

2015.09.15

## 中国债市机构投资者行为手册



徐寒飞(分析师)

021-38674711

xuhanfei013284@gtjas.com

证书编号

S0880513060001

高国华(分析师)

021-38676055

gaoguohua@gtjas.com

S0880515080005

### 本报告导读:

在传统基本面框架外,本报告从市场特征和机构行为维度,梳理不同机构和主导资金的投资偏好、风格、资金成本和大类资产配置,完善研究框架,提高新分析维度。

### 摘要:

- 随着利率市场化深入和大资管行业走上金融市场的舞台中央,中国债券市场无论从机构投资者还是债权产品的广度和深度上,都在日益丰富完善。债市投资者在传统基本面框架之外,还需从市场特征和机构行为维度,把握不同投资者和主导资金的投资偏好、风格、资金成本与大类资产配置等,完善研究框架,从大局上做出准确判断。
- 为了把握在大资管跨界竞合背景下各类机构面临的积极而深刻的变化,我们编制了《中国债市机构投资者行为手册》,通过梳理固定收益市场上主要投资者和主导资金的投资偏好、风格、资金竞争与资产配置等特征,从中观和微观层面把握收益率谱系变迁、市场结构变化和主要机构的核心特征,在基本面传统框架之外,为固定收益投资者提供关于市场特征和机构行为的新分析维度。
- 《中国债市机构投资者行为手册》包括以下五个部分:
  - 1、中国资产管理行业全景图;
  - 2、中国债市机构投资者与产品结构概览;
  - 3、主要机构投资者行为专题研究;
  - 4、类固定收益产品盘点;
  - 5、微观机构(银行、保险等)资金与资产配置梳理。

### 债券研究团队

徐寒飞(分析师)

电话: 021-38674711

邮箱: [Xuhanfei013284@gtjas.com](mailto:Xuhanfei013284@gtjas.com)

证书编号: S0880513060001

张莉(分析师)

电话: 010-59312705

邮箱: [Zhangli014203@gtjas.com](mailto:Zhangli014203@gtjas.com)

证书编号: S0880514070007

章汉(分析师)

电话: 010-59312713

邮箱: [Qinhan@gtjas.com](mailto:Qinhan@gtjas.com)

证书编号: S0880514060011

刘毅(分析师)

电话: 021-38676207

邮箱: [Liuyi013898@gtjas.com](mailto:Liuyi013898@gtjas.com)

证书编号: S0880514080001

郑文佳(分析师)

电话: 010-59312720

邮箱: [Zhengwenjia@gtjas.com](mailto:Zhengwenjia@gtjas.com)

证书编号: S0880515040002

高国华(分析师)

电话: 021-38676055

邮箱: [Gaoguohua@gtjas.com](mailto:Gaoguohua@gtjas.com)

证书编号: S0880515080005

### 相关报告

《短期流动性指标多改善,但长期偿债能力仍堪忧》

2015.09.10

《下游好于中游好于上游》

2015.09.09

《盈利仍堪忧,但流动性和短期偿债指标改善》

2015.09.01

《股性估值畸高,内部分化模糊》

2015.09.01

《“沙漠之花”终将凋零》

2015.08.31

## 目 录

前言 .....	3
第一篇 全景图：中国资产管理行业概览 .....	4
1.1. 大资管崛起的时代背景：大风起兮，千帆竞渡 .....	4
1.2. 中国固定收益资管市场全景图 .....	5
1.3. 未来展望与思考：固定收益立体投资时代来临 .....	8
第二篇：债券市场机构投资者结构概览 .....	11
2.1. 中国债券市场结构 .....	11
2.2. 债券交易结构 .....	12
2.3. 债券市场各产品市场特征 .....	18
2.4. 债券一级市场投资者申购结构分析 .....	26
第三篇：机构篇：资管江湖，谁主沉浮 .....	29
3.1. 银行机构：大行蝶变 .....	29
3.2. 银行理财：高息时代，临近落幕 .....	53
3.3. 保险机构：新时代，大资管 .....	66
3.4. 信托机构：从野蛮生长到转型求变 .....	83
3.5. 基金及子公司：公募十年一剑，资管异军突起 .....	90
3.6. 券商资管：且看风起 .....	106
3.7. 境外机构：迎接在岸市场开放时代的到来 .....	115
第四篇 类固定收益产品盘点 .....	125
4.1. 报价回购与场内回购 .....	125
4.2. 融资融券 .....	127
4.3. 股票质押融资 .....	128
4.4. 打新产品 .....	130
4.5. 分级基金 A .....	132
4.6. 资产证券化（ABS/CLO） .....	134
4.7. 信托受益权 .....	135
4.8. 利率互换（IRS） .....	136
第五篇 微观视野：一页纸看机构资金与资产行为 .....	138

## 前言

随着利率市场化深入和大资管行业走上金融市场的舞台中央，中国债券市场无论从机构投资者还是债权产品的广度和深度上，都在日益丰富完善。债市投资者在传统基本面框架之外，还需从市场特征和机构行为维度，把握不同投资者和主导资金的投资偏好、风格、资金成本与大类资产配置等因素，完善研究框架，从大局上做出准确判断。

随着固定收益市场的融合，主要机构投资者能进入不同交易市场，相互之间的信息传导变得更有价值。我们从多层次、跨市场的视角跟踪实体经济和金融市场上收益率谱系的变迁，从大类资产和各种利率的比价效应来为债券收益率水平进行定位。

大资管时代来临，类固收产品竞争加剧。投资者参与范围和视野显著扩展，各类机构竞争核心在于发掘和投资新的高收益品种，从债券向债权过渡，我们对分级 A、资产证券化、报价回购等类固收产品进行梳理，为机构投资者的跨资产配置提供参考。

债市多策略、立体投资时代来临。投资者结构与投资产品的丰富，为固定收益市场带来新机会和多策略，千帆竞渡、百舸争流，未来投资者还需从更大格局和多维视角参与博弈和竞争。

总体而言，为了把握在大资管跨界竞合背景下各类机构发生的积极而深刻的变化，我们编制了《中国债市机构投资者行为手册》，通过梳理固定收益市场上主要投资者和主导资金的投资偏好、风格、资金竞争与资产配置等特征，从中观和微观层面把握收益率谱系变迁、市场结构变化和主要机构的核心特征，在基本面传统框架之外，为固定收益投资者提供关于市场特征和机构行为的新分析维度。

《中国债市机构投资者行为手册》包括以下五个部分：

- 1、中国资产管理行业全景图；
- 2、中国债市机构投资者与产品结构概览；
- 3、主要机构投资者行为专题研究；
- 4、类固定收益产品盘点；
- 5、微观机构（银行、保险等）资金与资产配置梳理。

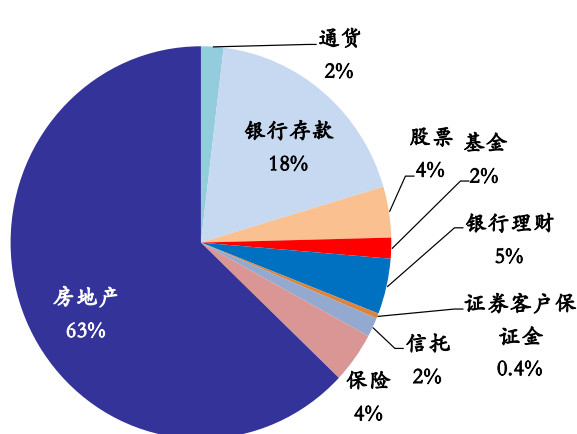
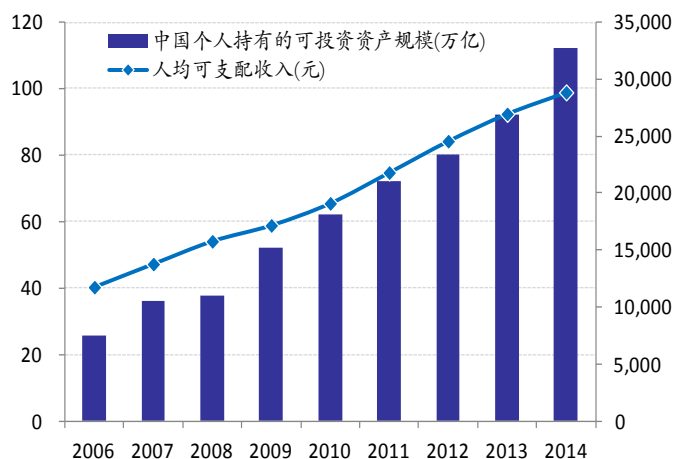
## 第一篇 全景图：中国资产管理行业概览

### 1.1. 大资管崛起的时代背景：大风起兮，千帆竞渡

**从国富走向民富。**随着中国经济经历 30 多年的高速增长，居民财富得到迅速积累。中国经济已是全球第 2 大经济体，2014 年人均 GDP 突破 7575 美元，人均可支配收入达到 2.8 万元，个人持有可投资资产规模达到 112 万亿，年均复合增速超过 20%。经济的快速发展也催生了高净值人群和家庭的资产扩张，尤其资本市场和私营企业的崛起更加速了新兴中产阶级的财富积累。根据 BCG 统计，我国高净值家庭数量在过去 3 年平均增速达到近 30%，预计 2015 年底将超过 200 万户。居民财富的迅速积累和资产管理需求日益增长，是大资管行业蓬勃兴起的活力之源。

**居民资产再配置正经历从房地产等固定资产转向金融资产的大周期。**在目前中国家庭资产的配置中，房地产配置超过 60%，现金和存款类占比 20%，股票和基金配置近 7%，银行理财、信托和保险等资产配置在 10% 左右。如果只看金融资产，则居民储蓄占比 60%，银行理财占比 10% 左右，股票、基金和债券占比在 20%。随着利率市场化和存款脱媒化加速，居民的资管和理财意识被唤醒，资产管理行业发展壮大和金融产品日益多元化，加速了居民资产配置向金融资产转换。

图 1：2014 年中国个人可投资资产规模达到 112 万亿元 图 2：中国居民部门资产配置结构



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

**金融抑制的坚冰逐渐打破。**回顾过去 10 年资管行业的发展历史，2007 年史无前例的股票大牛市造就基金业盛宴，2008 年股市泡沫破灭银行理财崛起，2009 年私募和 PE 风生水起，2010 年信托行业凭借银信、政信合作迎来黄金扩张时期，2011 年保险资管开始放松管制，放开资产计划投向，2012 年券商资管和基金子公司开始崛起、弯道超车，2013 年货币基金与互联网金融结合而大放异彩，2014-2015 年大资管时代迎来千帆竞渡、百舸争流，行业融合与竞争成为最主要特征。可以看到，金融资产规模的不断扩大、资管机构和金融产品的多元化扩张，不断释

放被抑制的居民资产管理需求，为全口径资产配置打开了广阔空间，也反映出金融市场深度和广度的不断加深。

以互联网为代表的资管创新，加速各类产品融合，降低交易成本和投资门槛。互联网金融的崛起加速资管机构的去边界化，加速金融产品和业务的开放、融合与创新，打破原有管制和封闭的金融体系，大幅降低资产管理门槛，唤醒全社会理财意识的觉醒，满足居民对于跨市场、跨资产、跨产品的金融产品和服务需求，实现普惠金融。

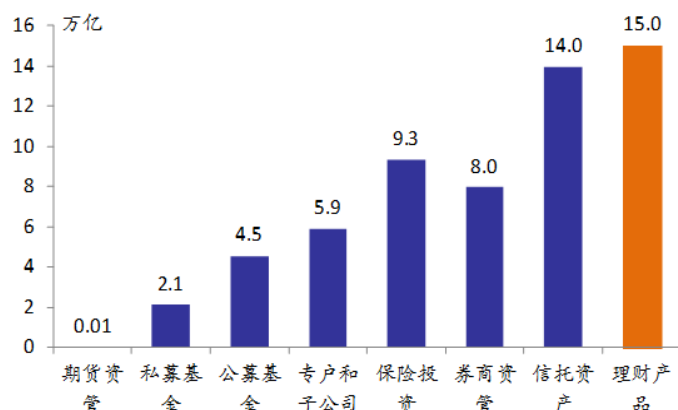
## 1.2. 中国固定收益资管市场全景图

在利率市场化和金融混业大趋势之下，固定收益泛资管行业边界不断扩张，带来债券、类固收产品、以及其他大类资产的相互影响加深，必须用资产配置的视角重新审视债市变化，投资者不仅要关注传统熟悉的投资领域，更要关注到产品和市场的创新变化。只有把银行、理财、保险、信托、券商和基金子公司等各行为机构主体，以及货币、债券、票据、信贷、非标、ABS 等各类固收产品，绘制成一副庞大的资产管理地图，才能对各层次利率定价有更深刻了解。

### 1、固定收益资管行业规模

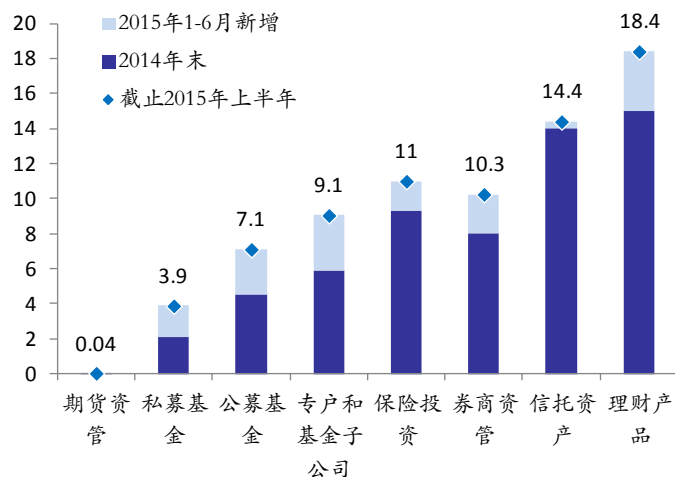
固定收益资管行业风起云涌，快速扩张。截止 2014 年末，泛资管行业总规模超过 50 万亿，五大机构规模并驾齐驱，投资边界在不断融化。其中，银行理财、信托在 14-15 万亿，保险、券商和基金在 10 万亿上下，各类金融机构的资产管理规模呈现并驾齐驱的迹象，规模相当，竞争激烈。随着监管制度的逐渐放开，银行、保险、证券、基金、信托均可进入信贷、非标、债券等任何类固收领域，跨市场、跨行业、跨品种竞争加剧，再加上互联网金融蓬勃发展，金融牌照价值有归零趋势，投资边界不断融化。

图 3：截止 2014 年末各类机构资产管理规模



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 4：截止 2015 年上半年各类机构资产管理规模



数据来源：Wind，国泰君安证券研究



## 2、资产投资方向

各类固定收益资管机构根据风险偏好和投资策略不同，在大类资产配置上具有明显差异。具体而言：

(1)从投资主体看，银行理财规模 15 万亿，其中保本型理财 5 万亿，非保本型 10 万亿；信托规模 14 万亿，其中单一信托 8.75 万亿，集合信托 4.3 万亿，管理财产信托 9394 亿；基金资管规模 10.4 万亿，其中公募基金 4.54 万亿，基金专户 2.14 万亿，基金子公司 3.74 万亿；券商资管 8.17 万亿，其中集合计划 6555 亿，定向计划 7.4 万亿，专项资管计划 366 亿；保险资管规模 9.3 万亿，私募规模 2.1 万亿，此外，期货、P2P 等资管规模约 1000 亿左右。

(2)从标的资产投向看，现金和存款规模约 8.1 万亿（以理财、保险和货币基金配置为主）；非标资产规模约 20.5 万亿（以信托、券商、基金为主，理财的非标投资与前三者有重合，在计算中剔除）；股票、债券和基金等二级市场投资规模约 15 万亿（以理财、基金、保险为主）。

(3)按主动/通道业务分类来看，通道业务规模 19.3 万亿，占比 46%（信托通道 8.75 万亿，券商资管 7.25 万亿，基金子公司 3.2 万亿）；而机构主动管理资产规模约 22.8 万亿，占比 54%。

图 5：泛资管产品全景图

2014年广义资产管理总额约45万亿					
产品类型	理财规模：15万亿	信托规模：14万亿	基金资管：10.4万亿	券商资管：8.17万亿	其他：11.5万亿
	<ul style="list-style-type: none"><li>•表内理财：5万亿；</li><li>•表外理财：10万亿；</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>•集合信托：4.3万亿；</li><li>•单一信托：8.75万亿；</li><li>•管理财产信托：9394亿</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>•公募基金：4.54万亿；</li><li>•基金专户：2.14万亿；</li><li>•基金子公司：3.74万亿</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>•集合计划：6555亿；</li><li>•定向主动管理：7667亿；</li><li>•定向通道：6.7万亿</li><li>•专项资产管理计划：366亿</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>•保险：9.3万亿；</li><li>•私募：2.1万亿；</li><li>•期货：125亿；P2P：750亿</li></ul>
资产配置	<ul style="list-style-type: none"><li>✓非标资产：3.2万亿；</li><li>✓现金/存款：4.3万亿；</li><li>✓债券：4万亿；</li><li>✓股票权益：1万亿；</li><li>✓其他：2.5万亿</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>✓基础产业：1.77万亿；</li><li>✓证券市场：1.8万亿；</li><li>✓金融机构：2.3万亿；</li><li>✓房地产：1.3万亿；</li><li>✓工商企业：3.1万亿</li><li>✓其他：2.5万亿</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>✓非标资产：3.4万亿；</li><li>✓货币基金：2.1万亿；</li><li>✓债/股标准产品：4.9万亿；</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>✓非标资产：6.47万亿；</li><li>✓标准产品：1.48万亿；</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>✓债券资产：3.56万亿；</li><li>✓股票和基金：1.03万亿</li><li>✓私募：2.1万亿</li><li>✓非标资产：750亿；</li><li>✓期货：125亿</li></ul>
标的资产	<b>现金/存款：8.1万亿</b> <ul style="list-style-type: none"><li>•理财产品：4.3万亿；</li><li>•货币基金：1.3万亿；</li><li>•保险资管：2.5万亿</li></ul>	<b>信贷资产：20.5万亿</b> <ul style="list-style-type: none"><li>•信托产品：10.5万亿；</li><li>•基金资管：3.4万亿；</li><li>•券商资管：6.5万亿；</li><li>•P2P等其他：0.1万亿</li></ul>	<b>股票/债券/基金：15万亿</b> <ul style="list-style-type: none"><li>•理财产品：5万亿；</li><li>•信托产品：1.85万亿；</li><li>•基金资管：4.9万亿</li><li>•券商资管：1.5万亿；</li><li>•保险：4.6万亿；</li><li>•私募等其他：2.1万亿</li></ul>		
主动\通道	<b>通道/一对一业务：19.3万亿</b> <ul style="list-style-type: none"><li>•基金资管：3.2万亿；</li><li>•证券资管：7.25万亿；</li><li>•信托产品：8.75万亿</li></ul>	<b>主动产品：22.8万亿</b> <ul style="list-style-type: none"><li>•基金：5.5万亿；</li><li>•证券资管：6921亿；</li><li>•信托产品：5.2万亿；</li><li>•保险：9.3万亿；私募：2.1万亿</li><li>•期货：125亿；P2P：750亿</li></ul>			

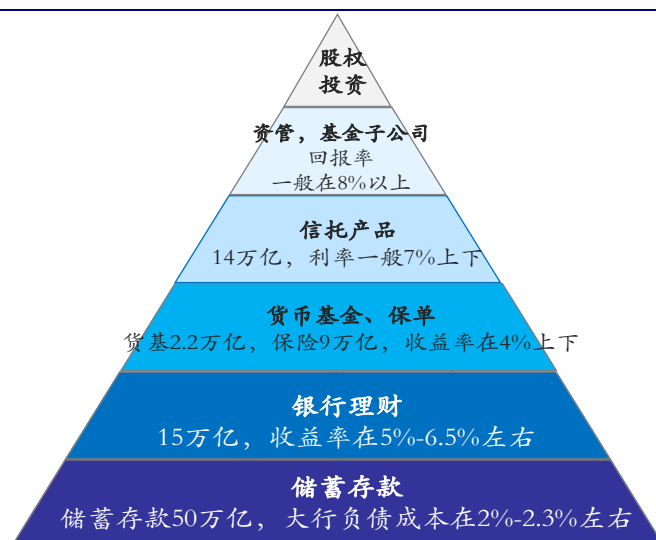
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

## 3、机构资金来源和成本对比

各类资管机构的资金性质、成本、稳定性决定其资产配置，流动性变化、大类资产转换、事件冲击（IPO 等）对资金来源和资产端影响加大。主要机构的资金成本梳理如下：

- 银行资金：以储蓄存款为主，占比 70%以上，其中活期 50%，定期 50%，综合成本在 2%-2.3%左右，股份制银行在 3-3.3%，中小城商行成本更高；
- 货币基金：在 2.5-4%区间，T+0，与活期、交易保证金打通，波动较大；
- 银行理财：综合成本在 4 %-5%左右，期限 3-6 月为主；
- 保险机构：保单平均成本在 4%以上；
- 信托产品：回报率要求一般在 7%以上；
- 券商资管和基金子公司产品：通道业务收益率比信托要高 1-2 个百分点，8%左右

图 6：负债成本与预期收益率



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

#### 4、资金竞争 VS 资产竞争

**资金策略决定资产策略**，显然，各类泛资管机构竞争其核心显然在于发掘/投资新的高收益品种（同时需要突破某些法律障碍），市场总在寻找潜在风险-收益比更高的投资标的，跨资产收益之间的比较也是一场人气竞赛，一个最为明显的竞争特征即是，谁能够持续提供风险收益比较高的资产回报，谁就能在 50 万亿储蓄存款的脱媒化竞争中获得资金优势；谁能够具有获取、创造与管理各类风险资产的能力与资源通道，谁就能在金融资源重新配置过程中获得更高的市场份额。从这个角度看，如果债券利率不具备相对优势，会被资产配置效应推高，从而出现“逆势”回升的现象。

### 1.3. 未来展望与思考：固定收益立体投资时代来临

#### 1.3.1. 从资金为王到资产为王

未来商业银行的资产负债管理模式将发生巨变，从“资金为王”时代进入到“资产为王”时代，发现高收益资产和进行主动资产管理将是金融机构资产负债管理的核心竞争力，而且，以下几个重要变化，很可能对债券市场中长期走势产生深刻的影响：

**(1) 宏观缺增长、微观缺融资、机构缺资产。**未来金融机构可能面临类固定收益资产的供需严重不平衡，而且对于可交易的债券来说，价格上涨带来的回报可能远远大于票息，导致无法用负债成本来进行投资品种选择，传统型的配置机构会被交易型机构“挤出”。

**(2) 投资需要多元化，扩展组合有效前沿。**事实上，2015年上半年股票市场的上涨事实上与部分银行资金通过各种“通道”进入股市（一级市场和二级市场）有关，这也反映了银行在资产配置过程中寻找高收益资产的需求强烈。的确，资本市场（包括股票、期货等公开交易金融产品）是商业银行进行投资需要扩展的一个方向（传统的资产是信贷、债券等类固收产品），未来仍然将在股票二级市场投资、量化对冲等领域加大投资力度。

**(3) 投资组合规模要大大压缩，资产管理的外包方兴未艾。**可以预见的是，未来相当长的一段时间里，整体市场将缺乏高收益资产，这意味着只能通过寻找“价值洼地”来提高投资组合收益率（即寻找 alpha），大型投资组合由于规模过大，大多数以被动配置为主，在寻找 alpha 的过程中不具备优势。反而是中小型的投资组合，能够充分利用其灵活性、交易弹性以及主动性，具备在波动加大的不同市场中发现 alpha 的能力。现有大型商业银行资产管理的规模过于庞大，因此将部分组合外包以获取主动资产管理的超额收益很可能是大势所趋。

#### 1.3.2. 从聚焦境内到关注全球

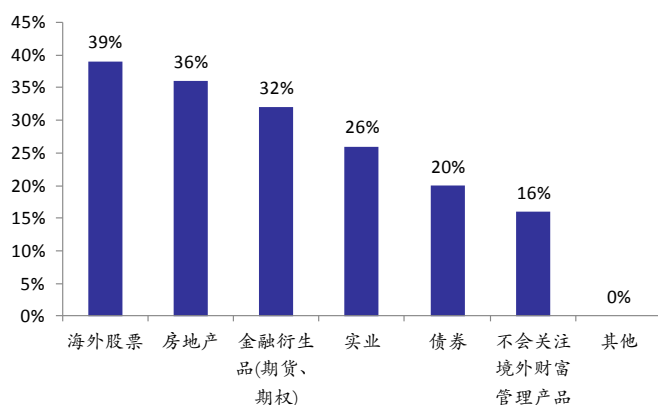
随着人民币国际化和资本项目开放加快，境内投资者的投资视野将从聚焦境内，转向关注海外大类资产配置。目前，人民币汇率有一定高估，为开展境外投资带来了非常机遇。海外资产管理、房地产投资、跨境融资和教育计划等投资需求日益增长，海外市场盈利、股票估值、市场溢价等具备相对吸引力，境内投资者为防御美元加息和人民币汇率波动风险，提高资产安全性、增值预期和对冲国内金融风险，对资产全球化配置的内在需求强烈。根据 BCG 和兴业私人银行统计，高净值客户对境外资产配置偏好来看，海外股票、房地产、金融衍生品等是关注度高的投资方向，从国别偏好来看，美国、香港和加拿大是高净值客户最偏好的海外市场。

根据 Credis Suisse 统计的中国单一市场投资与全球分散化投资的平均收益率，在 2000-2013 年间，中国股票、长债、短债年均收益率分别为



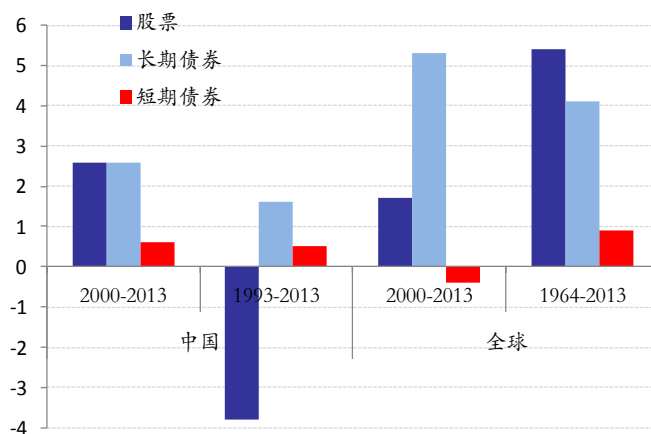
2.6%、2.6%和 0.6%，而在全球 23 个国家分散化投资的年均收益分别为 1.7%、5.3%和-0.4%，海外资产配置平均总收益略高 30Bp；但如果拉长历史时期，进行长期资产配置，则经济、风险、估值和收益的分散化效应则体现的更加明显，全球资产配置比单一境内投资的平均收益率大幅提高，更利于实现资产增值，抵御周期波动，并对冲投资风险。

图 7: BCG 与兴业私人银行客户调研高净值客户对海外产品关注程度分布



数据来源: BCG, 国泰君安证券研究

图 8: 中国市场单一投资与全球分散化投资年化收益对比



数据来源: Credit Suisse, 国泰君安证券研究

对于境内固定收益的投资者而言，未来需从更宏大视野审视固定收益投资。在岸人民币固收市场已成为海外投资者的重要投资渠道，中国因素受海外市场关注持续上升，中国与海外金融市场的联动性也越来越高，债市投资者将越来越全球化，汇率、资金流动、政策溢出和全球资金偏好等博弈范围也将越来越广，“蝴蝶效应”在跨市场、跨资产影响上将更加明显。

### 1.3.3. 固收产品：从狭义到广义，从债券到债权

与债券市场尤其规模狭小的信用债市场相比，大资管行业的投资方向更多集中于体量更大的类固收资产，投资视野从狭义拓宽至广义、从债券扩张至债权产品，尤其对于银行、理财、保险、养老金等资金规模庞大、投资周期长、不必盯市估值的机构投资者而言，非标、不动产、基础设施、信贷、股权等广义固收资产在未来将更加受到重视和青睐。这类资产的投资特征与债券不同：

**非标资产：**久期一般在 1.5-3 年，规避银行信贷额度和投资行业限制，无盯市价格波动风险，流动性较差，一般以委托贷款和信托贷款作为主要融资渠道。

**基础设施投资：**资产久期很长（长达 5-15 年），流动性有限，需要长期持有，整体收益相对较高，一般在 6.5%-8%之间。

**不动产投资：**投向商业和住宅地产、物业，整体收益相对较高，在

7-10%左右，年均波动率较大，投资渠道包括房地产信托、房地产基金等。

**股权投资计划：**直接投资企业股权，或以明股实债的方式通过股权基金为企业提供融资，利率相对较高。

**结构性优先级产品：**结构化产品设计引入更多优先级和固定收益类资金，譬如 2015 年的分级 A 和打新基金，上半年制度性红利推动打新基金平均年化收益达到 10-15%，6-9 月股市连续暴跌和分级 B 下折，分级 A 产品整体获得 20%以上的累计绝对收益。新产品创新从尝试到活跃的过程，为投资者带来新的机会和空间。

#### 1.3.4. 低利率时代，固收投资如何增强收益？

中国经济低增长、低通胀时代来临，低利率将成为未来固定收益投资的主要环境。尤其随着 2014 年以来利率绝对水平大幅下降，信用利差极度压缩，市场上绝对被低估值的投资品种已非常稀缺。低利率环境一方面导致债券票息收益大幅下降，另一方面基准利率或货币政策风向的微幅波动将会引起债券资产价格的剧烈调整（负凸性特征明显），风险和波动性上升也将成为债券投资的新常态，利率风险将是未来资产管理中需要对冲和管理的最主要风险。在低利率时代，固定收益投资增强收益的方式，尤其对于银行、保险等以配置为主的大机构而言，不能仅依靠信用风险下沉和加杠杆做交易获得，应进一步丰富风险收益来源，凭借多样化资产类别、投资策略和资管机构，分散风险，提高整体收益水平。

**1) 通过大类资产配置和多元化资产类别，在跨市场、跨产品和跨机构之间实现风险收益的转换。**资产配置最大的意义是通过不同资产在时间和空间上的选择，对冲周期和市场风险。目前传统的资产组合主要包括货币、固定收益、非标、权益、股权、另类投资等，未来资产获取能力将成为机构的主要竞争优势，不动产、PE、并购基金等可能成为未来拓展重点。

**2) 降低流动性溢价，获得更高收益。**固收产品的收益来源，除了基准利率外，超额收益水平需通过承担信用风险、久期风险和流动性风险来获得。由于固收产品本身具有风险和收益不对称特征（只有固定收益，但有本金损失风险），在刚兑风险尚未打破、信用利差较窄的环境下，信用溢价定价偏低，只有通过拉长久期、降低流动性溢价来取得。此外，金融产品的结构化创新设计，也将固收资金与风险资产结合，通过风险收益的分解，获得约定收益。

**3) 运用国债期货和利率衍生品对冲利率风险，获得稳定收益。**随着固收资金规模增大，票息收益和时间价值将成为最主要收益来源，考虑到市场容量，价差交易和久期调整变得相对困难，可以通过国债期货和利率衍生品等对冲所面临的利率和久期风险，以取得长期和稳定的收益。

4) 对于偏交易型的机构，未来在资产管理上的竞争力将主要体现在以下四点，即：①流动性风险管理，套息交易、以短养长，控制负债端的稳定性、成本和杠杆率；②信用风险管理，在企业信用风险识别、管理、不良资产处置等占有优势；③交易能力，包括交易水平和通道优势；④主动资产配置和量化对冲能力。

## 第二篇：债券市场机构投资者结构概览

### 2.1. 中国债券市场结构

中国债券市场分为银行间市场、交易所市场和柜台债券市场，其中，银行间市场是中国债券市场的主体，三者相辅相成，既相互独立又互有联系，共同构建了多层次的债券市场体系：

**银行间市场：**1997 年 6 月正式启动，是我国债券交易最主要的市场，属于场外交易市场，债券存量占全市场指标约 91%。该市场参与者是各类机构投资者，属于大宗交易批发市场，实行双边谈判成交，逐笔结算。由中央结算公司为银行间市场投资者开立证券账户，进行一级托管和交易结算。交易债券种类包括了除公司债、可转债、可分离债之外的所有债券。

截止 2015 年 7 月，在银行间市场的债券托管量为 31.35 万亿。2014 年全年债券发行量为 5.95 万亿，债券交投金额达 31 万亿，现券日均成交量为 2000-3000 亿。

**交易所市场：**是债市的另一重要组成部分，除机构投资者外也允许个人投资者参与，属于集中撮合交易的零售市场，实行净额结算。交易所实行两级托管体制，其中中央结算公司为一级托管人，为交易所开立代理总账户，中国证券登记结算公司为债券二级托管人，为交易所投资者提供结算。交易债券种类包括国债、企业债、公司债、可转债、中小企业私募债等。

截止 2014 年末，交易所市场债券托管量为 3 万亿，全年发行总额 5898 亿，占全年发行总量的 9%，现券日均成交量为 30-50 亿左右。

**柜台市场：**商业银行柜台市场是银行间市场的延伸，属于零售市场和场外交易市场。柜台市场实行两级托管。

图 9：中国债券市场交易结构

市场性质	银行间债券市场		交易所债券市场	柜台债券市场
	中债登	上清所		
市场性质	场外交易	场外交易	场内交易	场外交易
债券产品	国债、地方债、政策性金融债、央票、企业债、中票、商业银行债	短融、中票、同业存单、资产证券化产品等	国债、地方债、政策性金融债、企业债、公司债、可转债、中小私募债等	记账式国债、凭证式国债
投资人	银行、农信社、证券、保险、基金、财务公司、企业、境外机构等		证券、保险、基金、财务企业、个人、企业、QFII (银行除外)	个人投资者
交易方式	一对一询价和双边报价		自动撮合交易	银行柜台报价
交易类型	现券、回购、远期、互换等，T+1或T+0		现券交易、回购，T+1	现券交易，T+0
债权托管机构	中债登	上清所	中证登，上交所、深交所	商业银行
托管只数	4858只	4818只	1399只	
托管余额	287306亿	55643亿	13501亿	
占比	81%	16%	4%	

数据来源：中债登，上清所，国泰君安证券研究

## 2.2. 债券交易结构

目前中国债券市场的交易品种分市场情况如下：

**银行间债券市场交易品种包括：**现券交易、质押式回购、买断式回购、远期交易和债券借贷。

- **现券交易：**交易双方以约定价格转让债券的交易行为；
- **质押式回购：**交易双方以债券为质押的短期资金融通，即资金融入方（正回购方）在将债券出质给融出方（逆回购方）融入资金时，约定在回购到期后返还资金和债券，债券冻结在融资方账户。
- **买断式回购：**债券持有人将债券卖给对手方，并约定在未来某一日期，卖方再以约定价格买回同等数量债券的行为，债券过户至出资方账户，相当于引入做空机制。
- **远期交易：**交易双方约定在未来某一日期，以约定价格和数量买卖标的债券的行为，期限限定在 365 天之内。
- **债券借贷：**交易双方以债券为质押品，借入标的债券，并约定在未来某一日期返还所借标的债券，并归还相应质物的债券融通行为。

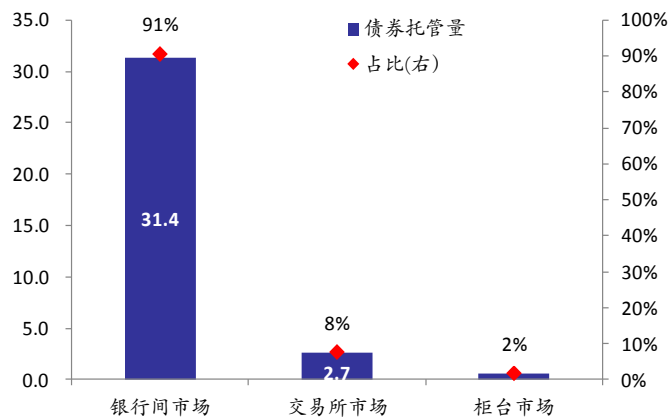
根据 2014 年全年数据，银行间现券交易规模 30.98 万亿，占比 13%；质押式回购和买断式回购交易量达 203.8 万亿和 9.74 万亿，占比为 83% 和 4%，此外，远期交易规模为 0，债券借贷量仅 3962 亿，占比 0.17%。

**交易所债市的交易品种包括：**现券交易、质押式回购和融资融券。

**柜台市场交易品种**仅有现券交易。

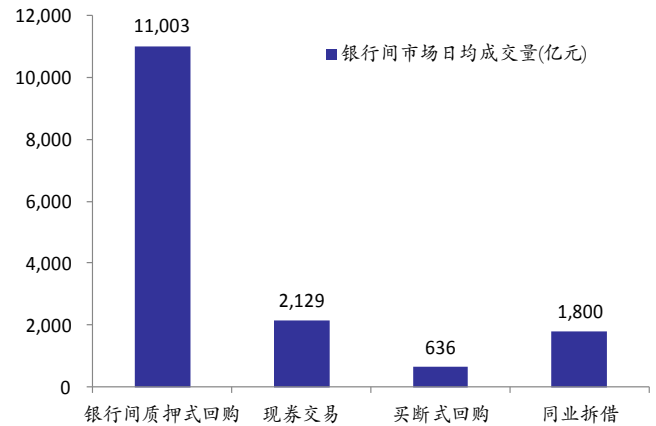


图 10: 中国不同债券市场托管量和占比



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 11: 银行间不同债券交易方式的日均成交量



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

### 2.2.1. 结算方式

债券市场的结算方式分为两类,即全额结算和净额结算。在结算分类下,包括四种不同的结算方式: 券款对付 (DVP)、见券付款、见款付券、纯券过户。具体而言,

银行间市场采用实时全额逐笔结算方式。2013 年 6 月, 银行间市场修改债券交易结算规则, 中央结算公司要求, 全部结算成员在银行间债券市场进行债券交易时, 将需采用 DVP 的结算方式 (券款对付), 废除见券付款、见款付券债券交易结算方式。

交易所采用日终净额结算方式, 配合集中性撮合交易。

商业银行柜台市场由银行作为二级托管人与投资者进行逐笔全额交易结算。

### 2.2.2. 银行间结算成员类型: 甲类、乙类和丙类户

银行间市场债券结算成员分为甲类、乙类和丙类账户, 甲类账户主要是商业银行和证券公司, 具有结算代理和柜台业务资格; 乙类账户为城商行、农商行、信用社、保险和基金等, 只能办理自营业务; 丙类账户主要是非金融机构法人, 其交易结算需要委托甲类成员代为办理。丙类账户在银行间市场占比较大, 对活跃市场交易起到积极作用。

截止 2015 年 7 月, 银行间市场甲类账户 117 个, 其中包括 4 家特殊结算成员 (三大政策银行和邮储), 53 家商业银行, 55 家证券公司和 5 家非银金融机构; 乙类账户 7487 个, 占银行间债券市场全部一级托管投资者的 88.6%, 其中包括 574 家商业银行, 431 家信用社, 6104 个广义基金, 121 家保险和 165 家非银金融机构等; 丙类账户 843 个, 主要以非金融机构、基金专户、境外机构和信用社等为主。

图 12: 中债登结算成员类型一览

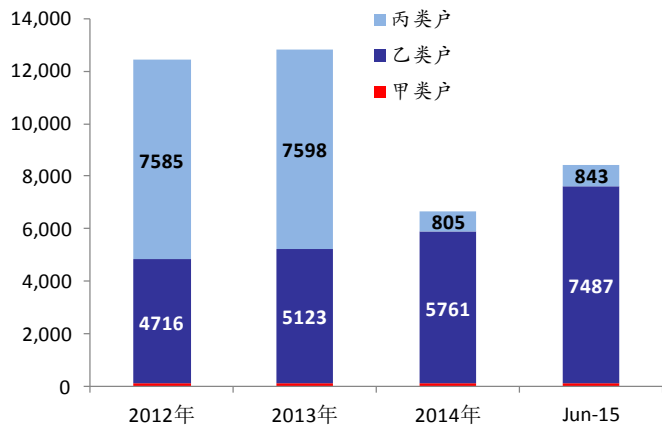
机构类型	详细分类	甲类	乙类	丙类
金融机构	商业银行	✓	✓	✓
	商业银行分支机构		✓	✓
	非银行金融机构		✓	✓
	港澳人民币清算行		✓	✓
	境外参加行			✓
	境外其他金融机构			✓
非法人产品	证券投资基金		✓	
	企业年金基金		✓	✓
	社保基金组合		✓	
	保险产品		✓	
	信托产品		✓	
	基金公司特定资产管理组合		✓	✓
	证券公司资产管理计划		✓	✓
	商业银行理财产品		✓	
	RQFII			✓
	QFII			✓
非金融机构	私募投资基金		✓	
	法人企业			✓
	事业单位			✓

数据来源：中债登，国泰君安证券研究

2013 年银行间市场债市监管风暴，由于丙类户作为涉嫌利益输送的主要渠道，成为重点清理整顿的目标。2013 年 4 月，中债登暂停新开信托产品、券商资管、基金专户账户，并严查违规代持；2013 年 5 月，外汇交易中心和中债登全面叫停银行间债市关联交易，要求同一金融机构法人的所有债券账户之间不得进行债券交易，严禁机构通过第三方过券方式逃避监管；2013 年 6 月，修改债券交易结算规则，要求全部采用 DVP 结算方式（券款兑付），废除见券付款、见款付券债券交易结算方式；2013 年 7 月，央行发布 8 号公告，要求银行间债券市场交易必须通过同业拆借中心交易系统达成，一旦达成不可撤销和变更，杜绝场外交易。

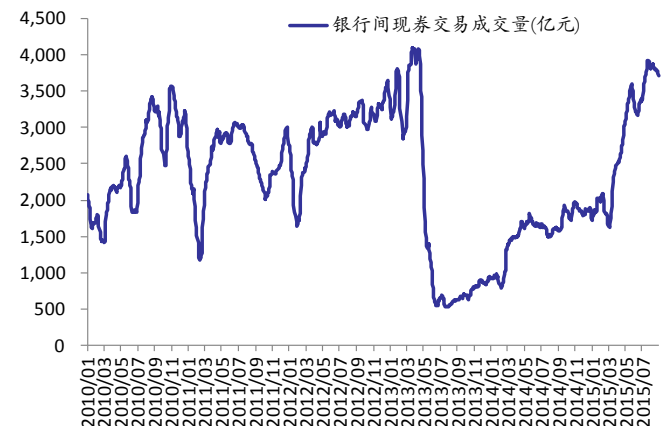
**2013 年的债市打黑风暴，导致丙类户大幅压缩。**在 2013 年 4 月时，丙类户个数多达 7598 个，其中非金融机构达到 6372 个，而到 2013 年底时，受到监管限制丙类户数量大幅缩减，非金融机构丙类户下降了 6116 个，信用社下降 353 个，基金类下降 256 个。丙类交易账户的压缩导致债市交易量急剧萎缩，市场参与者数量和资金规模剧减，丙类户因监管规范而大量抛售债券和减杠杆行为加剧 6 月末流动性紧张事件，带动收益率大幅上行。

图 13: 银行间市场甲类户、乙类户和丙类户数量变化



数据来源：中债登，国泰君安证券研究

图 14: 受丙类户清理冲击现券交易量大幅下降



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

但 2014 年以来，银行间市场账户的监管由堵变疏，并开始不断拓宽新的市场投资者群体，引入边际新增资金需求，提升交易活跃度。回顾 2014 年以来政策变化：①2014 年 2 月，央行金融市场司《关于商业银行理财产品进入银行间债市有关事项的通知》放开银行理财产品重返银行间市场；②2014 年 10 月，央行金融市场司《关于非金融机构合格投资者进入银行间市场有关事项的通知》允许满足条件的非金融法人机构（过去俗称丙类户）通过非金融机构合格投资者交易平台与主承销商和做市商进行债券交易；③2014 年 11 月，央行金融市场司《关于做好部分合格机构投资者进入银行间债市的通知》允许几类农村金融机构以及信托产品、证券公司资管、基金公司子公司特定客户资管计划、保险资管计划等四类非法人投资者（乙类户）进入银行间债市，试行与做市商以双边报价和请求报价的方式达成现券交易；④2015 年 5 月，《关于境外人民币清算行、境外参加行开展银行间债市回购交易的通知》允许两类机构参与银行间债市回购交易；⑤2015 年 6 月，《关于私募基金进入银行间债市有关事项的通知》，允许符合条件的私募基金试行与做市商或尝试做市机构以双边报价和请求报价的方式达成现券交易。

图 15: 银行间市场放宽投资者进入市场的政策文件梳理

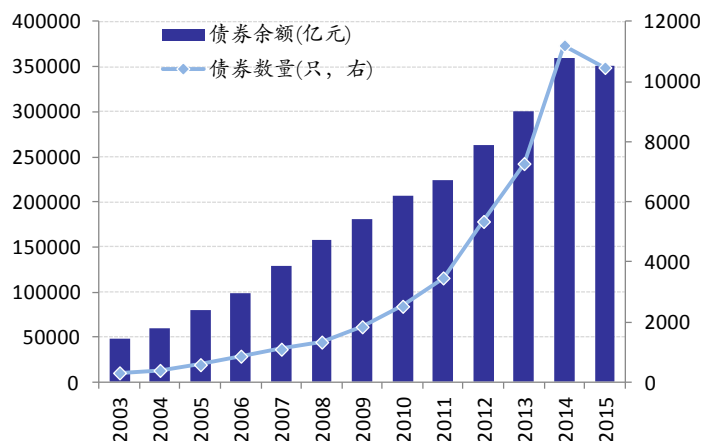
文件日期	文件名称	开放投资者类型	投资者主要要求	开放业务
2014/2/1	银市场【2014】1号《关于商业银行理财进入银行间债市有关事项的通知》	商业银行理财产品	有专门理财投资管理部, 每只理财产品与所投资资产一一对应, 每只理财单独管理、建账和核算, 并委托托管人独立托管	现券交易
2014/10/17	银市场【2014】35号《关于非金融机构合格投资人进入银行间债券市场有关事项的通知》	非金融机构合格投资人	1) 法人机构或合伙企业组织; 2) 持续经营不少于1年, 业绩合法合规; 3) 净资产不低于3000万元; 4) 最近1年未发生违法违规行为	现券交易
2014/11/28	银市场【2014】43号《关于做好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》	1) 农商行、农合行、农信社、村镇银行等农村金融机构; 2) 信托产品、证券资管计划、基金管理公司及子公司特定资管计划、保险资管计划等四类非法人投资者		现券交易
2015/5/28	《关于境外人民币业务清算行、境外参加行开展银行间债市回购交易的通知》	境外人民币业务清算行、境外参加行	1) 境外人民币清算行是指央行授权在已建立境外人民币清算安排的境外地区(包括港澳台)开展人民币清算业务的机构; 2) 境外参加行是指按规定开展跨境人民币结算业务的境外(包括港澳台)商业银行	回购交易
2015/6/15	银市场【2015】17号《关于私募投资基金进入银行间债市有关事项的通知》	私募投资基金	1) 在行业自律组织完成登记; 2) 管理人净资产不低于1000万, 资产管理规模处于行业前列; 3) 委托第三方托管;	现券交易

数据来源: 中债登, 国泰君安证券研究

### 2.2.3. 银行间和交易所市场主要债券类型

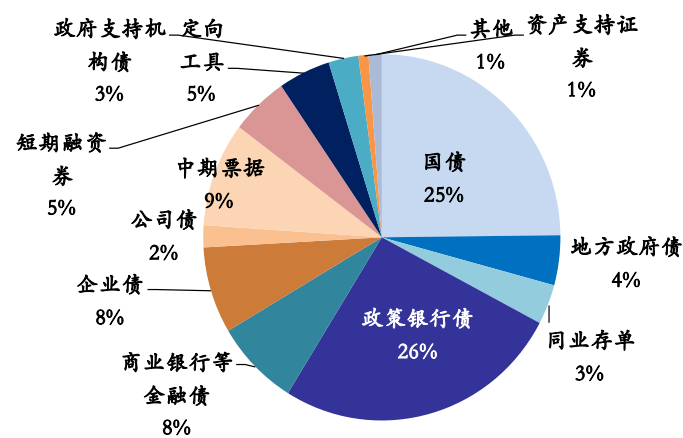
银行间债券市场目前债券存量共 39.15 万亿, 与之相对, 股票市场总市值达 56.3 万亿。其中, 国债总规模为 12 万亿(包括了记账式国债 8.9 万亿、储蓄国债 6235 亿和地方政府债 2.46 万亿), 占比 30.6%; 政策性金融债余额为 10.7 万亿, 占比 27.4%; 企业债余额为 3.06 万亿, 占比 7.8%, 中票余额为 3.56 万亿, 占比 9.1%, 短融和超短融余额 2.19 万亿, 占比 5.4%, 非公开定向融资 PPN 余额 1.97 万亿, 占比 5%, 同业存单 1.65 万亿, 占比 4.2%, 其他铁道债、商业银行债和央票等占比 10% 左右。

图 16: 中国债券市场余额和债券数量



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 17: 2014 年银行间债券(中债和上清所)存量结构

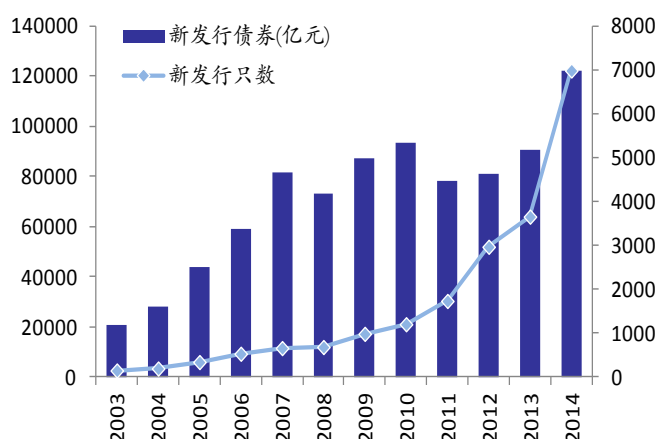


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究



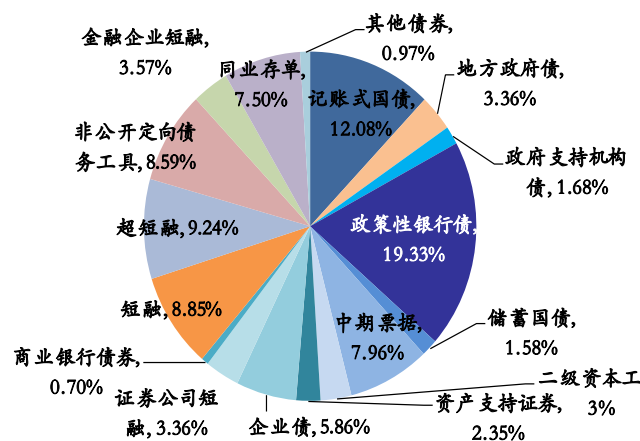
2014 年银行间市场新发行债券 11.5 万亿，与之相对，股市 IPO、增发和配股融资仅 7725 亿，远小于债券市场融资规模。其中，国债发行 2.02 万亿，占比 17.6%；政策性银行发行 2.3 万亿，占比 20%；短融和超短融发行 2.57 万亿，占比 22.4%；非公开定向 PPN 发行 1.02 万亿，占比 8.9%；中票融资 8975 亿，占比 7.8%；企业债发行 6962 亿，占比 6.1%；此外，同业存单还发行 8975 亿，占比 7.8%。

图 18: 中国债券市场新发债券规模和新发债券只数



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

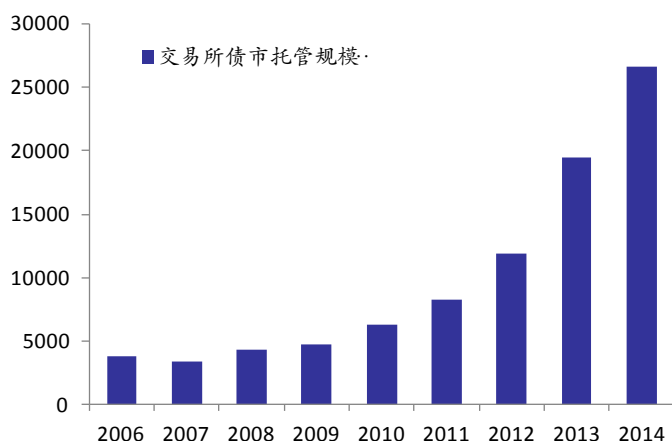
图 19: 2014 年银行间市场债券发行结构



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

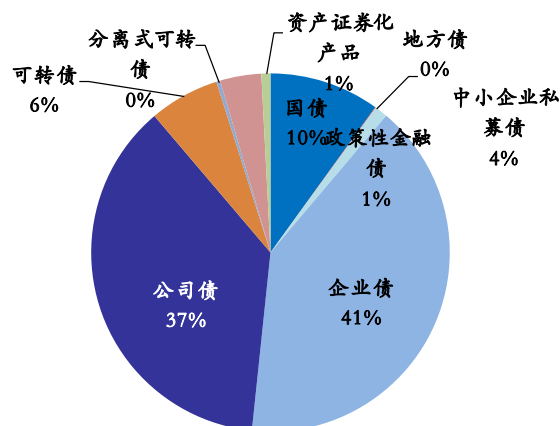
交易所债券市场目前债券存量共 3 万亿元，其中，以公司债和跨市场托管的企业债占比最高，分别为 37% 和 41%，总量合计 2.1 万亿；此外，还包括国债、金融债和地方债合计 2993 亿，占比 11.2%，可转债与可分离债总额 1788 亿，占比 7%，中小企业私募债 996 亿，占比 3.7%。

图 20: 交易所债券市场托管规模



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 21: 2014 年交易所债券存量托管结构分布



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

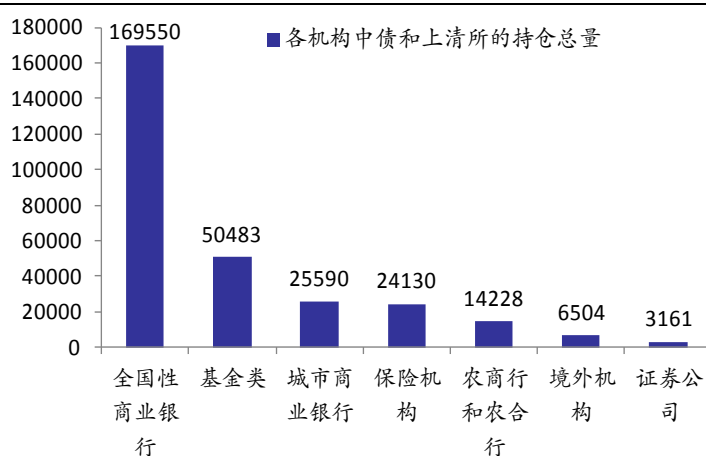
## 2.2.4. 银行间市场的主要投资者结构概览

银行间债券市场的机构投资者以商业银行为主导，目前总计持有 22.97 万亿，占比 61.8%，其中国有商业银行、城商行、农商行分别持仓规模为 18.3 万亿、2.7 万亿和 1.5 万亿，占比 49%、7.3% 和 4%；其次，广

义基金在理财规模迅速扩张的推动下，债券投资大幅增长，共持有 5.64 万亿，占比 15.2%；保险和证券公司持仓占比分别为 6.5% 和 1.1%，此外，随着银行间债券对外开放扩大，外资行和境外机构总投资额已超过 1.1 万亿，合计占比达 3%。

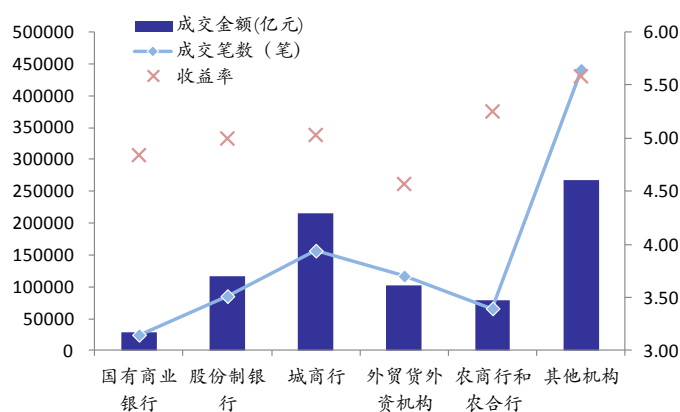
但从机构成交金额来看，与现券持仓结构显著不同，尽管商业银行仍是市场最大的参与者，在 2014 年贡献了 69.4% 的成交量，但城市商业银行取代全国性大行，成为债市最大的交易机构，2014 年贡献 28% 的成交量，而全国性大行仅占 17.6%（与持仓占比 49% 的比例并不相称），外资行也是活跃交易者，成交量占比达 12.3%，农商行占比为 10.9%。此外，非银行机构中证券公司、广义基金和信用社交易最为活跃，分别贡献 18.3%、8% 和 2.4% 的交易量。

图 22：机构投资者在中债登和上清所债券持仓总量



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 23：2014 年各类型机构投资者债券成交金额



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

## 2.3. 债券市场各产品市场特征

### 国债：

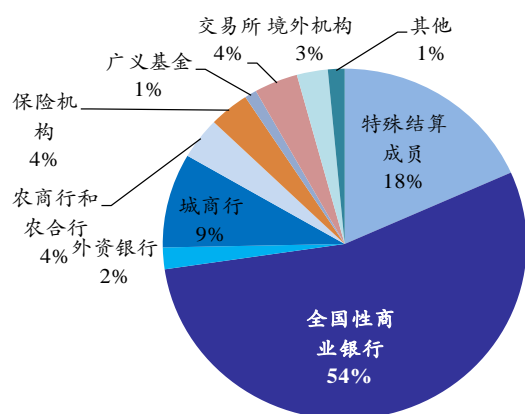
国债是指由财政部代表中央政府发行的国家公债，是国家信用的体现。主要品种有记账式国债和储蓄国债，其中储蓄国债又分为传统凭证式和电子式两类。由于发行量大、流动性充裕、信用等级高，并被纳入央行货币操作工具，国债利率一般被视为债券基准定价利率和无风险利率。

从发行量看，截止 2015 年 5 月，我国国债余额为 9.84 万亿，占全部债券余额的 24.8%。2014 年国债发行量为 1.77 万亿，同比增 4.7%，占全年新发债券的 14.6%。

从期限分布看，为建立有效的基准收益率曲线，国债发行期限较为分散，目前存量国债中以 1-3 年期和 7-10 年期占比最高，分别为 22.4% 和 20.4%，10 年以上国债占比 19.6%，此外，3-5 年期、5-7 年期占比为 13.7% 和 15.3%，而 1 年期以下存量较少，仅占 8.6%。

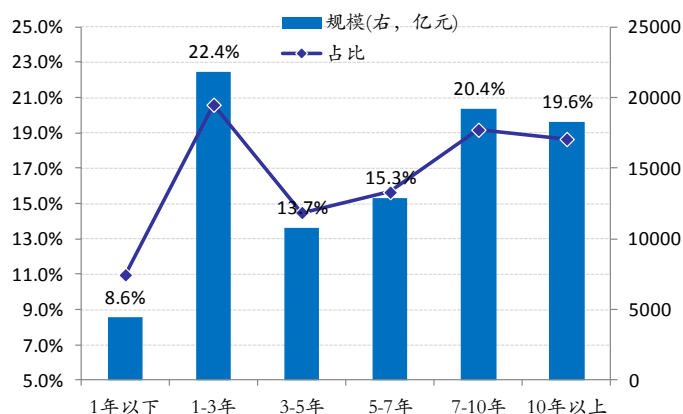
从投资者结构看，商业银行和政策性银行（特殊结算成员）占比 87%。截止 2015 年 5 月，银行间交易的记账式国债存量为 8.7 万亿，商业银行和政策性银行是最大的两类投资机构，持仓规模分别为 6 万亿和 1.59 万亿，占比为 69%和 18%，其中，全国性银行持仓占比为 54%，城商行、农商行占比为 8.7%和 3.7%。第三大投资机构为保险公司，持仓规模 3107 亿，占比 3.6%，境外机构和 RQFII 的投资占比 2.7%，此外，广义基金、证券、信用社等持仓均在 1000 亿以下，占比仅有 1.1%、0.8%和 0.4%。

图 24：2015 年 5 月记账式国债机构投资者持仓结构



数据来源：中债登，国泰君安证券研究

图 25：记账式国债各期限结构分布



数据来源：中债登，国泰君安证券研究

从机构偏好变化看，机构对国债的投资需求一般分三类，流动性管理、资产负债匹配和交易性需求。由于国债具有免税、风险权重为零、可作为央行操作工具的优势，对银行吸引力更大。但随着资金成本上行和资产绝对收益要求提高，持有国债的时间价值降低，政策性银行、保险和大行的配置需求不断下降，城商行、农商行用国债作为回购、MLF、PSL 等质押品的流动性管理需求上升。在全国性银行中，国债投资也有所分化，传统以配置为主的五大行需求缩减，股份制银行出于流动性变现和交易目的买入增加。此外，广义基金和证券对国债的投资以波段操作和流动性管理为主，没有明显偏好。

图 26：国债的机构投资者持仓结构变动趋势

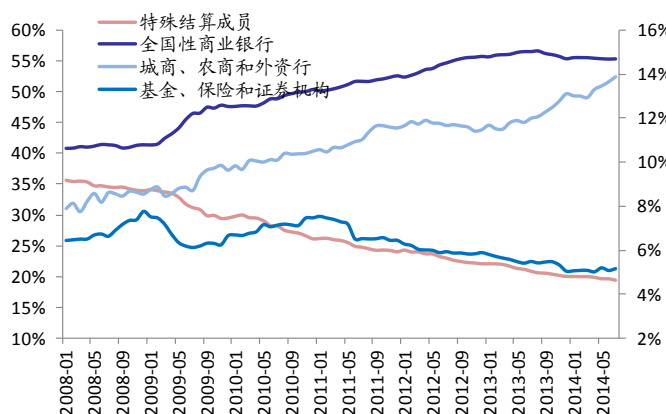
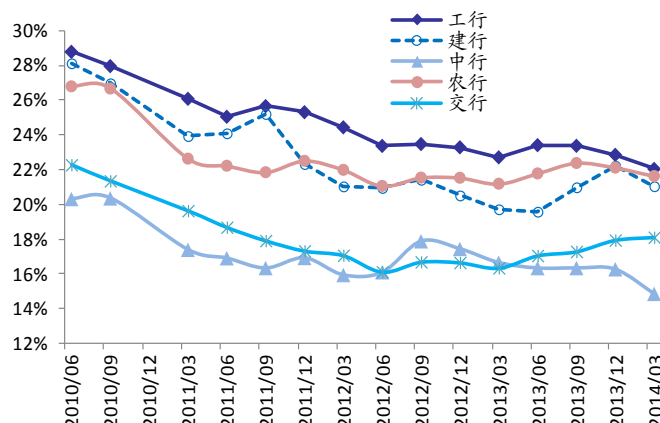


图 27：五大国有上市银行债券资产占比持续下滑



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

## 地方政府债：

顾名思义，地方政府债是指由地方政府发行的债券，这个市场的形成是自 2009 年为解决 4 万亿地方政府配套资金来源，国务院以特批方式允许发行地方债 2000 亿，从此开启地方政府债发行之路。（地方债详细分析见报告《中国地方政府债投资手册（2015 年）》）

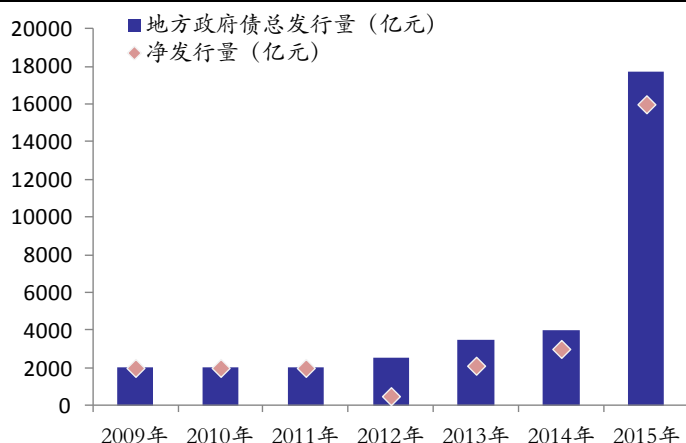
从发行量看，自 2009 年发行以来，地方政府债发行整体受严格控制，每年增长缓慢，2014 年发行 4000 亿，占利率债总供给量 9.2%。截止 2015 年 5 月，存量地方政府债规模为 1.22 万亿，占未偿付利率债存量的 5.7%。

2015 年地方债供给放量，发行量扩容至 2.77 万亿，包括 6714 亿一般地方债、1000 亿专项地方债，以及 2 万亿地方债务置换额度，预计占 2015 年利率债总供给量的 40%，这意味着在下半年，平均每月发行量近 3300 亿，平均每周超过 800 亿。

从期限分布看，1 年以下占比 15%，1-3 年占比 42%，3-5 年占比 30%，5-7 年占比 11%，7 年以上占比 3%，平均加权剩余久期为 3 年。但随着地方债券置换发行急剧扩张，10 年新发债增多，久期将明显拉长。

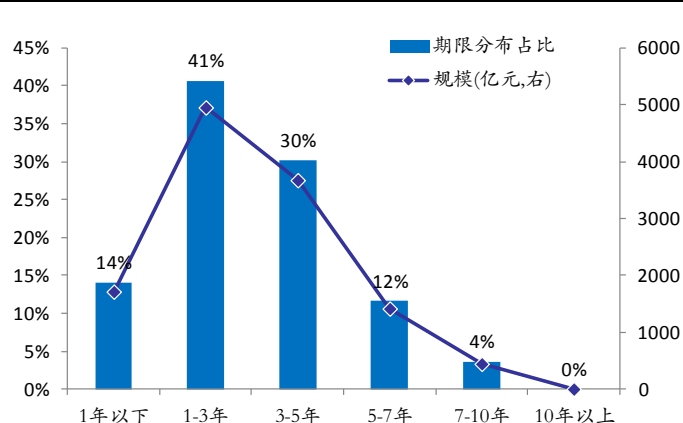
投资者结构：商业银行占比 98%。截止 2014 年末，地方政府债 98.7% 由商业银行持有，其余政策性银行、广义基金和农村信用社等持仓寥寥，几乎可以忽略。

图 28：2009-2015 年地方政府债总发行量与净发行量



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 29：地方政府债发行量占利率产品供给量之比



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

## 政策性银行债

政策性银行债是指由国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行发行的债券，是由中央政府背书的准政府债券，风险权重为零，是中国债券市场存量余额和新发规模最大的品种。

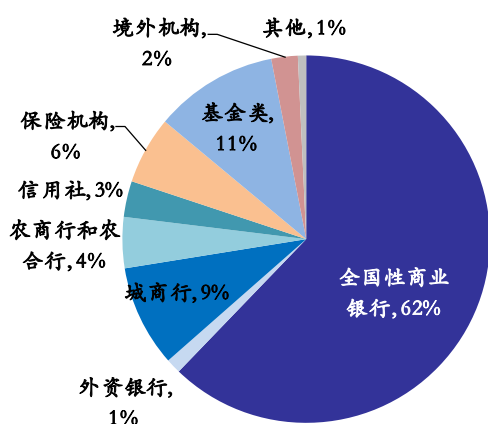


从发行量看，截至 2015 年 5 月，政策性金融债余额为 10.36 万亿，占国内债券总量的 26%，其中，国开债总量 6.23 万亿，占比 60%，农发债和进出口行债规模为 2.27 万亿和 1.8 万亿，合计占比仅 40%。2014 年政策性银行债新发行量为 2.33 万亿，同比增长 13%，占全年新发总量的 20%，其中，国开债新发 1.14 万亿，净融资 4260 亿，非国开债新发 1.16 万亿，净融资 5965 亿。

从期限分布看，国开债久期相对较长，7-10 年期占比 29%，而 1-3 年、3-5 年和 5-7 年分布相对均衡，占比 22%、18%和 17%；非国开债久期偏短，7-10 年占比仅 13%，而 1-3 年占比最高，为 35%，1 年以下占比 21%，此外，3-5 年和 5-7 年占比 13%和 18%。

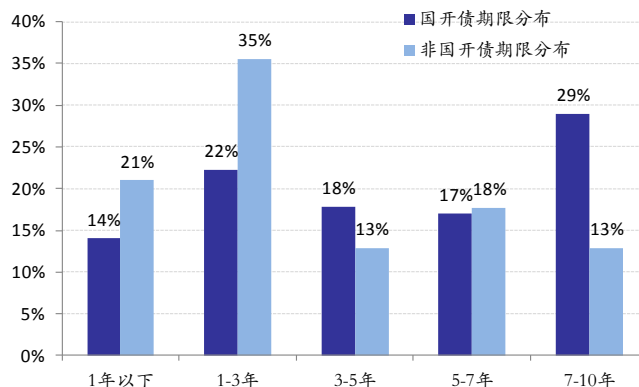
从投资者结构看，大行需求占主导，广义基金占比提升。商业银行和广义基金持仓总和超过 87%。商业银行、广义基金和保险分别为前三大机构投资者，投资规模分别为 8.1 万亿、1.1 万亿和 6250 亿，占余额之比为 77%、11%和 6%。在商业银行中，以配置需求为主的全国性大行投资政策性银行债规模为 6.5 万亿，占存量之比为 62%，城商行、农商行、信用社投资规模分别为 9385 亿、4429 亿和 3317 亿，占比分别为 8.9%、4.2%和 3.1%。随着银行间债市开放性不断扩大，境外机构投资者占比上升至 2.33%。

图 30：政策性金融债的机构投资者持仓结构和比例



数据来源：中债登，国泰君安证券研究

图 31：金融债机构投资者持仓与国有大行持仓集中度



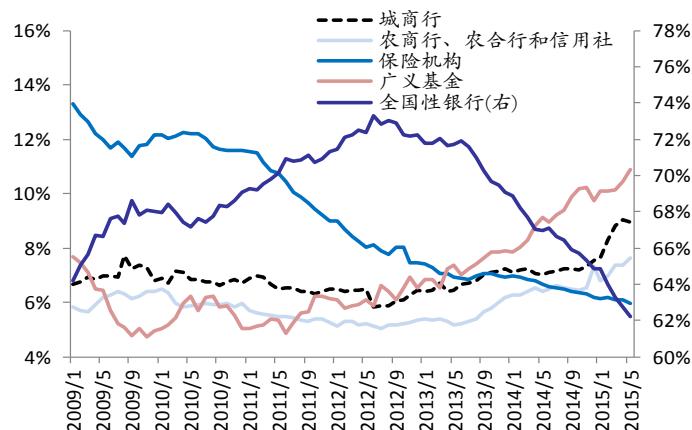
数据来源：中债登，国泰君安证券研究

在政策性金融债的投资者微观结构中，国开债和非国开债的投资者分布亦有一定不同。其中，国开债由于新发规模大、久期长，受到以资产负债匹配需求为主的保险机构，和以票息和久期博弈为交易策略的广义基金的强烈偏好，在保险对金融债的投资持仓中，国开债占到 96%，非国开债仅占 4%；而非国开债由于发行期限以 5 年以下的中短期为主，受到以套息策略为主的海外投资者青睐，在境外机构的金融债持仓中，国开债投资占比为 42%，而非国开债占比为 58%。

从机构偏好变化看，配置需求日渐式微，交易买盘明显上升。全国性大行的持仓占比从 2013 年 6 月后开始大幅下滑，从 73%左右降至目前的 62%，同时，保险机构的投资占比从 2011 年起持续下降，占比从

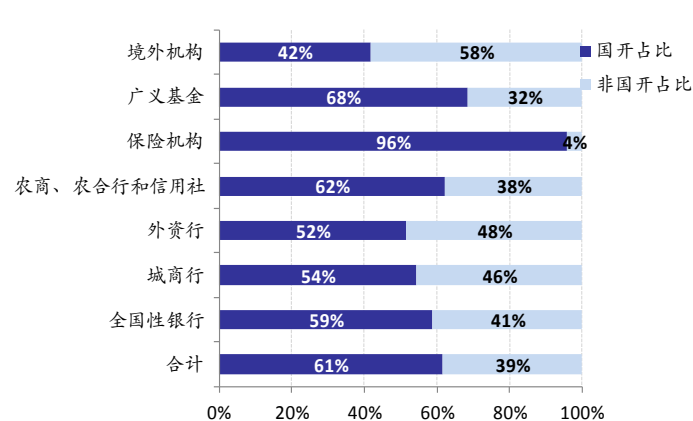
12%降至不到 6%。而广义基金、城商行、农商行和境外机构的投资需求则不断上升，最大吸引力在于套息价值（收益率高于国债 60-100bp）、安全资产（风险权重 0）、流动性好（质押便利）、新发量大等因素，尤其广义基金占比 11%，已成为政策性金融债的第二大投资机构，对边际需求的决定影响明显增强。

图 32: 机构投资者对政策性金融债持仓占比变化



数据来源：中债登，国泰君安证券研究

图 33: 机构投资者在国开与非国开债选择上有不同偏好



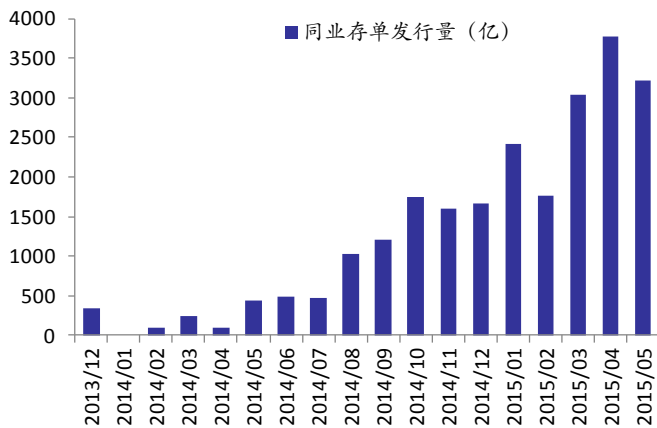
数据来源：中债登，国泰君安证券研究

## 同业存单

同业存单是由银行存款类金融机构在银行间市场发行的记账式定期存款凭证，是一种货币市场工具。自 2013 年 12 月首次发行；2014 年加速扩张，发行规模达 9107 亿，已全面超过农发和进出口行发债量，仅次于国开债；2015 年继续迅猛扩张，截止 2015 年 6 月同业存单发行量已达 1.63 万亿，是 2014 年总量的 1.8 倍。

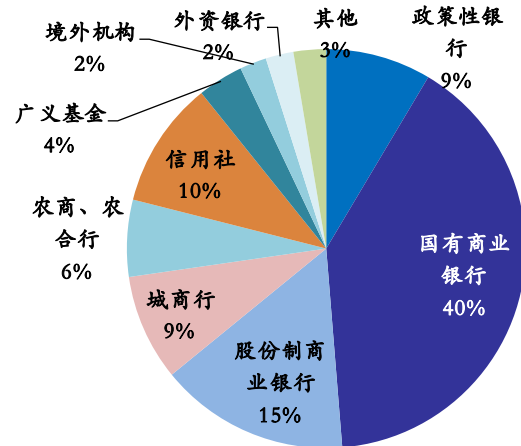
尽管同业存单不属于传统利率债，但由于发行主体是银行，信用资质优异，发行利率高于同期限国债和政策性金融债，兼具流动性，风险权重为 25%，风险收益特征与利率品相似，受到银行配置盘青睐。90%以上的同业存单被银行机构相互持有，其中国有大行占 40%，股份制银行占 15%，政策性银行、信用社、城商行分别占 10% 左右。

图 34: 2013 年以来同业存单发行量大幅增长



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

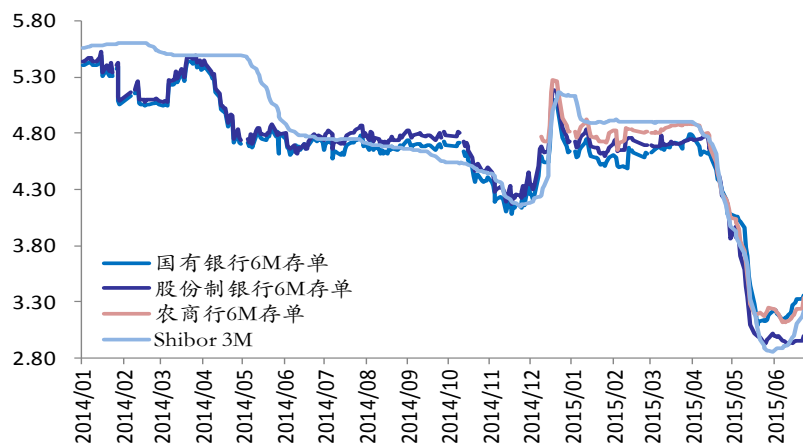
图 35: 同业存单的投资者持有结构



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

同业存单发行利率与 Shibor 3M 走势紧密相关, 甚至比 Shibor 3M 更为前瞻和敏感的反映 3 个月至 1 年期内的短期资金走势方向。2015 年以来, 随着央行连续两次降准三次降息, 6M 同业存单利率已大幅回落 160-190bp。

图 36: 不同类型银行同业存单发行利率与 Shibor 3M 走势



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

## 信用债

信用债主要包括短融、中票、企业债、公司债、铁道债和商业银行债等。截止 2014 年末, 银行间和交易所信用债规模已将近 12 万亿, 其中主要包括企业债 2.94 万亿、中票 3.25 万亿、短融 1.85 万亿、公司债 1.14 万亿、政府支持机构债券 1.17 万亿、以及商业银行债 1.61 万亿。根据中债登和上清所披露数据, 不同类型投资者对信用债的需求偏好也有明显差异:

### 1) 企业债:

- 由发改委监管，除上市公司之外的其他企业为发债主体，主要服务于地方融资平台等国有企业，门槛相对较高，期限以3年以上的中长期为主。信用增级措施包括保证担保和抵押/质押担保。
- 截止2014年末，企业债存量规模为2.94万亿，在投资者持仓结构上，交易所、商业银行和广义基金是前三大机构者，占比分别为30%、29%和22%，具体而言，广义基金、全国性银行和保险机构对企业债的需求偏好较强，由于企业债尤其是城投债具有较高的票息收入和杠杆收益，仍是机构资金交易和追逐的最佳资产选择。

## 2) 短融:

- 非金融企业发行的1年以内的短期融资工具，主要在银行间市场发行。
- 目前企业短融和超短融存量规模为2.1万亿，在投资者持仓结构上，广义基金占比近50%，以货币基金和银行理财需求为主，商业银行、股份制银行和城市行分别为22.5%、8.5%和4.5%，集中度比中票和企业债持仓相对更高。

## 3) 中票:

- 交易商协会监管，在银行间市场发行，主要服务于大型国企和民营企业，门槛较高，期限以3年和5年为主，也有7年和10年。
- 截止2014年末，中票存量规模为3.57万亿，在投资者持仓结构上，广义基金和全国性银行是最大的两家机构投资者，占比分别为38%和35%，其次保险、城商行和农商行分别占比6.3%、4.4%和4.1%。

## 4) 公司债:

- 由证监会监管，2015年证监会发布新的《公司债券发行与交易管理办法》，放宽发行主体至全部公司制法人，发行方式分为大公募、小公募和私募三种。公开发行采用核准制，取消保荐制和发审制，非公开发行实行备案制，大幅放宽公司债发行条件。公司债以期限3年以上的中长期债券为主，2014年末流通市值9953.4亿元。

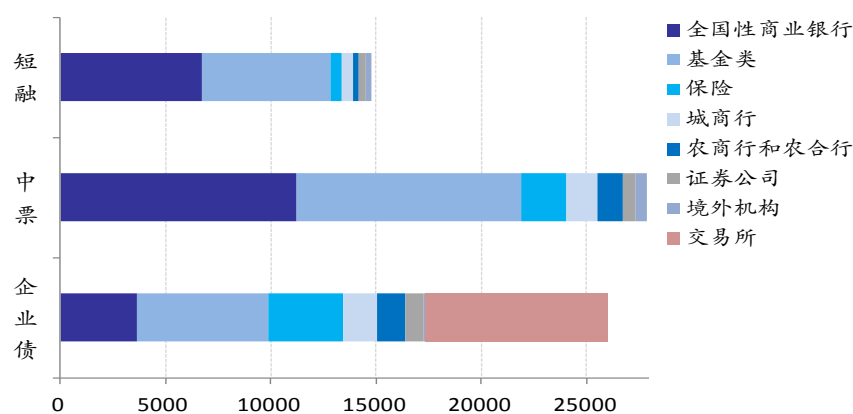


图 37：目前机构投资者信用债持仓占比

	企业债		中票		短融和超短融	
	规模	机构占比	规模	机构占比	规模	机构占比
商业银行	7,138	23%	15755	46%	8762	44%
全国性银行	3,697	12%	12392	36%	7058	36%
城商行	1,770	6%	1592	5%	802	4%
农商行和农合行	1,614	5%	1446	4%	679	3%
外资银行	45	0%	187	1%	134	1%
信用社	1,281	4%	1494	4%	591	3%
证券公司	1,114	4%	765	2%	387	2%
保险机构	3,003	10%	2236	7%	354	2%
广义基金	7,617	25%	12595	37%	8823	45%
境外机构	161	1%	652	2%	184	1%
交易所	10,146	33%	0	0%	0	0%
合计	30,687	100%	34,204	100%	19,710	100%

数据来源：中债登，上清所，国泰君安证券研究

图 38：目前机构投资者信用债持仓占比



数据来源：中债登，上清所，国泰君安证券研究

图 39：主要信用债发行要素对比

	企业债	公司债	短融、中票	PPN	中小企业私募债	企业资产证券化
监管机构	发改委	证监会	交易商协会	交易商协会	交易所	证监会
审核方式	核准制	核准制	注册制	注册制	备案制	备案制
发行人	各类企业	上市公司	企业、金融机构	非金融企业	中小微企业	各类企业
发行方式	公开发行	公开发行	公开发行	非公开发行	非公开发行	非公开发行
审核时间	2-3个月	约1个月	3-6个月	约2个月	10个工作日内	3-6个月
交易市场	银行间市场为主，交易所为辅	交易所市场	银行间市场	银行间市场	银行间市场	交易所大宗交易
发行时间	12个月内,不可分期	6个月内；两年内分期	2个月内；2年内分期	6个月内；可分期	6个月内；可分期	6个月内；可分期
盈利要求	有	有	无	无	无	无
发行规模	净资产40%	净资产40%	净资产40%	不超过净资产	无限制	无限制
偿债能力要求	最近三年可分配利润（净利润）足以支付企业债券一年的利息	最近三年年均可分配利润（净利润）不少于一年利息	无特别要求	无特别要求	无特别要求	有基础资产支持的现金流

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

## 2.4. 债券一级市场投资者申购结构分析

对于机构投资者而言，一级市场的净申购结构可以更好反映出债券投资偏好的改变，一方面由于一级市场发行规模较大，投资者可以拿到足够的量；另一方面，相比二级市场定价的相对滞后性，一级市场能够更快更灵敏的反应机构投资者对收益率的预期，对二级市场方向具有一定的引导作用。

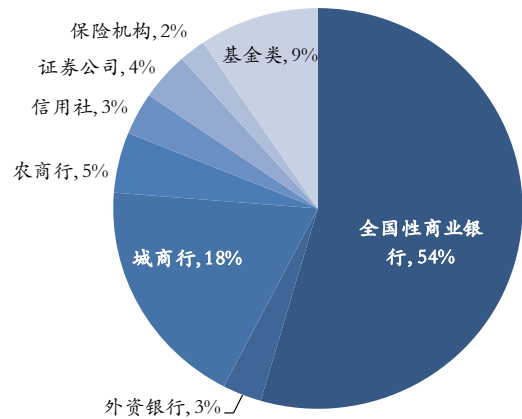
2014 年利率产品（国债和政策性银行债）一级市场共发行规模 3.77 万亿，其中全国性商业银行、城商行和广义基金是前三大买入机构，占比分别为 51%、21%和 9.3%，配置机构仍为第一大需求主体，占比超过一半；相比而言，在企业债的一级发行申购结构中，交易所、广义基金和城商行是前三大净申购机构，分别占比为 30%、21.6%和 14%，交易性机构是企业债一级市场的申购需求主体。

图 40: 银行间一级市场机构投资者净申购规模及占比

	国债与政策性金融债		企业债	
	发行规模	占比	发行规模	占比
商业银行	18607	80%	1,431	30%
全国性商业银行	12433	54%	262	5%
外资银行	705	3%	17	0%
城商行	4250	18%	699	14%
农商行	1110	5%	416	9%
信用社	778	3%	284	6%
证券公司	880	4%	538	11%
保险机构	479	2%	220	5%
基金类	2168	9%	980	20%
交易所	35	0%	1,352	28%
总计	23217	100%	4,842	100%

数据来源: 中债登, 国泰君安证券研究

图 41: 机构投资者在利率债一级市场的净申购占比

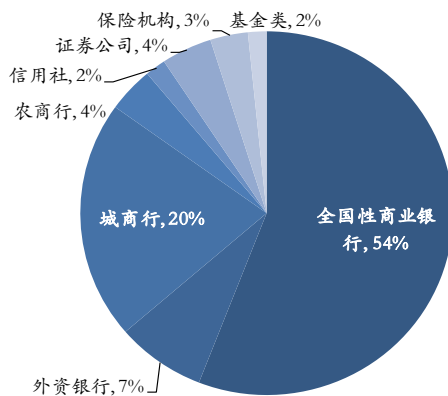


数据来源: 中债登, 国泰君安证券研究

具体而言, 在国债方面, 2014 年国债一级市场发行规模为 1.44 万亿, 在机构净申购结构中, 全国性商业银行、城商行和外资行是前三大国债买入机构, 占比分别为 54%、22%和 7%。尤其外资行已成为国债一级市场上第三大需求机构。其它有一定边际影响力的国债净申购机构还包括农商行、证券公司和保险机构, 但占比仅 3-4%左右。

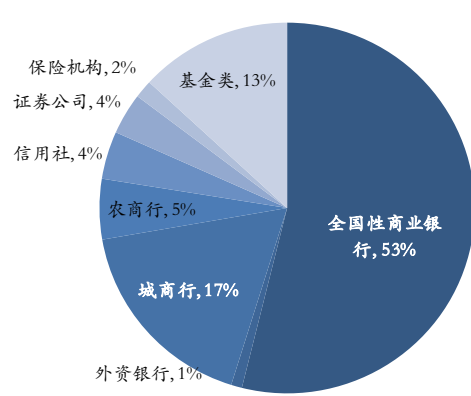
政策性金融债方面, 2014 年政策性金融债一级市场发行规模为 2.34 万亿, 在机构净申购结构中, 全国性商业银行、城商行和广义基金是前三大买入机构, 占比分别为 50%、20%和 14.3%, 其它有一定边际影响力的中小机构还包括农商行、信用社和证券公司, 占比在 4-5%左右。

图 42: 2014 年机构投资者的国债净申购规模占比



数据来源: 中债登, 国泰君安证券研究

图 43: 2014 年机构投资者政策性金融债净申购占比

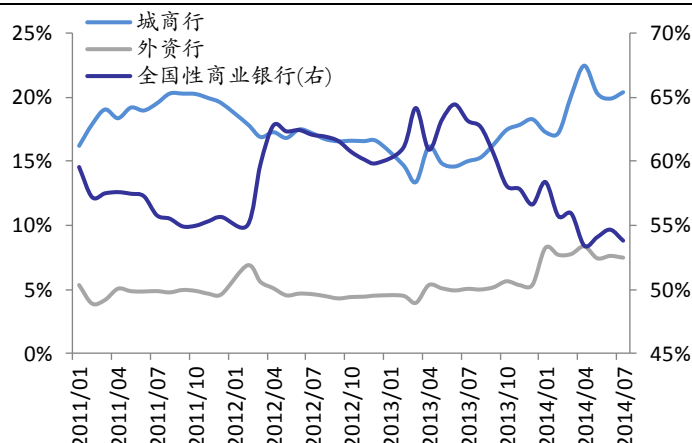


数据来源: 中债登, 国泰君安证券研究

从一级市场的需求变化看, 大行占比下滑, 交易性机构需求不断上升。2011 年以来, 全国性大行在利率债一级市场的需求占比经历了先上升后回落两个阶段, 转折点在 2013 年, 受同业非标扩张、利率市场化加速和钱荒事件等冲击, 大行在债券一级市场上的净申购比例从 2013 年 7 月以来持续下滑, 尤其对政策性金融债的需求下降尤为显著。

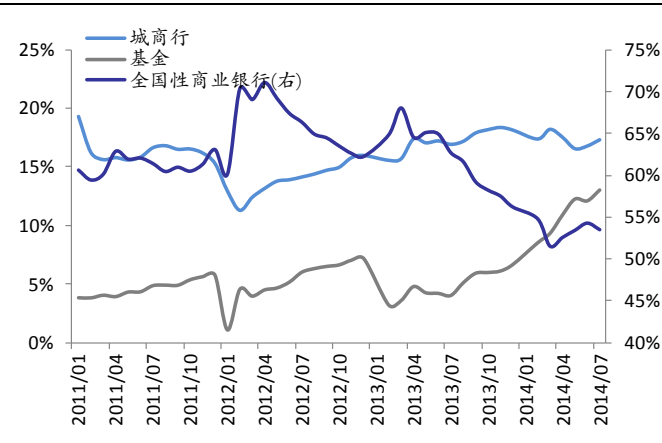
但交易性机构包括城商行、广义基金和外资行的买入需求则明显上升。在国债方面，城商行的一级市场需求占比从2010年的15%左右上升至22%，而外资行的需求占比则从不到5%上升至7%；在政策性金融债方面，广义基金在一级市场的申购占比从不到4%上升至11个百分点至14%，城商行对金融债的净申购需求占比从11%附近增长至20%，大行不再是利率债一级市场需求的唯一决定者，广义基金和城商行的边际影响持续上升。

图 44：机构投资者的国债净申购占比变化



数据来源：中债登，国泰君安证券研究

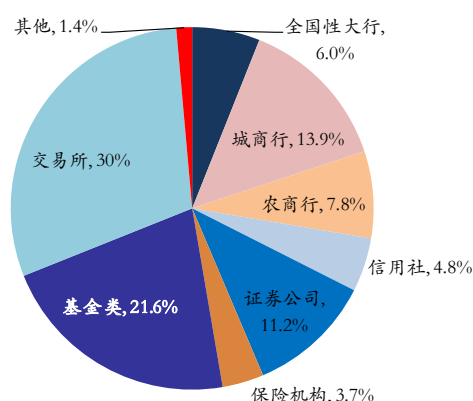
图 45：机构投资者的政策性金融债净申购占比变化



数据来源：中债登，国泰君安证券研究

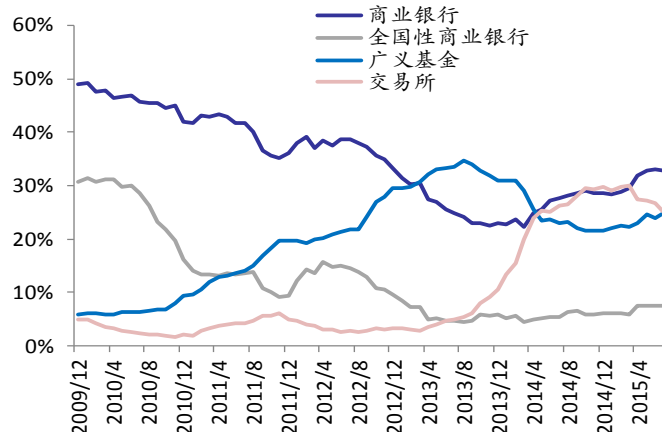
企业债 2014 年在银行间发行 6903 亿。在一级招标主体结构中，交易所、广义基金、城商行和券商占比最多，分别为 30%、21.6%、13.8% 和 11%，而全国性大行和保险配置户仅占 6% 和 3.7%。从边际变化看，商业银行占比从 2009 年以来不断回落，但 2014 年起在城商行、农商行需求推动下小幅探底回升，而广义基金和交易所在一级市场的需求贡献则不断提高，原因主要是，2013 年钱荒后，交易机构为质押融资的便利将企业债不断从银行间转托管到交易所市场，而广义基金需求持续增长则主要受理财配置所驱动。

图 46：2014 年机构投资者的企业债净申购规模占比



数据来源：中债登，国泰君安证券研究

图 47：机构投资者的企业债净申购占比变化



数据来源：中债登，国泰君安证券研究

## 第三篇：机构篇：资管江湖，谁主沉浮

### 3.1. 银行机构：大行蝶变

商业银行是我国债券市场的最大需求方和最重要的机构投资者，银行资产负债结构调整的一举一动对债市影响密切相关，银行的资产配置和投资交易行为在很大程度上引导债市的方向。随着宏观周期波动下降，债券市场的分析框架难以从经济周期直接跳到市场表现，中观和微观市场结构的变化成为市场关注的焦点，尤其随着存款脱媒加速和银行业竞争加剧，银行机构行为的研究和投资偏好的变化成为把握市场中期流动性和需求特征的重要因素。

本节包括 4 个小节，分别为：

- 1、银行资产负债结构与投资行为分析；
- 2、银行债券投资的规则制度详解；
- 3、五大国有银行资产负债和债券投资行为分析；
- 4、城商行和农商行债券投资分析；

#### 3.1.1. 银行资产负债结构与投资行为分析

银行的资产与负债结构框架如下图所示，并相对稳定。其中：

**生息资产主要包括 4 类**，即客户贷款与垫款、证券投资项、同业资产及现金与存放央行，根据 2015 年上半年 16 家上市银行数据，资产结构中信贷占比 49%、证券投资占比 24%、同业资产占比 10%、现金和存放央行资金占比 14%。

**付息负债主要包括 4 类**，即存款、同业负债、向央行借款、应付债券及其他，根据最新数据，存款占比最高为 75%、同业负债占比 17%、应付债券占比 4%、向央行借款占比 1%。

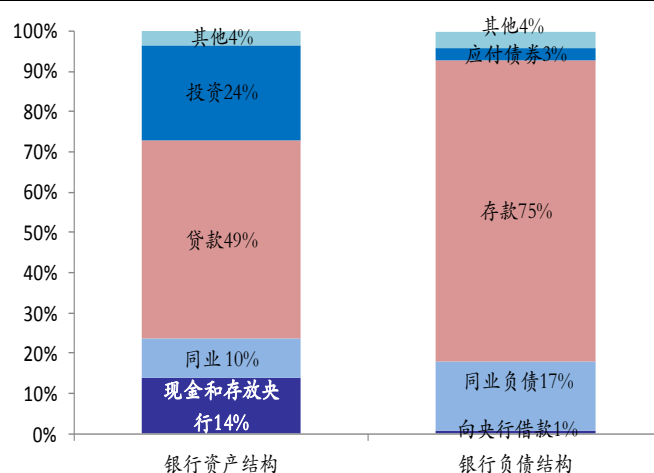
各类生息资产与付息负债的结构变化，以及资产收益与负债成本的利率变动，构成了全部资产的最终收益率和整体利差，主要包括存贷利差、净利差、净息差，这是银行进行资产负债调整和重配置的主要驱动力。



图 48: 银行资产与负债项目概览

资产	负债
客户贷款及垫款	客户存款
投资:	同业负债:
以公允价值计量且变动计入当期损益	以公允价值计量且变动计入当期损益的金融负债
可供出售金融资产	同业及其他金融机构存放款
持有至到期投资	卖出回购金融资产
应收款项类投资	发行债券
同业资产:	向中央银行借款
存放同业及其他金融机构款项	其他
拆出资金	
买入返售金融资产	
现金与存放央行款项	

图 49: 2015 年上半年 16 家上市银行资产负债结构



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

银行利润表结构项目如下图所示, 银行净利润的核心驱动因素是生息资产规模、净利差和不良率(风险成本), 其他影响因素还包括管理费用、手续费收入和所得税。其中, 利息净收入占比 72%, 手续费和佣金净收入占比 22%, 合计收入占比接近 95%。营业支出项目中, 管理费用占营收之比为 25%, 资产减值损失占比为 16%, 所得税占比近 11%。从经营成果看, 净利润占比为 39%左右。

图 50: 银行利润表结构项目(以 2015 年半年报为例)

	总额(亿元)	占营收之比
营业收入	18336	100%
利息净收入	13214	72%
利息收入	24677	135%
利息支出	11463	63%
手续费及佣金净收入	4013	22%
其他非利息收入	509	3%
营业支出	9214	50%
营业税金及附加	1144	6%
管理费用	4538	25%
资产减值损失	2925	16%
营业外收支净额	62	0%
利润总额	9185	50%
所得税	2098	11%
净利润	7086	39%

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

### (一) 银行业生息资产结构

银行的生息资产以贷款、证券投资、同业资产和存放央行为主, 其中:

贷款资产是银行最主要生息资产, 核心要素包括信贷规模、存贷利差和风险成本。

**证券投资**包括交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资和应收款项投资 4 类，是银行投资债券、理财和非标等的主要科目。

**同业资产**是指银行与同业金融机构之间开展的以投融资为核心的各项业务资产，包括拆出资金、同业和其他金融机构存放款、买入返售资产 3 类细分项，相关业务包括了同业拆借、同业借款、同业代付、买入返售等。

**现金和存放央行款项**主要由银行的法定存款准备金和超额存款准备金组成。

## （二）银行付息负债结构

**银行负债资金的分层与定价。**银行的负债资金来源主要包括四个方面，存款、同业、理财和发债，其对应的融资市场是存款市场、货币市场、同业市场、理财市场和债券市场，这五个市场的资金定价、流动性、负债主动性和价格传导调整速度差异显著，并最终决定了银行的整体资金成本和变动趋势。具体而言：

**存款市场：**一般属于被动负债，由于受到存款利率管制约束，是利率最低的负债来源，在利率市场化浪潮下，存款脱媒化加速，存款竞争加剧，利率水平逐步向市场利率靠拢，资金成本的上行具有刚性趋势。一般匹配银行的信贷、债券等各类资产。从银行体系的存款结构来看，约为 50%活期存款和 50%的定期存款。占银行总负债来源的 60%-80%。

**货币市场：**主要用于银行短期资金拆借和头寸调剂，由于市场交易量大、期限短，对资金供需缺口和央行政策的反应和传导最为灵敏迅速。资金价格波动较大，以银行间质押式回购 7 天利率为代表。

**同业市场：**银行为了进行同业资产（以非标和投资为主）扩张而主动增加的负债，遵循资产优先、负债匹配的原则，主要以 3-12 个月同存、协存，同业存单等负债为主，定价同时受到短端货币市场和非标资产收益率的影响，资金价格以 3M Shibor 为代表，占银行负债比约 10%-20%。

**理财市场：**是银行主动融资进行储蓄存款争夺的市场，也是存款利率市场化的一种实现形式，对应于债券、票据和非标等资产，定价受到协存、债券和非标资产收益率影响，占银行负债来源之比约为 10%-15%。

**债券市场：**包括发行商业银行债和含有减记和转股条款的二级资本工具，其中根据巴塞尔协议 III，二级资本工具可补充银行附属资本，提高银行资本充足率。2014 年银行商业银行债发行规模 834 亿，二级资本工具发行 3569 亿。

### 3.1.2. 银行债券投资的规则制度详解(税收、资本、质押、会计计量与

## FTP 定价)

### (一) 银行债券投资的税率规定

债券投资的税收包括营业税和所得税，具体而言：

**所得税主要针对利息收入征收**，一般税率为 25%，其中，国债、地方政府债利息收入免征所得税，铁道债利息收入减半征收所得税，金融债、企业债等的利息收入无优惠，需要全部缴纳所得税。

**营业税主要针对债券转让时的买卖价差收入进行征收**，一般税率为 5%。其中，金融机构购买国债取得的利息收入不征收营业税，而地方政府债、政策性金融债等的利息收入在处置时均需要征收营业税。

不同机构投资者的实际缴税细则又有一定差异：

- 对于银行机构，根据持有时间和目的不同，税收规则又有细微差异。其中，对交易性账户，除国债、地方政府债、铁道债利息免所得税（或减半）之外，其余均需要交纳营业税和所得税；对持有至到期账户，国债利息收入免所得税及营业税，金融债利息收入免征营业税，其余均需要交纳营业税和所得税。根据新会计准则规定，可采用实际利率法计算纳税额，因此，对于免税的国债（包括地方政府债、铁道债）的免息将不是票面，而是买入收益率。
- 对于基金投资者，目前，证券投资基金管理人运用基金买卖股票、债券的价差收入，债券的利息收入及其他收入，免征营业税和企业所得税。

图 51：机构投资者国开债与非国开债持仓规模及占比

	交易性账户		持有至到期账户	
	营业税	所得税	营业税	所得税
国债	免	免	免	免
政策性金融债	●	●	免	●
地方政府债	●	免	免	免
铁道债	●	减半	免	减半

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

### (二) 银行债券投资的会计科目与计量

商业银行持有的债券投资资产一般被划分为以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资和应收款项类投资四种科目类别。不同投资科目具有不同的会计计量规则，在不同会计科目下，债券资产的公允价值变动将对资本公积、当期损益、减值准备和资本充足率造成不同影响。

**以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产**，包括交易性金融资产和指定以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产两类，取得目的是为了在近期内出售。按公允价值进行后续计量，公允价值变动的利得或损失，计入当期损益。

**可供出售金融资产**是指初始确认时即被指定为可供出售的非衍生金融资产，以公允价值进行后续计量，公允价值变动除减值损失计入当期损益外，计入其他综合收益并转入资本公积，影响银行资本充足率。

**持有至到期投资**是指到期日固定、回收金额固定或可确定，且银行有明确意图和能力持有至到期的金融资产。采用实际利率法，按摊余成本进行后续计量。在终止确认、发生减值或摊销时产生的利得或损失，计入当期损益。对债券投资而言，以获取票息为主，侧重久期与收益率的组合管理。

**应收款项类投资**主要是在活跃市场中没有报价、回收金额固定或可确定的金融资产，不仅包括债券资产，还包括理财产品、信托收益权、资产管理计划、证券投资基金等非标投资。采用实际利率法按摊余成本减去减值准备计量，当应收款项类投资摊销、出现减值或被最终确认时所产生的利得或损失，计入当期损益。

图 52：商业银行债券投资分类和后续计量、计提减值

类型	以公允价值计量且变动计入当期损益	可供出售金融资产	持有至到期投资	应收款项投资
分类依据	在近期出售，主要用于做市交易	以债券投资和配置目的为主，利率偏好5-10Y期，信用偏好3-5Y期	明确持有到期，以票息收入为主	不仅包括债券，还包括理财、信托收益权、资产管理计划、证券投资基金等非标
后续计量	按公允价值计量，公允价值变动计当期损益	按公允价值计量，公允价值变动计入资本公积，影响资本充足率	采用实际利率法，按摊余成本计量	采用实际利率法，按摊余成本减去减值准备计量
计提减值	不用计提减值准备	计提减值准备，减值损失计当期损益	计提减值准备，减值、摊销计当期损益	计提减值准备

数据来源：国泰君安证券研究

### （三）银行债券投资的资本风险权重规则

2012 年《商业银行资本管理办法（试行）》对银行债券投资的资产风险权重作出一定调整，并同时影响到银行进行质押式回购的质押物风险权重，风险权重和相应的资本成本成为银行在进行债券投资时的重要考虑因素。2012 年资本新规中作出的重大调整主要是：

**1) 交易账户需全部计提市场风险加权资产。**原资本管理办法中，虽对市场风险加权资产有计量要求，但规定交易账户总头寸高于表内外总资产的 10% 或超过 85 亿人民币才计提，而资本新规要求银行对所有交易账户统一计提市场风险，计提范围不仅包括表内业务，也包括未到期衍生品等表外业务，计量要求提高。



2) 铁道债风险权重下调，央企风险权重上调。新规中提出对我国公共部门实体债权的风险权重为 20%，其中公共部门实体包括①除财政部和央行外，其它收入主要源于中央财政的公共部门；②省级（自治区和直辖市）以及计划单列市政府。其中，对公共部门实体投资的工商企业债权不适用 20%权重。调整后，适用 20%权重的债券主要是铁道债，以及地方政府债（未来独立发行偿还），而此前具有资本优势的公用企业（如中国电力、国家电网等央企）债券的风险权重则从 50%上调至 100%。

3) 银行同业资产风险权重上调。对商业银行所有期限的同业资产均需计提风险权重，权重要求从原办法中 4 个月以内（含）债权的权重为 0,4 个月以上为 20%，上调为 3 个月以内（含）债权的风险权重为 20%，3 个月以上为 25%。如果同业对手方为一般金融企业，则风险权重为 100%。

4) 下调小微企业贷款和个人贷款的风险权重，引导金融服务实体经济。小微企业贷款风险权重从 100%下降至 75%，对个人债权的风险权重从 100%下调至 75%，对个人住房抵押贷款风险权重维持 50%不变。

此外，商业银行投资国债、央票、政策性金融债和地方政府债（财政部代发代还）、以及中央政府投资的金融资产管理公司为收购国有银行不良贷款而定向发行债券的风险权重为 0%；投资银行次级债、其他金融债、一般企业债的风险权重为 100%。

图 53：商业银行债权类型与风险权重计提

商业银行债权类型	新办法风险权重	原办法风险权重
国债	0%	0%
政策性金融债	0%	0%
央票	0%	0%
对我国公共部门实体债权：铁道债	20%	50%
对我国公共部门实体债权：地方政府债（财政部代还本付息）	0%	0%
对我国公共部门实体债权：地方政府债（未来独立发债偿还）	20%	0%
中央投资的公用企业债权(如国家电网等)	100%	50%
对银行同业债权	3M以内权重20%， 3M以上权重25%	4M以内权重0%， 4M以上权重20%
对我国其他商业银行和政策性银行次级债（未扣除部分）	100%	100%
对我国其他金融机构的债权	100%	未明确规定
企业债	100%	100%
微型和小型企业债权	75%	100%
个人住房抵押贷款	50%	50%
对个人其他债权	75%	100%

数据来源：国泰君安证券研究

#### （四）银行以债券资产进行质押式回购的风险权重规定

资本新规对于信用风险权重的调整，同样影响到银行进行质押式回购



时的债券质押物风险权重。新资本管理办法按照交易对手风险权重与质押物风险权重孰低的原则确定最终风险权重。具体而言：

- 以国债、政策性金融债、央票等利率债为质押物时，无论交易对手是银行还是其他金融机构，风险权重均为 0，这与原资本管理办法的规定一致；
- 以信用债为质押物时，银行的质押债权成本在新规定出台后有所提高，当交易对手方是银行时，信用债质押回购的风险权重按期限在 3 个月以内计提 20%、3 个月以上提 25%，当交易对手方是其他金融机构（基金、保险等）时，信用债质押的风险权重为 100%。
- 由于资本新规中，铁道债风险权重从 50%下降至 20%，以铁道债为质押物借贷的成本下降。

整体而言，新资本规定的出台相对利好利率债和铁道债的质押操作，一定程度上提高了信用债的质押操作成本（主要是由于银行同业风险权重的提高和资本要求的提高），不利于银行交易账户以信用债质押加杠杆操作。

图 54：商业银行进行债券质押式回购的风险权重

	新资本管理办法	原资本管理办法
以利率债为质押物（国债、政策性金融债、央票等）	0%	0%
以铁道债为质押物	20%	50%
以信用债为质押物（对手方是商业银行）	3M以内权重20%， 3M以上权重25%	4M以内权重0%， 4M以上权重20%
以信用债为质押物（对手方是其他金融机构）	100%	未明确规定

数据来源：国泰君安证券研究

### （五）银行债券投资的 FTP 成本定价

FTP（Funds Transfer Pricing）即内部资金转移定价，是商业银行衡量资金在内部不同部门、不同产品之间流动时成本（或收益）的虚拟价格，以达到核算业务资金成本或收益的一种内部经营管理方式。为确保 FTP 转移价格的公允性，FTP 收益率曲线一般以市场收益率曲线为基础，通过加点或减点进行构建。其中，资产类业务的净利息收入=该笔业务的外部利息收入-FTP 成本；负债类业务的净利息收入=该笔业务的 FTP 收入-外部利息支出。

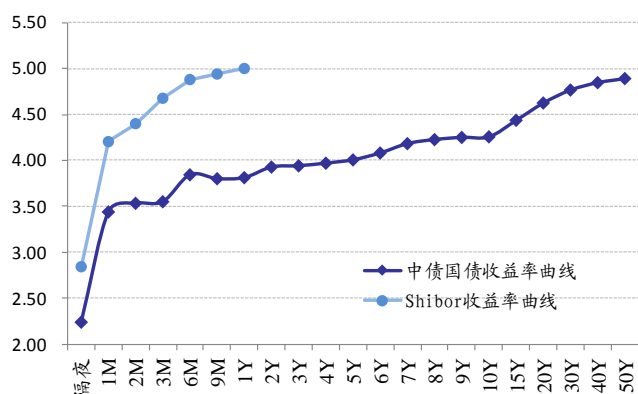
#### 两条 FTP 定价曲线：

- **资金业务 FTP 收益率曲线：**应用于市场化利率的产品，如债券投资、票据、同业存款等，主要根据 Shibor 和中债收益率曲线构建。一般情况下，FTP 收益率曲线的短端（3 个月以内或 1 年以内）采用货币市场利率，如 Shibor 利率、回购加权平均利率；对于 1 年期以上 FTP 基准定价，则采用债券收益率曲线（国债、央票、政策

性金融债曲线等），可以为市场提供从隔夜到 50 年期限结构完整的定价基准。

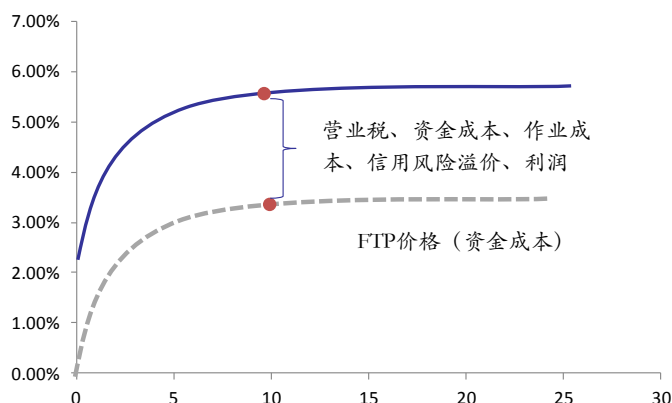
- **内部 FTP 收益率曲线：**应用于管制利率产品，如一般性存款、贷款。一般情况下，根据央行发布的存贷款基准利率、贷款基准利率（LPR）等构建。

图 55：市场化产品 FTP 收益率以 shibor 和国债曲线为主



数据来源：国泰君安证券研究

图 56：管制利率产品 FTP 内部收益率曲线的构建



数据来源：国泰君安证券研究

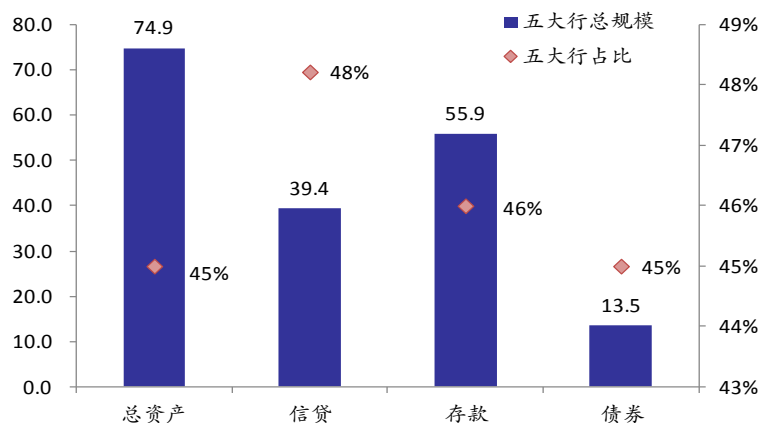
FTP 定价和成本考核机制，使得银行债券投资对于短期资金成本的敏感性上升，2013 年下半年银行间利率大幅上行，FTP 内部利率定价走高，导致银行交易性账户债券投资面临亏损，抑制投资积极性；2014 年上半年银行间利率下行修复，市场化定价的 FTP 利率回落，银行债券投资交易的活跃度重新回升。

### 3.1.3. 五大国有银行资产负债和债券投资行为分析

商业银行是利率体系市场（包括货币、债券和信贷市场）的定价核心，而五大国有银行（工、农、中、建、交行）则更代表了全社会最低资金成本定价变化的方向。我们在本小节中，以 2014 年年报为依据，对五大行资产负债、资金成本、资产配置和债券投资进行深入分析，试图在基本面的传统分析框架之外，增加对于机构行为、资金利率运动的微观认识和印证。

截止 2014 年，五大国有银行总资产 74.85 万亿，占银行业总资产的 45% 左右；存款总额达 55.9 万亿，占社会存款余额的 46%；债券投资规模 13.5 万亿，占银行间债市的比重超过 45%。在利率市场化进程下，随着银行资金成本从低利率向市场化高利率过度，银行头寸管理和资产负债结构将发生深刻变化，并对货币、债券、理财、信贷和类信贷市场等各层次利率变化产生深远影响。

图 57：2014 年五大国有银行资产、贷款、存款和债券投资占比



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

### （一）资产结构：增长放缓，同业收缩

资产增长放缓，增速降至个位数。2014 年五大行总资产增速明显放慢，全年同比增长 9%，下半年总资产环比增 0.5%（上半年环比增 3%），社会融资需求回落、外占流出、存款脱媒和风险偏好下降是主因。在五大行中，交通银行降幅最多，从 2013 年 13% 大幅回落到 5.2%，其他银行总资产增速分别为 8.9%、9.7%、9.9% 和 9%，较上年变动 -1.1、-0.2、+0.5 和 -1 个百分点。银行资产增速整体放缓，这意味着银行存量资产的腾挪对货币、债市的影响将更为剧烈。

为了更好区分银行的风险资产投资，我们把银行资产结构分为贷款、类信贷（买入返售+应收款项类投资）、纯债投资（交易性金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资）、同业拆借（拆出资金+存放同业），以及现金和存放央行资产。其中，贷款和非标等类信贷的扩张增速代表了银行风险资产偏好和配置。

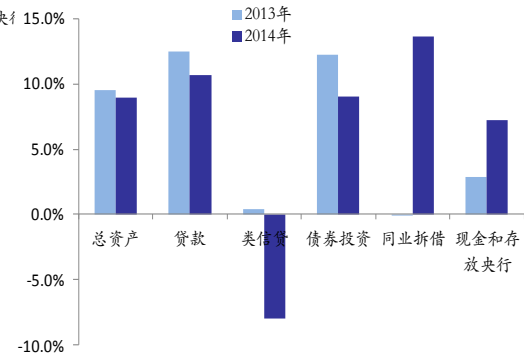
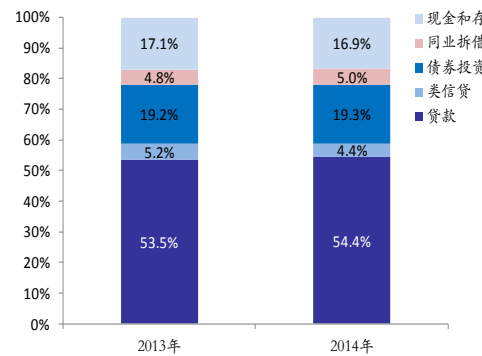
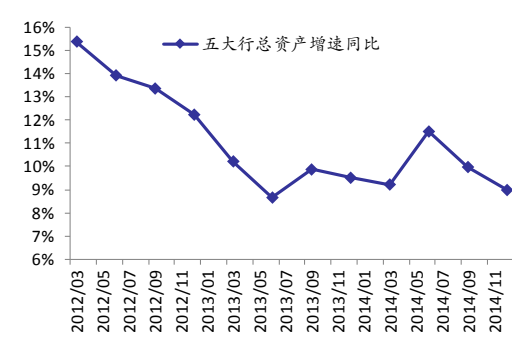
从资产结构看，类信贷收缩，贷款占比上升显著，债券和同业小幅回升。其中贷款占比大幅上升 4.8 个百分点到 52.7%，债券投资上升 1.4 个百分点到 18.1%，类信贷资产占比下降 0.4 个百分点到 4.5%，五大行几乎不持有非标资产，同业拆借小幅上升 0.7% 至 5.1%。

从各类资产增速看，信贷和同业拆借增长是全年规模扩张的重要贡献来源，而类信贷资产大幅收缩。2014 年总资产增速 9%，其中信贷增速为 10.7%，债券投资为 9%，同业拆借资产增速从 -0.1% 大幅增长至 13.6%，是规模增长的重要贡献力量。而类信贷资产（买入返售+应收款项投资）则从 2013 年增速 0.4% 大幅降至 -7.9%，呈现明显收缩，农行、建行和中行的类信贷投资分别下降 22%、6% 和 15%，在非标严格监管情况下，同业和非标投资剧烈收缩。

图 58: 五大行总资产扩张速度持续放缓

图 59: 五大行生息资产占比分布

图 60: 2014 年各类别资产增速对比



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

## (二) 负债结构: 存款流失加剧, 成本上升+波动加大

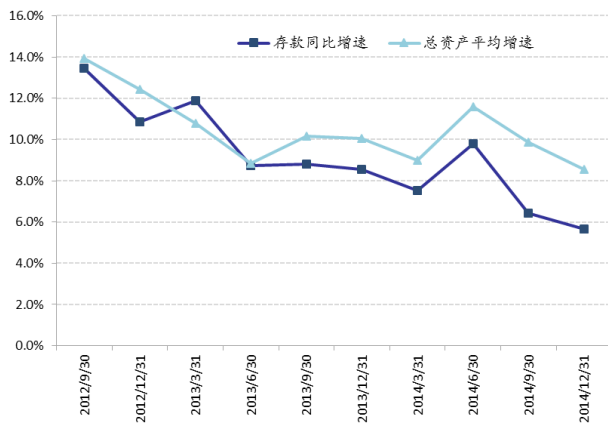
### 1) 存款流失加剧, 主动负债占比继续上升

4 季度五大行总存款规模自 3 季度首次出现下降后继续回落, 较三季度再度下降 2212 亿, 存款同比增速下降 0.7 个百分点到 5.7%。五大行中除工行环比小幅回升以外, 其他大行均较三季度继续缩减。银行存款下降, 导致用于债券投资的资金减少, 对债市产生冲击。

**五大行存款规模继续下降, 原因主要是:** ①由于银行信贷和非标等风险资产扩张减慢, 资产派生存款能力显著下降; ②从结构上看, 流失最高的是个人活期存款, 9 月份存款偏离度不超过 3% 的严格规定导致银行季末揽存冲动大幅降低, 抑制了过去理财季末到期转入表内、季初出表现象, 减少了存款虚增; ③互联网金融的快速发展使得存款加速脱媒, 转向理财和货币基金, 导致客户和存款分流。

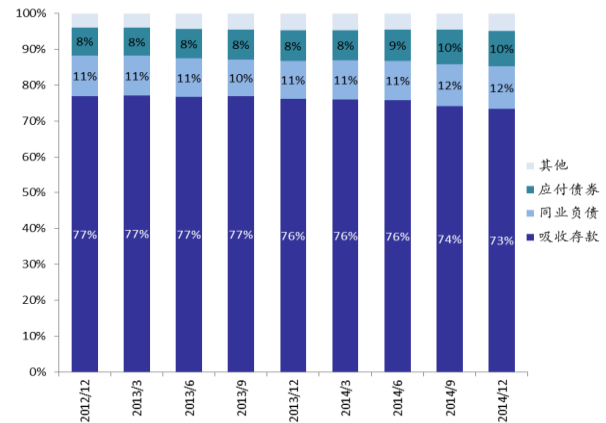
**从整体负债结构变化看, 存款占比下滑, 主动负债占比上升。**五大银行存款比例 4 季度较 3 季度继续下降 2 个百分点到 73%, 全年下降 3 个百分点, 持续下滑。对应同业融资和发债融资小幅上升。同业负债尽管在“8 号文”“127 号文”等严格监管条例下经历了短暂去杠杆过程, 但是整体来看在利率市场化和资本市场扩张下仍处于小幅上升趋势。应付债券的上升体现了银行主动负债意识的增强。此外, 其他综合化负债产品和同业存单的发行拓宽了负债来源。

图 61: 五大银行存款同比增速持续下降, 慢于资产增速



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 62: 五大银行负债融资结构变化



## 2) 个人存款流失加速, 公司存款定期化趋势明显, 略抬高资金成本

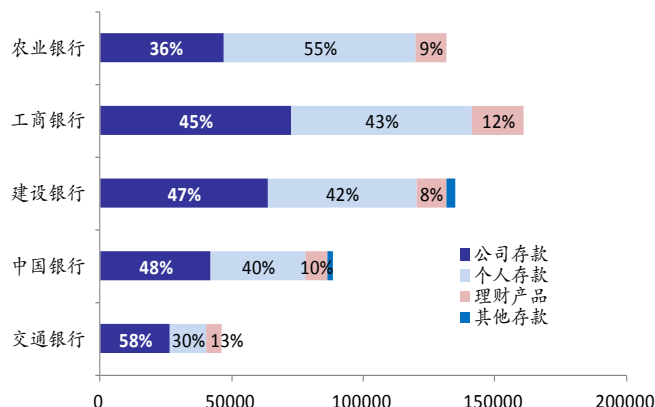
**个人存款加速流失。**五大行除交行以外, 各银行存款来源中, 公司存款增速均显著快于个人存款2-3个百分点, 反映贷款派生存款成为新增存款的主要来源, 而个人存款脱媒趋势仍在加速, 2014 年五大行理财产品余额占存款总量比重达 8%-13%, 占个人存款之比均值为 25%左右, 对交行而言, 这一比重甚至已超过 40%。

**公司存款定期化趋势明显。**在存款结构中, 不仅依靠对公业务贷款派生的公司存款占比提高, 且在公司存款中定期化态势也很明显, 工、农、中、建四大行公司定期存款占比分别较上年提高3-4个百分点, 与经济活跃度下降、流动性管理手段提高和以高息竞争公司业务等有关。

**市场化利率定价占比提高, 资金成本略抬高。**在五大行的存款结构中, 活期存款占比40-50%, 定期存款占比45-50%左右, 而理财产品占比 10-13%附近, 其中定期存款以 1 年期为主, 3 年及以上定期存款占比非常少。按企业存款和个人存款(包含理财)来看, 企业存款占比在 35%-60%左右, 其中四大行占比较低, 交行占比较高为 58%。从变化趋势看, 银行主动负债来源上升、短端利率向市场化利率靠拢、以及公司存款占比不断提升(更多凭借资产业务创造存款, 而非吸收存款发放贷款), 决定了银行资金成本有一定上行压力, 向市场化利率靠近。

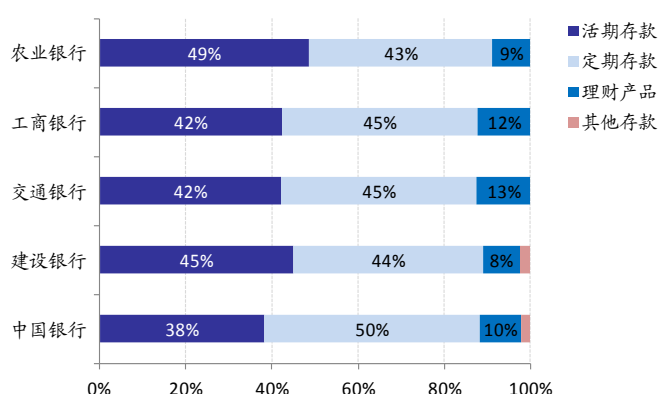


图 63：五大银行企业存款、个人存款与理财余额占比



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

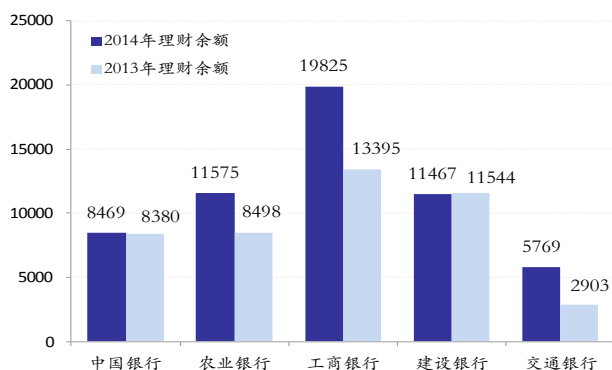
图 64：五大银行活期存款、定期存款与理财余额占比



### 3) 大行理财增长分化

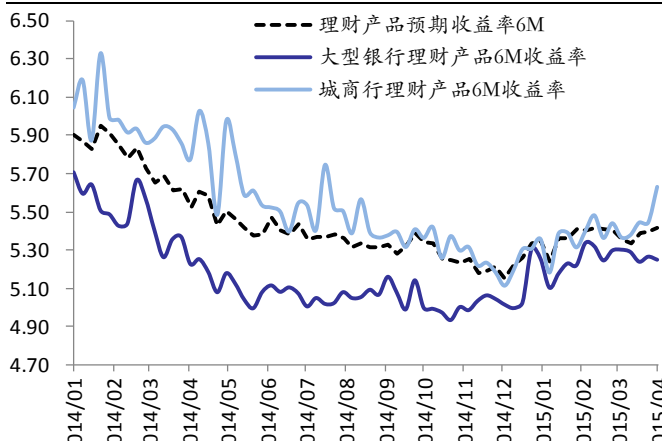
理财产品本质上是存款业务的表外延伸，是增加客户粘性、争夺存款的重要工具。尽管五大行具有传统存款优势，但在城商行和股份制银行大量发行理财、以及互联网金融冲击下，同样面临资金争夺和存款流失加剧。2014 年国有银行理财发行量明显加大，交行、工行和农行 2014 年末理财余额分别比 2013 年增长 99%、48%和 36%至 5769 亿、1.98 万亿和 1.16 万亿，而中行和建行理财产品余额则增长相对缓慢，同比上升 1.1%和-1%至 8469 亿和 1.14 万亿。

图 65：2013-2014 年五大行银行理财余额



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 66：2014 年大行和城商行理财产品收益率



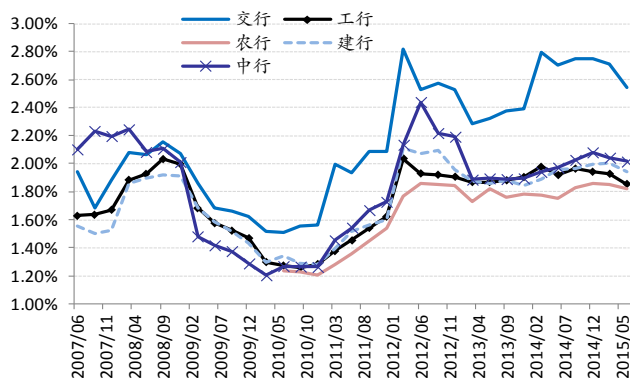
资料来源：Wind，国泰君安证券研究

### 4) 见顶回落：五大行整体资金成本整体下行

2014 年以来央行货币政策持续放松，货币、债券融资利率大幅回落。2015 年以来连续 4 次降准降息，带动银行资金成本见顶回落，以“利息支出/付息负债”来衡量的银行综合付息负债成本率整体下行，逐渐从“资金稀缺”过渡到“资产稀缺”。

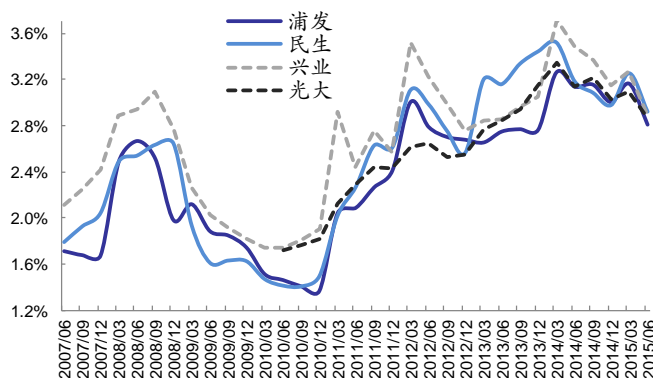
但不同银行间负债成本出现明显分化，其中工、农、中、建四大行付息负债成本回落幅度相对有限，在 5-10bp 之间；交行回落幅度相对较大，目前已下行 25bp 左右至 2.55%；而对资金成本更敏感的股份制银行负债端利率回落幅度更加显著，截止 2015 年 6 月，分别较上年同期下行 30-60bp，融资需求疲弱和信贷等资产端利率整体下降，预计银行负债端利率下行趋势未改。

图 67：五大行计息负债成本整体回落



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 68：股份制银行资金成本同样整体回落



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

## （二）债券投资：2014 年平淡增长，2015 年显著扩张

### 1) 债券投资增长：2014 需求平稳，2015 投资旺盛

五大国有银行 2014 年在中国市场的债券投资总量为 13.5 万亿，占债券市场比重为 47%（按中债口径），较上年增长 1.21 万亿，同比增速 9.8%，略快于总资产增速。但 2015 年受益于央行连续降准降息和经济下行环境，债券投资大幅增加，仅 2015 上半年的债券新增投资已超越 2014 全年的新增总量：

- 建行：2014 年债券投资 3.47 万亿，比上年增加 3598.18 亿元，增长 11.55%，但 2015 年上半年新增为 743 亿。
- 农行：2014 年债券投资 2.86 万亿，比上年增加 3260 亿元，增速 12.8%；2015 年上半年债券平均余额增加 3712.7 亿，已超过 2014 全年新增总量。
- 中行：2014 年债券投资 2.06 万亿，比上年增加 2892 亿元，增速 16.34%；2015 年上半年新增 2433 亿，占到 2014 全年新增量的 84%。
- 工行：2014 年债券投资 3.97 万亿，比上年增加 1415.7 亿元，增长 3.7%，以到期续配为主；2015 年上半年新增债券投资 2180 亿，大幅超越 2014 年全年新增规模。
- 交行：2014 年证券投资 1.16 万亿，比上年增加 921.99 亿元，增速 8.61%，总体收益率 4.16%，2015 年上半年新增达 2591 亿。

## 2) 主要投资什么债券？

根据年报披露债券投资细项，五大银行的债券投资的存量结构以国债和政策性金融债为主，2014 年全年增持国债 3366 亿，政策性金融债 4037 亿，企业债 552 亿。

从持仓变化看，五大行均大幅增持了政府债券（包括国债和地方政府债），对于中行、交行和建行而言，甚至是第一大增持券种，除了免税和流动性优势外，可能还与 2014 年央行连续进行 MLF、PSL 定向放松，一般以政府债券为抵质押品，导致需求被动攀升；另一方面，地方债自发自还扩容，银行为维持当地政府关系对地方债的买入量上升。

此外，工行和交行还加大了对企业债投资力度，对政策性金融债仅保持到期续配的平稳节奏。而农行、建行和中行则增持了大量政策性银行债、同业及其他金融机构债，尤其 2014 年同业存单大量发行，在银行债券配置中占比提高，对其他债券需求有一定挤出影响。

图 69： 工行、中行、交行 2014 年债券投资分布情况

工商银行	2014年		2013年		变化	中国银行	2014年		2013年		变化
	金额	占比	金额	占比			金额	占比	金额	占比	
政府债券	10270	25.8%	9764	25.4%	506	政府	8928	32.9%	7754	32.3%	1174
中央银行债券	3462	8.7%	3897	10.2%	-435	公共实体及准政府	430	1.6%	291	1.2%	139
政策性银行债	16878	42.4%	16826	43.9%	52	政策性银行	4204	15.5%	3382	14.1%	822
其他债券	9176	23.1%	7884	20.5%	1293	金融机构	2076	7.7%	1406	5.9%	670
合计	39786	100%	38370	100%	1416	公司	3342	12.3%	3256	13.5%	87
						合计	20579	75.9%	17688	73.6%	2892
交通银行	2014年		2013年		变化						
	金额	占比	金额	占比							
政府及央行	5342	29.7%	3195	29.8%	2147						
公共实体	201	1.7%	184	1.7%	18						
金融机构	4251	36.6%	4503	42.1%	-252						
公司法人	3725	32.0%	2825	26.4%	899						
合计	11629	100%	10707	100%	922						

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表 2： 农业银行和建设银行 2014 年债券投资分布情况

农业银行	2014年		2013年		变化	建设银行	2014年		2013年		变化
	金额	占比	金额	占比			金额	占比	金额	占比	
政府	6936	24.3%	6522	25.8%	413	政府	12342	35.5%	10754	34.5%	1587
央行	206	0.7%	366	1.4%	-159	央行	1882	5.4%	1979	6.4%	-98
政策性银行	13648	47.7%	12377	48.9%	1271	政策性银行	5371	15.5%	4459	14.3%	913
同业及其他金融	2551	8.9%	1201	4.7%	1350	银行及非银行金融	10309	29.7%	8953	28.7%	1356
公共实体	1254	4.4%	969	3.8%	285	公共机构	0.20	0.0%	0.98	0.0%	-0.8
公司	3996	14.0%	3896	15.4%	100	其他企业	4853	14.0%	4825	15.5%	28
合计	28592	100%	25331	100%	3261	合计	34757	100%	31159	100%	3598

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

### 3) 前 10 大重仓金融债：平均利率 4.5%，2014 年边际新增均在 5% 以上

从银行持有的重仓金融债来看，①五大行重仓的存量金融债平均利率较高，截止 2014 年末五大行持有的前十大金融债平均利率为 4.5%，平均久期为 7.3 年，区间在【5,8】年，其中农行平均配置利率最高为 4.94%，而中行平均利率最低为 4.01%。②从边际增量看，2014 年五大行新增持的重仓金融债平均收益率均在 5% 以上，反映出银行在债券投资中对收益率要求逐渐提高，需求偏好从政策性金融债转向票息更高的商业银行债。③当前 10Y 国开和非国开利率为 4.24% 和 4.43%，从存量利率对比来看，非国开债对配置盘吸引力开始增加，从边际增量对比看，配置盘并没有大量买入的动力，将放慢配置节奏，甚至引导资金利率上行，以获得更好的配置时点。

图 70：工行、农行和中行持有的前十大金融债券

工商银行			农业银行			中国银行		
前10大金融债券	利率	期限	前10大金融债券	利率	期限	前10大金融债券	利率	期限
2010年政策性银行债	3.60%	5	2014年政策性银行债券	5.44%	5	2014年政策性银行债	5.44%	5
2007年政策性银行债	5.07%	10	2014年政策性银行债券	5.61%	7	2005年政策性银行债	3.42%	10
2008年政策性银行债	4.95%	10	2014年政策性银行债券	5.67%	10	2010年政策性银行债	1Y定存+0.52%	7
2008年政策性银行债	4.83%	7	2013年政策性银行债券	3.98%	3	2006年政策性银行债	1Y定存+0.6%	10
2011年政策性银行债	4.49%	7	2013年政策性银行债券	3.89%	3	2011年政策性银行债	3.55%	5
2011年政策性银行债	4.25%	7	2014年政策性银行债券	5.75%	5	2014年政策性银行债	5.61%	7
2012年政策性银行债	4.04%	10	2013年政策性银行债券	5.85%	3	2010年政策性银行债	1Y定存+0.59%	10
2012年政策性银行债	3.94%	7	2013年政策性银行债券	5.87%	5	2009年政策性银行债	1Y定存+0.54%	7
2010年政策性银行债	3.51%	10	2011年政策性银行债券	3.48%	7	2011年政策性银行债	3.83%	7
2012年政策性银行债	3.76%	7	2011年政策性银行债券	3.81%	7	2014年商业银行二级资	5.98%	15
均值	4.24%	8	均值	4.94%	5.5	均值	4.01%	8.3

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 71：建行、交行持有的前十大金融债券

建设银行			交通银行		
金融债券	利率	期限	金融债券	利率	期限
2006年商业银行金融债 1Y定存+0.60%		10	2011年同业及非银金融债	5.50%	10
2014年商业银行金融债	5.44%	5	2014年政策性银行债	5.98%	15
2014年商业银行金融债	5.61%	7	2012年同业及非银金融债	4.70%	10
2014年商业银行金融债	5.67%	10	2012年政策性银行债	4.30%	5
2014年商业银行金融债	5.79%	7	2013年同业及非银金融债	4.95%	10
2014年商业银行金融债	5.25%	3	2012年政策性银行债	4.20%	5
2006年商业银行金融债 1Y定存+0.47%		10	2013年政策性银行债	3.89%	3
2010年商业银行金融债	3.95%	5	2013年政策性银行债	4.16%	5
2010年商业银行金融债	4.21%	10	2013年政策性银行债	4.10%	7
2011年商业银行金融债	4.39%	7	2014年同业及非银金融债	5%	1
均值	4.64%	7.4	均值	4.68%	7.1

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

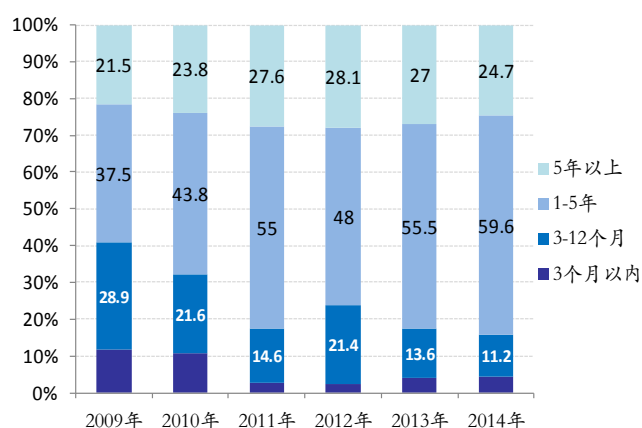


#### 4) 债券久期分布：偏好中等期限

在息差要求提高的趋势下，大行增加了中等期限债券的配置，通过提高组合久期来提高收益率。根据工行和农行公布的债券投资剩余期限数据，从2009年至2014年，工行债券投资中1年期以下债券占比从40.6%降至15.7%，1-5年期债券投资占比增加22个百分点至59.6%，而5年以上期限的债券配置占比也提高3.2个百分点至24.7%。对于农行而言，债券投资拉长久期表现的更加明显，从2009年至2014年，1年以下债券投资占比从41.1%降至18.8%，5年期以上债券持仓占比上升10个百分点至29.7%，1-5年期债券投资占比从39.3%上升至51.5%。

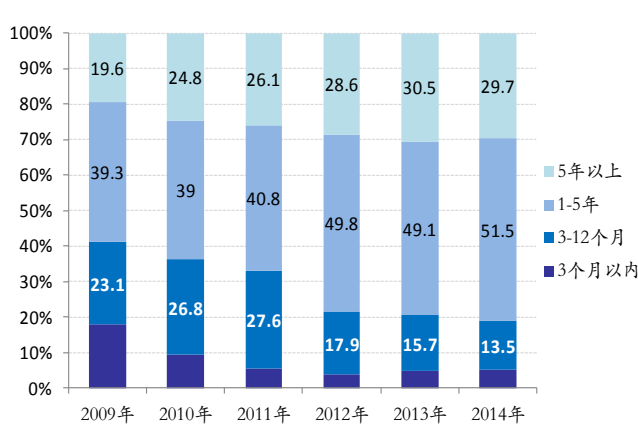
在资金成本上行和息差压力下，银行一方面增加金融债、商业银行债和信用债配置，通过提高信用风险来提高收益率；另一方面拉长利率产品久期，获取期限利差收益。

图 72：工行非重组类债券投资的剩余期限分布情况



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 73：农行非重组类债券投资的剩余期限分布情况



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

对银行自营和配置盘而言，拉长利率债久期比增加中短期信用债配置更利于提高投资收益率。由于银行投资信用债需计提100%风险权重，如果扣除资本占用成本和税收成本，则短融、企业债和银行次级债在风险调整后的实际收益率显著低于国债、地方政府债和金融债等品种。只有信贷和非标资产在风险调整后的回报大于债券投资，属于真正“高风险高回报”品种。因此，当市场处于相对平稳且久期风险有限的环境时，大行债券投资更愿意增持中长久期的利率债配置。

图 74：一般均衡定价表

	10Y国债	10Y国开债	银行次级债,5Y,AAA	同业存单	短融	AA+企业债, 3-5Y	铁道债,10Y	铁道债,20Y	地方政府债	贷款	应收款项下非标
收益率	3.30%	3.70%	4.00%	3.30%	3.80%	4.80%	4.30%	4.70%	3.6%	6.4%	8.0%
风险资本权重	0%	0%	100%	25%	100%	100%	20%	20%	20%	100%	100%
所得税税率	0%	25%	25%	25%	25%	25%	12.50%	12.50%	0%	25%	25%
税收成本	0.0%	0.9%	1.0%	0.8%	1.0%	1.2%	0.5%	0.6%	0.0%	1.6%	2.0%
资本占用成本	0.0%	0.0%	1.5%	0.4%	1.5%	1.5%	0.3%	0.3%	0.3%	1.5%	1.5%
实际收益率	3.30%	2.78%	1.50%	2.10%	1.35%	2.10%	3.46%	3.81%	3.33%	3.3%	4.50%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究，其中资本占用成本=风险权重\*ROE\*资本充足率，实际收益率=收益率\*(1-税率)-资本占用成本，假设 ROE=15%，资本充足率=10%

### (三) 定价能力：竞争上行，息差略升

#### 1) 生息资产与付息负债利率竞争性上行，息差略升

**付息负债成本率：稳步上移见顶。**2014 年五大行平均付息负债率为 2.23%，区间为【2，2.8】，较年初抬升 10-26bp，最高与最低者相差 82bp，负债成本分化明显。

**生息资产收益率：平缓上行。**当前信贷市场本质上仍是银行“卖方市场”，在资金成本上行后，银行增加风险资产配置，提高风险资产定价，2014 年五大行生息资产收益率在 4.65%左右，区间为【4.2-5】，较年初上行 10-20bp。

**净息差与净利差：总体略升。**2014 年五大行净利差和净息差均值为 2.46%和 2.6%，较 2013 年上升 3bp，其中农行和建行息差水平较高，从变化看，农行显著走扩而交行则大幅缩窄 16bp，反映出资金成本上行压缩息差水平。

图 75：上市银行 2013-2014 年生息资产收益率、付息负债成本率、净息差与净利差

	付息负债成本率					生息资产收益率					净利差					净息差				
	2013H2	2014H1	2014H2	同比	环比	2013H2	2014H1	2014H2	同比	环比	2013H2	2014H1	2014H2	同比	环比	2013H2	2014H1	2014H2	同比	环比
农业银行	1.91	1.96	2	9	4	4.56	4.73	4.76	20	3	2.65	2.77	2.76	11	-1	2.79	2.93	2.92	13	-1
工商银行	2.05	2.12	2.12	7	0	4.45	4.55	4.58	13	3	2.4	2.43	2.46	6	3	2.57	2.62	2.66	9	4
建设银行	1.98	2.1	2.11	13	1	4.54	4.72	4.72	18	0	2.56	2.62	2.61	5	-1	2.74	2.8	2.8	6	0
中国银行	1.98	2.11	2.1	12	-1	4.11	4.26	4.22	11	-4	2.24	2.25	2.31	7	6	2.24	2.27	2.25	1	-2
交通银行	2.56	2.84	2.82	26	-2	4.89	5.04	4.99	10	-5	2.33	2.2	2.17	-16	-3	2.52	2.39	2.36	-16	-3
均值	2.10	2.23	2.23	13	0.4	4.51	4.66	4.65	14	-0.6	2.44	2.45	2.46	3	1	2.57	2.60	2.60	3	-0.4

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

#### 2) 息差分析：信贷定价能力偏弱，同业和债券收益率上升

对 2014 年五大行生息资产的息差来源进行分析，可以发现：

**(1) 贷款定价面临下滑。**2014 年央行降息 40bp，经济下行风险较大，五大行以优质国企和政府客户为主，贷款涨价能力较弱，预计 2015 年贷款定价水平将整体下降。

**(2) 票据贴现和同业利率大幅上行，是息差最大贡献来源。**资产收益率提升 20-80bp，主要受益于 2014 年资金利率偏紧，利率波动加大，预计 2015 年同业息差将有所下降。

**3) 债券投资收益率提高，**2014 年是继 08 年之后第 2 大债券牛市，银行债券投资利率大幅上升 20-35bp，至 3.5%-4.2%左右，是息差第二大

贡献来源，预计 2015 年债市波动加大，对息差提升的贡献度将有所下降。

图 76: 上市银行 2013-2014 年生息资产收益率、付息负债成本率、净息差与净利差

			工行	农行	中行	建行	交行
贷款	2014年	占比	57%	53%	58%	58%	59%
		利率	5.81%	6.06%	5.19%	5.85%	6.22%
	2013年	占比	55%	58%	58%	57%	61%
		利率	5.80%	5.99%	5.15%	5.79%	6.13%
	利率变化		1	7	4	6	9
债券投资	2014年	占比	22%	21%	17%	20%	19%
		利率	3.93%	4.00%	3.50%	4.03%	4.16%
	2013年	占比	23%	19%	19%	21%	18%
		利率	3.74%	3.74%	3.18%	3.74%	3.86%
	利率变化		19	26	32	29	30
票据贴现 和同业业务	2014年	占比	4%	9%	9%	6%	9%
		利率	3.24%	4.90%	4.44%	4.63%	3.81%
	2013年	占比	5%	8%	8%	6%	8%
		利率	2.69%	4.13%	3.74%	3.85%	3.62%
	利率变化		55	77	70	78	19
生息资产 总计	2014年	利率	4.58%	4.76%	4.22%	4.72%	4.99%
	2013年	利率	4.45%	4.56%	4.11%	4.54%	4.89%
	利率变化		13	20	11	18	10

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

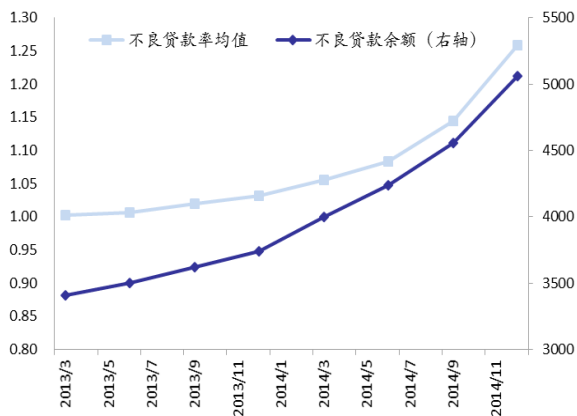
#### (四) 资产质量: 不良加速上升, 抑制风险资产扩张

不良贷款加速上升, 抑制银行风险资产扩张。年报显示, 五大行的不良贷款余额和不良贷款率双双呈加速上升趋势, 关注类贷款不断上升, 持续压低银行风险偏好, 抑制未来信贷和非类信用等风险资产的扩张。

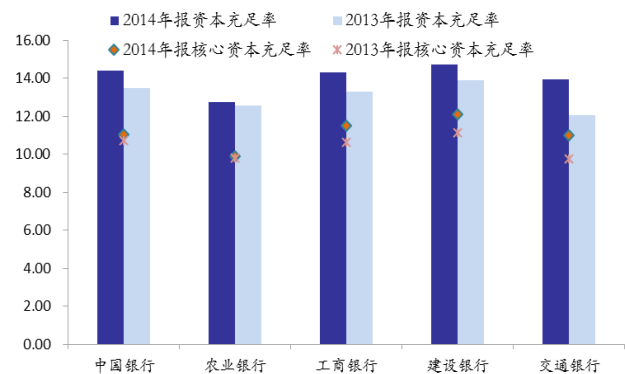
不良资产风险暴露上升, 银行加快补充资本金。截止 2014 年年末, 五大行平均资本充足率为 14.01%, 平均核心资本充足率为 11.11%, 呈现上升趋势。在不良资产暴露上升下, 银行已经加快补充资本金步伐, 优先股发行、资产证券化等推进速度和意愿都将加快。资本补充压力的持续存在, 导致银行资产扩张和风险偏好趋于谨慎。

图 77: 银行体系不良率和不良贷款持续增长

图 78: 2014 年银行资本充足率和核心资本充足率回升



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

## (六) 总结: 困境突围, 大行蝶变

**困境突围, 大行蝶变。**整体而言, 利率市场化大趋势下, 银行从单纯依赖资产扩张的“跑马圈地”时代进入存量调整的“精耕细作”时期, 竞争加剧和息差压力下, 过去作为债市中流砥柱的大行配置性需求在投资结构中增持力度相对弱化, 以被动配置为主, 对期限溢价、信用利差的要求回报率更高, 此外同存、非标、PPN、ABS、资产收益权等高息资产竞争也导致如果债券利率不具备相对优势, 将在资产配置效应下被挤出, 整体资产定价水平和回报率要求将继续上行。

### 3.1.4. 城商行和农商行债券投资分析: 交易最活跃的银行机构

随着市场投资主体的多元化, 城商行和农商行作为交易最活跃的银行投资机构, 引起人们的关注, 在债券市场一级定价和二级交易中的影响力逐步上升。

截止 2015 年 6 月, 我国城市商业银行共有 123 家, 总资产达到 20.2 万亿, 同比增加 20.7%, 平均资产规模 1642 亿元; 农村商业银行共有 660 家, 总资产达到 10.5 万亿, 同比提高 16%, 平均资产规模仅 160 亿, 此外, 农村合作银行、信用社等总资产为 12 万亿。城商行和农商行资产占银行业总资产之比达到 24%。

2014 年前 10 大城商行中, 前三家北京银行、上海银行和江苏银行总资产均超过 1 万亿, 前 10 大城商行资产规模 7.1 万亿, 占城商行总资产的 40%。前 10 大农商行中, 成都农商行、重庆农商行和北京农商行总资产规模排名前三, 平均资产在 5000 亿以上, 前 10 大农商行资产规模 3.75 万亿, 占农商行总资产的 35.7%。

图 79: 2014 年前十大城市商业银行资产规模排名

排名	名称	省份	总资产	增长率	排名	名称	省份	总资产	增长率
1	北京银行	北京	15244.4	14.0%	6	盛京银行	辽宁	5033.7	41.6%
2	上海银行	上海	11874.5	21.5%	7	徽商银行	安徽	4827.6	26.3%
3	江苏银行	江苏	10383.1	36.0%	8	天津银行	天津	4788.6	18.0%
4	南京银行	江苏	5731.5	32.0%	9	杭州银行	浙江	4185.4	23.0%
5	宁波银行	浙江	5541.1	19.9%	10	厦门国际银行	福建	3489.4	33.6%

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 80: 2014 年前十大农村商业银行资产规模排名

排名	名称	省份	总资产	增长率	排名	名称	省份	总资产	增长率
1	成都农商行	四川	6341.4	47.7%	6	东莞农商行	广东	2558.0	22.5%
2	重庆农商行	重庆	6188.9	23.2%	7	天津农商行	天津	2259.5	8.0%
3	北京农商行	北京	5222.0	12.2%	8	福山顺德农商行	广东	2069.0	10.9%
4	广州农商行	广州	4666.1	23.0%	9	江南农商行	江苏	1937.0	18.5%
5	上海农商行	上海	4666.0	10.9%	10	深圳农商行	广东	1590.3	13.7%

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

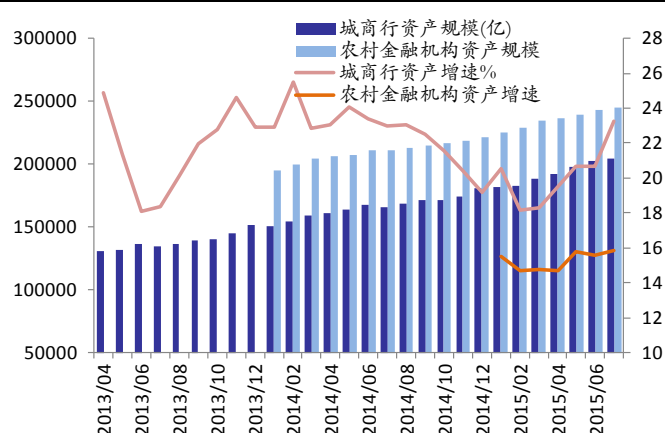
### 城商行和农商行债券投资的主要特征是:

(1) 资金头寸充裕, 但获得债券的能力不强。城商行、农商行一般有支农支小再贷款的低息政策优惠, 以及较低的差别存款准备金优势, 但获得新债的能力不如大银行和基金。

(2) 以流动性管理目标为主, 风险偏好较低, 相对而言, 城商行对高收益风险资产的偏好高于农商行。城商行债券投资以金融债、企业债为主, 而农商行主要以国债为主。

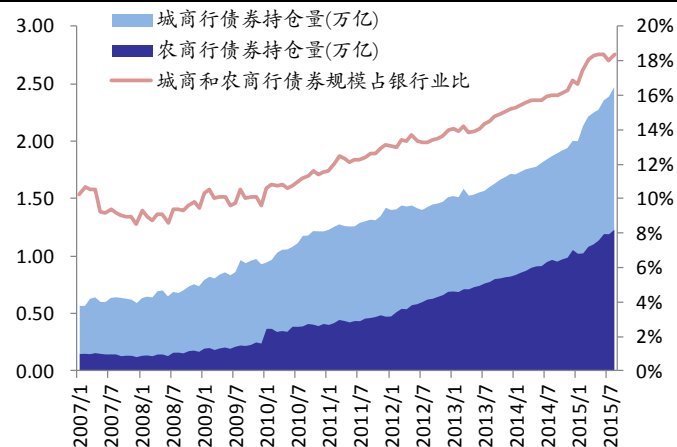
(3) 城商行和农商行是银行间市场交易成交最活跃的机构, 同时也是银行间市场上最大的两家资金融入机构。

图 81: 城商行和农村金融机构总资产规模和增速



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 82: 城商行和农商行债券持仓总规模和占比



数据来源: 中债登, 国泰君安证券研究

### 城商行和农商行的主要债券投资结构是:

截止 2015 年 7 月，城商行在银行间市场的债券总量为 2.4 万亿，在各类机构投资者中占比 6.7%，同比增速保持在 20% 以上的快速增长态势。在城商行的债券持仓结构中，国债占比为 32%，政策性金融债占比为 39%，企业债、中票和同业存单占比分别为 6.7%、6.4% 和 6.6%，而短融、超短融和商业银行次级债占比相对较少，为 4-5% 左右。

农村商业银行债券托管规模快速提升，同比增速维持高位。截止 2015 年 7 月，农商行在银行间市场的债券托管规模为 1.2 万亿元，在各类机构投资者中占比 3%，同比增速保持在 20% 以上的快速增长态势。在农商行的债券持仓结构中，国债占比为 26%，政策性金融债占比为 34.5%，企业债和中票占比相较于城商行更高，分别为 10.7% 和 10.7%，同业存单占比 8%。

图 83：城市商业银行债券持仓结构

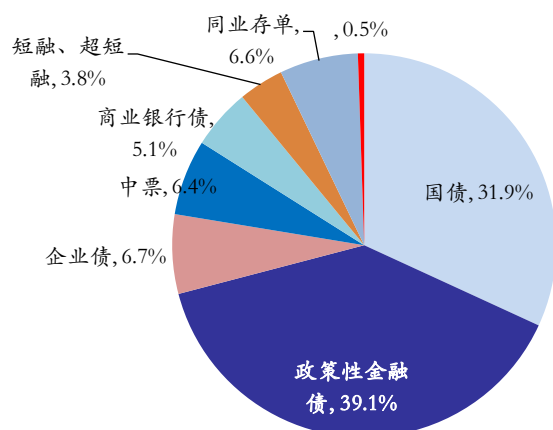
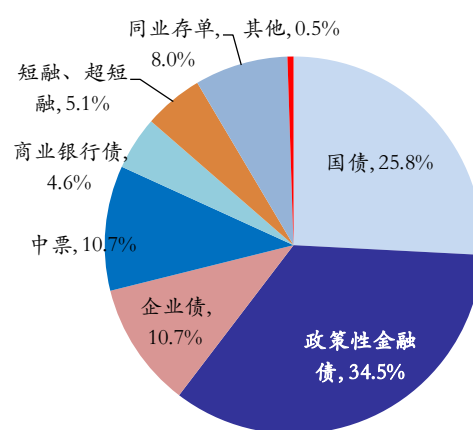


图 84：农村商业银行债券持仓结构



数据来源：中债登，国泰君安证券研究

数据来源：中债登，国泰君安证券研究

根据 2014 年年报，我们统计了 11 家城商行的主要债券投资结构。可以发现，有 10 家城商行的国债和金融债投资占比超过 75%，而企业债占比相对较低，宁波、贵阳和东莞银行的国债投资甚至超过 70%。城商行债券需求以流动性管理为主，安全性、流动性和可质押变现特征是主要关注因素。城商行总体资金成本偏高，在 3-3.9% 之间，平均生息资产利率达 7.08%，投资收益率平均为 5.5%，刚性收益要求导致证券投资以理财和非标资产为主，期限错配、流动性错配程度较高，利率债投资主要用来平衡流动性需求。



**图 85：2014 年年报中 11 家城商行的主要债券投资结构**

城商行	国债	金融债	企业债	合计	国债占比	金融债占比	企业债占比
北京银行	1150	861	206	2584	45%	33%	8%
徽商银行	235	740	130	1105	21%	67%	12%
江苏银行	306	347	196	849	36%	41%	23%
宁波银行	559	85	18	738	76%	12%	2%
盛京银行	181	465	12	658	28%	71%	2%
哈尔滨银行	34	262	81	376	9%	70%	22%
贵阳银行	258	26	50	333	77%	8%	15%
成都银行	123	151	32	305	40%	49%	10%
汉口银行	66	143	57	266	25%	54%	22%
重庆银行	51	59	63	173	29%	34%	36%
东莞银行	118	7	39	165	72%	4%	24%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

**图 86：9 家城商行 2014 年年报生息资产收益率与付息负债成本率**

银行	生息资产收益率				付息负债成本			净利差
	贷款利率	投资利率	同业资产	生息资产	存款	同业	付息负债	
北京银行	6.28	4.85	5.31	5.21	2.32	5.05	3.22	1.99
宁波银行	7.2	5.68	5.16	5.63	2.2	4.55	2.5	2.51
盛京银行	7.96	5.54	6.01	5.96	3.32	5.75	3.89	2.07
哈尔滨银行	7.94	6.23	5.37	5.99	2.66	5.84	3.50	2.49
重庆银行	7.20	6.56	5.41	5.97	2.78	5.54	3.41	2.56
成都银行	7.35	5.70	5.35	5.74	2.16	4.76	3.29	2.45
上海银行	6.21	5.56	4.81	5.25	2.78	4.35	3.29	1.96
徽商银行	6.97	4.86	5.37	5.53	2.29	5.16	3.06	2.47
江苏无锡银行	6.64	4.54	4.98	4.99	2.99	4.65	3.16	1.83
平均值	7.08	5.50	5.31	5.59	2.61	5.07	3.26	2.26

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

从微观角度看，农商行债券投资分化较大，有的银行只配置国债做流动性管理，而有的银行则相对偏好企业债，但总体而言，农商行受规模和本地经营限制，可配置的优质信贷资产偏少，企业债投资明显高于其他银行，例如 2014 年重庆农商行的企业债投资占比超过 56%。从可投资资金而言，农商行头寸相对充裕，资金成本较低，在 2.3%-3% 之间。证券投资以信托、资管计划和理财产品为主，平均投资收益为 4.48%。

**图 87：2014 年年报中 6 家农商行的主要债券投资结构**

农商行	国债	金融债	企业债	合计	国债占比	金融债占比	企业债占比
江苏吴江农商行	44.2	22.4	7.8	74.4	59.4%	30.1%	10.5%
江苏江阴农商行	166.0	16.9	5.6	188.5	88.0%	9.0%	3.0%
江苏常熟农商行	93.8	36.7	0.0	130.4	71.9%	28.1%	0.0%
广州农商行	254.5	210.8	89.0	554.3	45.9%	38.0%	16.1%
重庆农商行	349.7	52.9	513.1	915.6	38.2%	5.8%	56.0%
南海农商行	121.1	0.0	55.3	176.4	68.7%	0.0%	31.3%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

**图 88：4 家农商行 2014 年年报生息资产收益率与付息负债成本率**

银行	生息资产收益率				付息负债成本			净利差
	贷款利率	投资利率	同业资产	生息资产	存款	同业	付息负债	
江苏吴江农商行	8.09	3.78	1.52	5.98	1.77	4.25	2.29	3.69
江苏江阴农商行	8.09	3.78	4.00	5.98	1.77	4.25	2.29	3.69
江苏常熟农商行	7.37	4.32	1.56		2.47	2.47		
重庆农商行	7.19	6.05	6.36	6.00	2.15	5.32	2.86	3.14
平均值	7.69	4.48	3.36	5.99	2.04	4.07	2.48	3.51

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

### 城商行是最活跃的债券交易机构和资金需求机构

城商行和农商行在银行间市场交易活跃，从 2013 年全年银行间现券市场成交来看，2013 年全年成交规模 83 万亿，各类银行机构占比达到 65%，其中城商行、股份制银行和农商行交易活跃，占比分别为 23%、15%和 13%，是成交主力；从 2013 年质押式回购成交来看，全年成交规模为 303.9 万亿，各类银行机构占比为 68%，其中城商行和农商行占比为 23%和 11%，与存量持有结构相比，仍然呈现出交易活跃的明显特征。

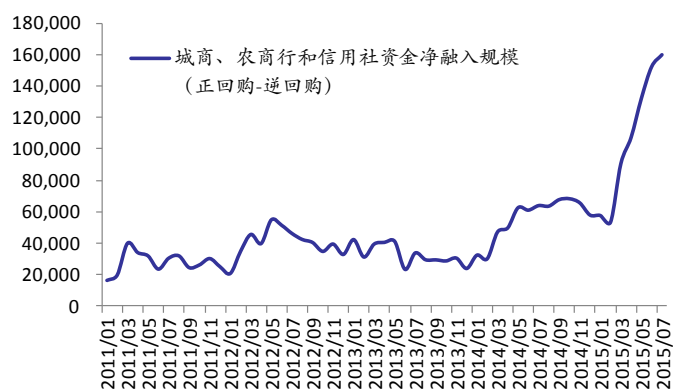
城商行和农商行是银行间市场最主要的两大资金需求机构，在银行间质押式回购资金净融入量排名前两位。根据 2014 年 1-7 月的累计数据，城商行和农商行累计净融入资金占比分别为 39%和 22%，远超出信用社、证券机构、保险和基金（净融入资金量占比 13%、11%、10%和 4%），对银行间流动性的边际需求有举足轻重的影响。

图 89: 城商行、农商行在债券市场成交非常活跃

	2014全年		2015年1-8月	
	现券成交额(亿)	占比	现券成交额(亿)	占比
国有商业银行	28507	3.5%	51944	5.2%
股份制银行	116070	14.4%	137574	13.7%
城商行	214695	26.6%	325086	32.4%
外资或合资机构	101683	12.6%	96617	9.6%
农村商业银行和合作银行	79391	9.8%	108206	10.8%
其他	266784	33.1%	283310	28.3%
合计	807131	100.0%	1002738	100.0%

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 90: 城商行、农商行和信用社资金净融入规模(亿元)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

### 3.2. 银行理财：高息时代，临近落幕

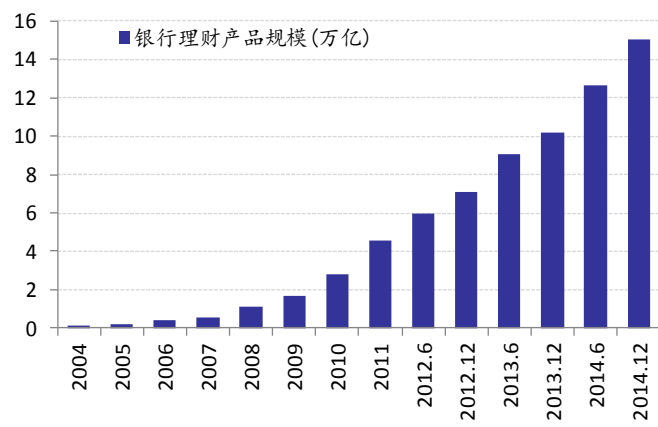
从 2004 年国内首只理财产品发行至今，中国银行业的理财业务已经历了 10 年长足发展，从最初星星之火发展为燎原之势。理财产品的崛起是利率市场化和存款脱媒化大时代背景下的必然趋势，通过理财产品变相“高息揽储”是银行参与短端资金竞争的重要工具。与货币基金相比，理财产品的投资范围更广，兼具收益性、安全性、封闭期等优点，成为银行存款的替代品，受到广大公众的喜爱，也是重塑商业银行负债版图的重要途径。

#### 3.2.1. 银行理财产品崛起：三年十万亿，重塑负债版图

**银行理财产品崛起，重塑银行负债版图，新增规模 3 年超越 10 万亿。**所谓银行理财业务，是指银行以客户需求为导向，以资产保值增值为目标，为客户提供的资产管理等专业化服务。从 2004 年的零起步开始，截止 2015 年 6 月末，全国理财产品规模已达到 18 万亿，与 3 年之前 2011 年的规模仅 4.6 万亿相比，呈现“三年十万亿”的高速扩张趋势，在各类资产管理业务规模中位居首位，对于市场流动性和债券投资行为产生重大影响。

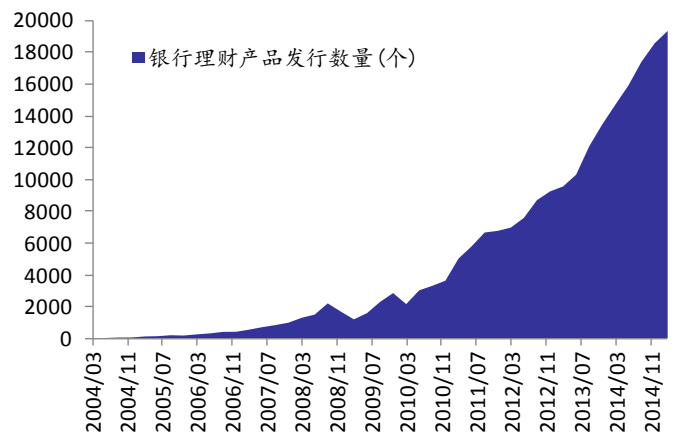
截至 2014 年末，全国共计有 525 家银行机构开展理财业务，存续理财产品共计 5.5 万只。2014 年全年银行理财共发行 18 万只，累计募集资金规模 113.97 万亿，平均每月发行 15042 只，平均每月募集 9.5 万亿，全年发行产品数量和募集资金规模分别比 2013 年大幅增长 25.31% 和 61.7%。2014 年以来银行理财规模增长呈现一定放缓，原因在于①股票资产持续上涨，资金分流转向风险资产；②存款偏离度监管和口径扩大，导致理财冲存款需求下降；③监管政策打破理财刚兑，推动理财产品从预期收益型向净值管理型转换。

图 91：银行理财在各类资管业务规模中居首位



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 92：银行理财产品规模迅猛增长



### 3.2.2. 银行理财产品的发展回顾：在政策与市场的博弈中迅猛扩张

回顾银行理财 2007-2015 年发展历史，在政策与市场博弈中成长，多次经历了野蛮扩张—政策监管—艰难求变—创新规避的循环反复，在负债端居民存款脱媒与资产端银行表外化扩张的双轮驱动下，规模迅猛扩张，理财产品的发展可以分为 4 个阶段：

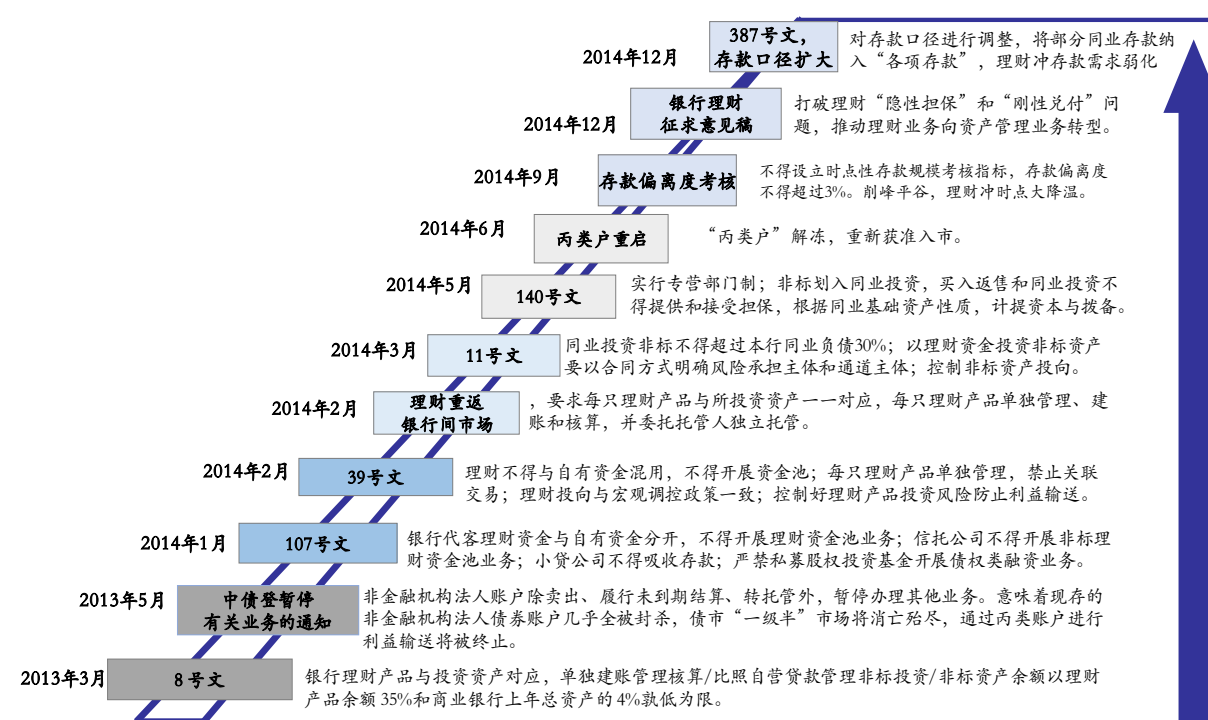
**第一阶段（2007-2009 年）：理财需求初崛起。**2007 年史无前例的大牛市唤起全民理财意识，在 2008 熊市导致股债、房地产等各类资产负收益环境下，理财尤其短期理财产品凭借安全性、收益性和流动性，需求快速扩张。

**第二阶段（2011-2012 年）：时势英雄，表内信贷紧缩推动理财扩张。**2009 年四万亿扩张为政府和企业留下巨大资金缺口，2010 年的紧缩环境导致地方平台、房地产等资金需求通过理财资金池等表外方式满足，也为理财产品的高收益创造了条件。

**第三阶段（2013-2014 年）：非标崛起。**2013 年 8 号文后银行理财投资非标更加透明化和竞争化，非标资产成为信贷出表、增强收益和提高杠杆的重要工具，钱荒后资金和固收资产利率大幅走高，利率市场化加速存款脱媒，银行理财增长突飞猛进，三年扩张十万亿。

**第四阶段（2015 年以来）：后非标时代，盛宴已逝。**2015 年起理财产品规模增长开始放缓，经济融资需求萎缩，影子银行监管升级，银行理财的跑马圈地时代过去，从缺资金转为缺资产状态，当非标、股市相关资产等“无风险收益”打破，理财面临规模和收益率双双下滑的风险。

图 93： 2013-2014 年影子银行和理财监管政策





数据来源：Wind，国泰君安证券研究

### 3.2.3. 银行理财产品结构概览

#### 1、不同收益类型：非保本占 67%，保本占 33%

银行理财产品分为保本型和非保本型两类。

截止 2014 年末，非保本型理财产品余额 10.09 万亿，占全市场 67.17%，保本浮动型理财产品 3.26 万亿，占比 21.7%，而保本保收益型理财产品余额为 1.67 万亿，占比仅 11.14%。从募集资金规模看，2014 年非保本浮动收益理财产品募资 77.21 万亿，占比 67.75%，占比较 2013 年提高 8.85 个百分点；而保本浮动和保本保收益型理财募资量分别为 8.38 万亿和 28.38 万亿，占比为 7.35%和 24.9%，占比较 2013 年明显回落。

在银行资产负债表的会计核算中，保本型理财和非保本型理财的核算方式有很大差异：

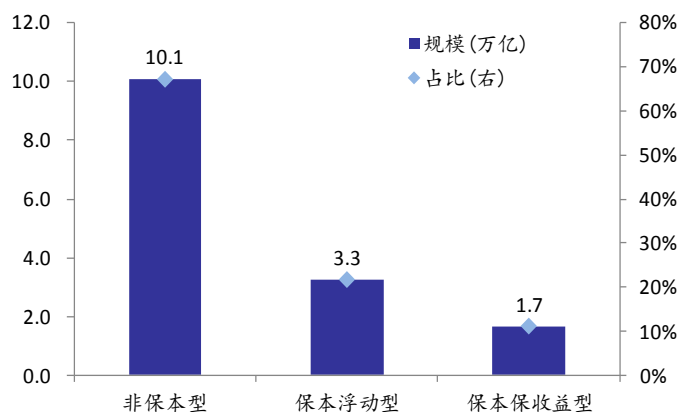
##### 1) 保本型理财：资产负债和收益需计入银行表内核算

资产端一般计入交易性金融资产或应收款项类投资等科目；负债端一般计入交易性金融负债或者结构性存款，如果直接进入结构性存款，则需缴纳存款准备金，并纳入贷存比；利息收入和支出在利润表上反映。

##### 2) 非保本理财：资产负债和收益在银行表外核算

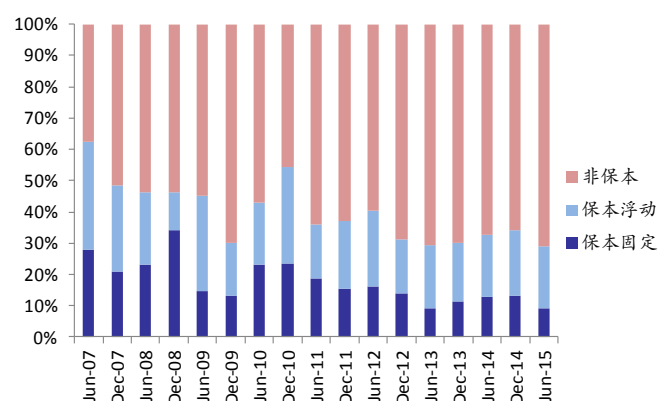
非保本型理财的资产和负债均不需计入银行表内，利息收支也不进利润表，仅理财销售收入计入利润表中的手续费和佣金收入。

图 94：截止 2014 年末保本、非保本理财规模



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 95：银行理财各类型占比变化

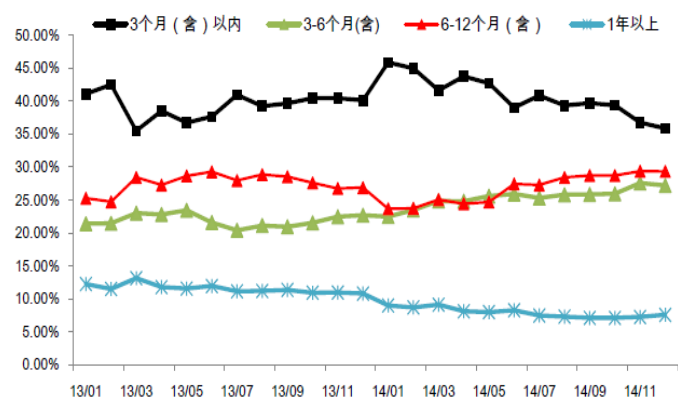


#### 2、不同期限分布：产品发行久期拉长

从封闭式理财产品期限分布来看，截止 2014 年末，3 个月以内的短期理财产品存续余额为 3.51 万亿，占比下降 3.7 个百分点至 35.87%；3-6 个月期产品存续余额 2.66 万亿，占比提高 4.5 个百分点至 27.22%；6-12 个月期产品存续余额为 2.87 万亿，占比提高 2.46 个百分点至 29.34%；1 年期以上的理财产品存续余额为 7410.2 亿，占比下降 3.24 个百分点至 7.57%。

从 2014 年理财产品发行来看，随着货币短期利率从 1 季度 4% 以上大幅回落近 70bp 至 3.5% 左右，理财产品发行久期拉长，加权平均期限从 91 天提高至 96 天。其中，3 个月以内的产品发行募集 28.78 万亿，占比 69.7%，占比下降 4 个百分点；3-6 个月期产品募集 7.72 万亿，占比提高 3.7 个百分点至 18.7%，6 个月及以上期限产品募集 4.81 万亿，占比 11.65%，较上年略有提升。

图 96：银行理财存量总规模占负债和存款余额之比



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 97：2014 年银行理财产品不同期限募集情况分布

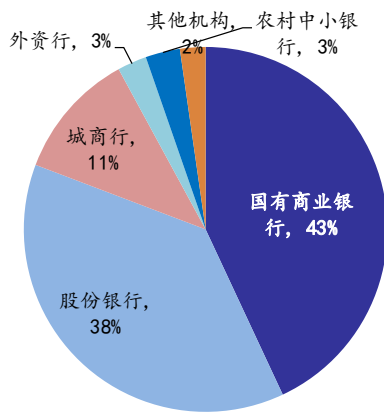
	3个月以内	3-6个月	6-12个月	1年以上	加权期限
2014年	28.78	7.72	4.3	0.51	96天
占比	69.7%	18.7%	10.4%	1.2%	
2013年	24.74	5.04	3.14	0.66	91天
占比	73.7%	15.0%	9.4%	2.0%	

### 3、理财发行的银行类型分布：国有银行占主体，但比重下滑

截止 2014 年末，国有银行理财资金余额占据市场主体地位，规模为 6.47 万亿，占比 43.06%，较上年末增长 1.42 万亿，占比下滑 6.25 个百分点；其次为股份制银行，理财余额为 5.67 万亿，占比 37.74%，较上年增长 2.52 万亿，占比提高 4.45 个百分点，此外，城商行理财余额为 1.7 万亿，占比提高 2.4 个百分点至 11.3%。

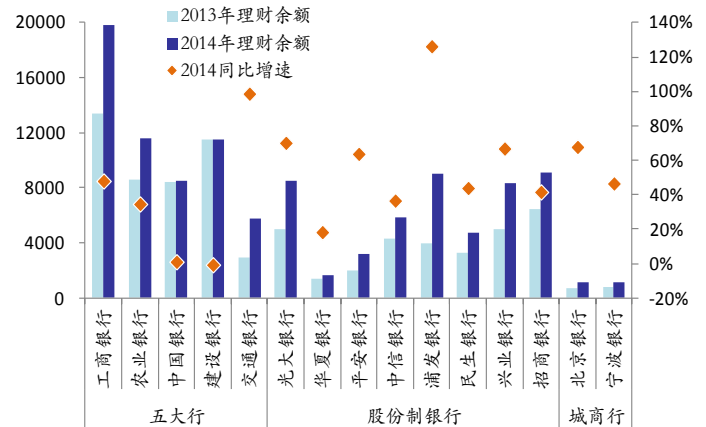
从 16 家上市银行 2014 年报披露看，五大行理财余额为 5.7 万亿，增速分化扩大，交行、工行和农行继续保持高速增长（同比 99%、48% 和 36%），而中行和建行则增长大幅放缓（同比仅增 1.1% 和 -1%）。股份制银行和城商行的理财余额为 5.27 万亿，其中招商、浦发、兴业银行规模最大，余额在 9000 亿上下，增长维持高位扩张，平均年增速在 60% 以上。

图 98：不同类型银行理财产品余额分布



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

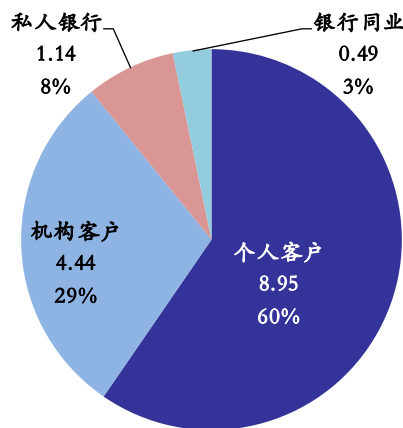
图 99：上市银行 2014 年理财余额同比继续快速增长



#### 4、不同投资者分布：个人投资者占比 60%，机构客户积极扩张

银行理财产品的投资者以个人投资者为主，规模达 8.95 万亿，占比接近 60%，较上年末下降 4.58 个百分点；随着利率市场化深入和资金竞争加剧，针对公司流动性资金的对公理财业务快速发展，机构客户专属理财余额 4.44 万亿，占比较上年末提高 3.7 个百分点至近 30%；此外，私人银行和银行同业理财产品余额分别为 1.14 万亿和 0.49 万亿，占比仅 7.6%和 3.25%。

图 100：2014 年银行理财产品投资者分布



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

#### 3.2.4. 银行理财的资产配置与债券投资

##### 1) 资产配置：债券及货币工具、银行存款、非标债权为主

债券及货币工具、银行存款、非标债权是银行理财最主要配置资产。2014 年，全部理财产品投资各类资产总市值 15.77 万亿，涉及债券、货币、权益、非标、信贷和商品等 11 大类资产，其中，债券及货币市场工具投资 6.9 万亿，占比 43.75%，银行存款和非标资产投资 4.18 万亿

和 3.29 万亿，占比为 26.6%和 20.9%，合计占比达 91.2%，较 2013 年末 91.75%略有下降。

从 2014 年理财的新增投资变化看，全年新增债券及货币工具投资 2.94 万亿，占比提高 5 个百分点；新增银行存款 1.56 万亿，占比提高 1 个百分点；新增非标资产 4826 亿，占比下降 7 个百分点；新增权益类资产 3561 亿，占比上升 0.1%。其中，2014 上半年主要增持债券与货币工具、银行存款，2014 下半年则对债券、非标和公募基金的买入力度加大，增幅超过上半年。预计 2015 年随着股市行情火热，债券和存款利率下滑，权益资产配置将会增加，投资将更趋多元与分散。

图 101：2013-2014 年银行理财产品投资资产分布

	余额			占比		
	2014H2	2014H1	2013H2	2014H2	2014H1	2013H2
债券及货币市场工具	68,981	50360	39567	43.7%	39.8%	38.6%
银行存款	41,888	36280	26235	26.6%	28.7%	25.6%
非标准化债权类资产	32,976	28804	28150	20.9%	22.8%	27.5%
权益类资产	9,848	8197	6287	6.2%	6.5%	6.1%
公募基金	1,998	949	369	1.3%	0.8%	0.4%
金融衍生品	782	1151	1147	0.5%	0.9%	1.1%
代客境外理财投资QDII	473	430	451	0.3%	0.3%	0.4%
理财直接融资工具	394	304	164	0.2%	0.2%	0.2%
信贷资产流转项目	309	13	20	0.2%	0.0%	0.0%
商品类及另类投资资产	32	13	10	0.0%	0.0%	0.0%
合计	157683	126500	102400	100%	100%	100%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

## 2) 债券投资：信用债投资 4 万亿，青睐中高等级。

2014 年理财投资于债券和货币市场工具占比 43.7%，总规模 6.87 万亿。其中利率债（包括国债、地方政府债、央票和政策性金融债）占比 4.33%，为 0.68 万亿，信用债占理财总额 25.45%，约为 4 万亿，是信用债最大的机构投资者。从理财投资信用债的评级来看，高信用评级占主体，AAA 级占比 47.27%，AA+占比 25.43%，AA 占比 24.23%，AA-及以下的低评级信用债占比不到 5%。

图 102：银行理财信用债投资占比 30%，利率债占 3%

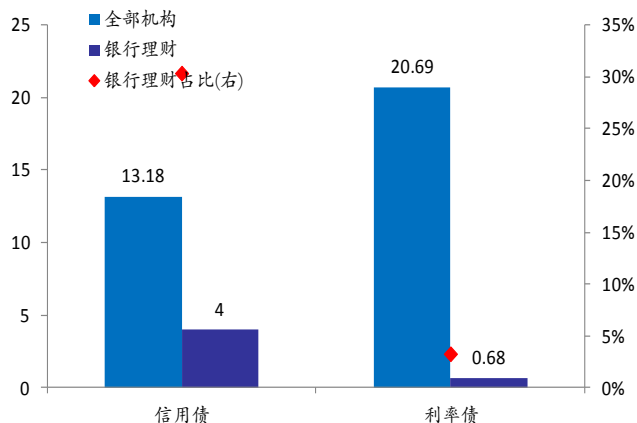
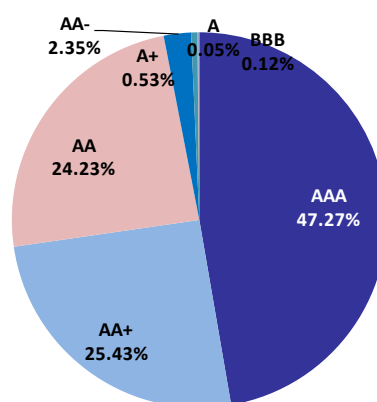


图 103：2014 年银行理财资金投资信用债的评级分布



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

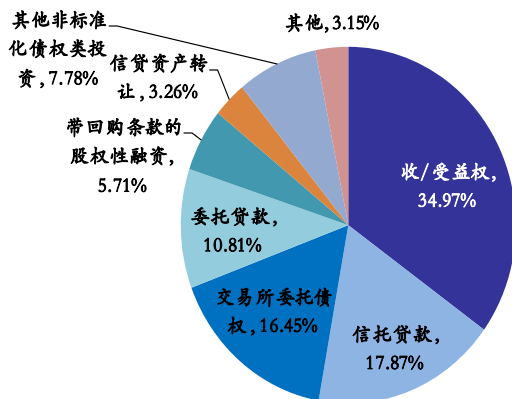
### 3) 非标投资：3.3 万亿，以各类收益权、交易所委托债权为主

2014 年银行理财投资非标资产近 3.3 万亿，较上年增长 4826 亿，其中上半年增长 654 亿，下半年增长 4172 亿，主要受到资金和债券利率回落，资产配置向更高收益风险资产转换、以及与股市相关的两融收益权快速扩张等影响。

从银行理财的非标投资结构看，各类收益权占比最大，接近 35%，信托贷款占比 17.87%，交易所委托债权占比 16.5%，委托贷款占到 10.81%，4 项总和占到 80%。类信贷投资仍是银行理财进行非标投资的主要方向。

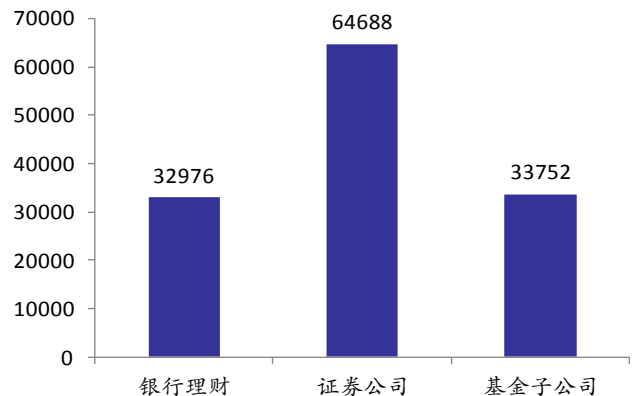
与券商和基金子公司等其他资管平台相比，银行理财的新增非标规模并非最高，事实上，2014 年券商资管平台下的非标新增投资高达 6.47 万亿，而基金子公司也有 3.37 万亿，尽管银行理财的外包资金占到很大比例，但可以看出，在影子银行严格监管下，银行的非标投资仍以同业、理财等银行投资为主，转向监管更为宽松的券商和基金子公司平台上。

图 104：2014 年银行理财的非标投资结构



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 105：2014 年银行理财、券商和基金子公司非标规模对比



### 3.2.5. 理财重塑银行资产负债版图：从缺资金转向缺资产

截止 2015 年 6 月，银行理财资管规模已相当于银行存款余额的 13.7%，占个人储蓄存款的 33%，占 GDP 的 25%。由于理财产品由银行发起，储户通常将其投资视为零风险，预期能够到期收回本金并获得一定利息收入，成为存款业务的表外延伸，并成为银行增加客户粘性、争夺存款的重要工具，大幅分流 5 万元以上的个人活期存款，尤其对于中小银行冲击显著，重塑银行资产负债版图。

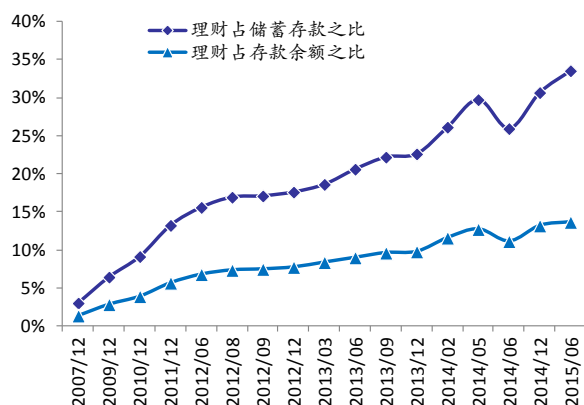
2014 年国有银行理财发行量明显加大，尽管传统上五大行具有存款优



势，但在城商行和股份制银行大量发行理财、以及互联网金融冲击下，同样面临资金争夺和存款流失加剧。2014 年交行、工行和农业银行理财余额分别比 2013 年增长 99%、48% 和 36% 至 5769 亿、1.98 万亿和 1.16 万亿，而中行和建行理财产品余额则增长相对缓慢，同比上升 1.1% 和 -1% 至 8469 亿和 1.14 万亿。

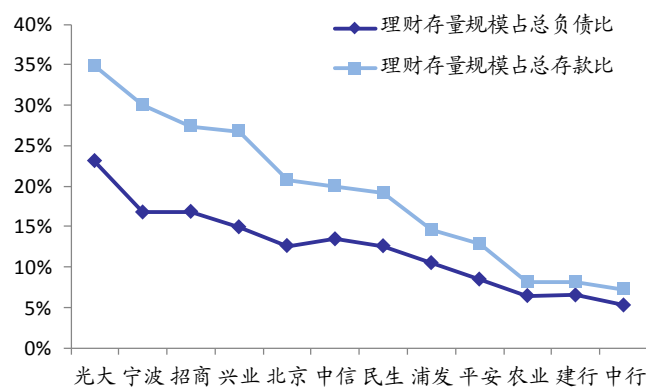
部分中小银行理财存量占个人储蓄存款占比超过 100%，资金来源和资金成本定价已相当市场化。平安、浦发、中信等上市银行理财产品的累计销售规模增速超过 70%。从存量结构看，部分股份银行如光大、宁波、招商等银行，理财存量余额与总负债之比超过 27%，已成为银行重要资金来源，由于理财负债的主动性和市场化利率竞争优势，多数股份制银行的理财规模占个人储蓄存款余额之比均超过 70%，部分银行甚至达到 150% 以上，这意味着很多股份制和中小银行的资金来源已相当市场化。

图 106：理财占银行储蓄存款和存款余额之比



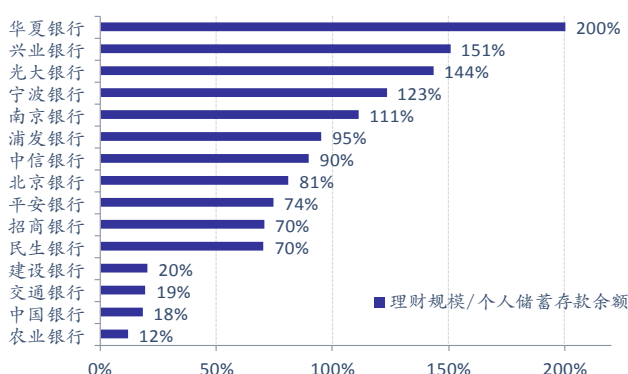
资料来源：WIND，国泰君安证券研究

图 107：银行理财存量总规模占负债和存款余额之比



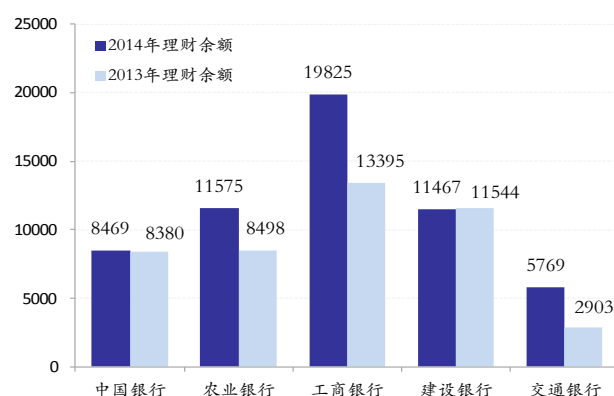
光大 宁波 招商 兴业 北京 中信 民生 浦发 平安 农业 建行 中行

图 108：银行理财规模/个人储蓄存款余额



资料来源：WIND，国泰君安证券研究

图 109：五大行银行理财产品余额



2015 年起，理财高速增长时代落幕。理财产品本质上是存款业务的表外延伸，是增加客户粘性、争夺存款的重要工具。但随着贷存比限制取消、融资需求下滑和一般存款扩容，银行通过理财拉存款的需求大幅减弱，银行从“缺资金”转向“缺资产”。此外，随着贷存比取消，存款利率上限放开，以及 NCDs 和面向企业与个人的大额存单大

量发行，银行通过滚动发行理财产品冲存款的需求显著下降，银行理财规模增长相对放缓。

2015 半年报显示，五大行理财产品扩张显著放缓，仅股份制银行理财仍逆势大幅扩容，但也面临资产再配置压力。截止 2015 年 6 月，工行、建行、农行的理财产品规模分别为 2.14 万亿、1.09 万亿和 1.04 万亿，除工行较 2014 年末增长 7.9% 外，建行和农行分别下降 4.2% 和 9.8%。但股份制银行兴业、招行、中信和交行等则分别急剧扩张 68%、81%、60% 和 27.5% 至 1.4 万亿、1.64 万亿、1.33 万亿和 1.3 万亿。

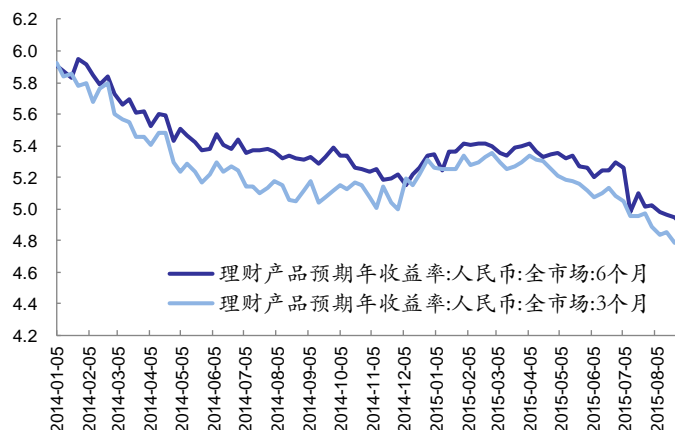
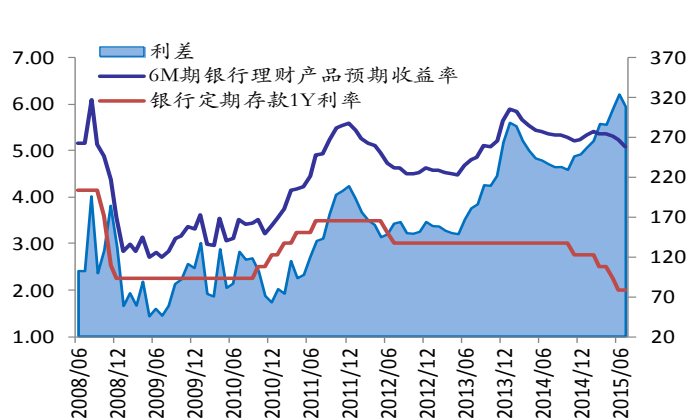
### 3.2.6. 理财产品高收益时代开始落幕

在利率市场化和存款被加速分流趋势下，理财收益率成为全社会负债资金的“无风险利率”标杆，较高的理财成本成为抑制长端利率债下行的无形天花板，在其他负债端利率整体下行的环境中（存款、货基、同存、票据、债券等），成为收益率下行最慢、利差不断走扩的品种。

2012 年以来理财成本居高不下，理财与存款利差从 2012 年以来持续走扩，从 120bp 持续上行至目前 300bp 左右，处于历史最高峰。利差走扩分为两个阶段：2012-2014 年理财与存款的利差走扩，主要由于资金和债券利率高企、非标资产占比提高等资产收益率上升，是市场利率与管制利率的差距；但 2015 年以来利差大幅走扩，是由于央行宽松环境下，负债端存款和资金利率大幅下行，而理财收益下降缓慢，是边际新增资金与存量收益率利差走扩的反应。

理财收益率居高不下的原因主要是：1）理财产品久期相对较长，一般为 6-9 个月，以前配置的较高的资产收益率尚未到期，仍能满足较高收益率要求；2）理财可配置高收益的类信贷、信托收益权等非标资产，无论 2013-14 年的非标、2015 年的 IPO、定增等，均提供了较高的无风险刚兑收益；3）资金、协存、同业等流动性资产利率在 4 月以前维持高位，保证了较高的底仓收益率。

图 110：银行理财收益率下行缓慢，与银行存款利差走高 图 111：3M 和 6M 银行理财产品预期年收益率



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

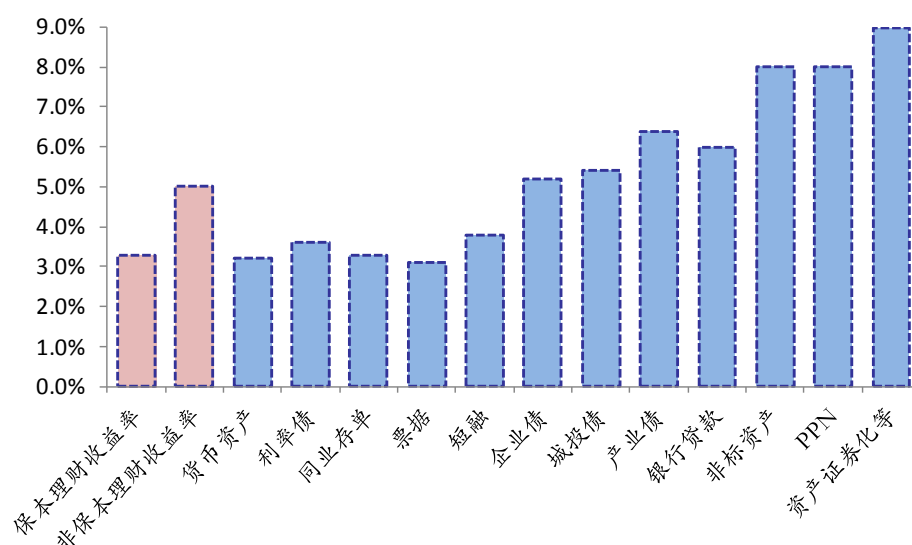
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

**事情正在起变化。**负债端利率最终由资产决定，理财资金面临到期再配置和优质高收益资产大幅收缩风险，收益率或将打开下行空间，理财收益将重回 3% 左右时代。一方面，从 4 月资金大幅下行以来，资金、票据、同业和债券利率均大幅下行，理财面临较大的再配置压力，利率重定价将导致收益率全面下降；另一方面，随着股市震荡加剧，实体经济融资需求疲弱，IPO、定增和非标等高收益资产收缩，资产配置上难以再支撑高收益。

**打破“玻璃天花板”。**从可比资产收益率变化看，根据流动性和重定价的快慢，资金、同存、票据、债券、存款和货币基金利率等均已大幅下行，并创历史新低。而理财收益率仍维持相对高位，下行缓慢，是一块相对高估的利差高地，随着资产再配置和重定价效应逐渐进行，理财收益率将打破目前的天花板，出现大幅下行，进一步打开利率债的下行空间。

- **存款负债利率大幅下降。**从 2014 年 11 月起，央行连续 4 次降息下调存款基准利率 100bp，存款基准利率已降至 2% 的历史低位。
- **资金利率由短及长，加速下行。**4 月以来，随着央行大幅降准和 MLF，银行超储率大幅上升，资金利率大幅下降至 2011 年以来的历史最低区间，隔夜和 7 天拆借利率维持在 1.5% 和 2.5% 左右，受短端利率带动，中期资金利率 Shibor 3M、6M 同业存单等利率大幅回落，从 5% 左右大幅降至 3% 附近。
- **同业存单、票据和短融等短久期资产利率显著回落。**6M 票据、同存和 AA 短融利率水平从 4 月下旬的 3.6%、4.6% 和 5% 左右下行至 3.1%、3.2% 和 3.5% 左右。

图 112：边际新增资产收益率已经难以支撑存量理财收益率要求



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

**优质资产匮乏，理财产品由短及长收益率加速下行，仍有较大回落空间。**从绝对收益看，2015 年以来资金利率、票据、同业和货币基金等

边际新增资产的收益率都已回落至 2011 年左右的历史低位，而银行理财收益率仍维持在 5% 左右的相对高位，年初以来下行幅度不到 40bp，回落缓慢。从可投资资产看，2015 上半年股市火热吸引了大量理财的优先级资金，但随着股市暴跌、两融和股权质押收缩，IPO 与定增暂停，类无风险资产的供给急剧下降。在实体经济增长偏弱和央行货币政策宽松的推动下，理财资金增速持续高于资产增速，未来相当长的一段时间里，整体市场缺乏高收益资产，理财收益率面临大幅下行空间。

事实上，7 月以来理财产品收益率已经从短期限到长期限迎来加速下行。其中 1 个月期理财产品已从 7 月初 5% 左右下行 80bp 至 4.2%，兴业、招行、中行等 1 个月期理财产品的预期收益更是大幅下行 120-350bp。目前，3 个月和 6 个月的中长期理财的预期收益下降还相对缓慢，回落 25-40bp 至 4.8% 和 4.9% 左右，但对于中行、招行、交行、建行等银行而言，由于理财资金规模庞大，但优质安全资产较少，导致收益水平加速回落，下行幅度在 60-90bp 左右。

图 113: 理财产品预期收益率大幅下滑



图 114: 交通银行理财产品预期收益率

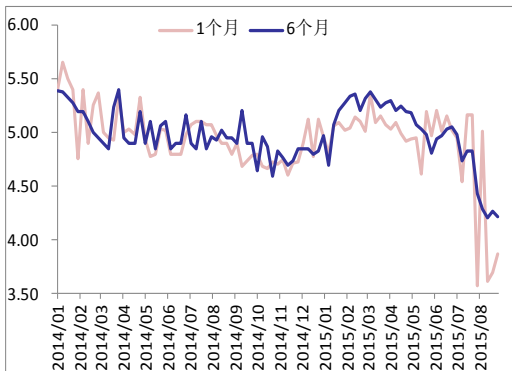
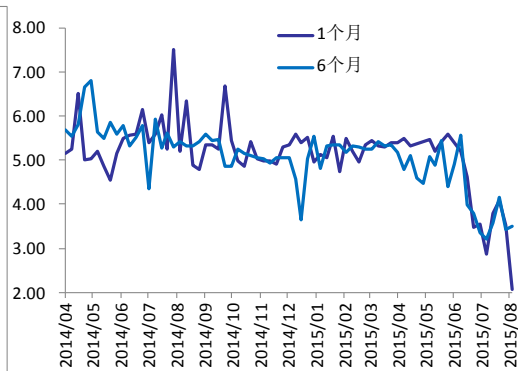


图 115: 招商银行理财产品预期收益率



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

随着理财收益率的大幅下降，债券收益率曲线仍然有比较大的下降空间。预计商业银行短期理财预期收益率可能下降至少 150bp，从而大幅降低机构对债券的预期收益率目标水平，收益率曲线中长端下行幅度预计超过 50bp，债券市场中期仍然存在大幅上涨的机会。

### 3.2.7. 私人银行 : 崭露头角，市场广阔

相比于银行理财在产品端的竞争优势，私人银行则为富裕人士和家庭提供更加专业、个性、私密的综合资产管理服务，具备全球资产配置竞争力，并且不仅仅限于提供理财产品，还可以综合利用信托、保险、基金等资管平台为客户提供资产收益、风险和流动性的综合平衡，并提供一系列法律、财务、税收、财产继承、教育等专业服务。

截止 2015 年 6 月，16 家上市银行中有 13 家开立私人银行业务，管理资产规模超过 5.6 万亿，占总资产的 5%，其中，招行私人银行总资产 1.08 万亿，户均资产超过 2400 万，占总资产比超过 20%。



私人银行在资产管理上的特征和竞争力主要体现在：

- (1) 客户进入门槛高，一般在 100 万美元以上。
- (2) 私人定制与综合化服务。协同银行零售、企业银行、投资银行等各种领域，综合利用境外分支机构、信托、保险、基金等广泛平台，产品涉及债券、基金、股票、外汇、结构性产品、私募 PE、另类投资（贵金属、商品、对冲基金）等，资产配置领域更加广泛。
- (3) 能提供法律咨询、税务规划、保险规划、家族信托、子女教育、等传统资管机构所不具备的竞争优势；
- (4) 在境外和离岸资产管理上具有优势。银行逐步搭建全球私人银行服务网络，提供跨境金融服务和全球投资产品。

图 116：截止 2015 年 6 月 13 家上市银行私人银行资产规模

银行名称	客户数(个)	私人银行规模 (亿元)	户均资产	私人银行资产 占比	规模增速
中国银行	74000	7,200	973	4.4%	
浦发银行	13500	2,500	1852	5.4%	13.6%
招商银行	44039	10,836	2461	20.8%	44.0%
农业银行	64000	7,400	1156	4.2%	15.6%
平安银行	12600	2,154	1710	8.4%	38.0%
光大银行	21678	1,945	897	6.5%	15.4%
工商银行	53500	9,100	1701	4.1%	23.7%
兴业银行	-	2,328		4.5%	5.5%
中信银行	15656	2,351	1502	5.2%	16.7%
民生银行	14252	2,558	1795	5.9%	11.0%
北京银行	17000	-		-	-
建设银行	39022	4,416	1132	2.4%	20.8%
交通银行	-	3,452		4.8%	18.6%
<b>总计</b>	<b>369247</b>	<b>56,240</b>	<b>1432</b>	<b>5.0%</b>	

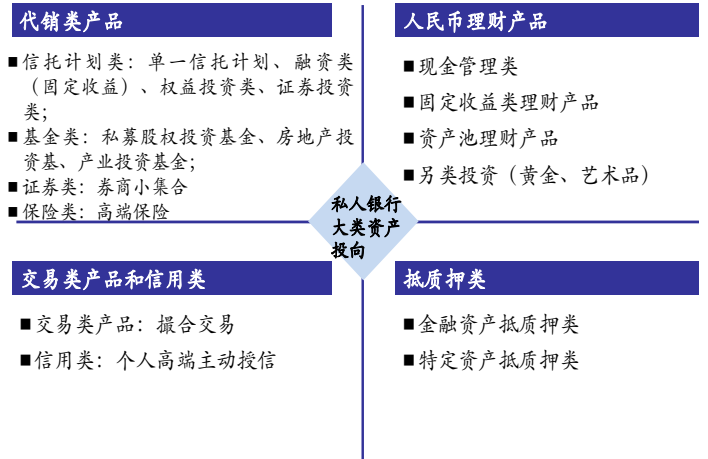
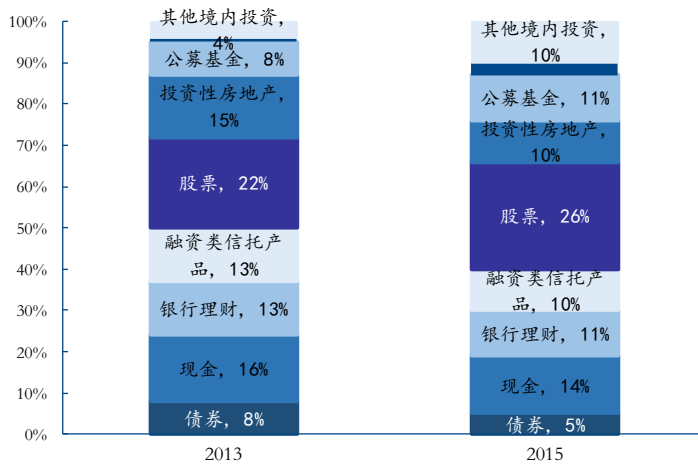
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

私人银行高净值客户的主要金融资产配置结构分别为，股票占比 25% 左右，现金及存款等价物 15%，银行理财 11%、公募基金 11%、融资类信托产品 10%，投资性房地产 10%，债券占比 5%，其他境内投资占比 10% 左右。

从 2013 至 2015 年私人银行金融资产配置结构的变化趋势看，主要有以下四个特征：① 现金、银行理财等安全类资产占比下滑，现金从 16% 略降至 14%，银行理财回落至 11%；② 实物类资产投资性房地产在配置中占比明显下降，从 15% 降至 10%，融资类信托产品的投资受到信托刚兑打破、非标收缩的冲击，占比从 13% 减少至 10%；③ 风险资产如股票、公募基金占比明显提高，分别从 22% 和 8% 上升至 26% 和 11%；④ 其他境内投资产品如基金子公司专户、对冲基金、资产证券化等，需求比重不断上升，从 4% 提升至 10%。



图 117: 2013-2015 私人银行高净值客户金融资产配置结构 图 118: 私人银行大类资产配置投资方向



数据来源：《2015 中国私人财富报告》，国泰君安证券研究

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

### 3.3. 保险机构：新时代，大资管

保险资管是继商业银行、广义基金之后第三大资产和债券投资机构。在过去 10 年，保险行业总资产规模经历快速扩张，从 2004 年的不足 1 万亿到 2015 年 6 月已迅猛扩张至 11 万亿，10 年 10 倍增长，年均复合增速达到 24%。与基金、证券等其他机构相比，保险资金配置具有投资周期长、风险偏好低、资金成本合理、大类资产配置更为多元化等特征，是国内资本市场上最为重要的机构投资者之一。

本节报告分为三个主要部分：I 保险机构资产配置和债券投资行为；II 海外保险机构的大类资产配置；III 中国养老保险基金投资行为分析。

#### 3.3.1. 保险资产配置和债券投资行为：跨市场、资产和策略的立体投资

与商业银行类似，保险机构的资产配置与保费收入增速，保费来源的资金成本、期限，投资政策放宽、大类资产轮动等因素密切相关。保险机构投资的主要特征是：

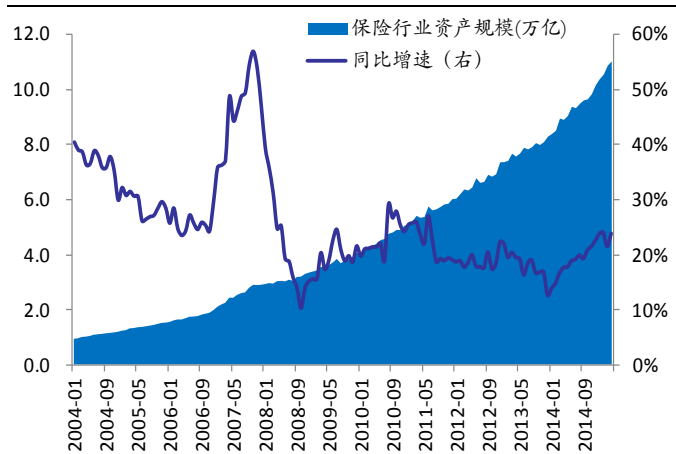
(1) 债券投资的核心原则是资产负债匹配，由于负债久期较长，配债需求一般集中在长端。

(2) 相对更偏好收益率在 4% 或以上的债券品种，只有达到这个水平才能与平均保单成本相匹配。

(3) 保险机构一般更加注重大类资产配置，注重流动性资产、债权、不动产、非标、权益等资产收益和风险的权衡，更关注绝对收益率。

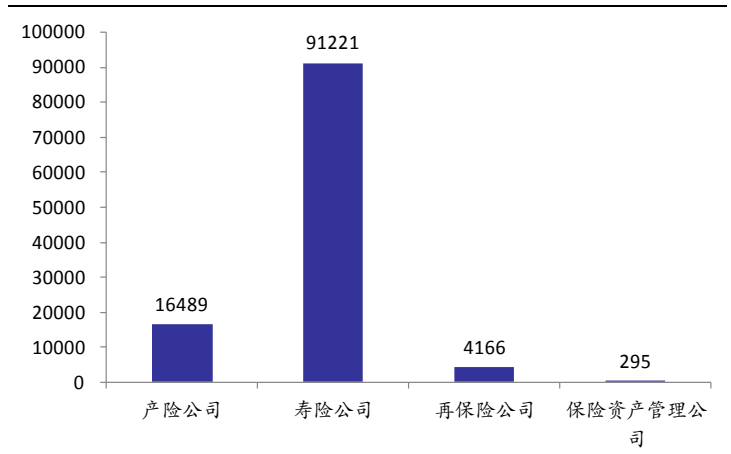
截止 2015 年 4 月，保险机构总资产 11 万亿，同比增长 24%，占 GDP 之比为 17%，可投资资金总额 10.04 万亿，投资规模不断攀升。随着投资范围大幅拓宽，收益率得到有效提升，2014 年实现总投资收益 5358.8 亿元，同比增长 46%，平均投资收益率上升近 100bp 至 6.3%，创下 2010 年以来历史最高水平。

图 119: 2014 年保险资产余额 11 万亿, 投资规模 10 万亿



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 120: 中国保险业不同类型保险机构总资产对比



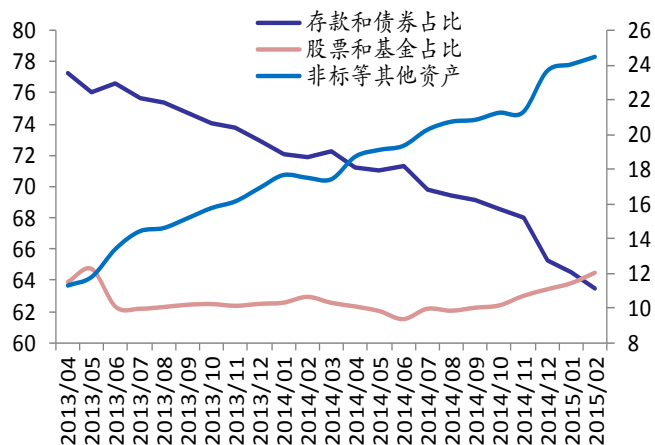
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

随着保险投资范围不断拓宽, 保险资管的投资已进入多元化、立体化配置时期, 可投资范围包括五大类, 分别为流动性资产、固定收益资产、权益类资产、不动产和其他金融资产, 涵盖了包括基础设施债权、不动产、非上市股权、理财、股指、衍生品、创业板等各类资产, 成为跨行业、跨资产、跨平台的全牌照投资者。

在资产配置结构上, 保险投资以风险和收益稳健的固定收益资产为主, 占比 40-45% 左右, 平均收益率为 4-5%; 银行存款是第 2 大配置资产, 占比 30% 附近, 平均收益率在 4% 左右; 股票和基金投资占比 10-15%, 投资收益受市场波动影响较大; 长期股权投资占比 5-10%, 贷款占比 5-10%, 投资收益在 6-8% 左右。此外, 还包括买入返售资产、投资性房地产、保险资管产品等, 分别占比仅为 1-2% 左右。

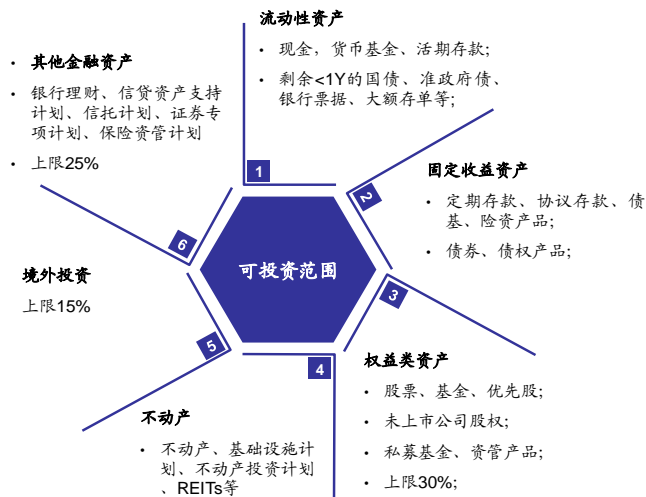
2014 年保险资产配置风险偏好继续提升, 低风险收益的存款和债券占比连续下滑, 另类投资大幅增加, 有助于提高整体资产收益水平。具体而言, 存款和债券占比从 2013 年初的 77% 降至 2015 年 60%, 以另类投资为主的其他投资大幅攀升, 占比从 12% 大幅增至 25% 附近, 股票和基金等证券投资也明显反弹, 在资产配置中比重增加 5 个百分点至 15% 左右。2014 年保险行业总投资收益率 6.3%, 综合投资收益率高达 9.2%, 均创下 5 年新高。

图 121: 保险配置中存款和债券占比下降, 非标上升



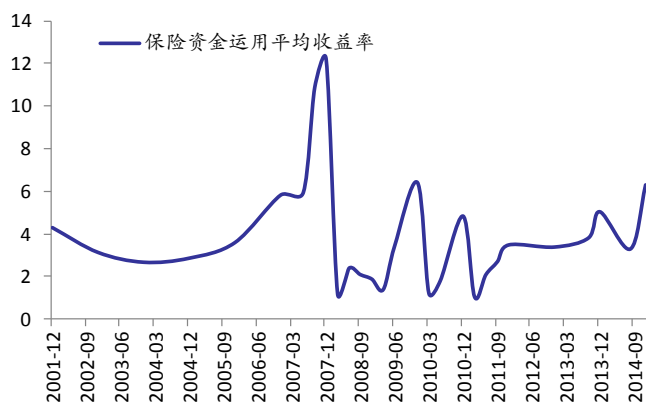
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 122: 保险机构大类资产可投资范围和标的



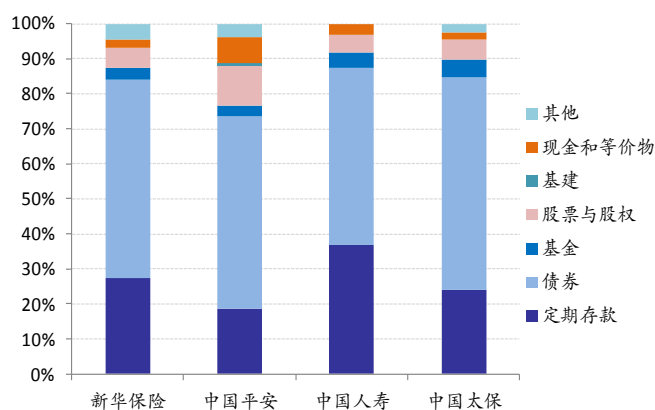
从 4 大保险上市公司的微观资产结构变化可以发现, 2014 年平安、新华、人寿、太 保四大保险公司的低收益资产配置大幅缩减, 现金、定存和债券类资产占比分别减少 8.4、4.4、3.9 和 1.8 个百分点, 而股票、股权、基建等其他类投资大幅增长, 投资风险偏好明显提升, 带动投资收益显著提高, 相应承担的久期错配、流动性和信用风险也在加大。

图 123: 2014 年保险业投资收益率 6.3%, 综合投资收益 9.2%



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 124: 四大上市保险公司 2014 年资产结构对比



### 3.3.2. 保险行业政策回顾: 打破限制, 重塑配置

政策层不断放开保险行业投资范围, 是推动保险资管大类资产配置的重要催化剂。2000 年以前, 保险投资仅限于国债和银行存款; 2004 年起, 股票纳入投资范围, 并在此后不断提高投资上限; 2012 年以来, 投资渠道进一步放宽至权益、不动产、其他金融资产和境外资产; 2014 年以来, 保险投资领域更放宽至创业板、集合信托、优先股、创业投资基金、境外债券和香港创业板股票等风险资产, 打破投资束缚, 推动投资收益率创下 5 年新高。

**图 125: 保险机构资产可投资范围不断拓宽**

时间	新政名称	新政策内容
2012年7月	关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知	扩大保险资金 <b>直接投资股权</b> 的范围
2012年7月	保险资金委托投资管理暂行办法	允许保险资管公司开展 <b>定向资产管理、专项资产管理</b> 或者特定客户资产管理等投资业务
2012年7月	保险资金投资债券暂行办法	<b>扩大债券投资范围</b> ，提高企业债投资上限（对无担保的非金融企业债券投资比例，从不超过总资产的15%提升到不超过总资产的50%）
2012年10月	保险资金参与股指期货、参与衍生品交易规定	险资获得对冲工具，增强系统风险管理能力
2012年10月	基础设施债权投资计划管理暂行规定	<b>放宽偿债主体和投资项目要求</b> 等投资限制，增加可投资项目范围
2012年10月	关于保险资金投资有关金融产品的通知	放开险资 <b>投资理财产品、信贷资产支持证券、专项资产管理计划、基础设施计划、不动产投资计划</b> 和项目资产支持计划
2013年2月	关于债权投资计划注册有关事项的通知	基础设施和不动产债权计划发行将由 <b>备案制改为注册制</b> ，以简便流程、提高效率
2013年2月	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	支持保险资产管理公司 <b>开展资产管理产品业务试点</b>
2013年6月	保险机构投资设立基金管理公司试点办法	允许保险公司投资 <b>设立基金管理公司</b>
2013年9月	关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知	<b>扩大基础设施债权计划和不动产投资占比</b> ，由20%提升到30%
2014年1月	关于保险资金投资创业板上市公司股票的通知	允许保险资金投资 <b>创业板股票</b>
2014年1月	试点历史存量保单投资蓝筹股政策	<b>允许符合条件的历史存量保单投资蓝筹股</b> 。包括：独立账户封闭运行；根据资产负债匹配情况确定蓝筹股投资比例；对独立账户投资的蓝筹股试行逆周期资产认可标准；明确蓝筹股标准。
2014年2月	关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知	重新划分流动性资产、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
2014年5月	关于险资投资集合资金信托计划有关事项的通知	<b>险资投资集合信托计划</b> ，限于融资类资产、风险可控的非上市权益、固收类集合计划信用等级在A以上，不得投资单一信托、国家明令禁止行业或产业信托
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》（简称新“国十条”）	构筑保险民生保障网，完善多层次社会保障体系；发挥保险风险管理功能，完善保险经济补偿机制，拓展保险服务功能，推进保险业改革开放，加强和改进保险监管，优化保险业发展环境和完善现代保险服务业的发展等。
2014年10月	关于保险资金投资优先股有关事项的通知	允许保险资金 <b>直接投资优先股</b>
2014年12月	关于保险资金运用属地监管试点工作有关事项的通知	保监会授权北京、上海、江苏、湖北、广东和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 <b>投资创业投资基金</b> ，支持创业企业和小微企业的发展
2015年3月	关于调整保险资金境外投资有关政策的通知	拓宽境外投资范围，拓宽保险资管受托投资范围， <b>扩大境外债券投资范围，增加香港创业板股票投资</b>

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

### 3.3.3. 保险资管的收益率竞争压力

**保单利率市场化和竞争加剧。**保险负债成本决定了投资必要回报率的下限。2013年8月保监会取消传统寿险保单2.5%的利率上限，放开市场化定价，保险公司可以通过提高产品定价、降低保险费率以竞争资金，保单的预期收益水平向理财产品看齐，截止2015年初，平安、人寿和太平的万能险利率已升至4-4.5%。

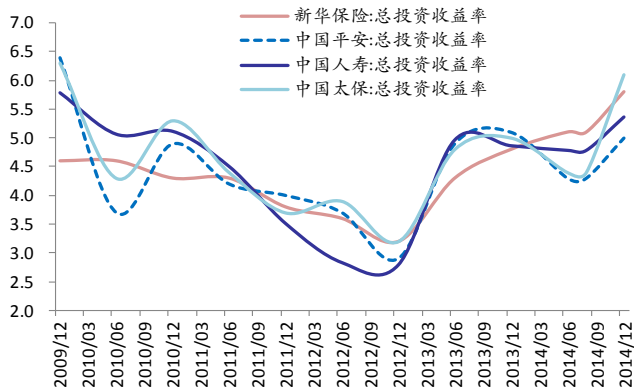
**保险负债成本快速上行，中小保险机构尤甚。**很多保险机构的负债，特别是中小保险机构近几年负债成本上升很快，相当一批中小保险公司通过银保渠道获得保费收入，成本到了7%左右。

**资金竞争抬高预期收益率要求。**2014年寿险行业实现平均投资收益率8.63%，收益最高的前10大公司平均投资收益率均在10%以上，较2010-2014过去5年的平均收益率4.95%大幅提高368bp。安邦人寿、



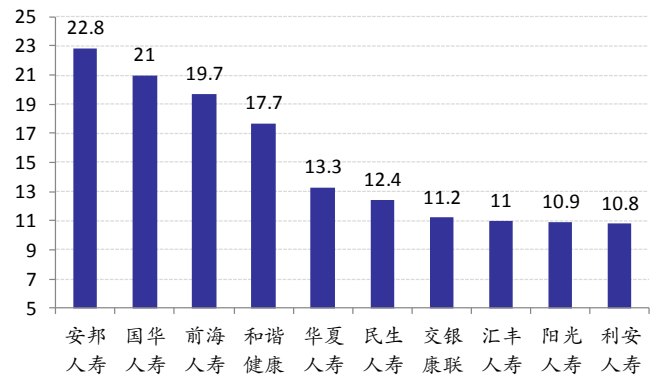
中国人寿等寿险公司投资收益率甚至超过 20%。

图 126: 四大上市保险公司总投资收益率



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 127: 2014 年前十大寿险投资收益最高公司均超 10%



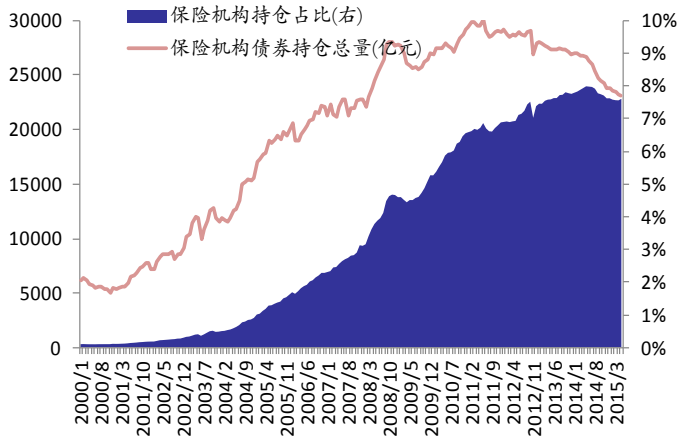
### 3.3.4. 保险资管的债券投资结构和变化

#### 1、持仓总量结构

**从配置主力到减持债券。**自 2000 年以来, 保险机构债券持仓总量和市场占比经历了快速增长、不断上升, 从不到 300 亿总量大幅上升至 2015 年 5 月的 2.3 万亿, 在全市场占比为 7.7%, 是债券市场上仅次于全国性银行、广义基金和城商行的第四大机构投资者。但从 2011 年以来, 保险机构占全市场之比已开始持续下滑, 从 10% 下滑至 7.7%, 尤其从 2014 年下半年起, 保险的绝对持仓规模也开始连续净减持, 从 2.39 万亿下降至 2.26 万亿。

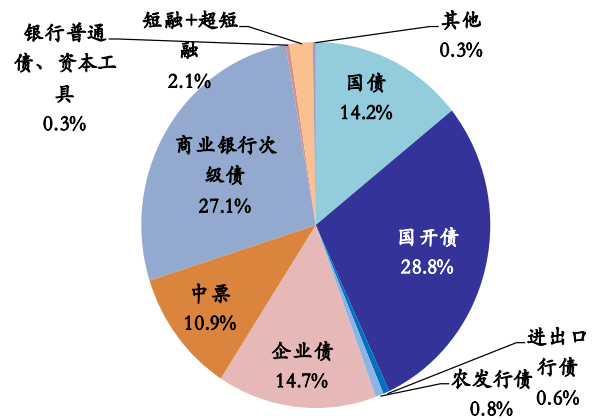
**保险相对偏好国开债、银行次级债和国债。**截止 2015 年 5 月, 保险机构的债券持仓总量为 2.3 万亿, 其中国债为 3107 亿, 占比 14%; 政策性金融债 6249 亿, 占比 30%; 企业债 3003 亿, 占比 14.7%; 中票 2236 亿, 占比 11%; 商业银行债 5629 亿, 占比 27%; 短融超短融 365 亿, 仅占 2.1%。整体而言, 作为传统配置的大户保险机构由于负债久期较长, 债券需求相对更偏好国开债、商业银行次级债和国债。

图 128: 保险机构债券持仓总规模和占机构比例



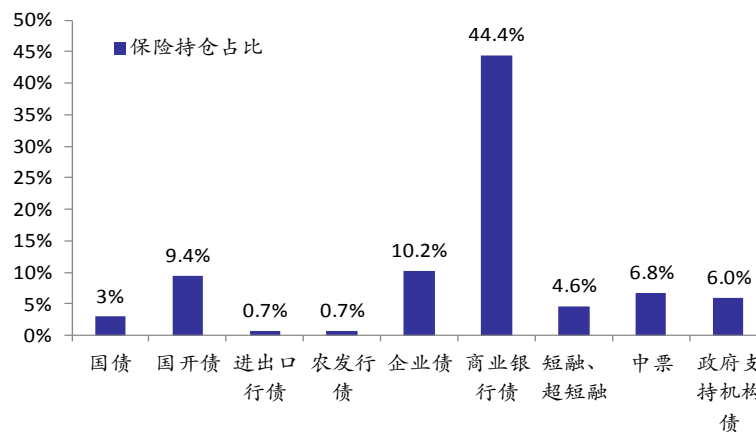
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 129: 截止 2015 年 5 月保险机构债券投资券种分布



从各机构横向对比看，保险资管在商业银行次级债、企业债和国开债投资中占有举足轻重的位置。具体而言，保险资管投资国债在全市场占比为 3%，在国开债占投资中占比为 9.4%，是国开债第 3 大投资机构；对商业银行次级债的投资占比 44%，是第 1 大持有机构，由于保险没有计提资产风险权重和资本的压力，在利率品配置中更偏好收益率更高的商业银行次级债；在信用债投资中，保险机构投资企业债和中票占比分别为 10.2%和 6.8%，对铁道债（政府支持机构债）的投资在 market 占比达到 6%。

图 130: 保险公司债券持仓在各类债券存量中的占比



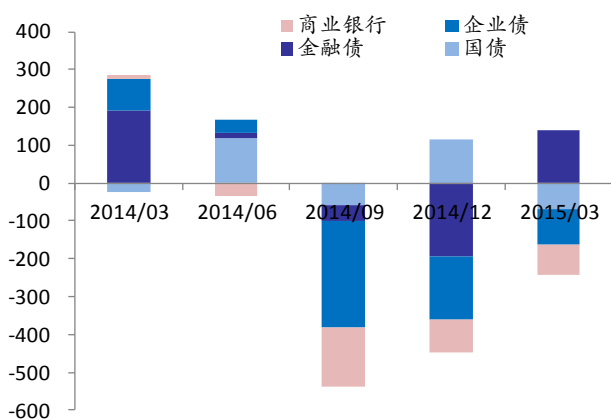
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

从持仓变化趋势看，由于保险机构投资范围大幅拓宽，权益、非标和基建投资占比持续增加，对债券配置有明显挤出影响。保险机构从 2014 年 6 月起连续净减持债券，连续 3 个季度分别净减持 612 亿、463 亿和 170 亿，而 2014 年同期则是分别增持 304 亿、85 亿和 369 亿，是所有机构投资者之中累计净减持规模最大的机构，减持债券类型以企业债、商业银行次级债和金融债为主。

从不同类型债券的持仓变化看，保险机构投资均呈现稳中有降趋势。其中，国债持仓占比从 2011 年初的 6.1%下降至 2015 年的 3.5%左右，政策性金融债占比从峰值 12%左右降至 6%，在商业银行债的投资占比从

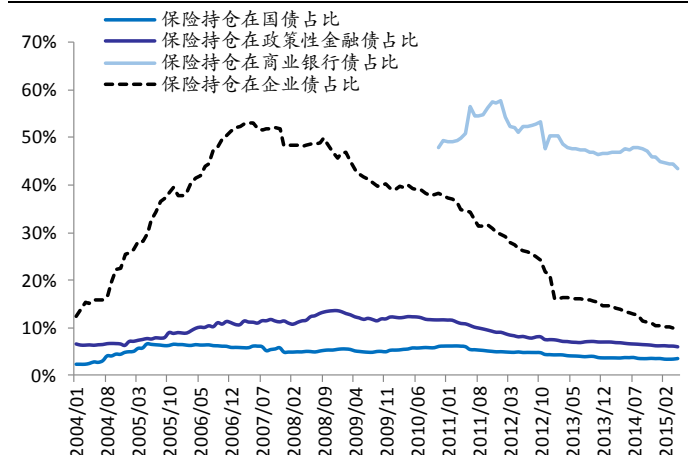
2007 年占比 50%以上大幅降至 10%左右，而保险投资商业银行债的比例则相对平稳，维持在 45-55%的较高比例。

图 131: 自 2014 年 3 季度起保险机构连续减持债券



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 132: 保险机构债券持仓在各类型债券中占比



### 3.3.5. 海外保险公司资产配置经验

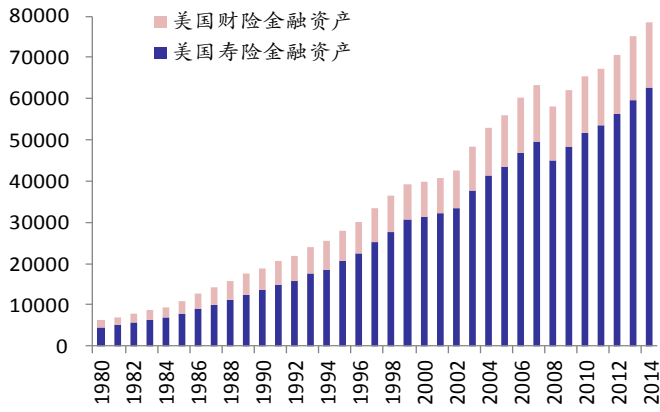
保险公司也是全球资本市场上最重要的机构投资者之一，与其他机构相比，资产规模庞大、投资周期长、风格更为稳健，受到政府部门监管，是最为专业的机构投资者，我们以美国、日本为例，介绍海外保险公司的资产配置经验。

#### 1) 美国保险资产配置：股票投资不断增加，风险偏好上升

截止 2014 年末，美国寿险和财险公司资产总额为 7.84 万亿美元，同比增长 4.4%，自 1980 年至 2015 年均复合增速为 7.6%，占 GDP 之比从 16% 上升至 45%，总资产规模保持快速扩张。其中，目前寿险资产规模为 6.25 万亿美元，占比近 80%，财险资产规模 1.59 万亿美元，占比 20% 左右。

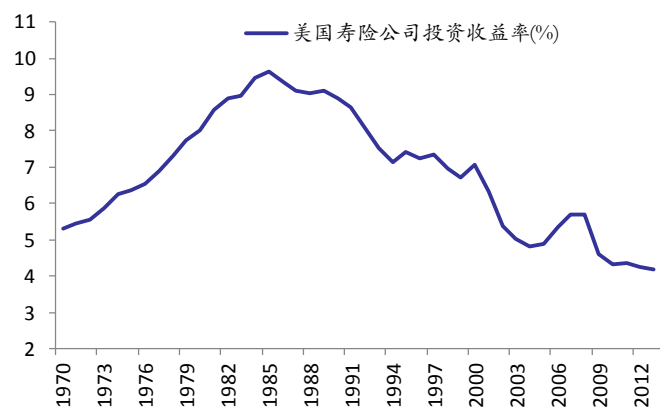
自 1970 年以来，美国寿险公司投资收益率走势经历两个阶段：1970-1985 年间，受高通胀压力和基准利率上行驱动，投资收益率不断上升，从 5.3% 最高增至 9.1%；1986-2014 年以来，随着 CPI 下行、货币政策进入降息周期等影响，收益率呈缓慢下降趋势，2014 年平均投资收益为 4.2% 左右。

图 133: 美国寿险和财险金融资产总规模



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

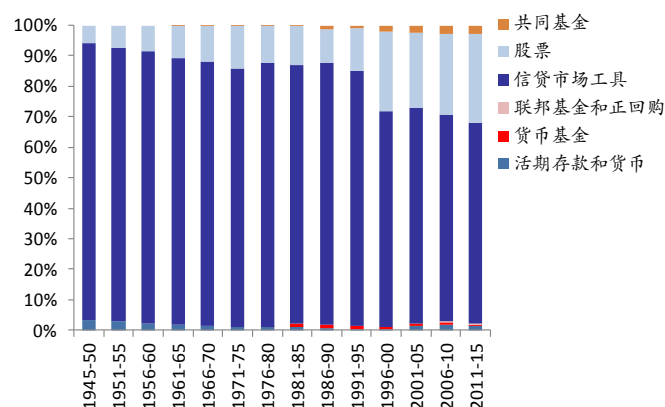
图 134: 美国寿险公司总投资收益率走势



我们统计了 1945 年以来美国财险和寿险公司的大类资产配置。可以看到，美国保险公司的资产配置相对稳健，以信贷市场工具（主要是债券和抵押贷款）为主，占比 60-70%，2014 年末累计规模达 4.5 万亿美元；股票投资占比不断提高，从不到 10% 已上升接近 30%，目前投资规模为 2.2 万亿左右，风险偏好处于持续上升通道；共同基金投资规模从上世纪 90 年代起也在不断扩张，投资占比从 0 增长至 3% 上下，规模达到 2068 亿美元。

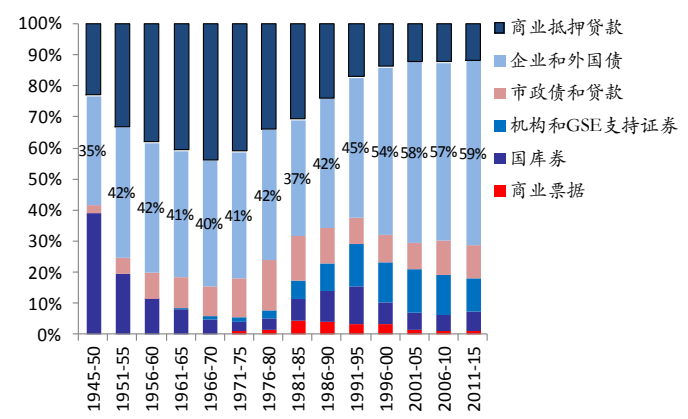
美国保险公司的债券配置以企业债和外国债、机构和 GSE 支持证券、市政债和贷款为主，截止 2014 年末投资规模分别为 2.73 万亿、4757 亿和 4362 亿，占比分别为 60.2%、10.5%和 9.6%。美国信用债市场极为发达，能满足保险机构评级、期限、风险和资产负债匹配等要求，保险机构成为信用债市场最大的专业投资者。

图 135: 美国寿险和财险公司资产配置结构变化趋势



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

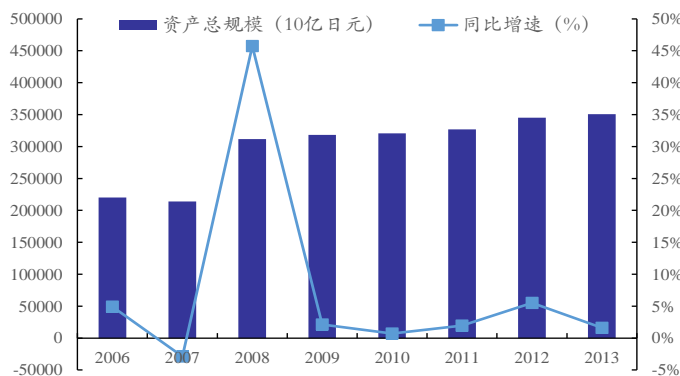
图 136: 美国保险公司债券投资结构



## 2) 日本保险资产配置：以债券投资为主，综合收益偏低

截止到 2013 年，日本寿险总规模达到 350 万亿日元，同比增速达 2%。在 2006-2013 年间，受 2008 年金融危机影响，日本寿险规模增速在 2008 年达到最高值 46%。

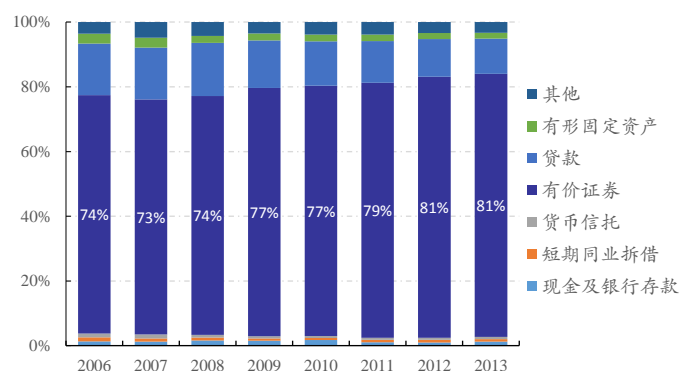
图 137: 2006-2013 年日本寿险规模变化



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

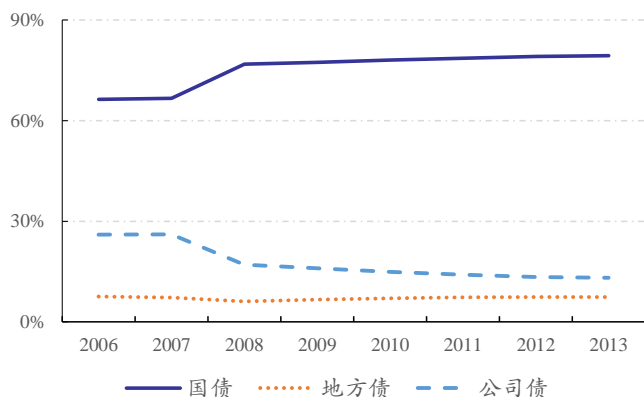
在日本寿险资产的配置中, 有价证券所占比例维持在 70% 以上, 在 2012 年和 2013 年有价证券占比超过 80%, 达到 81%。在投资的有价证券中, 国内债券资产占比在 2008 年后维持在 70% 上下, 国内股票资产占比在 2008 年后维持在 7% 上下, 而投资的外国证券占比在 20% 左右。

图 2: 2006-2013 年日本寿险资金运用情况



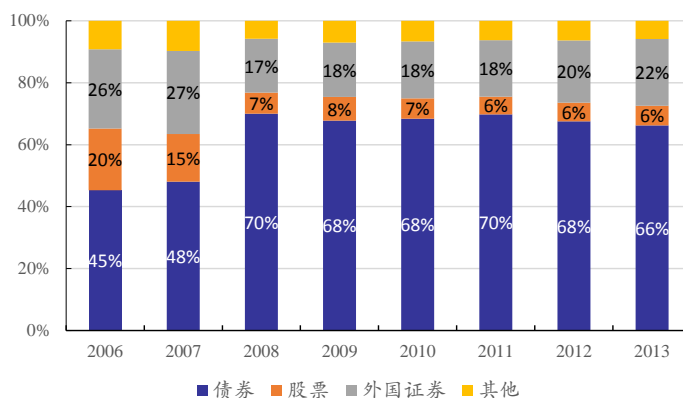
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 5: 2006-2013 年日本寿险资金中债券配置情况



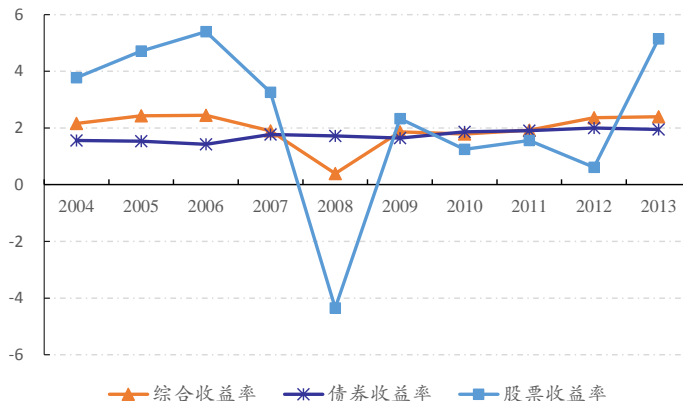
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 3: 2006-2013 年日本寿险资金中有价证券配置情况



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 6: 2006-2013 年日本寿险资产收益率情况



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究



在日本寿险债券类资产配置中，主要以国债为主，公司债次之，地方债第三。2013年在总债券资产中，国债资产占比79%，公司债占比13%，地方债占比仅有7%。

日本寿险资产中债券的投资收益率相对偏低，在1.7%上下浮动，截止到2013年，债券投资收益率为1.95%。寿险的股票投资收益率波动较大，受08年金融危机影响，股票投资收益率跌到-4.35%，此后，股票收益率趋于上升，到2013年，收益率已经达到5.14%。寿险的综合收益率较为稳定，除了08年被股票收益率拉低以外，综合收益率稳定在2%左右。

### 3.3.6. 中国养老保险资金投资行为分析

养老保险资金是资本市场上最为重要的长期机构投资者，其战略资产配置和大类投资策略对于各金融资产具有长远影响。中国养老保险资金体系分为三大支柱，分别为基本养老保险基金、全国社保基金和企业年金。截止2014年末，这三类基金规模分别为3.56万亿、1.53万亿和7689亿，总规模合计5.86万亿，占GDP的9.21%。这三类基金投资范围不同，平均收益率差异显著，2014年加权总体投资收益为5.4%左右，扣除通胀后实际投资收益为3.4%。具体而言：

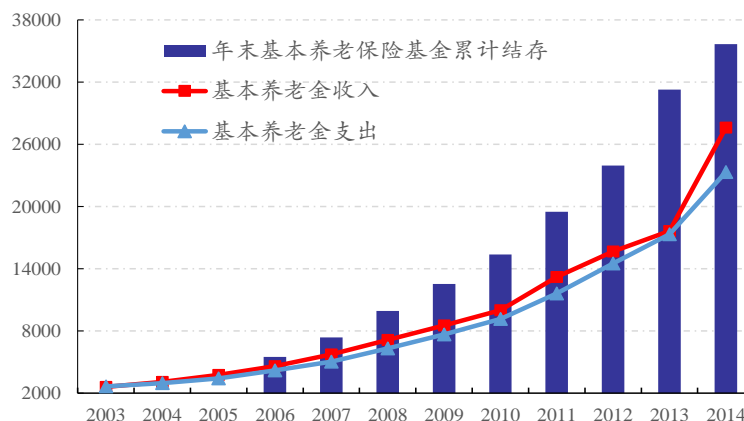
#### 1、基本养老保险：

基本养老保险基金也称公共养老保险，主要是为了保障老年人口的基本生活。在我国，基本养老保险由国家统一建立且强制实施，保险资金来源于企业单位缴费、个人缴费以及财政支持等。目前，我国基本养老保险主要包括城镇职工基本养老保险、新农保和城镇居民养老保险三大主体。实行社会统筹和个人账户相结合的部分积累制模式，将现收现付制与基金积累制结合。具有规模大、存续跨度长的特点，具有保值增值的客观需要。

截止到2014年末，我国基本养老保险覆盖人数已经超过8亿，其中参加城镇职工基本养老保险人数3.4亿人，参加城乡居民养老保险人数5亿人。在2014年，基本养老保险收入为27620亿，同比增加11.7%；支出为23326亿，同比上升17.7%；基本养老保险累计结存35645亿，较上年提高13.9%。

截止2014年末基本养老保险资产规模3.56万亿，按规定进入财政专户，由各省级社保机构分散管理，投资范围最窄，仅能投资于国债和银行存款，尽管安全性高，但低风险低收益，根据社科院发布的《中国养老金发展报告》，自2001-2010年10年间，我国养老保险基金年均投资收益率低于2%，而同期年均通胀率为2.14%，资产面临明显的贬值缩水风险。

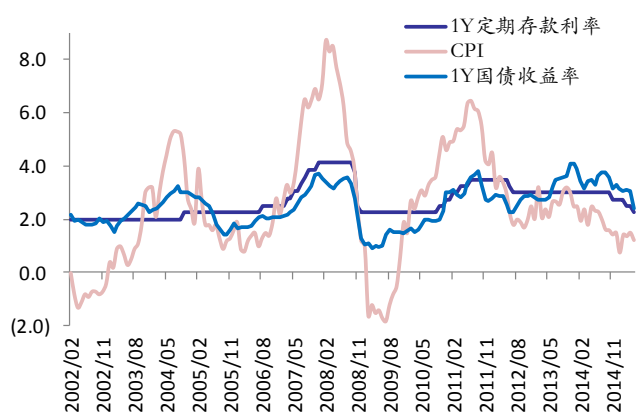
图 138: 截止 2014 年基本养老金收入、支出和累计资金余额变动



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

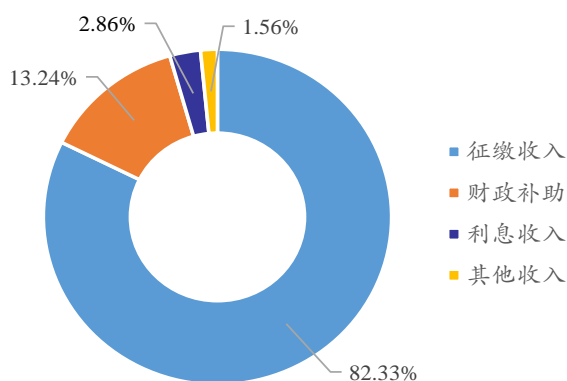
在我国养老保险制度的长期改革过程中,改革重点都是偏向于对养老基金的征缴、计发等进行制度修正,而在养老保险基金的资产管理方面的改革力度较弱。从历史进程来看,上世纪 50 年代,养老保险基金的投资管理是由央行代理;80 年代,养老保险基金可以按照居民储蓄存款利率计息;90 年代,养老基金被允许购买国债。到目前为止,我国基本养老基金除了留够 2 个月的支付余额外,其投资仍然只能限制于银行存款和国债投资。

图 139: 1Y 定期存款利率、1Y 国债收益率和 CPI 变化



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 140: 投资收益偏低, 城镇基本养老金收入来源主要依靠财政补贴和征缴收入



**变局引生机。**2015 年 6 月 29 日,《基本养老保险基金投资办法》征求意见稿发布,拉开了养老金资本市场投资序幕,大幅放宽投资范围,增加风险资产比重,将显著重塑资产配置结构,增强市场化投资策略,以实现提高收益率的目标。其主要内容有:

**(1) 养老金投资范围:** ①仅限于境内投资; ②投资范围包括: 银行存款、央票、同业存单; 国债、政策性银行债、投资级以上的金融债、企业(公司)债、地方政府债、可转债、短融、中票、资产支持证券、债券回购; 养老金产品、基金、股票、股权、股指期货和国债期货。

## (2) 养老金投资比例:

- 流动性资金占比不低于 5%。即活期存款、1 年以内的定存、央票、1 年以内的国债、债券回购、货币型养老产品、货币基金占比，不得低于基金净值 5%。
- 债券比例不得高于基金净值的 135%，杠杆低于 1.4 倍（正回购余额不得高于净资产 40%）。1 年以上的定存、协存、同业存单、1 年以上的国债、政策性债券、金融债、企业（公司）债、地方政府债、可转债、短融、中票、资产支持证券、固定收益养老金产品、混合养老金产品、债基比例，不得高于净值 135%。
- 投资股票比例不超过 30%，近 1 万亿资金可入市。养老金投资股票、股基、混合基金、股票型养老产品比例不得超过净资产 30%；
- 投资国家重大项目、重点企业股权比例，不得高于 20%。
- 投资股指期货、国债期货，只能以套保为目的，卖出合约价值不得超过对冲标的的账面值。

基本养老金资产配置范围大幅放宽，将对资本市场造成深远影响，整体利好股债市场：

**1) 股票配置逐步提升，对中长期国债需求有明显挤出效应。**基本养老金投资范围大幅放宽，从仅投资存款和国债，扩大至较高收益的固收产品、股票、基建和股权等大类资产，将对中长期国债有明显挤出影响。其他类型债券和风险资产需求上升。

**2) 基本养老金风险偏好提高，资产管理的主动性增强，打破整体经济低利率均衡，**越来越多的高收益风险资产进入到融资体系中。在过去由于投资渠道狭窄，养老金是风险偏好最低的投资者，大量低成本资金的供给也压低了长端国债定价，投资范围的扩大将带来新的长期资金供给和金融资产需求，增加杠杆运用、提高资产管理收益，相应承担的久期错配、流动性和信用风险也在加大。

**3) 债券投资范围扩大，配置需求将从国债切换至更高收益券种，**养老金风险偏好和风险资产配置提升的过程是一个相对长期、缓慢的进程，短期而言，将首先增加固定收益资产需求，加大买入金融债、企业债、中票、地方政府债等高收益债券。

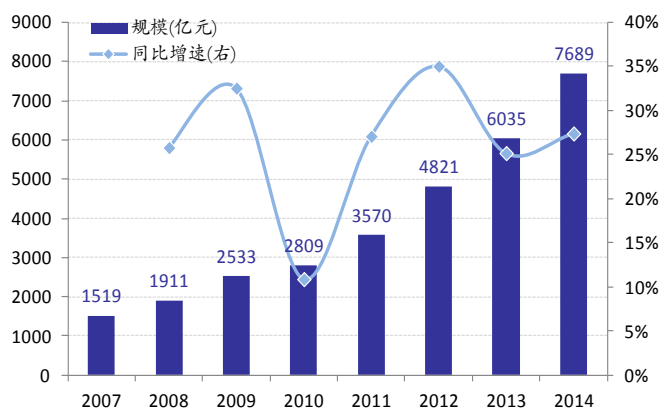
**4) 预期收益率要求抬升，刚性成本将挤出低收益资产。**随着老龄化加速，养老金隐性债务和缺口不断扩大，客观上要求养老金通过资本市场提高投资回报，实现保值增值，在收益率刚性成本驱动下，在资产端将挤出过去的“低风险，低收益”的债券和存款资产的需求。

## 2、企业年金

又称职业年金，是在国家养老金制度之外，企业根据自身情况为职工提供一定退休收入保障的补充养老金制度，资金来源于企业和职工共同缴费，采用个人账户管理，市场化投资运营。截止 2014 年末，我国企业年金规模 7689 亿，投资收益率 9.3%。

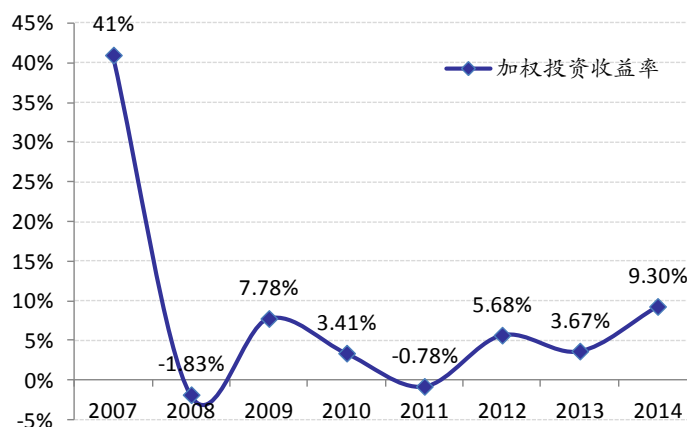
截止到 2014 末，我国已经建立企业年金的企业有 7.33 万户，覆盖职工人数 2293 万人，较上年增加 237 万人；企业年金基金累计结存 7689 亿元，同比增加 27.41%。我国企业年金的信托管理计划以单一计划为主，在 2014 年，单一计划占总计划比例达到 82%。

图 141：2007-2014 企业年金规模和增速



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 142：2014 年企业年金投资组合收益率分布情况



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

资产配置范围丰富，投资收益较高。与基本养老保险只能投资银行存款和国债不同，企业年金投资范围较为丰富，包括银行存款、国债、央行票据、债券回购、万能保险产品、投资连结保险产品、证券投资基金、股票以及信用要求等级在投资级以上的金融债、企业债、短融和中票等。可投资股票市场占比为 30%，可有 1.4 倍杠杆，有利于提高整体收益率。

由于具有更灵活的投资选择，我国企业年金的投资收益整体较为理想。在 2014 年，企业年金加权投资收益率达 9.3%。从企业年金的实际收益率分布来看，在所有的企业年金产品中，64% 的产品其资产收益率在 5%-10% 之间，29% 的产品其资产收益率在 10%-15% 之间，收益率低于 5% 的产品占比 5.7%，而收益率大于 15% 的产品占比仅 1.1%。

图 143：企业年金资产投资范围

类型	投资限制
流动性资金	活期存款、央票、债券回购等流动性产品和货币基金比例，不得低于 5%；其中，清算备付金、一级市场申购资金视为流动性资产
正回购限制	债券正回购比例不得高于 40%，即 1.4 倍杠杆限制
固收投资比例	投资定存、协存、国债、金融债、企业（公司）债、短融、中票、万能险等固收产品，以及可转债、债基、投连险比例，不得超过 95%
股票投资比例	投资股票、股票基金、混合基金、投连险（股票比例 ≥ 30%）的比例，不得高于 30%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 144：2007-2014 企业年金规模和投资收益率变化

1、总体情况				
建立企业 (个) 73261				
参加职工 (万人) 2293				
积累基金 (亿元) 7689				
2、建立计划情况				
计划类型	组合类型	样本组合数 (个)	样本期末资产金额 (亿)	当年加权平均收益率 (%)
单一计划	固定收益类	514	893	7
	权益类	1639	5191	10
	合计	2153	6083	9
集合计划	固定收益类	58	350	8
	权益类	88	291	10
	合计	146	641	9
其他计划	固定收益类	14	79	5
	权益类	12	10	11
	合计	26	89	6
全部	固定收益类	586	1321	7
	权益类	1739	5492	10
	合计	2325	6813	9

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 145：2014 年企业年金投资组合收益率分布情况

组合收益率 (R)	样本组合数	样本组合占比	样本期末资产金额	样本期末资产金额占比
25%>R≥20%	4	0.2%	7	0.10%
20%>R≥15%	21	0.9%	130	2%
15%>R≥10%	673	29.0%	2262	33%
10%>R≥5%	1494	64.3%	4222	62%
5%>R≥0%	133	5.7%	193	3%
合计	2325	100.0%	6813	100%

数据来源：中国养老金发展报告，国泰君安证券研究

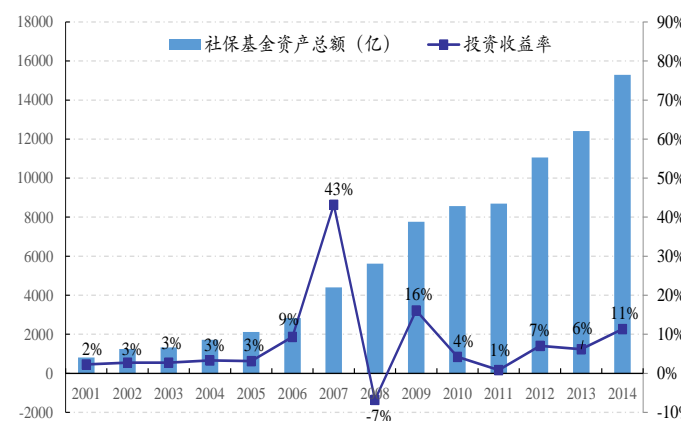
### 3、全国社保基金

我国于 2000 年 8 月成立全国社会保障基金，是国家社会保障储备基金，由中央财政、国有资本划转、基金投资收益和国务院批准的其他方式筹资而成，用于人口老龄化高峰时期社保支出的补充和调剂。

截止 2014 年末，社保基金总资产 1.53 万亿，2014 年投资收益率达 11.4%，超越 2014 年 CPI 9.43 个百分点。自 2000 年成立至今，基金累计投资收益额 5580 亿元，年均投资收益率 8.36%，超过同期年均 CPI (2.42%) 5.94 个百分点，明显高于基本养老金和企业年金收益率。

截止 2014 年末，社保基金资产总额 1.53 万亿元，同比增长 23.7%。其中，直接投资资产 7718 亿元，占基金资产总额的 50.26%；委托投资资产 7638 亿元，占比 49.74%。境内投资资产 1.4 万亿，占基金资产总额的 91.50%；境外投资资产 1305.78 亿元，占基金资产总额的 8.50%。

图 146：截止 2014 年社保基金规模和投资收益率变化



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

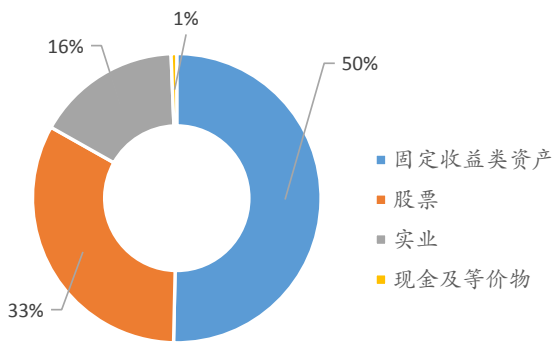
图 147：2013-2014 社保基金资产配置情况

	2014 年		2013 年	
	规模	占比	规模	占比
资产：				
银行存款	133	1%	130	1%
结算备付金	114	1%	21	0%
存出保证金	2	0%	1	0%
融券回购	305	2%	234	2%
应收证券清算款	44	0%	24	0%
应收利息	155	1%	115	1%
应收股利	1	0%	1	0%
应收退税款	0.133	0%	0.087	0%
交易类金融资产	5130	33%	3931	32%
可供出售金融资产	2411	16%	1883	15%
持有至到期投资	5713	37%	5022	40%
长期股权投资	1351	9%	1053	8%
其他资产	0.003	0%	0.159	0%
资产总计	15356	100%	12415	100%

资料来源：社保基金年度报告，国泰君安证券研究

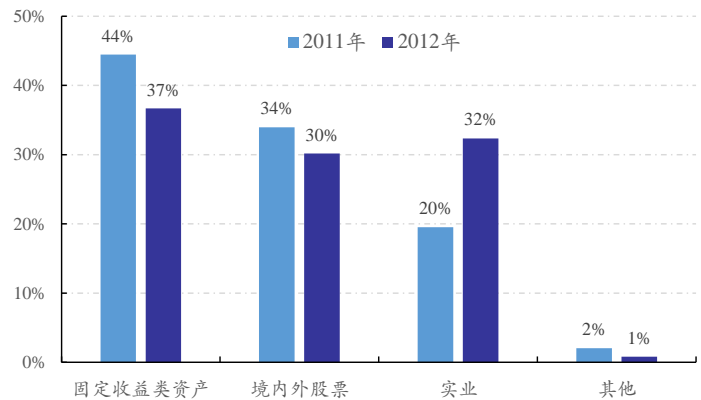


图 148：2011 年社保基金资产配置状况



资料来源：中国养老金发展报告，国泰君安证券研究

图 149：2011-2012 年社保基金投资收益来源



资料来源：中国养老金发展报告，国泰君安证券研究

从 2014 年报数据看，社保基金中，交易类金融资产规模达到 5130 亿，同比增速 30.5%，在总资产规模中占比 33%；可供出售金融资产 1883 亿，占比 16%；持有至到期资产规模为 5713 亿，同比增速 13.7%，占比 40%；长期股权投资同比增加 297 亿，同比增速 28.2%，占总资产比 8-9%。

从资产配置来看，全国社保基金投资以固定收益类资产为主，占比近 50%，股票和实业投资分别占到 30% 和 16% 左右（根据 2011 年中国养老金发展报告数据），在总投资收益来源中，固定收益资产占比 37% 左右，境内外股票投资收益占到 30%，实业投资占近 30%。随着投资范围拓宽，高收益资产配置比例提高，带动社保基金收益率上行。

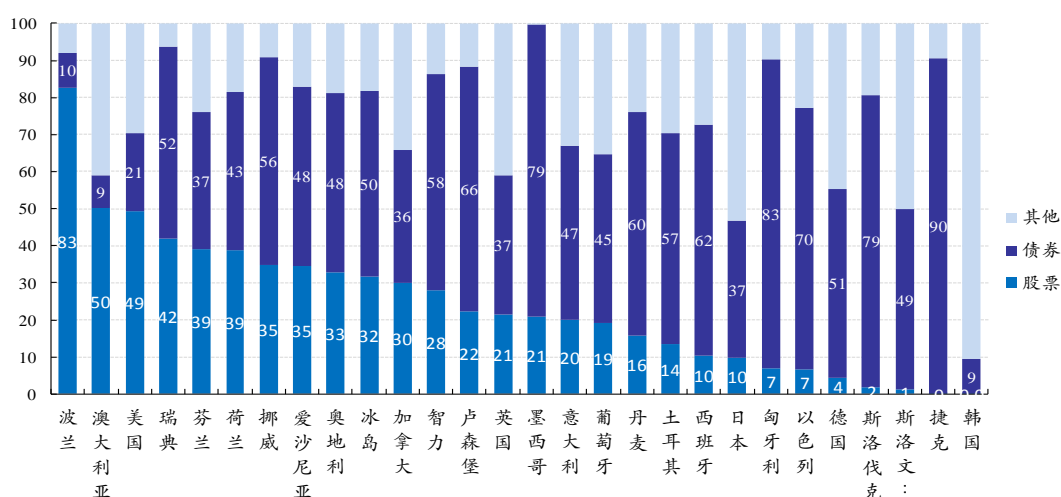
### 3.3.7. 养老金配置的国际经验

养老基金是海外资本市场上规模最大、最为重要的长期机构投资者，与其他资管机构相比，具备资产规模庞大、资金来源稳定、投资周期较长、风险偏好稳健等鲜明特征，以保值增值为最主要投资目标，为资本市场和各类资产注入持久驱动力，具有举足轻重的影响力。

从资金规模看，根据 OECD 统计，2014 年美国、英国、加拿大、日本、德国等发达国家养老基金规模占 GDP 之比分别达 96%、84.6%、74.7% 和 30.2%，OECD 国家平均值达到 86%，而中国养老金规模占 GDP 比重不到 10%。

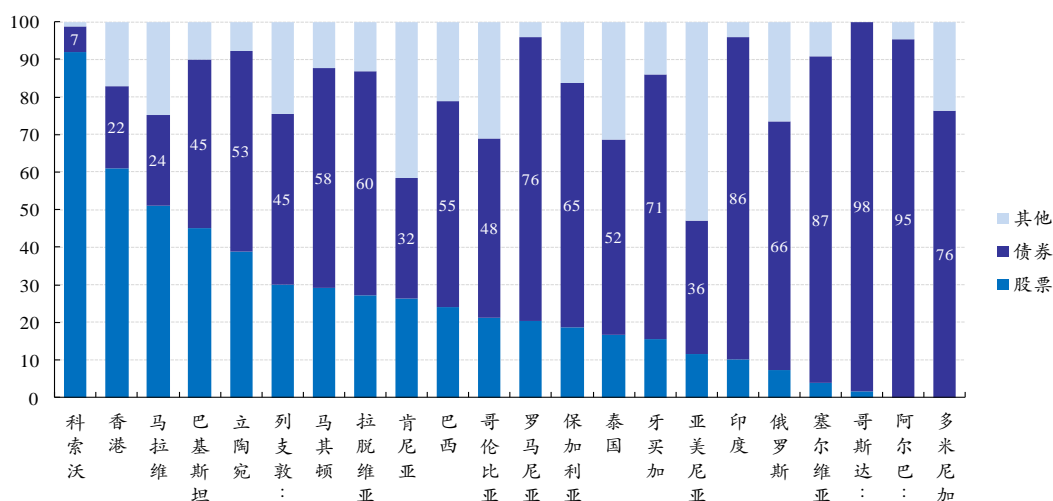
从资产配置来看，海外养老基金广泛投资于股票、基金、债券、票据、信贷、基础设施投资等金融资产上，投资范围和渠道不断扩大，资产配置趋向多元化、证券化和国际化。OECD 不同国家内部，养老金资产配置存在明显差异，比如，加拿大、美国和英国整体资产以均衡配置为主，债券资产占比在 25% 左右，股票资产占比 30% 左右，共同基金资产占比 20% 以上，配置平衡；而希腊、以色列、意大利、葡萄牙、西班牙的养老金资产以固收产品为主，债券投资占比 40% 以上，股票占比不到 20%。

图 150: 2014 年 28 个 OECD 国家养老金大类资产配置结构对比



数据来源: OECD, 国泰君安证券研究

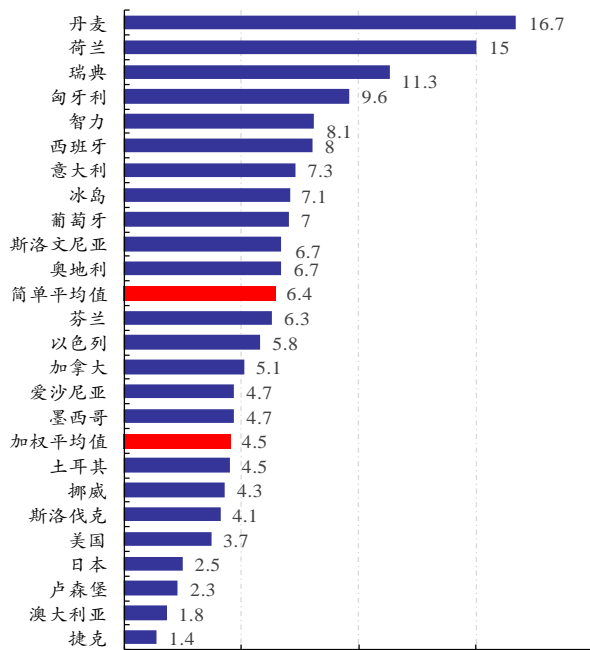
图 151: 2014 年 22 个非 OECD 国家养老金大类资产配置结构对比



数据来源: OECD, 国泰君安证券研究

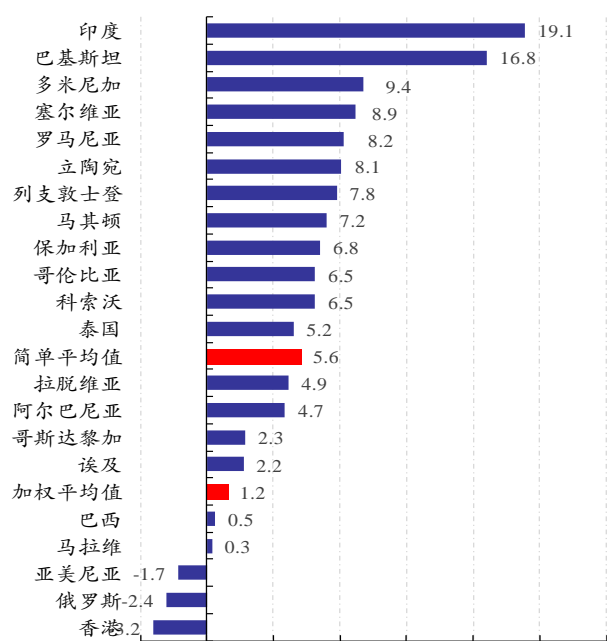
从投资收益来看, 根据 OECD 数据, 我们对比了 45 个国家 2014 年养老金投资收益率, 其中 24 个 OECD 国家平均实际投资收益率达 4.5%, 其中最高的丹麦、荷兰在 15% 以上, 美国、日本、加拿大等发达国家实际投资收益率在 3.7%、2.5% 和 5.1%; 21 个非 OECD 国家平均实际投资收益率较低, 仅为 1.2%, 其中印度最高达 19%。

图 152: 2014 年 24 个 OECD 国家养老金实际收益率



数据来源: OECD, 国泰君安证券研究

图 153: 2014 年 24 个非 OECD 国家养老金实际收益率



数据来源: OECD, 国泰君安证券研究

从国际比较来看, 中国养老基金资产配置相对保守, 其中, 基本养老保险只配置银行存款和国债, 企业年金资产中 85% 配置固定收益类资产, 社保基金中 50% 配置固定收益类资产, 仅 30% 左右配置股票, 2014 年加权总体投资收益为 5.4% 左右, 扣除通胀后实际投资收益为 3.4%, 低于 45 个 OECD 与非 OECD 国家平均收益。

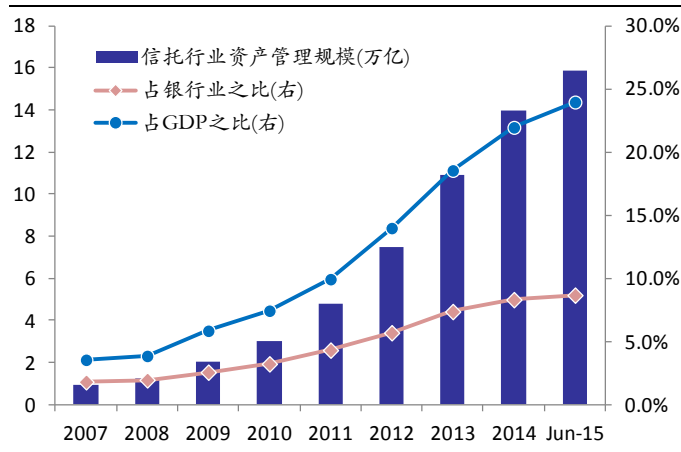
### 3.4. 信托机构：从野蛮生长到转型求变

信托行业是中国最大的非银行金融业，也是仅次于银行理财的第二大金融资管子行业。截止 2015 年 6 月，信托行业的受托管资产接近 16 万亿，占 GDP 比重近 25%，占银行总资产的规模近 10%。信托繁荣的背后，是产品刚兑和高收益率的支撑，也是影子银行业务快速扩张之下，银行体系表外信贷/债权融资的延伸。由于中国的信托行业与银行、保险等低风险偏好机构联系紧密，信托行业的违约风险和流动性风险，能很快传导至整体金融系统。从固定收益的分析视角看，信托产品的规模扩张、资产投向、风险与收益比，代表着高收益非标债权的供需变化与挤出影响，对于市场的资产配置和资金波动造成深刻冲击。

#### 3.4.1. 信托行业概览：非标崛起，重塑资产版图

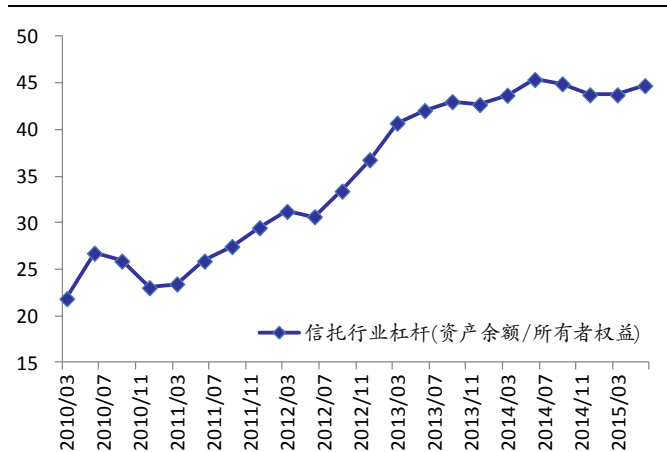
历经 8 年，资产规模高速增长。从 2007-2015 年间，依托牌照优势、政信与银信合作、紧货币下的旺盛融资需求、以及通道与非标业务的快速扩张，信托行业资管规模从不到 1 万亿扩张至 16 万亿，尤其 2011 年以来，更是实现 5 年 10 万亿的野蛮增长，崛起为第二大资产管理子行业。信托资产占 GDP 之比从 2007 年的 3% 增长至 2014 年的 25%，占银行业总资产比例从 2% 上升至 10% 左右，在不到 5 年间信托行业的杠杆率（以资产余额/权益衡量）从 20 倍增长至 45 倍。

图 154：2007-2015 年信托行业资产管理规模（万亿）



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 155：信托行业杠杆率走势



回顾信托行业 2007-2015 年发展历史，可以分为 3 个阶段：

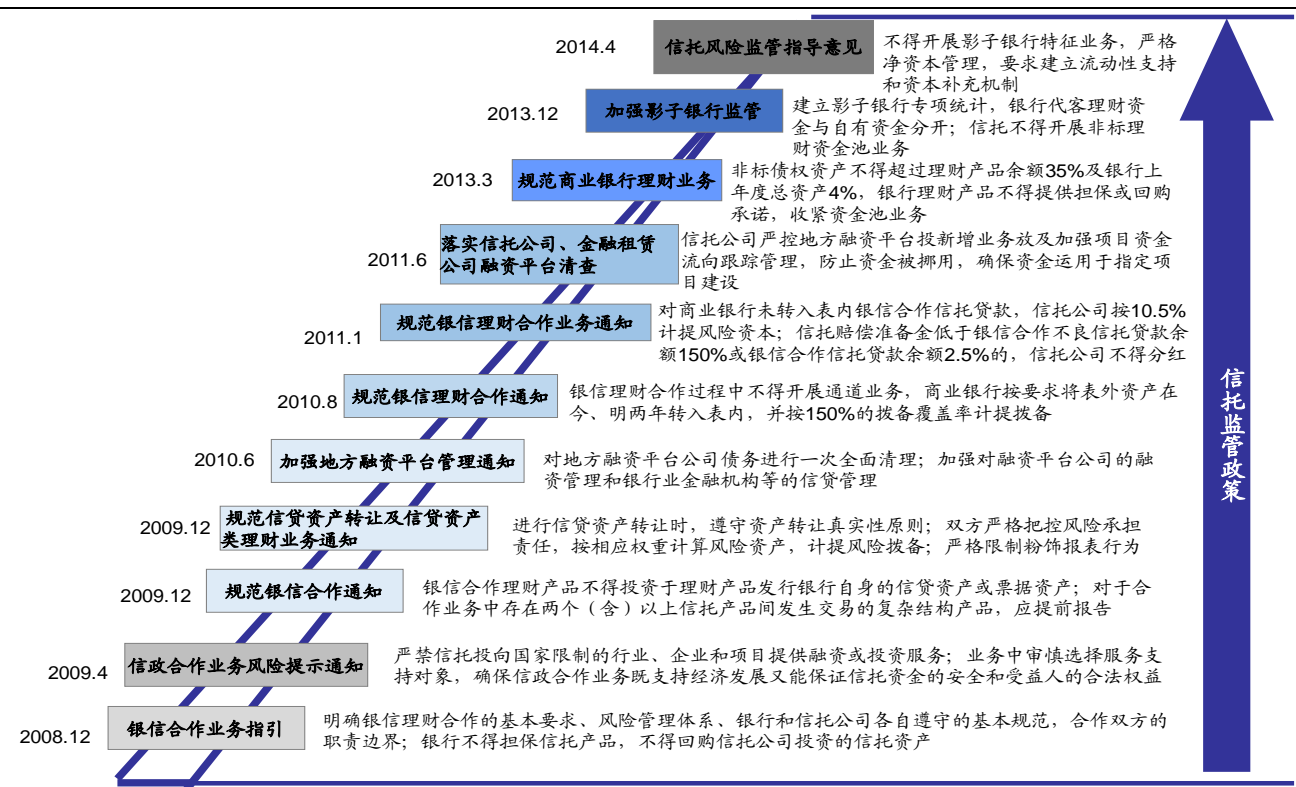
**第一阶段（2007-2009 年）：新办法，新起点。**自 2007 年 1 月银监会颁布《信托公司管理办法》和《集合资金信托管理办法》（简称“新办法”），转变经营思路和业务模式，信托发展进入新阶段，2006 年信托业资管规模仅 3617 亿元，而新办法颁布后在不到 3 年中，信托规模突破 2 万亿。银信合作、政信合作、PE 业务、房地产信托等成为主要

创新业务，带来巨大机遇和增长空间。

**第二阶段（2010-2013年）：表内收缩，非标崛起。**2010年信托业“一法三规”通过，行业发展进入全新阶段。一方面随着银行理财崛起，银信合作为银行财富管理提供渠道和对接资产，业务风生水起，实现互利双赢；另一方面，在2009年四万亿刺激政策出台后，基建投资对融资产生巨大需求，但2010年起货币条件开始收紧，银行体系收缩倒逼表外融资渠道扩张，信托成为替代贷款、债券之外的重要融资通道，规模增长驶入快车道，从3万亿扩张至超过10万亿。

**第三阶段（2014-2015年）：牌照优势渐退，进入转型之年。**2013年6月的钱荒事件是信托业的转折点，央行开始对银行表外资产“去杠杆化”。随着107号文、99号文和143号文等陆续发布，影子银行的野蛮扩张受到严格监管，通道业务大幅受限，信托业进入降速发展的转型之年。2014年经济下行风险加大，信托违约事件不断暴露，同时，基金子公司和券商资管的飞速发展，也导致信托牌照优势逐渐褪色，2014年信托资产增速较2013年大幅下滑，行业发展空间大为受限，进入转型之年，向私募投行业务开始深耕。

图 156：2008 年以来信托行业主要监管政策和主要内容



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

### 3.4.2. 信托行业分类与概览

信托业务的分类，按照资金来源结构，分为单一信托、集合信托和财产管理信托；按照资金投向，分为融资类、投资类和事务管理类信



托；按信托资金投向领域，分为工商企业、基础产业、证券投资、金融机构和房地产信托。具体而言：

### 1、从资金来源看，单一信托下降，集合信托上升

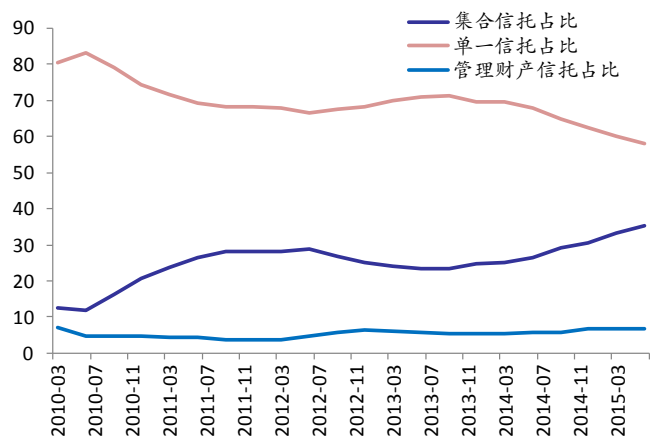
从信托资金来源看，分为单一信托、集合信托和财产管理信托三类。单一信托只有一个机构投资者，通常为银行的通道业务，以贷款为主，需求和供给两端均由银行掌握，是表内信托业务的延伸；集合信托大多数为信托公司的自身业务，从资产形式看，集合信托在贷款、证券和资金的分配较为均衡；财产管理信托主要是信托机构为法人团体单位管理财产的信托业务。

截止 2015 年 6 月，信托行业单一资金信托规模 9.2 万亿，占比 58%；集合信托资产 5.6 万亿，占比 35%；财产管理信托 1.05 万亿，占比 6.62%。从变化趋势看，以非标资产和通道业务为主的单一信托比重持续下滑，从 2013 年峰值 71% 下滑至 58%；代表信托主动资产管理水平的集合信托占比不断提升，在信托牌照优势消失后，信托公司寻求转型之路，对银行渠道依赖性不断下降，自主资管能力提升。

### 2、从资金运用看，融资信托下滑，投资信托增长

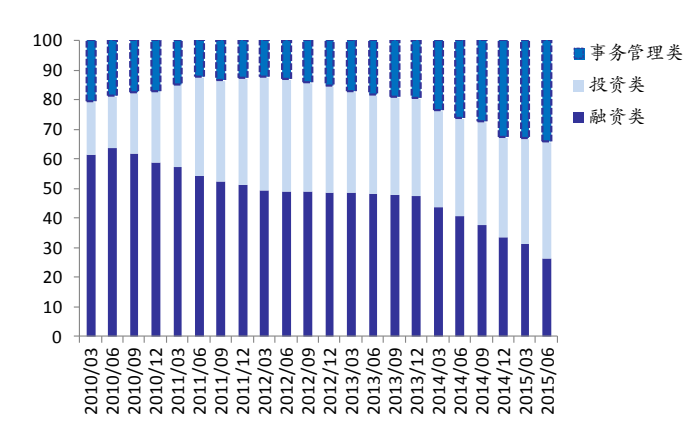
从资金运用方式看，融资类信托占比持续下滑，从 2010 年初超过 60% 下降至 2015 年 6 月的 26%，投资类和事务管理类业务占比则分别提高至 39% 和 34%。

图 157：单一信托、集合信托和财产信托占比变化



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 158：融资类占比下降、投资和事务管理类占比上升



### 3、从资金投向领域看，实业投资下滑，金融投资上升

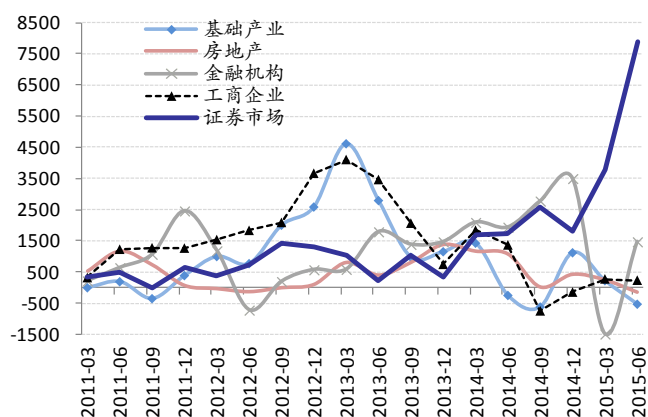
从信托投向领域看，信托资金的投向广泛，包括实体企业、基础设施建设、房地产、股权、资本市场和另类投资等，从 2015 年投向变化看，实体冷、金融热，工商企业和基础产业占比下滑，证券和金融投资上升。其中，

➤ 工商企业信托是第一大配置领域，截止 2015 年 2 季度，规模 3.18

万亿，占比 21.5%，较 2014 年同期大幅下滑 6 个百分点；

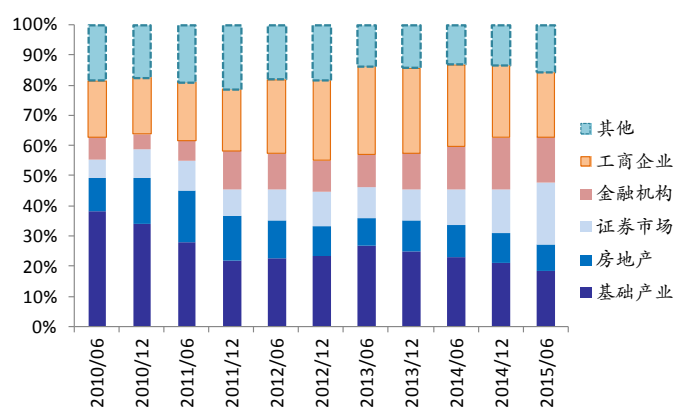
- 基础产业信托规模 2.74 万亿，占比 18.5%，环同比均下滑，主要受到经济景气下行背景下，融资需求疲弱、项目风险增长的冲击；
- 证券投资信托规模 3.02 万亿，占比从 2014 年初的 10.3% 急剧提升至 20.37%，呈逐季增长特征。信托公司的证券投资范围广泛，包括一二级市场股票、债券、货币、私募股权等。2014 年以来股票投资大幅扩容，从 3100 亿猛增至 1.41 万亿，尤其伞形信托、定增和私募等产品，在上半股市火热行情下，产品需求强劲；
- 金融信托投资 2.27 万亿，占比 15.3%，同比略有增长；
- 房地产信托是资金信托的第五大配置领域，规模 1.32 万亿，占比 8.93%，呈现稳中有降的趋势。

图 159：2011-2015 年信托新增资产规模增长



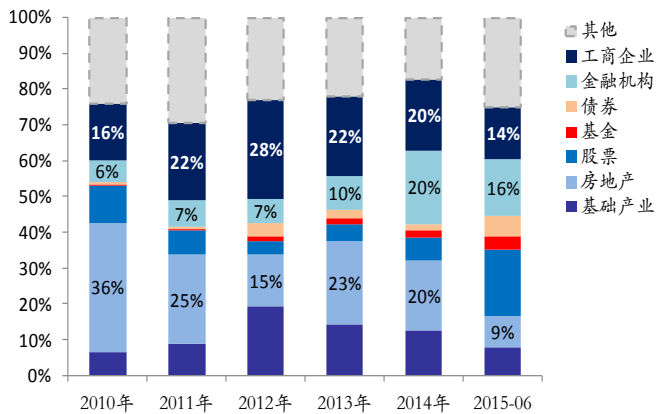
资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 160：2010-2015 年信托产品投向领域占比变化



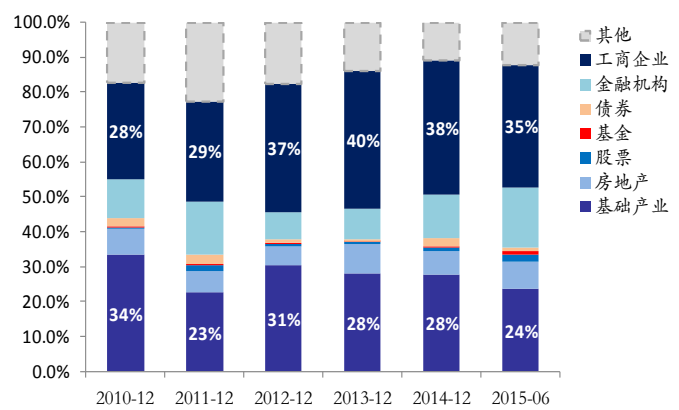
新增集合信托与单一信托的投资领域相比有明显差异。①新增集合信托的投向分布更加分散，房地产、基础产业和工商企业等实业投资占比连续下滑，从 2012 年超过 62% 急剧缩减至 2015 年前 6 月的 31%，而投向证券市场 and 金融机构的比重不断提高，从不到 15% 扩张至接近 45%。②新增单一信托的资金投向相对稳定，以基础产业和工商企业为主，合计占比近 60%；对证券市场投资力度较小，仅不到 5%；证券投资与金融机构投资占比从 2013 年 10% 提高至 21%。

图 161: 2010-2015 年集合信托资金主要投向



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 162: 2010-2015 年单一信托资金主要投向

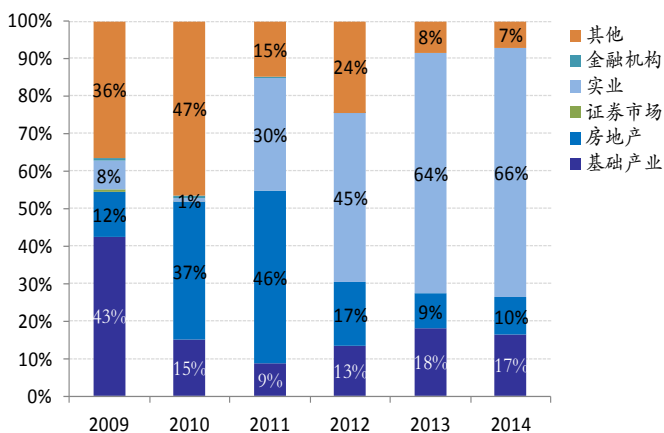


#### 4、从不同信托公司投资方向看，差异化竞争

信托公司是中国的私募实业投行，投资范围广泛，横跨货币、资本和实业领域；投资工具多样，几乎覆盖所有金融产品，也是高收益非标资产的主要提供者。截止2014年，全市场共有68家信托公司，市场竞争激烈，唯有采取差异化发展，不断创新和转型。

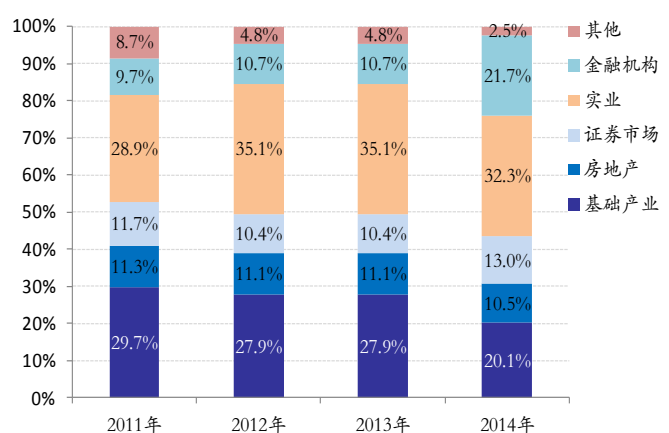
**信托公司投资差异化显著，专业化 VS 分散化。**我们以安信信托、中融信托为例，对比信托公司的资产投向，业务差异化特征十分显著。安信信托资产投资以融资类项目为主，专注于实业信托，占比达66%并呈不断扩大趋势；基础产业占比稳中有升至17%，而房地产投资不断压缩，证券和金融投资几乎为零，其他类投资也在不断减少。中融信托投资偏好则相对均衡，实业、金融机构和基础产业投资占比分别为32%、22%和20%，证券市场投资为13%，各领域投向相对平衡，没有对特定领域表现出强烈的投资偏好。

图 163: 2011-2014 年安信信托资产分布投向



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 164: 2011-2014 年中融信托资产投向

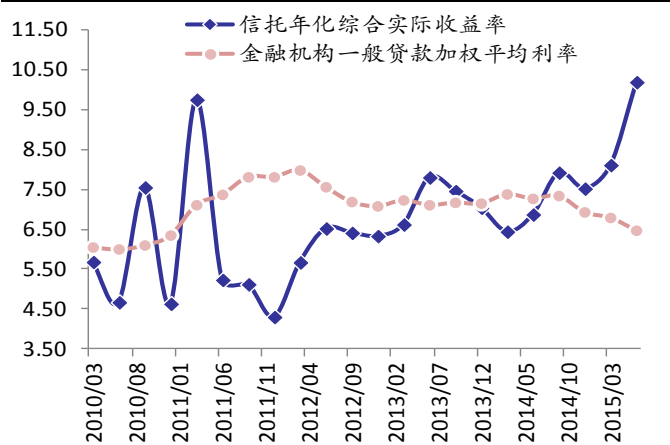


#### 5、信托产品收益率：持续上行，维持高位

2011年以来信托产品收益率呈现底部抬升趋势，2011-2015年信托年化

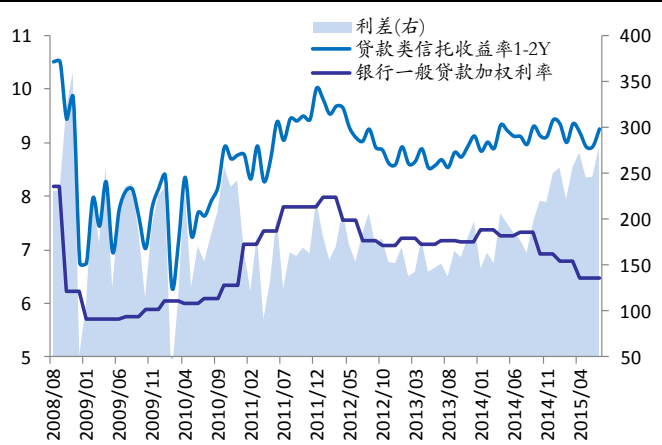
综合实际平均利率分别为 6.1%、6.23%、7.23%、7.19%和 9.15%，环比分别上升 47bp、13bp、100bp、-4bp 和 200bp。信托产品利率中枢持续上行的原因是：①2010 年以来银行表内信贷收紧，对地方政府、房地产、矿产等产能过剩行业限制新增贷款，导致这些高风险行业依靠信托等表外融资，风险和利率更高；②信用资质下沉，经济下行和企业盈利恶化导致抵押品价值缩水和企业违约风险加大，信托刚兑难破，需要更高利率覆盖风险；③保险、券商、基金子公司等对于资金和优质信贷资产的竞争加大，负债收益率要求刚性难降，资产端只能进一步增加倾向高收益高风险资产。

图 165：信托年化综合实际收益率与贷款加权利率走势



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 166：2014 年新增表外信贷融资规模大幅下降



根据 68 家信托公司公布的集合信托产品收益率，近 60% 公司的产品收益率分布在 8%-10%，20% 公司产品收益分布在 6%-8%，10% 左右的产品收益率在 10% 以上，4%-6% 收益率占比在 10% 左右，平均利率为 8.5% 左右。

单一信托产品平均年化收益率为 7.03%，比集合信托更低。其中，55% 公司的单一信托产品收益率在 6%-8% 区间，27% 公司的产品收益率在 8%-10% 之间，6% 公司的平均产品收益在 10% 以上，而有 10% 左右公司的产品收益仅为 4%-6%。2013 年平均收益比 2012 年整体抬高 42bp。

图 167：2013 年集合类信托加权平均年化收益率

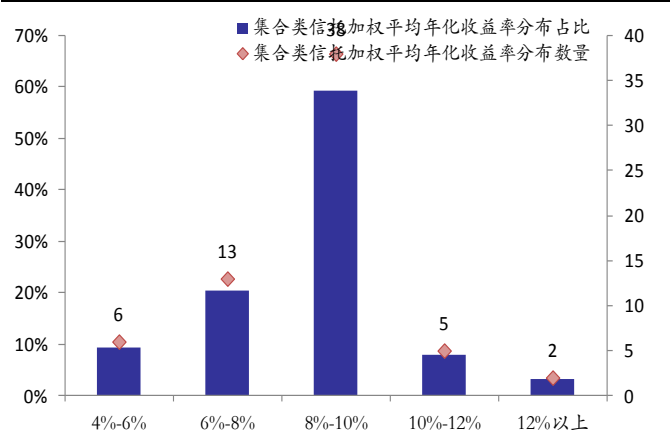
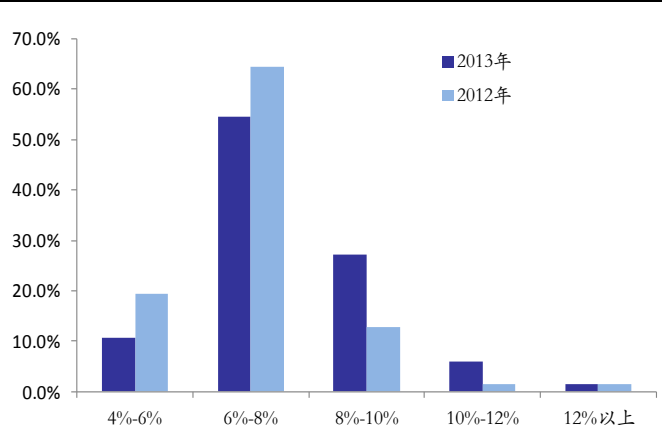


图 168：单一类信托项目加权平均年化收益率



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

### 3.4.3. 信托行业风险与刚兑

长期以来，“刚性兑付”一直是信托行业的潜规则，刚兑的对象主要是面向个人的集合信托计划，而非所有信托资产，事实上，刚兑本身也并非信托行业独有，广泛存在于涉及大众的国内信用市场。根据不同信托类型，项目违约兑付风险也有差异：

**1、单一信托（通道业务）：**9.2 万亿通道业务一般是银行表外信贷、债权扩张的延伸，银行承担隐性担保风险，违约兑付往往由发起人承担。

**2、集合信托：**4.2 万亿融资项目产品的刚兑风险往往更高，销售方或客户往往有意或无意将信托项目贷款视为有信托公司担保的、和存款一样安全的资产。信托公司出于品牌信誉、后续发行等愿意承担刚兑风险。导致大量行业刚性兑付事件都集中在集合信托产品上。

图 169：2012 年以来信托产品违约风险事件和处理结果

时间	信托公司	面临违约的信托产品	风险事件	事件处理
2012.11	中融信托	青岛凯悦中信信托贷款集合信托	房地产开发企业青岛凯悦置业集团到期无法偿还信托产品	中融先行刚性兑付，信托计划的抵押品房产被拍卖
2013.05	中信信托	舒斯贝尔特定资产收益权投资集合信托	房地产市场低迷，企业欠巨额债务，导致违约	抵押品公开拍卖，但首轮流拍，中信信托先行刚性兑付
2013.06	新华信托	上海录润置业股权投资集合信托	项目工程进度严重滞后，担保方由于部分债务到期并形成诉讼	如期清算分配，兑付资金来自其他机构
2013.07	五矿信托	荣腾商业地产投资基金信托计划	融资方回款困难，对应抵押物存在其他第一顺位债权人	协调其他资金刚性兑付
2014.06	山东信托	远投7号集合资金信托计划	塑料管业产能过剩导致融资方难以为继，山东信托受到牵连	处置抵押资产
2014.07	中信信托	中信墨韵1号艺术品投资基金集合信托	艺术品行业萧条，信托计划面临着流动性风险	司法程序要求担保公司履约
2014.07	中诚信托	中诚·诚至金开2号集合信托计划	融资方资金链出现问题，项目最终延期；	市场化方式解决，引入其他资金接盘
2014.09	新华信托	华惠119号·珠海宝塔流动资金贷款集合信托	融资方资金链紧张	兑付本金及25%的利息
2014.04	国民信托	金色博宝流动资金贷款集合资金信托计划	担保方陷入兑付和信任危机，暂停所有担保业务	延期6个月兑付
2015.06	新华信托	华恒70号奈伦农业示范园区项目贷款集合信托	因债务人内蒙古奈伦集团股份有限公司无法按期偿还本息	对项目资产进行处置

数据来源：Wind，新闻资料整理，国泰君安证券研究



### 3.5. 基金及子公司：公募十年一剑，资管异军突起

从1998年首只开元基金和金泰基金成立至今，中国基金业走过17年风雨历程，十年一剑，伴随中国经济崛起和资本市场发展沉浮，公募基金成长为中国资本市场最重要的机构投资者，为市场提供了丰富的金融产品、开放多元的投资工具以及理性的投资理念，成为推动资本市场发展的中坚力量。截止2015年6月，中国基金公司数量已有102家，资产管理总规模超过12万亿，仅次于银行理财和信托，在五大资管机构中排名第三。

本节报告分为3部分：1、描述基金行业近年发展概况；2、解析债券基金投资；3、解析基金子公司和专户投资；4、讨论行业产品创新。

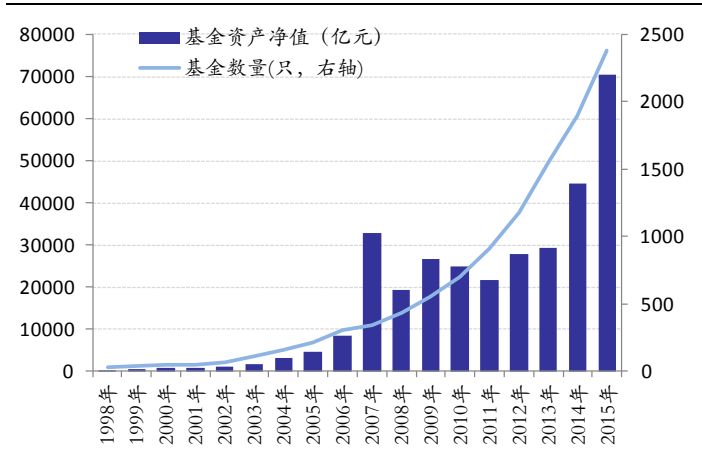
#### 3.5.1. 基金行业：十年一剑，高速增长

从1998年国泰和南方基金成立，标志着中国首批公募基金诞生，此后基金行业迎来波澜壮阔成长的17年。基金业走过发展初期从1998-2005年股市低迷的艰难岁月；在2006-2007年的价值股行情和资本盛宴中实现高速扩张，迎来爆发式增长；此后在2008-2012年遭遇股市泡沫破灭、海外金融危机冲击，基金规模连续缩水，信托、理财异军突起，争夺居民资管份额；随着2013-2015年在历经牛熊洗礼后，在改革预期和产品创新推动下，中国资本市场再度迎来繁荣时代，截止2015年6月，公募基金资管规模突破7万亿，较2014年末增长58%，两年增长2.4倍。

截止2015年，公募基金、基金专户和基金子公司资产总规模超过12万亿，其中公募业务资产总额7万亿，基金非公募规模2.15万亿，基金子公司资管规模3.74万亿，非公募和子公司资管规模占比超过40%。具体而言：

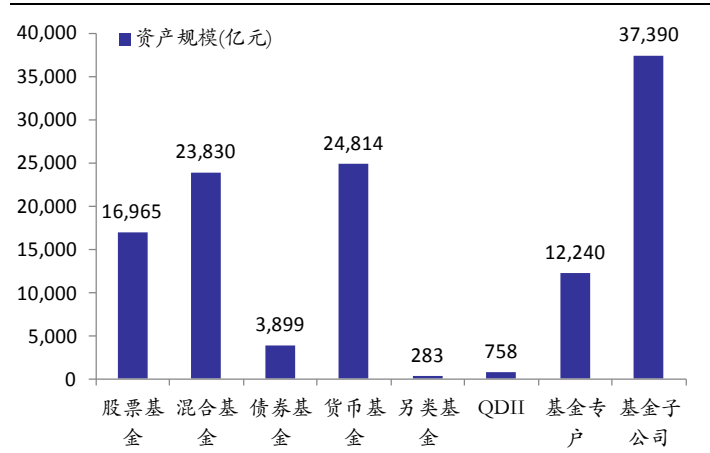
- **公募基金：2年增4万亿。**截止2015年6月，公募基金资产规模为7.02万亿，较2014年初时增长4.1万亿，不到2年时间增长超过4万亿。其中股票型、混合型、债券型、货币型、QDII和另类基金规模分别为1.7万亿、2.38万亿、3900亿、2.48万亿、758亿和283亿，占比分别为24%、33.8%、5.5%、35.2%、0.4%和1.1%。
- **专户产品和子公司业务：弯道超车。**2014年全年增长近3.6万亿，其中基金子公司规模扩张超过2.7万亿至3.74万亿，专户业务增长近1万亿至2.15万亿，社保和企业年金增长超过2000亿至9217亿。

图 170: 2013-2014 年公募基金各类型资产规模



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

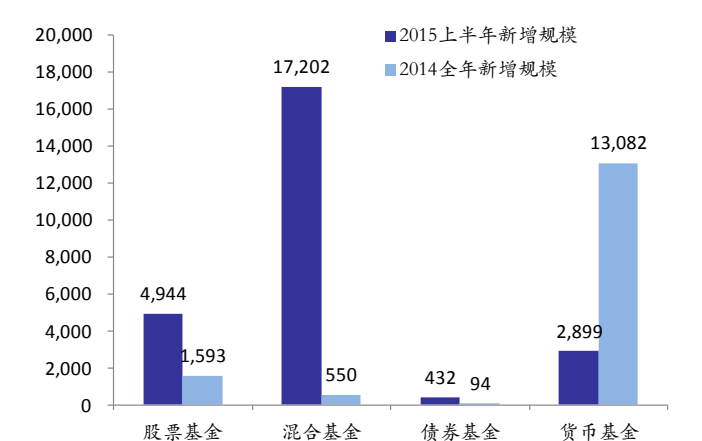
图 171: 截止 2015 年基金公司和子公司资产管理规模



从收益率对比看，2014 年公募产品平均回报居首。在 2014 年股债双牛行情下，整体公募基金平均收益显著高于专户产品和子公司业务收益率。具体而言，

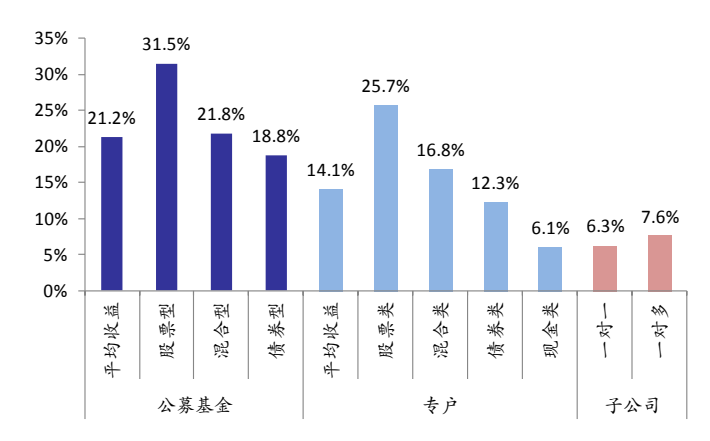
- 2014 年公募基金整体平均收益率为 21.2%，其中股票型、混合型和债券型基金的平均收益分别为 31.5%、21.8%和 18.8%。
- 2014 年专户产品平均收益为 14.1%，其中股票型、混合型和债券型产品的平均收益分别为 25.7%、16.8%和 12.2%，整体回报率低于公募产品。
- 2014 年，基金子公司一对一专户平均收益率 6.26%，较上年降 40bp；一对多专户平均收益率 7.6%，较上年提高 140bp。

图 172: 各类基金 2014 全年与 2015 上半年新增规模对比



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 173: 2014 年公募基金、专户和基金子公司产品收益



从 2014-2015 年基金产品新增规模变化看，2014 货币基金风景独好，2015 打新基金独领风骚，反映出大类资产从货币牛—债券牛—股票牛的轮动，资本市场的持续繁荣与产品创新不断推出，推动基金产品需求发生显著变化。2014 年最主要的特征是货币基金迅猛扩张，全年新增

1.31 万亿，占新增总额之比达 86%，而股基（股票、混合）增长 2143 亿，债基仅增 94 亿。但 2015 年上半年最主要的特征是偏股型产品规模大幅增长，尤其新股发行的制度红利带动打新基金规模飙升，仅短短 6 个月时间，混合基金新增规模已突破 1.72 万亿，股票基金也大幅增长 4944 亿，而相比之下，货币和债券基金新增仅 3330 亿。

### 3.5.2. 债券基金

我国首只债券基金诞生于 2002 年，由南方公司推出首只开放式债基南方宝元。截止 2015 年，最新债基规模为 3912 亿元，在全部公募基金资产中占比仅 5.4%，发展相对滞缓。

#### 1) 债券基金分类概览

根据证监会分类，债券型基金是指基金资产 80% 以上投资于债券的基金产品。按类型划分，债券基金可细分为纯债基金、一级债基、二级债基和指数型债基，其中纯债和一级债基仅能投资于债券，二级债基可以有 0-20% 仓位投资于二级股票市场，而指数型债基主要跟踪债券基准指数，从 2014 年以来，所有债券型基金均不得参与新股 IPO 打新。

图 174：债券基金类型划分与投资范围汇总

债基类型	旧投资范围	新投资范围	产品数量(只)	产品规模(亿)
纯债基金	纯债	纯债投资，不得参与打新和股票交易	205	1703
一级债基	纯债+打新	纯债投资，不得参与二级市场交易，2010 年以后一级债基被限制不得参与打新；	115	883
二级债基	纯债+打新+个股	债券投资比例不低于 80%，可以有 0-20% 的仓位参与二级市场投资，2014 年被限制不能参与打新	146	1188
指数型债基	无	以债券指数成分券为标的，被动指数型债基完全复制基准指数的成分和权重，而增强指数型债基则在大部分资产投资基准指数基础上，部分资产进行主动投资，增强收益	20	127

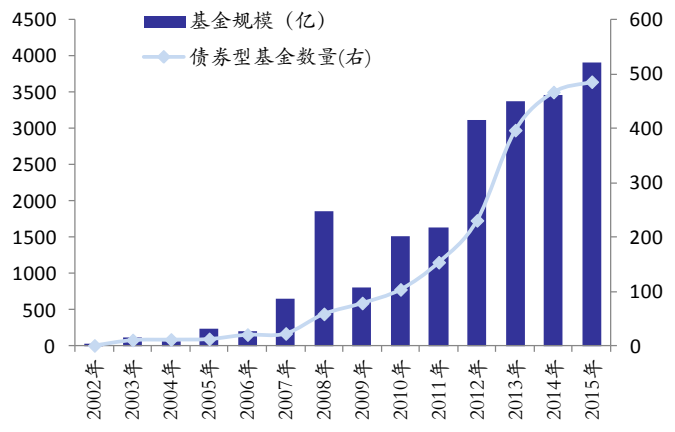
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

#### 2) 债券基金规模增长

债券基金的规模扩张一般与股债轮动的资产切换紧密相连，回顾债基增长历史，2008 年、2010 年和 2012 年的债券牛市行情是加速债基扩张的催化剂。

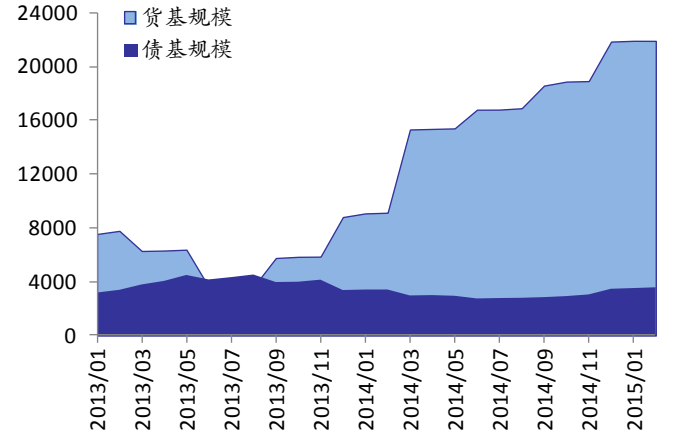
但整体债券基金规模增长整体相对缓慢，2014 年以来，债基规模则更是在牛市中逆势萎缩，从年初的 3374 亿微幅增长至 3468 亿，但考虑新发行债券基金 604 亿，则存量债基被净赎回超过 500 亿，反应在 1.4 倍杠杆率限制、开放赎回流动性压力、以及负债与资产久期与流动性错配等矛盾下，债基规模增长面临制约。而同期货币基金和混合型基金受益于存款脱媒化和打新需求急剧升温，规模实现爆发式增长。

图 175：2002-2015 年债券基金数量和规模增长



6 资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 176：2013 年来货币基金大幅扩张，债券基金小型化

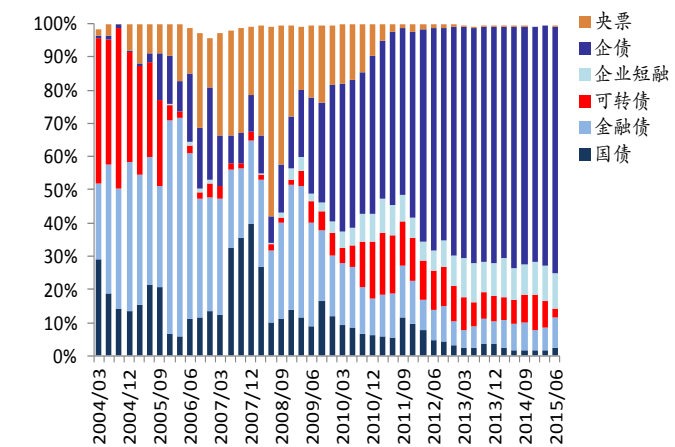


从债券基金的配置偏好来看，截止 2015 年 6 月，债券基金的资产投资以企业债、短融和金融债为主，规模分别为 3266 亿、472 亿和 400 亿，占比分别为 74%、11%和 9.1%，从机构占比看，公募债基的持仓在各债券占比仅为 10.6%、2.3%和 0.4%，是活跃的信用债交易者，但对利率中枢定价的影响力度较弱。

回顾债基的配置结构变化，2010 年以前债券投资以金融债、国债和央票为主，占比超过 60%，但 2010 年以后随着债市扩容和品种丰富，债券基金进入信用债投资为王的时期，票息资产成为绝对收益的主要来源。

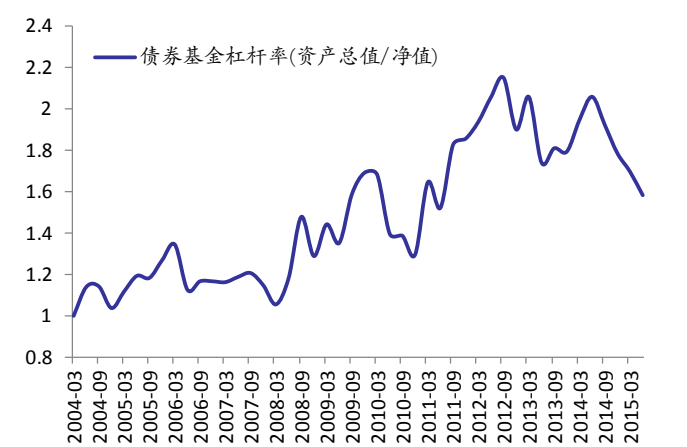
从债基杠杆率变化看，2013 年钱荒事件之前，债基杠杆率持续上扬，但钱荒冲击、2014 年末中证登提高城投债回购质押门槛、债基杠杆不得超过 1.4 倍、以及债券投资的“双十限制”等新规，导致债基杠杆率连续 4 个季度整体下滑。

图 177：2004-2015 年债券基金债券资产配置类型



6 资料来源：Wind，国泰君安证券研究

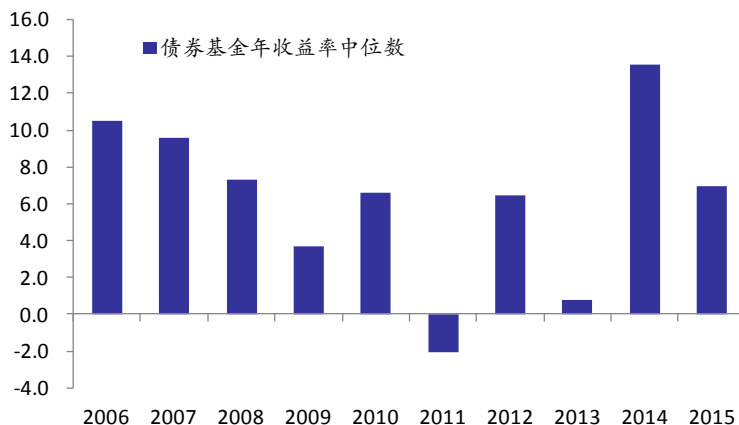
图 178：2004 年以来债券基金杠杆率变化



从年均收益变化看，除 2011 年以外，在过去 10 年中债券基金整体保持了正收益，年平均收益率为 6.5%。2006-2008 年间整体收益较高，在 9%左右，但 2009-2013 年受货币政策收紧和钱荒冲击，净值遭遇大幅

波动，2011 年和 2013 年平均收益率仅为-2.3%和 0.8%，出现少有的亏损年份；但 2014 年债市重回牛市，债基平均收益创下历史峰值达到 13.6%，2015 年 1-8 月已达到 8%的收益率。

图 179：债券基金年均收益率中位数



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

### 3.5.3. 货币基金

从 2003 年首只货币基金发行开始，货币基金的发展经历了从低迷—崛起—爆发式扩张—回归平稳的一个周期轮回。截止 2015 年 6 月，货币基金资产规模 2.48 万亿，远超越股票和债券基金，成为最大的基金类型，债券投资规模达 6263 亿，是债基规模的 1.6 倍。尤其 2013 年下半年起，以余额宝为代表的 T+0 互联网货币基金诞生，以其高收益、高流动性和低进入门槛特征，规模迅速扩张，对居民存款脱媒、同业流动性、银行资金成本和债券市场造成深刻冲击影响。

#### 1、货币基金的发展历程

从 2003 年至今，货币基金总资产在 12 年间从 42 亿一路飙升至 2.48 万亿，年均复合增速 70%，占公募基金之比从不到 10%大幅增至 35%，2014 年最高峰达到 50%。货币基金的发展大致分为三个阶段：

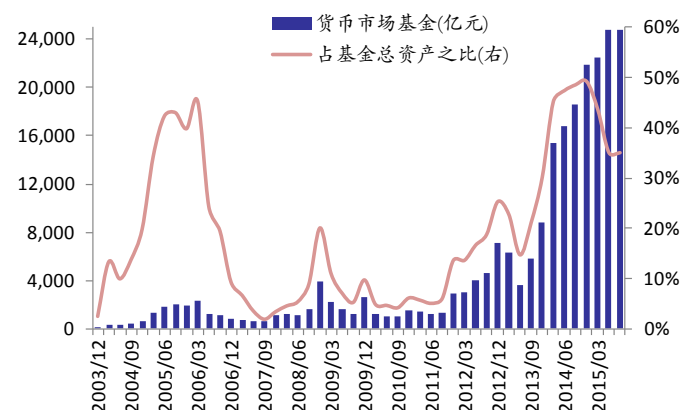
第一阶段，自 2003 年成立至 2011 年之前，主要受流动性差（T 日赎回 T+2 日到账）、收益率偏低（股市债市轮番强势表现降低相对吸引力）等缺点，货币基金没有收到投资者和基金公司重视，整体增长缓慢，规模徘徊在 2000 亿以下；

第二阶段，自 2011 年至 2013 年初，2011 年股债双杀，货币基金成为投资者避风港，2011 年证监会放宽货币基金投资限制，不再将协议存款视作定期存款，使得协存突破 30%的限制，同时允许协存提前支取不罚息，在政策红利和加息周期刺激下，货币基金收益率大幅提高，推动总规模迅速增长，从 1500 亿一跃增至 7000 亿左右。



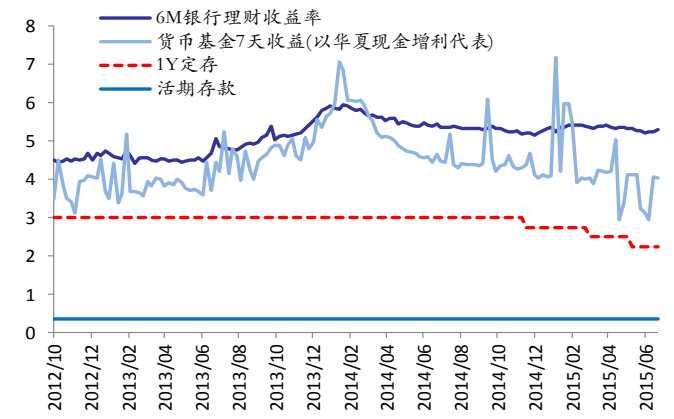
第三阶段，2013 年 6 月至今，以余额宝为代表的互联网基金崛起，在利率市场化趋势下满足客户短期理财需求，并实现了 T+0、场内申赎、消费支付和还贷等创新，投资收益率持续高于储蓄存款，维持在 4% 以左右，货币基金份额和规模爆发式增长，从 7000 亿大幅扩张至 2.48 万亿。但 2015 年以来，随着大类资产从货币牛市轮动至股债双牛，资金逐渐流向股票等风险资产，货币基金规模增长显著放缓。

图 180：2003-2015 年货币基金规模净值增长



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 181：货币基金、银行理财、1Y 定存和活期利率



货币基金的崛起加速居民活期存款脱媒化，货币基金实现了居民 0-3 个月活期存款的市场化，而理财产品进一步替代了 3-9 个月定期存款需求。2014 年末，居民的银行活期存款总额为 18.15 万亿，定期存款为 32 万亿，货币基金达 2.2 万亿，理财为 15.02 万亿，存款替代产品占比 34%，而在 2010 年末，这一比例仅为 11.4%。

## 2、货币基金的资产配置

### （1）货币基金的投资范围和限制

货币基金的投资范围包括：现金；期限在 1 年以内的银行存款、债券回购、央票、同业存单；剩余期限在 397 天以内的债券、AA+ 以上企业债、资产支持证券；证监会、央行认可的其他流动性货币市场工具。2015 年 5 月，证监会发布《货币基金管理暂行办法》征求意见稿，扩大了货基投资范围，将同业存单、ABS、AA+ 企业债、超短融等纳入投资目标，有利于提升资产收益率。

货币基金的整体流动性管理能力要求较高，投资久期和偏离度限制严格。久期要求平均剩余期不超过 120 天，平均剩余存续期不超过 240 天，杠杆比例不超过 1.2 倍，正偏离度在 50bp 内，负偏离度在 25bp 内，更注重流动性要求，限制了整体收益性。

图 182: 货币市场基金投资范围与投资限制 (2014 年征求意见稿)

货币市场基金投资范围与限制	
投资范围	现金; 期限在1Y以内的银行存款、债券回购、央票、同业存单; 剩余期限在397天以内的债券、AA+及以上企业债、ABS; 证监会、央行认可的其他具有良好流动性的货币市场工具;
禁投范围	股票、可转债、可交换债; 以定期存款利率为基准利率的浮动利率债 (进入最后一个利率调整期的除外); AA+以下的企业债; 其他禁投工具;
投资限制	<b>流动性资产:</b> 现金、国债、央票合计占比不低于5%; 现金、国债、央票、政金债和5日内到期的金融工具占比不低于10%; 同一发行人占比不得超过10% (国债、央票、政策金融债除外); 投资具有基金托管人资格的同一银行存款、同业存单不超过20% (否则不超过5%) <b>非流动资产:</b> 银行定期存款占比不超过30% (可提前支取的协存除外); 10日以上逆回购、定存等占比不超过30%; <b>杠杆率:</b> 正回购余额占比不超过20%; <b>剩余期限:</b> 平均剩余期不超过120天, 平均剩余存续期不超过240天; <b>偏离度:</b> 负偏离度不超过0.25%, 正偏离度不超过0.5%;

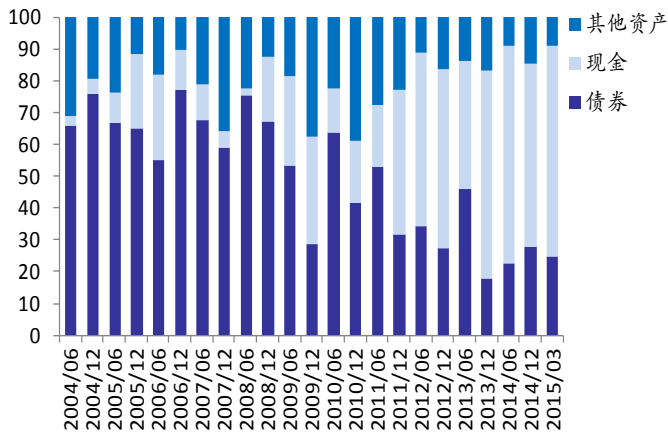
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

## (2) 货币基金的大类资产配置

在严格的投资限制下, 货币基金的资产配置范围其实很窄, 主要配置 3 类资产, 即债券、协议存款和买入返售等其他资产。其中, 协议存款的投资从限制—放松—重新限制, 很大程度上影响了货基的资产选择。

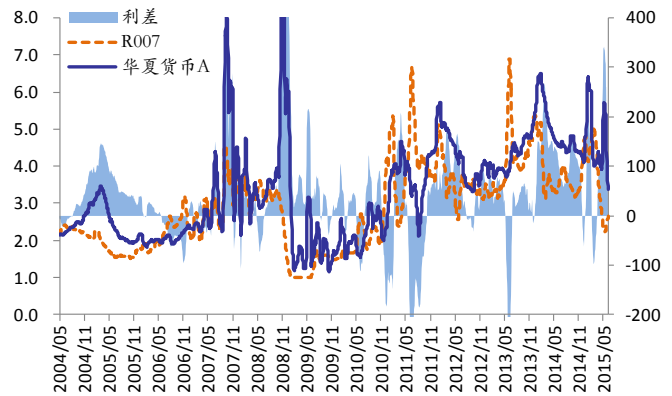
2008 年之前, 货币基金的大类资产配置以债券为主, 占比超过 65%, 现金仅占比 5-20%左右。随着 2011 年协议存款投资限制显著放松, 且允许协存提前支取不罚息的政策红利, 协存投资开始大幅提高, 从 15% 左右上升至 60%以上, 成为货币基金第一大持仓资产。尤其 2013 年钱荒冲击过后, 债券价格暴跌、资金利率飙升, 协议存款兼具安全性、收益性和流动性, 再次受到货币基金青睐, 占比提高近 20 个百分点至 70-80%, 部分互联网基金的投资比例甚至超过 85%。但随着货币基金规模急剧膨胀, 协存提前支取不罚息的政策红利遭遇叫停, 2014 年 3 月, 央行有关负责人在回应当前互联网金融监管热点话题时提出, “不允许存在提前支取存款或提前终止服务而仍按原约定定期利率计息或收费标准收费等不合理的合同条款”。货币基金提前支取不罚息的政策红利终结, 使得货币基金资产配置更趋平衡化, 债券投资小幅上升。

图 183: 保险配置中存款和债券占比下降, 非标上升



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 184: 货币基金收益率与 R007 收益率与利差走势

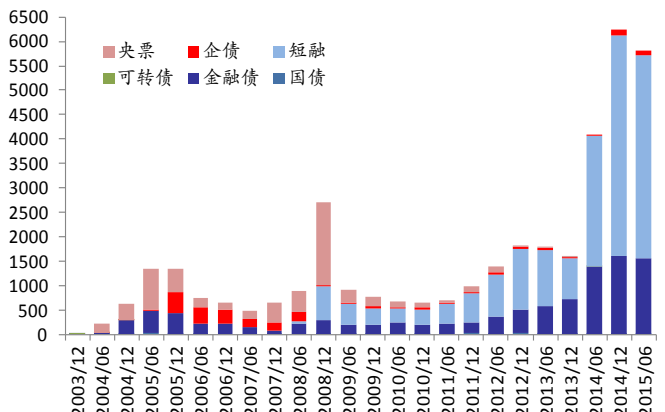


### (3) 货币基金的债券资产投资

随着货币基金规模扩张, 债券投资规模也急剧增长。截止 2015 年 3 月, 货币基金的债券投资总额为 5827 亿, 较 2010 年初的债券投资 1553 亿增长 2.75 倍, 超越债券基金 3765 亿和基金专户的债券投资规模 4967 亿。

在债券投资结构上, 从以投资央票为主, 转为主要配置短融。截止 2015 年 3 月, 金融债持仓 1546 亿, 占比 26%, 短融持仓 4162 亿, 占比 71%, 企业债持有 101 亿, 占比仅 1.75%。从债券投资结构的变化来看, 2008 年之前, 货币基金债券投资以央票、企业债和金融债为主, 其中央票占到 50-65%, 企业债占比 10-20%左右, 金融债占比 20-30%。2009 年以后, 受投资限制放宽和央票发行锐减, 企业短融成为货币基金的主要投资品种。

图 185: 货币基金不同债券投资规模 (亿元)



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 186: 货币基金的债券配置结构

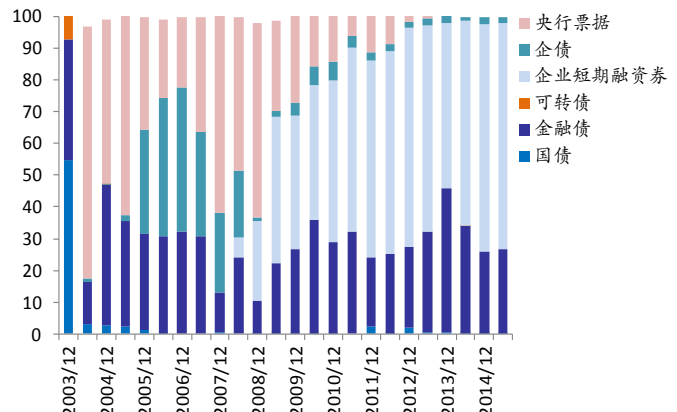


图 187: 2013-2014 年债券基金与货币基金债券持仓结构对比

	Dec-13		Mar-14		Jun-14		Sep-14		Dec-14	
	货基	债基	货基	债基	货基	债基	货基	债基	货基	债基
国债	8	126	1	80	0	58	1	64	1	73
金融债	715	246	1082	299	1400	290	1555	300	1616	241
可转债	0	280	0	242	0	274	0	291	0	439
企业短融	825	360	1506	426	2660	352	3876	334	4499	401
企债	32	2533	33	2412	39	2596	82	2504	121	2854
债券汇总	1581	3559	2624	3472	4115	3586	5535	3507	6264	4023

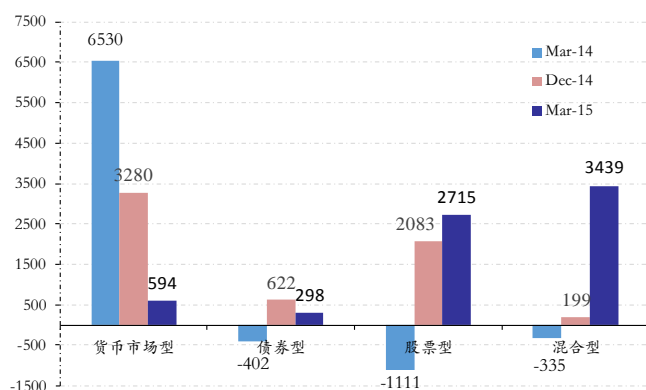
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

#### (4) 2015 年货币基金从绚烂回归平淡

绚烂归于平淡。2015 年, 随着资产风向从货币牛市向股债牛市轮动, 叠加央行连续降准降息, 货币基金收益率持续下降, 规模增长大幅放缓。货币基金 2015 年 1 季度仅新增 594 亿, 不及上年同期的 1/10, 收益率从年初 6-6.5% 大幅降至 3.5-4.5%, 资产吸引力降低, 尤其在股票、IPO、定增等风险资产投资机会活跃行情下, 失去赚钱效应, 产品竞争力下降, 成为居民储蓄脱媒化后的流动性管理工具。

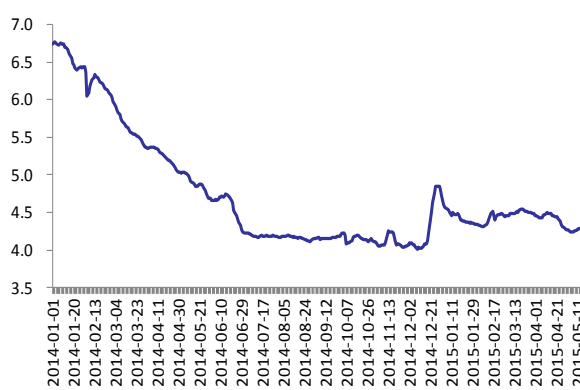
投资边界淡化、资金波动加大。货币基金 T+0 的特征加速资金活化, 钱可以在活期存款、证券账户、货基之间高效迅速流动, 股市波动、IPO 等对货基规模冲击大幅增大, 部分资管产品的货币基金规模在 IPO 时甚至可以缩减一半, 加大资金波动和不稳定。

图 188: 2015 年货币基金规模增长锐减



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 189: 2014 年以来余额宝 7 天年化收益率不断下滑



规模大幅变动和赎回压力导致流动性风险上升。从 14 年 2 季度起, 受股市冲击, 货基在规模上面临频繁进出和赎回风险上升, 流动性压力导致现金配置大幅增长, 从 14 年初 16% 大幅提高至 28% 左右, 债券投资持续缩减, 此外, 收益率大幅下行后, 到期再配置压力陡增。

#### 3.5.4. 基金非公募业务: 专户投资与子公司

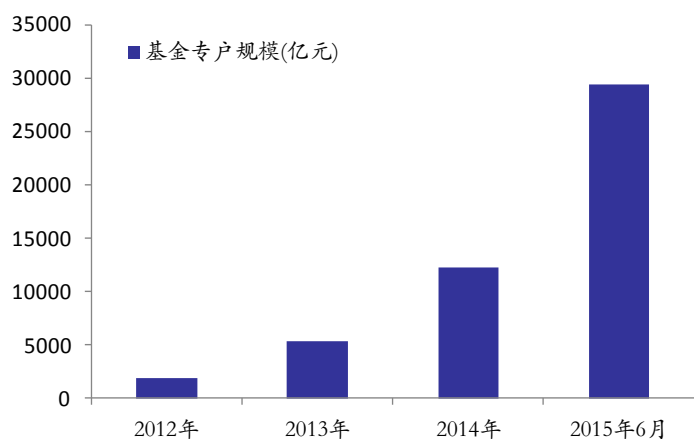
基金的非公募业务主要包括了专户理财、社保基金和企业年金委托投资，其中，以专户理财业务为主。截止 2014 年末，基金公司的专户理财业务总规模 1.22 万亿，占比为 57%；而社保基金和企业年金管理总规模达 9217.3 亿，占比为 43%。

### 3.5.5. 基金专户理财

专户业务是指基金公司向特定客户募集资金或接受特定客户资产委托，运用委托财产进行证券投资的一种活动。截止 2014 年末，91 家基金公司开展专户业务，总资产规模达 1.22 万亿，较 2013 年末增长 7501 亿，同比扩张 158%。到 2015 年 6 月，专户业务最新规模更进一步攀升至 2.93 万亿，占公募业务规模之比为 41%，创下历史新高。专户理财以其产品创新丰富、结构化设计多样、投资效率高等独特优势，满足投资者个性化需求，受到市场青睐，规模迅速扩张。

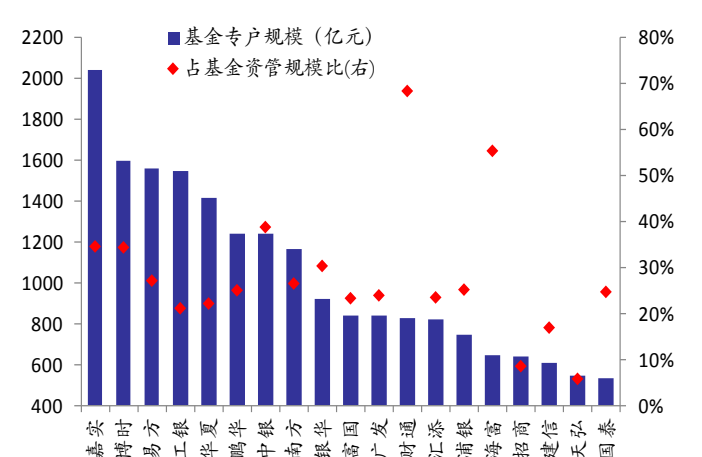
根据中国基金业协会统计，截止 2015 年 6 月，资管规模最大的前 10 家基金公司专户理财业务近 1.35 万亿，占比达 46%，有 23 家基金公司的专户业务规模大幅超越其公募资产，成为一些新成立和中小基金实现“弯道超车”的工具。

图 190：2012-2015 年基金专户规模大幅扩张



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 191：截止 2015 年 6 月基金专户资产规模排名



#### 3.5.5.1. 基金专户理财产品结构

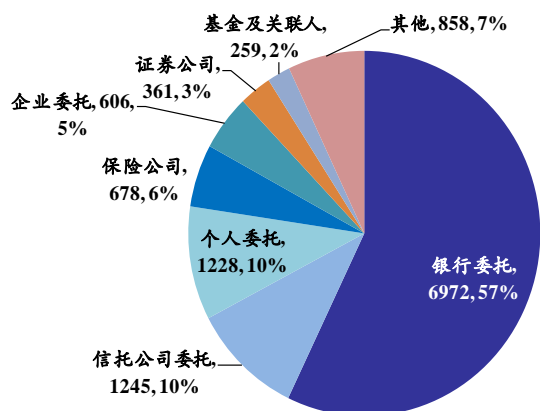
从产品类型看，以一对一产品和主动管理产品为主。截止 2014 年末，一对一产品占比 71.4%，规模 8736 亿；一对多产品占比 28.6%，规模 3504 亿。主动管理型产品占比 74.6%，规模达 9129 亿，通道产品占比 25.4%，总量达 3112 亿。

从投资者分布看，以银行委托资金为主。银行委托资金为 6972 亿，占比 57%；信托资金 1245 亿，占比 10.2%；个人资金 1228 亿，占比 10%；来自保险、企业、证券和基金的资金为 678 亿、606 亿、361 亿和 259 亿，合计占比为 15.5%；其他资金 858 亿，占比 7%。



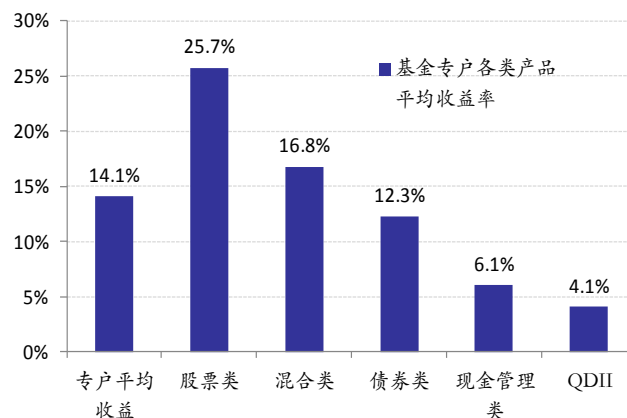
从收益率看，2014 年在股债双牛环境之下，专户理财凸显赚钱效应，平均回报率达到 14.1%，创下历史最好水平。其中，股票类产品平均收益率 25.7%，混合型产品为 16.8%，债券类产品净值收益为 12.3%，现金类平均净值收益为 6.1%，QDII 类也达到 4.1%。

图 192：2014 年基金专户理财产品投资者结构分布



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 193：2014 年基金专户产品平均收益率

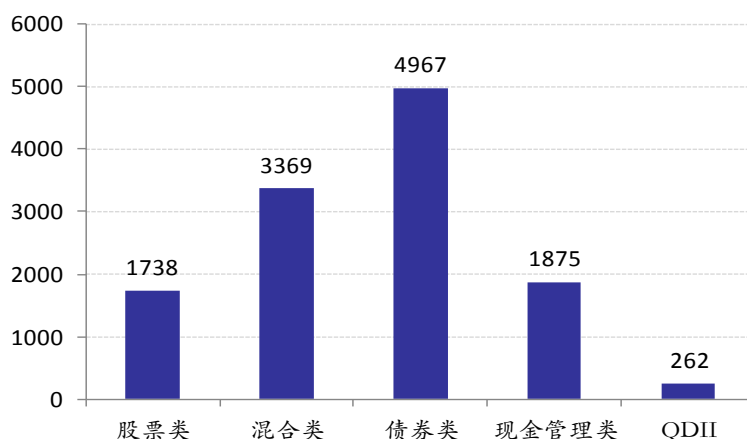


### 3.5.5.2. 基金专户理财资产投向

基金专户的投资范围主要包括二级市场的股票、债券、基金、央票、非金融企业债务融资工具、资产支持证券、金融衍生品和商品期货，以及股权、债权和财产收益权等，此外，新三板、并购市场基金也被纳入投资范围。产品投资期限一般在 1 年以上，定期开放和赎回。

从资产投向看，债券类产品占比 40.6%，投资规模为 4967 亿；混合产品占比 27.5%，规模 3369 亿；现金产品占比 15.3%，总额为 1875 亿；股票产品占比 14.2%，总量为 1738 亿；QDII 占比 2.1%，总量为 262 亿。此外，专户理财还可以投资商品期货和股指期货，规模为 243 亿，占比 2% 左右。

图 194：2014 年基金专户产品投资方向和规模



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

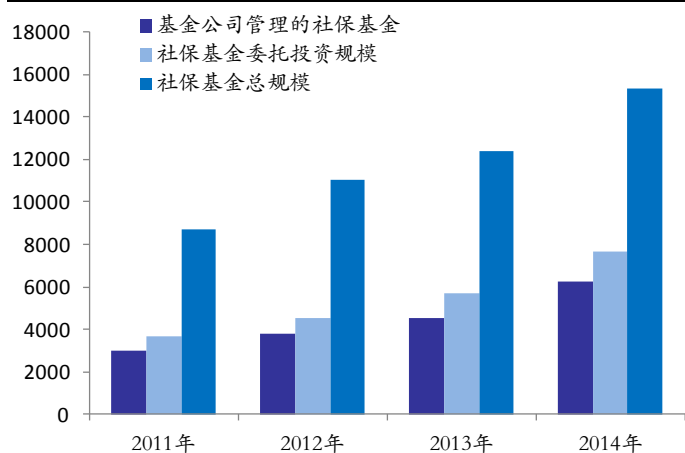
### 3.5.6. 社保基金和企业年金的专户投资

除专户理财外,社保基金和企业年金也是基金公司重要的专户委托投资方。截止 2014 年末,基金公司受托管理的社保和企业年金资产达 9217 亿,同比增长 33%。

2014 年末,基金公司管理的全国社保基金资产投资规模近 6300 亿,较上年增长 35%,占到全国社保基金总规模的 40%,占社保基金委托投资规模的比重超过 82%。2011 年以来由基金公司管理的社保基金规模和占比逐年显著上升,基金公司的主动管理和专业投资能力助力社保基金实现保值增值,2014 年社保平均投资收益率达到 11.7%,大幅超越历史均值水平 8.3%。

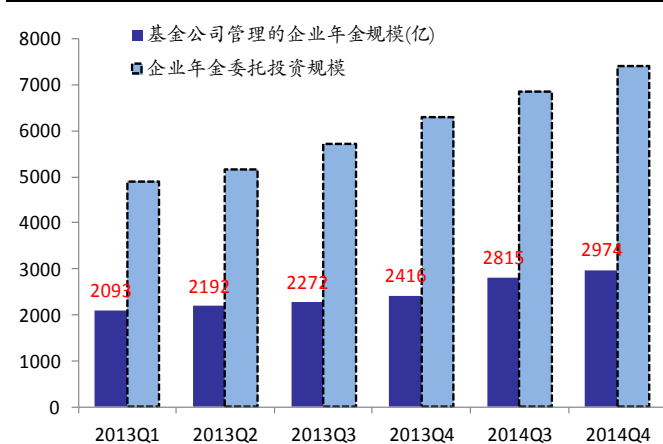
2014 年末,基金公司管理的企业年金规模为 2974 亿,同比增长 23%。由基金管理的企业年金占全部委托投资规模的比例为 40%。2014 年企业年金平均投资收益为 9.3%,较 2013 年 3.67% 大幅提高 563bp。

图 195: 2011-14 年基金公司管理的社保基金投资规模



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 196: 2013-14 年基金公司管理的企业年金投资规模



### 3.5.7. 基金子公司

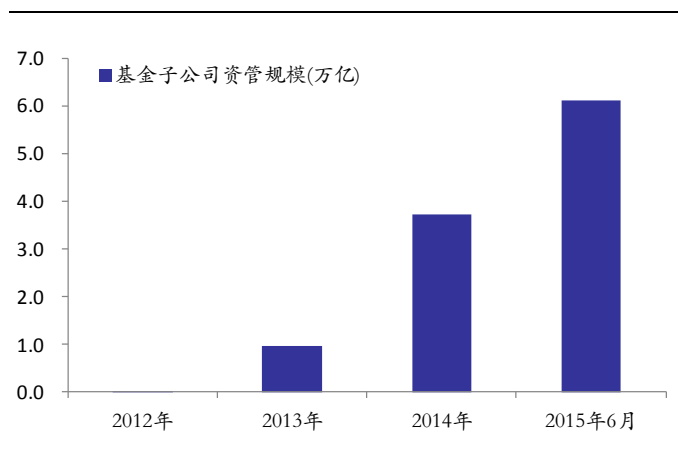
2012 年 11 月第一家基金子公司成立,标志着基金行业投资领域从股票、债券等标准化产品扩大至股权、债权、财产收益权等非标资产。在短短 2 年时间里,子公司资管规模突飞猛进,实现跨越式增长,2014 年末基金子公司专户资管规模达到 3.74 万亿,同比增长 285%,2015 年 6 月更进一步攀升至 6.1 万亿,这意味着 2015 年上半年,基金子公司规模增长 2.36 万亿。

凭借低门槛、几乎无所不能的投资范围,以及横跨银行、信托、期货、上市公司、直投、主动投资等平台和产品的全牌照业务,基金子公司迅速崛起成为泛资管行业中发展最快的机构业态,大幅降低了信托和券商的通道业务的牌照价值,进一步加剧泛资管行业的竞争与转型。

### 1、基金子公司资管规模

根据证监会统计,截止 2015 年 2 月,在 96 家基金管理公司中,成立基金专户子公司的数量为 74 家,占比达到 77%,合计注册资本 38.4 亿元。截止 2015 年 6 月,基金子公司专户资产规模达到 6.12 万亿,规模最大的前 10 家基金子公司资管规模近 3.2 万亿,占比达 52%,超过半壁江山。与传统公募业务相比,基金专户和子公司资管占基金公司总资产之比超过 56%,部分甚至达到 80-90%,基金子公司已成为基金公司拓宽业务范围、扩大投资标的、放松投资限制的重要通道。

图 197: 2012-2015 年基金子公司资管规模迅猛扩张



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 198: 截止 2015 年 6 月基金子公司专户规模前 10 排名

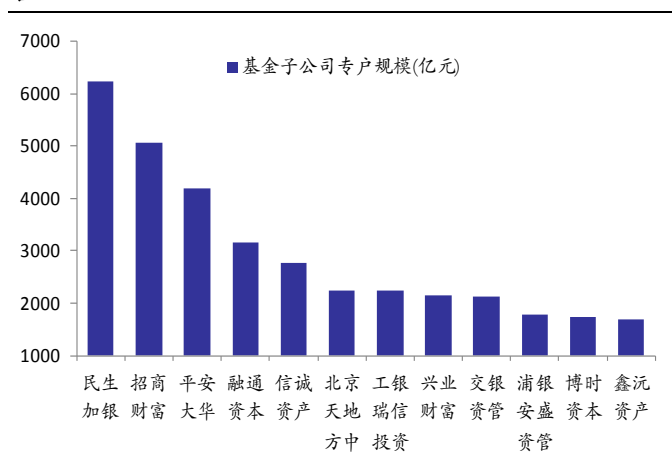
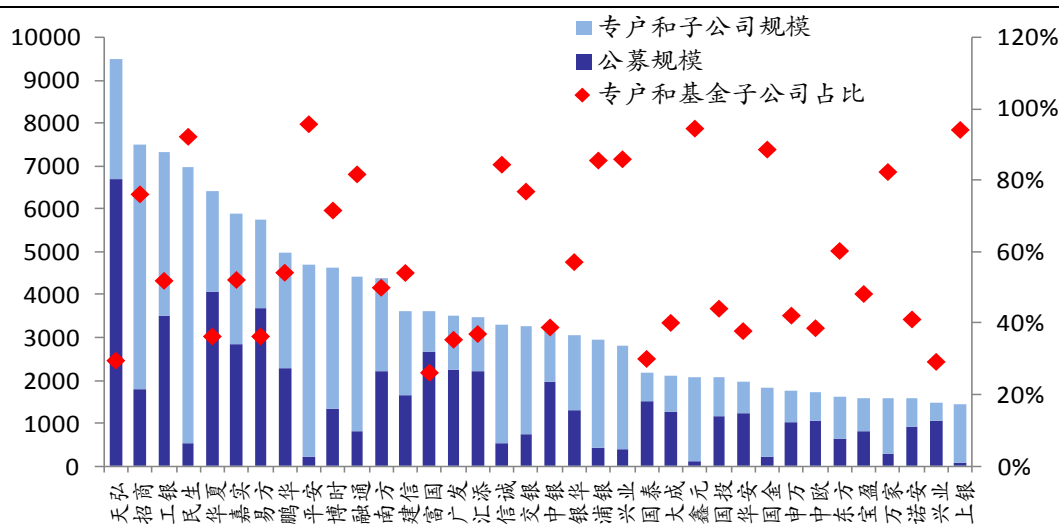


图 199: 截止 2015 年 6 月基金公募业务与专户和子公司业务对比 (亿元)



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

## 2、基金子公司产品结构

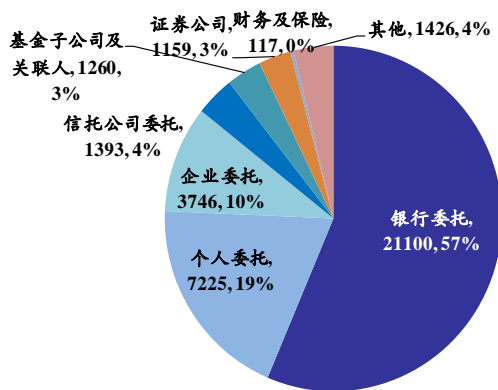
从产品类型看，截止 2014 年末，基金子公司产品中一对一专户资管规模 2.33 万亿，占比 62%，较 2013 年增长 1.89 万亿；一对多专户产品资管规模 1.41 万亿，占比 38%，较 2013 年增长 8789 亿。

从产品管理方式看，基金子公司的主动管理型产品资管规模 1.51 万亿，占比 40.4%，通道业务资管规模 2.23 万亿，占比 59.6%。其中，投资标准化证券产品仅 3638 亿，占比仅 9.7%，而投资非标规模达 3.37 万亿，占比超过 90%。

从投资者结构看，截止 2014 年末，基金子公司专户资金来源的结构组成是，银行委托资金 2.11 万亿，占比 56.3%，较 2013 年增长 11.6 个百分点；个人委托资金 7225 亿元，占比 19.3%，较上年下降 8.4 个百分点；企业委托资金 3746 亿元，占比 10%；信托公司委托资金 1393 亿元，占比 3.7%；此外，基金子公司、券商、财务保险公司、以及其他机构委托资金分别为 1260 亿、1159 亿、117 亿和 1426 亿，合计占比 10% 左右。其中，银行信贷和非标资产出表所带来的通道业务，仍是基金子公司的最主要资金来源，但来自券商、信托等的合作也呈现明显上升趋势。

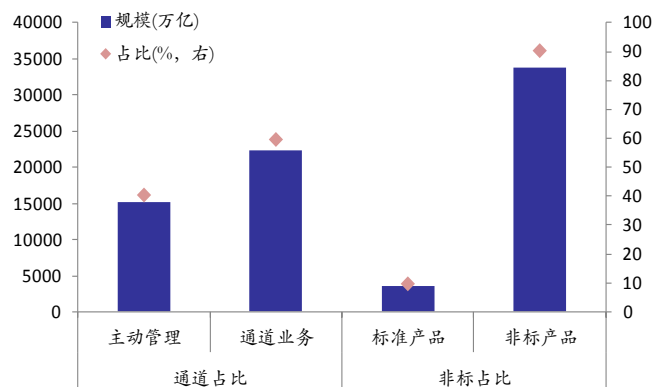
从收益率来看，2014 年，基金子公司一对一专户平均收益率 6.26%，较上年下降 40bp；一对多专户平均收益率 7.6%，较上年提高 140bp。

图 200：2014 年基金子公司专户资金来源分布



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 201：2014 年基金子公司专户资产投向规模增长

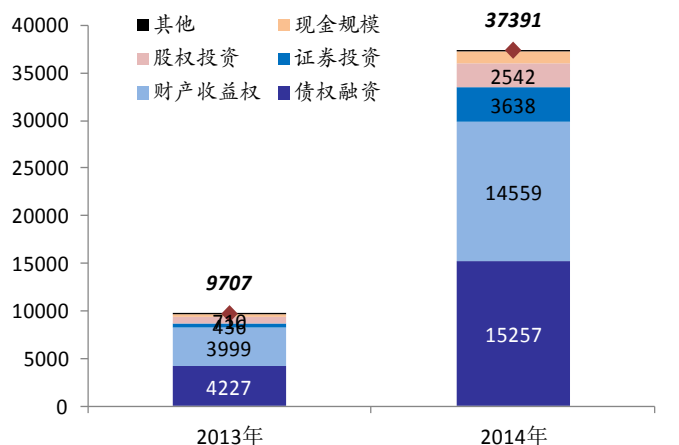


### 3、基金子公司的资产配置和投资方向

基金子公司的诞生和狂飙突进，迅速让信托、券商资管等的通道业务牌照价值归于零，加剧了泛资管时代的资金与资产端竞争。得益于门槛低、无净资本要求、投资范围广泛和监管宽松等政策红利，基金子公司往往投资风格激进，预期收益率较高，资产投向以通道和非标业务为主，相较于理财和信托的非标投资，信用资质进一步下沉，成为类信贷扩张的又一重要渠道。

从资产投资方向看，以类固收资产为主。截止 2014 年末，基金子公司投向仍以融资业务为主，投资方式主要是债权融资和财产收益权融资，规模分别为 1.53 万亿和 1.46 万亿，占比分别为 40.8%和 38.9%，较 2013 年大幅增长 1.1 万亿和 1.06 万亿；此外，证券投资、股权投资、现金资产等投资规模分别为 3638 亿、2542 亿、1257 亿，占比为 9.7%、6.8%和 3.4%，总额较 2013 年增长 6063 亿，明显落后于融资业务的扩张。

图 202: 2014 年基金子公司专户资产投向规模增长



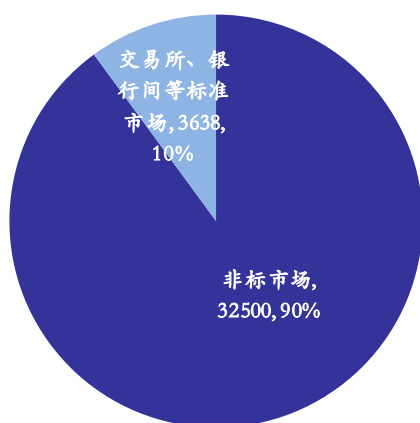
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 203: 2013-2014 年基金子公司资产投向结构

	2014 年末		2013 年末		增长率
	规模	占比	规模	占比	
债券融资	15257	40.8%	4227	43.5%	261%
财产收益权投资	14559	38.9%	3999	41.2%	264%
证券投资	3638	9.7%	436	4.5%	734%
股权投资	2542	6.8%	710	7.3%	258%
现金	1257	3.4%	228	2.3%	451%
其他	138	0.4%	107	1.1%	29%
合计	37390	100.0%	9707	100.0%	285%

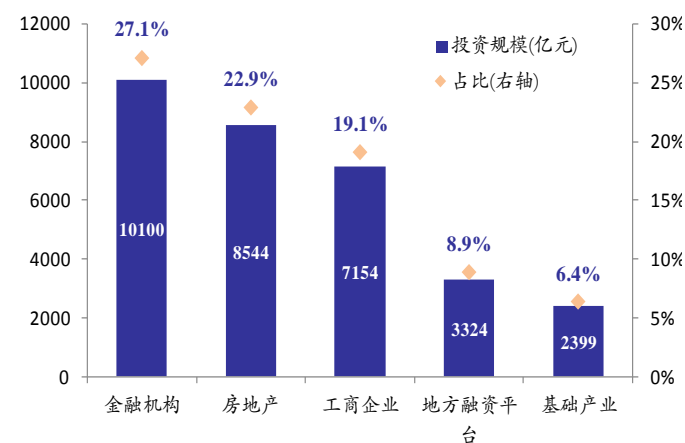
从最终投向看,以金融机构、房地产、工商企业类项目为主。截止 2014 年末,基金子公司专户最终投向金融机构资产 1.01 万亿,占比 27.1%;投向房地产 8544 亿,占比 22.9%;投向工商企业 7154 亿,占比 19.1%;投向地方融资平台 3324 亿,占比 8.9%,投向基础产业 2400 亿,占比 6.4%。从投向变化来看,2014 年投资于房地产和工商企业的产品规模占比从 62% 大幅下降至 42%,而投资于票据、信用证等金融机构资产的占比则从年初 15% 大幅上升至 27%。

图 204: 90% 的基金子公司投向非标市场



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 205: 2014 年基金子公司专户非标投向具体分布



#### 4. 基金子公司与信托、券商资管对比

基金子公司与信托、券商资管类似,在通道业务中扮演重要角色,但与监管限制越来越严格的信托和券商相比,基金子公司在投资限制、通道费率、资本约束、投资效率等方面具有竞争优势,在其他方面也存在差异:

1) 法律关系、监管机构与注册资本。法律关系上,基金子公司、信托产品与投资者是信托关系,而券商资管产品则是委托关系;监管机构上,基金子公司与券商监管机构为证监会,而信托为银监会;注册资本上,



基金子公司注册资本要求最低，不低于 2000 人员，而券商资管子公司和信托则分别不低于 2 亿和 3 亿元。

**2) 投资人限制。**基金子公司要求 300 万以下的合格投资者不得超过 200 人；信托计划要求 300 万以下的投资人不得超过 50 人；券商资管集合计划要求合格投资人不超过 200 人。

**3) 净资本约束。**基金子公司无净资本约束；信托资产需按风险系数计提风险资本；而券商资管则需受到证券公司的净资本约束。

**4) 投资限制和投资效率。**基金子公司的非标投资范围非常灵活，项目计划事后报备，投资效率较高；信托不得在银信合作中投资票据，地产项目投资也需事前报备，受到一定业务限制；券商资管中，定向和专项计划的相关约束很少，而集合计划不得投资于非标资产。

**5) 通道费率。**基金子公司不受净资本约束，通道费率比信托、券商更低，最低至 0.03% 左右，基金子公司产品的预期收益率比信托、券商产品高 1-2 个百分点；券商资管通道费率也相对偏低，仅 0.3% 左右；信托通道费用最高，达到 0.5%-1% 左右。

图 206：基金子公司与信托、券商资管的投资限制对比

	基金子公司	信托	券商资管
法律关系	信托关系	信托关系	委托关系
注册资本	不低于 2000 万元	不低于 3 亿	不低于 2 亿
监管机构	证监会	银监会	证监会
投资限制	非常灵活	不得在银信合作中投资票据资产 (收益权)	集合投资仅限于交易所产品、理财和集合信托等，不能投资股权、债权，定向和转向计划限制少
投资人数限制	300 万以下的合格投资者不得超过 200 人，但单笔 300 万以上的投资者不受限制	300 万以下的投资者不得超过 50 人	定向资管业务的单个客户资产不低于 100 万元；集合计划的合格投资者人不得超过 200 人
净资本约束	无净资本约束	净资本约束更严格	受证券公司的净资本约束
委托人限制	不受限制	有一定限制	银证合作中，银行作为委托人时总资产不少于 500 亿
通道费率	最低至 0.03%	0.5%-1% 左右	0.3% 左右
投资效率	投资地产项目实行事后报备	投资地产类项目一般需要事前向监管报备	专项计划需要证监会注意审批，效率较低

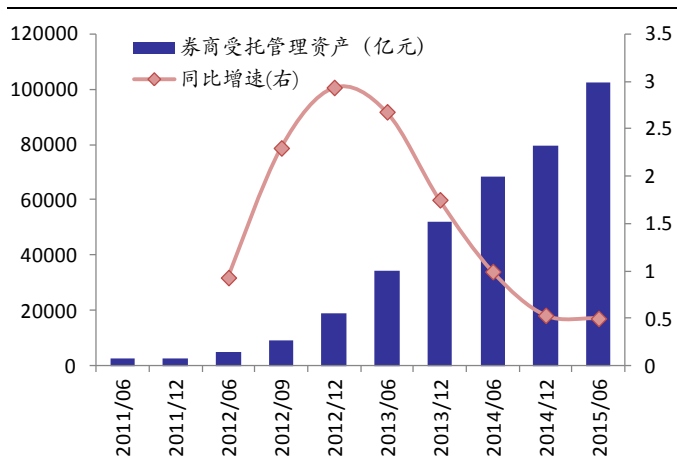
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

### 3.6. 券商资管：且看风起

**起步虽晚，弯道超车。**早在 2012 年之前，券商资管规模才仅仅只有不足 3000 亿，与基金资管规模相比占比不到 15%，还只是一类并不起眼的资管分支，但资管行业的大浪淘沙从不缺少逆袭的故事，无论是 2007 年的股市、2008 年的理财、2009 年的私募、2010 年的信托，还是 2012 年的券商资管与基金子公司、2013 年的货币基金、2014 年的互联网金融。2012 年以来，券商资管行业实现弯道超车，行业格局、相对优势和竞争规则得以重构。

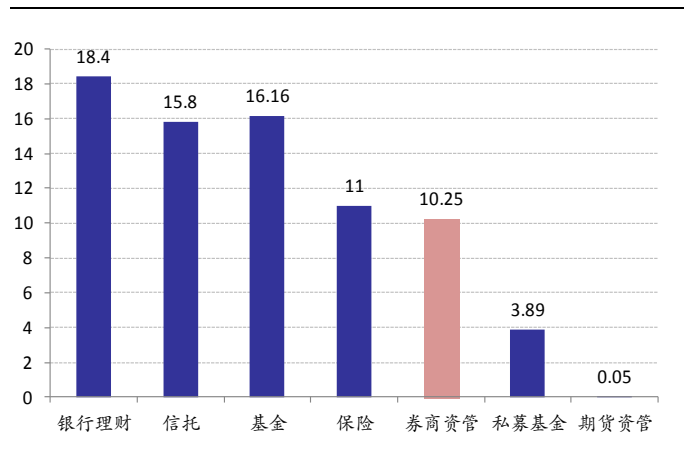
**后来居上，且看风起。**2012 年随着“一法两则”等重量级政策放松、定向通道业务扩张、投资谱系拓宽、以及居民理财需求崛起，券商资管业务迎来爆发式高速增长期，管理资产从 2012 年初的 2818 亿大幅飙升至 2015 年 6 月的 10.23 万亿，不到 4 年时间迅猛增长 35 倍，券商资管机构崛起成为排名第五的资产管理机构，规模相当于银行系统贷款的 12% 和 GDP 的 15%。

图 207：券商资产管理行业管理资产增长



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 208：截止 2015 年 6 月各类资管机构规模排名



#### 3.6.1. 三类不同业务模式

券商资管业务由集合资管计划、定向资管计划和转向资管计划三部分构成，其中，集合资管计划又分为大集合和小集合产品。

**集合资管计划（6555 亿，占资管规模比 8.2%）：**券商设立集合资管计划，将客户资产交由具有客户资金法人存管业务资格的商业银行或其他机构进行托管，通过专门账户为客户提供资产管理，产品包括股票型、债券型、混合型、QDII 等。截止 2014 年末，集合资管规模 6555 亿，占券商管理资产的 8.2%，较 2013 年增长 83.7%，存续产品 2139 只。其中，大集合资管规模 3114 亿，占比 48%，小集合 3441 亿，占比 52%。

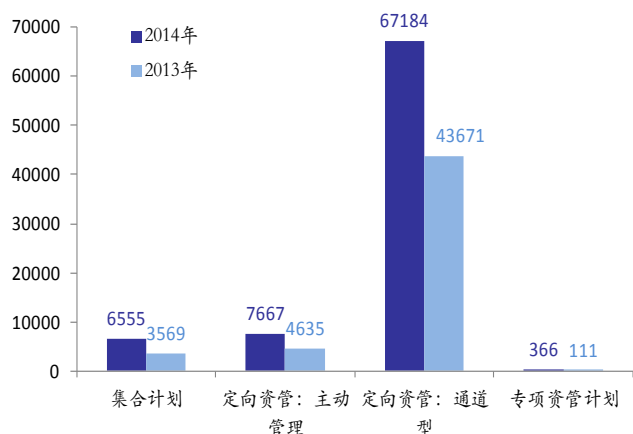
- **大集合**：规模较大，投资人数超过200人，投资门槛5-10万元。但从2013年6月起，证监会已明确限制发行大集合产品。券商资管需申请公募牌照，大集合转型为券商公募基金产品。
- **小集合**：即限额特定资产管理计划，需符合以下条件：①募集资金大于3000万，小于50亿；②单个客户参与金额不低于100万元；③客户人数在200人以下，但单笔委托金额在300万元以上的客户数量不受限制。

**定向资管计划（7.25 万亿，占资管规模比 91%）**：是券商接受单一客户委托，与客户签订合约，按照约定条件、要求、方式等通过专门账户管理委托资产。

**专项资管计划（366 亿元，占资管规模比 0.5%）**：主要是券商资产证券化业务的特殊目的载体，包括衍生品、量化对冲等均可以应用。

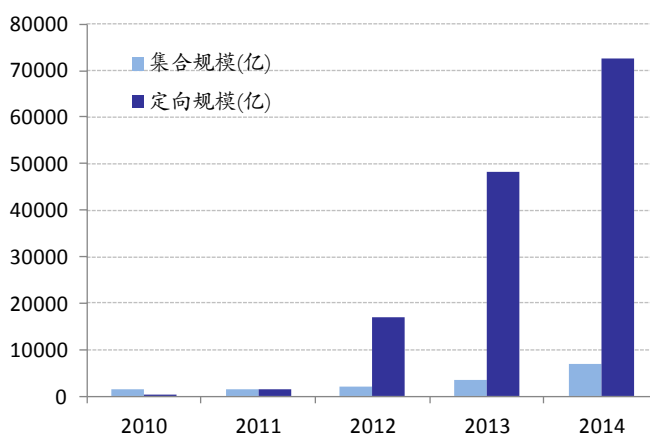
**其他业务**：此外，还包括全国社保基金委托、信托投资顾问、财务顾问和创新业务等，需要资格审批和备案。

图 209：2013-2014 年券商资管各类型产品总规模变动



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 210：2012 年以来券商资管业务规模增长迅猛



从管理方式看，截止2014年末，券商主动资管规模1.35万亿，占比17%，同比增长70.9%；通道业务资管规模6.6万亿，占比83%，同比增长49.3%。而2015年上半年，主动资管业务进一步飙升至2.2万亿，较年初增长63%，通道业务扩张至8.05万亿，同比22%，在表外融资收缩和股票牛市行情下，券商主动资管规模扩张显著超越通道业务，资管能力进一步获得市场认可。

从投资标的看，投向交易所、银行间等证券资产规模为1.48万亿，占比19%；投向非标资产规模6.47万亿，占比81%，具体而言，非标投向包括：委托贷款1.64万亿（占21%）、信托贷款1.38万亿（占17%）、票据8115亿（占11%）、资产收益权7445亿（占9%）等。

### 3.6.2. 券商资管行业发展历史与监管新政

**第一阶段（2008 年以前）：起步期严格监管致发展缓慢。**我国券商资管行业起步于 2002 年，证监会先后颁布《关于规范证券公司受托投资管理业务的通知》、《证券公司资管理业务试行办法》等，明确界定了定向、专项和集合三项资管业务，规范投资范围和资产运作方式，奠定券商资管发展基础。

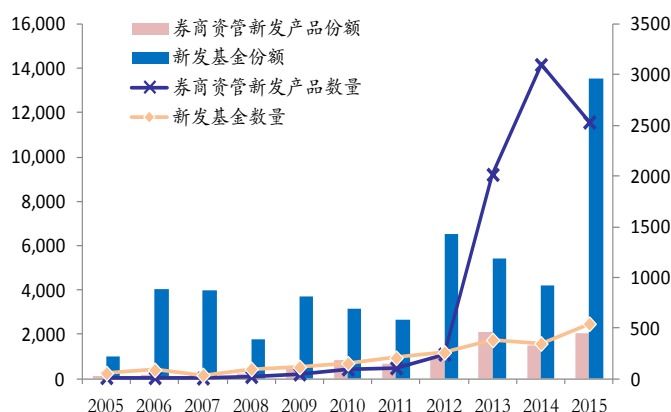
**2008 年之前，券商资管业务以集合理财为主，**但受制于审批制、高投资门槛、与公募趋同和销售限制，资管规模增长相对缓慢。在 2006-2008 年的股市牛市行情中，券商资管产品新增发行仅 555 亿份，而基金产品和银行理财则实现爆发式增长，同期，基金新发份额达 2.1 万亿份，理财规模也增长近万亿。

**第二阶段（2008 年-2012 年）：波澜不惊的平淡发展期。**2008 年 7 月，证监会颁布《证券公司定向资产业务实施细则》和《证券公司集合资产管理业务实施细则》，券商资管行业进入波澜不惊的平稳发展期，但受制于监管束缚、产品同质化、客户定位不明晰等，发展仍然缓慢，尤其是 2009-2010 年间阳光私募和私募股资崛起，大幅抢占了高净值客户。截止 2011 年末，券商资管规模仅有 2818 亿，占同期基金资管规模的比例占 10% 左右。

**第三阶段（2012 年至今）：变局引生机，重塑行业格局。**证监会颁布《证券公司客户资管业务管理办法》、《证券公司集合资管实施细则》、《证券公司定向资管业务实施细则》（即“一法两规”），将发行改为备案制、扩大投资范围、实行产品分级、公募基金业务开闸、鼓励产品创新，尤其定向资管业务大幅放松，引燃券商资管行业爆发式增长，2013 年新发产品数量比 2012 年增长 7.3 倍，短短 3 年间，资产管理总规模从 2012 年初的不到 3000 亿飙涨至 2014 年末的 7.97 万亿，3 年时间扩张了超过 27 倍。

2012 年一系列资管行业放松和创新政策，促使信托、保险、券商、基金子公司等子行业站在了相同的竞争起点，打破各自为战格局，金融牌照价值大幅下降，资管行业规模迅猛扩张，大资管时代真正到来。

图 211：2005 年以来券商资管、基金新发产品数量和份额



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 212：2013-2014 年券商资管各类型产品总规模变动

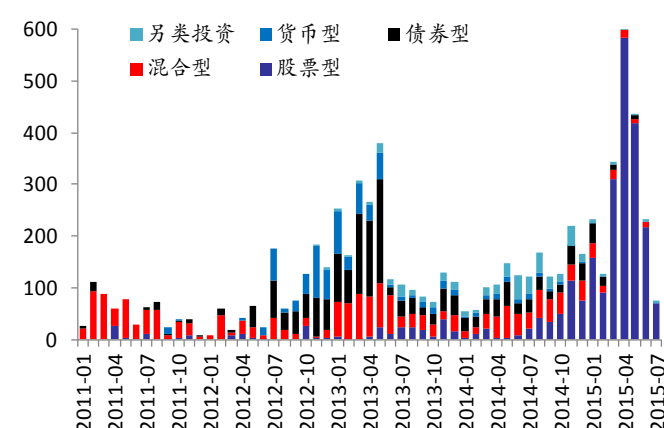


图 213：2012 年以来券商资管新政和政策内容

涉及方面	资管政策	政策内容
扩大投资范围	2013.3 《证券公司资产证券化业务规定》	允许证券公司以特殊目的载体形式从事资产证券化业务
	2014.2 《关于规范证券公司与银行合作开展定向资管业务有关事项的通知》	允许券商与银行合作开展定向资管业务
	2014.9 《证券期货经营机构资管业务管理办法（征求意见稿）》	首次将非上市公司股权、债权资产等纳入券商资管投资范围
放松经营管制	2012.10 《证券公司客户资产管理业务管理办法》、《证券公司集合资产管理业务实施细则》	集合资管计划由审批制改为备案制；调低产品成立规模，放宽投资限制；产品设计可以分级
	2013.6 《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》	符合条件的券商可开展公募基金业务
	2013.4 《证券投资基金托管业务管理办法》	开放基金托管业务，非银行金融机构可申请基金托管资格
	2013.6 《关于规范证券公司聘用第三方集合资管计划提供投资决策相关专业服务的通知》	支持和规范券商资管与私募合作
便利流通转让	2013.8 《关于为资管计划份额提供转让服务的通知》、《资管计划份额转让业务指引》	允许资管计划在上交所、深交所转让
	2013.3 《关于为资产支持证券提供转让服务的通知》	上交所通过固定收益平台为券商发行的ABS提供转让平台
	2013.5 《质押式报价回购交易及登记结算业务办法》	券商资管产品可直接对接场内股票质押式回购

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

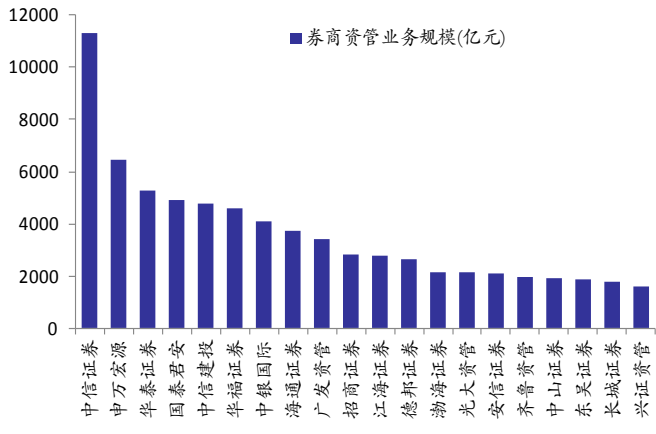
### 3.6.3. 机构排名

股市火热带动券商资管业务迅猛扩张。根据基金业协会统计，截止 2015 年 6 月末，91 家证券公司资管业务总规模达 10.25 万亿，受益于牛市行情，较年初激增 2.26 万亿，接近 2014 全年增量。其中中信证券资管以 1.13 万亿规模排名居首，占全行业之比 11%，较年初增长 50%。此外，排名前 5 的券商资管还包括申万宏源 6470 亿、华泰资管 5279 亿、国君资管 4911 亿和中信建投 4796 亿，前 5 家机构集中度占比为 32%。

作为券商优势的主动资管业务扩张也明显提速，规模从年初 1.4 万亿迅速升至 2.2 万亿，占资管总规模比重上升至 21%。从排位来看基本与总规模排名一致，中信、申万、广发、国君和华泰主动资管规模分别为 4128 亿、1623 亿、1465 亿、1452 亿和 1394 亿，位列前五，集中度占比达 46%。

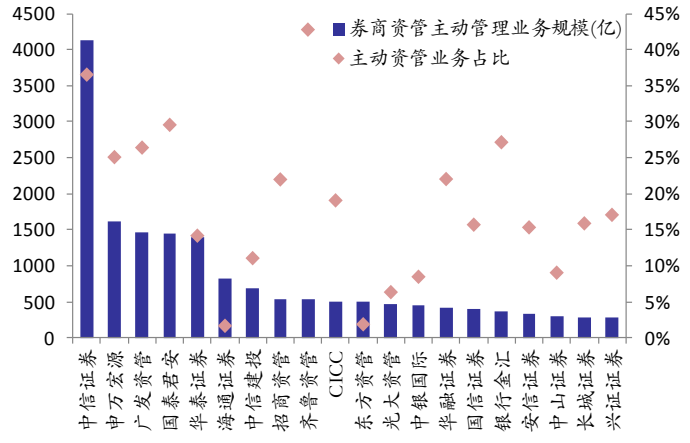


图 214：2015 年 6 月券商资管总规模排名



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 215：2015 年 6 月券商资管主动管理业务规模和占比



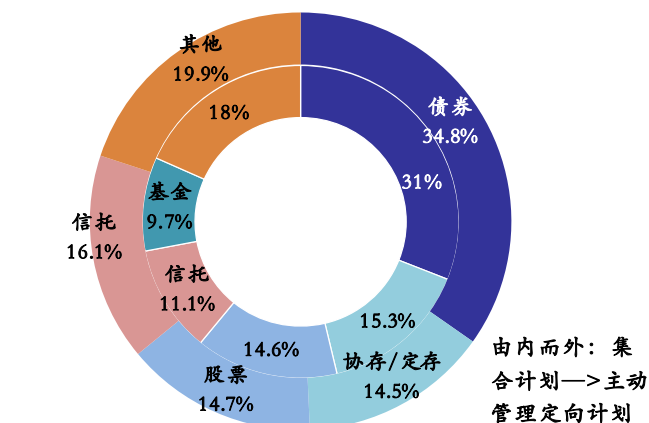
### 3.6.4. 券商资管的大类资产配置

#### 1、券商集合计划：投资以债券和协存为主

券商集合计划的资金投向以债券、协存、股票和信托计划等为主。截止 2014 年末，集合计划的资管规模为 6555 亿，集合产品投资债券、协存(和定存)、股票、信托计划、基金的规模分别为 2032 亿、1003 亿、957 亿、727 亿和 636 亿，占比分别为 31%、15.3%、14.6%、11.1%和 9.7%。仍以相对稳健的债券、协存等作为主要配置资产。

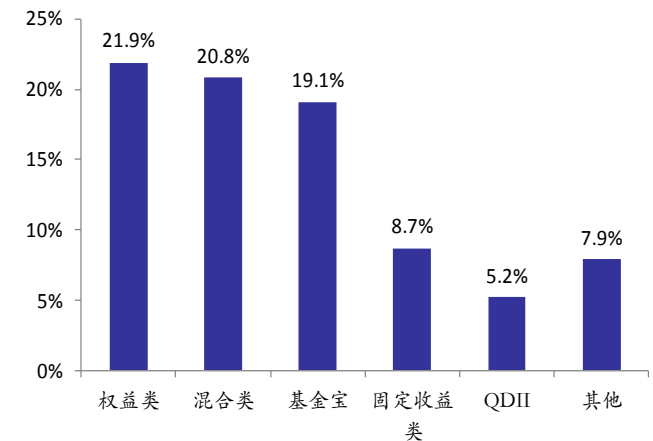
从券商集合产品的收益率对比来看，受益于 2014 年股债双牛，权益和混合型产品平均收益率分别达 21.9%和 20.8%，基金类产品平均收益 19.1%，固收类产品也获得 8.7%的较高收益率，由于券商资管产品可以灵活运用高杠杆、期货、分级等投资工具和结构设计，承担的风险收益相对高于公募基金。

图 216：2014 年券商资产管理规模迅速增长



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 217：2014 年券商集合计划平均净值收益率



#### 2、定向资管计划：以非标资产为主

截止 2014 年末，券商定向资管规模 7.25 万亿。其中，主动管理业务 7668 亿，通道业务为 6.7 万亿。

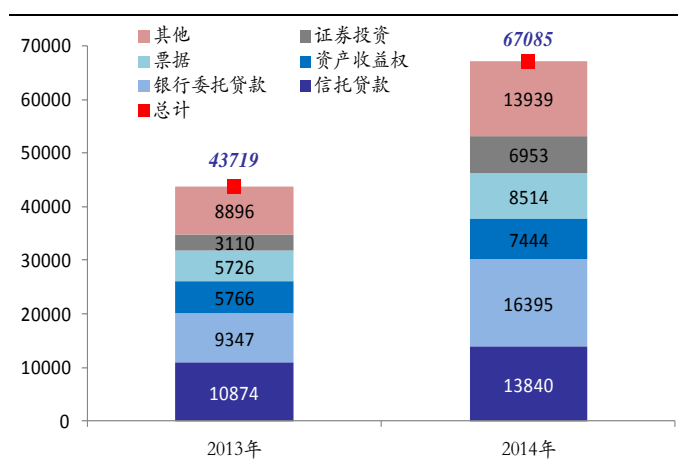
定向计划中的主动管理产品主要投资二级市场和标准化产品，投资结构与集合计划类似，以债券、信托、股票、存款为主，2014 年末投资金额分别为 2668 亿、1232 亿、1129 亿、1115 亿，占比分别为 35%、16%、15%、14.5%，此外，其他类投资占比 20%。

定向计划中的通道业务以非标资产为主，是银行表外化趋势的延续，为非银行和企业提供类信贷服务。2014 年末投向委托贷款、信托贷款、资产收益权、票据和证券资产的规模分别为 1.64 万亿、1.38 万亿、7444 亿、8514 亿和 6953 亿，占比分别为 24.4%、20.6%、11.1%、12.7%和 10.4%。

从最终投向来看，通道业务主要投向了工商企业、房地产、基础设施和地方融资平台，分别为 1.2 万亿(占比 18%)、8970 亿(占比 13%)、6515 亿(占比 10%)和 4999 亿(占比 7%)。

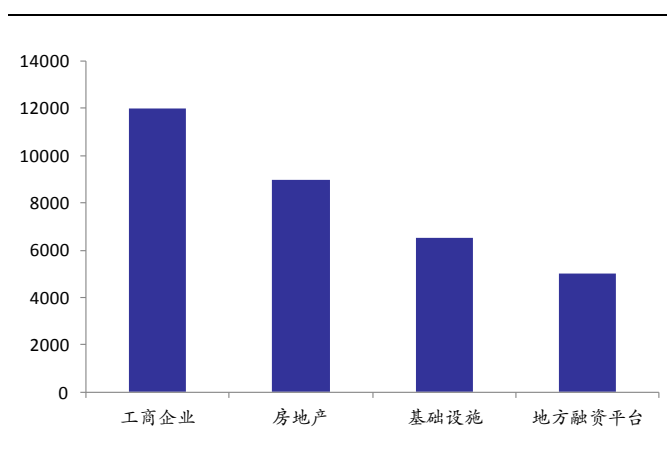
2014 年券商资管的新增非标业务总额为 2.34 万亿，仅次于基金子公司 2.35 万亿的非标增量，占新增贷款和社融规模之比达到 24%和 14%，成为银行信贷“出表”的重要替代性融资渠道。券商资管通道业务发展迅猛的原因：①券商通道手续费通常很低，仅 0.5‰到 1‰，低于信托公司 2‰的费用；②政策限制较小，对 300 万以下的小额投资者数量限制较集合信托更为宽松；③券商网点和投行资源丰富，在业务开拓和客户销售渠道方面更有优势。

图 218：2013-2014 年券商通道业务投资结构和规模



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 219：2014 年券商资管通道业务最终投向



### 3、专项资管计划：主要投向 ABS

专项资管计划的主要投向是证券公司设立的资产证券化产品。根据监管机构的不同，资产证券化产品发行和类型主要分为三类：

➤ (1) 受央行和银监会监管，主要以银行信贷资产证券化和不良贷

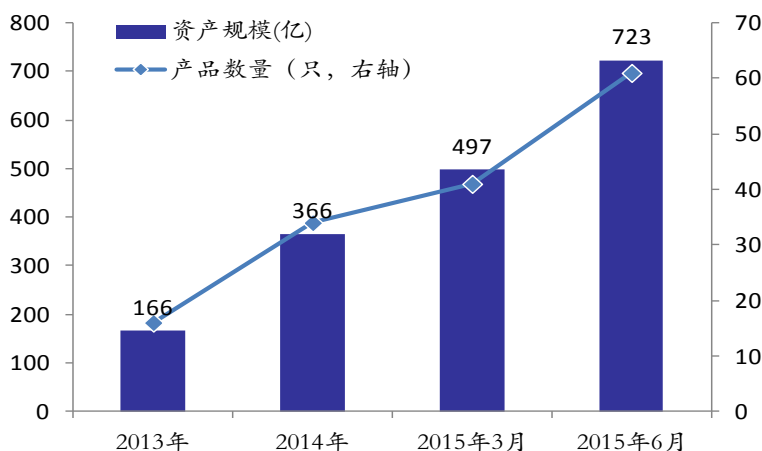
款证券化为标的，以信托作为载体，在银行间市场交易；

- （2）由交易商协会备案发行的资产支持票据和项目收益票据，在银行间市场进行交易；
- （3）受证监会监管，证券公司的资产证券化业务需通过专项资产支持计划展开，主要在交易所市场挂牌交易，由于券商的 ABS 需要以特殊目的载体的形式发行，因此需发行专项资管计划进行单独记账、独立核算，不同项目之间不能进行资金划拨。

从 2013 年试点以来，券商专项资管计划一直增长乏力，截止 2014 年末，资管规模仅为 366 亿，较 2013 年小幅增长 200 亿。平均管理费率 0.39% 左右，占券商资管总额之比不足 0.5%。

审批管制和评级要求是限制券商 ABS 发行和专项资管计划增长的最主要瓶颈。审批制下项目的审批速度慢，同时，ABS 发行需按照发债流程，对项目信用评级要求较高（一般要求 3A 评级），项目资源有限。从 2014 年 11 月起，ABS 由审批制改为备案制，这是继 2013 年券商资产证券化由试点转为常规业务之后的又一重要变革。截止 2015 年 6 月，券商转专项资管计划规模增长至 723 亿，增长进入加速时期。

图 220：2013 年以来券商专项资产管理计划发行产品数量和资管规模



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

### 3.6.5. 券商资管的债券投资：因何与众不同

证券公司的债券投资主要包括自营投资和受托（代理）投资两类。与作为债券投资主力的银行、理财和保险等配置性机构相比，券商资管在债券交易上具有明显优势，小而灵活，凭借投资范围广泛、政策限制小、可封闭操作、在优质项目资源获取上占有先机、偏好中低评级等亮点，在固收类产品收益率上具有相当竞争力。具体而言，券商债券投资的主要特征是：

(1) 交易型投资，波段操作，资金规模小，收益率要求高；一般有封闭期，杠杆率没有限制，可多倍回购。

(2) 偏好高票息的信用债、转债等交易所产品，投资范围更广泛，积极参与非公开发行的 PPN、中小企业私募债等高收益品种，以及 IPO、配资、分级 A、非标、期货等类固收产品和衍生品。

(3) 产品广泛应用结构化设计，扩大杠杆倍数。

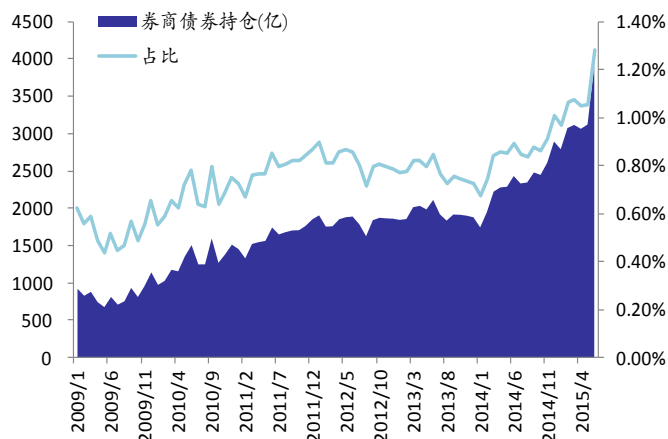
(4) 在大类资产和可投资品种中切换迅速，资产轮动较快。

(5) 拥有投行和客户资源，在优质项目资源获取上占有先机。

根据中债和上清所数据，截止 2015 年 6 月证券公司的债券持仓总量为 3912 亿（不包括券商资管持仓），较 2015 年初大幅增长 35%，占银行间市场比重为 1.28%，尽管占比仍非常低，但投资增速保持强劲增长。

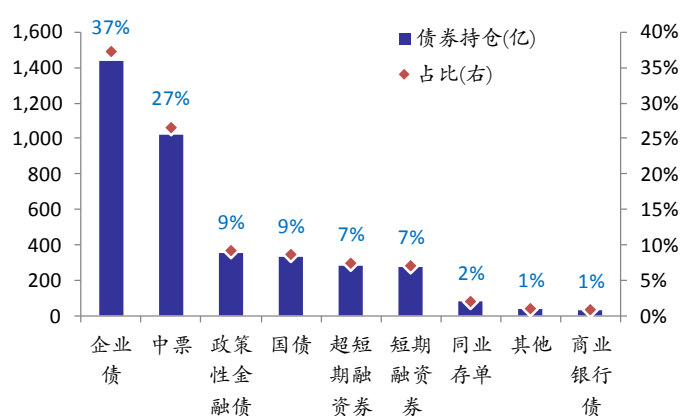
证券公司的债券投资结构上，以票息吸引力较高的企业债和中票为主，占比近 65%，根据 2015 年 6 月银行间统计数据，企业债持仓 1435 亿，占比 37%，中票持仓 1022 亿，占比 27%；利率产品中的政策性金融债和国债分别持仓 354 亿和 353 亿，占比均为 9%；短融（包括超短融）投资 557 亿，占比 14%，此外同业存单、商业银行债和其他债券持仓 150 亿，占比为 4%。

图 221：证券公司的债券持仓规模和占比变化



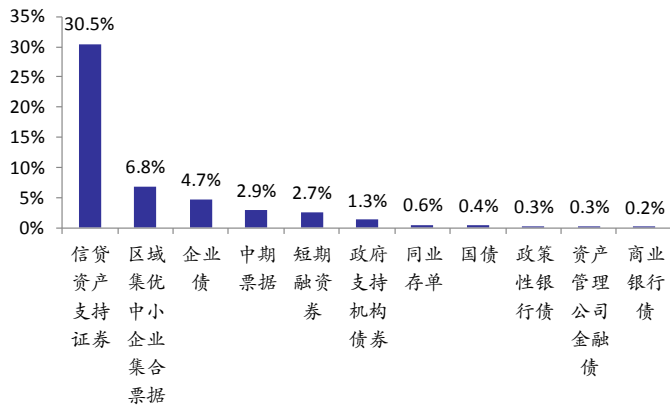
资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 222：2015 年 6 月证券公司的债券持仓结构和占比



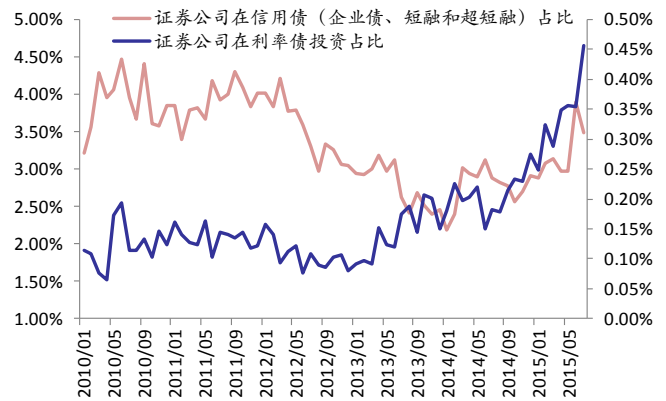
从横向比较看，证券公司的自营持仓在各类型债券占比整体很低，仅信贷资产支持证券的持仓以券商为主，占比超过 30%，此外，PPN、中小企业票据等低流动性、高收益品种也受到券商青睐。而企业债、短融等信用债持仓占比在 2.5%-5% 之间，国债和金融债投资占比则更低，不到 1%。

图 223：券商的债券投资在各类型债券中所占的比例



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 224：证券公司的债券持仓占比变化





### 3.7. 境外机构：迎接在岸市场开放时代的到来

随着资本跨境流动迅猛扩张和人民币国际化进程加快，中国债券市场开放度也在不断提升，境外机构尤其离岸人民币资金池对于境内资产的投资需求明显上升，交易日益活跃，成为支撑人民币股票和债券需求的重要新增力量，境外机构的加入使得债市投资者结构更为多元化，市场交易更为深化，境内外资金双向流动性增强，债券市场利率的联动性显著上升。

#### 3.7.1. 境外机构参与银行间市场债券投资概况

##### 1、境外机构参与数量和入市通道

境外机构进入国内银行间市场数量跨越式增长。截止 2014 年末，共有 211 家包括境外央行或货币当局、国际金融机构、主权财富基金、人民币业务清算行、跨境贸易人民币结算行、境外保险机构、RQFII 和 QFII 等在内的境外机构获准进入银行间市场，较 2013 年末增加 73 家，同比增幅 53%。截止 2015 年 5 月，已有 236 家境外机构在中债登开户交易，较 2014 年初 111 家增长了 109%，从历年新增开户数量来看，2015 年境外机构进入银行间市场新增数量比以往明显提升。

境外机构参与银行间市场一般有三类入市通道，一是境外央行、港澳人民币清算行、跨境贸易人民币结算境外参加行可以直接参与银行间市场；二是通过人民币合格境外机构投资者（RQFII）；三是通过合格境外机构投资者（QFII），投资额度均不断扩大。

2014 年来 QFII 和 RQFII 保持快速增长，投资热情高涨。截止 2015 年 5 月，中国已批准全球 129 家 RQFII，累计获得可投资额度 3827 亿元，其中香港地区 2700 亿元，韩国、新加坡、英、德、法和澳大利亚获批 60-300 亿元不等。批准 QFII 数目达到 282 家，累计批准额度达 744.7 亿美元，合计可投资额度接近 8400 亿元，较 2014 年同期大幅增长 2610 亿元，保持强劲增长势头。

图 225：境外机构在中债登开户投资者数量

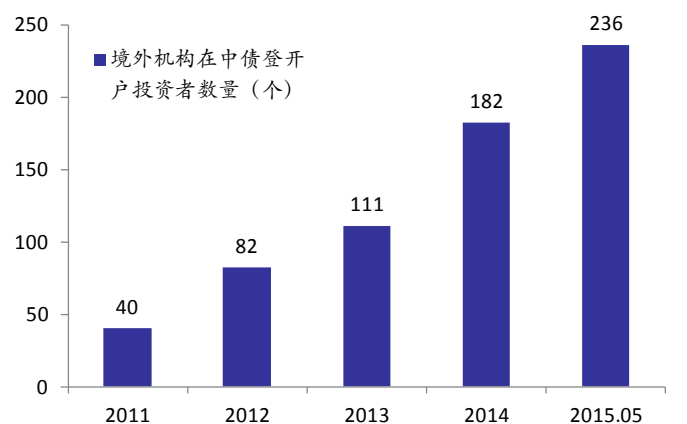
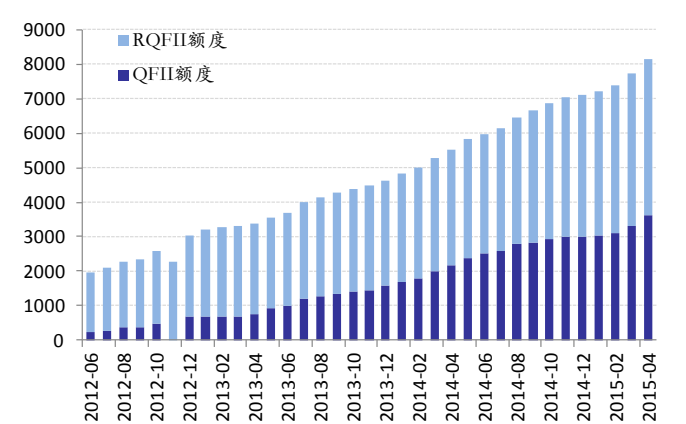


图 226：累计 QFII 和 RQFII 额度快速增长



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

## 2、人民币境内市场对外开放路线图

回顾人民币在岸投资市场向境外机构开放的历程，从2009年7月人民币跨境结算试点起步，人民币在全球贸易和投资中的应用范围和流通度开始上升，贸易结算推动离岸人民币资金池持续增长，资产配置和流动性管理的需求也日益强烈。2010年8月央行正式允许境外央行、货币当局、人民币清算行和参与行等进入银行间市场；2011-13年间陆续放开QFII和RQFII进入银行间债市投资，投资额度不断扩大；2015年6月，放开境外机构的债券回购交易，允许加杠杆，且回购资金可调出境外使用，进一步扩大资金双向流动；2015年7月，央行进一步取消审批制、取消额度限制，交易品种扩展至利率借贷、互换、远期等，在岸债市的大门继续放开。

图 227：中国境内市场对境外投资者开放路线图

时间	政策
2009/7	跨境贸易人民币结算试点；
2010/8/16	央行宣布允许境外央行、货币当局、境外人民币清算行和参加行获准进入银行间市场债券投资
2011/10	境外投资者可用人民币在境内开展直接投资
2011/12	RQFII出台，允许基金和证券公司的香港子公司可运用其在香港募集的人民币资金投资于境内证券；
2012/6	放开跨境贸易人民币结算；
2013/3	央行、银监会、外管局修改RQFII试点办法，扩大试点范围，允许QFII投资银行间债券市场
2013/7	上海自贸区将成为人民币国际化试验田
2013/7	央行发布《关于简化跨境人民币业务流程和完善有关政策的通知》，简化经常项下跨境人民币业务
2013/9	境外投资者可使用人民币在境内设立、增资、并购、参股、股权转让、利润分配、清算、减资和股份减持等对金融机构投资
2014/11	出台人民币合格境内投资者（RQDII）制度，合格境内机构投资者可运用境内人民币资金投资境外市场的人民币产品；
2014/11	沪港通启动；
2014/11	香港取消人民币兑换上限
2015/5	截止15年5月，央行已与32个国家和地区签署双边本币互换，规模3.1万亿人民币；
2015/6	允许境外清算行和参加行在银行间市场开展回购交易；

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

### 3.7.2. 境外机构的人民币资产配置与债券投资

#### 1、境外机构的人民币资产配置

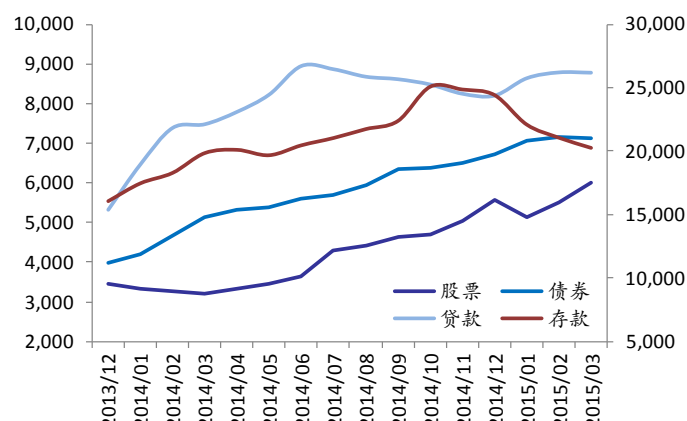
截止2015年3月，境外机构和个人持有境内人民币金融资产42156亿元，同比增长18.3%。从资产配置结构看，人民币存款资产占比最高，总量超过2万亿，占比48%；持有贷款规模8769亿，占比20.8%；债

券和股票投资规模分别为 7128 亿和 6011 亿，占比为 16.9%和 14.3%。

**2015 年来境外机构对人民币资产的投资偏好降温**，配置结构发生明显调整。1 季度境外机构连续减持人民币资产 2719 亿，同时，资本与金融项目净流出 789 亿美元，创历史峰值。1-3 月境外机构大幅减持人民币存款 4165 亿元，降幅达 17%，仅小幅增持贷款、股票和债券投资 579 亿、455 亿和 412 亿元。

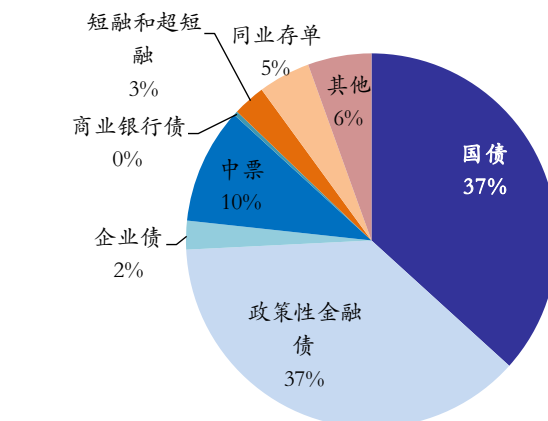
**2015 年人民币资产需求进入波动时代**，随着美国经济复苏和货币政策重回正常化，强势美元崛起导致人民币贬值预期加重，汇率波动大幅上升，收益率高和汇率稳定升值是吸引境外资金的最核心因素，随着跨境套利套汇利差明显缩窄，境外机构的投资热情有所降温。

图 228: 境外机构和个人持有的境内人民币金融资产



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 229: 境外机构对人民币债券投资的配置结构



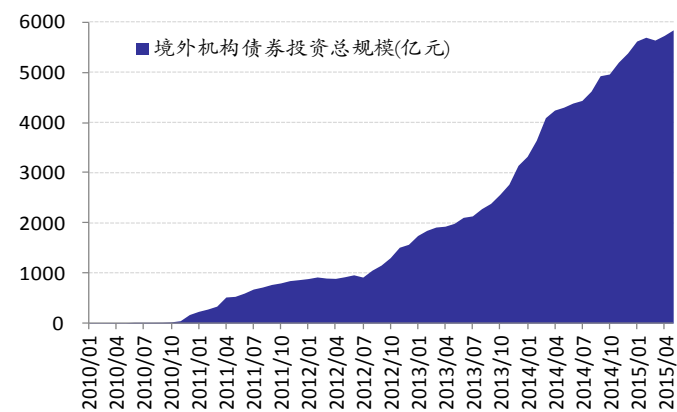
## 2、境外机构的债券投资

根据中债和上清所数据，截止 2015 年 5 月境外机构债券持仓总量为 6504 亿元，较 2014 年同期 4558 亿的规模增长 42.7%，债券投资保持快速增长。

**境外机构的债券投资结构上**，以信用等级高、流动性好的利率产品为主，占比 75%以上。根据 2015 年 5 月最新统计数据，记账式国债持有 2386 亿，占比 37%，政策性金融债持有 2441 亿，占比 37%，中票持仓 652 亿，占比 10%，同业存单买入 295 亿，占比近 5%。总体而言，境外机构相对偏好短期利率债尤其金融债，尤其同业存单发行后，相对较高的票息水平具有较好吸引力。

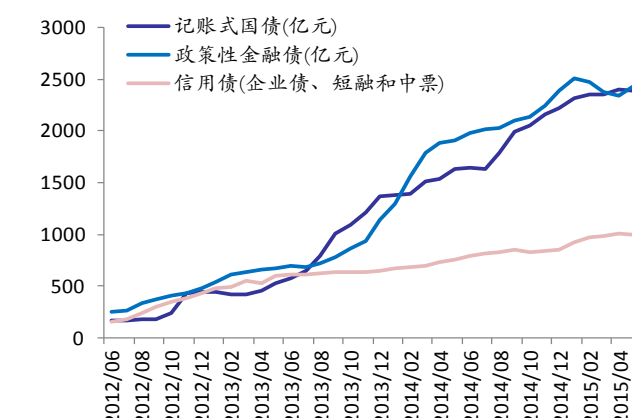
**从横向比较看**，境外机构持仓规模仅占全市场债券存量的 1.9%，即使是境外机构投资比重较高的国债和政策性金融债，持仓占比也仅为 2.77%和 2.43%，从存量上看对债市影响较小。但随着境外投资渠道不断拓宽、人民币资产在全球配置的重要性提升、以及离岸人民币市场扩容带来的投资管理需求增长，债市是境外机构获取人民币资产最便利、流动性最好的方式，预计海外对人民币债券的投资需求及所占比重将不断提高。

图 230: 截止 2015 年 5 月境外机构银行间债券投资 5841 亿元



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 231: 截止 2015 年 5 月境外机构投资国债 2386 亿, 金融债 2441 亿, 信用债 1000 亿 (含企业债、短融、中票)



从债券净增持量对比来看, 境外机构在银行间市场的净买入规模和占比呈现较快增长势头, 对债市的边际影响不断提升。从净增持占比来看, 2014 年境外机构在银行间净买入 5362 亿, 占比为 19%, 仅次于全国性大行和广义基金, 在主要机构投资者中位列前三。其中国债净增持占比为 11.5%, 较 2011-13 年均值提高 5 个百分点, 政策性金融债占比为 11.5%, 较过去 3 年均值提高 8 个百分点。

图 232: 外资行在一级市场对国债和金融债净增持规模占比

	国债净增持	占比	金融债净增持	占比	总增持量	占比
2014 年	848	11.5%	1247	11.5%	5362	19.0%
2013 年	922	12.4%	664	6.5%	1571	7.3%
2012 年	302	4.9%	255	1.8%	704	2.9%
2011 年	126	2.6%	213	1.6%	695	5.9%

数据来源: 国泰君安证券研究

### 3、境内外汇率与利率联动性增强

2015 年初外资和境外机构放缓了人民币债券的配置力度。从 2010 年至 2014 年, 人民币汇率连续 4 年保持单边升值趋势, 累计实际有效汇率升值 22%, 即期汇率升值 9%, 成为推动境外资金流入并加大债券配置的主要驱动力。从 2014 年起, 随着汇率双边波动加大和人民币升值预期遭到逆转, 外资行和境外机构对人民币债券资产需求偏好下降。外资行连续 3 个月净减持, 境外机构净增持明显减少 (从 2014 上半年月均 200-300 亿回落至 150 亿左右), 资本与金融项目连续 4 个季度流出, 其中 2015Q1 流出规模创历史峰值。

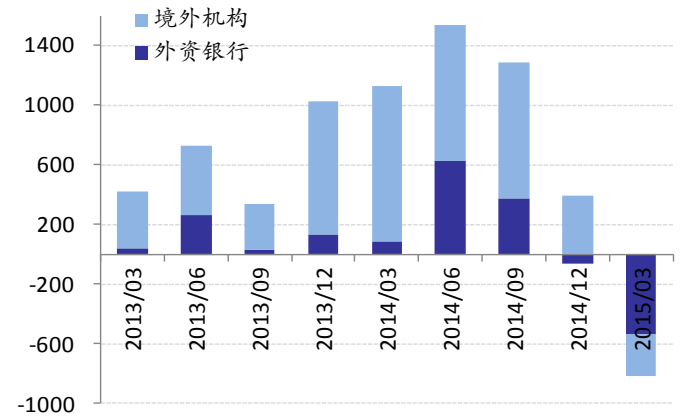
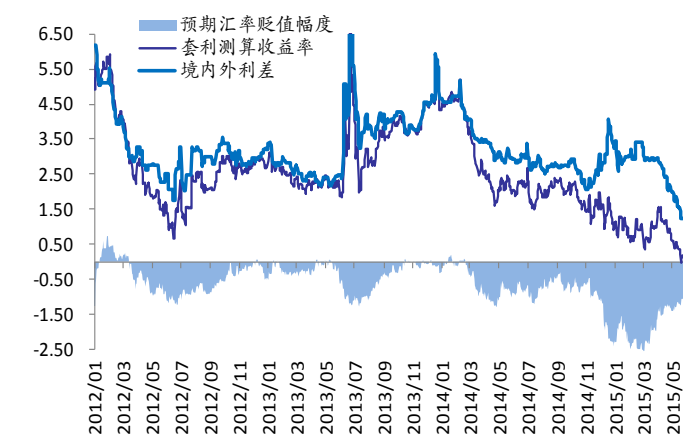
事实上, 绝对息差和汇率稳定升值是境外资金偏好人民币债券的最核心驱动力。从 2014 年 4 季度以来, 海外债券利率探底回升, 发达经济体的长期政府债券上行幅度更是达到 50-120bp, 而中国央行连续 4 次降准 3 次降息导致利率水平大幅下降, 境内外息差明显缩窄, 叠加人民币汇率波动增大, 贬值预期升温, 中国债券对境外机构吸引力降低。



此外，海外风险资产持续大涨，债券利率安全边际不足，短端在岸与离岸人民币资金和债券利差甚至双双倒挂，抑制央行大幅放松空间和债券资本利得收益，导致境外机构对国内债券需求短期放缓。

图 233：境外机构套利套汇利差收益持续缩窄

图 234：2014 年下半年起外资行和境外机构债券需求下降



数据来源：中债登，国泰君安证券研究

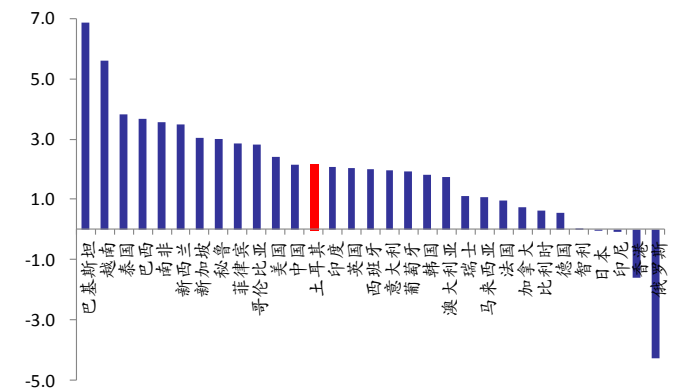
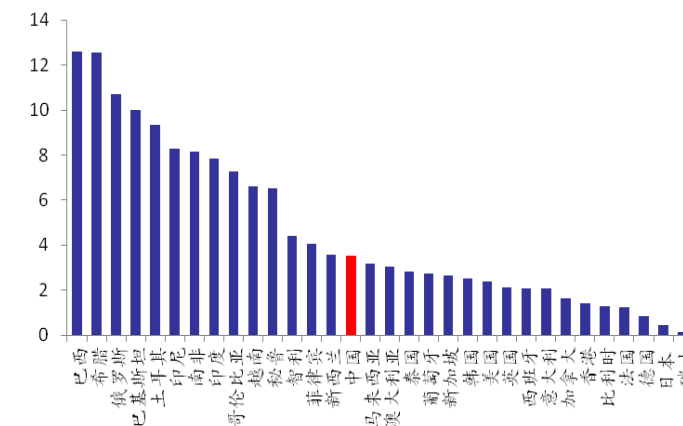
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

但从中期来看，在全球范围内，人民币债券利率水平处于相对高位。从名义利率看，作为全球第2大经济体，中国的10年期国债名义利率远高于美日欧等发达国家；从扣除通胀后的实际利率看，实际国债利率与美国相近，考虑到中国经济的增长空间和潜力、稳定的低通胀水平、金融机构的稳健性和汇率风险低等有利因素，人民币在岸债券资产收益率在全球范围具有相当吸引力和竞争力。

除利率外，与全球其他国家相比人民币汇率风险也非常稳定，波动性很低。对比2014年25个新兴市场和发达国家的汇率年化波动率，人民币汇率风险排名最低，仅略高于香港、越南等。

图 235：2015 年 6 月全球主要国家 10Y 名义国债利率

图 236：2015 年 6 月全球主要国家 10Y 国债实际利率

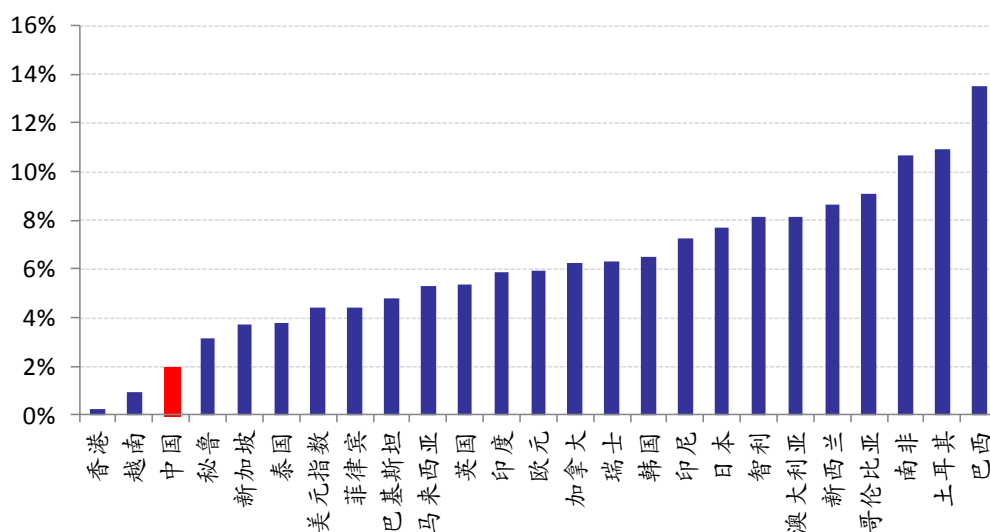


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

数据来源：Wind，国泰君安证券研究



图 237: 2014 年全球主要货币汇率年化波动率对比



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

### 3.7.3. 在岸人民币债市的对外开放度与国际比较

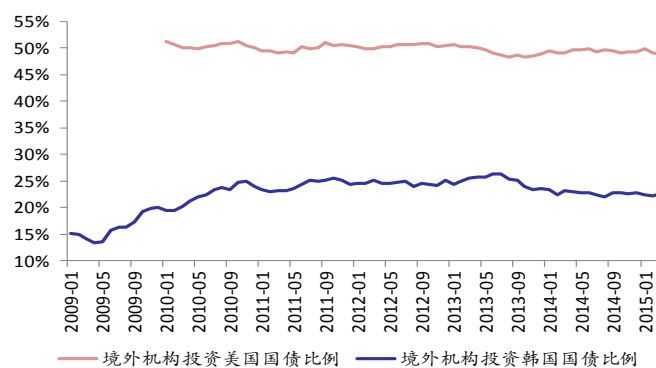
对比国内债券市场与海外新兴市场的金融资产投资开放度, 境外机构在中国债券市场的投资占比仍有大幅提升空间, 目前, 国际上中等发达国家(台湾、韩国等)的境外机构参与债券市场的比率在 5-10% 左右, 而中国在岸市场的境外机构债券投资占比仅 2%, 我们的开放程度离这一目标还有很大差距。

图 238: 截止 2015 年 5 月境外机构债券投资 5841 亿元

	境外机构持仓	存量规模	占比
国债	2386	86946	2.74%
政策性金融债	2441	104971	2.33%
企业债	161	30687	0.53%
中票	652	39653	1.65%
商业银行债	24	17187	0.14%
短融和超短融	184	19710	0.93%
同业存单	295	13602	2.17%

资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 239: 发达市场中境外机构占国债投资比重超 20%



与新兴市场国家在资本账户开放初期的债市对外开放度相比, 可以发现, 大部分新兴国家如韩国在 1998 年、中国台湾在 2003 年、巴西在 1993 年以及南非在 1997 年等, 在资本项目开放初期债券市场的开放力度已相对较高, 平均为 8%, 未来银行间债市还将进一步加速开放, 人民币在岸汇率和利率对离岸和全球金融市场的基准影响力将不断提高。

截止 2011 年, 在全世界范围内对比金融市场的对外开放度, 17 个统计国家中股票市场上境外投资者的平均持仓占比为 28%, 债券市场的境外

机构持仓占比为 16%。其中 13 个新兴市场国家股市和债市平均对外开放度分别为 26% 和 13%，美、日、德、英等发达市场的开放程度更高，可以预见，未来境内市场的开放度不断加深将是大势所趋。

图 240：新兴市场资本账户放开时金融市场开放度

	股票	债券
韩国(1998)	5%	7%
中国台湾(2003)	12%	6%
巴西(1993)	27%	8%
印度(2000)	9%	2%
马来西亚(2000)	11%	11%
土耳其(2000)	6%	16%
南非(1994-97)	6%	9%
平均	11%	8%
中国(2015)	1.00%	2%

数据来源：《人民币走出国门之路》，Wind，IMF，World Bank，国泰君安证券研究

图 241：2009-2011 年各国资本市场开放度对比

	股票	债券
韩国	31%	11%
中国台湾	28%	8%
巴西	27%	9%
印度	20%	3%
印尼	64%	25%
马来西亚	25%	28%
俄罗斯	14%	18%
越南	8%	3%
南非	12%	14%
阿根廷	9%	14%
泰国	52%	8%
土耳其	19%	17%
墨西哥	28%	12%
德国	51%	45%
日本	21%	4%
美国	13%	17%
英国	47%	39%
中国	1%	2%
新兴市场平均(除中国)	26%	13%
总平均	28%	16%

数据来源：德意志银行，《人民币走出国门之路》，Wind，IMF，国泰君安证券研究

### 3.7.4. 迎接人民币国际化之路与中国金融市场开放时代

随着中国崛起成为世界经济舞台的重要参与者，人民币国际化之路和中国金融市场对外开放进程正在不断加速推进，人民币将逐渐转型成为真正的全球性货币。

国际化货币主要包括 3 项职能：1) 跨境交易结算与投资；2) 进行人民币资产投资；3) 国际储备货币。目前，人民币在这三项领域均已有不

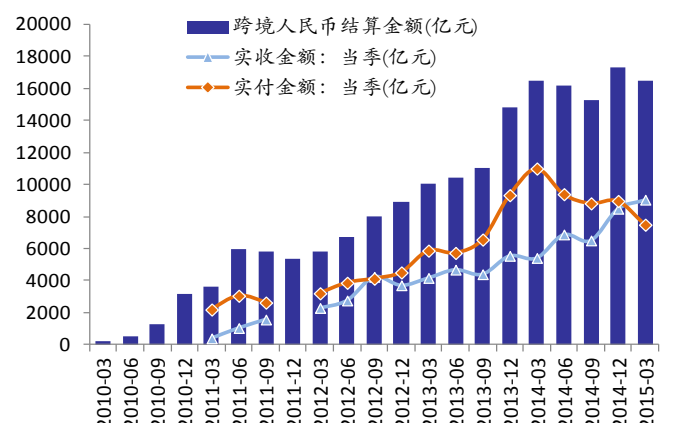
同程度的推进和应用。

## 1、人民币作为贸易结算和直接投资货币

随着 2009 年人民币跨境贸易结算试点启动，人民币作为跨境贸易结算和投资货币获得飞速增长。截止 2014 年末，跨境人民币结算金额已达 6.53 万亿，在进口和出口两个方向上均增长超过 40%，其中货币贸易结算金额 5.9 万亿，占同期货物贸易本外币跨境结算金额的比重近 20%。截止 2015 年 5 月，人民币支付在全球市场的份额为 2.07%，排名第 5 位，而在 2011 年这一占比和排名仅为 0.29%，排名第 17 位，几乎被忽略。

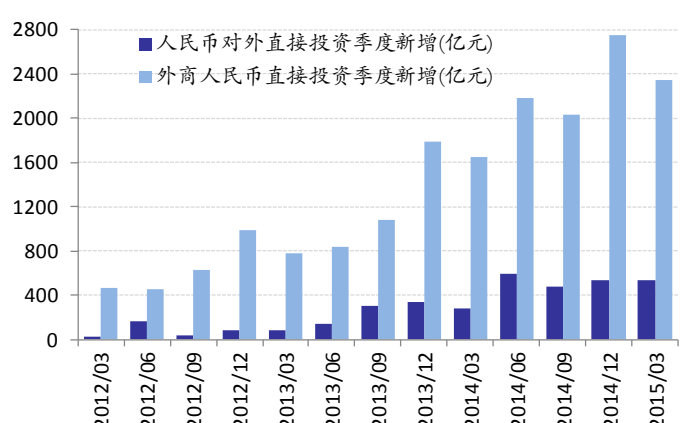
人民币对外直接投资也在快速上升，从 2012 年仅 304 亿这一几乎可以忽略的水平迅速增长，在 2014 年达到 1866 亿，比 2012 年增长 5.13 倍，在中国对外直接投资总额的占比从 2012 年的 6.2% 上升至 29%。

图 242：2014 年跨境人民币结算金额达 6.53 万亿



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 243：2014 年人民币对外直接投资 1866 亿



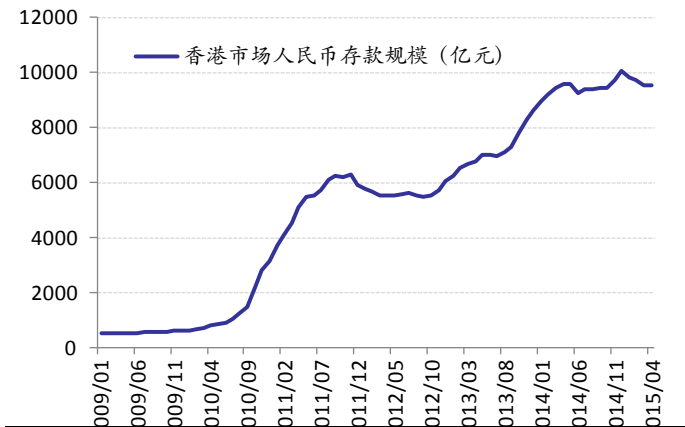
## 2、作为人民币资产池的投资货币

境外人民币可投资的资产池包括在岸市场和离岸市场两部分。全球来看，境外人民币资金池超过 2 万亿，庞大的资金规模使得对人民币计价的金融资产和流动性需求与日俱增。

在岸市场方面，截止 2015 年 4 月，境外机构和个人持有境内人民币金融资产 4.4 万亿，其中股票和债券余额分别为 6444 亿和 7352 亿，境外机构对境内贷款为 8739 亿，存款余额为 2.15 万亿，包括境外参加行同业往来存款、境外机构和境外个人存款等。

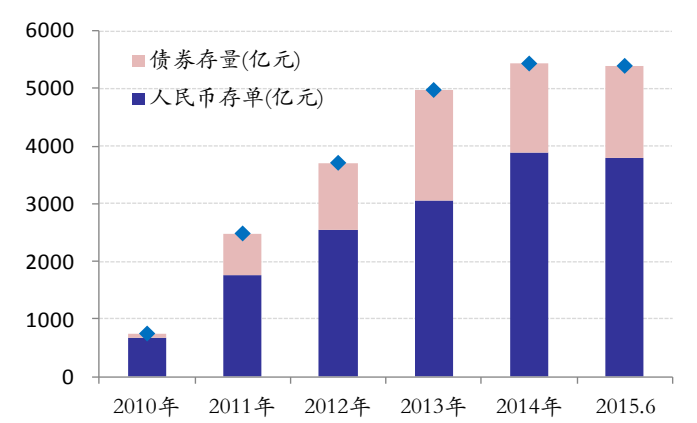
离岸市场方面，随着跨境人民币结算业务的推进，离岸人民币资金池扩张进入加速期。人民币离岸中心扩展至香港、新加坡、台湾和伦敦，其中以香港市场为主体。截止 2015 年 4 月，香港离岸人民币存款规模已达 9551 亿元，离岸人民币存单和债券存量超过 5000 亿元，离岸人民币的不断增长带来持续增长的投资需求。

图 244: 香港市场人民币存款规模增长至 9551 亿元



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

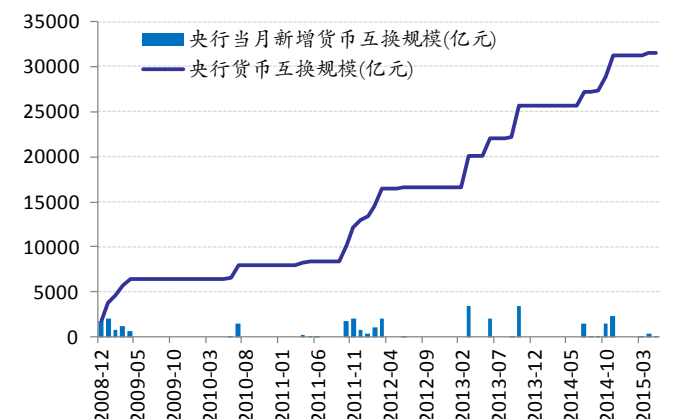
图 245: 香港离岸人民币存单和债券存量



### 3、人民币作为国际储备货币

截止 2015 年 5 月, 央行已与 32 个国家和地区的中央银行或货币当局签署双边本币互换协议总规模约 3.1 万亿人民币; 在 15 个国家和地区建立了人民币清算安排, 覆盖东南亚、西欧、中东、北美、南美和大洋洲等。同时, 双边本币互换协议的实质性动用明显增加, 2014 年境外央行或货币当局发起本币互换交易金额共计 1.1 万亿元, 动用人民币金额共计 380 亿元, 标志着央行间切实的货币互换和应用迈上新台阶, 为人民币从跨境贸易结算货币逐步升级为投资货币, 推动人民币国际化的实现关键一跃。

图 246: 央行新增与存量货币互换规模



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 247: 渣打人民币环球指数不断提嘴奥

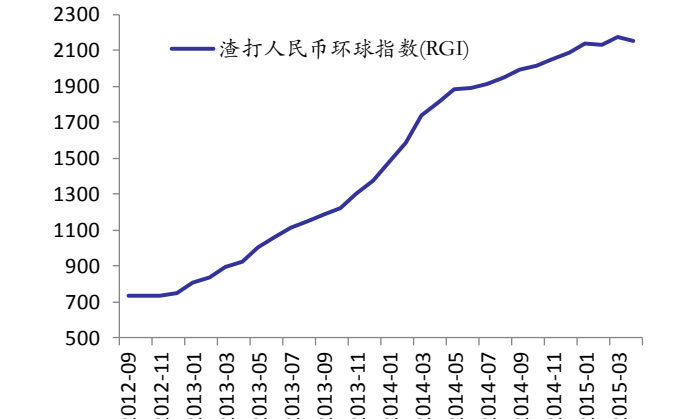
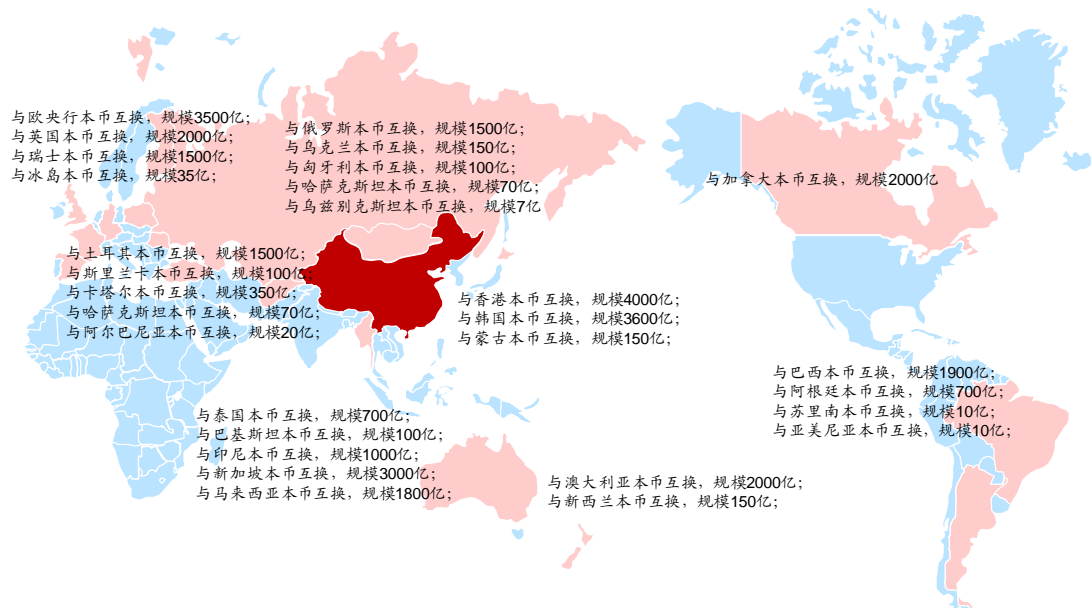


图 248：央行与 32 个国家和地区签署双边本币互换协议



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2015 下半年资本项目开放和人民币国际化将继续提速，推动人民币实现双向流通、投资和交易。一系列政策值得期待：

（1）包括深港通、QDII 2、允许大陆和香港投资者互投资基金等一系列政策已经或即将落地，放宽个人投资海外市场的自由度，也为境外投资者投资国内市场提供更多渠道和便利。

（2）预计未来还将进一步放开离岸市场融资，简化并鼓励国内企业发行离岸人民币债券，同时鼓励海外政府和企业发行人民币债券，开放国内资本市场。

（3）逐步放开人民币与外币的自由兑换，降低配额限制。

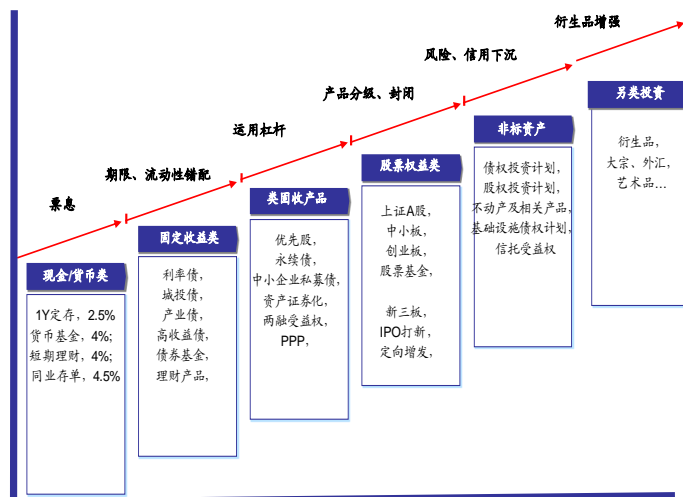
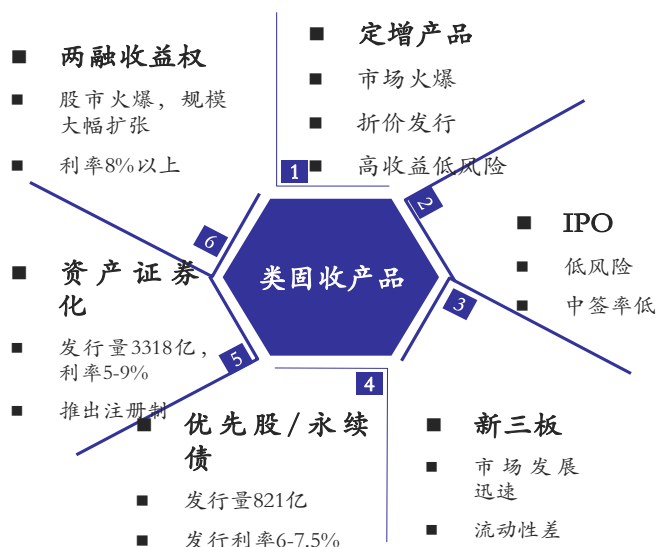


## 第四篇 类固定收益产品盘点

从债券到债权，类固定收益产品竞争加剧。泛资管时代来临，投资者参与范围和视野显著扩展，各类机构竞争核心显然在于发掘/投资新的高收益品种（同时需要突破某些法律障碍），市场总在寻找潜在风险-收益比更高的投资标的，跨资产收益之间的比较也是一场人气竞赛，一个最为明显的竞争特征即是，谁能够持续提供风险收益比较高的资产回报，谁就能在 50 万亿储蓄存款的脱媒化竞争中获得资金优势；谁能够具有获取、创造与管理各类风险资产的能力与资源通道，谁就能在金融资源重新配置过程中获得更高的市场份额。跨资产收益之间的竞赛在互联网时代异常激烈，随着替代投资品的层出不穷，如果债券利率不具备相对优势，则会被资产配置效应推高，传统机构投资者对单纯的债券投资也越来越意兴阑珊。

图 249：类固收产品扩容，投资半径大幅扩展

图 250：跨资产收益竞争和收益增强措施



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

我们在本章梳理了包括报价回购、融资融券、股票质押、IPO、分级 A 基金、资产证券化、信托收益权、IRS 等八类潜在的高收益资产，可以看到，与债券相比，这些类固收产品具有一定的自身相对优势，随着资产管理机构投资视野放宽，这些类固收产品将为投资者带来新的投资机会和空间。

### 4.1. 报价回购与场内回购

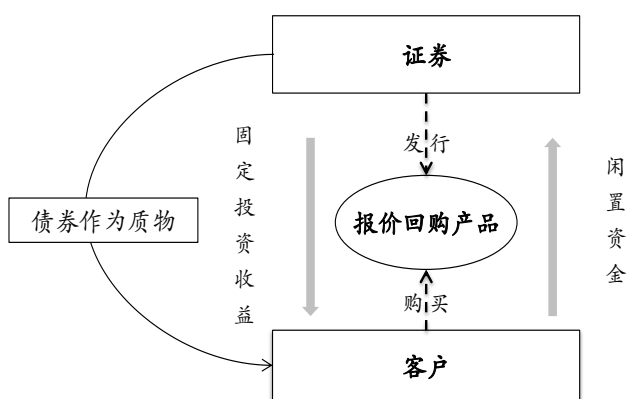
**债券质押式报价回购**（简称“报价回购”）是指证券提供公司以现金、专项资产管理计划份额、债券等自有资产质押，并以根据标准券折算率计算出的标准券总额为融资额度，向该证券公司指定交易的客户以证券公司报价、客户接受报价的方式融入资金，客户于回购到期时收回融出资金并获得相应收益的债券质押式回购。

**交易所债券质押式回购**（简称“场内回购”）是指交易所挂牌的国债现货的持有方（融资者、资金需求方）以持有的证券作为抵押，获得一定期限内的资金使用权，期满后须归还借贷的资金并按约定支付一定利息，在这种方式下，体现为融资方直接与交易所签订回购合同，清算和结算由代理交易商与交易所直接进行。

**交易特点：**报价回购是当前场内投资者使用的对保证金余额进行现金管理的理财产品，各家券商都有此类产品推出，但利率定价有所差别。每日早间券商公布报价回购总规模和各期限品种规模，日间可调整。客户购买报价回购产品后到期可自动续作，在现有证券平台进行交易，投资便捷。场内回购是场内投资者进行保证金余额管理的方式和机构投资者的融资方式。利率定价通过交易所撮合成交。

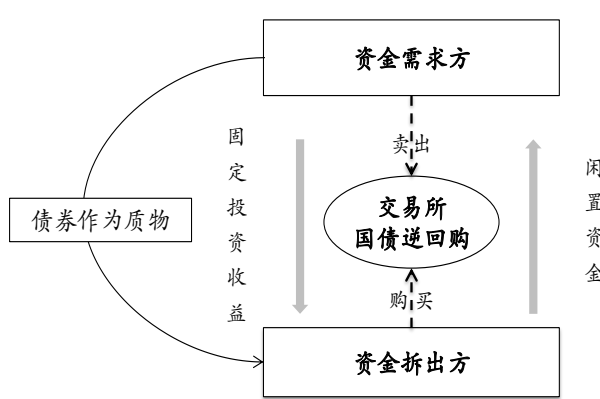
**投资门槛：**各券商报价回购无特定门槛，每笔交易最低委托数量一般为 1000 元起。场内回购分为深交所和上交所回购，沪市门槛较高，每手 10 万元起，深市门槛略低每手 1000 元起。

图 251：报价回购产品结构



数据来源：国泰君安证券研究

图 252：场内回购产品结构



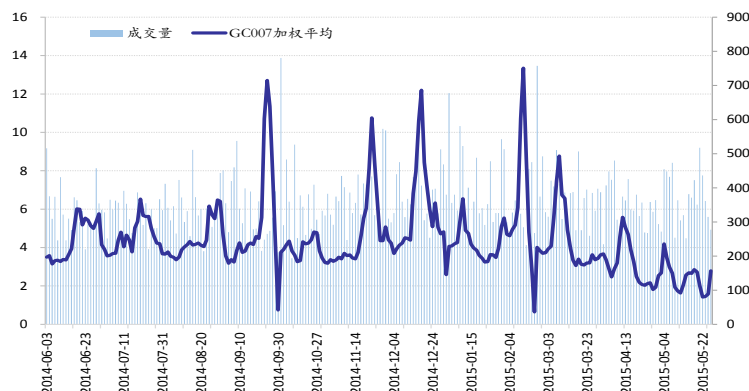
数据来源：国泰君安证券研究

**参与对象：**报价回购和场内回购的资金拆出方一般为个人投资者，机构投资者作为资金需求方通过国债逆回购质押债券融资。

**产品特征：**报价回购和场内回购较为相似，都是证券保证金余额可进行的现金管理产品，两种产品使用的券种范围和折算率一致。但是报价回购是券商向其客户融资的产品，利率由公司定价，投资者可提前按活期存款购回。而场内回购是任意投资者和融资者在交易所市场撮合下的融资产品，利率由市场撮合浮动成交，不能提前购回。实际上，两者同期限利率差异不大，基本处于相当水平。

自从 2014 年 6 月出台新股集中发行新规后，打新申购期间资金需求量明显增大，利率和成交量出现飙升。但自 4 月份以来，新股发行由每月一批变为每月两批，冲击常态化，集中申购影响效应减弱。

图 253: IPO 打新期间交易所回购利率 GC007 和成交量飙升

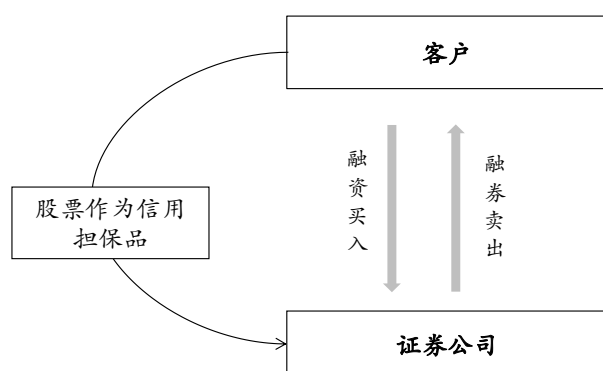


资料来源: WIND , 国泰君安证券研究

## 4.2. 融资融券

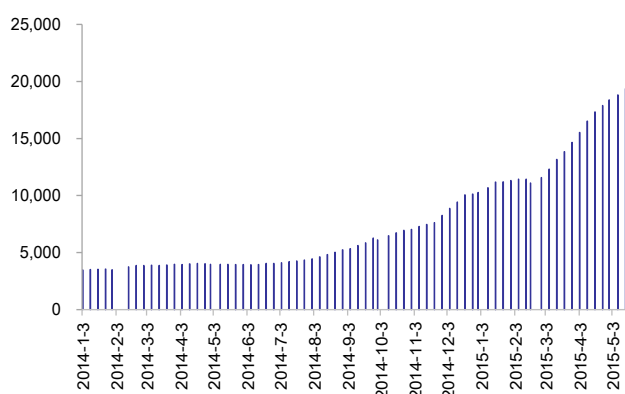
**融资融券业务**是指证券公司向客户出借资金供其买入证券或出具证券供其卖出证券的业务。由融资融券业务产生的证券交易称为融资融券交易。融资融券交易分为融资交易和融券交易两类，客户向证券公司借资金买证券为融资交易，客户向证券公司卖出为融券交易。融资融券利率的定价依据通常是在央行颁布的金融机构 6 个月贷款基准利率上，上浮 3 个百分点。当前各券商融资利率大约在 8.35-9.6%，融券利率大约在 8.35-11.6%之间。

图 254: 融资融券业务流程



数据来源: 国泰君安证券研究

图 255: 两融余额增长迅速 (单位: 亿元)



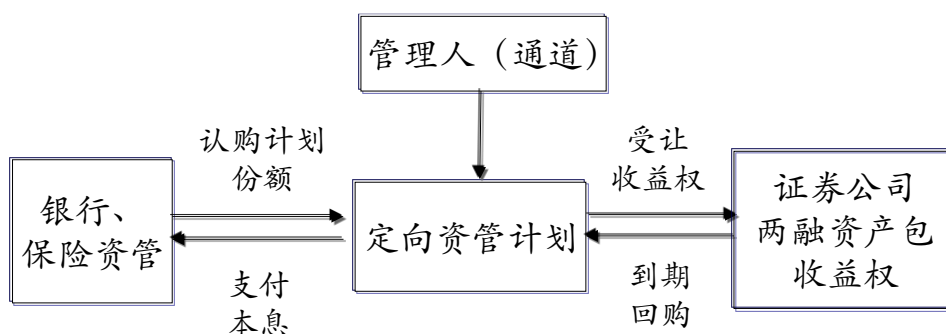
数据来源: 国泰君安证券研究

**市场规模:** 在股市火爆的行情下，券商的两融业务发展迅速，沪深两市两融余额暴增，从 2013 年末为 3474 亿增长到 2014 年末 1.025 万亿，截至 2015 年 5 月，余额已达到 2.03 万亿。尽管证监会不断加强对两融业务监管，仍难以抵挡投资者加杠杆融资投资股市的热情。2014 年底证监会强化了对于两融业务的监管，对于新开设两融账户，强化了 50 万证券账户资产的开户条件的监管要求。目前绝大多数成熟市场和新兴市场允许融资融券交易，两融交易量占证券交易总量比重，美国为

16%-20%，日本为 15%，台湾为 20%-40%，当前我国的两融占交易量比重大致在 12%-15%，低于成熟市场 20%的水平。

**两融收益权转让**是券商将融资融券余额的收益权做成资产包，然后在资产管理部成立一个定向资产管理计划，指定投资该资产包。而合作商业银行以协商好的价格提供资金购买资产包。其实质是券商定向资管计划提供通道，商业银行以资产收益权作抵押，向券商发放贷款。两融债权资管产品的年化收益率在 6-7%之间。而相应地券商则以约 8.35%-9.6%的年化融资利率融出给客户，从中赚取利差约为 2-3%。

图 256：两融收益权转让业务模式



资料来源：WIND，国泰君安证券研究

**参与对象和规模：**当前参与收益权互换的主要是商业银行和保险资管。对于银行而言，开展此项业务要扣减对应券商的授信额度，并且合同中标明券商到期后同意全额回购资产包，相当于是券商全兜底的业务，因此银行获得客观收益而承担的信用风险甚小。若证券公司未如期履行回购义务，则债权收益权转让转化为债权转让，由资管计划受托人向融资客户追偿。在理财追求高收益的压力下，银行理财投资两融受益权的意愿强烈，其极低风险下 6-6.5%的回报率是银行追逐的优质资产。银证合作的两融收益权转让业务从 2014 年开始井喷，以前该业务占到融资融券规模的 30%左右，目前基本达到 50%-60%，规模约万亿，其中一半对接银行理财，当前尚不属于非标监管范围。

**保险资管**参与晚，规模较小，根据保险业协会记录，有 11 家保险机构的 32 条与两融资产相关的记录。这类债权收益权资管产品的规模一般在 1 亿至 16 亿元之间，期限有 49 天、6 个月、1 年、2 年和 3 年，上述 32 条记录总体规模大致在 67 亿元，来自保险资管的资金成本在 6.5-7%之间，高于银行。

#### 4.3. 股票质押融资

**股票质押融资**是指符合条件的资金融入方以所持有股票等有价值证券提供质押向符合条件的资金融出方融入资金，并约定在未来返还资金，解除质押的交易行为。



**资金融出方：**传统资金融出方为银行和信托，2013 年 6 月券商获准开展质押回购业务。尽管开展时间短，券商和券商资管的股票质押回购业务发展最为迅速。2012 年到 2013 年 6 月间银行和信托回购交易分别成交 1326 笔和 1366 笔，参考市值 3423.65 亿元和 5536.31 亿元，券商通过约定式回购开展 120 笔交易参考市值 474 亿，只相当于银行和信托业务的 5% 左右。2013 年 6 月后至 2015 年 5 月，券商质押式回购成交 3475 笔，参考市值共计 1.14 万亿，银行成交 1958 笔参考市值 6441 亿，信托成交 926 笔，参考市值 4343 亿，券商业务量超过银行和券商之和。

**券商股票质押式回购优势：**质押可以在交易所内完成，无需过户，而银行和信托公司的股权质押融资属于场外交易，融资者需出具担保物品，同时资金出借方还要做股权质地和债务人的尽职调查报告，流程较复杂。同时券商场内股票质押式回购交易可以做到监控前移，列入质押名单的股票被中登公司冻结，不会出现多次质押问题，违约后也可以很快通过变卖质押物挽回损失。程序简单方便快捷，因此发展迅速。

图 257：融资融券业务流程

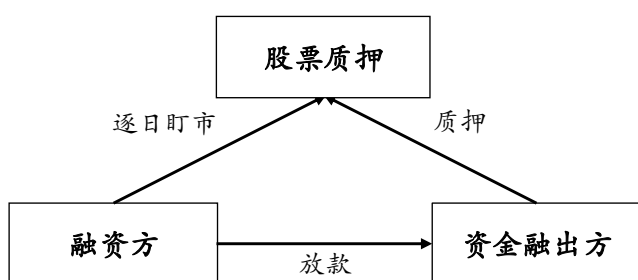


图 258：两融余额增长迅速（单位：亿元）

资金融出方	证券	银行	信托
质押率	20-50%	30-40%	20-40%
资金用途	无限制	需批准	需批准
融资成本	8-11%	7-8%	11-12%
期限	<3年（灵活）	>1年（固定）	1-2年（固定）
质押股票	上市公司（含限售股）非ST股	企业股份（含私募）具体标准较高	企业股份（含私募）具体标准较高

数据来源：国泰君安证券研究

数据来源：国泰君安证券研究

**资金融入方：**上市公司大股东、地方政府融资平台、高净值个人（较多股票等金融资产或投资性房产的个人）、定增客户等是最主要的质押回购参与方，尽管融资门槛逐渐降低，但大部分券商质押式回购最低融资金额为 50 万元，对应股票市值超过 100 万。

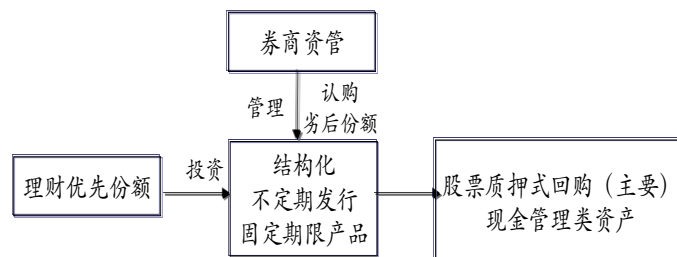
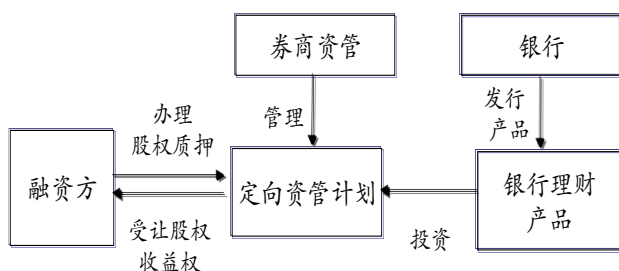
**小额股票质押融资：**随着打新热情高涨和股市持续火爆，同时证监会收紧了融资融券信用账户开设门槛到 50 万，各个券商针对中小投资者的小额股票质押标准化融资服务迅速发展，申请便捷，放款迅速，随借随还，门槛较低最低金额为 1000 元。融出资金可用于打新，买卖股票和取现，整体利率约为 8.5-13%，高于信用账户融资利率。不同用途质押率略有差异，其中打新用途的质押率最高，各券商推出的“打新神器”受到市场热捧，打新质押率可达到 70% 左右，高于买卖股票的 60% 和 50%，利率也最低，多为 8-9%。。



**资金来源：**当前券商质押式回购资金来源主要有两方面，一部分以自有资金做质押融资，券商自有成本约 6%，收取约 3 个百分点的利差。由于资本金有限，部分通过定向资管计划对接银行资金作为通道收取 1% 左右利差。

图 259：股票质押式产品对接银行理财流程

图 260：股票质押式结构化产品设计



数据来源：国泰君安证券研究

数据来源：国泰君安证券研究

**券商资管结构化产品：**券商资管将产品设计成保本结构化产品，券商资管认购约 10% 的劣后份额，承担保证优先级本金有限责任，银行理财部分作为优先级，产品投向券商资管的质押回购池和现金管理类资产，收益率约为 5-6%。

#### 4.4. 打新产品

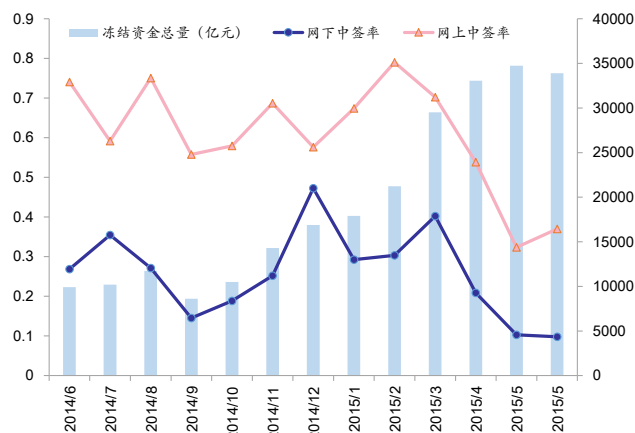
**新股发行(简称 IPO)**是指企业通过证券交易所首次公开向投资者发行股票,以期募集用于企业发展资金的过程。新股申购是为获取股票一级市场、二级市场间风险极低的差价收益,本金非常安全,收益也相对稳定。2014 年 6 月新股发行新规出台,改为按月集中发行,并严格管控新股发行价和市盈率(不超过 23 倍),使得新股上市后盈利空间巨大,带来打新热潮。2015 年 5 月新股供给继续增加,由每月一批改为每月两批。

**网上打新申购规则：**市值配售：根据新版《改革意见》及沪深交易所的细则，拟在深市网上申购新股的投资者，前 20 交易日持有日均市值每 5000 元获得一个抽签配号，拟在沪市网上申购新股的投资者，前 20 交易日持有日均市值每 10000 元获得一个抽签配号，单账户申购上限为新股发行量的千分之一。

**网下打新配售规则：**网下投资者参与网下申购业务，须持有 1000 万元以上的非限售 A 股股份市值，机构投资者持有的市值应当以其管理的各个产品为单位单独计算。对于拟在网下申购的个人投资者，需向证券业协会申请 CA 证书。而条件之一是要求拥有存续 5 年以上的证券账户，要求很高。网下配售时按照询价、定价、网下配售的程序进行，

配售时公募基金、社保为 A 级，企业年金保险为 B 级，其他投资者为 C 级。前两类投资者在配售时享有优先权。公募社保类的配售比例应当不低于网下发行股票数量的 40%。同类配售对象获得配售的比例应当相同。网上投资者有效申购倍数超过 150 倍的，回拨后网下发行比例不超过本次公开发行股票数量的 10%。

图 261：打新冻结资金量和中签率



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 262：打新产品收益率

	累计获配新股 (亿元)	7月以来累计 收益率	规模 (亿元)
国泰民益灵活配置	2.26	19%	42
国联安心成长	2.09	17%	55
国泰浓益	1.66	24%	43
国联安新精选	1.58	24%	45
招商安达保本	1.52	38%	40
鹏华品牌传承	1.50	12%	81
工银瑞信绝对收益A	1.31	10%	4
国投瑞银新机遇A	1.37	29%	14

数据来源：wind，国泰君安证券研究

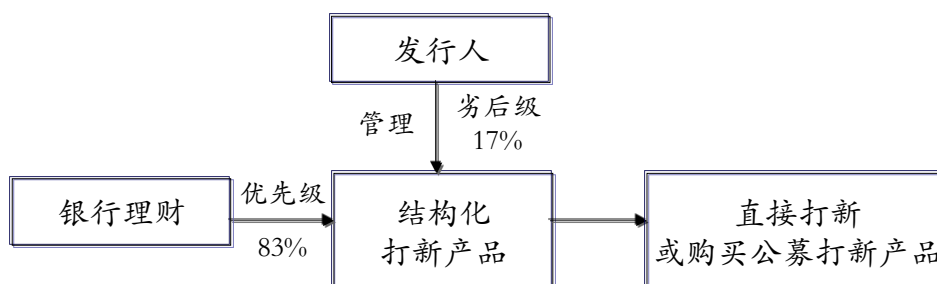
**冻结资金量和中签率：**随着股票市场繁荣和新股上市后火热，打新吸引到的资金持续增加，从 2014 年 6 月 1 万亿左右迅速增长到近期三批的三万亿左右，中签率也持续下降，近期已经下降到网上中签率 0.3%，网下有效申购配售比例 0.1% 的低位。

**打新收益率：**发行新规实行后，限价发行情况下所有新股上市首日全部涨停，上市 20 日平均涨幅 223% 左右，平均 10 个涨停板，对于网上打新而言，采取开版卖出策略，年化收益率约 6% 左右。

**打新基金：**打新基金由于规模优势、稳定收益和低风险，受到了投资者青睐，根据市场上 11 只打新基金的平均数据计算，自 2014 年 7 月以来，平均月收益率为 1.64%，11 月累计平均净值达到 1.20，且最大回撤基本为 0，收益稳定。规模也随着扩大，2015 年 4 月后规模暴增一倍。

**结构化打新产品：**由于保本基金不受“基金总资产不得超过基金净资产的 140%”的限制，部分基金采用杠杆打新，部分打新基金设计为结构化产品。公募专户和私募基金发行的结构化的打新基金，A 端来自银行理财资金，年化融资成本约为 7%。杠杆比例为 5:1，预期年化收益达到 20%。

图 263：结构化打新产品



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

#### 4.5. 分级基金 A

**分级基金**是一种特殊的可分离基金，母基金为普通开放式基金(大部分为被动管理基金、少数为主动管理)，分为低风险和高风险两种子份额在交易所上市交易。A 类份额为低风险份额，每年获得基金合同约定收益率，B 类份额获得分配完 A 份额后剩余收益，为劣后级杠杆产品。

**有期限分级基金 A 份额**类似于有期限债券。部分分级 A 类有固定存续期限，投资者到期可申购赎回或者在定期折算时转为母基金份额申购赎回。但占比较少，包括汇利 A、招商可转债 A 等几只。

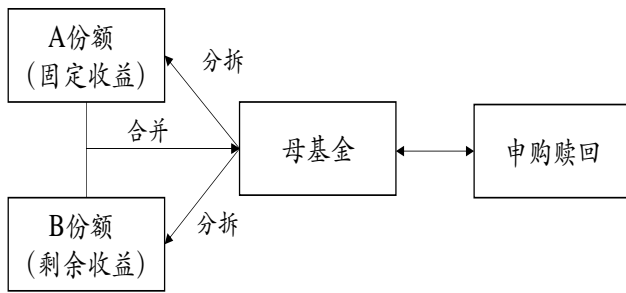
**永续 A 类**可看做含看跌期权的永续浮息债。大部分分级 A 份额为永续型 A 品种，其本金永远只在二级市场交易。对于大部分分级 A 份额，可通过下折条款保护本金，第一次下折可提前获得 75% 本金，第二次下折后可收回约 93.25% 本金。其票息在每年定期折算时获得支付。

**收益率：**当前分级基金约定收益一般为银行定存利率加 3-5%，部分采取固定收益 5-7%。根据交易价格算出的隐含收益率一般在 6.5-7% 之间。

**规模：**牛市带来了主题分级基金投资热潮，基金 B 份额的快速上涨吸引大量套利盘涌入，使得分级基金规模迅速扩大。截至 2015 年 5 月场内分级基金份额超过 2500 亿元，较上年末 1285 亿大幅增加 95%。

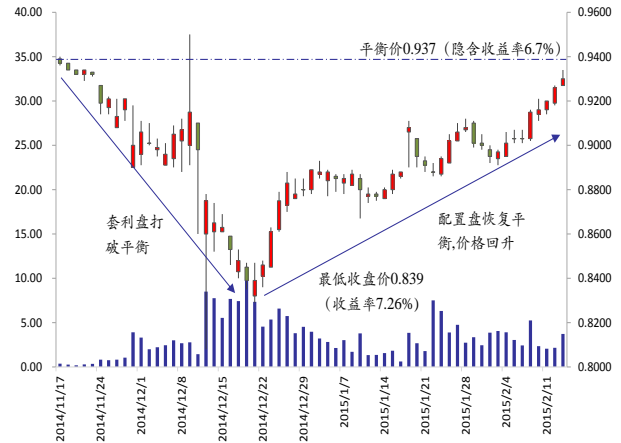
**持有结构：**分级基金 A 端受到以保险为主的机构投资者青睐。但是由于市场规模有限以及资产配置闲置，份额仍不大。对于发行时间长、规模较大的分级基金，机构投资者占比达到 60-90%。其余新发以及规模一般的分级基金以个人持有为主。未来分级基金 A 份额可能加入质押式回购标的，机构可能继续增加对于 A 份额的配置。

图 264：分级基金结构



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 265：证券 A（150172）分级基金“黄金坑”



数据来源：wind，国泰君安证券研究

**分级 A 期权价值**来自于下折机制，期权价值的存在使得其表现和债券出现大幅背离。当前分级 A 份额普遍处于折价状态，折价率越高，期权价值约高。当市场出现下跌预期的时候，看跌期权属性显现，分级 A 出现整体上涨，比如 2015 年 5 月 28 日股市暴跌分级 A 份额出现整体上涨。

**“看 B 做 A”**：由于套利和配对转换机制，是的分级基金的合并价格和母基金净值趋同，使得整体溢价率在 0 附近。一般分级 B 份额交易活跃，处于溢价状态，短期中牛市中 B 份额快速上涨带来母基金溢价和 B 溢价率上升，套利存在使得 B 大幅溢价，A 折价。长期来看，在母基金净值稳定情况下，A 价格会稳定在隐含收益率为市场利率的理论价格水平。

**分级 A 超额收益**：由于股市火爆，B 份额快速上涨带来母基金大幅溢价，引来套利盘。套利盘不计成本抛售导致供给大增，需求难以承接，A 份额基金出现断崖式下跌，对应隐含收益率大幅上升。最后达到的超高收益率吸引资金买入，场内价格回升，最终回归正常平衡水平。例如证券 A 在 11 月大幅下跌到 0.839，隐含收益率达到 7.26%。随后在配置需求逐渐承接的情况下，2 个月涨幅达到 11%。

**分级 A 与债券存在本质差异，不可完全作为债券替代品**。如果不考虑大跌时分级 A 向下折算的期权价值，那么分级 A 可以作为债券的替代品么？我们认为不能，最大的风险在于：1）本金价格的大幅波动风险；2）不能按照净值赎回，隐含收益率可能无法兑现，导致市场价格存在长期折价风险。具体而言：

1）分级 A 产品尚不能质押回购，不能加杠杆套息交易；

2）分级 A 市场价格波动幅度很大，股市涨跌、市场情绪、供给、套利因素均可能引起本金在短期承受大幅亏损。在股市上涨和情绪走强时，分级 B 溢价快速上升，杠杆越高，涨幅越大，而对分级 A 的市场价格下跌冲击也越大，导致 A 折价显著，本金面临短期变现损失风险。尤其当 B 份额快速上涨带来大幅溢价，往往引来大量套利盘，通过申购



母基金拆分成 A、B 份额，同时在场内卖出，套利盘不计成本抛售分级 A 导致供给大增，需求将难以承接，A 份额基金将出现断崖式下跌，甚至跌停，对应隐含收益率大幅上升。

3) 分级基金发行快速扩张，导致分级 A 供给大幅增长，需求承压。牛市使得投资者对分级基金的魅力有进一步了解，近期分级基金供给源源不断，分级 A 份额已超过 1600 亿，较 2014 年同期仅 400 亿左右，快速扩张 1400 亿份。分级 A 一般以保险机构和个人为主要投资者，对于个人投资者而言，如果没有稳定的赚钱效应，价格波动较大，则很难获得持续青睐。

4) 单只分级 A 产品的流动性较差，市场风格轮动和大量新增供给，也会使分级 A 出现“老券差、新券好”的折价现象。由于供给的快速增长，分级 A 的成交量和规模一般较小，且市场热点的喜新厌旧也会造成单只产品成交量价由活跃转为低迷，可能在交易时出现买不进、卖不出的流动性风险。

5) 分级 A 的定期折算机制并不能保证每年价格回归净值 1，但本金仍有可能出现亏损，并在一段时期中持续处于亏损状态。定期折算本身并不产生收益，A 除息后净值仍会重新跌回之前的位置，这与债券净价随着到期日临近一定向面值 100 元回归的强制机制有很大不同。分级 A 的价格由市场决定，存在交易价格不能按照净值赎回的变现风险。

#### 4.6. 资产证券化 (ABS/CLO)

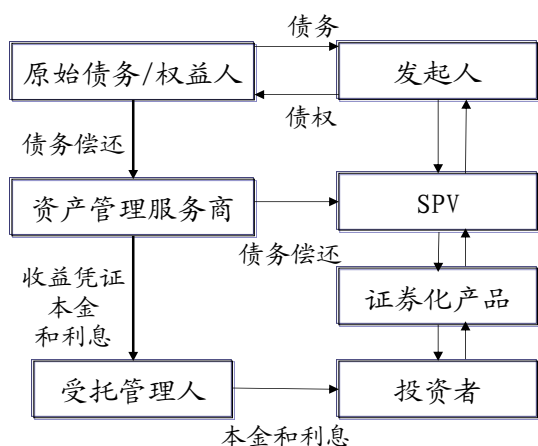
资产证券化是指企业或者进入机构将其缺乏流动性但能产生稳定与其现金流的资产集合成资产池出售给特殊载体 (SPV) 以其现金流为支出发行证券产品出售给投资者。其中包含非金融企业资产证券化 (ABS)、信贷资产证券化 (CLO) 和资产支持票据 (ABN)。

企业资产证券化 (ABS) 是以券商专项资产管理计划为 SPV 载体，其基础资产池包含企业应收款、信贷资产、信托收益权、基础设施收益权等财产权利，同时也包括商业票据、债券、股票及其衍生品等有效证券。企业资产证券化由证监会主管，券商专项资管计划以计划管理人身份从原始权益人获得资产，并以此资产产生的稳定现金流发行资产支持证券募集资金。

信贷资产证券化 (CLO) 是指银行业金融机构作为发起人，将信贷资产转让给受托机构，由受托机构 (信托计划) 作为 SPV 载体在银行间市场发行的资产证券化产品。其基础资产包括各类贷款，企业贷款、个人住房抵押贷款、汽车贷款和个人消费贷款等。

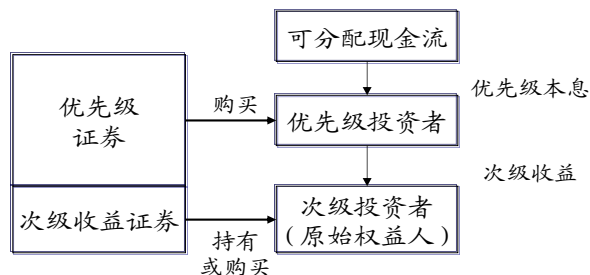


图 266：资产证券化基本结构



数据来源：国泰君安证券研究

图 267：资产支持证券分级处理和现金流分配



数据来源：国泰君安证券研究

**资产支持证券产品分级：**通常设置优先级证券和次级收益证券两大类。资产可分配现金流优先偿还优先级证券本息，在清偿优先级后再向次级收益证券持有者分配剩余收益。一般次级收益债券通由基础资产原始权益人持有，或者部分单独出售给偏好高风险高收益的投资者。优先级证券也可以按照偿还顺序分为优先 A 级、优先 B 级等，不同优先级别的证券信用评级和收益率有所差异。

**收益率：**CLO 优先级一般按照偿还顺序分为优先 A 档和优先 B 档，A 档信用评级高期限较短，2014 年产品当期票面利率在 5% 左右，平均期限 1.3 年，优先 B 档票面利率在 6% 左右，平均期限在 1.5 年左右。企业 ABS 优先级发行利率在 7% 左右，高于 CLO，发行平期限在 3 年左右，高于信贷 CLO。

**投资者结构：**当前信贷 CLO 主要投资者为银行自管理理财，银行间互持较多，同时银监会要求发起人需持有最低档证券不低于总发行规模 5%。企业 ABS 的投资者主要是基金。银行理财和券商资管产品。

#### 4.7. 信托受益权

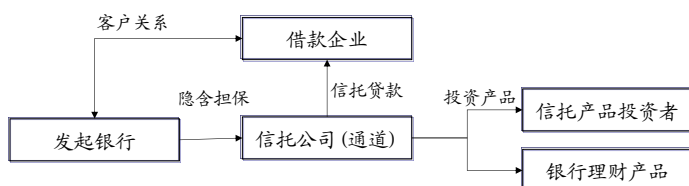
**信托受益权**是指合同中投资者获取信托财产管理或处理的收益权利也包括信托合同结束时，合同中规定的关系人可享受信托财产本身利益的权利。

**信托公司通道业务**是由信托公司发放，银行发起的信托贷款。银行向信托公司引荐客户，信托公司向投资者发行信托产品，信托公司将筹的资金借给借款人，银行负责产品的销售和托管以及贷后管理，因此银行承担了隐形的担保责任和信用风险，并收取大部分手续费收入，信托公司分得少部分手续费作为通道费用。

**银行信托受益权投资：**银行可以通过应收账款投资用自营资金间接持

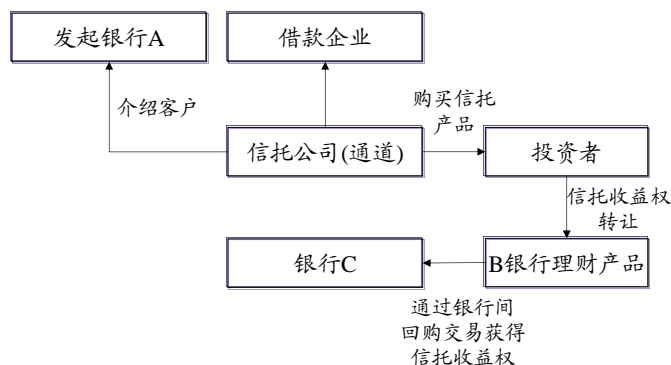
有信托产品，通过购买其他银行发行的理财产品，进行信托受益权投资。收益率一般高于其债权投资组合。银行可以通过同业贷款向另一家银行的通道信托提供融资，以信托受益权作为基础资产计入买入返售资产，但在同业监管严格的环境下，同业投资信托非标资产监管收紧，到期不能续作，非标投资面临入表压力。

图 268：信托公司通道业务



数据来源：国泰君安证券研究

图 269：银行投资信托收益权



数据来源：国泰君安证券研究

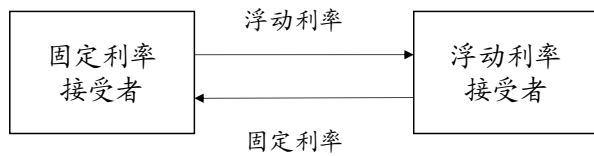
## 4.8. 利率互换（IRS）

**利率互换**是交易双方根据事先确定的名义本金，按照商定的利率互换相应利息。最常见的利率互换浮动利率和固定利率的互换，在合约指定日期交易双方一方接受浮动利率向另一方支付固定利率，另一方则接受固定利率向另一方付出浮动利率。

**主要参考利率：**当前主要参考利率为银行间七天回购定盘利率（FR007）和上海银行间3个月同业拆放利率（Shibor 3M）同时也有以隔夜、1周为参照的互换利率。此外人民币贷款基础利率（LPR）作为新出现的参考利率，实际交易还非常少。

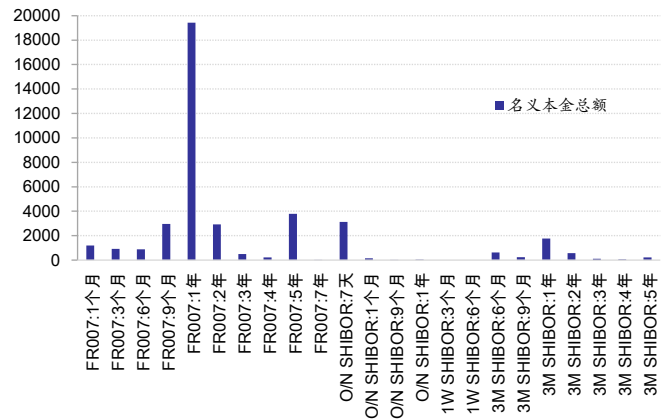
**规模：**利率互换在我国发展迅速，06年至今市场活跃度不段提升。2014年互换交易名义本金达到3.97万亿，较上年大幅增长50%。从各个品种的交易活跃度来看，以FR007为基准的利率互换交易量较大，其中又以1年期活跃度最高，占到市场成交的50%以上。以Shibor为基准的呼唤中，6个月、1年和2年的成交量较高。

图 270：固定浮动利率互换基本结构



数据来源：国泰君安证券研究

图 271：2014 年各互换品种名义本金总额

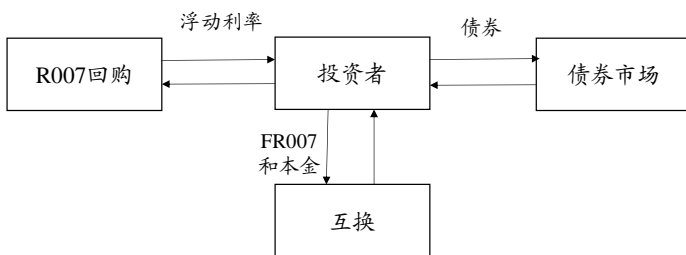


数据来源：国泰君安证券研究

**利率互换管理利率风险：**资产持有人可以通过互换进行利率风险管理。通过互换管理资产和负债组合，可以使浮动利率资产匹配浮动利率负债，固定利率资产匹配固定利率，在不改变资产负债表结构的情况下，避免资产和负债期限错配带来的利率风险。

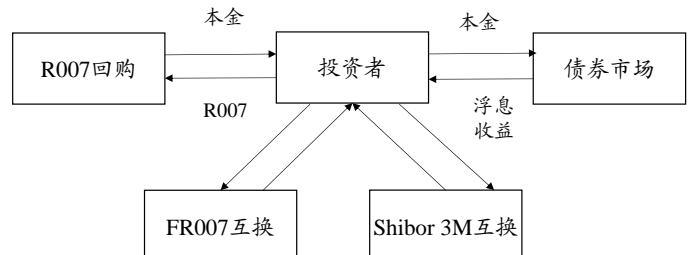
**投资组合策略：**基于互换和现券的利差可以构建投资组合进行套利，主要有现券+回购+利率互换、浮息债+互换和曲线交易策略。**①**现券+回购+利率互换指由于互换利率和同期限债券固定利率之间存在一定的利差，在资金成本维稳的前提下，存在“互换+融资购券”的套利机会。**②**浮息债+互换策略是指投资者买入固息债时，如果组合固息（浮息债+利率互换）的收益率大于二级市场固息债，买入组合固息可以获得更多收益。**③**曲线交易是指买卖不同参考利率相同期限的利率互换，通过预测 Shibor 3M 与 FR007 之间利差走扩（或缩窄）的均值回复，交易互换。

图 272：现券+回购+利率互换套利图示



数据来源：国泰君安证券研究

图 273：浮息债+利率互换与固息债套利图示



数据来源：国泰君安证券研究

## 第五篇 微观视野：一页纸看机构资金与资产行为

我们在本章从微观样本和草根视角观察机构的资产配置行为和利率变动，汇总了 16 家上市银行、1 家政策性银行、13 家城商行、7 家农商行，以及 8 家境内外保险机构的 2014 年年报数据，从微观层面对银行和保险机构的资产负债结构、成本与收益、资产配置变迁进行深入分析，力求见微知著。

这 45 家银行和保险机构分别是：

图 274： 一页纸看机构行为 45 家银行与保险机构列表

分类	数量	机构名称
<b>银行机构</b>		
上市银行	16	工商银行、建设银行、农业银行、中国银行、交通银行、兴业银行、浦发银行、招商银行、华夏银行、宁波银行、南京银行、北京银行、中信银行、光大银行、平安银行
政策性银行	1	国家开发银行
城商行	13	盛京银行、徽商银行、天津银行、东莞银行、汉口银行、齐鲁银行、哈尔滨银行、重庆银行、盛京银行、上海银行、成都银行、贵阳银行、江苏银行
农商行	7	江苏无锡农商行、广州农商行、重庆农商行、南海农商行、江苏吴江农商行、江苏江阴农商行、江苏常熟农商行
<b>保险机构</b>		
国内保险公司	4	平安保险、太平洋保险、人寿保险、新华保险
国外保险公司	4	安联保险 (ALLIANZ)、忠利保险(GENERALI)、国际集团(AIG)、安盛集团(AXA)

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

**银行资产负债结构、成本与收益率（资金单位：亿元）**

	2014年报			2013年报			利率变化
	平均余额	占比	利率	平均余额	占比	利率	
发放贷款和垫款	8738	51%	6.67%	7723	53%	6.49%	18
存放中央银行款项	2531	15%	1.50%	2241	15%	1.49%	1
同业资产	1542	9%	5.17%	2673	18%	5.32%	-15
债券等投资	4361	25%	5.58%	1949	13%	4.41%	117
<b>生息资产合计</b>	<b>17171</b>	<b>100%</b>	<b>5.50%</b>	<b>14585</b>	<b>100%</b>	<b>5.23%</b>	<b>27</b>
计息负债：							
吸收存款	12133	75%	2.30%	10666	73%	2.18%	12
向中央银行借款	40	0%	3.56%	0	0%	3.57%	-1
同业负债	3840	24%	5.03%	2933	20%	4.68%	35
应付债券凭证	144	1%	5.34%	84	1%	5.04%	30
<b>计息负债合计</b>	<b>16157</b>	<b>100%</b>	<b>2.98%</b>	<b>13683</b>	<b>94%</b>	<b>2.73%</b>	<b>25</b>
<b>净利差</b>			<b>2.52%</b>			<b>2.50%</b>	<b>2</b>

**债券投资明细项及变动（资金单位：亿元）**

交易性金融资产	2014年报	2014半年报	2013年报
公共实体及准政府债券	6	16	10
金融机构债券	2	0.0	0.1
公司债券	83	54	77
<b>合计</b>	<b>91</b>	<b>70</b>	<b>87</b>
可供出售金融资产	2014年报	2014半年报	2013年报
政府债券	93	82	90
公共实体及准政府债券	289	237	253
公司债券	252	244	308
<b>合计</b>	<b>634</b>	<b>563</b>	<b>651</b>
持有至到期投资	2014年报	2014半年报	2013年报
政府债券	952	835	783
公共实体及准政府债券	231	213	146
金融机构债券	118	118	94
公司债券	43	70	70
同业存单	20	0	0
<b>合计</b>	<b>1363</b>	<b>1235</b>	<b>1093</b>
应收款项类投资	2014年报	2014半年报	2013年报
政府债券	3	3.4	6.3
金融机构债券	29	30	31
资产收益权	1988	89	78
<b>合计</b>	<b>2011</b>	<b>123</b>	<b>116</b>

**2014 年报持有金融债券情况汇总（资金单位：亿元）**

	2014年报	2014半年报	2013年报
政府债券	1048	921	879
公共实体及准政府债券	525	465	409
金融机构债券	149	148	125
公司债券	377	368	455
<b>合计</b>	<b>2100</b>	<b>1902</b>	<b>1868</b>

**华夏银行**
**■ 概况**

截止 2014 年底，总资产为 1.85 万亿，其中贷款规模 9161 亿，占比 49%，同业资产 2049 亿，占比 11%；证券及其他金融资产投资 4099 亿，占比 22%，其中债券投资为 2100 亿。

**■ 债券投资分析**

债券投资占比稳定，规模小幅上升。债券投资规模从 2013H2 到 2014H2 分别为 1868 亿、1902 亿和 2100 亿，占总资产比在 11% 附近，基本稳定。债券投资同比增速为 12%，和总资产增速以及同业资产增速的 11% 基本持平。债券投资平均收益 5.58%，低于贷款，但高于同业资产。

以国债、准政府债和公司债为主，金融债较少。受国债与准政府债免税且资本占用为 0 影响，该行持有规模 1048 亿，占比 49%；公司债具有票息优势，持仓占比 18%，2014 年明显增持国债和准政府债，减持公司债。

应收款项下非标资产大增，而同业买入返售项下非标规模缩减。2014 年末应收款项下资产收益权为 1988 亿，较上期末大幅增加。在 127 号文规范下，买入返售项下的资产收益权大量在 2014 年下半年转入应收账款科目。

配置占比上升，交易账户仓位下降。以交易和资本利得为目的的“交易+可供出售”账户资产下降，持有到期投资上升，债券浮动盈亏不再影响当期损益。配置仓位的上升有助于增加需求稳定性，避免 fire sale 恐慌卖出减少账面亏损，降低市场波动风险。

同业非标投资仍是银行重要盈利资产。2014 年末同业资产占总资产比 11%，其中买返占比从 2014H1 的 19.4% 下降到 6%，原买返项下以资产收益权转入应收账款科目，规模下降到 1231 亿，平均同业资产收益下降到 5.58%，低于债券投资收益率。

从负债来源和资金成本看，负债结构中，存款占比 75%，是最稳定负债来源，其中公司存款占比 84%，贷款派生存款为主要来源；市场化融资占比上升，同业融资占比 24%。成本方面，吸收存款成本为 2.30%，同业负债成本为 5.03%，平均付息负债成本为 2.52%，较 2013 年上行 25bp。

不良资产风险上升，核心资本充足率回升。不良率为 1.09%，较 2013 年末上升 19bps，逾期贷款 194 亿，逾期贷款率 2.49%，不良资产风险上升。资本充足率为 11.95%，核心资本充足率 8.89%，分别较 2013 年末提高 102bps 和 42bps，但核心资本充足率仍只是略高于监管要求（8.5%），处于相对偏低水平，将限制风险资产的扩张。



**银行资产负债结构、成本与收益率（资金单位：亿元）**

	2014年报			2013年报			利率变化
	平均余额	占比	利率	平均余额	占比	利率	
客户贷款及垫款	82635	58%	5.19%	73721	58%	5.15%	4
债券投资	24620	17%	3.50%	23470	19%	3.18%	32
存放央行	22485	16%	1.34%	19114	15%	1.42%	-8
票据贴现及同业业务	13005	9%	4.44%	10071	8%	3.74%	70
<b>生息资产合计</b>	<b>142745</b>	<b>100%</b>	<b>4.22%</b>	<b>126377</b>	<b>100%</b>	<b>4.11%</b>	<b>11</b>
计息负债：							
吸收存款	106507	79%	2.02%	96273	81%	1.87%	15
发行债券	25168	19%	2.24%	20265	17%	2.29%	-5
同业负债	2608	2%	3.88%	2179	2%	3.92%	-4
<b>计息负债合计</b>	<b>134283</b>	<b>100%</b>	<b>2.10%</b>	<b>118716</b>	<b>100%</b>	<b>1.98%</b>	<b>12</b>
<b>净利差</b>			<b>2.25%</b>			<b>2.24%</b>	<b>1</b>

**债券投资明细项及变动（资金单位：亿元）**

以公允价值变动计入当期损益的金融资产	2014年年报	2014半年报	2013年报
政府	158	180	146
政策性银行	105	94	73
公共实体及准政府	4	2	1
金融机构	350	300	246
公司	207	155	162
<b>合计</b>	<b>823</b>	<b>731</b>	<b>629</b>
可供出售金融资产	2014年年报	2014半年报	2013年报
政府	811	708	600
公共实体及准政府	125	86	60
政策性银行	1262	1091	811
金融机构	936	633	723
公司	1530	1472	1427
<b>合计</b>	<b>4664</b>	<b>3990</b>	<b>3621</b>
持有至到期投资	2014年年报	2014半年报	2013年报
政府	7583	7012	6639
公共实体及准政府	280	234	206
政策性银行	2787	2652	2448
金融机构	683	549	423
公司	1474	1518	1545
<b>合计</b>	<b>12806</b>	<b>11965</b>	<b>11262</b>
应收款项类投资	2014年年报	2014半年报	2013年报
中国东方资产管理公司债券	1600	1600	1600
财政部特别国债	425	425	425
金融机构债券	363	252	274
凭证式和储蓄式国债及其他	316	280	301
信托投资、资产管理计划其	1541	1570	1472
<b>合计</b>	<b>4244</b>	<b>4128</b>	<b>4071</b>

**2014 半年报持有金融债券情况汇总（资金单位：亿元）**

	2014年报	2014半年报	2013年报
政府债券	8868	8180	7686
公共实体及准政府债券	408	322	267
财政部特别国债	425	425	425
政策性金融债	4154	3837	3332
金融机构债券	2331	1734	1666
公司债券	3210	3145	3134
中国东方资产管理公司债券	1600	1600	1600
<b>合计</b>	<b>20996</b>	<b>19244</b>	<b>18111</b>

**中国银行**
**■ 概况**

截止 2014 年底，总资产为 15.25 万亿，其中贷款规模 8.48 万亿，占比 56%，债券及其他金融资产投资规模 2.71 万亿，占比 18%，其中债券投资规模 2.10 万亿，占比 14%，同业规模 1.1 万亿，占比 7%。

**■ 债券投资分析**

债券投资规模稳定，规模增速低于总资产扩张速度。债券投资规模从 2013H2 到 2014H2 分别为 18111 亿、19244 亿和 20996 亿，占总资产比在 14% 附近，基本稳定。债券投资同比增速为 15%，为连续 5 个季度增长最快的时期，但仍慢于总资产增速 17%。债券投资平均收益为 3.50%，同比提高 32bps，但低于同业 4.44% 和贷款 5.19%。

国债投资占比 42%，政策性金融债和公司债券次之。由于国债资本占用为 0，本行配置较多国债，截止 2014 年 12 月持有规模 8868 亿，占债券投资规模 42%，政策性金融债和公司债规模分别为 3837 亿和 3145 亿，占比 20% 和 11%，2014 年下半年银行主要增持了国债、政策性金融债和金融机构债券。

应收款项投资下非标占比 38%，同业项下无非标资产。非标入表导致非标转入应收款项下，截至 2014 年年末持有信托投资和资管计划 1541 亿，占应收账款投资 36%，但仅债券投资总规模的 7%，同业项下无非标资产。

债券投资以持有至到期的配置账户为主，交易账户略有上升。配置仓位占比一直稳定在 61% 左右，占比较为稳定。

从负债来源和资金成本看，负债来源结构中，存款占比 79%，呈缓慢下降趋势，其中公司存款占比 68%，个人存款占比 32%；同业融资保持稳定在 2%，负债成本方面，吸收存款成本为 2.02%，较 2013 年同期上升 15bp，同业负债成本为 3.88%，下降 4bps，导致平均付息负债成本为 2.10%，较 2013H1 上行 12bps。

不良贷款余额增长规模居上市银行之首，不良风险上升，资本充足率宽松。2014H2 不良贷款余额为 842.6 亿元，较上年末增加 250.5 亿，不良贷款率为 1.18%，较 2013 年末大幅上 22bps，逾期贷款规模 1259 亿，逾期贷款率 1.48%，不良贷款持续上升风险值得关注。资本充足率为 14.78%，核心资本充足率为 11.04%，分别较 2013 年末上行 124bps 和 59bps，尽管不良风险上升但是整体资本充足率宽松压力不大。

**银行资产负债结构、成本与收益率（资金单位：亿元）**

	2014年报			2013年报			利率变化
	平均余额	占比	利率	平均余额	占比	利率	
客户贷款及应收款项	34002	59%	6.22%	31797	61%	6.13%	9
证券投资	10852	19%	4.16%	9450	18%	3.86%	30
存放央行	8388	15%	1.56%	7982	15%	1.58%	-2
拆放同业	4954	9%	3.81%	4243	8%	3.62%	19
<b>生息资产合计</b>	<b>57205</b>	<b>100%</b>	<b>4.99%</b>	<b>51936</b>	<b>100%</b>	<b>4.89%</b>	<b>10</b>
计息负债：							
客户存款	39844	75%	2.35%	37647	78%	2.14%	21
应付债券及其他	1435	3%	3.88%	1021	2%	3.85%	3
央行借款	40	0%	3.55%				
拆入款项和同业存放	13044	24%	4.17%	11109	23%	3.96%	21
<b>计息负债合计</b>	<b>53332</b>	<b>100%</b>	<b>2.82%</b>	<b>48242</b>	<b>100%</b>	<b>2.56%</b>	<b>26</b>
<b>净利差</b>			<b>2.17%</b>			<b>2.33%</b>	<b>-16</b>

**债券投资明细项及变动（资金单位：亿元）**

以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产			
	2014年报	2014半年报	2013年报
政府债券及央行票据	197	58	70
公共实体债券	24	20	23
金融机构债券	288	185	144
公司债券	557	512	353
权益投资及基金	0	1	1
<b>合计</b>	<b>1055</b>	<b>776</b>	<b>591</b>
可供出售金融资产			
	2014年报	2014半年报	2013年报
政府债券及央行票据	369	308	298
公共实体债券	33	33	17
金融机构债券	1209	1308	1308
公司债券	434	631	569
权益投资及基金	11	15	10
<b>合计</b>	<b>2056</b>	<b>2294</b>	<b>2191</b>
持有至到期投资			
	2014年报	2014半年报	2013年报
政府债券及央行票据	2893	2883	2820
公共实体债券	140	167	145
金融机构债券	2429	2408	2471
公司债券	880	1076	1270
<b>合计</b>	<b>6342</b>	<b>6534</b>	<b>6706</b>
应收款项类投资			
	2014年报	2014半年报	2013年报
政府债券及央行票据	3	6	6
金融机构债券	293	257	250
资金信托及资产管理计划	1840	1222	942
<b>合计</b>	<b>2116</b>	<b>1485</b>	<b>1198</b>

**2014 半年报持有金融债券情况汇总（资金单位：亿元）**

	2014年报	2014半年报	2013年报
政府债券及央行票据	3461	3254	3195
公共实体债券	173	200	161
金融机构债券	4219	4158	4173
公司债券	1602	1891	1983
<b>合计</b>	<b>9455</b>	<b>9504</b>	<b>9512</b>

**交通银行**
**■ 概况**

截止 2014 年 12 月，总资产为 6.26 万亿，资产同比增速 5%，较 2013 年 13% 大幅放缓，其中贷款规模 3.43 万亿，占比 55%，证券及其他金融资产投资 11628 亿，占比 19%，同业资产规模 5250 亿，占比 8%，此外，现金和存放央行款项 9380 亿，占比 15%。

**■ 债券投资分析**

**债券投资占比显著下降。**债券投资规模从 2013H2 到 2014H2 分别为 9512 亿、9504 亿和 9445 亿，从占总资产比来看分别为 15.96%、15.12% 和 15.08%，呈现下降趋势，反应出本行在逐步缩减债券投资占比。2014 年末债券投资同比增速为 -1%。大幅低于总资产增速和贷款增速 5%。观察债券投资平均收益为 4.16%，较 2013 年同期上升 30bp，高于同业存放利率 3.81%。

**以国债和金融机构债投资为主，减持公司债。**截止 2014 年底，国债及央票持有规模为 3461 亿，占总的债券投资比为 36.6%，金融机构债规模为 3994 亿，占比为 44.6%，公司债券规模为 1891 亿，占比 16.9%，从 2013H2 至 2014H2 来看，各类债券占比变化不大，2014 年增持利率债，减持公司债。

**应收款项下非标资产大幅上升，买入返售下无非标。**应收款项类投资规模从 2013H2 至 2014H2 分别为 1198 亿、1485 亿和 2116 亿，2014 年全年非标大幅增长，非标规模分别为 942 亿、1222 亿和 1840 亿，占比分别为 79%、82% 和 87%，监管政策下资产反脱媒化和非标入表，导致应收账款项目下非标规模大幅上升。买入返售金融资产主要是证券、贷款、票据，无非标。

**配置持仓小幅下降，交易持仓增加。**2013H2 至 2014H2 期间，配置（持有至到期投资）占比分别为 71%、69% 和 67%，配置占比保持较高水平，但呈现小幅下降趋势。在 2014 年债券牛市中增加交易仓位。

**从负债来源和资金成本看，**负债结构中，存款来源占比 75%，较 2013 年末下降 3 个百分点，其中公司存款占比 68%，个人存款占 32%，相应的市场化融资占比上升，同业融资占比 24%，呈小幅上升趋势。负债成本方面，存款平均利率为 2.35%，上升 21bps，主要是受到存款脱媒和吸存成本上升的冲击；同业负债成本为 4.17%，较 2013 同期上行 21bp，最终平均付息负债成本为 2.82%，较 2013 年末大幅上行 26bps。

**不良率上行，资本充足率相对宽松，**不良贷款余额为 430.1 亿，较年初增长 87 亿，不良率为 1.25%，较上年末上行 0.20 个百分点，属于较高水平，逾期贷款规模 812.47 亿，较上年末大幅增长 350.30 亿，逾期贷款率 1.296%。资本充足率为 13.94%，核心资本充足率为 11.04%，分别较 2013 年末上行 76bps 和 27bps，资产质量仍有压力，资产扩张主动放缓。

**银行资产负债结构、成本与收益率（资金单位：亿元）**

	平均余额	占比	利率	平均余额	占比	利率	利率变化
客户贷款及垫款 (不含贴现)	9268	45%	7.66%	7765	44%	6.86%	80
债券投资	2217	11%	4.14%	2056	12%	3.99%	15
存放央行	2634	13%	1.47%	2263	13%	1.47%	0
票据贴现及同业业务	6456	31%	5.38%	5497	31%	5.11%	27
其他	70	0%	6.36%	42	0%	5.40%	96
<b>生息资产合计</b>	<b>20646</b>	<b>100%</b>	<b>5.77%</b>	<b>17624</b>	<b>100%</b>	<b>5.28%</b>	<b>49</b>
计息负债:							0
吸收存款	14147	72%	2.65%	11418	68%	2.39%	26
发行债券	277	1%	5.98%	108	1%	6.22%	-24
同业负债业务	5215	27%	5.17%	5156	31%	4.75%	42
<b>计息负债合计</b>	<b>19639</b>	<b>100%</b>	<b>3.37%</b>	<b>16682</b>	<b>100%</b>	<b>3.14%</b>	<b>23</b>
<b>净利差</b>			<b>2.40%</b>			<b>2.14%</b>	<b>26</b>

**债券投资明细项及变动（资金单位：亿元）**

交易性金融资产	2014半年报	2013年报	2013半年报
政府	1	0	1
央行	0	0	33
政策性银行	25	20	41
同业和其他金融机构	72	26	18
企业	154	59	123
<b>合计</b>	<b>252</b>	<b>104</b>	<b>217</b>
可供出售金融资产	2014半年报	2013年报	2013半年报
政府	4	3	99
央行	0	0	11
政策性银行	7	0	513
同业和其他金融机构	1	1	21
企业	0	0	273
<b>合计</b>	<b>12</b>	<b>4</b>	<b>917</b>
持有至到期投资	2014半年报	2013年报	2013半年报
政府	629	513	246
央行	1	8	45
政策性银行	1040	1070	578
同业和其他金融机构	23	28	16
企业	296	338	119
<b>合计</b>	<b>1988</b>	<b>1957</b>	<b>1004</b>
应收款项类投资	2014半年报	2013年报	2013半年报
金融机构次级债	0	2	3
购买他行理财产品	413	527	1591
资产管理计划	1481	1155	0
信托受益权	166	163	0
资产证券化资产支持证券	1	0	0
<b>合计</b>	<b>2062</b>	<b>1847</b>	<b>1594</b>

**2014 半年报持有金融债券情况汇总（资金单位：亿元）**

	2014年报	2014半年报	2013年报
政府债券	773	635	516
央行债券	0	1	8
政策性金融债	1063	1072	1090
同业和金融机构债券	67	96	55
企业债券	446	450	397
<b>合计</b>	<b>2349</b>	<b>2253</b>	<b>2065</b>

**平安银行**
**■ 概况**

截止 2014 年底，总资产为 2.19 万亿，其中贷款规模 1.24 万亿，占比 47%；证券和其他金融资产规模 4815 亿，占比 22%，其中纯债券投资为 2349 亿；同业资产规模 2914 亿，占比 13%。

**■ 债券投资分析**

**债券投资规模增长稳定。**债券投资规模从 2013H2 到 2014H2 分别为 2065 亿、2253 亿和 2337 亿，占总资产比基本稳定在 11% 附近。债券投资同比增速为 14%，低于总资产同比增速 16% 和贷款增速 21%。债券投资平均收益为 4.14%，较 2013 年同期提高 15bps，但低于同业和贷款。

**以政策性金融债投资为主，2014 下半年增持国债，减持金融债和企业债。**债券投资中以政策性金融债为主，占比 45% 左右，但在逐渐小幅减持。国债占比在逐渐上升，从 2014 年年中的 28% 上升至 33%。

**应收款项类资产和非标投资大幅增长。**本行应收款项类投资规模大幅增长，从 2013H2 至 2014H2 分别为 1847 亿、2062 亿和 2466 亿。投资种类以非标为主，理财产品小幅增加。2013H2 至 2014H2 非标（资产管理计划+信托受益权）规模分别为 1318 亿、1647 亿和 1825 亿，占比为 71%、80% 和 87%，监管下非标入表效应显现。

**以配置账户为主，比例保持稳定。**2013H2 至 2014H2 配置占比分别为 95%、88% 和 88%，在 2013 年末配置持仓的大幅增长后，2014 年配置持仓有所下降，在 2014 年债券牛市加仓了交易账户后保持稳定。

**买入返售和非标规模大幅下降。**从 2013H2 到 2014H2 买入返售项下的非标规模分别为 1803 亿、1725 亿和 1247 亿，2014 年下半年显著下降，占买入返售总资产之比为 66%、59% 和 70%。同业非标监管下，同业资产中买入返售和非标资产规模均大幅下降。

**从负债来源和资金成本看，**负债结构中，存款占比 72%，其中公司存款占比 64%，居民存款占 36%；同业融资占比 27%，与 13 年期末相比存款回升，同业收缩，负债稳定性上升。成本方面，吸收存款成本 2.65%，同期上行 26bps，同业负债成本为 5.17%，上行 42bp。平均付息负债成本为 3.37%，较 2013 年上行 23bps。尽管央行在 11 月进行降息，降息周期下其负债成本依旧持续上升。

**资本充足率上升，不良率小幅回升。**资本充足率为 11.75%，核心资本充足率为 9.28%，分别较 2013 年末下降 2bps 和 13bps。不良贷款余额为 105.01 亿元，不良贷款率为 1.02%，较年初上升 13bps，逾期贷款 459 亿，相对 2013 年增长达 70%，但整体不良风险有限。



**银行资产负债结构、成本与收益率（资金单位：亿元）**

	2014年报			2013年报			利率变化
	平均余额	占比	利率	平均余额	占比	利率	
一般贷款	1649	35%	7.20%	1444	37%	7.21%	-1
证券投资	1820	38%	5.68%	1313	34%	5.25%	43
存放央行款项	563	12%	1.50%	494	13%	1.51%	-1
存放同业	710	15%	5.16%	618	16%	4.74%	42
生息资产合计	4742	100%	5.63%	3869	100%	5.42%	21
计息负债：	0			0			
存款	2891	61%	2.20%	2466	65%	2.12%	8
同业拆放	1619	34%	4.55%	1190	31%	4.44%	11
应付债券	226	5%	4.89%	161	4%	4.86%	3
计息负债合计	4737	100%	2.50%	3817	100%	2.46%	4
净利差			2.51%			2.51%	0

**债券投资明细项及变动（资金单位：亿元）**

交易性金融资产	2014年报	2014半年报	2013年报
政府	12	3	0
政策性银行	57	20	9
企业	18	17	3
合计	88	40	12
可供出售金融资产	2014年报	2014半年报	2013年报
政府债券	382	312	271
政策性金融债券	28	29	10
其他金融债券	67	50	10
理财产品及资产管理计划	712	782	612
合计	1189	1173	903
持有至到期投资	2014年报	2014半年报	2013年报
政府	164	158	159
合计	164	158	159
应收款项类投资	2014年报	2014半年报	2013年报
政府债券	0	1	2
其他金融机构债券	10	10	10
理财产品、资产管理计划及信托	708	494	351
合计	716	504	362

**2014 年报持有金融债券情况汇总（资金单位：亿元）**

	2014年报	2014半年报	2013年报
政府债券	559	474	432
政策性金融债券	85	49	20
其他金融机构债券	77	60	20
企业债	18	17	3
合计	738	600	474

**宁波银行**
**■ 概况**

截止 2014 年底，总资产为 5541 亿，其中贷款规模 2048 亿，占比 37%；同业资产 504 亿，占比 9%；证券及其他金融资产投资规模为 2171 亿，占比 39%，其中债券投资规模仅 738 亿。

**■ 债券投资分析**

**证券投资规模超过贷款规模。**2014 年证券投资规模为 2171 亿，同比增速 51%，远超贷款增速 22%和总资产增速的 18%。证券投资扩张源于表外非标资产入表，导致可供出售金融资产和应收款项类投资大幅增长，非标资产从 2013 年末的 963 亿上升至 2014 年末的 1420 亿，占证券投资资产之比超过 65%。

**纯债投资上升较快，同比增速维持高位。**债券投资规模从 2013H2 到 2014H2 分别为 474 亿、600 亿和 738 亿，占总资产比 10%、11%和 13%，债券投资同比增速为 56%，显著快于贷款和总资产增速 22%和 18%。2014H2 的证券投资收益率为 5.68%，同比上行 43bp。

**国债投资占比 76%，政策性金融债和其他债券非常少。**国债免税、不计提资本和质押融资便利的特征，成为本行流动性管理的主要工具，主要配置在可供出售资产项下，占比从 2013H1 至 2014H1 为 91%、79%和 76%，2013 年主要增持安全资产国债，2014 年债券牛市，大举增加了企业债投资。

**应收款项下大幅增持非标资产。**2014 年末应收款项类投资规模为 708 亿，同比增速 97%，主要受影子银行监管和非标入表影响，应收款项投资以理财产品、资产管理计划和信托计划为主，占比 98%，而买入返售项下不持有非标资产。

**从负债来源和资金成本看，**负债结构中，存款占比 61%，其中公司存款占比 75%，个人存款占比 25%，存款来源占比较 2013 年的 65%小幅下滑；市场化融资占比上升，同业融资占比从 2013 年的 31%上升至 34%。从负债成本看，存款利率为 2.20%，较 13 年同期上升 8bp，同业成本为 4.55%，上升 11bp，平均付息负债成本为 2.50%，同比小幅上行 4bps。

**不良率平稳，资本充足率小幅回落。**不良贷款余额为 18.6 亿，不良贷款率为 0.89%，与年初持平，逾期贷款 40.61 亿，逾期贷款率 1.983%，较年初上行 95bp。资本充足率为 13.31%，核心资本充足率为 10.32%，分别较 2013 年末下行 57bps 和上升 16bps，资本充足率小幅走低，不利于风险资产的扩张。

**银行资产负债结构、成本与收益率（资金单位：亿元）**

	2014年报			2013年年报			
	平均余额	占比	利率	平均余额	占比	利率	利率变化
客户贷款及垫款 (不含贴现)	77681	53%	6.06%	69107	51%	5.99%	7
债券投资	31299	21%	4.00%	29071	22%	3.74%	26
存放央行	25086	17%	1.60%	23629	18%	1.59%	1
票据贴现及同业业务	12908	9%	4.90%	12830	10%	4.13%	77
<b>生息资产合计</b>	<b>146974</b>	<b>100%</b>	<b>4.76%</b>	<b>134637</b>	<b>100%</b>	<b>4.56%</b>	<b>20</b>
计息负债:							0
吸收存款	119973	89%	1.85%	111708	90%	1.74%	11
发行债券	11853	9%	3.08%	9974	8%	3.39%	-31
同业负债	3211	2%	3.48%	2211	2%	3.84%	-36
<b>计息负债合计</b>	<b>135036</b>	<b>100%</b>	<b>2.00%</b>	<b>123894</b>	<b>100%</b>	<b>1.91%</b>	<b>9</b>
<b>净利差</b>			<b>2.76%</b>			<b>2.65%</b>	<b>11</b>

**债券投资明细项及变动（资金单位：亿元）**

交易性金融资产	2014年报	2014半年报	2013年报
政府债券	35	34	50
公共实体及准政府债券	234	243	241
金融机构债券	11	0	5
公司债券	127	130	125
<b>合计</b>	<b>408</b>	<b>407</b>	<b>420</b>
可供出售金融资产	2014年报	2014半年报	2013年报
政府债券	1475	1442	1498
公共实体及准政府债券	4492	4320	4094
金融机构债券	1387	724	520
公司债券	1886	1747	1677
<b>合计</b>	<b>9220</b>	<b>8233</b>	<b>7789</b>
持有至到期投资	2014年报	2014半年报	2013年报
政府债券	5483	5337	5193
公共实体及准政府债券	9341	8994	8088
金融机构债券	659	485	297
公司债券	1561	1558	1666
<b>合计</b>	<b>17044</b>	<b>16374</b>	<b>15244</b>
应收款项类投资	2014年报	2014半年报	2013年报
应收财政部款项	2783	3621	3621
财政部特别国债	933	933	933
公共实体及准政府债券	561	661	665
金融机构债券	453	312	271
公司债券	350	318	310
凭证式国债及储蓄式国	36	43	60
其他	116	88	64
<b>合计</b>	<b>5233</b>	<b>5975</b>	<b>5924</b>

**2014 半年报持有金融债券情况汇总（资金单位：亿元）**

	2014年报	2014半年报	2013年报
政府债券	7963	7789	7734
公共实体及准政府债券	14629	13557	12423
金融机构债券	2510	1209	822
公司债券	3924	3434	3468
<b>合计</b>	<b>29026</b>	<b>25990</b>	<b>24447</b>

**农业银行**
**概况**

截止 2014 年底，总资产为 15.9 万亿，同比增速为 10%。其中贷款规模 8.1 万亿，占比 51%；证券投资及其他金融资产规模为 3.6 万亿，占比 22%，其中债券投资规模为 2.9 万亿；此外，同业资产规模为 1.49 万亿，占比 9%。

**债券投资分析**

**债券投资增长放缓，占总资产比相对稳定。**债券投资规模从 2013H2 到 2014H2 分别为 24447 亿、25990 亿、29026 亿，占总资产分别为 17%、16%和 18%，基本稳定。债券投资同比增速为 19%，快于总资产增速 10%和贷款同比增速 12%，也快于同业资产增速 9%。债券投资平均收益为 4.0%，较 13 年同期上升 26bp，低于同业但是高于贷款。

**以公共实体和准政府债为主，国债和企业债次之，金融机构债较少。**2013H2 至 2014H2，公共实体和准政府债券（包括政策性银行债、铁道债等）占债券投资比 51%、52%、50%，大致保持稳定，国债占比逐步下降，2014 年主要增持了公共实体和准政府债。

**不持有非标资产，买入返售金融资产收缩。**应收款项类投资以证券投资为主；而买入返售金融资产项下以债券和票据为主，且占总资产比在逐步下降，从 13 年 H2 的 5%降至 14 年 H2 的 3%，均不持有非标资产。

**配置持仓下降。**以被动配置需求为主的持有至到期投资账户由 2014 年末的 62%下降到 59%，可供出售账户占比小幅增长。

**从负债来源和资金成本看，**负债结构中，存款占比 89%，相对 2013 年末下降 1 个百分点，同业融资占比仅为 2%。资金成本上，吸存利率为 1.85%，较 2013 年末同期上行 11bps，同业融资成本为 3.48%，同比下行 36bps，平均付息负债成本为 2.00%，较 2013 年末上行 9bps。

**不良贷款率上升，资本充足率上行。**2014 年末不良贷款余额为 1249.70 亿元，不良贷款率为 1.54%，较年初增长 372 亿和 30 个百分点，不良贷款率处于较高水平，逾期贷款为 1233 亿，逾期贷款率为 1.6%，较年初增加 229 亿和 20bp。资本充足率为 12.01%，较 13 年末上行 20bps，核心资本充足率为 9.91%，上行 10bps。不良率上升，资本充足率上升。



**银行资产负债结构（资金单位：亿元）**

	2014年报		2013年报	
	规模	占比	规模	占比
发放贷款	19563	47%	17099	44%
同业资产	3604	9%	5561	14%
证券及金融资产投资	12137	29%	11653	30%
其他	6654.38	16%	2488.74	6%
<b>总资产合计</b>	<b>41959.24</b>	<b>100%</b>	<b>36801.25</b>	<b>94%</b>
负债：				
吸收存款	27240	69%	24197	70%
同业负债	8298	21%	7921	23%
发行债券	857	2%	686	2%
<b>总负债合计</b>	<b>39326.39</b>	<b>100%</b>	<b>34728.98</b>	<b>100%</b>
<b>净利差</b>	<b>2.27</b>		<b>2.26</b>	

**债券投资明细项及变动（资金单位：亿元）**

交易性金融资产	2014年报	2014半年报	2013年报
企业债券	153	218	188
金融债券	9	14	13
政策性银行债券	2	7	8
地方政府债券	0	0	0
国债	1	1	0
同业存单	43	4	0
非银行金融机构借款	81	80	76
其他	40	39	0
<b>合计</b>	<b>328</b>	<b>361</b>	<b>286</b>
可供出售金融资产	2014年报	2014半年报	2013年报
企业债券	503	523	548
政策性银行债券	736	642	483
国债	496	220	234
其他金融债券	159	150	140
地方政府债券	253	152	140
中央银行票据	0	8	11
同业存单	51	23	0
其他	10	50	50
<b>合计</b>	<b>2223</b>	<b>1768</b>	<b>1606</b>
持有至到期投资	2014年报	2014半年报	2013年报
国债	622	698	751
政策性银行债券	322	378	359
地方政府债券	147	181	173
企业债券	109	113	132
金融债券	17	17	26
同业存单	0	0	22
央票	0	0	0
<b>合计</b>	<b>1217</b>	<b>1387</b>	<b>1463</b>
应收款项类投资	2014年报	2014半年报	2013年报
金融债券	149	135	113
企业债券	222	114	63
国债	2	2	4
资产支持债券	75	28	0
央票	1	0	0
购买他行理财产品	1459	508	249
资金信托计划及资产管	6545	5021	4352
其他	355	272	394
<b>合计</b>	<b>8369</b>	<b>6080</b>	<b>5175</b>

**2014 年报持有金融债券情况汇总（资金单位：亿元）**

	2014年报	2014半年报	2013年报
企业债券	986	967	931
金融债券	334	315	293
政策性银行债券	1060	1028	851
地方政府债券	400	333	313
国债	1122	922	989
央票	1	8	11
同业存单	94	27	22
<b>合计</b>	<b>3997</b>	<b>3599</b>	<b>3409</b>

**浦发银行**

截止 2014 年底，总资产为 4.2 万亿，同比增长 14%。其中，贷款规模 1.97 万亿，占比 47%，同业资产 3604 亿，占比 9%；证券及其他金融资产投资 1.25 万亿，占比 24.3%，其中债券投资为 3997 亿。

**■ 债券投资分析**

**债券投资规模 2014 下半年迅速增长。**债券投资规模从 2013H2 到 2014H2 分别为 3409 亿、3599 亿和 3997 亿，占总资产比从 9% 提高到 10%，债券投资同比增速为 17%，快于总资产和贷款的增速 14%。

**以政策性银行债、国债和企业债投资为主。**政策性银行债、国债和企业债占比分别为 27%、28%、25%，2014 下半年交易账户占比上升，大幅增持政策性银行债和国债，小幅减持企业债。

**表外资产入表导致非标投资大幅上升。**2013H2 至 2014H2，在 107 号文和 143 号文严格监管下，表外资产被规范入表，应收款项类投资下的非标（理财产品、资金信托计划、资产管理计划及其他）规模增长至 5175 亿、6080 亿和 8369 亿，2014H2 较上年末大幅上升 61%，远远超过资产和贷款同比增速 13%。

**配置账户规模、占比双降，交易持仓增长。**2013H2 至 2014H2，配置需求（持有至到期投资）规模为 1463 亿、1387 亿和 1217 亿，占比 43%、39%和 30%，规模和占比呈现双双收缩趋势。交易目的持仓（交易+可供出售）占比增加，债券投资损益对当期利润和资本公积的影响上升。

**从负债结构看，存款占比 69%，存款占比较其中企业存款占比 80%，个人存款仅占比 20%，可见企业的主动存款和贷款派生存款已成为主要资金来源。**同业负债融资占比 21%，较上年末小幅下降。

**不良贷款率大幅上升，资本充足率小幅上升，**2014H1 不良贷款余额 215.85 亿，较上年增加 85.24 亿元，不良贷款率 1.06%，较上年大幅增长 0.32 个百分点，逾期贷款规模 387 亿，逾期贷款率 1.91%，较上年末增长 158 亿。资本充足率为 11.96%，核心资本充足率为 8.66%，较上年末上升 46bps 和 2bps，资产质量风险上升，但资本充足率适中，利于资产平稳扩张。

**银行资产负债结构、成本与收益率（资金单位：亿元）**

	2014年报			2013年报			利率变化
	平均余额	占比	利率	平均余额	占比	利率	
贷款及垫款	6402	46%	6.28%	5442	46%	6.10%	18
存放中央银行款项	1659	12%	1.55%	1513	13%	1.53%	2
同业往来	2958	21%	5.31%	2356	20%	4.65%	66
债券及其他投资	3044	22%	4.85%	2474	21%	4.54%	31
<b>生息资产合计</b>	<b>14063</b>	<b>100%</b>	<b>5.21%</b>	<b>11785</b>	<b>100%</b>	<b>4.89%</b>	<b>32</b>
计息负债：							
客户存款	8653	66%	2.32%	7652	70%	2.14%	18
同业往来	3892	30%	5.05%	2856	26%	4.64%	41
应付债券	460	4%	4.55%	414	4%	4.57%	-2
向中央银行借款	41	0%	3.57%				
<b>计息负债合计</b>	<b>13045</b>	<b>100%</b>	<b>3.22%</b>	<b>10922</b>	<b>100%</b>	<b>2.89%</b>	<b>33</b>

**债券投资明细项及变动（资金单位：亿元）**

交易性金融资产	2014年报	2014半年报	2013年报
政府债券	6	5	5
政策性银行债券	46	29	22
金融机构债券	10	11	8
企业债券	56	110	97
<b>合计</b>	<b>118</b>	<b>155</b>	<b>132</b>
可供出售金融资产	2014年报	2014半年报	2013年报
政府债券	319	248	222
中央银行债券	0	1	1
政策性银行债券	595	570	612
金融机构债券	132	108	53
企业债券	45	63	74
<b>合计</b>	<b>1091</b>	<b>989</b>	<b>962</b>
持有至到期投资	2014年报	2014半年报	2013年报
政府	821	699	685
政策性银行	219	237	249
金融机构	101	82	67
企业	60	62	73
<b>合计</b>	<b>1202</b>	<b>1081</b>	<b>1075</b>
应收款项类投资	2014年报	2014半年报	2013年报
中国政府债券	4	4	6
金融机构债券	124	56	38
政策性银行债券	1	1	0
企业债券	44	46	45
信托受益权	87	140	173
证券公司定向资产管理计划	762	520	219
委托债权投资	41	61	91
商业银行发行的理财产品	0	21	31
<b>合计</b>	<b>1070</b>	<b>850</b>	<b>603</b>

**2014 年报持有金融债券情况汇总（资金单位：亿元）**

	2014年报	2014半年报	2013年报
政府债券	1150	956	918
政策性银行债券	861	837	884
金融机构债券	367	258	166
企业债券	206	281	288
<b>合计</b>	<b>2584</b>	<b>2332</b>	<b>2256</b>

**北京银行**
**■ 概况**

截止 2014 年 12 月，总资产为 1.52 亿，同比增速 14%。其中，贷款规模 6547 亿，占比 43%；同业资产规模为 3073 亿，占比 23%；证券及其他金融资产投资规模为 3490 亿，占比 26%，其中，纯债投资规模为 2584 亿。

**■ 债券投资分析**

债券投资总规模稳定，同比增速高于同业。债券投资规模从 2013H2 到 2014H2 分别为 2256 亿、2332 亿、2584 亿，占总资产比稳定在 17%。债券资产增速 14.5%，和总资产增速 14% 以及贷款增速 15% 相近，快于同业增速 3%。债券投资平均收益率为 5.21%，低于同业的 5.42%。

以国债和政策性金融债为主，金融债和企业债较少。政府债和政策性金融债规模为 1150 亿和 861 亿，分别占债券投资比为 44% 和 33%，由于其风险较小是本行主要的债券投资方向，政府债券规模不断增大，政策性金融债较 2013 年末小幅减持。金融机构债券虽占比较小 14%，但由于其较高的收益率亦逐渐受到本行的青睐，在债券投资的占比正逐步提升。

应收款项类投资非标为主，大幅增长。应收款项类投资规模为 1070 亿，同比增速 77%，其中非标（信托受益权和资产管理计划）占比 79%，非标在 2014 年大幅扩张，从 2013 年末的 393 亿大幅增至 849 亿。

配置占比保持稳定。2013H2 至 2014H2，配置（持有至到期投资账户）占比分别为 48%、46%、47%，保持稳定，大部分国债是在持有至到期科目下，本行持有国债主要是配置为目的，而政策性金融债由于其流动性较好，市场成交量大，大多数在可供出售科目下，这也反映出国债的配置属性更强，政策性金融债交易属性更强。

从负债来源和资金成本看，负债结构中，存款占比 66%，受存款脱媒的冲击较 2013H2 下降 4 个百分点。同业融资占比上升 4 个百分点至 30%。资金成本方面，存款成本为 2.32%，较年初上行 18bps，同业成本 5.05%，大幅上行 41bps，平均计息负债成本为 3.22%，上行 33bps。

从不良贷款率抬升，不良贷款余额为 56.30 亿元，不良贷款率为 0.86%，逾期贷款规模 89 亿，逾期贷款率 1.359%，整体不良贷款率较低，风险较小。资本充足率为 11.40%，核心资本充足率为 9.83%，较 13 年末分别上行 9bps 和 21bps，资本充足率紧张，不利于风险资产的配置。

**银行资产负债结构、成本与收益率（资金单位：亿元）**

	2014年报			2013年报			利率变化
	平均余额	占比	利率	平均余额	占比	利率	
客户贷款及垫款	105991	57%	5.81%	94575	55%	5.80%	1
债券投资	40480	22%	3.93%	39692	23%	3.74%	19
存放央行	30880	17%	1.57%	28840	17%	1.58%	-1
票据贴现及同业业务	8266	4%	3.24%	9088	5%	2.69%	55
生息资产合计	185617	100%	4.58%	172195	100%	4.45%	13
计息负债：							
吸收存款	146273	87%	2.04%	138432	88%	1.98%	6
发行债券	3978	2%	3.67%	2917	2%	4.03%	-36
同业负债业务	18195	11%	2.35%	16855	11%	2.27%	8
计息负债合计	168446	100%	2.12%	158205	100%	2.05%	7
净利差			2.46%			2.40%	6

**债券投资明细项及变动（资金单位：亿元）**

以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产			
	2014年年报	2014半年报	2013年报
政府及中央银行	26	10	25
政策性银行	299	466	335
公共实体	32	72	23
银行同业及其他金融机构	124	114	55
企业	774	790	870
其他投资	2121	2414	2417
合计	3376	3866	3726
可供出售金融资产			
	2014年年报	2014半年报	2013年报
政府及中央银行	1363	1108	952
政策性银行	3675	3826	3145
公共实体	935	804	704
银行同业及其他金融机构	1628	1443	1383
企业	4048	3989	3700
其他债务工具	118	34	62
权益投资	117	14	16
合计	11883	11218	9961
持有至到期投资			
	2014年年报	2014半年报	2013年报
政府及中央银行	12317	12502	12628
政策性银行	12753	13200	13195
银行及非银行金融机构	167	212	210
其他企业	216	175	90
合计	25664	26088	26122
应收款项类投资			
	2014年年报	2014半年报	2013年报
华融债券	1121	1460	1460
特别国债	850	850	850
其他	1346	1080	934
合计	3317	3390	3245

**2014 年报持有金融债券情况汇总（资金单位：亿元）**

	2014年年报	2014半年报	2013年报
政府及中央银行	13707	13620	13605
政策性银行	16727	17492	16675
公共实体	967	876	727
银行同业及其他金融机构	1919	1769	1647
企业	5038.26	4953.85	4659.41
合计	38358	38710	37314

**工商银行**
**■ 概况**

截止 2014 年 12 月，总资产为 20.60 万亿，其中贷款规模 11.26 万亿，占比 54%；证券及其他金融资产投资 4.43 万亿，占比 22%，其中纯债券投资规模 3.8 万亿；同业资产规模为 1.25 万亿，占比 6.07%。

**■ 债券投资分析**

**最大的债券配置银行，但新增需求放缓。**债券投资规模从 2013H2 到 2014H2 分别为 37314 亿、38710 亿和 38358 亿，占总资产比例约 19%。债券投资同比增速持续回落，2014H2 仅为 3%，慢于总资产增速 9%以及贷款增速 11%，资产再配置呈现向风险资产转移趋势。债券投资平均收益为 3.93%，较 13 年末上行 19bp，高于同业资产的 3.24%。

**国债和政策性金融债为主，持仓比例稳定。**政府和中央银行债持仓规模为 13707 亿，占比 35.7%，较上年末的 36.4%小幅下降，政策性金融债持仓规模为 16727 亿，占比 43%，较上年末小幅下降 1 个百分点。企业债持仓规模有所增加。

**配置占比下降，可供出售项占比提高。**配置账户（持有至到期）占比 67%，较上年末下降 3 个百分点，持有到期科目可以避免市场波动对损益表和资产负债表的影响，但占比呈下降趋势，体现主动投资的特征加强。可供出售资产项占比上升 3 个百分点至 31%，在主动交易投资科目下，银行对套息价值更高的政策性金融债和企业债偏好更高。

**零非标投资。**工行应收款项类投资下均为债券，买入返售项下为证券、票据、贷款，均没有非标资产，在监管约束下，资产扩张相对谨慎。

**从负债来源和资金成本看，**负债结构中，存款占比 87%，较 2013 年末下降 1 个百分点，其中公司存款占比 49%，居民存款占比 51%，资金成本较低，未来将受到存款脱媒化和吸存成本上行的冲击；同业融资占比 11%。负债成本方面，吸收存款成本为 2.04%，较 13 年同期上行 6bps；同业负债成本为 2.35%，上行 8bps，平均付息负债成本为 2.12%，较 2013H1 上行 7bps。

**资本较为充足，不良率抬升。**2014 年不良贷款 922 亿元，较上年增长 190 亿元，不良贷款率为 1.13%，上行 14bps，逾期贷款 2106 亿，逾期贷款率 1.91%，较年初上涨 769 亿和 56bp。资本充足率为 14.29%，一级资本充足率为 11.49%，较 13 年末分别上行 98ps 和 87bps，资本较为充裕，资产再配置仍将向风险资产转换。



**银行资产负债结构、成本与收益率（资金单位：亿元）**

单位：百万	2014年年报				2013年半年报			
	平均余额	占比	利率	利率变化	平均余额	占比	利率	利率变化
发放贷款及垫款	20744	53%	6.31%		18272	55%	6.18%	13
债券投资	3474	9%	4.03%		3667	11%	3.75%	28
存放中央银行款项	5066	13%	1.49%		4666	14%	1.50%	-1
存放同业及拆出资金款项	2761	7%	3.56%		3098	9%	3.97%	-41
买入返售款项	2315	6%	5.27%		2230	7%	5.02%	25
应收款项类投资	5078	13%	6.12%		1066	3%	5.72%	40
<b>生息资产合计</b>	<b>39438</b>	<b>100%</b>	<b>5.21%</b>		<b>32999</b>	<b>100%</b>	<b>4.95%</b>	<b>26</b>
吸收存款	27666	75%	2.43%		24692	81%	2.20%	23
同业及其他金融机构存拆入款	7737	21%	4.93%		5011	16%	4.11%	82
卖出回购款项	233	1%	3.60%		103	0%	4.53%	-93
债券凭证及其他	1016	3%	4.55%		595	2%	3.96%	59
<b>计息负债合计</b>	<b>36652</b>	<b>100%</b>	<b>3.02%</b>		<b>30402</b>	<b>100%</b>	<b>2.55%</b>	<b>47</b>
<b>净利息</b>			<b>2.19%</b>				<b>2.40%</b>	

**债券投资明细项及变动（资金单位：亿元）**

交易性金融资产	2014年年报	2014年半年报	2013年年报
政府	10	1	51
政策性银行	14	17	3
银行及非银行金融机构	22	97	22
企业实体	34	85	34
<b>合计</b>	<b>127</b>	<b>200</b>	<b>110</b>
可供出售金融资产	2014年年报	2014年半年报	2013年年报
政府	327	427	386
人民银行	0	0	0
政策性银行	258	266	267
银行及非银行金融机构	544	563	521
企业实体	524	497	549
<b>合计</b>	<b>1595</b>	<b>1753</b>	<b>1723</b>
持有至到期投资	2014年年报	2014年半年报	2013年年报
政府	450	400	401
人民银行	0	0	0
政策性银行	172	184	203
银行及非银行金融机构	845	673	615
企业实体	312	331	330
<b>合计</b>	<b>1779</b>	<b>1588</b>	<b>1549</b>
应收款项类投资	2014年年报	2014年半年报	2013年年报
资金信托计划	1085	1196	970
证券定向资产管理计划	4520	3506	1150
金融机构理财产品	789	908	656
企业债券	132	10	208
其他	5	18	18
<b>合计</b>	<b>6531</b>	<b>5638</b>	<b>3002</b>

**2014 年年报持有金融债券情况汇总（资金单位：亿元）**

	2014年年报	2014年半年报	2013年年报
政府债券	787	827	838
央行债券	14	17	3
政策性金融债	452	547	492
同业和金融机构债券	1422	1321	1170
企业债券	968	839	1087
<b>合计</b>	<b>3643</b>	<b>3551</b>	<b>3590</b>

**中信银行**
**■ 概况**

截止 2014 年底，总资产为 4.13 万亿，其中贷款规模 2.13 万亿，占比 52%；证券及其他金融资产投资 1.06 万亿，占比 26%，其中债券投资为 3643 亿；同业资产 2979 亿，占比 7%。

**■ 债券投资分析**

**债券投资规模占资产比例收缩。**纯债投资从 2013H2 到 2014H2 分别为 3590 亿、3551 亿和 3643 亿，环比规模小幅上升，但是占总资产比从 9.9%降至 8.9%，呈下降收缩趋势。债券投资同比增速 1.5%，慢于总资产增速 14%和贷款增速 12%。债券投资平均收益提高 28bp，为 4.03%，高于存放同业收益。

**以银行机构和企业债投资为主，2014 年减持企业债，增持金融机构债。**在持有的存量债券中，银行和非银金融机构债 1422 亿，占比 39%，企业债 968 亿，占比 27%，投资偏好高票息债券。2014 上半年主要减持了应收款项下的企业债投资，对国债和政策性金融债需求也有所下降。

**配置性账户持仓增加。**持有至到期投资规模为 1779 亿元，占债券投资比中从 2013 年底的 43%升至 2014 年底的 49%，配置需求有所增加。主要大幅增持银行和非银机构债配置，交易账户小幅减持国债。

**非标入表导致应收款项下非标资产大幅上升，买返项下锐减。**应收款项下的非标规模从 2013H2 到 2014H2 分别为 3002 亿、5638 亿和 6531 亿，规模增长迅速，应收款项下非标膨胀的原因是：①买返项下非标转计入应收款项投资项下；②同业理财监管导致非标入表；③监管限制政策出台前，非标突击扩张。

**从负债来源和资金成本看，**负债结构中，存款占比 75%，其中企业存款占比 81%，居民存款占比 19%，存款来源比重呈下降趋势，较 2013 年末回落 6 个百分点，而市场化融资占比上升，同业融资比例上升 5 个百分点到 21%。成本方面，吸收存款成本为 2.43%，较 2013 同期上行 23bp，同业负债成本为 4.93%，上行 82bp，平均付息负债成本为 3.02%，较 2013H1 大幅上行 47bps。

**从不良贷款率和资本充足率来看，**不良贷款余额为 284.54 亿元，不良贷款率为 1.30%，较 2013 年末上升 85 亿和 27bps，逾期贷款规模 759.4 亿，逾期贷款率 3.47%，较上年末增加 404 亿和 164bp，不良贷款风险较大。资本充足率为 12.33%，较上年末上行 9bps，一级资本充足率 8.99%，上行 21bp。整体而言，资产质量承压，资本充足率偏紧，外延扩张将受限。

**银行资产负债结构、成本与收益率（资金单位：亿元）**

	2014年报			2013年报			利率变化
	平均余额	占比	利率	平均余额	占比	利率	
客户贷款及垫款（不含贴现）	91115	58%	5.85%	81042	57%	5.79%	6
债券投资	32044	20%	4.03%	29295	21%	3.74%	29
存放央行	25279	16%	1.55%	24179	17%	1.55%	0
票据贴现及同业业务	2477	2%	4.99%	1220	1%	4.22%	77
<b>生息资产合计</b>	<b>156430</b>	<b>100%</b>	<b>4.72%</b>	<b>142203</b>	<b>100%</b>	<b>4.54%</b>	<b>18</b>
计息负债：							
吸收存款	123547	86%	1.92%	116907	90%	1.89%	3
发行债券	14732	10%	3.26%	8559	7%	2.45%	81
同业负债	157	0%	2.86%	296	0%	3.70%	-84
<b>计息负债合计</b>	<b>143067</b>	<b>100%</b>	<b>2.11%</b>	<b>129924</b>	<b>100%</b>	<b>1.98%</b>	<b>13</b>
<b>净利差</b>			<b>2.61%</b>			<b>2.56%</b>	<b>5</b>

**债券投资明细项及变动（资金单位：亿元）**

以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	2014年年报	2014半年报	2013年报
政府	72	7	18
央行	0	0	0
政策性银行	50	11	34
银行及非银行金融机构	101	55	183
其他企业	728	82	555
权益工具和基金	45	51	65
其他债务工具	2317	3,034	2,786
<b>合计</b>	<b>3312</b>	<b>3241</b>	<b>3641</b>
可供出售金融资产	2014年年报	2014半年报	2013年报
政府	2193	1547	1578
中央银行	128	82	97
政策性银行	1526	1220	1071
银行及非银行金融机构	3100	2672	2361
公共机构	0	0	1
其他企业	2155	2082	2359
<b>合计</b>	<b>9101</b>	<b>7604</b>	<b>7466</b>
持有至到期投资	2014年年报	2014半年报	2013年报
政府	9578	8973	8659
中央银行	1754	1807	1882
政策性银行	3795	3704	3354
银行及非银行金融机构	6251	6109	5577
其他企业	1646	1658	1578
<b>合计</b>	<b>22987</b>	<b>22251</b>	<b>21051</b>
应收款项类投资	2014年年报	2014半年报	2013年报
政府债券	500	500	500
银行及非银行金融	867	850	852
中国信达资产管理股	0	189	189
其他企业	350	390	365
<b>合计</b>	<b>1708</b>	<b>1929</b>	<b>1905</b>

**2014 年报持有金融债券情况汇总（资金单位：亿元）**

	2014年报	2014半年报	2013年报
政府债券	12342	11028	10755
央行债券	1882	1889	1979
政策性金融债	5371	4935	4459
同业和金融机构债券	10319	9687	8973
其他企业	4879	4213	4857
<b>合计</b>	<b>34793</b>	<b>31751</b>	<b>31022</b>

**建设银行**
**■ 概况**

截止 2014 年末，总资产为 16.7 万亿，其中贷款规模 9.4 万亿，占比 57%；证券及其他金融资产投资 3.7 万亿，占比 22%，其中债券投资规模 3.48 万亿，占总资产比 21%；此外，同业资产 7887 亿，占比 5%。

**■ 债券投资分析**

**第二大债券投资银行，债券投资加速，同业资产收缩。**2014 年末债券投资规模为 3.48 万亿，是第二大债券投资银行，从 2013 下半年起债券投资增速维持在 20% 左右高位，显著高于总资产增速 9% 和贷款增速 10%；而同业资产则呈现明显收缩趋势，大行资金出意愿下降，流动性管理需求上升。

**债券投资规模平稳上升。**债券投资规模从 2013H2 到 2014H2 分别为 34146 亿、35114 亿和 37278 亿，占总资产比在 20% 附近，基本稳定。债券投资平均收益为 4.03%，比 2013 年末上行 29bp，低于同业和贷款收益率。

**以国债、银行及非银行金融机构为主，政策性银行和企业债较少。**2014 年末本行持有国债、银行及非银行金融机构、政策性银行、企业债规模为 1.2 万亿、1.03 亿、5371 亿和 4879 亿，占比分别为 35%、30%、15%、14%。2014 年本行显著增持了银行和国债和非银金融机构债。

**应收款项类投资和买入返售项下均无非标。**应收款项类投资下均为债券，买返下为债券和票据，均无非标。

**债券投资以配置需求为主，交易账户占比小幅上升。**持有至到期投资占债券投资之比从小幅下降 2 个百分点到 66%，以配置需求为主，投资收益不易受到市场波动的影响，此外交易账户持仓比例小幅上升，以其他债务工具的增加为主。

**从负债来源和资金成本看，**负债结构中，存款占比 86%，是最稳定负债来源，其中企业存款占比 68%，居民存款占比 32%。成本方面，吸收存款成本为 1.92%，较 2013 年末上行 3bps，同业负债成本为 2.86%，下行 84bps，平均付息负债成本为 2.11%，较 2013 年末上行 13bps。

**从不良贷款率和资本充足率来看，**不良贷款为 1131 亿元，不良贷款率为 1.19%，较 2013 年末上升 297 亿和 0.2 个百分点，逾期贷款 1332 亿，逾期贷款率 1.41%，较 2013 年末增加 465 亿和 40bps。资本充足率为 14.71%，较上年末上行 83bps，核心资本充足率 12.09%，上行 95bps。资产质量下滑，但资本实力仍增强，风险资产将维持平稳均衡扩张。



**银行资产负债结构、成本与收益率（资金单位：亿元）**

单位：百万	2014年年报			2013年年报			
	平均余额	占比	利率	平均余额	占比	利率	利率变化
发放贷款及垫款	12686	50%	6.30%	11288	48%	6.26%	4
债券投资	5659	22%	5.21%	5487	23%	4.98%	23
存放中央银行款项	3341	13%	1.51%	3048	13%	1.49%	2
存放同业及拆出资金款项	3601	14%	5.42%	3726	16%	4.72%	70
<b>生息资产合计</b>	<b>25288</b>	<b>100%</b>	<b>5.30%</b>	<b>23549</b>	<b>100%</b>	<b>5.10%</b>	<b>20</b>
吸收存款	16844	72%	2.73%	14980	68%	2.51%	22
同业负债	5915	25%	4.60%	6554	30%	4.50%	10
发行债券	566	2%	4.54%	478	2%	4.38%	16
<b>计息负债合计</b>	<b>23325</b>	<b>100%</b>	<b>3.24%</b>	<b>22012</b>	<b>100%</b>	<b>3.14%</b>	<b>10</b>
<b>净利差</b>			<b>2.06%</b>			<b>2.04%</b>	

**债券投资明细项及变动（资金单位：亿元）**

交易性金融资产	2014年年报	2014半年报	2013年年报
政府	2	3	4
人行	0	0	0
银行及其他金融机构	5	15	63
其他机构	36	67	55
<b>合计</b>	<b>42</b>	<b>85</b>	<b>123</b>
可供出售金融资产	2014年年报	2014半年报	2013年年报
政府	379	421	365
人行		0	0
银行及其他金融机构	140	115	76
其他机构	844	740	678
<b>合计</b>	<b>1364</b>	<b>1276</b>	<b>1118</b>
持有至到期投资	2014年年报	2014半年报	2013年年报
政府	715	591	539
银行及其他金融机构	205	250	279
其他机构	190	201	244
<b>合计</b>	<b>1111</b>	<b>1042</b>	<b>1062</b>
应收款项类投资	2014年年报	2014半年报	2013年年报
金融机构理财产品	703	926	377
受益权转让计划	2638	2538	2250
<b>合计</b>	<b>3341</b>	<b>3463</b>	<b>2627</b>

**2014 年年报持有金融债券情况汇总（资金单位：亿元）**

	2014年年报	2014半年报	2013年年报
政府	1096	1015	909
人行	0	0	0
银行及其他金融机构	350	380	417
其他机构	1070	1007	977
<b>合计</b>	<b>2517</b>	<b>2403</b>	<b>2303</b>

**光大银行**
**■ 概况**

截止 2014 年 12 月，总资产为 2.7 万亿，其中贷款规模 1.27 万亿，占比 46%，投资证券及其他金融资产 5885 亿，占比 22%，同业资产规模 4597 亿，占比 17%。

**■ 债券投资分析**

**非标入表，同业资产增速继续回升。**2014H2 总资产同比为 13%，其中同业资产整体增速在 2014H1 重启回升态势后持续回升，增速上升至 27%，远高于贷款增速 11%，而投资证券及其他金融资产增长也达到 19%，非标投资和证券投资同步上升。

**债券投资占比稳定，规模小幅上升。**债券投资规模从 2013H2 到 2014H2 分别为 2303 亿、2403 亿和 3006 亿，占总资产比在 10% 附近，基本稳定。债券投资同比增速 30.5%，高于总资产增速和贷款同比增速 13%。

**以企业债为主，国债次之，金融债很少。**本行持有企业债 1070 亿，占债券投资比 42.5%，国债规模 1096 亿，占比 43.5%，金融债较少仅 350 亿，2013H2 至 2014H2 本行持续减持金融债，增持企业债以获得较高收益率，债券投资思路上以票息收入和流动性管理为主要目的。

**应收款项类投资下非标增加。**应收款项类投资从 2013H2 至 2014H2 规模分别为 2627 亿、3463 亿和 3341 亿，2014 上半年非标入表导致应收款项明显回升，但在 127 号限制下，预计未来规模将逐渐缩减。

**债券投资以可供出售账户计量为主，交易需求大于配置需求。**可供出售金融资产占债券投资比为 54%，持有到期投资占比 44%，以配置需求为主的持有到期账户占比下降，交易需求上升，体现一方面银行加大主动债券投资管理，兑现浮盈收益；另一方面，加强流动性管理需求上升。

**从负债来源和资金成本看，**负债结构中，存款占比 72%，其中企业存款占比 76%，居民存款占比 24%，存款来源占比较 2013 年末上升 4 个百分点，稳定负债融资上升，同业融资占比 25%，下降 5 个百分点。资金成本上，吸存利率 2.73%，较 2013 年同期上行 22bp，同业融资成本为 4.60%，小幅上行 16bp，平均付息负债成本为 3.24%，较 2013 年末上行 10bps。

**从不良贷款率和资本充足率来看，**不良贷款余额为 155.25 亿元，不良贷款率为 1.19%，较 2013 年末上升 33bps，逾期贷款 451 亿，逾期贷款率 3.55%。资本充足率为 12.24%，较年初上行 93bps，一级资本充足率 9.95%，上行 32bps，逾期贷款上升较快，但资本充足，风险资产扩张将保持平稳。

**银行资产负债结构、成本与收益率（资金单位：亿元）**

	2014年报			2013年报			利率变化
	平均余额	占比	利率	平均余额	占比	利率	
公司及个人贷款和垫款	14328	37%	6.52%	13381	38%	6.17%	35
票据贴现	308	1%	6.43%	261	1%	6.01%	42
投资	8300	22%	6.01%	5816	17%	5.97%	4
存放中央银行款项	4140	11%	1.50%	3903	11%	1.49%	1
存放和拆放同业	11209	29%	6.10%	11584	33%	5.47%	63
<b>生息资产合计</b>	<b>38584</b>	<b>100%</b>	<b>5.69%</b>	<b>35158</b>	<b>100%</b>	<b>5.39%</b>	<b>30</b>
计息负债：							
吸收存款	21439	60%	2.43%	7652	70%	2.14%	29
同业存放和拆入款项	13247	37%	5.00%	2856	26%	4.64%	36
向中央银行借款	60	0%	3.50%	-	-	-	-
应付债券	1094	3%	4.69%	414	4%	4.57%	12
<b>计息负债合计</b>	<b>35840</b>	<b>100%</b>	<b>3.45%</b>	<b>10922</b>	<b>100%</b>	<b>2.89%</b>	<b>56</b>
<b>净利差</b>			<b>2.23%</b>			<b>2.00%</b>	<b>23</b>

**债券投资明细项及变动（资金单位：亿元）**

交易性金融资产	2014年报	2014半年报	2013年报
政府债券	14	5	2
中央银行票据和政策性金融债券	121	43	46
金融机构债券	2	0	0
公司债券	246	192	375
同业存单	3	4	0
集合信托计划	0	4	0
货币基金	43	1	0
<b>合计</b>	<b>431</b>	<b>249</b>	<b>423</b>
可供出售金融资产	2014年报	2014半年报	2013年报
政府债券	969	666	492
中央银行票据和政策性金融债券	329	460	501
公司债券	1088	58	57
同业存单	137	1058	797
<b>合计</b>	<b>2523</b>	<b>2242</b>	<b>1847</b>
持有至到期投资	2014年报	2014半年报	2013年报
政府债券	1699	1272	891
中央银行票据和政策性金融债券	12	12	14
金融机构债券	24	25	21
公司债券	244	241	241
同业存单	0	0	10
<b>合计</b>	<b>1979</b>	<b>1550</b>	<b>1178</b>
应收款项类投资	2014年报	2014半年报	2013年报
政府债券	4	4	5
金融机构债券	89	83	87
公司债券	188	158	177
理财产品	154	30	59
资金信托计划及其他	6632	3180	2971
<b>合计</b>	<b>7067</b>	<b>3456</b>	<b>3300</b>

**2014 年报持有金融债券情况汇总（资金单位：亿元）**

	2014年报	2014半年报	2013年报
政府债券	2687	1947	1390
央票和政策性金融债券	462	515	560
金融机构债券	115	109	108
公司债券	1766	648	851
同业存单	141	1062	808
<b>合计</b>	<b>5171</b>	<b>4281</b>	<b>3717</b>

**兴业银行**
**■ 概况**

截止 2014 年 12 月，总资产为 4.41 万亿，其中贷款规模 1.55 万亿，占比 35%，同业资产规模为 8647 亿，占比 20%，其中买入返售金融资产 7127 亿，占最大比重。此外，证券投资和其他金融资产 1.36 万亿，占比 31%。

**■ 债券投资分析**

**债券投资比例稳步提升。**债券投资规模从 2013H2 到 2014H2 分别为 3717 亿、4281 亿和 5171 亿，占总资产比分别为 10%、11%和 12%。债券投资同比增速 39%，快于总资产同比增速 20%和贷款增速 17%，债券投资平均收益为 6.01%，低于同业收益率 6.10%。

**以国债为主，公司债次之，大量减持同业存单。**国债规模为 2687 亿，占比分别为 52%。2014 全年大幅增持了流动性较好的国债和高票息企业债，明显减持央票、政策性金融债和同业存单，拉长久期，增加高收益券种配置，其中国债同比增速高达 93%，公司债同比增速达到 107%。

**持有至到期金融资产增长，显示配置需求上升。**2013H2 至 2014H2 持有至到期投资占债券投资之比分别为 32%、3%、38%，呈上升趋势。持有至到期下最主要为国债、地方债等政府债券，占到持有到期至资产的 86%。

**应收款项投资项下的非标投资显著扩张。**2013H2 至 2014H1 应收款项规模为 3300 亿、3456 亿和 7067 亿，应收款项类投资的大幅扩张以非标为主，2014 年资金信托及其他规模为 6632 亿，占比 94%，在非标入表影响下同比增速高达 123%。

**从负债来源和资金成本看，**负债结构中，存款占比 60%，受存款脱媒冲击占比呈下降趋势，较 2013 年末下降 10 个百分点，其中公司存款占比 84%，个人存款占比 16%；市场化融资占比上升，同业融资占比 37%。负债成本方面，吸收存款成本为 2.43%，较 2013 年同期上行 29bps，同业负债成本为 5.00%，上行 36bps，平均付息负债成本为 3.45%，较 2013H1 上行 56bps。

**不良贷款上升，核心资本充足率下降。**2014H1 不良贷款余额为 175.44 亿元，不良贷款率为 1.10%，较 2013 年末上升 34bps，逾期贷款规模 358.31 亿，逾期贷款率 2.313%。资本充足率为 12.19%，较上年末上行 27bps，一级资本充足率 8.70%，下行 51bps，核心资本充足率紧张，不利于风险资产的扩张。

**银行资产负债结构、成本与收益率（资金单位：亿元）**
**招商银行**

	2014年年报			2013年年报			利率变化
	平均余额	占比	利率	平均余额	占比	利率	
客户贷款及垫款（不含贴现）	24006	54%	6.07%	20921	60%	6.10%	-3
债券投资	8734	20%	4.32%	5427	15%	3.98%	34
存放央行	5630	13%	1.48%	4725	13%	1.54%	-6
票据贴现及同业业务	6036	14%	5.14%	4000	11%	4.24%	90
<b>生息资产合计</b>	<b>44407</b>	<b>100%</b>	<b>5.02%</b>	<b>35072</b>	<b>100%</b>	<b>4.95%</b>	<b>7</b>
计息负债：							
吸收存款	30566	74%	2.10%	25830	80%	1.88%	22
发行债券	924	2%	4.24%	704	2%	3.92%	32
同业负债	9605	23%	4.44%	5826	18%	4.66%	-22
央行借款	40	0%	3.55%				
<b>计息负债合计</b>	<b>41135</b>	<b>100%</b>	<b>2.69%</b>	<b>32360</b>	<b>100%</b>	<b>2.30%</b>	<b>39</b>
<b>净利差</b>			<b>2.33%</b>			<b>2.65%</b>	<b>-32</b>

**债券投资明细项及变动（资金单位：亿元）**

交易性金融资产	2014年年报	2014半年报	2013年年报
中国政府债券	54	29	31
政策性银行债券	5	44	3
商业银行及其他金融机构债券	121	77	57
其他债券	150	135	25
<b>合计</b>	<b>330</b>	<b>312</b>	<b>146</b>
可供出售金融资产	2014年年报	2014半年报	2013年年报
中国政府债券	773	599	498
中国人民银行债券	1	1	2
政策性银行债券	223	253	279
商业银行及其他金融机构债券	1031	1048	1057
其他债券	738	761	1051
股权投资	22	15	15
基金投资	3	2	1
<b>合计</b>	<b>2791</b>	<b>2681</b>	<b>2904</b>
持有至到期投资	2014年年报	2014半年报	2013年年报
中国政府债券	1099	985	905
中国人民银行债券	0	0	0
政策性银行债券	219	216	181
商业银行及其他金融机构债券	1208	1090	920
其他债券	70	86	84
<b>合计</b>	<b>2595</b>	<b>2378</b>	<b>2090</b>
应收款项类投资	2014年年报	2014半年报	2013年年报
中国政府债券	6	6	8
商业银行及其他金融机构债券	212	110	101
其他债券	213	191	125
保险资产管理计划	563	1362	407
信托受益权及其他	3093	3019	1715
<b>合计</b>	<b>4088</b>	<b>4687</b>	<b>2355</b>

**2014 半年报持有金融债券情况汇总（资金单位：亿元）**

	2014年年报	2014半年报	2013年年报	2013半年报
政府债券	1931	1620	1443	1129
央行债券	1	1	2	81
政策性金融债	447	514	463	570
同业和金融机构债券	2572	2325	2135	2194
其他债券	1172	1173	1284	1420
<b>合计</b>	<b>6123</b>	<b>5633</b>	<b>5328</b>	<b>5395</b>

**概况**

截止 2014 年底，总资产为 47318.29 亿，同比增长 18%，其中贷款规模 25139 亿，占比 53%，投资证券及其他金融资产 9804 亿，占比 21%，拆出资金及买入返售金融资产 4690 亿，占比 10%。

**债券投资分析**

**债券投资总量占比稳定。**债券投资规模从 2013H2 到 2014H2 分别为 5328 亿、5633 亿和 6123 亿，规模变化不大，占总资产之比分别为 13%、11%、13%，占比稳定，债券投资同比增幅为 15%。

以商业银行和其他机构债为主，国债次之，2014 下半年增持国债。本行持有金融机构债券规模 2572 亿元，占比 42%，同比大幅增加 20%。国债规模为 1931 亿，占比 32%，同比增速高达 34%。由于国债流动性高、资本占用为 0 且免税，本行从 2013H1 至 2014H1 本行持续减持金融债和其他债券，增持国债。

**应收款项下非标为主。**2014H2 应收款项类投资规模为 4088 亿，同比增速为 74%，主要受同业理财监管的影响，非标入表导致非标（保险资产管理计划+信托受益等）大幅扩张，非标占应收款项之比达 89%。

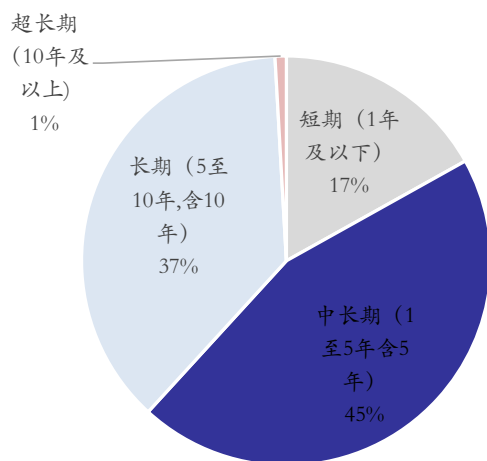
**大幅增持交易性金融资产和持有至到期投资。**债券投资中，交易性金融资产净额较 2013 年大幅增加，上半年增速较快，下半年增速大幅放缓，持有至到期投资较年中增加 217 亿，同比 2013 年增幅 9%，中长期持有的战略配置增加。可供出售下降 223 亿，但下半年有所回升。

**从负债来源和资金成本看，**负债结构中，存款占比 74%，是最稳定负债来源，其中公司存款占比 68%，零售存款占比 32%，定期与活期各占比 50%。存款受脱媒影响呈下降趋势，而市场化融资占比上升，同业融资占比 23%。成本方面，吸收存款成本为 2.10%，较 2013 年末大幅上 22bp，同业负债成本为 4.44%，较 2013 年末下行 22bps，平均总付息负债成本为 2.69%，较 2013H1 上行 39bp，导致净息差为 2.33，缩窄 32bps。

**不良贷款率上行，资本充裕。**不良贷款余额为 279.17 亿元，不良贷款率为 1.11%，相对上年末增加 28bp，逾期贷款占比 2.10%，较上年末上升 59bps。资本充足率为 11.93%，较年初上行 79bp，一级资本充足率 10.00%，上行 73bp，不良贷款率和逾期率都有所上升，但资本充裕。

**银行资产负债结构、成本与收益率（资金单位：亿元）**

	2014年报			2013年报			利率变化
	平均余额	占比	利率	平均余额	占比	利率	
发放贷款及垫款	75858	79%	5.84%	67989	86%	5.85%	-1
存放央行和同业	11929	12%	3.06%	5265	7%	2.26%	80
拆出资金	495	1%	3.58%	804	1%	3.89%	-31
买入返售和其他	5545	6%	3.95%	2978	4%	4.22%	-27
投资债券	2179	2%	2.66%	2006	3%	2.45%	21
<b>生息资产合计</b>	<b>96007</b>	<b>100%</b>	<b>5.30%</b>	<b>79042</b>	<b>100%</b>	<b>5.44%</b>	<b>-14</b>
同业及其他金融机构存放款项	11018	13%	3.50%	4568	6%	2.39%	111
向政府和其他金融机构借款	4577	5%	2.70%	4337	6%	2.79%	-9
发行债券和次级债券	61912	71%	4.33%	55948	78%	4.07%	26
吸收存款	9701	11%	1.03%	6847	9%	1.00%	3
其他	566	1%	2.90%	432	1%	2.36%	54
<b>计息负债合计</b>	<b>87773</b>	<b>100%</b>	<b>3.77%</b>	<b>72133</b>	<b>100%</b>	<b>3.59%</b>	<b>18</b>
<b>净利差</b>			<b>1.86%</b>			<b>2.17%</b>	<b>-31</b>

**2014 发行人民币债券结构**

**金融资产持有结构（资金单位：亿元）**

	2014年	2013年	2012年
可供出售金融资产	1383	1262	1034
持有至到期投资	23	54	37
应收账款投资	107	46	73
合计	1514	1362	1144

**国家开发银行**
**■ 概况**

2014 年总资产 10.317 万亿元，是规模第 5 大银行。总资产增速同比上升 26%，其中贷款规模 7941 亿元，占比 77%，证券类投资规模为 2179 亿，占比 2%。生息资产收益率 5.3%，明显高于其他工、农、中、建四大行，净利差为 1.86%，较 2013 年收窄 31bp。

**■ 贷款**

截至 2014 年末，本行本外币贷款余额人民币 7.94 万亿元。同比增速 11%，占比 77%，较 2013 年下降 10 个百分点。本行根据国家发展战略，贷款重点投放于支持棚户区改造，推动铁路、公路及水电气管网等领域，水利、电力等重点领域重大工程建设。全年发放城镇化贷款 1.11 万亿元，占当年人民币贷款发放的 60%。其中发放棚改贷款 4086 亿，占城镇化贷款 37%。贷款的平均收益率为 5.84%，较上年小幅下降 1bp。不良贷款率上升 17bp 至 0.65%，上升较多但仍处于相对较低水平。

**■ 负债结构**

负债结构中，2014 年发行债券和次级债券 6.19 万亿，是最重要的资金来源，占比 71%，较 2013 年小幅下降 7 个百分点，负债成本为 4.33%，较 2013 年大幅抬升 26bp。同业负债占比由 6% 上升到 13%，成本大幅上升 111bp 至 3.50%。

**■ 债券发行情况**

全年共发行人民币债券 1.17 万亿元，累计发债突破 10 万亿元。建立一手资金渠道，发行柜台债 67 亿元，拓展交易所发债，上交所发债 180 亿元，发行 25 亿元香港人民币债，同时首发 20 亿元伦敦人民币债，助推人民币国际化进程。从发行人民币债券的期限结构来看，以五至十年的长期和一至五年的中长期为主，分别占比 37% 和 45%。

**■ 证券投资分析**

可供出售金融资产持有国债为主。金融资产 2014 年末余额 1514 亿，增速 11%，慢于总资产增速，和贷款增速相同。以可供出售金融资产为主，持仓细项以国债和准政府为主，持有少量公司债、金融机构债和同业存单。应收账款下均为债券，不持有非标产品。



银行资产负债结构、成本与收益率（资金单位：亿元）

	2014年			2013年			利率变动
	平均余额	占比	利率	平均余额	占比	利率	
贷款及垫款	2235	41%	7.19%	1907	41%	7.17%	2
债券投资	1163	21%	6.05%	1015	22%	5.86%	19
存放央行款项	727	13%	1.59%	637	14%	1.58%	1
存放同业	1325	24%	6.36%	1044	23%	5.98%	38
<b>生息资产合计</b>	<b>5450</b>	<b>100%</b>	<b>6.00%</b>	<b>4604</b>	<b>100%</b>	<b>5.84%</b>	<b>16</b>
计息负债							
吸收存款	3890	78%	2.15%	3320	79%	2.02%	13
同业存放	1051	21%	5.32%	873	21%	4.98%	34
次级债券	48	1%	6.05%	23	1%	5.50%	55
<b>计息负债合计</b>	<b>5010</b>	<b>100%</b>	<b>2.86%</b>	<b>4218</b>	<b>100%</b>	<b>2.65%</b>	<b>21</b>
净利差			3.14%			3.19%	-5
净利息收益率			3.37%			3.41%	-4

债券投资明细项及变动（资金单位：亿元）

可供出售金融资产	2014年	2013年	变动
-国债	53	49	4
-政策性金融债	174	80	94
-同业和其他金融负债	22	3	19
-企业债券	3	0	3
<b>合计</b>	<b>252</b>	<b>130</b>	<b>122</b>
持有至到期投资	2014年	2013年	变动
-国债	128	126	2
-政策性金融债	259	208	51
-同业和其他金融机构	10	11	-1
-企业	9	9	0
<b>合计</b>	<b>406</b>	<b>354</b>	<b>52</b>
应收款项类投资	2014年	2013年	变动
-金融机构理财产品	8.3	3	5
-资产管理计划	601.79	126	475
-债务证券	6	6	0
-信托收益权	246	117	129
<b>合计</b>	<b>861</b>	<b>253</b>	<b>608</b>

2014 年报持有金融债券情况汇总（资金单位：亿元）

	2014年	2013年	变动
-国债	181	175	6
-政策性金融债	433	288	145
-同业和其他金融负债	32	14	18
-企业债券	12	9	3
<b>合计</b>	<b>658</b>	<b>486</b>	<b>172</b>

## 盛京银行

### ■ 概况

本行位于辽宁沈阳市，是东北地区成立最早、规模最大和业绩领先的城商行，总资产和净利润在东北城商行中排名首位。

2014 年总资产 5034 亿元，其中贷款规模 1559 亿元，占比 37%；同业资产 1130 亿，占比 45%；证券及其他金融资产投资 1522 亿，占比 30%，其中债券投资为 658 亿，占比 13%。

### ■ 债券投资分析

**债券投资缩减，非标投资上升。**在证券投资科目中，债券投资（交易+可供出售+持有到期）占比 43%，应收款项投资（非标为主）占比 57%，债券投资规模从 2013 年 486 亿提升至 2014 年 658 亿，而应收账款中的非标投资从 2013 年的 253 亿大幅增长到 2014 年 861 亿，整体证券投资平均收益率为 5.54%，低于同业存放的 6.01% 和贷款资产的 7.96%。

**以国债、金融债投资为主。**2014 年国债持有规模 181 亿，金融债 433 亿，同业和其他金融债等其他债券 32 亿，企业债仅 12 亿较 2013 年分别增加 6 亿、145 亿、18 亿和 3 亿，由于利率债风险权重为 0，而企业债为 100%，且质押率高、流动性好，受银行青睐。

**非标入表，应收款项投资增长迅速。**从 2013-2014 年，应收款项投资规模为 253 亿和 861 亿，占证券投资比从 21.7% 上涨到 56.6%，主要以信托收益权和资产管理计划为主，2014 年全年非标投资增加 240%。

**配置占比小幅下降。**2014 债券牛市背景下，持有至到期投资占比由 2013 年的 73% 下降到 2014 年的 62%，规模增加 52 亿，由 354 亿增加到 406 亿，银行增加交易目标持仓。

**同业资产中没有非标投资。**同业资产规模为 1130 亿，其中存放同业占比 75%，买入返售占比 23%，在买入返售资产细项中，主要以证券和票据为主，不包括非标。

**从负债来源结构和资金成本来看，**负债结构中，存款占比 70%，是最主要稳定资金来源，2014 年下降 6 个百分点。成本方面，吸收存款平均成本 3.32%，同业存放 5.75%，平均付息负债成本 3.89%，较 2013 年大幅上行 56bp，负债端利率中枢上行。

**资本充足，不良垫款率小幅下降。**2014 年资本充足率在 12.65% 较上年提高 1.48 个百分点，比较充足，核心一级充足率为 11.04%，较上年提高 0.97 个百分点，同时不良贷款率小幅下降 0.02 个百分点，利于风险资产的配置。



**银行资产负债结构、成本与收益率（资金单位：亿元）**

	2014年			2013年	
	平均余额	占比	收益率	平均余额	占比
贷款及垫款	484	47%	6.64%	420	51%
债券投资	180	17%	4.54%	80	10%
存放央行款项	160	15%	1.56%	140	17%
存放同业	183	18%	4.98%	168	20%
其他资产	34	3%		22	3%
<b>生息资产合计</b>	<b>1040</b>	<b>100%</b>		<b>830</b>	<b>100%</b>
吸收存款	780	80%	2.99%	667	86%
同业负债	87	9%	4.65%	54	7%
其他负债	109	11%		53	7%
<b>计息负债合计</b>	<b>976</b>	<b>100%</b>		<b>774</b>	<b>100%</b>

**存款结构（资金单位：亿元）**

	2014年			2013年	
	余额	占比	利率	余额	占比
活期存款	185	24%		164	25%
-公司	136	17%	0.65%	120	18%
-个人	49	6%	0.40%	44	7%
定期存款	554	71%		473	71%
-公司	249	32%	3.62%	219	33%
-个人	306	39%	3.70%	254	38%
其他存款	41	5%	2.89%	30	4%
合计	780	100%	2.99%	667	100%

**贷款结构（资金单位：亿元）**

项目	2014年		2013年	
	余额	占比	余额	占比
个人贷款和垫款:	38	8%	23	5%
-经营性贷款	8	2%	8	2%
-消费性贷款	30	6%	15	3%
企业贷款和垫款:	458	92%	408	95%
-贷款	362	73%	331	77%
-贴现	96	19%	76	18%
-贸易融资	1	0%	1	0%
总计	496	100%	431	100%

**江苏无锡农商行**
**■ 概况**

本行是专注于区域性金融领域的现代股份制银行，在无锡市具有较高的社会认同度和市场占有率。2014 年总资产 1040 亿元，其中贷款规模 484 亿元，占比 47%；存放同业款项 183 亿，占比 18%；债券投资 180 亿，占比 17%

**■ 债券投资分析**

**债券投资上升。**2014 年债券投资规模为 180 亿，占总资产比由 2013 年的 10% 大幅上升到 17%，同比增长 125%，远高于贷款增速 15% 和总资产增速 25%，债券投资平均收益率为 4.54%，低于同业存放收益率 4.98% 和贷款收益率 6.64%。

**配置持仓为主，比例稳定。**2014 年配置持仓（持有至到期投资）债券 129 亿，占比 72% 和 2013 年相同，保持稳定。

**从贷款结构来看，企业贷款为主，2014 占比小幅下降。**由于农商行无法跨地经营，地域投资收到一定限制，一般以当地涉农信贷为主。2014 年个人贷款比例较 2013 年的 5% 上升到 8%，提高了 3 个百分点。其中以消费性贷款增加为主。企业贷款中贴现增长较多。

**从负债来源结构和资金成本来看，**负债结构中，存款规模 780 亿，占比 80%，较 2013 年下降 6 个百分点，由于农信社网点较多，一般农商行资金来源相对稳定，资金成本较低。公司和个人存款差异不大，占比分别为 49% 和 45%。随着同业存单发行增多，同业融资和发债融资占比上升。成本方面，吸收存款平均成本 2.99%，同业负债 4.65%。

**从不良贷款率和资本充足率来看，**不良贷款余额为 5.72 亿元，较上年增加 1.48 亿元，不良贷款率为 1.17%，同比上行 15bps，不良资产风险较高。但资本充足率为 13.99%，较上年上升 0.88 个百分点，一级资本充足率为 10.74%，较上年下降 1.31 个百分点。资本较为充足，可增加风险资产的配置。

**银行资产负债结构、成本与收益率（资金单位：亿元）**

	2014年		2013年	
	平均余额	占比	平均余额	占比
贷款及垫款	1807	39%	1568	41%
债券投资	964	21%	1006	27%
存放央行款项	786	17%	654	17%
其他资产	1108	24%	567	15%
<b>总资产</b>	<b>4667</b>	<b>100%</b>	<b>3795</b>	<b>100%</b>
吸收存款	3544	82%	3134	89%
同业存放	420	10%	268	8%
卖出回购	86	2%	31	1%
其他负债	289	7%	113	3%
<b>总负债</b>	<b>4340</b>	<b>100%</b>	<b>3517</b>	<b>100%</b>

**债券投资明细项及变动（资金单位：亿元）**

交易性金融资产	2014年	2013年	2012年
政府	0	2	1
政策性银行	8	10	2
同业和其他金融机构、企业	4	0	0
小计	2	6	2
可供出售金融资产	15	17	5
政府	226	182	55
政策性银行	103	54	13
同业和其他金融机构	42	5	0
企业	84	12	9
小计	454	253	78
持有至到期投资	2014年	2013年	2012年
政府	28	18	41
政策性银行	47	17	73
同业和其他金融机构	7	7	6
企业	3	44	45
合计	86	86	165
应收账款类投资	2014年	2013年	2012年
信托投资及资产管理计划	393	577	335
同业发行的理财产品	14	70	94
合计	407	647	430

**2014年报持有金融债券情况汇总（资金单位：亿元）**

	2014年	2013年	2012年
政府	255	202	97
政策性银行	158	81	88
同业和其他金融机构	53	11	6
企业	89	62	56
合计	554	356	247

**广州农商行**
**■ 概况**

截止 2014 年底，总资产为 4666 亿，其中贷款规模 1807 亿，占比 39%，投资类资产 964 亿，占比 21%，其中债券投资规模为 554 亿，占比 12%；现金及存放中央银行款项为 786 亿，占比 17%。

**■ 债券投资分析**

债券投资规模上升，占总资产比从 13 年的 9% 提升至 12%。债券投资同比增速为 56%，远高于总资产和贷款同比增速 23% 和 39%。

持仓以国债为主，2014 年增持金融债和金融机构债、减持国债。国债和政策性金融债风险较小，农商行一般较为青睐，在资本充足率较高的情况下，银行也会因企业债的高票息而持有一定比例。本行在 2014 年主要增持金融债和金融机构债，减持国债。国债持仓比例由 2014 年的 57% 下降到 46%。

应收款项下非标大幅下降。2014 年应收款项大幅减少 240 亿，其中以信托和资产管理计划为主。同业理财延续继 2013 年后继续下降，规模缩减到仅剩 14 亿。

买入返售增加，非标占比大幅降低。2014 年买入返售规模为 609 亿较 2013 年大幅上升 39%。从细项来看，买入返售项下以票据和债券为主，非标资产（信托投资和资产管理计划）由 119 亿大幅下降到 6 亿，占比由 27% 下降到 0.98%。

配置占比下降，交易账户仓位上升。本行在配置和交易持仓比上表现激进，继 2013 年将交易持仓由 33% 大幅上升到 76% 后，2014 年债券牛市环境下，进一步增加交易持仓达到 85%。

资本充足，不良率抬升，资本充足率为 14.45%，较 13 年上升 9bps，一级核心资本充足率为 11.17%，较 13 年下降 68bps，资金较为充足，利于风险资产的配置。不良贷款余额为 28.69 亿，不良贷款率有所抬升，由 2013 年的 0.90% 上升 0.64 个百分点 1.54%。

## 重庆农商行

银行资产负债结构、成本与收益率（资金单位：亿元）

	2014年			2013年			利率变动
	平均余额	占比	利率	平均余额	占比	利率	
贷款及垫款	2235	41%	7.19%	1907	41%	7.17%	2
债券投资	1163	21%	6.05%	1015	22%	5.86%	19
存放央行款项	727	13%	1.59%	637	14%	1.58%	1
存放同业	1325	24%	6.36%	1044	23%	5.98%	38
生息资产合计	5450	100%	6.00%	4604	100%	5.84%	16
计息负债							
吸收存款	3890	78%	2.15%	3320	79%	2.02%	13
同业存放	1051	21%	5.32%	873	21%	4.98%	34
次级债券	48	1%	6.05%	23	1%	5.50%	55
计息负债合计	5010	100%	2.86%	4218	100%	2.65%	21
净利差			3.14%			3.19%	-5
净利息收益率			3.37%			3.41%	-4

债券投资明细项及变动（资金单位：亿元）

交易性金融资产	2014年	2013年	变动
公司债券	0.2	25	-25
金融机构债	0	0.2	-0.2
合计	252	130	122
可供出售金融资产	2014年	2013年	变动
公司债券	128	49	79
金融机构债	5	11	-6
权益工具	1	1	0
合计	134	52	82
持有至到期投资	2014年	2013年	变动
公共机构及准政府债	265	247	18
公司	239	138	101
政府	75	80	-5
金融机构	53	39	14
合计	632	503	128
应收款项类投资	2014年	2013年	变动
金融机构发行的债券工具	269	265	4
公司债券	145	20	124
公共机构及准政府债	10	8	2
凭证式国债	0	0.5	0
合计	424	294	130

2014 年报持有金融债券情况汇总（资金单位：亿元）

	2014年	2013年	变动
公共机构及准政府债	274	254	20
公司债券	512	232	280
金融机构	53	39	14
国债	75	81	-5
合计	914	605	309

### ■ 概况

2014 年总资产 6188 亿元,其中贷款规模 2335 亿元,占比 38%,投资证券规模 1347 亿元,占比 21.8%,其中债券投资规模为 914 亿,占比 14.8%,同业资产 1589 亿,占比 26%。

### ■ 债券投资分析

2014 年信贷增长放缓,债券投资占比上升。债券投资规模从 2013 年末 605 亿上升到 914 亿,占证券投资比重从 48%大幅上升到 62%,2014 年末债券同比增速为 39%,大幅高于总资产增速 23%和贷款增速 18%。债券投资平均收益率为 6.05%,仅小幅次于同业利率 6.36%和贷款利率 7.19%。

以公司债券和公共机构和准政府债为主,国债和金融机构债券较少。为获得较高收益率,2014 年本行大幅增持了公司债。2014 年债券牛市的环境下,大幅增加了可供出售金融资产的交易持仓。

应收款项类投资以二级资本工具和公司债为主。应收款项类投资的细项下金融机构的债务工具占较大比重,其余均为各类债券,无非标资产。

同业下的非标下降。2014 年买入返售金融资产下的非标占比由 2013 年的 79%下降 9 个百分点到 70%,在同业监管新规下下降较快。

配置占比下降,交易持仓上升。2014 年配置持仓占比由 2013 年的 83%下降到 69%,是 2014 年债市牛市下多数银行采取的增加交易持仓的行为。

从负债来源结构和资金成本来看,负债结构中,2014 年年末存款 3890 亿,占比 78%,其中公司存款 1285 亿,占总存款比 59%。成本方面,吸收存款平均成本 2.15%,同业负债 5.32%,平均付息负债成本 2.86%,较 2013 年年末大幅上行 21bps,负债端利率中枢上行。

资本充足,不良率下降。不良贷款率为 0.78%,同比下行 2bps,逾期贷款率 30.20 亿,逾期贷款率为 1.25%,同下行 2bps,不良资产风险有所下降。资本充足率为 12.25%,年末下降 12bps,核心资本充足率为 10.95%,较上年末上升 58bps,资本较为充足,利于风险资产的配置。

**银行资产负债结构、成本与收益率（资金单位：亿元）**

	2014年			2013年			利率变动
	平均余额	占比	利率	平均余额	占比	利率	
贷款及垫款	2048	49%	6.97%	1844	51%	6.77%	20
债券投资	758	18%	4.86%	602	17%	4.19%	67
存放央行款项	574	14%	1.52%	505	14%	1.52%	0
存放同业	788	19%	5.37%	695	19%	4.42%	95
生息资产合计	4167	100%	5.53%	3647	100%	5.17%	36
计息负债							
吸收存款	2780	73%	2.29%	2417	71%	2.04%	25
同业负债	912	24%	5.16%	896	26%	4.35%	81
发行债券	108	3%	5.26%	3392	100%	5.52%	-26
计息负债合计	3800	100%	3.06%	3392	100%	2.73%	33
净利差			2.47%			2.44%	3
净利息收益率			2.74%			2.63%	11

**债券投资明细项及变动（资金单位：亿元）**

以公允价值变动计入当期损益金融资产			
	2014年	2013年	变动
政府	5.3	3	3
金融机构	18.8	6	13
公司	5	9.2	-3.7
合计	29.6	18	12
可供出售金融资产			
	2014年	2013年	变动
政府	105	70	35
银行及其他金融机构	547	176	371
公司	64	54	10
合计	718	300	418
持有至到期投资			
	2014年	2013年	变动
政府	124	120	3
银行及其他金融机构	116	116	0
公司	60	41	19
合计	300	278	22
应收款项类投资			
	2014年	2013年	变动
政府	1	1	0
银行及其他金融机构理财	77	6	71
合计	78	7	71

**2013 年报持有金融债券情况汇总（资金单位：亿元）**

	2014年	2013年	变动
公司债券	130	104	26
金融机构	759	304	455
国债	235	194	41
合计	1124	602	522

**徽商银行**
**■ 概况**

2014 年总资产 4827 亿元，其中贷款规模 2147 亿元，占比 44%，投资证券规模 1124 亿元，其中大部分为债券投资 1105 亿，占比 22.9% 亿，同业资产 738 亿，占比 15%。

**■ 债券投资分析**

**债券投资大幅增加。**2014 年末本行证券投资规模为 1124 亿，同比增速 86%，其中 1105 亿为债券投资，增速远高于总资产增速 26% 和贷款增速 12%。

**2014 大幅增持金融机构债。**2014 年国债持有规模为 235 亿，较上年小幅增持 41 亿，大幅增持金融机构债，同比增速 150%，金融机构债额低风险高收益受到银行青睐。

**应收款项类非标投资减少。**2014 年应收款项类投资规模为 78 亿，2014 年理财产品大幅增加，主要是非标入表的影响，由 2013 年末的 6 亿大幅增加到 77 亿。

**配置持仓下降，交易持仓上升。**2014 年债券投资中配置持仓由 2013 年的 46% 大幅下降到 27%，交易持仓有所上行。

**从负债来源结构和资金成本来看，**负债结构中，2014 年年末存款 2780 亿，占比 73%，，吸收存款平均成本 2.29%，大幅上升 25bps，同业负债 912 亿，成本 5.16%，较上年大幅提升 81bp，平均付息负债成本 3.06%，较 2013 年年末大幅上行 33bps，负债端利率中枢上行。

**资本充足，不良率抬升。**不良贷款率为 0.83%，同比大幅提升 0.29 个百分点，逾期贷款率 31.35 亿，逾期贷款率为 1.5%，同比大幅提升 0.8 个百分点，不良资产风险大幅提升。但资本充足率为 13.41% 较上年末大幅下降 1.78 个百分点，核心资本充足率为 11.50%，较上年末大幅下降 1.10%，总体资本仍较为充足，利于风险资产的配置。

银行资产负债结构（资金单位：亿元）

	2014年		2013年	
	余额	占比	余额	占比
发放贷款和垫款	1656	35%	1433	36%
存放中央银行款项	615	13%	559	14%
金融同业往来款项	1210	26%	917	23%
投资	1234	26%	1082	27%
<b>盈利资产</b>	<b>4715</b>	<b>100%</b>	<b>3991</b>	<b>100%</b>
吸收存款	2834	63%	2451	61%
同业负债	1471	33%	1104	27%
发行债券	27	1%	43	1%
<b>总负债</b>	<b>4500</b>	<b>100%</b>	<b>4044</b>	<b>100%</b>

证券投资结构及变动（资金单位：亿元）

	2014年	2013年	2012年
交易性金融资产	75	40	54
可供出售金融资产	136	135	113
持有至到期投资	262	214	225
应收账款投资	761	684	440
合计	1234	1072	833

资本充足率和不良贷款率变动

	2014年	2013年	变动
不良贷款率	1.09%	0.72%	37
资本充足率	12.58%	11.01%	157
一级资本充足率	10.62%	8.27%	235

## 天津银行

### ■ 概况

2014 年总资产 4774 亿元,其中贷款规模 1664 亿元,占比 35%; 同业资产 1213 亿,占比 25.4%。证券投资 1234 亿,占比 26%, 其中债券投资规模为 473 亿,占比 10%。

### ■ 债券投资分析

**债券投资规模小幅上升。**在证券投资科目中,债券投资占比从 2013 年的 36%提升到 39%,应收账款类投资占比小幅下降。债券投资规模从 2013 年 421 亿小幅升至至 2013 年 473 亿,同比增速为 12.5%,慢于总资产增速 18%。

**配置规模保持稳定。**2014 年末持有至到期投资规模为 262 亿, 占总的债券投资比重为 55%,近 3 年均保持在 55%附近,配置比例较为稳定。

**资本充足率和不良率均大幅提升。**不良贷款率为 1.09%,同比大幅提升 0.37 个百分点,但资本充足率为 12.58%,较 2013 年末大幅上升 157bp,核心资本充足率为 10.62%,较 2013 年末大幅上升 235bp,资本充足率大幅提升,有利于风险资产的配置。



银行资产负债结构、成本与收益率（资金单位：亿元）

	2014年		2013年	
	余额	占比	余额	占比
发放贷款和垫款	755	41%	655	36%
存放中央银行款项	246	13%	239	14%
金融同业往来款项	169	9%	271	23%
证券投资	462	25%	247	27%
<b>总资产</b>	<b>1862</b>	<b>100%</b>	<b>1633</b>	<b>100%</b>
吸收存款	1130	65%	1077	71%
同业负债	298	17%	215	14%
发行债券	235	14%	146	10%
<b>总负债</b>	<b>1725</b>	<b>100%</b>	<b>1524</b>	<b>100%</b>

债券投资明细项及变动（资金单位：亿元）

交易性金融资产	2014年	2013年	2012年
金融债	0	0	11
企业	4	2	3
小计	4	2	14
可供出售金融资产	2014年	2013年	2012年
政府	0	2	0
金融债	1	4	0
企业债	19	16	13
小计	20	22	13
持有至到期投资	2014年	2013年	2012年
政府	118	117	93
金融债	6	5	4
企业债	17	7	3
其他债务工具	2	0	0
合计	143	129	101
应收账款类投资	2014年	2013年	2012年
理财产品	252	92	
信托类产品	4	3	
合计	289	95	323

2014 年报持有金融债券情况汇总（资金单位：亿元）

	2014年	2013年	2012年
政府	118	119	93
金融债	7	9	15
企业债	39	25	19
合计	165	153	127

## 东莞银行

### ■ 概况

2014 年总资产 1862 亿元，其中贷款规模 755 亿元，占比 41%；证券投资规模 462 亿，占比 25%，其中债券投资规模为 165 亿，占比 9%；同业资产为 169 亿，占比 9%。

### ■ 债券投资分析

**债券投资规模保持稳定。**2014 年末本行债券投资规模为 165 亿元，同比增速为 7.7%，增速远低于资产增速 14%和贷款增速 15%。近两年年占资产比保持在 9%左右，保持稳定。

**以政府债为主，小幅增持企业债。**2014 年本行债券持仓结构仍然以政府债为主，占比 72%，规模 118 亿跟 2013 年 119 亿相差不多。企业债由 2013 年的 92 亿增持到 39 亿。

**应收款项类投资理财产品大幅增加。**2014 年本行应收账款投资大幅增加，细项下理财产品大幅增加，由 2013 年的 6 亿增加到 252 亿。

**配置持仓增加，增持企业债。**在 2014 年债券市场走出一波大牛市行情，本行顺势加大了债券资产配置和波段操作力度。上半年抓住债券资产收益率处于高位的有利机会，持续增加持有至到期账户债券资产，配置持仓比例由 84%增加到 87%。

**买入返售项下无非标资产。**在同业新规下，买入返售规模出现下降，细项下仅有票据和债券，无非标资产，全转入应收账款科目。

**从负债来源和资金成本看，**负债结构中，存款规模 1130 亿，占比 65%，是最稳定负债来源，但 2014 年较 2013 年下降 6 个百分点，同业融资占比 17%，有所提升。

**从不良贷款率和资本充足率来看，**不良贷款余额为 10.43 亿元，不良贷款率为 1.33%，较上年大幅上升 36bps。但资本充足率也有所提升，资本充足率为 13.61%较上年提升 34bp，核心资本充足率为 11.86%，较上年提升 62bp，核心资产充足率较高，有理由风险资产配置。

银行资产负债结构、成本与收益率（资金单位：亿元）

	2014年		2013年	
	余额	占比	余额	占比
发放贷款和垫款	807	48%	690	39%
存放中央银行款项	238	14%	245	14%
同业资产	92	5%	306	17%
证券投资	460	27%	489	28%
<b>总资产</b>	<b>1684</b>	<b>100%</b>	<b>1758</b>	<b>100%</b>
吸收存款	1137	74%	1253	77%
同业负债	149	10%	277	17%
发行债券	118	8%	69	4%
<b>总负债</b>	<b>1538</b>	<b>100%</b>	<b>1624</b>	<b>100%</b>

债券投资明细项及变动（资金单位：亿元）

交易性金融资产	2014年	2013年	2012年
政府债	7	13	4
央票	0	0	4
政策银行债	6	7	5
银行同业及金融机构	2	1	0
企业债	5	8	1
合计	19	28	14
可供出售金融资产	2014年	2013年	2012年
政府债	8	10	11
央票	0	2	27
政策银行债	37	25	14
银行同业及金融机构	61		
企业债	45	52	15
合计	151	89	67
持有至到期投资	2014年	2013年	2012年
政府债	50	50	37
央票	0	0	0
政策银行债	38	38	28
企业债	8	7	7
合计	96	95	72
应收账款类投资	2014年	2013年	2012年
政府债	1	2	4
次级债券	2	3	3
金融机构理财产品	190	272	246
合计	193	277	252

2013年报持有金融债券情况汇总（资金单位：亿元）

	2014年	2013年	2012年
政府债	66	75	56
央票	0	2	31
政策银行债	80	70	47
银行同业及金融机构	62	1	0
企业债	57	67	23
合计	266	215	157

## 汉口银行

### ■ 概况

2014年总资产1684亿元，同比增长-4%，资产负债双双缩表。其中贷款规模807亿元，占比48%；证券投资规模为460亿，占比27%，其中债券投资规模266亿，占比16%；同业存放92亿，占比5%。

### ■ 债券投资分析

**债券投资规模上升，同比增速24%。**本行债券投资规模在资产收缩情况下不断上升，从2013年的12%上升到16%，2014年投资余额为266亿。但增速仍略慢于贷款增速17%。

**政府债、政策性银行债、企业债配置相对平衡，2014年新增同业存单投资。**2014年政府债规模为66亿，占比25%，政策性银行债80亿，占比30%，企业债57亿，占比22%，金融机构债62亿，占比23%。2014年本行大幅增持金融机构债，增加了对同业存单品种的投资。

**应收款项类投资以理财产品为主，规模下降。**应收款项类投资规模为193亿，其中理财产品规模为190亿，占比98%，但2014年理财减少，同比大幅下降。

**持有至到期投资增持同业存单，交易持仓增加，配置占比下降。**由于2014年新增了对同业存单投资，可供出售的金融资产比例增加，占比由41%大幅提升到57%，其他持仓变化不大。

**同业资产萎缩，买入返售下非标资产剧烈下滑。**受到同业资产萎缩的影响，本行的总资产同样出现萎缩。主要是存放同业减少和买入返售金融资产中票据到期影响。买入返售大幅减少91.08%。

**从负债来源和资金成本看，**负债结构中，存款规模1137亿，占比74%，2014年较2013年下降4个百分点，同业融资占比10%，也有所下降，受同业存单发行增加带动，发债融资逐步提升，占比由4%提升到8%。

**从不良贷款率和资本充足率来看，**不良贷款余额为16.39亿元，不良贷款率为1.93%，较上年大幅上升82bps。逾期贷款余额也大幅增加16.16亿到24.59亿，逾期贷款率提升1.82%至3.05%。但资本充足率也有所提升，资本充足率为13.07%较上年提升82bp，一级资本充足率为10.83%，较上年提升87bp，核心资产充足率较高，有利于风险资产配置。

**银行资产负债结构、成本与收益率（资金单位：亿元）**

	2014年		2013年	
	金融	占比	金融	占比
现金和存放央行	190	16%	172	16%
发放贷款和垫款	611	51%	542	50%
投资类资产	267	22%	186	17%
其他资产	137	11%	182	17%
资产总额	1206	100%	1082	100%
同业存放款项	59	5%	39	4%
卖出回购	90	8%	70	7%
各项存款	926	83%	872	87%
其他负债	35	3%	22	2%
负债总额	1110	100%	1004	100%

**金融资产持有结构（资金单位：亿元）**

	2014年	2013年	2012年
交易性金融资产	6	6	3
可供出售金融资	45	52	24
持有至到期投资	129	115	101
应收款项类投资	88	13	6
<b>投资类资产总</b>	<b>267</b>	<b>186</b>	<b>134</b>

**不良率和资本充足率变动（资金单位：亿元）**

	2014年	2013年	2012年
不良贷款率	1.15%	0.95%	1.13%
资本充足率	12.67%	11.81%	11.88%
一级资本充足率	11.54%	10.68%	10.73%

**南海农商行**
**■ 概况**

2014 年总资产 1205 亿元，同比上升 12%，其中贷款规模 611 亿元，占比 51%，证券类投资规模为 267 亿，占比 22%，其中债券投资规模 176 亿，占比 16%；同业资产 163 亿，占比 13.6%。

**■ 投资分析**

**投资类资产规模上升，同比增速 44%。**本行投资类资产 2014 年末余额 267 亿，占资产比例较 2013 年提高 5 个百分点。增速远快于资产增速 12%和贷款增速 15%。

**国债、政策性银行债和地方债为主。**债券投资中国债、政策金融债和地方政府债占比达到 69%，金额达到 121 亿。其他为高等级信用债，占比为 31%。

**持仓配置为主，2014 年配置占比进一步增加。**2014 年配置持仓由 68%进一步上升到 72%，持有至到期投资余额 14 亿至 29 亿。

**应收账款投资大幅增加，买入返售金融大幅下降。**应收账款大幅增加 576%至 88 亿。同时买入返售余额较 2013 年减少 55.29 亿至 63.63 亿，下降 46.49%，主要是票据逆回购业务减少所致。

**从负债来源看，**负债结构中，2014 年存款规模 926 亿，占比 83%，是最稳定负债来源，但 2014 年较 2013 年下降 4 个百分点。2014 年理财规模达到 276 亿，同比上升 33%。理财快速增长给存款带来压力。同业融资占比 13%，有所上升。

**从不良贷款率和资本充足率来看，**不良贷款余额为 7.27 亿元，不良贷款率为 1.15%，较上年大幅上升 20bps。逾期贷款余额也大幅增加 16.16 亿到 24.59 亿，但资本充足率也有所提升，资本充足率为 12.67%较上年提升 86bp，一级资本充足率为 11.54%，较上年提升 86bp，一级资本充足率较高，有利于风险资产配置。

银行资产负债结构、成本与收益率（资金单位：亿元）

	2014年		2013年	
	金融	占比	金融	占比
现金和存放央行	230	19%	185	20%
发放贷款和垫款	591	48%	514	55%
同业资产	91	7%	38	4%
证券投资	280	23%	167	18%
资产总额	1229	100%	940	100%
同业存放款项	21	2%	4	0%
卖出回购	92	8%	4	0%
各项存款	1011	87%	833	95%
负债总额	1157	100%	880	100%

金融资产持有结构（资金单位：亿元）

	2014年	2013年
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	4	4
可供出售金融资产	97	83
持有至到期投资	138	58
应收款项类投资	40	22
合计	280	167

不良率和资本充足率变动（资金单位：亿元）

	2014年	2013年	变动
不良贷款率	1.72%	0.96%	76
不良贷款余额	10.56	5.15	5.41
资本充足率	11.15%	11.64%	-49
一级资本充足率	10.00%	9.44%	56

## 齐鲁银行

### ■ 概况

2014 年总资产 1229 亿元,同比增速 31%,其中贷款规模 611 亿元,占比 48%,证券类投资规模为 280 亿,占比 23%,其中债券投资规模 240 亿,占比 16%;同业资产 91 亿,占比 7%。

### ■ 投资分析

**证券资产规模上升,同比增速 67%。**本行投资类资产 2014 年末余额 280 亿,占资产比例较 2013 年提高 5 个百分点至 23%。增速远快于资产增速 31%和贷款增速 15%。

**配置持仓为主。**持有至到期投资持仓大幅增加到 138 亿,占比由 40%增加到 58%,由交易持仓为主转变为配置持仓为主,预测大幅增加了债券资产配置。

**应收账款投资大幅增加,买入返售金融资产大幅增加。**应收账款类投资由 22 亿增加到 40 亿。同时买入返售金融资产也大幅上升由 18 亿上升到 74 亿。

**从负债来源看,**负债结构中,2014 年存款规模 1011 亿,占比 87%,是最稳定负债来源,但 2014 年较 2013 年下降 8 个百分点。同业负债比例大幅上升到 10%。

**从不良贷款率和资本充足率来看,**不良贷款余额为 10.56 亿元,较上年增加 5.41 亿,不良贷款率为 1.72%,较上年大幅上升 76bps。一级资本充足率有所提升,资本充足率为 11.15%较上年下降 49bp,一级资本充足率为 10.00%,较上年提升 56bp,一级资本充足率较高,有利于风险资产配置。



**银行资产负债结构、成本与收益率（资金单位：亿元）**

	2014年			2013年			
	平均余额	占比	利率	平均余额	利率	利率	利率变动
贷款及垫款	1188	38%	7.94%	1000	39%	7.62%	32
证券投资	743	24%	6.23%	403	16%	5.89%	34
存放央行款项	452	15%	1.48%	413	16%	1.46%	2
同业往来资产	714	23%	5.37%	770	30%	4.60%	77
长期应收款项	5.47	0%	5.74%	0	0	0	574
<b>生息资产合计</b>	<b>3103</b>	<b>100%</b>	<b>5.99%</b>	<b>2585</b>	<b>100%</b>	<b>5.47%</b>	<b>52</b>
计息负债：							
吸收存款	2132	73%	2.66%	1858	74%	2.24%	42
同业往来负债	737	25%	5.84%	620	25%	4.79%	105
应付债券	35	1%	4.94%	35	1%	4.98%	-4
向央行借款	13	0%	3.22%	7	0%	3.52%	-30
<b>计息负债合计</b>	<b>2917</b>	<b>100%</b>	<b>3.50%</b>	<b>2519</b>	<b>100%</b>	<b>2.91%</b>	<b>59</b>
净利差			2.49%			2.56%	-7
净利息收益率			2.71%			2.64%	7

**金融资产投资明细项及变动（资金单位：亿元）**

持有至到期金融资产	2014年	2013年	变动
债券投资	197	171	26
可供出售金融资产	2014年	2013年	变动
债券投资	152	79	74
以成本计量的权益投资	0.2	0.2	0
理财产品	6.5	0.0	7
其他	0.2	0.2	0
<b>合计</b>	<b>159</b>	<b>79</b>	<b>80</b>
应收账款类投资	2014年	2013年	变动
凭证式国债	1	2	-1
金融机构理财产品	243	184	59
资金信托计划	249	249	-1
<b>合计</b>	<b>492</b>	<b>435</b>	<b>57</b>

**2014 年报持有金融债券情况汇总（资金单位：亿元）**

	2014年	2013年	变动
政府债券	34	31	3
金融债券	15	3	11
公司债券	81	78	3
政策性银行债券	247	165	82
<b>合计</b>	<b>376</b>	<b>277</b>	<b>99</b>

**哈尔滨银行**
**■ 概况**

成立于 1997 年 7 月，总部位于中国黑龙江省哈尔滨市，是中国第三家登陆香港资本市场的城市商业银行，也是中国东北地区第一家上市的城市商业银行。截至 2014 年末，银行总资产为 3436 亿元，较上年末增长 6.7%；贷款总额为 1239 亿元，较上年增长 17%；证券投资为 743 亿，占比 21.6%，其中债券投资为 376 亿，占比 10.9%。

**■ 债券投资分析**

**证券投资持续扩张，其中债券投资大幅提高，收益率维持高位。**2014 年本行的证券投资规模为 743 亿，其中，债券投资规模 376 亿，同比增幅达到 35.9%，大幅超过贷款增速 18.8%和总资产增速 6.7%。在证券投资中，债券投资占比达到 51%。证券投资收益率为 6.23%，仅低于贷款及垫款收益率 7.94%。

**债券投资中，以金融债为主，国债较少。**2014 年国债持有规模为 34 亿（占比 8.9%），金融债（金融债+政策性银行债）为 262 亿（占比 69.6%），公司债为 81 亿（占比 21.5%），较 2013 年分别增加 3 亿、93 亿和 3 亿。政策金融债同比增加 55.4%，要远高于国债增速 9.3%和公司债增速 4%。

**以非标为主的应收款项类投资大幅上升。**2014 年应收账款类投资规模为 492 亿，同比增加 57 亿。在应收账款类投资中，非标投资（金融机构理财产品+资金信托计划）占比达到 99.8%，为最主要配置。

**理财产品蓬勃扩张。**2014 年本行共发行理财产品 674 期，累计募集资金 1442 亿，发行额较 2013 年增长 78.4%；代客理财余额 611 亿，理财资金投资非标资产余额 118 亿，占理财余额和总资产的 19.42%和 3.68%，符合政策要求。

**配置占比下降，交易占比上升。**持有至到期资产占比 23%，同比变化不大。应收账款类投资占比为 58%，下降 5.5 个百分点，可供出售资产占比 18.8%，同比增加 7.3%。整体来看，2014 年配置占比为 81%，较 2013 年下降 7 个百分点。

**从负债来源结构和资金成本来看，**负债结构中，存款占比 73%，是最主要稳定的资金来源，其中公司存款占比 67.7%，个人存款占比 32.3%。成本方面，吸收存款平均成本为 2.66%，同业负债为 5.84%，平均计息负债成本为 3.5%，较 2013 年上升 59bps，主要由于同业负债利率上升。

**从不良贷款和资本充足率来看，**2014 年本行不良贷款余额为 13.9 亿，不良贷款率为 1.12%，同比上升 27bps；逾期贷款总额为 16.41 亿，逾期贷款率为 1.32%，同比上升 80bps；资本充足率为 15.97%，核心资本充足率为 14.62%，较 2013 年提高 300bps。资本较为充足，可以继续增加风险资产的配置。



**银行资产负债结构、成本与收益率（资金单位：亿元）**

	2014年			2013年			利率变动
	平均余额	占比	利率	平均余额	占比	利率	
贷款及垫款	997	45%	7.20%	860	47%	7.10%	10
证券投资	531	24%	6.56%	419	23%	5.88%	68
存放央行款项	317	14%	1.53%	273	15%	1.57%	-4
同业往来资产	324	15%	5.41%	260	14%	4.86%	55
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产	46	2%	7.41%	31	2%	6.44%	97
<b>生息资产合计</b>	<b>2215</b>	<b>100%</b>	<b>5.97%</b>	<b>1843</b>	<b>100%</b>	<b>5.67%</b>	<b>30</b>
计息负债：							
吸收存款	1583	77%	2.78%	1345	78%	2.45%	33
同业往来负债	430	21%	5.54%	343	20%	5.19%	35
应付债券	40	2%	5.39%	38	2%	5.49%	-10
<b>计息负债合计</b>	<b>2053</b>	<b>100%</b>	<b>3.41%</b>	<b>1726</b>	<b>100%</b>	<b>3.06%</b>	<b>35</b>
<b>净利差</b>			<b>2.56%</b>			<b>2.61%</b>	<b>-5</b>
<b>净利息收益率</b>			<b>2.81%</b>			<b>2.81%</b>	<b>0</b>

**金融资产投资明细项及变动（资金单位：亿元）**

持有至到期金融资产	2014年	2013年	变动
国债	50.52	49.30	1.22
政策性银行金融债	17.80	19.47	-1.67
商业银行债券	4.20	5.50	-1.30
企业债券	0.46	0.46	0.00
<b>合计</b>	<b>72.98</b>	<b>74.73</b>	<b>-1.76</b>
可供出售金融资产	2014年	2013年	变动
政策性银行金融债	37.38	29.01	8.37
企业债券	62.65	18.73	43.92
以公允价值计量的股权投资	2.91	1.83	1.08
其他	0.00	0.00	0.00
<b>合计</b>	<b>102.94</b>	<b>49.57</b>	<b>53.37</b>
贷款和应收账款类投资	2014年	2013年	变动
信托公司	360.87	279.10	81.77
证券公司	147.37	54.08	93.29
商业银行	27.19	16.83	10.36
<b>合计</b>	<b>535.43</b>	<b>350.01</b>	<b>185.42</b>

**2014 年报持有金融债券情况汇总（资金单位：亿元）**

	2014年	2013年	变动
政府债券	51	49	1
金融债券	59	54	5
企业债券	63	19	44
<b>合计</b>	<b>173</b>	<b>122</b>	<b>51</b>

**重庆银行**
**■ 概况**

重庆银行是中国西部和长江上游地区成立最早的地方性股份制商业银行，是第一家在港交所上市的内地城商行，也是近三年来第一家在香港上市的内地银行股。截至 2014 年末，银行总资产为 2745 亿元，较上年末增长 32.8%；贷款总额为 1041 亿元，较上年增长 17.5%；证券投资 531 亿，占比达到 19.3%，其中债券投资 173 亿，占比为 6.3%。

**■ 债券投资分析**

**证券投资扩张，债券投资提高，收益率维持高位。**2014 年本行的证券投资规模 531 亿，其中债券投资规模 173 亿，占证券投资比例 32.6%，同比增幅达到 41%，大幅超过贷款增速 17.5%和总资产增速 32.8%。在证券投资中，证券投资收益率为 6.56%，要高于存放央行利率 1.53%和同业存放利率 5.41%。

**债券投资中，企业债大幅增持。**2014 年国债持有规模为 51 亿（占比 29.2%），金融债为 59 亿（占比 34.3%），企业债为 63 亿（占比 36.5%），较 2013 年分别增加 2 亿、5 亿和 44 亿。企业债占比从 2013 年的 15.7%大幅上升到 36.5%，增幅要大于国债增幅-11%和金融债增幅-10%。企业债虽然风险权重为 100%，但收益率较高，本行增持企业债以追求较高债券投资收益率。

**以非标为主的应收款项类投资大幅上升。**2014 年应收账款类投资规模为 535 亿，同比增加 185 亿，增幅达到 53%。尤其信托收益权和券商资管计划规模大幅扩张。

**配置占比下降，交易占比上升。**2014 年配置占比为 85.5%，较 2013 年下降 4 个百分点。其中，持有至到期金融资产投资规模 72.98 亿，同比下降 1.76 亿。

**从负债来源结构和资金成本来看，**负债结构中，存款占比 77%，其中公司存款占比 67.5%。成本方面，吸收存款平均成本为 2.78%，同业负债为 5.54%，平均计息负债成本为 3.41%，较 2013 年上升 35bps，主要由于同业负债利率和存款利率上升。

**从不良贷款和资本充足率来看，**2014 年本行不良贷款 7.3 亿，不良贷款率仍保持在 0.69%的较低水平。逾期贷款总额为 14.8 亿，逾期贷款率为 1.39%，同比上升 90bps。本行的资本充足率和核心资本充足率分别为 11.00%和 9.63%，同比下降 2.26%和 1.19%。银行资本整体较为充足。

**银行资产负债结构、成本与收益率（资金单位：亿元）**

	2014年			2013年			利率变动
	平均余额	占比	利率	平均余额	占比	利率	
贷款及垫款	997	45%	7.20%	860	47%	7.10%	10
证券投资	531	24%	6.56%	419	23%	5.88%	68
存放央行款项	317	14%	1.53%	273	15%	1.57%	-4
同业往来资产	324	15%	5.41%	260	14%	4.86%	55
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产	46	2%	7.41%	31	2%	6.44%	97
<b>生息资产合计</b>	<b>2215</b>	<b>100%</b>	<b>5.97%</b>	<b>1843</b>	<b>100%</b>	<b>5.67%</b>	<b>30</b>
计息负债：							
吸收存款	1583	77%	2.78%	1345	78%	2.45%	33
同业往来负债	430	21%	5.54%	343	20%	5.19%	35
应付债券	40	2%	5.39%	38	2%	5.49%	-10
<b>计息负债合计</b>	<b>2053</b>	<b>100%</b>	<b>3.41%</b>	<b>1726</b>	<b>100%</b>	<b>3.06%</b>	<b>35</b>
净利差			2.56%			2.61%	-5
净利息收益率			2.81%			2.81%	0

**金融资产投资明细项及变动（资金单位：亿元）**

持有至到期金融资产	2014年	2013年	变动
国债	50.52	49.30	1.22
政策性银行金融债	17.80	19.47	-1.67
商业银行债券	4.20	5.50	-1.30
企业债券	0.46	0.46	0.00
<b>合计</b>	<b>72.98</b>	<b>74.73</b>	<b>-1.76</b>
可供出售金融资产	2014年	2013年	变动
政策性银行金融债	37.38	29.01	8.37
企业债券	62.65	18.73	43.92
以公允价值计量的股权投资	2.91	1.83	1.08
其他	0.00	0.00	0.00
<b>合计</b>	<b>102.94</b>	<b>49.57</b>	<b>53.37</b>
贷款和应收账款类投资	2014年	2013年	变动
信托公司	360.87	279.10	81.77
证券公司	147.37	54.08	93.29
商业银行	27.19	16.83	10.36
<b>合计</b>	<b>535.43</b>	<b>350.01</b>	<b>185.42</b>

**2014 年报持有金融债券情况汇总（资金单位：亿元）**

	2014年	2013年	变动
政府债券	51	49	1
金融债券	59	54	5
企业债券	63	19	44
<b>合计</b>	<b>173</b>	<b>122</b>	<b>51</b>

**盛京银行**
**■ 概况**

本行位于辽宁沈阳市，是东北地区成立最早、规模最大和业绩领先的城商行，总资产和净利润在东北城商行中排名首位。在2014年，本行成功实现在港交所上市。2014年总资产5033.71亿元，其中贷款规模1559亿元，占比31%；同业资产324亿，占比6.4%；证券投资531亿，占比10.5%。

**■ 债券投资分析**

**债券投资大幅扩张，收益率维持高位。**2014 年本行的债券投资规模 173 亿，同比增加 51 亿，增幅达到 41%，大幅超过贷款增速 17.5%，领先总资产增速 32.8%。在证券投资中，债券投资占比达到 32.5%。证券投资收益率为 6.56%，低于贷款及垫款收益率 7.20%，但要高于存放央行利率 1.53%和同业存放利率 5.41%。

**债券投资中，企业债大幅增持。**2014 年国债持有规模为 51 亿（占比 29.2%），金融债为 59 亿（占比 34.3%），企业债为 63 亿（占比 36.5%），较 2013 年分别增加 2 亿、5 亿和 44 亿。企业债占比从 2013 年的 15.7%大幅上升到 36.5%，增幅要大于国债增幅-11%和金融债增幅-10%。企业债虽然风险权重为 100%，但收益率较高，本行增持企业债以追求较高债券投资收益率。

**以非标为主的应收款项类投资大幅上升。**2014 年应账款类投资规模为 535 亿，同比增加 185 亿，增幅达到 53%。

**配置占比下降，交易占比上升。**2014 年配置占比为 85.5%，较 2013 年下降 4 个百分点；2014 年交易占比为 14.5%，较 2013 年上升 4 个百分点。

**从负债来源结构和资金成本来看，**负债结构中，存款占比 77%，是最主要稳定的资金来源，其中公司存款占比 67.5%，个人存款占比 16.7%。成本方面，吸收存款平均成本为 2.78%，同业负债为 5.54%，平均计息负债成本为 3.41%，较 2013 年上升 35bps，主要由于同业负债利率和存款利率上升。存贷比为 50.21%，同比下降 0.54%。

**从不良贷款和资本充足率来看，**2014 年本行不良贷款率为 0.44%，同比下降 0.02%。本行的资本充足率和核心资本充足率分别为 12.65%和 11.04%，同比提高 1.48%和 0.97%。银行资本整体较为充足，可以继续增加风险资产的配置。

**银行资产负债结构、成本与收益率（资金单位：亿元）**

	2014年			2013年			利率变动
	平均余额	占比	利率	平均余额	占比	利率	
贷款及垫款	346	59%	8.09	322	58%	8.1	-1
债券投资	70	12%	3.78	70	13%	3.61	17
存放央行款项 及同业往来资产	160	27%	1.52	157	28%	2.47	-95 0
拆出资金及买入返售金融资产	0	0%	3	0	0.0%		
票据贴现	15	3%	5.33	0	0%		
<b>生息资产合计</b>	<b>592</b>	<b>100%</b>	<b>5.98</b>	<b>559</b>	<b>100%</b>	<b>5.86</b>	<b>0.12</b>
计息负债：							
吸收存款	496	92.5%	1.77	480	92%	2.11	-34
同业往来负债	5	1.0%	7.9	41	8%	6	190
应付债券	0	0.0%		1	0%	4.22	
拆入资金及卖出回购金融资产	35	6.5%	4.25				
<b>计息负债合计</b>	<b>536</b>	<b>100%</b>	<b>2.29</b>	<b>522</b>	<b>100%</b>	<b>2.21</b>	<b>8</b>
<b>净利差</b>			<b>3.69</b>			<b>3.65</b>	<b>0</b>

**债券投资明细项及变动（资金单位：亿元）**

持有至到期金融资产	2014年	2013年	变动
国债	35.04	35.02	0.02
金融债	17.60	18.62	-1.02
企业债券	0.49	1.00	-0.51
<b>合计</b>	<b>53.13</b>	<b>54.64</b>	<b>-1.51</b>
可供出售金融资产	2014年	2013年	变动
国债	9.20	8.50	0.70
金融债	4.80	1.00	3.80
企业债券	7.30	7.10	0.20
<b>合计</b>	<b>21.30</b>	<b>16.60</b>	<b>4.70</b>

**2014年报持有金融债券情况汇总（资金单位：亿元）**

	2014年	2013年	变动
国债	44.2	43.5	1
金融债	22.4	19.6	3
企业债	7.8	8.1	0
<b>合计</b>	<b>74.4</b>	<b>71.2</b>	<b>3</b>

**江苏吴江农商行**
**■ 概况**

本行是自银监会成立后新体制框架下全国第一家挂牌开业的农村商业银行，致力于中小企业的发展，满足城乡居民的金融需求。2014年本行存款总额和贷款总额在吴江本地金融机构中分别排名第一和第二。2014年本行总资产619.45亿元，其中贷款规模380亿元，占比61.34%；同业资产58亿，占比9.3%；证券投资70亿，占比11.3%，全部为债券投资。

**■ 债券投资分析**

**贷款利率定价高，净利差较大。**平均贷款利率 8.09%，大幅高于国有大行、股份制和城商行，主要由于三农、小微企业和个人贷款风险偏高，溢价力度大。农业存款资金来源稳定、成本低，净利差达到 3.69% 的较高水平。

**债券投资规模小幅上升，同比增速高于总资产。**本行的证券投资全部为债券投资（可供出售金融资产+持有至到期投资），规模从 2013 年的 71 亿增加至 2014 年的 74 亿，同比增速为 4.2%，高于总资产同比增速-0.86%，债券投资平均收益率为 3.78%，高于同业存放和央行存款的平均利率 1.52%。

**以国债为主，金融债次之，公司债较少。**2014 年国债持有规模 44.2 亿，金融债 22.4 亿，公司债券仅 7.8 亿，较 2013 年分别增加 0.7 亿、2.8 亿和-0.3 亿，由于利率债风险权重为 0，而企业债为 100%，且质押率高、流动性好，2014 年本行增持利率债。

**本行配置为主，2014 年配置占比下降。**本行债券投资主要以配置为主，2014 年配置占比为 71.4%，较 2013 年下降 5.6%。受 2014 年债市走牛影响，为了获得较高收益，交易占比提高至 28.6%。买入返售金融资产 2013 年 0.95 亿元，2014 年 0 亿。

**从负债来源结构和资金成本来看，**负债结构中，存款占比 92.5%，资金来源稳定，成本较低。其中企业存款占比 54.5%，较 2013 年提高 13%。成本方面，吸收存款平均成本 1.77%，同业和央行借款负债 7.9%，平均付息负债成本 2.29%，较 2013 年上行 8bps，负债端利率中枢上行。

**从不良贷款和资本充足率来看，**2014 年本行不良贷款率为 1.63%，同比上升 28bps；资本充足率为 13.11%，核心资本充足率为 11.99%，资本水平较为充足。

**银行资产负债结构、成本与收益率（资金单位：亿元）**

	2014年			2013年			利率变动
	平均余额	占比	利率	平均余额	占比	利率	
贷款及垫款	4527	43%	6.21%	4093	47%	6.11%	10
证券投资	3290	31%	5.56%	2203	25%	4.67%	89
存放央行款项	1261	12%	1.49%	1090	12%	1.51%	-2
存放同业及其他金融机构款项	1564	15%	4.81%	1366	16%	4.59%	22
和拆出资金（含买入反售金融资产）							
其他	0	0%		0	0%		0
<b>生息资产合计</b>	<b>10641</b>	<b>100%</b>	<b>5.25%</b>	<b>8753</b>	<b>100%</b>	<b>4.96%</b>	<b>29</b>
计息负债：							
吸收存款	6731	68%	2.78%	5798	71%	2.50%	28
同业及其他金融机构存放款项	3006	30%	4.35%	2286	28%	3.97%	38
和拆入资金（含卖出回购金融资产）							0
应付债券	120	1%	5.27%	122	1%	5.25%	2
其他	10	0%		9	0%		0
<b>计息负债合计</b>	<b>9867</b>	<b>100%</b>	<b>3.29%</b>	<b>8216</b>	<b>100%</b>	<b>2.97%</b>	<b>32</b>
<b>净利息</b>			<b>1.96%</b>			<b>1.99%</b>	<b>-3</b>
<b>净利息收益率</b>			<b>2.21%</b>			<b>2.18%</b>	<b>3</b>

**金融资产投资明细项及变动（资金单位：亿元）**

	2014年	2013年	变动
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	79.9	72.8	7.1
可供出售金融资产	860.5	549.4	311.1
持有至到期投资	760.0	740.9	19.1
应收款项类投资	2137.9	1500.6	637.3
<b>合计</b>	<b>3838.4</b>	<b>2863.7</b>	<b>974.7</b>

**2014 年报投资情况汇总（资金单位：亿元）**

	2014年	2013年	变动
债权投资	3826	2856	970
权益工具	12	7	5
<b>投资总额</b>	<b>3838</b>	<b>2864</b>	<b>975</b>

**上海银行**
**■ 概况**

本行是我国成立成立时间最早的商业银行之一，充分发挥自身优势和特点，市场竞争力和影响力不断增加。2014 年总资产 11874.52 亿元，增幅 21.45%；其中贷款规模 4845.21 亿元，占比 40.8%；同业资产 1564 亿，占比 13.17%；证券投资 3290 亿，占比 27.7 %。

**■ 投资分析**

**证券投资占比提高。**2014 年证券投资规模达 3290 亿，同比增速为 14.8%，而贷款增速为 10.6%。证券投资占比未 31%，较 2013 年提高 6 个百分点。

**以非标为主的应收款项投资增长迅速。**2013 年证券投资中应收账款类投资（主要是非标）从 2013 年的 1500 亿大幅升至 2014 年的 2138 亿，增加 638 亿，占比从 53% 升至 56%，主要以银行和其他金融机构的理财产品及受益权产品和保险公司发行的定向次级债券。

**配置占比大幅下降，交易持仓上升。**2013 年配置占比 19.8%，较 2013 年下降 6 个百分点；交易持仓上升，增加至 80.2%。受 2014 年债市走牛影响，本行提高了交易持仓占比。

**从负债来源结构和资金成本来看，**负债结构中，存款占比 68%，是最主要稳定资金来源，个人存款占比 26.4%。成本方面，吸收存款平均成本 2.78%，同业负债 4.35%，平均付息负债成本 3.29%，较 2013 年上行 32bps，主要由于应付债券平均利率较高，负债端利率中枢上行。本行存贷比为 66.87%，较 2013 年下滑 3.7 个百分点。

**从不良贷款和资本充足率来看，**2014 年本行不良贷款余额为 47.31 亿元，不良贷款率为 0.98%，同比提高 16bps，低于全国商业银行不良贷款率 0.27 个百分点。逾期贷款总额为 80.16 亿，逾期贷款率为 1.65%，同比上升 35bps。资本充足率为 12.57%，核心一级资本充足率为 10.38%，较 2013 年资本充足率提高 100bps。从当前的资本充足率来看，本行还可继续进行风险资产的配置。



**银行资产负债结构、成本与收益率（资金单位：亿元）**

	2014年			2013年			利率变动
	平均余额	占比	利率	平均余额	占比	利率	
贷款及垫款	1179	47%	7.35%	1029	48%	7.08%	27
证券投资	597	24%	5.70%	251	12%	3.84%	186
存放央行款项	411	16%	1.53%	344	16%	1.53%	0
存放同业及其他金融机构款项	337	13%	5.35%	247	12%	5.14%	21
<b>生息资产合计</b>	<b>2525</b>	<b>100%</b>	<b>5.74%</b>	<b>2135</b>	<b>100%</b>	<b>5.52%</b>	<b>22</b>
计息负债：							
吸收存款	2037	85%	2.16%	1693	83%	2.01%	15
同业及其他金融机构存放款项	299	13%	4.76%	217	11%	5.20%	-44
向央行借款	11	0%	7.16%	11	1%	7.45%	-29
应付债券	38	2%	6.16%	24	1%	6.96%	-80
<b>计息负债合计</b>	<b>2384</b>	<b>100%</b>	<b>3.29%</b>	<b>2032</b>	<b>100%</b>	<b>2.52%</b>	<b>77</b>
<b>净利差</b>			<b>2.45%</b>			<b>3.11%</b>	<b>-66</b>
<b>净利息收益率</b>			<b>3.17%</b>			<b>2.99%</b>	<b>18</b>

**债券投资明细项及变动（资金单位：亿元）**

交易性金融资产	2014年	2013年	变动
政府及中央银行债	0	1	-1
政策性金融债	4	2	2
企业债	15	6	9
<b>合计</b>	<b>19</b>	<b>8.5</b>	<b>11</b>
持有至到期金融资产	2014年	2013年	变动
政府及中央银行债	103	89	14
政策性金融债	116	125	-9
其他金融机构债券	12	13	-1
企业债	15	18	-3
同业存单	23	2	21
资产支持证券	16	0	16
<b>合计</b>	<b>284</b>	<b>247</b>	<b>37</b>
可供出售金融资产	2014年	2013年	变动
政府及中央银行债	19	11	8
政策性金融债	19	17	3
企业债	2	0	2
<b>合计</b>	<b>40</b>	<b>28</b>	<b>12</b>
应收账款类投资	2014年	2013年	变动
理财产品及信托受益权	330	207	123
私募企业债券	10	1	9
<b>合计</b>	<b>340</b>	<b>208</b>	<b>132</b>

**2014年报持有金融债券情况汇总（资金单位：亿元）**

	2014年	2013年	变动
政府及中央银行债	123	101	22
金融债	151	157	-6
企业债	32	24	8
<b>合计</b>	<b>305</b>	<b>282</b>	<b>23</b>

**成都银行**
**■ 概况**

成都银行成立于1996年12月30日，系四川省首家城市商业银行，目前已发展成为一家初具规模、运行稳健的股份制商业银行，在西部地区城市商业银行排名第一。2014年本行总资产3002.30亿，同比增加389.77亿，增幅14.92%；其中贷款为1248亿，占比41.6%；存放同业337亿，占比11.2%；证券投资597亿，占比19.9%，其中债券投资为305亿，占比10.1%。

**■ 债券投资分析**

债券投资占比下降，非标投资上升。2013年证券投资规模为597亿，同比增速138%，远高于贷款增速和总资产增速。其中债券投资规模为305亿，同比增速8.2%，其占证券投资比重达到51%。而应收款项类投资（非标为主）从208亿增长至340亿。债券投资的收益率为5.70%，高于同业存放利率5.35%和央行存款的平均利率1.53%。

以国债、金融债投资为主，企业债占比较小，国债增持较多。2014年政府及中央银行债持有规模123亿，金融债151亿，企业债仅32亿，较2012年分别增加22亿、-6亿和8亿。2014年国债增持较多，同比增速为22%。

以非标为主的应收款项投资大幅上升。2014年应收款项类投资（非标为主）规模为340亿，增加132亿，同比大幅提高63.5%，其在证券投资中比重达到34.8%。

配置持仓占比较高，交易持仓较小。2013与2014年相比配置与持仓比重变化不大，配置占比较大，约占70%-75%。

从负债来源结构和资金成本来看，负债结构中，吸收存款占比85%，是主要的资金来源，其中个人存款682.95亿元，占比33.52%。成本方面，吸收存款平均成本2.16%，同业负债4.76%，平均付息负债成本2.45%，较2013年下行66bps，负债端利率中枢下行。2014年，本行存贷比率为56.96%，与2013年基本持平。

从不良贷款率和资本充足率来看，不良贷款率为1.19%，同比上升47bps；逾期贷款总额为9.26亿，逾期贷款率为0.74%，同比上升2bps。资本充足率为12.69%，核心一级资本充足率为12.6%。从当前的资本充足率来看，本行还可继续进行风险资产的配置。



**银行资产负债结构、成本与收益率（资金单位：亿元）**

	2014年	占比	2013年	占比	增速
<b>生息资产</b>					
贷款余额	681	45%	561	47%	21%
现金及存放央行款项	261	17%	216	18%	21%
存放同业款项	114	8%	107	9%	6%
证券投资	443	30%	313	26%	42%
<b>合计</b>	<b>1500</b>	<b>100%</b>	<b>1197</b>	<b>100%</b>	<b>25%</b>
<b>生息负债</b>					
存款余额	1274	92%	1076	93%	18%
同业往来负债	69.9	5%	53.4	5%	31%
向央行借款	2	0%	1	0%	100%
应付债券	36	3%	27	2%	32%
<b>合计</b>	<b>1383</b>	<b>100%</b>	<b>1157</b>	<b>100%</b>	<b>19%</b>

**债券投资明细项及变动（资金单位：亿元）**

交易性金融资产	2014年	2013年	变动
国债	20	32	-12
政策性金融债	8	1	7
企业债和铁路债	2	2	0
其他债	0	2	-2
<b>合计</b>	<b>30</b>	<b>37</b>	<b>-7</b>
持有至到期金融资产	2014年	2013年	变动
国债	160	97	63
政策性金融债	7	4	3
企业债和铁路债	22	22	0
其他债	15	18	-3
<b>合计</b>	<b>190</b>	<b>123</b>	<b>67</b>
可供出售金融资产	2014年	2013年	变动
国债	78	70	8
政策性金融债	11	6	5
企业债和铁路债	26	23	3
其他债	4	0	4
<b>合计</b>	<b>119</b>	<b>99</b>	<b>20</b>
应收账款类投资	2014年	2013年	变动
理财产品投资	0.5	6.4	-6
资产管理计划	86	24	62
信托计划	20	23	-3
<b>合计</b>	<b>107</b>	<b>53</b>	<b>54</b>

**2014年报持有金融债券情况汇总（资金单位：亿元）**

	2014年	2013年	变动
政府及中央银行债	258	199	59
金融债	26	11	15
企业债	50	47	3
<b>合计</b>	<b>333</b>	<b>256</b>	<b>77</b>

**贵阳银行**
**■ 概况**

本行在中国西南地区的城市商业银行中居于领先地位，在贵阳地区的中资商业银行中排名前列，被评为“2014年度最佳风险管理城市商业银行”。2014年总资产1529.42亿元，其中贷款规模681.24亿元，占比44.5%；证券投资443亿，占比29.53%，其中债券投资333亿，占比21.7%。

**■ 债券投资分析**

**证券投资扩张，债券投资规模持续提高。**2014年证券投资规模443亿，同比增速41.46%。其中，债券投资规模333亿，占总资产比重21.7%，占证券投资比重75.2%，同比增速30%，高于总资产同比增速27%。

**以国债为主，金融债和企业债占比较小。**2014年国债持有规模258亿，金融债26亿，企业债50亿，较13年分别增加59亿，15亿，3亿，国债风险权重为0，企业债风险权重为100%，14年本行大幅增持了国债和金融债，企业债优势不明显。

**以非标为主的应收款项类大幅增长。**2014年应收款项类投资（非标为主）从53亿增长至107亿，同比增速为101.9%

**买入返售规模大幅提高。**2014年买入返规模为21.38亿，同比大幅提高289%。主要是本行在2014年大幅增加了对企业债的持有。

**配置持仓占比提高，交易持仓占比缩减。**2014年配置占比为56%，较2013年47.5%增加8.5个百分点。交易持仓占比缩减。受债市走牛影响，本行在持有至到期金融资产中大幅增加了国债的持有。

**从负债来源结构来看，**负债结构中，存款占比较高92%，是最主要的资金来源，其中公司存款占比71.4%。本行2014年存贷比为53.45%，较2013年增加1.29个百分点。

**从不良贷款率和资本充足率来看，**2014年不良贷款率为0.83%，同比上升23bps；逾期贷款规模15.65亿，逾期贷款率2.2%，同比上升130bps。资本充足率为13.67%，较13年下降64bps，一级资本充足率为10.92%，较13年上升11bps。资本较为充足，可以适当进行风险资产的配置以提高收益。

**银行资产负债结构、成本与收益率（资金单位：亿元）**

	2014年			2013年			利率变动
	平均余额	占比	利率	平均余额	占比	利率	
贷款及垫款	438	57%	8.09%	414	59%	7.20%	89
债券投资	188	24%	3.78%	147	21%	3.43%	35
存放央行及同业款项	142	18%	4%	145	21%	2.17%	183
<b>生息资产合计</b>	<b>768</b>	<b>100%</b>	<b>5.98%</b>	<b>706</b>	<b>100%</b>	<b>5.38%</b>	<b>60</b>
计息负债：							
吸收存款	611	99.2%	1.77%	559	87%	2%	-52
同业往来负债	5	0.8%	0.79%	81	13%	4.21%	-342
<b>计息负债合计</b>	<b>616</b>	<b>100%</b>	<b>2.29%</b>	<b>640</b>	<b>100%</b>	<b>2.53%</b>	<b>-24</b>
<b>净利差</b>			<b>3.69%</b>			<b>2.85%</b>	<b>84</b>

**债券投资明细项及变动（资金单位：亿元）**

持有至到期金融资产	2014年	2013年	变动
国债	80.30	92.70	-12.40
金融债	1.20	0.00	1.20
企业债券	3.19	3.49	-0.30
央行票据	0.00	0.00	0.00
<b>合计</b>	<b>84.69</b>	<b>96.19</b>	<b>-11.50</b>
可供出售金融资产	2014年	2013年	变动
国债	85.70	50.90	34.80
金融债	15.70	0.90	14.80
企业债券	2.41	2.42	-0.01
权益性投资	0.04	0.04	0.00
<b>合计</b>	<b>103.85</b>	<b>54.26</b>	<b>49.59</b>

**2014年报持有金融债券情况汇总（资金单位：亿元）**

	2014年	2013年	变动
政府债	166.0	143.6	22
金融债	16.9	0.9	16
企业债	5.6	5.9	0
<b>合计</b>	<b>188.5</b>	<b>150.4</b>	<b>38</b>

**江苏江阴农商行**
**■ 概况**

本行是全国首批三家农村商业银行之一，已成为江阴地区“三农”和中小企业的金融服务主力军，作为本土商业银行在区域内独具广泛的客户网络及深厚的客户关系基础。2014年总资产835.87亿元，较上年增加75.43亿；其中贷款规模483.92亿元，占比76.8%；证券投资为188亿，都是债券投资，占比22.5%。

**■ 债券投资分析**

债券投资占比上升，收益率高于同业存放。2014年本行的证券投资只有可供出售和持有到期，债券投资规模为188亿，同比增速25.3%，高于总资产增速9.9%和贷款增速8.32%。债券投资平均收益率为3.78%。

投资主体是国债，金融债有一定增持。2014年末国债持有规模为166亿，占债券投资88%，较2012年末增加22亿。2014年新增的债券投资中还有金融债，其规模增加了16亿，占总债券增加规模比例达到42%。

配置占比下降，交易持仓上升。受2014年债市走牛影响，本行2014年增加了交易持仓比例，交易占比上升到55.1%；配置占比从13年64%下降到44.9%。

从负债来源结构和资金成本来看，负债结构中，存款占比99.2%，是最主要稳定资金来源，其中公司存款占比47%，个人存款为49%。成本方面，吸收存款平均成本1.77%，平均付息负债成本2.29%，较2012年下行24bps，负债端利率中枢下行。2014年本行存贷比率为79%，较13年上升3个百分点。

从不良贷款和资本充足率来看，2014年本行不良贷款余额为9.25亿元，不良贷款率为1.91%，同比增加72bps，不良资产风险在下降；逾期贷款10.13亿，逾期贷款率2.1%，同比上升140bps。资本充足率为15.51%，核心资本充足率为13.88%，资本属于较为充足水平，利于风险资产的配置。

**银行资产负债结构、成本与收益率（资金单位：亿元）**

	2014年	占比	2013年	占比	增速
<b>生息资产</b>					
贷款余额	472	71%	408	69%	16%
现金及存放央行款项	147	22%	145	25%	1%
存放同业款项	47	7%	39	7%	20%
<b>合计</b>	<b>665</b>	<b>100%</b>	<b>592</b>	<b>100%</b>	<b>12%</b>
<b>生息负债</b>					
存款余额	743	95%	668	98%	11%
同业往来负债	36.1	5%	10.8	2%	235%
向央行借款	1.79	0%	0.3	0%	497%
应付债券	0	0%	0	0%	0%
<b>合计</b>	<b>781</b>	<b>100%</b>	<b>679</b>	<b>100%</b>	<b>15%</b>

**金融资产投资明细项及变动（资金单位：亿元）**

	2014年	2013年	变动
可供出售金融资产	112	107	6
应收款项类投资	41	4	38
持有至到期投资	104	60	44
长期股权投资	1	1	0
<b>合计</b>	<b>259</b>	<b>172</b>	<b>87</b>

**2014年报持有金融债券情况汇总（资金单位：亿元）**

	2014年	2013年	变动
政府债	93.8	132.0	-38
金融债	36.7	30.0	7
企业债	0.0	21.0	-21
<b>合计</b>	<b>130</b>	<b>183</b>	<b>-52.6</b>

**江苏常熟农商行**
**■ 概况**

本行是全国首批试点成立的农村商业银行，总行位于江苏省常熟市，资产和存款规模均居于全国农村商业银行前列。2014年总资产986.2亿元，其中贷款规模459.41亿元，占比46.6%；证券投资规模为130亿，都为债券投资，占比13.2%。

**■ 债券投资分析**

**2014 大幅减少债券投资，同比缩减高达 28%。**债券投资规模从2013年的183亿缩减至14年的130亿，同比下降28%。债券投资收益率为4.32%，仅高于存放央行款项利率。

**低风险的国债为主，企业债较少。**2014年国债持有规模为93.8亿，金融债36.7亿，企业债0亿，分别较2013年增持-38、7、-21亿。国债是本行的主要投资标的，占比达到72%，因其风险权重为0，且质押率高、流动性好。但2014年本行大幅减持了国债，减持规模达到38亿。

**配置占比提高，交易占比缩减。**2014年配置占比40.11%，较2013年的33%增加7个百分点。交易持仓占比为59.9%，依然占据主导地位。

**从负债来源结构和资金成本来看，**负债结构中，存款占比95%，是本行主要的资金来源，其中企业存款占比33.6%。成本方面，平均付息负债成本2.47%，较2012年下行23bps。2014年本行存贷比例为65.51%，较上年提高2.4个百分点。

**从不良贷款和资本充足率来看，**2014年本行不良贷款余额为4.53亿元，不良贷款率为0.96%，比13年下降1个bps；逾期贷款3.2亿，逾期贷款率0.8%，较13年上行40bps。资本充足率为13.25%，核心资本充足率为12.08%，较2012年均上升15bps，从当前的资本充足率来看，本行还可继续进行风险资产的配置。

**银行资产负债结构、成本与收益率（资金单位：亿元）**

	平均余额	占比	平均余额	占比	增量
贷款及垫款	4754	47%	4011	54%	743
证券投资	2615	26%	827	11%	1788
存放央行款项	1321	13%	1260	17%	60
同业往来资产	923	9%	704	9%	218
拆出资金及买入返售金融资产	585	6%	693	9%	-108
<b>生息资产合计</b>	<b>10197</b>	<b>100%</b>	<b>7495</b>	<b>100%</b>	<b>2702</b>
计息负债：					
吸收存款	6812.97	74.4%	5965.53	89.6%	847
同业往来负债	2053	22.4%	643	9.7%	1411
应付债券	290	3.2%	50	0.8%	240
<b>计息负债合计</b>	<b>9156</b>	<b>100%</b>	<b>6658</b>	<b>100%</b>	<b>2498</b>

**债券投资明细项及变动（资金单位：亿元）**

交易性金融资产	2014年	2013年	变动
国债	1	8	-7
金融债	30	6	24
企业债	21	2	19
<b>合计</b>	<b>52</b>	<b>16</b>	<b>36</b>
持有至到期金融资产	2014年	2013年	变动
国债	289	46	243
金融债	268	203	64
企业债	135	134	2
同业存单	21	12	9
<b>合计</b>	<b>713</b>	<b>395</b>	<b>318</b>
可供出售金融资产	2014年	2013年	变动
国债	13	26	-13
金融债	49	54	-5
企业债	25	27	-2
其他债	0	0	0
<b>合计</b>	<b>88</b>	<b>107</b>	<b>-20</b>
应收账款类投资	2014年	2013年	变动
理财产品投资	780.2	106.5	674
资产管理计划	835	19	815
凭证式国债	3	4	-1
次级债券	16	13	2
企业债	15	14	1
信托收益权	77	145	-69
<b>合计</b>	<b>1725</b>	<b>302</b>	<b>1422</b>

**2014年报持有金融债券情况汇总（资金单位：亿元）**

	2014年	2013年	变动
政府债	305.7	84.6	221
金融债	347.2	263.5	84
企业债	196.2	176.2	20
<b>合计</b>	<b>849.1</b>	<b>524.2</b>	<b>324.9</b>

**江苏银行**
**■ 概况**

本行是一家实现江苏省内市县机构全覆盖、辐射全国三大经济圈的城市商业银行。业务规模居国内城商行第3为，并获得“2014 中国最具品牌价值城商行”等称号。2014 年资产总额为 10383 亿元，贷款和垫款总额为 4885 亿元，占比 47%；证券投资规模为 2615 亿，占比 25.2%，其中债券投资 849.1 亿，占比 8.17%。

**■ 债券投资分析**

**证券投资扩张，债券投资同比增速高于贷款和总资产。**2014 年末证券投资 2615 亿，同比增加 216%；其中债券投资规模为 849 亿，占证券投资比重 32.5%，同比增速 61.8%，高于贷款增速 18.7%和总资产增速 36%。

**本行较青睐企业债和金融债，但 14 年大幅增持国债。**2014 年国债持有规模 305.7 亿，金融债 347.2 亿，企业债 196.2 亿，较 2013 年分别增加 221 亿、84 亿和 20 亿，金融债和企业债占比如此之高的银行不常见，细观察企业债大部分在持有至到期科目下，所以对于本行来说，金融债和企业债的高票息显然具有吸引力。但在 2014 年，本行持有的国债规模同比增幅达到 263%。由于国债风险权重为 0，且质押率高、流动性好，为了避免收益风险，本行大幅增持了国债。

**应收账款类投资大幅增加，主要是非标资产。**2014 年应收账款类投资规模为 1725 亿，较 2013 年大幅增长 1422 亿，且新增投资全部为非标。在 2014 年应收账款类投资中，资产管理计划和理财产品占比已达到 93.6%。

**配置持仓大幅增长，交易账户略增。**交易+可供出售持仓规模小幅增加 16 亿，占比从 13 年的 24%下降至 16.5%；本行大幅增加了持有至到期金融资产规模，增幅达到 318 亿，配置占比从 76%升至 83.5%。

**买入返售资产剧减，非标缩减显著。**2014 年买入返售规模为 499.3 亿，较 2013 年下降 128.7 亿，同比下降 20.5%。其中，信托受益权占比由 11%降至 6.4%。

**从负债来源结构和资金成本来看，**负债结构中，存款占比 74.44%，构成主要资金来源，其中公司存款占比 59.19%。本行存贷比为 71.30%，较 13 年增加 2.3 个百分点。

**从不良贷款率和资本充足率来看，**2014 年不良贷款不良贷款率为 1.3%，较 13 年上升 15bps。资本充足率为 12.24%，核心资本充足率为 8.81%，资本较为充足，利于风险资产的配置。



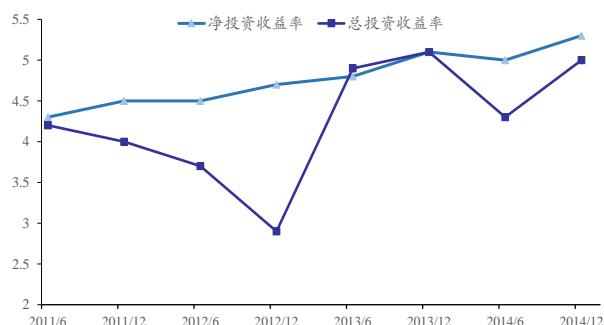
## 保险资金投资对象配置（资金单位：亿元）

	2014年		2013年	
	账面值	占比	账面值	占比
<b>固定收益类投资</b>	<b>11752</b>	<b>80%</b>	<b>10117</b>	<b>82%</b>
定期存款	2358	16%	2249	18%
债券投资	6917	47%	6392	52%
债权计划投资	1177	8%	766	6%
理财产品投资	804	5%	308	3%
其他固定收益类投资	496	3%	402	3%
<b>权益投资</b>	<b>2072</b>	<b>14%</b>	<b>1292</b>	<b>10%</b>
证券投资基金	351	2%	328	3%
权益证券	1466	10%	873	7%
理财产品投资	169	1%	5	0%
其他权益投资	86	1%	87	1%
<b>投资性物业</b>	<b>203</b>	<b>1%</b>	<b>203</b>	<b>2%</b>
<b>现金、现金等价物及其他</b>	<b>714</b>	<b>5%</b>	<b>691</b>	<b>6%</b>
<b>投资资产合计</b>	<b>14741</b>	<b>100%</b>	<b>12304</b>	<b>100%</b>

## 保险资金按投资目的分类（资金单位：亿元）

	2014年		2013年	
	账面值	占比	账面值	占比
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	190	1%	199	2%
可供出售金融资产	3076	21%	2024	16%
持有至到期投资	5742	39%	5485	45%
贷款和应收款项	5444	37%	4303	35%
其他	289	2%	292	2%
<b>投资资产合计</b>	<b>14741</b>	<b>100%</b>	<b>12304</b>	<b>100%</b>

## 保险资金投资净收益率和总收益率（单位：%）



## 平安保险

## ■ 概况

平安保险是中国第二大寿险和财产保险公司,2014 年实现业务收入 3958 亿元,其中寿险占比 64%,产险占比 36%,同比增长 18.2%;保费总收入 2526 亿元,较 2013 年上涨 15.2%。截止 2014 年末,保险总投资资产达 1.47 万亿,同比增长 2438 亿元。保险资产净投资收益 666.5 亿元,较上年大幅增长 26%,净投资收益率 5.3%,同比提升 20bp。

## ■ 保险资产配置

大类资产配置结构中,固定收益类占比缩减,权益投资明显提升。具体而言,固定收益类投资占比 79.7%,较上年减少 2.5 个百分点;权益投资占比 14.1%,大幅提升 3.6 个百分点;此外,现金和投资性物业分别占比 5%和 1%。在股市走牛下,总资产配置偏好向风险资产尤其股票倾斜。

**固定收益类资产投资上,非标猛增,存款和债券缩减。**标准化的定期存款和债券投资比重缩减,2014 年新增投资 634 亿,占比从 2013 年 70%降至 63%;非标投资增长迅猛,理财产品和债权计划投资大幅上升 907 亿,占比从 9%提高至 13%。

**权益类投资额和占比大幅提高。**2014 年权益投资额增长 867 亿元至 2072 亿元,占比从上年 10.5%提高至 14.1%,其中股票和理财产品是贡献权益投资规模扩张的主因,新增投资额分别为 593 亿和 164 亿元。2014 年沪深 300 上涨 52%,保险投资范围放宽至创业板,带动险资增量资金积极入市。

**从投资收益看,股债双牛带动收益率上升。**2014 年净投资收益率 5.3%,环比上升 20bp,主要得益于公司优化固定收益投资配置,增加高收益非标资产投资,新增固收类投资利息率上升,同时股票投资分红收益率也上升。

**另类资产投资力度加大。**另类投资具有期限长、收益率高、风险低和筹资额大等特点,契合保险资金特性,14 年平安加大债权计划、信托计划等规模,交易对手以大型国企、政府、银行等主体,67%有担保人增信,29%有抵质押增信,AAA 评级占 94%,AA+评级占 5%。

**从投资账户分类看,可供出售类资产和贷款与应收款项资产明显扩容,持有到期资产缩减。**具体而言,可供出售资产规模增加 1052 亿,占比从 16%增至 21%,贷款与应收款项投资规模增加 1141 亿,占比提高 2 个百分点至 37%,而持有至到期投资占比则大幅缩减。

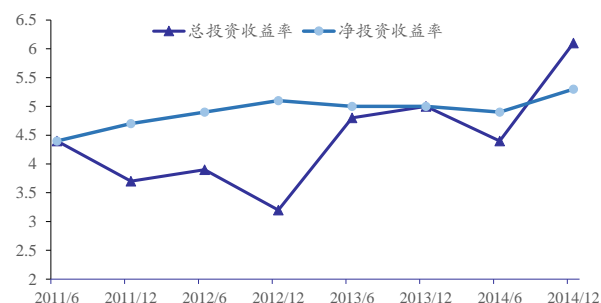


**保险资金投资对象配置（资金单位：亿元）**

	2014年		2013年	
	账面值	占比	账面值	占比
<b>固定收益类投资</b>	<b>6607</b>	<b>87%</b>	<b>5655</b>	<b>85%</b>
定期存款	1656	22%	1443	22%
债券	4203	55%	3733	56%
债权计划投资	476	6%	345	5%
理财产品投资	95	1%	14	0%
其他固定收益类投资	178	2%	120	2%
<b>权益投资</b>	<b>806</b>	<b>11%</b>	<b>751</b>	<b>11%</b>
证券投资基金	334	4%	335	5%
权益证券	290	4%	312	5%
理财产品投资	75	1%	18	0%
其他权益投资	106	1%	86	1%
<b>投资性房地产</b>	<b>66</b>	<b>1%</b>	<b>193</b>	<b>3%</b>
<b>现金及现金等价物</b>	<b>140</b>	<b>2%</b>	<b>120</b>	<b>2%</b>
<b>投资资产合计</b>	<b>7619</b>	<b>100%</b>	<b>6668</b>	<b>100%</b>

**保险资金按投资目的分类（资金单位：亿元）**

	2014年		2013年	
	账面值	占比	账面值	占比
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	178	2%	49	1%
可供出售金融资产	1666	22%	1755	26%
持有至到期投资	3120	41%	2628	39%
长期股权投资	3	0%	0	0%
贷款及其他	2653	35%	2235	34%
<b>投资资产合计</b>	<b>7619</b>	<b>100%</b>	<b>6667</b>	<b>100%</b>

**保险资金投资净收益率和总收益率（单位：%）**

**太平洋保险**
**■ 概况**

太平洋保险是中国领先的综合性保险集团，位列《财富》世界400强第384位。2014年实现业务收入2198亿元，其中寿险占比45%，产险占比42%，同比增长13.8%；保费总收入1918亿元，较2013年上涨8.4%。截止2014年末，保险总投资资产达7619亿，同比增长14.3%。保险资产净投资收益367亿元，较上年大幅增长16.9%，净投资收益率5.3%，同比提升30bp。

**■ 保险资产配置**

大类资产配置结构中，固定收益类占比提高，权益类投资变化不大。2014年本公司新增固定收益类资产投资951.59亿元，较上年增加2个百分点。债券投资及定期存款总额上升，较上年末分别增长12.6%和14.7%。权益投资占比11%，与上年持平。此外，现金和投资性房地产分别占比2%和1%。在权益类资产市场上升之际，总资产配置偏好向固定收益资产倾斜。

**固定收益类资产投资上，非标猛增。**标准化的定期存款和债券投资占比基本不变；非标投资增长迅猛，债权计划、理财产品和其他固定收益类投资大幅上升269亿，占比从7%提高至9%。

**权益类投资总量上升，占比不变。**2014年权益投资额增长751亿元至806亿元，占比保持在11%不变，其中基金、股票和理财产品等的占比也基本不变。

**从投资收益看，债市带动收益率上升。**2014年总投资收益率6.1%，同比上升1.1个百分点；净投资收益率5.3%，同比上升20bp；投资收益上升的主要原因是权益类资产的买卖价差收益明显增加，以及计提投资资产减值准备大幅减少所致。

**另类资产投资力度加大。**另类投资具有期限长、收益率高、风险低和筹资额大等特点，契合保险资金特性，14年公司债权计划投资总额较上年末增长37.7%。

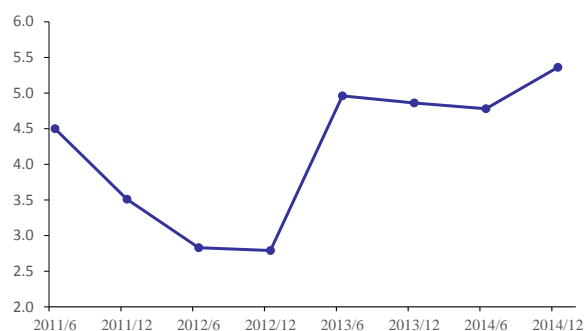
**从投资账户分类看，持有到期资产和贷款及其他资产扩容，可供出售类资产缩减。**具体而言，持有至到期投资较上年增长18.7%，主要是公司增持了债券投资；贷款及其他资产较上年末增长18.7%，主要原因是定期存款资产和债权投资计划总额增加。可供出售金融资产较上年末减少5.1%。

**保险资金投资对象配置（资金单位：亿元）**

	2014年		2013年	
	账面值	占比	账面值	占比
<b>固定收益类投资</b>	<b>18046</b>	<b>86%</b>	<b>16628</b>	<b>90%</b>
定期存款	6902	33%	6642	36%
债券	9406	45%	8736	47%
保险资产管理产品	623	3%	551	3%
其他固定收益类投资	1115	5%	699	4%
<b>权益投资</b>	<b>2360</b>	<b>11%</b>	<b>1550</b>	<b>8%</b>
证券投资基金	836	5%	590	3%
权益证券	949	4%	797	4%
其他权益投资	575	3%	162	1%
<b>投资性房地产</b>	<b>13</b>	<b>0%</b>	<b>13</b>	<b>0%</b>
<b>现金及现金等价物</b>	<b>591</b>	<b>3%</b>	<b>297</b>	<b>2%</b>
<b>投资资产合计</b>	<b>21010</b>	<b>100%</b>	<b>18487</b>	<b>100%</b>

**保险资金按投资目的分类（资金单位：亿元）**

	2014年		2013年	
	账面值	占比	账面值	占比
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	530	3%	342	2%
可供出售金融资产	6075	29%	4915	27%
持有至到期投资	5173	25%	5031	27%
定期存款	6902	33%	6642	36%
买入返售金融资产	119	1%	83	0.4%
货币资金	471	2%	214	1%
贷款	1665	8%	1186	6%
存出资本保证金	62	0%	62	0.3%
投资性房地产	13	0%	13	0.1%
<b>投资资产合计</b>	<b>21010</b>	<b>100%</b>	<b>18487</b>	<b>100%</b>

**保险资金投资总收益率（单位：%）**

**人寿保险**
**■ 概况**

人寿保险是中国最大的人寿保险公司，中国领先的个人和团体人寿保险与年金产品、意外险和健康险供应商。2014 年实现业务收入 4458 亿元，同比增长 5.2%；保费总收入 3301 亿元，较 2013 年上涨 1.6%。2014 年公司市场份额约为 26.1%，继续占据寿险市场主导地位。截止 2014 年末，保险总投资资产达 21009 亿，同比增长 13.6%。息类收入稳定增长，净投资收益率和总投资收益率分别为 4.71% 和 5.36%。

**■ 保险资产配置**

大类资产配置结构中，固定收益类占比下降，权益类投资占比上升。具体而言，固定收益类投资占比 86%，较上年减少 4 个百分点；权益投资占比 11%，大幅提升 3 个百分点；此外，现金和投资性物业分别占比 3% 和 0%。在股市走牛下，总资产配置偏好向风险资产尤其基金倾斜。

**固定收益类资产投资上，非标有一定提高，存款和债券缩减。**权益类投资额和占比大幅提高。标准化的定期存款和债券投资占比有所下降，占比从 2013 年 83% 降至 78%，其中，债券配置比例由 2013 年底的 47.25% 降至 44.77%，定期存款配置比例由 2013 年底的 35.93% 降至 32.85%。非标投资占比有一定提高，占比从 2013 年底的 7% 提高至 2014 年底的 8%。2014 年权益投资增长至 2360 亿元，投资占比由 8.38% 升至 11.23%。

**从投资收益看，股债双牛带动收益率上升。**2014 年，息类收入稳定增长，净投资收益率为 4.71%；价差收入和公允价值变动损益大幅上升，资产减值损失显著下降，总投资收益率为 5.36%，同比上升 0.5 个百分点。

**另类资产投资力度加大。**另类投资具有期限长、收益率高、风险低和筹资额大等特点，契合保险资金特性，14 年公司债权投资计划、信托计划等金融资产配置比例由 2013 年底的 3.14% 升至 4.32%。

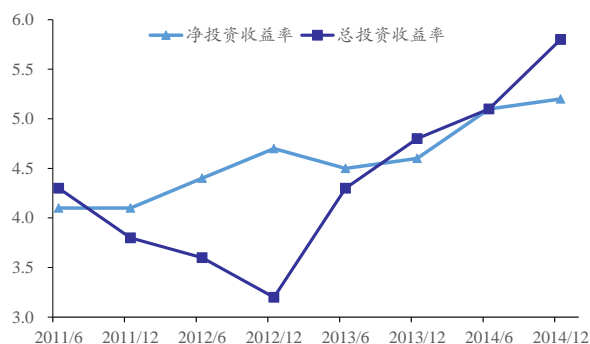
**从投资账户分类看，定期存款、持有到期投资、可供出售金融资产、货币资金和贷款等扩容。**定期存款同比增长 3.9%。持有至到期投资同比增长 2.8%，主要是增加高等级信用债和金融债规模。可供出售金融资产同比增长 23.6%，主要是增加高等级信用债和基金规模。以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产同比增长 55.3%，主要是交易性股票规模增加。货币资金同比增长 120.2%，主要是流动性管理的需要。贷款同比增长 40.3%，主要是保户质押贷款业务规模增加，以及加大对债权投资计划、信托计划等投资品种的配置力度。

**保险资金投资对象配置（资金单位：亿元）**

	2014年		2013年	
	账面值	占比	账面值	占比
<b>固定收益类投资</b>	<b>5128</b>	<b>82%</b>	<b>4687</b>	<b>85%</b>
定期存款	1673	27%	1631	30%
债券及债务	2374	38%	2454	45%
信托计划	595	10%	256	5%
债权计划	248	4%	44	1%
项目资产支持计划	200	3%	200	4%
其他	38	1%	101	2%
<b>权益投资</b>	<b>706</b>	<b>11%</b>	<b>416</b>	<b>8%</b>
证券投资基金	223	4%	131	2%
权益证券	341	5%	191	3%
长期股权投资	102	2%	94	2%
其他权益投资	40	1%	0	0%
<b>现金及现金等价物</b>	<b>145</b>	<b>2%</b>	<b>186</b>	<b>3%</b>
<b>其他</b>	<b>278</b>	<b>4%</b>	<b>207</b>	<b>4%</b>
<b>投资资产合计</b>	<b>6257</b>	<b>100%</b>	<b>5496</b>	<b>100%</b>

**保险资金按投资目的分类（资金单位：亿元）**

	2014年		2013年	
	账面值	占比	账面值	占比
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	87	1%	24	0.4%
可供出售金融资产	1755	28%	1279	23%
持有至到期投资	1760	28%	1830	33%
贷款及其他应收款	2554	41%	2269	41%
长期股权投资	102	2%	94	2%
<b>投资资产合计</b>	<b>6257</b>	<b>100%</b>	<b>5496</b>	<b>100%</b>

**保险资金投资净收益率和总收益率（单位：%）**

**新华保险**
**■ 概况**

人寿保险是中国领先的保险理财机构。2014 年实现业务收入 1432 亿元，同比增长 10.5%；保费总收入 1099 亿元，较 2013 年上涨 6%。截止 2014 年末，保险总投资资产达 6257 亿，同比增长 13.9%。息类收入稳定增长，总投资收益率达到 5.8%，同比增长 1%。

**■ 保险资产配置**

大类资产配置结构中，固定收益类占比下降，权益类投资占比上升。具体而言，固定收益类投资占比 82%，较上年减少 3 个百分点；权益投资占比 11%，大幅提升 3 个百分点。权益投资中，基金和股票占比大幅提升，都较上年提升了 2 个百分点。从在股市走牛下，总资产配置偏好向风险资产尤其股票倾斜。

固定收益类资产投资上，非标大幅提高，存款和债券大幅缩减。标准化的定期存款和债券投资占比有所下降，占比从 2013 年 75% 降至 65%，其中，定期存款配置比例由 2013 年底的 30% 降至 27%，债券配置比例由 2013 年底的 45% 降至 38%。

从投资收益看，股债双牛带动收益率上升。2014 年，息类收入稳定增长，净投资收益率为 5.2%，同比增长 60 个 bp；价差收入和公允价值变动损益大幅上升，资产减值损失显著下降，总投资收益率为 5.8%，同比上升 1 个百分点。

从投资账户分类看，可供出售金融资产扩容，持有至到期投资缩减。具体来看，可供出售金融资产同比增长 5%，主要是增加信托计划、股票和基金规模。持有至到期投资资产同比下降 5%，主要是减少了债券投资。以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产同比增长 0.6%，主要是交易性股票规模增加。

总体看来，公司在债权型投资中，加大了信托计划和债权计划非标投资资产的配置，债券投资略有下降。公司在股权型投资中，增加了对股票、基金和资产管理计划等的投资。

**保险资金投资对象配置（资金单位：亿欧元）**

	2014年		2013年	
	账面值	占比	账面值	占比
固定收益类投资				
债券	5498	89%	4807	90%
权益投资				
权益证券	412	7%	356	7%
投资性房地产	113	2%	107	2%
现金及其他	122	2%	98	2%
投资资产合计	6146	100%	5369	100%

**债券投资对象配置（资金单位：亿欧元）**

	2014年		2013年	
	账面值	占比	账面值	占比
债券投资				
政府债	2093	38%	1796	37%
资产担保债	1076	20%	1025	21%
公司债	1451	26%	1164	24%
银行证券	324	6%	331	7%
其他	554	10%	491	10%
合计	5498	100%	4807	100%

**保险资金投资净收益和总收益（单位：亿欧元）**

	净收益	净收益率	总收益	总收益率
2013年	31.61	0.59%	71.62	1.33%
2014年	26.03	0.42%	63.88	1.04%

**安联保险(ALLIANZ)**
**■ 概况**

德国安联集团是欧洲最大的保险公司，全球最大的保险和资产管理集团之一。安联保险集团于 1890 年在德国柏林成立，至今已有 120 年的悠久历史，现总部设于德国巴伐利亚州首府慕尼黑市，是目前德国最大的金融集团，也是欧洲最大的金融集团之一，2012 年位居世界 500 强第 28 位。

**■ 保险资产配置**

**投资资金规模大幅提高，各类资产配置占比基本维持不变。**集团保险资金投资规模在 2014 年增加了 777 亿欧元，达到了 6146 亿欧元，同比增长 14.5%。在资产配置方面，各类资产的配置规模都有所增加，但配置比例基本维持不变。比如，债券的配置占比在 2013 年为 90%，在 2014 年为 89%，比较稳定。

**权益类投资占比较低。**虽然较 2013 年，权益类投资规模增加了 56 亿欧元，达到 412 亿欧元。但其占比基本不变，只有 7% 左右。公司在权益类投资的配置上无太强偏好。

**债券投资中，政府债和公司债配置占比提高，资产担保债和银行证券占比缩减。**在 2014 年，购买的政府债规模提高了 297 亿欧元，占比达到 38%，较 2013 年提高了 1%。购买的公司债规模增加了 287 亿欧元，占比提高到 26%，相比于 2013 年增加了 2 个百分点。购买的资产担保债和银行证券绝对规模基本稳定，但占比缩减，其中，资产担保债占比下降 1 个百分点到 20%，银行证券占比下降 1 个百分点到 6%。

**投资收益下降。**在 2014 年，总投资收益只有 63.88 亿欧元，同比下降 8.5%；净投资收益只有 26.03 亿欧元，同比下降 14.6%。虽然公司管理费用有一定的下降，但受整体收益下降的影响，公司投资收益相比于 2013 年有所缩减。

总体看来，公司投资资金的配置基本稳定。投资资金中 90% 左右的资金都被用于购买债券，权益类投资占比只有 7%，总资产配置偏好于债券类资产。在债券类投资中，在 2014 年公司大幅增加了对政府债和公司债的持有，而其他类债券的规模和占比保持基本稳定。



**保险资金投资对象配置（资金单位：亿欧元）**

	2014年		2013年	
	账面值	占比	账面值	占比
<b>固定收益类投资</b>	<b>3189</b>	<b>87%</b>	<b>2802</b>	<b>82%</b>
债券	2906	79.6%	2503	73.2%
其他固定收益类投资	283	7.8%	300	8.8%
<b>权益投资</b>	<b>176</b>	<b>5%</b>	<b>177</b>	<b>5%</b>
可供出售金融资产	152	4.2%	151	4%
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	24	0.7%	27	1%
<b>投资性房地产</b>	<b>149</b>	<b>4%</b>	<b>150</b>	<b>4%</b>
<b>现金及现金等价物</b>	<b>102</b>	<b>3%</b>	<b>184</b>	<b>5%</b>
<b>其他投资</b>	<b>37</b>	<b>1%</b>	<b>107</b>	<b>3%</b>
<b>投资资产合计</b>	<b>3653</b>	<b>100%</b>	<b>3420</b>	<b>100%</b>

**固定收益类投资按投资目的分类（资金单位：亿欧元）**

	2014年		2013年	
	账面值	占比	账面值	占比
<b>固定收益类投资</b>	<b>3189</b>	<b>100%</b>	<b>2802</b>	<b>100%</b>
持有至到期投资	29	1%	41	1%
贷款	487	15%	549	20%
可供出售金融资产	2586	81%	2126	76%
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	87	3%	87	3%

**债券投资按债券等级分类（单位：亿欧元）**

债券等级	账面值	占比
AAA	487	17%
AA	648	22%
A	454	16%
BBB	1140	39%
其他	176	6%
<b>合计</b>	<b>2906</b>	<b>100%</b>

**债券投资按债券到期时间分类（单位：亿欧元）**

债券到期时间	账面值	占比
1年期	85	3%
1年-5年期	548	19%
5年-10年期	912	31%
10年期以上	1334	46%
永久	27	1%
<b>合计</b>	<b>2906</b>	<b>100%</b>

**投资收益和收益率（单位：欧元和%）**

	2014年	2013年	差额
投资收益	197	202	-5
收益率	5.4%	5.9%	-0.50%

**忠利保险(GENERALI)**
**■ 概况**

意大利忠利保险有限公司成立于 1831 年，迄今已有 180 多年的保险经营经验。忠利集团作为世界最大的保险集团之一，其旗下的 100 多家保险及金融实体遍布全球 50 多个国家。

**■ 保险资产配置**

**投资资金规模扩大，固定收益类投资大幅扩张。**集团保险资金投资规模在 2014 年增加了 232 亿欧元，达到了 3653 亿欧元，同比增长 6.8%。在资产配置方面，固定收益类投资规模增加 386 亿欧元，同比增长 13.8%，占总投资资产比例达到 87%，相比于 2013 年提高 5%。集团在权益类投资中并无太大变化，权益投资占集团总投资规模比重维持在 5% 左右。

**固定收益类投资中，债券投资规模大幅提高。**在 2014 年，债券投资规模大幅增加 403 亿欧元，同比增长 16.1%，占总投资资产的比例也从上年的 73.2% 提高到 79.6%。集团在固定收益类投资的配置上对债券有着非常强的偏好。

**固定收益类投资中，可供出售金融资产规模大幅扩张。**在固定收益类投资中，可供出售的金融资产规模在 2014 年大幅增加了 460 亿欧元，占固定收益类投资资产的比重达到 81%，较上年占比提高了 5%。这可供出售金融资产规模的大幅扩张，主要是因为集团在 2014 年大幅提高了对债券的购买规模。

**债券投资中，BBB 类债券为集团主要投资标的。**按债券等级划分，集团主要持有 BBB 类债券，该类债券规模占总债券投资规模比重达到 39%。除此之外，AAA 类、AA 类和 A 类债券的占比分别为 17%、22% 和 16%，相对较为平均。

**债券投资中，以长期和中期债券投资为主。**集团持有 10 年期以上的债券规模占总债券投资规模的比重达到 46%，持有 5 年至 10 年前的债券比重也达到 31%。在债券投资中，集团偏向于持有长期和中期债券。

**总体投资收益下降。**集团在 2014 年的投资收益较上年减少了 5 亿欧元，下降到 197 亿欧元。集团投资收益率在 2014 年为 5.4%，较上年下降 50bp。

**总体看来，集团对债券类投资有着非常强的偏好。**在 2014 年，投资资金中 80% 左右的资金都被用于购买债券，权益类投资占比只有 5%。在债券类投资中，公司偏好于长期和中期债券，同时也较大比重地持有了 BBB 级的债券。



**保险资金投资对象配置（资金单位：亿美元）**

	2014年		2013年	
	账面值	占比	账面值	占比
<b>固定收益类投资</b>	<b>2796</b>	<b>78.2%</b>	<b>2809</b>	<b>82.1%</b>
债券	2599	72.7%	2583	75.5%
其他固定收益类投资	197	5.5%	226	6.6%
<b>权益投资</b>	<b>54</b>	<b>1.5%</b>	<b>45</b>	<b>1.3%</b>
权益证券	44	1.2%	37	1.1%
其他类证券	10	0.3%	8	0.2%
<b>短期投资</b>	<b>112</b>	<b>3.1%</b>	<b>216.17</b>	<b>6.3%</b>
应收抵押贷款	250	7.0%	208	6.1%
<b>现金及现金等价物</b>	<b>18</b>	<b>0.5%</b>	<b>22</b>	<b>0.7%</b>
<b>其他投资</b>	<b>345</b>	<b>9.7%</b>	<b>287</b>	<b>8.4%</b>
<b>投资资产合计</b>	<b>3575</b>	<b>100%</b>	<b>3420</b>	<b>100%</b>

**债券投资按债券等级分类（单位：亿美元）**

债券等级	2014年		2013年	
	账面值	占比	账面值	占比
AAA	479	17%	480	17%
AA	426	15%	455	16%
A	650	23%	648	23%
BBB	803	29%	808	29%
其他	438	16%	417	15%
<b>合计</b>	<b>2796</b>	<b>100%</b>	<b>2809</b>	<b>100%</b>

**投资净收益情况（单位：亿美元）**

	2014年	2013年	2012年
利息和分红	132.46	131.99	135.44
另类投资	26.24	28.03	17.69
其他投资收益	7.26	3.56	56.34
投资费用	5.17	5.48	6.04
<b>净投资收益</b>	<b>160.79</b>	<b>158.1</b>	<b>203.43</b>

**国际集团(AIG)**
**■ 概况**

美国国际集团（AIG）是一家以美国为基地的国际性跨国保险及金融服务机构集团，总部设于纽约市的美国国际大厦。集团在英国的总部位于伦敦的 Fenchurch Street、欧洲大陆的总部则设于巴黎的 La D é fense、而亚洲总部则设于香港。

**■ 保险资产配置**

**投资资金规模扩大，固定收益类投资缩减。**集团保险资金投资规模在 2014 年增加了 155 亿美元，达到了 3575 亿美元，同比增长 4.5%。在资产配置方面，固定收益类投资规模缩减，在 2014 年减少了 13 亿美元，下降到 2796 亿美元，占总投资资产比例达到 78.2%，相比于 2013 年下降 4%。

**权益类投资有较大幅度扩张。**集团的权益类投资有较大幅度扩张，在 2014 年增加了 9 亿美元，达到 54 亿美元，同比增加 20%。在占比方面，权益类投资占比在 2014 年达到 1.5%，较上一年增加了 0.2 个百分点。

**债券投资中，BBB 类和 A 类债券为集团主要投资标的。**按债券等级划分，集团主要持有 BBB 类和 A 类债券。其中，在 2014 年，BBB 类债券规模占总债券投资规模比重达到 29%，A 类债券占比达到 23%。除此之外，AAA 类和 AA 类债券的占比稳定在 16% 上下。

**投资净收益规模有一定提高。**集团 2014 年的净投资收益达到 160.79 亿美元，同比增加 1.3%。在投资收益分类中，利息和分红收益增加 0.47 亿美元，达到 132.46 亿美元。集团的其他投资类投资收益有较大幅度提高，同比增加 104%，达到 7.26 亿美元。从净投资收益率来看，2014 年的净投资收益率为 4.5%，相比于 2013 年，下降了 0.1 个百分点。

总体看来，公司对债券类投资有着较强的偏好。虽然在 2014 年，债券投资占比相比上一年有所下降，但依然达到 73%。在权益类投资方面，虽然有一定的扩张，但权益类投资占比整体较小，只有 1.5% 左右。

**保险资金投资对象配置（资金单位：亿美元）**

	2014年		2013年	
	账面值	占比	账面值	占比
固定收益类投资				
债券	4064	59.0%	3604	58.9%
权益投资				
权益证券	232	3.4%	216	3.5%
投资性房地产	245	3.6%	230	3.7%
衍生金融产品投资	11	0.2%	10	0.2%
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	88	1.3%	69	1.1%
非整合投资基金	118	1.7%	105	1.7%
贷款	314	4.6%	267	4.4%
其他投资	1811	26.3%	1622	26.5%
投资资产合计	6884	100%	6122	100%

**债券投资对象配置（单位：亿美元）**

	2014年		2013年	
	账面值	占比	账面值	占比
债券投资				
政府债	1908.39	47%	1594	44%
政府相关债	654.67	16%	584.25	16%
公司债	1501	37%	1425	40%
合计	4064	100%	3604	100%

**投资净收益情况（单位：亿美元）**

	2014年	2013年	差额
净投资收益	298.1	339.58	-41.48
净投资收益率	4.3%	5.5%	-1%

**安盛集团 (AXA)**
**概况**

法国安盛集团 (AXA) 是全球最大保险集团，亦是全球第三大国际资产管理集团。安盛集团首家公司于 1816 年在法国成立，通过多项收购及合并活动，安盛已成为全球首屈一指的保险集团，业务网络覆盖全球五大洲逾 50 个国家及地区，全球职员及保险代理人约 11 万名。安盛的主要业务为保险及资产管理。

**保险资产配置**

**投资资金规模扩大，固定收益类投资规模扩张。**集团保险资金投资规模在 2014 年增加了 761 亿欧元，达到了 6884 亿美元，同比增长 12.43%。在资产配置方面，固定收益类投资规模提高，在 2014 年增加了 460 亿欧元，达到 4064 亿美元，占总投资资产比例达到 59%。固定收益类投资规模的扩张直接拉动了总投资资产规模的扩大。

**权益类投资规模扩张。**集团的权益类投资有较大幅度扩张，在 2014 年增加了 16 亿美元，达到 232 亿美元，同比增加 7.4%。在占比方面，权益类投资占比在 2014 年达到 3.4%，较上一年略微下降 0.1 个百分点。

**债券投资中，政府债和公司债为主要债券配置。**

在 2014 年，集团购买的政府债规模提高了 314 亿欧元，同比增加 19.7%，政府债占总债券规模比例达到 47%，较 2013 年提高了 3%。购买的公司债绝对规模有所提高，但占比缩减，其中，公司债规模增加了 76 亿欧元，同比增加 5.3%；公司债占比减少了 3%，降为 37%。购买的政府相关债规模增加了 70.4 亿欧元，同比提高 12%。政府相关债占比为 16%，相比于 2013 年，占比保持不变。

**投资净收益规模和收益率下降。**集团 2014 年的净投资收益达到 298.1 亿欧元，同比下降 12%。在投资收益上。从净投资收益率来看，2014 年的净投资收益率为 4.3%，相比于 2013 年，下降了 1.2 个百分点。

总体看来，公司对债券类投资有着较强的偏好。在总投资资金中，债券类投资规模保持在 59% 左右。在权益类投资方面，权益类投资占总投资资金的比例整体较小，只有 3.4% 左右。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为信用债评级和转债评级。以报告发布后的建议 3 个月内的信用债净价为比较基准，报告发布后的建议投资期限内的信用债指数为比较基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 3 个月内信用债净价的涨跌幅，3 个月内转债价格相对于信用债指数的涨跌幅。

	评级	说明
信用评级	增持	信用风险下降，净价上涨
	中性	净价不变
	减持	信用风险上升，净价下跌
转债评级	增持	强于信用债指数
	中性	与信用债指数持平
	减持	弱于信用债指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		