

当前私行的历史性机遇与三个挑战

□中国银行财富管理与私人银行部总经理 刘敏

今年以来,《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》及系列文件相继出台,打破刚性兑付、消除期限错配,资产管理市场回归代客投资本源。从金融市场发展来看,强化产品净值化管理,产品净值真实反映投资收益,产品定价清晰回归风险本质,过去风险收益错配的定义模式得到修正。

从这个意义上讲,本轮资管新规是中国利率市场化进程中的关键一环,即在存贷款利率市场化之后,通过资管市场定价市场化,进一步完善我国社会融资功能,构建更加成熟的金融生态圈。

历史变革下,资产管理与财富管理的差异化定位将更加清晰,商业银行私人银行业务预计将迎来巨大的发展空间。但是,转型中在法律关系、服务范围、文化土壤等方面存在挑战,应针对私人银行建立相对独立的监管政策,以及建设长效队伍管理机制来助推转型。

私人银行业务迎来新的转型方向

当前中国大多数私人银行实则为“升级版理财业务”,通过产品价格战来吸引客户、抢占规模,导致品牌不突出,差异不明显,客户服务关系停留于产品销售关系,客户服务内容局限于产品价格比拼,偏离了私人银行管家式服务本源。

新的市场格局下,私人银行迎来转型发展契机,回归业务本源,积极打造综合顾问式服务,提升包含金融资产配置在内的全面配置能力。

第一,从销售服务向顾问式服务模式转型,实现以客户为中心的服务原则。

以产品销售为主的服务模式,归根到底仍然是“卖方服务”,私人银行业务收入主要来源于产品销售收入。随着财富管理市场走向成熟,资产配置能力成为高净值客户选择财富管理机构的首要考量。同时,资管新规下销售适用性要求加强,机构要避免过度依赖销售佣金的倾向。这一变化将为私人银行向以顾问式服务为主的“买方服务”转型创造契机。

第二,从单一投资领域向跨市场资源整合转型,打造综合经营平台。

从金融投资来讲,从信贷类资产向直接融

资体系的二级市场投资、私募股权投资、对冲基金等产品类型延伸,做好资金端和资产端对接,帮助客户把握投资机遇。从更大的视角来看,随着客户企业发展壮大,私人银行服务领域将向资本市场运作、市值管理、基石投资、杠杆融资并购、债券发行、风险投资等更加广阔的方面扩展。

第三,从中短期的个人资产管理向更长期的家族资产配置转型,促进社会财富更加稳定。随着我国财富市场迎来跨代传承,加之资管新规要求投资产品必须期限匹配,以短拆长的投资方式面临转变,私人银行应当着眼长远,引入家族信托及大额保险等业务架构,构建配置组合,覆盖短期流动性、中期投资性及长期保障性需求,实现家族资产长期保值增值的发展目标,构建更加稳定的社会财富结构。

私人银行业务转型中面临的问题

转型过程中,私人银行将面临三个挑战:

第一,法律关系界定缺失。

一是投资顾问角色不清晰。我国现行金融监管体系中,已有针对机构产品的投资顾问资质管理要求,但针对个人客户的投资顾问角色未有规范,包括投资顾问的资质要求、服务范围、收费模式等内容缺失。商业银行多借用金融理财师(AFP)等资格认证作为产品销售上岗要求,顾问式服务的规范性有所不足,服务差异化不明显。二是全权委托业务缺乏法律关系基础。私人银行无法通过有效的法律关系为客户进行账户层面全权管理,往往通过设立产品的方式开展全权委托。

第二,服务范围受到限制。

分业经营监管格局下,私人银行服务范围受到限制。在投资管理领域,私人银行发行产品必须遵守商业银行理财业务相关管理办法,投资范围不包括本行及其他银行的理财产品;不包括私募基金等非持牌金融机构产品,私募投资只能借助通道完成,加大了投资成本;更重要的是,目前并无政策支持私人银行设立跨市场FOF类资产配置产品,如一级市场、二级市场混合投资,艺术品投资、实物投资等私人银行客户关注的投资领域无法覆盖,难以实现全方位投资管理要求。从更大的服务范围来看,受

分业经营限制,私人银行只能联合投资银行、保险公司、信托公司等服务机构,通过联动分润等方式为客户及其家庭、企业开展跨领域的综合金融服务,目前来看协同效应十分有限。

第三,文化土壤尚需培养。

尽管中国私人银行萌生于商业银行体系,但其发展基因与商业银行不同。发展模式上,仅从私人银行本身来看,属于典型的高投入、高产业务,与商业银行追求低投入产出比的发展模式不同;但私人银行业务横跨诸多领域,重在以长期稳定的高净值客户关系为切入点,增进财富管理、投资银行、公司金融等全面业务发展。

因此,私人银行带来的业务效益并不限于私人银行业务本身,需要高度的战略重视和发展定力,更需要长期的时间积累。

员工文化方面,未来需要文化融合。私人银行属于“投行文化”,其服务更综合化、个性化,因此更强调客户经理(团队)的专业水平。优秀的私人银行家需要具备高度的专业水平、全面的服务能力,更重要的是,要有跨行业、全市场的快速协调能力,才能够高效响应客户需求。因此,私人银行在薪酬体系建设上,应更加市场化、长周期、差异化,才能让优秀人才脱颖而出。

但在当前商业银行追求批量的产品销售模式下,更加强调机构和平台的作用,激励机制较为传统和固化,难以支持私人银行业务发展。

这些挑战可从监管、市场、产品、人员四个方面进行化解。

以监管为例,应明确私人银行业务规范。私人银行服务范围已经超越“高端理财”范畴,服务对象包括个人和公司,业务涉及资产管理、资本市场运作、跨境投资等多领域,产品涉及证券、信托、保险、衍生品等多品种,可谓“集大成者”——这意味着对于私人银行,既要支持其发展又要规范发展——要有专门的监管规则。

建议参考新加坡、瑞士等海外私人银行监管体系,针对私人银行业务制定相对独立的监管政策。

此外还可加快基础产品创新突破、打造综合配置服务体系、建设长效队伍管理机制。

(本文节选自即将出版的《2018年中国资产管理行业报告》。编著:中国财富研究院/星石投资。新华出版社出版)

稳健增值 提升投资体验



□鹏华基金固定收益部基金经理 周恩源

回顾之前十年的历史。根据wind统计数据,2017年年底相较于2007年同期,M2存量年均增长15.4%,银行理财产品存量规模年均增长49.5%,公募基金规模年均增长13.5%。其中,货币基金规模年均增长50.8%,债券型基金规模年均增长36.6%,股票型基金规模年均增长4.8%,混合型基金规模甚至出现缩水。

就收益而言,根据wind统计数据,各类产品年度收益率中位数在上述时间段分别是股票型基金年均回报9.2%、混合型基金年均回报8.1%、纯债基金年均回报4.6%、货币基金年均回报3.3%,银行理财产品按3个月期限产品的平均年化收益率测算则为4.2%。

仅从收益的角度来看,前十年各类产品规模的增长速度呈现出与收益率高低相反的特征,也就是说普通投资者恰恰愿意选择收益率最低的产品。而从波动或者净值回撤的角度来看,股票型基金、混合型基金在近十年中有三年中位数收益率为负,债券型基金在近十年中有

一年中位数收益率为负,而货币基金因为摊余成本计价没有回撤,而前期大多数银行理财产品也可以基本认为是没有回撤的产品。这样的事实说明,在各类资管产品的选择中,普通投资者往往更重视风险与阶段性的回撤,对于短期的投资体验较为关注,但最终中长期投资收益却并不高。

目前普通投资者更多配置低波动、低回撤的产品的原因可能更多还是与前期投资净值型产品出现波动导致体验不佳有关。从行为金融的角度分析:一方面是“羊群效应”与适应性预期,往往是见身边人买什么赚钱就买什么,自己先前什么赚了买什么,殊不知资产价格短期的快速上涨往往对应着下一阶段投资收益率的下降。于是基金发行或者规模的变化也往往是当某类基金出现巨无霸规模的单只产品时常常对应着此类资产价格的阶段性顶部。另一方面,短视与人性不耐又使得普通投资者在面对波动、净值回撤时无法合理应对短期波动。因此,普通投资者在投资各类净值型资管产品的过程中容易形成“高买低卖”的结果,最终导致并不理想的投资体验。于是,摊余成本计价类产品、预期收益类产品大行其道。

人性难以改变,只有稳健增值,才能提升投资者的体验,从而长期持有,获取更好的中长期回报。因此,我们需要做的是通过合理的引导、优质的产品以及优秀的投资能力帮助普通投资者提升投资体验,从而平稳获取更高收益。

投资引导方面,例如定投的推广是很好的规避“高买低卖”的机制,又如若推出投资延期纳税等税收优惠政策,则也可以很好促进长期持有、长期投资。产品设计方面,定开产品有利于避免短期买卖行为,投资范围的丰富以及衍生工具的引入有利于产品运作过程中有更多方式应对风险、熨平净值波动。

在目前由预期收益型产品向净值型转变的过程中,能够提供稳健收益的净值型产品有望获得长足发展。从货币基金、债券型基金、混合型基金到股票型基金,长期回报与波动性、回撤幅度均逐级递增。预期收益型产品的转化不可能一蹴而就,各类产品的市场培育、优质产品的提供均需要时间。由基本可视为无回撤的预期收益型产品转为净值型产品的过程中,首先较容易接纳的必定是波动与回撤相对较小的债券型产品。今年以来债券型基金规模增长12.4%,作为迎接资管转型的重要领域,未来有更多值得我们精耕细作的地方,其中,核心是围绕稳健增值提升投资体验,从而使得投资者能获得更好的中长期收益。相信通过我们的全方位努力,债券型基金能够成为满足普通投资者稳健增值理财需求的重要选择。

长期投资逻辑不变 医药板块吸引力提升

□天弘医疗健康基金基金经理 郭相博

国庆假期后A股连涨势头戛然而止,医药板块跟随大盘步入调整。受疫苗事件、带量采购等冲击,今年第三季度中证医药指数整体表现欠佳,大幅跑输大盘。我们认为,经过前期调整,医药板块估值压力已大幅消化,长期投资价值正在显现,未来随着居民可支配收入、国家投入增加,以及人口老龄化加剧、健康意识提升等,医药板块有望长期走牛。

长期成长逻辑不变

回顾医药板块今年前三季度的市场表现,可谓一波三折。前五个月,伴随医药上市企业陆续披露一季报,中证医药指数一路上行,年内累积最大涨幅一度达到15%(wind数据)。进入6月份,医药板块跟随大盘步入调整,7月份疫苗事件爆发,板块进入超跌状态,8月以后,受到医药新政影响以及整体市场拖累,板块跌势不改。如此种种,直接导致医药板块前三季度表现差强人意。

尽管如此,我们认为在人口老龄化、居民可支配收入提升的背景下,医药板块仍然具备长期配置价值,且在医药行业利空逐渐出尽的情况下,回调是较好的加仓和摊薄成本的机会。

医药行业的长期投资逻辑是人口老龄化和中国疾病谱的变迁,这一逻辑在未来5年、10年甚至20年都不会改变。参考日本等发达国家的历史经验,随着居民可支配收入的增加,以及人口老龄化的加剧,未来我国医疗费用的支出还会继续增加。

卫计委统计显示,2016年我国医疗卫生费用支出4.6万亿,占GDP比重6.2%。另据国务院



发布《关于促进健康服务业发展的若干意见》,到“十三五”末,规划卫生费用占GDP比重将提升到6.5%-7%,产业规模达到8万亿,相当于年复合增速15%,明显快于GDP增长。随着中国正式进入老龄社会,老龄人口比重不断上升,未来卫生费用占GDP的比重超过10%将是大概率事件。

弱市中板块性价比凸显

短期来看,医药板块在经历了多轮调整后,已大幅消化了前期积累的估值压力,当前配置医药行业的性价比显著提升。

根据Wind数据,截至10月11日,中证医药行业动态市盈率不到24倍,处于历史中等偏下的位置,较今年5月底、6月初行业最高达34倍的估值高点,已有较大幅度的回调,板块吸引力明显上升。

近年药品价格一直处于下降通道,从发改委最高零售指导价下降,到招标部门牵头的各

省招标采购,医院的二次议价降价等,且这几轮降价还互有重叠,此次是国家医保局接管招标后的带量采购降价,虽然是不同主体,不同形式,不同路径,但药品降价一直在发生。不仅是中国,全球范围内包括发达国家也是如此,国外原研药专利到期后,面对多家仿制药的竞争也会大幅降价,差别主要是我国是通过行政手段引入竞争机制降价。因此,降价从来都是医药行业常态,而此次新药的放量速度可能会远超以往。通过一致性评价的仿制药可迅速替代更高价的原研药和低质国产药,迅速占据70%市场份额,即使让渡部分价格,对于企业而言利润的边际增长也非常明显。经过了两年多的药审改革,未来我们的药品质量将更有保证,企业竞争也将更为市场化和有序,不再出现劣币驱逐良币的现象,优质企业优质产品有望获得更大的市场份额。

我们预计,在医药新政的驱动下,医药行业投资逻辑将可能出现比较大的变化,从原先的二元投资体系变为三元投资体系,即扶持创新药、继续推广特色专科用药以及仿制药以价换量,医药行业的投资关注点也将逐渐从创新药+仿制药一致性评价,转到创新+专科+集中采购这条路径上来,未来将有很多优质公司脱颖而出。

短期来看,经历了过去三个月的回调,特别是在近期大盘整体下挫的背景下,我们认为目前医药板块性价比已经凸显,整体估值偏低,增长确定性较高,实际上为传统四季度的“估值切换”行情埋下了伏笔,在当下国际贸易形势不确定性提升等大环境下,随着医药政策的不断落地,成长性相对确定的医药行业的比较优势有望再次提升。