

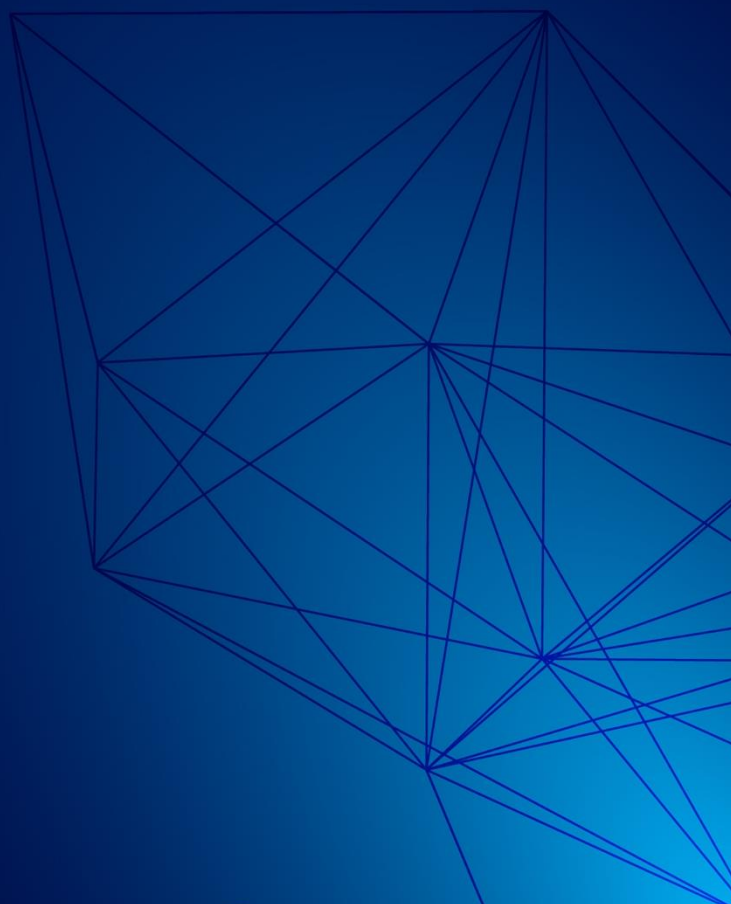


北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

金融前沿对话

2020 年第 17 期 总第 64 期



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

主办单位：北京大学汇丰金融研究院

院长：海闻

执行院长：巴曙松

秘书长：本力

编辑：唐小丽（执行） 曹明明 方垆豪 朱伟豪

北京大学汇丰金融研究院简介

北京大学汇丰金融研究院（The HSBC Financial Research Institute at Peking University，缩写 HFRI）成立于 2008 年 12 月，研究院接受汇丰银行慈善基金会资助，致力于促进金融学术研究、金融市场运行、金融机构监管、金融政策决策之间的交流互动；立足粤港澳大湾区，以全球视野，构建开放的金融专业交流平台，使金融教学与金融研究相互带动，通过编辑出版专业刊物、发布专业研究报告、举办专业讲座、组织前沿学术会议等多种形式，为区域金融发展和国家金融决策提供积极的智力支持，努力将北京大学汇丰金融研究院打造成为聚焦市场前沿的金融专业智库。

北京大学汇丰金融研究院院长为北京大学校务委员会副主任、北京大学汇丰商学院院长海闻教授，执行院长为中国银行业协会首席经济学家，香港交易所集团董事总经理兼首席中国经济学家巴曙松教授。

银行理财如何构建自己的 FOF & MOM 投资体系

【对话主持】

巴曙松（北京大学汇丰金融研究院执行院长、中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长）

【特邀嘉宾】

矫健（猫头鹰基金研究院投资总监）

一、当前银行理财的痛点

（一）要收益

因为非标在监管政策推动下的退出，银行理财从大池子要收益的难度越来越大，而且现在利率水平下滑速度较快，银行理财之间的竞争可能将更多地体现在服务和收益上。服务跟银行整个财富端的团队有关，但收益这块可能确实会下行。因此，银行理财想要真正树立一定的竞争力，在投资上可能会偏向一些高收益的品种，比如债、股票以及其他的高收益资产。我个人的理解是，不管波动率有多高，对资产了解得有多透彻，原来收益较低的资产可能很难再达到大家的要

求。所以银行理财可能要通过各种研究和试探，向高收益资产要收益。

（二）要工具

银行理财子公司刚刚成立时，往往还没有特别健全的投资工具、投资体系以及投资团队，团队和体系的不健全可能成为最突出的矛盾。从团队来看，银行理财子公司在成立之前，对权益类资产和高收益资产的认知往往不充分，投资占比也非常低，目前占比大概在1%~2%左右。相比公募基金、部分大型的私募基金以及部分大型券商的资管团队，银行理财子公司的整个团队并不健全。

（三）缺乏完善体系和团队

团队的不健全不仅仅体现在团队人才方面的缺乏，也体现在整个银行的体制方面的不足，比如激励措施以及原有的利益格局难以吸引较多能胜任高收益资产投资的优秀人才。同时，大部分银行理财子公司也没有足够的投研资源和从上到下非常完善的投研体系。投研体系需要真正去直接投资底层资产，这可能需要较长时间才能形成，乐观预期需要3~5年，悲观的话还要更长时间。

总之，银行理财要收益这个过程肯定要做很多试探性的努力。最开始直接去投资权益的底层资产比较困难，直接投资权益类的基金，或者二级债基则更为合适。

二、基金投研是抓手

因为团队和体系目前还不完善，银行理财子公司暂时无法大规模直接投权益类底层资产，但通过投资基金可以迅速利用市场资源。大量的公募基金和一些优秀的基金公司拥有各种各样的基金投资工具和相对完善的产品线，他们具有足够的投研资源。投资基金可以迅速有效利用市场资源，而且投资越早，可以越早积极展开研究，越早利用公共资源以及私募资源去投资基金。

投资基金有两种方式，一种是 FOF 方式，一种是 MOM 方式。FOF 方式是直接投资公募基金，较为简单灵活。投资方式为直接申购和赎回，不受时间限制。MOM 本质上是把投资者的一类资产中的一部分落地成基金的专户，好处是跟踪起来比较容易，但坏处是灵活性较差。

不管是 FOF 还是 MOM，选择管理人都比较关键，选择好管理人的过程就是两种投资体系建设的过程。基金投研主要是抓以下五个方面：

一是抓策略，把策略制定好，投多少债券、多少股票，比如是投资沪深 300 相关标的，还是投资中证 500 相关标的。二是抓产品，在策略指导下如何选择阿尔法，如何选择每一个子基金。如果是一个主动性产品，核心要看管理员的管理方法，看他管理这个产品的过程是

否符合我们的策略要求。三是抓研究体系，其实即使是投资基金，相当多的银行理财部门、资产管理部和银行理财子公司的经验体系也并不完善。投资基金比直接投资股票要好一些，因此要尽快建设基金研究体系。四是抓投资体系，基金投研过程中需要迅速建立自己批量的权益投资能力。五是在过程中要教学相长。

三、构建 FOF & MOM 投资体系

第一，构建 FOF & MOM 投资体系建设，首先需要好的 **Beta** 策略和好的 **Alpha** 工具，包括宏观模型的构建。宏观模型可能更多地决定中长期的配置比例，细分资产的分配比例，比如行业和风格等。同时也要分析透政策，从政策的流动性预判来看，银行可能比较有优势，能够比较好地预判政策方向和市场流动性。另外，有必要建立可以沉淀的知识管理系统，更多是强调买方的观点。因为客户投资基金，其实可以去收集市场上优秀基金经理的看法。抓好体系建设需要好的 **Alpha** 工具，因为投资基金产品，只要是投资主动基金，不是被动的 ETF 基金，其本质是选人。选人的过程，具有非常强的定性或者投资方法的考量，而这个考量更多地是基于管理人是否能够创造 **Alpha** 的视角。无论策略做得多么精确，市场是瞬息万变的，每时每刻还是会面临比较大的 **Beta** 风险。在这种情况下，特别优秀的管理人所能够创造出的 **Alpha**，是对面临的 **Beta** 风险的一种保护。

第二，抓好科学画像。大部分公募基金经理从事过公募基金投资，可以对他进行全市场、多维度的刻画。“全市场”是指把他的能力放在全市场中进行比较。“多维度”是指观察基金经理在连续持仓时，要观察他是否较好地捕捉到业绩变化所能带来的投资收益。维度包括行业能力、择券能力以及场景适应能力等。维度越多，刻画就越详细。

第三，好的体系需要把定性和定量相结合。现在理财收益率整体大幅下降，理财竞争进入白热化阶段，对于基金的选择不能过于简单，要运用一些数据挖掘能力。银行资产管理机构有必要在金融科技上做一些投入。另外，需要抓好跟踪体系。跟踪体系是指在投钱时，需要有相应的策略、战略和配置。基金产品在管理过程中是不是完全反映了我们想要投资的一种思考方式，或者说管理人是否贡献了他的能力。比如，我想要管理人在食品、饮料领域展现出足够多的 Alpha，在管理过程中他是否做到了这个特性就很关键。可通过类似于持仓估计、持仓穿透、定性跟踪的方法，把握管理人的投资节奏，多视角发现子管理人到底有没有问题，是否出现一些我们没有想到的意外风险等。这些事情要通过体系去发现，如果发现过晚，可能要不到收益，或者投资时间已经过半，剩下的收益很难追回。所以需要一个好的跟踪体系。

第四，边投边学、教学相长。这意味着在投资基金的过程中，我们希望基金管理人具有多样性，在宏观、中观或者不同行业具有各种

各样突出的特点。这样的特点最好通过更完善的科学画像体系来获取，这样可以使得你站在这些优秀管理人的投资基础上观察市场。这样的观察能够非常好地帮助提升整个团队的投研能力，为日后形成强大的批量权益投资能力做好准备，同时对银行机构的策略制定也会有很大帮助。就我们的观察来看，确实有相当一部分基金经理展现出来的投资特质，能够很好地帮助银行在实现更好的收益同时，也很好地把体系建设起来。这之后，银行要把学习到的优秀基金管理人的特质，沉淀到银行系统，这样就能建立优秀的体系。

此外，建立 FOF & MOM 投资体系需要从广度、深度、数据挖掘和投资挖掘上做一整套成体系研究，需要非常深入的数据库来体现。应有比较好的、优秀的人工智能的数据处理方式把定性和定量相结合，让投资思想体现到数据库中，真正跟踪到基金经理的仓位变化和风格变化。但最重要的仍然是投资经理的投资灵魂，用智慧去投资。投资业绩背后的投资方法和投资能力最为关键。

四、问答环节

Q1: 您看好哪家理财子公司，为什么？目前银行理财子公司面临的最大的经营管理上的风险是什么？

A1: 现在理财子公司都刚刚成立，没法分辨各家体系建设的速度和优势劣势，但就我们跟这些机构的交流情况看，招行和农行似乎

走得更靠前一些。

现在最核心的是这些理财子公司是否有足够的激励机制能够吸引优秀的人才，尤其是将才，能够率领投研团队的人。另外，还要尽快数据库化、工具化以提高效率。

经营管理方面，我最担心的是理财子公司内部仍有比较强烈的银行思维，保守思维，没有为要到来的竞争做好准备。此外，产品设计能力上也需建设，这跟投研体系建设有关。

Q2: 银行理财子公司与公募基金、私募基金，主要在哪些领域展开竞争？

A2: 首先是合作，银行理财子成为公募基金和私募基金的投资人，然后才是竞争，毕竟银行需要锻炼自己的投研能力。如果能力上来，银行在渠道流量上是有优势的。但总的来说，银行还很难达到公募基金那么市场化的人才机制。

Q3: 怎么看理财子公司对证券公司的选秀？会对证券公司研究带来很大的业务量吗？

A3: 影响肯定很大。对证券公司来说，未来服务银行跟服务基金公司一样重要。银行理财子公司未来的佣金支配能力是券商的必争之地。比如，兴业银行也是依赖兴业研究所的研究能力。这可以部分

解释为何银行需要券商。选基金有选基金的难度，但是相比较紧迫的需求，肯定比直接下场投资权益好很多。好的 Alpha 是对 Beta 的保护。

Q4: 理财子公司权益性投资相对传统的行业会好一些，银行相对更懂银行，银行对投资标的选择还是有一定的局限吗？

A4: 没有局限性。但是据我了解，如果直投，现在没有相应的人力、物力和体系，除兴业银行做的比例较大以外，别的公司可能还完全没有。久期方面，产品设计方面要合情合理，才能更好匹配，否则也很难说，毕竟权益的波动率完全不一样。

Q5: 您认为银行理财子公司先用 MOM/FOF 方式进行理财，等团队和投资能力建立起来之后再直投？

A5: 绝大部分都得先通过基金投资来满足，未来是否能建立起直投能力也是竞争的关键。但核心还是要抓紧建体系、建团队。基金投资本身有科学性和艺术性，这需要定量和定性很好地结合。

Q6: 从全球范围看，你认为哪些银行的资管公司做得不错，值得作为银行理财子公司的标杆，为什么？

A6: 摩根大通、德意志和纽约梅隆都还做得可以，从资管的 ROE 和规模占比可以看出。

Q7: 能否详细介绍一下这两家公司做得不错的地方？

A7: 核心是三点：第一，高净值客户占比高；第二，资管团队兵强马壮（人员占比达到全行 10%）；第三，有强大的研究所。

Q8: 怎么看待银行理财子公司与外部公募基金的关系？一方面，理财子公司使用外部公募基金经理来作为银行理财产品的提供者，但如果资金到了一定的量，可能就无法提供这种超市场的投资回报。另一方面，银行利用外部基金公司的投研，可能会因为观点的冲突造成利益冲突。当年高盛一个做空次级贷款的小组跟高盛投研部给机构客户的看法完全相反，造成利益冲突，也在法律上造成一些潜在的问题。

A8: 不能简单把国内理财和海外资管对比，二者的土壤完全不同。国内目前还是投行资管模式，非标目前还是竞争的主战场。另外，是投资子管理人关系而不是利用外部投研，不会存在这种跟自身研究所冲突的问题。而且，国内做空机制很少，严重的利益冲突可能性也小。

资金规模确实是一个大问题。我们在给社保领导的一个研究课题中曾经做过详细分析，研究表明，存在规模和 Alpha 之间的一定程度的削弱关系。这些可以通过一定的分散组合来解决，我们有聚类的算法可以支持选择一些规模容量允许的基金。针对银行理财的未来有很多需要学习的地方，我们也在不断探索。

本文根据北京大学汇丰金融研究院执行院长巴曙松教授发起并主持的“全球市场与中国连线”第三百二十二期（2020年4月9日）内容整理而成，特邀嘉宾猫头鹰基金研究院投资总监矫健先生。

矫健先生现为猫头鹰基金研究院投资总监。矫健先生是上海交通大学管理学硕士，拥有美国特许金融分析师（CFA）三级资质，12年产业界从业经验，12年金融行业从业经验。曾先后任上海大众汽车主管，申银万国研究所研究员（曾获新财富最佳分析师第二名），交银施罗德基金研究部大组组长、基金经理助理，上海博道投资高级研究员、博道5期基金经理、私募西湖峰会特约演讲者。

【免责声明】

“全球市场与中国连线”为中国与全球市场间内部专业高端金融交流平台。本期报告由巴曙松教授和王志峰博士共同整理，未经嘉宾本人审阅，文中观点仅代表嘉宾个人观点，不代表任何机构的意见，也不构成投资建议。

本文版权为“全球市场与中国连线”会议秘书处所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复印、发表或引用本文的任何部分。



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

