



# 疫情下特殊资产行业的机遇与挑战

第二届中国特殊资产 50 人论坛在上海举行

国家金融与发展实验室

2020 年 10 月 21 日

### 纪敏：特殊资产行业在未来时期的机遇和挑战

非常感谢李老师的邀请，因为我本人是做宏观研究的，所以对资产数字管理谈不出更多的东西，我还是从宏观的角度谈一谈特殊资产行业在未来时期的机遇和挑战。

首先，全球现代金融环境的一个最显著特征是低利率，这个特点可能会持续比较长的时间。如果这个判断成立，对特殊资产或者困境资产的定价、交易会带来比较重大的影响。

我们现在观察到一个现象，从全球来看，安全资产作为资产的一端，就是所谓的像国债这样的安全资产，如果作为资产的另外一端，就是今天讨论的特殊资产。在需求端，安全资产的定价或者利率越来越低。今年受新冠疫情冲击，美国 10 年期国债收益率跌破 1%，现在还有很多负利率的资产。安全资产的定价在不断走低。这一方面和货币政策有关，另一方面也反映了全球面临着各种各样的不确定性与风险挑战。我们处在百年未有之大变局中，客观来看，在逆全球化过程中，或者全球化正处于模式转型过程中，各种各样的风险事件、黑天鹅事件层出不穷，会增加对安全资产的需求。同时也会带来另外一个问题，资产回报

越来越低。在这个背景下，各种不确定性、各种挑战所带来的特殊资产或困境资产的规模也会不断地增长。从 20 世纪 90 年代初开始，到 1999~2000 年纳斯达克科技股泡沫的破灭，到 2008 年的次贷危机，再到这次新冠疫情冲击，如果以高收益债作为特殊资产定价的代表，我们看到高收益债的收益率总体上是不断地趋于下降，这是一个特点。从信用利差的角度来讲，高收益债和安全资产之间的价差也是在不断扩大。

总之，在全球低利率环境、外部环境发生重大变化、各种风险事件明显增多的背景下，一方面，特殊资产行业的规模在不断增加，市场潜力非常大；另一方面，资产定价如何能够更好地反映投资回报，也给我们带来一定的挑战，所以是机遇和挑战并存。对我们而言，很重要的一个方面是怎样更好地挖掘特殊资产的价值，真正把市场发展成为资产管理的市场，这涉及到我想讲的第二个问题。

**第二，怎样使得市场真正成为一个资产管理的市场。**刚才解局长也讲到了，从成熟市场的情况来看，20 世纪 80 年代以来，特殊资产本身就是资产管理市场的一个重要组成部分。

橡树资本在全球是特殊资产行业资产管理做得比较好的机构。昨天我和他们电话交流，跟我讲了一个很重要的情况。从 20 世纪 90 年代初到现在，全球共经历了四次比较大的金融危机，期间橡树资本的逆周期操作都获得了丰厚的回报。在过去 40 年中大概 10 年是一个周期，在危机之初把资产买进来，发行一个封闭基金，10 年一个周期，周期结束时投资人获得的平均年化回报率高达 23%。

从投资策略上讲大致分为两个阶段。前三年是投资期。在危机之初找资产做投资，期间获得的收益，也用于循环投资。比如，今年3月份疫情爆发，美国释放了大量美元流动性，纷纷抛售资产，最先抛售的是像杠杆贷款之类的高风险资产，它的价格就跌了很低。他们看到这个机遇，大量买进资产。到5月份，在美联储超级宽松的政策下，这些资产的价格迅速反弹，卖掉资产获得了回报，作为封闭式基金来讲此时不会把回报分给投资人，而是用于循环再投资。

后面七年时间是用来管理这些资产，逐步退出投资，再分配给投资人回报。特殊资产的管理实际上是一个周期管理，是典型的价值投资，要挖掘它的价值。特殊资产或困境资产的价值在危机状态下，估值会变得很低，高风险资产都有这个特点，后面会有一个价值回升期，所以，特殊资产管理更多是逆周期管理，同时是一个期限比较长的管理。从这个案例中可以看出，现在整个特殊资产行业的市场潜力非常大。

从上世纪90年代末我们成立四家资产管理公司，到现在逐步形成了一个多元化市场主体的竞争格局，尤其是在数字技术的推动下，整个特殊资产产业链的零售端有了很大的进步，为市场化、透明化、标准化处置提供了条件。但是总体来讲，我国的特殊资产还没有真正实现居民财富管理意义上的资产管理的概念。从产品结构看，在银行理财产品中，R1和R2级的以货币基金、高等级债券为主体的低风险产品占比非常高，超过80%。

在资管新规的规范下，净值化转型的要求显著提升，在这个背景下，低风险的资产更能按照市场的公允价值来进行管理，也是当前阶段的一个正常

现象。但是也应该看到，资产管理的产品结构反映出我们还是处于初期发展阶段。

如果要把特殊资产变成一个真正的居民财富管理、增值的重要门类，还是要市场化、专业化以及培养合格投资人方面下不少功夫。其中，根据橡树资本的介绍，特殊资产的基金大概有六类投资人：一是主权财富基金，例如中投等国有企业将一部分的资产配置在橡树基金里作为分散投资、逆周期投资的一部分；二是长期资金，包括各类保险资金（如企业年金、养老金等）；三是家族办公室，很多大额私人财富通过家族办公室进行投资；四是各类大学捐赠基金；五是私人银行的客户，即所谓高净值人群；六是除了上述机构投资人或高净值人群之外，普通的个人投资者，占比将近 30%。因此，从投资者结构来讲，特殊资产基金是比较多元化的，实际上能够成为居民财富保值、增值管理的重要渠道。

其一，我们要培养资管行业长期投资，尤其是特殊资产行业长期投资、价值投资，不要在观念上忽视特殊资产的价值。我们要鼓励长期资金、高净值合格投资人参与特殊资产投资，甚至通过一些方式，在数字化、标准化转型的供给改善的背景下，面向个人投资者鼓励其投资一些特殊资产。根据国内成功案例，在数字化转型背景下，这一类高风险资产实际上是能够为普通投资人所接受的。例如，过去阿里集团针对低收入人群、小微企业贷款的资产证券化规模很大，这种做法实际上就是在数字技术的推动下，面对个人进行一些特殊资产的标准化的，能够促进交易市场发展。而在培养投资者方面，一方面要培养合格投资人，另一方面要在制度层面逐步消除对特殊资产管理产品及其投向上的一些限制。



其二，现在税收的支持政策主要是面向公募基金，未来能否将税收的支持政策和资产管理行业的结构优化结合起来，更多鼓励股权投资、特殊资产投资，对这一类投资人及管理人给与更多的税收政策支持。包括在国家层面能否设立一些母基金，为特殊资产行业吸引更多社会资金，也是值得探讨的。如果特殊资产管理行业的市场化程度越高，就会吸引更多的社会资金参与，比如一些私募基金，如果能够与资管新规更好地对接，让他们更有动力募集资金来投资特殊资产管理行业，也能够促进完善资管新规、优化资产管理结构。

### 第三，特殊资产管理行业也能够为经济结构转型升级助一臂之力。

近几年，我们正处在新旧动能转化或者经济结构转型升级的变化中，尤其是数字化发展更加速了此趋势，疫情也会加速此变革。我们也在推进过国有企业的混改，完成了许多的债转股、债务重组和资产重组工作，下一步，如何从财务重组的层面、从金融资产管理的层面深化到要素重组的层面，与国企混改、资本市场并购重组实现深度结合，也是值得探讨的方向，是实现价值增值的重要途径。

我简单谈几点看法，不当之处请批评指正。