

8 股市基金 Stock-funds

多重监管发力 券商资管谋出路

■ 任晓 林婷婷

在日渐趋严的监管下，证券公司资产管理业务规模二季度出现回落。央行明年一季度将对同业存单实施新规，也会给券商部分资管业务带来负面影响。业内人士预计，三季度券商资管业务规模将继续下降，券商资管业绩或经历短期阵痛，回归主动管理是唯一出路。

通道业务受影响最大

中国证券投资基金业协会数据显示，截至6月30日，证券公司资产管理业务规模18.1万亿元。一季度末，这一规模达18.77万亿元，较去年底增长6.77%，创历史新高。券商资管单项数据显示，除直投子公司的直投基金之外，集合计划、定向资管计划、专项资管计划的资产规模二季度均有不同程度的回落。其中，以通道业务为主的定向资管计划的资产规模下滑最剧烈，环比减少6194亿元。

从月均规模排名看，6月末，中信证券、华泰证券资管公司、国泰君安资管公司依旧占据前三位。一季度末位列第四位的海通证券资管公司目前跌落至行业第六位，月均规模从8520亿元缩减至6527亿元，降幅超过20%。申万宏源以8036亿元的月均资管规模上升两个名次，升至第四位。中信建投虽规模小幅回落，但仍以7753亿元位列第五位。

“引发券商资管规模波动的主要原因是通道业务的规模变化。”业内人士表示，以海通证券资管公司为例，一季度末其通道业务占比近90%。到二季度末，其月均资产管理规模环比减少近2000亿元，同期的主动管理规模仅下降近60亿元。

“从某种意义上讲，部分资管业务实质



发挥着‘影子银行’的作用，产生的问题不仅仅局限于金融系统，已影响了货币政策调控和监管政策意图的实现。如果监管不到位，可能造成风险积聚。”川财证券研究所所长陈雳对记者表示，从这个角度看，去通道化是大势所趋，短时间内不会出现逆转。

“各项监管政策出台后，公司资管产品受到不同程度的影响。”一家券商资管业务人士表示，下一步，大集合产品不会继续增长。大部分券商在申请公募牌照，希望用公募牌照弥补这部分缺失。之前小集合产品受到热捧，但今年以来杠杆较低，融资人不愿通过这一渠道融资，加上二级市场比较低迷，产品销售比较困难。

该人士表示，券商资管固收产品也受到一定影响。一方面，市场利率变化较快，给产品造成冲击；另一方面，监管部门严控监管套利，固收类产品萎缩。目前多数券商致力于发展零售业务，但客户维护和销售成本较高，改

善业绩的效果不佳。

同业业务监管平稳推进

央行日前宣布，从明年一季度起，部分同业存单纳入MPA考核。对此，陈雳认为，我国的金融体系决定了银行的核心地位，银行同业存单膨胀是券商资管业务快速扩张的一个源头。此次央行将同业存单纳入MPA考核，对于遏制券商资管监管套利而言无疑是釜底抽薪，从源头上约束了资管业务的不良发展倾向，既是金融去杠杆的重要一步，也为重塑资本市场创造了有利条件。

陈雳表示，即便在监管重压之下，二季度同业存单发行量仍在上升，6月同业存单新发行量再破2万亿元，7月新发1.3万亿元，部分银行对同业存单依赖性仍较大。当然，央行仅将资产规模5000亿元以上的银行发行的一年以内同业存单纳入MPA考核，而国有

量化交易员：知识密集型的“跨界”金领

■ 陈云富

对于普通投资者，您可能会知道巴菲特，并对其价值投资的理念推崇备至，但在金融投资史上，数学家西蒙斯及其创立的“另类”投资公司文艺复兴科技是一个更传奇的存在。

华泰联合证券的研究显示，文艺复兴科技旗下的大奖章基金在1989年到2007年的20年间，平均年收益率高达35%，如果算上每年的收益提成，长期的年化收益更高，在获得长期稳定的收益上，业绩远超标准普尔500指数的回报率，也超过巴菲特“异乎常人”的选股能力。

大奖章基金之所以能获得稳定的高回报，秘诀正是量化交易。西蒙斯早年在数学界成名后转战投资领域，并将其天才数学思想引入金融投资，利用市场的历史统计数据、模型来代替人脑判断，以求减少在金融投资过程中的人为主观干扰。

随着我国资本市场的发展以及期货、期

权等衍生投资工具不断完善，量化交易的理念近年也逐渐被引入国内并随着市场的发展而不断兴起，自动交易、智能交易背后的金融工程师——量化交易员越来越多进入公众视线。

“总体上在2012年及以前大多还处于起步的阶段，2013到2014年一季度经历一轮快速发展，2015到2016年是快速发展后的比较困难时期，进入2017年后则正经历一个重新出发的过程。”拥有多年量化交易经验的艾方资产交易总监杜浩然表示。

在杜浩然看来，与基本面的价值投资、技术分析一样，量化交易也是金融市场投资的一种方法论。到目前，量化交易的发展早已不限于拼速度、拼技术装备，量化交易员的核心作用更多是要利用自身的专业技术知识，构建能获得稳定超额收益的交易策略模型。

一名量化交易员的日常，大多是在市场开盘前半小时即到岗，为当天的市场交易做预案，协调交易任务及对各类交易策略进行

相关参数的预设，市场开盘后关注盘面市场的变化，直到下午3点收盘后，量化交易员还需要对交易结果进行确认，如果盘中交易出现一些意外，可能还不得不对量化策略和参数进行分析、调整，并准备第二天的市场交易。

“实际上，在开市后的交易时段，对量化交易员而言是最轻松的一段时间。”杜浩然表示，在市场收盘后和开盘前是最为紧张、忙碌的时段，交易员需要结合自身实践经验和策略运行的结果进行总结提高。

杜浩然表示，与市场的普遍认知不同，量化交易事实上并不追求对市场本身的价格产生影响，尤其是不会假设市场应该如何运行，而是在大量的历史数据中，利用先进的统计技术提炼出一种交易策略，并相信这一结果在未来的市场运行中会重现，量化交易仅是赚取市场在重现这一“大概率事件”过程中的收益。

在业界人士看来，量化交易员赚取高额

的收益，其背后也是知识、技能和经验的“比拼”。优秀的量化交易员除了具备金融专业知识、模型、策略的构建也要求其具备良好的数学和统计知识、计算机编程的能力，以及丰富的实践经验，并将交易和学习中发现的投资“点子”程序化，开发出有价值的投资策略模型。

杜浩然说，量化投资事实上是时下热门的大数据和人工智能在金融投资领域的综合应用。随着市场发展和技术进步，未来的量化交易也会不断得到扩展，其大数据的开发运用将不限于金融市场的

加强主动管理能力

业内人士表示，下半年监管去通道化的决心不会出现任何松动，资管业务规模仍将继续下降。信托在引导金融资源流向实体经济方面较券商资管和基金专户拥有先天优势，更符合当前监管指向，预计资管“搬家”的现象也将持续。

陈雳表示，对于券商资管而言，在去通道大趋势下最明智的应对举措就是重管理。回顾历史，2012年券商受托管理客户资产为1.89万亿元，至2016年膨胀至17.82万亿元，年复合增速高达75%。券商资管规模迅速扩张很大程度上来自于券商在通道业务上的优势，但过分依赖通道业务的发展模式直接决定了券商资管的主动管理能力被大大削弱。实际上，券商作为最早参与中国金融市场的几类角色之一，主动管理经验

丰富，主动管理也是券商资管业务的真正核心。“对于整个券商资管业务而言，这一轮监管加强既是挑战，更是机遇，更应该以此为契机，找准客户定位，重拾主动管理，重新建立自己的核心竞争优势。”陈雳说。

海通证券总经理瞿秋平认为，券商资管业务要强调回归主动管理：一是培育资管拥抱投行这样一个大的资管新模式，二是去通道，三是大投入，四是服务市场需求。

“对量化交易员而言，需要行业立足，保持不断学习的钻研精神和毅力。”杜浩然说，一方面，交易员必须不断跟踪海外市场的最新文献资料，了解掌握境外市场最新的市场尝试和看法；另一方面，也要专注参与的市场，结合本土市场的特点，不断修正调整，探索开发能获得稳定回报的交易策略，这样才有可能持续战胜市场。

杜浩然说，量化投资事实上是时下热门的大数据和人工智能在金融投资领域的综合应用。随着市场发展和技术进步，未来的量化交易也会不断得到扩展，其大数据的开发运用将不限于金融市场的

数据，包括产业数据及舆情信息等等大数据都可能会开发、产生出一批量化交易的策略。“对量化交易员而言，需要行业立足，保持不断学习的钻研精神和毅力。”杜浩然说，一方面，交易员必须不断跟踪海外市场的最新文献资料，了解掌握境外市场最新的市场尝试和看法；另一方面，也要专注参与的市场，结合本土市场的特点，不断修正调整，探索开发能获得稳定回报的交易策略，这样才有可能持续战胜市场。

同存等级利差将走阔

市场人士认为，倘若货基新规出台，对信用评级较低的商业银行的同业存单需求将有所减少，AA及以下中小银行存单发行利率面临走高风险，不同等级主体发行的同业存单间的利差也可能走阔。不过，总体而言，这一新规对货币基金收益率的影响有限。

“AA及以下中小银行存单发行利率面临走高风险。”国泰君安证券固定收益首席分析师覃汉指出，广义基金是同业存单第一大持有机构，占比达到44.3%，而货币基金对同业存单持仓超过6000亿元，其中AA+以下同业存单持仓量在250亿元左右，一旦最严货币基金新规落地，中小银行同业存单发行需求锐减，成交活跃度和流动性下降，受需求减少和流动性溢价走高冲击，中小银行同业存单发行利率面临进一步上行风险，同业存单的评级利差实质性走阔。

至于对货币基金收益率的影响，徐寒飞认为，其他条件不变的情况下，货币基金总体利率可能下降不到1bp。“高等级和中低等级的同业存单利差在20bp左右，假定AA+以下同业存单都被替换成AAA的同业存单，对整体货币基金的影响不到1bp。如果被替换成AA的短融，由于利率水平相接近，对货币基金利率的影响几乎等于零。”

综合机构观点来看，尽管货基新规或导致部分同业存单被减持、低等级同业存单发行利率走高、同业存单等级间利差走阔，不过从测算规模上看，对资产配置和货币基金收益率影响有限，且考虑到过渡期可能有半年左右，对整体流动性以及同业存单市场的冲击应该不大。

余额宝再次下调最高额度，金融公司为何将钱“拒之门外”？

■ 张璇 杨稳玺

作为余额宝基金管理人的天弘基金于8月11日发布公告称，自8月14日零点起，个人持有余额宝的最高额度调整为10万元。这是继5月27日余额宝下调至25万元后的二度下调。消息一出引发网络热议，这一调整对消费者有何影响？金融公司为何将钱“拒之门外”？

余额宝下调最高额度至10万元 回应存量不受影响

天弘基金与蚂蚁金服旗下支付宝合作，2013年推出余额宝，天弘基金是余额宝基金管理人。

11日，天弘基金发布《关于调整天弘余额宝货币市场基金个人交易账户持有额度的公告》称，自2017年8月14日起，将余额宝个人交易账户持有额度上限调整为10万份（记者注：货币基金1份即1元），已有存量不受影响。

天弘基金管理有限公司方面表示，这一调整主要是“今年以来天弘余额宝货币市场基金规模增长较快”，“为了保持余额宝稳健运行，维护投资者的根本利益并更好地服务大众投资者”。

对于余额宝下调最高额度会对用户造成什么影响？据介绍，余额宝下调最高额度，用户转出、消费以及收益结算等均不受任何影响。14日之后，如果用户在余额宝里的钱低于10万元，可以继续转入资金；如果达到或超过10万，则无法转入更多资金。

蚂蚁金服相关负责人告诉记者，余额宝一直定位为小额现金管理工具，人均持有金额只有几千元，预计这一调整对余额宝绝大部分用户没有影响。同时，此前在余额宝内放置的资金超过10万的用户，这次调整之后也无需取出，可以继续享受收益。

金融公司为何将钱“拒之门外”？

有业内人士分析认为，余额宝二度下调持有上限或与蚂蚁金服的开放策略有关，也可能受压于货币基金新规的监管要求。

今年3月，蚂蚁金服宣布向基金行业开放自运营平台“财富号”。正式上线以来，已有天弘、博时、国泰、建信、南方、兴全、民生加银共7家基金公司进驻“财富号”。蚂蚁金服财富事业群总裁樊治铭表示，用户在蚂蚁财富上购买货币基金，除了天弘基金的余额宝，会有更多选择。

蚂蚁金服提供的数据显示，至2017年6月底，余额宝规模增长至1.43万亿，成为全球规模最大的货币基金。另据余额宝2016年年报，该基金持有人达到3.25亿户，其中个人投资者占99.72%，机构投资者0.28%。

一位基金公司相关负责人说，天弘基金近期两次限制持有规模或也与即将推出的货币基金流动性新规有关。虽然目前尚未正式推出，但根据3月份公布的征求意见稿，对流动性风险把控及风险准备金的要求非常高，天弘基金显然已超过200倍要求，因此会选择收缩规模。

余额宝“限额”后多余资金如何理财？一位不愿透露姓名的基金经理表示，在理财市场，余额宝最大优势在于收益稳健及支取灵活，余额宝及类似产品是投资的一道分水岭。他说：“收益、风险及灵活性是理财产品的三个主要指标，从投资盈利来讲，余额宝及类似产品肯定不是收益最高的，但迈过这道门槛后就意味着要承担风险或丧失灵活性。我建议个人理财还是结合自身实际，理性投资，不要把鸡蛋放到一个篮子里。”

至于未来是否继续调整最高额度，余额宝方面并未明确表示。

专家称“自我约束”有利稳健发展

据了解，今年以来，因为市场资金面偏紧，货币基金收益率整体维持在较高水准，余额宝收益率从5月开始连续3个月在4%以上，这让其规模保持了较快的增长。不过，余额宝的收益率在近两周也出现了下滑，重新回到了4%以下。

对此，有业内人士指出，余额宝本质是货币基金，从概率上说，出现风险的可能性极低，我国的货币基金发展史上还未出现过7日年化收益率为负数的情况。

中央财经大学金融学院教授郭田勇表示，余额宝成为全球最大规模的货币基金后，对于余额宝来说，已经没必要太过追求规模快速增长了，保障整个基金的健康稳健发展才是最重要的。此次调低个人最高持有额度后，预计余额宝的增速会适当放缓，这有利于他们保持小额分散的定位，达到更稳健运行的效果，也有利于天弘基金的投资管理。

中金所研究院首席经济学家赵庆明认为，在基金行业，基金公司主动调整申购额度是例行做法。余额宝此次主动放缓增速，进行自我约束，小步慢跑，主要是为了“稳上加稳”，体现其稳健谨慎的管理方式，这对于余额宝的长期稳健是有益处的。

■ 王姣

据媒体报道称，货币基金新规拟对投资同业存单设禁投限制、比例限制和集中度限制。尽管消息还未得到官方确认，但机构测算指出，若新规正式出台，货币基金需要“减持”的同业存单预计在1200亿元左右，货币基金总体收益率则可能下降不到1bp。市场人士认为，尽管新规将导致同业存单需求有所减少，同业存单等级间利差走阔，但总体而言，新规对资产配置和货币基金收益率的影响或有限，对整体流动性及同业存单市场的冲击应该不大。

对市场形成冲击有限

据媒体报道内容，货币基金新规拟对投资同业存单存在禁投限制、比例限制和集中度限制，由此对货币基金的资产配置将产生一定的影响。一方面，若禁止货基投资主体评级低于AA+以下的商业银行发行的存单，且AAA级以下商业银行发行的同业存单的投资比例最高不得超过10%，主体评级低于AA+级以下的同业存单或遭遇减持。

据招商证券固定收益首席分析师徐寒飞的测算，货币基金需要“减持”的同业存单规模预计在1200亿元左右。具体来看，持有同业存单的货币基金总规模约4.7万亿元，持有同业存单约1万亿元，占比在21%。一方面，AA+以下的同业存单为1万亿左右，假定货币基金按照平均水平持有比例（AA+以下同业存单占比为12%），投资的AA+以下同业存单预计在1200亿左右，考虑到货币基金的风险偏好不大，因此预计真实的持有量预计不会超过1200亿元。另一方面，从总量上来看，剔除1200亿元的AA+以下同业存单之



后，剩下的同业存单占比(包括不受比例限制的AAA和受比例限制的AA+)在20%附近，由于AAA存单比AA+存单高出很多，预计AA+存单占比不到5%，因此不会受到比例限制。

天风证券固定收益首席分析师孙彬彬则认为，评级限制影响到的持仓规模应该不高。孙彬彬测算指出，同业存单持仓比例超过50%的货币基金规模近3350亿元，其中持有存单市值略少于2000亿元，假设其中持有的AA+存单占比为三分之一，对应AA+存单比例为650亿元，而新规允许持有为335亿元，超额的量级也仅为约300亿元。再考虑半年过渡期内的自然到期，应该也不足以对市场

形成冲击。

另一方面，若规定同一基金管理人管理的全部货币基金投资同一商业银行的银行存款及其发行的同业存单与债券，不得超过该行净资产的10%。由于银行

的同业存单净资产普遍高于10%，因此集中度约束对货币基金持有同业存单有一定影响。不过，分析人士认为，考虑到货基持有同业存单存量占总体同业存单发行总量不到10%，因此预计集中度影响可能仅集中在少数中小银行，对总体影响不大。此外，考虑到银行的整体量级较大，只要过渡期相对充分，对一般规模的货基金公司也不构成太大的制约。