

中国私募基金业开启新格局(上)

制约私募业发展的因素出现改善

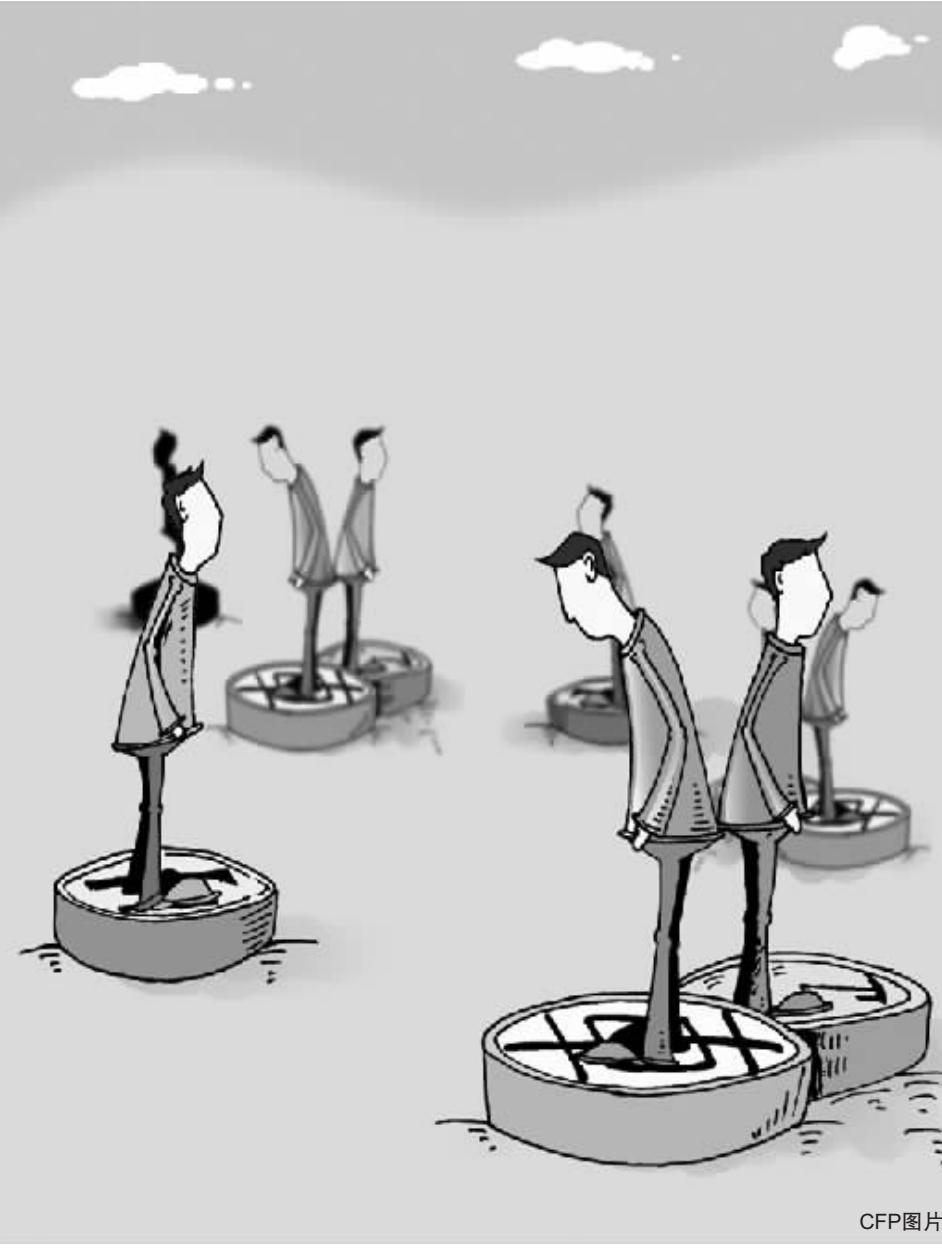
□深圳市中证投资资讯有限公司 朱必远

2012年,我国私募基金行业仍然延续2011年低迷的态势——由于市场指数持续下行,许多私募基金被迫清盘。虽然如此,2012年私募基金行业仍然得到了发展。据不完全统计,2011全年非结构化、结构化、合伙型产品分别发行481只、214只、23只,占比分别为67%、29.8%、3.2%;而在2012年前10个月,这些数字分别是260只、174只、28只,占比分别为56.3%、37.7%、6.1%。值得注意的是,2012年私募基金不再拘泥于传统的股票策略,而是进行了形式多样的策略创新。2011年新成立的产品中,基于传统股票策略和创新策略的产品分别为526只和192只,占比分别为73.3%和26.7%;2012年前10个月成立的新产品中,这些数字分别为247只和215只,占比分别为53.5%、46.5%。也许几年前,市场中性、相对价值套利、宏观对冲、管理期货等这些在海外对冲基金业界常见的词汇还离我们很遥远,但是现在,这些策略正快速出现在我们面前,中国严格意义上的对冲基金时代正在来临。

我国私募基金虽然成立较早,但是直到2009年才迎来较大的发展。但在经历了2009年-2010年较快的发展后,私募基金业发展的步伐开始变慢。如同公募基金行业一样,私募基金行业依然摆脱不了靠天吃饭的局面——牛市里欣欣向荣,熊市里萧条衰败。反观海外市场,不论是牛市还是熊市,对冲基金都能够适应,而且生存得很好。

审视我国私募基金行业的生存环境,我们认为以下几方面的因素制约了行业的发展:

一是身份不明确。这种灰色身份是我国私募基金特有的,“阳光私募”这个词本身就反映了我国私募基金发展的一种尴尬:私募基金管理公司作为投资顾问,必须借助于信托计划才得以实现“阳光化”。因此,私募基金公司与信托公司合作,发行证券投资信托计划,成为我国私募基金产品采取的主要形式。但是在现行的分管体制下,信托计划的主管机构是银监会,证券基金的主管机构是证监会;信托计划服从《信托法》,证券基金服从《证券法》。通过信托公司发行私募基金产品,必须同时遵守信托和证券基金的双重规定,而实际上关于



CFP图片

现状与单一化

信托的很多规定并不适用于证券基金。证监会曾一度暂停信托公司开立证券账户业务,并且这一停就是3年之久,信托公司因而坐收高额的证券账户“资源费”,而这些最终转换成私募基金发行的高成本。

二是投资品种有限。私募基金受累于我国股票市场的低迷,主要原因在于投资品种的匮乏。在国内投资者的印象中,私募基金就是股市多头的代名词。美国著名基金评级机构晨星公司将对冲基金分为6个大类和31个子类,而国内私募基金多数时候只是其中的一个子类——多头股票基金。单一投资策略的背后是投资品种的匮乏。

虽然我国债券市场起步早于股票市场,但是一直发展缓慢,直到2009年才出现了较大的扩容,但是债券品种的结构依然不完善,特别是高收益债券(垃圾债券)几乎是空白。此外,卖空机制是一种平衡市场买卖双方力量的有效手段,但我国直到2010年才推出融券交易制度。而且,虽然融券制度已经推出,但是高达8%-10%的融券交易成本也极大地阻碍了融券的普及和使用,对于机构投资者而言,卖空成为“无味品尝的蛋糕”。

除了基础证券的匮乏之外,我们同样面临着衍生金融证券的匮乏。我国在1992年12月就推出了国债期货,但是由于早期市场的不成熟,在遭遇“5·19事件”后国债期货退出市场。在1992年后的一段时间和2005年后的一段时间,我国市场曾两次出现权证产品,但不久又都退出了历史舞台。在发达市场,权证只是期权的一种,不仅有普通股权证,也有优先股权证和债券权证。而且,针对同一股票可以设计一系列不同到期日、不同执行价格、不同方向的期权。

此外,对投资范围的限制也人为地制造了投资品种的单一化。我国很早就发展了商品期货,在融券制度推出之后的一个月——2010年4月,我国也推出了股指期货,但是私募基金对这些“新式武器”只能远观而不能使用。这与私募基金采取信托计划的形式有关,但是背后是管理层对证券投资基金运用商品期货和股指期货的谨慎态度。

三是生态环境不佳。根据惯例,私募基金收取1.5%-2.0%的管理费和20%的业绩提成费,其中管理费主要作为私募基金公司日常运营的支出,业绩提成费主

要作为对私募基金投资业绩的报酬。但是在我国,这些费用并不会完全支付给私募基金公司,其中0.8%-1.0%的管理费由信托公司收取,0.2%-0.3%的管理费由代销银行收取,3%-6%的业绩提成也由代销银行收取,这些已成为我国私募基金行业默认的规则。

管理资产规模较大的私募基金公司,尚能依靠管理费过日子,但是对于规模较小的私募基金公司而言,在市场好的年份可能有些收成,但在市场不好的年份就只能靠资本金贴补“家用”了。反观海外,1.5%-2.0%的管理费大部分支付给了对冲基金公司,20%的业绩提成则完全支付给对冲基金公司。

海外对冲基金多数采用合伙企业的组织模式。出于产品创新的需求,运用股指期货和商品期货等投资手段),国内不少私募基金公司尝试采用有限合伙企业的形式发行私募基金,但是合伙私募基金需要遵守合伙企业法的规定,缴纳5%的营业税和最高20%的个人所得税或25%的企业所得税。相比于信托计划的方式,有限合伙的方式面临着较高的税收成本。

改革与宽松化

虽然我国私募基金行业面临着诸多问题,但是最近一两年,我们也看到这些问题正在朝着积极的方向转变,特别是最近一年一连串改革措施的出台,给整个金融行业带来不少变化,私募基金行业也从中感受到一缕春风。由于这些改革措施的出台,我们明显感受到了金融监管宽松化的趋势,上述三个制约私募基金行业发展的因素也均出现了不同程度的改善。

首先,《证券投资基金法》修订取得实质性进展。今年7月,《证券投资基金法修订草案》正式发布,向社会公开征集意见。《修订草案》明确将私募基金纳入监管的范畴,长期以来困扰私募基金的“身份”问题将得到彻底解决,私募基金公司可以名正言顺地开展资产管理业务。此外,私募基金公司在符合一定条件时也可以发行公募产品,这无疑将大大拓展私募行业的生存空间。

其次,私募基金可运用的投资品种有所增加,投资范围有望得到进一步拓展。2011年11月,华宝信托旗下产品成功在中金所开户,开启了私募基金通过信托计划参与股指期货的新时代。但是,多数信托计划只能实现20%头寸的对冲,仍然留有80%的风险敞口。即便如此,我们也看到很多私募基金公司在为自己的产品争取20%的对冲头寸。

今年7月,武汉四方物流中小企业私募债发行,预示着我国高收益债券(垃圾债券)市场的启动。中小企业私募债作为一种高收益债券,也隐含着高风险,同时预示着我国过去债券零违约的格局可能会被打破,这对债券基金经理提出了更高的要求。但是挑战与机遇并存,这同时也蕴藏着巨大的投资机会。

今年8月,沪深两大证券交易所同时发布转融通证券出借交易实施办法,转融通业务试点正式推行。虽然此次以转融资业务先行,但是转融券业务的推进应该是迟早的事。转融通业务的推行,将进一步为融资融券市场扩容,并降低融资融券成本。

今年10月,证监会发布了《证券公司客户资产管理业务管理办法》以及《证券公司证券自营业务投资范围及有关事项的规定》征求意见稿,进一步拓宽了资产管理集合计划和券商自营业务的投资范围,其中面向高净值客户的小集合计划增加了商品期货、利率衍生品、银行理财计划和集合信托计划等投资品种,券商自营业务增加了全国中小企业股份转让系统挂牌证券、银行理财计划、集合信托计划等投资品种,并且银行间市场交易的证券由部分扩充到全部。也是在10月,保监会先后发布了《保险资金投资有关金融产品》、《基础设施债权投资计划管理暂行规定》、《保险资金境外投资管理暂行办法实施细则》、《保险资金参与金融衍生产品交易暂行办法》、

《保险资金参与股指期货交易规定》等一系列拓宽保险资金运用范围的规定。从证监会和保监会出台这一系列政策来看,监管层对金融机构投资范围的种种限制正在逐渐解除,改革正在朝着宽松化的方向前进。可以预见,在私募基金身份合法化后,私募基金投资股指期货和商品期货的限制有望得到破除。

最后,信托计划的发行成本有望降低。今年9月,中登公司发布了《关于信托产品开户与结算有关问题的通知》,明确信托公司可自行开立证券账户参与证券交易,被关闭3年之久的信托开户大门终于打开。按照每个证券账户150万元-200万元计算,省下来的费用几乎相当于一个小型私募基金公司一年的开销。未来私募基金如果能像公募基金和券商资管一样直接向监管部门申报产品,可以选择采取信托计划发行或者自己发行,私募基金的发行方式将迎来质的飞跃。