



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

深入推进金融供给侧结构性改革 ——国家金融与发展实验室年会(2019)

2019年4月1日·北京

深入推进金融供给侧结构性改革

——国家金融与发展实验室年会（2019）

国家金融与发展实验室

2019年4月1日

深入推进金融供给侧结构性改革

——国家金融与发展实验室年会（2019）

李奇霖：理财、理财子公司与同业合作变局

谢谢各位专家，谢谢各位嘉宾。我这个 PPT 主要是给大家汇报一下我们对从业过程当中一些对产品合作的看法，可能更微观一点、更细致一点。

套利终结与同业监管

我们先看过去传统的模式，**传统的模式很简单，就是在刚兑的名义下不断做息差套利**，比如说一级存款 1.5% 的利率，我就发一个货币的产品或者发一个理财产品，收益率可能是 4.5% 或者 3.5%，不管怎么样比存款高，原来老百姓都会把闲钱放在银行卡里，但是老百姓现在发现余额宝更方便，都放到了余额宝。这些钱到了货基手里，货基可能会投一些同业存单，实际上这个钱还在银行，只是成本变得更高了。银行会拿这笔钱做同业理财，比同业存单更高，又有息差，大家就会做这个事情。同业理财拿这个钱的利率可能 6.5% 甚至 7.5%，这个时候怎么用这笔钱？可能就会去委外，否则做不下去，非银业务会说我能力很强，把钱给我，搞年化百分之十几都可以。委外拿这个钱成本已经到了 6.5% 左右，我拿这些钱会配一些债或者配一些非标，可是问题是债没有这么高的收益率怎么办？有几种办法，第一个拉长期限，配期限很长的资

李奇霖

国家金融与发展实验室特聘研究员

联讯证券首席经济学家

产，所以你会发现 2016 年的时候，连期限 30 年的都有人干。另外是非标，多配一些高风险的产品，做一些口味重的，你会发现这样的模式有好处，好处就是以前不能得到融资的企业都可以获得融资，所以你会发现 2016 年的时候民企在中小融资平台都发得很好，甚至有一些房企公司债收益率跟公司债差不多。

第二个还有一个比较糟糕的地方，金融机构的负债端太不稳定了，成本这么高，搞得这么激进，风险很大的。尤其是很多机构的负债是同业理财，同业理财是有批发性质的，万一这个钱集中一走，比如货币政策收紧了，集中一走就完蛋了，因为本来资产配置都是长久期的，本来都是没有流动性的，负债突然没钱了，这个时候你的金融机构就会产生很大的亏损压力。2016、2017 年当时的主要矛盾可能是金融防风险，不希望这样的模式继续搞下去，所以当时就刹车了，刹车的结果在 2017 年可以看到同业负债突然消失了，但是资产没到期，所以出现两个局面，一个是银行拼命刹资产，第二个是跟中介机构扯皮。你当时不是说年化搞十几吗？现在怎么连本都亏了？所以就出现这两个情况。到了 2018 年又出现了一个比较极端的情况，就是银行的流动性传导不畅了，之前传导非常通畅，存款到存单、到理财，然后再配置一些比较激进的配资行为。

自从资管新规要求同业理财，包括理财产品都得以净值型的模式来做，就没办法做息差套利了，不是按照 6.5% 或者 4.5%、5.5% 的报价，净值型意味着有变动。这个套利就结束了，套利结束以后你会发现这个钱，央行的货币政策不断地在放松，2018 年，但是这个钱永远传不到风险偏好高的机构，因为这块被切断了。都是传统性的金融机构在配资，但是他们的配资都是比较保守的，风险偏好比较低。所以你会发现去年的时候很多这种低评级的债，甚至包括很多民企债的融资就被一刀切了，这就是背景。虽然防范了金融风

险，但是制造了实体经济的金融风险，这就是去年遇到的一个新情况。包括资管新规出来以后，你会发现银行怎么转型？多数都会采用类货币、类现金的产品，这是我们做的大数据统计，关于理财 2018 年到底发的产品配置的投向，我们发现全面保守化，发行的理财产品多数都是高评级的理财产品，原因很简单，因为银行理财的同业能力相比于监管出台的速度是偏慢的，监管文件可能一个月发四五个，但是同业能力不可能一个月或者几个月就能培养出来，问题是你监管要求转净值型，但是同业能力跟不上，留不住客户怎么办？就只能把这个产品做成现金管理类产品，跟货币基金差不多，这样老百姓是可以接受的，所以你会发现所有金融机构，包括理财、理财子公司做转型的时候，第一个考虑的对象就是类货币或者类现金管理产品。搞货币类产品，风险偏好必然是偏低的，你只能买高等级的债、同业存单，结果就是刚才讲到的民企、中小融资平台就被一刀切，这是 2018 年遇到的情况。

资管新规与表外产品转型

从未来的同业合作的角度来看，银行理财的产品，现金管理类产品具有非常强的竞争力，在目前已经有所体现了。我们在很多，蚂蚁上，包括第三方平台上可以看到现在的货币基金的收益率基本上都在 3% 以下，但是银行理财的货币类产品，我们注意到基本上都在 3.5% 到 4.5% 之间，竞争力非常强，这个并不是说银行理财同业能力比货币基金强这么多，以至于拉开了将近 100bp 的差距，我觉得明显的原因是制度上的不对等，因为目前货基类的产品投向管制实在是太多了，包括期限上、评级上、久期上。

一个简单的例子，货基的杠杆目前基本大多数都在 120% 以内，但是理财类的杠杆基本都在 120% 以上。第二个是投资的方向，货基基本都投的存单，但是据我所知类现金管理类产品，理财的管理产品投了不少非标，这是会产生一个比较大的收益差距的很重要的原因，从未来的趋势来看，理财货币类

产品未来的起售点可能会变成一块钱，还有就是未来可能会慢慢取消面签，过去要卖理财必须在银行网点做面签，未来做一个远程签就可以了，意味着未来理财的货币产品可能会对传统的货币基金产生比较大的冲击，如果目前的规则不变的情况下，可能会产生比较大的冲击，我觉得对很多公募基金而言是需要关注的，2012年到2017年公募基金到现在赚钱的主要来源就是货币基金，权益和债券基本不怎么赚钱，这块要及早做转型。

还有**业绩基准型**，现在不是不让我提预期收益率吗？我就提基准，比如给你一个参考的利率，参考定期存款的利率向上浮动一些BP，给你一个大概的业绩基准，产品收益高于这个业绩基准，超额的部分老百姓拿七成，银行拿三成，这是比较普遍的方式，但是这个方式在资管新规里面是不太受欢迎，好像业绩基准也不能提，好歹现在在过渡期，所以这个模式现在大家还在做。因为去银行网点买产品的老百姓都是比较传统型的，风险偏好比较低的人，他们有一个业绩基准都会比较安心一些，所以如果没有业绩基准以后会怎么样还不知道，但是目前来看大多数银行在发行产品的时候都提供一定的业绩比较基准。

第二个是FOF型产品，FOF型产品从目前来看，银行理财发的主要都是把大多数仓位放在货基和债基上面，只有20%到30%之间的仓位扔给了权益，而且权益也是FOF。这个很有意思，银行本身的客户是偏保守，权益不会做太多，意味着后续的同业合作在债券和货基还是有空间，只是空间越来越窄，因为银行对白名单机构的要求越来越高，这主要是因为2016年伤害太深，包括上次银行领导跟我说委外委出去空转一圈，钱越转越瘦，所以他们未来对合作门槛会提高。

对非银未来主要的竞争优势我觉得就是找一些明星产品、优秀的管理人，或者是找一些指数增强型的产品，优秀的Smart-Beta型的产品，因为理财部

门可能很难做到这一点，毕竟银行同业人员相对于非银而言，人才激励机制不如非银机构，所以你会发现在价值链上层的投研还要通过非银机构来实现。

结构化产品，比如说现在假设股票已经涨这么多了，有人想看空它，但是他自己不敢做空，万一爆仓就完蛋了，所以会通过结构化的产品。招行最近发了一个产品，如果说我现在的沪深 300 低于现在价位的 20%，收益率最高可以高达 13.3%，如果说万一沪深 300 没有跌还涨了，最差也可以获得 2.5% 的保底收益，这种产品是不少大行在做的事情。如果后续扩张到更多的中小行做这个事情的话，很多中小行的衍生产品也会有一些委外的诉求。

投顾。投顾需求还是很大，但是需求可能会集中在更多的地级市或者县域的中小行里面，主要原因在于一方面融资需求很差，我们去到县域农商行调研的时候发现一些问题，领导直接吐槽，除了江浙有比较多的融资需求，其他的当地有什么企业？往往就是三类：产能过剩、开发商、融资平台，都是监管不鼓励的，但是就只有这些企业，没法做。他的存贷比运用 50% 都不到，这个时候就需要通过金融市场业务做收益，有些银行就做债券，抓住债券牛市赚到不少钱，但是也有很多没有抓住，所以还是希望通过非银机构做一些投研上的辅助，不过也有挑战，非银机构两个挑战：1，不太赚钱，说实话，这个业务从我们了解的情况来看，赚钱很困难，至少比以前低不少。2，扯皮比较多，你要买，行里可能有其他的考虑，这里面会有利益上的纠纷。所以我觉得未来非银机构要做的事情是细分化，不像过去针对客户的钱做文章，可能做其他的输出，比如帮银行机构做一些净值型产品的估值，还有一些科技上的事情，包括我们了解到不少中小基金已经开始做这方面的转型。再就是信托，最近信托在零售端发得非常好，为什么？我了解到新情况，很多民企拿着银行的信贷买了信托，银行支持很多中小微企业都是支持一些不缺钱的中小微企业，本来做得就不错，这些企业资质比较好，过去银行没有支持

过它，它做得也不错，现在要求支持中小微企业，但是银行也担心坏账的压力，所以支持的还是那些本来就不缺钱的中小微企业，包括我们最近发了一个集合产品，一个做“三农”的大妈就认购了三千多万，其实很多都是来源于银行便宜的资金的支持。所以我个人感觉，包括从最近来看，零售端的非标，包括零售端的信托可能是未来信托比较重要的方向。我个人感觉未来可能还是在政信合作上可以加强，就是跟融资平台的合作。

绝对收益型的转型，刚刚讲到了，因为现在流动性泛滥，流动性泛滥都有一个底线收益的要求，目前来看如果能够做到绝对收益型产品的转型的话实际上是可以匹配这样一个投资需要的。所以我现在发现小集合有一个巨大的优势，小集合有一个很大的优势就是可以放 200%的杠杆，这是很大的优势，所以我觉得这个是可以用得上的。现在权益有很多问题，我觉得最大的问题就是主动管理型的产品收费太高，还跑不过指数，指数型产品收费也很高，所以我觉得有一个很好的方向，就是多发一些低费率的支柱性产品，如果有这种产品我肯定买，低费率的理财产品，首先把 Beta 的收费给做下来，这是很大的空缺。第二个就是真正的 Smart-Beta，量化指数增强型，这是比较大的发展需要。主动管理型的，实际上我个人感觉考核不能像过去那样短期化，而且更不能在牛市的时候天天忽悠老百姓买产品，那个时候最容易上规模，如果以短期赚钱考虑的话很容易干这个事，但是如果从长期考虑，更多的应该做更多的投资者教育工作，从我的个人感觉，未来权益的方向一定是封闭型的、长期绩效考核的方式，收费的东西，你可以收费的地方在超额那一块，那是你可以更多收费的点。**所以未来权益转型一定是 Smart-Beta 和 Alpha，我觉得 Alpha 是要长期考核的。**

这是我关于同业的一些看法，谢谢大家。

声明：所有会议实录均为现场速记整理，未经演讲者审阅。