

低风险品种先行 促银行理财稳妥转型

选择优质资产实现 养老投资目标

□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30万亿元的银行理财。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,但仍然面临着多重挑战,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1.51%。

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”将是顺势而为,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持。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,还是要循序渐进地开展净值化转型,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,加大权益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)



□鹏华养老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。即使“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,第一是股权资产,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,又可以降低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。第一个问题是个很大的问题,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,这也是养老公募基金为什么要以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,中短债基金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,而货币基金则主要是投资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于收益相对高位债券,随着持有期限的推进,债券收益率水平将会较投资初期有所下降,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。