

# 集合理财业务规则应及时统一

朱小川

随着《关于基金管理公司开展特定多个客户资产管理业务有关问题的规定》的出台,基金管理公司也正式加入到定向募集的集合理财队伍中来。基金管理公司推出的特定多个客户资产管理业务与信托投资公司的集合资金信托计划、证券公司的集合资产管理计划、部分商业银行的个人理财计划类似,都是集合特定客户的资金,由作为管理人的金融机构进行统一投资管理,追求投资收益的绝对回报或风险规避,这种集合理财计划也称为阳光私募基金。

在上述4种受监管的集合理财业务中,基金管理公司和证券公司的监管当局是中国证监会,信托投资公司和商业银行则受中国银监会监管。不同监管机构对定向募集的集合理财要求并不相同,即便是受同一个监管机构管辖的不同金融行业,其规范也不一样。比如在投资人的起始投资金额的规定上,对不同金融行业的监管要求就不一样。证券公

司的限定性集合资产管理计划的初始投资金额是最低每人5万元,非限定性集合资产管理计划的初始投资金额是最低每人10万元;基金管理公司的多个客户资产管理业务的初始投资金额则最低为每人100万元;信托投资公司的集合资金信托计划则根据投资人的具体情况而不同,少则数十万,多则100万元或者更高;商业银行的个人理财计划则由商业银行根据情况自行设置销售起点金额,但一般也不得低于5万元。对想参加集合资金信托计划的投资者,监管机关还规定其必须为合格投资者,其他类型的集合理财业务规则中则没有这些内容。

不仅投资门槛不同,投资者投资上述集合理财业务所适用的法律也不完全一样。根据不同的监管规则,集合资金信托计划适用《信托法》,商业银行的个人理财计划适用《民法通则》中关于代理的规定,但基金管理公司的特定多个客户资产管理业务,证券

公司的集合资产管理计划的法律关系却没有在监管规则中予以明确,发生问题唯能依靠《合同法》解决。由于适用的法律不同,并且集合理财计划的合同文本一般都是固定格式的,因此一旦产生纠纷,投资者所能得到的法律保障也是不同的。对于这点,一般投资者是不了解的。

是否对集合理财计划进行统一规范,各国有不同的做法。但为了避免出现立法真空或者立法重复,避免出现标准不一和投资者理解分歧等情形,统一立法和监管可能是比较好的一个选择,特别是在一个金融服务日益交叉和重合,金融产品并且越来越复杂的年代。统一规范不仅为集合理财计划的功能监管提供了一致的标准,而且也避免了在机构监管模式下可能发生的监管套利,以及由此而产生的行业不公平竞争等问题。

统一规范可以只针对集合理财

计划或产品,也可以扩展到非集合类的金融理财业务。他国立法经验表明,将包括集合理财计划在内的各类金融产品或金融服务作为立法对象进行统一规范也是一种可行的选择。这其中的主要原因是这些金融产品或者金融服务具有类似的法律特性,而保护投资者利益又是立法者共同的目的;统一规范可以节省立法和监管资源,形成统一的标准,在促进金融行业公平竞争的同时也能更好地保护好投资者的利益。由于立法是一个相对漫长的过程,而我国分业监管的模式也不可能在一朝一夕内得以改变,因此,当务之急是对目前集合理财行业分散的监管规则进行协调,各监管机构协商一致制定出适用于基金业、证券业、信托业、银行业的集合理财业务规则来。

(作者系中欧陆家嘴国际金融研究院研究员)

## 国际纵横

### 美国银行业危机远未结束

李云峥

位于阿拉巴马州的美国大型房地产信贷机构——殖民银行于近日宣布破产,成为年内美国最大宗银行倒闭案,也是美国今年第74家宣布破产的银行。为此,有银行业分析师表示,近期美国银行业公布的良好业绩只是由新的会计制度所引致的表面现象,美国银行业所存在的问题仍没有得到有效解决,一旦爆发,必将再次引起全球金融市场动荡。

美国仍在持续中的银行业危机,一直是全球关注的热点问题。继前期美国前19大银行压力测试结果公布以来,第二梯队银行的资金缺口问题及其抗击打能力也一直是市场担忧的焦点,虽然前期机构乐观预测认为:美国银行中只有38%存在资金短缺,将同等标准应用于剩余的7700家银行,得到的结果会是另外78亿美元的资金缺口,但它们可以通过内部资源来解决这个问题。而残酷的事实并非如美好愿望一般乐观,正如墨菲法则描述的那样:“凡事可能出岔子,就一定会出岔子,坏的开始表明,结果往往会更糟糕。”

显然,美联储前期对19大银行的压力测试,似乎已经成为市场对于美国其他数千家银行压力测试的“标杆”。不过对于美国此次银行业压力测试本身及其结果,一个基本认识不容忽视:这个压力测试是作为危机处理中的一个举措而出现的,对提振市场信心等具有明显倾向性,其测试标

准选择和结果实际可信度到底几何,并不让人感觉乐观。从银行业压力测试的原理来看,就是假设一些极端情况下银行的“抗压性”,某种程度上这和PC游戏、电脑军事演习推算等是一个道理,参数设置和结果研判具有一定“灵活性”,其结论自然难以避免“人为可操纵性”嫌疑,这也是为压力测试结果一出,国际金融市场价格嘘声一片的原因所在。

美国金融危机的成因,是数十年来各类负面因素的集合,当次危机爆发时,积重难返的美国金融早已陷入一个“易拖而难动大手术”的尴尬格局。更为严峻的一个问题是,美国这次是属于周期性衰退阵痛,还是历史性衰败的开始?当年美国华尔街取代伦敦获得世界最重要金融中心地位,正是美国崛起的产物,若是此次金融危机是作为美国经济大趋势的“拐点”而出现,处于风暴中心的美国银行业岂是吃点“活活药”、动点小手术就能解决问题的?止疼药的功效,在于拖延时间缓解暂时疼痛,而非解决实质致病原因。

当华尔街的“金融病人”们刚量完体温,先来点镇定药,再吃点“小灶”稳稳情绪,在情理之中,也是拖延时间等待其自愈的无奈之举。这种现象也意味着,美国银行业和美国经济两者之间相互依赖、又相互指望对方复苏成为自身的“修复剂”的过程本身,也正在造就一个并不结实的“相互精神支撑幻象”。

### 伯南克留任美联储主席并无悬念

刘涛

随着美国经济复苏势头日趋明显,距离美联储主席伯南克明年1月31日任期届满的时间也所剩无几。按照惯例,总统通常会在此时做出明确表态,以决定是否将其留任。例如1991年7月,老布什总统就直接向国会提名让格林斯潘继续担任这一要职。这样做,最根本的考虑还是通过保持货币政策的连续性来稳定市场信心。特别是当前正处于美国经济复苏的微妙转折关头,若临场更换主帅,对于股市和其他金融市场的稳定显然不利。尽管最近两个月以来,奥巴马不断称赞伯南克“在特殊情况下非常很好地发挥了职责”,但他并不愿意在提名伯南克留任问题上清晰表明态度。

对于伯南克任内的评价,尽管不乏批评声音。但总的来看,根据路透社和《华尔街日报》近日的几次调查结果,70%~80%的金融机构经济学家都欢迎伯南克留任,而这些人代表的正是市场的声音,这不可能不对奥巴马的最终抉择产生影响;此外,包括克鲁格曼、鲁比尼在内的众多大牌经济学家也都明确表态支持伯南克。而经验证据也完全站在伯南克一边,从美联储过去30年的历史来看,保罗·沃尔克、格林斯潘也都成功获得了第二任期。

公允地说,将未能预见到低信贷危机爆发完全归咎于伯南克并不合理。伯南克的问题在于危机初始阶段,他低调的个性使得自己屡屡被过于强势的前财政部长保尔森牵着鼻子走,在许多问题,特别是对于是否要拯救雷曼兄弟,没有及时表明态度。而随着布什和保尔森淡出政治舞台后,伯南克突然之间迸发出了睿智的光芒,可以说,从2009年1月开始,美联储才在真正意义上进入了伯南克时代。

从一个完整的经济周期视角来看,伯南克作为美联储掌舵人也有其自身局限性或令人存疑之处。作为研究大萧条的权威,他对于如何帮助美国经济走出危机困境可能是当仁不让的人选;但对于如何谨慎地平衡经济繁荣与通胀预期的关系,伯南克并没有特别令人信服的经验,他的通胀目标制也仅仅是停留在口头上。同时,尽管伯南克努力让市场相信,美联储的退出策略足以保证宽松货币政策在未来不会引发大的通胀,但2008年美联储在抑制通胀的过程中所展现出来的能力也并不特别令人放心。

笔者认为,奥巴马之所以迟迟不明确表态是否支持伯南克留任,反映了其自身利益考虑。若伯南克获得连任,其第二任期将从2010年纵跨至2014年,而2012年是下一次美国总统大选年。这不禁让人回想起一段往事:1992年美国同处于萧条之中,老布什总统曾多次暗示希望美联储在降息方面步子再大一点、次数再多一些,然而我行我素的格林斯潘却对此置若罔闻。最终由于经济不景气,老布什输掉了大选。多年后他对此仍一直耿耿于怀,“我让格林斯潘连任,他却不让我不让我连任”。

显然,基于选举政治周期的长远考虑,才是奥巴马举棋不定的关键。笔者相信,一旦奥巴马对来自伯南克的默契有足够确信时,宣布这一结果只是早晚的事。

# 规范评价业务利于基金业健康发展

姜山

日前,证监会公布了《证券投资基金评价业务管理暂行办法(征求意见稿)》,要求基金评价机构必须取得相应资格后方可从事基金评价业务,并对基金评价业务中所应遵循的相关规则作出了详细的规范。这一办法的实施将会有助于基金获得合理公正的评价,从而帮助基金投资者能够更加准确地依据自己的风险收益偏好选择适合的基金,同时也能减轻基金经理所面临的短期评价压力,将目标放到长期投资,以更好地为投资者带来回报。

《办法》的几个亮点在于:首先,要求基金评价机构必须取得相应的资格,基金公司、销售机构、指定信披媒体不得引用不具备资格的机构所提供的基金评价结果。这一点有助于改变目前市场上的基金评价业务混乱,多个基金评价机构相互之间评价冲突严

重的局面。由于办法中要求基金评级机构需将其使用的评价的具体规则进行公布,将有利于投资者了解基金评价排名的具体依据,判断其规则是否适合于自己投资的相应要求,从而能够选择更适合自己的基金评价机构所做出的评级结果进行基金的选择。与此同时,公开具体规则也有助于减轻目前片面评价基金的风险收益情况。

其次,对于基金的排名规范做了严格的要求。对于成立期少于36个月、建仓期的基金不得评价,评价的更新间隔不得少于3个月,同时对于单一指标排名的排名期间不得少于3个月,更新不得少于1个月。这一要求针对目前过度追求短期排名而忽视长期绩效的情况作出了禁止性规定,有助于减轻基金经理面临的排名压力。由于证券市场的牛熊运行周期较长,在

短期内取得良好业绩并不意味着其在长期内一定能获得良好回报,而过去的排名规则则往往有意无意忽视了这一点,从而使得基金经理为了追逐短期的较好排名而忽视长期的风险收益平衡,为基金投资者带来不必要的风险。将基金评价的时间间隔延长将会有助于投资者公正评价基金抗市场周期的运作能力,突出基金长期投资的理念,使那些不习惯于追逐短期市场热点,而是能够为投资者带来长期稳定回报的基金经理能够正确地与市场所认知,而这种基金经理正是多数秉承长期投资理念的基金投资者所迫切需要的。

其三,办法要求不得将单一的收益指标作为基金评级的唯一标准,提出了长期性、公正性、全面性、客观性、一致性、公开性的六项原则。这些原则对于

市场公正评价基金经理的运作能力有着极为重要的意义。目前市场上对于基金评价过度看重收益率指标,对于风险收益的综合评价虽有考量,但集中于部分根据业绩情况而计算常规的风险指标运用之上,对于一些可能影响到基金选择的方面注重程度不够。例如,基金是否遵守拟定的契约规范,像诸如契约中规定以大盘股为买卖对象而操作中却主要以小盘个股为主的基金,虽然在实际操作中可能取得较好的收益,但在基金评级上却不应该给予最高级别的评价,以促使基金经理更好地按照拟定的契约规则进行投资。

(作者系东航金融注册金融分析师)

## 焦点评论

# 对“保障性住房规划”的N个期待

刘团英

住房和城乡建设部正在制订“保障性住房工作三年规划”。住建部住房政策专家委员会副主任、中国房地产及住宅研究会副会长顾云昌表示,保障性住房工作三年规划是住房保障立法工作的预热,通过这个政策,可以将各地住房保障工作好的做法固定下来。

住房作为一种商品,其所具备的商品性决定无法摆脱市场配置作用的影响,而住房作为居民生活的必需品以及自身的缺陷,决定了住房权实现必然依靠政府的保障,缺乏住宅法或者住房保障法之类的法律恰恰是中国现行住房保障体制的致命软肋。笔者希望“保障性住房工作三年规划”能够明确:市场对住房主要是起基础性作用,政府着重起补充市场不充分性以及市场自发调整不公正的后果,进而疏缓人们对房价增长过快所形成的紧张心理。希望通过保障性住房工作三年规划”进一步完

善住房保障制度,制定新的住房保障标准,加大保障力度,扩大住房保障的政策覆盖面,让广大中低收入家庭在基本住房需求的满足上真正有所期待和依靠,为时机成熟制定《住房保障法》打下坚实的基础。

住房是生活必需品,但由于中国过度关注住房的市场化加上住房保障问题提出时间相对较短,制度的设计在实施过程中暴露出不少问题。笔者希望“保障性住房工作三年规划”的出台能够将政府保障中低收入家庭住房的义务制度化、具体化,同时也将保障政府行为的稳定性与持续性,彻底解决中低收入家庭“居者有其屋”的这一基本民生问题。因为没有法律约束,地方政府将有限的土地资源拿去搞商业开发,将有限的财力用于搞各种形象工程,而公民住房保障却被忽视。如果不能通过立法将政府义务制度化、具体化,通过立法缩小贫富差距、控制投机主义等深层次问题,住房保障就永远只能是“纸上谈兵”。

## 财经漫画

### 减持美国国债



李向东/图

我国一年来首度较大规模减持美国国债

# 产能过剩不能阻止通胀发生

周子勋

产能过剩的问题以及市场对货币政策的盲目恐慌,给消费和投资带来很大的压力,我国经济结构调整的速度,目前无法满足经济持续稳定增长的需要。

当前的主流观点都认为产能过剩对物价有下拉的作用,进而阻止通胀的发生。不过,从我国的经济发展历程来看,产能过剩并不能阻止通胀的到来。

产能过剩不能阻止通胀的发生,不是对物价的下拉作用。在上一轮通胀中,CPI持续走高但CPI却没有相应上涨,PPI向CPI的传导过程受阻,就是产能过剩的原因所致,即下游行业的产品由于严重供过于求,即使上游行业的产

品价格上涨,下游行业的产品也无法通过提价来消化原材料价格上涨的压力。但是,随着国际大宗商品价格的持续上涨,影响物价变动的各因素之间的力量发生了变化,国际输入因素在物价变动过程中占据了主导地位,并左右了物价变动的方向和变动程度,进而引领物价向上形成了通胀。这就是上一轮产能过剩背景下通胀的形成机理。

产能过剩只是从需求角度来影响物价,而造成通胀的原因除了需求拉上型通胀这种由需求因素导致的通胀外,还有其他类型的通胀形成机制。而在金融危机的影响下,全球的消费能力都出现了大幅的下降,需求

扩张在现实的通胀生成机制中已不占据主要地位,国际输入型通胀和成本推进型通胀则成为主要的通胀生成机制。

从上一轮通胀的主因来看,美元贬值引起的国际大宗商品价格上涨,是最直接的推手。然而眼下逐步增强的通胀预期,仍主要来源于美元贬值预期带来的输入型通胀压力。在宽松货币政策的形势下,美元的全球流动性泛滥给整个国际市场带来巨大的风险。

企业生产成本上升,是引发通胀的一个持续性、长期性因素。我国劳动者工资收入增长长期落后于GDP的增长,成为消费增长放缓的重要原因。而不断地提高

劳动者的工资水平,使劳动者工资收入随着经济增长和物价上升明显提高,是不可逆转的趋势。同时,在国家节能减排的背景下,节能投入和环保投入增加,资源和能源价格改革推进使资源品和资源价格上升,也会拉动企业成本上升。

其实,我国从亚洲金融危机以来一直就是处于产能过剩、有效需求不足的结构性矛盾当中。此次危机使得我们的过剩无法再输出,造成了资源的极大浪费。而在出口不振的形势下,很多企业即使获得了银行信贷也只能投进股市和房地产等,从而推高资产价格。这将给我国的经济复苏带来一定的影响。

(作者系安邦集团研究总部分析师)

## 财经时评

### 联系我们

本版文章如无特别申明,纯属作者个人观点,不代表本报立场,也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表言论,请打电话0755-83501640;发电邮至pp118@126.com;或寄信到深圳彩田路5015号证券时报社评论版(518026)。