

2018年9月21日

理财可投股票，但银行系主导下我国资管仍将以固收类配置为主

——2018年9月20日债市日评

相关研究

证券分析师

孟祥娟 A0230511090004

mengxj@swsresearch.com

秦泰 A0230517080006

qintai@swsresearch.com

研究支持

刘宁 A0230117050018

liuning@swsresearch.com

李通 A0230117070001

litong@swsresearch.com

联系人

钟嘉妮

(8621)23297818×7443

zhongjn@swsresearch.com

本期投资提示：

利率：

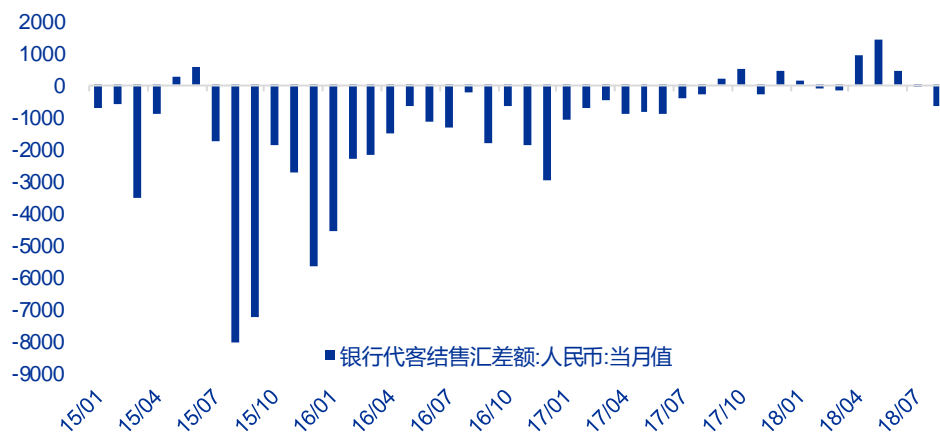
- 8月代客结售汇逆差扩大，幅度略超季节性，除暑期留学和旅游购汇需求较往年增加之外，主因直接投资顺差也有所收窄，而证券投资顺差扩大。外管局统计数据显示，8月银行代客结汇10371亿元，较7月小幅减少；代客售汇结售11004亿元，较7月小幅增加；结售汇逆差633亿元，为一年多来最大逆差，不及市场预期。从历史情况看，8月正值留学及旅游旺季，购汇需求旺盛，暑期结售汇逆差拉大属于正常季节性波动，但今年逆差幅度略超季节性，此外8月直接投资顺差也有所收窄。自8月6日央行调高远期售汇业务的外汇风险准备金率以来，汇率预期已经有所稳定，8月人民币中间价小幅下跌0.12%，跌幅较7月（2.93%）显著收窄。整体而言，从1-8月结售汇累计数据来看，仍好于17年同期，当前我国国际收支结构稳定、央行积极进行逆周期干预，人民币汇率中期贬值压力整体可控，预计大方向上仍将围绕美元指数做反向波动，而美元指数中期易下难上，短期综合美元指数、人民币中间价形成机制以及我国国际收支情况来看，年内人民币汇率预期大概率将逐步好转。
- 中登允许银行理财直投股票，落实资管新规的重要配套措施，但不会我国大资管配置格局，在银行为主导的资管体系下，我国资管产品中长期都将以固收配置为主。9月19日晚，中国证券登记结算有限公司发布修订后的《特殊机构及产品证券账户业务指南》，对资管产品开户要求按照近期的监管政策进行了全面调整，允许银行理财产品开立证券账户，且将投资范围确定为“法律法规及监管部门许可的投资范围”。
- 1) 明确了券商资管、基金专户、私募基金、保险资管、信托产品、期货资管六类产品接受其他产品委托，在一层嵌套情况下开立证券账户所需要提供的资料。此项内容的修订，意味着资管新规下一层嵌套被允许，为银行理财委外券商资管、基金专户、私募基金等开立证券账户扫清障碍，确保过渡期内各类资产管理业务的正常运行。
- 2) 统一了各类资管产品使用的证券账户自律管理承诺书，商业银行理财产品的证券账户投资范围放宽。《指南》对商业银行理财产品的证券账户投资范围确定为“仅用于参与法律、法规及监管部门许可的投资范围，资金投向符合法律、法规及监管部门的相关规定”。对比之前承诺书中“在贵公司开立的银行理财产品证券账户仅限于参与证券交易所标准化债券、信贷资产支持证券、优先股等固定收益类产品的投资”的表述，放宽了银行理财产品的投资范围，商业银行理财直接投资股票、上市基金等权益产品已基本没有障碍。
- 资管新规重要配套政策落地，短期利好风险资产情绪。7月以来，随着宽信用方向的确立，为减少过渡期内金融去杠杆对于实体融资的压力，资管新规配套细则已经对非标产品作出边际放松，《指南》放宽商业银行理财产品的证券账户投资范围是宽信用政策方向上的进一步边际放松。
- 但银行理财可以直投股票并不会改变中国资管产品以固收配置为主的特点。我们在专题《海外银行系为主导的大资管体系对中国的启示——我国未来资管格局展望(PPT)》中，我们将我国资管格局对标海外银行系主导的资管体系，如日本/德国，基于我国经济融资结构仍以银行贷款为主，因此长期来看银行都是我国金融体系的重中之重，短期内银行渠道优势及信仰都很难打破，从配置端来看，银行系主导的金融体系中，资管产品配置仍以固定收益型产品为主。资管新规放松预期将使投资股票的产品有所增加，但终端资产配置结构短期内难以发生大的变化，未来资管格局对固定收益类资产需求仍然是主导。



申万宏源研究微信服务号

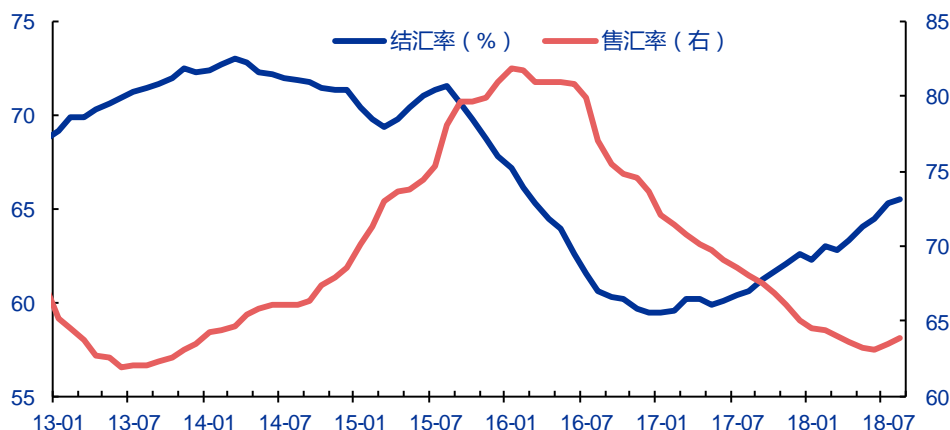
www.baogaoba.xyz 独家收集 内幕报告 实时更新 只取千篇

图 1：银行代客结售汇差额变化（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 2：结售汇率变化（%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

信用：

14 利源公告预计不能按期支付利息，公司属于典型的投资拖垮主业、现金流枯竭情况，此类企业建议投资者密切关注投资进度及效益，或可行使提前回售权。利源精制 19 日公告称“因公司目前资金周转困难，预计不能按期支付 14 利源债的利息”。截至目前，公司主要的风险事件有 1、第一大股东王民及其一致行动人张永侠所持公司股份质押，并被司法冻结及轮候冻结；2、公司部分银行账户被冻结；3、截至 8 月 19 日，公司逾期债务金额为 21.61 亿元；4、公司 2018 年半年报显示营业收入较上年大幅降低，发生亏损 8,901 万元；5、公司全部土地房产被法院查封。公司主要从事铝型材及深加工产品、轨道交通装备的研发、生产与销售业务，营业收入主要来自于工业用材、装饰及建筑用材、深加工用材等；传统业务比较稳定，毛利在 30% 左右，但 18 年中报显示受公司流动资金紧张，原材料采购供应受到影响，部分订单流失，不能及时交货公司营收同比大幅下降 40% 至 9 亿元，净利润亏损 0.89 亿元。实际上以前年度公司整体经营比较稳定净利率一直保持在 17% 以上，营收稳

健增长,经营现金流持续为正,主要的风险集中在资产负债结构方面,资产以固定资产及在建工程等非流动资产为主,负债则集中在短期借款,虽然资产负债率不高,但现金比率极低。自公司 14 年开始设立轨道车辆制造子公司开始,公司 15-17 年连续三年大量投资现金流支出(年均净流出 30 亿以上),导致公司现金流明显恶化。17 年底沈阳利源子公司基本建设完成开始接单,但根据公司 4 月公告已经出现部分供应商无法交付工期延期的情况,进一步拖累企业的现金流。综上,公司原有的业务铝制品业务是还比较稳健的,公司偿债能力的丧失是过长过大的投资拖垮的,对于这类发债主体投资在前期是比较难看到基本面的瑕疵,但投资者一方面需要投资前关注公司布局项目的可行性、回报周期及回报率等,另一方面需要投后关注企业实际执行的情况、项目回款情况以及企业融资变动,一旦企业投资对资金耗用太大且融资不稳定因素较多,企业偿债风险将急剧增加,应及早处置此类债券,实际上 14 利源债有“3+2”特殊回售条款,17 年 9 月回售中 26%的实际回售,即投资者的投后管理和处置对于规避违约风险也很重要。

市场动态

一级市场:周四发行国开债 150 亿元,进出口债 100 亿元。7Y、10Y 国开债分别发行 50 亿元和 100 亿元;中标利率分别为 4.3169%、4.2641%,其中 10Y 期国开债中标利率略高于昨日到期收益率;中标倍数分别为 3.07 和 2.41,需求尚可。1Y、3Y、5Y 进出口债分别发行 30 亿元、40 亿元、30 亿元;中标利率分别为 2.9936%、3.74%、4.0874%,均低于昨日到期收益率;中标倍数分别为 3.45、3.25 和 3.99,需求较为旺盛。

二级市场:周四债市延续弱势。期债方面,国债期货午后走低,尾盘扩大跌幅,国债期货 5Y、10Y 主力合约分别收跌 0.22%、0.33%。银行间现券同步走软,收益率普遍上行,10Y 国债活跃券收益率上行 2.5bp 报 3.6975%,10 年国开活跃券收益率上行 4.5bp 报 4.29%。

表 1: 一级市场: 发行国开债、进出口债共计 250 亿元

利率债期限	发行利率 (%)	前一日市场利率 (%)	差额 (bp)	中标倍数	规模 (亿)
国开债					
7Y	4.3169	4.3254	-0.85	3.07	50
10	4.2641	4.2461	1.8	2.41	100
进出口债					
1Y	2.9936	3.1001	-10.65	3.45	30
3Y	3.74	3.8264	-8.64	3.25	40
5Y	4.0874	4.1537	-6.63	3.99	30

资料来源: Wind, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com

法律声明

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

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

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

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