

# 去杠杆控风险 财富管理机构积极谋变



窦玉明 林传辉 张啸川 薛瑞锋 童威 宋强 王庆

5月12日下午,在第四届中国机构投资者峰会暨财富管理国际论坛的业内分会场,针对目前资产管理行业去杠杆、控风险的监管格局,广发基金公司总经理林传辉、中欧基金公司董事长窦玉明、重阳投资总裁王庆、兴业银行私人银行部总经理薛瑞锋、华安基金公司总经理童威、宝盈基金公司总经理张啸川、招商银行私人银行产品管理室主管宋强等深入讨论了当前资产管理行业面临的变局,以及打破刚兑后客户资产配置的需求等问题。

中国基金报记者 应尤佳

圆桌讨论由窦玉明担任主持。在圆桌讨论过程中,嘉宾激烈交锋,最终基本达成共识:在打破刚兑的预期下,净值类产品未来可能将受到更高的关注。

## 从长期视角为客户实现最优风险与收益的平衡

窦玉明:首先,请招行私行部的宋总谈,在未来新的监管环境下刚兑可能会打破,在统一监管大格局下,你怎么看私行未来的业务定位与发展?

宋强:私人银行为客户提供财富管理,是基于资产配置进行的。资产配置就是不仅要利用各种量化工具来帮助客户做资产组合,还需要顺应市场的变化,动态地调整组合比例,实现长期视角下最优的风险和收益的平衡。在统一监管的大格局下,在未来

系指的是组织架构、人员培训、系统、资源配置等一系列构架。作为后来者,我们一直在向招商银行学习,学习他们成功的经验。

薛瑞锋:只有私人银行才能最先打破刚兑发行净值化产品。短期银行理财不可能打破刚兑,因为它的背后连接着庞大的普通客户。而普通客户没必要急于打破刚兑,刚兑是好不容易建立起来的信用形象,但要按照监管层的规范要求从事业务。

我认为,只有私人银行才能最先打破刚兑发行净值化产品。短期银行理财是不可能打破刚兑的,因为它的背后连接着庞大的普通客户。

其实,对于普通客户来说,我认为没必要急于打破刚兑。因为刚兑是好不容易建立起来的信用形象,但要按照监管层的规范要求从事业务。普通客户和高端客户一定要做出区分,高端客户是可以打破刚兑的。而对于高端客户理财,就更需要我们创造更有个性化、更有价值的产品。

还有一块值得拓展的领域是海外投资。根据我们的统计,有三分之一的高端客户在海外有资产,剩下的三分之二也即将要在海外投资,所以海外投资的天地很大。现在,我们要在这方面的产品端做得更好,用更好的产品吸引客户。

在服务方面,我们始终着力打造有私人银行特色的家族信托、全权委托及家族办公室业务。另外我们还积极推进在三方面的服务业务,一是增值服务,包括医疗、教育、养老及出国金融服务;二是专业咨询服务,包括法律、税收筹划、海外置业及投资咨询等;另外还有包括海外增值的服务。

对我们而言,只有把这些事情都做好了,才能真正做到以产品吸引客户、以服务留住客户的发展策略,促进私人银行业务的良性快速发展。

## 用价值投资+对冲策略实现绝对回报

窦玉明:谈到私行和基金、公募、私募的合作,请王总谈一谈你们和私行合作的体会和下一步的打算。

王庆:我们和招商银行、兴业银行都有合作。值得一提的是,我国银行与私募基金发行的第一只阳光私募产品就是招行和重阳共同完成的。从我们的合作经验看,早期跟私

人银行客户合作,大家都是追求高收益。但最近几年,刚兑型产品出现后,情况已出现分化,一部分追求稳定收益的客户开始布局很多固定收益的产品,而另一部分愿意投资股票市场的客户则对预期回报率的要求比较高,同时对波动性也比较能够容忍。

随着刚兑预期的打破,尤其是稳定刚兑预期收益率的降低,越来越多的高净值客户开始更多地关注净值型产品。而随着对净值型产品关注度的提高,这类客户对波动性也越来越在意。尤其从过去两三年市场的波动来看,很多基金管理人从产品净值上来看比较亮丽,但如果波动性较大,就会出现净值表现虽然好,但投资人不一定赚到钱的情况。因为投资人很可能在短期的高点进去,而在波动性较大的低点出来。这就像我们的市场指数,从长期来看是上涨的,但很多客户赚不到钱,是一个道理。

王庆:最近几年,刚兑型产品出现后,情况出现分化,一部分追求稳定收益的客户开始布局很多固定收益的产品,而另一部分愿意投资股票市场的客户则对预期回报率的要求比较高,同时对波动性也比较能够容忍。

我们推测,随着刚性兑付对于高净值客户的进一步打破,市场对绝对回报类的产品需求会越来越明显、越来越强烈。

而我们正试图获得长期较高回报,并注意产品的波动性、尽量控制最大回撤。在实践中,我们坚持价值投资选股的基础上做好风险对冲。

窦玉明:你们怎么实现对冲?  
王庆:股指期货诞生以后,我们做了两方面的事情,一方面是用价值投资的方式选个股,在实践中,我们认为,用价值投资方式选股更有助于防范个股下行风险。另一方面是择时,通过股指期货进行战略性对冲。

我们看多的时候不对冲,谨慎的时候会针对部分持仓进行对冲,看空的时候则针对大部分持仓进行对冲。这样的操作对年化收益率是有所提升的,更重要的是实现了波动率上的对冲。总体而言,我们主要是通过价值投资加股指期货对冲这种方式来争取实现绝对回报。

窦玉明:问王庆总一个具有挑战性的问题,如果做对冲,就涉及对市场看多看的判断,但那种判断难以持续保持正确。假如你看错,那个策略怎么能实现你的目的?

王庆:的确,总能做对择时是非常困难的。但是中国整个市场的宏观波动性是有其自身规律的。因此,捕捉短期的波动性虽然非常困难,但中长期

逻辑上的波动性还是有迹可循的。

对中长期宏观波动性研究,我们有一个比较大的宏观研究团队,在做专门的研究工作,同时我们还会关注股票市场的一些行为指标,例如股指期货各种合约的升贴水情况、交易者行为状况等,我们根据此类指标来了解市场存在多大的宏观风险。

其实我们之所以使用这样的策略,主要是因为国内股票市场的波动性太大,有必要降低波动性,而不是采取不可知论,认为市场不可测就干脆不管了。我们认为,在降低净值波动性方面,的确有可改进的地方。就目前而言,我们手头最有效的工具就是股指期货。

## 基金公司应多给投资者提供风格特征明晰的产品

窦玉明:客户期望有绝对回报,起码每年能有正回报,但这对我们基金经理来说是个比较大的挑战。从实践看,如果降低波动性,则需要付出回报降低的代价,这个问题可能对整个公募、私募行业来说都同样存在。我不知道林总在具体业务的时候是怎么解决我们面临的困境的?

林传辉:我觉得主要是观念问题,不同的投资者对投资回报的预期跟过去不一样。预期收益型产品和净值型产品是不同的,基金行业能提供的就是净值型产品,净值型产品就是有波动,这一点要明示投资者。但基金公司可以提供风险收益特征明晰的产品,如成长、价值、量化对冲、目标风险策略产品。对银行私人银行部来说,打破刚兑的预期,让客户从过去的预期收益型产品转向净值型产品,这是一个可行的转型。

林传辉:不同的投资者对投资回报的预期跟过去不一样。预期收益型产品和净值型产品是不同的,基金行业能提供的就是净值型产品,净值型产品就是有波动,这一点要明示投资者。

实际上,私人银行部具备很强的资产配置能力,高净值客户对产品的预期收益是有其自身的理解,基金公司只需要提供风格特征明晰的产品,私人银行部的项目管理人员自身可通过技术上的组合配置和动态调整,实现目标风险下较好的收益。

## 看好未来基金新产品方向

窦玉明:请宝盈基金的张总回答一个问题,今年证监会也会有新的产品方向的鼓励,包括FOF、REITs、养

老产品未来的发展,包括ABS,不知道宝盈基金比较看好哪个方向?请结合这个方向谈谈你们在产品方面的布局思路。

张啸川:REITs包括PPP为基础资产的ABS,是非常重要的资产,与股票、债券等大类资产相关性较低,一旦切进来可以显著降低组合的波动性,对未来的大类资产配置非常重要。

张啸川:今年一行三会整体来说是收紧流动性、加强监管的大背景,其实可做的事并不多。除了已经明示可以做的,包括现在看到的FOF,另外还有就是以PPP为基础资产的REITs或者是ABS。我对这两个产品方向都看好,对于目前整个公募行业来说是非常重要的一个大类资产。我们今天说的REITs包括以PPP为基础资产的ABS,是非常重要的资产,与股票、债券等大类资产相关性较低,一旦切进来可以显著降低组合的波动性,对未来的大类资产配置非常重要。

FOF本身也是以大类资产配置为主,很难想象做一只权益类的FOF,就在权益类里精选股票基金,这是无法充分体现FOF价值的。FOF的真正价值是做大类资产配置,主要用来帮助机构或者私行高净值客户获取中长期绝对收益。

商业银行为什么有资金池类的产品?正是因为客户短期投资行为比较明显,商业银行对此有大量的配置。但有些投资是长期的,例如PPP的投资就可能期限很长,最长的甚至会达到三十年。可是,客户很难会持续投资三十年,大部分客户只需要三个月、六个月的,这时候只能通过期限错配配置给客户。

但是现在情况正在发生变化。我们发现,有一部分客户投资的期限变得越来越长,而且从客户的资产组合当中的比例来看,投资类的产品也会越来越多。这是我们从去年开始观察到的趋势,因此,在未来很长一段时间之内,我们仍然会积极进行产品布局,不仅包括二级市场、一级市场,也会包括一些另类资产,以丰富客户的资产配置。

虽然在行业监管上,现在呈现出控风险、去杠杆的趋势,可能在同业投资上会有一些限制,会带来一些冲击,但是这些冲击,我觉得能够通过产品上的创新以及加大在其他领域的投资来弥补。

因此,我们目前非常重要的任务是要预判到监管机构会有一些什么动作,我们主动去适应它,主动避免资产管理脱实向虚的倾向,主动提高资产管理行业服务实体经济的能力和水平。

(本版摄影 郑宇)