

组合投资时代券商投顾业务亟待升级

□腾讯金融研究院副院长 胡浩

从买卖点走向组合投资,从基金销售走向基金投顾

回顾中国证券投顾业务发展史,无论是早期的股评还是中期的荐股软件,其实质均是满足客户的BS需求即推荐买卖点。不过,这样的情况随着券商在研究能力、产品能力和服务能力上发力后有所改变,部分投资者逐步接受更加专业化的投顾服务——以研究为基础进行组合投资或者购买基金。然而,受制于若干因素,一些券商投顾人员更愿意销售新基金而不是基于投资考虑提出基金配置建议。《咨询管理办法》进一步强化该趋势,一方面,将投顾业务划分为证券投顾业务和基金投顾业务且提出管理型基金投顾,彰显后者的战略意义;另一方面,区分专业投资者和普通投资者,对于后者规定“采用组合投资的方式提供投资建议,且建议投资于单一高风险资产的配置比例不得超过10%”。这样的规定有望进一步减少关于“买卖点”的投顾服务,提高“组合投资”的服务比重。

随着新《证券法》(2019年修订版)、科创板、新三板精选层、《创业板改革并试点注册制总体实施方案》以及《关于做好公开募集证券投资基金投顾业务试点工作的通知》(以下简称《公募基金投顾试点通知》)和《咨询管理办法》等的推出,国内证券行业正坚定不移地朝着两个目标前进:一是推行注册制,加强上市公司违法监管,提高上市公司质量,促进资本市场服务实体经济和居民财富管理需求;二是要求投顾持牌经营,试点基金投顾,加强投资者适当性管理,要求向普通投资者提供组合投资建议,促进投资者结构“机构化”以及投资者行为“组合化”。两个目标并不是割裂而是相辅相成的:一方面,在注册制和强监管下,普通投资者遇到的挑战会越来越大,稍有不慎便会“踩雷”,这必然倒逼投资者转而采取更分散化的投资方式或者以基金代替;另一方面,投资者结构“机构化”和投资者行为“组合化”后,资金会集中流入优秀的上市公司,这会带来证券市场波动性的逐步降低以及基金整体业绩稳定性的改善,促进投资者逐步树立组合投资(或持有基金组合)的习惯。

此外,《咨询管理办法》高度重视适当性管理,强调“应当充分了解客户,对客户进行分类,并对所提供的证券投资基金投资咨询服务实施风险评级、分类管理,遵循风险匹配的原则,充分揭示风险,向客户提供符合其风险识别能力和承受能力的证券投资基金投资咨询服务。”由此可见,未来券商投顾服务将继续向着分类分级的方向前进,任何服务送达之前都应该建立在客户分类和充分提示风险的基础之上。

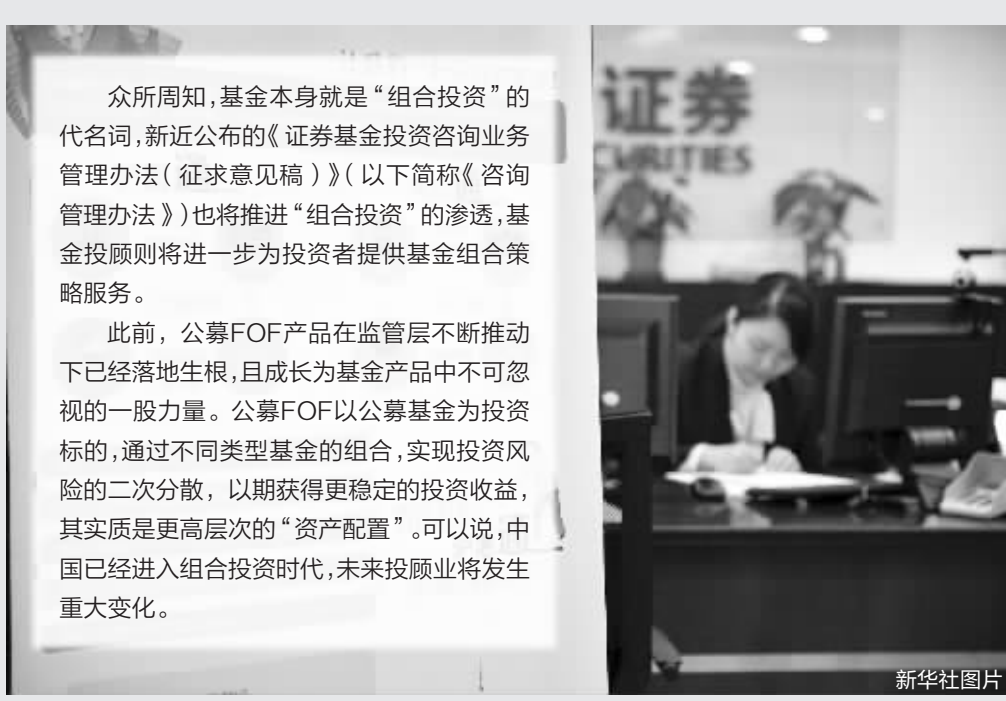
总而言之,券商投顾服务内容必将发生重大变化,从买卖点走向组合投资,从基金销售走向基金投顾。适当性管理将进一步得到强化,分类分级不再是例行公事,而是一切投顾服务发起的前提。

公募FOF和基金投顾形似神不似

公募FOF和基金投顾形似神不似。两者均以基金组合为外在表现形式,均会遵循资产配置+个基选择的投资方式,但实际上,公募FOF是标准化的资管产品,只能满足具有相近风险偏好或投资需求的一类客户群体的需求,难以满足单个投资者的个

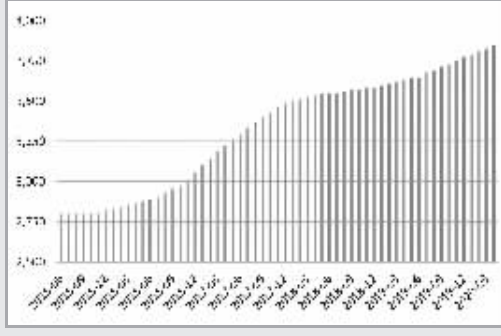
众所周知,基金本身就是“组合投资”的代名词,新近公布的《证券投资基金投资咨询业务管理办法(征求意见稿)》(以下简称《咨询管理办法》)也将推进“组合投资”的渗透,基金投顾则将进一步为投资者提供基金组合策略服务。

此前,公募FOF产品在监管层不断推动下已经落地生根,且成长为基金产品中不可忽视的一股力量。公募FOF以公募基金为投资标的,通过不同类型基金的组合,实现投资风险的二次分散,以期获得更稳定的投资收益,其实是更高层次的“资产配置”。可以说,中国已经进入组合投资时代,未来投顾业将发生重大变化。

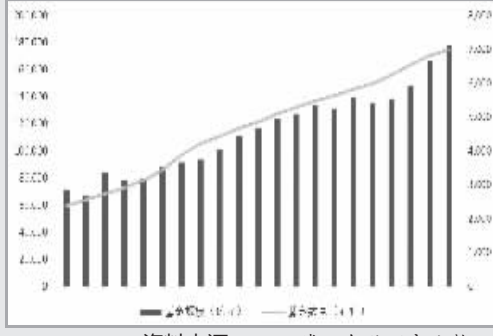


新华社图片

2015年二季度至今上市公司数量变化趋势



2015年二季度至今基金数量和规模增长趋势



资料来源:Wind,腾讯金融研究院整理

FOF常用资产配置策略列表

分类		投资理念	基金标的	适合养老
配置型	动态配置型	以宏观判断或者量化模型为基础,动态调整各类型资产的配置比例	被动为主	否
	目标风险型	根据特定风险偏好设定各类型资产的初始配置比例,之后根据各类资产的风险特征改变进行定期再平衡	被动为主	是
	目标日期型	以投资者预计退休年份作为目标日期,早期配置更多股票资产,后期逐步提高固收类和现金类资产的比重	被动为主	是
优选型		未设定风险偏好,在既定策略下精挑细选基金组合	主动为主	否

资料来源:腾讯金融研究院整理

性化投资需求,而基金投顾则是根据投资者个性化的风险偏好和投资需求提供非标准化的基金组合建议,属于投顾服务。

基金投顾的策略更灵活。国际学术研究及投资实践均表明,90%的投资收益由资产配置决定。因此,抛开公募FOF和基金投顾的业务差异,两者均特别重视资产配置在投资决策中的作用。自2017年10月首批公募FOF成立以来,公募FOF从初试啼声到探索与养老目标相结合,已经形成了动态配置型、目标风险型、目标日期型等不同配置策略的FOF产品矩阵。基金投顾自然也会用到这些配置策略,但在策略使用过程中会因为投资者的个性化需求而变得更为复杂,尤其是不同类型基金的配置比例会有更大的灵活性。此外,智能投顾已经被用于基金投顾服务,如Betterment、Fidelity Go等。进一步看,公

募FOF和基金投顾均会在资产配置的基础上进行基金筛选,所用模型包括定性、定量、定性定量相结合等。根据公开资料,国内公募FOF倾向于选择被动型(指数型)基金。相信基金投顾也会采取类似操作,因为指数基金更容易跟踪和研究其风险特征,同时具有成本低廉的优势。

基金投顾的操作更为频繁。购买公募FOF产品后,投资者通常短期内不再进行二次操作(由基金管理人代为打理),特别是养老型FOF更是以长期持有为主;基金投顾则会根据市场变化以及投资者风险偏好变化等进行持续的再操作(投顾持续更新投资建议,由投资者自己操作或者由投顾代为操作)。

投顾业竞争走向多元化

从各方面的分析来看,《咨询管理办法》以及之前关于公募FOF、基

金投顾等规定将大大提高公募基金作为核心配置工具的地位。商业银行、基金管理公司、第三方基金销售、保险公司等只要满足准入条件和监管要求,均可以从事基金投顾服务,尤其是管理型基金投顾更是打开了通往买方投顾的一扇窗。同时,投资者结构“机构化”以及投资者行为“组合化”也将潜移默化地改变全社会的投资习惯。

未来已来,投顾业竞争不可避免地走向多元化,券商不再是当仁不让的主角,应时而变正成为券商管理者深度思考的话题。

商业银行、基金管理公司、第三方基金销售机构、保险公司等具有各自的优势。与它们相比,证券公司的客户更加多样化,既有喜欢炒股的,也有愿意持有基金的,甚至部分活跃型客户已经自发地迭代出新物种——将主题炒作与ETF相结合,

根据板块轮动(或预判)反复交易各类型ETF。相对来说,券商投顾由于长期服务于买卖点和销售新基金,缺乏执业基金投顾所具有的资产配置思维。但这并不是不能改变的,中大型券商研究所既具备长期服务机构投资者的经验,也进行了各类型资产配置策略的研发。此外,如前所述,券商投顾在服务普通投资者时应采取“组合投资”的推荐方式,因此,券商投顾在未来工作中不仅需要关注个股研究和新基金销售,还要关注大类资产配置、行业配置、基金筛选、组合优化等。

过去几年,佣金不断下滑和互联网券商崛起已经搅动了行业格局,而如今注册制推进以及《咨询管理办法》出台等将进一步加速行业裂变。一言以蔽之,投顾业竞争正在走向多元化,券商投顾若固步自封、停滞不前,定然会被时代惩罚,升级换代将成为必然趋势。

应时而变,打造核心竞争力

应对正在发生改变的投顾业竞争格局和监管趋势,券商应该积极拥抱变化,进行服务的升级和变革。无论是《公募基金投顾试点通知》还是《咨询管理办法》,均对基金投顾和证券投顾的执业条件和执业规范进行了更严格的规定,结合行业趋势、监管规定及券商自身优势,可以从三个维度打造核心竞争力。

1)研究能力。券商在研究领域进行了多年的布局。券商是市场上最大的证券研究报告的发布者,依靠规模优势以及机构与个人兼顾的服务模式,头部券商均建有队伍庞大的研究团队。当然,不是每一家券商都有能力养得起宏观、策略、金工、行研等配置齐全的研究部,很多区域性中小券商可以围绕资产配置、基金研究等建设研究队伍或者投顾队伍。此外,研究部服务的机构客户所采用的资产配置策略(或行业轮动策略)肯定不同于券商投顾服务的非机构客户,因此,券商投顾队伍应该针对后者需求进行适用性改造。

2)服务能力。券商投顾队伍需要加强学习,适应组合投资时代下投资者习惯的改变和新的监管要求。归纳起来,需要学习的技能包括精确了解投资者需求、熟悉资产配置策略、学习债券投资特点、熟悉基金筛选方法、强化组合投资思维、及时做好投后回访跟踪等。可以预见,投顾队伍在新的监管规定下客观要求有相应的投顾服务系统作为辅助,因为不管是分级分类、组合投资还是基金投顾等,都离不开投顾系统的支持。

3)系统能力。《公募基金投顾试点通知》和《咨询管理办法》的出台,既意味着新的业务机会,也意味着投顾业务的监管将更加严格。券商不仅需要原有IT系统基础上进行改造以满足电子留痕、适当性定位、组合投资推荐等监管要求,还要考虑在新的业务趋势下借助金融科技的力量打造一体化的投顾服务平台,特别是该投顾服务平台可以将投资者教育、组合投资、ETF轮动操作、基金投顾、风控服务、投后管理等整合在一起。如此,那些兼做股票和基金的客户才不会轻易离开。此外,对于部分资金量偏小的客户,券商投顾可能需要借助金融科技手段来进行服务。在美国,智能投顾就被广泛用于服务中小投资者。