

政策利好环境下券商资管即将迎来飞跃式发展

李伟 电话: (8610) 8357 1322

邮箱: liwei_yjl@chinastock.com.cn

最早尝试资产管理,发展规模和步伐却远远滞后于公募基金和阳光私募的券商资管,终于在近日迎来了政策上的一次重大利好。

9月中旬,中国证监会向各券商资管部门下发了关于修订《证券公司客户资产管理业务试行办法》的征求意见稿,并广泛征求行业意见。其中涉及到拟取消集合计划审批、产品创新、产品终止条件删除等重要条款。

事件背景: 券商资管业务发展遭遇瓶颈

2003年,监管层颁布实施了《证券公司客户资产管理业务试行办法》。当年,全国开展资产管理业务的证券公司所管理的客户资产近700亿元;公募基金所管理的资产总额为1673亿元,仅为券商资产管理业务的2.4倍。经过8年的发展,目前证券业管理的资产2000亿元左右,仅增长了1.86倍;而公募基金规模却大幅增长了13倍,达到2.3万亿元。

同时,银行理财产品和信托业中的证券理财产品规模分别达到7万亿元和3000亿元左右,甚至仅仅依托于信托账户的阳光私募基金的规模也已超过了1700亿元。银行和信托业务对于理财市场的蚕食,更将证券业资管业务逼至墙角。

到底是什么锁住了中国证券业资产管理业务发展的脚步?对于券商在资产管理领域的落后,“历史问题”成为制约券商在资产管理领域快速起跑的重要原因。2000年以后的大熊市让券商资产管理损失惨重,并且出现了很多不规范的操作。在2003年逐渐规范化之后,券商仍然受到当年的限制,长期处于“清理旧账”的过程中。

除了“历史问题”之外,券商资产管理在成长的过程中,也因为顾此失彼,错失了发展的最好时机。2005-2007年的大牛市其实就是国内资产管理发展最为迅速的几年,在这几年间,基金公司受益最大,规模出现爆发式增长。但券商在这轮大牛市中却把大部分的精力放在经纪和投行业务上,错过了资产管理业务发展的黄金时期。

除了上述两个因素，政策上的限制也严重制约了券商资管业务的发展，下文分别从审批制、投资者门槛、投资范围等六方面分析券商资管业务的发展瓶颈。

1、审批制拖后腿

券商集合理财产品审批流程相对繁琐。证监会接收申请材料，到给予审批函，短则一个月、长则半年。而在接收申请材料之前，券商资管部人员还需要先赶赴证监会进行预沟通；在核查和专家评审过后，会根据实际情况进行数次的书面反馈。

实际上，监管层对于券商集合理财产品的审核周期已大幅缩短，由两年前的8个月左右，缩至目前的3个月左右。但涉及到创新的产品的审核周期则还有较大的缩短空间。

券商集合理财产品审批速度缓慢、对创新产品审批更为严格导致了券商集合理财的步伐迈得不大。小集合对应的基金一对多产品为备案制，因此券商小集合的发行理应由审批制改为备案制。

由审批制改为备案制，一旦最终实施，将大大加速券商集合理财产品的推出速度，而整个券商集合理财市场的规模，无疑将带来巨大的发展空间。

2、投资者门槛过高

2008年施行的《证券公司集合资产管理业务实施细则（试行）》中，规定接受单一客户参与资金不得低于证监会规定的最低限额。其中，限定性资产管理业务和非限定性资产管理业务的最低限额分别为5万和10万。相对于基金的最低限额1000元，券商集合理财目前的门槛规定比基金高很多。

《细则》延续了2003年监管层出台的《证券公司客户资产管理业务试行办法》中的监管思路，券商资管业务实际上被定位为私募基金。将券商资管业务全盘定位为私募基金的适当性越来越受到业界的质疑。对集合计划按照大集合、小集合运作方式进行划分与公募基金、基金一对多产品进行对应，符合对大集合属于公募性质、小集合属于私募性质的判断。因此建议按公募、私募性质降低大小集合的投资者门槛至1万元及5万元。

适当降低门槛，也更有利于券商集合理财的发展。券商集合理财的购买门槛在制定时，正值券商综合治理阶段，这样的门槛也符合控制行业风险的要求。现在券商已经完成综治，监管环境也已发生了较大变化，集合理财购买门槛也应有所调整，来适应新的监管环境。

3、投资范围限制制约产品创新

目前，公募基金在ETF产品设计、分级基金开发、细分行业和风格产品等方面已有所突破。但券商集合理财产品投资范围同样仅限于股票、债券、基金和股指期货，但不允许回购，基础金融品

种较为匮乏，且不允许结构化分级运作，使得产品可创新的空间较为狭窄，导致券商资管产品严重同质化。

作为产品创新的突破口之一，证券公司资产管理产品投资的范围亟待进一步放开，以便解决目前券商业界资产管理产品严重同质化的现状。监管层应适当放宽投资范围，逐步打开集合计划投资商品期货、信贷资产、定向增发、信托计划及未上市股权等多个投资品种的渠道。

证券业资管业务应从三方面进行创新：一是拓宽投资范围，逐步打开集合计划投资商品期货、信贷资产、定向增发、信托计划、未上市股权，甚至艺术品等多个投资品种渠道，以解决可投资的基础金融品种较为匮乏的难题；二是创新交易结构，如借鉴分级基金的模式，推出低风险固定收益和高风险杠杆收益并存的集合计划和专项计划；三是丰富交易策略，伴随着股指期货、融资融券等多种工具的推出，不断开发和引进对冲交易策略，为投资者提供更多投资工具。

4、不能公开宣传

2008年施行的《证券公司集合资产管理业务实施细则（试行）》中，禁止通过电视、报刊、广播及其他公共媒体推广集合计划。

券商集合理财产品按照监管层要求不得进行公开宣传，这对券商发展资产管理业务影响较大。目前券商只能通过口口相传进行推广，效率比公开宣传低很多。影响力自然也就不如公募基金等大众化的理财产品，受众也大大减少，导致券商资产管理的规模增长较慢。

5、人才缺乏，缺乏激励机制

理财产品市场规模大幅扩大，新发行的产品数量超过了前几年的总和。但在产品数量大幅增加的情况下，优秀的投资人才显得尤为紧缺，为了让仅有的投资经理能够开发出更大规模的产品，部分公司不得不鼓励投资经理“一拖多”。这就导致券商集合理财产品近两年来的整体业绩难如人意。

伴随着股指期货、融资融券等多种创新金融工具的推出，券商不断开发和引进各种对冲交易策略的条件已经成熟。但能熟练掌握创新金融工具这类高端人才仍较为缺乏。

券商的激励机制也存在着问题。基金是以业绩来考核基金经理，但券商是以资历来考核投资经理，每年评级，其年终奖跟级别挂钩，跟当年业绩无关。大锅饭的体制下，很多投资经理都没动力潜心研究，这无疑降低了其提升自身水平的动力。

公募基金的业绩排名压力是有目共睹的，而私募基金也有排名，只有排名越高，今后发产品才更容易。但是券商集合理财产品的业绩，现在市场关注度并不高，媒体报道也比较少，这对券商和投资经理都无法形成一个敦促和监督。

6、投资者参与的便利性差

虽然按照相关规定,券商资管产品和公募基金均可委托具有销售证券投资基金资格的商业银行和公募基金销售,但前者的代销却因一直未能实现全电子化而变得名不副实。

公募基金采用业内通用的全电子化参与流程,可以通过电子网络交易,全电子化使得每只公募基金的产品通过几乎所有券商和银行代销成为可能,

券商产品的柜台操作标准不一,给券商资管产品的代销渠道增加了较大负担,天然限制了代销渠道数量和规模。券商产品必须经柜台才能完成认购程序,参与的便利性较差,这给投资者投资集合理财产品带来了很大的不便。投资者购买券商集合理财产品必须要到柜台办理的规定让公募基金在销售中占了先机。

政策利好环境下券商资管即将迎来飞跃式发展

证监会向各券商资管部门下发的关于修订《证券公司客户资产管理业务试行办法》的基本思路(征求意见稿)主要包括拟取消集合计划审批、产品创新、产品相关终止条件删除等重要条款。此次关于修订的征求意见稿在很多方面作了较大改动,意在解决当前资管业务发展存在的突出问题。

在拟修订的各项条款中,最为众望所归的是,集合理财计划拟从原有的审批制改为备案制。而在此次的修订方案中,拟取消大小集合计划审批,改为报备方式,备案范围的放宽更甚于业内期望。重要的修订细则还包括对于拓宽投资范围等产品创新内容。比如,拟取消不得回购的限制性条款;对涉及指数化产品的双10%及3%关联交易投资限制作出豁免规定;允许对集合计划份额进行分层划分,以此利于发起设立结构化产品等。另外拟删除“连续20个交易日计划资产净值低于1亿元人民币”的终止条件规定。修订条款还包括,允许集合计划份额在现有客户间有条件转让;在保持集合计划现有客户准入门槛总体不变的前提下,为证券公司设计面向中小投资者的低风险产品预留空间;允许自有资金在规定条件下参与或退出集合计划等。

大力发展资产管理业务,为客户提供多样化的产品和财富管理服务,有利于拓展经纪业务的服务深度和广度,促进证券公司特色化、多元化经营,扩大证券公司收入来源,提高核心竞争力。

管理办法的最终推出实施将成为券商资管业务发展的重要契机。审批制改为备案制,将缩短券商理财产品的发行周期,投资范围的扩大将有利于提高理财产品投资的多元化和灵活性。很多政策上对于券商资产管理业务的限制将解除,以往在产品创新等方面相对于公募基金的很多劣势不复存在,券商资产管理业务将迎来政策上的春天,对于促进券商资产管理业务规模的壮大有着深远的意

义。

中国银河证券股份有限公司 博士后科研工作站

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话: 010-83571322

传真: 010-66568641

中国银河证券网址: www.chinastock.com.cn

中国银河证券博士后科研工作站网址: <http://www.chinastock.com.cn/yhwz/postdoc/index.shtml.chinastock.com.cn>