

资产管理的前景

标志性的趋势预示着未来

原作者 : Maha Khan Phillips
CFA Institute Magazine, January/February 2013
全文下载地址 :
<http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/cfm.v24.n1.9>
翻译 : 戴旭东, CFA

10年足以让事物发生各种变化。2002年，资产管理者因雅虎未能实现全球各类资讯搜索而感到苦恼。机构投资者解雇了平衡型基金管理者，取而代之的是专属型基金管理者。负债驱动型的投资只是个术语，交易所交易基金(ETF)尚属新型、小众市场且潜力有限的产品。私募股权以及对冲基金行业甚是热门，咨询顾问们坚信由对冲基金构成的组合基金是投资者最佳的投资工具。通过采用诸如担保债务凭证的结构性投资工具是分散风险的有效途径。大众普遍认可艾伦·格林斯潘是全球最聪明的人。

当前，我们看到的是一个全新的世界。可以说很少人在10年前预知到了现在发生

的这一切。那么这些变化给资产管理者带来了怎样的启示，以应对下一个10年呢？该行业一些标志性的发展趋势预示着未来。

盈利缩水

根据美国一家向全球投资管理公司提供服务的投资咨询企业Casey Quirk的报告，资产管理行业营运利润率中位数在2011年达到了32%，走出了2009年的低谷但尚未达到2007年的水平。因此，资产管理行业并非如先前那样盈利丰厚。Casey Quirk的创始合伙人Kevin Quirk提到“资产管理行业运营收入年复一年始终在增长。我们认为该行业运营收入增速将放缓且利润率将下

滑。”机构投资者US Institute and McLagan (该机构提供投资管理行业薪酬咨询) 与 Casey Quirk合作开展了一项针对全球96名基金经理 (管理的总资产达21万亿美元) 的调研。结果表明:自金融危机以来,该行业盈利水平通过管控基金经理的薪酬福利予以维持。

全球咨询公司Cerulli Associates指出,尽管根据之前预测,资产管理行业运营收入2015年有望超过2000亿美元,但就当前形势来看,这个数字是无法达到的。Shiv Taneja, Cerulli Associates公司的总监谈到,“高利润产品向低利润产品的转型现象相当明显,全球股权投资占比在下降。由此产生的重要影响有两个。其一,如果客户选择了对资产管理者而言低利润的产品,那将影响到基金管理者的盈利水平。其二,我们之前提到股权投资将使退休计划提前。现在并非如此了。”

那么,竞争加剧与低利润率对于资产管理产品开发意味着什么呢?

首先,ETF市场以及被动投资策略都会继续发展。根据Cerulli报告,ETF资产规模已超1.3万亿美元。增强型指数,又称改良型贝塔,将由现在市场份额2000亿美元进一步增长。2012年6月由资产管理咨询公司CREATE-Research和Principal Global Investors发行的一份报告“动荡时期的创新”就预言面向界定供款计划(defined-contribution schemes)市场的产品会有发展空间。该研究报告同时预测目标日基金(target-date funds)将迎来重大创新与改变,从而向投资者提供更全面的投资方案。

金融危机对于攫取高额管理费的对冲基金业产生的冲击是显而易见的,而ETF受到

的波及则相对较小。5年前,对冲基金所管理的资产规模预期可达5万亿美元,然而,该行业所管理的资产至2011年仅达到2.46万亿美元。对冲基金组合投资管理公司PAAMCO负责欧洲片区行业研究的总监Lisa Fridman, CFA, 提到,“资产管理行业整体在发生蜕变,对冲基金组合管理也在经历着一场变革。业务运营模式在发生变化,行业的竞争对手进行兼并。”“总体而言,传统的‘选择并汇编’的基金策略受到了一定的冲击,因为终端投资者正自行研发着对冲基金管理方案。”

Quirk认为资产管理者成功的关键取决于其能否创造独有的阿尔法或贝塔。那些能够提供全套投资管理方案的公司(包括投资咨询,组合管理,资产配置策略以及为客户量身定做的投资方案)也将得益。

信托崛起

信托管理者资产大幅增值预示着信托的崛起。据Investments & Pensions Europe期刊所开展的年度调研表明,至2012年10月,二十多名欧洲信托管理者所管理的资产剧增1100亿欧元。

信托管理一般定义为将年金管理外包给独立第三方,其负责监督全部或部分委托人的资产,提供资产管理人员甄选咨询,投资策略以及组合管理等服务。Towers Watson和Mercer这样的传统投资咨询公司已在该领域立足,而且那些精品顾问也在这方面分得一杯羹。

Andrew Drake, CFA,投资咨询与信托管理公司P-Solve的总监谈到,“我们之所以能理解客户的需求是因为我们出身咨询背

景。”他也提到现代或者着眼未来的资产管理正意识到他们必须将客户利益放在首位，充分了解客户的需求然后再为他们量身定做各类产品，这种趋势预示着个性化必然成为下一个十年重要的元素。鉴于市场上精品顾问/信托管理公司众多，因此主流资产管理公司将在市场上购买其所需的技术方案，而无需自行研发。在融资环境不活跃的情况下，由于管理者一心探求资本准备去完成笔大买卖，所以，兼并收购必将遭到推迟。

管理费用

在低收益的投资环境笼罩下，管理费结构也将受到冲击。Alan Brown, FSIP, Schroder投资管理公司的高级顾问兼Wellcome Trust的管理者提到，“在为客户提供良好服务的过程中我们面临着巨大的挑战。如果我们身处一个注重名义收益的世界，我们必须确保客户所支付的管理费是合情合理的。如果收益率平均仅达到6%至7%，而管理费却要收1.5%，那就显得有些荒唐了。”Brown也是“300人俱乐部”的会员，该俱乐部汇聚了全球资深投资专业人士，专门研讨投资行业一些本质性的问题以及大家对投资的各种困惑。

Brown对未来投资者教育方面颇有顾虑。他谈到，“在一个界定供款计划制度占主导地位的环境下，我们如何为个人进行实际的投资管理是个问题。那些即将步入退休阶段人们将面临较为惨淡的退休生活。”

Brown指出并非所有人都未曾预见金融危机。国际清算银行经济与货币研究部的总监，加拿大经济学家Bill White，在次级债市

场崩盘前就料到了金融危机。2003年，他就与艾伦·格林斯潘在怀俄明州杰克逊机场堪萨斯联邦储蓄银行的年会上进行了知名的辩论。White认为信贷扩张迅速时期应当提高利率，迫使银行建立资金储备以应对萧条期。然而，他的言论却被当作了耳边风。

一些行业人士设想主流的资产管理公司可以借鉴对冲基金的管理费用模式，即根据业绩收取管理费用。Mercer's投资咨询公司的合伙人Andy Barber谈到，“我对管理费结构看法有些矛盾心理，管理费结构可以走向基于业绩的计算方式，在资产增值的情况下进行支付。”

该想法从理论上讲可行，但是投资者未必欣然接受。Drake谈到，“如果资产升值则要支付更多的管理费，这是个有趣的想法，我们尝试了许多创新的方式向客户收取管理费用。然而，客户却坚持按照现有的方式进行管理费支付。”

Barber认为对于投资限制较少的策略需求将会提高。他提到一些学术事实说明根据风险调整后的收益来看，受投资限制少的投资经理表现较好，所以根据指数权重加1%或1.5%进行投资的时代已经过去了，他补充到，“投资者不会期望他们的投资经理因为BP股票在基准组合中的权重很大而持有BP股票。”

Andreas Utermann, Allianz Global Investors的全球首席投资官表示赞同，“我们将回到投资的本质，根据基准组合进行投资的方式会越来越少。”同时他也指出低额管理费会产生其他影响。“我们生处低收益的投资环境，业内利润缩水，导致该行业越来越不赚钱。”

管理技能

对于一些业内人士而言，资产管理专业性的变革是个好消息。资产从主动型基金流向被动型基金的现象说明投资者不再相信所有的主动型基金管理者都拥有专业投资管理技能。Amin Rajan，CREATE-Research的首席执行官提到，“资产管理迅速行业化限制了其投资管理技能的传承。历史告诉我们别人抛售的时刻正是我们该积极买入的时候，这正是许多资产管理者无法做到的。他们不具有在合适的时间点建立头寸的能力。另外，客户也不会允许他们这么做，因为客户对那些过去损失惨重的投资经理抱着怀疑的态度。资产管理者与客户之间的信任度已如此糟糕以至于客户甚至连信任这个词怎么写都含糊不清了。”

英国一家公司Inalytics（主要向资产管理者和年金管理者提供基于事实的管理能力评价）的首席执行官Rick di Mascio谈到，“如果资产管理者希望通过重复的业务流程以及吸引、培育人才的能力进而从事全球性的业务，他们必须分析并衡量是什么使资产管理者更专业，技能突出。终端客户对此类信息的披露要求也越来越高。”

Alliance Trust（英国历史悠久规模较大的投资信托企业，旗下资产管理规模达28亿英镑）的首席执行官Katherine Garrett-Cox，ASIP指出，资产管理公司的信誉是其能否持续发展的重要因素。她补充道，“信任与透明化是投资的核心所在，信任是金融服务行业不可动摇的坚石。投资管理行业在这方面可以起到举足轻重的作用，在客户群中建立信任的方法之一便是实现对客户的所有承诺。”

Garret-Cox谈到，“该行业的未来将依仗‘智力资本’，一个团队几个人以某种创业的态度经营着此类业务。如果你无法像10年前那样支付等额薪酬，至少你可以给予团队一种归属感。”

业务模式

当然，之前所提到的管理技能只是一方面，CREATE-Research对29个国家的资产管理者、年金咨询顾问以及基金承销者合计289名人员（管理资产总额达到25.2万亿美元）进行的调研表明：在市场波动持续的时期，仅7%的受访者认为10年内不会发生系统性危机；27%的人预期会有另一次危机；35%的人认为会发生两次危机；21%的人觉得会有三次；剩余的10%悲观地认为会发生4次或更多次危机。Rajan说，“当你看到这份报告的数据时，你会感到很恐慌，因此运营模式的灵活性就变得极其重要了。”

但是资产管理者也意识到他们需要改进的地方。接受CREATE-Research调研的人中，58%的受访者打算建立更有效的“危机缓冲机制”，41%的受访者将重新调整人才结构，40%的受访者将提高执行力，38%的受访者计划改变企业文化，35%的受访者将聘用或内部培养能够驾驭动荡市场环境的领导者。

Quirk认为资产管理者必须拥有至少一项价值驱动能力：提高阿尔法的能力、达到廉价贝塔的能力、提供整套投资方案的能力或是相对生产而言业务承销能力。他补充说，“这里会产生胜利者和失败者，我们遇到过在多个市场投资多元化的资金管理者，他们关注自己的业务模式，提问道，‘我们

是否做好充分准备以应对未来？’答案是否定的。那些坚持围绕我所提到的价值驱动能力在努力的公司也许目前占据主动。其他公司，尤其是大型企业，正考虑如何让他们的‘超级坦克’转向，使其业务模式走出过时发展轨迹，向新型模式进军。”

有些人认为精品顾问会更加反对当前的模式，尤其当他们的投资方式不再流行，没有回报的时候。Rajan认为关键因素是改革而非公司的大小。那些能够迅速适应变化的市场环境的企业或组织能够获得不错的发展。

在某些情形下，‘战斗’还未开始可能就已经输掉了。State Street, Vanguard, Barclays, Deutsche Bank 以及 Legal & General几家金融大鳄在ETF市场占据了主导地位。Quirk谈到，“这并不是一个即将拥有50家竞争对手的市场，所以，新的准入者将受到限制。”

加入这场争辩。英格兰银行金融政策委员会成员Bob Jenkins在2012年10月英国CFA社团的年会演讲时告诉与会者必须针对银行业改革的核心问题采取行动，尤其在限制杠杆使用方面。

他提到，“我们目前所涉及的监管改革讨论影响深远。经讨论后制定的监管框架将对未来几十年金融系统产生指导意义。”他认为资产管理者是等式中“缺失的部分”，一个保持沉默的部分。对于普通公众而言，资产管理者与投资银行家没有区别。那些对投资银行监管要求不以为然的资产管理者应当重新审视监管体系。

Garrett-Cox 对此表示赞同，“我确实认为一旦你把监管要求当作是未来之说的话，确保不受到监管要求突如其来的挑战就显得尤为重要，从我们的角度而言，尤其作为大型信托投资公司，我们积极同业内其他公司进行沟通，与英国金融服务管理局保持密切联系。

积极研究监管体系是资产管理者规划未

关键因素是改革而非公司的大小。那些能够迅速适应变化的市场环境的企业或组织能够获得不错的发展。

监管因素

过去的几年全球掀起了一波监管浪潮，其中某些监管体系将对全球银行的运营模式产生一定的影响。改革是否会导致零售银行与投资银行业务彻底的分离很难预测，但是许多市场人士认为资产管理者应该更积极地

来十年所需考虑的事情之一。

Maha Khan Phillips 是英国伦敦一名财经记者，也是小说Beautiful from this Angle的作者。

链接一：前景预测

Tim Hodgson, ASIP, Towers Watson投

资咨询公司Thinking Ahead Group的主管。早在2002年，该小组预警债务将影响未来的增长。虽然此预测完成的过早，但却是有先见之明的。Hodgson谈了下前景预测。

“未雨绸缪”并对未来进行预测是件容易的事情嘛？

人们易于高估1年内所发生的一切而严重低估未来10年所可能发生的变化。我们已应用复杂的模型对行业的未来进行分析，但是应用复杂的适配系统必须承认你能够放弃做出任何预测的假想。我不清楚该行业未来10年会演变成什么样子，如果有人认为他们能够告诉你，那么让他们来见我。尽管这么说，但这不会阻碍我积极尝试去预测未来。

那你对趋势做何判断？

我认为管理费用降低已初露端倪。你能感觉到的是银行业的薪酬受着冲击，这种降薪压力已开始波及到资产管理行业。我们也确实发现大量资金涌向表现出色的贝塔。资金流向被动管理的确合乎情理，资金投向表现出色的贝塔降低了行业的管理费用。你也许该预期到另一波减薪潮即将到来。

对于进入这个圈子的人群是否有影响？

当然，从美国商学院毕业的学生进入华尔街的人次在下降。最优秀最聪明的人群集中性地选择金融业，而整个社会却需要优秀的医生，高级工程师等诸如此类的人，我个人认为这点是挺可笑的。

对于资产管理业务模式发展会有何影

响？

你将看到兼并和收购的情况。如果你注意到市场份额，就会发现与其他行业相比，即使是Towers Watson所列出的顶级资产管理公司中最大的几家所占市场份额极小。黑石集团2万亿美元资产仅占市场份额的3%-4%。那么如果存在管理着超过10万亿美元资产的大型资产管理公司且管理费用又低廉，又何尝不是件好事呢？

如果你无法做出准确的预测，那你如何计划将来呢？

纵观未来10年，我认为你该采用情景分析的方法。我赞成设计那些市场大起大落的情景进行分析。你无法预测未来，但是你可以做到的是，了解“如果市场朝着某个方向发展，我该做些什么？”

链接二：首席执行官2.0？

过去几年中众多银行高管因管理不当或失职进而被深究其责。2008年Fred Goodwin在苏格兰皇家银行宣布241亿欧元巨亏1个月前递交辞呈，他也是在一系列银行高管离职中的首位。近期离职的高管包括巴克莱银行首席执行官Bob Diamond（因LIBOR利率操控丑闻而离职）以及野村证券的首席执行官Kenichi Watanabe（因内幕交易指控而离职）。面对大众的监督，资产管理公司的首席执行官则相对过得比较安稳，不过他们的角色也在发生转变。

纽约家针对金融高管的猎头公司Prince Houston Group的合伙人Marylin Prince提到，“也许在过去的几年里，一些首席执行官们迷失了发展方向而且目光短浅，首席执行官们必须回归其职责本质而且得充分意识

到优秀领导者所应具备的素质-正直、眼光放长远、敏锐的判断力、以及吸引人才与自身互相弥补、扬长避短的能力。”

然而在现实生活中可能并非易事，伦敦职业咨询公司Ignite的创始人Sarah Dudney认为5年以来的公司裁员已对企业造成了损失并对将来高管的能力产生了影响。行业内裁员行动涉及到公司各个阶层，这将影响到未来10年能够胜任领导者的候选人储备。所以，决策正确与否关系重大。

Dudney也指出未来的首席执行官必须是多面手而且具有不错的应变能力。如今政客们认为他们控制着市场。首席执行官们必须迅速对政府的行为以及政策的影响面充分了解。他们也必须适应抛头露面，因为公众的监督一直存在。

纽约资产与财富管理公司Korn/Ferry International的掌门人Michael Castine，认为首席执行官的角色正日趋复杂化。首席执行官需要涉足运营、财务、愿景以及市场方方面面，同时还必须同政客以及监管打交道，此外，在全球业务谈判中也必须表现得能说会道。许多基金公司会关注15年前尚无踪影的主权国家财富机遇，所以你必须拥有全球化视角。用冰球运动员Wayne Gretzky的话来说，这些首席执行官必须紧跟冰球的运动轨迹，而不是滑向冰球当前的位置。

但是这样完美的新型首席执行官是否真的存在呢？咨询顾问们则认为这取决于内部交接安排成功与否。许多公司已建立了内部交接体制；当然有些公司还未考虑这类事宜。据一些咨询顾问称，无论员工喜好与否，某些公司通过在办公室门上挂名牌进行交接安排。拿GMO公司的Jeremy Grantham和Fidelity公司的Ned Johnson举例来说，两

位均是10年内即将退休的知名人士，两家公司都烙下了他们经营的点点滴滴，而且都安排了交接计划。

新型首席执行官2.0必须铭记一件重要的事情。Prince Houston Group的合伙人Jim Houston提到，金融危机过后，客户们普遍对金融业缺乏信任与信心，因此，金融企业的高管们必须加强透明化管理并及时应对多变的市场环境。

那些缺乏新型首席执行官所应具备特质的高管很快将“离开”他们的办公室。

CFA 协会 2013 (美国弗吉尼亚州薛伦斯维尔)版权所有
本文翻译获得CFA协会授权许可。保留所有权利。