

## 【債券日報】(2018-09-20)

# 理財投資股票細則仍待監管再明確

❖ 債市投資策略：周四利率債利率繼續上行，且幅度有所擴大。短期來看，債市面臨的壓力依然存在，並沒有出現緩和，因此我們認為收益率仍有上行壓力，而且隨着國債利率的上行，也會推動地方債利率上行，投資者可適當降低地方債的配置速度。

❖ 第一，銀行理財可直接開立股票賬戶，但投資規則仍需銀保監會明確。9月19日，中證登公布了修訂版《特殊機構及產品證券賬戶業務指南》，對銀行理財開立證券賬戶的使用範圍進行調整，允許理財產品證券賬戶參與“法律、法規及監管部門許可的投資範圍”，而不再限定於過去的交易所標準化債券、ABS、優先股等固定收益類產品。對此，我們認為：

中證登開戶規則修訂符合資管新規統一監管的要求，解決了理財產品“出門穿馬甲”的問題。根據今年4月發布的《資管新規》要求，各類資管產品在賬戶開立、產權登記、法律訴訟等方面應享有平等地位，《業務指南》按照資管新規進行調整，對各類資管產品開立賬戶的要求進行統一，投資範圍則由相關監管部門的具體細則進行明確，不再受開戶方面的制約。因此，在監管允許的情況下，銀行理財可直接開立證券賬戶投資股票，或在二層嵌套情況下由受託管理人直接開戶。老產品高淨值客戶、機構客戶產品可直接開戶投資股票；新產品私募理財產品可直接投資股票，公募理財產品投資股票仍需等監管規則進一步明確。《資管新規》過渡期內，新老產品並行，而7月20日“銀行理財新規”仍在征求意见期尚未發布正式稿，因此理財產品投資股票仍需分情況討論：

(1) 針對老產品，面向高淨值客戶、私人銀行客戶和機構客戶發行的理財產品可投資境內上市交易的股票，中證登新規解決開戶問題後，此類產品可直接開戶或者一層嵌套委外開戶投資股票；(2) 針對新產品，如果是私募理財產品，按照理財新規征求意见稿，投資範圍由合同约定，並且可以投資權益類資產，監管不再做單獨指導；(3) 針對新產品，如果是公募理財產品，投資境內上市交易的股票的相关规定，應由國務院銀行業監督管理機構另行制定。因此，《業務指南》並不解決理財是否能投股票的問題，而是解決理財投資股票過程中面臨的技術障礙，未來公募理財產品投資股票的具体要求，例如資格、比例限制等，仍需銀保監會進行明確。銀行理財投資權益資產的比重將逐步增加，FOF和MOM或成重點發展方向。根據《資管新規》相關要求，新產品投資非標要受到期限匹配、嚴格穿透等多重限制，銀行理財資產配置將進一步像債券和股票等標準化資產進行轉型，因此理財配置股票的比例將有所上升。但考慮到銀行理財的投資能力經驗，及理財產品投資者群體的风险偏好，短期不宜對理財資金入市規模上升過於樂觀。未來大中型銀行或將先行完善理財投資股票市場的相关業務布局，並從FOF、MOM以及委外等借助外力的形式入手。

❖ 第二，國債期貨方向上繼續空，同時關注曲線交易。短期來看，影響債市利率上行的影響依然存在，期貨仍面臨下跌的風險，方向上可選擇做空；而對於四季度，我們認為最大的不確定在於經濟基本面可能超预期以及美債收益率的上行，利率仍有上行壓力。

除了方向策略之外，可重點關注曲線交易策略，後期資金面估計會繼續維持相對寬松的局面，除非是經濟基本面出現改善，央行收緊流動性，不然短端利率難大幅上行，所以長端利率上行的幅度會大於短端，利差會走擴；同樣，對於10年和5年，目前利差處於低位，未來也有望走擴，因此可選擇做陡曲線。

另外，這輪利率上行，10年國開表現要好於10年國債，兩者利差並未走擴，近期反而小幅下行，同樣可能跟地方債擠壓有關，國開主要是交易盤，受地方債影響較小。目前兩者利差依舊處於年內低位，我們認為後期隨着長端利率的上行，利差會走擴，可選擇做多利差，即借券做空國開、做多國債期貨。

基差交易方面，近期國債期貨的表現要弱於現貨，期貨也有此前的升水轉為小幅貼水，可交割券基差走擴，未來隨着利率上行，基差仍有走擴的空間，可選擇做多基差。至於跨期價差策略，目前1903合約幾乎沒有流動性，基本沒有操作空間。

## 華創證券研究所

證券分析師：王文歡

電話：021-20572563

郵箱：wangwenhuan@hcyjs.com

執業編號：S0360517100002

## 相關研究報告

《下半年基建投資回暖情況測算--華創債券日報20180912》

2018-09-12

《美債再度逼近3%，未來收益率料易上難下一—華創債券日報20180913》

2018-09-13

《9月下旬是債市突破短期震蕩的關鍵窗口——華創債券日報20180914》

2018-09-14

《央行意外投放MLF，關注資金面邊際變化——華創債券日報2018-9-17》

2018-09-17

《貿易戰升級，穩經濟預期提升——華創債券日報2018-9-18》

2018-09-18

## 图表目录

图表 1	2017 年银行理财产品投向分布.....	4
图表 2	银行理财产品资金来源分布.....	4
图表 3	9 月以来 10-2Y 利差小幅上行，10-5 年利差继续下行.....	5
图表 4	近期 10 年国债与国开利差小幅下行，依旧处于低位.....	5
图表 5	1809 合约交割量明显增加.....	5
图表 6	1809 合约交割券基本都是老券.....	5

## 债券市场展望：理财投资股票细则仍待监管再明确

周四债券市场交投活跃，资金面保持相对宽松，央行净回笼 300 亿资金，国债期货早盘低开，午后跌幅不断扩大，T1812 全天下跌 0.33%，现货收益率也明显上行，幅度在 3-5bp。对于后期，我们需要关注：

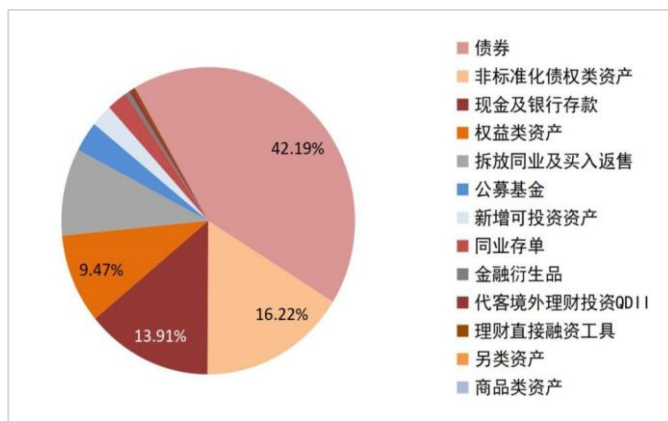
**第一，银行理财可直接开立股票账户，但投资规则仍需银保监会明确。**9 月 19 日，中证登公布了修订版《特殊机构及产品证券账户业务指南》，对银行理财开立证券账户的使用范围进行调整，允许理财产品证券账户参与“法律、法规及监管部门许可的投资范围”，而不再限于过去的交易所标准化债券、ABS、优先股等固定收益类产品。对此，我们认为：

**中证登开户规则修订符合资管新规统一监管的要求，解决了理财产品“出门穿马甲”的问题。**过去银行理财如果开立证券账户其投资范围仅限于固定收益类资产，尽管此前面向高净值客户和机构客户发行的理财产品可以投资上市公司股票，但是开户方面仍然有限制，银行理财只能通过委外多层嵌套（例如银行理财委外给定向资管计划再嵌套一层基金子公司专户）的方式投资股票；或者购买集合类产品部分投资权益资产。根据今年 4 月发布的《资管新规》要求，各类资管产品在账户开立、产权登记、法律诉讼等方面应享有平等地位，《业务指南》按照资管新规进行调整，对各类资管产品开立账户的要求进行统一，投资范围则由相关监管部门的具体细则进行明确，不再受到开户方面的制约。因此，在监管允许的情况下，银行理财可以直接开立证券账户投资股票，或者在一层嵌套情况下由受托管理人直接开户。

**老产品高净值客户、机构客户产品可直接开户投资股票；新产品私募理财产品可直接投资股票，公募理财产品投资股票仍需等监管规则进一步明确。**《资管新规》过渡期内，新老产品并行，而 7 月 20 日“银行理财新规”仍在征求意见期尚未发布正式版，因此理财产品投资股票仍需分情况讨论：（1）针对老产品，面向高净值客户、私人银行客户和机构客户发行的理财产品可以投资境内上市交易的股票，中证登新规解决开户问题后，此类产品可以直接开户或者一层嵌套委外开户投资股票；（2）针对新产品，如果是私募理财产品，按照理财新规征求意见稿，投资范围由合同约定，并且可以投资权益类资产，监管不再做单独指导；（3）针对新产品，如果是公募理财产品，投资境内上市交易的股票的相关规定，应由国务院银行业监督管理机构另行制定。因此，《业务指南》并不解决理财是否能投股票的问题，而是解决理财投资股票过程中面临的技术障碍，未来公募理财产品投资股票的具体要求，例如资格、比例限制等，仍需银保监会进行明确。

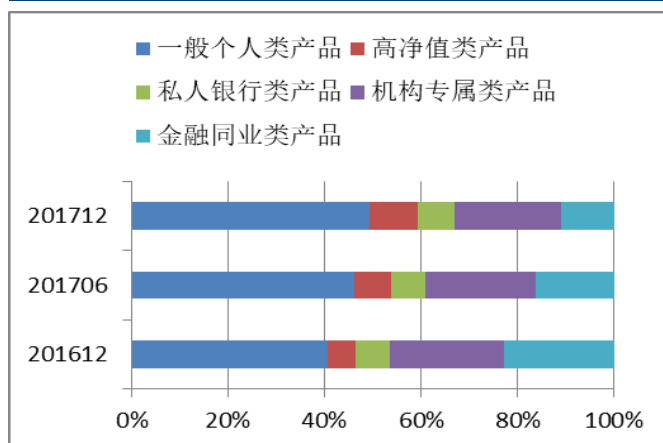
**银行理财投资权益资产的比重将逐步增加，FOF 和 MOM 或成为重点发展方向。**根据 2017 年银行理财年报，2017 年末理财投资权益类资产的占比为 9.47%，总规模 2.8 万亿元，但是权益类资产不仅包括二级市场股票，也包括其他一些为股票配资的产品，例如定增产品、员工持股计划以及一些明股实债的非上市公司股权，因此理财产品实际投资二级市场股票的规模有限。未来根据《资管新规》的相关要求，新产品投资非标要受到期限匹配、严格穿透等多重限制，银行理财资产配置将进一步像债券和股票等标准化资产进行转型，因此理财配置股票的比例将有所上升。但是考虑到银行理财的投资能力经验，及理财产品投资者群体的风险偏好，短期不宜对理财资金入市规模上升过于乐观。未来大中型银行或将先行完善理财投资股票市场的相关业务布局，并从 FOF、MOM 以及委外等借助外力的形式入手。

图表 1 2017 年银行理财产品投向分布



资料来源: wind, 华创证券

图表 2 银行理财产品资金来源分布



资料来源: wind, 华创证券

**第二，国债期货方向上继续空，同时关注曲线交易。**最近 3 个交易日，国债期货持续下跌，且跌幅扩大，T1812 合约也是创了新低，基本回到 5 月中旬时的水平。回顾本轮期货下跌，开始于 8 月，其中 8 月下旬横盘了一段时间，而且当时期货表现明显好于现货，我们在日报《期货表现强于现货，难阻利率突破前期高点——华创债券日报 20180828》中也进行了分析，并认为 9 月市场将迎来变局，利率将向上突破。目前来看，经过 9 月上旬的持续小幅下跌后，近期再次加速下跌，9 月 10 年国债收益率已上行约 15bp 至 3.7% 的高点，主要是受到地方债发行放量、美联储即将加息、市场对于稳经济预期的提升等因素影响。短期来看，这些影响市场的因素依然存在，期货仍面临下跌的风险，方向上可选择做空；而对于四季度，我们认为最大的不确定在于经济基本面可能超预期以及美债收益率的上行，利率仍有上行压力。

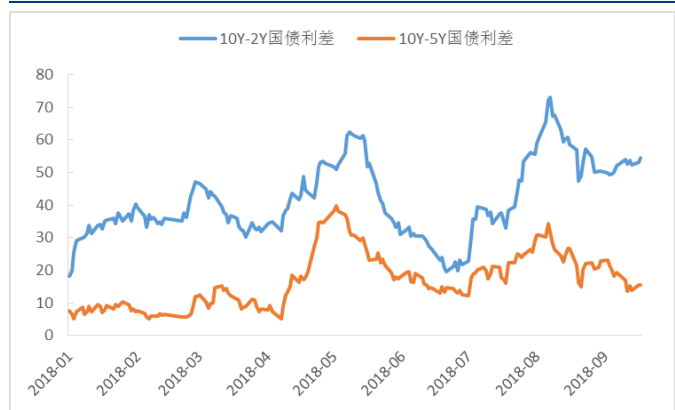
除了方向策略之外，可重点关注曲线交易策略，近期 10Y-2Y 国债利差小幅上行，而 10Y-5Y 利差继续下行，短端主要受资金面影响，近期资金面保持相对宽松，稍有紧张，央行也会加大资金投放，资金面波动不大，因此短端利率也小幅波动，而中长端利率受经济预期、通胀预期、地方债挤压等因素影响，利率有所上行，导致 10Y-2Y 利差小幅上行，而 5 年国债作为主要配置品种，受地方债放量挤压的影响更大，上行幅度大于 10 年国债，导致 10Y-5Y 利差下行。对于后期，资金面估计会继续维持相对宽松的局面，除非是经济基本面出现改善，央行收紧流动性，不然短端利率难大幅上行，所以长端利率上行的幅度会大于短端，利差会走扩；同样，对于 10 年和 5 年，目前利差处于低位，未来也有望走扩，因此可选择做陡曲线，不过需要注意的是，2 年国债期货流动性不佳，成交不连续，建仓需要注意。

另外，这轮利率上行，10 年国开表现要好于 10 年国债，两者利差并未走扩，近期反而小幅下行，同样可能跟地方债挤压有关，国开主要是交易盘，受地方债影响较小。目前两者利差依旧处于年内低位，我们认为后期随着长端利率的上行，利差会走扩，可选择做多利差，即借券做空国开、做多国债期货。

基差交易方面，近期国债期货的表现要弱于现货，期货也有此前的升水转为小幅贴水，可交割券基差走扩，未来随着利率上行，基差仍有走扩的空间，可选择做多基差。至于跨期价差策略，目前 1903 合约几乎没有流动性，基本没有操作空间。



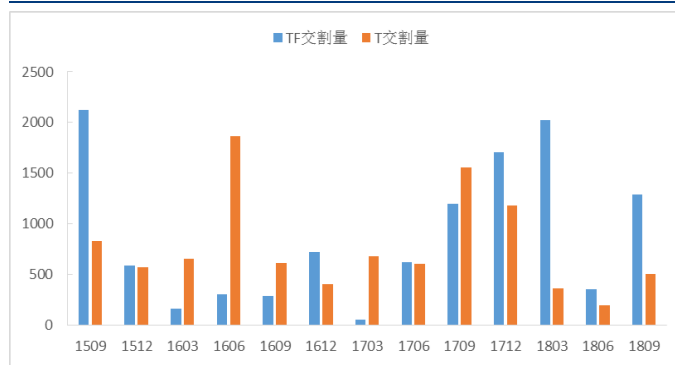
图表 3 9 月以来 10-2Y 利差小幅上行，10-5 年利差继续下行



资料来源: wind, 华创证券

上周，1809 合约完成交割，我们对交割情况进行简单回顾。从交割量上看，1809 合约较 1806 合约交割量出现明显的增加，其中 TF1809 合约交割 1293 手，较 TF1806 合约增加 933 手，T1809 合约交割 508 手，增加 308 手，主要是由于从 1812 合约开始，可交割券将受到剩余期限的限制，老券将会被剔除出可交割券范围，像 TF1812 合约目前只有 7 只可交割券，比 TF1809 合约减少一半，所以 1809 合约是最后可以交割出老券的机会，导致交割量增加。从具体的交割券也可以看出来，TF1809 合约除了交割了 1 手 18 年的新券外，其余都是 16 年和 08 年的老券。

图表 5 1809 合约交割量明显增加



资料来源: wind, 华创证券

图表 4 近期 10 年国债与国开利差小幅下行，依旧处于低位



资料来源: wind, 华创证券

图表 6 1809 合约交割券基本都是老券

合约	交割券名称	交割数量	交割金额 (万元)
TF1809	2008 年记账式(二十三期)国债	390	39613.5
	2013 年记账式附息(十一期)国债	4	401.1
	2015 年记账式附息(二十六期)国债	12	1206.8
	2016 年记账式附息(二十五期)国债	360	35626.6
	2016 年记账式附息(六期)国债	54	5287.6
	2016 年记账式附息(十四期)国债	472	46236.3
	2018 年记账式附息(一期)国债	1	103.3
T1809	2016 年记账式附息(二十三期)国债	5	469.2
	2017 年记账式附息(十八期)国债	490	48793.4
	2017 年记账式附息(十期)国债	5	499.5
	2017 年记账式附息(四期)国债	8	784.2

资料来源: wind, 华创证券

**债市策略：**周四利率债收益率继续上行，且幅度有所扩大。短期来看，债市面临的压力依然存在，并没有出现缓和，因此我们认为收益率仍有上行压力，而且随着国债利率的上行，也会推动地方债利率上行，投资者可适当降低地方债的配置速度。

## 固定收益組團隊介紹

### 組長、高級分析師：周冠南

中央財經大學經濟學碩士。曾任職於中信銀行。2015 年加入華創證券研究所。

### 副組長、高級分析師：吉靈浩

上海財經大學經濟學學士。曾任職於申萬宏源證券。2015 年加入華創證券研究所。2012 年新財富最佳分析師第一名團隊成員，2014 年新財富最佳分析師第三名。

### 分析師：王文歡

南京財經大學經濟學碩士。2015 年加入華創證券研究所。

### 助理研究員：陳靜

南開大學經濟學碩士。2018 年加入華創證券研究所。

## 華創證券機構銷售通訊錄

地區	姓名	職 務	辦公電話	企業郵箱
北京機構銷售部	張昱浩	北京機構銷售總監	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	申濤	高級銷售經理	010-66500867	shentao@hcyjs.com
	杜博雅	銷售經理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春鈺	銷售經理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	銷售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	過雲龍	銷售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	劉懿	銷售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
廣深機構銷售部	張娟	所長助理、廣深機構銷售總監	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王棟	高級銷售經理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪麗燕	高級銷售經理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	羅穎茵	銷售經理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	銷售經理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	銷售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	楊英偉	銷售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海機構銷售部	石露	華東區域銷售總監	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈曉瑜	資深銷售經理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高級銷售經理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	楊晶	高級銷售經理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	張佳妮	銷售經理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈穎	銷售經理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	烏天宇	銷售經理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子陽	銷售經理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	銷售經理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸雲	銷售經理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	張敏敏	銷售經理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蔣瑜	銷售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

## 華創行業公司投資評級體系(基準指數滬深 300)

### 公司投資評級說明:

強推: 預期未來 6 個月內超越基準指數 20% 以上;  
 推薦: 預期未來 6 個月內超越基準指數 10% - 20%;  
 中性: 預期未來 6 個月內相對基準指數變動幅度在 -10% - 10% 之間;  
 回避: 預期未來 6 個月內相對基準指數跌幅在 10% - 20% 之間。

### 行業投資評級說明:

推薦: 預期未來 3-6 個月內該行業指數漲幅超過基準指數 5% 以上;  
 中性: 預期未來 3-6 個月內該行業指數變動幅度相對基準指數 -5% - 5%;  
 回避: 預期未來 3-6 個月內該行業指數跌幅超過基準指數 5% 以上。

## 分析師聲明

每位負責撰寫本報告全部或部分內容的分析師在此作以下聲明:

分析師在本報告中所提及的證券或發行人發表的任何建議和觀點均準確地反映了其個人對該證券或發行人的看法和判斷; 分析師對任何其他券商發布的所有可能存在雷同的報告不負有任何直接或間接的可能責任。

## 免責聲明

本報告僅供華創證券有限責任公司(以下簡稱“本公司”)的客戶使用。本公司不會因接收人收到本報告而視其為客戶。

本報告所載資料的來源被認為是可靠的, 但本公司不保證其準確性或完整性。本報告所載的資料、意見及推測僅反映本公司於發布本報告當日的判斷。在不同時期, 本公司可發出與本報告所載資料、意見及推測不一致的報告。本公司在知曉範圍內履行披露義務。

報告中的內容和意見僅供參考, 並不構成本公司對具體證券買賣的出價或詢價。本報告所載信息不構成對所涉及證券的個人投資建議, 也未考慮到個別客戶特殊的投資目標、財務狀況或需求。客戶應考慮本報告中的任何意見或建議是否符合其特定狀況, 自主作出投資決策並自行承擔投資風險, 任何形式的分享證券投資收益或者分擔證券投資損失的書面或口頭承諾均為無效。本報告中提及的投資價格和價值以及這些投資帶來的預期收入可能會波動。

本報告版權僅為本公司所有, 本公司對本報告保留一切權利。未經本公司事先書面許可, 任何機構和個人不得以任何形式翻版、復制、發表或引用本報告的任何部分。如征得本公司許可進行引用、刊發的, 需在允許的範圍內使用, 並註明出處為“華創證券研究”, 且不得對本報告進行任何有悖原意的引用、刪節和修改。

證券市場是一個風險無時不在的市場, 請您務必對盈虧風險有清醒的認識, 認真考慮是否進行證券交易。市場有風險, 投資需謹慎。

## 華創證券研究所

北京總部	廣深分部	上海分部
地址: 北京市西城區錦什坊街 26 號 恒奧中心 C 座 3A 郵編: 100033 傳真: 010-66500801 會議室: 010-66500900	地址: 深圳市福田區香梅路 1061 號 中投國際商務中心 A 座 19 樓 郵編: 518034 傳真: 0755-82027731 會議室: 0755-82828562	地址: 上海浦東銀城中路 200 號 中銀大廈 3402 室 郵編: 200120 傳真: 021-50581170 會議室: 021-20572500