

## 聚焦 FOCUS 第三届 中美基金经理论坛暨香山财富论坛

中投公司副总经理李克平:

## 市场动荡加剧 机构投资者面临挑战

2008年次贷危机后,2011年全球金融市场又遭遇了欧洲主权债务危机,市场波动性增大。全球资产管理行业面临着巨大的挑战,即使那些资深、卓有成就的资产管理人,都深感这种难以把握的市场力量所带来的压力。由于欧洲主权债务危机,过去最安全的资产——国债已变成有国别信用的风险资产,大量的投资者在配置安全资产时集中于美国、德国及北欧的一些国家。另一方面,为刺激经济复苏,全世界主要央行几乎都在搞量化宽松,全球印钞机加快运转,无风险利率达到历史低位,主要资产类别的预期收益率明显降低,投资机构面临空前的业绩压力。由于名义收益率降低,投资管理可能会被迫进入更高风险的领域来获得高收益。同时,越来越多的投资者开始关注防守性,防守型产品越来越多,也越来越丰富,高质量红利型产品也因此走俏。这带来的问题是,如果所有机构投

资者都追求高红利的企业,对经济的复苏是否有利?动荡不定的市场,让很多积极管理风格的机构投资者获取阿尔法的能力受到严重挑战,他们过去的管理经验与模型已不能适应市场的变化,一些历史悠久、业绩优秀的资产管理公司遇到的挑战比中小公司更大。为了应对这种局面,机构投资者增加了被动或指数增强型投资,同时也越来越多地关注另类资产投资。但这种改变并不容易,当机构投资者转向另类市场特别是对冲基金时,也同样遭遇了冲击。比如对冲基金,近几年是宏观政策主导的市场,然而宏观策略基金的业绩在对冲基金的主要策略中排名倒数。这说明,近几年的市场与我们已经习惯的常态有很大不同,一切都在改变之中,原来成功的模式很可能失效。私募股权基金也在遭遇新的挑战,比如私募股权基金中最重要的并

购大型基金,杠杆化是其过去的盈利支撑之一,而目前全世界都在去杠杆的过程中,这些并购基金未来的表现会怎样,还需要打一个问号。为了控制波动性,机构投资者正努力做一些尝试。比如,在相对静态的配置框架中引入动态的配置,试图通过调整资产配置框架的方法来降低波动性,以组合尽可能小的变化去应对市场的变化。这种做法不管能否成功,都带来一个很大的进步,即从原来传统的、简单的关注资产类别分散化效应,转移到更深入的、更多角度的风险因素分析上来。机构投资者不只在资产类别之间配置,还要看各类资产与经济增长因素、通胀因素、风险因素的关联性,试图寻找更稳定的相关性,来建立风险比较平衡的组合,获得相对稳定、波动性较小的收益。关于未来全球经济发展,有几个无法改变的事实值得关注:一、人口

结构的老龄化,连美国这样的移民国家都面临人口老龄化问题,更别提老龄化的欧洲和严重老龄化的日本;二、在发达国家,保障与福利已经成为财政资源的最大支出部分。我们需要从中吸取经验教训,社会保障要追求全面的覆盖与最大限度的公平,但一定要负担得起,而且可持续。人口老龄化加上社会保障、医疗等负担对社会资源的占用越来越多,已是一个不争的事实;三、欧洲主权债务危机同赤字分不开,美国的赤字也不比欧洲少,很多国家的债务占国内生产总值的比重都很高。要降低这一比例,只能依靠经济更快增长或控制赤字增长,但过度的财政紧缩对经济复苏是一个比较大的阻碍,这正是欧洲主权债务危机难解的症结之一。未来,有没有更积极的因素可以打破这种状况?新兴国家无疑是最重要的力量,但要看好新兴国家发展的基础。这方面我们还需要进一步观察。

## 全国社会保障基金理事会投资部主任詹余引:我们对基金业很有信心

监管部门正放松监管,各类金融机构业务互相渗透,机构投资者如何应对新的挑战?下一步的制度红利在哪里?先看信托,在2001年《信托法》出台前一年,信托管理资产规模约700亿,现在约7万亿,增长了100倍。信托当时的问题,比现在基金业的问题要大得多,可以说处于生死存亡的关头。信托业发展到今天,靠的是能力、制度还是运气?财富管理行业的兴衰是客户选择的结果,信托公司最近几年给客户的回报率在10%左右,当然可以做大。这么高的回报从哪里来?最关键

的还是制度红利,即利率市场化及信贷管制背景。信托业这条路是不是还能走?我觉得还能走,但风险在加大。在利率市场化过程中,银行面临的挑战比其他资产管理机构要大,银行的优势会逐渐减弱。基金业不必妄自菲薄,基金公司有很多优势:投资能力最强,有人才优势,投资理念、风控体制、投研体制都有很好的基础;对信用风险的分析,基金公司是最强的,银行也有一定优势;基金公司的治理结构也比别的行业要好,在这样的治理结构下,可以做更多事情,总体上,我们对基金业还是很有信心。

美国奥本海默基金公司董事总经理李山泉:

## 明年金融市场仍将动荡

2013年,投资人仍将面对很大波动,主要原因是国际资本市场仍然有很多未确定的因素,时刻会影响投资人的预期,主要表现在:其一,美国仍然在缓慢复苏,股票市场会继2012年后仍然有较好的表现,原因是美国巨大的流动性,而2013年的股市仍将依赖流动性。当然,美国仍要面对长期累积起来的问题,如债务、财政悬崖以及就业疲软等,任何政策上的失误都有可能引发新一轮的金融动荡。

其二,欧洲的问题不会有根本的解决。欧元区的争吵在2013年仍会继续。欧盟试图统一预算问题,但达成共识的希望十分渺茫。其三,日本的退路已经不多。日本作为一个出口导向型的国家,在日元不断升值的背景下,面临来自韩国和中国的强力竞争,增长乏力。日本国内一个基本共识正在形成:让日元贬值,扭转通货紧缩。因此,一个简单的操作就是看空和做空日元,但可以适当地买入日本的优秀企业。

华夏基金公司党委书记范勇宏:

## 改革股票发行制度 恢复投资者信心

中国经济正处于经济转型期,经济增长速度下降,传统行业所受的冲击力度最大,未来不确定性较正常时期更大。投资者对市场未来走向、上市公司盈利等预期更为谨慎,即表现为企业估值下移。这一时期,市场往往放大负面消息的影响,而对潜在的利好视而不见。与此同时,中国股票市场也面临着艰难的转型,即从股票供不应求时代转为供过于求时代。IPO如饥似渴,再融资源源不断,希

望上新三板的小企业成千上万,股票作为一种特殊的商品,再也不稀缺了。股票发行市场化和投资全球化最终将使A股估值水平与国际接轨。经济转型与资本市场转型两个因素叠加,导致中国股票市场持续低迷,不仅投资者损失惨重,正常的IPO也不能进行。对机构投资者而言,这是一个艰难而痛苦的投资时期。展望未来,必须加大改革力度,转型期的经济才有希望,才能为资本

市场的稳定发展奠定良好的经济基础。同时,也必须彻底改革股票发行制度,使之从单一的、过度的融资市场转为有价值的投资市场,投资者才能恢复信心,才敢于投资。投资者有信心了,正常的IPO才能进行,资本市场才能实现良性发展。只要改革力度到位,2013年中国股市将好于2012年。在投资日趋机构化的时代,基金经理投资业绩将进一步分化,擅长选股型基金经理的业绩将脱颖而出。



中投公司副总经理李克平



全国社会保障基金理事会投资部主任詹余引



华夏基金公司党委书记范勇宏



中国万向信托公司董事长肖风

中国万向信托公司董事长肖风:

## 财富管理将迎来10年大发展

我个人经历了基金公司、保险资产管理、信托公司,跨了三界。近年来,资产管理行业发生了很多变化。现在,各类理财产品超过26万亿,其中银行理财产品余额89万亿、保险69万亿、信托658万亿、基金3万亿、券商1万亿、其他1万亿。利率市场化开始了,预计要10年时间,大的资产管理行业都会有大的发展。最乐观的估计,未来10年有100万亿的资金要从银行搬到理财市场;最悲观的估计,理财市场也有30万亿的新增规模;取一个中间值,大约有

50万亿~70万亿,将由银行、保险、信托、证券、基金来瓜分,大家都有增长空间,关键是从中分得多少蛋糕。2007年底,公募基金资产规模3.4万亿,保险是2.8万亿,现在保险7万亿,基金3万亿,保险增长了一倍多,增长更快的是信托,2007年底3900多亿,增长了20倍。信托到底有什么驱动力?主要驱动力还在产品,关键是回报,信托这几年平均有10%的回报,而且是刚性兑付,无风险收益,钱肯定会流过去。

现在,各监管部门都在放松监管。信托能做好的,大家都能做,信托开始感觉到压力了,信托虽然有6万多亿,但完全是从贷款、融资角度来开办的,隐含的监管要求是刚性兑付。而券商的客户风险承受能力都很高,客户都明白高收益一定对应高风险,从这个意义上来说,券商做通道业务更有优势。而信托面临的问题是:到底自己算作货币市场的机构,还是横跨货币市场、资本市场、实业的机构?因为信托的监管框架是基于货币市场的,如果什么都做,会有冲突。

平安资产管理公司总经理万放:

## 最有优势的是银行其次是券商

财富管理市场的发展速度正在加快,理财市场的蛋糕肯定越来越大,最主要是从银行新增分流,当然,也会有一部分银行存量会分流出来。全牌照后,未来会出现什么局面?资产管理的核心在两个方面:一方面抓资金的能力。另一方面抓资产的能力。资金端的能力在客户+渠道,这方面最有竞争力的是银行。信托方面,

平安信托走在最前面,自己有销售团队,还有十几个财富管理机构,类似于银行私人财富管理,这是解决资金端的问题。券商非常有竞争力,在市场不好时券商销售基金的占比在增加,因为它的客户群风险偏好较高,而且有很大的客户群、有网点,潜力很大。保险有很大的销售团队,搜集资金的能力也很强,基金则完全没有客户和渠道。

从资产端来看,最能够提供安全收益的是银行,券商因为有投行团队,找资产的能力也较强,部分信托也能找到资产,也能转化为产品,保险的特点在于量大、久期长,可以对接基础设施,优势很明显。基金做另类资产需要找团队,管理非常复杂,成本很高、付出很大。将来最有优势的是银行,其次是券商。

## 上创信德总经理秦曦:以做实业心态做投资

私募股权投资(PE)与基金都是投资管理,但存在很大不同:一是基金公司的盈利模式是追求规模,PE追求绝对收益,利润来源于业绩分成,所以并不追求规模;二是流动性不同,二级市场有纠错机会,一级市场则存在全军覆没的风险,要做到即使永远不能流通,你还能赚钱;三是投资策略不同,基金是组合投资消极管理,投资上市公司的规模有限,对上市公司治理结构很难形成制约力,而一级市场投资是重点投资积极管理,追求一票否决权或控制性的表决权;四是投研方式不同,基金公司一个研究员跟几个行业,PE的研究员可能一年只跟一个行业甚至一个项目,针对性很强。价值投资就是要以做实业的心态去做投资,我们应该克服浮躁的心理,向企业学习。基金公司应该是财富管理的主力军,要走专业化的道路。抓核心资产的能力、赚钱的能力是基金公司的核心竞争力,这是建立在人力资源的基础上,不是牌照发出来的。

美国JADE CAPITAL合伙人王光宇:

## 美共同基金认购费下降明显

我有点感受:一、国内市场明显是产品驱动的;二、销售费用非常贵。美国共同基金占全球的一半,约70亿人民币。从美国共同基金股权结构来看,75%的基金公司是独立的公司,不依附于大机构。75%的独立机构掌管60%多的资产,从业人员1/3是投研人员,1/3为投资人服务,24%为销售人员。从1990年到2011年,基金基本的

东方证券副总经理王国斌:

## 投资进入立体作战时代

电影《942》刚在全国公映,华谊兄弟第二天就跌停。电影说的是饥民的逃难史,可股民正在演出一个逃难史。这轮股市的调整是2007年下跌行情的延续,在经济调整的同时,伴随利率自由化的过程,出现了信托、银行理财等各种产品,让中国所有的资产光谱连接起来。当银行理财产品、信托无风险收益率在6%-8%左右,股市的估值重心一定要下调,这一调整过程还没有结束,因为固定收益市场的行情还远远还没有结束,在固定收益产品的利率下来之前,股市始终会处于一个动荡的过程。最受伤的是散户,他们渴望有解放军,却没想到这是不可逆的过程。

从估值看,大盘蓝筹股下跌空间有限,但中小板创业板估值仍高,不管经济出现什么状况,其调整还将继续,中小板创业板企业9月份、10月份平均每天有10个高管辞职,这是世界上罕见的。在香港中小板,很多公司每年增长30%-50%,市盈率8倍,不会超过10倍,如果两个市场打通,内地中小板的估值还会更低。中国经济必须转型,没有任何回旋的余地,转型也会非常艰难,市场总体上会反复调整。在这个过程中,中国金融领域全方位开放,投资要进入立体作战时代,机构投资者会进一步壮大。今年是真正机构投资者开始的一年,散户最终只能委托机构来理财,一方面很多人死捂股票会被消灭,另一方面,面对资产光谱图,要考虑各类资产的风险收益比,散户没有这个能力,只有机构通过配置可以实现最佳风险收益的配比。至于市场,我们应该有信心的是,目前机构手里持有的现金数占资产总额的比例,是历史上最高的,明年一定有机会,这些钱一定要动的,什么时候动不知道,也许会在流动性相对宽松的时候。至于股市大的机会,则要等到固定收益产品的利率下调之后。

安徽国元信托公司总裁张彦:

## 信托业发展依靠三大红利

从上世纪80年代到2007年,信托业是一路烦恼,在上世纪80年代粗放发展,最多达到2000家,经历了5次整顿,3次剥离,到2007年,信托公司一无所有,但也绝处逢生。2008年,金融危机为信托业的发展创造了机遇,从2008年至今,信托业是一路奔跑。信托业的发展依靠三大红利,一是利率红利,信托产品利率可以随行就

市;二是分业监管的红利,货币政策2009年开始紧缩,银行必须把表内业务挪到表外,信托产品成了银行的工具,才出现了通道业务;三是资源红利,信托公司从最初的2000家整顿到只有60家~70家,比较稀缺。不过,到今年上半年,一路奔跑的上半场结束,各路机构纷纷以信托化的方式推出产品,这对信托公司是很大的挑战。

基金公司再困难也是暂时的,而货币政策调整到一定程度,通道业务的生命力就没了。所以,无论证券公司还是基金公司,都应该沿着自己的主业做下去。至于信托公司,未来十年,我提出的口号是一路归巢,回归信托业的本质,比如真正意义上的遗产信托、文化信托。我的口号是向基金公司学习,做好信托业务。

(本版嘉宾观点不代表其工作机构的观点。杨波/整理)



聚焦 FOCUS 第三届 中美基金经理论坛暨香山财富论坛

中投公司副总经理李克平:

# 市场动荡加剧 机构投资者面临挑战

2008年次贷危机后,2011年全球金融市场又遭遇了欧洲主权债务危机,市场波动性增大。全球资产管理行业面临着巨大的挑战,即使那些资深的卓有成就的资产管理人,都深感这种难以把握的市场力量所带来的压力。由于欧洲主权债务危机,过去最安全的资产——国债已变成有国别信用的风险资产,大量的投资者在配置安全资产时集中于美国、德国及北欧的一些国家。另一方面,为刺激经济复苏,全世界主要央行几乎都在搞量化宽松,全球印钞机加快运转,无风险利率达到历史低位,主要资产类别的预期收益率明显降低,投资机构面临空前的业绩压力。由于名义收益率降低,投资管理可能会被迫进入更高风险的领域来获得高收益。同时,越来越多的投资者开始关注防守性,防守型产品越来越多,也越来越丰富,高质量红利型产品也因此走俏。这带来的问题是,如果所有机构投

资者都追求高红利的企业,对经济的复苏是否有利?动荡不定的市场,让很多积极管理风格的机构投资者获取阿尔法的能力受到严重挑战,他们过去的管理经验与模型已不能适应市场的变化,一些历史悠久、业绩优秀的资产管理公司遇到的挑战比中小公司更大。为了应对这种局面,机构投资者增加了被动或指数增强型投资,同时也越来越多地关注另类资产投资。但这种改变并不容易,当机构投资者转向另类市场特别是对冲基金时,也同样遭遇了冲击。比如对冲基金,近几年是宏观政策主导的市场,然而宏观策略基金的业绩在对冲基金的主要策略中排名倒数。这说明,近几年的市场与我们已经习惯的常态有很大不同,一切都在改变之中,原来成功的模式很可能失效。私募股权基金也在遭遇新的挑战,比如私募股权基金中最重要的并

购大型基金,杠杆化是其过去的盈利支撑之一,而目前全世界都在去杠杆的过程中,这些并购基金未来的表现会怎样,还需要打一个问号。为了控制波动性,机构投资者正努力做一些尝试。比如,在相对静态的配置框架中引入动态的配置,试图通过调整资产配置框架的方法来降低波动性,以组合尽可能小的变化去应对市场的变化。这种做法不管能否成功,都带来一个很大的进步,即从原来传统的、简单的关注资产类别分散化效应,转移到更深入的、更多角度的风险因素分析上来。机构投资者不只在资产类别之间配置,还要看各类资产与经济增长因素、通胀因素、风险因素的关联性,试图寻找更稳定的相关性,来建立风险比较平衡的组合,获得相对稳定、波动性较小的收益。关于未来全球经济发展,有几个无法改变的事实值得关注:一、人口

结构的老龄化,连美国这样的移民国家都面临人口老龄化问题,更别提老龄化的欧洲和严重老龄化的日本;二、在发达国家,保障与福利已经成为财政资源的最大支出部分。我们需要从中吸取经验教训,社会保障要追求全面的覆盖与最大限度的公平,但一定要负担得起,而且可持续。人口老龄化加上社会保障、医疗等负担对社会资源的占用越来越多,已是一个不争的事实;三、欧洲主权债务危机同赤字分不开,美国的赤字也不比欧洲少,很多国家的债务占国内生产总值的比重都很高。要降低这一比例,只能依靠经济更快增长或控制赤字增长,但过度的财政紧缩对经济复苏是一个比较大的阻碍,这正是欧洲主权债务危机难解的症结之一。未来,有没有更积极的因素可以打破这种状况?新兴国家无疑是最重要的力量,但要看好新兴国家发展的基础。这方面我们还需要进一步观察。

## 全国社会保障基金理事会投资部主任詹余引:我们对基金业很有信心

监管部门正放松监管,各类金融机构业务互相渗透,机构投资者如何应对新的挑战?下一步的制度红利在哪里?先看信托,在2001年《信托法》出台前一年,信托管理资产规模约700亿,现在约7万亿,增长了100倍。信托当时的问题,比现在基金业的问题要大得多,可以说处于生死存亡的关头。信托业发展到今天,靠的是能力、制度还是运气?财富管理行业的兴衰是客户选择的结果,信托公司最近几年给客户的回报率在10%左右,当然可以做大。这么高的回报从哪里来?最关键

的还是制度红利,即利率市场化及信贷管制背景。信托业这条路是不是还能走?我觉得还能走,但风险在加大。在利率市场化过程中,银行面临的挑战比其他资产管理机构要大,银行的优势会逐渐减弱。基金业不必妄自菲薄,基金公司有很多优势:投资能力最强,有人才优势,投资理念、风控体制、投研体制都有很好的基础;对信用风险的分析,基金公司是最强的,银行也有一定优势;基金公司的治理结构也比别的行业要好,在这样的治理结构下,可以做更多事情,总体上,我们对基金业还是很有信心。

华夏基金公司党委书记范勇宏:

## 改革股票发行制度 恢复投资者信心

中国经济正处于经济转型期,经济增长速度下降,传统行业所受的冲击力度最大,未来不确定性较正常时期更大。投资者对市场未来走向、上市公司盈利等预期更为谨慎,即表现为企业估值下移。这一时期,市场往往放大负面消息的影响,而对潜在的利好视而不见。与此同时,中国股票市场也面临着艰难的转型,即从股票供不应求时代转为供过于求时代。IPO如饥似渴,再融资源源不断,希

望上新三板的小企业成千上万,股票作为一种特殊的商品,再也不稀缺了。股票发行市场化和投资全球化最终将使A股估值水平与国际接轨。经济转型与资本市场转型两个因素叠加,导致中国股票市场持续低迷,不仅投资者损失惨重,正常的IPO也不能进行。对机构投资者而言,这是一个艰难而痛苦的投资时期。展望未来,必须加大改革力度,转型期的经济才有希望,才能为资本

市场的稳定发展奠定良好的经济基础。同时,也必须彻底改革股票发行制度,使之从单一的、过度的融资市场转为有价值的投资市场,投资者才能恢复信心,才敢于投资。投资者有信心了,正常的IPO才能进行,资本市场才能实现良性发展。只要改革力度到位,2013年中国股市将好于2012年。在投资日趋机构化的时代,基金经理投资业绩将进一步分化,擅长选股型基金经理的业绩将脱颖而出。



中投公司副总经理李克平



全国社会保障基金理事会投资部主任詹余引



华夏基金公司党委书记范勇宏



中国万向信托公司董事长肖风

中国万向信托公司董事长肖风:

## 财富管理将迎来10年大发展

我个人经历了基金公司、保险资产管理、信托公司,跨了三界。近年来,资产管理行业发生了很多变化。现在,各类理财产品超过26万亿,其中银行理财产品余额89万亿、保险69万亿、信托658万亿、基金3万亿、券商1万亿、其他1万亿。利率市场化开始了,预计要10年时间,大的资产管理行业都会有大的发展。最乐观的估计,未来10年有100万亿的资金要从银行搬到理财市场;最悲观的估计,理财市场也有30万亿的新增规模;取一个中间值,大约有

50万亿~70万亿,将由银行、保险、信托、证券、基金来瓜分,大家都有增长空间,关键是从中分得多少蛋糕。2007年底,公募基金资产规模3.4万亿,保险是2.8万亿,现在保险7万亿,基金3万亿,保险增长了一倍多,增长更快的是信托,2007年底3900多亿,增长了20倍。信托到底有什么驱动力?主要驱动力还在产品,关键是回报,信托这几年平均有10%的回报,而且是刚性兑付,无风险收益,钱肯定会流过去。

现在,各监管部门都在放松监管。信托能做的,大家都能做,信托开始感觉到压力了,信托虽然有6万多亿,但完全是从贷款、融资角度来开办的,隐含的监管要求是刚性兑付。而券商的客户风险承受能力都很高,客户都明白投资收益一定对应高风险,从这个意义上来说,券商做通道业务更有优势。而信托面临的问题是:到底自己算作货币市场的机构,还是横跨货币市场、资本市场、实业的机构?因为信托的监管框架是基于货币市场的,如果什么都做,会有冲突。

美国奥本海默基金公司董事总经理李山泉:

## 明年金融市场仍将动荡

2013年,投资人仍将面对很大波动,主要原因是国际资本市场仍然有很多未确定的因素,时刻会影响投资人的预期,主要表现在:其一,美国仍然在缓慢复苏,股票市场会继2012年后仍然有较好的表现,原因是美国巨大的流动性,而2013年的股市仍将依赖流动性。当然,美国仍要面对长期累积起来的问题,如债务、财政悬崖以及就业疲软等,任何政策上的失误都有可能引发新一轮的金融动荡。

其二,欧洲的问题不会有根本的解决。欧元区的争吵在2013年仍会继续。欧盟试图统一预算问题,但达成共识的希望十分渺茫。其三,日本的退路已经不多。日本作为一个出口导向型的国家,在日元不断升值的背景下,面临来自韩国和中国的强力竞争,增长乏力。日本国内一个基本共识正在形成:让日元贬值,扭转通货紧缩。因此,一个简单的操作就是看空和卖空日元,但可以适当地买入日本的优等企业。

千合资本董事长王亚伟:

## 基金业投资能力有优势

从宏观上看,基金业虽然还比较弱小,但随着政策松绑,放到整个财富管理市场,基金业的成长空间还很大。银行虽然很强,但没有增量,存款搬家到财富管理市场后,大家都在抢银行的蛋糕,利率市场化,银行会面临成本提高利润下降的局面。券商是机遇与挑战并存,既有新的业务与新机会,人才也有优势,但传统业务有可能遭遇新进入者的挑战。

基金业的前景是最光明的,原来管得比较死,现在政策放开了。财富管理行业的核心是投资能力,这方面基金有比较优势,国外独立的资产管理公司管理了绝大多数资产,而不是拥有渠道或资产的公司,因为这些独立的资产管理公司往往业绩领先。中国基金业的制度红利也正在释放,在机制上,基金业有一定的相对优势,如人才方面,三年后基金行业的激励问题可能解决,相对其他机构可能会走得快一些。

东方证券副总经理王国斌:

## 投资进入立体作战时代

电影《942》刚在全国公映,华谊兄弟第二天就跌停。电影说的是饥民的逃难史,可股民正在演出一个逃难史。这轮股市的调整是2007年下跌行情的延续,在经济调整的同时,伴随利率自由化的过程,出现了信托、银行理财等各种产品,让中国所有的资产光谱连接起来。当银行理财产品、信托无风险收益率在6%-8%左右,股市的估值重心一定要下调,这一调整过程还没有结束,因为固定收益市场的行情还远远没有结束,在固定收益产品的利率下来之前,股市始终会处于一个动荡的过程。最受伤的是散户,他们渴望有解放军,却没想到这是不可逆的过程。

中小板,很多公司每年增长30%-50%,市盈率8倍,不会超过10倍,如果两个市场打通,内地中小板的估值还会更低。中国经济必须转型,没有任何回旋的余地,转型也会非常艰难,市场总体上会反复调整。在这个过程中,中国金融领域全方位开放,投资要进入立体作战时代,机构投资者会进一步壮大。今年是真正机构投资者的开始的一年,散户最终只能委托机构来理财,一方面很多人死捂股票会被消灭,另一方面,面对资产光谱图,要考虑各类资产的风险收益比,散户没有这个能力,只有机构通过配置可以实现最佳风险收益的配比。

至于市场,我们应该有信心的是,目前机构手里持有的现金数占资产总额的比例,是历史上最高的,明年一定有机会,这些钱一定要动的,什么时候动不知道,也许会在流动性相对宽松的时候。至于股市大的机会,则要等到固定收益产品的利率下调之后。

平安资产管理公司总经理万放:

## 最有优势的是银行其次是券商

财富管理市场的发展速度正在加快,理财市场的蛋糕肯定越来越大,最主要的是从银行新增分流,当然,也会有一部分银行存量会分流出来。全牌照后,未来会出现什么局面?资产管理的核心在两个方面:一方面抓资金的能力。另一方面抓资产的能力。资金端的能力在客户+渠道,这方面最有竞争力的是银行。信托方面,

平安信托走在最前面,自己有销售团队,还有十几个财富管理机构,类似于银行私人财富管理,这是解决资金端的问题。券商非常有竞争力,在市场不好时券商销售基金的占比在增加,因为它的客户群风险偏好较高,而且有很大的客户群、有网点,潜力很大。保险有很大的销售团队,搜集资金的能力也很强,基金则完全没有客户和渠道。

从资产端来看,最能够提供安全收益的是银行,券商因为有投行团队,找资产的能力也较强,部分信托也能找到资产,也能转化为产品,保险的特点在于量大、久期长,可以对接基础设施,优势很明显。基金做另类资产需要找团队,管理非常复杂,成本很高、付出很大。将来最有优势的是银行,其次是券商。

### 上创信德总经理秦曦:以做实业心态做投资

私募股权投资(PE)与基金都是投资管理,但存在很大不同:一是基金公司的盈利模式是追求规模,PE追求绝对收益,利润来源于业绩分成,所以并不追求规模;二是流动性不同,二级市场有纠错机会,一级市场则存在全军覆没的风险,要做到即使永远不能流通,你还能赚钱;三是投资策略不同,基金是组合投资消极管理,投资上市公司的规模有限,对上市公司治理结构很难形成制约力,而一级市场投资是重点投资积极管理,追求一票否决权或控制性的表决权;四是投研方式不同,基金公司一个研究员跟几个行业,PE的研究员可能一年只跟一个行业甚至一个项目,针对性很强。

价值投资就是要以做实业的心态去做投资,我们应该克服浮躁的心理,向企业学习。基金公司应该是财富管理的主力军,要走专业化的道路。抓核心资产的能力、赚钱的能力是基金公司的核心竞争力,这是建立在人力资源的基础上,不是牌照发出来的。

(本版嘉宾观点不代表其工作机构的观点。杨波/整理)

安徽国元信托公司总裁张彦:

## 信托业发展依靠三大红利

从上世纪80年代到2007年,信托业是一路烦恼,在上世纪80年代粗放发展,最多达到2000家,经历了5次整顿、3次剥离,到2007年,信托公司一无所有,但也绝处逢生。2008年,金融危机为信托业的发展创造了机遇,从2008年至今,信托业是一路奔跑。信托业的发展依靠三大红利:一是利率红利,信托产品利率可以随行就

市;二是分业监管的红利,货币政策2009年开始紧缩,银行必须把表内业务挪到表外,信托产品成了银行的工具,才出现了通道业务;三是资源红利,信托公司从最初的2000家整顿到只有60家~70家,比较稀缺。不过,到今年上半年,一路奔跑的上半场结束,各路机构纷纷以信托化的方式推出产品,这对信托公司是很大的挑战。

基金公司再困难也是暂时的,而货币政策调整到一定程度,通道业务的生命力就没了。所以,无论证券公司还是基金公司,都应该沿着自己的主业做下去。至于信托公司,未来十年,我提出的口号是一路归巢,回归信托业的本质,比如真正意义上的遗产信托、文化信托。我的口号是向基金公司学习,做好信托业务。

美国JADE CAPITAL合伙人王光宇:

## 美共同基金认购费下降明显

我有两点感受:一、国内市场明显是产品驱动的;二、销售费用非常贵。美国共同基金占全球的一半,约70万亿人民币。从美国共同基金股权结构来看,75%的基金公司是独立的公司,不依附于大机构。75%的独立机构掌管60%多的资产,从业人员1/3是投研人员,1/3为投资人服务,24%为销售人员。从1990年到2011年,基金基本的

运营成本没有大的变化,变化非常大的是销售费用,1990年一次性前端销售认购费为4%,目前已降到1%,债券类产品销售认购费从3.5%降到0.7%,相当一部分基金不收取前端销售费用。新增资金大多流入无前端认购费的基金,没有销售费用的基金是净流入。销售费用很多被第三方理财顾问公司拿走了,美国共同基金投资家庭中有半数使用专业理财人员。