

对指数型债基和银行类货基的再思考 -中泰固收金融产品专题报告 2019-08-22

分析师：齐晟

执业证书编号：S0740517040002

Email: qisheng@r.qlzq.com.cn

分析师：韩坪

执业证书编号：S0740519070007

Email: hanping@r.qlzq.com.cn

投资要点

- **对指数型债基和银行类货基的再思考**
- 针对指数型债基和类货基产品的不断发展，本篇报告尝试回答2个问题：第一，指数型债基的发行热潮能否持续？第二，利率指数型债基的发行热情为何多于信用指数型？
- 针对指数型债基的发行热潮能否持续这一问题，从3个角度展开：基金发行人、机构投资者、个人投资者。
- 基金发行人对于指数型债基产品的发行热情主要来自两方面：扩充规模的利器，以及当前对债市前景相对看好（强于权益），能够吸引投资者申购。
- 从机构投资者角度来看，“债市走牛+避税需求”是选择被动指数型债基的重要原因。相比金融自营部门，公募基金在重要利率债品种和信用债的交易利得方面享有免税优势，同时在信用债的票息收入方面享有少缴税的优势。相较于券商资管、信托等资管机构，公募基金在利率品种和信用品种的资本利得方面均有避税优势。
- 从个人投资者角度看，指数型债基产品有望成为公募货基的一类替代产品，且管理费率偏低也是一个优势。
- 在债券指数型产品不断发力的同时，我们注意到利率债指数型债基的发展无论是数量还是规模上，均明显强于信用债指数型产品，这或与两个因素有关：信用指数型债基的业绩偏弱，叠加发行过程中可能增加的成本。
- 虽然去年的债牛较为特殊，但值得注意的是当前对于信用风险的担忧仍未明显降低，因此从产品历史业绩的角度出发，再结合当前经济向下的环境以及信用违约风险的存在，利率型产品对于投资者的吸引力更大，发行人的相应热情也高一些。
- 信用型产品在筹备过程中还存在一个问题：如果跟踪现有指数，由于信用债的个券可能存在流动性问题，因此可能有较大的复制难度。对此，一方面可以通过开发新指数来避免，但增加了成本；另一方面也可以选择现有指数进行跟踪，但指数复制存在一定难度，会对业绩有影响。
- 银行业协会在本月初公布了《商业银行理财产品核算估值指引（征求意见稿）》。意见稿没有过多地涉及产品类型，因此对类货基产品的明确指引或在后续推出，目前仍适用摊余成本法。不过，在摊余成本法的适用性方面，银行理财与公募的差距有所收窄，一方面体现在银行理财适用摊余成本法的门槛提高；另一方面，首只摊余成本法的债基在今年已经获准发行（南方恒庆一年定开）。
- 随着后续监管约束的出台，类货基的摊余成本适用性可能下滑，届时相对公募货基的吸引力或有回落，而摊余成本法债基的出现或意味着公募货基不仅要面临外部压力（银行类货基），同时还要应对来自“同行”的压力（摊余成本法债基、指数型债基等）。
- **风险提示事件：资金面变化超预期，产品监管政策超预期**

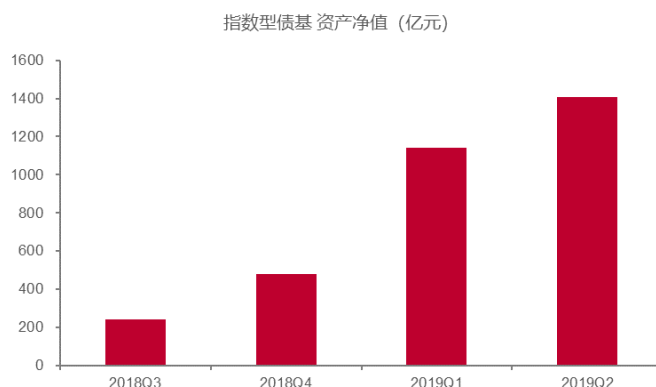
内容目录

对指数型债基和银行类货基的再思考	- 3 -
从供需两端看指数型债基的发行热潮能否延续	- 3 -
双重因素助推利率型产品的发行热情	- 8 -
公募和理财在摊余成本法上的差距收窄，关注摊余成本法债基的后市发展	- 10 -

对指数型债基和银行类货基的再思考

前期报告《货基规模下滑后，有哪些产品来承接》曾分析过银行类货基产品以及被动指数型债基均是公募货基的有力竞争者，且存在蚕食公募货基市场份额的情况。针对指数型债基的不断发展，本篇报告尝试回答2个问题：第一，指数型债基的发行热潮能否持续？第二，利率指数型债基的发行热情为何多于信用指数型？此外，银行业协会在本月初公布了《商业银行理财产品核算估值指引（征求意见稿）》，我们在最后一段结合相关内容对银行理财的估值进行讨论。

图表 1：指数型债基的资产净值在上半年明显走高



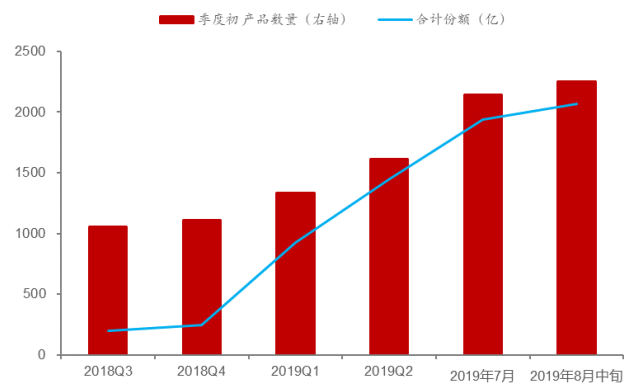
来源：WIND，中泰证券研究所

从供需两端看指数型债基的发行热潮能否延续

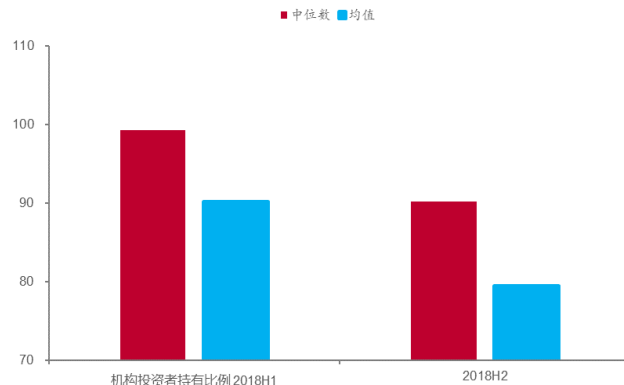
考虑到当前指数型债基的绝大部分来自被动指数型债基（增强指数型仅有2只），因此我们将重点放在被动指数型债基产品上（下称“指数型产品”）。从规模变动来看，指数型产品在今年上半年大肆扩张，Q1和Q2的份额分别增加518亿和493亿，规模较去年同期显著增长。不过值得注意的是从7月以来，指数型产品在近一个半月内的扩张速度有所放缓，7月初至8月上旬的份额增长不足150亿，由此市场参与者不免产生疑问：指数型债基的发行热潮能否持续？对此，从3个角度分别展开：基金发行人、机构投资者、个人投资者。

图表 2-1：被动指数型债基在今年全面发力

图表 2-2：机构投资者为指数型债基的主要投资者



来源：WIND，中泰证券研究所



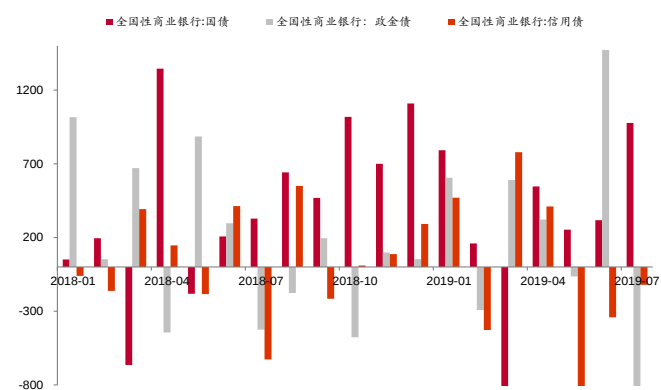
来源：WIND，中泰证券研究所

首先，基金发行人对于指数型债基产品的发行热情主要来自两方面：扩充规模的利器，以及当前对债市前景相对看好（强于权益）。在 2017 年之前，通过货币基金年底冲规模是公募机构的常规操作，但在 2017 年底监管指导后，公募货基冲规模的做法失效，货基不再纳入规模排名数据。因此，在货基冲量的后时代，指数型债基产品的不断扩容是公募机构提升管理规模的一个方式。

此外，当前投资者对债市前景的预期乐观。7 月托管量数据显示银行机构依然以国债和地方债为主要增配债种，虽然银行对政金债进行了减持，全国性商业银行和中小银行分别减持政金债 986.3 亿和 280 亿，但结合国债数据，银行对国债及政金债整体仍是增持。同时，非法人机构追涨政金债和信用债，券商也小幅增持利率债。

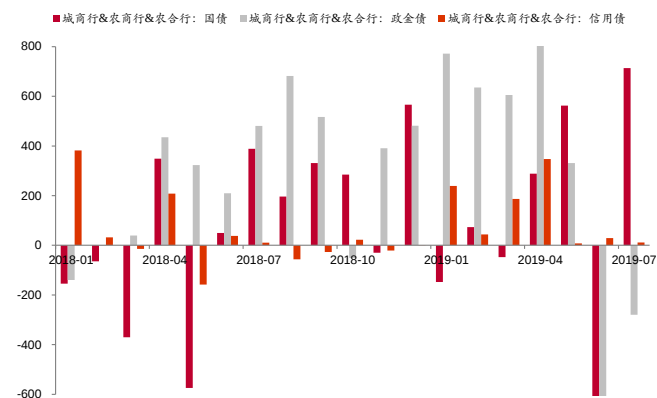
而进入 8 月份，在海外情绪的带动下，叠加偏弱的 7 月金融数据和经济数据先后出炉，利率债持续走强，10 年国开活跃券在 8 月上旬的下行幅度超过 10bp。因此在债市情绪偏乐观之际，指数型债基的发行既能扩充管理规模，同时又拥有较强的吸引力，能够吸引投资者申购。

图表 3：全国性商业银行增持国债 976.5 亿

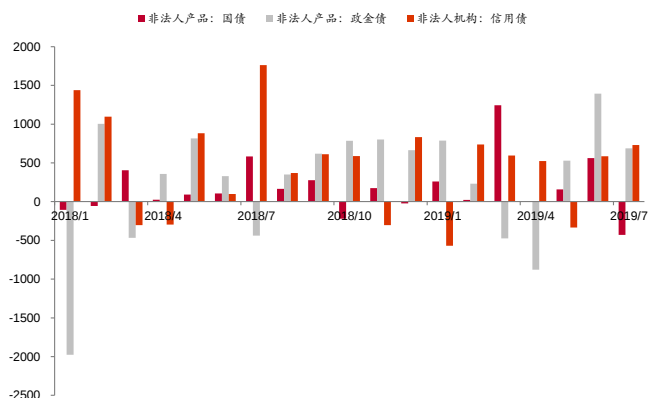


来源：WIND，中泰证券研究所

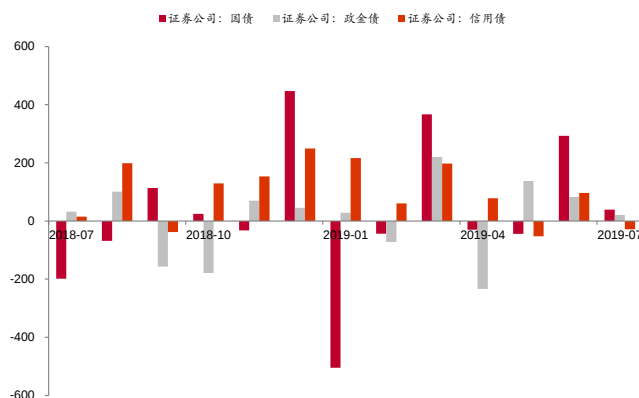
图表 4：中小银行增持国债 713.8 亿



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 5：非法人机构整体增持政金债和信用债


来源：WIND，中泰证券研究所

图表 6：证券公司小幅增持利率债


来源：WIND，中泰证券研究所

其次，从机构投资者角度来看，“**债市走牛+避税需求**”是选择被动指数型债基的重要原因。虽然目前被动指数型债基的半年度报告尚未完全公布，但去年的半年报和年度报告仍然可作为观察指标，可以看到**机构投资者是指数型产品的主要投资者**。根据去年的半年报和年报，已披露数据的被动指数型债基产品里，机构投资者占比的中位数均在 90%以上，均值也超过 75%，是该类产品的主要投资者。

从投资需求角度看，债市的乐观情绪显然使得债基产品吸引力增加，进而传导至产品申购端，上文已经分析，此处不再赘述。另一方面，**公募债基产品的避税能力是促使部分机构投资者的认购动力**。资管增值税在 2018 年 1 月 1 日已经开征，我们更多关注金融机构的自营部门、公募基金、金融资管机构这三者之间在利率债和信用债方面的税收优势。

参照下图，公募基金在利率品种、信用品种的票息收入和资本利得方面都有较大的优势。相比于金融机构的自营部门，公募基金在重要利率债品种和信用债的交易利得方面享有免税优势，同时在信用债的票息收入方面享有少缴税的优势。另外，相较于券商资管、信托等资管机构，公募基金在利率品种和信用品种的资本利得方面均有避税优势。总结起来，公募基金产品投资于重要的利率债和信用债品种都存在避税优势，因此机构投资者（例如银行自营）可以选择绕道公募机构来进行债券投资活动。下面通过计算说明公募基金的避税优势。

在资本利得上，假设券商资管等资管机构有 20 个基点的信用债资本利得，考虑 12% 的附加税后，需要缴纳的增值税为 $(0.2\% \times 3\% / (1+3\%)) \times 112\% = 0.65 \text{ bp}$ ；而在不考虑进项税额抵扣的情况下，自营类机构的纳税额为 $(0.2\% \times 6\% / (1+6\%)) \times 112\% = 1.27 \text{ bp}$ 。利率债的资本利得纳税以此类推。经过计算和比较，可以看到公募基金的资本利得免税优势较为明显。

图表 7：主要产品在各机构中的征税细节

机构名称	债券种类	利息收入	资本利得
金融机构的自营	国债、地方政府债、政金债、金融债、同业存单、同业存款、同业借款、同业代付、质押式回购、买断式回购	免征	6%（可抵扣）
	信用债	6%（可抵扣）	6%（可抵扣）
公募基金	国债、地方政府债、政金债、金融债、同业存单、同业存款、同业借款、同业代付、质押式回购、买断式回购	免征	免征
	信用债	3%（不可抵扣）	免征
	保本资管产品	3%（不可抵扣）	3%（不可抵扣）
	非保本资管产品	免征	3%（不可抵扣）
其他资管机构（券商资管、信托、保险资管等）	国债、地方政府债、政金债、金融债、同业存单、同业存款、同业借款、同业代付、质押式回购、买断式回购	免征	3%（不可抵扣）
	信用债	3%（不可抵扣）	3%（不可抵扣）
	保本资管产品	3%（不可抵扣）	3%（不可抵扣）
	非保本资管产品	免征	3%（不可抵扣）

来源：财政部，国税总局，中泰证券研究所

虽然公募产品具备避税优势，但指数型产品和主动管理型债基产品又有一些不同，在这里**将被动指数型债基和主动管理类的债基从业绩上进行简单对比**，我们以倒序的方式逐一比较今年、去年和 2017 年的业绩表现。首先可以看到的是，中长期纯债产品从年初至今的年化回报率确实高于指数型债基，前者年化回报目前超过 4.5%，而后者则刚突破 4%，但需要注意的是目前存续的指数型债基有 44%都是今年上半年刚刚成立的，考虑到建仓过程，业绩数据的可参考性其实不强。

剔除无效数据后（仅考虑 2017 年或更早成立的产品），**将两者在 2018 年的业绩进行对比，发现被动指数型债基的业绩比纯债产品更好一些。**指数型债基在去年的单年度回报中位数达到 7.1%，而中长期纯债的中位数则是 6.7%，更是明显跑赢了短期纯债的 4.6%和公募货基的 3.5%。

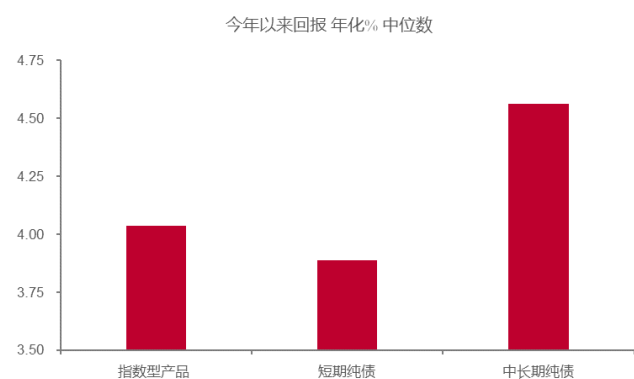
从产品的业绩分布来看，2018 单年度回报超过 10%的指数型产品占比 16.7%，而中长期纯债回报在 10%以上的占比则是 2.4%。虽然中长期纯债也有个别产品的业绩达到 15%左右，明显高于指数型债基的最高值 12.5%，但考虑到纯债产品的数量较多，因此想要挖掘到高收益产品，需要“大海捞针”一样的选择能力。同时，**被动指数型产品的年度回报均为正贡献，而去年的信用违约事件使得至少 10 只纯债产品出现了低于-2%的年度负贡献。**整体看，在去年的特殊型债牛环境下，指数型债基更令人安心，具有“防爆”效果。

那么在债熊环境里，指数型债基表现又如何呢？以 2017 年的业绩表现

进行对比, 可以看到中长期纯债产品的业绩表现更胜一筹, 单年度回报的中位数为 2.2%, 高于被动指数型产品的-1.3%。主动管理类产品在债券低迷时期的表现更强, 主要得益于及时止损和波段交易的能力, 而指数型产品由于换仓频率较低, 因此在熊市环境里表现偏弱。

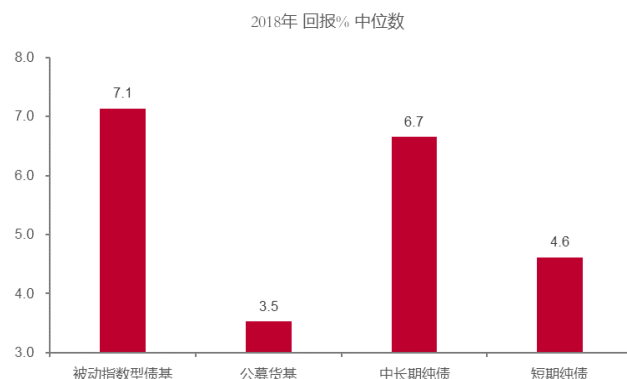
小结一下, 在去年的特殊债牛环境里, 指数型产品的表现要稍好于主动管理型产品, 通过跟踪指数而克服了交易情绪, 节省了交易成本, 同时指数型产品可以绕开信用违约事件带来的负面影响。但在熊市环境里, 由于指数型债基的换仓频度低, 因此止损效果一般, 业绩不及主动管理型债基。回到当下, 对于机构投资者而言, 目前的债市情绪偏强, 叠加避税优势, 使得指数型债基具有较大吸引力, 预计对指数产品的需求仍会旺盛。

图表 8-1: 指数型产品在年初至今略弱于中长期纯债



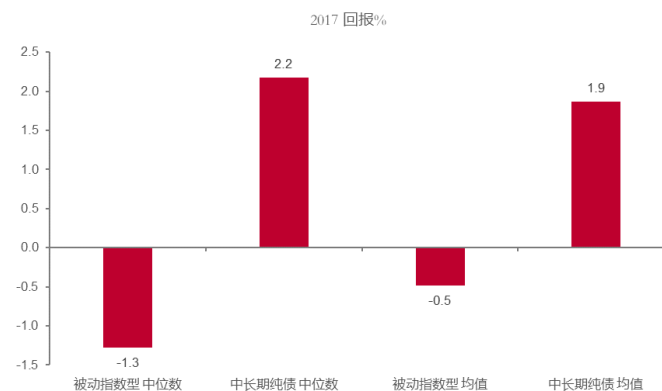
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 8-2: 被动指数型债基在去年的回报较好



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 8-3: 中长期纯债在 2017 年的业绩较好



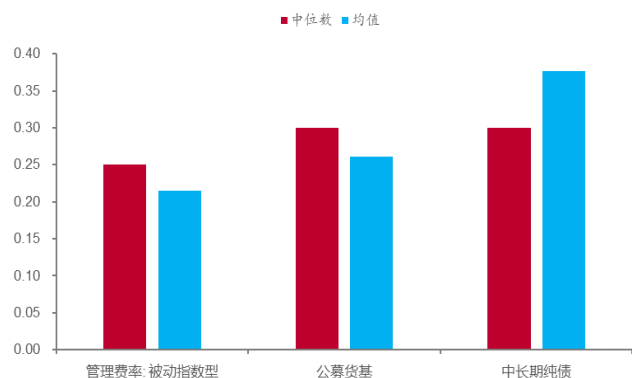
来源: WIND, 中泰证券研究所

最后, 从个人投资者角度看, 指数型债基产品有望成为公募货基的一类替代产品, 且管理费率偏低也是一个优势。与机构投资者不同的是, 个人投资者不存在避税需求, 因此投资回报率和产品费用是散户选择产品的关键因素。上文已经从业绩回报对各类产品进行了对比和分析, 指数型债基产品对于公募货基有替代作用, 且表现不输于主动管理型纯债产

品，还能有效避免信用风险事件的负面影响，因此对散户投资者具有一定的吸引力，此处不再赘述。

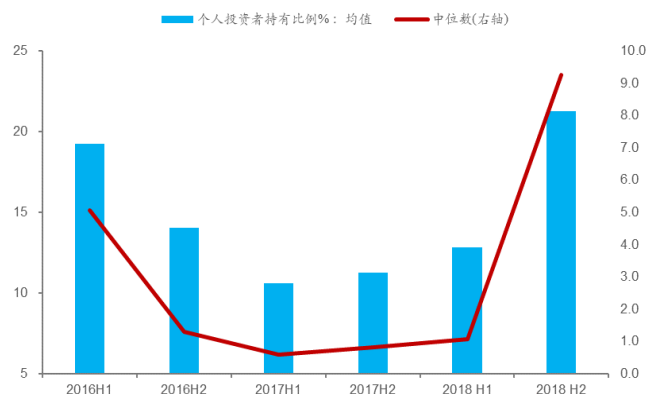
另一方面，从管理费率来看，目前存续的被动指数型债基的管理费率的中位数在 0.25% 左右，要略微低于公募货基和中长期纯债产品。因此在费率方面，指数型产品对个人投资者的吸引力也不错，叠加较强的回报率，可以看到个人投资者的占比也确实在逐渐扩大。

图表 9：各类基金产品对货基或存在一定的分流



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 10：个人投资者的占比逐渐扩大



来源：WIND，中泰证券研究所

小结一下，从供给端（基金发行人）和需求端（投资者）结合分析，双方均有意愿和动机继续在被动型债基产品上进行“合作”，虽然无法进行量化预测，但可以估计的是：在扩充规模、避税需求、看好债市等因素持续存在的情况下，预计被动指数型债基的发展将延续。

双重因素助推利率型产品的发行热情

在债券指数型产品不断发力的同时，我们注意到利率债指数型债基的发展无论是数量还是规模上，均明显强于信用债指数型产品，这其中或与公募基金发行、信用债利率债产品供给位强、基金发行过程中可能增加

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10559

