

“橱窗戏法”被戳破：理财产品展示新规拆解收益幻象

银行展示代销理财产品的“优先级”正在重构。过往简单地按照业绩比较基准或者历史业绩高低进行排序，容易造成风险掩盖、投资者实际收益率与展示收益率严重偏离、理财公司行为异化等不良影响。随着《商业银行代理销售业务管理办法》的出台,上述做法有望得到规范。

多位业内人士表示,将综合考量理财产品过往收益兑付情况、底层资产未来收益预期、产品管理人风格属性、产品上线时间、募集期等因素进行排序,同时把好代销产品的准入关,以防范问题的滋生。

● 本报记者 李静

综合考量多项因素

南方地区某城商行财富管理部人士告诉记者,该行在进行理财产品展示时,会重点考虑三个维度:一是产品管理人;二是理财产品历史收益表现,例如上季度收益兑付情况、业绩稳健的产品会优先展示;三是理财产品底层资产,如果在特定时点,该行判断这些资产能给客户带来良好的投资体验,就会把相关产品置于前列。

北方地区某城商行资管部负责人表示,各家银行对理财产品展示排序的考量维度存在差异,该行会综合考虑是代销产品还是自营产品、风险等级高低、上架时间先后、产品管理人情况等因素。

“我行售卖代销理财产品和自管理理财产品,由于需要压降自管理理财产品,我们置于手机银行展示前列的都是代销理财产品。此外,我们会按照风险等级由低到高进行排序,例如现金管理类理财产品被置于最前列,往后依次是纯固收类、‘固收+’类、混合类、权益类理财产品。再进一步细分,我们会按照上线的先后时间进行排序。”上述北方地区某城商行资管部人士告诉记者,该行代销的理财产品集中于几家理财公司,因此会把同一家理财公司的产品放在一起展示。

3月21日国家金融监督管理总局发布的《商业银行代理销售业务管理办法》明确,商业银行应当针对同类产品制定一致的代销产品展示规则。对于资产管理产品,应当综合考虑产品业绩比较基准(如有)过往达成情况、风险状况、信息披露、市场反馈等因素,不得简单依据业绩比较基准或者过往业绩高低进行展示排序,不得宣传预期收益率,不得使用合作机构未说明选择原因、测算依据或者计算方法的业绩比较基准。展示成立以来年化收益率的,应当明示产品成立时间。《办法》自10月1日起施行。

记者观察发现,当前多家银行存在较为明显的理财产品“收益优先”展示规律。以某国有大行为例,该行手机银行会对理财产品按

照风险特征进行分栏,3月31日现金管理类理财产品一栏展示的前五名理财产品七日年化收益率分别为2.07%、1.77%、1.58%、1.46%、1.45%。

此外,多家银行的理财产品展示存在“双优先”规律:机构属性优先,各展示栏均呈现“亲儿子”优先的排列逻辑,银行旗下的理财子公司发行的产品占据各栏目的前列,其他机构产品则被排在后面;时间窗口优先,在固收类理财产品里,募集期即将结束、即将上线的理财产品通常被置于前列,部分银行还会为一些理财产品打上“额度紧张”“即将售罄”的标签。

暗藏风险

南方地区某城商行资管部人士表示,每家银行在展示理财产品时普遍突出对销售有利的要素,比如高收益率,从而提升产品吸引力。但是简单地以过往业绩高低或者业绩比较基准高低进行展示排序,容易造成风险掩盖、客户体验感差等不良影响。

一是高收益往往伴随高风险,例如理财产品可能通过投资非标、加杠杆、信用下沉等策略增厚收益,单一收益率排序未能体现理财产品底层资产质量、流动性等关键信息,投资者可能误将具有短期高收益率的产品等同于“优质产品”,忽视潜在风险。

二是展示的高收益率往往与投资者实际收益率不符。一方面理财产品过往收益率和投资者未来可实现的收益率并不能划等号,另一方面部分业绩亮眼的“打榜产品”会被置于前列,但投资者在买入后往往会遭遇收益率“断崖式”下跌。

央行曾提醒投资者理性看待理财产品过往收益率与未来收益率之间的关系。一方面,部分资管产品尤其是债券型理财产品的年化收益率明显高于底层资产的年化收益率,其主要是通过加杠杆实现的,存在较大的利率风险。未来市场利率回升时,相关资管产品净值回撤也会很大。另一方面,理财产品动态发布的年化收益率是当前时点的预期收益率,是按过去一段时期的收益率、线性推算出的未来一年收益率,投资者未来赎回产品时实际获得的收益率是不确定的。现在净值越高,意味着是在更高的价格位置投资,未来的损失风险可能越大。

所谓“打榜产品”是指在发行后不久,理财产品挑选较多优质资产进行配置的产品。鉴于该阶段产品规模较小,这种做法使得它们的收益率能够在短期内迅速抬升。据某股份行理财公司固收部负责人介绍,理财公司可能会集中力量拉高理财产品成立后10天内的收益率,从而大幅提高理财产品成立以来年化收益率以及近1个月年化收益率。这些新发理财产品随后在银行渠道端

上线,银行会突出展示新发理财产品成立

以来年化收益率或近1个月年化收益率,亮眼的业绩有助于理财公司在渠道端拓展客群。

这种理财产品展示的收益率往往与最终兑付给投资者的收益率相去甚远。随着新发理财产品规模不断扩大,理财公司对优质资产的供给逐渐匮乏,其原有的高收益率被持续涌入的新资金稀释,新买入的投资者实际获得的收益率会“断崖式”下跌。

从源头把关

简单地以过往业绩高低或者业绩比较基准高低进行展示排序还容易造成机构行为异化。记者了解到,部分理财公司为争夺渠道曝光,可能采取激进的投资策略,例如加杠杆、信用下沉等。针对此类风险,某股份行人士表示,银行不仅要重视理财产品展示排序的合理性,更要强调从源头把关,即对理财产品管理人、理财产品实施严格准入。

《办法》对合作机构和代销产品准入管理提出了要求:商业银行对资产管理机构进行准入审查时,应当对其信用状况、投资管理能力、风险管控能力、信息披露情况等进行了审查。商业银行应当对代销产品实行准入制管理,根据客群类别、客户风险承受能力和需求等因素,明确代销产品准入标准,建立并有效实施对代销产品的尽职调查和审批制度。

“在合作机构准入方面,考虑到不同类型理财公司的管理风格存在较大差异,例如国有大行和城商行管理的产品风险属性不同,我们会选择与自身经营理念相契合的理财公司,目前主要与国有大行及头部股份行理财公司合作,这种‘精品化’准入模式有别于行业常见的‘广撒网’模式。”上述股份行人士说,“在产品准入维度方面,我们构建了‘三位一体’评估体系:一是考察投资经理的核心投研能力,二是考察产品业绩的持续性和市场分位数表现,三是考察策略的前瞻性与可验证性。同时,我们还会对代销机构进行主动引导。”

具体而言,在投研能力评估方面,该行建立了专业的评估体系,重点考察产品投资经理及核心团队的管理能力,包括但不限于产品管理规模、历史业绩表现、投资经验等关键指标。在产品业绩方面,该行将备选产品系列与全市场所有产品进行比较,要求准入产品的可比业绩位于全市场同类产品前50%分位,考核周期会根据产品市场经验,进行个性化调整。该行业对理财公司的产品策略进行引导,由于该行客户更重视稳健,所以会要求准入的产品以部分低波资产打底,再加上该行的现金类资产,以严格控制产品净值波动。此外,该行还会对产品的投资策略做一些明确的限制,例如对于不同机构

的非标占比、杠杆率等指标有不同

要求,从而确保产品风

险可控。

险资“买金”破冰 千亿级增量资金入市可期

● 本报记者 陈露

继获准成为上海黄金交易所会员之后,人保财险、中国人寿、平安人寿、太保寿险四家试点保险机构均已落地黄金交易,包括竞价交易、询价交易、定价交易、大宗交易。

业内人士表示,险资投资黄金有助于优化其资产配置结构,分散风险,增厚投资收益;同时,推动黄金市场投资者结构多元化,进一步提升黄金市场流动性和活跃度。多家试点保险机构表示,未来将秉持长期稳健的投资理念,发挥黄金在其资产配置中的独特作用,促进险资长期稳健增值。

四家险资买金

3月25日,人保财险通过上海黄金交易所系统完成国内保险机构首笔黄金竞价交易;中国人寿在上海黄金交易所完成国内保险机构首笔黄金询价交易;平安人寿完成国内保险机构首笔上海金定价交易;太保寿险完成国内保险机构首笔黄金现货大宗交易。

国家金融监督管理总局2月7日对外公布《关于开展保险资金投资黄金业务试点的通知》,决定开展保险资金投资黄金业务试点,确定10家试点保险公司。根据《通知》,试点保险公司可以中长期资产配置为目的,开展投资黄金业务试点。试点投资黄金范围包括在上海黄金交易所主板上市或交易的黄金现货实盘合约、黄金现货延期交收合约、上海金集中定价合约、黄金询价即期合约、黄金询价掉期合约和黄金租借业务。

3月24日,上海黄金交易所发布公告称,同意吸收人保财险、中国人寿、平安人寿、太保寿险成为上海黄金交易所会员。

记者调研了解到,上海黄金交易所及相关试点保险机构在前期做了充分的人员、系统等准备。上海黄金交易所表示,该所协同试点保险公司建立投资管理制度,完善信息管理系统,配备合格岗位人员,引导会员根据资产配置和风险管理要求制定合理配置和投资策略,灵活应用多种交易方式分期分批在中长期有序建仓,做好险资参与上海黄金交易所市场的各项保障工作。

中国人寿相关负责人表示,公司前期开展了扎实的准备工作,包括专业人员配备、制度流程建设、信息系统开发、风控体系搭建、投资运营管理等。人保财险相关负责人表示,公司迅速行动,配备专业人才,建立健全黄金投资管理制度,并在资产配置与风险管理要求下制定了科学合理的投资策略。

优化资产配置结构

从实践来看,此前保险资金可通过买卖黄金相关股票或基金等参与黄金投资,四家试点保险机构黄金交易的落地,标志着险资正式进入黄金

市场。业内人士认为,试点为险资参与黄金投资提供了更便捷的渠道。

对外经济贸易大学保险学院教授王国军表示,黄金与传统的股票、债券等金融资产相关性较低。在当前复杂的经济形势下,投资黄金可以有效分散险资的投资组合风险,优化其资产配置结构。对险资而言,黄金具有避险属性,在经济不稳定、市场波动较大或通胀预期较强时,黄金的增值潜力较大。

人保财险相关负责人表示,黄金作为重要的避险资产,长期来看具备保值增值功能,参与黄金投资业务,将进一步优化人保财险的资产配置结构,改善投资组合的风险收益特征。

中国人寿相关负责人表示,险资入场将为黄金市场带来更多长期资金,为黄金市场注入新的活力,提升黄金市场的深度和广度,促进黄金市场的健康发展,增强人民币黄金定价权。

业内人士认为,按照《通知》中“在投资规模上,试点保险公司应当严格执行投资比例要求,投资黄金账面余额合计不超过本公司上季末总资产的1%”的要求,险资投资黄金试点有望为市场带来千亿级增量资金。国信证券非银金融行业研究负责人孔祥测算,截至2024年三季度末,上述10家试点保险公司的总资产规模为20万亿元,预计相关政策的落地将为黄金市场带来2000亿元增量资金。

坚持长期稳健投资理念

业内人士表示,黄金作为一种长期资产,与险资的中长期配置需求有很好的匹配度。但目前金价处于高位,试点机构需要加强研判,从中长期角度进行投资布局。

“当前金价不断走高,实物和期货价格均处于高位,险资需要加强价格趋势研判,并有效利用相关金融工具对冲风险。”民生证券研究院非银金融首席分析师张凯峰表示。

北京排排网保险代理有限公司总经理杨帆认为,试点保险机构需要高度关注价格波动风险,建立严格的风控机制,合理设置止损点和止盈点,以控制损失、锁定利润。此外,还需控制投资仓位,避免过度集中投资。

王国军建议,相关试点保险机构需构建覆盖市场、合规、操作等多维度的风险防控体系,结合政策要求与市场特性,重点关注市场风险、合规风险、操作风险和声誉风险,需加强与银行、上海黄金交易所的协同。

多家试点机构表示,未来将坚持长期稳健的理念投资黄金。平安人寿相关负责人表示,在配置规划方面,公司将严格遵循监管部门要求,结合自身风险偏好和资产负债管理需求,中长期合理配置黄金资产,战略上,从分散投资风险、优化组合结构角度将黄金纳入年度及中长期战略资产配置计划;技术上,将在严格管理风险的基础上,密切跟踪、及时研究市场变化,积极把握投资机会。

相当高度。我们尝试对过去7—8年中国创新药产业进化的实际驱动力进行分析和总结。为什么中国创新药产业可以在原始创新赖以实现的基础研究相对薄弱的情况下,实现类似中国电动车产业的全球反超态势?这与中国的工程师红利、中国企业家的勤勉和国人的智慧三个要素分不开。全球化背景下,创新药基础研究取得的进步可以通过论文等形式进行传播交流,促进全球同行的共同进步,而中国在工程化、产品化方面拥有的巨大分工优势可以对此进行有效的承接。这得益于过去几十年的人才积累:一方面,中国自身培养了海量的医学、化学和生物专业人才,并通过2015年前后的药监体系改革,2019年前后的资本热潮吸引了大量海外大公司的高端专业人才回国;另一方面,国内长年为海外大药企和Biotech执行服务外包、生产外包,培育了支撑创新药企业发展的完整产业链。我们可以认为中国创新药产业的发展元年基本定格在2015年—2016年,迄今刚好近十年。

随着创新药板块的结构性走强,关注转型创新大药企和Biotech的机构投资者越来越多,普通投资者也十分关心创新药企业怎么选、怎么投。除了前面提到的具体因素,以下三个大的方面非常值得关注:一是认识创新药产业的客观规律和产业大势,这是一切的基础和开始;二是形成评价创新药企核心品种非临床、临床数据的能力;三是对研究能力进行坚决的迭代升级,从国内视角转向全球市场,尽快构筑通过全球视角对产品进行价值判定的核心能力。

■ 广发证券“投研财富+”投资者教育专栏(一)

中国创新药——变革全球疾病治疗SOC的新势力

● 广发证券医药生物首席分析师 罗佳荣

从复叠维度看,国内转型创新的大药企和Biotech(生物科技公)的估值低点出现在2022年4、5月份,其核心驱动因素是当年创新药医保续约规则趋于理性,国内明星创新药企业均有不俗的股价表现。近两年,中国创新药的表现和投资引发市场持续关注。下面,我们从创新药产业本身特点、影响中国创新药定价因素、中国创新药产业的全球竞争力以及驱动因素等多个方面阐述观点。

创新药的核心资产是临床数据,通过严格的临床数据验证来改写疾病治疗SOC(标准治疗方案),并驱动医生的处方调整优化,最终让患者获得真正的临床改善;与此同时,创新药企业通过专利保护享受市场独占期,从而回收成本、实现收益;这是创新药产业的核心运作逻辑。由于需要长期的临床验证,创新药研发难度较大,相较具备现金流优势的企业,其定价机制也会更为复杂,投资机会也更多以个股的形式呈现。这导致资本市场对创新药板块投资收益的获得感不是很强。很多时候,创新药企业会被视为某种市场的风塔,主要通过创新药企业的BD(Business Development,核心目的是通过买卖药物产品,实现公司的战略目标和财务增长)等催化因素来引导市场进行投资。但回头看,市场很可能会错过许多创新药企的阿尔法机会。

特别是目前不少投资人对中国创新药产业的认知仍然存在以下误区:一是认为与海外主流市场的同行相比,中国的创新很大程

度上是“抄作业”,是可有可无的me-too,甚至是me-worse,缺少竞争力;二是认为中国以基本医保为支付主体的单一支付体系,无法有效承接创新药产业产出的大量新产品,创新药投资在中国市场很难获得令人满意的回报。但真实的情况是,除了转型创新的本土大药企,自2018年8月1日港股第一家创新药公司歌礼制药-B上市以来,还有数十家非盈利的创新药企业已经通过港交所的18A规则,上交所科创板的五套规则上市。在近七年的时间框架内,通过对近百家企业的观察分析,上述对国内创新药产业的偏见已经被证伪。这是一套经过产业反复实践的检验标准,得出来的结论也让人更加信服。

诚然,由于创新药上市之前需要经历漫长的临床检验过程,上市之后还需要通过医保谈判、医院准入等众多市场准入环节,绝大部分转型创新的大药企和Biotech目前还没有实现盈利。只有少数产品上市较早的公司可以通过利润表、现金流量表来检验中国市场的真实回报。不过,参照创新药产业与投资发达的美国市场经验,即便FDA每年批准40—50款新药,但最后可以进入重磅炸弹“10亿美元俱乐部”的新药也属于少数。这是因为任何一款创新药的市场化成功除了整体市场环境因素,还受到该创新药所在疾病治疗领域的竞争影响,以及病人的实际获益情况、医院临床发展的成熟度、企业自身运营效率等多重因素影响。我们不能把所有上市新药的市场化成功当作在中国市场投资新药可行性判断的必要条件。同时,以海外主流市场的成本和较低

的运营效率在中国市场开发新药并获得回报也是不现实的。

在国内,新药的临床价值是创新药准入的最低标准。进入门槛后,作为单一支付主体的基本医保也会上市产品进行价值判定。我们从过去三年的医保谈判和续约中发现,临床治疗属性强、可替代性弱的创新药往往可以获得更理想的产品定价。投资者在评判中国创新药投资价值的时候可以从上述两个因素入手。

谈到中国创新药产业的国际竞争力,有一组数据可能会超出大多数人想象:2024年超过5000万美元首付款的BD合作中,有超过30%的产品来自中国,而且这一比例在2025年还在继续上升。这是海外跨国公司和非常熟悉创新药产业逻辑的国际资本在用真金白银为中国创新药产业竞争力背书。这些产品的BD合作意味着跨国公司、国际资本将继续投入更多资金用于后续的临床开发。即使成功比例有限,我们也可以充满期待地预见下述场景:五年后的全球医药市场中,来自于中国开发的分子将占据非常可观的市场份额。这之前是不可想象的。

今年1月份,一年一度的JP摩根大会在美国旧金山举行,很多中国企业引起跨国公司和投资者们的浓厚兴趣,交流日程安排十分紧凑。可以说,中国创新药企业群体的崛起甚至引发了海外Biotech对未来生存的担心,因为原有的并购或者合作机会开始被中国创新药企业所获取。这也不难理解为什么美国的Biotech指数多年徘徊不前。经过产业实践检验,国内创新药产业的实际竞争力已经进化到