

财富

周刊 WEEKLY

理性投资，财智生活



大额存单缘何成“鸡肋”

本报记者 钱箬旻

6月6日，央行发布公告将个人投资者认购大额存单起点金额由不低于30万元修改为不低于20万元，并于当日实施。

业内人士表示，《大额存单管理暂行办法》公布于2015年6月2日，政策调整选择在一周年之际，一方面是通过降低投资门槛来为大额存单市场扩容，改善大额存单在个人投资者群体销售遇冷的局面，另一方面是在总结暂行1年情况的基础上作出的调整。

调整之后，大额存单对个人投资者是否有吸引力呢？银率金融研究中心理财分析师闫自杰认为，虽然大额存单的投资门槛降低了，但同银行体系内现有的稳健类投资产品相比，依然没有优势可言，销售遇冷的情况恐难有大的改观。如在投资起点上，大额存单调整后的投资起点是20万元，而同银行“宝宝”类产品（货币型基金）相比明显偏高，即使与银行理财产品5万元的投资起点相比，也高出很多。

从收益方面看，有业内人士认为，大额存单自面世以来，只有少部分小银行较基准利率上浮幅度达到50%，但即便如此，1年期利率也只有2.25%，与互联网金融理财产品的利率差距明显。只不过，大额存单和互联网金融面对的客户需求不一样，互联网理财群体偏年轻化且对灵活性要求较高，不排除仍有部分保守的投资者选择大额存单存款。

与银行理财、国债和货币型基金等稳健类理财产品相比，大额存单也并无利率优势。闫自杰表示，目前银行推出的大额存单以1年期（含）内为主，1年期利率多在1.95%至2.25%，同等期限内，银行“宝宝”类产品的年化收益率在2.5%左右，银行理财产品的平均预期收益率在3.9%左右，银行代售的1年期万能型保险收益在4%左右。因此，从收益率看，大额存单没有任何竞争力。

融360理财分析师刘银平表示，一般在降息通道之中，大额存单的利率也会随之下调，对投资者的吸引力越来越小。“去年6月份，大额存单刚上线的时候，几乎与定期存款没有差异，储户如果提前支取只能享受活期利率。随后这一问题逐渐得到解决，目前大部分银行的大额存单提前支取可以享受部分定期利息，但是仍要扣除一部分利息。”刘银平认为，此次调整只是稍微降低了投资者的准入门槛，目前大额存单仍然不支持转让功能，流动性问题仍没有解决。

不少业内人士表示，大额存单对个人投资者来说，依然是一款鸡肋产品，高门槛、低利率是最大硬伤，不但在投资市场没有竞争力，就是在银行内部，这款产品也有众多有力的竞争对手，对于成熟投资者来说，综合考虑风险、收益和流动性，选择这一产品并不明智。

但需要注意的是，大额存单在安全性方面具有一定优势。闫自杰表示，同其他稳健类投资产品相比，大额存单的优势在于其已被纳入存款保险制度。因此，大额存单的目标投资者就是那些风险厌恶型的个人投资者，基本上就是投资渠道只有银行定期存款的这一类投资者。

“未来，大额存单在投资起点上可能进一步调整，缩小和银行理财产品投资起点的差距，为银行理财去保本型产品铺路，最终引导保本型理财产品资金向可交易大额存单转化，在这个过程中，银行在大额存单利率定价上的差异可能会更加明显，利率市场化程度更高，大额存单逐渐成为银行保本保息理财主渠道或可期待。”闫自杰说。

即将出台的监管新规让基金子公司“牌照红利”不再耀眼。要在资管市场中真正确立自己的竞争优势，还要在投研实力、内部设置、激励机制等诸多方面加速转型——

基金子公司加速蜕变

本报记者 周琳

在众多财富管理工具中，被誉为“万能牌照”的基金专户子公司由于不用考虑风险资本计提、引入风险准备金等因素，一度“裸奔”得非常顺畅。中国证券投资基金业协会公布的最新数据显示，自2012年公募获批设立专户子公司以来，截至今年3月底，已有79家基金公司获得子公司牌照，产品数量已达1.72万只，规模约9.84万亿元，远高于私募基金的5.70万亿元和公募基金的7.77万亿元，成为证券期货经营机构资产管理中规模增速最快的力量之一。

然而，近日中国基金业协会下发的两份征求意见稿，将“万能牌照”推向风口浪尖。基金子公司一系列可能的“新门槛”，让“牌照红利”不再耀眼，基金子公司通道业务红利面临消失风险。

“未来牌照认可可能会有新角度，对于资管行业来说是新机遇。”民生加银资管公司总经理蒋志翔告诉《经济日报》记者，基金子公司成立时间短，改革将倒逼子公司通过牌照整合转型升级，做强主动管理业务，引导其将业务聚焦至优势领域。目前看，基金子公司仍是市场中最具创新活力和最灵活的投资平台之一。在新背景下，行业将不断去通道化、去杠杆，并在金融服务实体经济、提高资产配置效率等方面发挥更重要的作用。

“资管新军”的全新挑战

基金专户子公司产生于2012年11月，全称是特定客户资产管理计划，采取报备制。通俗地说，它是针对高端客户开发的理财服务创新产品，投资于产品约定的权益类、固定收益类以及其他另类资产。

北京方鑫汇投资管理中心机构业务部赵鑫表示，由于基金子公司成立之初并没有风险资本和净资产等诸多“门槛”，条件相对宽松，在信托计划等具有高度同质化的竞争中，能够争取到不少银行和私募基金的客户。

金牛理财网研究员何法杰认为，基金子公司投资领域全方位覆盖一、二级市场和股权、债权市场，成为传统“银、证、保”三大渠道的重要补充。在企业发展的不同阶段，基金子公司能够为其提供包括VC（风险投资）、PE（股权投资）、债权融资、并购重组、股权激励等一系列金融服务，并更加注重客户的遴选和持续的扶持和培育，发挥“金融保姆”优势，实现共同成长。同时，相较于公募基金参与国企改革所面临的诸多政策限制，基金子公司投资非上市国企股权也具有天然的政策优势，且不受持股比例限制。一方面能够发行企业资产证券化产品、推动企业直接融资；另一方面，能够开展投贷联动业务，为企业量身定制结构化融资模式，长期融资与短期融资相匹配、直接融资与间接融资相结合。此外，还能开展一二级市场联动业务等。

然而，“裸奔”的日子可能面临终结。近日中国基金业协会下发《证券投资基金管理公司子公司管理规定》和《基金管理公司特定客户资产管理子公司风险控制指标指引》两份文件的征求意见稿，明确规定今后设立基金子公司须满足基金管理公司成立满2年、基金公司净资产不低于6亿元等7个条件，开展特定客户资产管理业务应满足净资产不得低于1亿元、净资产不得低于负债的20%等4大风险控制指标。

近期新的基金专户子公司牌照也迟迟没有动静。截至6月3日，中国证监会官方网站披露的审核情况显示，泰达宏利基金等7家公募基金正在申请设立专户子公司，除1家在今年2月份得到一次反馈意见外，其他均无消息，最近一次核准成立基金



子公司还要追溯到2015年11月。

国信证券分析师陈福认为，这说明监管部门有意提高基金子公司设置门槛，实施净资产约束为核心的风控管理和分级分类监管。在“降杠杆、控风险”的基调下，基金子公司大体量资产的杠杆、投向和资产质量均不够透明，这是此次新规发布的重要原因。

据统计，截至今年一季度末，从目前105家公募基金管理公司的规模及净资产情况看，仅“非货币基金公募规模不低于200亿元”一项便有60余家基金公司不符合新规标准。而成立不满2年的基金公司有新沃基金、新疆前海联合基金和金信基金等至少8家。

华泰证券分析师沈娟认为，超过半数公募基金公司不达标，预计未来基金子公司的设立节奏将放缓，存量基金子公司牌照价值有望提升。不仅如此，在风险控制方面的净资产等指标，也将极大地压缩子公司的通道业务优势。“今后基金子公司开展业务，业务做到什么规模，都必须和它净资产多少密切相关。净资产多就多，净资产少就少做。”何法杰认为，其中压力较大的是“净资产不得低于各项风险资本之和的100%”一项。

据Wind资讯统计显示，截至今年一季度末，基金子公司按最低比例计算的风险资本约为321亿元，而105家基金子公司合计注册资本仅为74亿元，净资产远远低于风险资本。这说明大批基金子公司或者需要股东追加大量资本，或者需要从扣减比例高的业务向扣减比例低的业务转向，实现公司整体转型发展。

问题频发亟需转型

尽管有诸多牌照优势，大量基金子公

司依然热衷于以“低收费+高利润”方式与信托公司争夺通道业务，有些甚至违规开展配资、资金池等业务。截至目前，已有金鹰基金的子公司前海金鹰资管、中信信诚基金子公司中信信诚资管、银河基金子公司等多家基金子公司曝出风险问题，导致投资者投诉不断，而部分基金子公司也被监管层处以暂停业务数月的处罚。

从长远看，此次发布的监管新规并未让基金子公司的“万能牌照”失色，反而给行业持续、健康发展指明了方向。“基金子公司要在混业经营的发展趋势中找到自己的位置，不能沦为简单的‘通道中介’，应当成为金融改革探索最佳的试错者，通过多元投资范围打破行业边界束缚。”蒋志翔表示，主动管理类项目将成为未来基金子公司获取业内认可的关键、实现收益的重要抓手。

转型首先需要在内部业务部门设置上作出调整。以民生加银资管为例，通过必要的机构改革，公司专门设置从事主动管理业务的经营机构；建立起与主动管理类业务发展方向相一致的风控体系、考核体系、激励体系等，为转型保驾护航。此外，还充分利用“互联网+”的优势，探索实现互联网与财富管理的有机结合。

转型还需要围绕投研实力打造核心竞争力。摩根士丹利华鑫基金副总经理高见认为，基金子公司的核心竞争力应包括项目来源及获取能力、渠道及销售能力、积累并留住客户资源能力、产品设计和资产管理能力、风险管理和合规管理能力、良好的公司治理和激励机制等。

截至目前，已有近20家基金子公司推出了团队和员工持股计划，所有基金子公司都有不同比例的项目提成机制。业内人士表示，一个完整的激励机制，既包括基本薪酬和日常福利，也包括奖金和提成，还包括长期的股权激励计划，这需要基金子公司统筹考虑总体转型路径。

树立风险自担意识

“无论是抬高基金子公司牌照门槛，还是控制审批进度，管理层着眼点都是风控，对存量基金子公司以及相关产品应该没有太大影响。”何法杰说，基金子公司和产品的风险归结起来主要有：融资类业务信用风险、结构化产品存在风险、聘请第三方参与产品管理风险、通道类业务法律风险隐患、利用专户开展场外配资业务风险、专户产品资金池或嵌套抬高杠杆合规风险和投向债券专户产品的风险等7类。

浙商证券资管总经理李雪峰认为，基金子公司应建立相对独立、专业、有经验的风险管理团队，制定相应的流程和制度。对于一些非二级市场投资的项目来说，与商业银行类似，风险评审团队还应部分扮演类似投资决策委员会的角色。

从财富管理市场宏观视角着眼，基金子公司还应具备跨市场风险防控意识。中国人民银行金融研究所所长姚余栋日前表示，目前，全国银行理财产品、公募基金、信托和基金子公司等各类机构管理的金融资产规模已超过60万亿元。如果这些巨额资金单纯在自己行业内部循环，就不可能真正提高使用效率。财富管理要发挥自身优势，利用市场化方式，积极探索对接的有效渠道，把更多的资源引导到国民经济最需要和最具有竞争力的环节，这样才能实现高收益，但这同时也意味着投资者要承担更高风险，需要具备综合风险防控能力。

良好的体制机制也有利于提前预警风险。蒋志翔建议，应建立基金子公司分类监管机制，在销售、信息披露、资管计划合规设立和运作等方面进行合规管理。同时，对于投资者来说，应树立打破刚兑、培养投资者风险自担的契约意识，基金子公司门槛再高，也不可能永赚不亏。



你买的只是想象中的未来

李迅雷

然性符合概率分布。比如，让1000只猴子掷硬币，每次出现正面的概率为50%，如果让所有的猴子连续掷硬币10次，那么，连续10次均为正面的概率就是50%的10次方，约等于千分之一，即1000只猴子中应该有1只猴子会连续掷硬币10次均为正面。

投资的成功率也逃不脱概率分布。在2002年出版的一本名为《未来蓝筹》的书中，当时选中的蓝筹都是当年的行业龙头或当时比较有竞争力的公司，如白酒行业中选的是五粮液而不是茅台，银行板块中选的是招商银行等。如今看来，至少有超过一半的公司没有成为蓝筹。

在过去20多年里，行业的变化太大，以至于很多当时盛极一时的公司名称现在都

逐渐被大家淡忘。过去的新兴产业，如今已经成为传统行业。而投资者持有的股票不用20年，也许不超过一年，就有可能因为出现新的事件而颠覆原先的想象。

那么，有人会问，既然未来无法预测，投资靠什么赚钱呢？笔者曾经在2015年年末作过测算，2011年至2015年，从指数波动幅度来看，表现最好的深圳创业板指数上涨了139%，表现次好的是上证380指数，上涨了58%，上证综指表现较差，也上涨了26%。说白了，即便不去作预测，也多少都能有所收益，道理很简单，因为企业总是在不断创造价值。

与此同时，对于买入股票未来的想象与未来真实的情况会有偏差，甚至大相径庭，这未必会影响你的收益，不是因为别人

也同样预测不准，而是别人可能会和你有同样的想象。这就是所谓的一致预期。在一致预期下，股价就会被推升，投资者反而可能获得超额收益。回顾中国股市历次对于概念股的炒作，几乎每一个概念都是实际业绩差于预期的，但这并不重要，重要的是这些概念股的估值水平大幅提升了，投资者的价差收益也因此实现。

数据统计也告诉我们，个股股票的未来怎样，也许并不太重要，因为总有看走眼的时候。把握投资的长期走势才更为关键。同时，因为A股市场是一个具有羊群效应的市场，散户占了85%的交易量，换手率水平全球领先，因而，在实际投资中，研究投资行为比研究估值高低更有意义。

责任编辑 陆敏 温宝臣

美编 高妍

联系邮箱 jrbcfzk@163.com