



宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

刘子博

资格编号：S0120523040001

邮箱：liuzb@tebon.com.cn

相关研究

云贵城投受私募债基 监管收紧影响大吗？

投资要点：

- **核心观点：**私募债基与城投平台主要有 4 类合作形式，分别为结构化、代持、自持（通道）、直投。从合作规模看，私募债基直接持有的债券规模有限，但考虑嵌套投资后，相关规模可能增长较多。本文选取高收益城投债的存量规模，近似评估城投与私募债基的合作规模量级，截至 2023 年 4 月末，境内估值不低于 8% 的存量城投债规模已达 6403 亿元。
- **私募新规对私募债基哪些展业逻辑影响较大？**第一，散户投资城投的“非标转标”受影响最大。首先，私募新规第七条通过规定开放频率上限收紧了对散户投资城投“非标转标”的监管。其次，私募新规第十一条通过限制开放式私募基金的份额分级收紧了对散户投资城投“非标转标”的监管。随后，私募新规第十六条通过限制私募债基的投资集中度收紧了对散户投资城投“非标转标”的监管。第二，结构化发债、自持（通道）等业务也受到一定影响。一方面，私募新规多条规定对私募债基通过收取财顾费等形式直接参与结构化发债或通道业务的行为加强监管。另一方面，为约束私募非直接参与结构化发债、通道业务，而是作为城投对投资人提供额外收益的渠道的行为，私募新规第二十四条对利益输送进行了明确打击。
- **落地到具体区域看，**考虑到信托、券商资管等资管机构短期内难以替代私募债基当前与城投的合作关系，因此当前化债仍需城投自身与私募债基合作以接续现金流的区域如云南部分区域受新规影响可能较大。但贵州等政府性债务化解由当地政府主导，当地不再依赖城投平台自身与私募债基达成合作以接续现金流，此类区域受新规影响可能较小。落地到具体市县甚至发债主体层面，近期受影响可能较大的可参考城投平台举借定融数据，其中举借定融较多的主体可能资金压力较大、融资纪律相对宽松，与私募债基就信用债开展上述合作形式的可能性相对更高。
- **风险提示：**本文私募债基监管收紧的政策背景可能理解有偏差；本文对私募债基监管收紧后哪些区域可能受影响较大的分析可能有偏差；定融数据库的整理来自公开资料搜集，可能存在信息失真。

内容目录

1. 收紧私募债基监管意欲何为?	4
2. 私募债基与城投合作有哪些形式、有多大规模?	5
3. 私募新规对私募债基哪些展业逻辑影响较大?	6
3.1. 散户投资城投的“非标转标”受影响最大.....	6
3.2. 结构化发债、自持（通道）等业务也受到一定影响	7
4. 私募新规对哪些城投的影响可能较大?	7
5. 风险提示	9

图表目录

图 1: 城投与私募债基的 4 种主要合作形式.....	5
图 2: 自 2021 年末至 2023 年 4 月末, 境内估值不低于 8% 的存量城投债明显扩容	6

2023年4月28日，中国证券投资基金业协会就《私募证券投资基金运作指引（征求意见稿）》（简称“私募新规”）公开征求意见。¹其中，私募新规在单只私募证券投资基金、同一私募基金管理人管理的全部私募证券投资基金投资集中度，禁止多层嵌套，总杠杆要求等方面均提高了监管要求。此外，2023年5月16日，深圳证监局发布《深圳私募基金监管情况通报（2023年第3期）》（简称“深圳通报”）²，就个别私募机构向大量高龄投资者公开宣传推介私募证券投资基金，相关私募证券投资基金以债券面值重仓买入由证券公司从业人员等第三方指定的单一弱资质信用债，流动性风险及涉众风险突出等问题提示风险。

在重点投资于境内债券的私募证券投资基金（简称“私募债基”）近期面临监管收紧的背景下，此前凭借与私募债基合作缓释债务风险的尾部城投如云贵低层级城投是否将受到严重冲击、偿债能力是否会发生明显下滑引发投资人广泛关注。

对此，本文认为监管出于维护金融市场稳定、维护社会稳定的考虑而收紧私募债基监管后，城投债务风险爆发较早、偿债资金目前主要由属地政府而非城投平台自身协调的区域受影响相对较小，但城投债务风险近期方才开始爆发、偿债资金主要由城投平台自身协调的区域受影响相对较大。

1. 收紧私募债基监管意欲何为？

年初至今，在负债端资金增多、资产端其他高收益资产减少的共同作用下，高收益城投债呈现出阶段性“资产荒”的局面。一方面，2022年部分高收益债私募基金的业绩表现较好，良好的历史业绩吸引了更多投资人考虑投资高收益债私募基金。另一方面，经历地产债大面积爆雷后，目前境内信用债的非银发行主体以城投为主。而大量昔日热衷投资政信定融等非标产品（起投门槛通常不高于50万元）的散户考虑到城投非标违约概率整体呈上升趋势，也有意投资于约定只投资城投债（甚至约定特定某只债券）的私募基金等资管产品，即实现散户投资行为的“非标转标”。因此，自2022年末至2023年4月末，中债行权估值不低于12%的城投债存量规模由2411亿元下降至1873亿元，高收益城投债呈现出阶段性“资产荒”的局面。这其中固然有银行理财负债端波动对市场的影响降低、部分高收益主体陷入债券净偿还后存量债规模不断下降等因素的影响，但在客观上也的确受到负债端资金供给增长的冲击。

在高收益债私募蓬勃发展的同时，相关私募产品也暴露出流动性风险及涉众风险突出等问题，出于维稳考虑，监管收紧对相关资管产品的监管。对于上文逻辑大量募集散户资金，随后与弱资质城投开展结构化、代持、自持（通道）、直投等合作的私募基金，参考深圳通报，一方面，部分私募债基存在高集中度接盘弱资质信用债的情形，这种情形一方面可能涉嫌不正当交易，即有关私募机构购入信用债的交易对手方由债券发行人或者其他特定人员指定，而非通过市场化询价确定，甚至在交易过程中显著脱离债券公允价格成交，最终损害了债券市场正常交易秩序及价格传导机制。另一方面，如果未来个别持仓城投债发生违约，那么相关私募债基往往需要被迫卖出其他持仓债券以弥补客户赎回所可能带来的潜在资金缺口。对于产品持仓较为集中、底层资产普遍为低流动性、弱资质城投债的私募而言，强制卖出其他持仓往往需要大幅折价，如此可能会为金融市场带来不必要的价格波动，扰乱市场秩序；而无法卖出足够持仓债券则无法回笼充足流动性，很可能会加速债券信用风险、流动性风险向个人投资者传导的过程，最终可能会因私募吸纳了大量个人投资人的资金而酿成“群访群诉”等风险事件。因此，监管部门最终出台了私募新规，提前化解上述潜在风险。从具体影响上看，散户投资行为的“非标转标”受影响最大，结构化发债、自持（通道）等业务受影响次之。

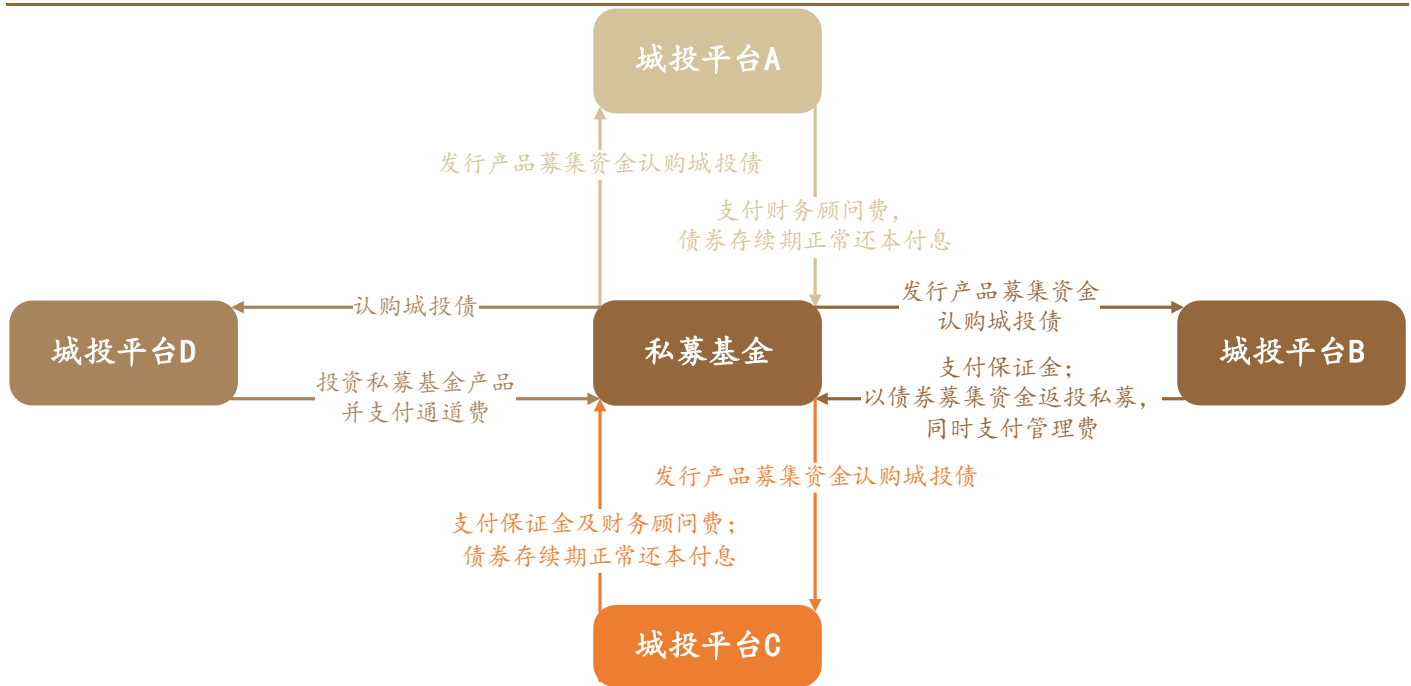
¹ https://www.amac.org.cn/aboutassociation/gyxh_xhdt/xhdt_xhyw/202304/t20230428_14685.html

² <http://www.csrc.gov.cn/shenzhen/c101531/c7409005/content.shtml>

2. 私募债基与城投合作有哪些形式、有多大规模？

从合作形式看，私募债基与城投合作的方式主要有结构化、代持、自持（通道）、直投 4 类。具体操作流程见下图所示。在成本（年化）方面，通常为代持>>结构化>直投>>自持（通道）。

图 1：城投与私募债基的 4 种主要合作形式



资料来源：德邦研究所绘制

从合作规模看，私募债基直接持有的债券规模有限，但考虑嵌套投资后，相关规模可能增长较多。根据中基协数据³，截至 2022 年末，存续私募证券投资基金 92754 只，规模合计达 5.56 万亿元。而截至 2022 年三季度末，私募基金持有债券市值合计达 5185.47 亿元，仅占债券市场总市值的 0.4%，其中持有的城投债市值进一步下降，即体量相对有限。但考虑到相当一部分私募债基不具备直接投资银行间债券的资质，需要嵌套其他资管产品以达成投资目的；同时部分私募债基存在嵌套产品以虚增管理规模、调节产品收益的倾向；因此，仅参考中基协披露的私募基金持有债券市值，测算城投与私募债基的合作规模可能略显保守。考虑嵌套投资后，这一规模可能较官方披露值增长较多。由于与尾部城投能够就高收益债达成合作的机构主要有私募基金、券商资管、期货资管、信托公司等，其中私募基金是合作最为便利的一方，因此本文选取高收益城投债的存量规模，近似评估城投与私募债基的合作规模量级。

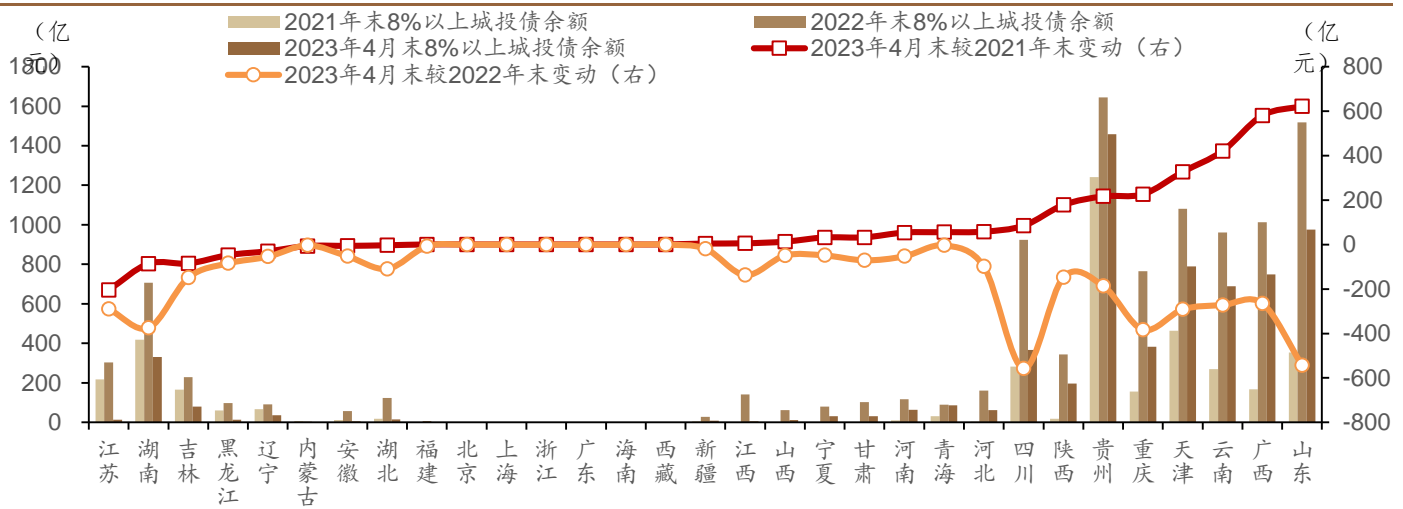
截至 2023 年 4 月末，估值不低于 8% 的存量城投债规模达 6403 亿元。截至 2023 年 4 月末，境内存量信用债⁴规模约为 42.07 万亿，其中中债行权估值不低于 8% 的信用债存量规模约为 1.05 万亿，占市场存量的 2.5%，其中城投债对应规模约为 6403 亿元。与 2022 年末相比，这类城投债缩量约 4249 亿元，主要由于 2022 年 11 月中旬，政策端和资金端因素共同导致利率债收益率快速上行，银行理财“破净率”快速攀升，其负债端赎回压力传导为资产抛售压力，最终投资人行为驱动同期信用债市场收益率水平整体走高。进入 2023 年以来，伴随银行理财负债端企稳，信用债市场收益率水平整体回调，因此中债行权估值不低于 8% 的信用债规模有所降低。但与 2021 年末相比，中债行权估值不低于 8% 的信用债存量规模扩容约 2431 亿元，这一方面来自疫情期间地方财政“减收增支”明显，部分区域财政实力、城投基本面恶化较快；另一方面来自 2022 年历经两轮银行理财负债波

³ <https://www.amac.org.cn/researchstatistics/report/zgsmjihysjbg/202301/P020230103620019561523.pdf>

⁴ 信用债口径：Wind 金融债、公司债、企业债、中期票据、短融/超短融、定向工具、资产支持证券，但剔除 3 家政策性银行发行的债券。

动对市场的冲击后，目前信用债主流投资人对债券流动性的要求进一步提高，存量债估值分化加剧。

图 2：自 2021 年末至 2023 年 4 月末，境内估值不低于 8% 的存量城投债明显扩容



资料来源：Wind，德邦研究所

3. 私募新规对私募债基哪些展业逻辑影响较大？

3.1. 散户投资城投的“非标转标”受影响最大

首先，私募新规第七条通过规定开放频率上限收紧了对散户投资城投“非标转标”的监管。所谓投资城投的“非标转标”指昔日认购城投非标融资工具的投资人，转为认购约定只投资城投债甚至特定某只城投债券的私募债基的行为。在这一过程中，相比政信类非标产品的起投门槛多在 50 万元以下，私募基金由于募资受限及投入成本较高，因此设定起投门槛通常不会低于 100 万元甚至 200 万元。而可投资于资管产品的资金不多、经济实力有限的散户在进行投资行为“非标转标”的过程中，往往要求私募基金频繁开放（如每周开放），以应对自身随时可能面临的短期流动性需求。有鉴于此，私募新规第七条特规定“开放式私募证券投资基金至多每月开放一次基金份额的申购、赎回。”

其次，私募新规第十一条通过限制开放式私募基金的份额分级收紧了对散户投资城投“非标转标”的监管。实务中，在此前政信类非标产品的认购群体转向认购约定只投资城投债的私募债基的过程中，中介销售人员扮演了重要角色。在此过程中，个别销售人员为争取部分金融知识并不丰富的投资人投资，往往会通过“保证刚兑”、“承诺保底收益”、“以自有资金作为劣后撬动散户投资优先”等方式强化投资人信心。在此过程中，上述销售人员的违规行为容易为不明就里的投资人营造“无风险预期”假象，未来一旦相关城投债违约或私募债基爆雷，相关投资人若难以接受这一事实，容易产生过激行为，酿成“群访群诉”恶果。有鉴于此，私募新规第十一条特规定“开放式私募证券投资基金不得进行份额分级。不得直接或者间接对优先级份额认购者提供保本保收益安排。固定收益类私募证券投资基金优先级与劣后级比例不得超过 3 倍。”

随后，私募新规第十六条通过限制私募债基的投资集中度收紧了对散户投资城投“非标转标”的监管。在城投与私募债基过往合作中，在直投以外的多数合作情形下，双方往往推崇“单户单券”的合作形式，即私募债基以单一产品认购单一城投债，并与发行人展开具体合作。“单户单券”的合作形式主要优势在于发行人无需担心私募债基认购的其他弱资质债券爆发信用风险，进而导致私募债基被迫卖出本公司债券以回笼流动性，最终为公司带来难以掌控的二级高估值成交。在上述过程中，“单户单券”的合作形式天然适合私募债基面向债券发行人所在省份的投资人募资，部分私募以此为产业逻辑，实现了“本地资金认购资管产品投资本地城投”的效果，但同时也带来了涉众较多，一旦债券出险容易引发社会

不稳定等问题。因此为约束上述行为，私募新规第十六条特规定“单只私募证券投资基金投资于同一债券的资金，不得超过该基金净资产的 10%。私募基金管理人管理的所有私募证券投资基金投资于同一债券的数量，不得超过该债券存续数量的 10%。”为约束私募债基通过与单一发行人的多只债券分别合作，以规避上述监管限制的可能行径。私募新规第十六条还规定“单只私募证券投资基金投资于同一发行人及其关联方发行的债券总额比例不得超过基金净资产的 25%。私募基金管理人管理的所有私募证券投资基金投资于同一发行人及其关联方发行的债券的总数量，不得超过相关债券存续数量的 25%。”

3.2. 结构化发债、自持（通道）等业务也受到一定影响

私募新规多条规定对私募债基通过收取财顾费等形式直接参与结构化发债或通道业务的行为加强监管。具体而言，私募新规第十六条规定“私募基金管理人及其股东、合伙人、实际控制人、员工不得参与结构化债券发行，不得直接或者变相收取债券发行人承销服务、融资顾问、咨询服务等各种形式的费用。”第四条规定“私募基金管理人应当对投资者资金来源的合规性进行审查，不得由投资者或其指定第三方下达投资指令或者自行负责投资运作，不得为金融机构、其他私募基金管理人，金融机构资产管理产品以及其他私募基金提供规避投资范围、杠杆约束、投资者门槛等监管要求的通道服务。”第二十九条规定“私募基金管理人开展证券投资顾问业务的，应当参照本指引执行，不得通过担任投资顾问方式规避本指引规定。”相关监管办法落地后，私募债基通过收取财务顾问费（即“综收”）等形式在债券票面利率以外获取收益，进而参与城投平台结构化发债或自融的行为面临的监管明显收紧。

为约束私募非直接参与结构化发债、通道业务，而是作为城投对投资人提供额外收益的渠道的行为，私募新规第二十四条对利益输送进行了明确打击。在实务过程中，部分私募债基并不会直接参与结构化发债或通道业务，而是作为辅助角色，通过债券交易等形式为发行人指定的特定投资人输送“真实融资成本-新发债券票面利率”以外的收益补偿部分。为限制这一违规行为的蔓延，私募新规第二十四条规定“私募基金管理人应当遵循投资者利益优先与公平交易原则，不得在不同私募证券投资基金之间、私募证券投资基金投资者之间或者私募证券投资基金与其他市场主体之间进行利益输送。”此外，私募新规第十一条还规定“基金总资产占净资产的比例不得超过 140%”；同时，私募新规第十四条也规定“私募证券投资基金的总资产不得超过该基金净资产的 200%”；私募债基以质押式回购等方式“加杠杆”同样受到严监管。

4. 私募新规对哪些城投的影响可能较大？

信托、券商资管等资管机构短期内难以替代私募债基当前与城投的合作关系。未来私募新规落地后，理论上有可能取代私募基金、与城投平台达成类似合作的资管机构为信托公司、券商资管、公募基金，但展开看：其一，对信托公司而言，大多数信托公司风控标准较高，即使在过去私募基金嵌套信托产品投债的过程中，信托公司大多也会穿透识别私募基金产品的投资人，若涉及较多甚至产品策略完全是“募集散户资金赌城投债刚兑”，则信托公司往往会拒绝合作。因此能够取代私募基金开展前述合作的信托公司仅限于少数几家，空间可能较为有限。其二，对券商资管而言，券商资管对通过渠道代销等形式募集散户资金专注投资高收益城投债的展业逻辑并不热衷，特别是经历了 2022 年地产爆雷后，部分负债端主要是散户的券商资管产品发生净值大幅回撤，进而引发了较为严重的群访群诉问题，直接影响了券商资管与代销渠道端的长期合作关系，妨碍了券商资管非高收益债产品的销售。其三，公募基金对投资债券的声誉风险非常关注，大部分公募基金抵触大面积开展高收益债投资，因此几乎完全无法取代私募基金开展前述合作。

在私募债基合作地位难以被其他资管机构短期取代的背景下，贵州大量“老网红城投”不再依赖与私募债基的合作接续现金流，受新规影响可能较小。具体而言，对于贵州等地的“老网红城投”而言，当地自 2019 年开始陷入偿债困难，在此后数年中由于简单粗暴采取“以贷养息”的化债方法，同时对举借新贷的成本未加严格约束，因此当地债务雪球“越滚越大”，存量债务规模并未明显压降。时至今日，当地城投平台的债务偿还工作已经由当地政府主导，而后者主导的化债方案已从单纯“以时间换空间”进阶至“长短方案结合、开源节流并举”的真实压降债务阶段。此时，当地政府性债务的化解在地方政府的主导下，已不再依赖城投平台自身与私募债基达成合作，即通过私募募集成本相对较高的新增现金流以接续债务，上述“老网红城投”近期受私募新规影响反而较小。

而云南、山东、陕西等省个别“新网红城投”可能仍需与私募债基加强合作缓释债务风险，短期受新规影响可能较大。与贵州相比，部分区域的尾部城投平台自 2021 年起，伴随着疫情、地产两大领域对经济、财政的双重压制，逐步成为城投债市场新晋“网红城投”。其中部分区域目前仍处于地方政府为降低道德风险，而千方百计压实举债主体或直属上级部门偿债第一责任人的阶段。即城投平台仍需自身努力，千方百计与包含私募债基在内的各类金融机构协商，通过举借相对成本较高的债务接续存量债务净偿还，特别是债券到期后非银持有比例部分的净流出。在这一过程中，城投平台与私募债基的多数合作形式本次均遭遇了私募新规的直接打击，散户投资城投的“非标转标”更是直接影响了私募债基的规模增长及可能用于支持城投的资金规模。

综上所述，当前化债仍需城投自身与私募债基合作以接续现金流的区域受新规影响可能较大。若落地到具体市县甚至发债主体层面，近期受影响可能较大的主体可参考城投平台举借定融数据。举借定融较多的主体可能资金压力较大、融资纪律相对宽松，与私募债基就信用债开展文初描述的若干合作形式的可能性相对更高。

5. 风险提示

- (1) 本文私募债基监管收紧的政策背景可能理解有偏差；
- (2) 本文对私募债基监管收紧后哪些区域可能受影响较大的分析可能有偏差；
- (3) 定融数据库的整理来自公开资料搜集，可能存在信息失真。

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家，中国人民大学金融市场与政策研究所联席所长。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛（CWM50）青年研究员，重阳金融研究院客座研究员，清华、人大、央财等多所大学校外研究生导师。

刘子博，德邦证券研究所宏观组分析师。对外经济贸易大学金融学硕士，4 年类固收资产投研经验，曾从事境内高收益债买方研究。研究领域覆盖地方政府行为研究、地方财政、城投平台与地产行业，致力于在“自下而上”的视角下，通过地方政府行为研究完善大类资产配置思路。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。