

债券指数化产品与中证债券指数体系发展展望

中证指数有限公司

随着金融市场不断深化,信息技术快速发展以及市场效率持续提升,资产配置策略正逐渐成为组合长期业绩的核心驱动因素,投资者需要高效率、低成本地进行资产配置。而指数化产品以其成本低廉、便捷、流动性好、透明度高、风险控制相对容易等优点,成为满足这种需求的首选。

近年来,被动管理基金产品得到了快速发展,在绝对规模不断提升的同时相对规模也在一路提升。截至2012年4月底,被动管理的基金产品占到基金总规模的15%,而2008年这一比例还不到10%。在被动管理基金中,债券型指数化产品发展尤为突出,产品数量和规模仅次于股票型指数化产品,目前,全球债券被动管理基金数量达到786只,总规模0.58万亿美元,占比为19.53%。债券被动产品在整体被动产品中扮演着重要的角色。

一、美国债券指数化产品发展现状及启示

(一) 债券指数基金

美国是最早发展债券指数基金的国家,也是目前全球债券指数产品规模最大的市场。自2001年以来,债券指数基金规模呈现快速增长态势,十年来年度规模复合增长率达到20.7%,明显高于同期指数基金的11.4%。债券指数基金在指数基金中占比也呈大幅上升趋势。截至2011年末,美国市场全部指数基金数目为383只,规模为1.09万亿美元,其中债券类指数基金数目为45只,规模近2385亿美元,占比分别为11.75%和21.8%。

美国的债券指数基金市场可以认为是一个寡头垄断市场,债券指数基金基本被掌握在几家大型的基金公司手中,排名第一的先锋基金(Vanguard)总规模超过1600亿美元,占全部市场规模的70%左右。排名第二的富达基金(Fidelity),旗下Spartan债券指数基金系列共9只基金,总规模约128亿美元。其余几家基金公司,如荷兰国际集团(ING)为38.6亿美元、美国教师退休基金会(TIAA-CREF)为33.7亿美元、北方信托投资(NTRS)为24.8亿美元,市场份额差距十分明显。

美国债券指数基金跟踪指数的集中度非常高,标的指数主要选择巴克莱指数系列,尤以巴克莱美国综合浮动调整指数(Barclays Capital U.S. Aggregate Float Adjusted Index)和巴克莱美国综合债券指数(Barclays Capital U.S. Aggregate Bond Index)为焦点,资产管理规模占比达80%以上。

(二) 债券ETF

截至2011年底,美国市场全部交易型开放式指数基金(ETF)数目为1134只,规模为1.04万亿美元,其中债券类ETF,数量为168只,规模为1842亿美元,占比分别为14.82%和17.58%。

自2002年美国市场首只债券ETF问世以来,债券ETF一直处于快速发展过程当中。从2002年到2006年,虽然数量没有增长,但债券ETF规模增幅巨大,从最初的39亿美元增长到205亿美元。2007年以来,尤其在金融危机期间,债券ETF在规模和数量上齐增,数量从6只增长到2011年底的168只,规模增长至1842亿美元。从占比情况来看,2002年,债券ETF规模仅占美国市场全部ETF的3.8%,到2011年末,占比已大幅上升至17.58%。

在美国债券ETF市场上,基本呈现iShares一家独大的局面,目前共管理50只债券类ETF产品,总规模达1377亿美元,在全部市场中数量占比30%,规模占比75%。先锋基金的债券ETF产品近年来也发展较为迅猛,目前共管理着12只债券ETF,总规模达389.18亿美元,规模占比约21%。

在美国市场,退休基金是债券被动化投资最主要的投资者。2011年,美国排名前200的退休基金总投资债券指数化产品金额达1220亿美元,占债券指数基金资产规模的一半以上。个人投资者在债券指数基金的投资中也占到了很大的比重,整个市场中规模最大的全债券市场指数基金有超过41%的份额由个人投资者持有,先锋基金其他几支债券指数基金中,个人投资者所占份额也都在30%-50%之间。

(三) 经验及启示

1、指数覆盖面跨越全球

在债券市场日趋国际化的情况下,为了能够给投资者提供与其投资完全可比的基准,指数也必须完成自身的全球化。随着跨境、跨币种投资需求的增多,国际债券指数受到越来越多的投资者的青睐,这些指数包含了不同发展地区、不同币种的债券,通过跟踪新兴市场、发达市场或某一地区的经济发展趋势,为投资者提供更广阔的选择。

2、指数体系日趋细化

由于国际债券市场相当发达,每个总指数的样本券数目相当庞大,这也为构建完善的债券指数体系提供了基础。如按国家和地区分类可以编制国家债券指数和地区分类指数,按计价货币分类可以编制美元债券指数、欧元债券指数等,按债券的种类分类可以编制政府债券指数、公司债券指数、准政府债券指数等。按公司债券的信用等级分类可以编制投资级债券指数、高收益债券指数;按债券的行业分类可以编制工业债券指数、金融债券指数和公用事业债券指数等;按债券的到期日可以编制各种不同到期日时段的债券指数等。

3、指数开发注重延展性

债券指数体系一般都经历了较长的发展历程,在发展过

程中,根据国际债券市场的变化,各指数体系都进行了适应性调整,并做了相应的延展,如在原来主要市场指数中加入一些非核心债券市场的样本,正是由于这些指数良好的延展性,使得指数能够被更多投资者认可。

4、指数设计更加注重投资功能和产品管理的方便程度为投资者提供便于管理复制的策略指数,在指数编制过程中考虑样本的流动性、久期等因素,帮助投资者更加容易地建立指数型债券投资组合,更加准确地追踪某一债券市场一般收益水平,减少频繁操作的成本,尽可能地减小投资收益低于市场总体收益水平的风险。

5、ETF产品成为重要发展趋势相比传统债券指数基金,债券ETF近年来增长速度更快,可能得益于以下几个显著特点:

(1) 债券ETF提供场内投资者参与债券产品的机会,尤其是无法参与银行间市场的中小投资者,债券ETF提供了渠道。

(2) 债券ETF同样作为被动投资产品,具有透明度高的特点。债券ETF在交易所进行交易,实时价格与历史价格均对所有投资者公开,具有更高的价格透明度。

(3) 相比普通指数型产品,债券ETF在二级市场上购买费率更为便宜。一般而言,债券ETF的管理费用低于传统债券指数基金,且无最低资金要求,许多经纪商平台(如先锋基金下属的经纪商平台)对ETF提供免费经纪服务。

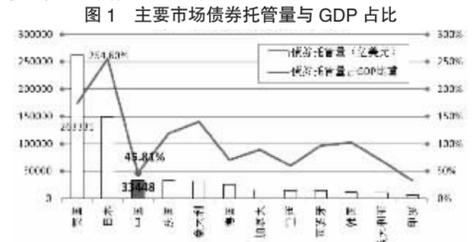
(4) 交投更为简便,提供波段操作机会。相比一般开放式债券基金,债券ETF在交易时间可以实时买卖,交投简便。债券ETF也提供了波段操作的机会,还具有杠杆交易和做空的功能。

(5) 债券ETF在申购赎回过程中可以采用实物交接的模式。相比一般债券开放式基金申购赎回必须采用现金结算,采用实物交接模式可以节约交易成本。

(6) 投资对象更为丰富。债券ETF种类繁多,所使用的标的指数比传统指数基金覆盖面更大,面向更广阔的市场。对于希望持有不同地域、多种债券类别头寸的投资者而言,债券ETF可以提供更全面的投资选择。

二、国内债券指数化产品发展现状

近年来,我国债券市场发展迅速。至2012年8月底,未到期债券超过4500只,票面总额达24.3万亿(同期沪深两市总市值20.96万亿),债券托管量占国内生产总值(GDP)比重约为45.81%。与发达市场相比,债券市场具有较大发展空间,如图1所示。

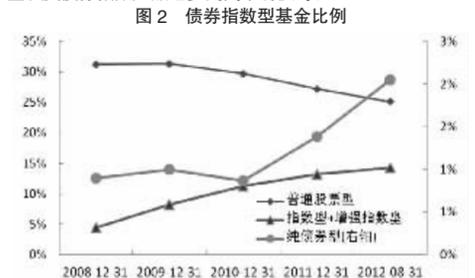


在发行量迅速增加的同时,我国债券品种也日益丰富。今年以来信用债发行特别密集,发行规模不断扩大,债券市场帮助企业融资的功能逐渐显现。另外,债券市场的交易非常活跃。进入2012年,月成交量超过20万亿,较2010年翻了一番,其中回购交易占比上升至2/3。而且债市走势总体较为稳健,2010年1月以来,中证全债指数涨幅12.5%,同期上证综指下跌37.18%。

由此可见,我国债市在规模、成交、表现等方面都形成了自身的特点,成为除股市外另一重要投资场所。而且日益丰富的债券品种也为债券的指数化投资建起广阔的选择空间。

(一) 国内指数化产品发展概况

2008年以来,我国基金资产净值和数量都有所上升,截至2012年8月,基金数量达到1318只,规模超过2.77万亿。在基金类型方面,普通股票型基金占比逐渐缩小,指数型基金、增强型指数基金和纯债基金的比例明显上升,如图2所示。显示出基金的投资策略和方向已经转变,纯债基金以及债券指数产品逐步受到市场认可。



债券指数基金的稳定收益符合那些长期追求与市场相似收益率的投资者的偏好。目前超过三成的债券基金持有人为机构投资者(主要是保险公司、企业年金和社保基金)。这些拥有长期资金的机构投资者对于稳定投资收益有着十分强烈的需求。因此,随着它们入市门槛逐步降低,未来基金

业扩大规模的主要方向就是为这些特定的机构投资者提供风险较低、收益稳定的投资组合,而债券投资、债券指数化投资可以满足这些需求,成为必然的选择。

与发达市场相比,国内债券型被动产品发展刚刚起步,目前6只债券指数型基金总规模约50亿元,占比不足指数产品规模的1.5%,但发展潜力巨大。随着国内债券市场发展以及市场有效性逐步增强,非系统风险逐步取代系统风险,当大多数投资者都不能确保依靠积极投资策略来战胜市场平均收益率时,指数债券基金就会占据越来越多的市场份额。

而债券ETF除了具有债券指数的特点外,还具有流动性好,各种不同ETF组合可以为机构投资者进行负债管理或是大类资产配置提供了明显的便利,可以预见债券ETF在国内的快速发展也指日可待。

(二) 国内债券指数化产品发展的条件

1、解决市场分割带来的问题目前,两市场的债券是分别登记托管、分别结算。实现统一托管或跨市场的单一账户结算机制,可以实现两个市场逻辑上的统一,不仅有利于合理的市场价格的形成,使市场参与者获得以一个账户同时参与两个市场的便利,提高债券ETF的结算效率。

2、解决债券流动性不足带来的问题推出ETF做市商机制。由于做市商的操作具备了透明性、灵活性、提供稳定流动性的特点,所以为了解决目前部分证券,尤其是ETF的流动性问题上,引入做市商制度是一个有效、切实的解决方案。

提升债券指数流动性。传统债券指数多为总指数,成分券的流动性不能保证,指数产品多采用抽样复制方法进行投资拟合。近年来,为顺应投资产品的需求,指数供应商开始推出流动性较好的成分债券指数,如Markit iBoxx推出更加符合投资标的的流动性债券指数体系。

探讨ETF作为抵押品的可行性。如果债券ETF能够作为回购交易标的或国债期货交割品,则可以大大提高债券市场流动性。

3、完善债券估值体系由于债券本身交易不活跃、市场流动性不足,很大一部分债券长期没有成交,导致投资者在交易时没有市场价格可以参考。对此,传统的做法是采用最近交易日的收盘价。但这样既没有解决不活跃个债价格长期不变、无法反映市场变化的问题,又使个债价格极易受到操纵,不利于市场的稳定。

因此必须通过一定的模型方法,计算出债券的“公允价值”(债券估值),为债券的交易和债券资产的定价提供参考。债券估值对于债券指数也有极端重要的意义,因为债券指数在本质上是一个“债券价格指数”,若没有合理的价格,也不会有高质量的指数。

按照西方发达市场和亚洲新兴市场的经验,引入独立的“第三方估值”是解决债券估值问题的有效途径。但由于估值过程不可避免地受到估值机构主观判断的影响,因此为了增加市场校验机制,为了降低系统误差引起的风险,在成熟市场中一般都由多家估值机构同时发布“第三方估值”,供投资者选择。

三、中证债券指数发展展望

海外债券指数化产品近10年的快速发展,给国内的基金业带来了新的启示。从2010年开始,很多基金公司就开始着手研究债券指数化投资的可行性。2011年5月,南方中证50债券指数基金成立,2012年6月,华宝兴业中证短融50指数基金成立,债券指数化投资的理念渐渐地被国内基金业认可。特别是债券ETF,更是成为了市场的焦点。作为债券指数化投资的积极参与者和推动者,中证指数公司在债券指数体系、债券估值服务等方面一直进行积极的推进。

(一) 中证债券指数发展现状

2007年12月17日,以中证全债指数为代表的首批5条中证系列债券指数正式发布,标志着中证指数大家族正式有了债券类指数。截至2009年末中证债券指数信用类别已涵盖国债、金融债、企业债、公司债、央行票据、短融、中期票据,期限覆盖剩余年限在1个月以上的全部区间。从2010年开始,债券指数化产品的市场需求初见端倪,成份类债券指数的发展思路与客户定制需求的叠加,2010年10月15日产生了国内首只债券指数基金的标的——中证50债券指数,该指数定位于可投资性的债券指数,标志着我国债券指数化投资有了新的标的指数。进入2011年,债券指数化投资需求进一步萌芽,中证短融50等3条成份类债券指数陆续发布。进入2012年,这种需求进一步蔓延,并且随着国债期货的聚焦而进一步扩展,截至到2012年8月末,指数公司共公告发布7条债券类指数,其中5条为成份类债券指数。

经过5年的发展,中证指数公司已发布债券指数33条,基本建立了信用类别覆盖全面、期限分布广泛、基准指数与可投资性指数并存的指数体系。目前已有71只股票型基金采用中证债券指数系列作为复合业绩基准,有28只债券型基金采用中证债券指数系列作为业绩基准。两只债券型基金采用中证债券指数作为标的指数,若干债券ETF跟踪指数已经开发完毕。

(二) 中证债券指数发展展望

借鉴国际债券指数化投资发展的成熟经验,综合考虑国内债券市场发展特点,结合对债券指数、债券产品以及债券

指数化投资发展趋势的判断,中证指数公司将从以下几个方面,拓展债券指数体系。

1、完善现有债券指数体系

中证指数公司将在现有债券指数体系基础上,结合信用类别和期限两个维度,进一步细化指数分类,提高指数覆盖面。

(1) 综合类指数。随着债券市场发展以及债券衍生品的出现,我国债券市场整体流动性水平将会得到改善。与此同时,逐步积累的指数化产品发展经验,日益成熟的抽样复制技术,都使得综合类指数会成为市场需求的主要方向之一。与成份类指数相比,综合类指数的样本数更多,对于管理人来讲,其选择性更大,灵活性更大,主动管理空间更多。中证指数公司将在原有综合债指数基础上根据期限不同开发更多类别的综合债指数,满足市场需求。

近期,随着国债期货重启在即,国债期货交割券也成为市场的焦点。中证指数公司将研发相关指数,配合国债期货交割,实现国债期货利率套利功能以及资产配置功能。今年9月12日发布的上证5年期国债指数即从交割券的角度来构建指数。

(2) 细分信用类指数。截至2012年8月,银行间市场和交易所市场存量信用债券共计3825只,其中企业债1647只,公司债291只,中期票据1109只,短期融资券778只。随着信用债券数量的增多,规模的增大,细分级别和细分行业的信用债券指数也将成为下一步开发的方向。

目前,国内债券评级主要集中在AA以上,从国际发达市场发展趋势来看,在基本满足资质好、综合实力强的企业或公司的债券融资需求之后,资信等级稍低的企业债券融资需求也应逐步被重视,信用利差应得到体现。可以预期,在未来10年,我国信用债券市场将迎来大发展,因此,反映各种信用级别的信用债券指数也会随之而生。

2、引领债券指数创新

从国际趋势来看,市场正在从基本面投资策略向量化投资策略转变,指数的开发也逐步从被动走向主动,从简单走向复杂,从基本面指数向策略化指数转变,从传统综合类指数向更具有风格类指数转变。

进一步拓展指数的内涵和外延,如增加样本池覆盖资产类型,选择策略从被动向主动转变,权重从静态调整向动态调整过度,调整周期从半年调整逐步向更高频率调整扩展,构造更为精确的具有鲜明特点的指数组合。随着投资者专业化程度的不断提高,指数投资策略与数量化投资策略的差异正在逐渐缩小,两者的边界也越来越模糊,中证指数公司将以多元化的投资策略作为研究内容,编制包含各种投资风格和投资策略的指数,引导市场产品开发的专业化和多元化。

3、开发基于客户需求指数

在被动化投资高速发展的过程中,投资工具的多样化,投资技术的复杂化,使得投资者对债券指数产生各种个性化需求。中证指数公司将以积极服务市场为宗旨,加强与客户的沟通交流,深入了解客户需求,研究市场动向,为客户定制开发符合特定投资目标,具有投资价值的指数。

4、进一步完善债券估值体系

如前所述,债券指数化投资的基础之一就是要要有完善的债券估值体系。对此,中证指数公司从2007年开始就着手债券估值的研究工作。目前,中证债券估值已发展成一个结构合理、方法科学、内容丰富的体系,已形成超过100条债券收益率曲线的曲线族,每日向市场发布近4000只的个券估值,几乎涵盖了交易所和银行间市场的所有品种。

中证估值采用理论研究非常成熟的McCulloch三次样条模型,并针对我国债券市场的实际情况,选择了恰当的参数设置。同时又在债券信用级别认定、行情数据筛选、估值结果判断等方面做了大量的优化和改进,估值结果得到了市场的广泛认可。另外,在信用债估值,以及对含权债、浮息债以及私募债等特殊品种的估值中,指数公司也已经摸索出了一套行之有效的办法,并将继续听取市场意见,进一步提高估值的精度。

与此同时,指数公司还投入大量人力物力对估值流程进行优化,在保证高质量估值的同时,改进估值效率,将每日发布时间控制在17:30左右,为估值数据用户的后续工作提供了很大的便利。

图3 中证债券估值流程



从2011年11月始,中证指数公司已陆续通过Wind、财汇等数据资讯终端、指数公司数据服务平台、公司网站、邮件等渠道向市场发布中证债券估值。2012年2月,上海证券交易所开始正式通过单向卫星和上证债券信息网发布中证债券估值数据,标志着中证估值的应用和推广已经进入了崭新的阶段。

关于2012年记账式附息(十七期)国债上市交易的通知

各会员单位:
根据《财政部关于2012年记账式附息(十七期)国债发行工作有关事宜的通知》(财库[2012]133号)和上海证券交易所(以下简称“本所”)有关规定,2012年记账式附息(十七期)国债(以下简称“本期国债”)将于2012年9月19日在本所集中竞价系统和固定收益证券综合电子平台上上市,现将有关事项通知如下。

一、本期国债为固定利率附息债,期限为3年,票面利率为3.1%,利息每年支付一次;本期国债起息日为2012年9月13日,每年9月13日(节假日顺延,下同)支付利息,2015年9月13日偿还本金并支付最后一次利息。

二、本期国债于2012年9月19日起在本所集中竞价系统和固定收益证券综合电子平台上上市,交易方式为现券和回购。

三、本期国债上市交易的现券证券名称为“12国债17”,证券代码为“019217”,出入库代码为“091042”。

上海证券交易所
二〇一二年九月十七日

关于发布中创高新技术企业指数的公告

为反映深市中小企业板和创业板高新技术企业上市公司的整体表现,提供更丰富的指数化投资标的,满足ETF等指数产品发展的需要,深圳证券交易所和深圳证券信息有限公司决定于2012年9月17日起发布中创高新技术企业指数。指数代码和名称如下:

指数代码	指数名称	指数简称	基日	基日点位
399652	中创高新技术企业指数	中创高新	2011年6月30日	1000

中创高新技术企业指数以深市中小企业板和创业板的高新技术企业股票为选择空间,选取过去三年研究开发费用占营业收入比率均值最高的50家上市公司构成指数样本股。

中创高新技术企业指数包括纯价格指数和全收益指数,纯价格指数通过深交所行情系统发布实时行情数据,全收益指数通过巨潮资讯网发布收盘行情数据。指数编制方案及最新样本股名单等资料参见巨潮指数网(<http://index.cninfo.com.cn>)。

特此公告。

深圳证券交易所

深圳证券信息有限公司
2012年9月17日

关于2012年泉州市路桥建设开发有限公司公司债券上市交易的公告

泉州市路桥建设开发有限公司发行的2012年泉州市路桥建设开发有限公司公司债券,将于2012年9月18日起在上海证券交易所交易市场和固定收益证券综合电子平台上交易。该债券分两个品种,品种一为6年期固定利率债券,附第4年末发行人上调票面利率选择权及投资人回售选择权,证券简称为“12泉州01”,证券代码为“122594”;品种二为7年期固定利率债券,附第5年末发行人上调票面利率选择权及投资人回售选择权,证券简称为“12泉州02”,证券代码为“122595”。债券上市后可进行质押式回购,其中品种一质押券申报和转回代码为“104594”,品种二质押券申报和转回代码为“104595”。

上海证券交易所
二〇一二年九月十七日

关于发布中证信用债指数、中证金砖国家60等指数的公告

为进一步丰富指数体系,为投资者提供新的分析工具和投资标的,中证指数有限公司将于2012年10月16日正式发布债券、海外等系列指数。该系列指数包括中证信用债指数和中证中期企业债指数。中证海外系列指数包括中证金砖国家60指数、中证金砖交易所联盟60指数、中证香港300内地股指数、中证香港300本地股指数和中证香港300风格指数系列。

中证债动态合期策略指数和中证财通中国可持续发展100(CEPI ESG)指数也将于同日对外发布,指数编制方案见中证指数有限公司网站(www.csindex.com.cn)。

中证指数有限公司
2012年9月17日