

我们需要建立专业投资机构，更直接地面对市场，更直接有效地管控风险，这是监管条例本身做不到的，但是应该通过相关部门推进、加强

# 培育专业机构投资者

□ 李克平 / 文

中国有着世界最高的储蓄率、世界上最多的人口、世界最大的外汇储备、世界最大的潜在财富管理市场，但是中国资产管理行业的发展，和这个巨大的、不断增长的市场需求相比并不匹配。过去 20 多年中，中国资产管理行业的发展步履蹒跚。

从现代资产管理行业相关的角度，我们需要高度重视对专业投资机构的培育。前不久，国务院公布了有关资本市场发展的新“国九条”，其中有一段话讲到壮大专业机构投资者。我个人理解，这实际上是指“上游机构投资者”，而在中国证券投资领域，目前大多数投资机构可以称为机构投资者，但仅有极少数可称为“上游机构投资者”。

所谓“上游机构投资者”，是指那些具有资产配置权、风险定价权和自营委托权的机构投资者。它们的投资理念、目标、风格、风险容忍度，都会通过其委托、理财要求或是产品选择导向，对资产管理行业的投资风格、投资模式、投资方法、投资文化产生重大影响。

有一些数据可以说明专业机构投资者在金融市场中的地位和作用。根据麦肯锡公司 2010 年的统计数据，若将全球拥有资金的终端投资者分为家庭、机构投资者、银行和非金融企业、政府和相关公共机构四类，当年在全球范围内，这四类投资者持有的各类金融资产占总数比重依次为 43%、26%、21% 和 10%；就美国而言，这四类投资者

持有的各类金融资产占总数比重依次为 46%、39%、10% 和 5%。

对专业机构投资者的定义，以养老金为代表的各类社会养老保险基金、以商业保险为代表的保险基金、捐赠基金等，这三类机构投资者在全球持有的金融资产占比为 26%，美国最高为 39%，中国仅为 5% - 6%。如果把资产从各类金融资产调整为股票资产，结论差不多，全球范围占比 36.5%，美国最高 47%，西欧 32.6%，中国还是 5% - 6%。

由此不难看出，在资本市场和股票市场，中国的专业机构投资者占比太低，这其中政策准入等各方面原因，还有一点是中国所处的时代背景，比如养老金体系本身处在发展初期，覆盖范围还比较有限。

## 专业投资机构何以弱小

中国的专业机构投资者不够强大，从它的生态环境来说，有四个基本方面：一是政策环境。包括是否允许进入市场，进入哪类市场，投资限制以及由谁来决定。二是监管方式。以养老金为例，养老金的治理结构，更多是指其投资管理机构如何决定，养老金的投资战略、风险配置、投资运作由什么样的管理制度产生，与之相关的激励机制如何建立等。三是支持环境。主要是指专业机构投资者或者上游机构投资者运作时，除了自身外部管理托管，咨询机构及其他服务机构支持的广度和深度。四

是市场环境。包括市场多层次体系、市场工具的发展和市场化机制创新等。在这四个环境中，过去十几年讨论最多的是第一个问题，政策与监管对于专业机构投资者的壮大作用。过去几年，我们的政策上对专业机构投资者有所放松，比如以社保基金理事会为代表，在资产选择、投资范围上已有所拓展，政策逐步放松社保基金对高风险资产、股票资产以及另类资产投资的限制，对企业年金分散化投资给予了一定空间，对保险资金相关的基础投资和股权也在放开。

总的来说，市场准入门槛太高，个人养老基金只能投资存款和国债，经过特殊批准变通的方式委托社保基金理事会，在某种程度上实现了一定的分散化，但显然这不是个人账户养老金今后的主要发展方向。

专业投资机构不发达以及投资限制较多，也是一种巨大的浪费。因为我们处在人口老龄化过程，尚未完全老化，个人账户养老金是长期负债，正是市场最需要的长期资金主要来源。我们把它限制在存款和国债上，等到将来我们要提取养老金的时候，由于负债的变化，在投资上将没有太多其他选择。

对专业投资机构而言，即使有了更大的市场准入，在监管方面还有一个问题，我们采取了过多过细、按照资产类别划分的限量监管方式。这在一定意义上代替了机构的大类资产配置，可能有利于对某些高风险资产所承担的风险进

行总体控制，但不利于机构投资者按照自身负债特性、资产属性、资金属性去优化配置结构，也不利于市场资源有效配置。本世纪以来，全球机构投资者，特别是养老金，一个明显的趋势就是这种市场准入放开，监管更加弹性化，更适合和贴近资金本身性质，而不是简单地通过限量细化资产类别监管实现管控。

在政策与监管问题上，我们的监管过于偏重形式而忽视了实质。比如，个人账户养老金放开为什么走得这么慢，因为我们有一个看似合理的担心：如果放开，养老金、老百姓养命钱可能会有风险。基于这个合理担心，我们采取不太合理的处理方式，就是研究和等待。结果就是经过十几年的探讨，个人账户养老金管理到今天还是没有任何变化。

对于风险的担心可以理解，但这种处理方式远远不够。在等待过程中，我们可以研究创造条件，因为很多东西不是能够靠等待等出来的，必须互动、尝试，社保基金也不可能等市场完善了才建立。事实证明，社保基金和基金行业良性互动，不仅为社保基金投资管理创造了一种新模式，也为资本市场机构规范运作提供了一种范式。

除了市场准入和监管政策，第二个问题就是养老金、或者说机构投资者的治理结构。机构投资者如果获得了市场准入，获得了政策监管的灵活性，是不是就已经成为专业机构投资者呢？当然不是。我们在市场准入和政策宽松与否上耗费了太多精力，以至于我们有理由担心，一旦放开以后，是否能够建立专业机构投资者？如何才能使机构投资者成为专业机构投资者。

如果我们把重点放在如何建立专业机构投资者，有可能会使风险获得很大化解，有可能使真正担心风险的人，不仅仅是监管者、政府部门，还有这些机构管理者本身，他们应该承担更大责任。为此我们需要建立专业投资机构，更直接地面对市场，更直接有效地管控风险，

这是监管条例本身做不到的，但是应该通过相关部门推进、加强。

## 如何培育专业投资机构

建立专业机构投资者需要注意：

第一，上游机构投资者成为专业机构投资者，要有明确的信托责任，成为能够独立按照受益人要求作出决策的机构，从而使它们真正对受益人最大利益负责，作出自己的决策。

第二，专业化管理，包括专业化管理团队、决策机制，建立专业化的流程。

第三，市场化运作，最大程度排除外部干扰。国际上养老金发展过程中，也有过类似现在中国的情况。2004 年前我参加国际养老金大会，其中有几个主题讨论最多：养老金的治理结构、社会责任投资等，很多国家的养老金和地方养老金被中央政府或当地政府要求，用一定比例资金参与社会公共基础设施建设，但实践证明造成了大量养老金低收益甚至亏损。在 2008 年金融危机之前，这些问题讨论得越来越少，因为这些经验教训已经被很多人、很多机构所汲取，养老基金面对的主要挑战已经变成独立性、明确信托管理和市场化运作。

第四，专业机构投资者的公司化、去政府化。上游机构投资者管理的是公共资金或者社会保险资金，由政府主导设立，但这样的机构应该是专业机构投资者，不应该是政府部门或者准政府部门，这样的机构不能机关化，而应该公司化，应该具有专业机构投资者所要求的组织结构和运作方式，至少应该考核评估专业化，以专业投资机构的方式衡量绩效，其薪酬激励应该靠近专业化和市场化方式，公司文化也应该是专业机构投资者的文化。同时，上游机构投资者和资产管理、咨询服务、托管业务等，也有密不可分的联系。

从国际角度来看，上游机构投资者和证券基金业的关系也有一些变化。在中国市场上，随着相关专业投资者的发展，类似变化也会逐渐成为现实：

——在治理结构上，大量专业机构投资者越来越多地转向专业化和市场化取向，观察全球市场上最大的公共养老基金和主权财富基金前 20 名，我们可以发现过去十年它们在市场化、专业化上都取得了非常显著的变化。

——在资产范围上，这些上游机构选择越来越分散化、国际化的配置。

——在资产类别上，和十年前相比，不论公开市场还是私募市场，股权投资 (PE) 在整个组合中的占比明显提高。

——另类资产投资获得了比较长足的发展。2008 年以来，整个上游投资机构或者说专业机构投资者中，除了资产配置和风险管理，另类资产成为大家寻求解决方案的一个新焦点。

——在资产配置上，原来相对静态的配置越来越多地转向如何处理动态调整关系。

——管理精细化有更明显的表现，一是产品结构设计随着整个组合配置的分散化，二是这些机构、特别是大型机构，在自营能力或内部团队建设方面投入了越来越多的关注和资源。在这个过程中，上游机构投资者和管理人员需要借助外部管理人能力，全球国际化领域需要借助管理人能力，创新方面需要外部管理人，整个行业都需要更多个性化、有特长、有特点的专业管理人。在产品创新方面，上游的或者是专业机构投资者会有越来越多的想法和需求，只有那些有准备的外部管理人，可以捷足先登。

对于证券投资行业的咨询服务机构以及托管行来说，中国托管业务有非常大的发展空间，如果有大量的中小型机构投资者出现，除了托管业务，大量中后台业务需要托管行支持，这是一个巨大市场。我相信，证券投资基金行业将在中国资本市场的发展过程当中，特别是在中国财富管理更加国际化的背景中，取得良好成绩。■

作者为中国投资有限责任公司董事长、总经理兼首席投资官，本文根据作者演讲记录整理，经本人确认