

■《2018年中国资产管理行业报告》节选一

落实信义义务

# 推动资产管理行业健康发展

随着国民财富不断增长,中国的资产管理行业在过去十年间迎来了百万亿规模的大发展。在统一监管日益加强的背景下,中国资产管理行业如何在变革中“再出发”?在全球扩张中怎样“变奏”?全球资管行业面临哪些变化?为探讨这些问题,《2018年中国资产管理行业报告:回归本源与对外开放,大资管时代再启航》应运而生。即日起,本报将精选刊登这份报告的思想精粹,以飨读者。

□中国证券基金业协会

2018年是贯彻党的十九大精神的开局之年,是改革开放40周年,是决胜全面建成小康社会、实施“十三五”规划承上启下的关键一年。伴随着国民经济的发展和居民财富的积累,我国资产管理行业取得了巨大成就,为服务居民理财、建设现代金融体系、支持实体经济发展做出了重要贡献。以基金业为例,截至2018年6月底,二级市场公募基金管理人管理资金持有A股总市值约5万亿元,约占总市值的10%;一级市场各类私募基金累计投资于未上市挂牌企业股权、新三板企业股权和再融资项目数量达9.09万个,为实体经济形成5.13万亿元资本金,公募基金已经成为推动创新型企业持续成长的关键力量。

站在新起点,资产管理行业应当从全局出发,将自身置于金融与实体经济的完整社会关系中,认清定位,恪守本质,坚持规律,专业发展。其中,信义义务是资产管理行业发展的根基。所谓信义义务,是指将投资者的利益置于自身利益之上的一种积极尽责义务,就像“希波克拉底誓言”要求医生对待生命一样,认真对待受托资产,履行对投资者的受托义务。信义义务对受托人主要有两方面要求:一是“忠实义务”,要求受托人只能为受益人的利益而行事,不能从中为自己或其他人谋

取利益,不能将自己的私利置于与受益人利益相冲突的位置;二是“勤勉义务”,要求受托人尽心尽力、专业审慎,始终将投资者的利益最大化作为其受托活动的行为准则。可以说,信义义务的行为标准比合同义务和市场道德的要求更为严格,也更有利于对投资者合法权益的保护。

与成熟市场相比,我国信义义务的制度支撑和配套制度的建设还在继续,信义义务的行为标准、“卖者尽责、买者自负”的信托文化还远未达到普遍共识。成熟市场的经验教训告诉我们,只有坚守信义义务,资产管理行业才有存在的根基,资管乱象才会得到遏制。因此,所有通过募集设立的资产管理产品、所有基于受托关系开展的金融活动都应当遵守信义义务。要在金融机构层面构建统一的信义义务规范,实现金融资产公平、合理定价,彻底摆脱金融活动中对股东信用、原始权益人信用的过度依赖,重构金融市场信用博弈体系,建设深入人心的信义文化。

站在新起点,资产管理行业还应该致力于建设有利于长期资本形成的多层次有机生态。首先要建立完善统一的法律制度体系和监管规则。为适应混业经营的行业现状,应按业务实质实行功能监管,以《信托法》和《基金法》作为资产管理行业的上位法,从法律上确立资产管理行业的信托关系。

其次,要推动税收递延型个人养老金制度全面落地。在个税递延型商业养老保险试点的基础上,应尽快扩大养老金融产品覆盖面和个人养老账户覆盖人群,在个人养老账户下鼓励竞争性服务,打通养老资产与资本市场的联系,推动银行理财等短期资金转化为长期养老金,为优质资本形成提供长期资金来源。

再次,应当在《基金法》框架下制定大类资产配置管理办法,构建“基础资产—投资工具—大类资产配置”三层有机架构,形成主业清晰、专业规范、优势互补的制度设计。一是将基础资产的创设交给资本市场的卖方——投资银行;二是从基础资产到组合投资交给提供专业化投资工具的资本市场买方——基金管理人;三是将对组合投资工具的选择交给养老金、理财资金和保险资金(FOF)管理人进行大类资产配置,通过目标日期基金和目标风险基金等配置型工具,专注于长期资产配置和风险管理。在这个有机生态中,通过投资工具的分散投资可以化解非系统性风险,通过大类资产配置可以化解系统性风险。

需要指出的是,税收制度对股权与创业投资活动有着重要影响。期待行业税收制度能够有所调整,更加注重税收对创新资本形成的促进功能,鼓励更多资本通过长期投资承担风险、获取收益,为创新发展提供更多优质资本金,提升我国的制度竞争力、创新竞争力。

另外,开放是资产管理行业发展的一大抓手。资产管理行业对外开放要从过去的问题导向、追赶心态,从开放中找答案稳步迈向以开放促优化,进一步夯实行业的信义义务、进一步推广长期投资理念、进一步推动多元竞争和市场化信用制衡机制,促进行业在直接融资体系中发挥更大作用,为经济转型发展赋能,为社会财富创造价值。

这本由中国财富研究院与星石投资共同编撰出版的《2018年中国资产管理行业报告》博采众长,对当前资产管理行业必须面对的重大课题进行了深入探讨。这些研究既有理论层面,又有实践经验,为行业在新形势下的发展贡献了智慧。

## 货币基金整体收益水平将继续下行



□银华日利基金经理 王树丽

2018年货币市场基金规模再次攀上一个新台阶,总规模达到8万亿左右,日益增长的规模在带给更多投资者回报的同时,也对基金管理人的运作能力提出了更高的要求,正确的理念可以保证我们走得更为长远。

首先,坚持控制风险、保证组合流动性安全为第一位。货币基金管理中同时面临流动性风险、信用风险、利率风险、操作风险等各类风险。其中,最为关键且对市场影响最为深远的就是流动性风险。对于主打流动性管理的货币基金,其定位在于给投资者提供一种低风险、低收益、高流动性的安全投资品种。经济学上有“蒙代尔不可能三角”理论,货币基金投资中同样存在“不可能三角”,即组合的收益性、安全性、流动性不可能同时达到最优。

在货币基金管理过程中,必须理性追求风险调整后的合理回报。过去两年相关监管政策的不断出台和完善,从资产端逐步过渡到兼顾负债端,并且以基金产品负债端情况约束资产端各项投资指标的立体式全方位监管,也为我们确立了一个更好的标准,不过度追求规模的增长,在风险和收益之间取得平衡。

其次,在具体的投资操作上,注重从基本面和政策面出发,把握市场趋势,顺势而为。例如在2017年货币政策中性偏紧的格局下,全年资金利率波动加大,我们始终保持着组合的短久期运作,在降低组合风险暴露的同时把握住了大多数时候的资产配置机会。

此外,作为流动性管理品种,组合的负债端管理也至关重要。根据各个组合负债端的实际情况制定相对差异化的投资策略,合理设置或者调整组合风险敞口,不断强化自身的抗风险能力。在严格管理流动性风险的同时,把握市场机会,关键点择优配置,逐步积少成多,获取相对稳健的收益。

最后,保持对市场的敬畏之心,给自己设定投资安全边际,并时刻反思自己赚的是什么钱。没有人可以一直战胜市场,投资中犯错也是必然的事情,但是错误的程度以及可能带来的损失却是可以事先估量的。对于可能出现的无法承受的投资损失,宁可放弃参与。

展望2019年,在信用风险未明显缓解、地产周期下行以及出口压力逐步显现的情况下,经济增速仍大概率呈现下行趋势。在此背景下,货币政策继续保持宽松取向。货币基金整体收益水平较2018年预计将继续下行,但是在较低的风险偏好下仍具备相对确定的配置价值。规模方面,全市场货币基金将告别高速增长阶段,进入平稳发展期。

作为管理人,我们也在积极布局新的产品线,满足新的监管形势下和市场变化中的投资者需求。在投资运作中受人之托忠人之事,时刻把客户的利益放在第一位,不忘初心,方得始终。

## 债市回归基本面主逻辑 2019年或延续慢牛行情

□博时基金董事总经理兼现金管理组投资总监 陈凯杨



山穷水复疑无路,柳暗花明又一村。2018年年初时,机构对于未来一年的行情存在一定分歧,我们也有“雾里看花水中望月”之感。2018年年初时海外经济强势,A股迎来一波赚钱效应,不论是对通胀预期的担忧还是股市的分流效应,看空债市的声音此起彼伏,并且在2018年1月,十年期国债收益率从年初的3.918%上涨到4.071%,债市悲观情绪一度甚浓。

当时我们的判断是,如果社融连续大幅回落,就代表着经济增速可能下降,对债市便无需太过悲观。

随着2018年1月宏观经济数据的披露,我们看到1月新增社融总量3.06万亿,同比少增6367亿,这也是近三年的最低水平,社融余额增速从12%降至11.3%,增速创2003年有数据以来新低。同时资金面也比预期有所宽松,监管政策节奏的缓和给出了市场向基本面回归的空间。

敬畏市场从来不是一句空话。当市场还在犹豫时,债市的行情就这样不经意而来。走过2018年一季度,我们认为债市行情的性质是市场向基本面的回归,后续基本面和流动性环境依旧会支持收益率一定程度的下行空间。

2018年上半年,随着宏观审慎监管框架的成型,以及外部压力的增大,央行货币政策开始出现边际转向,降准为金融体系提供了长期稳定的资金,资金面恢复宽松,中短端利率快速下行,长端利率开始向基本面回归,同时信用债违约暴露增加,市场风险偏好大幅回落,也推动收益率下行。

2018年四季度以来,国内和全球市场的经济增长数据回落,风险偏好快速下行,美联储的货币

政策态度边际缓和,有利于放松中国货币政策所面临的约束,因而也带动了国内利率的下行。

从去年全年来看,长端收益率呈现单边下行的态势,期间两个主要阶段的逻辑略有不同:1-7月是对2017年四季度以来金融去杠杆下利率超调的修复;9月下旬-12月则是基本面驱动下的下行。

2018年的“黑天鹅”更多集中在信用债层面。因为违约暴露增大,信用债分化加剧,高等级信用利差持续压缩,中低等级债券则价格大幅下跌甚至丧失流动性,民营企业债券成为重灾区。随着宽信用政策逐步落地,部分龙头民营企业债券收益率有所下行,但是信用分化的格局仍未变化。

2018年以来市场回归基本面主逻辑,我们在操作上除了对大趋势的判断,更加注重对市场交易情绪、交易者结构、政策阶段性变化的把握,增强操作的灵活性。同时也更加注重久期和票息的

平衡,积极挖掘收益不错的信用品种的投资机会,这在2019年也将会是非常重要的点。

展望2019年,我们认为收益率下行的趋势或仍将持续,但在2018年长端利率显著下行后,2019年长端利率的下行空间将小于2018年,且市场的波动可能要大于2018年。信用债方面,部分基本面基本稳健的高收益债可能有利差压缩空间,但是信用分化的格局仍将持续,规避信用风险仍是投资中的重点。

中期来看,全球经济下行的趋势仍在延续,随着美联储加息态度缓和,2019年外部利率和汇率对国内利率的约束都将减小,依旧难言利率债牛市已经面临拐点,债券市场大概率仍将延续牛市行情。

分品种来看,在短端进一步下行空间有限的情况下,中短期品种的表现可能弱于2018年;基本面继续下行将使得期限利差进一步压缩,长久期利率债表现可能相对中短期品种更好,但是波动增大,需要更加灵活的操作。目前部分基本面比较稳健的信用品种仍能提供不错的收益,可能仍有利差压缩空间,但信用风险仍在释放,需要较强的信用研究和挖掘能力。操作上需要注重久期和票息的平衡,增加波段交易的灵活性。

同时也需要看到的是,当前债市存在的核心风险在于,若相关政策出现显著转向,经济基本面可能会强于预期。当前政策虽然已转向“宽信用”,若发生超预期系统性转变,那么经济基本面很可能会显著强于预期,债市可能会出现显著的调整压力。对于这一风险,一方面我们将控制配置节奏,在市场安全边际较高时,再加快配置节奏;另一方面我们将牢牢盯住政策的变化,若政策出现系统性转向,我们即会迅速降低久期,将配置集中于短端。