



窦玉明：“固收+”产品，风险与收益的选择题



意见领袖 | 中国财富管理 50 人论坛

中欧基金董事长窦玉明在中国财富管理 50 人青年学术论坛主办的《银行理财“固收+”产品发展策略》研讨会上做主题发言。

他认为，“固收+”产品本质上是在做收益和风险的选择题。由于理财客户现阶段更关注风险，因此银行理财的产品线以中低风险和收益的“固收+”产品为主，这些“固收+”产品处在净值化的过程中，投资目标从预期收益率转变为投资基准，这些投资基准是绝对的收益区间，长期来看，随着银行理财规模不断增长，以国内外的投资实践来看，这些投资基准最终可能会走向和各类资产的价格指数挂钩的方向，越来越像公募基金，也就是说银行理财的投资目标，长期来看，还是会走向相对收益的目标。

以下是发言实录。



“固收+”产品是在做收益和风险的选择题

很多投资者将“固收+”理解为保本保收益的投资策略，实则不然。纵观中国和全球市场，面向大众的公募投资理财产品主要分为以下四类：

股票类、固定收益类、多资产类和现金管理类。这四大类产品一般称为传统投资产品，“固收+”是属于多资产类的一种产品，因为“固收+”产品中固定收益类资产占比较大，一般在80%以上，策略上是在固定收益类资产上加入其它资产，因此称之为叫“固收+”产品。

传统的大类资产，无论股票、债券，都具有一定的波动性和回撤。多资产作为各类资产的组合，很难摆脱底层资产的波动性，也会产生亏损与收益不稳定。中国的“固收+”理财产品，也不会脱离基本的投资规律和经济规律，在获取收益的同时承担风险，会面临产品出现回撤的问题。如果希望缩小回撤，就需降低收益预期。因此“固收+”产品本质上做的是收益和 risk 的选择题。

图 1：面向大众的传统理财产品，股、债、多资产、现金类产品主要指数最大回撤



传统的投资产品大多数的投资目标是跟踪或者超越某个指数，我们称之为相对回报产品，这类产品的投资目标是和指数相比，回报一致或者更好。除传统的投资产品以外的其他类产品，一般称为另类投资产品，另类投资产品多数以绝对回报为目标，也就是投资目标是具体的数字，比如说5%、10%等，但一般来说，这些另类投资策略会用到更为复杂的投资工具，存在透明度低、容量小、流动性差等问题，并不适合大规模的大众投资者，一般面向有很多金融知识的专业投资者。由于中国的银行理财产品主要面向大众投资者发行，所以，我认为另类投资策略并不是我国银行理财产品发展的主流方向，而经过长期历史检验的传统投资产品才是最终的解决方案。

既然银行理财主要面向大众投资者，定位沿着传统投资策略展开，那主要就是在四类产品（股、债、多资产、现金）上选择，目前银行理财产品从多资产策略起步，主打“固收+”产品，我认为考虑了银行理财子公司投资能力和客户偏好的一个好选择。

如上所述，“固收+”产品本质上做的是收益和风险的选择题。如果想控制最大回撤，一定会有收益损失，控制回撤的手段主要是权益仓位的调整。在多资产策略中，最大回撤定的越低，所能承受的权益仓位就越小。如果想拥有更高回报，就要购买更多权益类资产，也就无法避免权益资产所带来的回撤。根据大类资产的有效前沿（即波动率和目标收益率之间的关系）模型，投资者很难找到比有效前沿更优的资产配置。银行“固收+”

理财产品目前面临的问题，就是在追求收益和控制风险之间进行权衡。

银行理财最终会走向以相对收益为主的策略

长期来看，银行理财最终会走向以相对收益为主的策略。换句话说，银行理财绝对收益为主的策略可能会面临瓶颈。所谓相对收益，指的是投资产品的最终回报在很大程度上取决于对标基准的表现，包括股票指数、债券指数、债券+股票指数等。而绝对收益，指的是不看基准和市场表现，只追求固定的收益回报。

为什么相对回报的目标才是银行理财产品的终局？因为银行理财是在替大众管钱，未来很可能达到百万亿的体量，成为市场中规模最大的投资者。试想，如果整个市场都在下跌，但最大的投资者还依旧能赚到钱，这就必然要求最大投资者把其他投资者都消灭掉，这肯定是不科学的，这就像人拽着自己的头发，把自己提起来一样，你就是市场本身，市场下跌了，你却要上涨，这是不可能实现的。

在实践中，有一些占市场规模比例很小的投资者，利用多种投资工具，在市场下跌时依然能获得正的绝对回报，这类投资者主要是对冲基金，刚才已经谈到，对冲基金只适合非常专业的投资者去参与，并非适合大众客户。

现阶段，中欧基金分别实践了相对收益、绝对收益两种思路。但绝对收益产品总的来说，未来在规模的扩展上空间可能不大，可以在客户逐渐

接受从绝对回报向相对回报过度的阶段，承担阶段性的历史使命。绝对回报策略并不是保证达到投资目标，而只是表明追求一个明确的回报数字，就像相对回报目标不保证超越对标的指数一样，回报的目标不是一个保证，同时风险包括回撤的目标也不是一个保证，如果把回撤的目标变成一个绝对的保证，那会大大约束基金经理的投资策略，会对长期的投资回报产生巨大的负面影响。所以，除了正常的相对收益和绝对收益产品以外，我把这类要求硬性控制风险（主要是回撤）的产品称为第三类，可以称为刚性风险控制策略。

中欧基金可以根据客户的需求，提供不同的产品，为了达成投资和风险控制的目标，我们设置了多部门、多团队的协作机制。具体会涉及五个团队：销售团队、产品团队、基金经理（投资组合管理）团队、风控团队和考核团队。其中，销售团队主要任务是理解客户需求，为客户画像，获取其持有期、收益和风险目标；产品团队要根据销售提供的客户画像，来对产品进行更详细的说明；基金经理团队根据产品说明进行具体操作；风控团队对投资进行事前、事中、事后的风险管控；考核团队确定绩效考核方式。五个团队相互配合完成任务。

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_39978

