

●从千点走向繁荣●
系列专题

多元化机构博弈新格局

机构已表现出多元发展苗头

应该说国内机构已表现出多元发展的苗头,但多元化格局还远未到位,多元资金入市还没有形成有效的气氛。

真正的多元化发展格局必将是一种良性互动金融生态环境,这不仅需要培育多元化的机构投资者,还需要多样化的投资理念、投资策略及投资风格,需要有更为丰富的金融投资产品及多层次的融资渠道等。

主持人:您如何看待目前国内机构发展格局?

杨 翥:中国的机构投资者已形成一定规模。然而,整个证券市场上真正的多元化博弈还没有形成。目前公募基金在市场上掌握了较大的话语权和定价权,由于其投资理念呈现同质化,更放大了其整体的影响力;券商作为国内证券市场中的重要机构之一,近年来由于受市场经营环境及自身经营管理等因素的困扰,对市场的影响力开始下降,但随着分类监管政策的推进,优质券商对市场的影响力将会有所增强;QFII作为新的机构投资者,由于其先进的投资理念和投资管理技术,开始对国内市场产生影响;而保险机构入市资金规模仍不算大以及企业年金机构刚开始进入证券市场,因此目前这两类机构的市场影响力仍然有限,但未来将是市场上的主要力量。更值得注意的是,商业银行正以其特有的资金、技术及网络优势在证券市场上扮演愈来愈重要的角色。

袁淑琴:应该说国内机构已表现出多元发展的苗头,但多元化格局还远未到位,多元资金入市还没有形成有效的气氛。对比海外市场,中国投资机构的格局还比较单一,与国际同业有很大的差距。这既有国内机构发展的历史原因,又从一定程度上与机构发展的行政准入措施密切相关。

目前国内共同基金的发展也呈单一趋势,因为目标和压力的趋同,基金持有者差不多的股票,一窝蜂投资的现象非常普遍。从投资机构对市场的作用来看,不同的机构对市场的贡献不一样,市场的稳定和活跃需要多元机构的参与。另外,机构发展的单一取向仍将持续,国外机构还没有机会大规模直接参与这个市场的投资。机构要获得多元发展的机会,需要政策配合。国内证券市场的发展需要理清机构多元发展的思路,尤其是对海外市场机构多元化有充分的认知。

周一烽:可以说现在市场已有投资者多元化的趋势了。我说的多元化趋势可以从市场的资金结构、投资理念、估值方法、交易偏好等方面反映出来。从近期市场上看,市场已表现出不同的择股偏好和估值角度,市场的活跃和交易热点的增多说明了这一点。

主持人:国内机构格局发展距真正的多元化还有多大的距离?

杨 翥:可以说,2005年是机构投资者的大发展年,但是中国的机构投资者格局离真正多元化还有很大的距离,主要是各类机构的市场占比与成熟市场有很大不同。比如说,在成熟市场上定向或私募类理财资金规模远大于公募类基金,这与成熟市场能提供多元化产品和多层次市场以满足各类彰显个性的理财需求,而且对定向或私募理财产品的管制相对宽松有关。又比如,在成熟市场上保险资金和企业年金类资产的规模也远大于公募基金,这与该市场寿险业与企业年金计划发达有关。而目前国内公募基金独大,私募基金的发展仍然受到诸多限制,保险机构投资者和企业年金投资者在国内刚刚起步,其对市场的影响力还很小。此外,国外的证券公司或投资银行在提供证券市场流动性和对冲机制方面具有举足轻重的作用,而国内

内证券市场上的投资工具或避险工具还很不丰富,市场层次也很单一。总之,国内机构发展格局距离真正的多元化还有很长的路要走。

刘 剑:真正的多元化发展格局必将是一种良性互动金融生态环境,这不仅需要培育多元化的机构投资者,还需要多样化的投资理念、投资策略及投资风格,需要有更为丰富的金融投资产品及多层次的融资渠道等。而目前国内的机构投资者结构还不尽合理,各个机构的投资理念及投资风格又过于雷同,可投资的证券品种明显不足,融资渠道也过于狭窄等,一切均表明,国内机构发展格局离真正的多元化还有一段很长的路要走。

主持人:目前国内机构发展格局与国外市场相比还存在何种差距?

杨 翥:国内机构投资者同国外的差距非常大。在发达国家参与证券市场的机构主要分为三类:养老金(pension fund)、寿险公司(life insurance)和公募性的共同基金(mutual fund)。在西方国家,这三类机构投资者中资产规模最大的还是养老金,其次是寿险公司和共同基金。国内的情况刚好相反,证券市场中规模最大的还是共同基金,而社保基金和保险公司的资产规模虽然很大,但市场参与度还很低。国内券商在资本实力、专业技能和全球化业务能力等方面与国外投资银行相比仍存在明显差距。

从各类机构生存的市场基础上看,以英美为代表的资本市场发达国家都有多元化的、多层次的市场体系,如发达的股票市场、债券市场、金融衍生品市场、商品市场等。良好的市场体系建设提供了多样化的金融产品,提供了对冲机制和风险管理机制,使各类机构投资者群体都能找到各自生长的良好“土壤”。不同的机构投资者可以按照自身的风险偏好、理财需求和投资理念选择不同的主要投资领域。如共同基金主要在股票市场上运作,同时也参与投资债券市场和衍生品市场,以进行套期保值或对冲;养老金和保险机构主要在债券市场上运作,但同时兼顾股票市场和衍生品市场,以提高收益和进行风险管理。

刘 剑:与国外市场相比,国内机构发展格局的差距主要体现在外延和内涵两方面,外延上的差距主要体现在国内机构投资者所占的市场容量还较小,机构投资者的种类较为单一、投资渠道狭窄等。内涵上,体现在国内机构投资者的产生和发展在相当程度上都肩负一定的市场使命或政府色彩,是管理层为了改变市场结构刻意推行的结果;而且从运作角度来看,国内机构投资者的市场运作程度明显不够,机构投资者自身治理结构和管理水平还不高,从业人员的职业操守还有待加强等。

主持人:目前证券市场存在的问题,与机构投资者单一是否存在密切联系?

周一烽:一个市场要真正走向繁荣,需要活跃,除了基本面因素或者说价值基础外,还必须靠主体的多元化、估值方法的多元化、投资偏好的多元化和交易风格的多元化等这些市场方面的因素,这样市场才有持续发展的动力。估值标准的机械单一和投资风格的趋同不可能造就一个有活力的市场,反而会产生挤出效应,使市场的吸引力下降。

QFII会起到四两拨千斤的作用

QFII对我国证券市场的影响,首先不是主导性的,只是一种辅助推动作用;其次不是急风暴雨式的,而是一种润物细无声的方式。它是中国资本市场的变革的推动力量,但不是决定力量。

对于QFII的选择,国内机构不应盲目跟风。

主持人:QFII在台湾证券市场发展的过程中起到了举足轻重的作用。QFII的投资理念受到市场广泛关注。从目前公开披露的信息,QFII已开始显示出不同于国内基金的投资理念。QFII对市场的影响还将随着扩容的步伐而进一步加深。QFII是否

正在改变国内投资理念趋同的问题?QFII在市场上是否会起到四两拨千斤的作用?

袁淑琴:QFII在中国大陆会起到比在台湾地区更大的作用。QFII的额度会继续增加。不同的QFII有不同的理念。不同风

主持人:本报记者 于凌波 唐健

嘉宾:杨 翥 招商证券总裁

袁淑琴 瑞银证券亚洲有限公司董事总经理兼中国证券部主管

周一烽 大成基金拟任副总经理

刘 剑 光大证券助理总裁



周一烽

杨 翥

袁淑琴

刘 剑

需要更大的政策支持来推动

从海外机构多元化发展的过程我们可以看到,发达的多层次市场体系是机构投资者能够良好生存的“土壤”,而只有允许更多的各类机构投资者参与资本市场,才能够使资本市场更加有效率。

最近市场的回暖,实际上与这几年市场建设的不断规范,公司治理水平的不断提高有极大关系,面对一个规范的市场,治理透明的公司,人们才敢投资,才会去认真估值。

在政策闸门放开之后,还需要更大的政策支持进一步推进机构多元化,主要有两点:一是货币市场与资本市场的连通,二是监管模式的变革。

主持人:海外机构多元化发展历程对国内市场有何种启示?

杨 翥:从海外机构多元化发展的过程中我们可以看到,发达的多层次市场体系是机构投资者能够良好生存的“土壤”,而只有允许更多的各类机构投资者参与资本市场,才能够使资本市场更加有效率。中国的机构投资者群体的成长历程可能会不同于欧美国家,但是,经济上的基本力量(如人口老化问题、投资者的财富状况和投资知识教育程度)是决定机构投资者群体能够健康发展的基本面。要顺应这个趋势发展各类机构投资者,大力加强多层次的市场体系、法律体系建设,只有这样才能够使国内的机构投资者更加活跃,投资理念趋于多元化,投资更理性。

其次,我们有必要强调投资者教育。最后,我们要加强诚信环境建设。诚信是受托资产管理关系建立的基础,也就是机构投资者得以发展的基石,它有助于形成良性的市场秩序和公平的竞争环境,有利于资本市场整体的健康发展。

刘 剑:海外机构多元化发展历程对国内市场的启示有几个方面:一是机构投资者的多元化发展对于金融市场和资本市场的竞争和效率有极大的推进作用;二是国外机构投资的金融创新能力较强,能为市场带来多元化的投资品种,并推动市场投资理念、组合投资工具的不断创新发展;三是多元化机构投资者格局的形成不是一蹴而就,而是一个涉及制度完善、监管变

革、理念认同等在内的系统工程,需要各个方面的市场主体的参与和推动。

主持人:机构多元化还需要哪些政策和市场面的因素催化?

杨 翥:首先,政府要加快资本市场建设,为机构投资者创造良好的生存环境;其次,监管层要鼓励各种机构投资者参与市场,针对不同类型的机构制定不同的监管政策,适当放松对定向或私募类理财计划的管制,使更多的合规资金入市。只有多样化的投资主体才能带来多样化的投资需求,才有多样化的投资理念,才会使市场更加有效率;最后,继续推进股权分置改革,提高上市公司的质量,允许机构投资者和优质上市公司共同成长,这才是资本市场长治久安和机构投资者健康发展、基业长青的根本之策。

此外,监管层可以视市场情况的不同而采取不同的机构投资者准入政策,可以考虑在市场行情不好的时候多出台鼓励入市的政策。

周一烽:首先,当然是继续鼓励各种类别、不同类型的合规投资者与合规资金入市。对社会化的长期投资资金的进入给予更多的政策推动,以及相关的法律、财税安排。比如近期讨论的类似401K这样的制度安排和激励;对专户性的基金资产管理给予推动。

第二,市场发展同样重要,只有让市场不断有好的资产,有多种多样风格资产可以投资,可以选择,只有让市场有各种避险工

具可以进行风险管理,只有让国内的优质资产眼睛向内,市场才有多元化的吸引力。

第三,市场建设、公司治理对增强市场吸引力的作用不可低估。最近市场的回暖,实际上与这几年市场建设的不断规范,公司治理水平的不断提高有极大关系,面对一个规范的市场,治理透明的公司,人们才敢投,才会去认真估值。

刘 剑:在政策闸门放开之后,还需要更大的政策支持进一步推进机构多元化。主要有如下两点:一是货币市场与资本市场的连通。作为金融市场的两个重要子市场,从理论上讲,货币市场与资本市场二者之间连通是通过资金联接、价格联接、风险联接进行的。两者连通的主要原因是市场参与者交叉、交易对象同质、金融机构混业经营。货币市场与资本市场连通的机制有三种:主体连通、制度连通、产品连通。我国货币市场的发育过大与资本市场发展滞后形成鲜明的对比,当前需要尽快推动相关法律法规的完善,促进两个市场的连通,完善机构投资者的结构,丰富投资品种,完善机构投资者的资金融通渠道,提升我国金融市场的市场化运作水平和运作效率。

二是监管模式的变革。多元化的机构投资者,涉及多层次的监管机构,不同监管机构之间的协调和配合,将直接影响多元化市场的培育和发展。这就要求管理层要与时俱进,建立与多元化市场格局相适应的监管格局,避免交叉监管的盲区以及效率低下、市场难以适从的弊端出现。

投资原则,其影响力随着QFII的数量和资金量的不断提高而逐步增强,但另一方面,价值投资原则是一种理性务实的原则,而不是某种教条。QFII进入后,会主动适应中国市场,融入中国市场,而不会机械地采取其在本土固有的投资理念。因此,市场上就会出现境外理念与境内理念的碰撞和融合的过程。所以,在短期内,外资在遵循谨慎入市原则(如进入低风险、流动性强、市值大的股票的情况下,会继续固守传统的投资理念。但在对中国市场有一定程度的了解后,其投资风格必然也会受到国内投资理念的影响,产生理念同化的过程。所以,影响的过程是双向的。

刘 剑:多元化的投资需求将会推动多元化的投资理念的崛起。一个成熟资本市场存在着众多不同目的的资金机构,其风险承受能力各有不同,这决定不可能只有单一的价值投资理念。对于投资机构而言,最重要的是在确定的风险管理政策下,对风险进行准确识别和定价,从而采取不同的投资策略。不同性质资金采取不同风险管理理念,并没有投资理念“优劣”之分。

基金独大局面还将延续几年

在一定程度上,国内基金业超常发展还将持续一段时间。但是随着国内资本市场改革进程的加快,其它各类机构投资者将会逐渐参与到资本市场中。

基金不一定要一直独大,在壮大基金力量的同时,也要重视其它机构的发展空间问题。

只有允许越来越多的机构投资者进入市场,发展多元化的机构群体,才会形成真正多元化的投资理念。

主持人:基金的超常规发展惯性是否会使基金独大局面持续下去?

杨 翥:在一定程度上,国内基金业超常发展还将持续一段时间。这主要是因为国内的投资渠道狭窄,可供普通投资者选择的投资方向、渠道和投资品种不多。同时,基金业受政策支持较多,同样是做资产管理,券商受到的限制就明显多于基金公司。但是随着国内资本市场的改革进程加快,其它各类机构投资者将会逐渐参与到资本市场中。券商作为资本市场上最重要的机构之一,也将随着自身资质的改善重新焕发活力,尤其是随着券商在个性化理财、市场流动性创造、风险管理等方面的优势日益凸现,券商所吸引的资金规模将迅速扩大,从而在证券市场上发挥越来越大的作用。

袁淑琴:基金独大的局面还会延续数年,但较之国外同行,国内基金的力量还没有足够大,因此继续刺激基金的发展是有必要的。我很赞成继续壮大共同基金的举措。但基金的发展要重视基金公司推出产品的多元化问题。同时,为了市场长期的发展,所有投资力量都应该获得助力,以实现机构多元化的大目标。但基金不一定要一直独大,在壮大基金力量的同时,也要重视其它机构的发展空间问题。

私募基金是海外证券市场投资者中重要的力量,但在国内这部分机构的规范比较困难,它们在市场上能走多远多受多种因素的影响。私募基金从业人员的操守问题也倍受关注。因此对私募基金的发展要态度谨慎。在投资者对证券市场风险认知程度不高的情况下,参与私募基金的风险很高。

主持人:现在虽然比前几年多了一些机构资金,如年金、社保资金还有保险资金,但这些资金很多是交给基金来管理的,这会不会影响市场的多元化呢?

周一烽:不会。恰恰相反。首先,决定基金投资策略的首要前提就是持有人的风险偏好或者说对组合投资目标的约定,我们的收益目标都从属于特定的风险水平和资产选择范围,从这个意义上说,基金在具体的组合管理中本身就是多元化的。

其次,市场主体的多元化和资金结构的多元化并不能简单地理解为市场直接投资操作主体的多元化,各种机构资金的入市与基金管理不存在矛盾。

最后,前面讲的市场多元化,不仅包括市场主体的多元化,资产结构的多元化,也涉及估值的多元化、投资偏好或者说风险偏好的多元化和交易风格的多元化;而且,这些方面的多元化趋势往往是互动的,互相决定的。换言之,市场的多元化本身不仅包含而且更会推动基金从产品线到组合投资的多元化。客观讲,一段时期里基金在产品和资产选择方面出现的一些同质化,其原因是复杂的,基金本身也不满意同质化的倾向。随着市场规模的进一步发展和成熟,市场环境的改善,特别是基金管理资产来源的多元化,基金在促进市场多元化方面肯定也将起到非常重要的作用。

主持人:保险公司、企业年金等其它机构将在市场多元化进程中扮演何种角色?

杨 翥:保险公司和企业年金等机构将在多元化市场中扮演重要的角色,并且随着国内人口老化的到来,其重要性将逐渐增强。从国外的经验上我们可以看到这一点。以英国为例,在1998年他们的人寿保险公司资产总量占GDP的93%,养老基金的资产量占GDP的83%,基金业资产总量占GDP的20%;而美国相应的比例分别是33%、84%和60%。保险公司和企业年金是国外资本市场中的重要角色。国内的发展可能不同于这个历程,但同样受制于老龄化因素,所以不会差别太多。

刘 剑:保险公司、企业年金的资金性质决定了其风险偏好,其投资将会遵循价值投资理念,寻求稳定回报。从一般的基金机构运作情况看,由于基金净值波动会使基金管理人承受着大规模的赎回压力,巨大的短期业绩考核的压力使得基金行为在一定程度上体现着短期化的特点。从这一点看,企业年金和保险公司在担任价值发现、稳定市场方面有着比一般基金机构更为得天独厚的优势。

主持人:何种因素会推动多元化投资理念的崛起?杨 翥:首先,只有允许越来越多的机构投资者进入市场,发展多元化的机构群体,才会形成真正多元化的投资理念。因为不同的投资者有不同金融产品需求,而且也会掌握着不同的信息,所以会有不同的投资理念。目前国内证券市场基金独大,所以投资理念严重趋同,这是有其本身内在原因的。

其次,要加强多层次的市场体系建设,提供适合机构投资者生存的肥沃“土壤”,使其发展壮大。机构投资者多了,投资渠道和投资工具多了,投资理念自然多元化。

刘 剑:多元化的投资需求将会推动多元化的投资理念的崛起。一个成熟资本市场存在着众多不同目的的资金机构,其风险承受能力各有不同,这决定不可能只有单一的价值投资理念。对于投资机构而言,最重要的是在确定的风险管理政策下,对风险进行准确识别和定价,从而采取不同的投资策略。不同性质资金采取不同风险管理理念,并没有投资理念“优劣”之分。