理财新发现

养老目标证券基金呼之欲出

小 舟

在我国目前的养老金管理体系中，除了“第一支柱”的基本养老金体系和“第二支柱”的企业年金或职业年金体系之外，“第三支柱”的个人养老账户中还缺少成熟的金融产品。那些掌握在个人手中的、闲散的养老资金谁来管理，成为许多中老年投资者面临的问题之一。

日前，随着中国证监会发布《养老目标证券投资基金指引(试行)》(以下简称《指引》)，一种全新的养老目标证券基金即将诞生，普通投资者的养老金管理“工具箱”中有望再添利器。

据介绍，“养老目标”基金是指以追求养老资产的长期稳健增值为目的，鼓励投资者长期持有，采用成熟的资产配置策略，合理控制投资组合波动风险的公开募集证券投资基金。所谓目标，一般可能包括目标日期和目标风险两大类产品。

中国证监会新闻发言人高莉表示，涉及“养老目标”基金的内容有几方面：一是要求产品在投资策略上力求稳健，引入海外市场较为成熟且广泛应用的资产配置策略，力争获得长期稳健收益；二是将基金投资权益类资产的比例与基金封闭运作期限或投资者持有时间挂钩，鼓励投资者长期持有，获取长期稳健收益；三是要求基金采用定期开放的运作方式或设置投资者最短持有期限，避免短期申购赎回对基金投资策略及业绩产生影响；四是鼓励“养老目标”基金设置优惠的费率，让利于民，支持投资者进行长期养老投资；五是突出“人合”，设置基金管理人条件，支持优秀的基金经理管理“养老目标”基金；六是要求基金名称中包含“养老目标”字样且反映投资策略，便于投资者识别并形成专门产品类别。

除了这些特点，拟推出的养老目标基金还有部分“硬杠杠”：一是养老目标基金定期开放的封闭运作期或投资者最短持有期限应当不短于1年。养老目标基金定期开放的封闭运作期或投资者最短持有期限不短于1年、3年或5年的，基金投资于股票、股票型基金和混合型基金的比例原则上不超过30%、60%、80%；二是养老目标基金拟采用基金中基金形式运作；三是被投资子基金应当满足运作满3年且最近3年平均季末基金净资产应当不低于3亿元，最近3年业绩超过业绩比较基准等条件；四是养老目标基金的产品费率原则上应不超过同类型产品的60%；五是基金管理人需成立满2年、公司投资、研究团队不低于20人，其中至少3人符合养老目标基金基金经理条件。

“从美国养老金管理的成熟经验看，公募基金的作用不容忽视。过去40年里，美国公募基金与个人养老金、美国的股票市场、美国的科技创新同步上行。美国的养老金是个人账户制，个人有自主选择养老理财产品的权力，公募基金由于信息披露透明等优势，比较符合个人养老需求，因此美国的雇主养老金计划和个人退休账户计划里都有将近一半的资产配置是公募基金。”中国证券投资基金业协会副会长钟荣萨说。

广发基金资产配置部投资经理陆靖昶表示，大类资产配置型FOF是目前国外应用较广泛的FOF产品，也是目前美国养老基金和教育基金比较流行的产品类型之一。养老目标基金适用于有资产配置需要但却无暇亲自进行资产配置的投资者，迎合了投资者由财富积累期过渡至消耗期的需求，对我国的养老资金管理有一定借鉴意义。

另类基金成资产避险工具

经济日报·中国经济网记者 周 琳

▲ 虽然“小众”，但以商品型基金和多空对冲基金等为代表的另类投资基金独具避险功能

▲ 对商品基金而言，由于其与股债市场相关性低，可作为大类资产配置的底仓工具，尤其在利空环境下是极佳的避险工具。同时，由于其天然的货币属性，黄金还具有保值抗通胀、资产保值等功能。而多空对冲基金作为一种低风险的投资品种，与固收类产品相比有很多共同点，适合风险偏好中低水平的投资者

“不把鸡蛋放在同一个篮子里”，是最朴素的大类资产配置原理之一。每当国内股市、债市同时面临调整时，很多普通投资者往往不知该如何放置辛苦赚来的“鸡蛋”。买房买金条，需要的资金量太大；购买银行理财产品收益率偏低，又面临打破“刚性兑付”的风险；挑古董字画，又担心看走眼……

当股市债市等传统市场不被看好之际，与股票、债券、房地产、文玩等资产没太大关联度的另类投资基金悄悄进入投资者的视线。尤其是遭遇股债“双杀”甚至其他资产“多杀”时，普通投资者不妨试试这一独具特性的避险工具。

能避险的“小众”基金

Wind资讯显示，截至11月23日，全市场的另类投资基金共计37只，规模合计约190.60亿元，在总数超过4000只的公募基金大家庭中算是“小众”产品。

据了解，目前国内公募另类投资基金主要有两类品种：一类是商品型基金，目前有黄金和白银，主要是黄金基金；另一类是多空对冲基金，由于国内对冲工具较少，公募量化对冲策略一般只能通过“做多股票、做空期指”实现。

虽然“小众”，但另类投资基金独具避险功能。据凯石财富金融产品研究中心高级分析师郭志斌介绍，黄金基金与风险资产的相关性非常低，能在投资者的组合中进行一定配置。存在趋势性机会时，黄金基金的弹性较大，是一个很好的配置品种。这就类似于股票型基金中的行业主题基金，作为一种工具型基金，在风口上一般会有较好的业绩。

“商品基金与股债市场相关性低，可作为大类资产配置的底仓工具。尤其在利空环境下，是极佳的避险工具。同时，由于其天然的货币属性，黄金还具有保值抗通胀、资产保值等功能。”格上研究中心研究员杨晓晴说。

对多空对冲基金而言，作为一种低风险的投资品种，与固收类产品相比有很多共同点，适合风险偏好中低水平的投资者。盈米FOF研究院基金分析师沈丹琳认为，投资另类基金能为投资者参与商品期货、股指期货等提供良好工具。这类基金的持有者无须在期货交易所开立自己的期货交易账户，还能规避期货投资所必需的盯市、保证金追缴等烦琐的专业操作，由基金管理人代为完成。这类基金给普通投资者降低了参与期货市场的门槛，将资金交由专业的基金经理去管理，降低了交易成本。

为什么另类基金能够避险？据郭志斌介绍，黄金主要有商品属性、货币属性、避险属性。这3种属性都会影响黄金走势。例如，2016年黄金上涨主要源于避险属性。2016年1月份、2月份，全球股市跌跌不休，作为避险资产的黄金价格反而大幅攀升。从2017年看，黄金整体偏震荡，即是受避险属性、货币属性多重因素的影响。

量化对冲基金目前主要使用市场中性策略，即“量化+对冲”的结合。在量化方面，主要借助统计学等方法建立选股模型、构建股票组合，力求稳定的战胜市场并获取超额收益。在对冲方面，多空对冲基金能利用期货空头对冲掉市场的涨跌，使整个组合稳健的获取超额收益。

影响业绩因素需看清

尽管另类投资基金有诸多优点，其业绩表现也有大幅波动的情况。郭志斌举例说，2016年商品基金的平均涨幅为16.80%，远高于大多数权益类产品，但2017年平均涨幅仅为2.56%(截至11月23日)。在量化对冲方面，2016年平均下跌1.35%，2017年平均涨幅仅为1.60%(截至11月23日)，远低于大部分股票基金。

之所以业绩变动幅度明显，是因为影响另类投资基金的业绩变化的因素太多。首先是汇率因素。“黄金基金都是ETF产品，今年本应是黄金价格继续上涨的一年，从外盘来看也是如此，但由于人民币升值幅度超过市场预期，内盘的金价表现很一般。”好买基金研究中心分析师雷昕认为，未来由于环球经济都在复苏，金价走势应密切关注利率和美元的表现。长期来看，黄金的最基本属性依然值得关注。

其次是外部市场因素。博时黄金ETF基金经理王祥认为，2018年美联储升息预期可能较强，在“靴子”正式落地前，市场谨慎情绪仍将维持主导，黄金市场或在跃上台阶后再度陷入震荡整理走势，真正的突破时机仍需稍作等待。

对于多空对冲基金来说，还要受到国内股指期货政策等因素的影响。雷昕认为，今年以来部分市场中性基金获得超额收益，原因之一正是其操作策略遵循了目前股指期货限手数的政策走势。

比较优势有待提升

另类基金虽然有众多优点，但由于比较优势不足，长期处于“小众化”发展状态。

杨晓晴认为，与普通开放式基金相比，多空对冲基金虽然波动率较低，在震荡市中表现较好，但低波动率也意味着失去获得市场波动收益的机会，趋势市中的表现或不如纯多头或空头基金，其双向操作、负基差也增加了对冲成本。

“较之普通开放式股债类基金，黄金、股票多空等另类投资基金的市场份额很小，流动性欠佳，尤其期指受限时，股票多空策略的净值也曾一度横盘。”杨晓晴说。

“另类投资基金的策略相对较少，目前已有的另类基金仅有大宗商品、股票多空、REITS等少数几种策略。”沈丹琳认为，国内另类投资基金主要仍是单资产ETF形式，而大宗商品类指数具有独特的长周期效应，普通投资者如果介入时点不当，很容易发生“深套死扛”现象，要根本解决这些问题还需要开发公募CTA等新型策略基金。

在投资标的上，由于公募另类投资基金无法涉足私募股权投资、农产品等品种，也限制其发展。从行业发展看，公募投资对于高风险、低流动性的另类资产极少涉足，而普通投资者对另类投资又不甚了解，导致公募另类投资基金的规模无法提升。

在投资风险方面，黄金基金未来仍然需要紧盯美元走势以及美联储的相关政策，而多空对冲等市场中性产品需要继续等待政策放开。雷昕认为，由于A股做空机制不足，今年股指期货以贴水为主，负基差显著增加了对冲成本，侵蚀了基金的部分收益，导致部分股票多空策略基金的业绩不甚理想。

“未来公募另类投资基金可以在符合监管规则和相关规章制度的范畴内适当尝试新品种，改进投资策略，让投资者真正享受另类投资的红利。同时加大营销和发行力度，让更多的机构投资者参与，分享这类避险基金的投资机会。”杨晓晴说。

一周短评

央行清理无牌支付

新闻回放：据媒体报道，中国人民银行日前下发《关于进一步加强无证经营支付业务整治工作的通知》，针对无证支付机构进行集中整治，这是央行在前期打击无证经营支付业务相关工作基础上的进一步举措。《通知》要求，此次整治工作将在2018年6月底前，完成处罚与总结。

点评：非银行支付机构出现后，将各种新兴技术与支付业务更紧密的关联在一起，提高了支付结算效率，改善了金融服务供给。随着消费场景的不断扩围，支付市场呈爆炸式增长趋势。

也应看到，新技术的应用使得提供支付服务的门槛降低，随着竞争者日渐增多，市场上出现了不少未获支付业务许可的非银行机构提供支付服务。这些无牌机构有的借助持牌机构为市场提供支付清算服务，有的干脆就是无证经营。这其中的“油水”就在于客户支付过程中沉淀的资金——备付金。备付金利息一直是支付机构的重要利润来源，并已多次发生无证机构挪用商户结算资金或持卡人预付资金甚至“跑路”等风险事件。因此，加强无证经营支付业务整治，有助于保护消费者合法权益，也有利于市场回归健康和理性。

资管新规提出打破刚兑

新闻回放：日前，《关于规范金融机构资产管理业务指导意见（意见征求稿）》发布，首次明确提出要打破刚性兑付，并通过对行为过程和最终结果进行认定，明确“刚性兑付”是指违反公允价值确定净值原则对产品进行保本保收益、采取滚动发行等方式使产品本金、收益在不同投资者之间发生转移、自行筹集资金偿付或者委托其他金融机构代为偿付等。

点评：资管本质上属于代客理财行为，机构从中收取服务费，买者自行承担风险。但是，我国资管行业在发展过程中出现了偏离。一方面，资管机构并没有完整全面准确向投资者披露资管产品信息；另一方面，部分资管机构将募集资金集合运作，并通过加大期限错配扩大利差。这意味着资管机构不但挣了作为信息中介的钱，而且参与资金的运作并从中套利。

因此，打破刚性兑付是资管机构在新形势下必须面对的挑战。对于投资者来说，打破刚性兑付意味着自担风险，这就需要更多地研究资管产品的信息和募投项目，对于明显高出预期的投资收益保持警惕，因为高收益意味着高风险。

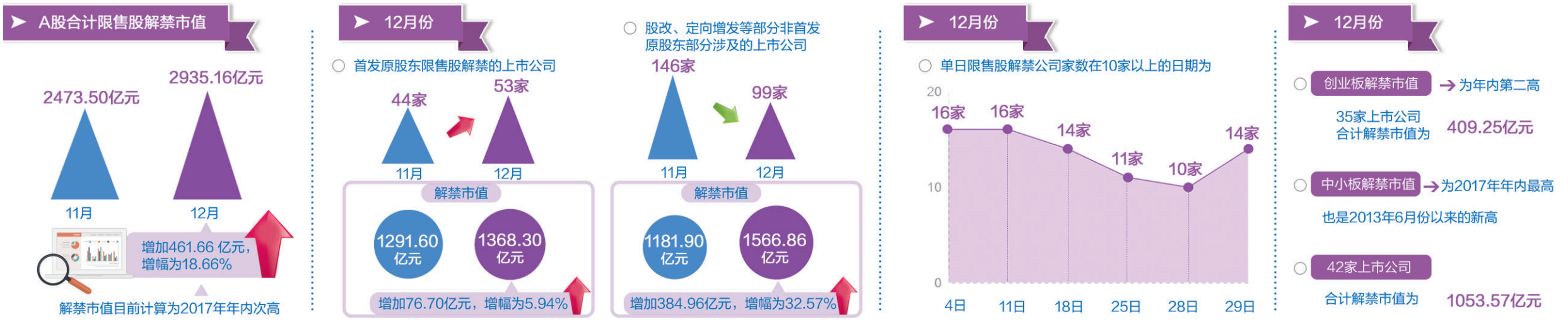
可转债打新藏风险

新闻回放：定增变冷，可转债变热，资本市场融资结构正在发生的变化，为投资者带来了不少投资机会。据不完全统计，年初至今A股已有192家公司发布可转债预案，拟募集资金超过5000亿元。然而，可转债的打新并不是没有风险，部分上市交易的可转债已经破发。

点评：在信用申购的刺激下，可转债让投资者趋之若鹜，风险也值得警惕。一方面，可转债是一个普通债券和一份股票看涨期权的组合，其价格和正股的价格有较强的正相关关系，因此可转债价格受到股市行情的影响；另一方面，随着可转债供给数量的增加，其稀缺性也将逐渐降低，市场给予的估值溢价也可能下降。此外，上市公司股东、高管以及中签散户在可转债上市后的大规模抛售套利，对市场的影响并未完全显示出来，这些都可能造成可转债价格的剧烈波动，并导致可转债的破发。

此外，无论是发行条件、转股条件抑或债券回购，可转债对上市公司的约束都更大，投资者在参与可转债交易时要多加留心这些变数。

（点评人：温宝臣）

12月份A股解禁市值环比增加近两成

数据来源：西南证券