

保险资管 差异化发展提速

□本报记者 李超

时至岁末，保险资金运用成为资本市场热点之一，随之而来的争论引发关于投资、风险控制等多方面思考。业内人士表示，保险监管的重点将从资产和负债两端入手，引导机构坚持科学合理的定价策略和审慎稳健的投资原则。寿险公司必须全面承担资产负债管理主体责任，应加快建设资产负债闭环管理机制，推动资产负债管理模式升级。最新分析报告认为，保险资管机构已具备由保险公司的附属投资机构向独立的资产管理机构转变的动力和能力，呈现差异化发展态势。

风险总体可控

近日，保监会副主席陈文辉在“21世纪亚洲保险年会”上表示，从今年情况来看，我国保险业发展超出预期，风险总体可控，顺利实现“十三五”时期的良好开局。尽管保险业取得一定成绩，但是行业发展环境仍然复杂严峻，不确定性因素较多，压力较大。今后，保监会将采取更加有力的措施，鼓励保险机构发展长期保障型业务，强化保险资金服务保险主业，推动保险资金长期投资、价值投资和稳健投资。在不同历史时期，保险业防范风险的侧重点和关注点会出现新变化。保险监管的重点也将从资产和负债两端入手，引导机构坚持科学合理的定价策略和审慎稳健的投资原则。

《中国保险业发展趋势报告2017》提出，2016年以来，保监会采取一系列监管措施，包括强化对重点公司和重点业务的监管力度、用好信息披露等事中事后监管工具、加强资产负债匹配监管、推进资产管理公司健全公司治理和责任追究机制等。随着近年来保险资金投资能力、风险管理能力的提升，保险资管机构已具备由保险公司的附属投资机构向独立的资产管理机构转变的动力和能力，随着保险资产管理产品发行的诸多限制进一步解除，国内保险资管业的第三方资产规模也将进一步增加。

《报告》认为，目前，保险资产管理公司呈现差异化发展态势，整体分为三类发展模式：第一类是专注于管理母公司资金的公司，业务模式及投资理念坚守传统，负债驱动资产配置为主；第二类是第三方业务占比较大的公司，市场化程度较高，综合投资能力接近或者达到充分竞争的大资产管理市场的标准；第三类是处于起步阶段的公司，正按照市场化理念和模式塑造提升。

寿险资本使用效率待提升

中国太平洋人寿保险股份有限公司董事长兼总经理徐敬惠表示，当前，中国经济步入新常态，宏观经济呈现“L”型走势，利率将阶段性处于低位。从全球经验来看，低利率环境对寿险业发展带来重大影响和挑战，尤其考验寿险公司的资产负债管理能力。我国寿险业尚未经历过一个完整的经济周期，缺乏在中长期低利率环境下管理资产负债的经验，在此背景下，更应加快建设资产负债闭环管理机制，推动资产负债管理模式升级。

徐敬惠表示，目前，国内资产负债管理模式正处于由资产负债单项驱动向资产负债双向互动过渡的阶段。未来，寿险公司将不断提高资产负债精细化管理水平，加快打造和实现资产负债联动。真正实现资产负债联动和协同，寿险公司必须全面承担资产负债管理主体责任，在目标制定方面，改变当前资产（收益率）和负债管理（业务规模）目标相互脱节的现状，在偿二代体系下更多地聚焦风险、利润与资本的有效联动，提高资本的使用效率，实现向精细化管理、集约式增长的转型。

徐敬惠表示，复杂利率环境对寿险业资产负债管理是一次严峻的考验，也是当前及未来一段时间寿险业经营发展面临的主要风险。当前，我国仍处于巨大的增量市场，利率环境相对温和，且进入低利率环境时间较短，这些都为国内寿险公司及时调整积极应对创造了有利条件。



揭秘T+0交易：唯快不破

□好买基金研究中心

3月以来，A股市场波动率不断下降，隔日交易制度下的日内交易策略成为震荡市中生存的绝佳策略，如果每天赚千分之一，一年250个交易日下来就是25%，在今天的行情下，这绝对是一个非常亮眼的收益率。最重要的是：这是“稳定”的超额收益。这个策略俗称T+0。

T+0=T+1-1

T+0，即标准的日内交易，是指同一手股票可以在一天之内买入卖出多次。众所周知，目前沪深两市采用的是“T+1”制度，其实早在1993年底，深交所首先采用的交易办法是T+0，而非T+1。直到1995年1月1日起，为了保证股票市场稳定，防止过度投机，中国股市实行“T+1”交易制度，即当日买入的股票，必须要到下一个交易日才能卖出。

因此，我们今天要谈的日内交易，都是变相的日内交易，俗称日内回转交易。它并不是真的能让你将上午买的股票下午抛出去，而是卖出前一天就已经屯好的同只股票，也就是股票底仓。从整个组合的角度来看，的确是在一天之内对同一只股票实现了买入卖出的操作。

比如，假设我们在某个交易日之前持有1万只股票A（用日内交易的说法叫底仓），底仓平均成本是每股14元，以及1万元现金用于执行“T+0”。如果当天某一时刻，股票A价格上涨到14.2元，那我们就直接卖出手里的股票A，这时候手里就有了10000+14200=24200元的可用资金。之后股票A如果回调到一个比较低的价格区间，比如13.8元，那我就重新买入股票A，数量还是1万股。这样一天交易下来，我手里的股票数量没有变，但手里多出了4000元资金。同理，我们可以做到当天低买高卖。所以，正确操作日内交易的话可以每天获得一点变现资金，同时股票持仓不变。

无他，但手熟尔

现在市面上做日内交易的团队有两派。一派是通过交易员进行人工下单，另一派是用程序化方式实现日内交易。但是目前程序化交易的团队非常少，一方面是因为程序化交易的接入限制还没有放开，另一方面因为T+0交易对软件有非常高的要求，所以没有个二三十人的IT团队是很难将这个系统搭建好的。这导致初期建设团队成本高，但这是未来的发展方向。

手工做T+0的策略都是一些平常策略，无非是分时趋势跟踪、趋势反转，外加一点股票联动策略。但是将T+0做好不是一件简单的事，需要高手速、快反应。很多交易团队都将练交易员手速视为入门基本功，甚至会专门招一些打竞技游戏的职业玩家来做交易。据某日内交易团队的负责人介绍，他会要求手下的交易员背联动股票代码，比如区块链概念启动，应该马上知道哪些股票属于相关概念，具有联动效应。在A股市场，这种对热点概念迅速反应的能力是非常重要的。比如特朗普当选总统的消息公布瞬

间，能马上反应过来去抢川大智胜的交易员才是素质合格的A股交易员。因此，日内交易团队的淘汰率非常高，剽悍的公司淘汰率高达90%，剩下来的都是能长期稳定盈利的交易员。

坚持才有意义

当大部分人都只能T+1的时候，日内交易的快进快出就是一种优势。比如一些突然拉涨的股票，日内交易员可以在信号启动的初期跟进，然后当天抛止盈，避免隔夜风险。尤其在目前的震荡市场，大家都抱着打一枪就跑的心态，股票价格日间反转现象非常明显，那些追涨进去又不能当日卖出的人就成了这个市场上的慢鱼。

但是没有什么领先指标的胜率是百分百正确，但是大概率正确的事，坚持反复做，收益依然会相当可观。我们做个试验：某策略每天有60%的概率涨1%，有40%概率跌1%，那么一年之后会怎么样？

好买财富做了100次该实验，然后计算平均“业绩”，一年252个交易日之后，尽管每天预期0.2%的收益率，尽管单笔胜率60%，不确定性很大，但是100次之后，平均业绩非常惊人，高达60%多。就像扔硬币，只有在实验很多次之后，正反面出现的次数才会大概率相近。所以，概率只有在“坚持”的情况下才有意义。

其实是影子策略

日内交易对底仓的股票质量要求很高，波动大、流动性好的股票比较合适。一些做人工交易的T+0团队本身不具备选股能力，通常也不是自己买入股票建立底仓，而是通过与其他机构甚至散户合作借账户的方式做T+0交易。这种方式不仅存在非常高的合规风险，在交易上也受到非常大限制，因为大部分时候他们都没办法决定分配到自己手里的股票到底是好还是坏，所以说T+0并不能成为独立的策略来执行，而是作为多头背后的影子策略增强收益。

另外，专业日内交易团队有非常严格的止损要求，配合科学的仓位管理机制，能起到很好的风控效果。一般而言，日内交易会同一只股票的仓位分成好几份，每次买入、卖出的只是其中一部分仓位，稍有亏损就立刻平仓。根据某私募提供的数据，他们在近半年的115个交易日里，只有3个交易日是亏损的，且亏损幅度都在万分之一、万分二左右。

目前笔者接触过的几家做T+0的团队，无一例外都只对外发行结构化优先产品，杠杆能放多高就放多高，劣后资金全部来自团队内部，也是对T+0策略收益率的一个侧面印证吧。

海外并购 要内功更要“战友”

□本报实习记者 程竹

在海外资产配置的大潮之下，业内人士认为，加快完善和改革约束、保护和推进国内资本进行海外直接投资是当务之急。中国企业出海在苦练内功的同时，也要找到志同道合、并肩协作的“战友”。

整合困难重重

商务部最新发布数据显示，今年1月至9月，中国企业共实施海外并购项目521个，实际交易金额674.4亿美元，已超过2015年全年并购金额。

日前，在中华股权投资协会（CVCA）举行的2016年中华股权投资协会年会暨中国私募股权/创业投资峰会上，花旗环球金融亚洲有限公司中国区主席蔡红军表示，对海外新产品、新技术和新市场的渴望，对资产配置多元化的需求，以及“一带一路”倡议，是驱动中国企业出海并购猛增的三大关键因素。

不过，中国企业在国际并购市场并非每次志得意满，波士顿咨询公司发布的调查报告显示，中国买家海外并购交易完成率远低于欧美等发达国家企业水平。同时，并购后整合困难重重。黑石集团董事长总经理张利平预测，2017年，跨境并购额将减少一半。

分析海外并购受阻原因，非经济因素占很大比重。CVCA理事长孙强认为，亚非拉等国家法治环境不佳、国企的竞争中立性不足、法律尽职调查和法律对策预案不足，都会成为阻止中国企业顺利实现海外并购的因素，而国家安全审查和反垄断审查早已成为东道国的标配法律武器。

“这种发展态势意味着我国关于国际投资和资本跨国流动法律制度急需转型，加快完善和改革约束、保护和推进国内资本进行海外直接投资，特别是中国企业进行海外并购的法律规则体系。”方达律师事务所合伙人郭强坦言。

如何化险为夷

面对国际并购市场环境复杂多变的现状。春华资本集团董事长胡祖六认为，兼并收购浪潮仍会在2017年继续，但不会过热。跨境并购机会和风险并存。应关注双方目标是否匹配、出发点是否一致。在不同文化背景下，企业需要取长补短，不仅要促进交割顺利完成，更要关注在投后如何发挥协同效应和整合优势。

业内人士认为，中国企业海外折戟或碰壁并不能完全归因于国际市场带着“有色眼镜”。有些时候，是因为信息不对称、中国企业透明度不足等因素造成的。

CVCA当选理事长刘海峰建议，中国企业在出海收购前，应该提前了解每项交易潜在的监管问题，在交易前期阶段准备好应对这些问题的策略和计划。

中国企业走出去，应先问自身为什么要走出去。孙强建议，中国企业出海需讲究策略，在苦练内功的同时，也要找到志同道合、并肩协作的“战友”。“中国对外投资活动会继续增加，只不过接下来两三年的步伐会更加审慎。”在孙强看来，联合具有丰富国际投资经验、资本运作能力强的私募股权基金（PE）一起组成竞标团体，可以在一定程度上化解海外并购的阻力。

张利平表示，在并购项目上，与私募股权联合投资可以在一定程度上增加中国并购者优势。国际大牌PE拥有国际化资源、广泛人脉以及对行业的深入判断，这是中国企业海外收购所急需的。

需要强调的是，中国企业海外并购不应只满足于获取企业股权或技术与品牌资源，而应当将并购行为与进入国的经济社会发展和社会事业结合起来。麦星投资创始人崔文立表示，企业并购过程之中或并购完成后可以将一部分资源放在当地进行深加工，以帮助当地增加就业和财政收入；企业可以与当地企业联合进行基础设施投资建设，或者参与当地的慈善事业；保护支持并购成功的社会文化基因。