



抓住“刚兑”背后的理财大市场



【财新网】（专栏作家 聂无逸）资管新规颁布以来，打破刚兑、净值化管理成为新方向。传统资管模式面临巨大挑战，部分机构主动顺应政策变化，积极实施业务转型。爆款产品、创新业务不断涌现。资产管理与财富管理正在成为少数头部机构的高利润业务。

全面实现上述业务转型，关键在于选择适配的产品开发策略，快速填补“刚兑”取消后留出来的市场空间，积极满足居民财富保值增值的巨大“刚需”，推动储蓄资金快速转向其他投资方向和创新产品。这不仅有利于资管业务的健康发展，更惠及整个金融行业的持续稳定。

上世纪 80 年代末、90 年代初，经济界的官员学者纷纷视千亿级的居民储蓄为“笼中虎”，生怕稍有不慎引发通胀。谈虎色变的情形历历在目。30 年来宏观环境发生巨变，我们已是世界最大的产品市场，并且拥有世界第二大的股票和债券市场。居民储蓄存款规模也有近 200 倍的增长。随着经济系统复杂程度的提高和货币容量的不断扩大，抑制通胀不再是迫在眉睫的储蓄压力。当前最为紧迫的任务是提升储蓄向投资的转化效率。

总的来说，正确认识和处理好近年来“刚兑”现象和其背后日益增长的居民理财“刚需”，无论是对于促进金融机构转型发展、建立居民财富管理体系，还是提高金融市场运行质量、消除系统性风险隐患，都具有极其重要的意义。

一、“刚兑”背后：居民财富保值增值“刚需”

刚性兑付是指金融机构承担资管产品的全部责任。假如产品到期无法按约兑付，金融机构自行“兜底”，垫付本金或者本息。简单来说，就是“保本和保收益”。刚性兑付违反了代客理财的本义，放大了资管机构的管理责任，积聚庞大的系统性风险，因此资管新规予以坚决取缔。刚性兑付的直接后果就是扭曲资金价格供求关系，妨碍金融市场的正常运行秩序。因此，站在金融市场健康发展角度，也要坚决反对资管行业的刚性兑付。但是，刚性兑付充分迎合了广大民众投资避险心理，需要深入分析与理性面对。

从监管者的角度看，刚兑形成的直接原因是全社会的投资风险意识不到位，尚未走出转轨期间的混沌心态。广大民众对新型业务和金融机构容易产生错觉，对政府机构存在过度依赖。资管机构更是在监管者和投资者之间来回兜圈子，通过监管套利试图获取更大风险经营空间。一旦出现信用风险，同样寄希望于政府出面兜底。

从投资者的角度看，目前 CPI 指数固然不高，但是资产价格和生活成本不断上升，城市安居、教育、医疗、养老压力重重，相对来说银行利率明显偏低，储蓄收益难以覆盖未来支出。不仅如此，即使接受无风险或低风险利率，投资者仍然可能要承受损失。1998 年，俄罗斯的国家主权债务出现违约，直接引发长期资本管理公司倒闭。1980-2012 年，美国共计发生近 270 家市政破产案。国内大型金融机构倒闭的也不是没有，远的如广国投、海发行、南方证券、华夏证券，近的如包商银行、锦州银行陆续

被接管重组。如果再考虑通胀、安居等机会成本，以及海外的负利率政策，所谓的保底保收益也只是一厢情愿。因此，对于广大投资者来说，打破刚兑意味着要么选择趋零风险的弱收益资产，譬如购买国债和定期存款；要么选择与适度风险共存，精心挑选风险匹配度高的资管产品和投资组合。从某种意义上来说，前几年“刚兑”现象的出现，恰恰意味着广大民众理财观念的全面觉醒和心有不甘。但对新规后的资管展业来说，这无疑是巨大的商机。

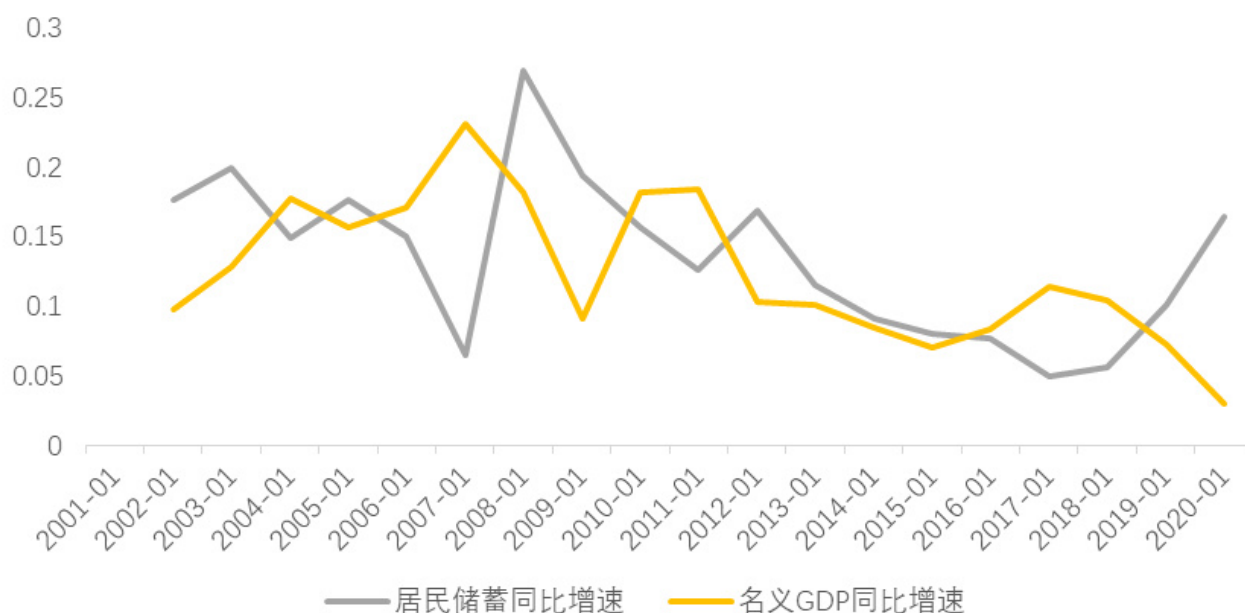
从同业者的角度看，刚兑产生的根本原因是长期以来投融资业务发展严重滞后，完全不适应广大居民日益增长的资产保值增值需求。高质量的投资服务供给不足，既没有足够丰富的风险适配产品，也缺乏个性化服务到位的投资顾问体系，资产管理和财富管理的发展远远跟不上居民理财的实际需要。

二、刚兑破除以后：居民储蓄增速不降反升

目前中国已经迈入中高等收入国家，老龄化社会提前到来，经济发展正在从投资主导型向消费主导型转变。长期来看，国内储蓄率下降是必然趋势。再加上个人投资渠道不断多元化，近年来居民储蓄增长速度同比持续下降。对比中美两国相关数据也可以得出类似结论。美国社会已进入后工业化消费时代，国民储蓄率在 20%左右，中国则是 45%左右。目前两国的国民储蓄率差距大约在 25 个百分点，见图 3。国内居民储蓄增速下降趋势符合国际经验对比。

值得注意的是，2018 年资管新规颁布后，国内居民储蓄增速并没有延续下降趋势，而是掉头上升。但是国内宏观经济并不支持这一变化，同期名义 GDP 增长率继续呈下降趋势。这与注册制试点以后股票市场持续牛市、基金销售空前火爆的金融形势同样也构成鲜明反差。相比较而言，最大的变化是居民投资理财环境。特别是资管新规以后，居民储蓄的投资渠道在规范中明显收缩。

图 1：近年来居民储蓄与名义 GDP 的同比增速

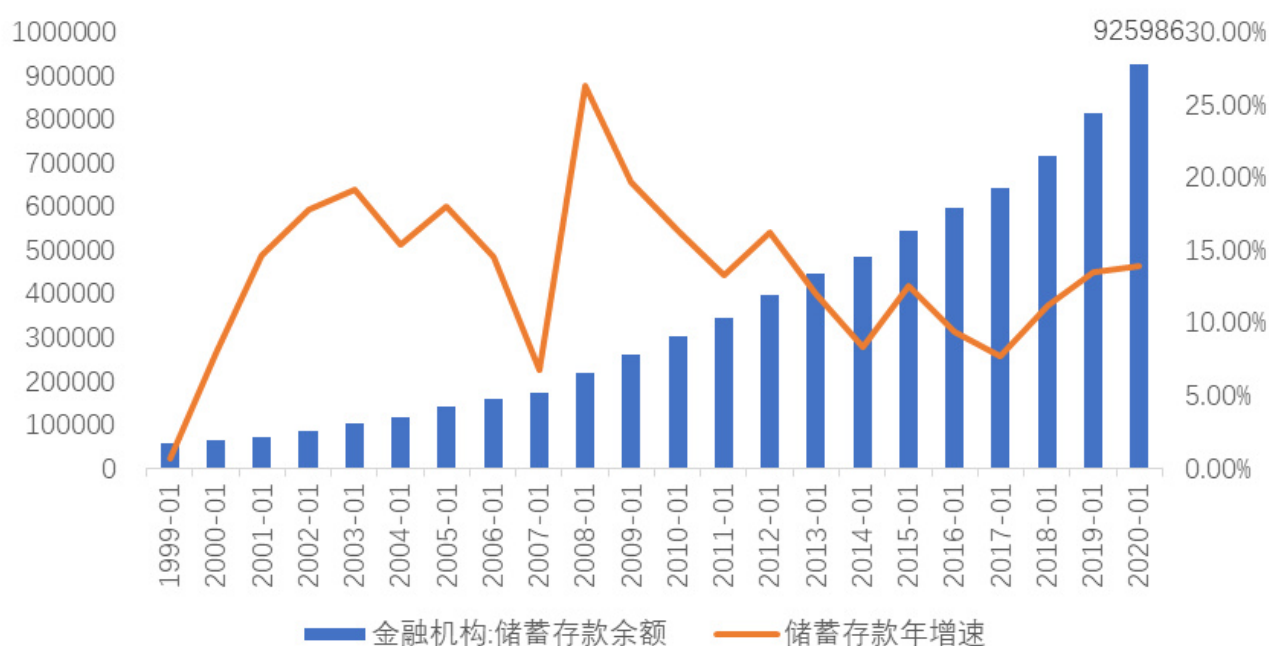


资料来源：wind

根据招行与贝恩联合发布的 2021 年度财富管理报告，可投资资产在 1000 万元人民币以上的中国高净值客户数量接近 300 万人，相应的资产总规模将近 90 万亿元人民币。44% 的受访者表示在资产配置时，最大的难点是资本市场波动大。鉴于近两年稳定的慢牛行情，这也就是说，即使参与股票与债券的投资，大约一半的高客群体也不愿意承担太高的波动风险。

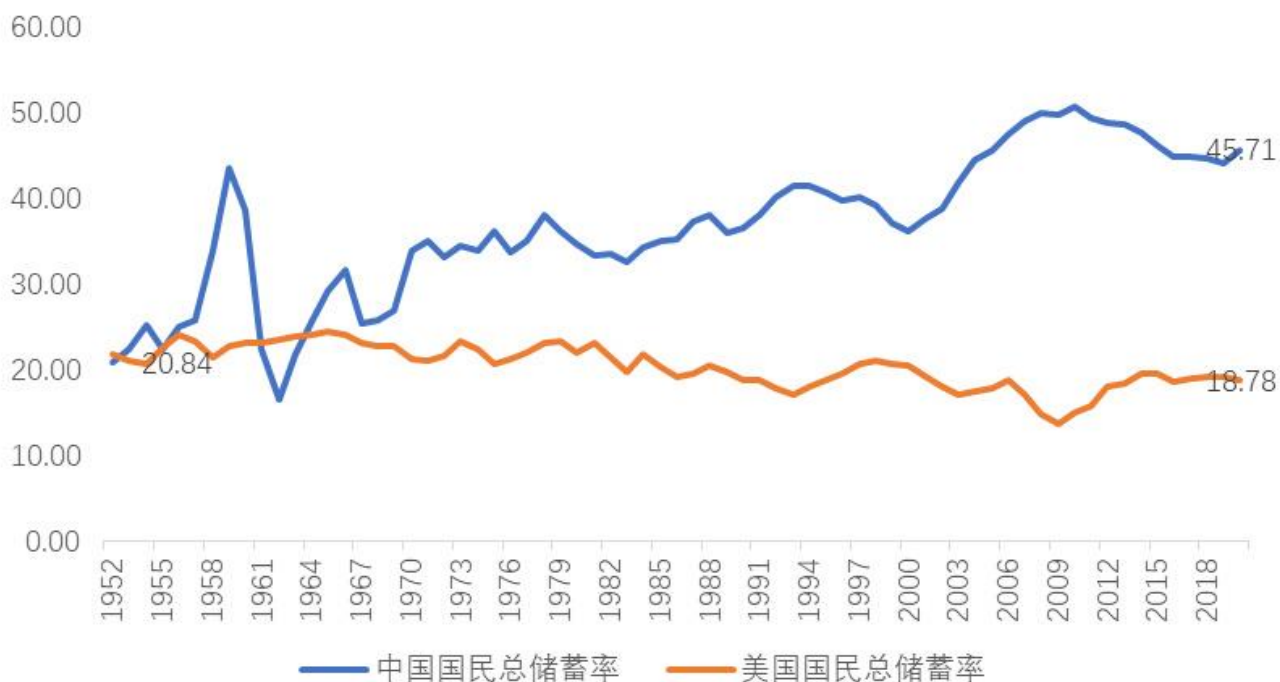
按照招行报告 44%的比例估算，那么中低风险产品配置供给至少需要 30 万亿元，而这还仅仅是对金字塔尖上客户群体的估算。

图 2:1999 年以来居民储蓄存款变动情况 (亿元)



资料来源: wind

图 3:1952 年以来中美国民储蓄率 (%)



资料来源: wind

中国经济已经告别高速增长，目前已经迈入存量财富管理时代。财富的安全与传承成为其不断上升的诉求，资产保值需求正在超越对快速增值的渴望。而多元化、稳健型投资将成为其主流配置选择。破除刚兑影响之大，也在反复提醒我们，不仅绝大多数中国老百姓是高风险的厌恶者，而且相当部分的高净值投资者的风险偏好都较保守。

无论是从投资者群体规模还是从可投资资产数量来观察，未来绝大多数投资需求都是中低风险投资。作为金融机构来说，应该努力提供多层次的风险适配组合，中低风险产品必然占据绝对主流。

无论是投资产品端还是投资客户端，目前机构服务都处于起步阶段，进步空间都相当巨大。居民储蓄增长率重回上升趋势说明，大部分民众的理财需求并没有得到充分释放，发展资产管理和财富管理已经刻不容缓。

三、 稳定预期收益：投资的核心诉求

现代投资理论从上世纪五六十年代发展至今，其出发点大抵指向稳定投资预期。破除刚兑以后，如何继续给予客户稳定预期回报，也成为各家投资机构发展业务、扩大规模的核心驱动。

先来看 2011 年以来各类资产价格变化，见图 4。从指数波动看，科技创新类股票和核心资产股票的价格变动最大，其次是债券和商品，波动最小的是黄金。沪深 300 指数尽管代表了 A 股核心资产，波动率仍然明显超过债券、商品和黄金。从指数涨幅看，沪深 300、创业板、债券、商品和黄金的指数涨幅分别为 54%、216%、63%、19%和 3.7%。创业板的涨幅最大，其次是债券，向下依次是沪深 300、商品和黄金。以上数据大致符合各类资产特性，也从侧面说明国内市场基本是有效的。

10 年各类资产波动和收益变化，给稳定预期投资如下启示：

启示 1：坚持长期持有，可以熨平波动。但这需要克制对市场的冲动，应该与市场保持相对的距离。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34556

