

# 私行业务将推动大资管市场良性发展

# A股将进入立体化价值投资时代

5月12日,兴业银行私人银行部总经理薛瑞锋在第四届中国机构投资者峰会暨财富管理国际论坛上发表演讲,他预计到2021年,私人银行将形成一个110万亿规模的潜在市场,私人银行业务将为股份制银行提供弯道超车的机会。私人银行有利于促进直接融资、推进市场打破刚性兑付,降低市场风险和缓解金融乱象,有利于推动大资管市场的良性发展。

兴业银行私人银行部总经理 薛瑞锋

今天是“5·12”大地震九周年,希望我们今天的论坛对整个市场也有一个震动的效果,只不过这个震动的目的是促进中国资本市场真正走向价值投资。

今天论坛的主题是大资管,但是整个大资管离不开银行的参与。我在兴业银行工作十多年,一直从事资产管理、财富管理相关的业务,之前也做过证券公司高管,也参与过筹建基金公司。虽说我离开了这个行业,但是我与基金行业一直有紧密的联系。

今天我讲的题目是“发展私行业务,实现直接融资,破刚兑,降风险”,感觉跟今天的主题有点不太切题。实际上我讲的三个方面,每一个方面都跟我们整个大资管主题密切相关。

## 私人银行业务 蕴含百万亿潜在市场

4月27日,兴业银行与BCG联合发布了今年第一份私人银行年度报告。从数据的分析来看,我国高净值客户的市场是非常大的,达到了中国可投资金融资产的126万亿元,预计五年后也能保持20%的年化增长,2021年将达到220万亿元,这个体量是非常大的。其中,中国的高净值家庭数量已经达到了210万户,人数达到了300万,预计到2021年,将形成一个110万亿规模的私人银行潜在市场。

**真正的私行业务,是客户真实地承担风险,而客户承担风险的产品,更多的是以净值型面目出现的。私行客户通常拥有较强的风险承受力、更成熟的投资理念和更复杂的金融需求,是推动中国财富管理行业走向成熟的排头兵,是财富管理发展的驱动力。**

当然,我们很希望中国资管市场最正规的主力军——基金公司可以发挥更大作用,因为这个市场的需求是非常大的。

我讲的第一个方面是发展私人银行可以促进银行转型,进而促进资管业务的良性发展。因为银行转型其中一个很重要的方面就是大投行、大资管、大财富,而私人银行正是大投行、大资管、大财富重要的结合点。

现在的银行跟以前传统银行相比发生了很大变化,主流银行大都拥有信托、证券、基金、保险、期货及金融租赁等多牌照,这为银行向大投行、大资管、大财富的转型提供了便利性。目前,银行转型还刚刚起步,大投行、大资管主要以银行背书的业务为主,这跟国外主流银行讲的大投行、大资管还有很大的不同,以客户实质承担风险的大投行、大资管业务还没有大的发展。如果真正向这个方向发展,就能促进银行的转型,从而能够真正促进资管市场的发展。



郑宇/摄

真正的私行业务,是客户真实地承担风险,而客户承担风险的产品,更多的是以净值型面目出现的,私行客户通常拥有较强的风险承受力、更成熟的投资理念和更复杂的金融需求,他们也是推动中国财富管理行业走向成熟的排头兵,是财富管理发展的驱动力。私行的重要业务,如家族信托、全权委托,包括家族办公室等业务,都是针对长期限资产进行资产配置,而且是真正的客户承担的风险,这个市场前景广阔。

大家注意看一下私人银行的业务发展数据,目前还是以两位数在发展,包括国际的经验等,都可以证明它的发展前景是非常广阔的。因此,发展私人业务可以促进银行的转型,在促进银行的转型过程当中真正能助推中国的大资管业务的发展。

## 私人银行有利于促进直接融资

第二方面,发展私人银行业务可以促进直接融资的发展。中国社会融资体系长期以来以间接融资为主导,大量风险积聚在银行体系,直接融资市场发展缓慢。在今年的全国“两会”上,李克强总理第一次提到了新三板,并提出要发展多层次的股权市场,这是很罕见的。实际上,党中央、国务院就是要加大直接融资的比重和总量,目的就是促进市场的健康发展。

而在这方面,私人银行依然可以大有作为。私人银行虽然发轫于商业银行,但其业务内核是财富管理和资产管理,是直接连接高净值合格投资者和资本市场融资需求及产品的桥梁。私人银行客户风险承受能力和意愿的特点,以及对风险自担、风险收益匹配理念的深刻认知,使其对股权类和资本市场类产品的接受度也更高。

私人银行业务通过为私行客户提供各类金融投资产品,为资本市场提供了可观的资金来源,进而投入到实体经济,实现更大程度上的脱虚向实。当然,我们更希望能够真正成为资产管理的机构,要能为投资者创造更好的业绩和收益。

## 发展私人银行在一定程度上有利于解决金融乱象

第三方面,打破刚兑、控风险。

我们理解打破刚兑或者说降杠杆、控风险最有效的办法,就是要大力发展私人银行业务,因为真正由客户来承担风险的业务实质就是降低金融机构的杠杆率,也是最有效的控风险。与一般零售客户不同,私人银行客户拥有更强的风险承受能力和成熟的风险投资理念,在中国财富管理市场打破刚兑、普及净值型产品、走向成熟发展过程中可起到积极的推动作用。

打破刚兑能有效地降杠杆、控风险,也是治理金融市场乱象的有效手段。因此,发展私人银行业务可以在一定程度上或者更大程度上真正解决监管层所关心的问题,实现资产管理市场的快速良性发展。

(中国基金报记者 李树超整理)



郑宇/摄

重阳投资总裁 王庆

我今天跟大家分享的主题是“坚守风格,迎接立体化价值投资时代”。

## A股市场五个投资发展阶段

总结起来看,中国A股市场发展经历了不同阶段,在不同阶段呈现出不同的特征。因此,要在不同的阶段做好投资,需要展示相关的能力。

我们将A股市场的发展分为五个阶段。第一个阶段是股票市场诞生的初期,也就是1991年到1995年期间。在那个期间,大家都会做一些技术分析,因为刚有了股市这个新鲜事物,大家看看图表、做下技术分析,就可以应付一阵,这是一个初期的阶段。

第二个阶段是1996年到2001年,在这个阶段,投资者逐渐开始把股票和股票背后的企业联系在一起,开始做一些跟公司有关的投资分析,这是微观的基本面投资阶段。

第三个阶段是2002年到2011年,这个时期也被称为宏观基本面投资阶段,因为在这个期间大家发现宏观经济很重要,而且宏观经济分析对于判断股市非常关键。确实在这个期间,中国的宏观经济发生了很大的变化,波动性比较大,尤其是2003年,中国加入世贸,带来了长期发展机遇。然后发生了行业变迁,到了2008、2009年,经济危机发生,中国应对危机推出四万亿的经济刺激计划、全球量化宽松、中国信贷扩张,通过这些因素都可以发现宏观因素对市场的重要性,越来越多的投资者关注宏观基本面的投资。这个期间,宏观掌握的好,做投资就可能比较舒服。

从2012年到2015年期间,市场进入第四个发展阶段,这个阶段市场最活跃的板块、最活跃的主题跟中小市值有关,就是高成长、高估值、新概念。但是,在繁华背后,其根本上就是一级、二级市场的套利。在这个阶段,以创业板为代表的中小市值股票非常活跃,在投资过程中也产生了很多优秀的公司,在资本市场层面大家讲了很多激动人心的故事,但是背后,核心的还是一二级市场套利。

为什么这么说?实际上,高估值和高成长本身是互相促进的一个过程。我们分析发现,中小市值股票的高成长中有一半以上、甚至中证500里面超过三分之二的公司业绩是外延式成长带来的,就是通过并购、通过上市公司定向增发获取现金,收购非上市公司资产,形成了外延式的成长。这个成长本身又是一个高估值,高估值又鼓励上市公司更愿意以定向增发方式、以发行股票方式来实现外延式扩张,而不是内涵式的扩张,就是靠业绩、靠成本控制等等,这本身就是一二级市场的套利。

在今天上午的论坛上,有嘉宾讲到,中国市场给流动性以极高的溢价的,因为上市公司流动性比非上市公司高多了。但是背后呢?从根本上来讲,是中国IPO的核准制造成了上市公司成为稀缺资源,就有更高的估值。这是2012年到2015年中国股票市场的主题。在这个阶段,中国经济的微观基本面整体来讲是在恶化的,宏观基本面也是在恶化的。

5月12日,重阳投资总裁王庆在第四届中国机构投资者峰会暨财富管理国际论坛上发表演讲,他认为,A股在经历了技术分析、微观基本面投资、宏观基本面投资和中小市值、一二级市场套利4个发展阶段后,2016年至今,已进入立体化价值投资的时代。市场正在回归基本面分析,回归投资的本质,而这个变化很可能是一个结构性的、永久性的变化,同时也是新时代的开始。

但是那些非常活跃的板块有很多投资方面的故事,其中的核心就是一级二级市场套利,背后是中国市场制度发生的变化。

以上这个变化把我们带到了第五个市场发展阶段,就是从2016年开始,中国股票市场正式进入了立体化的价值投资时代。因为在2016年2月以后,整个监管思路发生了变化,部分吸取了此前的教训。这个变化,我们整个监管总体的思路是推进事实上的注册制,从根本上消除一二级市场套利空间。从一系列的事件当中也能看出来,比如,首先停止了中概股回归、战略新兴板的推出,定向增发和借壳上市新规等等,对市场、对投资者的预期产生了很重要的影响,按这个走下去,实际的效果就是注册制。

**从2016年开始,中国股票市场正式进入立体化的价值投资时代。监管思路发生了变化,总体思路是推进事实上的注册制,从根本上消除一、二级市场套利空间。**

## 立体化价值时代 需要全方位的知识储备

在中国无论经济微观层面、还是宏观层面都有所改善的大背景下,2016年创业板表现并不令人满意,很重要的原因是制度的变化从根本上颠覆了在2012年~2015年阶段中小市值股票的投资逻辑,在2016年可能真正进入了立体化价值投资。

我们正在回归投资的本质,尤其是在市场化、法治化、国际化的大背景下,市场开始重新关注价值投资、重新关注基本面。而这个基本面不仅仅是第二阶段市场关注的微观基本面,也不仅仅是第三阶段关注的宏观基本面,而是微观、宏观基本面都要关注,而且基本面的很多影响因素,比如制度性因素,无论是监管制度、社会制度、政治制度、法律制度还是公司治理制度等等这些中微观的因素也在变得越来越重要。

在这个阶段如何做好投资?我们提出了这样一个概念:立体化价值投资。就是要坚持价值投资,但是它对基金管理人和投资者的要求会越来越高,在这个时代做好投资就需要具有全方位的、各方面的知识储备。

过去几年,我们一直坚持价值投资,认为新的时代可能会给我们更大的发展空间。实际上市场已经在变化了,这个变化是否可持续还值得观察,但我们认为这些变化正是用数据说话,标志着价值投资时代是一个新的开始。

从2017年以来股票价格的变化来看,到今年4月底,创造出2015年6月市场在5000点最高点新高的股票数量有接近90多只,同时,创新低的股票已经达到了450只。这个新低是什么概念呢?是2016年初那次股市大波动之后的新低,所以可以想象这个市场的分化有多么严重。

通过观察创新高和创新低股票的特点,我们发现,在分化的背后,创新高的股票最基本的指标ROE明显维持在较高的水平,而创新低股票ROE中位数是不断下移的。可见市场在回归投资的本质,回归基本面的分析。这个变化很可能是一个结构性的变化、永久性的变化以及是新时代的开始。

(中国基金报记者 李树超整理)