若遇上黑天鹅事件，出现标的跌停，并且预计未来还有几个跌停，而投资者持有标的多头，此时可以用看涨看跌期权合成标的空头，对冲标的多头损失，方法为买入看跌期权同时卖出看涨期权。

反之，若投资者持有标的空头，遇上标的涨停，并且预计未来还有多个涨停，空头无法平仓，此时应该卖出看跌期权同时买入看涨期权。

3.4.3.变相实现标的的 T+0

50ETF 交易实行 T+1 的制度，如果投资者想实现 50ETF 期权的 T+0 交易，可以选择近月深度实值的 50ETF 看涨或者看跌期权，这是由于近月深度实值的看涨期权的 Delta 接近 1，而近月深度实值的看跌期权 Delta 接近-1，因此投资者可以：

用近月深度实值 50ETF 看涨期权实现标的 T+0 的日内看多趋势操作。

用近月深度实值 50ETF 看跌期权实现标的 T+0 的日内看空趋势操作。

3.4.4.利用杠杆突破资金限制

比如投资者看好标的，想买入标的，但是由于资金不匹配，其当前现金流有限，而三个月后将从其他地方收到一笔较大的现金流，此时投资者可以先用当前较少的现金借助 ETF 期权的高杠杆买入，同时可以锁定未来买入价格，待未来标的上涨，且现金流到账后可以支付该笔现金流买入股票

另外，有的投资者虽然看好股票，但是现金流有限，而且未来也没有现金流入，投资者可以借助短期的实值的看涨期权表达对标的股票的看法，这是由于短期的实值看涨期权的 delta=1，其能够较好的捕捉标的涨幅，而且投入资金少。实现用最少资金获取标的上涨收益。

3.4.5.给收益上保险

对于有的品种投资者买入后实现了收益，可是担心市场回调吞噬收益，此时可以用收益部分买入看跌期权，锁定收益，比如证券 B，实现两个上折，涨幅巨大，但是鲜有投资者长期持有获取其中的收益，这个时候如果有 ETF 期权，投资者可以借助 50ETF 和证券板块这段时间的高相关性，一旦证券 B 实现较大收益，可以卖出小部分证券 B 后买入 50ETF 看跌期权，从而在证券 B 回调时候，可以再 50ETF 看跌期权上获益，随着证券 B 不断上涨，收益不断丰厚，可以卖出之前的看跌期权再买入一个更高执行价格的看跌期权，从而不断抬高组合的下行保护点，不断的锁定收益。

3.4.6.收益增强策略

备兑认购期权策略和保护性认沽期权策略均是标的现货与期权结合的重要组合，被各种类型投资者广泛使用。备兑认购期权的策略构成是：持有标的现货多头头寸，同时卖出相应的认购期权，通过卖出期权来降低现货的持有成本。

3.4.7.其他复杂策略

牛市价差期权策略（Bull Spread）。牛市价差期权策略主要适用于投资者有限看好后市行情。假如投资者预期股价在未来会以一定幅度上涨，但他想稳中求胜。这时他可以选择较低成本的牛市价差期权策略，在股价一定幅度的上升以后，发挥止盈的功效。投资者要实现该种策略的做法是：买入一份认购期权，同时卖出一份到期日相同，但行权价较高的认购期权。沽出期权的权利金可以抵消一部分低行权价期权的权利金成本。

熊市价差期权策略（Bear Spread）。与牛市价差期权策略相反，投资者若判断未来一段时间内股票会温和下跌，投资者可以利用熊市价差期权策略来实现低成本的盈利。使用该策略，投资者在熊市里获利有限，但若标的不跌反升，投资者也不会面临大的亏损。该策略的操作方法是买入一份高行权价的看跌股票期权，同时卖出一份到期日相同，但行权价更低的认沽期权。值得注意的是，高行权价的认沽期权权利金要较低行权价的认沽期权要高，所卖出期权的权利金只可抵消部分买入期权的成本。

蝶式价差期权策略（Butterfly Spread）。蝶式价差期权策略是第三种常用的期权价差策略。该种期权能使投资者付出较低成本的情况下，在平稳的市场中获取不错的收益。策略的具体执行方法为：买入一个较低行权价的认购期权，买入一个较高行权价的认购期权，卖出两个以前两个期权行权价的中间值为行权价的认购期权，所有期权的标的资产和期限到相同。卖出两个期权的权利金能覆盖部分其余买入期权的权利金成本，体现低成本优势。蝶式价差策略主要体现为投资者对波动率投资，不对市场方向有明确看法。

日历价差期权策略（Calendar Spreads）。前面介绍的期权价差交易策略都是使用同一标的而且到期日相同的不同行权价的期权组合构造而成。日历价差则是由相同行权价，不同到期日的期权构成。策略的具体行权包括：出售一份认购期权，同时买入一个与之行权价相同但是期限更长的认购期权。类似于正向蝶式价差策略，那些基于对未来标的资产价格中性或企稳预期的投资者可以使用日历价差期权策略。

跨式期权策略（Straddle）。跨式期权策略是一种非常普遍的组合期权投资策略，是指投资人以相同的行权价格同时购买相同的到期日相同标的的看涨和认沽期权。这种策略的构成是同时做多一手认购期权和一手认沽期权，并且两者的标的、到期日、行权价都相同，通过在市场上涨时履行认购期权，而在下跌时履行认沽期权，而使期权的购买者享受价格波动较大的好处。风险是如果价格只是小幅波动，价格的变化过小，无法抵偿购买两份期权的成本。

宽跨式期权策略（Strangle）。宽跨式期权策略是跨式期权策略的一个变种。具体的策略组合是：买入一个虚值认购期权，同时买入另一个虚值认沽期权，两者的标的资产与到期日相同，但是行权价不同。相比一般的跨式期权，买入宽跨式期权的成本更低，但是拥有更宽的底部，即只有标的价格大幅度变动，这种策略才能获得正收益。

领口期权组合策略（Collar）。领口期权组合策略主要是用来对冲标的资产的风险，被许多机构投资者采用。领口期权组合策略的构成是：持有现货标的的同时，买入认沽期权并卖出认购期权，认购期权的行权价比认沽期权行权价高，到期日相同。其中认沽期权长头寸的作用是为标的资产提供下跌保护，而卖出的认购期权所获的权利金可以用来抵消购买认沽期权的费用。

3.5.ETF 期权与当前 ETP 结合的策略体系

ETF 期权具有灵活的特征， ETF 期权和其他 ETP 产品结合，可以形成及其丰富的策略，ETF 期权背景下的策略将更加多维，更加立体，市场玩法更多，下表总结了 ETF 期权与其他 ETP 产品构建的策略体系。

表 149　ETF 期权与 ETP 交易策略

交易模式	产品	工具	主要策略
单边策略	ETF、杠杆 ETF、多空分级	ETF 融券、期权	板块、行业轮动量化策略 指数做空策略 买入期权策略
配对交易	封闭式股基、封闭式债基、分级 B 端、杠杆 ETF、多空分级	融资融券、ETF 期权、股指期货、国债期货	分级 B 预期折溢价变化策略、 封闭式股基折价套利、 备兑开仓策略
跨市场投资	ETF、分级 B 端	ETF 融券、股指期货	海外市场杠杆投资策略 跨境套利策略
固定收益	债券 ETF、封闭式债基、分级 A 端、分级债基	国债期货	封闭式债基持有到期、 信用债利差套利、 A 端向下折算预期策略
新工具组合	杠杆 ETF、多空分级	股指期货、ETF 期权	做多/空杠杆策略、阿尔法策略、差价套利、波动率、保险对冲策略

来源：华宝证券研究所

四、私募市场

（一）2014 年“类私募”资产管理产品年度报告

1.类私募生态体系成形，华宝证券主推类私募研究

1.1.类私募生态圈初具雏形

1.1.1.私募基金监管部运应而生

正所谓“兵马未动，粮草先行”。上层建筑的好坏，取决于根基是否稳固。金融行业一样，一个行业是否繁荣，离不开底层制度的建设和管理。正是意识到监管和制度的重要性，在打造一个新型生态圈之前往往会先建立起一个专门机构，负责制定和监管相关行业法律法规和业务规则指引。

证监会“私募基金监管部”正是在这样一个背景下成立的。2014 年 4 月中央编办已经批复同意了证监会内设机构和职能调整方案。根据中央编办批复，发行监管部、创业板发行监管部合并为发行监管部；上市公司监管一部、上市公司监管二部合并为上市公司监管部；期货监管一部、期货监管二部合并为期货监管部；机构监管部、基金监管部合并为证券基金机构监管部。新设立公司债券监管部、创新业务监管部、私募基金监管部、打击非法证券期货活动局（清理整顿各类交易场所办公室）。

4 月份成立私募基金部，主要负责拟订监管私募投资基金的规则、实施细则；拟订私募投资基金合格投资者标准、信息披露规则等；负责私募投资基金的信息统计和风险监测工作；组织对私募投资基金开展监督检查；牵头负责私募投资基金风险处置工作；指导协会和会管机构开展备案和服务工作；负责私募投资基金的投资者教育保护、国际交往合作等工作。

正如私募监管部领导所说“私募基金既不能放任不管，也不能严格监管，需要进行适度监管，且需要有效的监管”。.这个部门虽然叫监管部门，但这其中表现出证监会对发展私募基金的重视。将私募基金纳入到证券监管，不但符合资本市场统一监管的需要，而且有利于保护投资者防范风险和促进行业的发展。正是建立起了一个专门的负责私募业务的相关机构，才能有效的从根本上打造起一个成体系的私募生态圈，机构的成立，伴随着制度的不断完善，私募管理人和私募产品，私募资产管理业务在这么一个框架体系下运行，严守底线，服从监管，才能营造出健康良性的大私募行业，与传统公募业务并驾齐驱。

1.1.2.制度建设配套接踵而来

“私募”从一个游离在金融市场边缘的灰色地带，经过几年的时间逐渐沐浴阳光，发展壮大，并形成了一个完整的生态体系，并且建立起了一个与公募产品相平行的金融市场又一架马车。

2013 年 6 月 1 日起实施的《证券投资基金法》明确了对私募基金的监管，正式将私募基金纳入了监管，有法可依，有法可循。新《基金法》不但允许符合条件的私募公司发行私募产品，也允许其发行公募产品。至此私募管理机构“登堂入室”得以“正名”。

紧接着，2014 年 2 月 7 日起《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》便开始实行，《办法》中要求境内私募基金管理机构履行登记手续，否则不得从事私募投资基金管理业务。基金业协会也在其官网上建立了“私募基金登记备案系统”并提供私募基金备案流程和操作手册帮助私募基金管理机构进行登记备案。

2014 年 8 月 22 日，证监会发布了《私募投资基金监督管理暂行办法》，从登记备案等八个方面规范了私募投资基金，填补了各类私募基金特别是创业投资基金发展的政策空白。《管理办法》不仅适用于私募基金，还将证券公司、基金管理公司、期货公司及其子公司从事私募基金业务纳入适用范围。此外，《管理办法》对不同类别私募基金实行差异化监管。由此，《管理办法》初步建立了各类型私募基金的全口径统一监测系统。建立私募资产管理业务的全口径监测体系实际是为证监会体系下公/私募分类监管铺路，便于证监会在公募资产管理业务和私募资产管理业务方面的监管并行发展。

2014 年在 9 月 12 日郑州召开的“资产管理业务座谈会”上，证监会向参会机构下发了《证券期货经营机构资产管理业务管理办法（征求意见）。《办法》中明确“证券期货经营机构在中华人民共和国境内，非公开募集资金设立资产管理计划并担任资产管理人，由托管机构担任资产托管人，根据资产管理合同的约定，为资产委托人的利益进行投资活动，适用本办法。”郑州会议首次将证券、基金、期货公司资产管理业务纳入统一的监管，体现了统一监管券商、基金和期货公司的思路，将这三类机构从事的非公募资产管理业务归为同一类型，体现了类私募的概念。

2014 年 12 月 4 日中国期货业协会正式发布《期货公司资产管理业务管理规则（试行）》（下称《管理规则》），《管理规则》中提到“期货公司及子公司从事资产管理业务包括为单一客户办理资产管理业务和为特定多个客户办理资产管理业务。”

2015 年 1 月 21 日，中国证券投资基金业协会就《证券期货经营机构资产管理业务登记备案和自律管理办法(试行)》(征求意见稿)及配套规则公开征求意见。从证券、基金、期货资产管理业务统一的管理办法的制定，到现在统一向基金业协会的登记备案，又向私募业务“统抓统筹”、统一监管的方针更近了一步。

管理层从法律的制定——机构的设立——办法的建设——规则的确定，自上而下，从框架到条文，一步一步的完善着整个私募生态圈的建设。逐渐形成了一个平行于公募业务的，“类私募”的大环境，我们仿佛又看到一架新的马车正在组建完备，正朝着康庄的大道飞驰。

也正是我们看到了这样一个生态圈的建立，华宝证券研究所将原先单纯阳光私募基金研究扩展至私募基金、券商资产管理、基金公司专户、期货资产管理统编为“类私募”研究体系，配合监管层意图，率先搭建起一套完善的私募研究框架。

1.2.生态圈内各类机构享受政策红利

阳光私募、券商资管集合理财、基金专户、期货资管，这些大资管背景下的非公募业务，逐渐兴起，抢占资产管理市场，在政策红利的扶持下发展日渐兴盛。

中基协发布《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》，“红头文件”正名了私募基金发行产品的法律地位，得游走于体系外的阳光私募可以“登堂入室”。

证券业协会发布《关于进一步规范证券公司资产管理业务有关事项的补充通知》；进一步规范证券公司资产管理业务中的通道业务。2013 年飙升的券商资管通道业务已经引起了监管的关注，券商资管的管理规模已经超过了公募基金的规模，但是近 9 成为通道业务。新的《通知》经过几个月的消化对券商影响越来越小，2014 年发力的混合型集合理财产品仿佛在券商资管的殿堂中鼓瑟一般，带领资管产品发行达到历史的高度。

基金专户 2014 年开户数创历史新高，蓬勃兴起的基金专户一方面来自于股东的大力支持，另一方面也是看中基金公司的投研能力。同时《证券期货经营机构资产管理业务登记备案和自律管理办法(试行)》（征求意见稿）也放开了基金专户的规模限制，有望极大方便未来基金专户的募集、成立和发行。

中国期货业协会正式发布《期货公司资产管理业务管理规则（试行）》，提到“期货公司及子公司从事资产管理业务包括为单一客户办理资产管理业务和为特定多个客户办理资产管理业务。”一石激起千层浪，期货机构摩拳擦掌纷纷想介入私募资产管理行业占得一席之地。期货方面的专长和优势，加上政策的红利，从内外两个方面给期货管理机构提供了与阳光私募、券商资管和基金专户同场献艺的可能。

2.阳光私募

2.1.阳光私募大事记

2014 年 2 月 7 日起，《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》实行。私募证券投资基金、私募股权投资基金、创业投资基金等管理人应向基金业协会履行登记手续，并在私募基金募集完毕之日后 20 个工作日内，通过私募基金登记备案系统进行基金备案。根据规定：“经备案的私募基金可以申请开立证券相关账户”。

这就意味着私募基金发行产品的法律主体地位得以确认，无须再借助信托、券商资管、基金专户等通道。根据试行办法，私募产品发行手续也较为便捷，只需事后备案。

3 月 17 日，基金业协会公告了首批 50 家备案的私募基金，新政下首只备案的直接私募产品“重阳 A 股阿尔法对冲基金”也面世，私募基金作为管理人而非投顾的新形式得以落地。

确立正规军地位以后，围绕私募的服务业态进入加速建设期:

（1）为统一规范私募基金和其他证券期货经营机构开展私募相关业务，监管部门下发《私募投资基金监督管理暂行办法》《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法（征求意见稿）》，为各种架构上的私募基金业务机构确立了全口径的备案制、合格投资者制度、募资规则等。

上述两个办法奠定了私募基金业务的基础框架，将成为未来系列子政策的上位法。我们将全口径下的私募基金业务称为“类私募资产管理业务”。

（2）为提高私募产品的流动性、活跃私募产品发行转让，证监会、证券业协会、中证资本市场发展监测中心联手打造“机构间私募产品报价与服务系统”。目前，报价

系统上支持的产品已涵盖私募证券投资基金、私募股权投资基金、资产管理计划、私募债务融资工具（次级债、收益凭证、并购重组私募债等）、金融衍生品（收益互换、场外期权等）、非公众公司股份/股权、有限合伙份额等。

目前，除了最后两类外，其他类型的产品均已在机构间私募产品报价与服务系统上线。12 月 18 日，证券业协会发布《私募股权众筹融资管理办法（试行）》，符合条件的机构可以设立股权众筹融资互联网平台，但该平台上并不允许提供股权或其他形式的有价证券的转让服务。我们猜想，未来私募众筹股权的转让或将统一置于机构间私募产品报价与服务系统，机构间私募市场持续扩容。

（3）为降低私募基金管理人运营成本，促进基金管理人将更多精力用于产品投资管理，基金业协会发布《基金业务外包服务指引（试行）》。各类外包服务机构提供销售、销售支付、份额登记、估值核算、信息技术系统等服务有据可循。

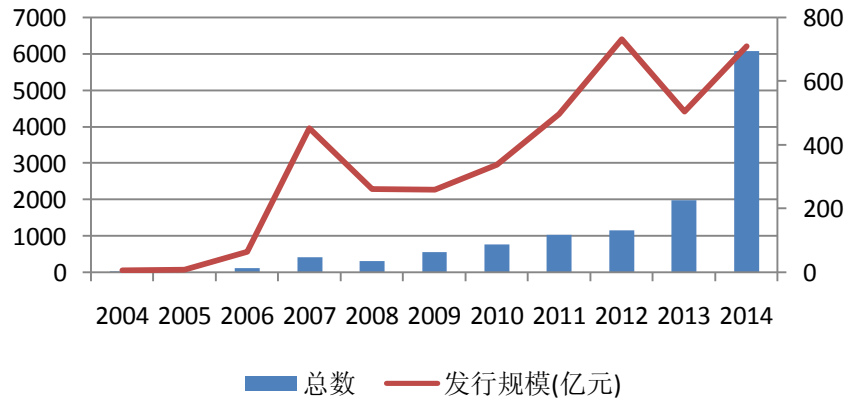
2.2.2014 年阳光私募基金发行统计

2.2.1.2014 年发行数量及类型统计

根据 Wind 数据统计，2014 年共有 6074 只阳光私募基金募集成立，总募集规模约为 709.88 亿（去年为 505 亿元）。我们统计了 2004 年以来阳光私募的发行量和产品只数，可以发现从 2004 年以来阳光私募的发行整体规模不断提升，从 2004 年的 7.8 亿元提高到 2012 年的 731 亿的最高水平，进入 2014 年，阳光私募产品在发行规模上为 709 亿元，接近 2012 年高点水平，但是在产品发行数量上却大幅超越以往水平，是 2013 年的 4.5 倍。

产品发行数量上看，2014 年发行了 6074 只产品，环比上涨 350%，增速惊人。发行数量上，除了 2008 年 A 股低迷时阳光私募发行受阻之外，08 年至今阳光私募产品的发行只数皆连创历史新高。

图 251　2004 年以来阳光私募产品发行数量及规模统计



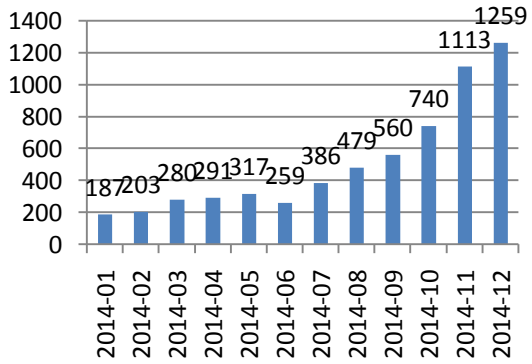
资料来源：Wind，华宝证券研究所

月度发行走势看，除了 6 月遇到年中资金面稍紧的影响，发行交全年平均稍低之外，2014 年每个月发行产品数量都呈现逐月增长的行情，特别是进入第四季度，发行数量更是不断猛增从年初的每月增长几十只的状态，发展到月增长 3-4 百只的状态。可见，

A 股的强势上扬对阳光私募产品发行带来的刺激作用有着积极的影响。10 月、11 月、12 月每月发行量相比上一月分别增长 180 只、373 只和 146 只。

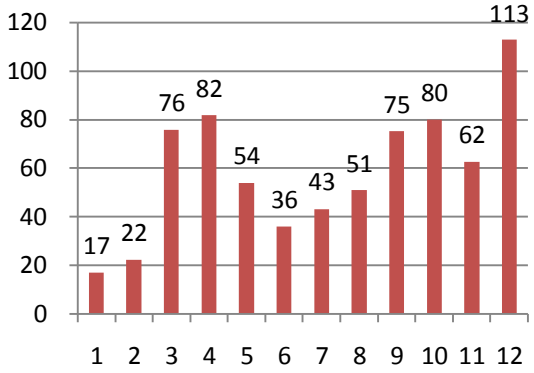
在经历了 2013 年阳光私募发行规模萎缩的一年后，2014 年阳光私募发行重振雄风，回到了 2012 年的高点水平，且环比 2013 年上涨 40.57%。其中 3、4、9、10、12 月份发行规模均超过 75 亿。A 股年末的行情给阳光私募发行量和发行规模双双增长提供了驱动力。

图 252　2014 年阳光私募月度发行数量



资料来源：Wind，华宝证券研究所

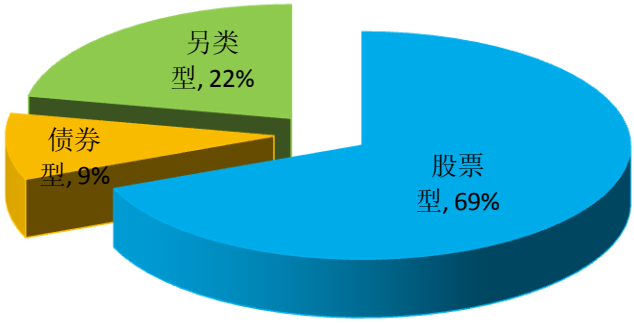
图 253　2014 年阳光私募月度发行规模（亿）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

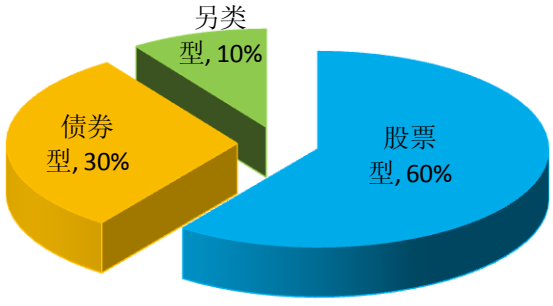
从投资标的发行数量上来看，2014 年新发投资于股票型的阳光私募占比约 69%与 2013 年基本持平，2013 年投资于股票型的产品数量占比 71%，相比去年减少了约 2 个百分点，债券型占比 9%，低于去年 19%的数据。另类投资型，例如 QDII 型，对冲型，大宗交易型，定向增发型，套利非对冲型等占比从 2012 年 5%提高到 2013 年的 10%，再到 2014 年的 22%。可以明显看到另类投资型阳光私募产品逐渐被市场所认可，发行数量连年攀升。发行规模上股票型依然占据市场过半规模，425 亿规模占比 60%。债券型产品发行规模占比 31%，其他类产品发行规模占比 10%，发行了 68 亿。

图 254　2014 年各投资类型阳光私募发行数量占比



资料来源：Wind，华宝证券研究所

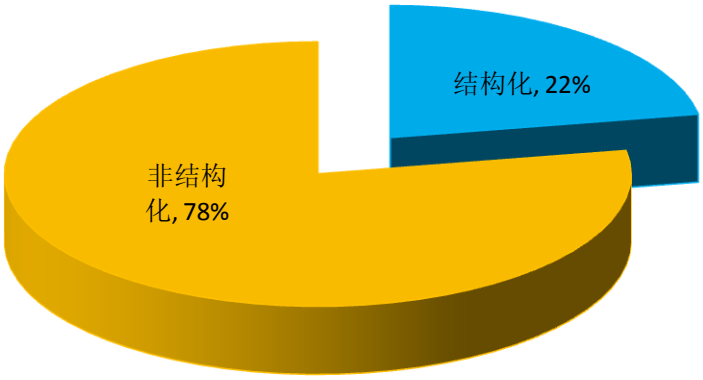
图 255　2014 年各投资类型阳光私募发行规模占比



资料来源：Wind，华宝证券研究所

在所有新发产品中，非结构化产品依然是发行的主旋律，经我们统计 2014 年所有新发的阳光私募产品中非结构化发行占比 78%，略低于去年 84%的水平，结构化 2014 年发行占比 22%。

图 256　2014 年阳光私募产品结构化与非结构化发行占比

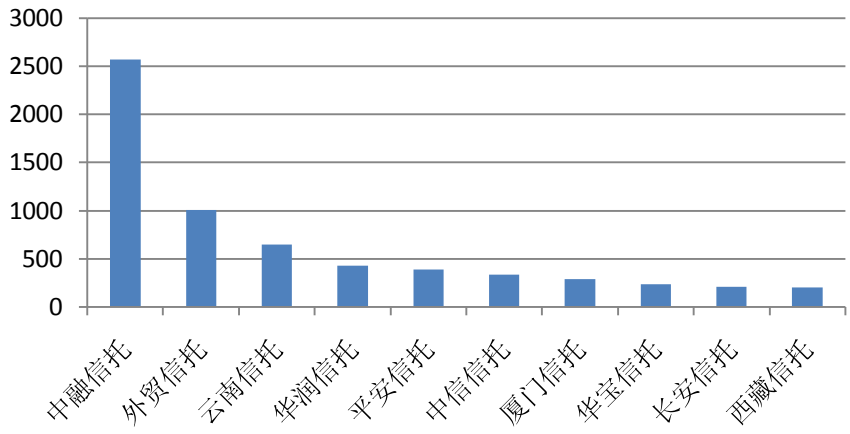


资料来源：Wind，华宝证券研究所

2.2.2.2014 年信托公司受托情况统计

中融信托超越外贸信托成为 2014 受托量最大的信托公司。排在第三的是云南信托。去年前十的华宝信托、长安信托和厦门信托 2014 年也依然在榜。兴业信托和陕西信托被云南信托和西藏所取代。发行量前三的受托公司 2014 年依次新发 2570、1012 和 649 只阳光私募产品。

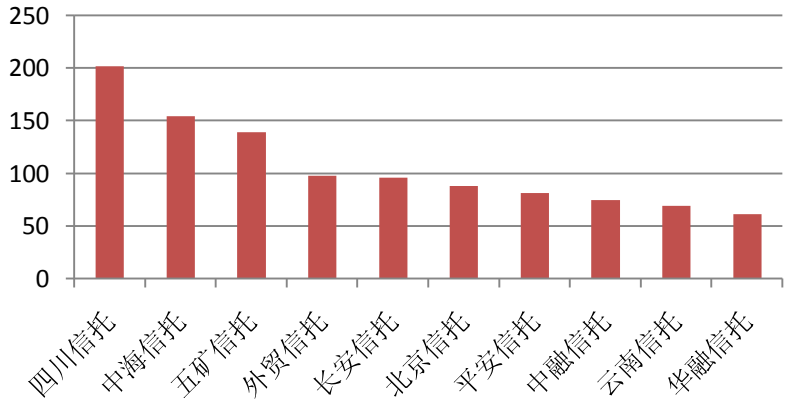
图 257　2014 年存续阳光私募数量较多的信托十家公司（只）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

截止 2014 年，所有受托公司存量阳光私募产品受托规模最大的四川信托 202 亿，排名第二和第三的是中海信托 155 亿、五矿信托 140 亿。随后是外贸信托、长安信托、北京信托等。受托规模超过 100 亿的有 3 家。

图 258　2014 年阳光私募基金存量较大的十家信托公司（亿）



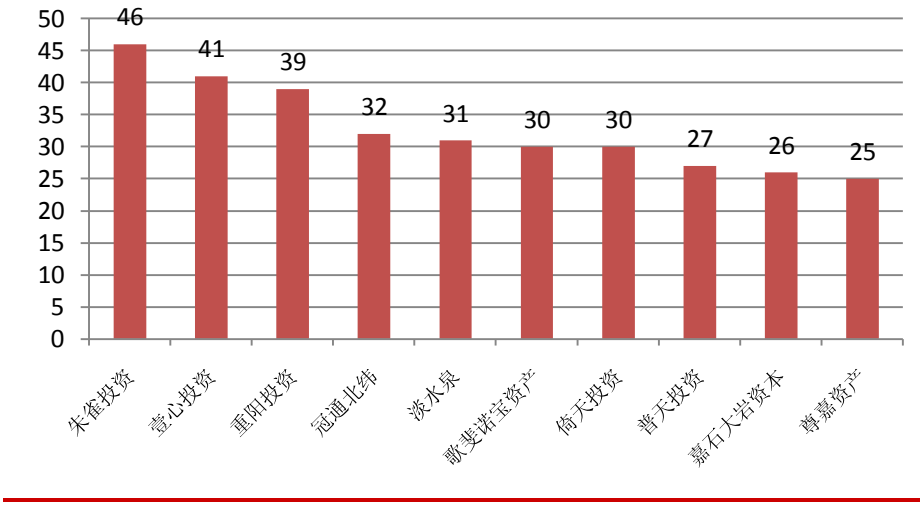
资料来源：Wind，华宝证券研究所

2.2.3.2014 年投资顾问发行产品情况与平均业绩统计

2014 年上证 A 股指数在经过长时间底部盘整后，在第四季度发力上攻，不断创出近几年来新高。相对温和的资金面以及下半年牛市的突起，使得各大私募公司在完成私募备案制之后纷纷加大了产品发行力度，在发行数量和发行规模上环比纷纷涨幅巨大。

老牌私募朱雀投资 2014 年共计发行 46 款产品，均为股票型产品，相对价值策略发行较多。排名第二的是壹心投资，共发行 41 款产品。宁波壹心投资管理合伙企业(有限合伙)2014 年发行的是 41 款“安进 13 期壹心 1 号”产品，一共分了几十期在外贸信托滚动发行。2013 发行第一的重阳投资在 2014 年回到了第三的位置，共计发行了 39 款产品。特别值得注意的是，2014 年共有 764 家私募管理人参与新发了阳光私募产品，其中仅发行一只产品的有 446 家机构。

图 259　2014 年阳光私募发行只数较多的投资顾问

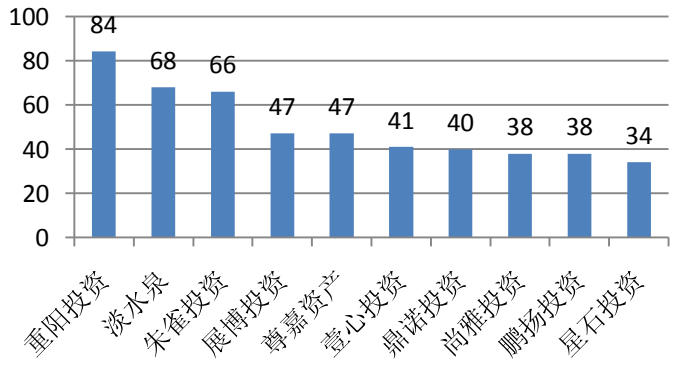


资料来源：Wind，华宝证券研究所

阳光私募存量的多少能间接的反映出投资顾问的投资能力，拥有高净值客户数量群的大小，也反映出客户对投资顾问能力的信任。截止 2014 年底，阳光私募投资顾问产品存量最多的依然是老牌私募公司，是排名前三的是重阳投资（84 只），淡水泉投资（68 只）和朱雀（66 只）；展博、尊嘉资产、壹心、鼎诺、尚雅、鹏扬和星石投资紧随其后。

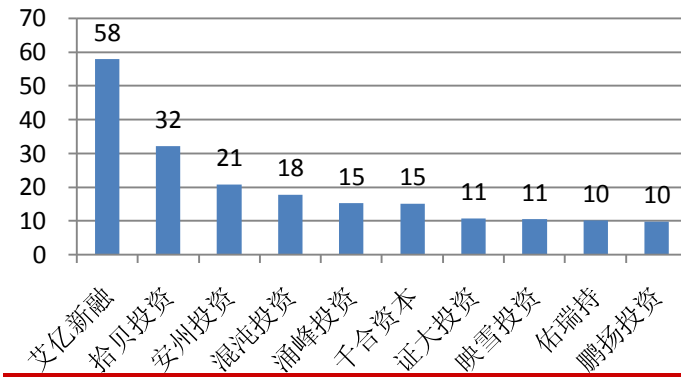
规模上，艾亿新融资本和拾贝投资，存量规模分别为 58 亿和 32 亿。安州投资排名第三，存量私募产品 21 亿。随后的私募管理机构在存量规模上差别不大。存量规模在 1 亿元以上的有 157 家机构，存量规模在 10 亿以上的有 14 家机构。

图 260　2014 年阳光私募存量产品数量



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 261　2014 年阳光私募存量规模较大的投资顾问（亿）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

规模较大的投资顾问公司一年要发行几十只产品，小型私募公司 1 年只发行一个产品。发行产品较多的投顾公司所发产品的收益率有的大同小异，有的却差异较为明显，投资顾问所发产品的平均收益率也从一个角度体现了投资顾问公司的投资管理能力。截止 2014 年 12 月 31 日公布净值和收益率的新发产品，在新发产品数量最多的前 10 家投资顾问公司中，平均业绩最好的是重阳投资（淮北市倚天投资有限公司由于其只公布

了 1 只产品收益率数据，故我们不将其纳入统计）。且重阳投资在新发产品最高收益率上也表现较好，6.38%的 2014 年以来收益率较各家发行量较多的公司都更优。

表 150　2014 年新发产品数量较多投资顾问公司平均业绩及 2014 年以来收益率

信托公司	新发产品数量	有效样本数	新发产品平均业绩%	新发最好收益率%	新发产品最差收益率%
朱雀投资	46	30	1.10	3.44%	0.00
壹心投资	41	41	-0.15	-0.14	-0.15
重阳投资	39	35	5.78	6.38	0.00
冠通北纬	32				
淡水泉	31	18	3.08	3.14	2.22
歌斐诺宝资产	30				
倚天投资	30	1	17.26	17.26	17.26
普天投资	27				
嘉石大岩资本	26	18	-0.86	0.00	-0.92
尊嘉资产	25	24	-0.60	-0.59	-0.61

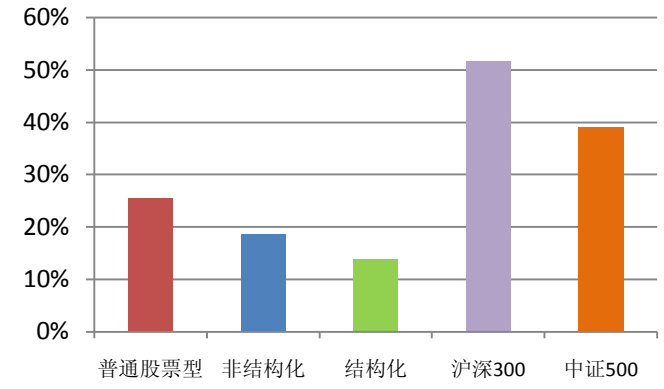
资料来源：Wind，华宝证券研究所

2.3.2014 年阳光私募基金业绩点评

2014 年，上证综指 2014 年 1 月 2 日以 2112.13 点开盘，在 3 月 12 日到达全年最低的 1974.38 点位。随后，指数在经历了前三季度的蛰伏之后便一路上扬。截止 2014 年 12 月 31 日，上证综指报收 3234.68，全年上证指数涨幅 52.87%。，深成指上涨 35.62%，中证 500 上涨 39.01%，中小板指数上涨 25.88%。2014 年非结构化阳光私募基金平均收益率为 19%，结构化阳光私募平均收益率为 14%，公募普通股票型基金 2014 年的平均收益率为 26%。2014 年阳光私募总体平均收益率为 18.08%。阳光私募在 2014 年度业绩表现上，未能胜过普通股票型基金，也大幅低于沪深 300，公募和私募基金都没能跑赢大盘。

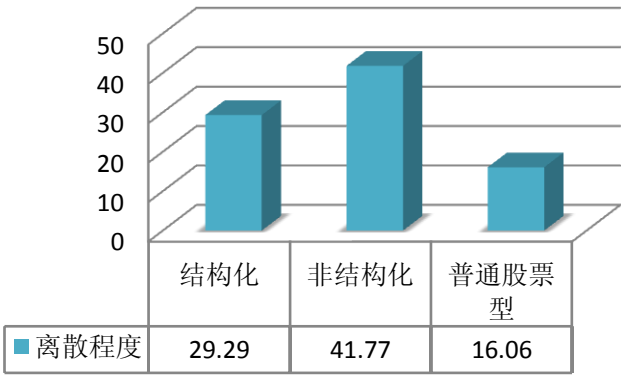
从产品 2014 年收益率离散程度上来看，2014 年非结构化阳光私募基金产品收益率离散程度较大，其次结构化阳光私募基金，由于公募基金在仓位上的灵活性相比有较多限制，因此其业绩的离散程度最小。

图 262　2014 年阳光私募基金平均收益率情况



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 263　2014 年阳光私募收益率离散程度



资料来源：Wind，华宝证券研究所

注：“离散程度”用 2014 年以来收益率标准差来表示

本次，共有 4880 只阳光私募基金纳入业绩评价体系，其中结构化产品 659 只，非结构化产品 4221 只。

表 151　2014 年纳入统计的阳光私募基金分类数量与平均收益率

产品名称	非结构化产品	结构化产品	普通股票型基金
产品个数	4221	659	365
平均收益率	18.73%	13.91	25.61%
最大值	842.92%	387.56%	102.49%
最小值	-86.19%	-68.03%	-15.52%

资料来源：Wind，华宝证券研究所

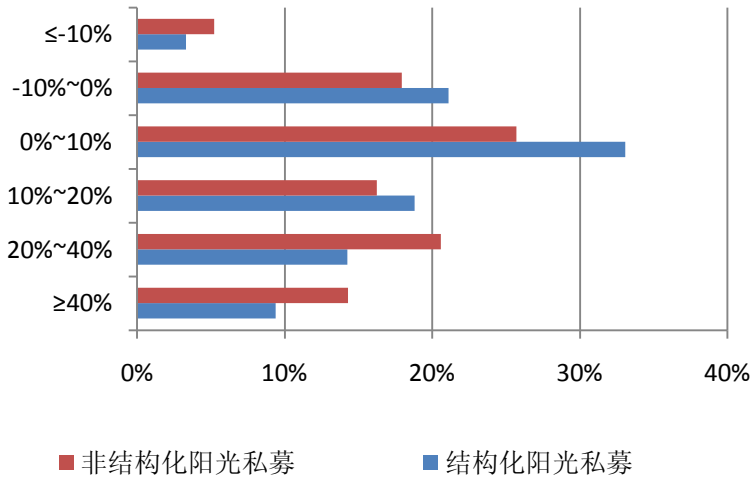
2014 年结构化和非结构化阳光私募产品收益率均主要集中在 0%-10%区间。结构化阳光私募基金取得正收益的比例为 75.57%，非结构化阳光私募产品取得正收益的比例为 76.78%。结构化和非结构化产品取得正收益的比例均比 2013 年有显著提升。

表 152　2014 年阳光私募基金产品收益率分布情况

2012 年收益率区间	结构化阳光私募	非结构化阳光私募
≥40%	9.41%	14.29%
20%~40%	14.26%	20.56%
10%~20%	18.82%	16.25%
0%~10%	33.08%	25.68%
-10%~-0%	21.09%	17.96%
≤-10%	3.34%	5.26%

资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 264　2014 年阳光私募基金收益率分布



资料来源：Wind，华宝证券研究所

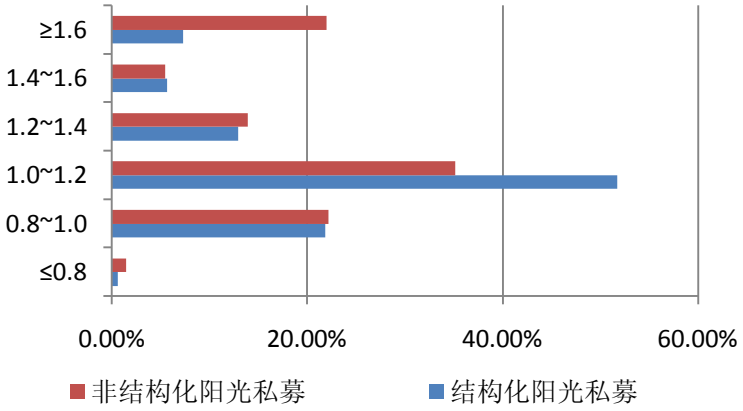
2014 年结构化和非结构化产品净值主要徘徊在 1.0~1.2 的区间。结构化产品有 51.75%的产品在这个区间，而非结构化有 35.13%占比的产品落在该区间。净值高于 1.6 的产品，结构化和非结构化分别有 48 只和 927 只。

表 153　2014 年阳光私募基金产品净值分布情况

基金净值区间	结构化阳光私募	非结构化阳光私募
≤0.8	0.61%	1.45%
0.8~1.0	21.85%	22.15%
1.0~1.2	51.75%	35.13%
1.2~1.4	12.90%	13.88%
1.4~1.6	5.61%	5.43%
≥1.6	7.28%	21.96%

资料来源：Wind，华宝证券研究所

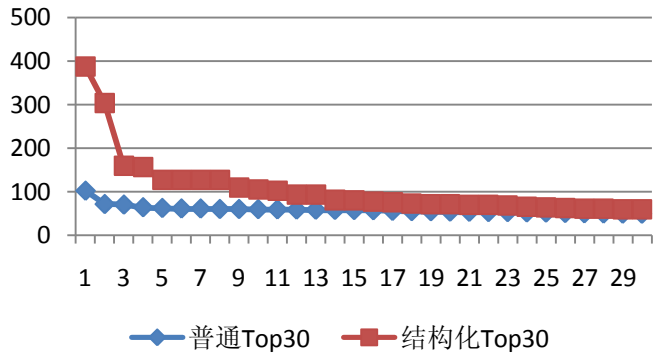
图 265　2014 年阳光私募基金净值分布



资料来源：Wind，华宝证券研究所

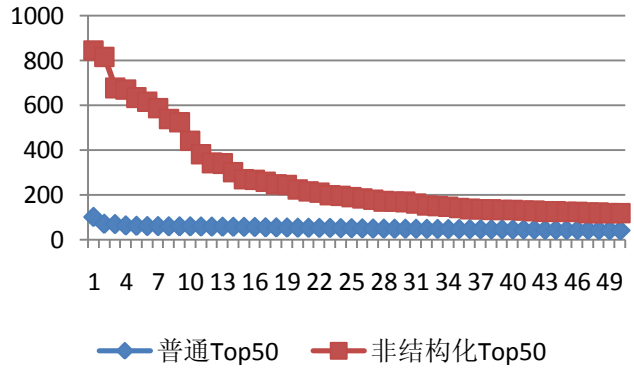
和往年一样，阳光私募产品不论是结构化还是非结构化，虽然在平均收益率不及普通股票型基金，但是在最高收益率上却远胜于普通股票型基金。因而，我们可以很明显的得知，私募管理机构运作产品的能力差距明显。当然，由于普通股票型基金不带有杠杆效应，其收益率无法像私募产品风险段（劣后端）那样有着极高的收益率。

图 266　14 年结构化阳光私募对比普通股票型基金 Top30



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 267　14 年非结构化阳光私募普通股票型基金 Top50



资料来源：Wind，华宝证券研究所

2014 年非结构化产品中，收益率排名前十的产品中全是期货型产品。收益率表现最好的是懿瑞资产的“懿鸣瑞投 2 号”，其成立于 2014 年 6 月 30 日，以 2014 年半年 842.92%的收益率排名非结构化收益率榜首。善境投资的“佛意投资”（814.67%）和韦航投资的“韦航进取增长”（676.25%）分列 2、3 位。去年冠军“创世翔 1 号”2014 年全年收益率为 300.80%未能挤进所有非结构化产品 Top10 榜单，但是其在股票型产品里排名第一。

表 154　2014 年非结构化收益率 Top10

产品简称		最新单位净值	2014 年以来收益率	成立以来收益率	投资顾问简称	信托公司	基金经理	成立日期
懿鸣瑞投	2014/12/31	9.4292	842.92	842.92	懿瑞资产	懿瑞资产	胡建达	2014/6/30

2 号								
佛意投资	2014/12/31	63.8752	814.67	6287.52	善境投资	善境投资	吴洪涛	2010/3/1
韦航进取增长	2014/12/31	7.7625	676.25	676.25	韦航投资	韦航投资	徐磊	2014/5/13
金手指 3 号	2014/12/31	14.6114	668.41	1361.14	柯林资产	柯林资产	郭建军	2013/2/28
中信建投小象	2014/12/19	11.639	633.39	1063.9	莲华投资	莲华投资	详和	2013/5/21
固利资产趋势为王	2014/12/31	7.1495	614.95	614.95	固利资产	固利资产	王兵	2014/1/16
金手指 1 号	2014/12/31	8.133	586.56	713.3	柯林资产	柯林资产	郭建军	2013/4/30
阿土 1 号	2014/12/31	6.3704	537.04	537.04	恒隆和投资	恒隆和投资	陈永盛	2014/7/15
金手指 2 号	2014/12/31	14.1219	524.47	1312.19	柯林资产	柯林资产	郭建军	2013/3/29
赢远投资实盘账户	2014/12/31	5.5006	441.39	450.06	赢远投资	赢远投资	张浪	2013/12/10

资料来源：Wind，华宝证券研究所

在结构化阳光私募基金 2014 年收益率排名中，依然是外贸信托的“汇金聚富 1 期”产品获得第一名，本次获得第一的是汇金聚富 1 期（第 21 期），2014 年以 387.56%的收益率获得冠军，获得亚军和季军的分别是宝银创赢投资的“创赢巴菲特潜力 1 期”（303.60%）以及华鑫信托的“慧智投资 31 号”（159.04%）。东源投资有 4 期产品入选榜单。

表 155　2014 年结构化收益率 Top10

产品简称	最新净值日	最新单位净值	2014 年以来收益率	成立以来收益率	投资顾问简称	信托公司	投资经理	成立日期
汇金聚富 1 期(第 21 期)	2014/12/31	4.7956	387.56	379.70		外贸信托		2012/10/26
创赢巴菲特潜力 1 期	2014/12/31	4.036	303.60	303.60	宝银创赢	宝银创赢	崔军	2014/10/23
慧智投资 31 号	2014/12/26	2.3731	159.04	137.31		华鑫信托		2013/11/7
套利通 1 号第 61 期	2014/12/31	2.5667	156.67	156.67		云南信托		2014/7/7
东源 11 期	2014/12/31	1.8312	126.58	83.12	东源投资	华鑫信托	王伟林	2013/10/25
东源 10 期	2014/12/31	1.8305	126.46	83.05	东源投资	华鑫信托	王伟林	2013/10/25
东源 12 期	2014/12/31	1.8305	126.46	83.05	东源投资	华鑫信托	王伟林	2013/10/25
东源 9 期	2014/12/31	1.8309	126.43	83.09	东源投	华鑫信托	王伟林	2013/10/10

					资			
耀之浙商	2014/11/7	1.619	109.17	61.90	耀之资产	兴业信托	王影峰,王小坚	2013/8/26
财智通 1 号	2014/12/16	1.8304	104.64	187.79		华信信托		2013/2/19

资料来源：Wind，华宝证券研究所

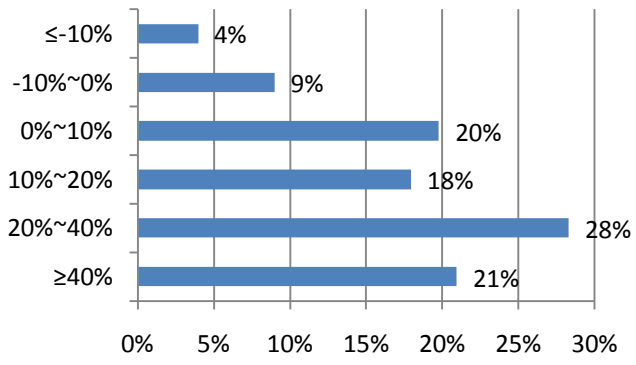
2.4.2014 年华宝证券阳光私募基金综合评价

2.4.1.阳光私募基金中长期业绩评价

阳光私募基金业绩的稳定性一直是投资者关注的焦点，因而选择较长的评价期更能体现其产品的投资价值。私募基金是追求绝对收益的产品，因而绝对收益率往往是反映私募基金业绩最直观的指标。

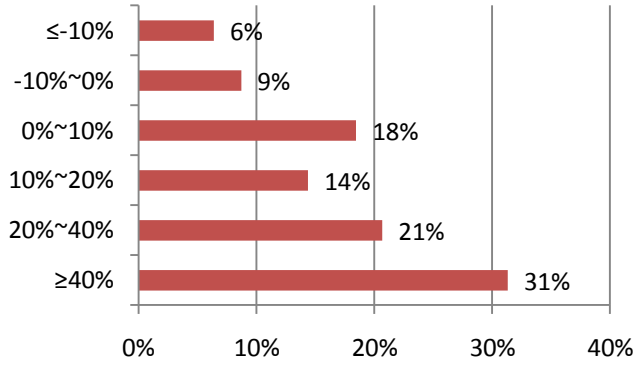
2014 年，共有 2162 只阳光私募产品纳入华宝证券阳光私募基金综合评价体系，我们选取了成立时间早于 2013 年 12 月 31 日的阳光私募基金作为统计样本。2014 年 A 股呈现上半年底部震荡，第四季度强势上涨的走势，对阳光私募产品调仓、选股能力有很高要求。很多私募基金管理人纷纷表示，没能跟上大盘上涨的行情，“满仓踏空”之说一时间喧嚣尘上。中长期业绩 2014 年以来收益率主要集中在 20%~40%区间内，取得正收益比例为 87%。这些中长期阳光私募产品成立以来的收益率区间主要集中在高于 40%的区间内，负收益的比例超过 15%，可见从长期来看还有一些阳光私募产品业绩不达标。

图 268　2014 年中长期阳光私募 2014 年以来收益率分布



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 269　2014 年阳光私募成立以来收益分布



资料来源：Wind，华宝证券研究所

在非结构化中长期业绩排名中，收益率排名前十的产品中往年全是股票型产品，2014 年由于管理期货/CTA、量化产品等一系列策略的推陈出新，2014 年榜单上只有 2 只股票型私募产品，其余 8 只均为期货产品。收益率表现排名第一的是善境投资的“佛意投资”，成立以来收益率为 6287.52%，且 2014 年收益也在所有产品中位列 3 甲，收益率之惊人实在令人咋舌。元葵资产的期货型产品“元葵天时”虽然 2014 年收益率只有 23.51%，不过由于建立时间较早，2002 年至今共收获 2091.15%的业绩表现。

表 156　2014 年非结构化收益率成立以来 Top10

产品简称	最新净值日	最新单位净值	成立以来收益率	2014 年以来收益率	投资顾问简称	信托公司	基金经理	所属概念	成立日期
佛意投资	2014/12/31	63.875	6287.52	814.67	善境投资	善境投资	吴洪涛	期货型	2010/3/1
元葵天时	2014/12/31	21.911	2091.15	23.51	元葵资产	元葵资产	施振星	期货型	2002/9/3
金手指 3 号	2014/12/31	14.611	1361.14	668.41	柯林资产	柯林资产	郭建军	期货型	2013/2/28
金手指 2 号	2014/12/31	14.121	1312.19	524.47	柯林资产	柯林资产	郭建军	期货型	2013/3/29
乐活恒永	2014/12/31	12.259	1125.98	108.84	誉信丰投资	誉信丰投资	陈世彬	期货型	2011/8/2
中信建投小象	2014/12/19	11.639	1063.9	633.39	莲华投资	莲华投资	详和	期货型	2013/5/21
佛意投资激进	2014/12/31	11.206	1020.62	179.08	善境投资	善境投资	吴洪涛	期货型	2013/1/4
中国龙	2014/12/31	6.1951	871.68	75.96	涌峰投资	云南国际信托	赵凯	股票型	2003/8/1
黑天鹅 2 号	2014/12/31	9.2911	829.11	29.05	百仕旺投资	百仕旺投资	孟庆华	期货型	2012/7/6
泽熙 3 期(山东)	2014/12/31	0.8635	759.41	216.36	泽熙投资	山东信托	徐翔	股票型	2011/12/13

资料来源：Wind，华宝证券研究所

和非结构化产品不同，结构化阳光私募基金成立以来收益率排名中，入选的都是股票型私募基金。结构化产品 Top10 榜单成立以来收益率数据没有非结构化如此惊人。但是，汇金聚富 6 期(第 5 期)在不到 2 年的时间里取得 540.08%的收益水平当之无愧的获得排名第一。名单里千足金混沌产品和银帆投资的产品对投资者来说都相对熟悉。

表 157　2014 年结构化收益率成立以来 Top10

产品简称	最新净值日	最新单位净值	成立以来收益率	2014 年以来收益率	投资顾问简称	信托公司	投资经理	成立日期
汇金聚富 6 期(第 5 期)	2014/10/10	6.4008	540.08	416.9857		外贸信托		2013/3/21
汇金聚富 1 期(第 21 期)	2014/12/31	4.7956	379.70	387.5559		外贸信托		2012/10/26
浦江之星 6 号	2014/12/31	1.5045	254.08	41.96075	彤源投资	中海信托		2009/4/28
千足金混沌 2 号	2014/12/31	1.2127	216.6-	-0.59836	混沌投资	华宝信托	王歆,葛卫东	2008/12/15
财智通 1 号	2014/12/16	1.8304	187.79	104.6431		华信信托		2013/2/19
慧智投资 31 号	2014/12/26	2.3731	137.31	159.0438		华鑫信托		2013/11/7
银帆 1 期	2014/12/31	2.1237	112.37	79.74609	银帆投资	中融信托	王涛	2011/6/30
金瀛 1 号	2014/12/22	1.6438	93.44	28.18153	金瀛投资	山东信托		2009/1/21
汇金聚富 1 期	2014/12/31	1.933	93.41	93.41605		外贸信托		2013/1/11

(第 33 期)								
鑫安 1 期	2014/12/31	193.03	90.89	73.07451	易鑫安资产	中信信托	栾鑫	2011/10/26

资料来源：Wind，华宝证券研究所

2.4.2.2014 年阳光私募基金风险控制情况点评

2014 年阳光私募产品平均最大回撤率比去年数值又略有下降，连年下降的最大回撤率说明私募管理机构在回撤的控制上不断加大重视程度。

2014 年股票型阳光私募平均最大回撤率为-11.87%，债券型回撤平均值为-3.17%。股票型产品中，“五行荟智”控制的较好，2014 年以来最大回撤仅为-0.1%，不过其 2014 年收益也只有 0.03%。债券型产品中，最大回撤控制的最好的是汇信投资的“融期 A1 号”，-0.23%的最大回撤率获得了 8.72%的 2014 年收益率。

表 158　2014 年阳光私募基金最大回撤率统计

	股票型			债券型		
	产品名称	**回撤率**	**投顾公司**	**产品名称**	**回撤率**	**投顾公司**
平均值	-11.87%			-3.17%		
最小回撤	五行荟智	-0.10%		融期 A1 号	-0.23%	汇信投资
最大回撤	国贸东方 1 期	-76.65%		耀之浙商	-24.45%	耀之资产

资料来源：Wind，华宝证券研究所

单只阳光私募基金产品也许无法客观反映投资顾问的投资和风险控制能力，从多只产品的最大回撤率参数能反映出投资顾问在市场不景气的情况下投研能力和风险控制水平。我们统计了在 2014 年有较多存量的前十大阳光私募基金产品的投资顾问中，最大回撤率平均值最小的是从容投资，30 只产品平均回撤率仅为-1.02%。淡水泉旗下产品表现也可圈可点，平均最大回撤位-5.99%。2014 年在产品“发行大户”的机构中，平均回撤率相对最高的投资顾问公司是中睿合银投资，旗下 22 只产品最大回撤平均值为-18.14%。除此以外，尚雅和星石 2014 年表现也相对一般。

表 159　2014 年存量较多投资顾问旗下私募产品最大回撤率

投资顾问	**最大回撤率平均值**	**产品数量**
淡水泉投资	-5.99	35
尚雅投资	-16.49	35
朱雀投资	-7.30	32
星石投资	-16.29	31
从容投资	-1.02	30
新价值投资	-14.64	24
武当资产	-10.74	23
汇利资产	-9.72	23
中睿合银投资	-18.14	22
涌峰投资	-13.43	20

资料来源：Wind，华宝证券研究所

注：产品数量剔除了未公布最大回撤数据的产品

我们本期着重关注股票型私募产品风险收益比，由于货币基金和债券策略产品最大回撤和收益相对较小，因此我们想通过考察 2014 年行情下股票型私募基金在收益效率上的表现，给投资者一个清楚的直观感受。

“汇金聚富 6 期（第 5 期）”以 6312.42%的年化收益率和-27.38%的最大回撤，排在 2014 年风险收益比第一。不过-27.38%的最大回撤对投资者来说还是有点过大。江晖掌管的星石投资“星石 9 期”和宝银创赢投资的两款“创赢 5 号”和“创赢 7 号”相比较在安全性和收益上更具有些许优势。徐翔的泽熙投资也有 2 款产品入选榜单。

表 160　2014 年股票型产品风险收益比最高的产品

产品简称	年化收益率（%）	最大回撤（%）	投资经理	投资顾问
汇金聚富 6 期(第 5 期)	6312.42	-27.38		
星石 9 期	27.79	-0.13	江晖	星石投资
汇金聚富 1 期(第 21 期)	1896.82	-12.48		
创赢 5 号	62.86	-0.51	崔军	宝银创赢投资
万丰友方避险增值 2 期	29.16	-0.25		万丰友方投资
创赢 7 号	54.04	-0.70	崔军	宝银创赢投资
泽熙 3 期(山东)	232.99	-3.40	徐翔	泽熙投资
泽熙 3 期	225.42	-3.83	徐翔	泽熙投资
天乙 1 期	131.53	-2.26	彭乃顺	天乙合资本
东源嘉盈 2 期	53.75	-0.94		东源嘉盈

资料来源：Wind，华宝证券研究所

2.5.股票型阳光私募产品业绩点评

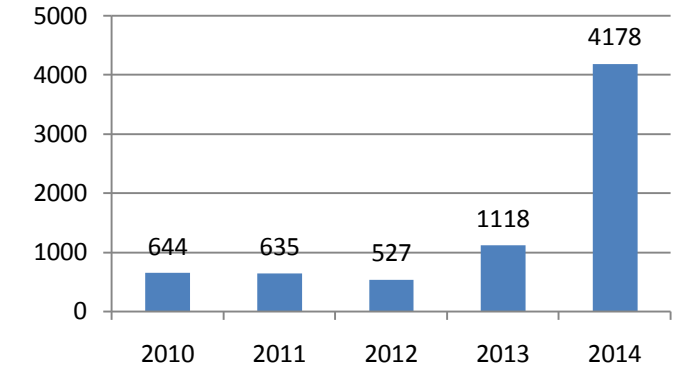
2.5.1.2014 年股票型阳光私募月度发行统计

2013 年 12 月份，暂停一年多的 IPO 正式开闸。但在 14 年 1 月份密集迎来 55 家企业发行之后，IPO 再次在一篇争议声中戛然而止，监管层又开始了新一轮长达 4 个月的政策调整和 IPO 大检查。终于在 2014 年 6 月，IPO 在一篇焦急的等待中和千呼万唤中正式开闸。政策面的放松，加上沪深两市的支持，多方面叠加的效应加大了股票型阳光私募的发行，使得 2014 年股票型阳光私募产品发行回暖。

根据 wind 数据，2013 年以前股票型私募产品的发行每年在 600 只的水平，2013 年下半年修改后的《新基金》法使得阳光私募真正阳光化，带来了股票型基金产品发行数量的翻番。2014 年行情瞬息万变，特别是下半年沪深两市的牛市行情，带来了超高的人气。新一轮的券商高开户数，仿佛有让我们回忆起了当年全民炒股的时代。私募基金公司也希望抓住这波行情，纷纷加大股票型私募基金的发行力度。

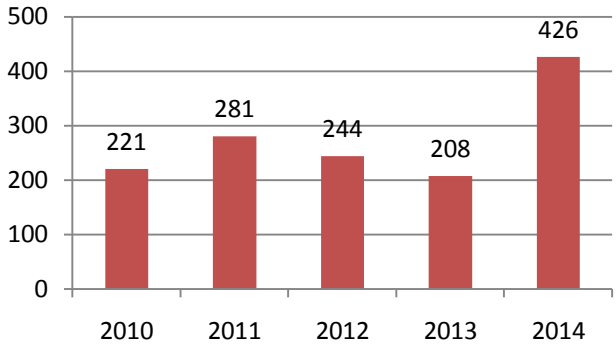
2014 年股票型私募产品共发行 4178 只，是 2013 年 1118 只的 3.7 倍，涨幅为历年以来最高水平。产品发行规模上，2014 年也相比往年数量有了成倍的增长。截止 2014 年年底，股票型私募基金共发行 426 亿元。

图 270　2010 年以来股票型阳光私募发行统计（只）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

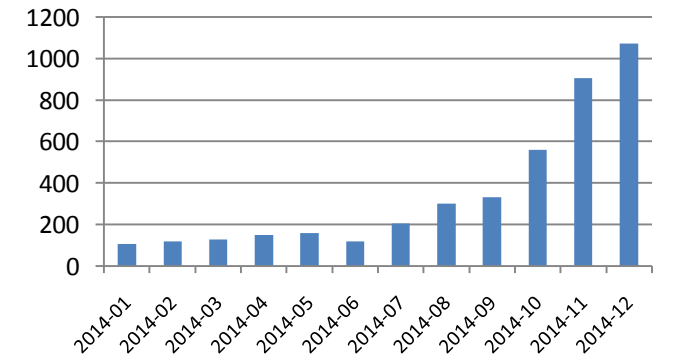
图 271　2010 年以来股票型阳光私募发行规模（亿）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

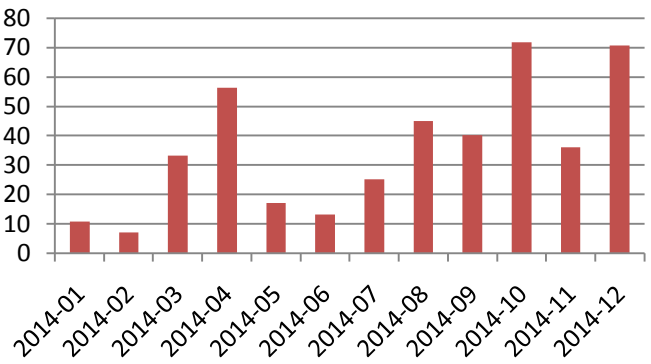
我们分析 2014 年整个阳光私募股票型产品的发行情况，可以很明显的发现，从 6 月 IPO 开闸后，股票型私募产品的发行量就逐渐火速上升。进入 9 月以后，随着牛市行情的不断被确认，发行数量不断的攀升，增速明显。从 1-6 月平均月度发行 120 只的水平，跃升到了 10 月 562 只，11 月 908 只和 12 月 1072 只的程度。相应的发行规模上股票型产品也有明显提升。其中 4 月、10 月和 12 月发行规模较大，分别为 56 亿、71 亿和 70 亿元。

图 272　2014 年股票型阳光私募发行统计（只）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

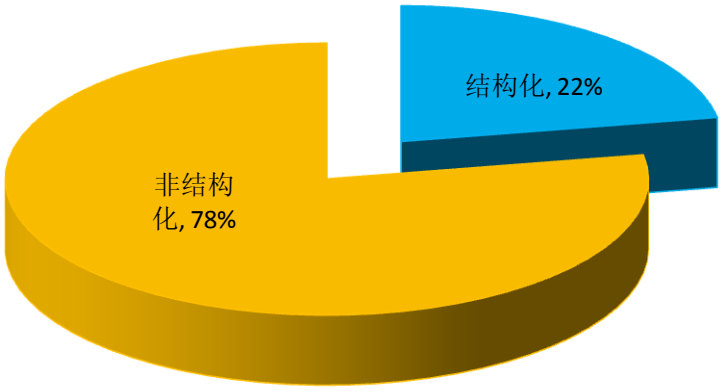
图 273　2014 年股票型阳光私募发行规模统计（亿）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

股票型阳光私募产品通常会采用非结构化方式发行。2014 年非结构化股票型阳光私募产品发行占比 78%，而债券型私募产品往往更倾向选择发行结构化产品。

图 274　2014 年股票型阳光私募产品发行类型



资料来源：Wind，华宝证券研究所

2.5.2.2014 年股票型阳光私募基金收益率表现

由于期货型私募基金管理产品的异军突起，使得历年被股票型占据的收益榜被期货产品取代。因此，2014 年我们单独统计了 2014 年存续期的所有股票型产品。截止 2014 年底，所有股票型阳光私募产品的平均收益率为 16.10%，明显低于公募普通股票型产品 25.61%的平均收益率。在最高收益率方面，2014 年获得股票型阳光私募收益率冠军的是结构化产品“汇金聚富 1 期(第 21 期)”，该款产品成立于 2012 年 10 月 26 日，2014 年的收益率为 387.56%。除了前两只产品，随后的 8 款均为非结构化股票产品，黄平管理的“创世翔 1 号”，泽熙的徐翔 2 款产品均有优异表现。

表 161　2014 年股票型阳光私募基金 2014 年以来收益率排行 Top10

产品名称	截止日期	14 年收益率%	投资顾问	投资经理	产品类型	成立时间
汇金聚富 1 期(第 21 期)	2014/12/31	387.56			结构化	2012/10/26
创赢巴菲特潜力 1 期	2014/12/31	303.60	宝银创赢投资	崔军	结构化	2014/10/23
创势翔 1 号	2014/12/19	300.80	创势翔资本	黄平	非结构化	2012/4/26
福建滚雪球	2014/12/31	267.25	滚雪球投资	林波,林军,林涛	非结构化	2013/1/31
淘利策略指数进取 1 号	2014/12/31	258.97	淘利资产	肖辉	非结构化	2013/10/24
泽熙 3 期(山东)	2014/12/31	216.37	泽熙投资	徐翔	非结构化	2011/12/13
泽熙 3 期	2014/12/31	209.09	泽熙投资	徐翔	非结构化	2010/7/7
德亚进取 1 号	2014/12/31	190.22	德亚投资	张明利	非结构化	2014/9/11
晋龙 1 号	2014/12/31	184.77	东方证券	杨达治	非结构化	2007/8/28
朝阳永续权益类精选 2 号	2014/12/31	171.9			非结构化	2014/4/3

资料来源：Wind，华宝证券研究所

3.券商集合理财

3.1.券商集合理财大事记

3.1.1.证券业协会发文进一步规范券商资管通道业务

2 月 12 日，证券业协会发布《关于进一步规范证券公司资产管理业务有关事项的补充通知》；进一步规范证券公司资产管理业务中的通道业务，**主要内容**:

1、对合作银行的范围进一步明确: 证券公司与合作银行签订银证合作定向合同的，合作银行最近一年年末资产规模不低于 500 亿元。

2、证券公司分级集合资产管理计划的产品设计应遵循杠杆设计与风险收益相匹配的原则。同时，还应符合以下要求：权益类产品初始杠杆倍数应不超过 5 倍；其他产品初始杠杆倍数应不超过 10 倍。初始杠杆倍数=(优先级份额+劣后级份额)/劣后级份额。

3、证券公司应当切实履行集合资产管理计划管理人的职责，不得通过集合资产管理计划开展通道业务。集合资产管理计划不得投资票据等规定投资范围以外的投资品种，不得以委托定向资产管理或设立单一资金信托等方式变相扩大集合资产管理计划投资范围。

点评：去年飙升的券商资管通道业务已经引起了监管的关注，券商资管的管理规模已经超过了公募基金的规模，但是近 9 成为通道业务。去年 5 月一行三会和外管局联合出台的《关于规范金融机构同业业务的通知》即“127 号文“将非标业务风险降到最低，通道业务的监管套利空间被收紧。此次发文对合作银行的范围进一步确定可以说是去年 124 号文的进一步深化，在银证合作资产管理业务发展初始，监管层对于合作银行的资产规模没有任何要求，随后 124 号文将其要求提高至 300 亿元，此次进一步提高至 500 亿元。银证合作资产管理业务以往都是通过增加过桥银行的数量，增加交易的复杂度来实现。通常过桥银行都是农信社、农商行、城商行等小银行，往往不能达到资产规模 500 亿元的要求，因此在新规出台之后，就很难再通过这种方式来规避监管。

关于产品杠杆设计的规定对证券公司的影响并不大。目前券商分级集合资产管理计划的大部分初始杠杆倍数在 3-4 倍之间，只有小部分情况权益类产品可能超过 5 倍；其他产品可能超过 10 倍，新的补充通知规定，本通知实施之日前，证券公司已存续的集合资产管理计划和已签订的定向资产管理合同，不符合本通知规定的，到期后应立即终止，不得展期。也就是允许其自然终止，并不需要证券公司提前清算，因此整体上，这一条款对证券公司资产管理业务的不利影响较小。

在通道业务方面，规定证券公司不得通过集合资产管理计划开展通道业务；集合资产管理计划不得投资票据等规定投资范围以外的投资品种，不得以委托定向资产管理或设立单一资金信托等方式变相扩大集合资产管理计划投资范围。通道业务本质上都是通过定向资产管理计划实施的，而不是集合资产管理计划，但是随着该项业务的逐步推进，一些券商为了推广通道业务，使用“小集合”的渠道投资定向业务或组建单一信托，变相使票据成为“小集合”的投资标的，此次补充通知主要是严格禁止此类行为的发生，今后的通道业务必须通过定向资产管理计划实施。

3.1.2.优先股试点

3 月 21 日，证监会发布了《优先股试点管理办法》，共 9 章，70 条，主要内容包括以下方面：

1、上市公司可以发行优先股，非上市公众公司可以非公开发行优先股。

2、三类上市公司可以公开发行优先股：

（1）其普通股为上证 50 指数成份股；

（2）以公开发行优先股作为支付手段收购或吸收合并其他上市公司；

（3）以减少注册资本为目的回购普通股的，可以公开发行优先股作为支付手段，或者在回购方案实施完毕后，可公开发行不超过回购减资总额的优先股。

3、上市公司发行优先股，可以申请一次核准，分次发行。

4、公司非公开发行优先股仅向本办法规定的合格投资者发行，每次发行对象不得超过二百人，且相同条款优先股的发行对象累计不得超过二百人。

5、优先股交易或转让环节的投资者适当性标准应当与发行环节保持一致；非公开发行的相同条款优先股经交易或转让后，投资者不得超过二百人。

点评：《优先股试点管理办法》与 2013 年底发布的征求意见稿基本一致，主要差异有以下三点。

第一，加强了对转股制度的限制，征求意见稿的第三十三条“上市公司发行可以转换为普通股的优先股，自发行结束之日起三十六个月方可转换为普通股”被修改为“上市公司不得发行可转换为普通股的优先股。但商业银行可根据商业银行资本监管规定，非公开发行触发事件发生时强制转换为普通股的优先股，并遵守有关规定。”

第二，放松了对票面股息率的限制，征求意见稿中第三十二条规定，非公开发行优先股的票面股息率不得高于最近两个会计年度的加权平均净资产收益率，以扣除非经常性损益的净利润孰低者为计算依据。在正式稿中，将非公开发行优先股的票面股息率最高限制改为最近两个会计年度的年均加权平均净资产收益率。

第三，放宽了非公开发行的盈利条件，在征求意见稿中，上市公司发行优先股需要满足第十九条“最近三个会计年度应当连续盈利”，公开发行还需要满足第二十七条“最近三个会计年度实现的年均可分配利润应当不少于优先股一年的股息”。在正式稿中修改为，上市公司发行优先股需要满足“最近三个会计年度实现的年均可分配利润应当不少于优先股一年的股息”，当非公开发行时，才需要满足“最近三个会计年度应当连续盈利”。

3.1.3.证监会发《证券期货经营机构资产管理业务管理办法（征求意见稿）》

在 9 月 12 日郑州召开的“资产管理业务座谈会”上，证监会向参会机构下发了《证券期货经营机构资产管理业务管理办法（征求意见稿）》。《办法》中明确“证券期货经营机构在中华人民共和国境内，非公开募集资金设立资产管理计划并担任资产管理人，由托管机构担任资产托管人，根据资产管理合同的约定，为资产委托人的利益进行投资

活动，适用本办法。”并且，“资产管理人设立的资管业务可以为单一客户或者特定多个客户办理资管业务”。

点评： 2012 年以来，券商、基金管理公司及子公司、期货公司，分别适用《证券公司客户资产管理业务管理办法》、《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》、《期货公司资产管理业务试点办法》等法律法规。三类机构分别适用不同的法律法规，虽然从业务上说同属大私募范畴，然而在市场准入、投资范围、业务规范、监督管理等方面却参考不同的标准。今后，这些机构开展资管业务，为了便于监管，形成统一的业务规则和监督体系。

在新的《管理办法》实施之日起，旧的各类资管业务试点办法同时相应取消。《管理办法》同时还将原来的资格的审批，改为向相关行业协会进行登记，同时，放开证券公司集合计划投资范围，增加了非上市公司股权、债权及其他财产权利。期货公司在新的管理办法中也获益良多，从原先只能从事“一对一”的单个客户资管业务改为可以开展“一对多”资管业务，允许期货公司为特定多个客户开展资管业务。

3.1.4.资产证券化业务抢头条

2014 年 11 月 21 日，证监会正式发布《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》及配套的《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务信息披露指引》、《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务尽职调查工作指引》，自公布之日起施行。

点评：本次的《管理规定》及配套规则发布，无疑是中国资产证券化市场的标示性事件，意义较大：一是统一以资产支持专项计划作为特殊目的载体开展资产证券化业务；二是将资产证券化业务管理人范围由证券公司扩展至基金管理公司子公司，并将《证券公司资产证券化业务管理规定》更名为目前名称。三是取消事前行政审批，实行基金业协会事后备案和基础资产负面清单管理。四是强化重点环节监管，制定信息披露、尽职调查配套规则，强化对基础资产的真实性要求，以加强投资者保护。

根据市场意见，《管理规定》及配套规则主要做了以下修改：一是将租赁债权纳入基础资产范围。二是对于基础资产解除相关担保负担和其他权利限制的时点，明确为原始权益人向专项计划转移基础资产时需解除相关担保负担和其他权利限制。三是明确要求为资产证券化业务出具专业意见的服务机构如审计、评估机构等应具备证券期货相关业务资格。四是将全国中小企业股份转让系统公司纳入资产支持证券交易场所。五是根据意见对部分文字表述进行了修改

紧接着 2014 年 11 月 26 日，上交所发布了《上海证券交易所资产证券化业务指引》，对资产支持证券的挂牌转让、投资者适当性、信息披露等环节的具体要求进行了明确。

和银行信贷资产证券化一样，新修订的《管理规定》允许券商和子公司等开展资产证券化业务，有助于扩大资产证券化产品的受众群体和降低发行综合成本。而取消了证监会审批的环节，改为采用备案制将会大大提高发行效率带来资产证券化市场的扩容。券商的资产证券化和银行的信贷资产证券化都是为了盘活存量资产，服务实体经济。同时，资产证券化业务的开展对券商和基金子公司而言也是业务利润的又一个增长点。

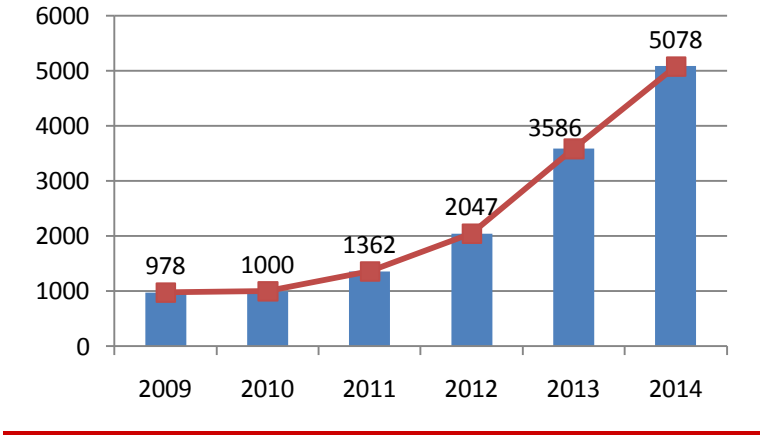
2015 年能否成为券商资产证券化大爆发的一年不得而知。2015 年面临通缩的风险，降息和降准的预期依然存在。而随着降息带来的资金面宽松会使企业更愿意回归贷款等

传统的融资渠道，对创新型金融产品的需求将有所下降。资产证券化作为一种创新形式的融资方式在资金面宽松和降息通道中势必有一定的发行压力。券商在发行上还处于摸索阶段。

3.2.2014 年券商集合理财规模概述

根据 Wind 的统计数据，截至 2014 年底，券商集合资产规模不断扩张，从 09 年的 978 亿元提升到了 2014 年底的 5078 亿元，尤其是近两年，增速较为明显。集合资产管理产品规模较上年末增长 67.97%。政策红利伴随市场良好表现，提升了券商业整体集合资产管理规模。

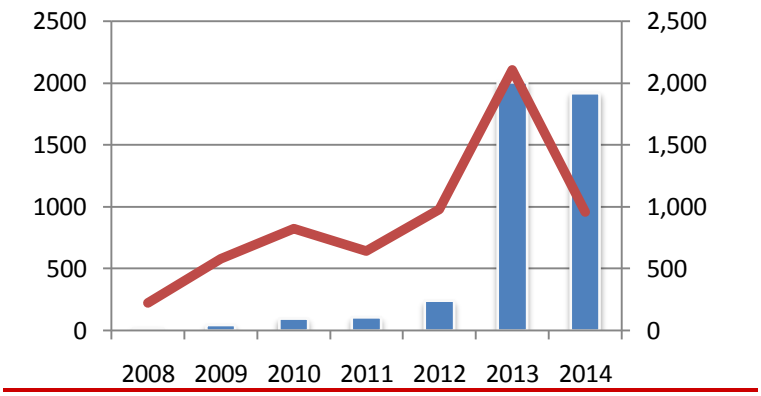
图 275　历年券商集合资产管理规模变化（亿）



资料来源：华宝证券研究所，中国证券业协会

我们统计了 2008 年以来券商集合理财产品的发行只数情况。2011 年以前券商集合理财还处在萌芽期，每年的发行产品量均为超过 100 只，进入 2011 年券商理财的产品只数首次突破了 100 大关，随后 2012 年迎来了繁荣的一年，新发数量环比 2011 年增长了 100%。在政策的红利下 2013 年的新发产品数量“火箭式”上升，超过 2000 只。2014 年，券商集合理财产品发行数量不减，但新发规模不及 2013 年的一半，发行数量却依然保持在同期高位，规模同样约 2000 只。

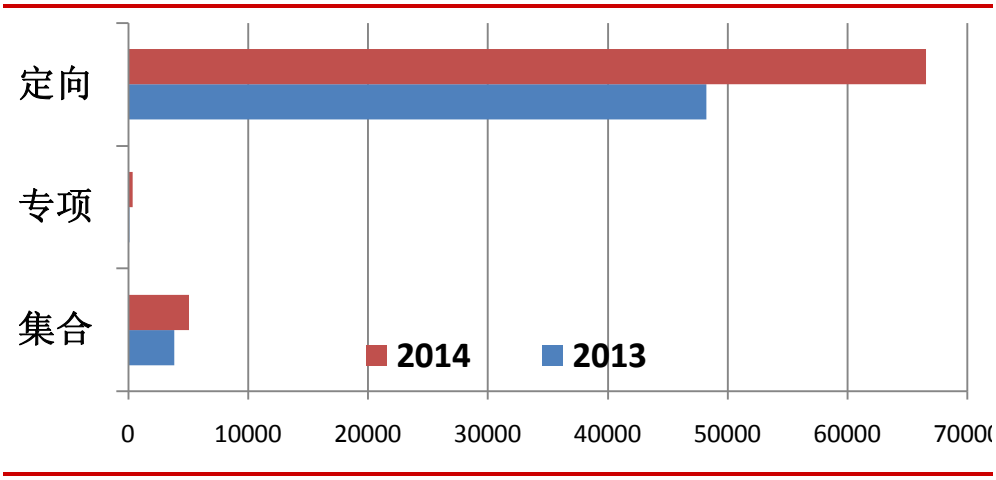
图 276　历年券商集合理财产品发行份额及数量



资料来源：华宝证券研究所，Wind

截止 2014 年底，券商全行业的受托资金为 79729.38 亿元，较 2013 年增长 53.47%。这其中接近 66%的新增受托资金来自定向资产管理业务。2014 年，定向资管业务资金规模占比为 83.51%，其中银证通道类业务规模为 6.16%亿元，占定向资产管理规模的 92.49%。另外，专项资产管理规模为 350.38 亿，较 2013 年末增长 210.42%。

图 277　各类型资产管理业务规模变化



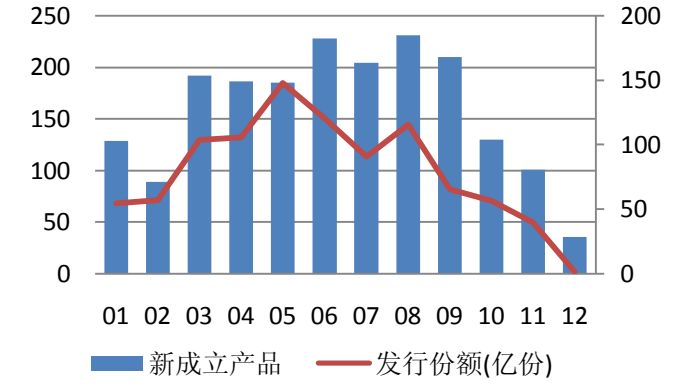
资料来源：华宝证券研究所，中国证券业协会

3.3.2014 年券商集合理财发行情况

2013 年是券商集合理财爆发式的一年。全年共计有 2005 只产品成立，环比 2012 年 240 只产品的数量，在总数上环比增加 735%。惊人的新发产品数量在 2014 年并未褪去。截止我们统计时，2014 年券商集合理财产品共计发行 1918 只产品，考虑到数据的延时性，我们估算券商 2014 年集合理财共计发行约 2100 只，与去年数量基本持平。相似的发行数量却没有带来相同的发行份额，2013 年券商集合理财共发行 2104 亿份，而 2014 年截止到我们统计时，共有 960 亿份，相比去年锐减 54%。

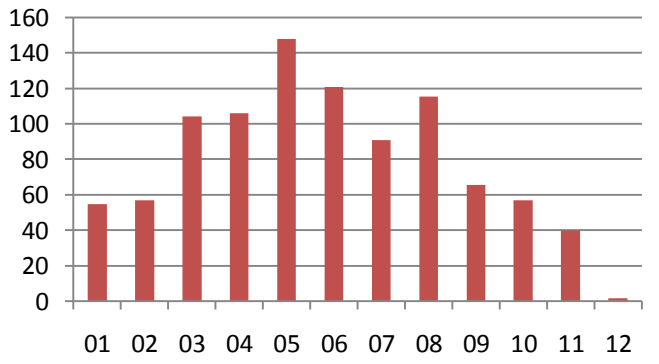
从月度发行上看，年初由于春节因素，1 月和 2 月的新发产品数量为 129 和 89 只，在全年来看相对较低。随后 2 月中旬，证券业协会发布《关于进一步规范证券公司资产管理业务有关事项的补充通知》进一步规范证券公司资产管理业务中的通道业务。由于券商已经对 2013 年“127 号文”等文件内容有所消化，故新的《通知》对券商集合理财产品发行影响相对较小，进入 2014 年第二季度，集合理财产品发行量维持在 200 只左右的月度发行高位。四季度虽然数量有所下滑，但是我们认为是由于数据的相对缺失引起的偏差。上证综合从四季度开始不断高歌猛进，相信在 4 季度券商理财产品的发行量依然会维持在一个高位，同时产品发行份额也呈现第二、第三季度较高的现象。

图 278　2014 年月度新成立产品总数（只）



资料来源：华宝证券研究所，Wind

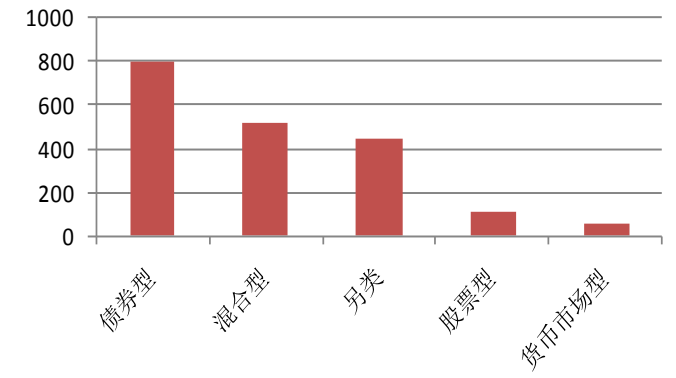
图 279　2014 年月度新发集合产品发行份额（亿份）



资料来源：华宝证券研究所，Wind

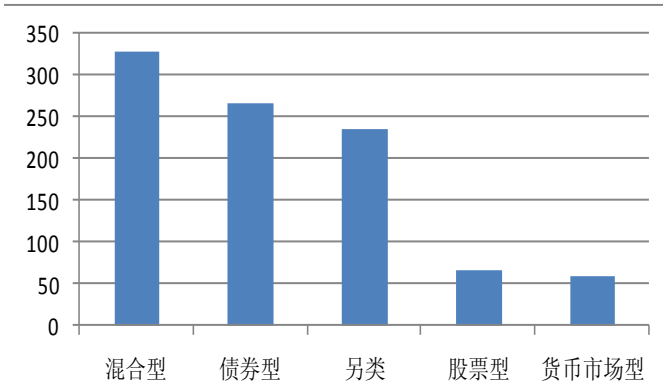
在新发产品中，2014 年发行数量最多的依然是债券型产品，混合型产品排名第二。2014 年共有 799 只债券型产品发行。排名发行量第二的混合型产品，发行量为 522 只，FOF、QDII 等另类产品发行量 2014 年依然超过了货币市场型、股票型型产品，共计发行 411 款产品。从份额角度来看，排名略有变化，前三名的混合型、债券型和另类型，规模分别为 329 亿份、266 亿份和 237 亿份。

图 280　2014 年新发各类别集合产品数量（只）



资料来源：华宝证券研究所，Wind

图 281　2014 年新发各类别集合发行份额（亿份）

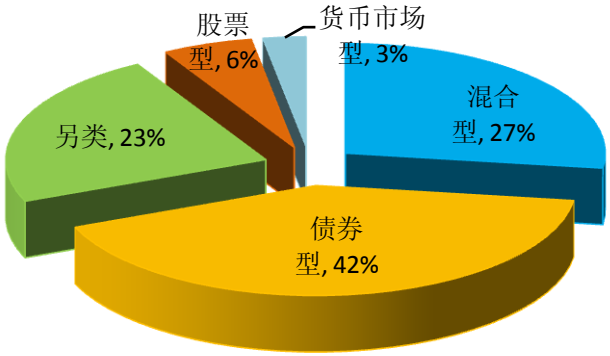


资料来源：华宝证券研究所，Wind

从数量占比来看，债券和混合型券商理财产品发行数量占到了总发行只数的 69%比去年减少了 5%，主要是由于债券型产品 2014 年发行数量减少的缘故，以 FOF 和 DQII 产品为代表的另类产品发行数量首次超过 2 成。

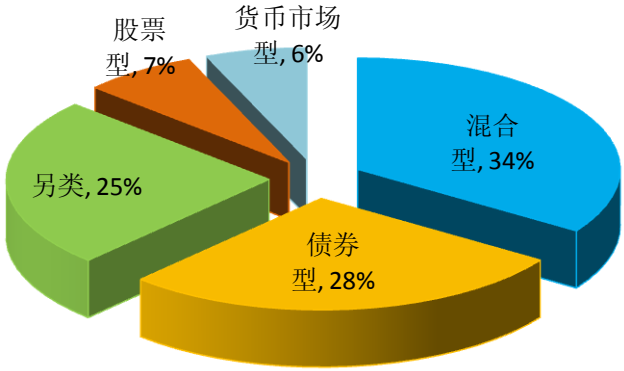
虽然在产品发行数量上，混合型产品未能超过债券产品，但从份额上看，混合型产品超过债券型产品 6%。相比较去年债券产品 55.48%的半壁江山水平，2014 年 28%的占比显然说明 2014 年债券产品发行乏力的事实。同时减少的还有货币市场型产品，从去年 12%降到 2014 年 6%的份额占比。

图 282　2014 年新发各类别集合产品数量占比



资料来源：华宝证券研究所，Wind

图 283　2014 年新发各类别集合产品份额占比



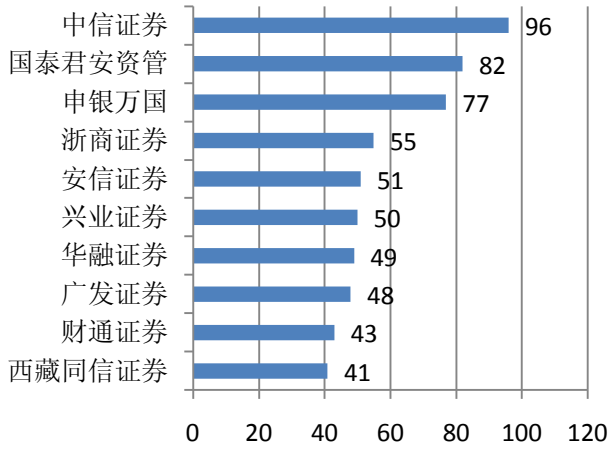
资料来源：华宝证券研究所，Wind

3.4.2014 年券商发行情况统计

2014 年券商资管无论是在发行数量上还是在发行份额上都和去年相比没有优势。一共有 84 家证券公司和资产管理公司总计共发行的 2000 只左右产品，其中发行量最大的为中信证券，数量上超越了之前的海通证券资管。在 2014 年中信证券集合理财产品总共发行了约 96 只左右产品。国泰君安资管以 82 只的数量排名第二，去年发行产品量最多的海通证券 2014 年居第三的位置。前三名发行只数占市场的 15%的比例。排名前十的券商和资管总计发行了 800 余只产品，占比 36%。

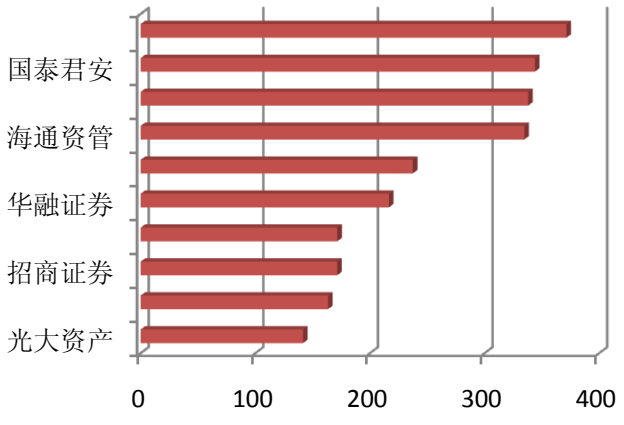
相比去年，2014 年资产净值排名的行业集中度也相对比较高。去年三甲的海通、国泰君安和广发证券，除了海通资管被 2014 年在集合理财上表现突出的华泰证券取代以外，剩余 2 席位次序并未发生改变。去年的海通证券以过 500 亿的发行额傲视群雄，2014 年的华泰、国君和广发相对比较接近，分别为 372 亿、343 亿和 338 亿，海通以 334 以的净资产发行额紧随其后。

图 284　2014 年发行数量 Top10 券商排名



资料来源：华宝证券研究所，Wind

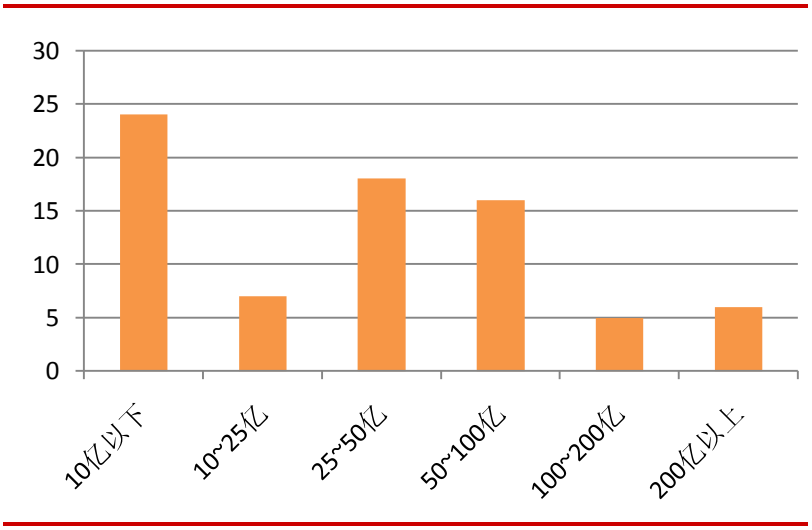
图 285　2014 年发行份额 Top10 券商资产净值排名（亿）



资料来源：华宝证券研究所，Wind

整个市场管理规模还是良莠不齐，10 亿以下的有 24 家券商，10~25 亿的有 7 家，25~50 亿规模的有 18 家，50~100 亿管理规模的有 16 家，管理规模在 100 亿以上的有 11 家券商，其中 100~200 亿的有 5 家，200 亿以上的有 6 家。2014 年与去年最明显的变化就是中小券商在不断成长，原本 10~25 亿规模的券商，2014 年都增长到了 25~50 亿左右的管理规模，我们可以明显的感觉到中小券商的发力给行业带来的变化。

图 286　2014 年券商集合理财资产规模分布（家）



资料来源：华宝证券研究所，Wind

3.5.2014 年券商集合理财业绩回顾

2014 年，上证综指全年在经历了上半年底部盘整以后，下半年开始不断创出新高。截止到 2014 年年底上证综指最高是最后一个交易日的 3239.36 点，之后继续上行。最低在 1974.38 点，全年涨幅 52.87%。沪深 300 指数全年涨幅 51.66%，上证 50 涨幅为 63.93%。在市场下半年突然转牛的行情下，不少券商没能踏上快牛的节奏，产品收益率并未跟上这波牛市行情。

根据 Wind 统计数据，截至 2014 年 12 月 31 日，2014 年以前成立并仍在运行的并且公布 2014 年收益率的产品年平均收益率为 6.28%，2013 年为 4.92%，环比仅提高 1.36 个百分点。本次我们选取了 wind 公布成立以来收益率的券商集合理财产品进行统计，纳入统计样本的产品总共 3440 只。在公布成立以来业绩的券商集合理财产品中，2014 年取得正收益的产品总共有 2463 只，占比超过 89.47%%，略高于去年 84.64%。收益率超过 50%的产品共有 126 只，收益率在 20%~50%之间的有 286 只产品，收益率在 10~20%之间的产品有 330 只，收益率在 0~10%的产品占比最大，共有 1720 只产品占比超过 6 成（剔除 0%后的数量）。

2014 年以来收益率排名第一的是海通证券资管的“海通年年升风险级”产品，该款债券型分级用了不到一年时间，从年初的券商资管业绩倒数的产品，一跃成为 2014 年以来券商集合理财冠军产品，2014 年以来收益率更是高达 640.55%。高达 10 倍的杠杆以及从“华宝兴业现金添益”到“工银产业债 B”再到“富国信用债 C”等等一系列的换仓，使得该款产品净值表现抢眼。排名第二的是西南证券的“西南双喜汇智 1 号 B”，该款产品的中间级 B 产品，收益率从 2014 年成立以来到 2014 年年底为 342.2%。相比较去年 1 只产品，2014 年入围 Top10 的有 2 只股票型产品，安信证券的“安信安

悦 B”（341.92%）和海通证券资管的“海通海富 6 号 B”（282.90）分列三、四名。同样，2014 年混合型产品有 4 只入围，比去年也有所增加，并且平均收益率均突破 210%，2013 年混合型产品 top10 的收益率为 110%，由此可见在，行情转牛的同时，依然有一部分产品的收益表现令投资者满意。

表 162　2014 年券商集合理财产品 2014 年以来收益前十

券商名称	产品名称	投资类型	成立日期	2014 年收益（%）	成立以来总收益（%）
海通资管	海通年年升风险级	债券型	2013-5-29	640.55	124.68
西南证券	西南双喜汇智 1 号 B		2014-2-21	342.20	342.20
安信证券	安信安悦 B	股票型	2013-4-24	341.92	737.14
海通资管	海通海富 6 号 B	股票型	2013-12-10	282.90	362.06
光大资产	光大阳光北斗星 B	债券型	2013-4-18	278.22	-8.85
海通资管	海通月月升风险级	债券型	2013-4-25	229.30	41.46
东兴证券	东兴金选兴盛 2 号进取型	混合型	2014-6-11	222.18	222.18
广发证券	广发恒定 14 号进取级	混合型	2014-5-28	221.21	221.21
万联证券	万联拓璞 2 号风险 B	混合型	2013-8-22	217.55	525.08
广发证券	广发恒定 13 号进取级	混合型	2014-6-5	215.22	215.22

资料来源：华宝证券研究所，Wind

从中长期（成立满一年）业绩来看，一共有 1663 只产品纳入了我们的收益率统计。平均收益率为 13.65%，负收益的有 87 只产品，获得正收益的有 1305 只产品，正收益占比 78.47%。除了我们前面提到的海通资管的“海通年年升风险级”、安信证券的“安信安悦 B”和海通资管的“海通海富 6 号 B”之外，广发证券的 2 款“广发恒定”产品也入围其中。此外，渤海证券的“渤海定增宝 1 号 C”定增产品也以成立以来 191.59%的收益率排名第八。

表 163　2014 年券商集合理财产品中长期收益前十

券商名称	产品名称	投资类型	成立日期	2014 年收益（%）	成立以来总收益（%）
海通资管	海通年年升风险级	债券型	2013-5-29	640.55	124.68
安信证券	安信安悦 B	股票型	2013-4-24	341.92	737.14
海通资管	海通海富 6 号 B	股票型	2013-12-10	282.90	362.06
光大资产	光大阳光北斗星 B	债券型	2013-4-18	278.22	-8.85
海通资管	海通月月升风险级	债券型	2013-4-25	229.30	41.46
万联证券	万联拓璞 2 号风险 B	混合型	2013-8-22	217.55	525.08
广发证券	广发恒定 10 号进取级	混合型	2013-12-12	200.92	197.88
渤海证券	渤海定增宝 1 号 C	混合型	2013-10-29	191.59	191.59
广发证券	广发恒定 8 号进取级	混合型	2013-12-11	190.63	187.84
海通资管	海通半年升风险级	债券型	2013-5-29	189.40	16.89

资料来源：华宝证券研究所，Wind

3.5.1.股票型产品业绩表现

2014 年共有 42 只股票型券商集合理财产品在运行（我们剔除了 wind 没有公布净值的数据），其中 33 只为 2014 年之前成立。2014 年新成立的 170 多只股票型产品中只有 9 只产品公布了净值。因此，本次我们只统计公布净值数据的 42 只集合理财产品。所有产品 2014 年以来平均收益率为 37.76%。同期上证综指 2014/1/1~2014/12/31 区间涨跌幅为 52.87%。在公布收益率的股票型券商集合理财产品中，只有 8 只产品跑赢大盘，占比 19%，其余可谓均未能抓住牛市的长鞭。

2014 年以来收益率排名前十的股票型产品中，去年排名第一的安信证券的安心安悦 B 以 2014 年以来 341.92%的收益率，继续领跑榜单。排名前 4 的产品 2014 年以来收益率均超过了 100%。排名第二的是海通资管的“海通海富 6 号 B”。第三的是安信的“安信安悦”（128.93%）。2014 年榜单上，海通证券资管有 4 款产品入选。

表 164　2014 年股票型券商集合理财产品 2014 年以来收益前十

券商名称	产品名称	成立日期	2014 年收益（%）	成立以来总收益（%）
安信证券	安信安悦 B	2013-4-24	341.92	737.14
海通资管	海通海富 6 号 B	2013-12-10	282.90	362.06
安信证券	安信安悦	2013-4-24	128.93	204.82
中投证券	金中投结构优势 B	2013-4-12	112.21	75.92
海通资管	海通海富 5 号	2013-12-10	78.10	78.12
海通资管	海通海富 7 号	2013-12-27	75.05	75.00
银河证券	银河 99 指数	2010-12-21	69.13	44.53
海通资管	海通海富 5 号 B	2013-12-10	59.56	64.55
华泰证券	华泰紫金中证 800 增强	2013-5-28	52.01	56.42
高华证券	高华证券盛享 1 号	2011-12-8	51.98	55.41

资料来源：华宝证券研究所，Wind

股票中长期 Top10 的榜单中。排名发生了些许变化。2014 年以来收益率前三位的坐席在中长期排名中依然不变。海通资管的“海通海富 5 号”和中投证券的“金中投结构优势 B”排名发生了调换。银河证券的“银行 99 指数”和高华证券的“高华证券盛享 1 号”均成立早于 2012 年，由于 2014 年业绩表现不错，提升了成立以来收益率表现。

表 165　2014 年股票型券商集合理财产品中长期收益前十

券商名称	产品名称	成立日期	2014 年收益（%）	成立以来总收益（%）
安信证券	安信安悦 B	2013-4-24	341.92	737.14
海通资管	海通海富 6 号 B	2013-12-10	282.90	362.06
安信证券	安信安悦	2013-4-24	128.93	204.82
海通资管	海通海富 5 号	2013-4-12	78.10	78.12
中投证券	金中投结构优势 B	2013-12-10	112.21	75.92
海通资管	海通海富 7 号	2013-12-27	75.05	75.00
国泰君安资管	国泰君安君享重阳	2010-12-21	0.22	67.47
海通资管	海通海富 5 号 B	2013-12-10	59.56	64.55
中信证券	中信卓越成长	2013-5-28	35.41	61.55

华泰证券	华泰紫金中证 800 增强	2011-12-8	52.01	56.42

资料来源：华宝证券研究所，Wind

3.5.2.债券型产品业绩表现

2014 年尚在存续期的产品有 1425 只，成立日期早于 2014 年的债券型产品并且正在运行的有 734 只，2014 年新成立的且有净值数据的有 691 只。在 2014 年内取得正收益的产品占比为 76.21%。2014 年以来收益率高于 50%的产品共有 38 只。收益率在 20%~50%区间内的产品有 63 只。收益率在 10%~20%的共有 109 只。2014 年以来平均收益率为 7.8%，明显好于去年 2.7%的平均水平。

我们统计了 2014 年收益率最高的 10 只债券型产品。排名前十的均为 2014 年之前成立的产品。值得我们注意的是，海通证券资管占据了 5 个席位。本次入选 Top10 的产品 2014 年以来收益率均超过 100%。海通证券资管的“海通年年升风险级”产品，该款债券型分级用了不到一年时间，从年初的券商资管业绩倒数的产品，一跃成为 2014 年以来券商集合理财冠军产品，2014 年以来收益率更是高达 640.55%。高达 10 倍的杠杆以及从“华宝兴业现金添益”到“工银产业债 B”再到“富国信用债 C”等等一系列的换仓，使得该款产品净值表现抢眼。

表 166　2014 年债券型券商集合理财产品 2014 年以来收益前十

券商名称	产品名称	成立日期	2014 年收益（%）	成立以来总收益（%）
海通资管	海通年年升风险级	2013-3-15	640.55	124.68
光大资产	光大阳光北斗星 B	2013-3-15	278.22	-8.85
海通资管	海通月月升风险级	2013-4-3	229.30	41.46
海通资管	海通半年升风险级	2013-3-5	189.40	16.89
海通资管	海通年年鑫风险级	2013-1-17	149.90	-4.70
华安证券	华安理财合赢 9 号 B	2013-5-29	147.44	63.31
广发证券	广发金管家沪深 300 多空杠杆看涨	2013-8-19	122.35	87.96
安信证券	安信瑞泽 B	2013-3-8	121.00	123.21
财通证券	财通月月福 2 号普通级 B	2013-2-5	115.38	117.64
海通资管	海通月月赢风险级	2013-7-19	112.35	-0.38

资料来源：华宝证券研究所，Wind

734 只成立满一年的股票型理财产品中，平均收益率为 12.04%。成立满一年的产品中，全年排名第一的“大通通达二号 C”由于在去年就收获了 2124.71%的收益率，虽然 2014 年收益表现不佳，但是依然以 1425.6%的成立以来收益率排名中长期债券型产品收益第一的位置。随后依然是大通证券的分级产品“大通通达二号 B”。财通证券携 3 款产品入围榜单，在中长期业绩表现中表现优异。

表 167　2014 年债券型券商集合理财产品中长期收益前十

券商名称	产品名称	成立日期	2014 年收益（%）	成立以来总收益（%）
大通证券	大通通达二号 C	2013-3-15	-31.43	1,425.59
大通证券	大通通达二号 B	2013-3-15	0.00	284.27

海通资管	海通年年升风险级	2013-5-29	640.55	124.68
安信证券	安信瑞泽 B	2013-6-19	121.00	123.21
财通证券	财通月月福 2 号普通级 B	2013-9-5	115.38	117.64
华泰证券	华泰紫金季季发风险级	2013-4-22	84.06	93.79
财通证券	财通聚富 1 号风险级 B	2013-11-20	88.59	91.04
财通证券	财通月月福 3 号普通级	2013-11-14	76.63	89.37
广发证券	广发金管家沪深 300 多空杠杆看涨	2013-1-21	122.35	87.96
信达证券	信达创利 1 号次级	2013-5-29	52.11	75.39

资料来源：华宝证券研究所，Wind

3.5.3.混合型产品业绩表现

根据 Wind 统计，2014 年共有 986 只在运行的混合型集合理财产品，其中 444 只产品成立于 2014 年前且目前仍在运行。在所有公布净值和收益率的有效数据中，混合型产品 2014 年平均收益率为 15.74%，其中 2014 年新成立的产品平均收益率为 12.36%。

2014 年混合型产品发行异军突起，发行量猛增，各家券商均加大了混合型产品的发行力度。在 2014 收益业绩表现上，也是各家券商分庭抗礼的局面，Top10 榜单出现了 9 家不同券商的名字。2014 年收益率表现最好的是万联证券的“万联拓璞 2 号风险 B”级产品，2014 年收益率为 217.55%。风险 B 级份额属于高风险类型，面向上海拓璞投资管理有限公司推广。渤海证券的“渤海定增宝 1 号 C”是榜单中唯一一款事件驱动型分级产品，该款定增产品参与哈飞股份定向增发。此外，广发证券、华龙证券、宏源证券、华西证券、平安证券和国泰君安资管都有产品获得收益排名前十的名次。

表 168　2014 年混合型券商集合理财产品 2014 年以来收益前十

券商名称	产品名称	成立日期	2014 年收益（%）	成立以来总收益（%）
万联证券	万联拓璞 2 号风险 B	2013-8-22	217.55	525.08
广发证券	广发恒定 10 号进取级	2013-12-12	200.92	197.88
渤海证券	渤海定增宝 1 号 C	2013-10-29	191.59	191.59
广发证券	广发恒定 8 号进取级	2013-12-11	190.63	187.84
华龙证券	华龙金智汇 3 号 B	2013-3-25	152.13	107.25
宏源证券	宏源鑫丰 1 号 B	2013-6-20	150.01	220.41
中山证券	中山宝睿精选成长	2013-5-8	112.92	172.15
华西证券	华西证券金网 1 号	2012-10-30	90.32	98.13
华安证券	华安理财合赢 12 号 B	2013-5-29	89.98	25.26
国泰君安资管	国泰君安君享新泉一号 B	2013-8-23	89.20	166.40

资料来源：华宝证券研究所，Wind

在中长期收益排名里，2014 年前成立并在运行的有近 444 只产品。在 2013 年东方证券资产管理旗下有 5 款产品入选十强，排名第一的“东方红 5 号”以 46.83%的 13 年收益率排名第一。时至今日，东方资管依然在中长期的混合型产品中表现优异。2014 年有 4 只东方资管产品，成立以来最高收益率为 554.87%。混合型产品 Top10 成立以来收益率均超过 150%。

表 169　2014 年混合型券商集合理财产品中长期收益前十

券商名称	产品名称	成立日期	2014 年收益（%）	成立以来总收益（%）
东方资管	光大阳光	2005-4-28	30.11	554.87
中银国际	万联拓璞 2 号风险 B	2013-8-22	217.55	525.08
东方资管	广发理财 3 号	2006-1-18	52.52	394.95
招商证券	中信理财 2 号	2006-3-22	35.54	306.24
东方资管	东方红 4 号	2009-4-21	45.20	237.20
中信证券	宏源鑫丰 1 号 B	2013-6-20	150.01	220.41
东方资管	广发恒定 10 号进取级	2013-12-12	200.92	197.88
渤海证券	渤海定增宝 1 号 C	2013-10-29	191.59	191.59
广发证券	广发恒定 8 号进取级	2013-12-11	190.63	187.84
中金公司	中金股票精选	2006-7-20	25.67	175.61

资料来源：华宝证券研究所，Wind

3.5.4.货币型市场产品业绩表现

2014 年货币市场基金虽然在发行数量上较去年没有明显变化，但是发行份额数占比却成倍增长。我们从券商集合理财市场中，选取了公布有效数据的 60 只货币市场型产品，发现 2014 年货币型券商集合理财产品平均收益率为 3.54%。由于货币市场型理财产品由于投资标的风险较低，收益较小也比较稳定，故各产品间的年收益差别不大。对于货币市场型产品主要考虑其流动性风险。我们统计的 2014 年以来收益率前 10 名，其中，中信建投有 3 款产品，华泰证券有 4 款产品。除了中信建投在 2014 年 2 月发行的“中信建投悠享财富 3 号”2014 年收益率 16.08%以外，其余各款产品收益率基本都在 5-6%的范围。

表 170　2014 年货币型券商集合理财产品 2014 年以来收益排名前十

券商名称	产品名称	成立日期	2014 年收益（%）	成立以来总收益（%）
中信建投	中信建投悠享财富 3 号	2014-2-19	16.08	16.08
中信建投	中信建投悠享财富 1 号	2013-6-18	8.69	11.09
中信建投	中信建投悠享财富 2 号	2013-8-5	6.15	7.90
国泰君安资管	国泰君安君得利 1 号	2005-10-11	5.11	47.56
华泰证券	华泰紫金天天发 C	2012-11-29	5.06	10.46
华泰证券	华泰紫金天天发 B	2012-11-29	5.06	10.46
华泰证券	华泰紫金天天发 A	2012-8-21	5.06	11.64
华泰证券	华泰紫金货币增强	2013-5-29	5.06	7.94
国泰君安资管	国泰君安君得利 2 号	2010-12-23	5.05	19.03
齐鲁证券	齐鲁稳固 21 天	2013-5-29	5.03	7.61

资料来源：华宝证券研究所，Wind

华泰紫金 1 号产品以 102.43%的成立以来收益率排名第一。该产品成立于 2012 年 9 月，投资于固定收益类资产占集合计划资产总值的比例为 0%—100%，现金类资产占集合计划资产总值的比例为 0%—100%。我们认为该款产品由于配置了大量的债券产品

而获得过高的收益，严格意义上应该属于债券类产品。排名第二的是招商证券的“招商现金牛货币”成立以来收益率 65.23%。华泰证券的“华泰紫金现金管家”和中银国际的“中银国际中国红货币宝”表现也比较突出。

表 171　2014 年货币型券商集合理财产品中长期收益排名前十

券商名称	产品名称	成立日期	2014 年收益（%）	成立以来总收益（%）
华泰证券	华泰紫金 1 号	2012-9-20	3.74	102.43
招商证券	招商现金牛货币	2012-8-21	4.81	65.23
国泰君安资管	国泰君安君得利 1 号	2005-10-11	5.11	47.56
华泰证券	华泰紫金现金管家	2010-12-23	4.39	24.49
中银国际	中银国际中国红货币宝	2010-5-24	5.03	21.35
国泰君安资管	国泰君安君得利 2 号	2006-1-16	5.05	19.03
齐鲁证券	齐鲁锦泉	2009-8-25	4.67	15.26
华泰证券	华泰紫金天天发 A	2013-1-11	5.06	11.64
中信建投	中信建投悠享财富 1 号	2012-11-28	8.69	11.09
华泰证券	华泰紫金定存宝	2011-9-28	4.68	11.09

资料来源：华宝证券研究所，Wind

3.5.5.FOF 型产品业绩表现

虽然份额不及货币市场型基金产品，但是 FOF 基金在 2014 年的发行数量却排名第三，紧随债券型和混合型基金产品。2014 年新成立的 FOF 产品市场占比接近 20%，算是近几年来成立数量占比最多的一年。在我们所统计的 573 只 FOF 产品中有 193 只成立时间超过 1 年。整个 FOF 基金市场的平均收益率为 5.29%。不论是产品数量还是平均收益率，2014 年 FOF 产品都比 2012 年翻翻。

FOF 理财产品中，财富证券“财富证券 1 号”成立于 2010 年 6 月 9 日，14 年以 96.88%的收益率排名第一。且财通证券的两只产品是仅有的一家携 2 只产品入选收益率前十榜单的券商，另一只财富证券的“财富富盈 1 号 B”2014 年收益率在 47.04%左右。榜单上有一只安信证券的“安信新成长 1 号”产品和其余 9 只不同，是 2014 年新成立的产品，产品主要精选投资于新三板挂牌（拟挂牌）企业股权的基金子公司专项资产管理计划作为投资标的，还包括投资于银行存款等现金类资产。2013 年 12 月 14 日，国务院正式发文批准全国中小企业股份转让系统（俗称新三板）成为第三家全国性证券交易场所，自此，新三板市场发展进入快车道。加之 2014 年下半年沪深两市的快牛行情，“安信新成长 1 号”才能有良好表现。

表 172　2014 年 FOF 型券商集合理财产品 2014 年以来收益排名前十

券商名称	产品名称	成立日期	2014 年收益（%）	成立以来总收益（%）
财富证券	财富证券财富 1 号	2010-6-9	96.88	20.53
国泰君安资管	国泰君安上证央企 50	2010-7-15	74.90	38.82
中信证券	中信基金精选	2011-12-23	57.51	60.28
东方资管	东方红基金宝	2010-6-24	53.47	63.20
财富证券	财富富盈 1 号 B	2013-9-18	47.04	66.92
安信证券	安信新成长 1 号	2014-9-3	44.84	44.84
中银国际	中银国际中国红基金宝	2009-12-10	39.03	4.77
安信证券	安信基金宝	2011-8-1	36.04	37.74
东兴证券	东兴 1 号	2010-7-15	31.74	2.23
国元证券	国元黄山 3 号	2010-6-7	29.60	-3.17

资料来源：华宝证券研究所，Wind

目前共有 193 只成立满一年的 FOF 型产品在运行，其在 2014 年的平均收益率为 10.51%，且只有 3 只产品收益率为负值。从成立以来收益率看，这 193 只产品成立以来平均收益率为 12.07%，负收益的有 12 只产品。其中成立以来收益率最高的依然是去年排名第一的国信证券“国信金理财经典组合”，成立以来收益率从去年的 126.59%提升到 2014 年底的 160.25%。2014 年收益率排名第二和第三的中长期业绩产品为：华泰证券的“华泰紫金 2 号”、财富证券的“财富富盈 1 号 B”，收益率分别为 126.44%和 66.92%。

表 173　2014 年 FOF 型券商集合理财产品中长期收益排名前十

券商名称	产品名称	成立日期	2013 年收益（%）	成立以来总收益（%）
国信证券	国信金理财经典组合	2006-8-7	13.72	160.25
华泰证券	华泰紫金 2 号	2006-8-7	20.74	126.44
财富证券	财富富盈 1 号 B	2013-9-18	47.04	66.92
东方资管	东方红基金宝	2010-6-24	53.47	63.20
广发证券	广发理财 4 号	2007-2-9	28.73	63.04
中信证券	中信基金精选	2011-12-23	57.51	60.28
浙商证券	浙商汇金 1 号	2010-4-30	23.86	53.68
国泰君安资管	国泰君安上证央企 50	2010-7-15	74.90	38.82
财通证券	财通创信 4 号(一期)C	2013-5-17	20.56	38.16
财通证券	财通创信 4 号(二期)C	2013-5-17	20.56	38.13

资料来源：华宝证券研究所，Wind

3.5.6.QDII 型产品业绩表现

QDII 产品在券商集合理财市场中一直相对处于发行较少的品种，我们选取了 2014 年收益率为正的产品罗列出来供投资者参考。国信证券的“国信金汇宝人口红利”成立于 2012 年 11 月末，2014 年收益率为 10.89%排名第一。排第二的是广发证券的“广

发全球稳定收益债券”收益率与排名第一的产品相差 3 个百分比，为 7.53%。2014 年新成立的几只 QDII 产品的收益率总体并不理想，收益率均排名靠后。

表 174　2014 年 QDII 型券商集合理财产品收益排名

券商名称	产品名称	成立日期	2014 年收益（%）	成立以来总收益（%）
国信证券	国信金汇宝人口红利	2012-11-29	10.89	15.80
广发证券	广发全球稳定收益债券	2013-5-31	7.53	11.62
光大资产	光大全球灵活配置	2011-5-30	5.18	16.01
国信证券	国信金汇宝香江收益 2 号	2013-6-28	3.66	7.50

资料来源：华宝证券研究所，Wind

4.基金公司专户

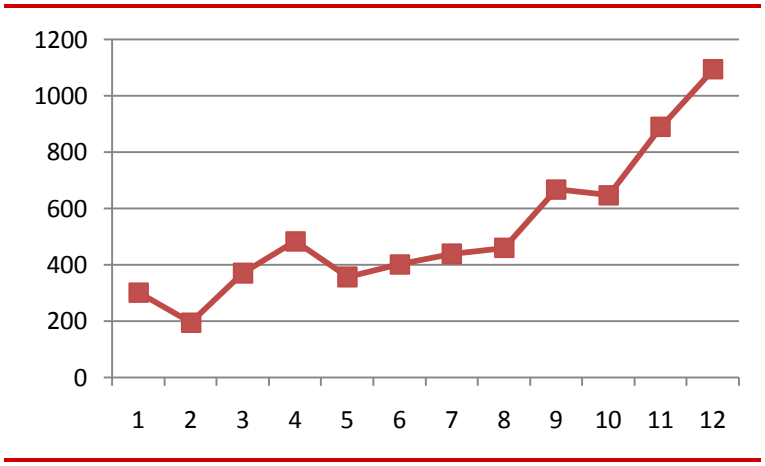
4.1.开户数递增，规模稳涨

和券商开户数一样，基金公司专户开户数也能反映出专户在市场中的参与度和活跃度，从另一个侧面也体现出整个行业基金专户的相对规模水平。

截止到 2014 年 12 月 31 日，沪深两市当月基金专户新增股票开户数分别为 531 户和 562 户，合计 1093 户，创出了基金专户月度新增开户数的历史新高。至此，基金专户总户数也突破了 9000 户，达到 9450 户，沪深分别为 4736 户和 4714 户。基金专户开户总数比 2014 年初的 3859 户，增幅达 144.88%。这个 2014 年每月平均开户数为 525 户，也就是说每月至少有 262 只基金专户产品发行成立。

基金专户的开户数从有数据披露以来，一直相对比较温和，在 2014 年之前每月基本都在 100 户左右。进入 2014 年，开户数呈上升趋势，并且 10 月以来连续创出历史新高，这和 A 股市场的繁荣分不开关系。

图 287　2014 年基金专户月度新增开户数



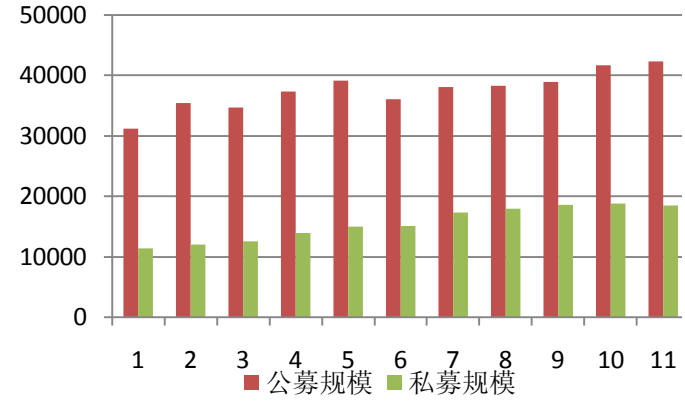
资料来源：华宝证券研究所，基金业协会

截止 2014 年 11 月底，基金公司公募基金规模达 42386.35 亿元，非公开募集资产规模 18526.33 亿元(这其中包括专户、社保、企业年金，不包括子公司)，非公募资产

比去年底增加 6333.94 亿元，增幅达到 51.94%。同比上涨 60.51%，公募基金的规模 2014 年 11 月同比上涨 45.31%。

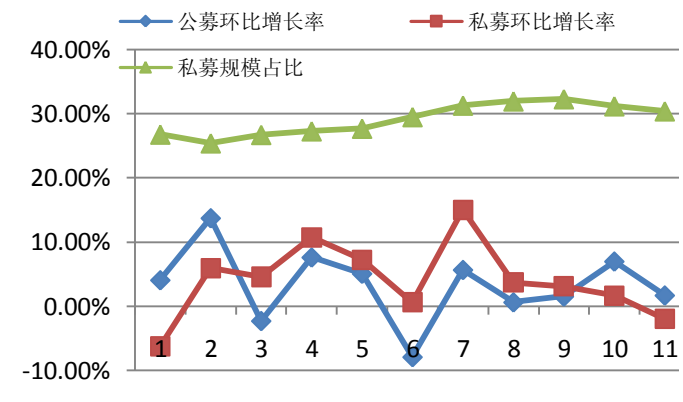
月度增幅来看，基金公司私募规模在 4 月和 7 月分别环比递增 10.76%和 15.03%。1 月和 11 月专户等私募管理规模呈现负增长。从基金公司专户规模占总规模比重来看，整个基金公司私募管理总规模温和稳步增长，从 1 月的 26.78%增长到下半年的 31%的水平。

图 288　2014 年基金公司月度公募私募业务管理规模



资料来源：华宝证券研究所，基金业协会

图 289　2014 年月度公募私募规模增长率和私募规模占比



资料来源：华宝证券研究所，基金业协会

基金公司专户业务呈现强者恒强的局面，2014 年易方达基金全部非公募业务（不含子公司）规模全年增长达到 60%以上，其中专户规模全年翻番。截至 2014 年底，易方达基金的非公募管理规模（不含子公司）已接近 1500 亿元，公司全部资产管理总规模包括海外资产管理在内已接近 4000 亿元。另外，还有长安基金，私募管理规模已经超过了其公募基金业务规模。中小基金公司在营销和客户资源不足的状态下，针对特定用户群体发行产品是另一种扬长避短的途径。

4.2.基金专户托管告别股东银行

证监会前期对基金公司的专户产品托管提出了新要求：要求基金公司的专户不得托管在股东银行。基金公司专户不可托管在股东银行，但之前已经托管在股东银行的专户并不需要转托管，等存续期到后自然终止。

目前有工银瑞信、嘉实、平安大华、建信基金子公司、农银汇理基金子公司、中银基金子公司、交银施罗德、民生加银基金、招商基金、兴业基金以及鑫元基金（南京银行）、中加基金（北京银行）、上银基金（上海银行）、永赢基金（宁波银行）等十数家银行系基金公司及子公司相继成立。

在公募基金规模增长乏力，不断被大资管背景下其他机构超越时，管理层放开了基金专户和子公司的的大门。一时间，基金公司专户业务和子公司业务犹如雪球般越滚越大。其中以有银行“干爹”撑腰的基金公司最为明显。股东凭借其自身在资源上的优势输送给专户和子公司，助其做大规模。股东是银行的基金公司和子公司不但在专户规模上突飞猛进，在各种通道业务上也是拔竿而起。

此时，监管层出于风险的考量，停止专户托管在股东银行。这将一定程度上影响现有靠“干爹吃饭”的格局。目前专户规模较大的基金公司清一色均有银行背景。如此一来，其规模必将受到一定影响。这就需要基金公司寻求多渠道的合作，有助于整个行业在合作、共赢上的良性发展。同时，也能有效的降低一部分由于“嫡系”到导致的风险。当然，这也给那些没有“银行干爹”的基金公司专户业务带来了弯道超车的机会。

4.3.基金专户的风险及应对

事件：“刘增铖事件”：去年以超过 600%的收益率登顶私募冠军的国内著名期货操盘手刘增铖遭遇滑铁卢。其掌舵的“长安基金-银闰铖功 5 号”突现净值跳水，10 月 23 日净值大跌 23%，同时跌破预警线 0.75 元及止损线 0.70 元。这只成立仅 7 个多月的产品将面临被清盘的命运。而奔着明星光环而来的投资者，或将承担超过 30%的本金损失。

简评：长安基金旗下的专户产品“长安基金-银闰铖功 5 号资产管理计划”的投资对象为股指期货、商品期货、股票证券等，其重仓的期货合约大跌，使得产品触发了 0.75 元的预警线和 0.7 元的止损线。“刘增铖事件”从一定程度上暴露了基金专户风控能力相对薄弱的问题，基金公司只采取止损线和预警线的举措来控制风险。当产品投向期货等领域时，对专户产品更应该对期货产品的策略、持仓品种、仓位等进行实时监控，不应为只为了做大规模而演变成一个通道，在产品发行出去的甄别筛选时，就更应该严格把控，做好尽职调查。

同样，投资者也需要对产品有更清楚的认识，专户这类私募性质的基金产品投资者均是寻求绝对收益的人群，愿意承担一部分高风险。刘增铖的期货策略显然过于激进，使得管理的产品在短时间便触发清盘线。投资者在选择 CTA 产品时，应该对不同的 CTA 策略有一定的认识和了解。不是所有期货策略均是高风险，也有以对冲、套保为主，在风险和回撤上做的不错的 CTA 策略。这就需要投资者擦亮眼睛认真选择。

所以，我们不禁要问，究竟应该做一个怎么样的基金公司来开展专户业务。监管未来发展方向一定是以放权和监控为主，提倡风险自担的原则。基金公司专户业务要想在市场上和阳光私募管理机构竞争不但要提高自身投研和风控的能力，还需要和各种渠道相互合作，实现共赢。与互联网的结合，不做通道化，展现优势，实现差异化、个性化，从单纯的股票投资，向量化投资、管理期货、衍生品等另类投资方向延生，实现跨市场的全方位金融产品的覆盖，将是大资管背景下，金融机构谋求发展的必经之路。我们期待看到一个又一个基金专户巨人的诞生，靠的不希望再是通道，而是自己的特色和产品。

5.期货资管

期货资管资格是期货公司开展期货资管业务的必要资格。截至 12 月 30 日，已有 22 家期货公司向中国期货业协会提交了资产管理业务登记申请，其中 7 家已完成登记。同时，152 只期货公司资产管理计划已向基金业协会申领了产品编码，已有 13 只产品完成备案。

2014 年 12 月 4 日中国期货业协会正式发布《期货公司资产管理业务管理规则（试行）》（下称《管理规则》），《管理规则》中提到“期货公司及子公司从事资产管理业务包括为单一客户办理资产管理业务和为特定多个客户办理资产管理业务”。同时，

“申请登记时期货公司净资本不低于人民币 1 亿元”。本次《管理规则》最大的政策红利就是放开了期货公司资管业务一对多的限制。此前，期货资管受政策限制只能做“一对一”特定账户，业务规模难以扩张。新的《管理规则》表明期货公司及子公司不但可以为单一客户提供资产管理业务，也能够为特定的多个客户提供资产管理服务。

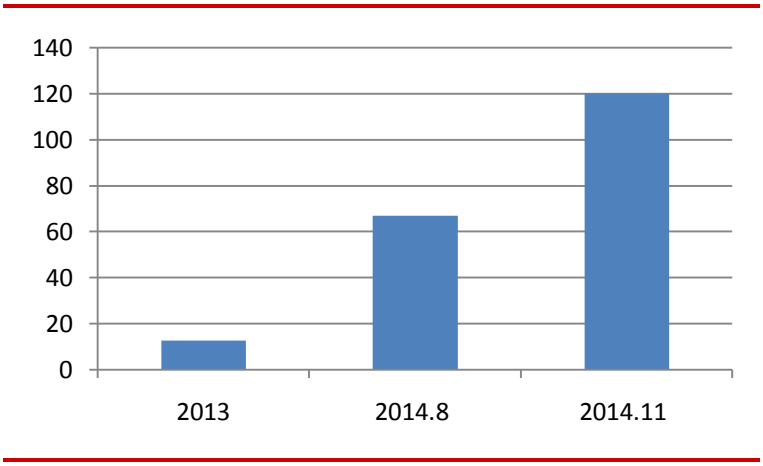
首先，这从成本上节省了一笔通道费用。原先期货管理机构要开展一对多业务，需要借助基金专户通道，绕开一对一的政策限制，期货公司担任专户产品的投顾。现在放开了一对多的限制后，这笔通道费用可以省了下来。其次，发行自由度上面可以大大提高。受制于基金专户 3000 万起的门槛。那些募资能力不足，或者策略适合小资金的期货而言尤为痛苦。现在放开了限制，期货资管在发行自由度上可以大大提高，不用再受制于 3000 万单只产品的限制。

《关于进一步推进期货经营机构创新发展的意见》中，中国期货业协会也再次强调了期货经营机构的定位就是“作为期货及衍生品服务提供商的基本定位，充分发挥风险管理和资产定价的基础服务功能，推动期货经营机构特色化、专业化和差异化发展，建立健全包括期货经纪、投资咨询、中间介绍、资产管理、风险管理等在内的衍生品服务体系”。肖刚在 2015 年 1 月 15 日在北京召开的 2015 年全国证券期货监管工作会议上，提到了 2015 年要着力抓好的八项工作，其中第 6 点提到“适时放宽证券期货服务业准入限制，探索证券期货经营机构交叉持牌，支持业务产品创新”。

可见，管理层已越来越重视期货公司资产管理业务。而期货公司凭借期货市场双向操作、既可买入做多、同时也能卖出做空、交易还只收取保证金等特性，以及多种对冲、套期保值等策略形成了自己的优势。为投资者带去了另一种产品的选择，与阳光私募、券商资管、基金专户、基金子公司资管业务等各路豪杰同场竞技。在巨大的舞台展现出自己的魅力，谋求在大资管背景占有更多的市场份额。

截止 2014 年底，证券公司的资产管理规模已近 10 万亿人民币，而期货公司资管规模截至 2014 年 11 月，为 120 亿元，这与前 8 月的 66.7 亿元相比，短短 3 个月时间，激增了近八成。2013 年，这个数字还仅仅只是 12.6 亿。

图 290　2013 年以来期货资管管理规模



资料来源：华宝证券研究所

我们还需要看到，期货资管还有很多瓶颈需要突破，能否逆袭赶上券商资管和基金子公司等私募大军还是未知之数。首先，对投资者的普及上需要跟进。很多投资者认为

期货就是高风险的产品，不了解期货投资可以通过不同的策略将回撤稳定在一个较小的范围，做到收益有保证，风险可控的局面。其次，在客户资源上还差的很远。期货公司由于极少的营业厅和网点，在客户推介和客户资源上远远落后于银行，于券商和基金的销售渠道也相去甚远，能否独立的完成营销和募资考验着期货资管的发展。当然，和其他机构谋求合作是一个不错的举措。第三，风控。从原来的一对一到未来的一对多业务，这是期货公司所不曾涉猎的风控领域，如何在前方打仗的时候，保证后方的安全是摆在每个期货管理机构面前的重要问题。以前可以让基金工作为其做好风控工作。现在，需要期货公司自己发展好相关的风控，只有更安全可靠的风控措施，才能是投资者更放心。当然，期货公司也可以选择把风控等相关的后台工作外包给专门的机构去做，自己努力做好策略的研究和开发。

综上，期货资管虽然在规模上有了明显的提升，但是能否绊倒挡在自己面前的几个巨人还是未知之数，可以肯定的是，前路漫漫，且行且阻。做出特色，共赢发展方为良策。

6.中国私募资产管理行业发展创新展望

去通道化。私募管理人登记备案制的实行，不但是对阳光私募法律主体地位的确立，也是一个去通道化的过程。从 2009 年到 2012 年四季度之前，信托证券投资账户经历了 3 年左右时间的封锁期，信托账户的叫停使得有限的信托证券投资账户显得弥足珍贵，在有限的信托账户背景下，私募公司发行产品就不得不面对高昂的信托通道费用，从几十万到几百万不等。现在，私募投资公司可以独立发行产品，从根本上就是一个去通道化的过程，不用再借助于任何形式的通道。

2013 年飙升的券商资管通道业务已经引起了监管的关注，券商资管的管理规模已经超过了公募基金的规模，但是近 9 成为通道业务。13 年 5 月一行三会和外管局联合出台的《关于规范金融机构同业业务的通知》即“127 号文”将非标业务风险降到最低，通道业务的监管套利空间被收紧。2014 年 2 月 12 日，证券业协会发布《关于进一步规范证券公司资产管理业务有关事项的补充通知》进一步规范证券公司资产管理业务中的通道业务，表明了监管层去通道的决心。

2014 年 12 月 4 日中国期货业协会正式发布《期货公司资产管理业务管理规则（试行）》，提到“期货公司及子公司从事资产管理业务包括为单一客户办理资产管理业务和为特定多个客户办理资产管理业务”。对期货资管“一对多”的放开也是去通道化的一种形式，期货不再需要借助子公司的专户发行产品，绕开“一对多”的限制。

去通道化背景下，自然而然“主动管理”型产品就被推上舞台。管理层希望看到的是一群有着专业投资能力的管理机构的接棒。提供专业化的服务和提倡主动管理型的产品将是未来私募管理机构的趋势。私募管理机构也需要向公募基金一样，诞生出一票有号召力，有影响力的明星投资经理。考验的正是几千家私募管理人的专业化投资能力，比拼的正是主动管理的优秀业绩和带给客户专业化的服务及体验。

衍生工具的运用。国内衍生工具相比较发达国家还很不健全，不过相信这些都只是新兴市场走向完善的必经之路。我们还能看到金融衍生品市场正在前进。例如：证监会批准上证所开展股票期权交易试点，试点范围为上证 50ETF 期权，正式上市时间为 2015 年 2 月 9 日。这是继股指期货和融资融券后，资本市场的又一重磅产品。更多交易策略将被挖掘，ETF 期权采用实物交割，交割需求会提高 ETF 流动性，且期权对于追求高

杠杆的投资者有吸引力。相信 50ETF 仅仅只是一个开始，之后随着市场的健全和完善，投资者专业化的不断提高，风险承受力的不断加强，多品种的衍生工具会陆续出现。

新型衍生品的出现将会极大便利整个私募行业。私募产品正是由于其较公募基金在策略上更自由，能及时跟踪市场动态进行相应的策略和仓位调整。随着衍生品的不断多样，私募可利用的衍生品也更丰富，进行做多、做空、对冲等各种投资策略的手段也更多样。衍生品的运用将会越来越广泛，依次满足擅长各种策略的私募管理机构在投资时的运用。当然，这样也将更考验私募机构的专业性和投资多样性。能否运用多种衍生工具获取更丰厚的超额收益将是考察私募管理人能力的一个新的标准。

基金外包业务壮大。2014 年 11 月 24 日《基金业务外包服务指引（试行）》由基金业协会发布，是为对证监会发布的《关于大力推进证券投资基金行业创新发展的意见》（简称《意见》）的积极响应。《意见》明确提到鼓励基金管理公司业务外包，支持基金管理人特色化、差异化发展，降低运营成本，提高核心竞争力。《指引》内容涵盖了公、私募基金管理人。

目前已经有多家券商开始布局基金外包业务，即所谓的 PB 业务。PB 全称 Prime Broker，中文是主经纪商业务，笼统讲是指向对基金提供集中托管清算、后台运营、研究支持、杠杆融资、证券拆借、资金募集等一站式综合金融服务的统称。随着私募被纳入监管转正规后，PB 业务在券商中逐渐流行起来。

目前提供私募产品发行、孵化等服务的主要有证券公司、银行、信托公司、财富管理公司、数据公司等；提供私募产品结算服务的主要有银行、证券公司等；提供信息技术系统支持的主要有证券公司、金融数据和软件供应商等。可以预见，私募生态圈有望在广度和深度上进一步延展。私募如果将一些中后台的运营职能外包给专业的机构，把投资和策略做专做细，方能牢牢抓住投资者。

报价系统成新宠。证监会创新十五条指出“加快建设机构间私募产品报价与服务系统”，因此为提高私募产品的流动性，并且借鉴了国际经验，证监会、证券业协会和中证监测联手打造了“机构间私募产品报价与服务系统”，简称报价系统。私募投资基金、资产管理计划、私募债务融资工具、金融衍生品、非公众公司股份/股权、有限合伙份额等等金融产品可以在该系统上交易流通。

具体来看，私募报价系统，提供集意向报价、在线沟通、在线签约和备案通道等服务与一体的一站式服务。报价系统参与人发布私募产品。从而实现对私募业务的全方位服务，打造私募市场互联互通。私募管理人可以在报价系统上找到除资管产品、私募基金、私募股权之外的各种可投资品种，例如收益凭证、短期债、衍生品、并购债、ABS 等等。私募管理人不但可以在系统上增加自身产品的流动性，同时丰富的可投资品种也可以给机构带来杠杆倍数的放大，进行风险对冲等各种策略。新打造的这个机构间私募报价系统将为成为接下来私募管理人间的新宠。

产品多样化。2013 年 6 月《基金法》给私募正名身份以来，各类私募纷纷抓住政策红利，私募资产管理规模不断扩张，其中靠着良好的业绩，一批私募机构管理人从中脱颖而出，MOM 和 FOF 模式也逐渐被越来越多的财富管理机构所青睐。目前私募基金行业对冲基金产品类型非常丰富，策略包含市场中性、股票多空、套期保值、期现套利策略等，并且已经有一部分优秀管理人业绩得到市场认可， MOM 和 FOF 的模式能给投资者提供更多元的理财产品。

近万家私募管理人完成了协会的登记备案，之后证券资产管理、期货资产管理、基金公司及子公司等私募资产管理产品也将在协会登记。在纷繁的私募管理人和种类多样的产品中，投资者如何挑选好的产品，优秀的投资经理又变成了摆在面前的新问题。这就给 MOM 和 FOF 产品的成立提供了条件。接下来会有一些机构专门负责从众多私募基金经理中挑选明星经理。专业化的组合资产管理机构有望出现。

（二） 2014 年机构间私募报价系统产品年度报告

1.全球场外市场发展不逊场内

从境外资本市场发展经验看，成熟市场如美国、英国、日本等均配备了较完善的场外市场，且场外市场也具备多个层次。以美国为例，美国的场外市场包括全国证券交易商协会自动报价系统（NASDAQ）、场外交易市场公告板（OTCBB）、粉单市场（Pink Sheet）、地方性柜台交易市场、私募股票交易市场（Portal 系统）等。

与场内市场交易相比，场外市场产品具有种类丰富、非标准化程度高、以做市商方式成交为主等特点。目前，在场外市场交易的产品主要有三大类：股票、存托凭证等权益类产品；固定收益、外汇及大宗商品等 FICC 产品；以股票、商品等为基础设计的金融衍生产品。

在各类产品形式中，衍生品在场外市场的发展最为顺畅。这主要是因为衍生品结构复杂、个性化定制的特点与场外市场特点不谋而合。根据国际清算银行（BIS）数据，截至 2014 年 6 月，全球场外衍生品总规模 691 万亿美元，而场内衍生品规模 73 万亿美元，场外衍生品规模是场内的 9 倍多，场外衍生品占到全球衍生品总规模的 90%。

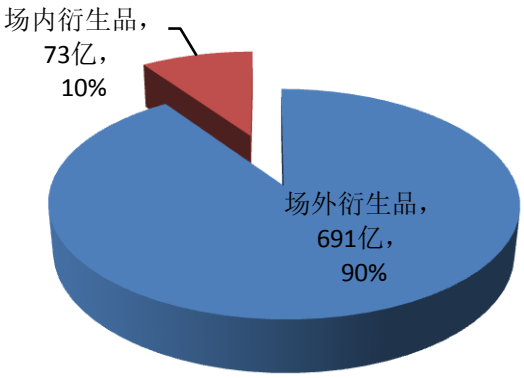
而纵观全球和美国的资本市场，衍生品市场的规模是最大的。以美国市场为例，衍生品市场存量价值占比到 80%左右；债券市场和股票市场分列为第二大、第三大市场，市场占比分别是 12%、8%。

这也就意味着**凭借衍生品市场的发展，场外市场毫不逊色于场内市场，无论是在层次架构上、产品规模、产品种类上。**

以场外衍生品市场的产品种类为例，根据标的资产，场外衍生品市场的产品包括外汇、利率、权益、商品、信用五大类，剩余的统一纳入“未归类”；根据产品类型，场外衍生品市场的产品类型有远期、互换、期权等。

国际清算银行最新数据显示，根据原生标的资产，截至 2014 年 6 月，场外衍生品合约以利率合约为主，占比 81.46%，其次为外汇合约，占比 10.81%，两者合计占比已达 90%以上，其余标的合约如权益、商品、信用类合约的占比较小。根据产品类型，远期和互换类合约名义价值在 620 万亿美元以上，期权类合约名义价值为 71 万亿美元，远期及互换类衍生品规模占市场总规模的 90%，期权类衍生品规模占比 10%。

图 291　场内外衍生品规模（2014/6，BIS 统计 13 国数据）



资料来源：国际清算银行、华宝证券研究所

表 175　场外衍生品未到期合约名义本金额（单位：万亿美元）

合约类别	2014/6	2013/6
总计	691.49	710.63
外汇合约	74.78	70.55
远期和外汇掉期	35.19	33.22
货币互换	26.14	25.45
期权	13.45	11.89
利率合约	563.29	584.80
远期利率协议	92.58	78.81
利率互换	421.27	456.73
期权	49.44	49.26
权益连接合约	6.94	6.56
远期和互换	2.43	2.28
期权	4.51	4.28
商品合约	2.21	2.20
黄金	0.32	0.34
其他商品	1.89	1.86
远期和互换	1.28	1.26
期权	0.60	0.60
信用违约互换	19.46	21.02
单一名称	10.85	11.32
复合名称	8.62	9.70
未归类	24.81	25.50

资料来源：国际清算银行、华宝证券研究所

2.政策力推私募市场，报价系统应运而生

2.1.“资本市场+私募市场”双重驱动，报价系统应运而生

与国外蓬勃发展的场外市场相比，国内在场外、私募市场的发展上是相对滞后的。目前，国内的场外市场主要有全国中小企业股份转让系统（新三板）、各地股权托管交易中心、各券商的柜台交易系统等零散的市场组成，未形成具有一定规模、品类丰富、全国统一、互联互通的场外交易市场。

这种发展状况一方面不利于提高场外市场产品的流动、打击了场外市场产品扩容的积极性；另一方面也不利于投资者的资产配置，投资风险集中于场内产品、无法通过场外市场缓解。自 2014 年 2 月起，国内私募基金管理人和产品实行登记备案制，私募基金发展全面阳光化，但私募产品流动性问题仍然对私募基金发展构成了一定阻力，这再一次对场外私募市场的发展提出了需求。

为建立发展多层次的资本市场、辅助私募资产管理行业的发展，国务院于 2014 年 5 月 9 日发布的《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》中明确提出培育私募市场、建立健全私募发行制度的政策，表明私募市场是未来重要的发展方向之一。而机构间市场作为私募市场的重要组成部分，是通过互联网实现各金融市场间的联通，形成统一的金融产品场外交易市场，在资本市场中占有举足轻重的地位。

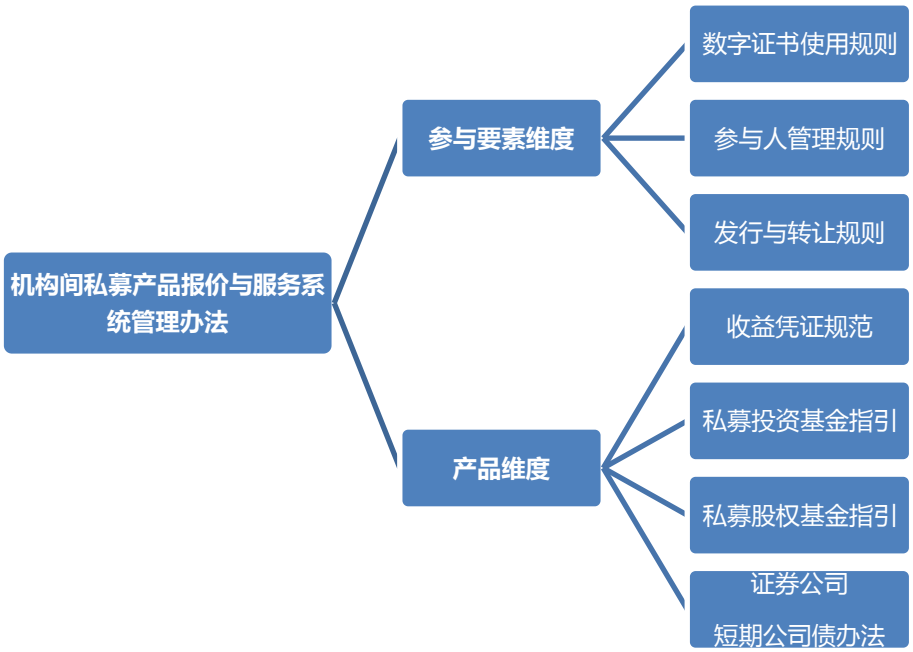
在证监会的统一指导下，2013 年初，上交所、深交所、上期所、中金所及中证登五家机构共同设立中证资本市场发展监测中心，定位于广汇私募市场信息、完善私募市场服务、强化私募市场监测。2014 年 6 月，证监会批复中证资本市场发展监测中心职责，明确提及建设和维护机构间私募产品报价与服务系统（以下简称“报价系统”），中证资本市场发展监测中心随后将全部工作重心转移到报价系统相关的职能上。

2014 年 9 月 9 日，报价系统 1.0 版本正式上线，主要提供信息展示和交互。12 月 27 日，报价系统 2.0 版本上线，在原有版本的基础上，增加了“在线协商”、“在线签约”、“在线发行”、“在线支付”等功能。同时，向市场提供产品、市场等多维度的信息版面，并加强了参与人的分级分类管理。

报价系统的出现是资本市场发展与私募市场发展双重驱动的结果。从资本市场发展的角度看，报价系统充实了场外市场的建设、丰富了场外市场产品，有利于国内资本市场向“正金字塔”形态转型；从私募市场的角度看，报价系统为机构投资者打造了私募产品的统一交易平台，为私募产品市场的有序发展提供了政策红利和便利高效的交易平台，流动性增强有助私募产品规模的迅速扩大。

为完善报价系统的规则体系，监管层随后出台了系列政策，总体形成了“一个办法多套规则”的框架。2014 年 8 月 15 日，证券业协会发布《证券公司柜台市场管理办法（试行）》、《机构间私募产品报价与服务系统管理办法（试行）》。从参与人、报价、发行与转让、账户、登记与结算、信息披露与展示、业务管理等方面对报价系统参与、发行等业务进行了原则性的规定。随后，监管方面围绕参与要素和产品两个维度的思路，出台了具体的规则规范，以指引业务开展：参与要素方面，出台了报价系统参与人管理规则、报价系统发行与转让规则等；产品维度方面，根据报价系统上可上线的各类产品，如收益凭证、证券公司短期公司债、私募基金、私募项目股权等分别出台了相应的指引和办法。

图 292　机构间私募产品报价与服务系统的规则体系



资料来源：华宝证券研究所

表 176　机构间私募产品报价与服务系统相关政策

时间	政策	要点
2014/8/15	《机构间私募产品报价与服务系统管理办法（试行）》	从参与人、报价、发行与转让、账户、登记与结算、信息披露与展示、业务管理等方面对系统参与、发行等业务进行了框架性的规定。
2014/8/18	《机构间私募产品报价与服务系统数字证书使用规则》	参与人开通投资类、创设类、推荐类、代理交易类业务权限的，应当向市场监测中心申请数字证书。
2014/9/10	《机构间私募产品报价与服务系统参与人管理规则（试行）》	主要就申请注册成为参与人、各类业务权限、日常管理进行了相关规定。
2014/9/10	《机构间私募产品报价与服务系统发行与转让规则（试行）》	主要就各类发行方式(定价发行、簿记建档发行、招标发行）和各类成交方式（协商成交、点击成交、拍卖竞价、标购竞价、做市）进行了规定。
2014/9/10	《证券公司开展收益凭证业务规范》	对报价系统重要的产品之一——收益凭证业务进行了规范。
2014/10/16	《私募投资基金募集与转让业务指引（试行）》、《私募股权投资基金项目股权转让业务指引（试行）》	规范报价系统私募投资基金募集与转让及私募股权投资基金项目股权转让业务。
2014/10/20	《证券公司短期公司债券试点办法》	将报价系统列为证券公司短期公司债的发行、转让平台之一。
2014/11/5	《并购重组私募债券试点办法》	将报价系统列为并购重组私募债重要的发行、转让平台之一。
2014/11/13	《机构间私募产品报价与服务系统参	参与人可以在报价系统使用电子签名进行在线

	与人电子签名约定书（试行）》	签约。
2014/11/21	《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》	将报价系统列为资产支持证券重要的发行、转让平台之一。

资料来源：华宝证券研究所

2.2.从割裂走向统一，报价系统打造全方位服务

报价系统可以定义为：是为报价系统参与人提供私募产品报价、发行、转让及相关服务的专业化电子平台。

在报价系统上线以前，无论是国内的场外市场还是私募市场都没有一个统一的交互平台，各种类型的私募产品分别依托券商、银行、信托、私募基金等平台独立发行、市场处于割裂状态。

伴随着场外市场规模日益壮大，市场割裂造成的规模瓶颈日益成为场外市场发展的主要矛盾，国内机构间市场亟需打通。与此同时，资产管理行业政策的演进使得各类型私募产品在监管和产品设计上走向趋同，这为场外私募市场的统一化提供了可能性。报价系统为这种统一迈出了实质性的一步。

根据《机构间私募产品报价与服务系统管理办法（试行）》：“证券期货经营机构柜台市场、区域性股权交易市场等私募市场可以与报价系统进行系统对接”、“参与人可以经由报价系统向与报价系统联网的私募市场发布私募产品的报价和进行交易”。这就意味着报价系统将现有零散的场外市场如券商柜台市场、各地股权托管交易中心等联结起来，致力于打造一个统一的场外市场体系，助力场外市场走向规模化。

四大定位

具体而言，报价系统有四大定位：

私募市场。报价系统定位于私募市场、私募产品，坚守私募底线，严格区分公募与私募。

机构间市场。报价系统参与人要求为满足一定条件的企业法人和其他组织，大多为证券公司等金融机构和专业投资者，保障了参与人与上线私募产品的投资者匹配原则。

互联互通市场。柜台市场、区域性股权交易市场等私募市场可与报价系统互联互通，汇集信息、统一产品的报价、发行及转让。

互联网市场。报价系统搭建的是线上平台、实行全网运营，所有交易均在线完成，这有利于缩短产品发行转让的周期和成本。

图 293 报价系统市场定位



资料来源：华宝证券研究所

私募产品+事后备案

报价系统定位于 200 人以下的私募产品。根据《机构间私募产品报价与服务系统管理办法（试行）》，在报价系统报价、发行、转让的私募产品包括但不限于私募投资基金、资产管理计划、资产支持证券、私募债务融资工具、非公众公司股份/股权、有限合伙份额、金融衍生品等私募产品以及经证监会或证券业协会认可的其他产品。

截至 2014 年底，在报价系统发行的产品类型已涵盖资产管理计划、收益凭证、次级债、私募股权投资基金、私募证券投资基金、衍生品（场外期权、收益互换）等，如果加上联网柜台市场的产品展示，则产品线可进一步拓展到远期、中小企业私募债。按照已出台的相关政策，报价系统产品线已在酝酿证券公司短期债、并购重组私募债、资产支持专项计划（ABS）等产品的试点工作。

除金融监管部门明确规定必须事前审批、备案的私募产品外，在报价系统报价、发行、转让的私募产品直接实行事后备案。这极大地提升了报价系统上产品发行的效率。

图 294 报价系统产品类型



资料来源：华宝证券研究所

多元服务

目前，报价系统可提供的服务内容包括私募产品报价、发行与转让、产品登记结算、私募机构产品展示、投融资项目对接等。具体的：

私募产品报价和签约：报价系统提供包括报价平台和在线签约平台在内的场外衍生品交易签约平台，满足参与人报价信息沟通和电子化签约的需求。其中，报价平台是场外衍生品报价意向发布与展示的平台，为参与人提供询价与报价服务，具有匹配交易对手方和价格发现的功能。在线签约平台具备交易签约、确认及协议管理的功能，提供完备的交易信息沟通机制，有利于提高场外衍生品交易效率。

私募产品发行与转让：私募产品在报价系统发行可以采用定价及针对特定对象的簿记建档、招标等方式。私募产品在报价系统转让可以采用协商成交、点击成交、拍卖竞价、标购竞价、做市等方式。在报价系统发行或转让私募产品，需要由具有创设类或推荐类业务权限的参与人在报价系统填写发行注册表/转让注册表，并向特定参与人披露相关发行文件。以收益凭证发行为例，发行方在线提交认购协议、补充协议、产品说明书、TA 参数表和风险揭示书即可完成产品的注册并发行。

登记、结算：报价系统登记结算机构可以接受委托，为参与人依法持有或管理的，在报价系统发行、转让的私募产品提供结算、托管、担保品管理、账户安排等服务。其中，结算服务实行非担保交收、分级结算、多种清算、多样交收、多元支付模式。托管服务包括为私募产品提供保管、清算交割、估值核算、投资监督、风险监控等服务。担保品管理包括担保的设定、解除、盯市等。此外，根据机构间市场开展业务和券商保护客户资源等的实际需要，报价系统支持名义、直接、混合三种持有模式，并为具有不同权限的参与人提供自营账户、名义持有账户和受托账户的账户安排服务。

互联互通服务：通过与柜台市场、区域性股权交易市场的联通，报价系统可汇集私募产品的报价、成交和产品信息等，同时可由报价系统向联网市场发布私募产品的报价并交易。

提供“公共柜台”服务：由于报价系统充当了“公共柜台”的角色，证券期货经营机构无需再申请柜台试点，也无需自建柜台系统，可通过成为报价系统参与人并进行系统对接以开展柜台市场业务，直接创设或承销私募产品并按规定事后备案。

信息展示与投融资项目对接：开通展示类业务权限的参与人可组织推荐企业在报价系统展示业务信息、财务信息、项目信息，与机构投资者进行项目对接。

参与人

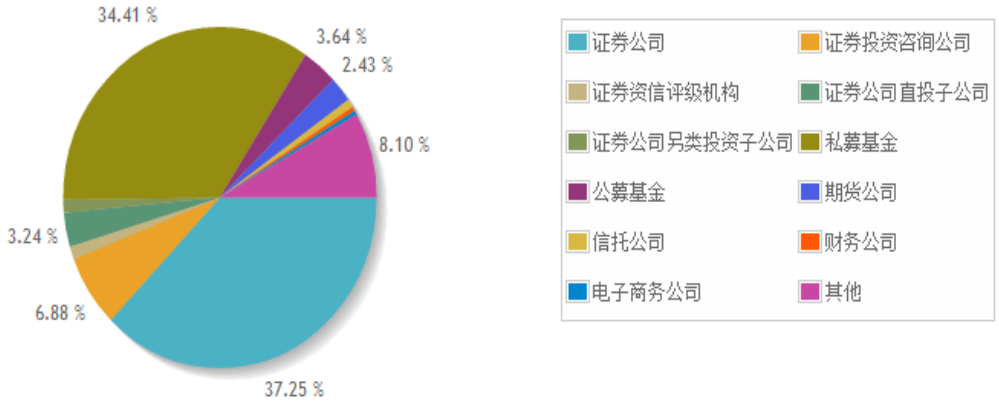
根据《机构间私募产品报价与服务系统管理办法（试行）》，证券业协会、期货业协会、证券投资基金业协会、上市公司协会或证券业协会认可的其他自律组织会员满足一定的条件即可成为报价系统的参与人。

参与人在报价系统的权限可以分为投资类、创设类、推荐类、代理交易类、展示类五种，参与人可以根据业务需要申请一类或多类业务权限。

报价系统的在线交易模式不仅能提高交易对手间的沟通效率，更可避免线下交易的繁琐流程。自报价系统上线以来，各类机构参与报价系统的热情持续高涨，借助报价系统平台开展场外衍生品业务的机构已经由私募基金、证券公司扩展到银行、期货、基金公司及其子公司等。

截至 2015 年 1 月 18 日，报价系统参与人规模达 247 家。其中，证券公司 92 家，占比 37.25%，是当前参与人的主力军。私募基金 85 家，占比 34.41%，紧随证券公司之后。证券投资咨询公司 17 家，占比 6.88%；公募基金 9 家，占比 3.64%。其余机构如证券直投子公司、期货公司、证券资信评级机构、信托公司、电子商务公司、私募市场运营机构等的占比较少。总体而言，当前报价系统的参与人以证券公司和私募基金为主。

图 295　报价系统参与人统计



资料来源：机构间私募产品报价与服务系统、华宝证券研究所

2.3.报价系统凸显多重优势

层次丰富的场外市场有助于进一步完善我国多层次的资本市场体系，充分满足各类企业尤其是中小企业差异化的融资需求，推动证券行业持续创新。场外市场作为交易所市场的补充，补充私募产品流动性的同时也提供了金融产品创新的平台，在推动资本市场改革的同时亦能缓冲改革带来的市场冲击。私募报价系统作为场外市场的重要基础，其发行和交易功能可有效满足企业融资和股权转让需求，打通投融资通道。

报价系统的建立丰富了中国多层次资本市场架构。在报价系统诞生之前，中国资本市场架构呈“倒金字塔”形态，主板、中小板、创业板、场外市场规模依序递减，全国中小企业股份转让系统和各地方的股份转让系统一定程度上弥补了场外市场规模的不足，但难以改变国内场外市场交易不活跃、交易品种单一等的问题。

相比于现有的场外市场形态，报价系统的优势主要体现在：

- 互联互通。报价系统管理办法明确：证券期货经营机构柜台市场、区域性股权交易市场等私募市场可以与报价系统进行系统对接。
- 产品种类丰富。在报价系统报价、发行、转让的私募产品包括但不限于私募投资基金、资产管理计划、资产支持证券、私募债务融资工具、非公众公司股份/股权、有限合伙份额、金融衍生品等。上述规定意味着机构间私募市场得以打通，原归属证券、私募等资产管理机构的各类私募产品迎来统一的发行转让平台，有效突破了全国和地方股份转让系统交易品种单一的问题。
- 程序简易。报价系统中的业务权限分为投资类、创设类、推荐类、代理交易类和展示类，参与人可以根据业务开展的需要进行业务权限的申请。目前，在报价系统上

可开展的业务有资产管理计划、资产支持证券、收益凭证、收益互换、私募债务融资工具、私募投资基金等，除明确规定需要事前审批或备案的私募产品外，均可实行事后备案制。

- 服务高效。报价系统为参与人提供登记、结算、支付、托管及担保品管理等服务，不仅服务方式多样，且能有效降低成本。机构成为报价系统参与人后，可建立起自有的产品账户体系，将自营产品账户、受托产品账户和名义持有产品账户进行分户管理，并与相关资金结算账户相对应。尤其是报价系统推行的名义持有模式，维持了报价系统为机构间市场提供平台的定位，更能起到保护券商客户资源、增强券商托管职能的作用。

- 实际较低的参与门槛。尽管报价系统定位于“机构市场”，但由于产品被纳入广义机构概念，在报价系统转让的产品可以通过名义持有方式实现向个人投资者的开放。此外，由于报价系统支持“名义持有模式”，符合条件的个人投资者可以通过与证券公司签署名义持有协议的方式间接参与到报价系统中，这实际上也降低了报价系统的参与门槛。

3.报价系统频祭利器，爆款产品占领市场

报价系统频祭利器，业务种类在不断地创新中愈加丰富，且发展速度快、业务规模大。作为场外市场产品的流通平台之一，目前在系统内报价、发行、转让的私募产品包括但不限于私募投资基金、资产管理计划、资产支持证券、私募债务融资工具、非公众公司股份/股权、有限合伙份额、金融衍生品等。

其中，以收益互换、场外期权为代表的金融衍生品在报价系统发行活跃。借鉴海外衍生品主要在场外市场发展的经验，未来这一趋势或将持续，国内场外衍生品规模有望依托报价系统超越场内衍生品。

截至 2014 年 12 月底，共有 22 家证券公司在报价系统开展了 6779 笔场外衍生品交易，累计初始名义金额 5236.74 亿元。其中，21 家证券公司开展了 5833 笔权益互换交易，累计初始名义金额 4121.99 亿元；13 家证券公司开展了 946 笔场外期权业务，累计初始名义本金 1114.75 亿元。此外，截至 12 月底，通过在报价系统开展收益凭证业务，券商累计募集资金超过 150 亿元。

除衍生品外，中证监测中心数据显示，截至 2014 年 11 月，报价系统累计发行产品 139 个，13055 户投资者参与认购，发行规模总计 63.37 亿元。其中，资管计划 29 只，规模 15.61 亿元；收益凭证 108 只，规模 46.56 亿元；私募基金 1 只，规模 1.2 亿元。

表 177　报价系统产品发行情况统计（截至 2014/11 月底）

产品类型	发行个数（个）	总发行规模（亿元）	参与投资者数目（户）
资管计划	29	15.61	868
收益凭证	108	46.56	12179
私募基金	1	1.2	7
次级债（截至 11 月底尚未办理初始登记手续）	1	20	---

总计	139	63.37	13055

资料来源：中证监测中心、华宝证券研究所

3.1.热销产品——收益凭证

收益凭证是指证券公司依照规定发行，约定本金和收益的偿付与特定标的挂钩的有价证券。特定标的包括但不限于股权、债权、信用、基金、利率、汇率、指数、期货及基础商品。

近年来，证券公司创新业务向“重资本消耗型”业务倾斜，对券商的资本储备和资金实力提出了挑战。在倡导券商创新业务的主基调下，管理层颁布了系列政策推动券商开展新型融资工具。2013 年 3 月 3 日，中国证监会发布《证券公司债务融资工具管理暂行规定(征求意见稿)》，在对现有证券公司债券、次级债有关规定进行细化的同时，首次提及了证券公司的“收益凭证”业务，将证券公司债权融资渠道由此前的公司债、次级债拓展至收益凭证。

2014 年 9 月 9 日在监管层力推之下，中证协正式向券商发布《证券公司开展收益凭证业务规范（试行）》（征求意见稿），明确了收益凭证的定义为约定本金和收益的偿付与特定标的挂钩的有价证券。新的征求意见稿对收益凭证业务的定义、发行交易场所、开展条件和合格者等各方面进行了细化。

表 178　收益凭证要素摘要表

挂钩标的	包括但不限于股权、债权、信用、基金、利率、汇率、指数、期货及基础商品
发行场所	证券公司柜台市场或机构间私募产品报价与服务系统
发行条件	最近 12 个月风险覆盖率不得低于 100%，资本杠杆率不得低于 8%
收益结构	本金保障型和非本金保障型
发行限制	发行余额不得超过证券公司净资本的 60%
投资门槛	柜台市场：单一投资者 100 万起；报价系统：由市场监测中心规定

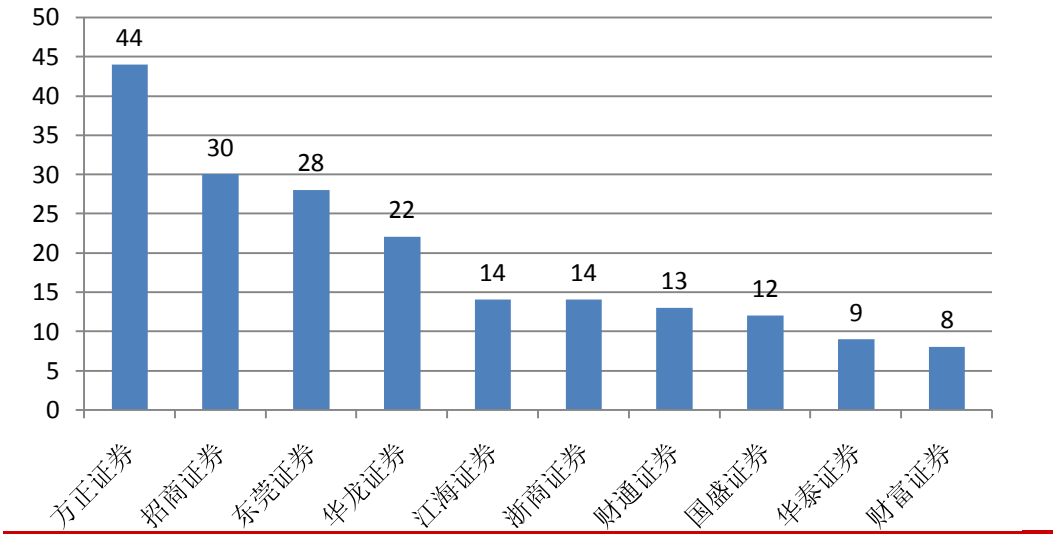
资料来源：中证监测中心、华宝证券研究所

在政策红利下，各家券商积极在报价系统平台上发行符合自身条件的收益凭证。基金子公司、券商直投和私募基金亦可在报价系统中发行。作为平台的爆款产品，收益凭证的发行规模远超平台上其他类别的债务融资工具。

统计募集期截止日为 2014 年 12 月 31 日的产品，2014 年共有 317 只券商收益凭证产品在机构间私募产品报价与服务系统上发行。其中至 2014 年底到期的产品为 39 只，其余 278 只产品存续在 2015 年及以后。

从发行主体看，2014 年发行收益凭证的主体涉及 49 家券商，发行规模首位的券商为方正证券，共计发行了 44 只收益凭证产品，随后是招商证券和东莞证券，分别发行 30 只和 28 只收益凭证。截至 12 月 29 日，发行数量超过 10 只的券商共有 8 家，均以中小券商为主。

图 296　发行收益凭证数量最多的券商排名

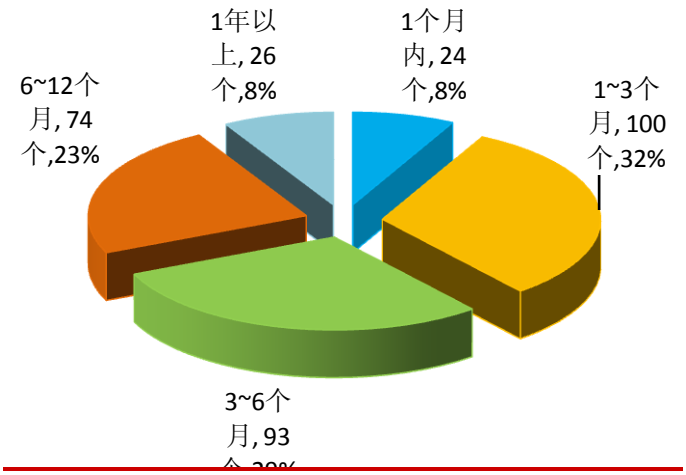


资料来源：华宝证券研究所

从产品期限看，2014 年发行的收益凭证产品最长期限为 552 天，最短期限为 14 天，平均期限（个数加权）为 128 天。收益凭证产品期限分布中，以 1~3 个月和 3~6 个月产品为主，发行个数分别为 100 个和 93 个，占比分别为 32%、29%。6~12 个月产品紧随其后，2014 年共发行 74 个，占比 23%。总体而言，收益凭证产品期限较短，以 1 年内产品为主，2014 年 1 年内产品占比为 92%。

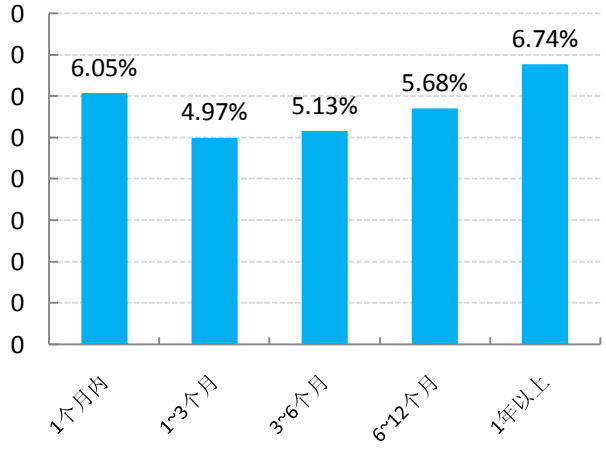
从产品收益看，收益凭证产品的收益率普遍在 5%~7%的区间内。1 个月以内产品由于期限较短，需要以较高的收益率吸引投资者购买，因此平均收益率较高，为 6.05%。从 1 个月开始，随着产品期限的拉长，收益率也呈增加趋势，1~3 个月、3~6 个月、6~12 个月、1 年以上产品的平均收益率分别为 4.97%、5.13%、5.68%、6.74%。

图 297　各期限发行数量及占比（截至 2014/12/31）



资料来源：华宝证券研究所

图 298　各期限平均收益率（截至 2014/12/31）



资料来源：华宝证券研究所

中证监测中心最新数据显示，至 2015 年 1 月，已有近 400 只券商收益凭证产品在机构间私募产品报价与服务系统上发行，募集资金 172.5 亿元，发行主体涵盖 51 家证券公司。发行规模前三位为广发证券、财富证券、东莞证券。从收益凭证的产品结构来看，保本固定收益类发行规模占比 91.81%，保本浮动收益类发行规模占比 8.19%。从认购资金来源看，机构客户认购金额为 92.2 亿元，占比 53.45%，个人客户认购金额为 80.3 亿元，占比 46.55%。已发行收益凭证的收益率通常为 5%-6%，期限最短为 14 天，最长为 552 天。许多证券公司已经形成收益凭证产品系列并保持滚动发行。

3.2.衍生品翘楚——场外期权

场外期权是场外衍生品的重要类别，结构化期权产品针对客户需求进行产品的开发和设计，契合机构投资者和高端个人投资者的需求。2009 年 3 月 16 日由中国银行间市场交易商协会推出《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议》，2013 年 3 月 16 日中国证券业协会组织行业起草了《中国证券市场金融衍生品柜台交易主协议》及补充协议并发布，中国证券市场逐渐兴起了由券商自主设计的场外期权产品。随着主协议文件的发布，中国证券市场逐渐兴起由券商自主设计的场外期权产品，并在 OTC 市场走俏。

结构化期权是一场新的盛宴，随着期权市场的打开，产品的逐渐丰富，未来场外期权市场将迎来巨量需求。国信证券于 2013 年下半年开展了首单场外期权业务，发行的产品定位为挂钩沪深 300 指数的市场联动产品，如今指数挂钩型的联动产品已成为国内场外期权业务的主要类型。

目前在报价系统中开展场外期权业务的形式主要有两类:

（1）为外部机构提供期权交易对手方服务。为满足交易对手方特定的做多、做空、或杠杆交易需求，设计相应的场外期权产品，并寻找交易对手方。交易对手方既可由券商自己担任，也可寻找外部对手方。

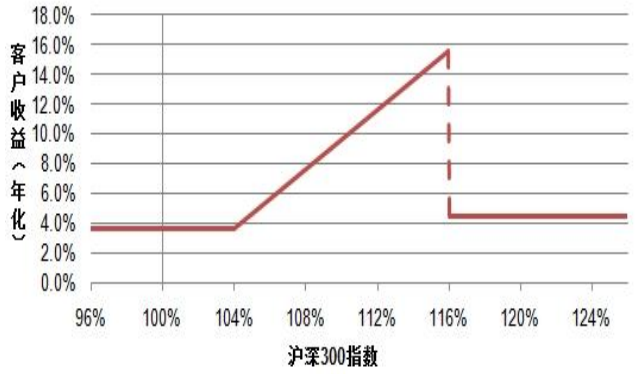
（2）为自行开发的结构性产品设计期权。基于自身的金融工程和金融产品研究，设计具有一定市场需求、内部风险可对冲的结构化产品，丰富证券公司提供给客户的产品和服务，满足客户理财需求。

报价系统中已上线的场外衍生品报价平台，可为参与人提供权益互换和场外期权合约的询价与报价服务。上线初期的合约类型共七类，包括借券型互换、融资型互换，单向鲨鱼鳍期权、双向鲨鱼鳍期权、欧式看涨期权、看涨价差期权及二元看涨期权。由于国内市场缺乏足够多的对冲工具，参与期权业务的客户主要以单方向看多为主，高阶风险和 vega 管理方面涉及较少。

由于结构化期权产品具有定制性的特点，因此券商的金融工程团队可根据投资者对后市的判断和对收益及风险的要求为其定制相应的产品。不同产品在保本和收益分配上千差万别，不同的收益特征便构成了多种结构化期权的类型。

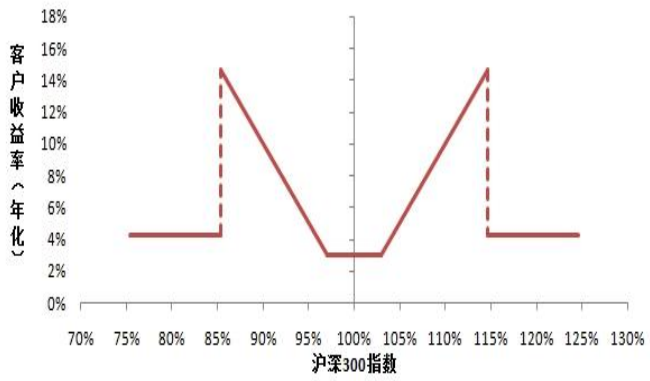
目前券商在发行的产品中，被广泛使用的是鲨鱼鳍型产品，例如东方证券的“金鳍”系列和国信证券的“金鲨”系列产品便是此类期权产品的代表，期权收益如图示。

图 299 单边鲨鱼鳍型期权收益图



资料来源：华宝证券研究所

图 300 双边鲨鱼鳍型期权收益图



资料来源：华宝证券研究所

3.3.杠杆利器——收益互换

收益互换是指交易双方签订互换协议，约定在一定期限内一方周期性地获得基于名义本金的与约定的股票指数、股票 ETF 等资产挂钩的浮动回报，另一方周期性地获得基于同等名义本金的固定或浮动利率的回报，或与另一种资产挂钩的回报的业务。从业务属性上看，目前收益互换类业务以融资类业务为主，多是在互换的“壳”下进行的融资活动。

随着我国经济的迅速发展，居民储蓄大幅增加。由于投资者的风险偏好差异巨大，具有显著不同的理财产品偏好。通过开展收益互换业务，公司可根据不同投资者的投资组合管理要求，定制具有个性化服务特征的收益互换产品，为投资者的资产配置和风险管理提供灵活的工具和更高的融资杠杆，从而为客户带来更优质的个性化服务。

收益互换是报价系统迄今所开展业务中规模最大的种类。从政策层面而言，由于证监会正逐步放开证券行业准入门槛，大力支持券商开展创新业务，而收益互换作为创新业务的重点之一，与券商转型及市场需求相适应，是目前券商创新发展的重要突破口。

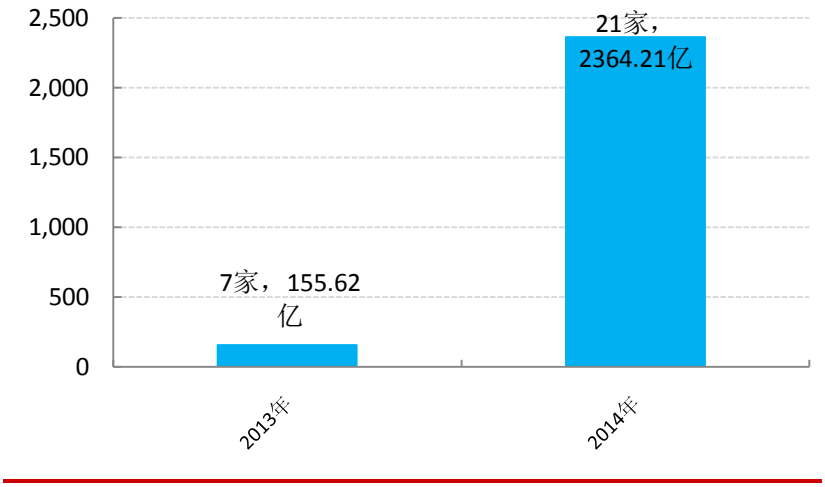
在 2014 年以前，报价系统尚未成形，证券公司开展收益互换业务主要在柜台市场进行，收益互换类型以权益类收益互换为主。2013 年底，共有中信、中金、招商、广发、银河、国泰君安、海通等 7 家证券公司在柜台市场上开展了此类业务。7 家证券公司 2013 年累计开展业务 729 笔，累计名义本金 155.62 亿元。其中，中信和中金在该业务上开展较多，中信证券开展 471 笔，累计名义本金 65.39 亿元；中金公司开展 72 笔，累计名义本金 54.33 亿元。

2014 年报价系统成形以来，由于操作流程简便，极大促进了收益互换业务的发展。在报价系统中开展收益互换业务，参与人仅需与交易对手方在线签署《中国证券期货市场场外衍生品交易主协议（2014 年版）》并提交补充协议、交易确认书、履约保障协议即可，业务开展时效极高，颇受机构青睐。

截至 2014 年 12 底，已有 21 家券商在报价系统上开展权益类收益互换业务，累计初始名义金额 4121.99 亿元，名义金额余额为 2364.21 亿元。与 2013 年的业务情况相比，增速明显。

机构目前所开展收益互换的主要类型为杠杆交易型。证券公司开展此类业务主要为了满足客户的高杠杆交易、套期保值、定增等特定需求、或实现券商间的相互借券，是对现有两融业务的一个补充。部分券商出于风控指标限制而将大额互换交易分包给多家券商，这也增加了收益互换业务的活跃度。

图 301　权益类收益互换业务规模（单位：亿元）



资料来源：华宝证券研究所

3.4.多元债务融资工具——次级债、证券公司短期债、并购重组私募债

除了收益凭证以外，报价系统鼓励参与人使用多元化的债务融资工具，包括次级债、证券公司短期债、并购重组私募债等。

次级债主要满足融资主体的资本金补充需求，期限可长可短，其中长期次级债可按一定比例计入净资本（总计不超 50%）。2014 年 9 月，中国证券金融股份有限公司在报价系统成功发行 2014 年第 19 期次级债，发行规模 20 亿元。

2014 年 10 月，证券公司短期债试点办法正式出台，证券公司短期债是指证券公司以短期融资为目的，约定在一年（含）以内还本付息的公司债券，主要满足证券公司的短期负债需求。考虑到流动性等原因，11 月，首单证券公司短期债——“国泰君安第一期短期公司债”登陆上交所。未来，报价系统上也有望正式上线该类产品。

为推进产业转型升级，支持企业兼并重组，规范并购重组私募债券在报价系统中的发行和转让业务，保护投资者合法权益，中国证券业协会于 2014 年 11 月 5 日发布《并购重组私募债券试点办法》。试点办法中明确规定，中国境内注册的公司制法人为开展并购重组活动可发行并购重组私募债，由承销机构通过报价系统向中证监测中心申请备案，由证券业协会进行自律管理，中证监测中心进行日常管理。2015 年 1 月 15 日，华夏幸福基业控股股份公司发布市场上首单并购重组私募债券的募集发行书，并拟在深交所备案。

4.报价系统为券商腾飞插上翅膀

4.1.结构化产品的春天

结构化产品运用金融工程技术将固定收益产品（债券、票据等）和金融衍生产品（远期、期权、掉期等）进行组合，通过银行理财产品、资产管理计划、场外期权、收益凭证等形式发行，以满足投资者不同的风险收益特征。

证券公司结构化产品开闸于 2013 年，但初期一直发展缓慢。究其原因，一方面与国内证券公司面临的衍生品工具缺乏、金融资产交易限制等金融环境有关；另一方面也与政策较严格有关，报价系统上线之前，证券公司发行结构化产品需要获得柜台市场业务资格或通过证券业协会的专业评价，审批流程较长、投资门槛较高。

2014 年报价系统各项业务逐步上线后，证券公司的相关业务仅需在报价系统中备案即可，有效降低业务门槛并提升效率。报价系统有望成为结构化产品发展的沃土，理由有四点：

第一，报价系统为结构化产品提供了发行和转让的平台。其发行流程简洁，有利于加快产品发行速度；名义持有模式等实际增加了系统的参与人，有利于增加产品流动性、扩大产品规模。在报价系统上，结构化产品可以以场外期权、收益凭证等多种形式存在。

第二，报价系统定位场外市场、私募市场，产品个性化程度高，这与结构化产品“量身定制”的特性具有一致性。在报价系统上，交易对手方需求有望反推结构化产品的发展。

第三，报价系统上发行转让的各类产品如收益凭证、场外期权、次级债、私募基金等本身可以成为结构化产品搭建要素，因此报价系统丰富了结构化产品的“原材料库”，为更复杂、多样的结构化产品提供了可能。

从载体角度看，报价系统为结构化产品准备了多种载体：场外期权、收益凭证、收益互换、资产管理计划等。

（1）场外期权和收益互换

报价系统上的场外期权和收益互换多在衍生品签约平台上交易。衍生品签约平台可为参与人提供金融衍生品主协议、补充协议、交易确认书、履约保障协议等网上签约服务。

近年来中国证券市场逐渐兴起由券商自主设计的场外期权产品，此类结构化产品具有定制性的特点，券商的金融工程团队可根据投资者对后市的判断和对收益风险的要求为其定制相应的产品。市场上热销的鲨鱼鳍型结构化期权产品，结构一般为（固定收益+沪深 300 指数的涨跌幅），发行方使用 Delta 风险中性对冲策略，进行股指期货交易以拟合沪深 300 指数走势，并设置相应的敲出机制。

在结构化产品中纳入期权，是金融体系结构化产品的又一重要步伐。国信、中信、海通、广发、光大等多家券商均开展了围绕柜台业务、涵盖场外期权在内的结构化理财产品。随着市场上期权产品的丰富，以及对冲手段多样性的增加，券商理财产品进一步放宽投资门槛，结构化期权产品势必会将券商业务收入和整体发展推向另一个高度。

证券公司收益互换以权益类互换、融资业务为主，偶尔也内嵌结构化产品。

（2）收益凭证

由于收益凭证的收益可灵活挂钩各类资产，包括权益、固收、商品、信用等，因此是结构化产品的天然载体。

关于结构化产品的各类设计架构可以装入收益凭证，以实现结构化产品的快速发行、低门槛购买。类似一般的结构化产品，由于收益凭证挂钩标的无限制、资金投向宽泛、无强制保本保收益要求，证券公司可以通过发行方向相反、名义金额相同的收益凭证对冲风险，获取无风险利差。

（3）各类资产管理计划

国内结构化产品发展初期以银行理财产品为主，证券公司资产管理计划采用结构化产品形式的较少。随着报价系统与柜台等系统的联通，未来以资产管理计划存在的结构化产品有望增加，但由于资产管理计划整体发行流程较长，目前还难以成为结构化产品的主要载体。

表 179 报价系统各类载体上的结构化产品（含联网系统）

产品名称	管理人/发行人	产品类型	预期年化收益率	发行时间	平台
金鳍 180 天 001 期	东方证券	收益凭证	4.5%+max[(R-4.5%),0]，若 R>14.5%，则收益为 4.5%。R 为涨幅。	2014/10	报价系统
金鳍 180 天 002 期	东方证券	收益凭证	4.5%+max[(R-4.5%),0]，若 R>14.5%，则收益为 4.5%。R 为跌幅。	2014/10	报价系统
“搏金”2 号	招商证券	收益凭证	2.5%+max[(R-2.5%),0]，若 R>12.5%，则收益为 12.5%。R 为涨幅。	2014/12	报价系统
国泰君安证券看跌型互换	国泰君安证券	互换	若挂钩标的国电电力当日均价低于初始价格，则国泰君安证券向客户支付标的证券下跌收益；若挂钩标的国电电力当日均价高于初始价格，则客户向国泰君安证券支付标的证券上涨损失。	—	柜台市场
易方达资产-广发证券-多空盈 1 号看涨沪深 300 指数	广发证券	专项计划	若沪深 300 指数的期末价格高于期初价格，则到期预期收益率为 9%，否则为 3%。	2014/7	柜台市场
海通海新 7 号 A 份额	海通证券	集合计划	5%+max[(16-5%),0]，若 R>16%，则收益为 9%。R 为涨幅。	2014/7	柜台市场

资料来源：华宝证券研究所

注：此处的收益率均为年化收益率

4.2.资产负债表扩张武器

证券公司资产负债表困境

从资产端看：

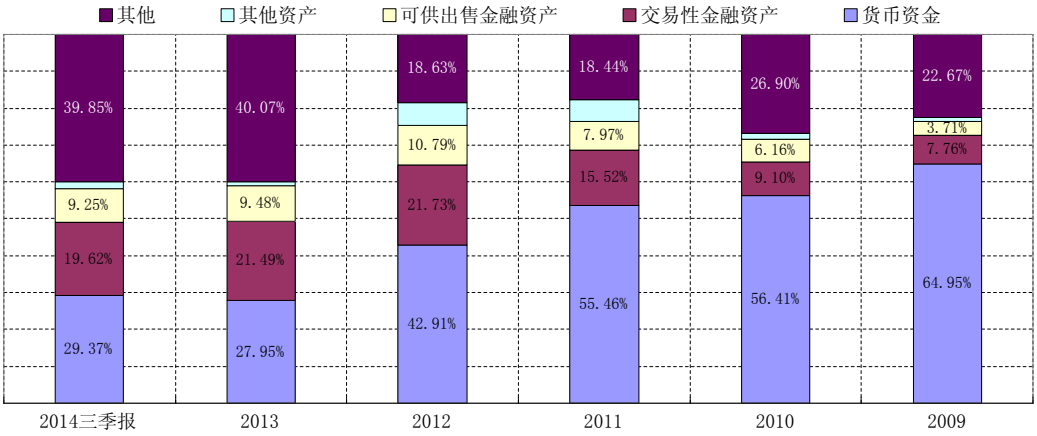
纵观国内上市证券公司资产配置结构的变迁，国内券商货币资金配置比例从 2009 年的 64.95%大幅下降至 29.37%，这与经纪业务规模下降导致“客户资金存款”、“客户备付金”出现下降有一定关系。但 2014 年下半年“熊转牛”的行情推升了经纪业务，货币资金占比出现小幅反弹。

交易性金融资产、可供出售金融资产的比重稳步上升。至 2014 年第 3 季度，交易性金融资产占比 19.62%，成为仅次于货币资金的第二大资产配置。可供出售金融资产也从 2009 年的 3.71%上升至 2014 年三季度的 9.25%。这两大科目的上升反映了融资融券等创新业务的规模扩张给券商资产负债表带来的影响。

随着股票质押式回购业务的发展，2013 年开始，上市券商“其他”科目下的“买入返售金融资产”出现激增，带动“其他”科目出现断点式跳跃。

但无论是货币资金还是交易性金融资产、可供出售金融资产，从科目背后的业务来源看与市场的牛熊关系密切。当市场上涨时，上述科目的规模都会趋向扩张，而当市场下跌时，上述科目趋向收缩，券商资产端扩张受限。

图 302　上市证券公司资产配置变迁：2009-2014Q3



资料来源：Wind，华宝证券研究所

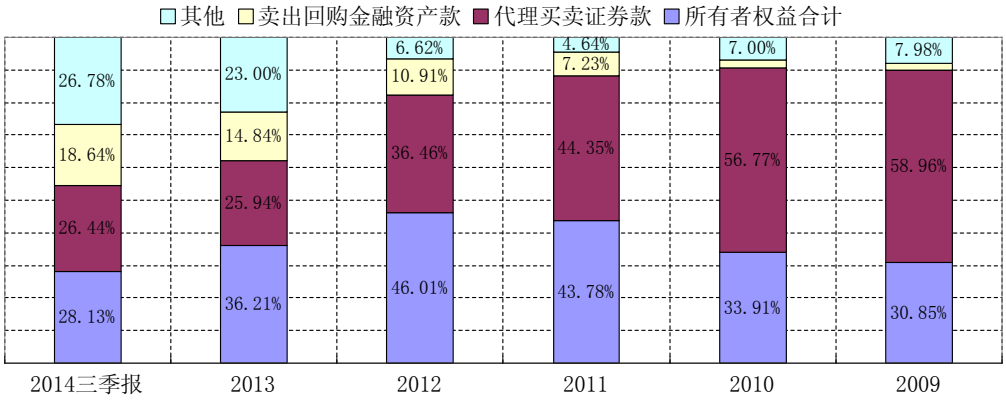
从负债端看：

美国在佣金自由化之后，伴随收购兼并、金融衍生品等的发展，证券行业收入构成早已发生重大转变。相比之下，中国证券行业当前的收入结构仅与美国 70~80 年代相近，仍然是“经纪佣金为主”的盈利模式。2013 年，国内证券公司经纪佣金收入占总收入比重 47.68%，传统三大业务：经纪、承销、自营合计占收入比重高达 74.95%。

在经纪业务为主的模式下，证券公司的主要资金来源是“代理买卖证券款”，而随着证券公司大力发展资本中介业务，资金渠道向多元化方向发展。从证券公司近几年负债配置变迁情况看，2009 年代理买卖证券款占总负债和权益的比重为 58.96%，至 2014 年三季度大幅下降至 26.44%。而卖出回购金融资产款占总负债和权益的比重则从 2009 年的 2.22%上升至 2014 年三季度的 18.64%。

总体而言，证券公司负债渠道的拓展带动了“其他”负债的增长，但所有者权益占比仍在近 30%的水平，国内证券公司杠杆化经营空间犹存。

图 303　上市证券公司负债配置变迁：2009-2014Q3



资料来源：Wind，华宝证券研究所

报价系统打开券商资产负债表空间

由于报价系统同时集结了资产类工具和负债类工具，券商参与报价系统业务有利于打开资产负债表空间。

从资产端看，报价系统内的收益凭证、场外期权、收益互换、理财产品等丰富了证券公司自营的投资品种，为证券公司资产配置和风险管理提供了灵活多样的工具。券商可以通过购买收益凭证进行短期资金配置或代理客户进行名义持有，记“持有至到期投资”；与其他机构签订收益互换协议以对冲多笔业务风险或为客户实现放大杠杆的目的，记“衍生金融资产”等。未来“衍生金融资产”有望助推“其他”资产进一步增加，券商资产形式多样化有望。

从负债端来看，由于新兴业务的突出特点便是资金消耗高，随着创新业务如火如荼的开展，各家券商的可用资金已经到了捉襟见肘的时刻。为了补充业务所需资金，券商加杠杆需求强烈，纷纷开启增资模式。但券商的常规融资渠道如公司债、次级债、短期融资券、证金公司转融资等渠道有较为严格的净资本约束和较高的隐性成本，对于中小型券商而言限制较多，融资效率很低。收益凭证在政策助力和行业呼声中应运而生，比券商的传统债务融资工具有诸多优势，如发行期限灵活、发行余额上限达净资产的 60%、投资门槛低、收益形式多样化、资金用途限制少、发行速度快等。自上线以来逐渐异军突起，成为一支新秀，是券商资产负债表扩张的得力工具。

与传统的公司债、次级债、转融通等融资渠道相比，收益凭证的优势可以总结如下：

（1）期限灵活。收益凭证定位于证券公司的短期资金需求，期限无明确要求，但目前发行的收益凭证主要在 1 年以内。

（2）净资本损耗小。公司债和短期公司债累计发行余额不得超过公司净资产的 40%，次级债发行余额不超公司净资本的 50%，而收益凭证发行余额不超净资本的 60%，与短期融资券要求一致。

（3）投资门槛较低。在机构间私募报价系统上发行的收益凭证，投资门槛较其他负债工具低。

（4）收益形式多样。收益凭证可设计成本金保障型和非本金保障型，收益可挂钩股权、债权等多种标的资产。

（5）资金用途限制少。收益凭证募集的资金可用于补充证券公司营运资金等用途，限制较少。

（6）发行速度快。收益凭证采用备案制，在报价系统上发行收益凭证，发行方仅需在线提交认购协议、补充协议、产品说明书、TA 参数表和风险揭示书即可完成产品的注册并发行。

表 180　证券公司债务融资工具比较

	公司债（非短期）	短期公司债	次级债	短期融资券	收益凭证
发行条件	要求较高，对证券公司净资产、近三年可分配利润、风控等有明确要求	未明确，只提及应符合证监会相关试点要求并不超过证监会核定的额度	要求较低，如有合理用途等	要求一般，发行人需满足全国银行间同业拆借市场成员资格 1 年以上、披露详细财务信息达 1 年等条件	**要求较低，如最近 12 个月风险覆盖率不得低于 100%，资本杠杆不得低于 8%等**
净资本要求	累计发行余额不得超过公司净资产的 40%	累计发行余额不得超过公司净资产的 40%	长期次级债可按一定比例计入净资本（但总计不超 50%），短期次级债不计入净资本	待偿还短期融资券余额不超过净资本的 60%	**收益凭证发行余额不得超过净资本的 60%**
投资者要求	无明确要求	合格机构投资者	股东或符合条件的机构投资者	银行间债市投资者	**无明确要求**
收益形式	固定/浮动（往往挂钩基准利率）	未明确，固定/浮动应该皆可	未明确，固定/浮动应该皆可	固定/浮动（目前以固定为主）	**灵活，可挂钩股权、债权等多种标的**
资金用途	较严格，公开发行公司债券筹集的资金，必须用于核准的用途，不得用于弥补亏损和非生产性支出。	未明确	较宽松，合理即可	较严格，明确不得用于固定资产投资和营业网点建设、股票二级市场投资等	**较宽松，合法合规、符合国家产品政策、不超出自有资金使用范围即可**
期限	1 年以上	1 年以内	长期（1 年以上）/短期（1 年以内）	91 天以内	**灵活，往往在 1 年以内**

资料来源：华宝证券研究所

4.3.现有产品/业务的加速器

报价系统中开展的场外市场业务将促进券商各业务条线的发展。首先，场外市场业务的发展可有效提升券商经纪业务的质量和营收。多样化的产品结构能吸引机构投资者参与，增加市场的流动性，满足客户多样化的交易和风险管理需求，避免同质化的通道业务，实现券商差异化竞争。其次，场外金融衍生品业务有利于券商自营业务的发展。金融衍生品丰富了券商自营的投资范围，能有效提升自营业务的风险管理能力，丰富盈利模式。再次，场外市场业务可以提高券商资管的业务规模、实现产品的差异化设计，增加资管产品的风控手段，从而改善资管产品的投资绩效。目前部分资管计划已将场外

期权等报价系统产品纳入投资范围。最后，券商可借助场外金融衍生品有效降低企业融资利率的风险，帮助投行客户进行风险管理，从而实现全面的投行业务链。

以收益凭证对融资融券业务的促进为例:

（1）收益凭证可以为融资融券业务提供资金。证券公司将收益凭证和融资融券业务相对接，可有效解决两融业务资金消耗极大的现状，并可取得较高的利差收益。目前，两融业务收益率普遍在 8.6%~10.6%，而收益凭证中固定收益型年化收益率普遍在 5%~7%，浮动收益型年化收益率普遍为 3~4.5%+挂钩沪深 300 涨跌幅。

（2）收益凭证有助于对冲融资融券业务的风险。证券公司在融券给客户的时候，需要承受标的券下跌的风险，而可通过发行挂钩等量标的股票的收益凭证，将股价上涨/下跌的风险转移给收益凭证投资者（我们认为价格的上涨和下跌都属于风险范畴）。

以收益互换对券商服务客户的促进为例:

公司可根据不同投资者的投资组合管理要求，定制具有个性化服务特征的收益互换产品，协议期限和挂钩标的等产品要素更加多样化，可为投资者的资产配置和风险管理提供灵活的工具，有效提升融资杠杆。收益互换可满足具有下述交易需求的客户：期望比融资融券更高杠杆进行权益类证券交易的客户；期望通过放大资金杠杆增厚参与大宗交易收益的客户；持有流通股，有意愿在当前价位套现获得资金，但又看好个股未来走势的股东；持有流通股但无减持意愿，希望以所持股权实现类似质押融资效果或对所持股权进行市值管理的股东；有做空个股意愿的客户；持有现金，希望获取无风险稳定收益的客户；其他有权益类证券代持需求的客户等。个性化的产品定制使收益互换业务比场内标准化产品更具灵活性和吸引力，有助于增加客户黏性，提高资金运用效率。

5.报价系统颠覆理财市场格局

我国经济正处于转型升级过程中，市场参与者的风险管理需求在不断增长。报价系统中稳步发展中的场外业务可根据客户不同的资产配置和风险管理需求，定制个性化的产品，提供更先进的风险管理工具。丰富的私募产品形式能实现投资者多资产、跨市场的资产配置目标，改善资产配置局面，提升投资者参与金融市场的广度和深度。

5.1.左手资产、右手负债，满足客户的多样化需求

报价系统的参与者包括证券公司、私募基金、证券投资咨询公司、信托公司、公募基金、期货公司、财务公司、证券直投子公司等各类机构主体；同时，通过间接持有模式，个人投资者也获得了一定的参与度。通过“资产端”产品（如收益互换、场外期权等）和“负债端”产品（收益凭证、并购重组私募债等）的设计，报价系统可以满足各类投资者多样化的需求。

以私募基金为例，私募基金作为金融市场上重要的机构投资者存在风险对冲和资产配置的诉求，而标准化的场内金融衍生品已难满足其个性化、多样化的需求。借鉴海外发展经验，场外市场产品尤其是场外衍生品是海外对冲基金重要的资产配置工具，报价系统的产品利器有助于私募基金加速向海外对冲基金看齐。

报价系统中稳步开展的场外衍生品业务可根据私募基金不同的资产配置和风险管理需求，定制个性化的产品，提供更先进的风险管理工具，实现私募基金多资产、跨市

场的资产配置目标，改善资产配置局面。例如，私募基金成为报价系统的参与人，即可与多边对手方签订收益互换协议，实现对融资融券标的证券之外的股票的投资、获得比融资融券业务更高的杠杆、放大资金杠杆以增厚大宗交易的收益、做空个股、参与定向增发项目、实现权益类证券代持等目标，私募基金将互换交易视为高杠杆的融资工具，通过签订互换协议以实现对持仓的套期保值。此外，报价系统也可满足私募基金交易场外期权的需求。

此外，再以财务公司为代表的实体企业为例，私募报价系统提供的场外市场业务，可为企业提供优质金融服务，促进实体经济发展。而来自实体经济的巨量投融资和风险管理需求又可进一步推动报价系统业务的发展。

在实体经济运行中，企业的主营收入会受原材料价格波动和产品需求波动的影响，增加了企业生产经营的风险性、降低资金运用效率，为对冲此类风险，企业可与金融机构合作，利用现有金融工具复制出类似期权收益特征的各类场外衍生品，为企业开展利率、大宗商品以及外汇的套期保值业务。企业在开展国际贸易或进行跨国并购时会产生大量外汇收付，面临汇率波动风险，企业可通过远期、互换等金融衍生品来对冲汇率风险。此外，当企业持有大量流动资金具有投资需求时，可通过购买收益凭证、签订收益互换协议等场外业务实现资产配置。

5.2.多元工具构建“乘数效应”，报价系统产品空间广阔

报价系统可上线的产品包括：私募投资基金、资产管理计划、资产支持证券、私募债务融资工具、非公众公司股份/股权、有限合伙份额、金融衍生品等私募产品。从产品类型看，囊括了场内市场的权益类产品、固定收益类产品、金融衍生品等类型；从工具种类看，报价系统在金融衍生品上的丰富化是目前场内产品无法媲美的。目前场内的金融衍生品主要是各类商品期货和沪深 300 金融期货；而报价系统已上线收益互换、场外期权等衍生品，从海外发展经验看，后者的发展空间更为巨大。

基于场内外已有产品和报价系统创设产品，报价系统产品的发展空间可极大延展。首先，场内外已有产品既有收益率呈线性的品类，如债券类产品等；也有收益率呈非线性的产品，如各类期货等；还有收益率难以预测的产品，如股票等。不仅如此，各种类型之下的产品容量可观，细分产品间既相互关联、又有所区别。基于上述特性，理论上，产品创设者可根据不同种类、不同期限、不同权重的已有产品创设出具有新的风险收益特征；再根据对产品不同份额的风险收益进行约定，最终产品的特征可不大同于已有产品。其次，由于报价系统创设的产品实际上也是投资者资产配置的一员，故结合场内外已有产品和报价系统新创设的产品，产品创设者可重复上述过程，进一步调整产品组合、改变产品收益率曲线，进而发展成新的可投资份额。依次递进，报价系统产品空间广阔。

事实上，报价系统的产品框架为实现产品的丰富化做了铺垫和准备。当前，报价系统以外的产品在产品基础资产、现金流、风险收益方面的规定较固定，难以延伸。而在报价系统上活跃的场外期权和收益互换由于定义宽泛、基础资产挂钩灵活等特征，为各种类型的产品提供了可实践的、限制较少的框架。产品创设者新的产品构思可以直接装入场外期权和收益互换，以上述产品形式实现。这有利于激发产品创设的热情，加快新产品孵化周期。

由于报价系统产品可基于已有产品设计衍生，已有产品的扩充可在报价系统上形成放大效应，类似于货币经济的“乘数效应”。2015 年开始，随着上证 50 股指期权等产

品的正式推出，一方面，报价系统相似产品将迎来更新换代潮；另一方面，更多基于已有产品的场外产品将被挖掘。

此外，报价系统产品发行流程可全程借助互联网通道，缩短发行流程、节约发行成本的同时，为其与互联网、大数据的结合提供了基础，这为报价系统产品的发展进一步打开了想象空间。

5.3.有力冲击现有理财市场

私募报价系统的上线，给公募基金带来机会的同时，也带来更大的挑战。公募基金主要面向中小投资者，对风险控制的要求严格，投资范围和额度的限制较多，属于相对保守的投资主体，参与场外市场的力度不够。而私募报价系统增强了私募产品的流动性，为私募基金提供了统一规范的交易平台，随着私募产品创新的推进，公募基金产品类型单薄的劣势凸显，且以往的流动性优势在逐步削弱。同时，券商的吸引力随着对场外业务的广泛参与而增加，公募基金面临着激烈的竞争和严峻的挑战。只有加强产品创新能力，根据自身优势和需求尽早地参与到私募报价系统的市场中，公募基金才能在创新市场的大环境中保持竞争力。

报价系统产品利器大大削弱了银行理财产品的吸引力，颠覆传统理财格局。以收益凭证为例，目前券商发行的收益凭证产品的收益率显著高于同期银行理财产品，且以证券公司的信用为担保、期限灵活，秒杀银行理财产品。随着越来越多的机构参与到收益凭证产品的创设和交易中，银行理财产品面临激烈竞争，需求势必降低。报价系统其他类型的结构化产品同样对银行理财市场形成威胁，银行只有积极创设更具吸引力产品结构，方可在残酷的市场竞争中保有一席之地。

报价系统为私募机构及其产品带来福利的同时，势必会对信托产品产生冲击。截至2014 年 12 月 31 日，仅有长江国际和中江国际两家信托公司成为报价系统的参与人。报价系统作为证监体系下创设的私募市场，目前尚未明确将信托产品列入产品名单。报价系统为投资者提供资管产品、私募项目股权和收益凭证等的创设和交易，而银监体系下的信托产品至今还没有统一流通的市场。信托公司及其产品与报价系统业务的对接，还有待深入的探讨。

综合比较报价系统产品与当前较热门的银行理财产品、券商集合资管产品、公募基金产品和集合信托计划，报价系统产品在资金投向、成立流程、认购门槛、收益灵活度等方面优势显著，报价系统和柜台市场为报价系统产品提供流动性支持，进一步增加了产品的吸引力。

- 在流动性方面，公募基金由于可上市交易，在五类产品中流动性最强；报价系统为私募产品提供了流动性，但当前市场活跃度不如交易所，流动性次之；银行理财产品和信托产品不可转让，流动性最弱。

- 在产品收益方面，报价系统产品的收益率最为灵活，既可提供固定收益，也可挂钩股权、债权、信用、商品等价格波动，可构造出不同的收益率曲线，满足投资者需求；而银行理财产品和集合信托产品多给出较固定的预期收益率；公募基金和券商资管产品收益率取决于基金经理的投资业绩。

➢ 在产品属性上，报价系统产品（如收益凭证）大多是发行方的负债，有发行方信用担保或实物抵押担保，收益率实现的安全性较高；而其他四类产品为代客理财性质，“盈亏自负”属性较强，容易产生道德风险。

➢ 在投资者方面，报价系统定位于机构间市场，但个人投资者可通过间接持有模式获得一定参与度，较广泛的参与度保障了报价系统的广度和体量；而其他四类产品以个人投资者为主、机构也在适配。

➢ 产品认购门槛方面，券商集合资管产品要求 100 万起投，门槛最高；公募基金产品通常以 1000 元起投，门槛最低。集合信托计划在投资者满足其他合格投资者标准时，起投门槛可适当降低，如降至 30 万；报价系统产品、银行理财产品投资门槛也偏低。

➢ 成立流程上，目前市场上多数资产管理产品已实行备案制，产品发行流程较快；而公募产品仍实行注册制，需要先向证监会提交募集注册申请，流程较慢。

➢ 资金投向上，报价系统产品可灵活挂钩各类资产，投向无明确限制；而其他产品在资金投向上或多或少仍存在限制，如集合信托计划投资股指期货时只能进行套期保值和套利交易、公募基金投资股指期货需遵守《证券投资基金参与股指期货交易指引》等。

表 181 报价系统产品 VS 其他理财产品

	报价系统产品	银行理财产品	券商集合资管产品	公募基金产品	集合信托计划
流动性	中等，可在报价系统和券商柜台联网市场展示流通	弱，不可转让	中等，可在交易所份额转让平台、报价系统上转让	强，可在交易所上市流通	弱，可转让但无明确流通场所
产品收益	“固定+浮动” 固定收益类收益普遍在 5%~7%，浮动收益类可博取更高收益	固定为主 视产品期限定，普遍在 5%~7%	浮动为主 视投资绩效，不确定	浮动为主 视投资绩效定，不确定	固定为主 随着“非标”投资受限，收益有所下滑，2014 年平均收益率在 9%~10%的区间
产品属性	以发行方的负债为主，有发行方信用担保	代客理财	代客理财	代客理财	代客理财
投资者	机构，个人可间接参与	个人为主	个人为主	个人为主	个人为主
认购门槛	门槛较低，由市场监测中心规定	视理财产品风险评级定销售起点，最低 5 万	100 万	1000 元	100 万，满足合格投资者其他要求时可认购门槛可降低
成立流程	备案制	备案制	备案制	注册制	备案制
资金投向	无明确限制	无明确限制，投资非标比例受“8 号文”等限制	除不得用于贷款外无明确限制	对投资集中度、期货投资等的限制较多，以往集中于对上市金融产品的投资	债权、股权、物权等，但参与股指期货业务时只能以套期保值和套利为目的

资料来源：华宝证券研究所

注：主要聚焦各类理财产品的非通道业务

（三） 2014 年中国量化对冲私募基金年度报告

1.全球量化对冲基金管理规模近 2.7 万亿，创历史新高

1.1.全球量化对冲基金管理规模近 2.7 万亿美元

自 1997 年以来，全球对冲基金行业保持了良好的发展势头、管理资产规模一路高歌猛进。尽管 2007 年底次贷危机引发的全球金融金融危机对对冲基金规模造成了重大冲击，但很快，对冲基金重回增长轨道，并于 2014 年创历史新高。

截至 2014 年三季度，全球对冲基金管理资产规模已从 1997 年的 1182 亿美元发展到 2014 年三季度的 2.38 万亿美元，增长 19 倍，年均复合增速 20%。结合管理期货基金（CTA），全球量化对冲基金（对冲基金+CTA，不含 FOF）管理资产规模已近 2.7 万亿美元。

全球对冲基金发展呈“头小体大”的特点，管理资产规模百亿级别的对冲基金占比较小，多数对冲基金规模并不大。据 HFR 统计，全球半数以上的对冲基金（约 52%）管理资产规模不足 1 亿美元，仅 6%的对冲基金管理资产超 50 亿美元。管理资产规模在 1~2.5 亿美元、2.5~5 亿美元、5~10 亿美元、10~50 亿美元的对冲基金占比较均衡，分别为 14%、9%、7%、12%。

经过近 20 年的优胜劣汰，全球对冲基金行业形成了数家“巨擘”型的管理公司，他们的传奇业绩在业内已成佳话。例如雷·达里奥领导的桥水联合基金引领了货币管理外包、alpha 与 beta 分离法、通胀挂钩债券管理等投资浪潮，并最终成长为全球最大的对冲基金。旗下旗舰基金——纯阿尔法基金(Pure Alpha Fund)自 1991 年以来平均每年上涨 14%。在 2008 年对冲基金业平均亏损 19％的情况下，桥水仍获得正收益；2009 年全行业出现 20％的业绩反弹时，桥水跃居美国同业之首。

根据 Peqin 的报告，截至 2014 年年中，桥水联合、AQR 资本管理、奥奇-齐夫资本管理分别以 1627 亿美元、607 亿美元、459 亿美元的管理资产规模居全球对冲基金榜单的前三位。国内熟知的贝莱德集团、元盛资本、文艺复兴科技等公司也榜上有名。

表 182 全球对冲基金管理资产规模排行榜 Top 15（截至 2014/6）

管理人	国家	管理资产规模（亿美元）
Bridgewater Associates(桥水联合)	美国	1627
AQR Capital Management（AQR 资本管理）	美国	607
Och-ziff Capital Management（奥奇-齐夫资本管理）	美国	459
Brevan Howard Capital Management(布莱文•霍华德资本管理)	英国	370
Standard Life Investments（标准人寿投资）	英国	355
BlackRock Alternative Investments（贝莱德另类投资）	美国	331
Baupost Group（宝璞集团）	美国	293
Man Investments（曼氏）	英国	291
Viking Global Investments（维京全球投资）	美国	288
BlueCrest Capital（兰冠资本）	英国	280
Adage Capital Management(格言资本管理)	美国	270

Winton Capital Management(元盛资本)	英国	260
Renaissance Technologies（文艺复兴科技）	美国	253
GAM（环球基金管理）	英国	249（2013 年底数据）
Elliott Management（埃利奥特资本管理）	美国	248

资料来源：MIHF，华宝证券研究所

1.2.对冲基金“牛市踏空”，CTA 一枝独秀

随着金融工具的丰富、全球资产配置的普及和计算机通信等技术的引入，对冲基金的策略库不断丰富，行业发展“多点开花”。

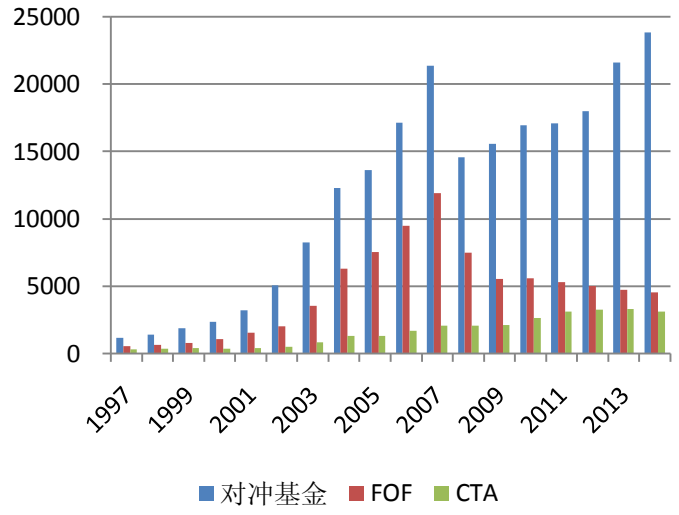
从投资策略分布看，股票类、债券类、期货类的投资策略“三分天下”，各子策略发展相对均衡。截至 2014 年三季度，固定收益、CTA、可转换套利、事件驱动、新兴市场等子策略市场份额占比较高，均在 10%以上。

但从投资收益表现看，2014 年“牛市踏空”的说法普适于国内外的对冲基金。截至 2014 年 11 月，瑞士信贷对冲基金综合指数年度内上涨 4.12%，较过去三年和过去五年的平均收益均有下滑，且显著低于 S&P50013.98%的收益率。由于美国是对冲基金的集聚地，对冲基金指数涨幅不及 S&P500 表明 2014 年对冲基金整体跑输大盘。

分策略看，2014 年市场波动性加大、主要经济体的市场趋势明朗，带动 CTA 策略获得年化平均 16.55%的收益率，业绩表现明显好于往年平均。CTA“一枝独秀”，成为 2014 年整体表现最佳的策略。相反的，在市场趋势较明确的行情下，相对价值类的策略如可转换套利、股票市场中性表现显然不如前几年，当前的累计收益率分别为-0.53%、-0.51%。与美国的强势复苏相形见绌的是，新兴经济体发展压力日益凸显，受此影响，主要投资于新兴市场的策略收益也出现明显下降。固定收益、宏观策略、股票多空等的表现较稳定，年内累计收益率分别为 4.44%、3.37%和 5.18%。

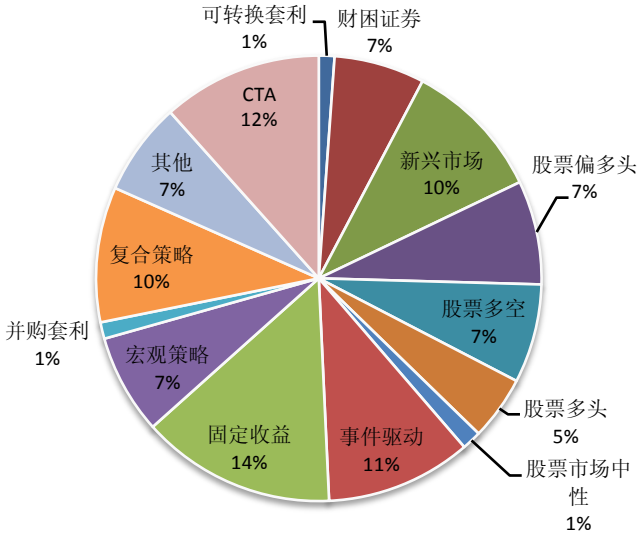
据媒体报道，2014 年三季度，全球有 661 家对冲基金清盘，全年的对冲基金倒闭数量很可能近乎 2009 年的 1023 只。

图 304　全球对冲基金管理资产规模（单位：亿美元）



资料来源：barclayhedge，华宝证券研究所

图 305　全球对冲基金投资策略分布（2014Q3）



资料来源：barclayhedge，华宝证券研究所

注：不含 FOF，但含 CTA

表 183　全球对冲基金收益表现（截至 2014 年 11 月）

	年初至今收益率（2014/11）	过去 12 个月收益率	过去 36 个月收益率（年化）	过去 60 个月收益率（年化）	标准差	sharp 比率
Credit Suisse 对冲基金指数	4.12%	5.36%	7.07%	6.06%	7.18%	0.81
可转换套利	-0.53%	0.00%	4.59%	5.46%	6.58%	0.66
新兴市场	1.34%	2.64%	6.49%	5.20%	14.07%	0.32
股票市场中性	-0.51%	0.78%	2.95%	2.40%	9.76%	0.21
事件驱动	2.13%	3.77%	8.97%	6.44%	6.11%	1.06
固定收益	4.44%	4.63%	6.51%	7.39%	5.40%	0.49
宏观策略	3.37%	4.10%	4.24%	6.07%	9.21%	0.9
股票多空	5.18%	7.07%	9.92%	6.66%	9.48%	0.7
CTA	16.42%	16.55%	3.54%	2.38%	11.54%	0.25
复合策略	5.66%	7.39%	9.38%	8.03%	5.13%	1.04
S&P500	13.98%	16.86%	20.93%	15.96%		
高盛商品指数	-22.50%	-21.00%	-9.14%	-3.37%		

资料来源：hedgeindex，华宝证券研究所

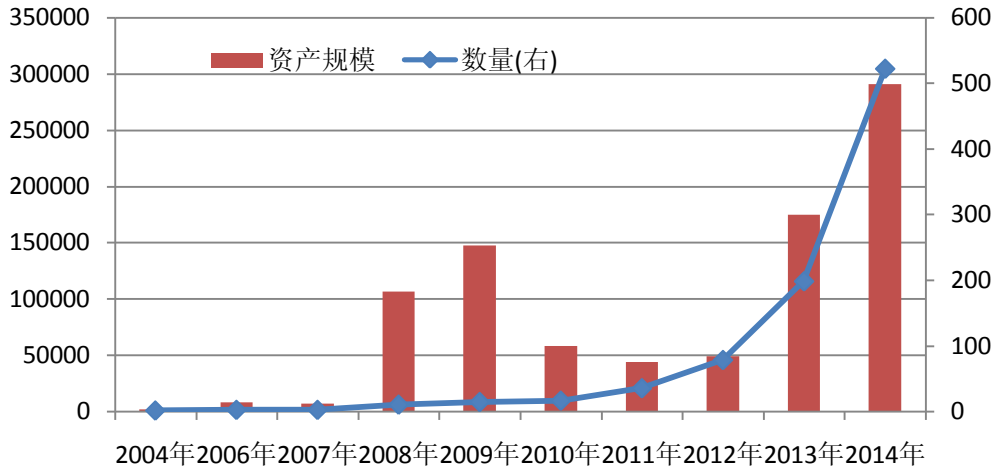
2.中国量化对冲私募的前世今生

2.1.拐点过后，量化对冲加速前行

量化对冲基金的发展与金融工具紧密联系，任何量化对冲新策略的实现必然基于新的金融产品和金融工具，基金策略的发展和演进史也是金融产品和工具的进化史，这期间伴随着不同类型人才在投资市场的流动。2014 年以前，量化对冲私募可统计的仅信

托平台上的阳光私募部分，为保持一致性，我们统计了信托平台上的量化对冲私募基金历年发行状况：

图 306　中国量化对冲基金（信托平台）历年发行量（资产规模：万，数量：个）

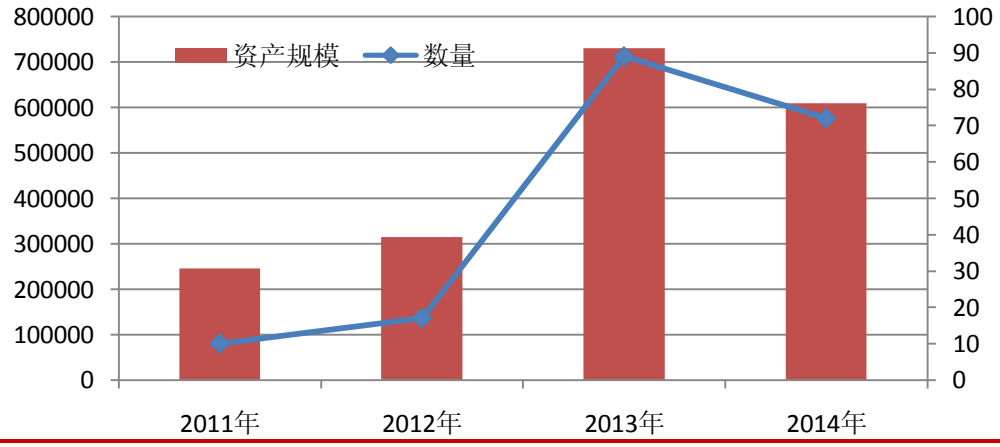


资料来源：　Wind，华宝证券研究所

从新增资产规模来看，中国量化对冲基金发行有两波高峰，第一波是 2008、2009 两年，另外是 2013、2014 两年。从新增数量来看，中国量化对冲基金一直处于增长态势，2012 年是对冲基金发行量拐点，2012 年开始后的几年发行数量大幅增加，2014 年通过信托平台发行的量化对冲基金达到 522 只，另外还有 72 只券商资管产品发行。此外还有许多私募基金采取备案私募、基金公司专户以及基金公司子基金等发行方式，而且这个比例也较高但是难以直接统计到，保守估计 2014 年全年新发行的量化对冲产品要超过 600 只。

随着券商资管行业的兴起，量化对冲私募借券商资管通道发行也日益兴起。可查的券商资管量化对冲产品从 2011 年开始，随后发行数量和规模的稳步上升，尤其是 2013 年，共发行券商量化对产品共计 89 只。

图 307　中国量化对冲基金（券商资管平台）历年发行量（资产规模：万，数量：个）



资料来源：　Wind，华宝证券研究所

表 184　中国量化对冲基金历年发行量

	信托平台		券商资管		合计数量
年份	数量	可统计资产(万)	数量	可统计资产(万)	
2004 年	1	1535	NA	NA	NA
2006 年	2	7836	NA	NA	NA
2007 年	2	7075	NA	NA	NA
2008 年	10	106519	NA	NA	NA
2009 年	14	147492	NA	NA	NA
2010 年	16	58182	NA	NA	NA
2011 年	35	43670	10	245546	45
2012 年	78	49130	17	314602	95
2013 年	198	174602	89	729049	287
2014 年	522	290926	72	608126	594

资料来源：Wind，华宝证券研究所

2.2.国内量化对冲策略演进史

目前国内对冲基金种类主要包括股票中性（即 alpha 基金）、套利、量化以及混合类。其中股票中性和套利的裸头寸较小，混合类和量化类较大。这些策略是量化对冲私募基金在发展长河中逐步沉淀和演化而来的。在国内量化对冲私募基金的发展史上，创造了许多个“第一次”。

第一只量化对冲私募基金

2004 年，可查的最早的一只量化对冲私募基金诞生了，它就是 2004 年 12 月 23 日华宝信托发行的“基金优选套利”。该产品发行规模为 1535 万元，该产品实际盈利超过 10%，同期基金指数为下跌，从效果来看表现较好。由于当时没有 ETF 也没有股指期货，其套利的方法简单而独特，那就是捕捉封闭式基金的结构性套利机会，由于封闭式基金普遍折价，然后再对这些基金进行优选就可以获得不错的收益。该产品的创新之处在于通过集合资金信托产品这一平台，突破了证券投资基金法规中基金不得相互投资的限制，弥补了国内市场空白。华宝信托在 2006 年继续发行了两只同类型的套利基金。

第一只结构化量化对冲基金

2007 年开始有两只量化对冲基金成立，其一为 2007 年 8 月 3 日北京方得资产公司在国民信托发行的“稳盈宝 1 号”，规模为 5760 万元，其中包括优先端 2500 万元，劣后端 3260 万元，产品期限为 1 年。并且该产品为第一只公开可查的结构化量化对冲基金，最终收益率为 15%。该产品明确表示投资策略为证券、期货市场的套利，主要包括 ETF 套利。2008 年市场上已有五只 ETF 包括华夏上证 50、易方达深证 100、华安上证 180、华夏中小板以及华泰柏瑞红利，这几只 ETF 在当时 2007 至 2008 年初都存在较大套利机会，这种套利机会指的是基金的实际净值与二级市场价格的偏差。由于正处于牛市，做此类套利策略的基金较少，因而其收益也不错，随着股市走弱，做 ETF 一二级市场套利的机构越来越多，套利机会及收益也随之减少。

存续期最长的量化对冲基金

2007 年也诞生了目前可查的存续期最长的量化对冲私募基金。深圳倚天阁投资公司于 2007 年 10 月 31 日在鹏华资产管理公司发行的“信合东方有限合伙”，规模为 1315 万元，并且该基金仍在运作，存续期达 7 年 3 个月，是目前存续期最长的量化对冲基金。该产品严格进行风险量化分析，其累计净值接近 5，回撤较小，整体表现可谓优异。其投资标的以追求市场为主，包括股票、ETF、商品和固定收益多类，是一只多品种、跨周期和混合策略的市场中性产品，并且其控制风险为第一目标，会根据市场形式变化不断及时调整投资。从策略的稳定性、多样性、有效性和风险控制能力方面来看，为综合实力一流的对冲产品。该团队的领导学历背景也别具一格，两位是新闻系出身，另两位是情报系和会计系，工作经历包括软件开发、编辑、审计和银行。

辉煌的套利时代

2008 年各类套利产品瞬间开始增加，整年有 10 只产品成立，其中包括北京方得资产的四只产品，其套利策略主要为 ETF 跨市场套利和可转债转股套利为主。另外国泰君安证券发行了三只套利产品，策略主要为 ETF 跨市场套利、可转债套利、基金封转开以及正股+认沽权证套利。其中，权证作为 2005 年股改的对价产物，颇受上市公司青睐，围绕权证的策略也在该时期被应用到实践。

除上述之外，有的产品甚至以打新股作为一个重要的策略。

继续成长

2009 年新增的量化对冲产品继续增加到 14 只，其中国泰君安继续发行了四只延续的套利产品，方得资产发行了 2 只产品，依然以 ETF 投资为主，除了跨市场套利之外，还有 ETF 的延时（本质上为短趋势投机），以及事件套利。例如多头事件套利策略为：预估成分股大涨至涨停而无法买入，就买入这些股票所在的 ETF，可将 ETF 赎回然后卖出非预估股票，剩下涨停票。面对这样的方法，不得不承认方得投资在当时已有的品种上将套利思想发挥到几乎极致。另外增加了深圳礼一投资的“礼一避险 1 号”，该产品以指数化高频交易为特色。并且当年有三只量化但非对冲的产品成立，分别是深圳市瑞象投资、北京红色天时金融科技和北京艾亿新融资本的“瑞象 Alpha”、“红色量化 1 号”、“艾亿新融”。这三只产品由于非对冲类产品，在随后的震荡市中表现一般，其中的“瑞象 Alpha”目前还处于存续期，在近两年中打了个翻身仗。

股指期货来了！

2010 年 4 月 16 日沪深 300 股指期货上市，伴随着新金融工具的诞生，许多对冲基金有备而来，其中著名的朱雀投资就这样登上舞台，其别具意义的在 2010 年 4 月 27 日发行了三只产品，并且在同年 5 月 26 日再发行了三只产品，分别是“双核动力 1 期”的 1-6 号，6 只产品规模共计 2.8 亿，其中最小的 3 号产品规模近 959 万元，可见其发行产品的迫切性。但是有点遗憾的是，这几只产品并非朱雀本身直接进行股票 alpha 投资，而是以 FOF 的形式进行投资。这几只产品都采取了类同策略，净值大部分时间都在 1 元以上，但是不够稳定，从净值曲线观察推断其子基金未采用严格意义的 alpha 对冲方式。

此外，当年新增了另一只量化但非对冲的产品“青骓量化 1 期”，由于并未对冲这只产品的净值与大盘的相关性较大，在 2014 年波动的市场中业绩也难以有所发挥。

倚天阁投资第二只产品“西部信托-信合东方”问世，此只产品在新金融工具下也取得了不错的业绩，但是依然以多策略对冲手段为主。整体来看，2010 年并未看到以股票 alpha 策略为主的对冲产品，也未有明确标识以股指期货套利的产品。

Alpha! Alpha!

2011 年新产品发行数量环比大幅增加，共有 35 只量化对冲信托产品发行，10 只量化对冲券商资管产品发行。经过 2010 年不成熟的股票 alpha 运行，2011 年新成立的产品表现更加稳健。朱雀投资继续通过 FOF 形式发行了“双核动力 5 期”系列产品，这些产品从净值观察已经接近严格的股票 alpha 产品，但是依然保留有较大风险敞口。深圳市瀚鑫泰安资产发行了一只宏观策略产品“瀚鑫泰安量化成长 1 期”，此产品采取多策略模式，包含有商品期货跨期、跨品种套利，股票中性，股指期货套利及趋势投机等多种策略。产品的净值表现较为稳定，年化收益约为 7%，回撤较小。

直至 2011 年 3 月 28 日天津民晟资产发行了“民晟”A、B 和 C 三个系列产品，该产品表现稳定，历史年化收益率为 6.6%，从波动率来看，这系列产品是第一只公开可查的较为严格的股票中性的 alpha 基金。该产品完全以量化手段进行行业配置及股票精选，然后运用股指期货进行中性对冲，可谓早期较为成熟的一只量化 alpha 对冲基金，具有历史性的意义。

当然这期间也存在不少做的不如人意的“伪 alpha”，这些产品一般的问题是投资流程不成熟，风控不够严格，且策略体系不完善。

另外，本年 4 月朱雀投资发行了第一只主动管理的股票 alpha 产品“朱雀丁远指数中性”，观察净值曲线推断，其确实大部分采取了股票中性对冲策略，但也有部分仓位进行了另外方式的投资。该产品可惜在 2014 年尾的大幅指数上涨行情中遇到了一定的回撤，但其整体业绩表现依然较为优良，由于其非结构化产品，故净值回撤不构成对投顾方的压力。

另一只比较出众的股票 alpha 产品是北京尊嘉资产发行的“尊嘉 ALPHA”，产品规模为 9600 万元，自成立之后，该产品业绩表现稳定而优异，遗憾的是在 2014 年下半年上涨行情中遭遇大幅回撤。

在众多的股票 alpha 不断发行的当年，有一只较为特别的产品是深圳泽森资产发行的“泽森东和”，该产品是公开可查产品中第一只以股权投资为方向的，主要投资未上市成长性企业的股权，为企业提供并购资金支持，并用金融工具平滑收益曲线，该产品的净值回撤极小，但是由于投资周期较长，该产品的收益率还未有较大增长。

可以发现 2011 年成立的 ETF 套利基金仍然有好几只，但是从公布业绩的产品来看，ETF 的套利收益已经较低，套利机会大大减少。另外国泰君安发现资管套利产品“国泰君安君享套利”系列的共 5 只产品，华泰证券和浙商证券各发行一只资管套利产品，这些产品都增加了股指期货作为套利标的，比仅仅 ETF 套利更加有效。其中国泰君安的君享套利 1 号净值为 1.15，回撤比率极小。

星光熠熠

2012 年发行量化对冲产品数量继续急剧增加，共发行信托产品 78 只，资管产品 17 只，共计 95 只。信托方面，又一知名投顾-深圳悟空投资崭露头角，其发行的“悟空对冲量化”产品累计净值已达 2.2，最难能可贵的是其在 2014 年收益率接近 50%，

在量化对冲产品中表现优异。依据净值推断，其产品并非绝对对冲产品，保留有较大的单边头寸。

另一只量化产品“东源定向量化增强 1 期”，该产品的主要策略是定向增发，为最早可查的量化定增产品，其年化收益率约为 7%，净值波动较大。深圳礼一投资发行了参与股指期货套利的产品“礼一量化回报 1 期”，这只产品不论从收益率、回撤和夏普比率来看都是对冲产品的标杆，其策略主要是运用自己的 IT 技术和系统进行股指期货和 ETF 的套利。上海淘利资产以第一只“淘利套利 1 号”登上舞台，该公司多只产品表现都相当优异，不论是从策略、系统建设还是团队建设都较为成熟，是目前国内较为出色的对冲基金。此外，2012 年不断涌现例如上海金锝投资、浙江宁聚投资等多只优秀的投顾，2012 年是对冲基金星星闪耀的一年。

Alpha 与定增齐飞

2013 年量化对冲产品保持快速性增长的态势，这些新增加的基金多以股票 alpha 基金为主，2013 年创业板的牛市让这些 alpha 基金大赚不少，但是同质化的投资策略缺乏创新，2013 年唯一亮点的就是量化定增产品，这样的产品由于有事件驱动收益率为正的确定性较强。IPO 在 2012 年 11 月 3 日开始暂停，尤其是 2013 年整年都没有重启，大量有融资需求的公司只能通过增发股份来获得资金，顺应的定增产品开始大显其手。其中有盈峰资本发行的“盈峰量化”系列产品表现较好。2013 年也是股票 alpha 策略高度发展的一年，朱雀投资和重阳投资和尊嘉资产都开始大量发行股票中性产品。

发行高峰

2014 年量化对冲产品出现一波高峰，全年信托和券商资管发行的产品就近 600 只，尤其是当年基金业协会推行私募基金发行备案制，许多的私募基金不再通过信托或资管等平台发行产品，而是备案之后直接由私募基金本身发行产品。由于统计口径的缺失，此类发行的产品无法直接统计到，因此 2014 年全年各种方式累计发行的量化对冲产品数量将远超 600 只。爆发性增长下，隐忧开始显现，虽然 2013、2014 年量化对冲产品数量急剧增加，但是策略方面反而出现同质化，我们发现这些产品的绝大部分都是以做股票中性策略为主兼做少量套利，金融市场稳定性的基础是百花齐放的产品，产品业绩稳定性的基础是多种多样的投资策略，然而在爆发式增长的背景下，国内量化对冲江湖隐现一个巨大矛盾，即市场对量化对冲产品日益增长的需求与市场金融工具相对缺失的矛盾。目前市场的对冲工具仅仅由沪深 300 股指期货和融券，但是由于种种原因，融券在量化对冲产品中的运用率并不高，我们统计到仅仅有一只产品明文规定有融券操作，而且操作也仅限于借出券源给外部机构。这种成长矛盾下的危机终于在 2014 年下半年上涨行情中爆发，由于策略单一、对冲手段单一和投资方法同质化导致当期的股票 alpha 产品大面积回撤，不过套利对冲基金因套利机会增加而表现出色。如果从策略产品创新上看，2014 年对冲基金唯一的看点就是分级基金。有些对冲基金并非将权重全部留给股票 alpha，而是参与了分级基金以及股指期货的期现套利，在分级基金近乎疯狂的行情下，这类型的产品获得了不错的收益。例如，上海艾方资产以及青岛以太投资都参积极参与了分级基金套利。

表 185　中国量化对冲基金演进史

年份	运用金融产品	主要策略	代表产品
2004	封闭式基金	基金封转开套利	华宝信托“基金优选套利”
2006	封闭式基金	基金封转开套利	华宝信托“基金优选套利”2 期、3 期

2007	ETF、债券	ETF 跨市场套利 商品套利、多品种混合策略	北京方得资产“稳盈宝 1 号”(结构化) 深圳倚天阁“信合东方有限合伙”
2008	ETF、可转债、权证、封基	ETF 跨市场套利、可转债转股套利、正股+认沽权证、封转开套利	方得资产 国泰君安证券
2009	ETF、可转债、权证、封基	ETF 跨市场套利、可转债转股套利、正股+认沽权证、封转开套利、ETF 事件套利、ETF 延时套利、指数化高频交易	方得资产 国泰君安证券 礼一投资“礼一避险 1 号” 另外有 3 只量化但非对冲产品: “瑞象 Alpha”、“红色量化 1 号”、“艾亿新融”(量化非对冲)
2010	ETF、股指期货	除以上之外新增：早期类 alpha、FOF、股指期货套利、多策略	朱雀投资“双核动力”系列(FOF、类 alpha) 倚天阁“信合东方”(股指期货套利、多策略)
2011	ETF、股指期货	商品期货跨期、跨品种套利、成熟股票 alpha、股指期货套利及趋势投机、FOF、股权投资	深圳瀚鑫泰安“瀚鑫泰安量化成长 1 期”（宏观多策略） 天津民晟资产“民晟”系列(成熟 alpha) “朱雀丁远指数中性” (成熟 alpha) 北京尊嘉资产“尊嘉 ALPHA” (成熟 alpha) 深圳泽森资产“泽森东和”(股权投资)
2012	ETF、股指期货	股指期货跨期、期现套利、股票 alpha、定增	深圳悟空投资“悟空对冲量化”(alpha) 上海金锝投资、浙江宁聚投资(alpha) 礼一投资“礼一量化回报 1 期”(股指期货套利) 上海淘利资产“淘利套利 1 号” (股期套利) “东源定向量化增强 1 期”(量化定增)
2013	ETF、股指期货	股指期货套利、股票 alpha、定增	朱雀投资、重阳投资、尊嘉资产等(alpha) 盈峰资本“盈峰量化”(量化定增)
2014	ETF、股指期货、分级基金	股指期货套利、股票 alpha、定增、分级基金套利、FOF	北京睿策投资、北京盈融达投资(alpha) 上海歌斐诺宝资产(FOF) 艾方资产、以太投资(分级基金套利，多策略)

资料来源：Wind，华宝证券研究所

2.3.国内量化对冲基金发展的三个阶段

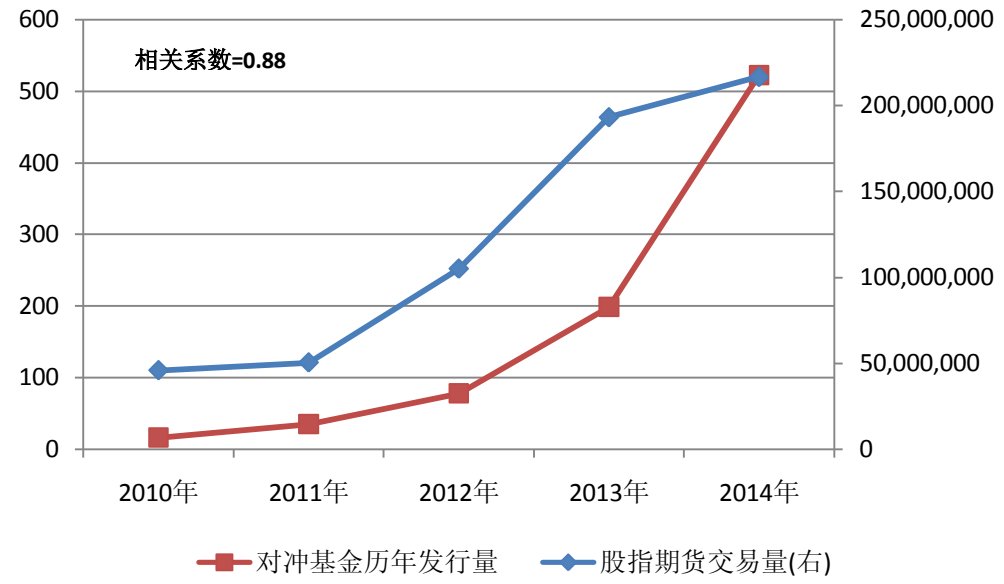
我们大致可以总结中国对冲基金发展的三个阶段:

阶段 1：2004-2006 年，此时国外量化对冲基金已经开展得火热，但是国内苦于没有金融工具和金融产品，量化对冲技术难以在国内展开，当时仅有的金融产品为封闭式基金，由于流动性低和退出机制的缺乏，封闭式基金上市交易后大幅折价，许多基金顺应时势将封闭式基金在定期内打开成开放式基金，因此催生了进行封转开折价套利的产品，这种产品对散户来说较容易实现，但是对于信托产品来说限制重重，华宝信托发行此类产品可谓是一种制度上的突破。这种最初期的甚至说比较原始的套利产品简单但有效。

阶段 2：2007-2009 年，随着 2004 年末国内第一只 ETF-华夏上证 50ETF 上市，到 2007 年已有 5 只 ETF 上市，并且在牛市期间 ETF 存在大量的溢价，较多的对冲基金发行以 ETF 套利为主。另外一个品种是可转债，其具有债券和期权双重特性，可转债的转换平价与其标的股票的价格产生折价时，两者间就会产生套利空间。2005 年股改开始后，先后有 21 只权证上市交易，但是权证当时被过分炒作，且覆盖面不够，难以对对冲基金形成系统性的影响，不过给对冲基金增加了一种新的对冲工具就是股票+认沽权证。另外，当时已有对冲基金开始尝试指数化的高频交易。

阶段 3：2010-2014 年，这个时间段的金融工具主要包括股指期货、ETF 和分级基金，基于这些金融产品诞生了大量量化对冲产品，是这三个阶段中发展最迅猛的阶段。促使第三阶段发展的直接原因就是金融工具股指期货的诞生。股指期货于 2010 年 4 月 26 日正式登陆中国金融交易所，发行至 2014 年成交量逐步放大，在 2014 年主力合约成交量增至峰值 1.77 亿手。

图 308　量化对冲基金(信托+券商资管)发行量与沪深 300 股指期货交易量



资料来源：Wind，华宝证券研究所

2010 开始的对冲基金发行数量增长趋势与股指期货交易量上升趋势呈现明显正相关，其相关系数达 0.88，原因是 2010 年之前没有金融工具(权证由于范围太小未计入)，仅有 ETF 和可转债等交易型金融产品，对冲策略较为简单，容量有限，不可能容纳大规模资产的对冲基金，事实上 2009-2010 年 ETF 一、二级市场的套利机会已微乎其微，加之股指期货上市，这种套利空间更加微小。股指期货上市的 2010 年，新发行的有关股指期货策略的产品由于接受进程并不多，直至 2011 年才开始启动，包括股指期货的期现套利、跨期套利、趋势套利、趋势投机和股票中性 alpha 产品大大增加，尤其是股票 alpha 策略实现绝对的超额收益，而且其联动了股指期货和股票市场，一方面有利于股票价值的发现，降低股市中过度投机而造成的剧烈波动，另一方面这样的两个市场联动交易使得对冲产品的资产容量大大提高，因而大量的 alpha 产品先后发行但是他们的收益率并未由于总规模的增加而下降。

另一方面，近年带有杠杆性质的分级基金异常火爆，分级基金间也有一定的套利机会，能够吸纳一部分对冲基金资产分布，但是目前的许多分级基金流动性不佳，因而其更适合资金短期炒作，资金容量有限。

再者，2012-2013 年间 IPO 暂停.，导致近年定增产品异常火爆，甚至有专门的券商和基金子公司专做定增产品。由于定增项目急剧增加，加大了分析难度，且上市公司复牌后的价格与大盘也有一定的相关性，因此用量化手段对定增股票进行筛选，再加上量化择时对标的对冲成了量化定增产品的普遍做法。

3.中国量化对冲私募的 2014：冰与火之歌

3.1.国内量化对冲火线扩容

量化对冲基金的发展离不开量化对冲工具的丰富。在国外，标准化的场内金融产品和非标准化的场外金融产品得到了同样重要的发展，对冲工具丰富。以期货/期权交易品种为例，包括股票期货/期权、股指期货/期权、利率期货/期权、外汇期货/期权、农产品期货/期权、金属期货/期权、能源期货/期权等。同时，量化交易也被海外多数对冲基金采用，借助计算机技术和数学模型，海外对冲基金将投资理念演化为一个个量化模型，以克服传统投资的行为偏差、信息处理不足等问题。

由于量化对冲基金实质上是由“量化”和“对冲”两个概念构成的，对国内量化对冲基金发展的探讨也理应围绕上述两个方面进行。

对冲方面，国内商品期货市场起步较早、发展也较成熟，但对于多数无实业背景的机构投资者而言，由于缺乏现货端的资产，众多商品期货相关的交易策略难以实现。2010 年，股指期货推出，既意味着国内金融衍生品市场加速发展，也标志着国内投资交易“对冲元年”的开启。随后，国债期货、融资融券等工具也相继出台，国内对冲工具日益丰富。随着原油期货等期货品种的延伸、股票期权渐行渐近，国内私募基金有望加速向海外对冲基金看齐。

量化方面，现有金融产品交易机制决定了当前私募基金的交易方式以传统的中低频交易为主，而中低频交易与量化交易的结合点较少。次贷危机后，大批海外从业人员回国为国内私募基金发展注入了新的活力，随着从业人员素质的提升，私募基金在众多机构投资者中引领了量化投资的潮流，尽管量化交易、程序化交易的程度整体还处于起步阶段。

2014 年，国内量化对冲私募发展的上述两大背景并未发生实质性的变更，但 2014 年着实称得上国内量化对冲产品大爆发的一年，以私募基金为代表的各类机构在量化对冲产品上的规模均得到拔生。部分银行的私人银行部全年销售了超百亿的量化对冲基金，部分券商代销的量化对冲私募产品规模也近百亿。保守估计，2014 年市场新发行的量化对冲私募产品在 600 只以上。

我们总结，2014 年成为国内量化对冲“大年”的原因主要有：

- 政策鼓励阳光化，私募认可度提升。2014 年 2 月 7 日起，《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》实行，私募基金登记备案制落地，私募基金转为正规军。私募基金转正以后，系列政策红利和配套建设加速落地，包括私募基金监督管理

办法出台、私募基金外包服务得到规范、机构间私募产品报价与服务体系推出等等。在此背景下，私募基金真正走到阳光下，为自己的名声而“战”，产品投资也不用再受制于通道方的要求。由于私募透明度得到提升，投资者对私募基金产品的认可度直接提升，这其中自然也包括量化对冲私募。

➢ 上半年行情与量化对冲“合拍”。2014 年 1 月 1 日~7 月 21 日，上证综指从 2112.13 点微跌至 2054.48 点，沪深 300 指数从 2323.43 点微跌至 2166.29 点，跌幅分别为 2.73%、6.76%，期间日波动率 33.23，大幅低于前三年的 111.01（2013 年）、136.83（2012 年）、232.03（2011 年）。不仅是国内市场，2014 年上半年衡量全球市场波动率的 VIX 指数也走出了近几年的新低。A 股市场“持续低迷+窄幅振荡”的风格令大部分传统多头策略失效，而对冲策略以“穿越牛熊、获取绝对收益”的投资风格获得了投资者的关注，辅以量化手段增加投资的纪律性和效率性更能获得投资者青睐。可以说，上半年的行情是决定 2014 年“量化”、“对冲”成为产品热销标签的重要原因。

➢ 传统投资工具吸引力下降，资金蜂拥对冲产品。过去几年金融机构“投行化”趋势带动了以债券、信托为代表的固定/类固定收益产品的兴盛。然而，随着到期兑付的集中来临，债券、信托等理财产品频爆违约风险，吸引力下降。同时，以二三线城市为代表的房地产价格下行风险日益凸显，“炒房”显然也已不再是一个优良的选择。量化对冲产品收益率普遍在 10%~20%之间，回撤控制较好，止损线往往较高，因此吸引力陡增。传统理财产品刚性兑付被打破、配合银行理财资金投向的严格管控，包括银行理财在内的大量资金流入私募产品市场。

➢ 新投资工具频出，考验投资者专业性。基础金融产品品类日趋完善，基于基础金融产品的复杂金融产品将成为未来一段时间发展的主力。个股期权、股指期权、ETF 期权、多空分级基金等复杂交易品种或将陆续推出，这对投资者的专业性提出了考验，多数投资者将倾向于寻找财富管理机构。私募基金较传统公募基金、保险等理财机构在投资范畴宽松性上有天然优势。

➢ “公奔私”再掀小高潮，量化对冲人才扩军。在海外量化对冲人才回流的基础上，国内顶尖人才也纷纷转型私募，私募人才队伍扩军。2014 年，“公奔私”再掀小高潮，王茹远、邱国鹭、王晓明等公募大佬纷纷奔私创业，以程定华为代表的券商人士同样为私募注入了不少新鲜血液。2014 年量化对冲私募人才济济。

诸多因素作用下，国内私募基金行业迎来黄金发展期，其中量化对冲私募得到空前的发展。截至 2014 年 12 月，已完成登记的私募基金管理人为 4856 家，私募基金从业人员 85978 人，平均每家从业人员为 18 人；私募基金管理人注册资本 6418.57 亿元，平均每家为 1.3 亿元。登记的管理人中有 572 家在基金业协会上有备案产品，备案产品共计 1702 只，平均每家产品为 3 只。

最新数据显示，截至 2015 年 2 月 7 日，已完成登记的私募基金管理人为 7358 家，管理私募基金 9156 只，管理规模 2.38 万亿元。

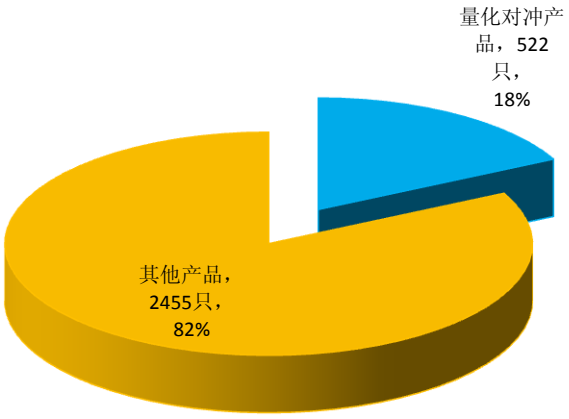
华宝证券草根调研了解，目前国内的量化对冲私募基金投资策略集中于股票市场中性策略、相对价值复合策略（含期现、跨期等二级市场套利和 ETF、分级等一二级市场套利、股票市场中性、可转债套利等）、管理期货策略（含套利、趋势、高频等）、股票多空策略、宏观对冲策略、股票多头（量化）等。截至 2014 年底，上述量化对冲私

募产品在存续期的总计约 522 只，而所有证券投资类私募产品总计约 2977 只，量化对冲私募产品个数占比约 18%。

从量化对冲产品的策略分布看，股票市场中性策略以 31%的市场份额居量化对冲策略第一位，其次为管理期货的趋势策略，市场份额为 29%，再次为股票多空策略，市场份额为 18%。股票量化、管理期货套利策略等其他策略的市场份额占比较低。

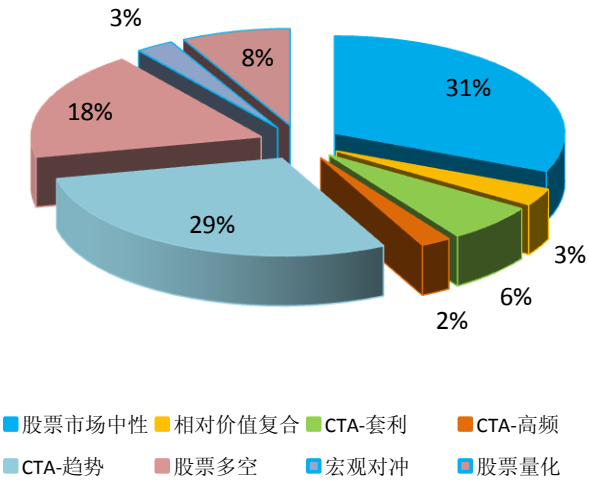
在估算的 2.38 万亿管理资产规模中，如果估计证券投资类私募基金占比 40%、量化对冲占证券投资比为 15%，则国内当前量化对冲私募的管理资产规模估计约 1400 亿元，与全球 2.7 万亿美元的规模相比，占比约 0.9%。

图 309　量化对冲占证券投资类私募产品比重（2014 年）



资料来源：私募排排网，华宝证券研究所

图 310　量化对冲产品策略分布（2014 年）



资料来源：私募排排网，华宝证券研究所

3.2.国内量化对冲遭遇“成长的烦恼”

舆论聚焦和发行火爆的背后，2014 年的几件大事让国内量化对冲私募基金尝到了“成长的烦恼”：

对冲基金大幅回撤，绝对收益去哪儿了？

事件回顾：2014 年 7 月下旬，牛市行情初启，到 11 月下旬，央行突然降息，疯牛行情发力，大盘强势拉涨近 40%。由于大盘普涨，这期间所有的行业指数全部出现上涨，因此多头基金净值出现较大幅提升、指数基金风光无限。但对冲基金公司在这波行情之中，要做出超越大盘的绝对收益可谓难上加难，由于应对措施不足，经验尚浅的对冲基金业绩出现较大回撤、吃掉了上半年累计的收益，甚至出现了大面积亏损，行业内频现爆仓传闻。

点评：华宝证券在《持续上涨行情下对冲基金的危机解析》中曾作出如下统计分析：基于 wind 数据，所有存续期对冲产品的历史年化收益率均值降低了近 32%，净值波动率被迫提高了 53.5%，历史最大回撤均值由-4.77%扩大到了-9.89%，夏普比率更是急剧下降了 70%，综合分数下降 10%。大盘上涨期间（2014 年 7 月 20 日-2014 年 12 月 19 日），有近 62%的产品收益率变差，近 66%的产品创造了历史最低回撤，近 72%的

产品夏普比率下降，近 60%的产品综合分数下降，然而期间大盘上涨了约 56%，因此在与大盘的强烈对比下，这种业绩表现对 alpha 对冲基金是一个较大的打击。

对冲基金素以“追求绝对收益”著称，尽管经过几十年的发展，对冲基金的含义已经得到了极大的延展，但绝对收益仍是绝大多数对冲基金的宗旨。是什么原因使得此波行情成为国内对冲基金的噩梦？

我们作出如下分析：

国内对冲工具单一，当前以沪深 300 股指期货为主。在前两年局部热点、小盘股活跃的风格下，国内对冲基金通过多因子选股模型选出来的标的大多为小盘股，故做多小盘股、做空沪深 300 股指期货成为业内的普遍做法，而后者对应的是大盘股。这种多空风格不匹配的投资策略在小盘股行情向好、大盘行情不佳的背景下可获得较优的收益。但一旦风格向大盘股轮动，则该对冲策略在多头和空头头寸上都将遭受损失。这是 2014 年下半年行情中多数对冲基金表现不佳的重要原因。

同时，在下半年极端行情中，期货市场涨幅过猛、连续出现逼空行情，股指期货与现货指数之间的正基差扩大，对冲空头端亏损愈发严重。

当然，由于国内对冲基金处于起步阶段，对冲模式单一又类同，这也为之后的危机埋下了伏笔。许多号称储备了多个子策略的对冲基金在极端行情来临时仍措手不及，根本原因是子策略的雷同性、未真正实现多元化。

疯牛行情过后，投资者在对对冲基金的兴趣下降的同时，重拾对传统股票多头的信心，这给国内量化对冲基金 2015 年的发展蒙上了一层阴影。为应对上述挑战，转变单一策略风格将成为国内对冲基金的首要目标，在针对以往行情的投资方式已然失效的时候，特立独行、多策略对冲将成为新的市场宠儿。同时，反思此次上涨行情对对冲基金造成的不利影响，及时识别市场风格的切换、灵活调整仓位和策略也将成为优质对冲基金发展的法宝。再者，借股票期权等工具推出之际，优秀的对冲基金应能及时将场内外的衍生工具纳入，以实现策略的多样化。

规模与规范不匹配之殇

事件回顾：2014 年 4 月 22 日，创势翔董事长黄平召开发布会，称旗下“创势翔 2 号”遭遇“堵单”，引发客户要求提前清盘。而作为创势翔管理层的另一方，章亚东、张铲棣等相继“发声”。创势翔两大管理人隔空喊话，牵扯出其内部隐藏许久的纷争，这种纷争既损害了相关投资者的利益，也暴露了行业内的管理盲点。

2014 年 12 月 8 日，基金业协会开出首张私募罚单：深圳吾思基金管理有限公司因涉及两项违规受到处罚：（1）未按规定如实填报登记信息；（2）实际控制人因涉嫌犯罪被公安机关采取强制措施，公司已无法有效履行管理人职责，但未按规定向基金业协会报告上述重大事项。基金业协会已对深圳吾思作出撤销管理人登记、对其实际控制人和法定代表人进行公开谴责并加入黑名单的纪律处分。

点评：经过 2013 年~2014 年的快速发展，国内量化对冲私募基金规模上升较快，不少基金管理资产规模已发展至几亿~几十亿不等的水平，但人员配置和管理显然并未跟上规模增长的节拍。

华宝证券草根调研了解，当前私募基金人员配置普遍不足，不少私募基金从业人员数量在 10 人以下，身兼数职现象盛行。这种情况一则延伸为公司创办人的“一言堂”，

即公司所有投资、管理事务皆有创办人决定，集体评议形同虚设；二则延伸为风险控制的薄弱化，公司风控专员由运营人员甚至投资研究人员兼任，导致风控环节薄弱。

实际上，导致 2014 年发生的多起私募基金管理乱象事件发生的根本原因是管理的缺位。反观发展相对成熟的资产管理机构，如公募基金、券商资管、保险资管等，均有着较完备的业务流水和管控举措。私募基金快速发展的势头对上述资产管理机构无疑是一种冲击和挑战，但如果私募基金无法完善自身的管理条线，则私募基金将输给自己而非竞争对手。

可喜的是，为化解私募基金的管理之殇，监管部门一方面加强监督管理，另一方面也着手出台了基金外包业务指引，随着私募 PB 业务的流行，越来越多有经验的机构将参与到私募基金的业务流程中去，这有助于改善私募基金的管理水平。

私募备案制度实行以来，私募基金摆脱通道束缚，直接走上资产管理的舞台。在激烈的竞争中，除了提高投资业绩以外，真正希望实现长期发展的私募基金必然需要考虑如何维持投资者的信任，这就需要在公司治理、风险控制、品牌维护、投资者服务等方面下苦工。可以预期，2015 年，优秀的私募基金将重点在上述方面发力，全方位提升自己。

私募界的“羊群效应”

事件：2014 年前半年，大盘指数持续在 2000 点左右徘徊、处于历史低位，定增基金受追捧。一时之间，私募基金刮起“定增风”。无论原先投资什么品种、使用什么策略、有无定增经验、有无对冲准备，一众私募基金涌向定增产品，借此壮大资产管理规模。据媒体报道，2014 年私募发行的定增产品超百只，存续期定增产品超 300 只。私募群体性发力定增市场与一年前刮起“市场中性风”颇有相似之处。

点评：尽管不少定增产品 2014 年来收益颇丰，可谓是抓住了经济转型时期的投资机会。但是，不少私募在发行定增产品的时候并未思虑周全。实际上，定增产品也有破发风险，尤其是单一而非指数化的定增产品。此外，由于融券券源紧张，定增产品往往也缺乏对冲避险。

更进一步，市场中性风、定增风都反映了当前国内私募基金的“羊群效应”。这与前述的策略类同不无联系，也与私募行业处于粗放型生长阶段有关。这种群体性的投资行为容易导致二级市场的追涨杀跌，并最终影响投资者的投资收益。

参考国外经验，私募行业的良性发展模式应是投资方式百花齐放，当前部分国内私募趋同的投资方式导致了行业整体的大起大落，不利于行业的长期稳定发展。

4.中国量化对冲产品现状分析：按策略

如前所述，据华宝证券草根了解，目前国内的量化对冲产品主要集中于几大策略：股票市场中性策略、相对价值复合策略、管理期货策略、股票多空策略、宏观对冲策略、股票多头（量化）等，其他策略如事件驱动等的量化对冲程度不高。

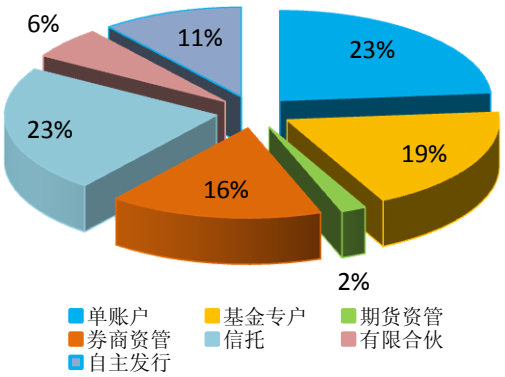
综合而言，2014 年底存续的量化对冲产品中，信托和单账户是主要的产品形式，但没有一种产品形式存在绝对优势。其中，信托主要沿袭了阳光私募时期的优势，但绝对优势已经不再，其通道业务正在遭受其他资产管理机构的冲击。单账户是期货类私募常采用的形式，这主要是因为期货策略资金容量有限、期货资管起点较高且以往只能为

“一对一”形式、期货策略风险与收益奇高、投资者接受度小等原因。基金专户和券商资管凭借较强的研究辅助能力、相对宽松的投资范畴和灵活风控、较低的通道费率、迅速发展的交易系统，近年来受到了越来越多量化对冲私募基金的青睐，2014 年市场份额分别为 19%、16%。值得注意的是，私募备案制有力推动了私募自主发行产品的发展，2014 年该类量化对冲产品已占到 11%。随着期货资管“一对多”的放开，未来期货资管架构上的量化对冲产品有望增长。

在所有信托形式的量化对冲产品中，非结构化占据了产品形式的主流，2014 年 97%的量化对冲信托产品为非结构化产品。

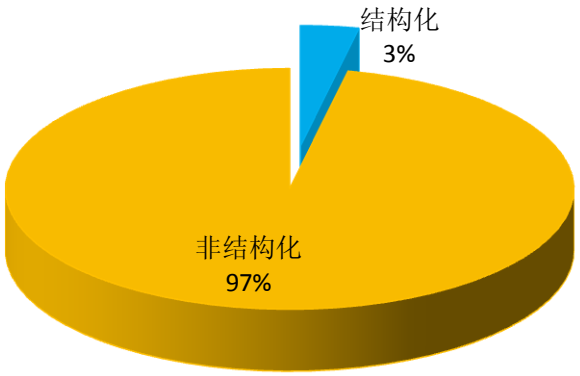
所有可查的量化对冲产品中，成立时间主要分布在 2013 年和 2014 年，这显示量化对冲产品的成立时间普遍偏短。

图 311　国内量化对冲产品形式



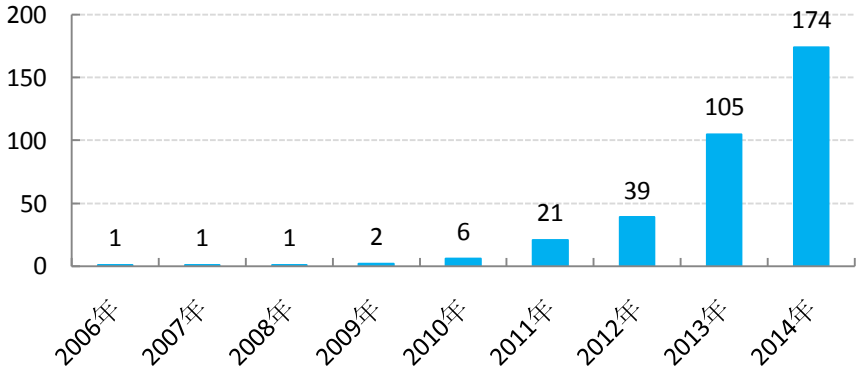
资料来源：私募排排网，华宝证券研究所

图 312　国内量化对冲产品架构



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 313　量化对冲产品成立分布（单位：只，2014 年底存续的）



资料来源：　Wind，华宝证券研究所

我们对 2014 年主要的量化对冲策略业绩进行了一定的统计回顾：

在各类量化对冲策略中，股票市场中性策略的平均收益率最低，为 2.88%，显著低于股票量化、股票多空、套利复合等策略。以量化对冲方式交易的期货高频和期货趋势策略收益率均值最高，为 44.28%。

当然，由于遵循较严格的对冲思路、裸头寸暴露较少，股票市场中性策略的波动率在各类策略中也是最低的，2014 年均值为 9.49%，套利复合策略和股票量化策略的波动率也较低，分别为 12.50%和 10.91%。期货高频和趋势策略波动率最高，为 31.25%。

由于遭遇了 2014 年下半年的极端行情，股票市场中性策略的最大回撤“意外”大于股票量化和股票多空策略。套利复合策略的连续最大回撤最低，为 4.06%。总体而言，相对价值类策略，无论是股票市场中性还是套利复合策略均在 2014 年经历了历史相对较大的回撤。

夏普比率方面，得益于下半年的大盘股行情和市场波动性的加大，股票多空、期货高频和趋势的夏普比率较高，分别为 2.67 和 2.80。

表 186　不同类型量化对冲基金 2014 年绩效统计

指标	策略类型	平均数	中位数	众数	最大数	最小数	标准差
收益率	股票量化	13.30	9.30	-26.18	70.76	-26.18	16.86
	股票多空	34.05	24.84	2.18	303.60	-23.09	43.78
	股票中性	2.88	1.30	-1.47	31.96	-16.96	8.81
	套利复合	16.42	7.13	7.13	90.27	-5.73	23.68
	期货高频和趋势	44.28	31.07	-58.27	361.96	-58.27	60.74
波动率	股票量化	10.91	7.42	3.21	31.53	3.21	7.00
	股票多空	20.80	16.34	8.57	152.39	3.99	19.31
	股票中性	9.49	8.38	20.03	37.38	0.35	4.73
	套利复合	12.50	8.28	1.30	76.01	1.30	13.82
	期货高频和趋势	31.25	28.31	11.01	124.46	11.01	17.79
最大回撤	股票量化	-5.70	-5.11	-25.20	-0.98	-25.20	4.52
	股票多空	-6.72	-6.40	0.00	0.00	-24.47	4.60
	股票中性	-7.49	-5.78	-20.05	0.00	-31.46	5.82
	套利复合	-4.06	-3.61	-3.94	0.00	-13.89	3.49
	期货高频和趋势	-13.23	-8.69	-56.08	0.00	-56.08	11.15
夏普比率	股票量化	1.08	0.80	-2.39	3.59	-2.39	1.26
	股票多空	2.67	1.78	2.19	35.22	-3.05	5.15
	股票中性	0.07	-0.19	-0.25	4.83	-4.15	1.60
	套利复合	1.78	1.67	-1.02	12.55	-1.02	2.12
	期货高频和趋势	2.80	1.80	-1.95	23.05	-1.95	4.12
综合分数	股票量化	63.36	62.98	7.95	88.50	7.95	15.79
	股票多空	70.30	72.81	66.17	94.66	14.26	16.65
	股票中性	54.46	52.32	40.80	84.85	-23.14	16.65
	套利复合	69.90	71.33	40.82	87.56	40.82	11.91
	期货高频和趋势	70.61	77.08	-2.92	97.81	-2.92	20.80

资料来源：Wind，华宝证券研究所

注：收益率为 2014 年累计收益率、非年化。

4.1.股票市场中性策略

股票市场中性策略又称 alpha 策略，是当前国内私募证券投资基金最常用的策略之一。它从消除市场系统性风险（Beta）的维度出发，通过同时构建多头和空头头寸对冲市场风险，以期获得较稳定的绝对收益。

国内通常的操作方式为：买入股票同时卖空与股票等市值的股指期货（也可以采取融券方式），盈利模式为所买股票超越大盘的涨跌幅。市值对冲不是完全的 Beta 对冲，但可以减少计算量、降低仓位调整频率，因此被国内私募普遍采用。

股票中性策略的敞口上限为总资产的 10%，是量化对冲产品中敞口比率最低的一类策略。此类策略的主要技术点为，通过各种角度选择一定时间内涨幅超过大盘的股票组合，如果股票组合收益率超越大盘的能力越强，说明该对冲基金获取 alpha 能力也越强。如果用股指期货作为对冲工具，大部分时候会有一定的升贴水损失，例如 2014 年下半的上涨行情中，股指期货大幅度升水，会导致股指期货端的空头亏损较为严重。由于目前的选股策略大多为行业中性，即股票所在行业分布尽量的与沪深 300 指数一般的分散，如果行情上涨过分的依赖于某几个行业，会对股票中性策略的效果有较大冲击，例如 2014 年下半年的强势上涨行情就属于此类。

目前，股票中性策略最主要的矛盾就是，市场对于对冲策略日趋上涨的需求与实际对冲工具不足的矛盾，股票期权上市以及融券业务的扩充能够缓解此类问题。

统计 2014 年股票市场中性策略的表现，策略年化收益率的均值为 2.88%，这一收益率水平不仅显然不及前两年，也大幅低于其他策略表现。多数股票市场中性策略在 2014 年下半年的行情中侵蚀了上半年积累的收益。2014 年股票市场中性策略波动率为 9.49%，这一水平与其他策略相比较低，表明即使经历了大幅回撤，股票市场中性策略仍是相对稳健的策略。全年策略最大回撤均值 7.49%，我们曾在《持续上涨行情下对冲基金的危机解析》中提及，下半年回撤水平显著增加，拖累全年回撤。

在年底存续、可查业绩的股票中性策略产品中，2014 年收益表现较好的产品有宽智阿尔法对冲 1 号、杉杉青骓量化对冲 1 号、知几合伙量化对冲 1 期等，2014 年收益率分别为 31.96%、29.44%、22.63%。2014 年收益率在 10%以上的产品合计 23 只，占所有股票市场中性产品的比为 18%。

表 187　股票市场中性产品 2014 年业绩回顾

指标	平均数	中位数	众数	最大数	最小数	标准差
收益率（%）	2.88	1.30	-1.47	31.96	-16.96	8.81
波动率（%）	9.49	8.38	20.03	37.38	0.35	4.73
最大回撤（%）	-7.49	-5.78	-20.05	0.00	-31.46	5.82
夏普比率	0.07	-0.19	-0.25	4.83	-4.15	1.60

资料来源：Wind，华宝证券研究所

注：收益率为 2014 年累计收益率、非年化。

表 188　2014 年收益表现较好的股票市场中性产品

产品简称	投资顾问	成立时间	基金经理	2014 年收益率（%，年化）
宽智阿尔法对冲 1 号	上海宽智投资管理有限公司	2013-12-17	董安	31.96
杉杉青骓量化对冲 1 期	青骓投资管理有限公司	2013-06-20	张志斌	29.44

知几合伙量化对冲 1 期	知几投资	2013-08-08	-	22.63
棕石量化套利基金	广州棕石投资管理有限公司	2012-11-25	黄晓舟	19.60
申毅对冲 1 号	上海申毅投资股份有限公司	2012-06-15	申毅	16.97
盈融达量化对冲 1 期	盈融达投资(北京)有限公司	2012-12-20	童健	16.78
盈融达量化对冲 1 期	盈融达投资(北京)有限公司	2012-12-20	童健	16.78
翼虎量化对冲 2 期	深圳市翼虎投资管理有限公司	2013-02-09	余定恒	16.59
翼虎量化对冲	深圳市翼虎投资管理有限公司	2012-09-25	余定恒	15.33
喜世理昂盈沃对冲 1 号	上海喜世润投资管理有限公司	2014-03-24	周洲密,关歆	15.80

资料来源：Wind，华宝证券研究所

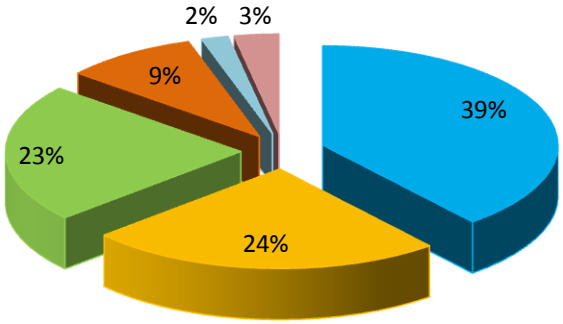
注 1：我们聚焦于实际管理人为私募基金的产品，故暂不将无法看清实际管理人的产品列入，包括国泰君安君享阿尔法对冲、国金慧泉精选对冲 3 号、国金慧泉量化专享 1 号等。

注 2：为真实反映产品收益情况，我们仅列出成立时间满半年的产品。

从产品形式看，2014 年底存续的股票市场中性策略产品的架构较分散。信托凭借传统阳光私募时期遗留下来的优势以 39%的市场份额险胜其他架构。随着基金公司特定客户资产管理业务和券商 PB 业务的发展，基金专户和券商资管架构上的股票中性策略产品已占全市场的 23%、24%。随着私募备案制度的正式出台，私募自主发行的备案私募产品落地开花，2014 年以该形式发行的股票市场中性策略产品占比 9%。

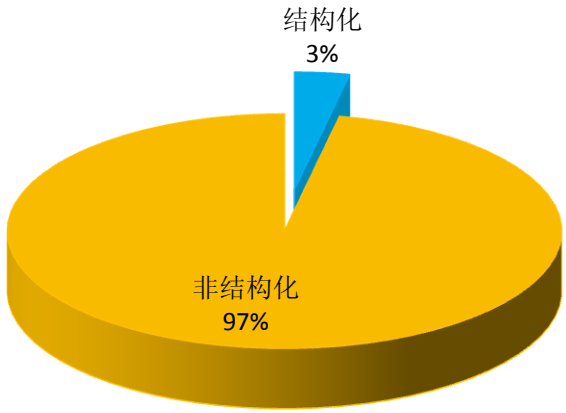
从产品架构看，所有以信托形式存在的产品中，非结构化产品依然是股票市场中性策略的主流，市场占比约为 97%，结构化产品市场占比较小。

图 314　股票市场中性策略产品形式



资料来源：私募排排网，华宝证券研究所

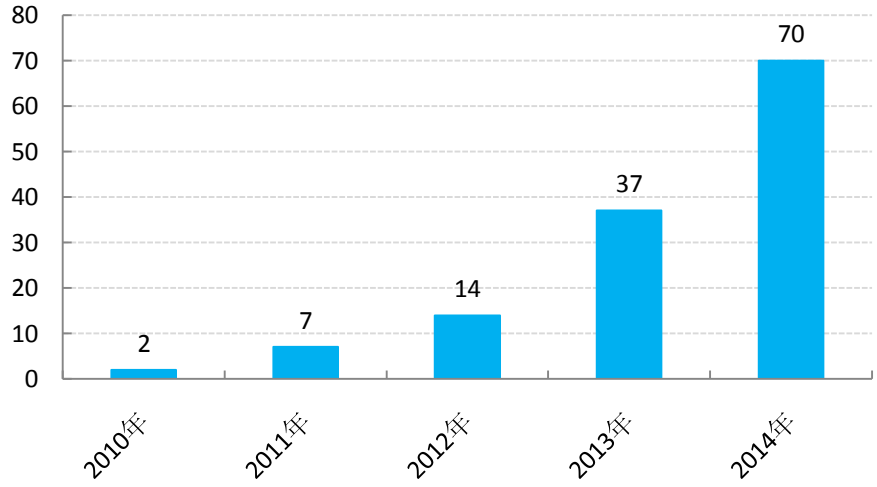
图 315　股票市场中性策略产品架构



资料来源：Wind，华宝证券研究所

我们对业绩可查的产品进行统计分析，产品成立时间以 2014 年为主，2012 年及以前成立的产品极少，这表明多数市场中性策略产品的存续期较短、在 2 年以内。在 2014 年成立的产品中，上半年产品为 29 只，下半年为 41 只，这表明上半年波澜不惊的行情激发了投资者对市场中性产品的兴趣、产品成立数量迅速增加。

图 316 股票市场中性策略产品成立分布（单位：只）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

4.2.套利策略（含期货套利）

套利策略中最常见的是二级市场套利，包括商品跨期、跨品种套利，股指期货跨期、期现套利，ETF 跨市场、事件套利、延时套利等。

2014 年分级基金大行情来袭，基于分级基金的折溢价套利盛行，这可以归类为一二级市场间的套利。因为分级基金带有杠杆特性，在上涨时，B 端会吸引市场较多资金在二级市场追高，导致分级基金母基金整体呈现较高溢价，投资者可以在一级市场收购母基金，然后在拆分成 A、B 端子基金再在二级市场，卖出获利。

由于国内的金融工具和金融品种都不多，国内的套利策略多为方向性套利，即依赖于价格的上涨下跌而寻找套利机会，国外的期权可以对波动率预测进行套利。在市场行情不温不火，波动较小时，这类策略往往找不到套利机会，因而国内的套利对冲基金往往会在无套利机会时，增加一些另外的小策略，构成套利复合策略。

例如在套利机会较少时，套利基金会增加一小部分的趋势投机或者股票市场中性等。长期来看，这种方式更利于产品的发展。

从 2014 年套利相关产品的净值表现倒推，目前国内许多套利私募基金实际已开始倾向于套利复合策略，以获取更可观的收益。因为如果是严格意义的套利策略，其净值波动率应该与股票中性策略相当甚至比其更小，但实际上我们统计出，套利策略的收益率波动率明显高于股票中性，略高于股票量化策略。

2014 年上半年，大盘波动率极低，因而截止到 2014 年上半年，套利策略的收益率应该是不如股票中性及股票量化的，但是下半年股指波动加剧，各类型的套利机会大大增加，因而下半年套利复合策略反而后来居上，在收益率上超越了股票中性和股票量化。

目前套利复合策略主要问题是品种不多，综合指数型 ETF 往往风格不够鲜明，行业指数 ETF 数量较为缺乏，分级基金的活跃基金数不够多难以承受较大资金进出；金融工具仅仅有股指期货，对冲性能不够。

得益于分级基金等的表现，2014 年套利和套利复合策略的业绩表现较好。策略年化收益率的均值为 16.42%，这一收益率在所有量化对冲策略中居于中游水平，多数套利和套利复合策略的业绩在下半年奋勇直追。

在年底存续、可查业绩的套利和套利复合产品中，2014 年收益表现较好的产品有艾方多策略对冲套利 1 期、康腾量化对冲 1 号、双隆量化套利基金 1 号等产品，2014 年年化收益率分别为 106.35%、90.27%、81.75%。其中，艾方多策略对冲套利 1 期成立于 2014 年 5 月，2014 年的累计收益率为 56.29%。

无论是收益均值还是收益最大值，都反映出 2014 年套利和套利复合策略较股票市场中性策略而言有更多机会。

表 189　套利及套利复合策略 2014 年业绩回顾

指标	平均数	中位数	众数	最大数	最小数	标准差
收益率（%）	16.42	7.13	7.13	90.27	-5.73	23.68
波动率（%）	12.50	8.28	1.30	76.01	1.30	13.82
最大回撤（%）	-4.06	-3.61	-3.94	0.00	-13.89	3.49
夏普比率	1.78	1.67	-1.02	12.55	-1.02	2.12

资料来源：Wind，华宝证券研究所

注：收益率为 2014 年累计收益率、非年化。

表 190　2014 年收益表现较好的套利和套利复合策略产品

产品简称	投资顾问	成立时间	基金经理	2014 年收益率（%，年化）
艾方多策略对冲套利 1 期	上海艾方资产管理有限公司	2014-05-16	蒋锴	106.35
康腾量化对冲 1 号	广州市康腾投资管理有限公司	2013-09-25	邓文杰	90.27
双隆量化套利基金 1 号	上海双隆投资有限公司	2012-06-21	—	81.75
双隆量化套利基金 2 号	上海双隆投资有限公司	2012-06-21	孔为民	63.06
双隆量化套利基金 3 号	上海双隆投资有限公司	2012-04-23	孔为民	48.84
淘利趋势套利 1 号	上海淘利资产管理有限公司	2012-08-01	肖辉	22.56
礼一量化回报一期	深圳礼一投资有限公司	2012-02-13	—	18.88
新余嘉理投资	深圳嘉理资产管理有限公司	2014-01-01	李君杰,李建春	13.27
诺德-淘利量化 3 号	上海淘利资产管理有限公司	2013-12-23	肖辉	11.39
淘利多策略量化套利	上海淘利资产管理有限公司	2012-09-12	肖辉	10.37

资料来源：Wind，华宝证券研究所

注：为真实反映产品收益情况，我们仅列出成立时间满半年以上的产品。

4.3.管理期货（非套利）

与传统的股票、债券投资不同，管理期货策略侧重于期货市场的投资。从历史发展看，管理期货基金的投资品种原局限于商品期货，但随着金融期货的快速发展，管理期货基金已逐渐将投资范围扩展到股指期货、外汇期货、国债期货等期货/期权品种及相应的现货品种。

量化对冲类的管理期货产品，就是用量化手段判断买卖时点、用计算机程序化实现期货的投资策略。一般而言，需要程序化的策略往往都是高频率的。低频率手动操作和机器操作效果差别不大。

由于期货为 T+0 方式，因而采用程序化的高频交易比手动交易具有天然优势。从程序化交易这块，期货领域其实较为领先于股票领域，而且现在的期货高频策略已经由比拼策略思想提升到了比拼系统配置和下单速度等方面。

期货领域的量化对冲策略可分为套利和非套利两大类，套利类的已在前面有所表述。非套利类策略又可进一步分为高频和趋势两类。期货高频策略有较大部分以做短期投机的策略，以弥补套利策略容量不大及机会不多的缺点。

由于期货具有杠杆属性，因而这类型的策略所持仓的市值往往较大，有时候甚至超越产品资产总值，最后导致其收益率的波动率也是所有产品中最大的，我们统计 2014 年的结果为 31%。快速交易的性质致使其产生较多交易次数，再加上其杠杆特性，这类产品的收益率也较高，2014 年达到 44%。

这类产品以短期的投机和套利为主，其敌人也是无趋势的市场行情。尤其是在市场连续的出现震荡行情时，这样的策略由于其杠杆特性会产生较大的回撤，在 2014 年数据中，这种策略的最大回撤是最大的，超过了 13%。另一个对于此类策略的限制是，虽然目前市场上的期货品种较多，但是活跃交易品种不多，高频交易较大程度倚重于品种成交量，其开平仓时间间隔较短也使得其策略容量不大，除非有更多的活跃期货品种出现。

在年底存续、可查业绩的管理期货（非套利）产品中，2014 年收益表现较好的产品有赢远投资实盘账户、臻品-同富 6 号、淘利策略指数进取 1 号等产品，2014 年年化收益率分别为 361.96%、332.74%、288.30%。

表 191　管理期货（非套利）策略 2014 年业绩回顾

指标	平均数	中位数	众数	最大数	最小数	标准差
收益率（%）	44.28	31.07	-58.27	361.96	-58.27	60.74
波动率（%）	31.25	28.31	11.01	124.46	11.01	17.79
最大回撤（%）	-13.23	-8.69	-56.08	0.00	-56.08	11.15
夏普比率	2.80	1.80	-1.95	23.05	-1.95	4.12

资料来源：Wind，华宝证券研究所

注：收益率为 2014 年累计收益率、非年化。

表 192　2014 年收益表现较好的管理期货（非套利）策略产品

产品简称	投资顾问	成立时间	基金经理	2014 年收益率（%，年化）
赢远投资实盘账户	深圳市赢远投资管理有限公司	2013-12-10	张浪	361.96
臻品-同富 6 号	深圳臻治基金管理有限公司	2014-06-30	朱臻	332.74
淘利策略指数进取 1 号	上海淘利资产管理有限公司	2013-10-24	肖辉	288.30
国泰君安-青骓衍生品高频 1 期	青骓投资管理有限公司	2013-08-09	刘磊	146.90
淘利策略指数稳健 1 号	上海淘利资产管理有限公司	2013-11-07	肖辉	135.89

乐活恒永	厦门誉信丰投资管理有限公司	2011-08-02	陈世彬	106.11
金鹰-双隆 3 号	上海双隆投资有限公司	2014-03-06	孔为民	102.21
北斗一号	深圳市北斗祥云资产管理有限公司	2013-02-18	张涛	99.85
新余凯纳 1 号	广东凯纳投资管理有限公司	2014-01-29	陈曦	88.46
凯纳迅猛龙	广东凯纳投资管理有限公司	2013-09-09	陈曦	85.50

资料来源：Wind，华宝证券研究所

注：为真实反映产品收益情况，我们仅列出成立时间满半年的产品。

4.4.股票量化和股票多空

股票量化策略分带对冲和不带对冲两类。由于敞口限制灵活，这类策略在市场行情的趋势比较明显时，往往占优。例如在市场呈现大幅趋势性上涨行情时，多头敞口比例提高，反之则把空头敞口比例提高，这种情况下股票量化策略会比完全股票中性策略收益高。

但是如果市场的趋势性不明显，多空难断时，多空敞口难以进行准确配置，股票量化策略的收益低于股票中性策略。从 2014 年下半年呈现趋势性上涨行情，因而股票量化策略基金的收益为 13.3%明显高于股票中性策略的 2.88%。股票量化策略由于保留有较多的敞口比例，在依据市场涨跌时，操控更灵活，问题是，这样也对对冲基金本身的择时水平提出了较高要求，如果敞口调整的方向与市场涨跌不一致，则会有负面影响，虽然 2014 年趋势性上涨下，股票量化策略收益确实高于了股票中性策略，但是长期来看，敞口的放开对业绩的好坏并非确定。

股票多空策略则分为量化和非量化两类，该策略的绩效会较大的倚重于对市场多空大势的判断，依据多空方向再选择配备不同类型的投资品种，例如在多头市场会配置弹性较大的行业和股票，反之，在空头市场会配置防御性板块，甚至采用股指期货或者融券等方式留有一定的空头敞口。

由于敞口明显提升，这类策略的波动率显然高于其他偏股型量化对冲策略，达到 20%以上。在整体仓位一致的情形下，净值收益率波动率大小是判断策略敞口的重要标志。由于 2014 年整体大幅上涨，这类产品在 2014 年的收益率也较前几类高，达到了 34%。某种程度上说，股票多空策略的操作难度比前几类更大，因为除了要进行标的选择外，还需对大盘多空进行判断即择时，择时判断是市场较难的操作，因为从长期来看，大盘涨跌的概率基本一致，很少有策略能够长期的判断正确市场走势。正因为如此，目前的量化多空策略，往往是以动量策略为主，即市场已经出现较为明显的趋势性上涨或者下跌行情时，再做相应的调整。目前来看，这种策略的大敌和套利复合策略一样，那就是毫无趋势的市场行情，两者也有不同，套利策略在市场震荡时几乎难以盈利，而股票多空策略可以扑捉到实时热点，选择到正收益的股票。期权的推出，会使得套利策略在波动率较低时也能够有盈利方式，即期权的蝶式套利和飞鹰套利等。

5.量化对冲产品 PK：公募 VS 私募

2014 年，量化对冲产品在国内得到前所未有的重视和发展，这一热潮不仅存在于私募领域，也蔓延到了公募领域。

我们在去年的年报中曾提及：2013 年市场上共有 18 只公募基金提及使用了量化或对冲手段进行组合投资或控制组合风险，管理资产规模合计 183.8 亿元，占当时公募基金 3.02 万亿总规模的 0.6%。

根据 wind 数据，2014 年市场上共有 105 只公募基金可归类为量化对冲公募基金，管理资产规模合计 892.15 亿元。其中被动管理型的（指数跟踪）为 75 只、619.69 亿元，主动管理型为 30 只、272.46 亿元。

与 2013 年相比，主动管理类的量化对冲公募基金产品总数增长了 12 只，增幅 66.67%；管理资产规模增长了 88.66 亿元，增速 48.24%。量化对冲公募基金占公募资金 4.47 万亿总规模的 0.6%，与 2013 年的比重相等。

此外，2014 年新发行的量化对冲公募基金共 11 只，较 2013 年新发 2 只的情况进步明显。

5.1.公/私募量化对冲 PK：管理规模

在资产管理领域，公募基金发展相对成熟，私募基金起步较早、但发展较迟缓。但是在量化对冲领域，私募基金一直以灵活的投资风格领跑其他资产管理机构。

如前所述，我们预计 2014 年国内量化对冲私募基金管理资产规模约 1500 亿，而量化对冲公募基金管理规模 272.46 亿元，私募基金领先优势明显。

但就单个基金而言，粗略统计，单个量化对冲私募产品的规模普遍在 1 亿以下，而单个量化对冲公募基金的规模均值为 9 亿元，规模差异明显。

5.2.公/私募量化对冲 PK：投资策略

由于公募基金主要面对中小投资者，监管机构对其产品稳定性、安全性的要求较高，故一直以来，公募基金的投资范围限制较多。

根据《证券投资基金法》、《公开募集证券投资基金运作管理办法》、《证券投资基金参与股指期货交易指引》等相关规定，公募基金在投资上的限制主要有：

- 投资集中度严格要求。例如一只基金或同一基金管理人管理的全部基金持有一家公司发行的证券，不得超过该证券的 10%。
- 部分基金类型总持仓有下限要求，仓位调整不灵活。例如，股票型基金应保持百分之八十以上的基金资产投资于股票，这就意味着股票型基金的仓位必须在 80%以上。
- 投资杠杆受限。基金总资产不得超过基金净资产的 140%。
- 从事股指期货交易的基金种类有限，仅限于股票型基金、混合型基金及保本基金。
- 从事股指期货交易受限。如基金在任何交易日日终，持有的买入股指期货合约价值，不得超过基金资产净值的 10%；基金在任何交易日日终，持有的卖出期货合约价值不得超过基金持有的股票总市值的 20%；基金在任何交易日内交易(不包括平仓)的股指期货合约的成交金额不得超过上一交易日基金资产净值的 20%。（保本基金不受限）

2014 年，各家公募基金纷纷上线绝对收益创新产品，以股指期货、融资融券对冲股票多头获取 alpha 收益。嘉实对冲套利、工银瑞信绝对收益、华宝兴业量化对冲等产品均采用了上述策略，各家在股票组合构建上和裸头寸方面有所差别。但总体而言，公募基金策略仍显单一，2014 年以前以多因子模型等数量化选股为主，2014 年以股票市场中性策略为主。

反观私募基金，如前所述，股票市场中性策略也是量化对冲私募的第一大策略，但其他策略如分级基金套利、CTA 套利、CTA 趋势、股票多空等发展也如火如荼。私募基金在投资策略多元化方面处于领先优势。

当然，公募基金专户和子公司由于投资较为自由，近年来发行了不少量化对冲产品，但以通道类业务为主，故不做讨论。

表 193　2014 年量化对冲公募基金概况（截至 2014/12/31）

基金名称	单位净值（元）	2014 年复权单位净值增长率（非年化，%）	基金份额（亿份）	基金成立日	量化方式
交银阿尔法	1.65	62.66	1.24	2012-08-03	数量化选股
长信量化先锋	1.34	57.83	13.43	2010-11-18	数量化选股
大摩量化配置	1.62	55.31	8.84	2012-12-11	数量化选股
华商大盘量化精选	1.70	52.57	23.84	2013-04-09	数量化选股
南方策略优化	0.93	48.40	7.37	2010-03-30	数量化选股
长盛量化红利策略	1.31	43.41	5.37	2009-11-25	量化红利选股
大摩多因子策略	1.36	36.68	21.44	2011-05-17	多因子模型
工银瑞信量化策略	1.41	35.87	1.14	2012-04-26	数量化选股
诺安多策略	1.27	33.75	1.63	2011-08-09	多因子多策略
华商动态阿尔法	1.74	33.74	14.75	2009-11-24	数量化选股
华商新量化	1.33	33.30	18.98	2014-06-05	数量化选股
申万菱信量化小盘	1.36	28.36	1.20	2011-06-16	数量化选股
嘉实量化阿尔法	1.07	21.97	4.46	2009-03-20	数量化选股
华富量子生命力	0.86	18.89	0.78	2011-04-01	数量化选股
中海量化策略	1.02	18.37	1.36	2009-06-24	量化资产配置
光大核心	1.04	16.91	78.28	2004-08-27	数量化选股
融通通泽	1.00	11.99	2.36	2013-08-30	数量化控制下行风险
华泰柏瑞量化先行	1.00	6.42	0.68	2010-06-22	定量挖掘低估值股
华宝兴业量化对冲 A	1.03	2.70	3.22	2014-09-17	股票市场中性
华宝兴业量化对冲 C	1.03	2.70	0.42	2014-09-17	股票市场中性
海富通阿尔法对冲	1.02	2.00	7.20	2014-11-20	股票市场中性
南方绝对收益策略	1.02	1.90	15.01	2014-12-01	股票市场中性
工银瑞信绝对收益 A	1.01	1.00	2.45	2014-06-26	股票市场中性
工银瑞信绝对收益 B	1.01	0.50	2.67	2014-06-26	股票市场中性
华润元大医疗保健量化	1.00	0.30	0.80	2014-08-18	数量化选股
华泰柏瑞量化优选	1.00	-0.02	16.20	2014-12-17	数量化选股
上投摩根阿尔法	2.29	-0.92	6.76	2005-10-11	价值、成长“哑铃式”投资
东吴阿尔法	0.98	-1.70	1.24	2014-03-19	大类资产轮动、衍生品对冲
嘉实对冲套利	0.96	-4.20	7.46	2014-05-16	股票市场中性

农银汇理策略精选	0.80	-15.52	1.88	2011-09-06	数量化选股

资料来源：Wind，华宝证券研究所

5.3.公/私募量化对冲 PK：投资业绩

统计量化对冲型公募基金和私募基金 2014 年的历史业绩，可以总结：

2014 年，量化对冲私募基金在收益率、波动率、最大回撤等指标上均不如量化对冲公募，但其差异性并不显著。在上述指标上的劣势直接导致量化对冲私募基金的综合分数不及量化对冲公募基金。综合分数差异的显著性表明整个 2014 年度，量化对冲私募基金表现总体不如量化对冲公募。

细分指标看，收益率方面，量化对冲私募基金的收益率分布较散，从-93.46%到 5863.27%不等，这部分是由于其中包含了期货策略；而量化对冲公募基金由于投资范围相对固定，收益率分布更集中，从-14.51%到 66.82%不等，收益率分布整体也更靠近正收益区间。量化对冲私募基金的收益率峰值在-7%~12%的区间，而量化对冲公募的收益率分布均匀，无明显峰值。

波动率方面，量化对冲私募基金的波动率分布较散，从 0.1%到 120.15%不等，而量化对冲公募的波动率区间为 0.07%~20.46%。量化对冲私募波动率峰值在 4%~17%的区间，而量化对冲公募的波动率峰值在 15%左右。

最大回撤方面，由于私募基金可灵活使用期货杠杆，而公募基金使用受限。量化对冲私募的最大回撤极值显然高于量化对冲私募，前者为-59.32%，后者为-16.13%。由于策略的差异性，量化对冲私募的最大回撤峰值有多个：-15%、-9%、-3%~-1%。而量化对冲公募的最大回撤集中于-9%和-6%。

夏普比率方面，私募基金的夏普比率最大值高于公募基金，显示量化对冲更有可能搏取较高收益。量化对冲私募的夏普比率集中于-0.6 和 1 两个峰值，而量化对冲公募集中于 1.2 附近。

2014 年量化对冲私募基金在各项指标上不及公募基金与其策略的分布有关。如前所述，纳入统计的、2014 年存续的量化对冲私募基金以股票市场中性策略为主，而该策略在 2014 年下半年遭遇了行业整体性的回调，因此对业绩有所拖累。反观量化对冲公募，如前所述，尽管 2014 年创新推出了股票市场中性策略的公募基金，但纳入统计的样本仍以传统的股票量化多头为主，在下半年的行情中有所获益。

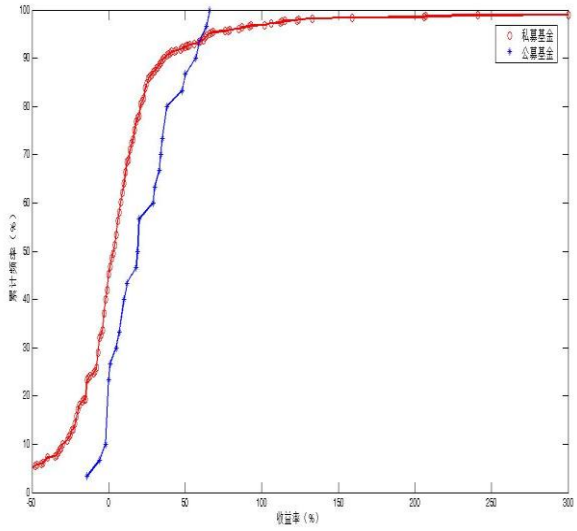
表 194　公募基金与私募基金 2014 年绩效统计

	平均数	中位数	众数	最大数	最小数	标准差	n	Z 值	差异性
收益率(私募)	19.76	4.09	-14.53	5863.27	-93.46	246.91	609	0.30	不显著
收益率(公募)	23.05	19.81	10.00	66.82	-14.51	22.40	30		
波动率(私募)	13.10	10.29	10.77	120.15	0.10	11.66	609	-0.64	不显著
波动率(公募)	12.41	13.93	0.07	20.46	0.07	5.32	30		
最大回撤(私募)	-8.40	-6.93	-15.48	0.00	-59.32	6.90	609	0.60	不显著
最大回撤(公募)	-7.86	-6.61	-2.63	-0.02	-16.13	4.67	30		
夏普比率(私募)	0.29	0.16	-1.63	51.94	-16.33	4.35	609	-0.32	不显著

夏普比率(公募)	-0.26	1.26	-50.01	4.58	-50.01	9.37	30		
综合分数(私募)	68.96	72.68	47.80	94.37	8.82	16.40	609	4.02	显著
综合分数(公募)	76.05	77.71	51.82	91.79	51.82	8.95	30		

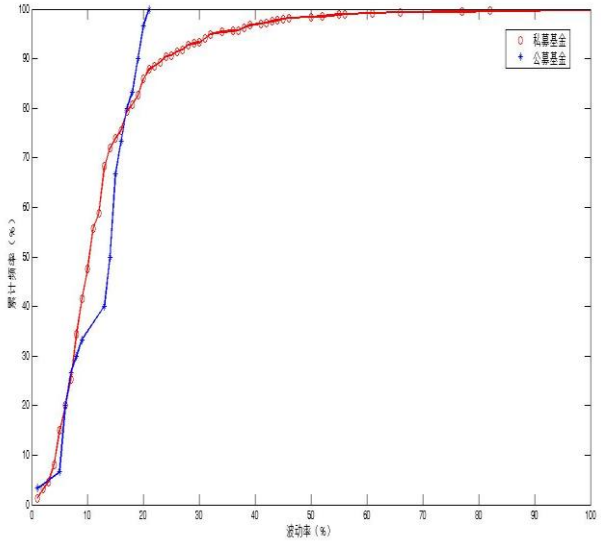
资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 317　公募基金与私募基金 2014 年收益率分布



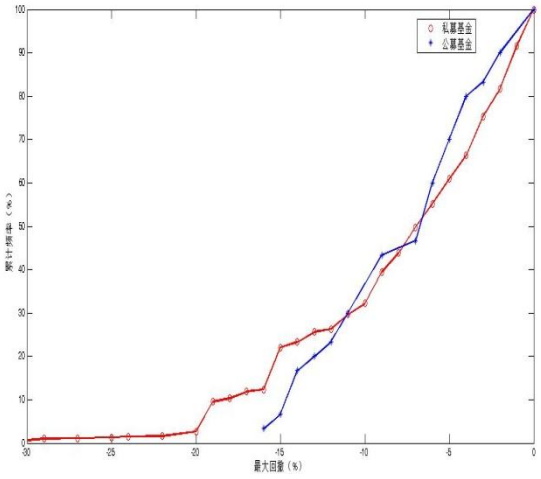
资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 318　公募基金与私募基金 2014 年历史波动率分布



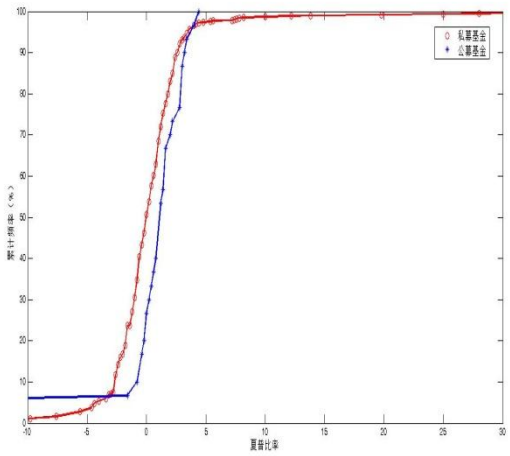
资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 319　公募基金与私募基金 2014 年最大回撤分布



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 320　公募基金与私募基金 2014 年夏普比率分布



资料来源：Wind，华宝证券研究所

如果将时间从 2014 年拉到历史，则公募/私募基金业绩出现了一定的变化。量化对冲私募基金在收益率、波动率、最大回撤、夏普比率和综合分数上全面反超公募基金。当然，除了最大回撤以外，其余指标并未表现出明显的差异性。

这表明在策略单一、规模较大、投资受限、投资流程不灵活等多重因素的作用下，公募基金尽管是资产管理行业的“老人”，但也是量化对冲行业的“新人”，未来进步的空间犹存。

表 195　公募基金与私募基金历史绩效统计

	平均数	中位数	众数	最大数	最小数	标准差	n	Z 值	差异性
收益率(私募)	20.83	4.30	-0.81	5863.27	-82.39	246.49	609	-0.99	不显著
收益率(公募)	10.52	7.37	10.00	66.82	-6.72	15.12	30		
波动率(私募)	12.90	9.92	11.11	120.15	0.10	11.92	609	0.93	不显著
波动率(公募)	13.97	15.39	0.07	22.03	0.07	5.71	30		
最大回撤(私募)	-9.38	-7.50	-15.48	0.00	-59.32	7.82	609	-3.79	显著
最大回撤(公募)	-20.31	-15.38	-2.63	-0.02	-56.84	15.70	30		
夏普比率(私募)	0.45	0.18	-0.34	51.94	-10.24	4.03	609	-0.90	不显著
夏普比率(公募)	-1.07	0.23	-50.01	4.58	-50.01	9.17	30		
综合分数(私募)	68.68	71.37	62.61	94.26	-172.87	19.01	609	-1.08	不显著
综合分数(公募)	54.65	63.41	-321.74	91.49	-321.74	70.73	30		

资料来源：Wind，华宝证券研究所

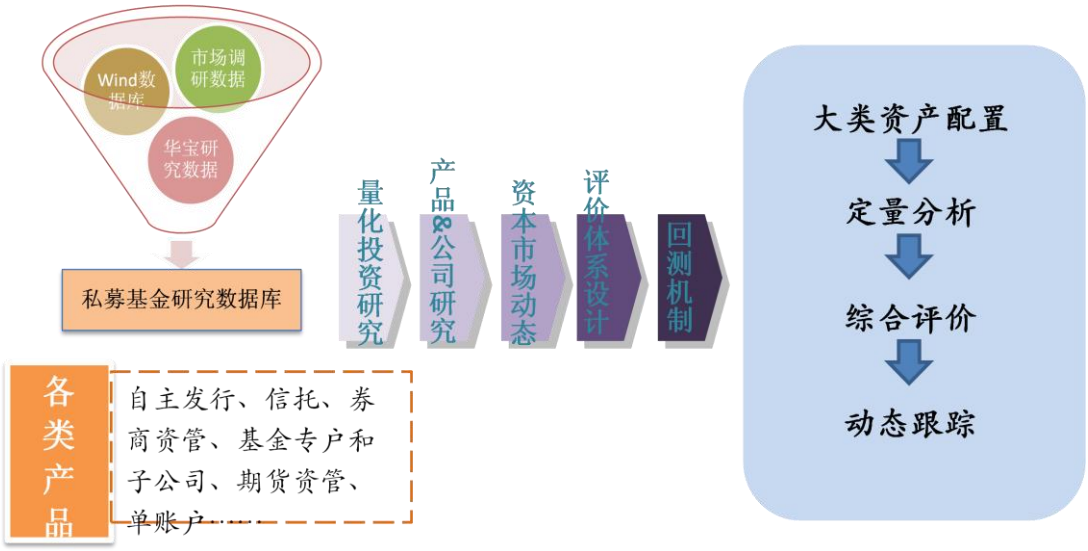
6.华宝证券评价体系视角下的量化对冲产品

2014 年 10 月，我们在《量化看私募，“类私募”产品评价体系新鲜出炉》中正式提出了华宝证券“类私募”证券投资基金评价体系。该体系适用于信托、券商资管、基金专户和子公司、自主发行、单账户等各种架构下的私募基金业绩评价，同时也适用于股票、债券、期货各类标的的私募基金业绩分类讨论（针对各类投资标的的私募基金，评价方法略有差异）。

根据收益类指标、风险类指标、收益风险类指标“三位一体”的评价体系，我们对 2014 年的量化对冲私募产品进行了评价，得分如下表所示。管理期货策略基于较高的收益率在评价体系中排名靠前，在前述分策略的统计中，管理期货（非套利）的综合得分均值高于其他量化对冲策略。在 2014 年量化对冲私募产品综合排名 Top 15 中，管理期货（非套利）占据 10 席，优势显著。除此之外，股票多空和股票量化以灵活的多头头寸、套利复合以分级基金等复合资产配置也有产品上榜。

根据评价模型结果，2014 年，国泰君安-青骓衍生品高频 1 期、金鹰-双隆 4 号、金鹰-双隆 8 号等三只产品得分最高，分别为 97.81、94.60 和 92.92。在 Top 15 榜单中，双隆投资有多只管理期货产品上榜。

图 321　华宝证券“类私募”证券投资产品评价体系



资料来源：华宝证券研究所

表 196　量化对冲私募产品综合表现 TOP 15（评价日：2014/12/31）

产品简称	投资顾问	成立时间	基金经理	得分	产品形式	投资策略
国泰君安-青骓衍生品高频 1 期	青骓投资管理有限公司	2013-08-09	刘磊	97.81	期货专户	管理期货（非套利）
金鹰-双隆 4 号	上海双隆投资有限公司	2014-06-05	孔为民	94.60	公募专户	管理期货（非套利）
金鹰-双隆 8 号	上海双隆投资有限公司	2014-07-01	孔为民	92.92	公募专户	管理期货（非套利）
金鹰-双隆 5 号	上海双隆投资有限公司	2014-06-19	孔为民	91.90	公募专户	管理期货（非套利）
金鹰-双隆 1 号	上海双隆投资有限公司	2014-04-22	孔为民	91.75	公募专户	管理期货（非套利）
北斗一号	深圳市北斗祥云资产管理有限公司	2013-02-18	张涛	90.50	单账户	管理期货（非套利）
臻品-同富 6 号	深圳臻治基金管理有限公司	2014-06-30	朱臻	90.44	单账户	管理期货（非套利）
创赢 7 号	上海宝银创赢投资管理有限公司	2013-05-10	崔军	89.81	信托	股票多空
金鹰-双隆 3 号	上海双隆投资有限公司	2014-03-06	孔为民	89.80	公募专户	管理期货（非套利）
金鹰-双隆 7 号	上海双隆投资有限公司	2014-06-19	孔为民	89.67	公募专户	管理期货（非套利）
方正富邦基金-高程量化 1 号	上海高程投资有限公司	2013-12-26	丁帅	88.50	公募专户	股票量化
千石星惠同舟	上海星惠资产管理有限公司	2014-01-28	—	88.17	公募专户	管理期货（非套利）
双隆量化套利基金 2 号	上海双隆投资有限公司	2012-06-21	孔为民	87.56	单账户	套利复合
创赢 5 号	上海宝银创赢投资管理有限公司	2013-04-02	崔军	87.53	信托	股票多空
康腾量化对冲 1 号	广州市康腾投资管理有	2013-09-25	邓文杰	87.49	自主发行	套利复合

	限公司					

资料来源：Wind，私募排排，华宝证券研究所

7.金融工具视角下的量化对冲私募发展展望

回首 2014 年，一方面，量化对冲私募基金规模高速增长、发展势头喜人；但另一方面，由于金融工具数量不足、交易费率相对高企等原因，国内量化对冲私募基金实际可实现的投资策略较少、同质化现象普遍。

展望 2015 年，在期权等新工具推出的预期下，我们对量化对冲私募基金的发展做如下展望:

7.1.ETF 期权：助长 Alpha 策略、增添套利机制

证监会已正式批准上海交易所开展股票期权交易试点，试点产品为上证 50ETF 期权，上市时间已确定为 2015 年 2 月 9 日，其跟踪标的为华夏上证 50ETF，这是国内第一只上市交易的 ETF，距今已有十年时间。

ETF 期权对 Alpha 策略的影响

上证 50ETF 是目前国内交易最为活跃的 ETF 之一，成分股多以大盘蓝筹股为主，流动性较高。与沪深 300 股指期货类似，上证 50ETF 期权也是为一种指数型金融工具，之前其与沪深 300 指数的相关性极高(上证 50 与沪深 300 指数最新相关系数为 0.95)，因此就目前来看从覆盖角度考虑，其并非对沪深 300 股指期货的一种补充。

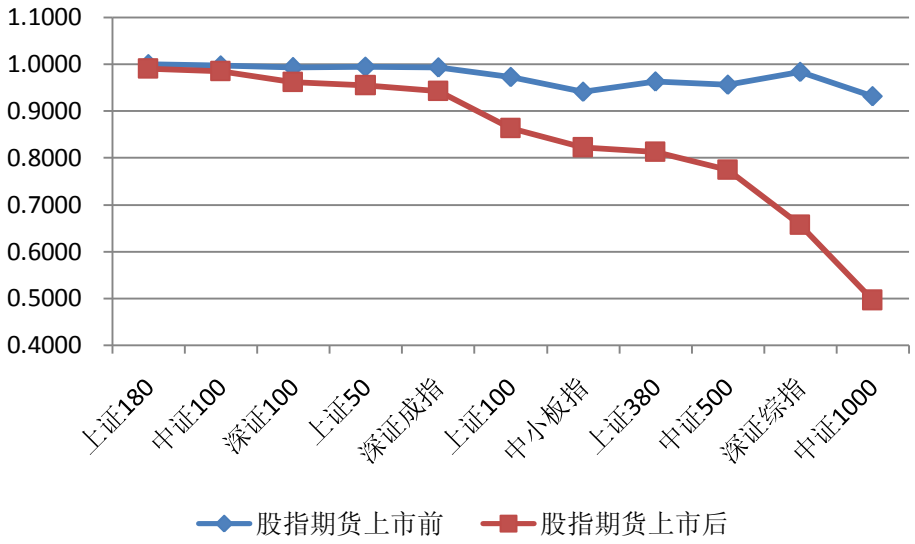
但是我们统计了沪深 300 股指期货上市前后各大指数相关性系数变化图，认为上证 50ETF 尽管就产品本身而言并不是对现有沪深 300 股指期货的补充，但其上市有助分化指数相关性，届时 50ETF 期权及未来可能上市的其他指数期权有望一定程度上补充沪深 300 股指期货。

统计日期选取 2005 年 1 月 1 日~2015 年 1 月 16 日，在沪深 300 股指期货上市后（2010~至今），统计发现各大指数与沪深 300 指数的相关系数无一例外的出现下降，尤其是中证 1000 指数与沪深 300 指数的相关系数由 0.9313 下降到 0.4960，上证 50 指数的相关性 0.9941 下降到 0.9551，相关性保持最高的是上证 180，其相关性由 0.9995 下降到 0.9906。

我们分析认为：股指期货未上市时，由于缺乏做空工具，投资的盈利模式单一，指数的同涨跌现象比较严重，股指期货上市之后，持有不同意见的人有了做空工具，指数相关性分化成自然。同样的逻辑和经验，我们认为上证 50ETF 期权上市之后，指数间相关性的分化会继续扩大，包括上证 50 与沪深 300，以及其他指数的相关性都会降低，但是由于成分股有重合性，这个相关性仍然会保持一个较高值。

在这种变化趋势下，上证 50ETF 期权对沪深 300 指数的补充性将加强，因此从 alpha 策略来看，不同角度的对冲手段使得整体策略容量得到提升，alpha 对冲基金的数量将增加。

图 322　沪深 300 股指期货上市前后各大指数相关性比较



资料来源：Wind，华宝证券研究所

ETF 期权对套利策略的影响

ETF 期权的合约包括看涨期权和看跌期权两大类，这两大类又包含不同月份的期权，期权合约的总数量预计超过股指期货。另外，期权的套利策略更加多元化，以前包括 ETF 跨市场套利、事件套利、延时套利，股指期货跨期、期现套利，商品期货跨期套利等套利机制都是方向性套利，即需要对标的价格的方向做出判断，当行情震荡，方向不明时，这种套利策略基本失效，类似于 2014 年上半年行情，指数的波动幅度极小，各种套利机会非常少，因而套利对冲基金难有获利机会。但是 ETF 期权除了有方向性套利机制之外，还有如蝶式套利和鹰式套利等波动率套利策略，波动率套利策略不需要对标的价格的多空进行判断，只需要对价格波动率的高低进行判断，这是与之前方向性套利完全不同的机制，是对旧套利方式的重要补充。套利品种的多样化以及套利机制的多元化将吸引更多的机构加入到对冲基金行列，

上面是对两大类策略影响的简单推断，与以往投资品种不同，实际上期权盈亏与变量的变化是非线性的，期权与期权之间，期权与现货之间可以构造出繁多的组合，当然策略的研发也较之前更加复杂，这就对国内的对冲基金人才提高了要求，另一方面，期权交易实行 T+0 机制，因而其交易速度的需求也会提高，对冲基金需要一套能够实施快速交易的系统。等待人员配置和交易系统到位后，ETF 期权多元化的策略手段能够容纳更多增量的对冲基金，整个对冲基金市场将迎来新的发行高峰。但是这个增量效果并非立竿见影就显示出来，依据股指期货的经验，需要等到 ETF 期权基本运行稳定，对冲基金对其的运行规则基本熟悉之后才会有多的增量产品成立。

7.2.中证 500 股指期货：回避系统性风险的优良助手

随着上证 50ETF 期权的正式获批，其他金融衍生品的呼声也愈发高扬，后续推出更多新产品、新工具的预期加强。中证 500 股指期货已被市场呼吁多年，若正式推出，有望深刻影响量化对冲私募市场。

如前所述，在沪深 300 股指期货推出后，由于价格发现效应，中证 500、中证 1000、深证综指、甚至上证 380 与沪深 300 指数的相关性急剧降低，从另一个角度说明了现行的对冲工具沪深 300 股指期货已经不能对冲掉整个股市的系统性风险，因为沪深 300 指数的成分股根本难以覆盖到整个市场。这个不足对于对冲基金的发展具有较大的约束，对冲工具不足而形成的负面影响在 2014 年下半年的上涨行情中集中爆发，在这波上涨行情中，沪深 300 指数与中小板指数的相关性继续下降到 0.567，与中证 1000 指数的相关性降到-0.035，而沪深 300 指数与上证 50 的相关性则上升至 0.998，与上证 180 指数的相关性上升至 0.999。持有中小板、创业板和深圳主板部分股票的机构在这种行情下亏损无疑。造成这种系统性风险的部分原因是由于对冲工具不足，如果市场有类似于创业板股指期货或者中小板股指期货或者中证 1000 股指期货，那么持有创业板股票的对冲基金可以降低沪深 300 股指期货空头头寸，增加创业板股指的空头头寸，只要所持仓的创业板股票跑赢创业板指数，那么就能够避免大幅亏损。

因此我们在这种情形下推断，如果中证 500 股指期货能够上市，其对于金融对冲工具的补充作用相当明显，2013 年创业板股票独立于主板走牛，2014 年下半年创业板指数再度游离于大盘蓝筹牛市行情之外，缺乏对冲工具下的创业板容易走向暴涨暴跌的老路，根本原因在于，没有金融工具引导市场对于创业板股票的价格发现。中证 500 股指期货能够较大程度的做到这一点，一方面引导创业板、中小板股票的价格合理回归，一方面对整个对冲基金系统的策略体系形成重大补充，能够增强国内对冲基金格局的稳定性。

7.3.融资融券业务：等待突破

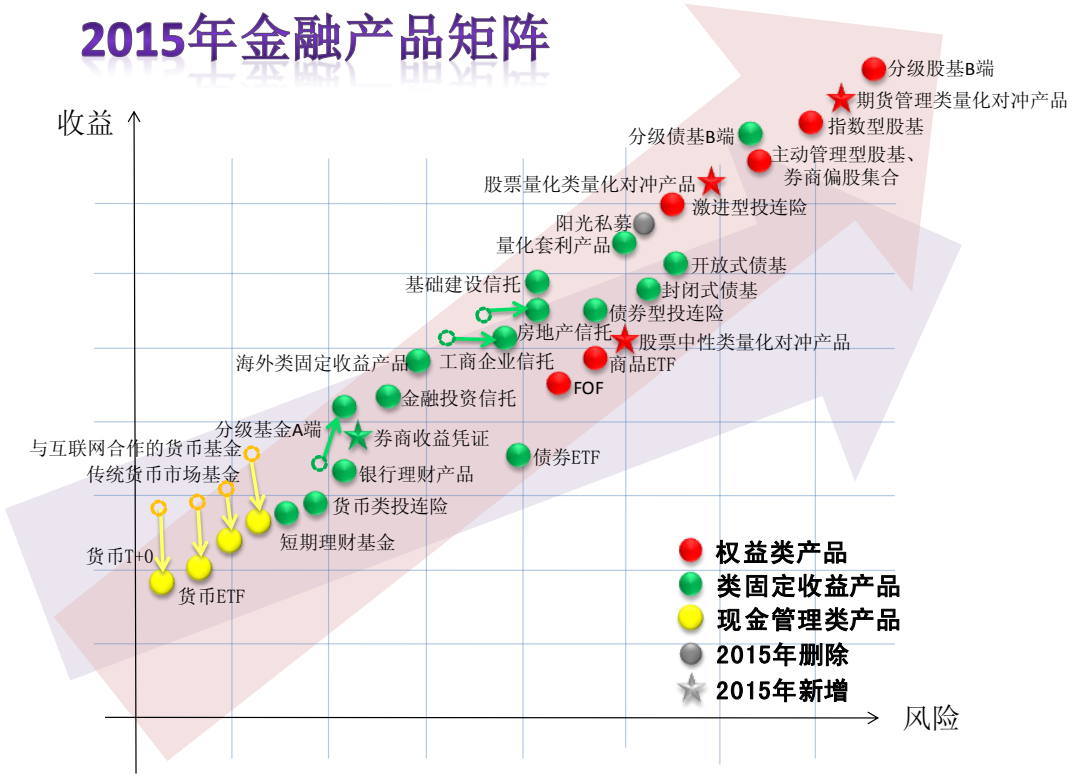
如果上述金融工具能够如同我们预期的上市，沪深 300 股指期货+上证 50ETF 期权+中证 500 股指期货这种组合必定比单单的沪深 300 股指期货更加利于金融市场的稳定化和多元化。但是即便是这样，此三大指数有大量重合成分股，总共覆盖的股票为 800 只左右，难以覆盖到目前市场近 2600 只股票，而且国内股市以融资功能为主导，每年有大量的新股上市扩充整个 A 股的规模。理论上，只有几乎每只股票都够找到对应的对冲工具之后，才能引导所有股票价格的合理定位。但全部依赖指数型对冲工具不具现实意义，个股期权或者融券更具可执行性。个股期权设计较为复杂且数量较多，因而在短期内迅速全面推出的可能性不大。融券业务已经自 2010 年开始起步现已日趋成熟，如果再增加券源的提供，提高融券业务的便捷性，相信融券业务将是以后对冲基金一项重要的对冲工具。

五、金融产品跨市场对比与分析

1. 金融产品市场的整体分析

2013 年开始，我们开创了金融产品矩阵工具，从金融产品市场全貌的角度出发，将市场上的金融产品放在同一个风险收益矩阵中，按不同的资产大类进行观察与比较。我们将金融产品分为现金管理类、类固定收益类和权益类三大类型，共计 20 余种不同的投资标的。2015 年，我们将继续这样的尝试，我们会根据过去一年里金融产品从结构、风险、收益等方面发生的变化，在原有金融产品矩阵架构的基础上，做出一番调整，如下图所示：

图 323　2015 华宝金融产品矩阵



资料来源：华宝证券研究所整理

我们将试图从这一张矩阵的变化中来探索和回顾过去的 1 年发生在我国金融产品市场上的点滴变化：

整体上看 2014 年相当一部分金融产品无论是风险还是收益都有所上升，这反映出了投资者的风险偏好有所上升。风险偏好的上升一方面是源于整个社会无风险收益的下降，另一方面是由于权益类市场和债券市场的双牛市行情吸引投资者将资产配置到资本市场之中，而这两点又是相辅相成的。当无风险利率的下降叠加资本市场繁荣的预期促使大类资产的配置发生变更，整个市场波动增大，加之金融产品的不断创新和杠杆类产品的大量使用，2014 年我国的金融产品市场呈现出风险和收益同时放大的特征。

2013 年我们将市场上的量化投资产品拆分为了量化套利产品和量化对冲产品。2014 年我们将量化对冲和阳光私募合并并重新拆分为基于股票中性策略、股票量化策略和期货管理类策略的三类对冲基金，针对每种类型进行金融产品矩阵中的重新定位。我们始终认为量化对冲产品的丰富无论对于市场秩序的构建还是对于风险收益的平衡都有着重要的意义，因此对于这样一种重要的金融产品的细致研究有着重要的意义。

2014 年，金融产品矩阵整体略微陡峭化并朝右上方平移：一方面股债双牛的局面下权益类金融产品和跟踪债券的类固定收益类产品收益率大多有所上行。但牛市的震荡格局使得这些金融产品风险放大。另一方面，2014 年整个货币基金市场收益率下行，金融产品市场短端的收益率有所下降。我们 2014 年将其对应产品在矩阵中的位置向下方做出一定的移动。去年平坦化的趋势有所缓和。

经过了 2012 到 2014 年三年市场对分级基金 A 端的认识，对于其定价拥有了新常态下的新思考。在这轮牛市之中受配对转换的冲击其隐含收益率水平已经处在历史高位。我们 2014 年将其在产品矩阵中的相对位置向右上方做了一定的移动，在类固定收益产品中具有较高的吸引力。

2014 年信托行业风险处置能力增强并建立了行业稳定机制，但单体产品风险暴露和刚性兑付打破的预期致使信托类产品整体风险上行。因此在 2014 年，我们将房地产类和工商企业类信托产品在金融产品矩阵中的位置向右略微移动。

2014 年，场外衍生品业务蓬勃发展。我们 2014 年在金融产品矩阵中加入了其中的“爆款产品”收益凭证以丰富整个产品矩阵。我们相信未来基于场外衍生品的金融产品会为矩阵带来更多的成员。

表 197　金融产品大类划分

	投资范围	投资风险	投资收益
现金管理类	现金、银行存款、逆回购、期限较短的国债、金融债、央行票据、短期融资券、企业债、公司债等固定收益类资产	由于现金管理类产品流动性好，安全性强，投资风险相对较小且可控，各类产品受申购赎回效率的影响存在不同的流动性风险	大部分现金管理类产品的收益率对照银行间回购利率或银行协议存款利率，2014 年由于市场资金面稳中偏松，整体现金管理类产品收益率区间相比 2013 年有所下降。
类固定收益类	国债、地方政府债、金融债、央行票据、中期票据、次级债、企业债、公司债、可分离交易可转债的纯债部分、资产支持证券、短期融资券、银行存款、债券回购、国债期货等固定收益类资产	债券市场的起伏对于类固定收益产品的影响较大，此外，对不同发行主体的信用风险把控将会变得越来越重要	2014 年债券市场迎来一波典型的牛市，标的产品为债券的金融资产收益率总体较高。信托类产品收益率较去年变化不大。整体上类固定收益产品的投资收益较 2013 年实现了较大上升，具体看来与投资方向、杠杆率与封闭期均有关
权益类	国内依法发行上市的股票、债券、权证、股指期货、ETF 期权以及中国证监会允许基金投资的其他金融工具	受股票市场影响很大，收益率波动较大，同时管理者的投资能力也是权益类投资不可忽视的风险	大部分非杠杆产品的收益率围绕股票市场指数波动，杠杆化产品的收益与杠杆率有关

注：这里的投资范围指的是大类资产主要的投资方向，混合型产品的投资方向不一定仅限于该投资范围。
资料来源：华宝证券研究所

同样的，我们仍然强调产品的分类是我们针对金融产品跨市场比较的一种手段，我们并不追求把每一类金融产品的位置刻画得十分精确，但是我们希望可以通过这样一张

金融产品矩阵为投资者提供目前我国金融产品的全貌，接下来的部分我们将分别针对三种投资类型的产品进行一番产品间的比较和分析。

2. 各类金融产品跨市场对比

2.1. 现金管理类产品比较：

现金管理是为了满足短期或是超短期资金的投资需求而产生的一种投资类别，具有流动性强，投资风险可控，收益稳定的特点，目前市场上的现金管理类产品包括传统货币基金、短期理财基金、货币 T+0、货币 ETF、互联网类货币基金、券商保证金管理、货币类投连险等。现金管理工具的丰富对金融市场具有重要的意义，一方面，它为证券市场提供了一种操作快捷、交易效率高、流动性好、收益率更接近于市场化利率水平的理财产品，是替代活期存款的良好投资品种，可以盘活数万亿的低风险理财资金。另一方面，现金管理工具的创新，也为其快速发展打开了空间。我们将通过收益、风险、流动性和产品特点这 4 个维度对不同类别的现金管理类产品进行比较和分析：

表 198 现金管理工具对比

	2014 年收益	风险描述	流动性	产品特点
传统货币市场基金	3.9%-4.9%	投资于高流动性短期货币市场产品，风险极小	T+2 机制	提供了大于银行存款利率的现金管理工具
短期理财基金	4.0%-5.2%	投资于高流动性短期货币市场产品，风险极小，但季末及月末赎回压力较大	7 天至 6 个月，可通过固定开放和天天购两种模式申购	填补了短期理财产品市场由于政策限制而产生的空缺，投资收益相对较低
货币 T+0	4.1%-4.9%	投资于高流动性短期货币市场产品，风险极小	可实现当天申购，当天享受收益，当天赎回，T+0 资金可用，T+1 可取	革新了货币市场基金的交易机制，大大增加了产品的流动性，能够起到保证金管理的作用
货币 ETF	3.8%-5.0%	投资于高流动性短期货币市场产品，风险极小	二级市场可实现当天买入，当天享受收益，当天赎回，T+0 资金可用，T+1 可取	增加了二级市场交易机制，通过担保交收使得投资者现金管理的效率得到提高
互联网类货币基金	4.3%-5.0%	挂钩普通货币市场基金，投资风险类似。申购赎回效率带来的流动性风险更大	而互联网现金管理工具申赎采用 T+0 的机制，以余额宝为例，5 万以下的快速取现当日赎回，最多 2 小时到账	门槛低，申购赎回速度快，具备支付转账功能，更贴合年轻人的使用习惯。
货币类投连险	平均收益率为 4.93%	主要投资于各类货币市场基金，进一步减小了货币类产品的投资风险	投资者一般不对投连险产品有特定的流动性需求	为保险账户持有人提供了自主选择资产配置的权利

资料来源：华宝证券研究所

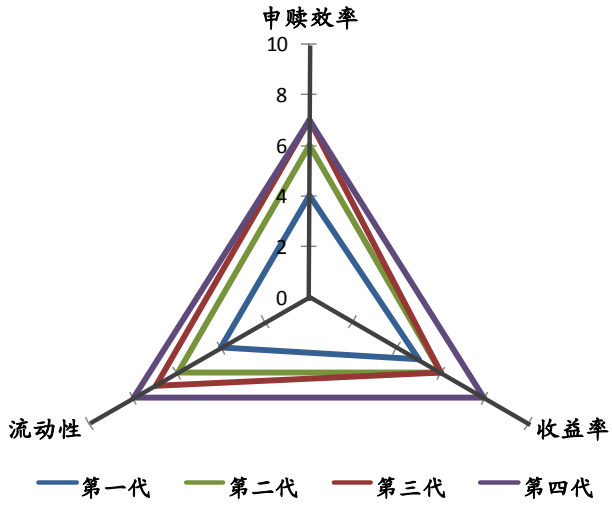
注：此处现金管理类与类固定收益类的收益均为 2014 年投资于该类资产可获得的平均收益区间，不代表未来投资的收益率。

通过对比我们可以发现，相较于 2013 年整体资金面紧张的局面，由于 2014 年资金面总体相对宽松，加之银行考核指标调整，“钱荒”类事件概率变小，货币基金收益率总体下降。场内外的货币基金收益率在 2014 年收益率下行，从去年的 5.5%-6.5%左右下降到 2014 年的 4%-5%左右。未来货币基金为数不多的收益率提升方式包括债券配

置的途径。考虑到货币基金要求流动性较高，券种配置受限，未来收益率提升的可能性仍然较小。短期理财基金由于有一定的封闭期，收益率在去年要好过货币基金。2014 年互联网类货币基金收益率也较大程度下滑，从去年的 6%-7%左右下降到 2014 年的 4.3%-5%左右。“宝宝类”产品吸引力逐渐丧失，金融产品矩阵短端收益率走低。

场内现金管理工具在 2014 年也实现了进一步的发展。2013 年，第一代申赎型场内 T+0 货币基金和第二、三代交易型货币基金的出现丰富了场内现金管理工具。2014 年，新一代的交易型货币基金诞生：以易方达货币和南方理财交易型货币为代表的第四代交易型货币基金同时具有场内、场外份额，场内份额保持场内货币流动性，场外份额为货币基金提高收益提供保障。未来，货币 ETF 仍然有着广阔的发展空间。目前四代货币 ETF 均采用的是 T 日卖出，T 日资金可用，T+1 日资金可取的交易模式。我们认为未来货币 ETF 将会采用 T 日卖出，T 日资金可取的交易模式。此外，如果未来货币 ETF 能够做到场内外基金互转，以及场内外基金的联接，其势必能进一步丰富现金管理类金融产品。

图 324　历代货币 ETF 对比



资料来源：华宝证券研究所

2.2. 类固定收益类产品跨市场对比：

目前我国市场上可投资的固定收益产品种类很多，包括银行理财产品、债券型基金、分级基金 A 端、分级债基 B 端、债券型投连险、使用对冲策略的量化产品、各类信托产品、以及海外类固定收益产品等。同样的，我们将通过收益、风险、流动性和产品特点这 4 个维度对不同类别的类固定收益产品进行比较和分析：

表 199　场外类固定收益类产品跨市场比较

	2014 年实现的收益率	风险描述	流动性	产品特点
银行理财产品	5.2%-5.8%	通过资金池投资于结构化的产品，99%以上可以保证本金和收益的安全性	超短期产品受限，30 天至 90 天的产品是主要的投资期限	以高于定期存款的利率为投资者提供较为安全、稳定的回报

开放式债基	平均 17.63%	主要投资于各类固定收益产品，净值受债市涨跌影响较大。2014 年平均年化波动率为 4.65%[1]。	开放机制（包括定期开放）为投资者提供了额外的流动性，但赎回压力限制了基金的杠杆率	定期开放机制结合了封闭式运作和开放式运作的优势
债券型投连险	增强债券型：15.50% 全债型：13.27%	主要投资于各类债券型基金，分散了基金管理者投资能力的风险，仍然暴露在债市整体涨跌的风险之下。2014 年全债型投连险年化波动约 2.36%。	投资者一般不对投连险产品有特定的流动性需求	为保险账户持有人提供了自主选择类固定收益类资产配置的权利
量化套利产品	16.42% 左右	使用股指期货期现套利策略，随着市场上套利参与者的不断增加，收益的空间或许会被压缩。2014 年平均年化波动率为 12.5%。	量化套利产品适合对流动性要求不高，追求长期稳定正收益的投资者	使用股指期货对冲系统，追求在市场中和的条件下获取绝对收益
金融企业信托	平均 8.36%	融资方一般为金融机构，资金进行证券投资，预期收益受证券市场流动性影响较大	一般期限为 1-2 年	期限较长的固定收益投资，投资于金融资产，一般设有平仓线
基础产业信托	平均 9.46%	政府平台受到各类监管，整体债务水平目前较高，集中兑付风险积聚	一般期限为 1-2 年	期限较长的固定收益投资，一般以地方政府或基建项目现金流为担保
房地产信托	平均 9.73%	房地产上下游均面临严格的监管，资金链断裂的风险在积聚	一般期限为 1-2 年	期限较长的固定收益投资，以房屋或土地为担保
工商企业信托	平均 8.71%	经济转型期，企业偿债能力的差异很大，信用风险集中爆发与信托集中兑付的风险不容小视	一般期限为 1-2 年	期限较长的固定收益投资，融资方一般为工商企业，担保类型多样

资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

表 200　场内类固定收益类产品跨市场比较

	2014 年实现的收益率	**风险描述**	**流动性**	**产品特点**
封闭式债基	平均 17.37%	主要投资于各类固定收益产品，净值受债市涨跌影响较大。2014 年平均年化波动率为 3.06%。	封闭运作对于投资者来说无法提供流动性，但对于管理者来说可以提高投资杠杆，增加投资收益	以封闭式运作的方式牺牲一部分流动性，获取较高的债券投资杠杆
债券 ETF	平均 5.16% 左右（目前	跟踪债券指数，净值受债市涨跌影响较大。2014 年	ETF 运作的形式能吸引更多投资者，场内流动	被动跟踪债券指数，减少研究成本与交易成

[1]2014 年开放式债基由于包含转债基金从而收益和波动较之封闭式债基较大。

	仅 4 支债券 ETF，此处不包含城投债 ETF）	平均年化波动率为 2.19%。	性一般较好	本。能够作为现货标的参与国债期货的套利
分级债基 B 端	平均 32.5%左右	封闭式债基的杠杆化收益，受债市涨跌影响很大。2014 年平均年化波动率为 7.29%。	同封闭式债基	目前市场上杠杆率最高的债券型产品
分级基金 A 端	权益类永续分级 A 全年收益约 8.2%左右。	交易价格与净值之间有时存在偏差，主要受市场流动性、隐含期权价值影响，导致投资收益可能与约定收益不相等。2014 年平均波动率约为 5.35%。	一般分级基金 A 端每年一次分配收益，类似永续性债券，投资者只能通过二级市场交易或配对转换获得流动性	通过分级的机制连接了股票市场与债券市场，使不同风险偏好的投资者能够在一个产品中进行投资
海外类固定收益产品	视不同市场而有所区别	投资于海外的高收益债，存在主权信用风险、汇率风险等	投资期限一般较长，适合对流动性要求比较低的资产配置	连接国内市场与国外市场，能够有效分散本国固定收益市场的系统性风险

资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

场内产品来看，由于债市在 2014 年的牛市行情，大部分以债券为投资标的的固定收益产品（包括各类债基和债券型投连险）在 2014 年均表现十分优异，获得了较高的正收益。城投债 ETF 的推出也为投资者提供了分享不同类型券种金融产品的机会。而相应的，定价类似于债券的分级基金 A 端在这一年的表现受配对转换的冲击表现略逊于债券类产品，永续型的股基年平均收益率约为 8.2%左右。而券商资管的各类量化套利产品在这一年的表现得益于分级基金的活跃表现较好，我们相信未来更多金融衍生品尤其是 ETF 期权的推出和上市会为这一类产品注入全新的活力。此外，未来更多更活跃的行业分级以及行业 ETF 也将使得量化套利策略更加丰富。

反观其他市场的一些固定收益产品，信托业在 2014 年步入转型，信托产品收益率进一步升高的同时其风险问题也逐渐暴露。但随着信托产业制度的不断完善和风控措施的不断改进，其系统性风险仍然总体可控。银行理财方面，2014 年其收益率有所降低，由于保本型银行理财产品占比逐年下降，非保本型产品市场占比较高，因此作为产品而言其总体风险在 2014 年呈略微升高态势。

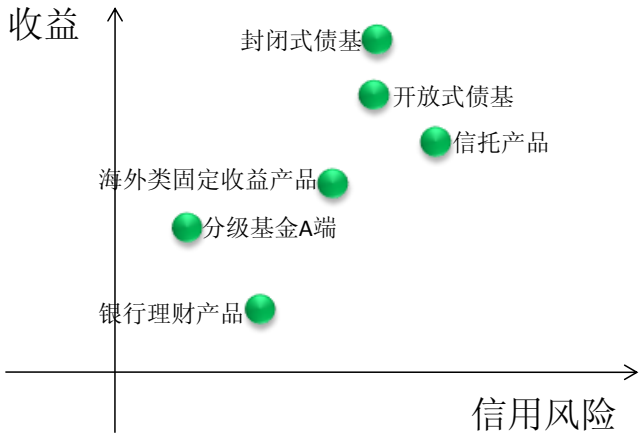
从信用风险的角度看类固定收益产品：

2013 年，基于原始金融产品在信用风险方面体现的差异和变化，我们将市场上类固定收益产品中比较典型的几类进行一番跨市场的比较。我们希望通过这幅矩阵能够对类固定收益产品的信用风险和收益之间的相互关系有一个宏观的把握。2014 年，我们继续对这些产品在这幅矩阵中所处的位置进行调整。

对于分级基金 A 端：我们认为，分级基金 A 端不存在信用风险，因此其信用风险小于以债券为基础资产的一些金融产品，且后者的信用风险则更大。收益率方面，截止到 2014 年 12 月 31 日，分级 A 端的隐含收益率较之企业债到期收益率已经具备一定的优势。因此在 2014 年，我们将分级 A 的位置置于债券型基金的左上方。

至于信托产品，其整体的信用风险在 2014 逐渐显现，由于其仍然是整个类固定收益类产品中整体收益率最高的品种，因此我们仍然将信托产品置于整个矩阵的右上端。银行理财产品仍然是类固定收益产品中信用风险最小的品种。从图中可以看出，在整幅矩阵之中，分级基金 A 端是所有类固定收益类产品中斜率最大的产品，其配置价值在 2014 年末的时间节点是较高的。

图 325　类固定收益产品信用风险与收益矩阵



资料来源：华宝证券研究所

2.3. 权益类产品跨市场对比：

目前我国主要的权益类投资品种有主动管理型股基、券商偏股集合、指数型基金、激进型投连险、分级股基 B 端、量化对冲产品（指所有平台架构上使用量化对冲策略的金融产品）、商品 ETF 等。由于权益类产品投资于股票市场的比重很大，而在合适的时机运用对冲的手段规避系统性风险又是极其困难的一件事情，因此我国大部分权益类产品的收益随股票市场的走势影响很大，而我国股票市场的波动性比较剧烈，我们在这里用收益特征结合收益率的形式来作为权益类投资的一种评价方式，并继续沿用风险、流动性和产品特点来对不同类别的权益类产品进行比较和分析：

表 201　权益类产品跨市场比较

	2014 年收益率	收益特征	风险描述	流动性
分级股基 B 端	72.02%	市场指数*价格弹性	主要受杠杆化的股市系统性风险影响，二级市场折溢价率的变化会影响价格弹性。2014 年年化波动率为 41.62%	投资者可通过二级市场交易或配对转换机制获得流动性
券商偏股集合	37.76%	市场指数+投资能力	大致同主动管理型股基，不受仓位限制影响，择时风险变得更为突出	一般成立后设有封闭期，封闭期后每日可申购赎回，T+2 机制最为普遍
指数型股基	31.67%	市场指数+跟踪能力	主要受股市系统性风险影响，跟踪误差对收益影响相对较小。2014 年平均年化波动率约为 20%	普通指数型基金同 ETF 基金既可通过申购赎回也可通过二级市场交易获取流动性
激进型	23.92%	市场指数+	主要受股市系统性风险影响，	投资者一般不对投连险产品有

投连险			择基金能力	分散投资于不同的基金可显著减少管理能力差异带来的风险，主动选股风险相对较小.2014 年激进型投连险年化波动约为 10.63%。	特定的流动性需求
主动管理型股基		21.95%	市场指数+投资能力	主要受股市系统性风险影响，管理人选股择时能力是另一大风险因素。2014 年年化波动率约为 19.15%	开放式基金每日可申购赎回，T+2 机制最为普遍，封闭式基金可通过二级市场交易获得流动性
券商 FOF		5.29%	市场指数+择基金能力	同激进型投连险	同一般券商偏股集合
商品 ETF		-0.9%左右（目前仅 4 支黄金 ETF）	跟踪商品价格	主要受商品本身涨跌的影响，受宏观经济、商品需求、外汇走势的影响较大，跟踪误差较小。2014 年波动率约为 14.15%	持有商品 ETF 份额可转换成商品现货合约，反之亦然
量化对冲基金	**股票量化**	13.30%	市场指数+策略思想	投资组合敞口较大，因此受股票系统性风险的影响，因此对于策略的择时水平要求高，风险相对较高。2014 年波动率为 10.91%	量化对冲产品适合对流动性要求不高，追求长期稳定正收益的投资者
	股票中性	2.88%	股票组合收益率超过大盘的能力	总体而言相对稳健。当大盘风格异常或对冲工具效果不足时受到影响。2014 年波动率为 9.49%	量化对冲产品适合对流动性要求不高，追求长期稳定正收益的投资者
	管理期货	44.28%	策略思想和系统配置	以短期投机为主，杠杆率较高，因此风险较大。2014 年波动率为 31.25%	量化对冲产品适合对流动性要求不高，追求长期稳定正收益的投资者

资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

2014 年 A 股先抑后扬，上证指数全年上涨 52.87%，深证成指年内上涨 35.6%。这轮上涨具有明显的蓝筹风格，在大盘持续飘红的过程中中小盘表现低迷：创业板指年内涨幅仅有 12.83%，中小板指年内涨幅仅有 9.67%。从产品收益率的角度来看，分级基金 B 凭借其杠杆式追踪指数的架构成为 2014 年收益率最高的产品，收益率达 72.02%。指数型股基也取得了较高的收益率（31.67%）。主动管理型产品之中，券商偏股集合收益率最高（37.76%），其余主动偏股公募基金和基金投连险的收益均明显小于大盘涨幅，收益率分别为 21.95%和 23.92%。2014 年末的牛市行情又一次证明了在大牛市中主动管理型的权益类金融产品收益率往往小于被动跟踪型的权益类金融产品。

量化对冲基金方面，股票市场中性策略下半年经历了 Alpha 的黑暗时代，上半年的收益率被侵蚀殆尽，全年仅有 2.88%的收益率。股票量化策略由于敞口较为灵活，在下半年上涨的行情中由于多头敞口较大从而取得较高的收益率（13.30%）。管理期货类策略在 2014 年获益最多，全年录得收益率 44.28%。2014 年底的牛市行情印证了在不

同的市场风格下基于不同策略的量化对冲基金会有着迥异的表现，如何获得全天候的高收益考验着 FOF 管理者对于策略和趋势互动的深刻理解。

第三部分——产品与投资者将何去何从

一、以利差为线索的跨市场产品

1.跨市场利差研究前言

2010 年以来，信托产品和银行理财飞速发展，与此同时，股票市场却持续低迷，公募基金也是不断萎缩，反差如此之大，个中原因，我们认为与真实的无风险利率提高息息相关。

当贴着“刚性兑付”标签的信托产品动辄以 10%的收益、银行理财动辄以 6%的收益出现在公众的视野时，难道还会有人去理会风险极高收益极低的股票市场吗？就是在这样的理性投资驱使下，银行理财和信托等类固定收益产品呈爆发式增长，而股票市场却愈加一蹶不振。

追根溯源，我们认为无论是信托产品还是银行理财，实质上都隐含了我国金融机构的隐形担保，就是在这种隐形的刚兑作用下，再加上我国信用违约机制的缺失，实质上大幅提高了无风险利率水平，当真实的无风险利率都能达到 10%时，股票市场无人问津也就不足为奇了。步入 2014 年，央行放水不断，利率中枢快速下行。 14 年首迎违约元年，信托、公募债、私募债违约案例频繁爆发，刚性兑付破灭，真实无风险利率下行，股票市场走牛。因此，我们可以看到，跨市场金融产品的联系愈加密切，信托、银行理财等通过影响无风险利率，进而影响了其他产品的定价水平。

同样，机构投资者投资范围的逐渐放开，投资品种的越趋多样化也使得各类金融产品之间的“摩擦”不断。譬如，2012 年银行体系增配了大量非标资产，使得业内大呼“非标不灭，债市不兴”。而在 2014 年的牛市中，禁投股市的银行理财资金大量投向了券商承诺回购的两融收益权资产，由于风险低回报率高，并且作为标准化资产，两融收益权资产的吸引力大大超过了信托和债券产品。同样当以稳健著称的保险机构放开投资非标产品后，金融产品之间的竞演也愈加激烈。因此在大类资产配置中，机构投资者投资选择的多样化使得各类金融产品之间的影响不断加深，金融产品之间的定价引导作用越趋显著。同时，随着券商资管计划、基金子公司专项计划等多种金融工具的创设，将原本割裂的市场逐一打通，金融产品在联结各个市场的纽带作用显著增强，各类产品之间的收益也被更密切地“捆绑”在一起。

在这样的逻辑和背景下，本章我们将详细分析各类金融产品之间的跨市场利差，在对利差进行详细分析的基础上，我们尝试去探索产品之间定价的关联性，并力图构建跨市场的工具去看待和比较这些金融产品。

2.跨市场利差全扫描

2.1.期限利差分析

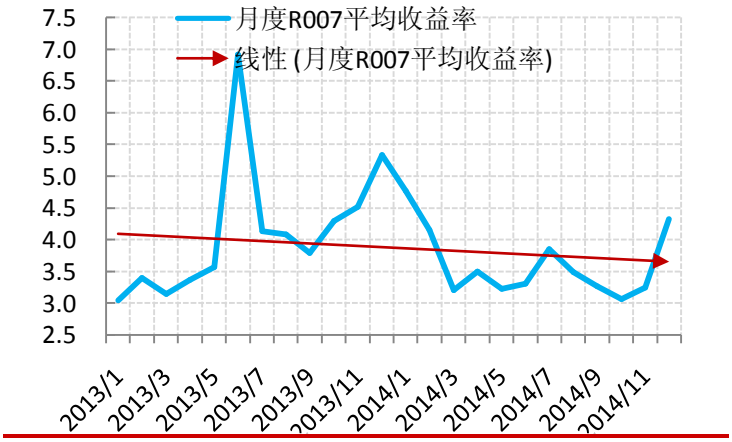
2014 年初以来，货币市场利率快速下行，利率中枢明显下移。2014 年 12 月，质押式回购加权平均利率为 3.49%，较去年同期下降 79 个基点；同业拆借加权平均利率

为 3.49%，较去年同期下降 67 个基点。国债收益率曲线整体大幅下移。12 月末，国债收益率曲线 1 年、3 年、5 年、7 年、10 年期收益率较去年末分别下降 96 个、105 个、95 个、98 个、93 个基点。

在利率中枢下移的带动下，各类固定收益产品收益率也有不同程度的下降。为探索各类产品的到期收益率情况，我们统计了各期限信用债、信托和银行理财在 2014 年 12 月份的平均发行利率，以此构成到期收益率曲线，并与 2013 年 12 月比较。可看到除信托外，其他产品收益率曲线明显下移，其中信用债下行幅度最为明显，其平均下行幅度达到 150bp 以上，其中 3 年期同比下降 200 个 bp。银行理财收益率则出现倒挂，其在 3 年期收益率达到最高点，收益率高达 6.92%，1 年期以上（包括 1 年期）收益率曲线大幅下移，其中 3 年期同比下降 175bp。信托产品短端收益率出现一定幅度的上行，2 年期以上则出现下行。

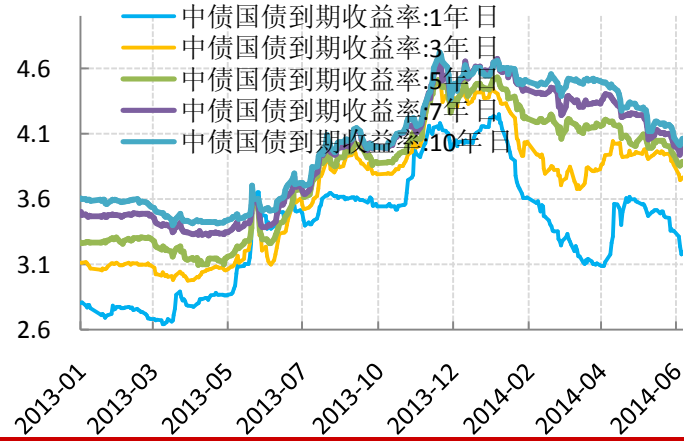
从图中不难发现，**信用债、信托和银行理财收益率曲线均出现倒挂，其中信用债和信托在 2 年期收益率达到最高点，而银行理财在 3 年期达到最高点**。

图 326　银行 7 天质押式回购利率显著下移



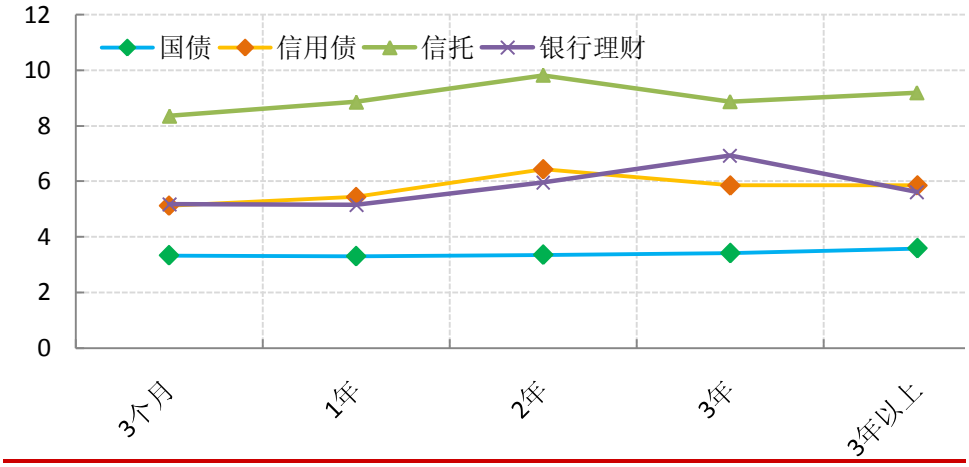
资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 327　国债收益率显著下移



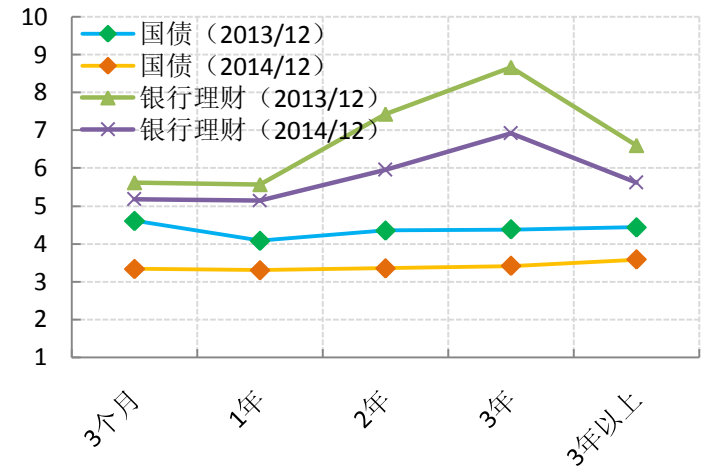
资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 328　2014 年 12 月类固定收益产品平均到期收益率曲线



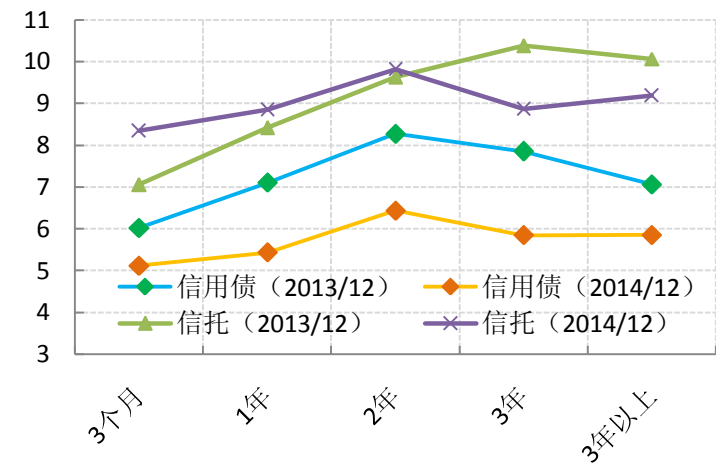
资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 329　国债、银行理财到期收益率（2013.12 **VS** 2014.12）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 330　信托和信用债到期收益率比较（2013.12 **VS** 2014.12）

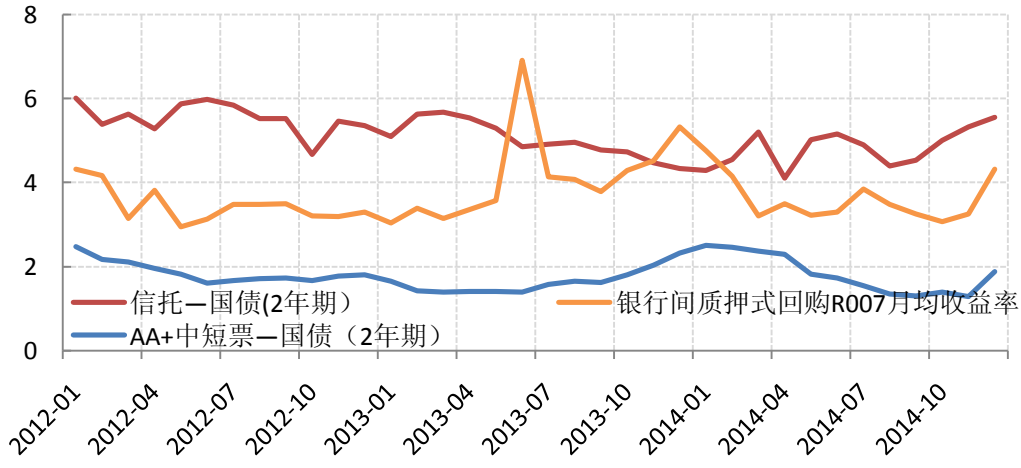


资料来源：Wind，华宝证券研究所

2.2.信用利差分析

2014 年，信托产品信用利差呈上升态势，其他类固定收益产品信用利差明显下降。其中信用债信用利差明显下行，从而带动银行理财信用利差的下降。根据我们前述的分析，我国信用利差存在“定价失效”的问题，公募债信用利差更多受到资金面的影响（如下图所示），剔除资金面因素的影响，我们认为随着经济下行风险的增加及违约事件不断爆发，信用风险实质性增加。

图 331　信用债信用利差受资金面影响

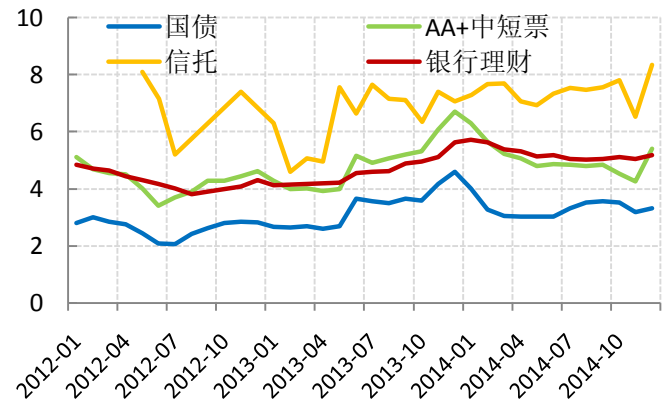


资料来源：Wind，华宝证券研究所

3 个月期类固定收益产品信用利差：分析银行理财、债券、信托产品信用利差，分别将产品收益率与同期限国债收益率进行对比分析。如下图所示，3 个月期的信托、银行理财、中短期票据与国债走势基本一致。其中银行理财在 2014 年以前与中短期票据

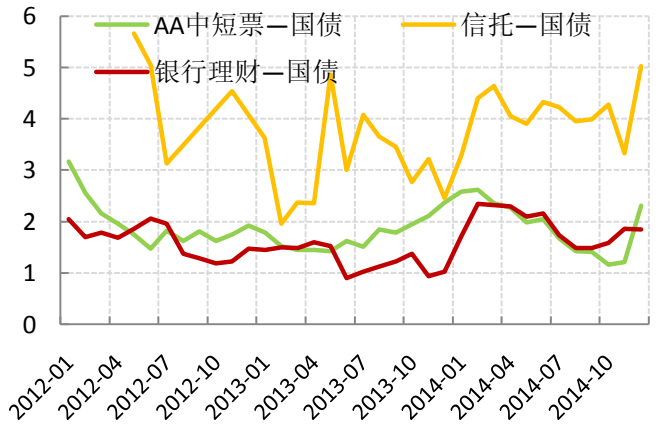
AAA 曲线接近，2014 年后其逐渐升至 AA 中短期票据曲线之上，此时其信用利差也在 AA 中短期票据曲线之上，银行理财产品信用利差和流动性风险都存在扩大趋势。2014 年，信托产品信用利差呈明显的扩大态势。2014 年初开始，信用债信用利差一路下行，直至 11 月份呈现一定幅度的反弹，主要原因在于 12 月中国证券登记结算公司发布了《关于加强企业债券回购风险管理相关措施的通知》，企业债信用风险陡然上升，带动了其他信用产品风险的增加。

图 332　3 个月期类固定收益产品比较



资料来源：Wind，华宝证券研究所

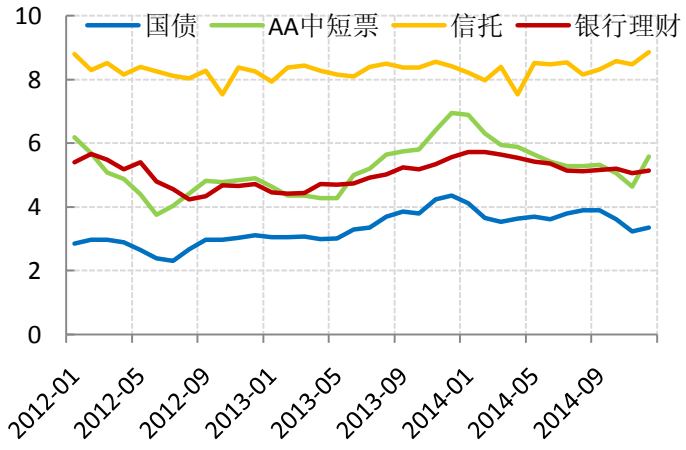
图 333　3 个月期类固定收益产品信用利差



资料来源：Wind，华宝证券研究所

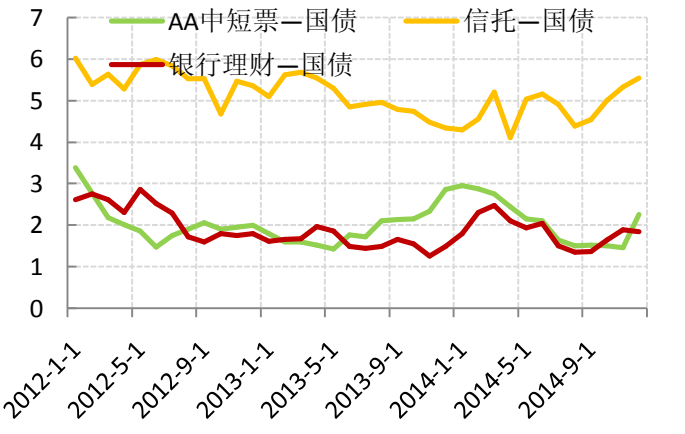
1 年期类固定收益产品信用利差：1 年期中短期票据、银行理财与国债走势基本趋同，收益率下行明显，而信托产品收益率整体小幅上升。与 3 月期银行理财相似，2014 年以来，1 年期银行理财产品收益率攀升至 AA 中短期票据收益率曲线附近，信用风险和流动性风险走扩。2014 年以来，当银行理财和中短期票据信用利差呈现趋势性下降时，信托产品信用利差却呈趋势性上升态势。

图 334　1 年期类固定收益产品比较



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 335　1 年期类固定收益产品信用利差

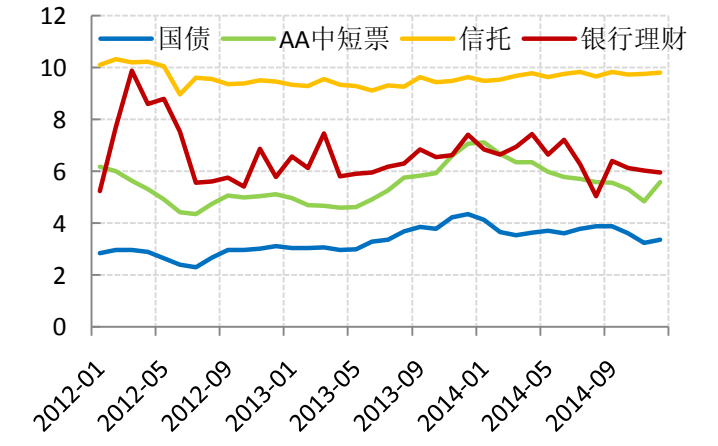


资料来源：Wind，华宝证券研究所

2 年期中短期票据、银行理财与国债走势基本趋同。然而与 3 个月、1 年期截然不同的是，2 年期银行理财产品收益率远高于 AA 中短期票据收益率，已接近 AA-中短期

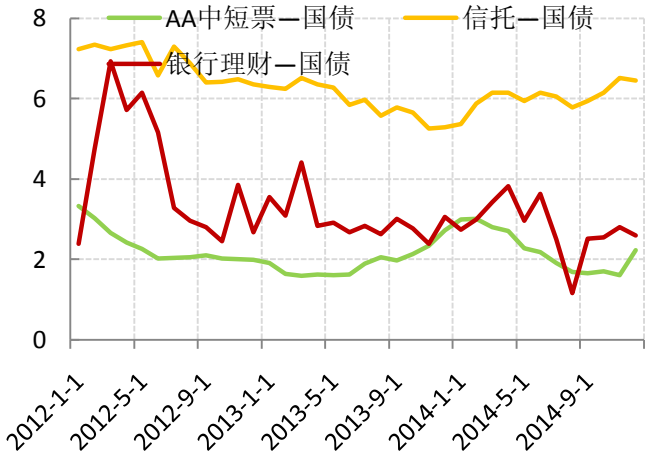
票据收益率曲线，2014 年，其信用利差最高已超过 4%。信托产品信用利差平稳上升，其 14 年信用利差最高点达到 6.4%。

图 336　2 年期类固定收益产品比较



资料来源：Wind，华宝证券研究所

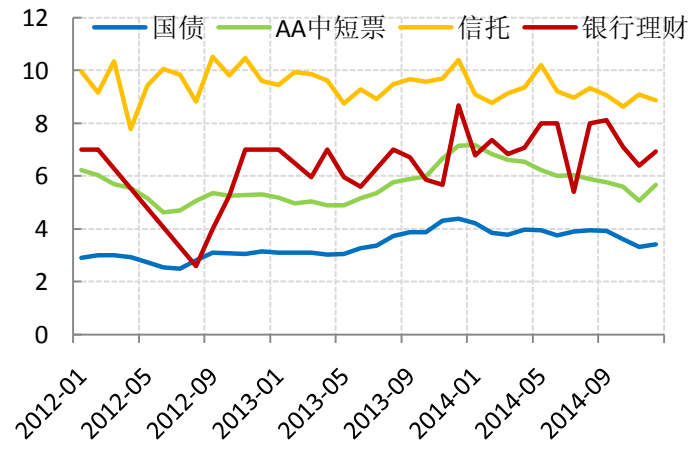
图 337　2 年期类固定收益产品信用利差



资料来源：Wind，华宝证券研究所

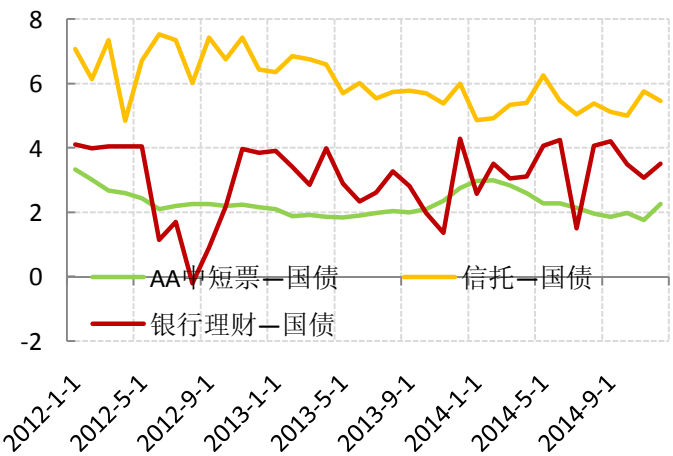
3 年期中短期票据、银行理财与国债走势基本趋同。3 年期银行理财信用利差为其所有期限最高。2014 年银行理财平均信用利差为 3.37%，信托产品平均信用利差为 5.34%。

图 338　3 年期类固定收益产品比较



资料来源：Wind，华宝证券研究所

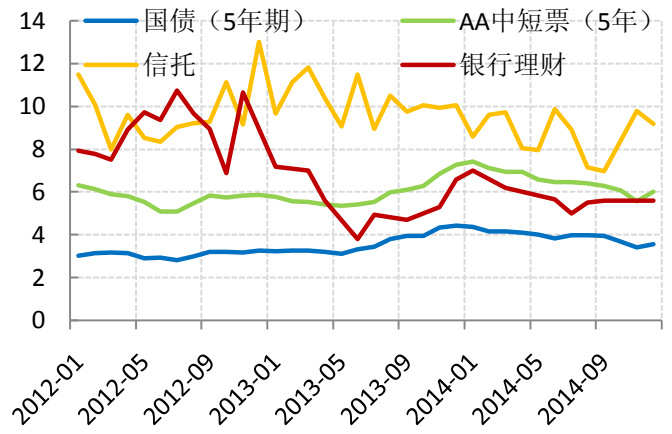
图 339　3 年期类固定收益产品信用利差



资料来源：Wind，华宝证券研究所

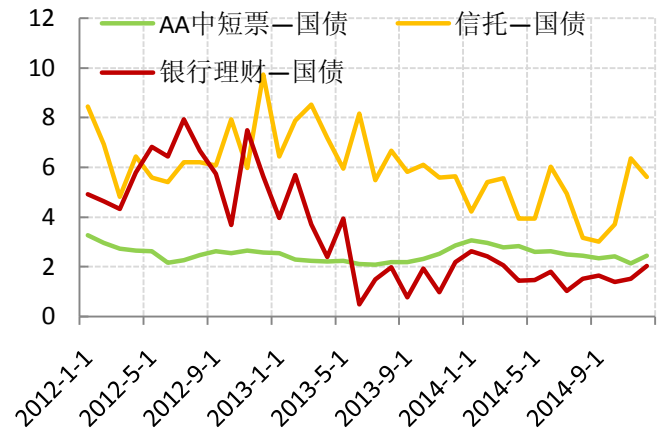
观察 3 年以上期限类固定收益产品情况，发现相对而言，3 年以上期限银行理财产品收益偏低，其收益率未超过 AA 中短期票据收益率，信用利差则接近 AAA 中短期票据信用利差，2014 年其平均信用利差为 1.73%，信托产品平均信用利差则达到 4.66%。

图 340　3 年以上类固定收益产品比较



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 341　3 年以上类固定收益产品信用利差



资料来源：Wind，华宝证券研究所

比较不同产品之间的信用利差：可见信用利差最高的为信托产品，2014 年其平均信用利差在 4%-6%之间，其 2 年期产品信用利差高达 6%。银行理财产品信用利差与期限有较大的相关性，其 3 个月以内、2 年期与 3 年期银行理财产品信用利差要高于 AA 中短期票据信用利差，而低于信托产品。而 3 年期以上的产品信用利差则与 AAA 中短期票据信用利差接近。

比较不同期限产品的信用利差：3 年期以内，银行理财信用利差随着期限的增加而增加，其在 3 年期信用利差达到最大，3 年以上期限信用利差则开始缩小。观察银行理财收益率曲线，可见其在 3 年期以内期限利差为正，3 年以上期限利差为负。2 年期以内，信托产品信用利差随着期限的增加而增加，其在 2 年期信用利差达到最大化，2 年期以上信用利差则开始缩小。观察信托产品收益率曲线，可见其在 2 年期以内期限利差为正，2 年期以上期限利差为负。**可见，当期限利差为正时，信托产品和银行理财产品的信用利差随着期限的增加而增加，当期限利差开始出现倒挂时，则此时信用利差开始缩小。**我们认为主要原因在于，信托产品和银行理财产品到期收益率曲线相对国债更为陡峭（如图所示），而陡峭的原因在于，首先，银行理财与信托产品都属于非标产品，期限越长，其流动性越差，因此需要求更高的收益补偿其流动性风险，再者，银行理财与信托都属于信用产品，随着期限的增加，其信用风险和市场风险的不确定性增加，因此需要求更高的风险收益补偿。

至于为什么 2 年期以上信托产品和 3 年期以上银行理财产品收益率出现倒挂，主要原因在于 2 年期以上信托产品主要是由保险等偏好长久期的稳健型资金配置，信托产品信用等级往往较高，因此其收益率反而出现倒挂，3 年期以上银行理财产品的情况也与之类似。而这部分信托和银行理财占比则很小。

2.3.信托产品信用利差深度解析

信托信用利差在“新常态”下不断扩大，主体信用等级定价作用越趋明显。

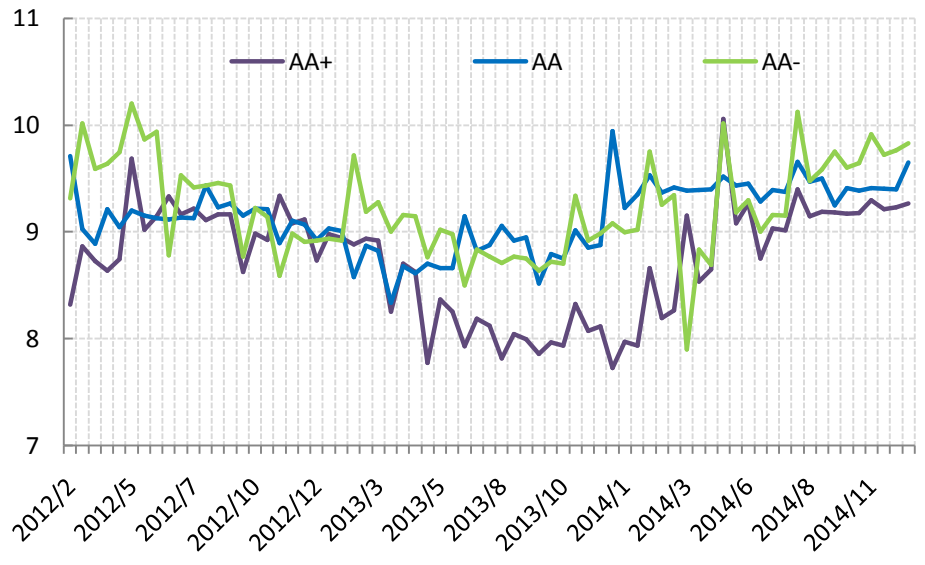
由于目前信托产品没有公开的评级，我们选取 2012-2014 年同一主体既发行债券也发行信托的样本，采用发行主体的评级作为信托评级，等级分为 AAA、AA+、AA 和 AA-。采用各月发行信托预期收益的算术平均值作为当月信托的收益率。

根据下图显示，各类信托产品在收益率走势上呈现一致性。2013 年信托发行利率一路走低，直到 2013 年末达到历史低值，**2014 年信托产品收益率呈现上升态势，14 年 AAA 等级信托产品平均收益为 7.5%，AA+等级信托产品平均收益 8.95%，AA 等级信托产品平均收益 9.42%，AA-等级信托产品平均收益 9.84%。**

2014 年以来，各等级信托产品信用利差不断扩大，下图中我们将其与国债作比较，**发现自 2012 年以来各等级信托产品信用利差呈先下降后上升的趋势。**2012 年以来，信托产品发展达到顶峰时期，信托产品由于人们预期的“刚性兑付”，一度被认为是高收益低风险的固定收益产品，广受投资者青睐，使得收益率一路下行，信用利差被极度扭曲。而 2014 年以来，信托产品信用风险事件频频爆发，中诚信托“诚至金开 1 号”的兑付危机引燃人们对于信托产品违约的担忧，其后，超日债违约危机及其他私募债品种违约案例的不断发酵，投资者信用风险意识逐渐被唤醒，而经济的下行风险和地产的加剧下滑，信用风险加大普遍成为一种意识常态。因此，信托产品信用利差就是在这一种“新常态”下不断扩大。

我们观察不同等级信托产品之间的评级利差，发现 2014 年之前，信托产品评级利差不都为正，除了误差因素外（我们以主体信用等级作为信托产品的评级，忽略了增信的作用），但从一定程度上也反映了目前信托产品定价未能实现公开透明化，被贴上了“刚性兑付”标签的信托往往忽视了信用风险的作用，其未能像债券那样按评级实现“市场化”的定价。但我们需注意到，**2014 年下半年以来，信托产品评级利差实现正常化，这不仅表明主体信用等级在信托产品发行定价中所起的作用越来越明显，也表明投资者在信用风险意识不断提高的情况下越来越重视信托发行主体本身的资质和实力。**

图 342　2014 年不同等级信托产品平均收益率走势



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 343　2014 年不同等级信托产品信用利差

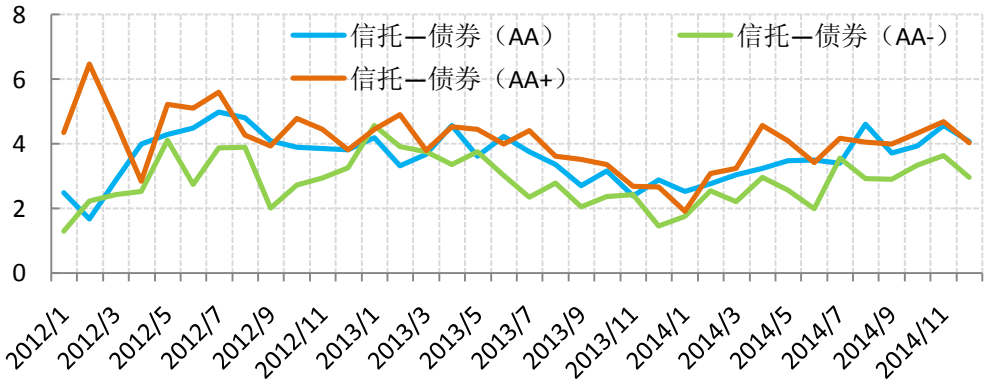


资料来源：Wind，华宝证券研究所

2.4.同一等级下信托和债券的利差分析

信托与债券利差呈 V 级走势，等级越低，利差越小。比较同一评级信托产品与 2 年期中短期票据到期收益率比较可以发现，2012 年至 2014 年信托与债券利差呈现 V 型，2012 年至 2013 年末两者利差不断下降，2014 年后两者利差呈现持续性上升。主要原因在于，2012 年以来，由于被附上“刚兑”标签的信托产品以其高收益低风险的特性吸引了不少投资者，业内掀起了一场非标的狂欢盛宴，增配非标成为各机构特别是银行主力资金的需求，而债券产品则遭到“冷落”，同时受到 12 年以来利率中枢趋势性上行的影响，债券产品的收益率也开始走高，从而使得两者利差不断缩小。而 2014 年后，随着非标监管办法的不断出台及信用违约风险的增加，再加上资金面开启宽松化的常态，两者利差开始戏剧性逆转。同时，根据下图，我们也发现，等级越低，信托与债券利差越小，主要原因在于主体评级对于债券产品的利率定价作用要比信托产品更为明显。

图 344　信托和债券跨市场利差比较（2012-2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

3.跨市场风险溢价指标探究—Zt 指数

我们尝试从跨市场的角度去探索权益类产品与固定收益类产品在定价方面的相关性，因此试图去探索两者之间的定价相关性工具，得到一个指数化指标，以此衡量权益类产品和固收类产品跨市场的利率走势关系。

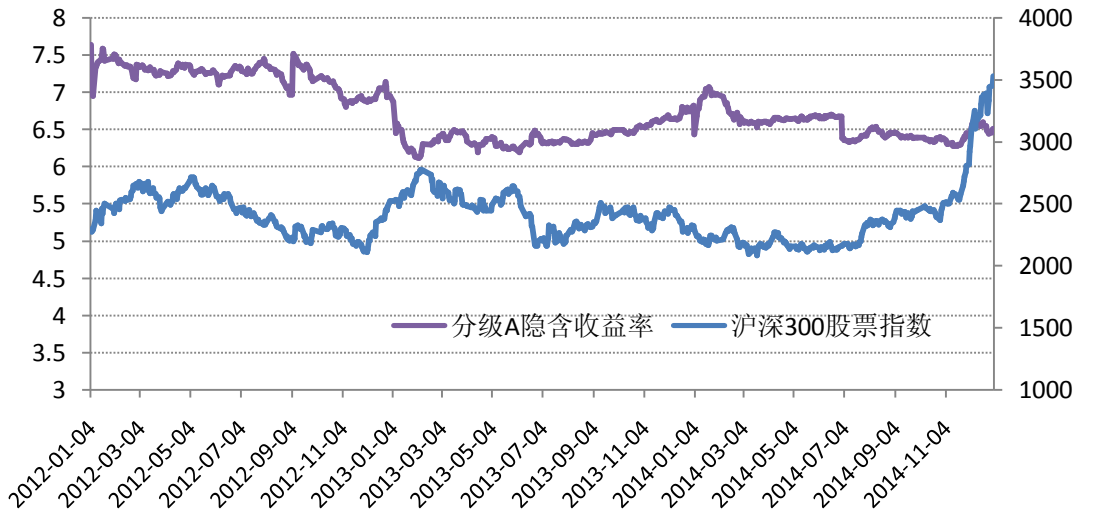
我们认为某些固定收益产品收益率和无风险利率可能与权益类产品的收益水平存在一定的相关性，也就是这些固定收益产品的风险溢价水平对权益类产品的收益有一定的影响。从这个角度出发，我们力图去建立一个模型来证明这种相关性，而建模的首要步骤则是确立关键影响因子。我们尝试以沪深 300 的涨跌情况作为权益类产品的收益水平，固定收益类产品中我们认为分级 A 产品、可转债、信托及国债可能对沪深 300 的收益有一定的影响。

首先，我们认为，在一定程度上，信托产品收益率能反映市场真实利率水平。信托产品资金来源多元化，其既可以是高净值客户资金，又可以是机构资金，包括银行同业、银行理财、券商资管、保险资管、基金子公司等等。而投向方面，既可以投资于信贷市场、又可以投资于金融市场及金融机构。因此，其灵活的投资特性及高收益水平对股市有一定的影响，而这种影响显著地体现在提高了真实的无风险利率水平上。

我们在第一章中提到过由于信托产品、银行理财产品等存在的隐形刚兑，目前以国债利率为代表的无风险利率水平实质上被低估，因此我们尝试探索真实的无风险利率水平。我们的想法是在国债利率的基础上加上一定比例的信托产品收益作为无风险利率水平。

其次，分级 A 产品收益率水平代表了 B 端的融资成本，影响了进入股市的资金规模，间接影响到了股票市场的收益率水平。从下图我们可以观察到，这两者呈现了一定的相关关系。

图 345　分级 A 隐含收益率和沪深 300 股票指数走势图（2012.01-2014.12）

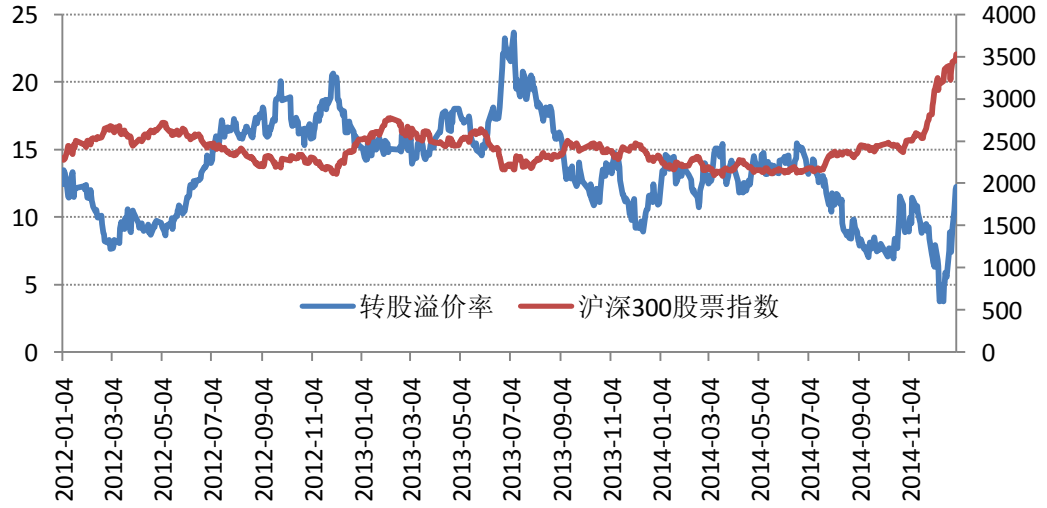


资料来源：Wind，华宝证券研究所

再者，我们认为可转债的收益率水平与股票市场的收益率水平也存在一定的相关关系。我们选取了可转债的转股溢价率作为关键因子。转股溢价率是指可转债市价相对于其转换后价值的溢价水平，转股溢价率越低，则可转债的股性就越强，转股溢价率越高，说明当前转债价格对于正股价格的虚高成份越高。

转股溢价率=（转债价格－转换价值）/转换价值×100％。转股价值是以面值除以转股价得每张转债转股数，再乘正股价得到。如果该指标负值越大，折股成本与市价价差越大，转股收益越高；相反，如果该指标正值越大，转股亏损越高。如下图所示，可转债转股溢价率与大盘指数走势存在一定的相关关系。

图 346　可转债转股溢价率和沪深 300 股票指数走势（2012.01—2014.12）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

除其他金融产品的影响之外，我们认为股票市场本身的投资回报率对于股价也将产生一定程度的影响。因此，我们尝试引入与权益类产品定价有关的某一代表风险溢价水平的指数Z_t，定义Z_t：

$$\mathbf{Z_t} = \boldsymbol{F_t}\left(\mathbf{I}_{分级\mathbf{A}},\ \mathbf{I}_{转债},\ \mathbf{I}_{\frac{E}{P}}\right) - \mathbf{f_t}(\mathbf{I}_{国债},\ \mathbf{I}_{信托})$$

其中$I_{分级A}$、$I_{转债}$、$I_{\frac{E}{P}}$、$I_{国债}$、$I_{信托}$分别代表 t 时刻分级 A 隐含收益率、可转债收益率、沪深 300 指数投资回报率、10 年期国债到期收益率、信托产品平均收益率。进一步可定义Z_t为：

$$\mathbf{Z_t} = \boldsymbol{Y_t}\left(\mathbf{I}_{分级\mathbf{A}风险溢价率},\ \mathbf{I}_{转债转股溢价率},\ \mathbf{I}_{\frac{E}{P}风险溢价率}\right)$$

为探索Z_t指标，我们令$\Delta p_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta I_{At} + \beta_2 \Delta I_{CBt} + \beta_3 \Delta I_{\frac{E}{P}t}$，其中$\Delta p_t$为 t 天与 t-1 天沪深 300 大盘指数收盘价之差，ΔI_{At}为 t 天与 t-1 天分级 A 隐含收益率之差，ΔI_{CBt}为 t 天与 t-1 天可转债转股溢价率之差，$\Delta I_{\frac{E}{P}t}$为 t 天与 t-1 天沪深 300 投资回报率的风险溢

价水平之差。其中分级 A 的风险溢价水平和沪深 300 投资回报率的风险溢价水平分别由分级 A 隐含收益率和沪深 300 投资回报率减去无风险利率得到。为使模型效果最显著，我们不断调整无风险利率水平，当无风险利率水平$f_t = I_{国债\,t} + 0.2 * I_{信托\,t}$时，模型显著成立。

模型汇总[b]

模型	R	R 方	调整 R 方	标准 估计的误差	更改统计量					Durbin-Watson
					R 方更改	F 更改	df1	df2	Sig. F 更改	
1	.934[a]	.872	.871	1.16364695E1	.872	1630.494	3	721	.000	1.987

a. 预测变量: (常量), 分级A分险溢价率差分, 转股溢价率差分, 沪深300风险溢价率差分。
b. 因变量: 股价差分

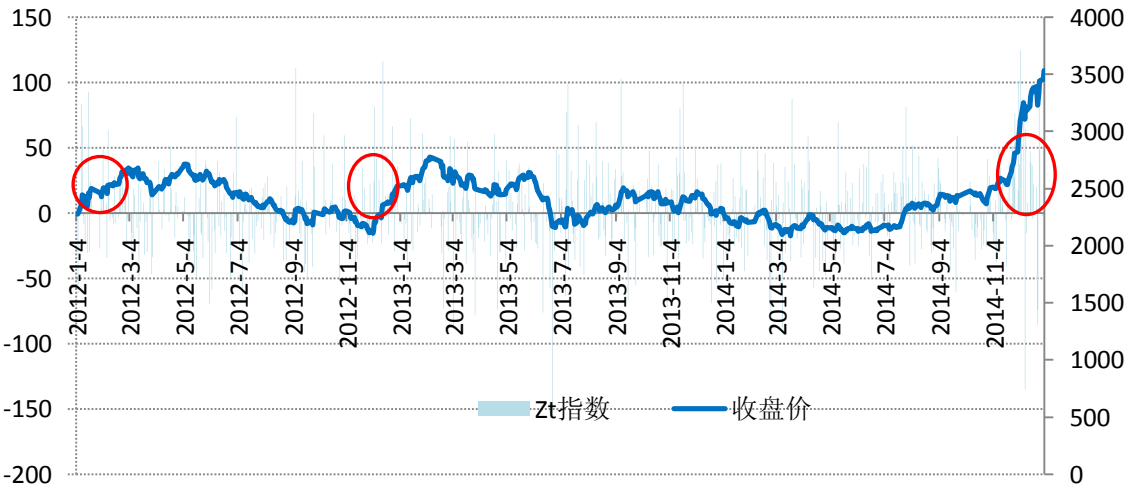
根据模型，我们得出 Zt 指数:

当$Z_t > 0$时，沪深 300 指数上涨，Z_t值越大，则涨幅越明显

当$Z_t < 0$，沪深 300 指数下跌，Z_t值越小，则跌幅越明显

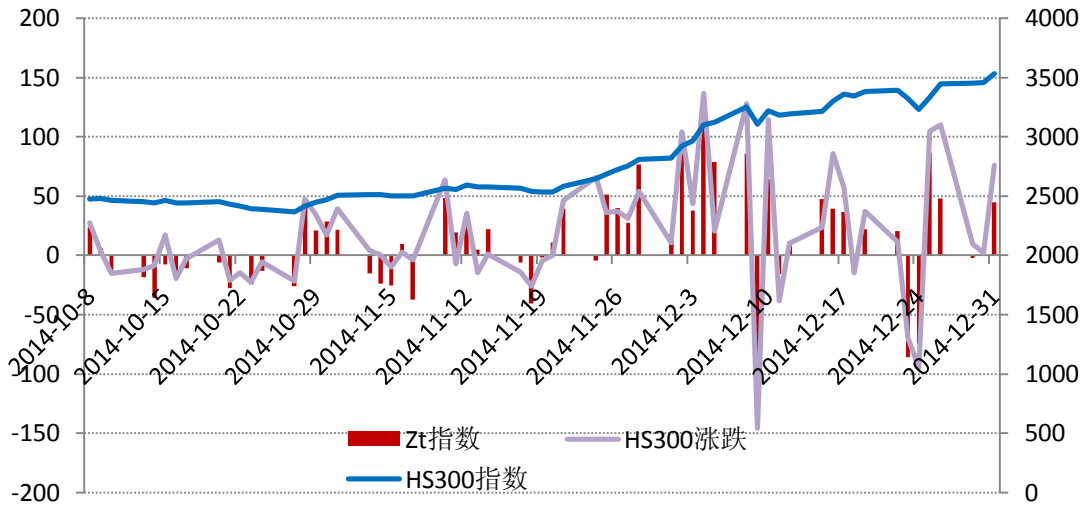
由下面的Z_t指数和沪深 300 指数的走势图可以看到，检验结果基本符合我们的判断。

图 347　Zt 指数和沪深 300 指数走势（2012-2014）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 348　Zt 指数和 HS300 涨跌情况（2014.10-2014.12）

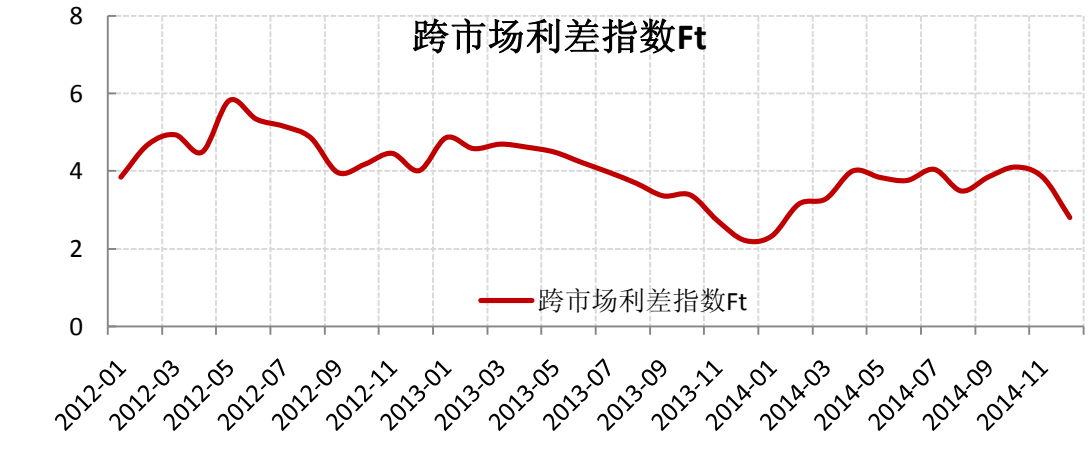


资料来源：Wind，华宝证券研究所

4.跨市场利差指数探究——Ft 指数

基于第二章对跨市场利差的详细分析基础上，我们认为以信托和银行理财为主的非标资产收益率与以信用债为代表的标准化资产收益率存在一定的相关关系，这种相关关系不仅与资金面有关，也体现在信用利差的表现上，而两者之间的跨市场利差将对大类资产配置产生重要的影响。因此本章我们以非标资产与标准化资产收益率利差为基准编制了跨市场利差指数 Ft，Ft 指数包含了同一等级下信托和债券的利差、银行理财和债券的利差等因子。得到 Ft 指数如下：

图 349　跨市场利差指数 Ft

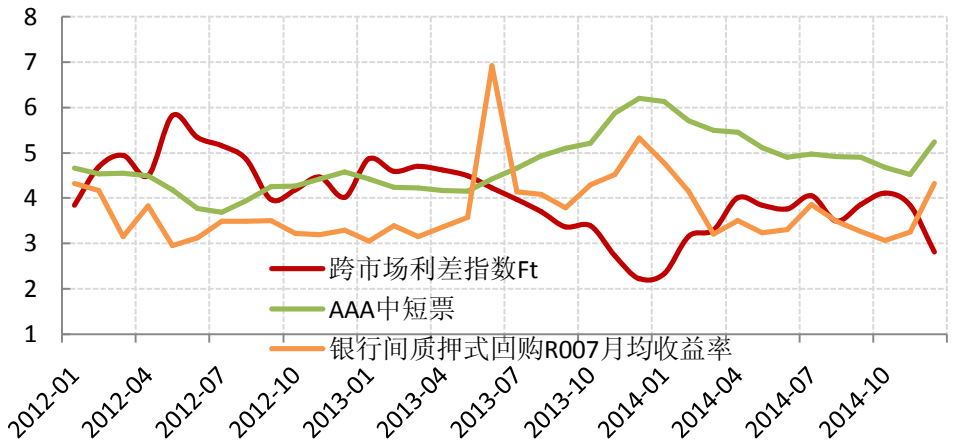


资料来源：Wind，华宝证券研究所

Ft 指标对于标准化资产和非标准化资产配置的指导意义：如下图所示，Ft 与资金面情况及债券产品收益率成逆相关关系，当 Ft 较小时（一般 Ft<3.5%水平），此时资金面紧张，债券收益率较高，非标产品与债券利差缩小，对于配置盘而言，非标产品吸

引力下降，同时债券信用利差下降，此时配置高等级信用债是适宜的选择。当 Ft 较大时（一般 Ft>3.5%水平），此时资金面宽松，债券产品收益率较低，非标产品与债券利差扩大，对于配置盘而言，非标资产吸引力大大增加，此时将增加银行理财、保险资金等对于非标资产的配置。

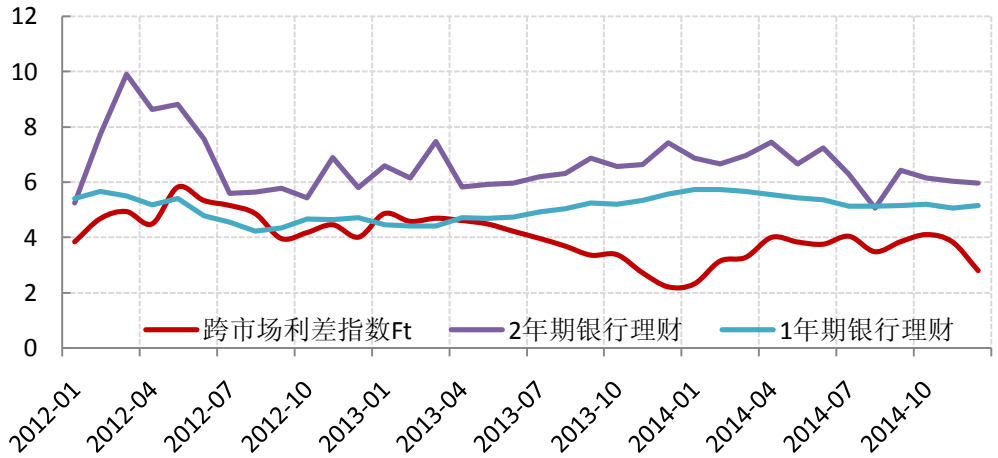
图 350 跨市场利差指数与资金面关系



资料来源：Wind，华宝证券研究所

Ft 指标助于识别银行理财的大类资产配置行为：以银行理财为例，我们可以观察到，2012 年 1 月份至 2013 年 3 月份，银行理财收益率与 Ft 指数基本成正相关关系，而在 2013 年 3 月份后则呈逆相关关系，主要原因在于，2013 年 3 月份，银监会出台“8 号文”，开始限制银行理财资金投资非标资产，不少股份制银行及中小银行都踩到了“红线”，因此 3 月份后银行理财整体开始减少对非标资产的配置。故在 2013 年 3 月份前，银行理财配置了大量非标资产，其收益属性更多地体现了非标产品的收益属性，故其与 Ft 呈正相关关系，也表明至 2013 年 3 月份，银行理财配置非标资产比例达到峰值。2013 年 3 月至 2014 年 5 月份，银行理财的收益属性主要体现的是债券产品收益属性，故其与 Ft 呈逆相关关系。我们可以看到 2014 年 1 月，Ft 指数达到最低点，此时债券产品收益率达到 2012 年以来的最高点，银行理财收益达到 2013 年 3 月降非标以来的最高点。2014 年 5 月份开始，银行理财收益率与 Ft 指数又呈正相关关系，表明去年 5 月份后，银行理财又开始增加非标资产的配置，主要原因在于债券产品收益率一路下行，导致银行理财“无债可配”，银行理财为保持一定的收益水平，不得不增加非标产品的配置比例。因而至 2014 年 5 月份，银行理财配置债券产品比例或达到峰值。可见，Ft 指数有助于判断银行理财的大类资产配置行为。

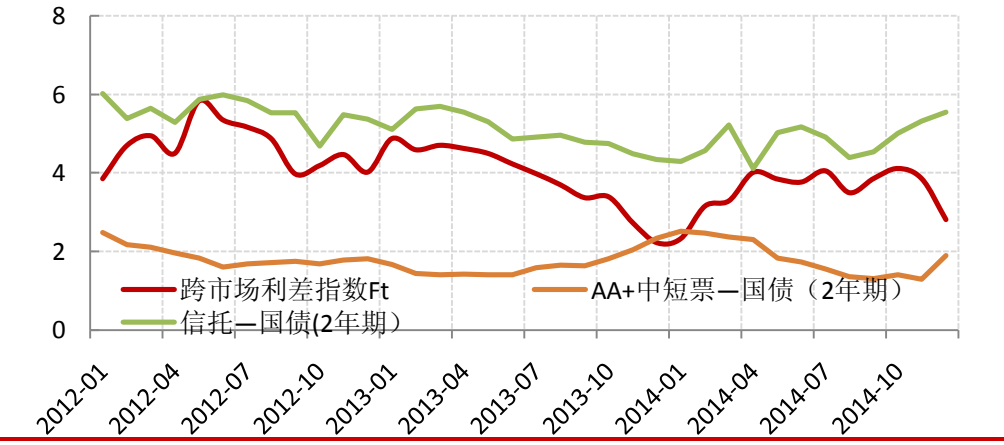
图 351 跨市场利差指数对于银行理财资产配置的指导



资料来源：Wind，华宝证券研究所

Ft 指数判断信用利差走势：根据下图所示，Ft 指数跟信托产品的信用利差呈正相关关系，与债券产品的信用利差呈逆相关关系。当 Ft 指数扩大时，债券产品信用利差缩小，信托产品信用利差扩大。反之，则债券利差扩大，信托产品利差缩小。因此，我们可用 Ft 指数来判断非标产品和标准化产品的信用利差走势情况。

图 352 跨市场利差指数与信用利差的关系



资料来源：Wind，华宝证券研究所

5.跨市场利差研究的运用

信用利差的揭示。在报告中，我们揭示了不同等级的信托产品平均收益率水平及信托产品信用利差状况，其中 2014 年以来，主体评级为 AAA、AA+、AA、AA-的信托产品平均收益分别为 7.5%、8.95%、9.42%、9.84%。根据我们的研究显示，2014 年信托产品信用利差趋势性上升，然而债券产品信用利差却出现明显下降。根据我们的分析认为，我国信用债信用利差存在“定价失效”问题，由于公募债信用利差受资金面影响较为严重，未能反映真实信用利差信息，故我们认为信托产品信用利差所反映的信用风险更具有真实性，2014 年信用风险实质性增加。

跨市场利差 Ft 指标对于大类资产配置具有指导意义：当 Ft 较小时（一般 Ft<3.5%水平），资金面紧张，非标产品与债券利差缩小，非标产品吸引力下降，同时债券信用利差下降，此时配置高等级信用债是适宜的选择。当 Ft 较大时（一般 Ft>3.5%水平），资金面宽松，非标产品与债券利差扩大，债券产品信用利差扩大，此时配置非标产品或较低等级债券产品较为适宜。

Ft 指标助于识别银行理财的大类资产配置行为：当 Ft 指标与银行理财产品收益率开始呈正相关关系时，表明银行理财配置非标资产比例开始上升，其收益属性更多地体现了非标产品的收益属性，当 Ft 指数与银行理财产品收益率开始呈逆相关关系时，表明银行理财配置债券比例开始上升，银行理财的收益属性主要体现的是债券产品收益属性。因此，可以借助 Ft 指数来判断银行理财的大类资产配置行为。

Ft 指数判断信用利差走势：Ft 指数跟信托产品的信用利差呈正相关关系，与债券产品的信用利差呈逆相关关系。当 Ft 指数扩大时，债券产品信用利差缩小，信托产品信用利差扩大。反之，则债券利差扩大，信托产品利差缩小。因此，我们可用 Ft 指数来判断非标产品和标准化产品的信用利差走势情况。

风险溢价指标 Zt 对于权益类产品的指针意义：Zt 指标揭示了风险溢价对于股价走势的影响，总体而言，当$Z_t > 0$时，沪深 300 指数上涨，Z_t值越大，则涨幅越明显。当$Z_t < 0$，沪深 300 指数下跌，Z_t值越小，则跌幅越明显。

最后，我们将推出一系列的跨市场比较工具，并实时跟踪跨市场产品的动态收益率，为投资者投资选择提供参考，大家可持续关注。其中下图为固定收益类产品在 2014 年 12 月 31 日的收益率情况。

表 202　固定收益类产品实时收益率（2014-12-31）

2014-12-31	产品	收益率（%）
3 个月以内	银行理财（3 个月）	5.17
	中短期票据 AAA（3 个月）	4.70
	中短期票据 AA+（3 个月）	5.40
	信托产品（3 个月）	8.35
	短期理财基金	4.02
	货币基金	4.21
3 个月至 1 年	永续型权益类分级 A	6.46
	封闭式债基	8.32
	银行理财(1 年期）	5.15
	信托产品(1 年期）	8.85
	中短期票据 AAA(1 年期）	1.44
	中短期票据 AA+(1 年期）	1.95
1 至 2 年期	封闭式债基	4.89
	银行理财（2 年期）	5.96
	信托产品（2 年期）	9.81
	中短期票据 AAA（2 年期）	1.40
	中短期票据 AA+（2 年期）	1.89

资料来源：Wind，华宝证券研究所

二、投资者结构变化引发的思考

1.互联网带来的冲击

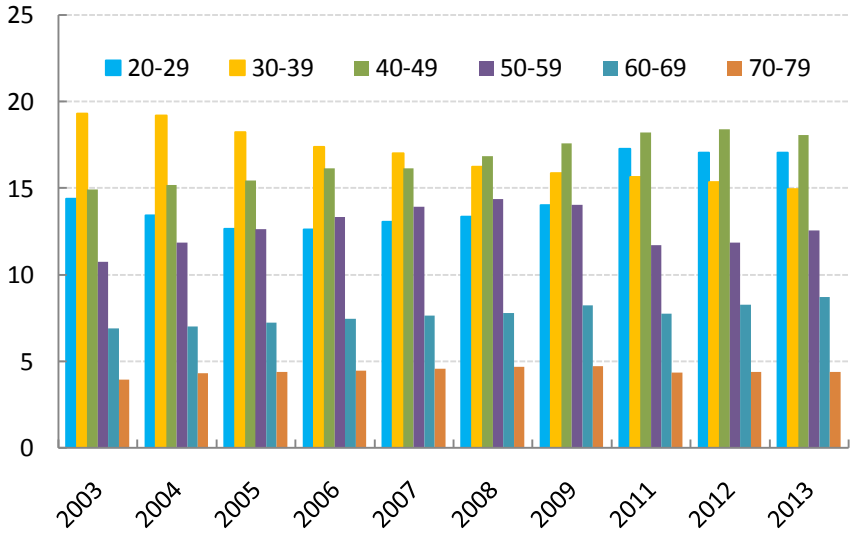
2013 年年中的余额宝像一颗炸弹一样投入了金融市场，除了唤醒人们的理财意识以外，对人们的投资习惯也有较大的冲击。投资者们发现，在手机中下载一个支付宝 APP 就能每天查看收益，哪怕每天一块钱的收益也能令投资者欣喜若狂。随着余额宝之后出现的微信理财等各种理财产品都进入了投资者的视野，他们每天比对着各种“宝”的收益率，随时进行宝宝之间的转换。

遭到宝宝类产品的冲击，大量存款从银行内搬家，因此为留住储蓄客户，银行也开始与货币基金合作，推出银行系的“宝宝”产品，一些个人存款占比较少的银行甚至主动放弃个人存款业务，主动为客户提供个人储蓄转货币基金的业务。

1.1.人口结构与资产的变迁

2003 年至 2013 年这十年间，中国人口结构变化较为明显。2003 年，年龄段处在 30-39 岁的人占比最多，19.32%，但在 2013 年，这部分人的占比降至 14.93%。年龄段在 20-29 岁的人占比逐渐增加，由 2003 年的 14.39%上升至 2013 年的 17.04%。40-49 岁的人在 2003 年占比 14.93%，2013 年占比上升至 18.05%。

图 353　中国人口结构变迁（单位：%）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

1.2.互联网金融为什么会这么火爆？

第一，人口因素。我国人口在经历过 5、60 年代后，有一轮爆发式增长，伴随着互联网的迅猛发展，产生了一批数量庞大，有诸多需求的网民——八零后群体中有很大一部分是独生子女，因为没有兄弟姐妹，他们将大量与人之间的交流放在了网上，网上聊天，参与论坛讨论等。因此，中国拥有强大的互联网用户数量。

第二，机制因素：互联网更加以客户为中心。传统银行进行信用评估的依据，是用户的还款能力和还款意愿，以收入水平作为重要衡量指标；而互联网企业对于信用的评价，则是机遇用户的交易行为和交易记录，比传统网银更加便捷。

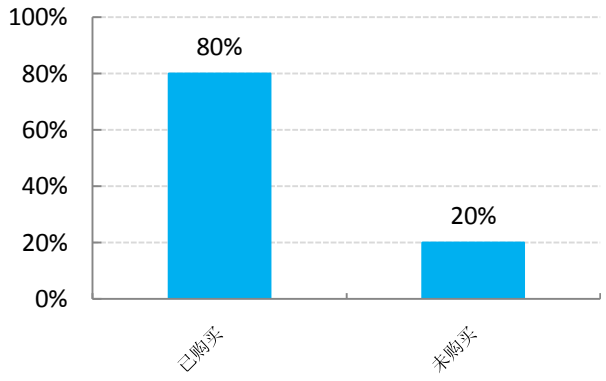
第三，制度因素。在之前，只有一些有牌照的大型金融机构才能承担金融机构，因此可以说中国的金融体系严重供应不足。然而现在，许多电商也可以参与金融服务了，这种渠道创新填补了传统金融体系的短板和空白，在这个过程中，很多小微企业，通过小额信贷获得了资金支持，能够更好的进行发展，因此也再一次促成了互联网金融在中国的火爆。

第四，人文因素。年轻人普遍拥有喜欢尝鲜、不愿落伍的心态，同时有着很强的从众心理和攀比心理。因此，在互联网金融大潮之下，多半会进行尝试，而互联网有着贴心和个性化的服务，比较容易受到人们的青睐。

1.3. 互联网金融用户分析

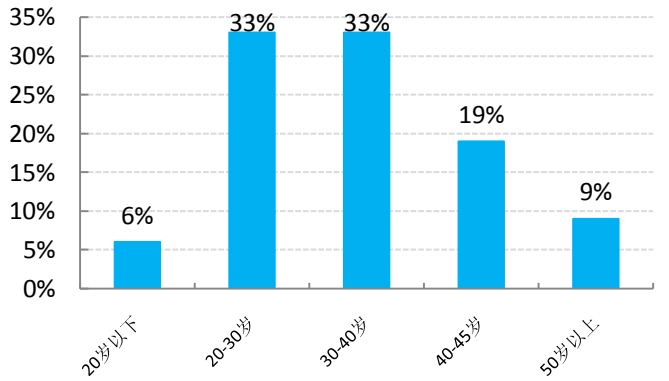
腾讯曾在 2014 年 8 月 18 日做过一份互联网金融调查问卷，数据显示，目前已有 80%的人购买过互联网理财产品。从投资者年龄分布上看，20-30 岁和 30-40 岁的投资者分别占比三成，40 岁以下的投资者是互联网理财产品的生力军，占 72%。

图 354　互联网产品的投资者（截至 2014.8.18.）



资料来源：腾讯，华宝证券研究所

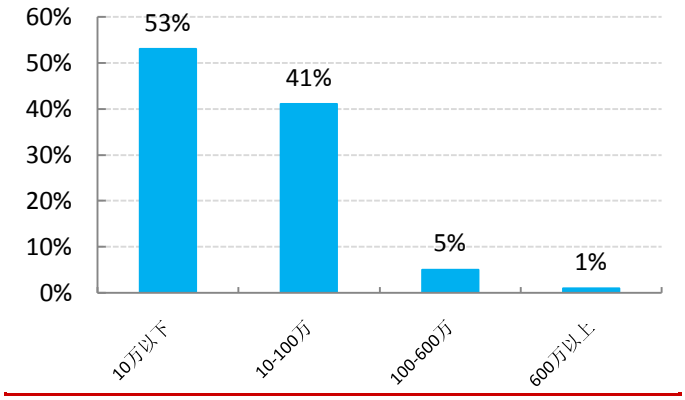
图 355　投资者的年龄分布（截至 2014.8.18.）



资料来源：腾讯，华宝证券研究所

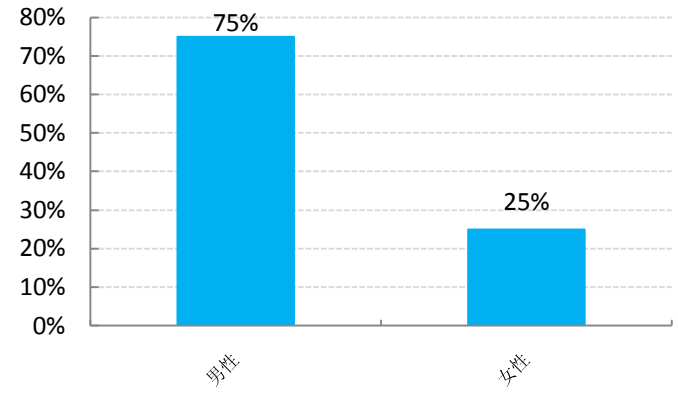
从投资者收入分布上看，年收入在 10 万以下的投资者占 53%；年收入在 10-100 万的投资者占 41%；年收入在 100-600 万的投资者占 5%，600 万以上的投资者占 1%，因此年收入在 100 万以下的投资者占比最多，为 94%。从投资者的性别分布上看，男性占比 75%，是女性占比的三倍。

图 356 投资者收入分布（截至 2014.8.18.）



资料来源：腾讯，华宝证券研究所

图 357 投资者的性别分布（截至 2014.8.18.）

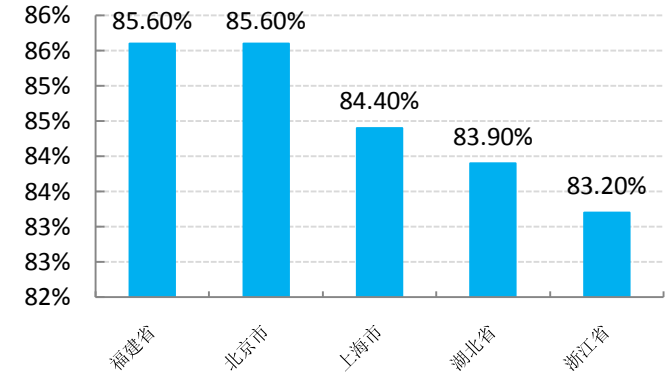


资料来源：腾讯，华宝证券研究所

从各省互联网投资者占比上看，福建省和北京市市民购买互联网产品的投资者最多，均占各省人口总数的 85.6%；上海市购买过互联网理财产品的投资者占 84.4%；湖北省和浙江省有 83.9%和 83.2%的投资者购买过互联网理财产品。

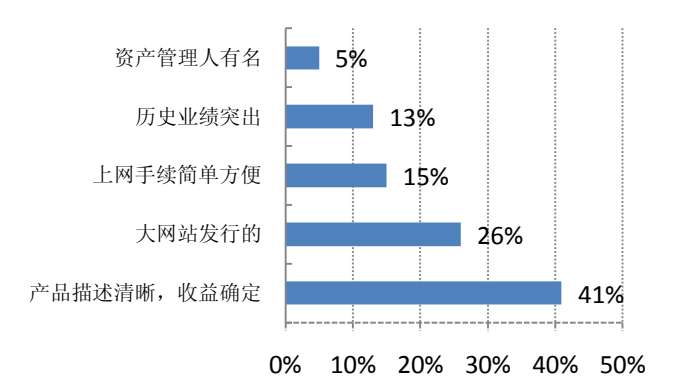
对于互联网理财产品，投资者最关心的因素是产品是否能描述清晰，收益是否确定，这类投资者占比 41%；关心网站平台知名度的投资者占比 26%；15%的投资者更关心网上购买的手续是否简单方便；13%的投资者关心理财产品的历史业绩是否突出；仅 5%的投资者关心资产管理人是否著名。

图 358 各省投资者占比（截至 2014.8.18.）



资料来源：腾讯，华宝证券研究所

图 359 投资者关心的因素（截至 2014.8.18.）



资料来源：腾讯，华宝证券研究所

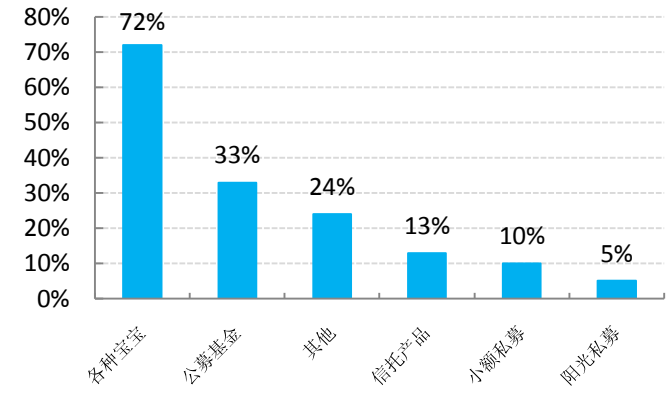
从投资者购买过的理财产品种类上看，买过各种“宝宝”的投资者占 72%；利用互联网渠道买过公募基金的投资者占 33%；买过信托信托产品的投资者占 13%；买过小额私募的投资者占 10%；买过阳光私募的投资者占 5%。

从购买理财产品的人群上看，“宝宝”类产品的购买者相对广泛，但收入及资产不高，这主要是因为该产品的起购门槛较低，甚至低至 1 元、1 分起购；而 40-60 岁的中年人更愿意买公募基金，主要是因为他们已经积累了一部分投资经验，对权益类产品较为了解；高收入人群更愿意购买阳光私募，这主要是因为这类产品虽然风险较高，但收益较为可观，除此之外阳光私募起购门槛较高，通常在 100 万元左右，非高收入投资者

无法参与；年轻人购买小贷占比较高，这主要是因为小贷产品风险收益相对较高，而门槛也远低于私募产品；年龄较大的投资者较为偏爱信托产品，这主要是因为信托产品对于收益有较为明确的描述。

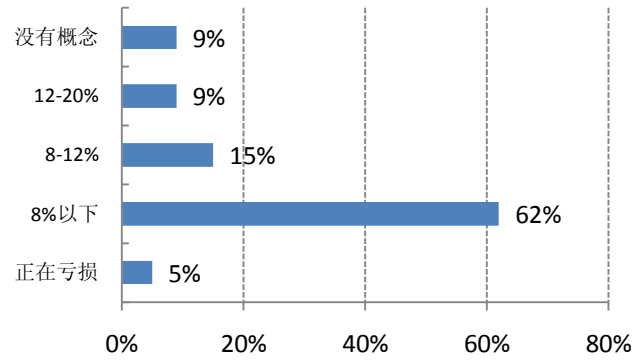
但在对于自己所购买的理财产品的收益目标上，仅 29%的人群基本能达到自己的收益目标，62%的人达不到自己的投资目标，还有 9%的投资者不知道如何核对自己的投资收益。大部分人的实际收益在 0-8%之间，收益在 8%以上的投资子这仅占 24%。

图 360　投资者购买过的理财产品种类（截至 2014.8.18.）



资料来源：腾讯，华宝证券研究所

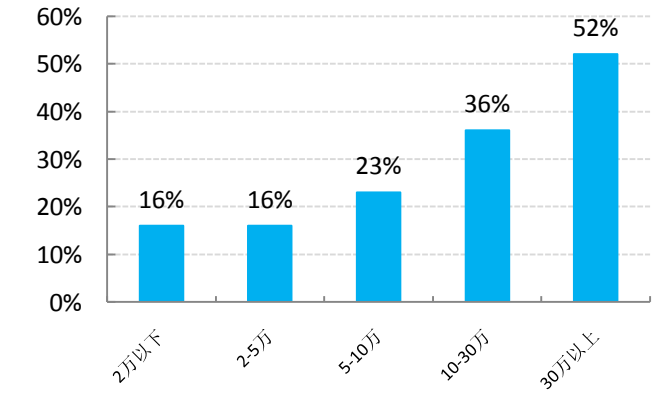
图 361　投资回报（截至 2014.8.18.）



资料来源：腾讯，华宝证券研究所

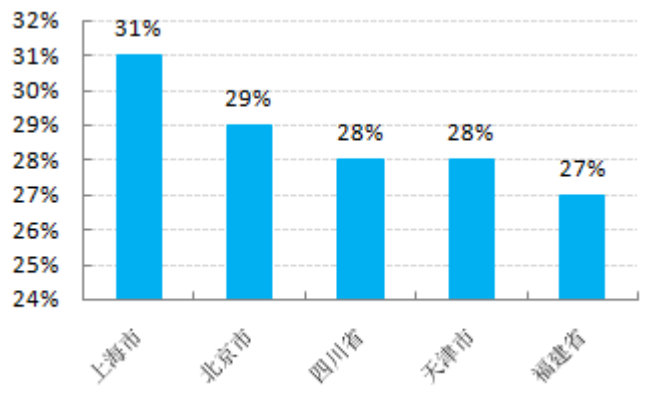
年收入在 5 万以下的投资者仅 16%可达到年收益超过 8%的目标；而随着年收入的上升，能够达到 8%年收益目标的投资者占比也逐渐升高，年收入在 10-30 万的投资者中有 36%，可达到这一目标；年收入 30 万以上则有 52%的投资者可以达到这一目标。从城市上看，上海有 31%的投资者年收益超过 8%；北京市、四川省、天津市分别有 29%、28%、28%的投资者可获得 8%的年收益；从此看来上海人更精于理财。

图 362　获得 8%以上回报的投资者收入（截至 2014.8.18.）



资料来源：腾讯，华宝证券研究所

图 363　获得 8%以上回报的投资者（截至 2014.8.18.）



资料来源：腾讯，华宝证券研究所

1.4.各类互联网金融产品吸引的客户群

正如前文所说，伴随着网络长大的 85 后是网络消费的主要生力军，这类人的理财观念大部分都是从余额宝开始的，余额宝在仅仅上线两日就集合了 50 多亿的资金，可

见这类投资者的力量之强大。虽然这部分人的收入还赶不上 70 后，但滴水成河，集河成海，这部分力量也不容小觑。因此，我们认为未来第三方支付平台上的理财产品将是习惯使用互联网平台的投资者首选之一。

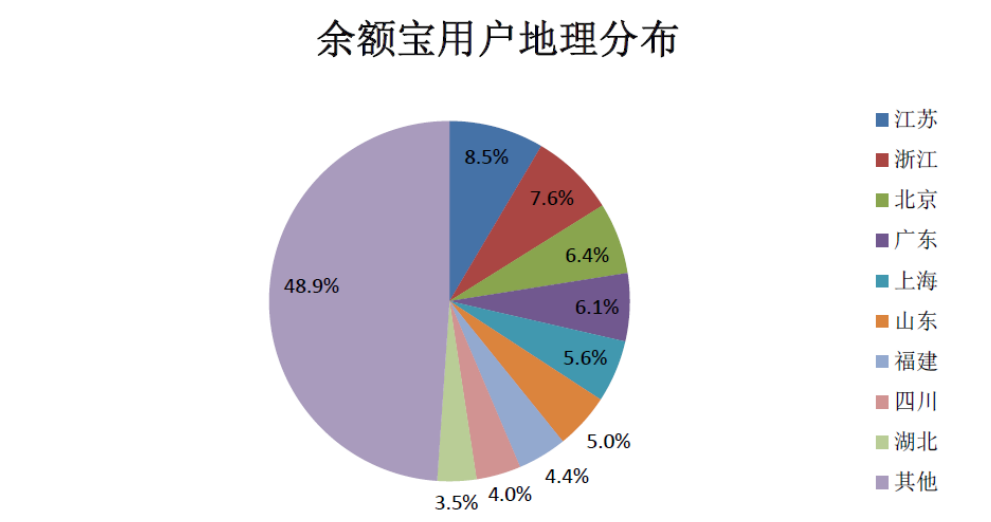
1.4.1.余额宝——消费属性较大

根据余额宝三月调查数据显示，余额宝的用户主要为女性，占比达 61.3%，而男性用户占比仅为 38.7%，这主要是因为女性更善于理财，而且女性是淘宝、天猫的主要用户，对于支付宝的产品接受更快。

余额宝的用户群年龄较轻，集中在 20-29 岁。这部分人为网购主力军，主要为大学生、年轻白领、城市里来自农村的年轻务工者等，他们月收入大约在 2000-10000 元区间，可支配收入不多，余额宝的低门槛理财功能正好能切中其痛点，同时还能方便网购支付。

从地理分布角度上看，余额宝的用户主要分布在沿海发达省份，主要是因为这些地方经济发达，互联网普及率高，人们网购意识较强，理财意识较好。但是，随着互联网及网购对三四线城市的渗透加强，余额宝用户从一二线城市向三四线城市拓展的迹象较为显著。在 2014 年三季度，余额宝一二线城市用户增长率为 14%，三四线城市增长率为 21%。

图 364　余额宝用户群的城市分布



资料来源：余额宝调查数据，华宝证券研究所

随着余额宝收益率维持在较低的稳定水平，其投资功能也逐渐褪去，而消费功能则日益显著。更多的以现金管理和购物支付为目标的用户持续进入余额宝，其中很多用户已经形成了发工资后转入——消费——再转入——再消费的使用习惯，客户行为的演变使得基金波动较小。而余额宝的消费属性其实也是余额宝的核心产品价值所在，其用户全体未来依旧会与网购主要人群保持高度契合。

1.4.2.P2P 网贷产品

根据网贷天眼数据显示，2014 年网贷行业投资人数达到 116 万人，较 2013 年增加 364%，2014 年 12 月，单月活跃人数达到 88.2 万人。P2P 网贷投资者具备如下特征:

从收入上看，78%为月收入过万的白领；从年龄上看，54%为 30-39 岁；从学历上看，83%为本科及以上学历；从投资意识上看，67%炒过股票，89%买过银行理财产品。

综合看来，P2P 网贷的用户相对余额宝而言，拥有更多的可支配资金，对风险有一定的意识，对产品的收益率也有一定的要求。

1.4.3.众筹产品

由下表所示，股权型众筹投资者主要偏重商业回报，单笔投资金额较大，投资人数较少。此类投资者年龄主要为 30-39 岁，收入较高，擅长理财，对风险的承受能力较高。

而回报型众筹投资者主要目的不是金钱回报，更多的是处于兴趣爱好：支持喜欢的文化、公益等项目，获取相应产品作为回报；单笔投资金额很小，人数相对较多。此类投资者偏年轻化，集中在 18-28 岁，多为大学生、年轻白领等，很多属于追星族，对于偶像参与的众筹项目会筹集资金进行支持。

表 203　各类型众筹投资情况

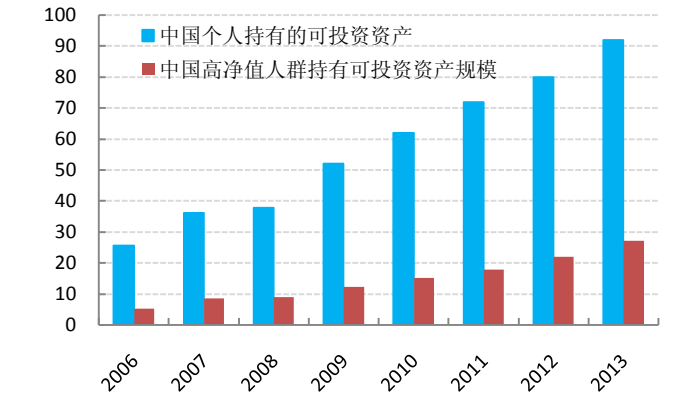
时间段	股权型众筹		回报型众筹	
	实际投资人数	单个投资人每笔投资金额（万元）	实际投资人数	单个投资人每笔投资金额（万元）
2014 年 1 季度	374	12.63	23795	220
2014 年 4 月	53	17.92	15420	162
2014 年 5 月	68	16.35	23825	395
2014 年 6 月	127	14.50	45034	338

资料来源：清科集团及众筹网联合报告，华宝证券研究所

2.产业资本带来的冲击

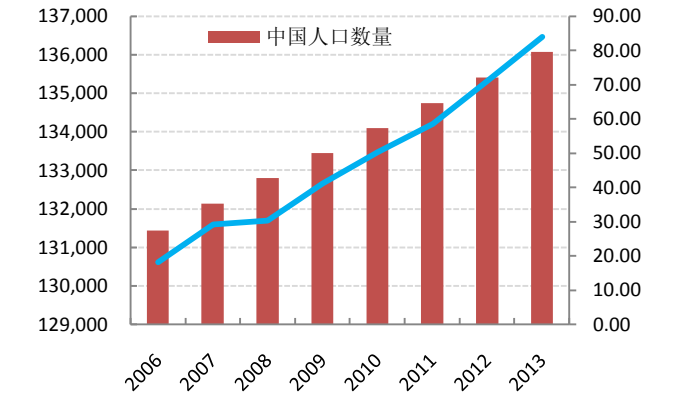
根据招商银行私人财富报告显示，2006 年，中国个人持有的可投资资产为 25.6 万亿元，至 2013 年，可投资资产上升至 92 万亿元，在 7 年内上涨将近四倍。高净值人群也由 2006 年的 18.1 万人上升至 2013 年的 84 万人，占据中国总人口的比例也由 2006 年的 0.014%上升至 2013 年的 0.062%；他们所持有的可投资资产由 2006 年的 5.2 万亿元上升至 27 万亿元，增长了 5 倍有余。

图 365 个人可投资资产（单位：万亿元）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 366 高净值人群数量（单位：万人）

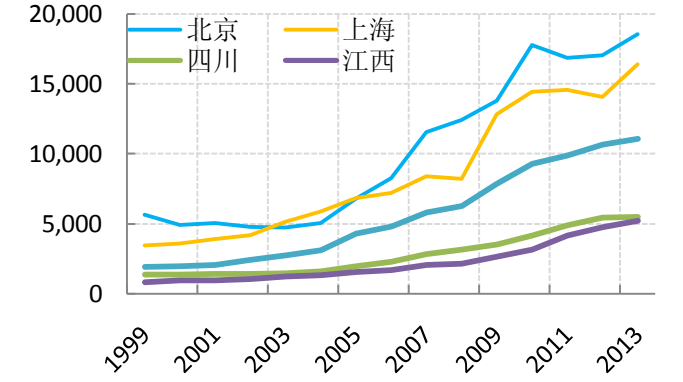


资料来源：Wind，华宝证券研究所

2.1.房地产的挤出效应

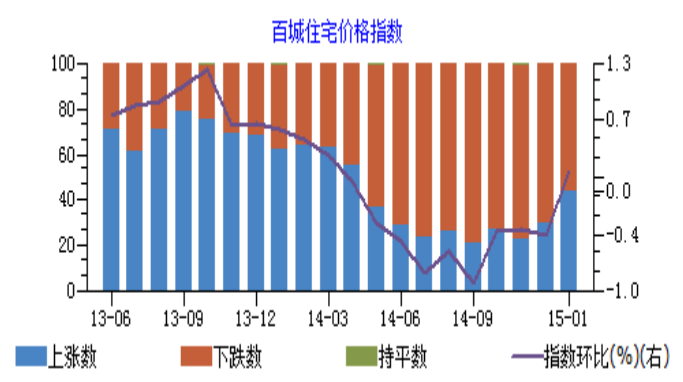
从下图所示，商品房在 2004 年至 2009 年经历了飞速发展，以北京为例在这 6 年间，北京商品房的价格涨幅分别为：34.34%、21.97%、39.54%、7.48%、11.12%和 28.86%，房价由 04 年的 5052.93 元/平方米上升至 13799 元/平方米，上涨幅度为两倍有余。然而，房地产在经历了黄金十年之后，已经上升较为乏力。从百城住宅价格指数上看，房价下跌的城市数量在不断上升。人口红利的消失已是社会共识，房地产的暴利时代也接近尾声。因此，大量资金将从房市撤出。截至 2013 年 10 月底，全国本土房地产基金管理规模超过人民币 6000 亿元。

图 367 商品房平均售价（单位：元/平方米）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 368 百城住宅价格指数



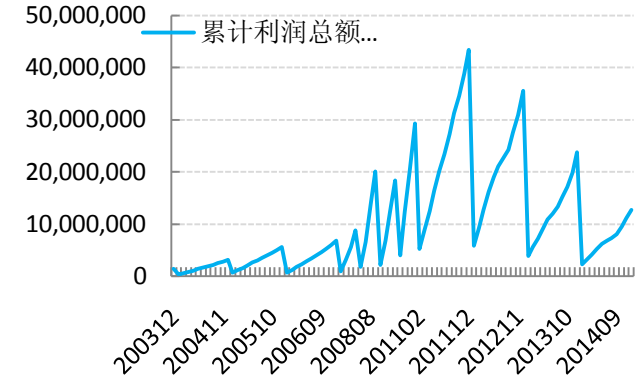
资料来源：Wind，华宝证券研究所

2.2.传统行业的挤出效应

如下图所示，作为传统的周期行业——采矿业，2003 年至 2011 年间，该行业的累计利润额在不断攀升，但在经历过 2009 年至 2011 年的高峰后，利润已经开始走下坡路了，投入产出比在不断下降，因此投资于采矿业的资金未来也将逐渐流出该行业。

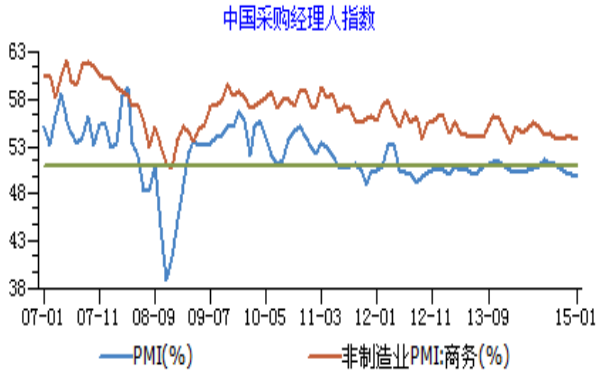
从中国采购经理人指数（PMI）上看，中国经济增长的脚步较为缓慢，受改革、调结构的影响，未来中国经济还将处于缓慢增长甚至下滑中，因此，从房地产、传统行业中流出的资金需要找到新的去向。

图 369 采矿业累计利润总额（2003.12~2014.12）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 370 PMI 指数

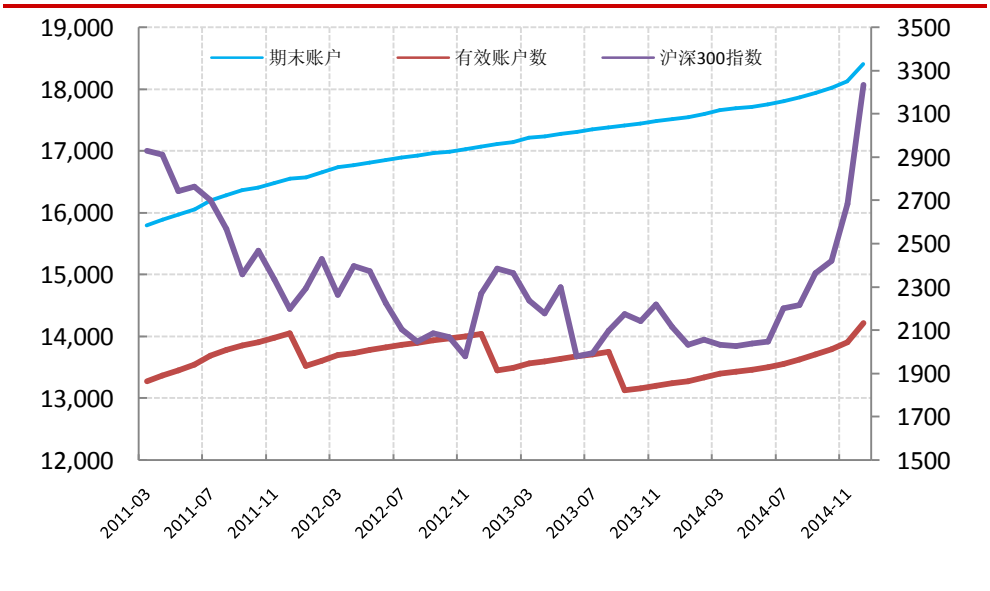


资料来源：Wind，华宝证券研究所

2.3.最好的去处——股市

2014 年市场出现了久违的牛市，截止 2014 年 12 月 31 日上证指数年内上涨了 52.8%，投资者的热情即可被点燃。根据中登数据显示，2014 年 12 月 31 日，股票账户数共有 18401.17 万户，去除休眠账户后的有效账户共有 14214.69 万户。从下图中可以看出，股票市场的投资者与市场行情相关性较高。2014 年 11 月 17 日央行的降息点燃了市场行情，2014 年 12 月，股票市场上的有效账户数相比前一个月增长了 2.2%。

图 371 股票账户开户数（单位：万户 2011.03~2014.12）



资料来源：中国证券登记计算有限公司，华宝证券研究所

在大盘的走强下，分级 B 行情火爆异常，市场一度出现所有分级 B 全面涨停，分级基金的场内成交额从以往的 20 亿一跃超过 100 亿。同时伴随着蓝筹股，尤其是银行证券板块的高歌猛进，多支分级 B 发生不定期上折。

在这波轰轰烈烈的行情之中，分级 B 在牛市中的杠杆效应带来了诸多大妈小白的入场，在大妈小白眼中，分级 B 具有以下优势，约定收益率比融资融券更低（实际融资成

本应该是隐含收益率），分级 B 的行业指数特征可以避开个股风险，在大妈小白的推动下，最终造成分级 B 大面积的高溢价率，市场一度遍地出现整体溢价率超过 30%的分级基金。同时也出现很多说怪不怪的现象，许多没有经验的分级基金投资者在证券 B 上折后纷纷抱怨“为何连续涨停之后反而亏钱”，可见大妈小白大量参与到分级基金投机中，同时分级市场表现也说明了大妈小白对于分级基金本身机制了解相当有限。

大妈小白的大量参与到分级基金中带来了分级市场的重构，12 月 19 日，权益分级场内的份额突破千亿大关，分级基金传统的市场格局也在此番行情和大妈小白的参与下彻底重构。

因此，未来从从房地产、传统行业中流出的资金最有可能的将是 A 股市场，这对于 A 股市场将带来翻天覆地的变化。

2.4.另类投资——另辟蹊径

根据我们调查分析显示，高净值人群的财富目标已经较为多元化。2009 年，高净值人群的主要目标在于：创造更多财富、高品质生活和财富传承。而至 2013 年，高净值人群的主要目标多了保证财富安全、子女教育、个人事业/企业的进一步发展，并且随着时间的推移，他们在这三部分的需求比例在逐渐增大。

他们对规避风险的需求也越来越大，另类投资就这样进入了他们的视线；随着金融市场的发展，金融工具的完善和客户服务意识的深入，不少金融机构也着力于产品创新，以满足客户多样化需求；再加上高净值人群们多年来对于生活品质的追求，令他们认识到“娱”与“商”是可以完美结合的，因此艺术品、葡萄酒等商品成为了他们竞相追逐的投资对象，同时也是他们跻身上流社会的重要标志。

图 372　高净值人群的财富目标



资料来源：华宝证券研究所

根据我们的统计，高净值人群在华东地区占比最高，华北其次，华南排行第三。分省市看，北京最多，其次是广东、上海和浙江。这四个省市高净值人群人数占全国高净值人群人数的 60%以上。分职业上看，企业主和金领占比最高，两者加起来占全部职业的七成以上。

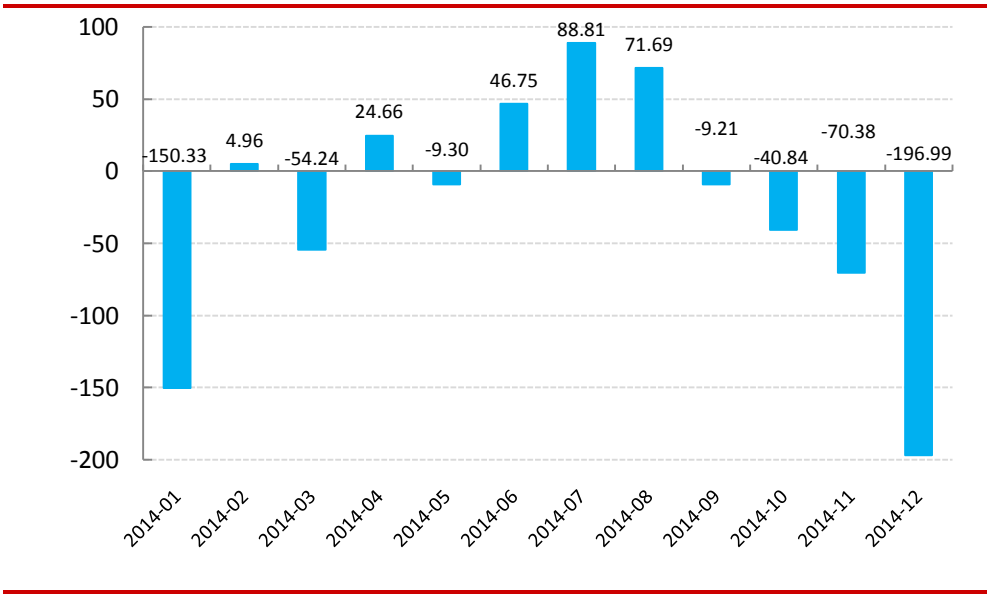
这部分人群往往不会亲自打理自己的财产，而是委托第三方财富管理机构打理自己的资产。这为北京、广东、上海和浙江的第三方财富管理机构创造了较多机会，让这些机构设计出更多更适合这类人群的金融产品为他们创造更多的财富，同时也推动金融市场的整体发展。

3.人民币国际化带来的投资者结构变化

3.1.RQFII 的资金流入流出变化

从 2014 年 RQFII 全年的资金流出流出情况看，全年只有 2 月、4 月、6 月、7 月和 8 月五个月实现了净流入，流入资金分别是 4.96 亿元、24.66 亿元、88.81 亿元和 71.69 亿元。而其余时段的资金都是净流出状态，尤其是 2014 年 1 月和 12 月，资金流出金额分别达到 150.33 亿元和 196.99 亿元。因此，全年 RQFII 资金为净流出 294.43 亿元。这主要是因为，境外机构对 A 股市场分歧较大，加上年底时节对中国 A 股市场的不确定性导致了资金的大量流出。

图 373　2014 年 RQFII 资金流入流出情况（单位：亿元）



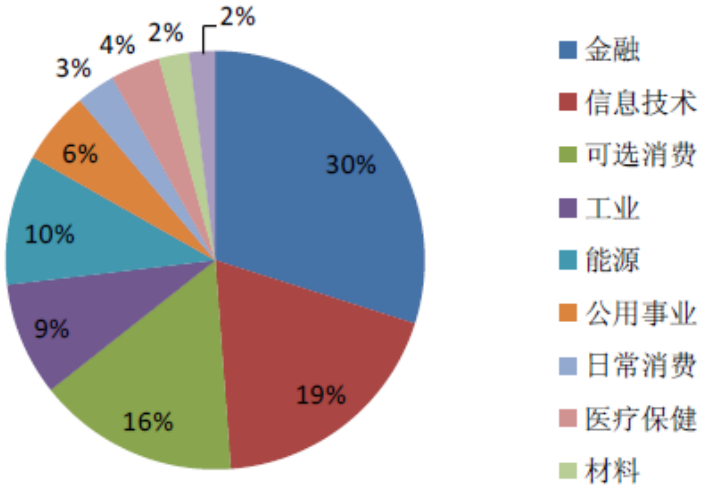
资料来源：Wind，华宝证券研究所

然而，根据中国证券投资基金业协会发布的《2015 基金市场发展与政策展望》中显示，未来一年，有 85.2%的 QFII 机构看涨上证综指，55.6%的 QFII 机构认为涨幅将超过 10%，3.7%的 QFII 机构认为涨幅将超过 20%，另有 14.8%的 QFII 机构认为无法判断。境外机构看好中国股票（成长型）、中国股票（价值型）和固定收益的占比分别为 22.2%、22.2%和 14.8%。此外，境内外机构最不看好股息类股票和货币市场，其次是新兴市场股票、欧洲股票和亚太地区股票。在有回答的 27 家 QFII 机构中，有 48.1%的机构计划申请增加 RQFII 额度，有 29.6%的机构计划申请增加 QFII 额度，因此我们认为 2015 年或将有大量的外资进入中国资本市场。

根据我们对海外主动型中国基金持仓情况的统计，前 25 大重仓股的平均比例达到了 75%，其中配置金额排在前三位的行业为金融、信息技术和可选消费。从重仓股的市

值和估值分股上看，良好的流动性是海外基金的一个重要考量因素。海外中国基金选择的投资标的中超过 70%都是 20 亿美金以上的股票，其中 20-50 亿美金的股票最多。同时，崇尚价值投资的海外中国基金对于低估值的股票更为青睐，PE 超过 30 倍的股票占比仅为 15%。可以说海外投资者的投资理念与投资行为与国内投资者差异较大。一旦大量外资进入中国市场，相关股票存在投资机会。

图 374　海外主动型中国基金的持仓行业分布



资料来源：Wind，华宝证券研究所

3.2. 沪港通与深美通

2014 年 11 月 17 日，中外投资者们关注长达近一年之久的沪港通终于上线，但一周下来，成交量和两市表现令大家大跌眼镜。原先指望对方投资者轰轰烈烈为本地上市股票大幅拉升、火一把的期望短期内落空。然而，沪港通的实际意义并不是短期内本地市场的炒作，而是两地市场相容，为中国股市资本国际化所带来的长远意义。

2014 年 10 月 28 日，深圳证券交易所和纳斯达克签订了合作谅解备忘录，合作谅解备忘录的内容涵盖信息共享、市场互联互通（包括指数产品的交叉挂牌）、技术系统互联互通以及联合研发等方面。双方的合作将涉及两个市场之间信息交流、市场监管、市场发展、市场营销等方面，深交所将有望与纳斯达克在证券交易条规标准设置、实现中小企业双上市以及创业板块的建设上展开广泛合作。

除此之外，深交所组织员工学习 2015 年全国证券期货监管工作会议精神，并梳理明确全年工作重点。深交所指出，2014 年将全面推进创业板改革，丰富创业板层次，推动新三板与创业板转板试点。同时，将推动落实深港通。

沪港通与未来的深港通深美通都是我国资本对外开放迈出的历史性一步，让中国市场逐渐的与全球市场无缝融合。但我们知道，中国股市是一个相对封闭的股市，本土化情节比较严重，短期内无法改变。虽然外国投资者以价值投资者居多，但如果在国内该理念无法有效的实行，即在中国市场无法获取丰厚回报的话，外国投资者将会减少在中国的投资次数，中国市场也将继续陷落在“本土化”局面中，无法真正打开进入“国际

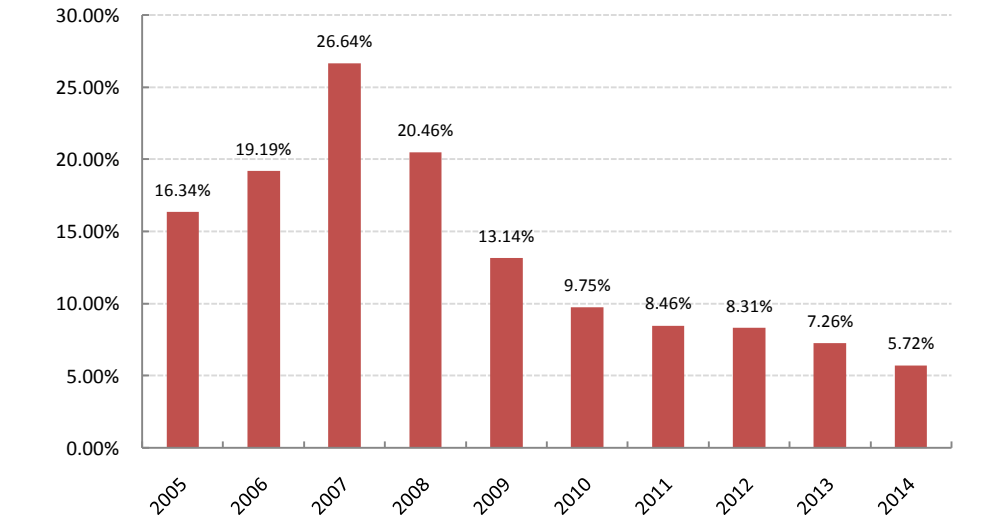
化”场景。因此沪港通与深美通为中国股市像外打开了一扇门，而真正的国际大融合还需要较长的时间。

4.机构投资者的变化

4.1.公募基金地位下降

我们统计了 2005 年至 2014 年这十年间公募基金所投资的股票市值占 A 股市场流通市值比，2005 年公募基金所投资的股票市值占总体流通市值的比例为 16.34%，至 2007 年时上升至最高峰，为 26.64%。因此，在 2007 年间公募基金在 A 股市场的话语权较高，人们后来发现的所谓“公募基金 88 魔咒”都是基于公募基金在市场上的地位所挖掘出来的。2008 年，公募基金的占比有所下降但仍占据绝对优势，为 20.46%。但在 2009 年开始，公募基金的股票市值在整体市场的占比开始逐渐下降，09 年就下降了 7 个百分点，直至 2014 年，占比降至 5.72%。因此，公募基金的话语权进一步降低，降至多年来的低点，而“88 魔咒”也不那么有效了。这主要是因为，权益类公募基金的规模与市场表现好坏直接正相关，07 年是 A 股市场一片大红，但随后的证券市场始终较为低迷，投资者开始退出证券市场，造成了权益类公募基金规模的下降。加上后期非标资产，例如信托产品的出现，高昂的收益立刻收买了投资者，让他们将资金从股市或者权益类基金中撤出，投入这类非标资产的怀中，再一次对权益类公募基金的规模形成了打压。

图 375　公募基金股票市值占 A 股市场流通市值比



资料来源：Wind，华宝证券研究所

4.2.私募基金的快速发展

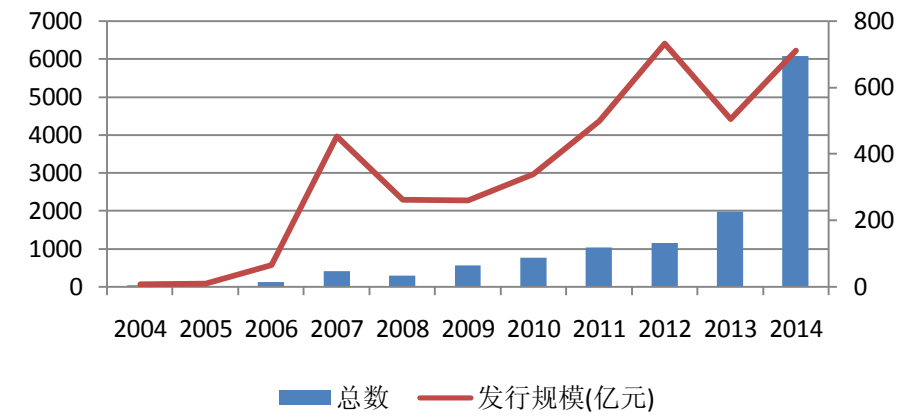
根据 Wind 数据统计，2014 年共有 6074 只阳光私募基金募集成立，总募集规模约为 709.88 亿（去年为 505 亿元）。我们统计了 2004 年以来阳光私募的发行量和产品只数，可以发现从 2004 年以来阳光私募的发行整体规模不断提升，从 2004 年的 7.8 亿元提高到 2012 年的 731 亿的最高水平，进入 2014 年，阳光私募产品在发行规模上

为 709 亿元，接近 2012 年高点水平，但是在产品发行数量上却大幅超越以往水平，是 2013 年的 4.5 倍。

产品发行数量上看，2014 年发行了 6074 只产品，环比上涨 350%，增速惊人。发行数量上，除了 2008 年 A 股低迷时阳光私募发行受阻之外，08 年至今阳光私募产品的发行只数皆连创历史新高。

因此，私募在 A 股市场上的话语权在不断抬升。

图 376　2004 年以来阳光私募产品发行数量及规模统计



资料来源：Wind，华宝证券研究所

4.3.非标资产的机构投资者结构变化

2013 年 3 月，银监会发布《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》（8 号文），规范银行理财产品投资非标资产，对银行理财投资非标产品以“4%”和“35%”两个阀值进行设限，非标理财产品发展因此受限。这主要是因为，在此之前，银行理财产品大行资金池模式，通过期限错配、信用错配将短期资金投资于长期资产，赚取高收益的同时却容易引发流动性风险。在 2013 年 6 月钱荒时节，银行理财规模已达 9.85 万亿，引发了监管层对银行理财产品的流动性风险的担心。因此，在钱荒之后，银行同业投资非标的规模大幅减少。

2014 年 5 月，一行三会和外管局联合发布《关于规范金融机构同业业务的通知》（127 号文），127 号文的简要内容有：单家商业银行的同业融出资金不得超过该银行一级资本的 50%，同业融入资金余额不得超过该银行负债总额的三分之一。明确界定了同业业务的类型，同业存款业务的资金存入方仅为具有吸收存款资格的金融机构。强调买入返售(卖出回购)业务项下的金融资产应具备合理公允价值和较高流动性，且卖出回购方不得将业务项下的金融资产从资产负债表转出。同业投资也要根据所投资基础资产的性质，准确计量风险并计提相应资本与拨备。规定了同业业务的融资期限以及开展买入返售(卖出回购)和同业投资业务不得接受和提供第三方金融机构信用担保。再次限制银行间同业资金投资非标。

2012 年 10 月，《关于保险资金投资有关金融产品的通知》的下发，为保险资金投资银行理财产品、信贷资产支持证券、集合资金信托计划、专项资产管理计划和项目资产支持计划打开了大门。但在 2014 年上半年，上市险企纷纷下调定期存款和权益类资产配置，转而通过增加不动产、基础设施债权计划等另类投资提高固定收益类投资比例，

追求稳定收益回报。以新华保险为例，截至 2014 年 6 月末，公司非标资产投资 983.87 亿元，其中 2014 年度新增 409.97 亿元。截至 2014 年底，根据保监会公布的数据显示，保险机构在非标上的投资占比由 2013 年的 16.9%上升至 23.61%。

可以说，对于非标产品，监管部门的意图在于降非标，去杠杆以保持市场的流动性。而未来，上述机构投资者也将降低其对于非标的投资转而投向债券、现金等资本市场上的其他标的。

5.杠杆资金的进驻

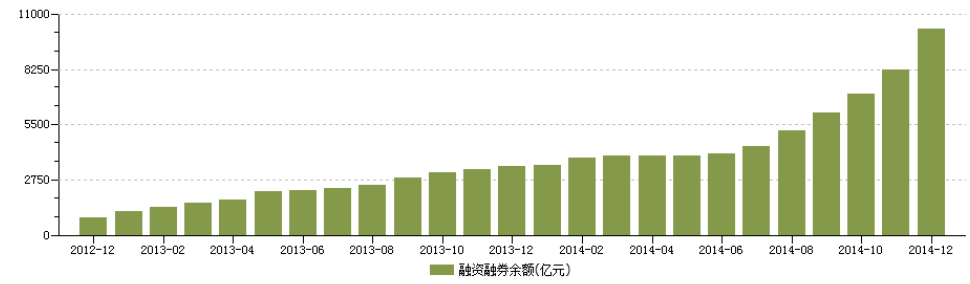
5.1.杠杆加大，两融余额升温

中国的股市一直是政策推动资金，资金助推股市的局面，该局面在 2014 年尤为明显。A 股市场几乎与基本面脱节，11 月 17 日以前，整个 A 股市场呈现出：

①股票流通盘大小比公司利润更重要；②业绩亏损的股票表现好于绩优股；③顺势炒政策可以获得高额回报；④公司的外延性增长比内生性增长更重要等特色。资金流动成了为支撑股价的最主要因素。

从两融数据上可以看出，自 2012 年底至 2014 年底这两年间，两融余额大幅增加。2012 年底，两融余额仅为 895.16 亿元，而 2014 年底的两融余额则上升至 10256.56 亿元，增长幅度超过十倍。这一数量爆发主要开始于 2014 年 8 月，7 月时融资融券余额为 4449.67 亿，8 月上升至 5237.05 亿元，随后四个月的融资融券月分别是 6111.31 亿元、7023.76 亿元、8253.4 亿元和 10256.56 亿元。

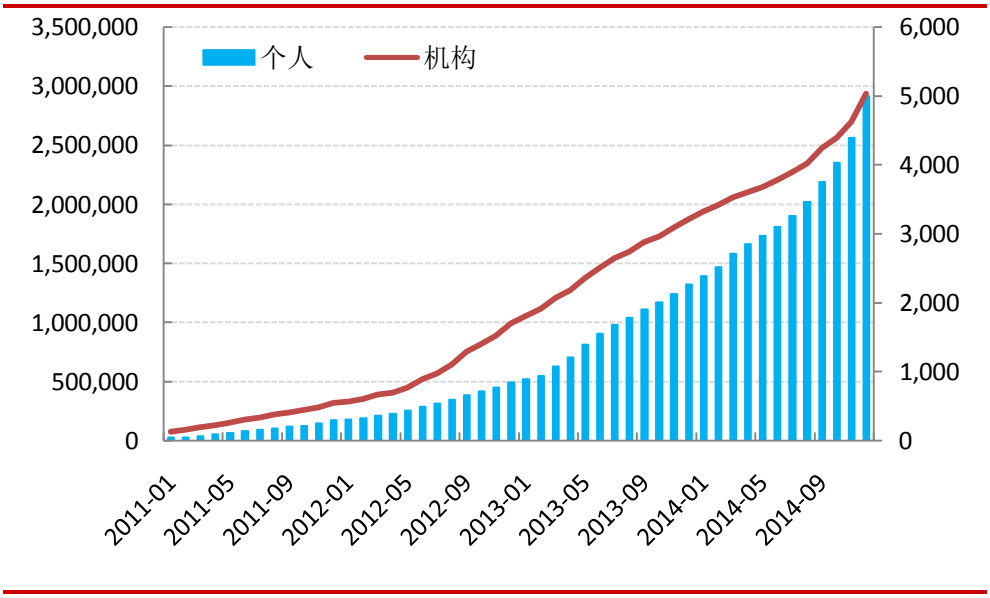
图 377　两融余额（单位：亿元）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

从两融账户数中可以看出，个人账户由 2011 年 1 月的 24569 户上升至 2014 年 12 月的 2916845 户，数量扩张了 117 倍。机构账户从 2011 年 1 月的 138 户上涨至 2014 年 12 月的 5036 户，数量扩张了 35 倍。因此，目前可以说进入了全民放杠杆的时代，尤其是散户的投资热情呈爆发式增长，也出现了上述所说的大妈小白疯狂涌入的局面。

图 378　两融账户数（2011.1.1~2014.12.31）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

5.2.其他杠杆工具

除融资融券外，通过伞形信托、券商两融收益权质押、收益互换等渠道也可加大 A 股市场的杠杆；而作为主力的伞形信托，存量规模在 2000 亿左右。

伞形信托本质上可以看成结构化的证券投资产品，具体的操作流程是，先由银行发行理财产品，募集资金认购信托计划，而每个信托计划账户又分割成若干子账户。当融资申请获得通过后，资金便进入子账户，股市投资者则在子账户中操作，而各个子账户又由总账户控制。简而言之，银行理财资金绕道信托，为投资者提供融资，放大杠杆后进入股市。相对于融资融券，伞形信托的杠杆比例更高。总账户下的每个子账户可分为优先级和劣后级，据此按照 1:1~1:5 的比例配制资金，劣后资金的最高杠杆可达到 5 倍。

券商两融收益权质押通常是券商将两融收益权质押给银行，从而提高杠杆。除此之外，通过收益互换等场外创新业务也可提高杠杆。

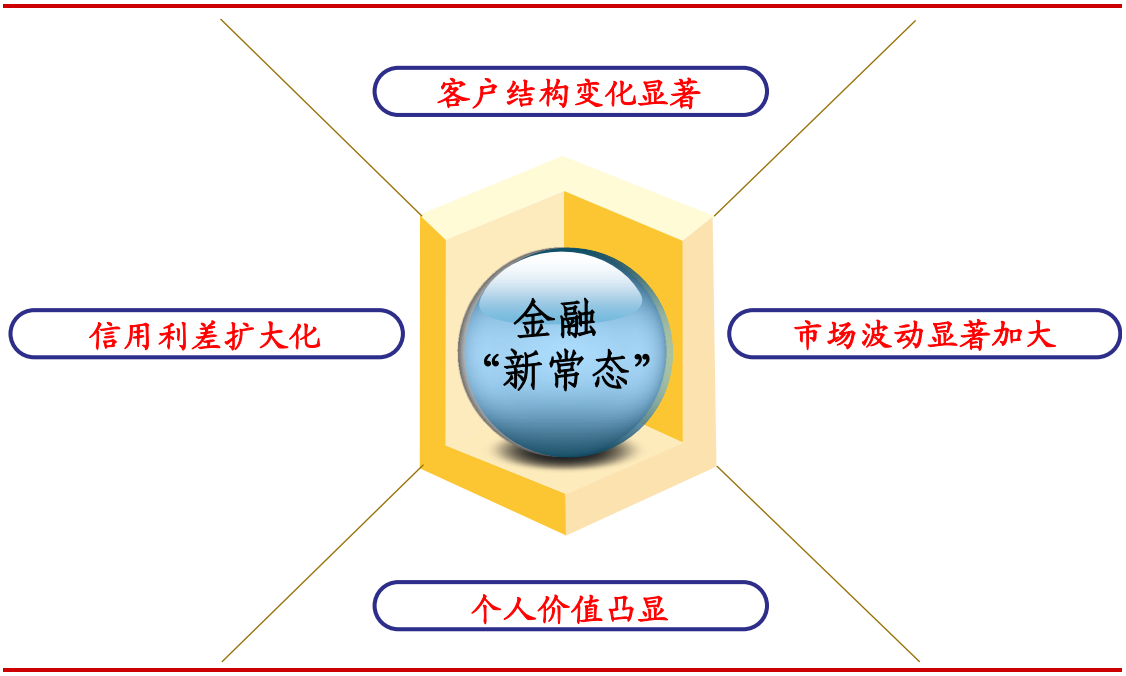
三、“新常态”下金融机构的挑战与应对

1.“新常态”概述

在经历了三十多年的高速增长之后，中国已经告别以高增长、高投资、高出口、高污染与高能耗为特征的“旧常态”，开始步入经济“新常态”。其核心特征主要是：一是经济增速放缓，以 7-8%的经济增长率为新的正常水平；二是经济结构优化，消费支出增加，产业结构开始转向服务业为主导；三是由要素驱动、投资驱动转型为创新驱动；四是货币政策基调由相对宽松进入稳健；五是市场化的定价机制在逐步推进，利率市场化、汇率市场化进程加快等。

经济的“新常态”下，金融业发展的外在条件、内在的环境发生深刻的变化。经济的“新常态”也推出了金融的“新常态”。我们认为，目前金融的“新常态”主要有以下几个主要特征：信用利差扩大化趋势明显、投资者结构变化加剧、市场波动显著加大、个人价值得到明显提升等。

图 379 金融“新常态”



资料来源：华宝证券研究所

信用利差扩大化：随着宏观经济的波动、信用等级中枢下移以及不同程度的信用违约事件不断出现，刚性兑付这把高悬于头顶的“达摩克利斯之剑”将迟早落地，推动信用利差上行成为金融业发展的“新常态”，信用风险大幅提升。

市场波动显著加大：随着货币政策宽松信号的持续释放，改革预期的提升，各种新资金的入场，各类加大杠杆的创新类投资工具的出炉，国内经济增速及企业盈利下滑的风险加大，以及海外市场动荡等多种因素博弈的影响下，市场波动显著加大的状态未来将成为“新常态”，持续推升市场风险溢价，提高投资风险，降低金融市场的资源配置效率。

投资者结构变化显著：在金融压制的宏观背景下，居民与企业的理财需求和融资需求不能得到有效满足，催生了互联网金融的蓬勃发展，带来了具有新的消费习惯的 80、90 后投资群体的快速崛起。同时，资本市场的机构投资者结构也发生了显著的变化，其最主要的特征是：产业资本持股稳定增长，加强资本市场与实体经济紧密联系；公募基金规模小型化；私募规模扩大化，竞争力凸显；海外资金外援对市场影响日益增强。

大佬“奔私”潮下，个人价值凸显：随着《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》和新基金法的实施，基金外包业务对私募基金管理人运营成本的大幅降低，同时，随着基金牌照价值的下降，加之目前股市回升，以及对个人价值最大化的追求成为新趋势，大佬“奔私”潮成为新常态。

在金融“新常态”下，金融业出现大量新情况，需要我们直面挑战，寻找到适合“新常态”的解决之道。

2. “新常态”下金融机构面临的挑战

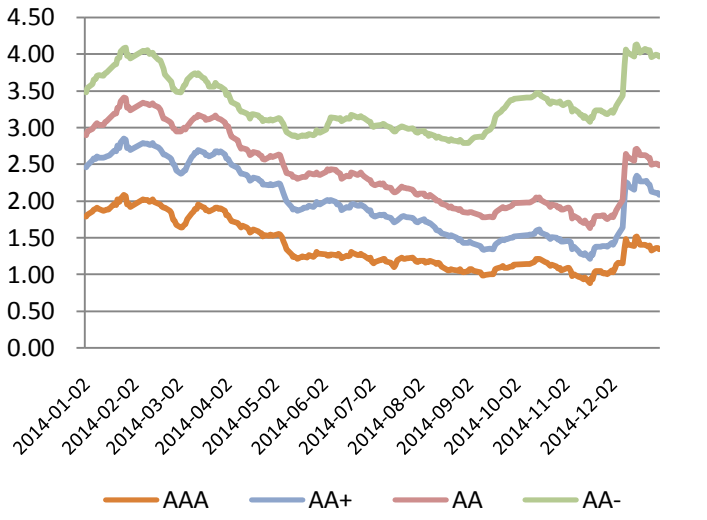
2.1.信用利差上行将成“新常态”，显著提升信用风险

2014 年前三季度，随着资金面宽松下的机构配置需求不断提升，理财资金大量入市追求债市高收益，信用利差不断缩小。其间仅 3 月份，超日债违约事件爆发，打破了市场的刚性兑付魔咒，带来风险偏好迅速回落，信用利差短期急转直升，后期随着事件的逐渐平息，市场风险偏好快速回升，信用利差重回下行通道。

然而，随着宏观经济的波动、信用等级中枢下移等因素的影响，不同程度的信用违约事件不断出现。虽然由于刚性兑付的防火墙依然存在，本息最终都得到偿付，但刚兑难度越来越大。虽然大规模和集中的违约仍然要看宏观经济周期的波动，但局部和个体违约的发生可能会成为常态，尤其是 2015 年即将迎来一波新的信托到期偿付高峰，信托违约潮或将持续，推动信用利差的中枢走高，成为 2015 年的金融“新常态”。而 2014 年四季度这一现象已经得到初步展现。

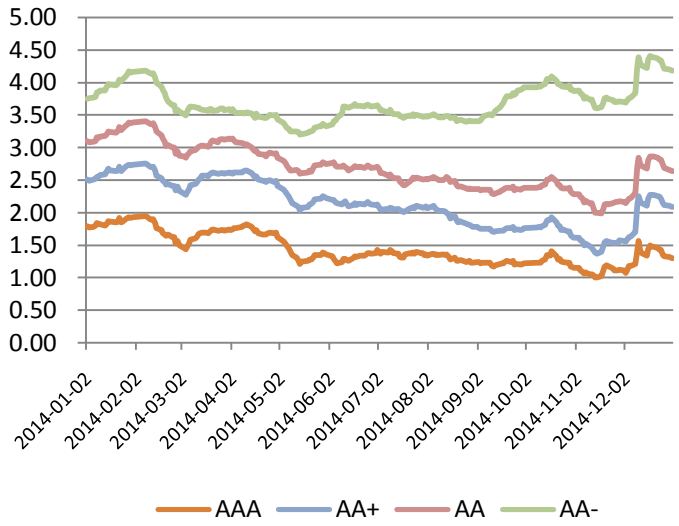
2014 年年末，企业债与国债间信用利差大幅扩大，且趋势呈持续状态。具体来看，11 月中旬到 12 月底，3 年期 AAA 级企业债与国债之间利差从 94BP 扩大到 134BP，AA+级企业债与国债之间利差从 127BP 扩大至 209BP，AA 级企业债与国债之间利差从 169BP 扩大至 249BP，AA-级企业债与国债之间利差从 313BP 扩大至 397BP。5 年期 AAA 级企业债与国债之间利差从 100BP 扩大至 129BP，AA+企业债与国债之间利差从 137BP 扩大至 208BP，AA 级企业债与国债之间利差从 199BP 扩大至 263BP，AA-级企业债与国债之间利差从 361BP 扩大至 418BP。企业债高评级品种和低评级品种之间信用利差均大幅攀升。

图 380　3 年期企业债利差走势（与同期国债比较）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

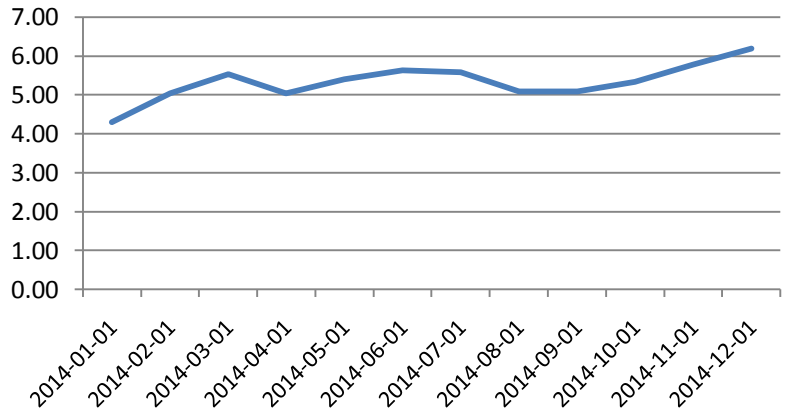
图 381　5 年期企业债利差走势（与同期国债比较）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

同时，2014 年以来，发行的信托产品信用利差基本为正，并呈逐渐扩大趋势。说明在信用风险逐渐暴露的当前，信托产品主体信用在信托产品发行定价中发挥的作用越来越明显。由于信用等级较低的信托产品提供的增信措施往往更为充分，从而降低了企业的融资成本，因此实际的主体信用利差往往高于我们的统计结果。然而，相较以往，2014 年以来不同等级利差连续为正并逐步扩大的结果也表明相对其他增信措施，主体信用等级情况已成为投资者投资决策的重要参考。

图 382　2 年期信托产品信用利差（与同期国债比较）



资料来源：华宝证券研究所

随着信用利差上行将成为金融业发展的“新常态”，信用风险大幅提升。虽然刚性兑付魔咒的打破，使得信用违约等因素对信用利差的影响显著增强，推动信用利差扩大化成为新趋势，促使金融机构面临信用风险大幅提升的市场环境。同时，随着宏观经济

增速下台阶，实体企业资产负债表恶化，银行的不良率逐步提升，国内信用债市场的刚性兑付逐渐打破，导致银行等主要债券持有者对于信用债的评级担保要求进一步提高，提升企业的融资成本。

2.2.市场波动显著加大，推升风险溢价

2014 年下半年开始，随着前期央行宽松的货币政策为股市行情的启动提供了有力的资金支持以及融资融券等创新业务的开展放大了资金杠杆，多空双方的博弈也随之越来越激烈，促使股市波动显著加大，投资风险也迅速增长。虽然 2014 沪指年涨幅达到 52.87%，深成指年涨幅 35.62%，都创下 5 年以来最大涨幅，但在整体向上走势下，不仅不同交易日涨跌不一、振幅渐大，即便在同一个交易日之内，股市也日益变得“喜怒无常”。15 年 1 月以来的 18 个交易日中，沪指当日振幅超过百点以上的就有 5 个。而 2015 年 1 月 19 日沪指一度深跌至 7.7%，正是多空消息轮番来袭，加之资金杠杆效应的推波助澜，导致的股市非理性大幅波动。

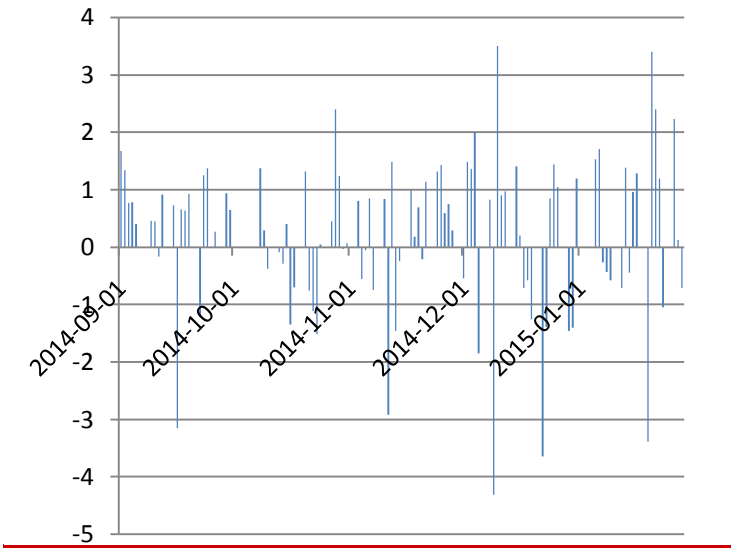
我们认为，随着货币政策宽松信号的持续释放，改革预期的提升，各种新资金的入场，各类加大杠杆的创新类投资工具的出炉，国内经济增速及企业盈利下滑的风险加大，以及由美国加息引发的海外市场动荡等多种因素博弈的影响下，这种股市波动显著加大的状态未来将成为资本市场的“新常态”，持续推升市场风险溢价，提高投资风险，降低金融市场的资源配置效率。

图 383　2014 年下半年沪深股市走势凌厉



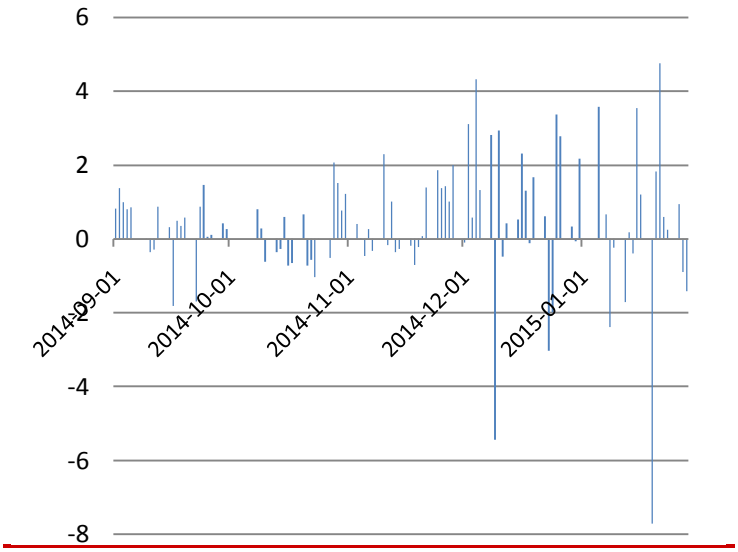
资料来源：华宝证券研究所

图 384　2014 年下半年深圳成指涨跌幅波动加剧



资料来源：Wind，华宝证券研究所

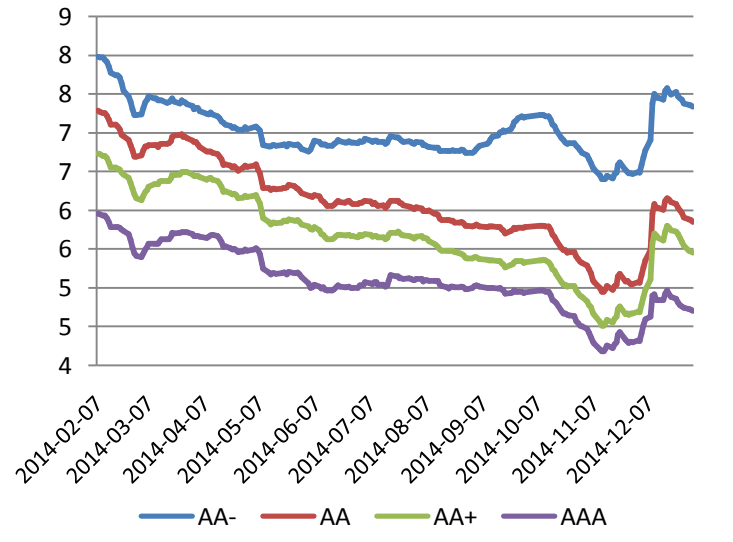
图 385　2014 年下半年上证综指涨跌幅波动加剧



资料来源：Wind，华宝证券研究所

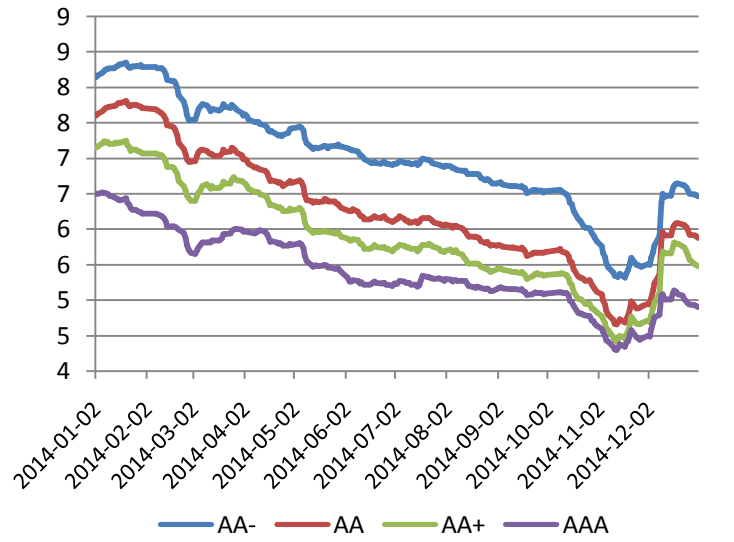
除了股市波动显著加剧，债市等固定收益市场波动也将逐渐加大。主要是受到海外市场联动效应加强，而国内随着经济发展进入新常态，经济增速下调，部分企业经营困难，微观主体的信用风险逐步显性化，资金成本仍然高涨，以及不断爆发的黑天鹅事件则不时为债券收益率下行提供催化剂，放大了债市的波动幅度，大幅提升了企业的融资成本。例如，2014 年以来以‘超日债’等为代表的债市‘黑天鹅’事件不断爆出，2015 年年初，佳兆业违约事件的披露，都对债市走势产生阶段性冲击。债市等固定收益市场波动的加剧，增加了投资风险，使得投资者在债券品种的选择上更加谨慎，风险评估也将变得更为严格和苛刻，高信用评级的债券品种成为首选。

图 386　2014 年 3 年期企业债收益率走势



资料来源：Wind，华宝证券研究所

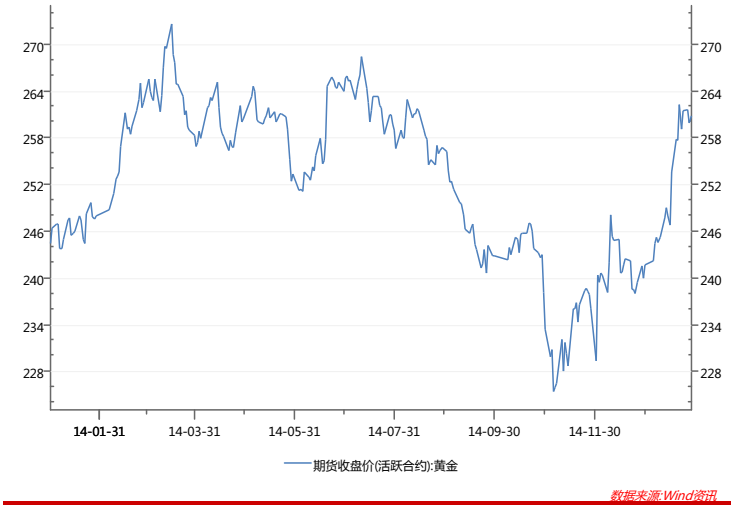
图 387　2014 年 3 年期企业债收益率走势



资料来源：Wind，华宝证券研究所

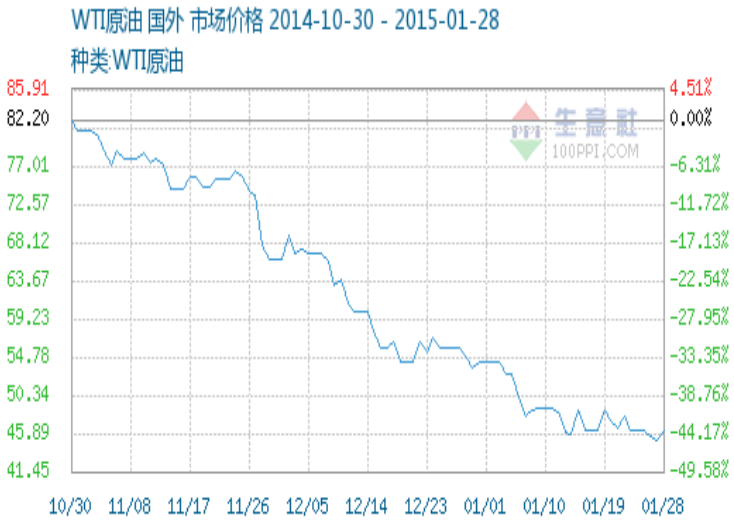
同时，包括黄金、原油等在内的各类资源品价格波动也显著加剧，主要是相当程度上受到了衍生品操作的影响，无论这种操作是以避险保值还是以投机套利为目的，都加剧了资源价格的波动，为投资者带来了投资风险。对部分资源依赖型企业或者有保值避险等投资需求的企业的经营业绩产生大的影响，增加了负债成本，加速不良资产产生，通过对实体经济的影响进一步辐射到金融市场，对金融机构带来新的挑战。

图 388　黄金价格波动加大



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 389　原油价格波动加大



资料来源：生意社，华宝证券研究所

2.3.投资者结构变化显著带来的挑战

1)互联网金融冲击下的投资者结构变化带来的挑战

在金融压制的宏观背景下，居民与企业的理财需求和融资需求不能得到有效满足，催生了互联网金融的蓬勃发展。随着互联网金融在中国大行其道，而伴随着网络长大的 80、90 后则成为网络消费的主要生力军，这类客户目前是互联网金融的主要投资者主体。这类人的理财观念大部分都是从余额宝开始的，余额宝在仅仅上线两日就集合了 50 多亿的资金，可见这类投资者的力量之强大。虽然这部分人的收入还赶不上 70 后，但滴水成河，集河成海，力量不容小觑。

互联网金融的迅速崛起为传统金融机构带来巨大挑战，依靠其快速进步的技术、互联网的发展、主动而强化的营销能力、庞大的客户资源以及滴水成河累计成的雄厚资本催生了新的金融模式，推动了金融体制的变革，重塑了行业状态，为传统金融机构带来了巨大的竞争压力和创新转型的急迫性诉求。同时互联网企业的创新能力和反应速度恰恰是传统金融机构短期之内很难提高的。

同时，具有新的消费习惯的 80、90 后客户群体的快速崛起，也为传统的金融产品带来不小的挑战。这群新的客户群体拥有喜欢尝鲜、不远落伍的心态，更加注重客户体验及产品服务环节，理财意识也更加强烈。因此，在互联网金融大潮之下，有着贴心和个性化的互联网金融产品更容易获得他们的青睐，对传统的金融产品产生冲击。

2)资本市场投资者结构变化带来的挑战

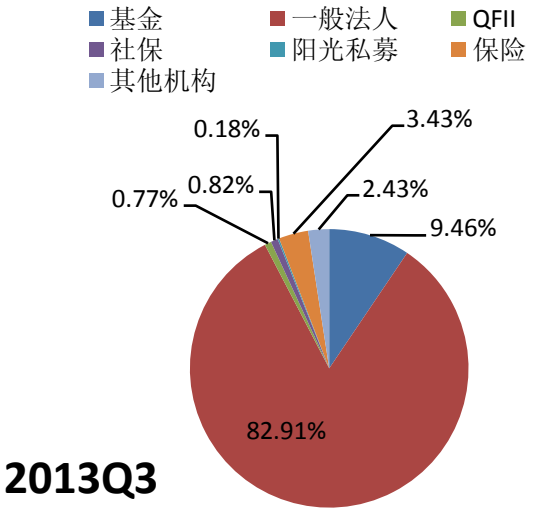
长期以来，A 股市场一直以中小投资者为主。尽管近年来，机构投资者快速发展，但整体规模依旧偏小。目前 A 股机构投资者的结构构成中，包括控股股东及其他公司法人在内的一般法人机构即产业资本是最大的市场参与主体，占比约为 86.33%，并且随限售股解禁近几年来一直处于上升趋势。而公募基金规模在近几年来萎缩相对明显，主要受市场疲软以及个人投资者离场，加上后期非标资产高昂的收益带来的冲击影响，规模下滑明显；保险资金对股市的态度偏谨慎，目前维持在保险投资资产的 11%左右；2014 年以来扩张最明显的是阳光私募，目前已达近 3000 亿规模，崛起速度惊人；以 QFII 等为代表的海外机构投资者规模也在稳步扩大，同时，沪港通与未来的深港通、深美通都将为陆续为资本市场输入新鲜血液，让中国市场逐渐的与全球市场无缝融合。

目前，A 股机构投资者结构的变化最主要的特征是：产业资本持股稳定增长，加强资本市场与实体经济紧密联系；公募基金规模小型化；私募规模扩大化，竞争力凸显；海外资金外援对市场影响日益增强。

随着近两年井喷式发展后，私募类资金的影响力与日俱增，俨然成为市场最活跃的资金来源。私募的崛起与公募基金小型化在一定程度上提高了市场对小市值股票及市场风格主题的关注度，同时，随着海外资金加入战局，市场的波动显著加大，推升风险溢价。而随着灵活管理的私募机构的快速崛起，将“搅局”传统资管行业。在大资管时代下，金融机构的竞争更加激烈，生存压力显著提高。

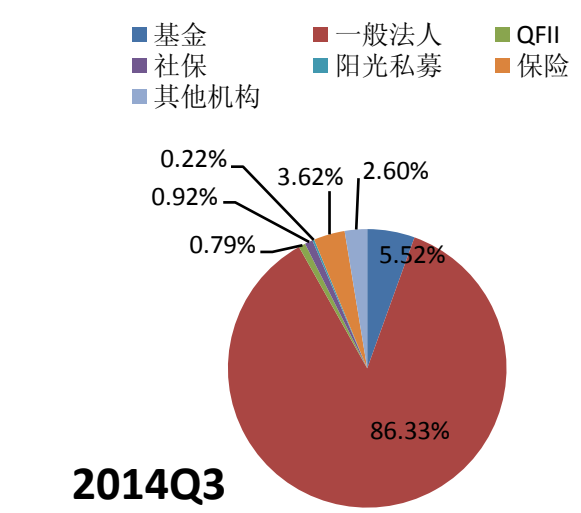
同时，随着限售股解禁、内部人持股比例上升、新增的产业资本通过其他金融渠道进入资本市场，产业资本与资本市场的联系逐渐越来越紧密。产业资本可利用资本市场进行套现、财富管理增值、或者融资提升企业的经营能力，增强竞争力。同样，资本市场对实体产业的影响也将越来越大，金融市场逐日增大的波动率也将传导到实体产业，带来经营风险的显著提升。

图 390　2013 三季度 A 股机构投资者结构变化



资料来源：Wind，华宝证券研究所

图 391　2014 三季度 A 股机构投资者结构变化



资料来源：Wind，华宝证券研究所

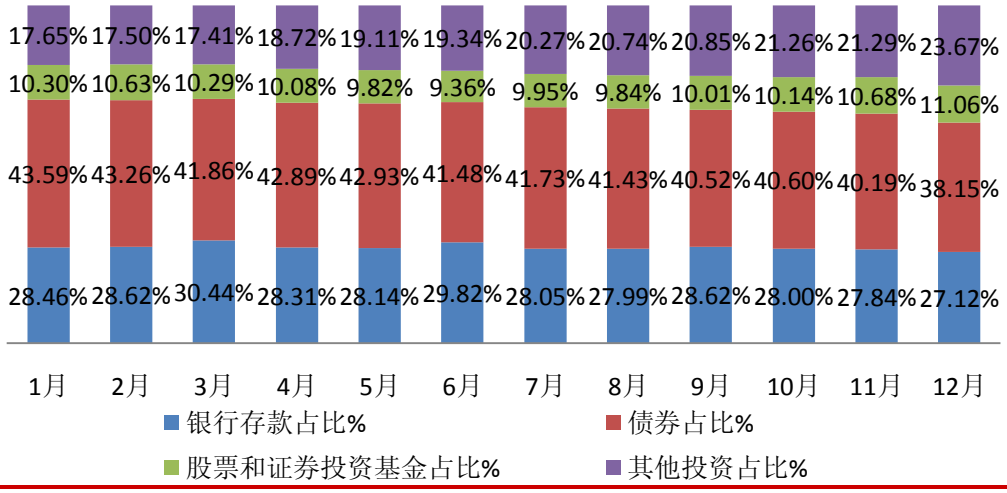
3)非标资产的投资者结构变化带来的挑战

非标资产的机构投资者主要以银行、保险等金融机构为主。近几年来，随着 2013 年银监会发布《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》（8 号文），规范银行理财产品投资非标资产，对银行理财投资非标产品以“4%”和“35%”两个阀值进行设限，银行投资非标产品发展受限，规模增长不大。而保险机构投资非标市场则随着投资新政的不断出台，受到监管层鼓励和支持，为险资带来投资盛宴。

2012 年下半年至今，保监会陆续发布关于保险资金投资的各项新政，为保险资金运用松绑，放开保险资金在基础设施债权计划、不动产、非上市股权投资、银行理财产品、信托产品、资产证券化产品等非标资产的投资限制。随着险资的投资持续调整，以非标资产为代表的其他投资在保险投资资产中的占比显著提升，自 7 月开始，占比已稳定在 20%以上。其中，2014 年 1-12 月保险资金运用余额中银行存款 25310.73 亿元，占比 27.12%；债券 35599.71 亿元，占比 38.15%；股票和证券投资基金 10325.58 亿元，占比 11.06%；其他投资 22078.41 亿元，占比 23.67%。而 13 年 4 月底保监会初次公布该项细分数据时，其他投资规模仅为 7851.71 亿元，占保险资金运用余额的比例为 11.25%。约一年半的时间，保险另类投资规模增长 1.42 万亿元，占比增加 12.42 个百分点。随着险资参与非标市场程度的逐渐深入，保险行业投资收益率的水平将逐步增加。

险资通过投资非标资产可有效提升保险资产的投资收益水平，改善保险资产负债匹配状况，分散资本市场投资风险，促进保险资金与其他社会资源配置的有效结合。规模大、久期长的险资将极大改善长端收益率曲线，长端期限溢价将越趋明显。

图 392　保险资金投资中以非标资产为代表的其他投资占比显著提升



资料来源：华宝证券研究所

2.4.大佬“奔私”潮下金融机构面临的挑战

2014 年，“公奔私”再掀小高潮，王茹远、邱国鹭、王晓明等公募大佬纷纷奔私创业。根据我们统计，2014 年基金经理年内离职人数超过 200 人，创历史新高。近三年来，每年基金经理的离职人数呈现递增的趋势。这种势头很有可能继续发酵。而 2015

年 1 月份的首周，又有 6 位基金经理宣布离职。大佬们的纷纷离开，体现出公募基金无论对投资者还是优秀人才的吸引力都在下降。

大佬“奔私”潮爆发的背后，正是《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》和新基金法的实施，私募基金发行产品的法律主体地位得以确认，无须再借助信托、券商资管、基金专户等通道。而基金业协会发布的《基金业务外包服务指引（试行）》则大幅降低了私募基金管理人运营成本，促进基金管理人将更多精力用于产品投资管理，提升产品竞争力。尤其是私募具有灵活的管理机制，在产品规模、资产配置、策略调用、投资决策流程、风险控制等诸多方面更具灵活性，可适应市场环境的变动顺势调整投资交易，并充分发挥投资大佬们的个人价值，对人才的吸引力巨大。同时，随着基金牌照价值的下降，加之目前股市回升，以及互联网金融带来的创业成本大幅降低，对个人价值最大化的追求成为新趋势，“奔私”潮将不可避免持续下去。

在大佬“奔私”潮下，个人价值进一步得到凸显，优秀的人才将更看重自身价值的实现，这就要求对优秀人才求贤若渴的金融机构，不断完善公司治理结构、引入竞争激励机制，吸引和挽留优秀人才。同时，随着私募基金的爆发式增长，规模迅速赶超公募基金，成为资产管理行业最具竞争力的机构之一。通过“搅局”传统资管行业，金融机构的竞争更加激烈，需要寻求差异化突破之路。

3. “新常态”下金融机构的应对

3.1.优化资产配置，改善风险收益单一特征

我们认为，从资产配置端的角度来看，各类金融机构应着眼于创新更多类别的金融产品，而不仅仅是传统的投资领域或是过去各自所熟悉的投资领域。而应该更多地关注到诸如我国日益成熟的金融衍生品市场、海外的金融产品市场以及一些金融机构的创新产品，这些市场和产品将立足创新类的金融手段，改变金融市场风险收益特征单一的特点，进一步完善金融机构资产负债表，未来将很有可能会成为金融机构应对“新常态”下各类挑战的重要武器。

1）金融衍生品将成为改善风险收益特征单一的有利工具

随着融资融券、股指期货的上市以及后续股指期权、个股期权的相继推出，我国金融衍生品市场将会变得更为丰富，而对于资产管理行业的各类金融机构来说，在这样的大背景下其资产端对于金融衍生品的配置需求无疑将大大提升。

从金融衍生品的基础功能的角度出发，无论是从套期保值方面，还是从单边投机的角度，都为金融机构管理资产负债表的波动以及分散收益风险方面提供了非常有用的工具。我们在此进行举例说明。

ETF 期权产品

2015 年 1 月证监会批准上海证券交易所开展股票期权交易试点，试点范围为上证 50ETF 期权，正式上市时间为 2015 年 2 月 9 日，中国证券市场即将引来期权时代。股票期权的推出有利于优化资产配置，将会催生更多丰富的投资策略，甚至带来新的套利机会。由于股票期权采用实物交割，因此期权组合投资策略对标的证券需求加大，会对

股价造成正面的刺激作用，并提升交易量，同时也会丰富风险管理工具及策略。期权损益的非线性特征可构造出多种组合，形成不同的损益形态，实现更加精细化的风险管理。

波动率管理产品

波动率产品是基于期权创造出来的。波动率是用来描述股票、期货或者指数价格变化的术语。单就期权而言，有两个波动率是重要的，一个是历史波动率，一个是隐含波动率。波动率交易的目的是要发现隐含波动率可能出现的错误情况，对股票本身的前景看法没有关系。目前我国市场由于期权产品的缺失波动率管理产品也没有出现，但是相信随着个股期权和股指期权的相继推出，开发波动率相关产品会成为各类资产管理机构竞相追逐的事情，那么相应的，提前做好产品设计和产品销售方面的准备无疑是金融机构能够在当下及时跟进的。

信用违约互换产品

信用违约互换等风险衍生工具，是目前全球交易最为广泛的场外信用衍生品。该产品的出现解决了信用风险的流动性问题，使得信用风险可以像市场风险一样进行交易，从而转移担保方风险，同时也降低了企业发行债券的难度和成本。由于信用违约互换类衍生产品将信用利差单独分离出来并对其赋予流动性，对违约风险信息可以更加纯粹和及时地在市场上加以反映，未来伴随参与主体的多样化，信用利差的定价也将会变得更加精确细致，波动性和流动性也会逐步增强，促进市场的价格发现，也能为市场提供更多的交易性机会。

资产证券化

资产证券化主要分为信贷资产证券化和企业资产证券化两类。从商业银行的角度出发，信贷资产证券化能使商业银行将信贷资产出表，降低存贷款比例，达到控制银行资产负债率的不断上升，从而降低银行的系统性风险。相比于信贷资产证券化对于商业银行满足监管需求的特征，企业资产证券化对于其它各类金融机构的意义更大。由于企业资产证券化的基础资产自身的风险更大，打包基础资产时对于风险控制的把握和定价以及对于资质的分级都将考验金融机构资产证券化部门的能力。总的来说，企业资产证券化是一个更为广阔的舞台，它给了金融机构发挥的空间，如果能够利用好，未来金融机构的整体格局也许会发生质的变化。

上述几种金融衍生品工具均立足金融创新，在金融机构资产负债表两边同时做文章，优化金融机构资产质量，提高流动性，提高整个金融资源配置效率。但如果要对“新常态”下金融机构资产负债结构做一个总体判断的话，我觉得应该是“面临结构性调整”，而不能只除了有上述“加杠杆”的金融衍生品工具，还需要有“去杠杆”的工具，规避杠杆上行过快的各类信用、交易风险，促进金融市场和谐有序健康快速的发展。

2）拓展海外投资标的

全球化资产配置目前越来越多地受到国内投资者的重视和关注，我们认为这其中对于机构投资者来说原因有以下几点：首先，投资海外的金融资产有助金融机构丰富投资组合的种类，无论是从资产类别还是资产地域上都能够有效做到多样化；其次，开拓了视野之后自然能够选择到更多具有更高回报率的产品，从整体收益率的角度给金融机构带来好处；最后，也是目前许多金融机构需要面对的——风险控制。我们知道即使使用了各类金融衍生品，也无法将我国市场的系统风险进行有效的规避，而海外资产的加入

能够令投资组合的整体风险水平进一步降低，尤其是一些涉及到单一市场货币政策或是经济增长的风险，能够有效地在进行跨市场投资之后得到降低。

因此，基于以上的种种原因，我们认为金融机构应当放开眼光，大力拓展对于海外资产的投资范围和投资比例，全面延伸海外投资的触角，开发出更多满足客户负债需求的类固定收益型的金融产品，满足客户不断变化的资产配置需求，提供更丰富金融产品。

目前保险机构就在全球资产配置方面遥遥领先，值得其他金融机构借鉴。保险机构自 2013 年投资端大幅放开后，其海淘之旅就开始走的异常火热，不断加大全球的资产配置比重，分散投资风险。根据保监会主席陈文辉在“第五届财新峰会把握海外投资的战略机会”论坛上讲话，截至 2014 年 11 月底，中国保险业海外投资总额达到 159.9 亿美元(折合人民币约 1000 亿元)，占保险业总资产的 1.26%，提升空间巨大。其中，主要通过出口信用保险、投资境外企业股权、设立境外机构、投资不动产等方式，服务于国家的境外投资战略。2014 年，最引人注目的当属安邦保险集团 3 项大手笔海淘战略：2014 年 10 月 6 日，安邦宣布以 19.5 亿美元(约合人民币 120 亿元)收购纽约地标华尔道夫酒店，扩大安邦保险在全球的影响力；同年 10 月 13 日安邦又宣布收购比利时 FIDEA 保险公司，这是中国保险企业首次 100%股权收购欧洲保险公司；2 个月后安邦又以 2.19 亿欧元（约合 16.96 亿元人民币）全资收购比利时德尔塔·劳埃德银行，加大全球资产配置比重。

3.2.立足结构金融，拓宽负债来源

我们认为，从负债端的角度来看，各类金融机构应立足结构金融，通过融资结构和融资形式的创新创造一些新的负债端的金融产品。这些结构性金融产品不仅仅可以成为一种投资工具，它同样能够被塑造成一种融资工具，成为金融机构在负债端应对不断变化的市场环境的重要手段。比如结构化的理财产品或资产管理计划、收益凭证等，相信能够成为未来其在整个资本市场客户、资源的竞争格局中占得先机的利器。

1）收益凭证—负债经营的利器

收益凭证是指证券公司依照规定发行，约定本金和收益的偿付与特定标的挂钩的有价证券。特定标的包括但不限于股权、债权、信用、基金、利率、汇率、指数、期货及基础商品。收益凭证是券商发行的典型金融结构化产品，其收益可灵活挂钩各类资产，资金投向宽泛，无强制保本保收益要求，证券公司可以通过发行方向相反、名义金额相同的收益凭证对冲风险，获取无风险利差。同时，按照规定，收益凭证发行余额不得超过净资本的 60%，这有望为券商新增 0.6 倍的杠杆，补充业务资金需求。关于结构化产品的各类设计架构就可以装入收益凭证，实现了结构化产品的快速发行、低门槛购买。从这个意义上看，收益凭证开启了结构化产品的春天。

再者，收益凭证业务可提供另类的融资方式。通过约定挂钩杠杆倍数的标的资产价格，收益凭证业务实际上为客户提供了杠杆融资工具；通过约定挂钩某定增的标的股票价格，收益凭证业务实际上实现了定增项目的代持。在某种意义上，该融资工具锁定了客户的资金投向，融资风险可控，丰富的产品设计更增加了该融资工具的吸引力。

2）其他新型融资工具进一步拓宽负债来源

除了传统的债权融资和股权融资，金融机构能够使用的新型融资方式在过去非常有限，但这并不代表金融机构没有放杠杆经营的需求，各类通道业务的大行其道也恰恰向

我们表明金融机构对于融资方式的多样化是有其内在需求的，而随着各类通道业务监管的加强，未来金融机构势必要改变现有的杠杆经营模式，融资渠道的多样化迫在眉睫。

银行资管计划与债权融资工具

银行资管计划的推出实际上有助于银行参与利率市场化进程，以较高的收益率参与市场资金的竞争，更多的主体参与资金竞争也有利于市场利率化的推进。同时，银行资管计划作为一项能够改善商业银行资产负债结构的重要工具，未来有望成为银行重要的表外融资工具。能够率先占领优势的机构不仅能够最小化存款竞争的压力，更会积累更多的资产管理经验和产品开发优势，在未来的竞争中势必会占得先机。因此，我们预计，未来主动管理型的银行资管计划将会逐步取代原本的银行理财产品，依靠更透明的投资结构、更专业的投资管理、更清晰的产权关系银行资管计划会成为为商业银行在负债端应对“新常态”下挑战的重要武器。

随着通道业务监管的加强，各类非标准化的金融产品越来越多地受到了资金的追捧，第一批参与债权直接融资工具试点的融资企业以国企为主，与传统通道业务接触的客户有一定差异。商业银行发行的资管计划和标准化债务融资工具可能会成为其未来追求杠杆化经营的重要渠道。

优先股

优先股是相对于普通股而言的。主要指在利润分红及剩余财产分配的权利方面，优先于普通股。优先股股东没有选举及被选举权，一般来说对公司的经营没有参与权，优先股股东不能退股，只能通过优先股的赎回条款被公司赎回，但是能稳定分红的股份。优先股是一种类似于永续债的金融工具，可以为金融机构提供长久期负债，从而改变目前包括银行在内的金融机构久期错配的现状，充实了资产管理行业的资产负债表，有助于推动长端利率的市场化。

3.3.合作共赢，拥抱互联网金融的春天

迄今，互联网金融的出现改变了人们的消费和理财习惯、提升生活质素、令金融产品的设计和销售更具有针对性、扩大金融服务覆盖范围、提升金融服务质量、为金融机构提供了创新思路、令金融行业版图发生变化。

我们认为，金融机构必须探索全新的服务内容、业务模式和销售模式来应对互联网金融带来的冲击和挑战，可主要从以下几个方面来应对：

一是扩展客户和渠道。在互联网金融模式下，金融机构传统目标客户群发生改变，带来的是全新的竞争格局。因而，金融机构应该改变竞争的思维，通过运用自身的数据、客户、资金等资源来开拓客户，将线上交易和线下金融产品和服务无缝对接，增加客户黏性，拓宽渠道来源；二是提升运营效率。随着互联网技术的日新月异，金融机构需要与互联网企业保持着竞争与合作的关系，利用其互联网技术及强大的营销能力，不断提升运营效率，降低经营成本。三是人性化的产品设计。利用金融机构在专业化的金融服务领域的绝对优势，从客户角度出发来开发设计金融产品，同时，利用互联网技术，通过数据分析、客户行为完整精准分析来获取更加准确的客户需求，帮助金融产品实现产品价值的重构，实现全新的客户体验，拓展产品服务功能，创造出新产品的营运模式。四是加强与互联网企业合作，实现共赢。传统金融机构在合作方的选择和互联网平台的搭建中，应当结合自身特色、金融产品和服务的特征以及平台优势理性选择，而互联网

机构涉足金融领域需要引入专业的金融服务团队，只有专业才能赢得客户认同和市场地位。随着金融机构与互联网公司合作的深度、广度极大拓展，金融机构在未来行业中的竞争地位将不断提升。这种结合成就了互联网企业、金融机构的双方共赢，未来，这种融合仍会是互联网金融发展的重要方式。

3.4.以人为本，完善治理结构

“新常态”下，市场和监管环境的变化，要求金融机构不断谋求转型，应对各种挑战，以探寻更广阔的发展空间。为此，需要完善金融机构的治理结构以及探索多元化的组织形式，突破金融机构业务发展的困境进行多元化的业务布局，提升其竞争地位。

当面对大佬“奔私”潮等一系列凸显个人价值的“新常态”出现时，以公募基金公司为代表的金融机构更应以人为本，不断完善治理结构，探索能够有效统一持有人利益、员工利益和股东利益的治理结构。坚持依法规范、公开透明、效率优先、兼顾公平、激励与约束结合等原则，以有利于调动公司核心人才的积极性和创造性为前提，逐步探索员工持股等多元化的激励约束方式，提高机构的运营效率。

公募基金公司引入“事业部制改革”就是一次完善治理结构的成功案例。即一个明星基金经理带领一个团队，自负盈亏，参与基金管理费的分成。事业部制度的引入，将基金行业运行了 16 年的“大而全”投研架构打散，重组为一个个事业部，无论在管理形式还是利益分配上都面临重构。同时事业部制改革，投研团队能参与管理费分成，产品规模的升降与事业部收入直接挂钩，这种激励机制能够改善原来基金经理只注重相对排名，而不注重基金绝对收益的局面，有利于基金规模的增长，从而提高基金公司的业绩水平。

2013 年招商基金首推“投资工作室”计划，成为第一家启动事业部改革的公司。此后，国泰基金、前海开源基金、中欧基金等也都陆续进行事业部制度改革的尝试。例如，在 2014 年 10 月，中邮基金为公募“一哥”任泽松成立了工作室，工作室可以随时向公司提出人员配置需求，甚至以工作室名义单独招人，产品设计也以工作室的需求和意愿为主，工作室会结合自己对股票市场的判断以及自身擅长投资的领域，向公司提出产品设计规划，公司产品设计部门和相关部门全力配合。对于管理费收入，将在扣除工作室成本后，由工作室与公司按比例进行抽成。此后，中邮基金还将成立投资总监邓立新的工作室、基金经理徐进财的工作室，挽留优秀人才。

在资产管理行业中，人才流动正以加速度爆发，我们认为，只有不断完善治理结构，用良好的工作机制去吸引各方优秀人才，最大限度地将员工利益和公司利益绑定在一起，才能激发出优秀人才的工作激情，变博弈关系为合作关系，真正做到风险共担、利益共享，帮助金融机构应对“新常态”下全面竞争的大资管时代带来的挑战。

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市　A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市　C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级　N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

风险提示及免责声明：

★市场有风险，投资须谨慎。

★本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。