

# 低风险品种先行 促银行理财稳妥转型

□中国工商银行城市金融研究所所长 周月秋

2008—2017年，我国私人财富市场迅速增长，高净值人群规模增长了近3倍，达到187万人；资产规模增长约5倍，达到188万亿元，居世界第二。但同时，部分财富管理机构，通过不合规或打擦边球的内部操作，增加了操作风险和市场风险。2018年4月，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）正式稿出台，确定了“四大要求”——打破刚兑、规范资金池、去除多层嵌套和净值化管理。近期，宏观经济下行、外部环境有一定压力，监管政策也有所微调，监管力度整体有所放缓。如：资管新规细则明确公募资管产品可适当投资非标、过渡期内可适当发行老产品投资新资产等。但是，这种微调并不等于放松，财富管理行业模式和业务模式仍将重塑。随着资管新规的逐步实施，通道产品、复杂结构性产品、资金池产品、杠杆操作等将难以为继，财富管理行业将进入新一轮洗牌阶段。由于生存空间的挤压和合规成本的增加，部分长期通过不合规产品维持运营的中小机构将出局，行业龙头企业则有望扩大领先地位，进一步分享高净值人群更大的财富份额。

资管行业重塑的过程中，冲击最大的当属近30万亿的银行理财。其实施净值化转型的过程中，虽然部分银行取得了一定进展，但仍面临着多重挑战，建议稳妥推进转型，低风险低波动品种先行。

## 面临三重挑战， 部分大行净值型理财已占1/4

自新规出台以来，各家银行都在按照新规要求探索转型，综观目前行业的进展，主要呈现以下几个特点：

第一，净值型产品发行量呈快速上升趋势，但占比还不高。截至2018年6月末，银行净值型理财产品的发行量为171款，较1月份增长158%，但所有理财产品共发行11319项理财产品，其中净值型理财产品占比只有15.1%。

第二，外资行净值化转型压力相对较小，工行、招商、兴业等内资行转型成效明显。外资行中，花旗、渣打、澳新、星展、大华等，净值型产品占比在60%以上，净值化转型压力较小。国内部分银行在净值化转型方面，也取得一定成效。如工商银行，截至2018年6月末，净值型理财产品占所有存续产品比重达25%，兴业净值型产品占比为18%，招商净值型产品占比为26%。

银行理财产品净值化转型过程中，面临三重挑战。



一是非标债权公允价值评估能力待加强。实现净值化管理的最大的难点在于估值方法的调整，即由摊余成本法转变为公允价值评估。这将对银行理财产品带来两方面挑战：一方面是技术层面，如支撑批量化资产估值的系统、净值计算、份额登记等。另一方面是客户层面，如何让习惯于预期收益率产品的理财客户，接受具有波动，是银行资管及相关部门的共同挑战。

二是债券交易能力和评价能力待加强。随着资管新规对非标投资的限制，“非标转标”将是大势所趋，银行资管的收益渠道将更多集中于债券投资收益。这也会对银行资管提出两方面挑战：一方面是债券交易能力，如何赚取期间波段收益；另一方面是信用评价能力，如何在避免“踩雷”的同时，适当放低投资债券评级门槛，以赚取信用利差，信用评价能力起关键作用。

三是银行资管子公司的资产配置能力待加强。资管新规要求专业分离、风险隔离，如何在短期内组织一支覆盖熟悉宏观经济研究、大类资产配置、单个标的资产估值，以及熟悉客户风险收益偏好和需求特征的团队，将是银行资管净值化转型的阶段性挑战。

## 稳妥推进转型，低风险低波动品种先行

短期看，银行可以丰富保本负债工具。保本理财将逐步退出市场，结构性存款、大额存单等产品可能会继续承接市场需求。一方面，银行需要强化表内负债产品研发能力，提升衍生工具价格波动把控水平，适时引入和创新风险缓释工具，夯实结构性存款资金保护机制。另一方

面，为了满足低风险偏好的客户需求，银行需要进一步丰富保本负债工具，比如将资金配置于高等级信用债券、货币市场工具、短期利率债等净值波动较小的资产等。

长期看，银行需要深化投资者教育，持续推进净值化转型。同时，银行需要推进IT系统、估值体系、投研团队、营销团队建设，为净值管理提供必要的技术支撑。运用市场化手段不断优化流动性管理能力，并以此为基础设计多档受益区间的产品。在产品营销过程中，及时向投资者披露产品投资范围、收费模式、风险收益等信息，严肃“卖者有责、买者自负”的市场纪律，真正做到“将合适的产品卖给合适的投资者”，实现良性的净值化转型。

转型过程中，大小银行能力不一，应“因材施教”。大型银行具有较强的渠道、客群和资金优势，以及较强的风险经营能力，可以集中力量建立满足净值管理需求的估值系统、投研团队和营销队伍。对于中小银行而言，由于受限于资管业务规模和人才队伍素质，自建估值系统和投研团队可能并不经济。可以采取外包方式，对外采购有关服务，比如租用所需系统或引入投顾服务。

随着市场环境的变化，财富管理行业逐渐从单纯的产品销售，转向真正以客户为中心提供多元化资产配置方案服务。消费者对于理财净值化转型，仍然需要一定的适应时间，因此，还是要循序渐进的开展净值化转型，前期以低风险、低净值波动品种为主，并在老产品中逐渐增加标准化证券比例，让客户逐步接受净值型产品，最终逐步实现新老产品平稳过渡。产品也要从比较单调的固收、私募基金，转向股权、保险、另类投资，以及海外资产配置和家族信托。

建议采取以交易为核心的通道业务，与以资产配置为核心的财富管理业务并行，将有利于财富管理业务模式加快转型。

在交易业务方面，建立全过程、全链条成品体系。比如通过严格产品筛选和专业产品评价，建立财富研究、固定收益、现金管理、权益类产品等全方位产品体系；依据客户不同风险偏好，建立覆盖上市前中后的全生命周期业务体系。在资产配置方面，针对性的调整投资标的。比如关注长周期行业，包括教育、医疗等发展不充分，矛盾比较突出的行业，以及科技新兴产业；通过投资联动、债转股等方式，加大股权类资产业务管理比重。从根本上挖掘客户的投资需求，精准营销。

（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）

## 选择优质资产实现 养老投资目标



□鹏华养老保险2035混合(FOF)基金经理  
焦文龙

全球步入老龄化，养老正逐渐成为人们关注的热点。那么，到底什么是“养老”？首先需要了解的基本逻辑是“抚养比”，即多少个年轻人赡养多少个老年人。我们为什么需要在养老这件事上投入金融资本？因为人在一生中，是通过不断消耗人力资本来转换为金融资本。在我们年轻时，有很好的体能、智力，通过学习和工作换取金融资本，它们可能以房产、现金存款、基金、保险的形式存在。

然而，如果金融资产没有得到很好的管理，个体未来步入老年时问题就会变得严峻。因为在经济生活中我们通常面临两个基本问题：一是“绝对购买力”的下降，即通胀；二是“相对购买力”的下降，即资本回报率显著低于社会回报率，相对财富地位下降。如何使“绝对购买力”和“相对购买力”都得到保障，这就是投资的目标。所有投资背后的回报都来自于实体经济，主要分为两种，第一是股权投资，第二是债券资产。股权投资使我们成为企业的股东，分享剩余价值；债券投资是将资本融资借给企业，分享债权收益。对抗“绝对购买力”下降的风险，可以通过债券投资的方式实现，但要对抗“相对购买力”的下降，则必须投资股权资产。

然而股权资产在短周期内波动较大，如何既可以享受股权投资收益，又可以将本金损失的风险降低到一定程度？解决这一难题唯一的方案就是“时间”。观测美国市场和中国市场，只有在20年维度的框架下讨论，收益的确定性才比较强。如果时间缩短到5年，甚至更短，则权益类资产更多体现的是波动性。

作为养老基金的管理人，我们需要解决两个问题，一是如何配置资产，二是如何选择投资标的，实现既定资产框架下的阿尔法收益。第一个问题是很大的问题，首先，当我们年轻时，人力资本可以发挥更大的价值，金融资本占比较低，更多的资金应投入到权益类投资；随着年龄的增长，临近退休，人力资本在急剧的衰减，而金融资本积累到一定体量，此时我们追求的是资金的安全性，资产的保值功能，更多的资金应该配置在固定收益类资产，降低权益资产的配置比例。这样一个朴素的想法，落地成为产品，就是我们设计养老目标日期产品所采用的配置方案。

第二个维度是如何选择优质的资产，实现超额收益。我们选择标的方式有很多，可以买入个股，也可以买入指数型基金，也可以买入ETF，还可以买入主动管理型的基金。我们认为，主动管理型基金是一个不错的选择，从数据可以看到，公募基金经过20年的实践，无论是偏股型基金还是债券型基金，相对于基准指数，都提供了非常显著的超额收益，这是由公募基金标准清晰的运作带来的，也是这个行业经过20年的积累和沉淀，这也是养老金为什么要以FOF的形式来运作。

以FOF的形态运作养老基金，投资体系的成熟度、产品线的齐全和底层资产的丰富程度，可能决定了产品的最终成败。投资团队对于产品的运作具有至关重要的意义，这与以往对明星基金经理和明星部门的理解是完全不同的，养老目标基金的运作更多的是一个公司整体投资能力的表现。通过成熟、清晰的投资理念和投资过程管理，最终实现未来的养老投资目标。

# 流动性预期宽松 中短债投资“显山露水”

□博时安盈债券基金经理 黄海峰

今年以来，股市持续低迷，市场避险情绪骤然上升，无论是机构投资者还是个人投资者对高流动性、低风险产品的配置需求旺盛。对此，笔者认为，货币政策有望维持稳健偏松，流动性合理充裕是目前债市主要驱动因素，中短债基受宽松流动性影响较大，配置价值凸显。

## 短期立足确定性 中期把握趋势性

短债基金为一类特殊的纯债型基金产品，主要投资于较短期限的债券及货币市场资产，组合久期通常在3年以内，主打“货币增强”或“理财替代”定位。今年以来，股市持续震荡调整，债市信用风险频发，货基受流动性新规制约，使得短债基金在今年政策春风与市场回暖之下迎来规模激增。

展望未来中短债基金的投资机遇，笔者认为，在名义经济增速接近触顶后，宏观经济开始步入逐渐下行预期阶段。在实体经济去杠杆、地方政府债务约束和房地产调控背景下，制造业、基建和房地产投资增长有所回落，消费需求或受到制约，外部扰动因素导致加剧。近期经济表现承压，股票市场持续震荡，市场风险偏好下行趋势显现，预期货币政策或会维持稳健偏松，流动性合理充裕是目前债市主要驱动因素，债券市场行情有望持续。



中短期债券受宽松流动性影响较大，配置价值突出。长债方面，宽货币到宽信用的传导是关键因素。一方面，资管新规下信用债融资和影子银行大幅萎缩，宽信用的渠道依赖表内，在广度和深度上不及以往。另一方面，政策陆续出台，以美国为主的发达经济体收益率仍处上行阶段。综合来看，债券市场整体处于温和牛市，收益率有下行空间。中短债波动小，流动性宽松预期下投资机会较明确。长债波动较大，且处于

震荡行情，趋势性机会尚需等待。

## 短久期操作 把握确定性机会

中短债基金是纯债基金的细分，在国内的发展已经12年有余，相比于货币基金而言，其可投资1—3年内的债券品种，而货币基金主要是投资3—6个月，因此，从票息或持有期收益来看，短债基金收益率曲线高于货币基金，又能够保持一定的流动性。同时，在货币政策相对宽松时，短债基金可通过更大的杠杆比例，来获取债券票息与资金成本之间的价差收益。

对于短债基金而言，当前市场更适合采用差异化的投资策略，立足收益率曲线的中短端，在波动性市场上尽量获取确定性机会，主要配置高评级短期融资券为主的优质中短期债券品种，保持较短久期操作，充分利用货币政策宽松周期，通过中高杠杆增强收益，力争为持有人赚取稳健和可持续的回报。

目前中短端期限结构陡峭，持有期内的骑乘收益显著，即买入期限位于收益率曲线陡峭处收益相对高位的债券，随着持有期限的推进，债券收益率水平将会较投资期初有所下降，债券价格走高，可获得不错的价差收益。具体个券选择上，笔者主要通过基本面深度分析研究，选择公司治理结构清晰，主营业务合规且有竞争优势，财务报表指标表现优异的优质企业进行投资。