

# 对投资基金经理的国际监管思路和规则

香港证监会前高级总监 浦伟光

## 监管的三个重点

我有三个重点先跟大家谈谈，第一个重点就是监管怎么做。

千万不要国外怎么做就马上搬过来，因为内地的市场跟国外是很不一样的：“土壤”不一样，投资者结构也不一样，能做的事情和业务也不一样，能对冲的风险工具也不多，所以，要走自己的路，不要照搬国外的监管条文。

第二点，我用三个英文字母C总结我的看法：

第一个是Consistency，就是一致性。我们看到以前的问题是，同一个业务通过不同机构去做，但监管的要求是不一样的，而现在的趋势是混业经营，所以，从监管的角度看，不管哪个机构做，如果业务是同一个类型，监管要求应该都是统一的。

第二个是Continuity，是指连续性。业界遵守监管要求的成本是很高的，有些成本也是看不到的，比方说IT系统改、人才培训、持续的监督，等等。所以，我们做监管应当牢牢记住连续性，除非真的出大问题，不要每两、三年就改一下，否则，业界是很难长期遵守的。

第三个是Culture，指企业的文化。我们谈了很多监管的要求，好像从上到下都是外部的要求，但是我们最希望能建立一个企业文化，遵守法规、让公司有效运作的文化。

第三点，这些监管方面的要求不



香港证监会前高级总监浦伟光

郑宇/摄

单来自监管机构，也不单单是一线的机构要负责，还有投资者、其他配套的中介机构，都要一起努力，共同建立一个比较健康的金融市场。我刚才提到“土壤”，把这个“土壤”改好，让新的要求能够落地生根是很重要的。

## 监管的第一要求就是诚信

很多金融市场里最大的问题就是诚信的问题。如果诚信没有了，整个市场就等于没有了，所以，我们对监管的

要求就是诚信。

诚信的要求包括两个重点，一是利益冲突，所有投资都是有利益的，你要分清楚是客户的利益还是你的利益比较大，这是受托义务的重点；二是高管的责任，高管人员要牢记监管合规、风控。

基金公司里怎么监管？我特别想谈一谈风控。我以前在香港做监管的工作，看过很多中介机构在香港的风控制度，也有好的机会跟国外公司的风控比较。曾有中资投行的CEO跟我说，到了欧洲跟欧洲的监管人员谈话，对方第一句话

就问：谁是你们的CCO（首席合规官）？”所以，他说：现在我明白为什么在香港要求这么高。”

## 关于基金监管的四点思考

第一个是估值的问题。估值问题是很重要的，所以2013年出了一个标准，2015年时也碰到这个问题，就是很多在交易所交易的股票停牌，估值怎么做？你们也许碰到某一些股票停牌的问题，设想一下：如果所有股票都停牌了，估值又该怎么做？不要说没这个可能，当年欧洲发生金融危机时，希腊的所有股票就停牌了。

另一个估值的问题主要涉及私募基金，私募基金一般投了很多未上市公司，这些未上市公司的估值怎么计算？当然，有人告诉我，有估值公司跟着评。我在香港也看过，特别是很多内地过来的私募基金，但我很难判断那些估值公司给予的估值。从监管方面来看，这些未上市公司估值的问题还是我们比较担心的。

第二个就是资金流动性的问题，特别是公募基金，因为公募基金大多能够马上赎回。很多新兴市场发了很多高息的债券，两年以前高利息的债券是很受欢迎的，卖了很多。当时，每一个地区的监管也发了很多指引，要求做压力测试，也要看看客户赎回的频率，希望能够制订一个方案，流动性风险是要牢牢记住的。

第三是利益冲突的问题。有的公司把最好的项目，最好的收益给他的朋友、给他有关联的人士，我们从监管的角度去盯，就是盯怎么分配。

举个例子，现在国内的钱太多了，肯

定要投到国外去，就要聘用国外的基金公司，那怎么监督这些国外的投资公司？

我跟你分享一个我的经验，那是十多年以前，我带着一个小队到英国，挑了几家英国的公司，它们管理香港的钱。它们是在周一开会，开会以后做决定，然后把这些投资标的交给投资经理，让他跟着标准去做，这是普遍的做法。

但我发现，有个公司管理香港钱的投资经理每一次都是晚一天才投，比方说他周一已经决定了要投什么地方，在英国其他投资经理已经动手了，已经买进来、卖出去了，他周二才动。

我们调查了以后发现，这牵涉这个公司内部消息传递的问题，有一些消息早一点传到英国本土的投资经理，但管理海外的包括香港的就晚了一点。后来我们提了一个建议，要求他改善这个消息传递，以便在同一时间去操作。

第四点，用英文来说，就是Tone at the TOP。

我出去跟大行开会，我很看重一个事情：看谁说话。如果是内地来的，不管是投行，还是资管公司，50%以上要主席、CEO说话，其他的像CCO这些很少说话。如果是外国来的，当然还是CEO说得更多，但CCO、律师也说很多话。这反映了文化的差异，但我们作为监管的，最希望不完全是你们的主席或CEO垄断整个讨论。如果在外面是这样，我相信在你们的公司里面也是一样的，就是没法让干活的人提意见，所以，我们希望是Tone at the TOP，你们做CEO的要多鼓励做具体项目的人跟你们提意见。

（中国基金报记者 李树超 整理）

# 直面挑战 做新的价值发现者

博时基金董事长 张光华

上世纪80年代中期，我进入国家外汇管理局和人民银行系统，之后又到广东发展银行、招商银行等商业银行任职，在银行业一干就是二十多年。从2013年起，有幸参与到公募基金行业，2015年正式来到博时基金。应该说，在中国资本市场飞速发展的背景下，包括银行、券商、保险、信托、公募基金在内的大资管行业取得了十分可观的增长，整个行业竞争格局也在重构当中。对银行业来说，监管评估趋严，盈利模式面临转型挑战，逐步向智慧化银行、轻型化银行和国际化银行发展。而公募基金行业呢？最直接的变化，是随着资管行业的金融创新和监管格局演变，各类金融机构在资管业务领域的横向分割局面已逐步打破，公募基金面临着新的大资产管理的行业竞争格局。

这种变化和从挑战从大资管规模结构上就能直接地反映出来：截至2016年末，国内各类资管机构管理的资产总规模已经接近120万亿元，其中，银行理财产品存量规模达到30万亿元，信托资管规模近20万亿元，券商和保险总资产规模都分别超过了17万亿元。而截至2016年底的公募基金资产管理总规模则是9.16万亿元，在中国大资产管理行业总规模中的占比还不到10%。可以说，面对群雄逐鹿的理财市场，面对资源渠道、投资管理、产品供给、服务运营、风险管理等领域的全方位较量，原本市场化程度最高的公募基金业，规模增速远不及银行、信托、保险等资管机构。

正是在新的竞争格局之下，公募基金业走到新的发展十字路口，如何探索一条与大资管产业发展相契合的转型、创新、变革之路成为重要的探讨话题。

## 规模快速增长背后的结构不平衡

公募基金作为大资管行业的重要组成部分，从1998年第一只规范运作的产品成立算起，已走过近19年的发展历程。依托我国经济社会和资本市场的快速发展，公募基金行业保持了良好的发展势头，对我国金融体系建设和实体经济发展起到了重要的推动作用。根据基金业协会最新统计，截至2017年3月末，公募基金资产管理规模达9.3万亿元，产品数量达4208只，是A股市场持股比例最高的机构投资者。对比2015年初的4.56万亿元，和2016年初的8.4亿元，可以看到，中国公募基金行业在最近两年，尽管经历了A股和债券市场的剧烈波动，尽管



博时基金董事长张光华

郑宇/摄

受到大资管混业竞争的冲击，其同比规模增长也仍然十分可观。

从投资业绩来看，自开放式基金成立以来至2016年末，公募偏股型基金年化收益率平均为16.52%，超出同期上证综指平均涨幅8.77个百分点；公募债券型基金年化收益率平均为8.05%，超出现行3年期银行定期存款基准利率5.3个百分点；同时，公募基金在助力养老金保值增值方面也做出重大贡献。目前，基金管理公司作为全国社保基金最主要的委托投资资产管理人，在18家管理人中占16席，管理了超过40%的全国社保基金资产，在机构投资者中树立了良好声誉。公募基金已经成为普惠金融的典型代表，为上亿消费者创造了巨大收益和金融便利。

但从结构上看，公募基金规模发展的平台尚不稳固：

一是从产品类别看，短期资金驱动型产品层出不穷，低收益产品占比上升明显。据统计，在全部开放式基金中，主动权益类公募基金（股票型+混合型）净值规模占比由2012年末的63%萎缩至2017年3月末的33%，而同期货币基金规模占比则由21%增至47%，债券基金规模占比由14%增至19%。

二是从资金来源看，资金来源短期化。公募基金作为长期投资的典型代表，却一直缺乏长期资金的支持。当前公募基金的资金来源仍以追求短期

收益的资金为主，养老金、保险资金等长期资金占比较小，对公募基金发展尚无法起到强有力的支撑作用。近年兴起的机构业务方面，通道业务占据不小的比例，未能充分体现基金公司主动管理的优势。

三是从投资业绩的变动来看，自2013年开始，加杠杆后的资金在信托、理财、外汇、期货、债券、股市等单一资产间不断流动，股市、汇市、债市非正常波动等渐次发生，资产管理在价值创造和损失间轮回，金融的脆弱性充分暴露。

规模快速增长的背后是结构失衡，结构失衡凸显基金公司内生增长动力的缺乏。这是在三期叠加新常态下，金融加杠杆、资金脱实入虚等现象在基金行业内的必然反映。

## 旧的挑战尚未退潮 新的挑战接踵而至

近年来，基金公司在挑战中战胜自我，取得了长足进步，但这些挑战短期内并不会退潮：一是实体经济行业很多盈利能力低下，资产收益率下降，并有可能成为长期趋势；二是高净值客户财富迅速积累，客户的多元化需求难以满足；三是资产荒、负债荒、流动性冲击不断显现，现有的资产管理模式弊端在金融的动荡中越发凸显。这三点可以说是挑战，也可以说是背景，更可以说是资产管理的痛点。

不仅如此，新的挑战还会接踵而至：

一是外部冲击下内部收缩，金融降杠杆拉开序幕。随着美国经济的复苏与全球通胀的重启，全球经济进入新周期，美联储开启加息周期。可预见的外部冲击使得中国经济在三期叠加的背景下被迫停止负债扩张之路，金融杠杆开始收缩。资金脱离实体的自我循环和自我扩张路径开始逆转，基金公司的资金来源变得紧张。同时，随着金融监管协调加强和监管趋严，制度套利行为等外生增长模式有可能很快失去市场。返璞归真的结果是真正具有风险定价能力的资产管理公司将重新占据市场的主导地位。

二是新周期开启后的制度变革。随着党的十九大年内召开，新周期即将开启，制度变革将为中国以及资产管理行业带来新的挑战和机遇。国企改革、供给侧改革、金融改革都指向培育中国经济新的内生增长点，基金公司的战略布局必须迅速从过去外生的增长模式中脱身，在基金运作架构下，响应和配合供给侧改革，并集中精力投入到这一改革洪流中去。

三是新技术日新月异，技术进步加快资产管理效率的分化。除了制度变革的挑战之外，资产管理公司必须直面日新月异的技术进步。目前全球已进入第六波技术进步的浪潮，以新能源、新材料、生物技术、人工智能等为代表的新技术会加速新产业对旧产业的替代。一方面，资产管理的战略布局将会发生变化，另一方面，人工智能也对资产管理的模式发起挑战，一如过去互联网+对金融的冲击一样，不适应这一技术的公司将会逐渐落伍。

四是客户需要全方位个性化的服务。资产管理归根结底是服务业。目前，国内多数基金公司尚无法为客户提供全方位、个性化的服务。如果说过去以面向公众投资者为主提供标准型公募产品和工具、为客户量身定制针对性服务尚不迫切的话，未来随着客户的不断细分，基金公司如果不能为不同客户提供专业化的定制服务，竞争力必将大打折扣。

## 打造内生增长动力 价值投资再上台阶

面对挑战，基金公司未来的战略应是返璞归真，全力打造内生增长动力，重新做回价值投资的发现者。具体而言，以下几点是必由之路：

一是要牢固树立资产管理本质是风险管理的理念。如果不顾这一本质，无论是产品设计、投资布局，还是客户服务，

都将背离资产管理的本源。这就需要基金公司回归宏观周期、企业盈利、风险定价等最基本的金融价值观，并将这一观念贯穿于整个资产管理之中。即所谓道法法器，道要先行。

二是基于新的主导产业进行战略布局。资产管理的核心在于风险定价，风险定价的核心是基于主导产业进行投资布局。纵观基金管理行业19年的风雨之路，顺应主导产业布局就会创造出风流时代，不重视新兴产业必将取代传统产业的基本事实，就会造成战略的迷失。从过往历史经验看，主导产业每十年经历一个朱格拉周期，新技术、新模式、新需求、新要素等虽然前途未卜，但消费取代投资，服务业大行其道的大势很难改变。这是全球产业经济史的基本规律，也是全球资产布局的经典秘籍，我们也概莫能外。

三是从单一资产配置转向注重多元资产配置。学术与实践已经证明，资产的价值主要来自资产配置。来自美国91家养老基金自1974年起10年间的研究数据显示，基金总回报变化中有93.6%可以由资产配置解释。多元资产配置很大程度上改变了单一资产所带来的收益大起大落的弊端，并引致了团队管理、风险定价、专业服务和管理模式的创新。从成熟国家的经验来看，多元资产有可能成为中国资产管理跃升新台阶的重要动力，它最符合金融的本质是风险管理这一基本的逻辑，也迎合了高净值客户稳健收益的基本要求。

四是拥抱新技术，提升普惠金融的价值。公募基金更多的是普惠金融，但近年来受制于市场变化、竞争因素、成本压力等，公募基金对机构业务倾注了较多精力，使普惠金融的服务有所不足。未来借助于新技术，普惠金融成本将大幅降低，从而使公募基金有望更加重视服务于普罗大众。目前来看，人工智能将大有可为。五年前，互联网金融对公募基金的冲击历历在目，几年后，人工智能有可能使公募基金行业发生巨变，无论是投资、营销还是服务。

五是制度创新，寻求人才激励新模式。制度创新与技术创新从来是并驾齐驱。过去几年，公募基金行业在人才激励方面进行了股权激励、事业部制、业绩提成等有益的尝试。未来几年，团队管理、机器代替人工、个性化服务等新经营模式的变化使得人才激励必须直面新的挑战。如何面对这一新的局面，需要管理者未雨绸缪，运筹帷幄。

总之，直面新的机遇与挑战，做真正的价值发现者，是公募基金从业者的光荣使命，让我们不畏艰难、共勉共进！