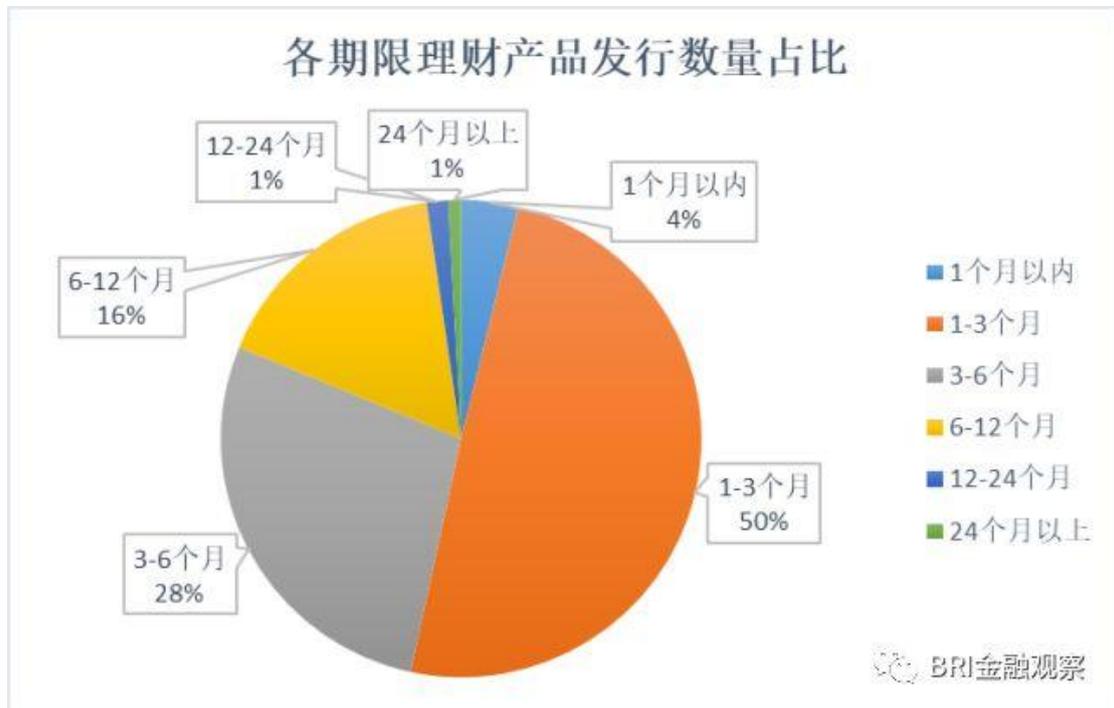


布局养老产品，推动银行理财净值化转型

曾刚；徐佳 时间：2018-05-31 来源：微信公众号“BRI金融观察”

资管新规发布后，银行、信托、证券、基金、期货、保险资产管理机构纳入统一监管框架管理，消除监管套利，打破刚性兑付，规范资金池，产品净值化等基本原则已经明确。银行理财作为大资管行业中的主力军，现行的投资运作模式将发生颠覆性的改变，未来整个资管业态将重塑，面对这场挑战和机遇，净值化后的银行理财应如何转型？

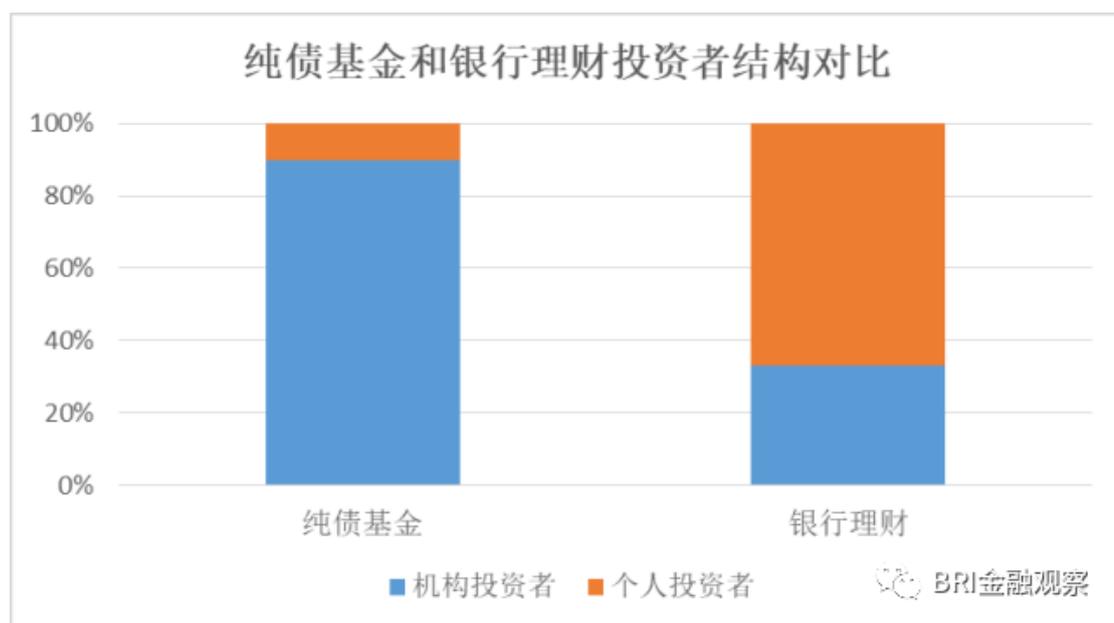
1 净值转型：不可能完成的任务？



数据来源：wind 资讯

为满足这部分主力客户的需求，各家行都在积极研发 1-6 个月期

限可替代老产品的净值化理财产品，但前景并不乐观。公募基金是最接近于资管新规要求的资管产品，但过去十几年的发展状况差强人意。以接近银行理财固定收益特征的公募债券基金为例，截止到 2018 年 1 季度，公募债券型基金存量 1.69 万亿，其中纯债型基金约 1.45 万亿，占比 85%，期限分布有开放式、3M、6M、9M、12M、18M 等期限定开放式。其中，剔除机构投资者为主的基金，零售端客户纯债基金规模仅约 1500 亿上下，与 2017 年末银行理财 19.79 万亿的个人客户存续余额相去甚远。



数据来源：wind 资讯

从 2003 年第一只纯债型公募基金成立以来，经过 15 年的发展，为什么零售端公募债基近年来始终发展不佳？表象上来看，是因为公募债基收益低、波动大，收益风险比低，同时受到收益区间相近的货币基金、理财产品等收益确定，无波动的刚兑产品挤压。但实际上，

这是由债券资产的特性所决定的，具体而言，债券有两大特性：

1、**投资收益来源中，90%来自于票息，10%来自于资本利得。**票息是需要长时间持有以逐日累计的，而资本利得是当即体现在净值中的。

2、**流动性差，变现难度大，交易摩擦成本较高。**总体而言，债券属于需要通过持有来获得稳定收益的资产，而不是交易。若以债券为主要配置资产的净值化产品，产品负债端期限较短，必然将在市场收益率短期内大幅上行时由于票息难以覆盖资本利得，遭遇客户大量赎回，客户也将错过剩余的持有期收益。反之亦然。理财收益不再是“稳稳的幸福”，理财规模也将“顺市而昌，逆市而衰”，公募债基就是最好的例子。

举例来说，2017年9月30日-11月30日，债券市场单边上行，1年期AA信用债估值收益率从4.94%上行到5.56%，上行了约62bp。假设产品投资全部投资于一只久期1年的AA信用债，净价100，票息4.94%，到11月30日，该债券损失资本利得约62bp，而票息仅积累了约82bp，产品收益仅20bp，产品将遭遇大量的赎回，大部分投资者不知道剩余10个月将获得约5.56%的持有期收益。市场反向时同理。

基于以上，我们认为，**如果将公募基金作为理财产品净值化转型的方向，即使能比已经发展十几年的公募基金行业做得更好，潜在市**

场容量也远不能承接银行业现有的理财规模。平稳转型似乎是一个“不可能完成的任务”。

2 银行理财运作模式：从“负债决定资产”到“资产决定负债”

同样投资于债券，为什么过去银行理财可以“短负债，长资产”，实现远超公募基金的规模扩张？主要在于以下两点：

1、**持有至到期并采用摊余成本法估值。**债券大部分都以持有到期为主，只要不交易，债券以成本计价，不考虑债券价格波动，因此产品中仅体现票息，不体现资本利得。

2、**期限错配，资金池运作。**由于资产价格无波动，因此只要票息足以覆盖负债端成本，就可以通过连续滚动发行短期限产品，来实现“以短养长”，资产在产品间按成本价格交易，并未发生真实的交易。

由此可见，债券的特性被人为的掩盖了，在银行理财刚性兑付的情况下，债券的市场风险、久期风险、流动性风险和信用风险等实际上都由银行来承担。就这点来看，过去银行理财的运作模式为“负债决定资产”，只要负债端收益低于资产端，就有动力不断的做大规模，从而赚取超额利差。

资管新规中，“打破刚性兑付，规范资金池，产品净值化管理”都是对过去经营模式的“精准调控”，资产管理业务回本溯源，资产

本身的特性显现。以往的运作模式不再适用，银行理财产品需要从预期收益型转为净值型，收入模式从赚利差到赚管理费，产品的规模将完全取决于产品的业绩。未来银行理财需打破固有模式，从“负债决定资产”转变为“资产决定负债”，遵循资产本身的特性，发行与之相匹配的产品，才能实现规模的稳步增长。

3 净值化转型的可能方向：布局养老型产品

资管新规后，债券特性决定了短期限的净值化产品是难以稳定的维持大规模的，推出与现在客户需求对接的短期限产品只是应对在老产品规模压缩的背景下，保住现有规模的缓兵之计，长远来看，立足于大力发展固定收益类产品，扩大资管规模，着力于布局养老型等长期产品才是决胜的关键。

从投资端来看

其一，发展养老型理财产品符合债券等固定收益类资产的特性。投资端可通过长期持有获得稳定收益。其二，发展养老型产品可以发挥银行优势，实现大类资产配置，真正回归财富管理本源。其三，大力发展养老型产品有助于经济的长足发展。短期限的产品在资产配置中，为降低久期风险，会倾向于投资短久期的资产，这将迫使企业融资短期化，不利于企业发展。而养老型产品由于负债端稳定，为降低再投资风险，在投资时会倾向于配置优质企业的长久期债权，有利于企业稳定发展，真正做到理财资金支持实体经济。

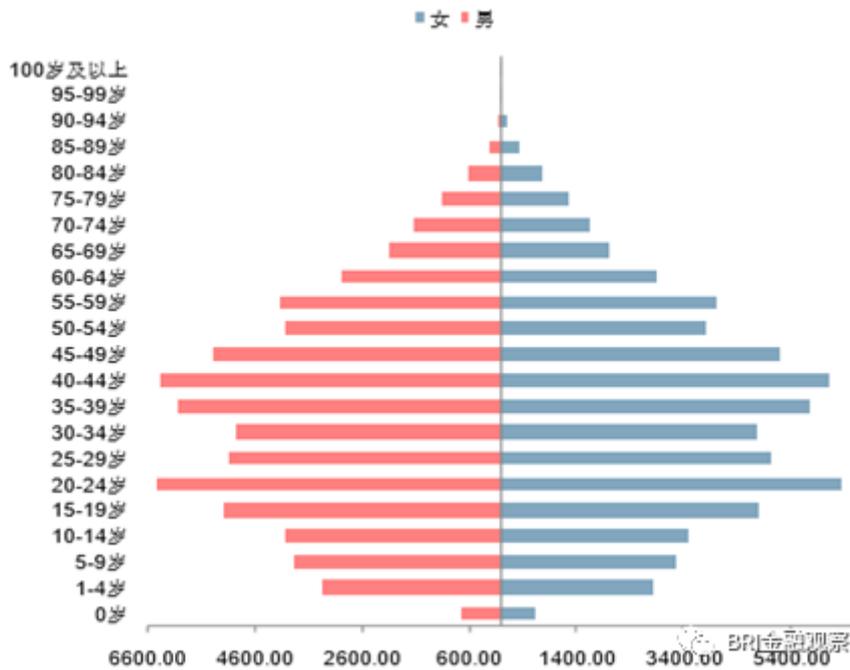
从需求端来看

其一，与发达国家相比，我国的养老金有很大的需求空间。据相关报告统计，2017 年我国养老金总额 8.5 万亿，占 GDP 比重 10%，其中个人商业养老保险约 2.6 万亿。同期美国养老金约 30 万亿美元，占 GDP 比重 150%，其中个人养老金约 9 万亿。无论是绝对金额还是 GDP 占比，作为人口大国，我国的养老金都远低于美国。

其二，根据美日韩经验，在居民资产配置中，我国养老金占比较低，有较大提升空间。据相关报告统计，利率市场化进程发展后期，美国居民资产配置中保险养老金资产占比从 27% 增加到 31%，日本从 19% 增加到 25%，韩国从 18% 增加到 20%，而我国目前保险等养老型产品占比仅 15%，仍有巨大的提升空间。

其三，随着人口老龄化矛盾凸显，我国有较大的养老产品需求。目前我国分布呈纺锤形，25-44 岁人口的规模占全国人口比重 33% 左右，从生命周期角度看，这一部分人在未来有较大的养老产品需求。

图：我国人口年龄分布结构



数据来源：wind

发展养老型产品，既是符合资产运行规律，同时也有巨大的市场需求。银行需要摒弃“以短养长”的惯有思维，着力开发引导客户需求。未来的银行理财产品将从粗放单一的产品类型转向个性化的精品理财，注重产品设计。从保险产品看，目前某保险公司大卖的明星产品“隼 X”系列就是典型的成功案例，在产品设计中带入情景设计，通过“投资+分红”实现“孩子的助学金→自己的养老金→孩子的养老金→留给第三代的礼物”的情景推演吸粉无数。此外，据公开报道，公募基金已上报 20 多只养老目标基金，开始积极布局养老型产品。从这些来看，银行理财应加快步伐布局养老型产品，在后新规时代的净值化转型中寻找新的发展机遇。