

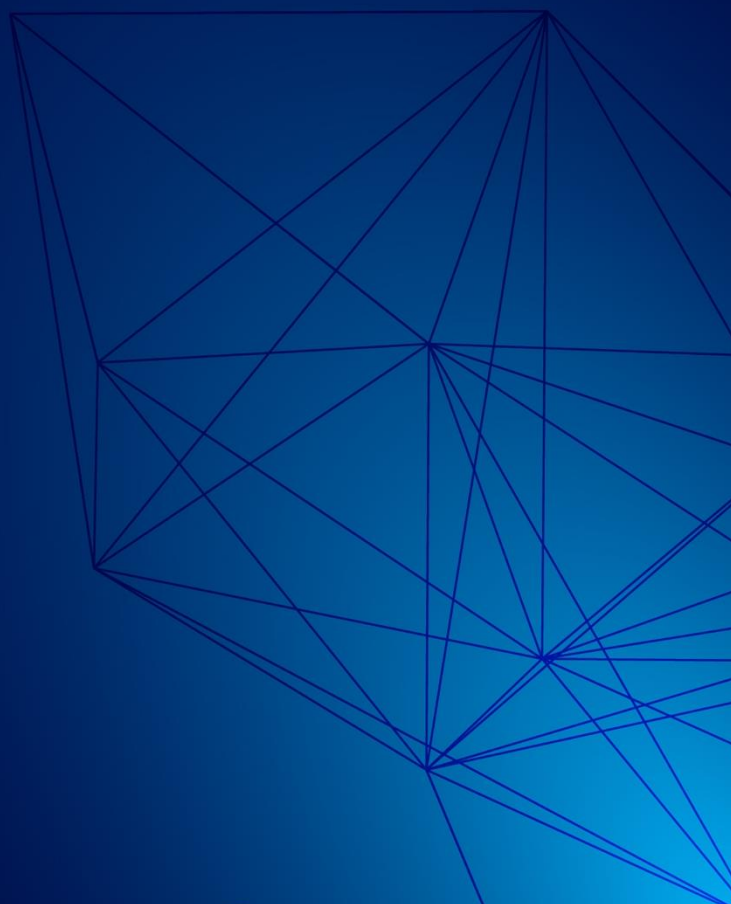


北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

金融前沿对话

2021 年第 15 期 总第 101 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 方培豪 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、中国宏观经济学会副会长巴曙松教授。

银行理财子公司投资研究的挑战与未来

【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（猫头鹰基金研究院创始合伙人、投资总监）

从 2019 年底第一家银行理财子公司成立到现在的一年多时间，整个理财产品市场的净值化转型逐步展开。如下主要基于我们对整个资产管理行业的理解，谈谈对理财子公司投资研究的看法。

一、银行理财发展现状

从图 1 可以看出，银行理财产品的发展呈现出明显的马太效应：全国性银行和城市商业银行发行的产品越来越多，中小银行发行产品越来越少。这表明，和大型银行、城市商业银行相比，不少中小机构特别是农村金融机构在产品管理能力、获取丰富资产的能力方面存在明显差距。

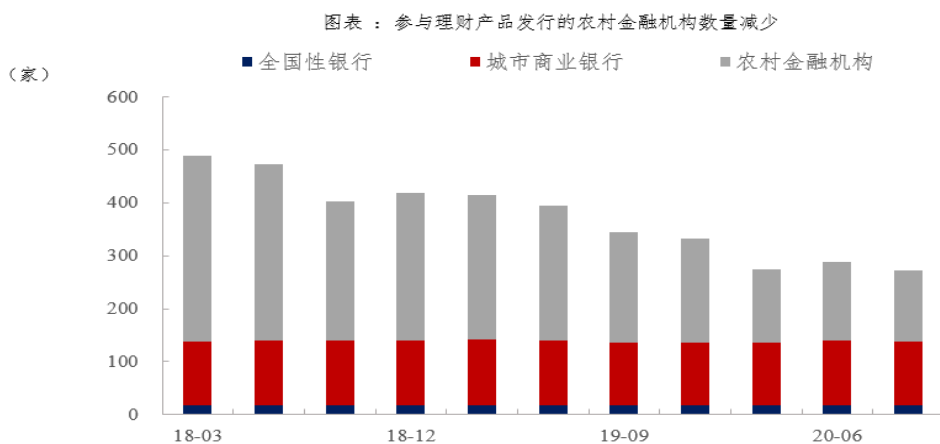
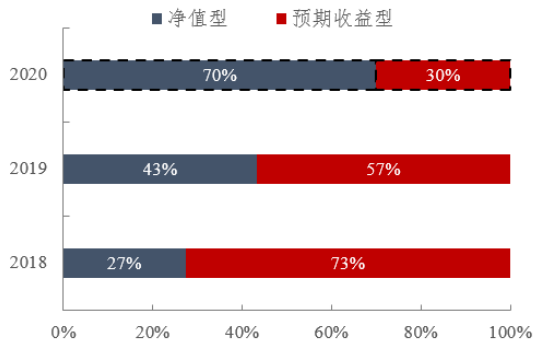


图 1

过去银行的理财产品投资中有大量非标资产，通过资金池管理获取较高收益。随着资管新规的实施以及净值化的提出，所有产品单独建立各自的资金池，一些非标产品逐渐退出历史舞台，同时也对资产类别选取能力和策略能力提出更高要求。未来在 PE 投资、指数投资、股票投资、另类资产投资等资产选取上要下较大功夫。

目前，市场中净值型的产品比例已经提升到 70% 左右，未来可能会提升更多，预期收益型产品占比已下降到 30%。但从整个产品结构来看，货币型产品占比接近 20%，固定收益型产品占比接近 60%，混合型产品占比接近 20%，纯权益型产品占比仅有 0.3%。从产品结构以及过去几年的发展来看，固定收益类型产品的收益率实际上长期在 4% 以下。对理财产品的购买者来说，3.5% 到 4% 的理财收益率似乎还远远不够，理财产品的总体收益率还面临较大挑战。

图表：净值型产品占比提升



图表：产品类型结构以固定收益型产品为主

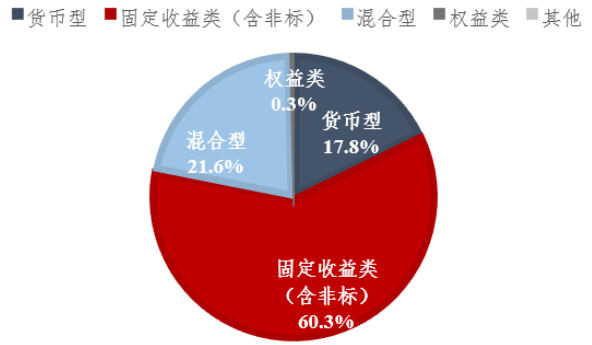


图 2

二、投资研究的重要性

未来银行理财需要着重在投资研究上投入，这可能是未来理财子公司之间竞争的重要关键。从投资研究角度出发，以前银行各个部门之间实际上是分立的，资产管理部门主要是去对接获取资源，找到一些高质量、低风险的非标资产。未来投资资产类别会增加，包括权益类、债券类、私募理财类、公募产品以及其他类产品，意味着在投资研究方面需要多部门并行发展。这些产品之间有的有相关性，有的没有相关性，与以往银行理财所具有的能力边界有显著区别。

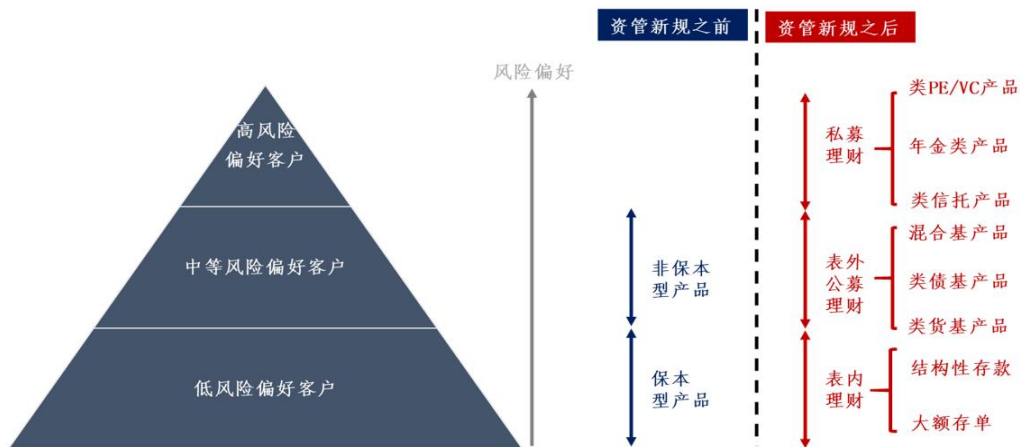


图 3

好的投资研究可能会驱动收益上升，同时风险下降，使得银行理财产品客户的持有体验上升，增加客户的复购率，从而增加销售收入和规模。未来的销售规模应该是由投资研究来驱动，而不像以前通过关系或资产池搭配来获取。未来的理财收入将等于客户数×单位销售规模×利润率×复购率×平均留存时间，这个公式也适用于其他的非银行理财机构以及还没有成立理财子公司的银行资产管理部门。如果未来不能提升投资研究能力，可能业绩和规模都会达不到预期目标。



$$\text{收入} = \text{客户数 (A)} * \text{单位销售规模 (B)} * \text{利润率 (C)} * \text{复购率 (D)} * \text{平均留存时间 (E)}$$

图 4

三、投资研究的挑战

未来针对不同的客户，银行理财产品分类会在谱系上向多元化发展。图 5 中，预期收益率最低的是货币型公募基金，其次是现金类银行理财产品，再往上是债券型公募基金、债券型理财产品、固收+类银行理财产品（下文简称为“固收+产品”），再往上整个风险收益关系的最高端是权益型公募基金。

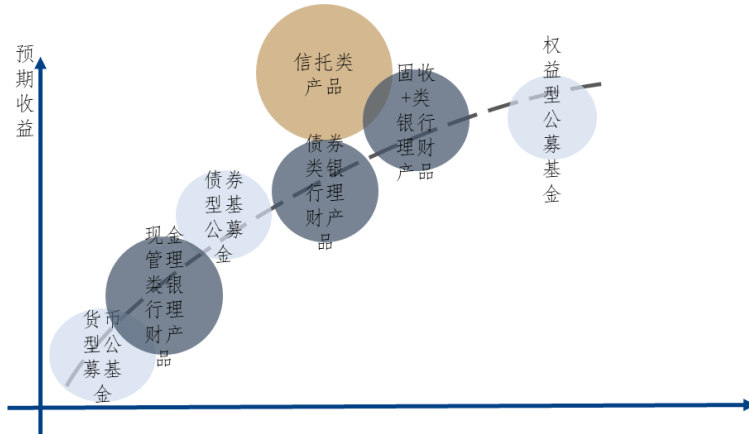


图 5

显而易见，银行理财子公司在建立全面的投资研究能力之前，最核心的能力边界是在债券型的银行理财产品上，而在固收+产品以及权益型产品方面管理能力不足。除了权益型和固收型，还有很大一类产品是另类资产。尽管银行可能通过 PE、VC 接触一部分另类资产，但作为银行理财产品本身，在另类资产方面的投资研究相当不充分。未来不仅要增加权益类资产的布局，还要增加另类资产的布局，这对研究能力都提出了较高挑战，其中最突出的挑战可能是增加权益投资的比重。纯固收类收益不足，不管是固收+产品，还是纯权益产品，或所谓的各种各样的混合类产品，只要不是纯债券或者货币类产品，都要增加风险资产比重，就中国目前的现状来看，风险资产以权益类资产为主。

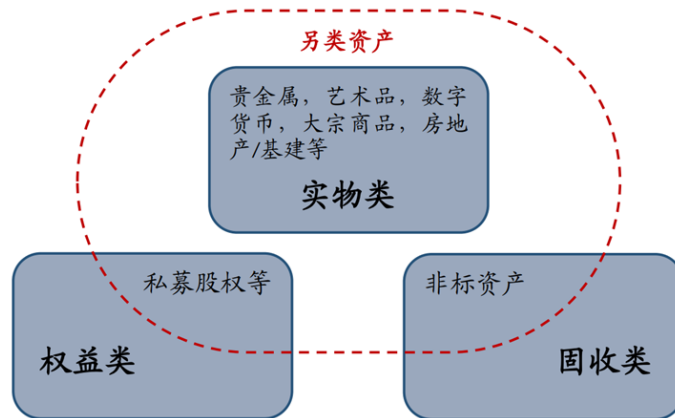


图 6

在从研究要收益的过程中，银行理财子公司将增加对权益投资的风险暴露，而直接投资权益资产，在团队激励和底层资产的熟悉度方面，理财子公司还有明显不足。首先是激励机制，如果银行去做股票投资，他们最大的竞争对手是目前市场上 100 多家公募基金和 2 万多家私募基金。公募基金是主要的对比机构，与之相比，银行对优秀投研人员的吸引力不足。这一方面跟银行本身的激励机制有关，另一方面也和银行本身的人员构架不足以应对大量的股票投研有关。举个简单例子，现在所有的公募基金在招聘从业人员时，尤其是股票从业人员，整个薪酬体系高度市场化。且不说有些公募基金本身就是以事业部制去招聘投研人员，即使是非事业部制的投研人员，在产品规模、提成上，都有非常好的激励机制。

这样的激励机制银行理财子公司暂时还不具备，可能与银行本身所具有的人力资源禀赋和文化有较大差异。如果在发展初期制定特别高的激励机制，贸然引入不熟悉的公募基金投研人员，也未必会立竿见影地产生良好的效果，反倒可能会跟企业本身文化产生巨大差异，

导致不好的效果。这也是理财子公司在发展过程中需要考虑的问题。解决这个问题，我们估计至少需要 2 到 3 年左右，彻底解决可能时间还要更长一些。其实高度市场化的银行系基金公司并不多，比如农银汇理基金、中银基金、工银瑞信基金、建信基金等。事实上，银行系的基金子公司的发展规模和发展态势，都不是特别良好。原因可能在于，相对完全市场化的基金公司而言，银行系的公募子公司对投研人员的激励机制不到位，实际上处于相对劣势。

还有一个比较重要的原因是，建立股票投资优势需要积累。如果没有较长时间的股票投资经验，一方面整个人员禀赋很难去匹配，另一方面没有沉淀下来很好的知识管理体系，银行直接进行股票投资的难度很大。对底层资产的熟悉程度不是一蹴而就，需要花较长时间才能获取，我们认为可能会是 3 年以上，甚至是 5 年左右时间。如果想要在权益投资方面取得较好的收益，我们认为可能通过 FOF 和 MOM 投资是比较好的过渡。举例来说，中银理财在稳富型固收增强投资的时候，增强这块大部分的比例都放在了公募基金上，大约有 15% 左右是通过投资公募基金的权益类和固收+产品来实现，直接去投权益几乎没有。我们认为这样的方式对于绝大多数银行理财子公司来说都比较合适。但是显而易见，即使是进行 FOF、MOM 基金投资来进行固收+产品或者是进行权益投资，目前整个银行理财子公司所具有的能力还有所欠缺。

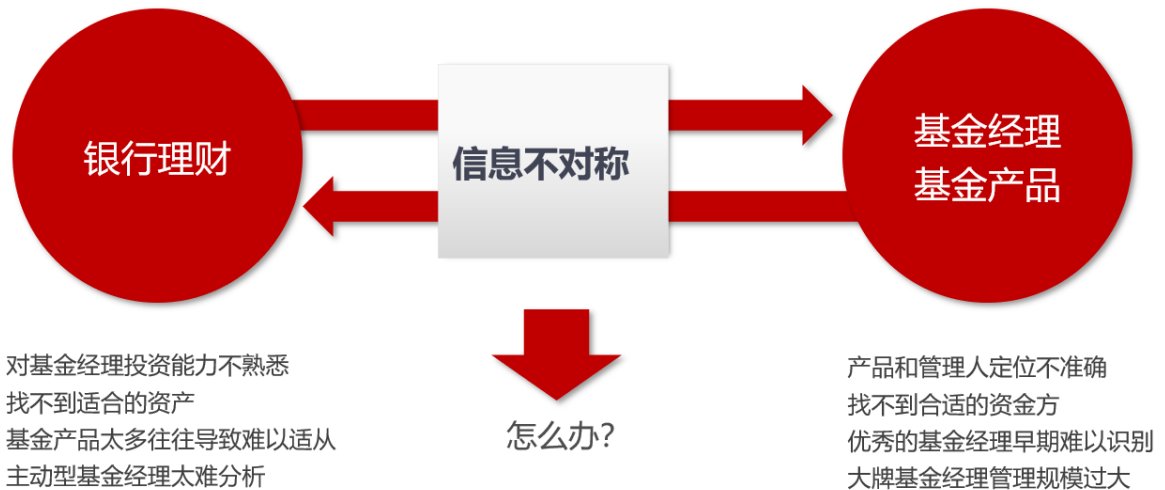


图 7

图 7 显示了银行理财和基金之间的关系，基金公司想去争取银行理财的客户，银行理财也想去识别比较好的基金和基金产品。但在这个过程中有巨大的信息不对称，主要体现在以下几个方面。

第一个方面，大部分银行理财子公司的投研人员，对基金经理的投资能力不熟悉，可能仅知道少数大牌的公募基金基金经理。第二方面，寻找合适的基金产品需要时间，而现在整个公募基金产品大概有 7000 多只。即使能够从中间选择出合适的基金公司，也未必能够选出合适的基金经理；选到合适的基金经理，也未必能选择出合适的基金产品；选择的难度也可能会对银行理财子公司造成比较大的障碍。还有一个比较重要的原因，如果把主要的收益来源放在基金管理人身上，那么主动型基金管理人就是一个投资重点。主动型管理人的分析难度主要取决于是不是能够分析出基金管理人在进行主动性管理时的收益，到底是运气还是其能力带来的。分析难度相当大，没有较好的数据库或者说没有对公募基金基金经理的广泛调研，甚至是没有广泛持续的、可能

以年为单位的对基金经理的跟踪，都很难准确识别主动型基金经理的投资。

如果不把投资重点放在主动性投资经理身上，而是放在 ETF 或者是 smart beta 产品上面，去选择纯工具型的公募基金，比如各种各样的指数基金，那么实际上反而会要求银行的基金管理人具有非常强的资产配置能力。不仅是宏观上配置股债的仓位能力，还有不同阶段权益仓位的比例。总的来说，银行具备一部分这样的能力。他们对利率、资本市场有敏感度，更多考验的是银行对指数类产品的识别能力是否足够。而大部分银行理财子公司可能还不具备这样的能力，即使说已经决定配置 15% 的权益，如果投资指数产品，到底是有色、钢铁，还是 TMT、食品饮料行业有机会，这对管理人的识别能力要求非常高。

我们的建议是不能过多以策略依赖的方式去选择基金产品。因为有两大大风险，第一大风险是如果策略失效，市场并没有向我们选择的方向去发展，可能产品的波动幅度会特别剧烈。这对于成立才一年甚至还不到一年时间的银行理财子公司的客户和产品而言，可能都非常不利。尽管在投资时压错了方向，可以根据市场变化进行调整，但调整过程所带来的额外申购和赎回成本也比较大，导致基金管理人很难跟银行理财子公司的基金投研人员产生良好互动。

不少基金公司提出说有很多机构的钱拿起来特别困难，他们经常会做一些大的择时，造成较大波动。在我们看来，比较好的做法是搭

配主动型基金、偏工具型的主动型基金和偏工具型的被动型基金来构成权益投资的完整途径。举个简单例子，假设一个银行理财产品决定投资 85% 的债券、15% 的股票，而股票部分全部通过投资股票基金来实现，其中可能有 5% 通过一些专业的基金研究机构所选择的具有较强综合能力的基金经理作为底仓。另外 5% 可能是通过选择一些行业基金，比如说医药、食品饮料、科技、制造等，筛选 1~2 只产品搭配到组合里。如果银行基金管理人员对资产配置的能力比较有信心，剩下的 5% 可以选取 1/3 到 1/4 左右的权益仓位去投资纯指数类基金，比如一些指数的行业基金或具有特定风格的基金。这部分基金的申购和赎回影响只有 20-30%，底仓类的收益仍然可以通过阿尔法获取，申购赎回费用也比较低。

四、投资研究的发展方向

表 1 是目前各大银行理财子公司在做的一些事情，从产品类型来看，比较典型的是提到会增加固收+产品的规模，并且会尽可能地增加一年期和一年期以上的产品规模。这对于以基金投资的形式来介入权益是至关重要的，因为基金投资的波动率特别大，以前 3 到 6 个月的理财产品实际上和整个公募基金的久期严重不匹配。机构去投资基金，如果产品是 3 个月或者 6 个月，很难保证能发现基金产生的阿尔法，或者是策略所选择的工具类基金能带来的收益，或者整个资产配置在择时方面带来的收益一定会在 3 到 6 个月里面实现。尽管在基金方面做了比较多的数据库研究工作，可以帮助我们尽可能在很短时间

里实现一定的收益，但是收益概率会随着产品时间拉长而变得更高。即有条件的理财机构，应尽可能发行超过一年期甚至两年期的产品，从而去锁定客户预期，同时在甄选基金时选择余地和容错率会高很多。

除了增加权益资产的投资，大部分的银行理财子公司也在增加基金投资方面的研究。其他的银行理财子公司谈到类似于养老、ESG、大湾区、战略新兴等更多是结合产品特征给出的概念或方向，具体在管理时，所有的客户最本质的希望还是能够从理财产品投资过程中赚取比较合适的收益。

未来投资研究的发展方向是加大公募基金的研究投资力度和逐步构建复合型批量化的权益投资能力。如何加大公募基金的研究投资力度呢？银行理财子公司应该和市场上尽可能多的基金公司取得广泛联系。不论是否投资，尽可能不要戴有色眼镜去看基金公司。在跟基金公司取得广泛联系的过程中，银行理财子公司的基金研究人员需要尽可能跟一家公募基金公司的所有投研人员取得良好印象，包括这家基金公司的整个产品谱系，以及每个重点的产品谱系都有哪些重要的投资和研究人员，这些重点产品谱系背后的投资研究人员到底是什么样的性格和产品定位，以及这个产品谱系背后的研究支持强度、力度和激励机制。通过这些充分了解，可以很好地帮助银行理财子公司去清晰认识一家基金到底怎么样去定义或是定位你所要投资的基金产品。

| 理财子公司名称 | 理财投研规划及权益类产品情况 | 资管业务合作机构选择 |
|---------|--|---|
| 工银理财 | <ul style="list-style-type: none"> 在权益投资领域，构建公司股票库、夯实投研能力、控制风险敞口；建立包括主板、科创板、创业板在内的多市场投资能力，逐步孵化自身主动、被动、绝对收益、相对收益等投资交易策略，逐渐提升投资业绩，积累投资管理经验； 各类理财产品中1至5年期产品和配置在中长期权益类、项目类资产增加额和增长幅度均在公司产品总规模增长中位数以上。 | <ul style="list-style-type: none"> 下一步，将持续推进将银行理财公司与公募基金及商业保险机构共同作为第三支柱个人养老产品供给主体。 |
| 建信理财 | <ul style="list-style-type: none"> 产品要围绕客户与场景需要进行设计；当前重点以“固收+”产品为切入点，以被动指数投资为发展方向，逐步提高客户对权益类资产的接受度；强化自身投研交易能力和风险防控手段；研发跨境投资产品，“跨境理财通”启动在即，聚焦粤港澳大湾区财富管理； 由“资产持有”大行向“资产管理”大行转型； 注重管理规模增长和理财投资能力提升 | <ul style="list-style-type: none"> “大而全”“中而精”“小而专”的资产管理机构都有合作领域与机会；已经实施合作机构白名单管理，建立了完善的考核评价机制，与信托、基金、证券资管、保险资管等各类资管机构开展了广泛合作； 加强与国际优秀资管机构的全方位合作。 |
| 中邮理财 | <ul style="list-style-type: none"> 搭建由五个投资部门及研究部、交易部组成的“5+1+1”投研交一体化平台；未来理财子公司投研体系将从传统的银行资管架构逐步向基金和券商资管更加开放和高校的架构转型； 今年底权益类资产占比提升至8-10%。 | <ul style="list-style-type: none"> 重点与市场头部机构合作，通过搭建和完善“定量+定性”遴选机制，优选管理人； 固收方面：重点在固收产品净值管理、信用风险研究等领域与公募基金、证券公司开展合作，学习管理“小账户”和打造“精品”经验； 权益方面：与优秀机构合作，边学边干；从综合收益、风险管理、回撤表现等多个维度分析评价，还将适时加强与外部评价机构合作。 |
| 交银理财 | <ul style="list-style-type: none"> 搭建“固收类为主，权益类、商品及金融衍生品类、混合类为辅”的净值型理财产品体系；加强了在策略开发、策略评估、策略实现等方面的人员配备，利用外脑+练好内功； 权益资产配置的上限需要结合各类资产收益率的情况而定，基于风险评价模型，辅以权益市 | <ul style="list-style-type: none"> 启动了部分策略的委外机构选聘工作，拟选聘的均为业内知名、业绩优秀、风控到位、投研较强的合作机构。VS 保险资管：可以在委托投资、资产配置等方面与保险资管公司形成互补；VS 公募基金：可在权益投资、委外专户方面寻求与公募基金合作（包括投研能力、系统建设等诸多方面）。 |
| 农银理财 | <ul style="list-style-type: none"> 在前期“4+2”系列产品基础上进一步推出“6+N”产品体系，现金管理、固定收益、混合、权益六大系列产品+“惠农”、养老及ESG等新型特色； 下半年优质标的有望表现突出，可积极把握市场运行节奏，择优布局权益资产。 | <ul style="list-style-type: none"> 三大合作层面：1) 产品层面，借鉴产品体系建设方面的经验；2) 客群经营：与其他机构可在客户体系建设、营销渠道建设方面加强合作，通过投资顾问、产品代销等方式增强服务能力；3) 投资层面：在投资运作方面向其他机构取长补短，如与公募基金开展权益委外合作、与券商资管开展资产获取合作、与外资机构开展全球资产配置合作等。 |
| 光大理财 | <ul style="list-style-type: none"> 通过培育提升核心投研能力，多策略、多形式地加大对权益市场研究和投入，同时也会关注另类投资，通过全融品种的创新，关注企业资产负债表，服务企业全生命周期，做企业的主办资管机构； | <ul style="list-style-type: none"> 将继续加强对股票市场的研究和投入，在一些细分策略及不同基础资产的安排上，银行理财可作为“买方的买方”，通过FOF/MOM模式投资于二级市场，在母基金层面实现风险分散与投资回报的可持续，在子基金层面发挥各策略、各类型管理人的优势，保持子基金的能力专注、策略稳定与多样化； 借助外部机构的能力，通过与公募基金、私募基金、券商资管合作共赢，共同参与权益市场。 |
| 信银理财 | <ul style="list-style-type: none"> 将加大直接融资市场参与力度，提升标准化债权类资产投资能力，包括利率债、信用债、ABS等，增加标准化资产规模和占比； 以固收和“固收+策略”为主，以全球多资产和量化策略为补充； 后续会持续丰富养老产品线，包括针对老年人士的长期稳健分红型产品； 看好中国资本市场，并将长期耕耘科创板领域，挖掘投资机会； 目前权益类资产配置维持中性仓位，配比将稳步提升。 | <ul style="list-style-type: none"> 通过定性定量相结合的方式择优选择委托专户管理人，优选回报稳定的权益类投资合作机构，适度通过委外进行权益类资产配置。 |
| 徽银理财 | <ul style="list-style-type: none"> 以“真资管”转型为主线，建立市场化的运作和运营机制，集中力量推进各项能力建设，重点关注战略新兴、科技创新、先进制造、消费升级、国际业务等专业领域，充分发挥区域内产融研合作的优势，精准对接长江经济带和长三角一体化的发展规划，致力于提供跨市场、多元化、高质量的金融服务。 | <ul style="list-style-type: none"> 将以构建具有深入持久合作关系的金融生态为目标，从业务开展需求和长期能力建设两个维度切入。一方面，通过委外业务、投资顾问、产品代销等合作，确保市场规模稳步增长，夯实基本盘。另一方面，将着重在投研体系建设、产品谱系研发、金融科技等方面与外部机构开展相关合作，加强自身能力建设，为政策红利期之后的发展做好准备。 |

表 1

第二是应该建立一个相对完整的数据库，也可以通过数据资讯方，

或是通过第三方的基金研究机构等方式，建立一套比较清晰完整的公募基金数据库。这样的数据库应该包括以下几方面内容：首先是覆盖全市场所有的基金公司、基金经理和所有的基金产品；其次是对所有的基金公司、基金产品和基金经理进行全方位的基于定性和定量的分析、刻画。定量分析的过程中，应该针对所有产品和基金经理使用的数据进行横纵向对比，只有这样才能知道具体想要投资的基金在市场中处于什么样的相对位置。如果投资的是主动型管理产品，最核心的是产品背后的投资能力和投资方法是否足够支撑它在未来带来比较好的投资收益。举个简单例子，不同的基金建仓期不同，建仓时采取的策略也不同，不同基金经理出身的行业是不同的，在拓展或是精细化自己投资能力的方式方法不同，甚至不同的基金公司对每个基金经理的定位可能也不同。这些不同，仅仅通过定量的归因和分析是不够的，需要有一套更好的体系去把定性的标签和定量的分析工作相结合，才能够得到更完整的分析谱系。这样的谱系才能呈现出要去投资的具体基金和基金产品所能带来的风险收益关系。

同时，我们认为仅仅有这样的数据库可能还是不够，除了数据库以外，银行理财子公司的基金投资人员，需要大量参加由第三方或者基金公司组织的交流，交流的频次越多、质量越高越好，尤其是针对可能需要去投资的基金公司和基金经理，最好是能够进行足够高频的调研和沟通，频率至少以双周计或者是以月计。高频沟通的最大好处是可以认真去跟踪基金经理每一次所做的投资决策和它能够带来投

资效果之间的关系，以及所展现出来的投资能力。这一方面帮助识别不那么优秀的基金产品和基金经理，另外一方面也帮助去理解和加深所信任的基金经理。这样去做 FOF 或 MOM 投资，不管是在资产配置、中观资产选择方面，还是在未来要形成底层股票资产的直投方面，都是相辅相成的。

第二个大方向是逐步构建复合型批量化的权益投资能力。近两三年市场上的基金公司和基金产品产生了非常显著的马太效应，相当多的头部基金经理已经不太好投资，对于银行理财子公司这么大的资金规模而言，市场上很多已经识别出的优秀基金经理可能已经没法投资或是想投入的额度有限，更不用说相当多的头部大牌基金经理的投资方法和投资能力和他所取得的规模、名声未必完全成正比。只有进行足够稳定仔细的分析和比较才能发现，识别有能力创造超额收益的基金经理就显得非常重要。不少银行理财子公司希望能够一站式地选择优质的固收+产品团队去其管理产品，但是识别很好的固收+产品本身难度也很大。基金经理资产配置能力所展现的时点在有限的历史里，很难证明在统计意义上有效。尽管之前做出了一个比较正确的资产配置决策，仍然很难有把握下一次的投资决策是稳定而正确的。选择权益型基金经理也是如此。

除了前面提到的数据库以外，还要形成一整套的跟踪回测和识别能力。知道要投资的具体基金资产是不是正在按照我们想要的方向去，基金经理是不是稳定展现了其能力，我们需要有一个跟踪机制去跟踪，

如果没有做到的话就需要进行调整。

想要逐步构建复合型批量化权益投资能力，可以从 FOF 投资的过程中细细体味。一方面，银行理财子公司未来一定要增加懂权益资产的人力资源，通过投资优秀公募基金经理的过程，帮助识别哪些基金、基金经理有这样的能力，未来需要这样的人加入到银行理财子公司里面去；另一方面，通过和主动型基金经理的沟通过程中，全面深入到主动型基金经理所投资的底层资产中去，了解他们对重仓股的态度、投资逻辑，帮助形成自身权益投资能力。这种能力建设的时间窗口，可能也就三、四年的时间，如果在时间窗口内，未能成功建立这样的能力，或者说未能在建立能力的过程中保持比较好的客户体验，可能就会丧失市场机会，因为银行理财子公司的净值化产品之间未来竞争将会非常激烈。

在这种竞争过程中，首先是 FOF 投资能力之间的竞争，其次是在形成自己的权益投资能力方面的竞争，再次是实现广谱系的多元化资产识别能力方面的竞争，最后是建立在所有能力基础上的中观配置能力。如果把这些事情都做好，相信银行理财子公司所面对的投资研究方面的挑战可以得到比较好的解决。

四、问答环节

Q1: 马太效应背景下，您怎么看中小城商行、农商行资管业务的未来？银行理财子公司和外资成立的外资控股子公司未来的展业模式如何？和股东方银行理财子公司、本土公募基金、外资新设公募

基金的竞争合作会是怎样的格局？

A1: 我个人的看法是未来小型农商行更有可能沦为大型银行或者是优秀的城商行理财产品的渠道，当然中小型管理机构会衍生出一些比较独特的特点，但是不管是从人力资源、渠道资源、能力各方面，想要避免被马太效应所挤压非常困难。可能通过一体化全面地和某一家或者多家基金公司合作，可以避免出现这样的问题。比如，某个非常小的农商行可以跟交易所的基金签署战略合作关系，通过把整个投资能力都委托给某一家具体的基金公司，然后把自己的渠道能力赋能到这家基金公司可能比较好。想建立全面的、可以跟大行竞争的理财投资研究能力可能比较难。

第二个问题比较难回答。我认为未来大资管时代，不管叫理财产品，还是叫公募基金产品，对于所有的老百姓来说，它就是个能够带来一定风险和收益回报的金融产品，差异主要体现在渠道能力、产品设计能力和投研能力上。比如交通银行理财子公司发行的固收+产品，和易方达基金发行的固收+产品，在风险收益关系、客户上可能是重叠的，大家最终拼渠道和投研不可避免。与外资合作的展业和外资新设公募基金的竞争合作方面，我觉得到目前为止，外资本土化其实不是那么成功。很多外资在国内的基金公司发展一般，不如国内发展最好的基金公司。不管是外资跟理财子公司合资，还是外资背景的新设公募基金，他们在中国未必有优势。外资真正的优势可能是它的全球配置能力，类似于公募基金的 QDII，对海外资产的研究有一定优势，

除此之外优势并不显著。

Q2: 现在银行成为债券市场主要投资人，今后再成为股票市场主要投资人，再加上传统的贷款，以长期来看，这会不会减少市场效率？

A2: 肯定有这种可能。不过即使没有银行理财子公司，整个权益市场的机构化也在快速发展。市场上参与者越来越以机构为主，这个过程并不以银行理财子公司的参与为转移，一定会降低市场的效率。这是金融市场的规律，发现效率的人越多，发现阿尔法的人越多，阿尔法慢慢就会变成某种类型的 **smart beta**，再慢慢变成指数化的东西。在美国，大部分公共产品其实都是偏指数化的，中国可能还需要一个比较长的过程，我们倾向于认为可能至少要花 10~20 年时间。目前来说，信息不对称还比较多，即使有银行理财子公司加入进来，也不会使得效率快速下降，但长期来看一定会下降。

Q3: 银行理财子公司具有很强的银行文化烙印，包括保守的风格和机制等，是否应该与市场化机制突出的公募基金等进行错位竞争，包括聚焦于固收产品投资能力、指数产品能力以及资产配置能力培育，而非定位为全能型的投资管理人呢？

A3: 不能说有很强的银行文化烙印，就强化这个烙印，不可能因此造成错位竞争。最终对于你的客户而言，他所要的是简单清晰化的、很好的风险收益关系，针对特定的收益风险要小，或者针对特定的风险收益要高，这是投资能力决定的，与是否有银行烙印没关系。

而且，从固收产品的投资能力而言，现在很多基金公司本身的固收+产品投资能力也很高。这种全能型投资能力的形成，需要在人员、团队、机制、知识储备、数据库的建设上全面发展。我认为银行没有办法完全进行错位竞争，要充分利用自己的渠道和资金能力，充分利用公募基金目前高度市场化的机制和丰富的产品，去提升自己的批量化权益投资能力。

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”第三百五十期（2021年3月7日）内容整理而成，特邀嘉宾为猫头鹰基金研究院创始合伙人、投资总监矫健。

矫健先生是上海交通大学硕士、美国特许金融分析师（CFA），具有13年产业经验和14年金融从业经验，私募西湖峰会特约嘉宾。矫健先生曾先后在申万研究所、交银施罗德基金和博道投资从事投资研究工作，曾获“新财富最佳分析师”称号。

【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居姍博士共同整理，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

