

# 财富

## 周刊 WEEKLY

理性投资，财智生活

### 财眼看市

## 高股息率策略还需两面看

孟飞

近日，中国神华在2016年年报中表示，拟派发2016年度末期股息现金0.46元/股，共计90.49亿元；派发特别股息现金2.51元/股，共计499.23亿元，神华此次累计派发590.72亿元。按照公布股息分派方案日当天股价计算，中国神华股息率达17.8%。受高股息率分红影响，中国神华股价短时间内出现大幅上涨。

中国神华高分红实现了三方共赢。对企业来说，通过高股息率和稳健的分红政策成为蓝筹股标杆，吸引了大量投资者的关注；对大股东来说，可以通过得到的巨额现金进行兼并重组；中小股东则获得了高股息率和方案公布后股价上涨的双重收益。

实际上，高股息率策略在海外成熟市场已经广泛运用，运用此策略最著名的莫过于比肩彼得·林奇的美股明星基金经理约翰·霍夫。数据显示，1964年至1995年，约翰·霍夫在执掌温莎基金长达31年的时间里，投资组合增长55倍，年平均复利回报率为13.7%，平均超过市场收益3.15%，而温莎基金7大选股策略之一就是高股息率，年均3.15%的超额收益中2%来自于股息收入。

高股息策略在A股也普遍存在。华创证券统计显示，2005年至2006年12年间，上证50红利指数复合增长9.6%，跑赢上证综指0.5个百分点。但自2008年国际金融危机以来，7年间上证红利指数复合增长0.06%，跑输上证综指1个百分点以上。

分析人士认为，在后金融危机时代，高股息策略特别是大额现金分红并不一定能带来超额收益。部分原因在于现金分红如果没有股价配合上涨，并不会给投资者带来收益，反而会因扣除红利税带来部分折价。因此，高股息策略与经济周期关系密切。

在一般情况下，价值投资可以熨平经济周期的波动，取得长期稳定的回报，成为投资者的“价值天堂”，但在特定经济周期背景下，高股息策略也有可能成为市场的“回报陷阱”。比如，2008年国际金融危机后，我国投资率中长期向下的拐点开始出现，杠杆率走高与产能利用率走低恶化了传统领域成熟企业的资产质量。与之相映衬的是，以创业板为代表的新兴领域，在产业资本和金融资本助推下取得了阶段性超高收益，“高送转”取代现金分红，成为市场追逐的热点。

此外，2010年以来我国10年期国债收益率震荡上行，至2013年年中钱荒时，收益率一度上行至4.7%的高位，明显高于2%左右的A股股息率。企业融资成本的高企也降低了高股息策略对投资者的吸引力。

不过，2016年以来这一情况发生了变化。一些传统企业盈利开始修复，特别是一些龙头企业杠杆率、盈利能力和现金流状况同步改善，现金分红动力也逐渐增强。高股息率策略又一次占据上风。统计显示，截至今年3月21日，A股总计有479家上市公司披露将实施现金分红。在发布2016年年报的上市公司中，11家上市公司的分红额度超过了2016年度的净利润。

当前，中上游价格修复步入尾声，长端利率继续上行的动力不足，传统领域的龙头企业个股无论是在利润的锁定能力上还是现金流上，都具有较强优势。加之监管层对上市公司分红的政策导向十分清晰，高股息策略在未来一段时间或将持续有效。但值得关注的是，当前的经济周期如何演变还有待观察，高股息率策略能持续多长时间尚不确定。

责任编辑 李会  
美编 夏一高妍

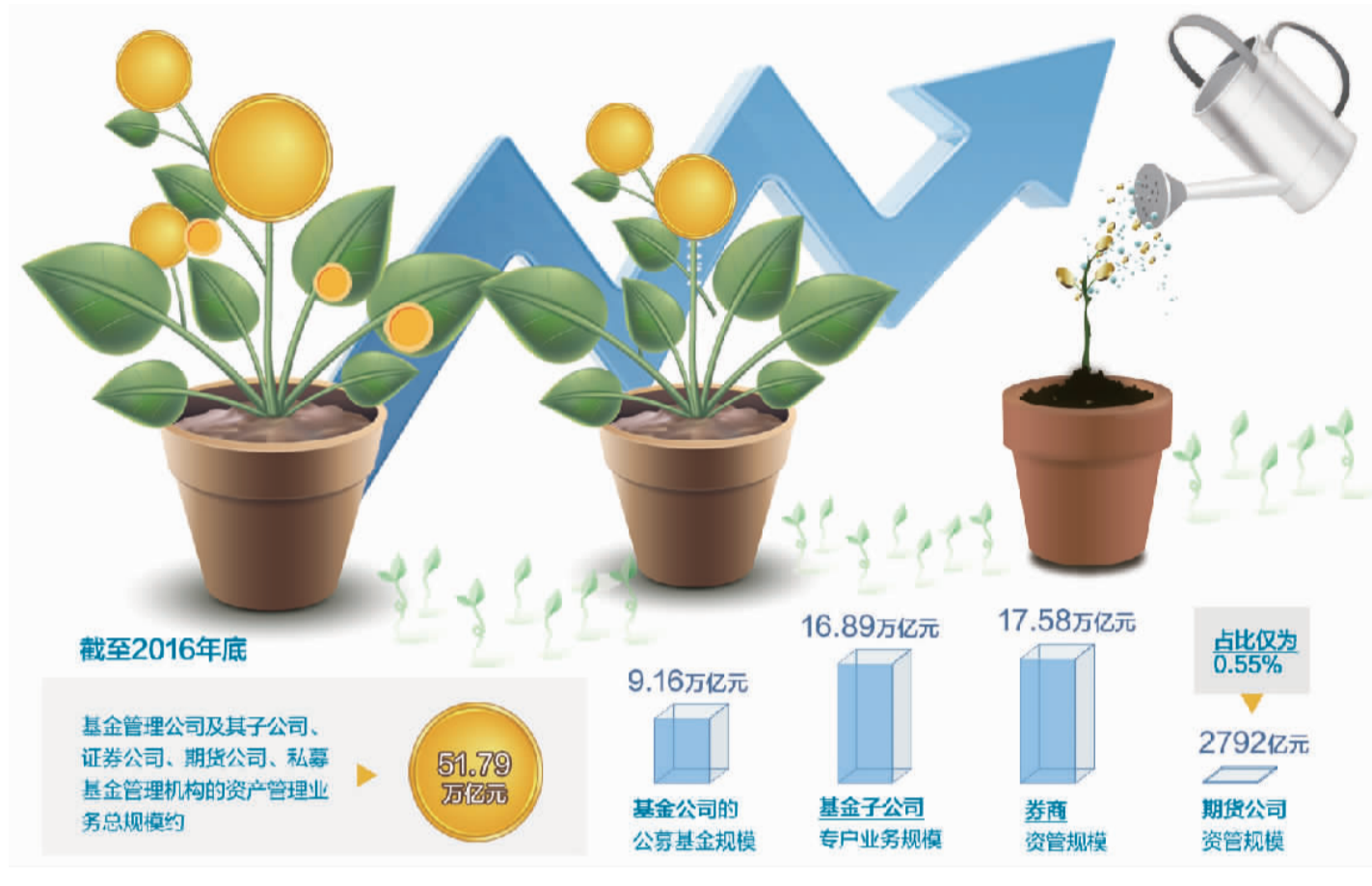
# 期货资管如何长大

经济日报·中国经济网记者 何川

### 财富视线

▲ 与其他资管行业相比，期货资管存在资金投向限制、净资本占用、人才储备等方面的短板，这在一定程度上阻碍了期货资管的发展壮大

▲ 期货公司在期货、期权等衍生品领域有多年经验，在量化对冲、期现套利等领域相对其他机构更有优势。期货资管可深耕衍生品投资，发行量化对冲、期现套利等主动管理型产品，形成自己的比较优势和品牌效应



在一定程度上限制了其规模的发展，尤其是与银行、公募基金、券商理财等竞争对手相比。

实际上，期货公司的资管业务起步也较晚。2012年7月31日，中国证监会颁布《期货公司资产管理业务试点办法》，期货资管业务正式开闸。由于当时期货资管业务模式局限于“一对一”，要求期货公司净资本达5亿元以上，分类监管评级B类B级，业务规模并未突飞猛进。直到2014年12月，期货资管业务开放至“一对多”，门槛降低至净资本1亿元、分类监管评级C类C级，这种“双重松绑”让期货资管迎来一波快速发展。

数据显示，2014年底，整个期货行业资管规模约124亿元，到2015年底跃升至1045亿元，去年底更是达到了2792亿元。在保持高速增长之际，期货资管业务80%以上的规模却来自于享受牌照红利的通道业务。在通道业务利益的驱使下，期货公司出表管理人职能、非法配资、放弃风控任由投顾下单等行为时有发生。

为打击非法配资、资金池等违法行为，监管部门陆续出台若干政策，并于2016年7月发布了《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》。新规对期货资管的配资、代销、投资顾问、结构化杠杆、资金池等进行了更为严格的规范，严格控制宣传内容方式、结构化杠杆由10倍减至1至3倍、投顾资质要求大幅提高。

据悉，自资管新规出台后，期货资管产品设立速度锐减，通道类结构化产品基本停滞。当前，期货资管行业已告别短暂的“野蛮生长期”，其发展似乎步入一个十字路口。

### 内在竞争力不足

实际上，期货资管发展受限，外部监管的不断强化并不是主因。与其他资管行业相比，期货资管存在资金投向限制、净资本占用、人才储备等方面的短板，这在一定程度上阻碍了期货资管的发展壮大。

根据监管规定，期货资管投资范围限于标准化产品，而基金子公司和私募机构

广泛参与的非标业务，期货资管则无缘参与。并且，在标准化业务中，期货资管投资范围中的“资产管理计划”也限于集合类，不含单一类资管计划；对于期货资管能否参与权益互换等业务，监管政策也未明确。

招商期货总经理王志斌表示：“监管部门可考虑进一步放宽期货资管业务的投资范围。比如，允许投资性质等同于隔夜或短期银行存款的无风险投资品种，包括国债逆回购、中期票据、利率远期、利率互换等银行间市场交易的投资品种，以及融资融券和转融通新业务等。此外，还应审慎评估期货公司境外资产管理业务资格，允许获得合格境外投资者资格的期货公司在风险可控、资金额度可控的限制下开展境外金融产品投资。”

从净资本占用来看，期货公司净资本与风险资本准备总额也有严格的比例限制。例如，一家评级为AA级的期货公司，每增长1亿元资管规模，就需扣减320万元的净资本；而评级低的期货公司，扣减净资本则更多。“这让大部分注册资金较低的期货公司很为难，一方面想拓展资管业务，一方面又面临着净资本压力。相比之下，券商和基金公司开展资管业务的净资本比例要求较低，具有相对优势。”南华期货总经理罗旭峰说。

在资管业务的人才储备和技术系统开发方面，期货公司也存在明显不足，很难与银行、信托、保险、公募基金等相比。由于期货资管的起步较晚，受限于期货从业人员不能从事期货交易的规定，大多数合规展业的期货公司都是在资管业务放开后才搭建团队，主动管理人才大多是“从零培养”或从外部高价引进。布局资管业务后，期货公司作为产品的管理人，需使用券商PB（主经纪商业务）系统，容易造成期货资管业务的管理成本增高、产品交易档案难以完整查询等问题。

“人才和技术是期货公司开展资管业务的关键。期货公司需用团队合作的文化，先进的技术平台和具有市场竞争力的薪酬激励政策吸引和留住人才；在交易策略和系统开发方面，要走自主开发和外部合作相结合的道路。”王志斌说。

### 差异化是取胜之道

期货资管大力发展通道业务，固然有利于做大规模，但也容易导致一是机构放松管理甚至超出底线，出现合规问题；二是业务同质化严重，缺乏核心竞争力。

中国期货业协会会长王明伟近期明确表示，“应在进一步防范风险的前提下，规范发展期货公司的资产管理业务。期货公司要把提升期货资管业务的质量放在更加重要的位置，要在发挥期货专业优势和行业特色上下功夫，而不是一味盲目扩张规模”。

在业内人士看来，期货资管在产品设计、遴选投顾、合格投资者审核等诸多方面，必须严守合规底线。期货资管的合规与发展并非此消彼长的关系，不能为了规模而牺牲合规，而规模大也不一定意味着实力强。罗旭峰表示，在通道业务收紧之后，期货资管应加强主动管理型业务。“期货公司在期货、期权等衍生品领域有多年经验，在量化对冲、期现套利、CTA趋势策略等领域相对其他资管机构更有优势。期货资管可深耕商品期货、期权等衍生品投资，发行量化对冲、期现套利、绝对收益策略等主动管理型产品，在市场间形成比较优势和品牌效应。”

值得一提的是，根据去年发布的资管新规，持牌期货资管机构作为投资顾问提供投资建议服务已经不存在法规障碍，期货公司做主动管理型业务并不意味着必须做“大而全”的管理人，专注钻研的期货资管也可选择为其他机构做外部投资顾问，更能发挥自身优势。

此外，风险管理也是期货资管的核心竞争力之一。随着大资管行业发展，包括银行、保险在内的众多金融机构与产业机构都有意参与期货和衍生品，但缺乏相关的风险控制与实操经验，因此，迫切需要第三方机构提供风险控制服务。

“期货资管除了发行主动管理型产品之外，也可以发挥自身风险管理的优势，为其他外部机构提供风险控制的外包服务。”胡俞越表示，期货资管加强其他资管机构的风险管理合作，既有利于在细分领域树立品牌、实现弯道超车，又可扩大经纪业务规模，带来手续费及利息收入。

# 银行理财产品收益上行难持续

本报记者 常艳军

作用，流动性维持偏紧态势。3月由于各类监管考核，流动性收紧或将加剧，因此理财产品收益仍将上行。”魏骥遥说。

某银行人士说，今年一季度很多到期同业理财不能继续供给，银行需要从零售理财渠道获得资金，此举推高了零售理财的价格，这也是零售理财产品收益上涨的原因。

由于支持银行理财产品收益上行的主要原因是流动性因素，而这个因素具有时点性，因此在过去几个月时间里，银行理财产品收益倒挂现象较为明显。“银行理财产品收益近期的上扬主要是受短期因素影响，因此短期理财产品收益涨幅较为明显。短期银行理财产品收益超过长期理财产品收益的情况较多，发行量也增大，而对于长期理财产品而言，提前将收益锁定

在合理范围相对困难，所以发行量也相对下滑。”魏骥遥说。

中国人民大学重阳金融研究院客座研究员董希淼表示，近一段时间，银行理财产品的期限有所缩短，高成本使得银行负债趋于短期化。去年四季度以来，由于大量同业理财到期，叠加银行年末冲时点的要求，银行理财产品发行数量明显提高，但春节过后发行节奏有所放缓。“监管部门对于银行理财产品的监管趋严，使得银行理财产品总体规模增速或可能放缓。”

不过，需要注意的是，普益标准银行理财收益指数从去年11月以来整体上扬幅度正趋于平缓。“预计银行理财产品收益后期向上动力不足，未来有回落可能。”魏骥遥说，随着资金面压力的释放，银行理财产品收益长期向上的动力不足，长期理财产品定

价下滑也反映出行业也认为理财产品收益上行不可持续。预计随着3月考核结束，资金面压力减缓后，银行理财收益会有一定程度的下滑，不过由于资金面难回去年年初的宽松局面，因此整体收益仍然较过去偏高。

恒丰银行研究院研究员唐丽华也认为，银行理财产品收益上行的趋势不可持续，将重回下行通道，但下行幅度不会太大，因为银行理财产品仍需维持适度的规模和利率水平。

与此同时，银行理财产品也面临变革。魏骥遥认为，今后商业银行向开放式、净值型理财产品转型的步伐或将加快。面对监管的持续收紧，银行零售理财如何通过提升主动管理能力，加强零售渠道建设、丰富产品类型等来保证稳步发展也是需要思考的重要内容。

### 财富动态

2月银行理财收益继续上扬。普益标准数据显示，2月银行共发行7654款理财产品，其中传统的封闭式预期收益型人民币理财产品平均收益率为4.15%，环比上升0.05个百分点。

而最近一周(3月18日至3月24日)银行理财产品收益依然上涨，封闭式预期收益型人民币产品平均收益率为4.27%，环比上升0.04个百分点。

普益标准研究员魏骥遥认为支撑银行理财产品收益持续上涨的动力是流动性的变化。

“之前的多次降准或降息，导致市场流动性宽松，反映在银行理财产品收益上是收益的持续下滑。去年7月以后资金面逐步收紧，同年12月达到顶点，今年年初由于大量资金回笼，以及缴准、缴税等因素的共同