

基金专户理财:大市场新天地

——美国的经验和启示

□华宝兴业基金管理有限公司机构理财部

专户理财将是我国基金管理公司未来重要的一项业务,目前国内的多家基金管理公司正在为开展这项业务做积极准备。从2003年开始的受托管理社保基金业务的开展为基金管理公司针对特定客户群体开展投资管理业务积累了丰富的经验,基金公司也期望通过开展其他类型客户资产管理业务拓展自己的业务范围,特别是一些具有较强的研究和投资管理实力、具有较好客户基础的基金管理公司,有望通过开展这类业务起到更好地维护大型机构客户和拓展新的客户群体的作用。

目前中国证监会已经批准了基金管理公司向特定客户提供投资咨询服务的业务,对专户理财业务的管理办法在制定中,随着业务制度的日渐完善,专户理财将在中国有广阔的发展空间。本文通过对美国独立账户资产管理业务的研究,提出了对我国基金专户理财发展的四点启示和建议。

一、美国独立账户资产管理(SMA)行业发展迅速

独立账户资产管理(SMA)英文为 Separately Managed Account,也称为 Managed Account 或者 Separate Account,即为单独管理的账户,这个账户中有一篮子证券组合。独立账户资产管理业务所提供的服务包括:投资方案设计、投资组合的构建、证券买卖交易、账户管理等。

独立账户资产管理业务最早起源于美国的投资咨询服务。1976年一个 DB(Defined Benefit)计划的养老金(pension fund)项目最早采用了独立账户资产管理的商业模式。初期的独立账户资产管理业务较为简单,发起人(sponsors)是一个中介机构,托管人(custodians)负责交易执行,投资经理(investment managers)为客户提供资产管理服务并且收取一定的费用。

在过去的10年里,美国的独立账户资产管理行业发展迅速,管理的资产规模从1996年的约2000亿美元到2005年的6781亿美元,增长了2倍多,其中2005年相比2004年的6781亿美元增长了17.7%,达到了6781亿美元。根据金融研究公司FRC(Financial Research Corporation)的研究,2006年,美国的独立账户资产管理行业管理资产规模将增长18%,达到7950亿美元;而麦肯锡的研究报告认为,在2011年,预期独立账户资产管理的管理资产规模将达到约1.5万亿美元,独立账户资产管理的管理账户数也从2001年的166万增长到2005年的217万,增长了30%。

二、业务模式具共性

独立账户资产管理在海外也是一个正在发展中的行业,虽然已有数十年发展历史,但是其业务模式尚未有完全固定的标准,而且随着新技术的发展,一些新类型的独立账户资产管理业务正在出现,本部分讨论的业务模式是指传统的独立账户资产管理。独立账户资产管理具有不同类型,但是其业务模式具有一定共性。

1、独立账户资产管理参与主体。独立账户资产管理具体包括多种形式的业务,其业务模式具有一定共性。根据货币管理机构(MMI, Money Management Insti-

tute)的划分,归纳起来,一个健全而细分的独立账户资产管理业务模式中包含以下参与主体:

- (1)投资者。投资者指客户,也就是资产委托人。
- (2)投资顾问。投资顾问在独立账户资产管理业务中通常起到渠道的作用,通常既有从属于发起人的投资顾问,也有独立的投资顾问。投资顾问为客户提供的服务包括决定客户的目标、建立客户信息档案、根据客户投资目标向客户提供投资建议和投资规划。
- (3)发起人。发起人在独立账户资产管理中的作用是与托管人协作并根据投资类型选择投资经理。通常,发起人为客户建立独立账户资产管理计划,搭建独立账户资产管理计划业务框架,为顾问提供技术支持,审阅顾问提供的投资目标、后台业务处理包括制作客户报告和投资建议考核等。
- (4)投资经理。投资经理在独立账户资产管理业务中主要是为客户提供投资建议。投资经理发出交易指令,由发起人进行交易操作。
- (5)托管人。托管人的职责通常包括处理所有的交割、保存和更新交易记录等。
- (6)第三方服务。在独立账户资产管理业务中,也有很多第三方服务提供商,为以上主体提供诸如数据库、报告制作、交易处理、投资组合会计等服务。

以上描述的6个市场参与主体,在实际业务中并不严格区分,在独立账户资产管理实际的运作管理中,具有多种不同的变型,这主要由于美国金融混业经营,一家大的金融机构可承担多个角色造成的。发起人可以同时担当顾问的角色;投资经理同时也做发起人和顾问。

2、独立账户资产管理产品分类。按照MMI的研究,独立账户资产管理通常投资领域覆盖各类证券(包括共同基金、股票、债券、商品等),包括4种类型。

(1)独管理账户。包括零售业务、机构业务和共同基金组合。零售业务是通过投资顾问销售的面向个人客户的具有明确投资风格的投资管理账户,通常其最低账户金额是5万美元;机构业务通常是由投资经理或者大型综合性证券经纪公司向机构提供,通常其产品是投资经理管理的共同基

金或对冲基金的翻版,其最低账户金额通常是100万美元;共同基金组合通常是由共同基金管理公司提供,仅投资于共同基金的独立账户资产管理,其管理通常和零售业务相同。

(2)在线管理账户。这是一种客户定制的独立账户资产管理产品,客户可以根据其投资目标自己构建其组合,通常客户不接受或者很少接受投资建议,其收费通常也非常低,仅包括账户管理费用。

(3)税收导向账户。这是一种专门针对税收制度的投资账户服务,其投资方案的设计目标是减少税收。

(4)多策略投资组合。这是一种在一个投资组合中包含多种投资策略的投资组合。其最低投资额度通常为10万美元。

3、独立账户资产管理的收费。相比较共同基金的固定费率,独立账户资产管理的费率结构较为灵活,包括多种形式,诸如:管理费、绩效费、投资顾问费和交易费等。不同的服务对独立账户资产管理业务的成本是完全不同的,因此独立账户资产管理的费率浮动范围非常大。

总的来说,独立账户资产管理的费率没有一定的标准,更倾向于以管理规模和管理业绩的灵活收费基础。投资管理人和客户协商最终费率,费率与委托资产规模、投资资产类别、特定的投资方案以及所提供的客户服务内容等决定。

三、市场发展潜力大

1、独立账户资产规模最低为5万美元。到2005年底,美国独立账户资产管理账户数已经达到217万个,每一个独立账户资产管理的计划对账户最低资产规模都有一定的标准,最低为5万美元。目前客户账户资产规模从10万美元到500万美元不等,平均规模大约为30万美元。

独立账户资产管理的客户可以分为个人客户和机构客户,都是各销售渠道的中、高端客户,他们拥有较多的财富和投资知识。

个人客户中有相当一部分是从传统退休计划中转移出来的账户。因为在传统的退休计划中,参与者没办法决定自己缴费的投资,获得的信息也相当有限。当他们转换工作或临近退休时,往往选择把退休计划中的资金转移到独立账户资产管理账户,可以获得更好的投资方案设计、投资管理和服务。

个人客户选择独立账户资产管理的主要需求在于:(1)根据自己的投资目标、风险偏好,量身定制投资方案;(2)获得投资专家专业的投资管理,在一定的风险水平上获得更高收益;(3)个性化的投资要求,如流动性要求、投资期限要求、税收要求、投资限制;(4)获得更高频率更多内容的投资报告,更多的直接交流,投资顾问帮助分析投资业绩。

美国独立账户资产管理的机构客户主要是养老金计划、基金

会等组织,他们通常有比较复杂的目标、现金流和投资要求,资金规模也较大,需要独立账户资产管理这样的服务来帮助定义投资目标和投资方案,由专业的投资专家管理资产,保持流动性。同时,这些机构的投资受到一定的法律和机构内部政策的约束,在制定投资方案和进行投资运作中需要很高的专业能力,因此由专业的投资管理公司来运作投资是很好的选择。

2、项目平台是独立账户资产管理推广的主要渠道。(1)独立账户资产管理,项目平台(Platform)与销售渠道。独立账户资产管理销售最重要的特征是建立在为投资者提供投资咨询服务的基础上。相比共同基金,独立账户资产管理的销售过程非常复杂。不管是对个人还是机构投资者,独立账户资产管理的销售过程都包括帮助投资者做需求分析,定义投资者的投资目标、风险承受水平,从而确定资产配置方案和投资风格,做出投资方案。此后,还要为投资者选择投资经理,由投资经理提供具体的投资管理。这个过程需要在综合的项目平台上完成的。这个项目平台的功能主要包括:投资者信息记录,投资者需求分析,投资方案设计,选择投资经理、管理投资报告。

独立账户资产管理发起人的职责就包括建立这样的项目平台,这需要强大的系统支持和配备大量专业人员,投入成本很大。这样的项目平台是独立账户资产管理推广的主要渠道。

在美国,金融服务行业已经相当成熟,大多数零售金融产品的销售都要通过投资顾问的渠道,也正因为客户对投资顾问服务需求的深入,促成了独立账户资产管理业务的成型与发展。一些大型经纪公司、银行、保险公司、专业投资顾问公司等,都为独立账户资产管理业务建立了专门的项目平台。他们作为独立账户资产管理的发起人,大部分同时承担投资顾问的角色,但也有部分只为投资顾问和投资管理人建立一个销售和服务的平台、提供技术和市场支持。这样的发起人被称为第三方发起人,这样的渠道被称为第三方项目平台。

独立账户资产管理主要的项目平台包括:大型综合性证券经纪公司,有覆盖多个地区的网络;只在本地经营的证券经纪公司;独立的证券经纪公司(没有分支机构);保险公司;银行;专业的财务计划;注册投资顾问;第三方项目平台,由第三方发起人建立的平台。

MMI在2002年对19家投资管理公司的调查结果显示,上述渠道在独立账户资产管理销售中所占份额,这19家投资管理公司中独立账户资产管理规模超过50亿美元的公司为7家,介于10亿与50亿美元之间的公司5家,低于10亿美元的公司7家,平均管理资产规模是64.26亿美元。

独立账户资产管理对大型综合性证券经纪公司的依赖程度非

常大,达到了62.6%。根据MMI的数据,2002年整个独立账户资产管理行业通过W大型综合性证券经纪公司渠道获得的资产规模达到独立账户资产管理总管理资产规模的70%。

(2)投资经理与项目平台的合作关系。投资经理在独立账户资产管理中的核心业务是投资管理,即构建投资组合、做买入/卖出决策、调整投资组合等。独立账户资产管理领域的投资经理大部分由管理共同基金的公司担任,通过与外部项目平台合作的方式获得管理规模,同时必须向项目平台的投资顾问提供服务。也有投资经理最重要的特征是建立在为投资者提供投资咨询服务的基础上。目前比较普遍的合作模式是,投资管理人同时可以与多个平台合作,根据MMI在2002年的统计,当年每个投资管理人同时合作的平台平均为20个,最大的一个投资管理公司同时合作的平台达到55个,平均每个平台带来的管理资产规模为1.86亿美元。

与每个平台的合作都需要投入相当的成本,合作平台过多会导致成本过高而带来的收入有限。因此目前这些投资管理公司的共同基金业务正在减少合作的渠道数量,转而向利润贡献高的渠道集中。虽然独立账户资产管理业务也面临同样的问题,但在发展初期,大部分投资管理人还是积极拓展与平台的合作关系,在参与调查的19家投资管理公司中,有13家表示将扩大合作平台的家数(见表1)。

3、大型公司占主导。到2005年底,独立账户资产管理行业管理资产规模达到了6781亿美元。独立账户资产管理的管理账户数也从2001年的166万增长到2005年的217万,增长了30%。

目前,五个主要的大型综合性证券经纪公司占据了独立账户资产管理市场79%的份额。此外银行、本地经纪公司、第三方发起人占了19.3%,而保险公司等其他渠道所占份额极小(见表2)。

五个主要的大型综合性证券经纪公司包括:美林证券、所罗门美邦、瑞士银行、摩根士丹利、Wachovia/Prudential。独立账户资产管理行业中另一个主要的角色——投资管理人的市场也主要被大型资产管理公司占有。这些公司主要分成三类:(1)Holding company:是大型金融控股公司的子公司,这个大型金融控股公司同时还拥有其他管理独立账户资产管理资产的子公司。(2)Holding company:是大型金融

公司专门管理独立账户资产管理资产的一个部门(part),这个大型金融公司拥有大量零售分支机构。

(3)Independent:独立金融机构。从Cerulli Associates统计的2002年前17大投资管理人的数据(见表3)中可见,上述三种类型的公司都占据了一定的份额,而排名前两位的公司都是Proprietary类型(占这17家公司管理总规模的40.76%)。投资管理人的集中度也相当高,前五大投资管理人管理的独立账户资产管理资产规模占独立账户资产管理总资产规模的62.7%。

对我国基金业专户理财的四点启示和建议

纵观美国独立账户资产管理行业的起源和发展之路,我们可以总结出如下我国专户理财业务发展的有益经验:

1、专户理财的业务设计应从投资者需求出发。专户理财对中国基金管理公司来说是一项全新的业务,业务的设计必须顺应当前投资者的需求,盲目照搬国外模式很容易在中国水土不服。中国的基金公司可以从投资咨询业务起步,逐步了解客户需求,摸索适合国内市场的业务模式。

2、随着市场的发展,逐步调低开设独立账户的门槛。在业务发展初期,往往会设立较高的资金规模标准,这有助于基金公司规范业务,做好专业化和个性化投资。而根据美国的经验,产品的标准化带来的账户资金要求的不断调低是市场飞速发展的驱动力之一,我们相信这也将是中国专户理财的发展方向。

3、开展行业合作,促进业务的标准化。基金管理公司可以独立承担专户理财前、中、后台的所有业务,也可以将销售、清算等业务外包给银行、证券公司等机构。后者有助于利用其他金融机构庞大的营销渠道,降低运营成本,使基金公司更突出的发挥专业化投资的能力。行业合作需要建立和完善服务标准、数据传输标准、业务流程等各类标准,这一方面需要参与各方合作创新,另一方面也需要监管机构制定相应的标准。

4、加强技术研发的投入。专户理财个性化的投资管理服务必然带来成本的增加,同时随着账户数量和资产规模的增加,将对管理系统提出更高的要求。基金管理公司应该加大技术研发投入,保证业务创新能力,占据成本优势。

表1 投资管理公司与渠道合作情况调查

分组	目前合作平台的平均数	所有平台的独立账户资产管理总资产规模(\$ Million)	平均每个平台的独立账户资产管理资产规模(\$ Million)
分组 I	31	60,725	\$291.1
分组 II	13	7,125	\$139.7
分组 III	16	2,996	\$26.3
总计	20	70,846	\$186.0

注:分组I:独立账户资产管理规模超过50亿美元的公司;分组II:独立账户资产管理规模介于10亿与50亿美元之间的公司;分组III:独立账户资产管理规模低于10亿美元的公司。数据来源:MMI

表2 2005年独立账户资产管理各渠道销售情况

大型综合性证券经纪公司	本地经营的证券经纪公司	银行	第三方项目平台
79.0%	5.6%	7.9%	5.8%
其他	保险公司	独立的证券经纪公司	
0.5%	0.5%	0.7%	

表3 2002年17大资产管理公司市场规模

公司	类型	管理资产(\$ billion)
花期集团资产管理公司(PPG)	部门	70.66
美林资产管理	部门	28.82
布朗德投资合伙公司	独立金融机构	20.62
John Nuveen Company	子公司	18.51
联合资本	独立金融机构	12.27
1838 投资顾问公司	-	11.00
Lazard 资产管理公司	独立金融机构	10.81
安联保险	子公司	9.81
Affiliated 资产管理公司	子公司	9.32
诺德·安博特公司	独立金融机构	9.31
英美基金管理公司	子公司	7.02
TCW 集团	-	6.90
老年互助保险	子公司	6.48
Mellon Financial	子公司	6.45
Phoenix 投资合伙公司	子公司	5.81
Eagle 资产管理公司	部门	5.80
David Select Advisors	独立金融机构	4.80

规范银证合作 防范金融风险

□长城证券研究所

今年上半年,中国证监会下发了《关于落实〈证券法〉规范证券经营机构证券经纪业务有关行为的通知》(以下简称“通知”),对证券经营机构开展证券经纪业务提出了多项规范要求,其中包括银证通业务模式整改。

由于银证通业务已经存在了8年,现在突然面临整改和规范,引起市场议论实属正常。在规范证券经纪业务的背景下,银证合作新模式将指向何方?这是一个值得关注的问题。我们认为,规范银证合作有利于防范金融风险转移、扩散,有利于维护

银行系统的稳定性和安全性。

首先,有利于规范银证机构与投资者的关系。由于商业银行经营主业是银行业务,也无法提供证券服务和进行证券风险管理,投资者的权益得不到有效保障。针对该问题,证券经营机构应当在自己的合法营业网点,严格审核投资者开户资料并为其代理开立证券交易账户,不得委托其他机构代理审核投资者开户资料或者开立证券交易账户。

另外,由于过去部分证券公司营销人员为了拓展业务,片面强调“银证通”在保证资金安全

性的特点,给投资者造成了“其他方式保管客户资金都不安全”的印象。中国证监会规范证券经纪业务有关行为后,证券保证金第三方存管业务已正式登场。这种模式的好处是保证资金存放在银行,保障其安全性,但又肯定了保证金的资金属性是证券公司,确保证券公司独立性。相比之前银行负责资金清算的模式,新模式照顾了券商的利益,且一旦出现问题,银行和券商间的责任更易界定。这些都有利于规范银证机构与投资者之间的关系。

其次,有利于规范证券公司

与银行间的关系。由于银证通业务涉及证券交易的各个环节,其中银证通业务银行端的委托申报,打乱了证券公司-客户之间清晰的权责对应关系,银行和证券公司都介入了证券交易。一旦出现纠纷,容易导致相互推诿,对保护投资者不利。当然,委托申报通过银行的业务系统进行,证券公司也无法发挥交易的前端控制功能。

因而,针对这些问题,证券经营机构应当在自己的合法营业网点直接与投资者签订证券交易委托协议,而不是委托其他

机构代理签订证券交易协议,并以自己独立的交易系统为投资者提供完整的证券交易委托申报业务服务,不得通过或借助其他非证券类机构的业务系统为投资者提供证券交易委托申报。此外,证券经营机构应当完整履行资金清算交收责任,不得委托其他非证券类机构代理完成全部或者部分资金清算交收义务。只要做好和规范了这些工作,这无疑是有利于规范证券公司

与银行之间的关系。

按照《通知》的规定,证券公司应当按《证券法》的要求规范证券经纪业务环节,“银证通”经纪人队伍的业务开展方式只要没有违反《证券法》的要求,是可以保留的。例如,经纪人利用银行的网点进行证券业务宣传,但投资者的开户等行为是在证券公司的合法网点进行。

经纪人队伍也可通过培训,向金融顾问队伍转型。随着证券市场的发展,一般投资者对投资咨询的需求越来越多,现有的从业远远已满足不了市场需求。以美国的美林集团为例,仅

这家证券公司,就有金融顾问1.4万名左右。随着国内经纪人素质的提高,个人收入方面也会相应地明显增加。

综上所述,证监会出台规范证券经纪业务的措施,正是对现行“银证通”模式中存在的问题,逐条对照新《证券法》对证券经纪的有关行为,如投资者开户、证券交易协议签订、交易委托、资金清算交收、客户资料保管与保密等相关要求的逐一落实。证监会的《通知》,是基于保护广大投资者利益这个出发点,对防范金融风险,将起到积极作用。