

研究报告

RESEARCH REPORT

中国金融机构集合投资产品 及监管体制研究

课题研究员：肖百灵



深圳证券交易所综合研究所

2012年8月25日 深证综研字第0189号

内容提要

近年来我国金融机构集合投资产品市场发展迅速，但一直面临监管标准不统一的问题。2009 年启动的《基金法》修订试图解决这一问题，故从一开始就面临“大改”和“小改”之争。本报告在研究全球集合投资产品发展及监管体制的基础上，深入分析了我国金融机构集合投资产品发展现状及监管现状，提出了完善我国集合投资产品监管体制的设想。全文主要观点和结论如下：

1、集合投资产品中存在典型的委托代理问题，为防范因代理关系产生的逆向选择和道德风险问题，必须建立起集合投资产品的内部治理和外部约束机制。作为外部约束机制中的重要一环，监管能促进产品内部治理的优化及外部市场的有效约束，是防范管理人道德风险的有效途径。在集合投资产品的基本监管制度安排上，各国大同小异，主要包括：信息披露制度、资本金制度、产品内部治理结构要求、管理人治理要求、资产托管制度、利益冲突规则、投资者资产补偿计划或保险制度。

2、美国从 20 世纪 30 年代开始引领全球集合投资产品市场的发展，并在 20 世纪 40 年代最早对集合投资产品进行政府监管。许多国家其后取法美国建立了本国的集合投资产品监管体制，这种监管体制下，对集合投资产品的监管主要是对证券类集合投资产品的监管，且都由证券监督管理机构进行监管。随着集合投资产品在全球的发展，其投资领域不断扩张，组织形式不断翻新，投资者越来越多样化，以美国式的证券类集合投资产品为核心的监管体制已经无法应对新型集合投资产品的发展，集合投资产品领域出现了功能监管的趋势。功能监管有两种形式：一种形式是美国式的“温和”的功能监管，即性质相同的产品一定程度上统一监管规则，但仍保留多头监管体制；一种是英国式的“彻底”的功能监管，即统一监管体制。近年来，不少国家开始借鉴英国式的统一监管体制，在将本国金融监管体制改革成统一监管体制的同时，在集合投资产品领域也实现了统一监管。日本和韩国是转型比较彻底的两个国家。

3、美国在长达 60 多年的金融分业经营过程中，银行推出集合管理基金，保险公司推出变额年金和变额寿险，期货业推出商品基金，在功能上都类似投资公司。美国机构监管体制面临混业经营产品的种种应对，对我国有很好的借鉴意义：

第一，功能监管不排斥机构监管的存在，功能监管在实践中是有层次的：一种是比较温和的方式，即统一规则但仍实行多头监管，一种是比较彻底的方式，即不仅统一规则还统一监管机构。第二，集合投资产品监管体制的转变必须具备特定的经济、政治、法律基础。第三，集合投资产品监管体制的转变历程，必然会影响行业竞争格局。

4、基金公司发行的基金产品是我国集合投资产品市场上发展时间最长、产业最为成熟、业务最为规范的一类产品，主要投资于证券市场。其存在的突出问题是：产品同质化严重，销售费用太高。证券公司集合资产管理计划在整个集合投资产品中占比很低，对证券公司收入的贡献也很小。其运作模式参照基金产品设计，也主要投资于证券市场，但被监管层定位为私募型产品。其存在的突出问题是：产品线不够丰富；产品流动性不足；业务组织机构设置不利于投资者利益最大化。银行个人理财产品主流运作模式在 8 年的发展历程中，因为宏观经济政策和监管政策的转换而几经变换。从接近传统资产管理型产品的结构类模式、一对一模式和 QDII 模式，到利用制度优势的银信合作模式和资产池模式，尽管整体规模增长迅速，但离真正的资产管理型产品却越来越远。其存在的突出问题是：运作模式不稳定，主动资产管理能力尚需提高。信托公司的集合资金信托计划被监管层定位为私募型产品，其运作模式和基金有相似处，但融资类集合资金信托计划更象是一种高息债券，而非资产管理型产品，真正的资产管理型产品——投资类集合资金信托计划占比却很低。其存在的突出问题是：尚未形成稳定的盈利模式，资金运作具有“类贷款”性质。保险公司投连险规模一直不大，其投资账户的运作模式与基金类似，主要投资于证券市场，大多是投资于基金的 FOF。其存在的突出问题是：投资运作随意性较大，运作模式存在潜在风险，销售误导和欺诈问题突出。

5、从目前公募型集合投资产品市场占有率来看，银行理财产品和公募基金占市场主要份额，投连险市场份额很低。在风险收益特征、运作模式、投资灵活性、流动性、透明度、投资者群体、费率、资产管理能力等方面，这三种集合投资产品存在差异，有些是监管原因造成的，有些则是各机构自身优劣势决定的。总体而言，面向零售投资者的三种公募型集合投资产品，在功能上并非完全替代，而是能满足投资者的不同需求。投连险产品中的保障功能是其特色，公募基金流

动性好、起点低是其特色，银行理财产品则是收益比较有保障。

6、从目前私募型集合投资产品市场占有率来看，信托公司集合资金信托计划所占市场份额最大，其次是银行高端理财产品和证券公司集合资产管理计划。基金公司一对多产品由于发展时间不长，规模很小。这四种私募型集合投资产品在投资门槛、运作模式、投资范围、资产管理能力等方面存在差异，主要是由于不同监管规则造成的。总体而言，证监会监管下的基金公司一对多产品和证券公司集合资产管理计划主要投资于证券市场，银监会监管下的银行高端理财产品和信托公司集合资金信托计划投资领域更加宽泛，能通过另类投资更好地为高端投资者实现绝对收益，但各类投资于证券市场的私募型集合投资产品在功能上有很大的重合。

7、受益于我国经济发展及居民财富的增长，我国集合投资产品市场还有很大的发展空间。从各类集合投资产品发展趋势来看，基金产品和证券公司集合资产管理计划的投资领域将扩大，投资运作、产品审批等方面的管制将进一步放松，银行个人理财产品主流运作模式需要稳定，主动管理能力需要加强，信托公司集合资金信托计划将从融资型产品向投资型产品转变，保险公司投连险的投资领域将进一步扩宽，变额年金保险有望获得较大发展。

8、证监会、银监会、保监会对各自管辖范围内金融机构集合投资产品的监管表明行业的差异。证监会监管资本市场，资本市场的高风险特征及中国目前资本市场新兴加转轨的特征，使证监会的监管一切从严。银监会主要监管银行业，该行业运行特点是比较稳健且有国家信用作为支撑，最近几年才形成风险意识。银行理财产品被认为是银行创新业务，受到银监会的默许甚至是某种程度上的支持。信托公司的集合投资产品业务被监管层认为是信托公司今后的发展方向，因此受到银监会的大力支持。保监会主要监管保险业，保险业面向大众提供有稳定保障的产品，投连险产品可能带来亏损，和人们通常理解的保险产品的安全性有差异，因此，保监会对该项业务并不鼓励。

9、尽管我国以机构监管为基础构建金融监管体系具有一定的合理性，但机构监管带来的监管标准不统一问题既不利于行业公平竞争，又不利于投资者利益的统一保护，还不利于防范系统性风险。

10、借鉴国外集合投资产品监管体制的发展趋势及美国解决此类问题的经

验，分业监管体制下，要完善我国集合投资产品监管制度，应该在目前监管体制中引入功能监管的理念，考虑到集合投资产品监管体制的变化无法脱离整个金融监管体制的变迁，也必须基于集合投资产品市场的发展和变化，因此完善集合投资产品监管体制不可能一蹴而就。本报告提出如下初步设想：远期，伴随金融混业经营模式的确立和金融监管体制朝功能监管体制的转变，集合投资产品领域终将实现彻底的功能监管；中期，集合投资产品市场发展成熟、各金融机构发行的集合投资产品都真正向资产管理型产品转型时，适时统一投资者保护相关规则；近期，借《基金法》修改之机，统一公募和私募的区分标准，统一公募型集合投资产品的相关规则。

关键词：集合投资产品；功能监管；基金；证券公司集合资产管理计划；银行理财产品；信托公司集合资金信托计划；保险公司投连险

目 录

导言	1
一、集合投资产品及其全球发展	2
(一) 集合投资产品概念的界定.....	2
(二) 集合投资产品的监管.....	3
(二) 集合投资产品的全球发展概况.....	5
二、国外集合投资产品的监管体制	8
(一) 国外集合投资产品两种有代表性的监管体制.....	9
(二) 国外集合投资产品监管体制的发展趋势.....	22
(三) 分业监管体制下美国集合投资产品监管体制转变的历史经验.....	26
三、中国集合投资产品发展现状及未来前景	29
(一) 中国集合投资产品发展现状.....	29
(二) 主要集合投资产品竞争状况.....	53
(三) 中国集合投资产品发展前景.....	57
四、中国集合投资产品监管体制现状及问题	60
(一) 各类集合投资产品监管现状.....	60
(二) 监管规则差异性分析——以投资者保护为核心.....	65
(三) 现行集合投资产品监管体制存在的问题.....	71
五、完善中国集合投资产品监管体制的设想	73
(一) 远期：集合投资产品实现彻底的功能监管.....	74
(二) 中期：统一投资者保护相关规则.....	74
(三) 近期：统一公募型集合投资产品相关规则.....	75
参考文献	77
附件	79
附件一：各类集合投资产品监管规则.....	79
附件二：美国围绕银行系集合投资产品的监管冲突案例.....	82

导言¹

集合投资产品的发展源于居民财富增长后进行保值增值的需求及金融机构增加业务收入的需求，其在全球范围内的快速发展是 20 世纪 80 年代后的事情。这一时期全球金融业发展的主流趋势是由分业经营向混业经营转变，集合投资产品由于发展历史短，往往是实行分业经营的国家最早打破分业经营限制的领域。

我国集合投资产品经过 1997 年至 2001 年的萌芽阶段、2002 年至 2005 年的探索创新阶段，从 2006 年起进入快速发展阶段。截至 2011 年底，我国金融机构集合投资产品资产规模已达 12 万亿元²。尽管我国法律原则上规定证券、银行、信托、保险业实行分业经营，但基金公司、证券公司、银行、信托公司、保险公司都在或明或暗地从事集合投资产品业务的事实，表明我国分业经营的坚冰已经被打破。

在这样一个各金融机构都参与的业务领域，法律规范及相应的日常监管规则却按照金融机构所属的金融监管部门分别由不同的监管机构制定和执行。机构监管体制造成针对同一问题立法标准不统一、监管不一致，这被认为造成从业者竞争不公，投资者利益保护不统一，最终将不利于整个集合投资产品市场的发展³。2009 年启动的《证券投资基金法》（以下简称《基金法》）修订试图解决集合投资产品市场监管标准不一的问题，故从一开始就面临“大改”和“小改”之争。“大改”是指将所有集合投资产品纳入《基金法》调整范围，各类集合投资产品适用同样的监管标准。“小改”则是维持集合投资产品的监管现状，《基金法》仍然只适用于基金公司发行的基金产品。

¹ 报告的立项和写作过程中，综合研究所金立扬、波涛、肖立见、王一萱、何基报、阙紫康、蔡弈、吴林祥、廖静池等领导和同事给予悉心指导，并提出宝贵意见。本报告还得到上交所桂敏杰理事长、证监会基金监管部王林主任、证监会上市公司监管部周健男副主任、中央财经大学法学院郭锋院长、摩根斯坦利华鑫基金公司于华总经理、中国基金业协会汤进喜副秘书长、证监会基金监管部林海中处长、深交所基金管理部王霞副总监、曲锴博士的指导和帮助。感谢中国工商银行、中国建设银行、银监会、中国人寿保险公司、东方证券、华润信托等机构相关人员在研究过程中给予的大力支持。在此一并致以诚挚谢意。

² 仅指基金公司、证券公司、商业银行、信托公司、保险公司发行的集合投资产品，不包括非金融机构发行的私募基金。

³ 业界、立法机关和研究机关的许多有识之士，都认识到了集合投资产品市场监管标准不一带来的弊端。参见吴晓灵主编：《投资基金法的理论与实践：兼论投资基金法的修订与完善》，三联书店 2011 年版；夏斌：《发展中国统一信托市场的两大问题》，载《法学》2005 年第 1 期；夏斌、张承惠：《委托理财：政出多门必须结束》，载《财经时报》2003 年 5 月 24 日版；李扬、殷剑峰：《建立市场纪律，完善监管体制，迎接理财新时代》，载中国社会科学院金融研究所殷剑峰主编：《2004-2009 中国理财产品市场发展与评价》，中国财政经济出版社 2010 年版。

本报告试图回答以下问题：中国集合投资产品市场目前的发展情况究竟怎样？其未来的发展前景如何？监管标准不统一的问题是不是已经成为影响集合投资产品市场健康发展的重大问题？国际上，各国集合投资产品有哪几种监管模式？哪种监管模式代表了未来的发展方向？……只有对这些问题进行了回答，才能为中国集合理投资产品市场的发展和监管提供系统的见解和思路，也希望能为《基金法》修订中大改和小改之争提供些许参考意见。

一、集合投资产品及其全球发展

（一）集合投资产品概念的界定

集合投资产品并非严格的法律概念。我国相关学术文献及媒体报道中，集合投资产品通常包括五大类⁴：基金公司的公募基金和一对多产品、证券公司的集合资产管理计划、信托公司的集合资金信托计划、银行个人理财产品、保险公司的投资连接保险。从这五大类集合投资产品的本质出发，本报告抽象出拟研究的集合投资产品的概念，是指汇集多个投资者资金，由专业金融机构进行管理运用，并将所获收益按投资者出资进行分配的集合式投资构造。

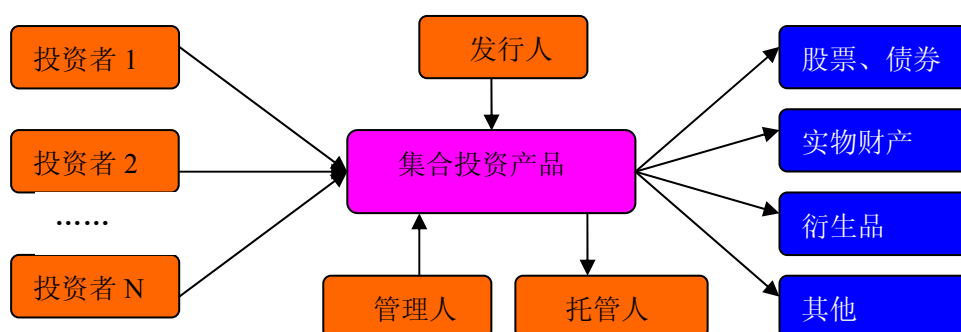
从这一概念出发，本报告所称的集合投资产品大体对应于我们通常理解的国外的投资基金。不同国家对投资基金有不同称谓。在美国，根据监管机构不同，投资基金在法律上分别被称为“投资公司”(Investment Company)、“共同信托基金”(Common Trust Fund)、“集合投资基金”(Collective Investment Trust)、“商品基金”(Commodity Pools)。在英国，根据组织形式不同，投资基金在法律上分别被称为“集合投资计划”(Collective Investment Schemes)和投资信托公司(Investment Trust Company)。在日本，根据组织形式不同，投资基金在法律上分别被称为“投资信托”、“投资法人”和“集合投资计划”。在韩国，投资基金在法律上被统一称为集合投资计划。

⁴我国相关学术文献及媒体报道中，集合投资产品通常也被称为“集合理财产品”、“理财产品”、“金融理财产品”。严格说来，目前集合投资产品有六类，除了五类金融机构集合投资产品外，还包括非金融机构发行、管理的私募基金。此外，2012年7月31日，证监会发布《期货公司资产管理业务试点办法》，允许期货公司从事资产管理业务，尽管初期仅能从事一对一的资产管理业务，但不排除今后期货公司也能发行集合投资产品。本报告将研究范围限定于现有金融机构集合投资产品，但有关监管体制的研究结论同样适用于非金融机构发行、管理的私募基金和今后期货公司的集合投资产品。

如同对投资基金的称谓各不相同一样，各国对投资基金并未形成统一且准确的定义。尽管如此，各国投资基金都具备共同的基本要素：①基本当事人包括发起人、管理人、多个投资者、托管人。②基金财产独立。基金财产区别于基本当事人的固有财产，仅服从于基金目的而独立运作。③管理人按照与投资者的约定，对基金财产进行管理运用，投资者基本上不参与基金财产的管理运用。④基金财产的收益按投资者出资进行分配，损失由投资者以出资为限承担。

本文讨论的集合投资产品是指符合上述四项基本要素的集合投资产品，其基本运作结构可用下图表示：

图 1 集合投资产品基本运作结构图



（二）集合投资产品的监管

集合投资产品中，单个投资者对统一的产品账户没有直接控制权，产品账户由管理人统一管理运作，投资者承担由此带来的风险和收益，管理人则按照事先合同约定收取一定费用，这样一种制度安排中，委托代理问题非常突出。由于委托人人数的众多性、代理人服务的专业性，与一般委托代理关系相比，集合投资产品中委托人（投资者）和代理人（管理人）之间的信息不对称程度更严重。为防范因代理关系产生的逆向选择和道德风险，必须建立起集合投资产品的内部治理和外部约束机制。内部治理机制包括三方面：其一是建立制衡机制发挥投资者和托管人对管理人的监督作用，其核心是如何构建投资者利益代表；其二是建立激励机制促使管理人采取有利于投资者利益的行为，包括设计灵活的管理人报酬结构、鼓励管理人持有自己的产品等；其三是完善以保护持有人利益为目标的管理人内部治理结构。外部约束机制有两方面：其一是市场约束机制，包括管理人的声誉机制、管理人的市场竞争机制、外部独立审计机制、信息披露机制、集合

投资产品评价体系等；其二是对集合投资产品实施政府监管，作为外部约束机制中的重要一环，监管能促进集合投资产品内部治理的优化及外部市场的有效约束，是防范管理人道德风险的有效途径。

出于保护投资者利益、维护金融体系安全的考虑，各国集合投资产品的基本监管制度大同小异⁵（见下表）。

表 1 集合投资产品基本监管制度

基本监管制度	目标	
	保护投资者利益	维护金融体系安全
信息披露制度	√	√
资本金制度	√	√
产品内部治理结构要求	√	
管理人治理要求	√	
资产托管制度	√	√
利益冲突规则	√	
监管报告制度		√
投资者资产补偿计划或保险制度	√	

具体而言，为实现投资者利益保护及维护金融体系安全的监管目标，应建立的基本监管制度包括：

①信息披露制度。通过强制性的信息披露制度保护投资者利益是各国集合投资产品监管制度中的共同作法。集合投资产品投资者和管理人之间信息不对称，通过制定规范的信息披露标准和严格的信息披露制度，保证市场的公开、公平和公正，便利投资者在一个市场信息充分有效的环境下进行理性投资和交易，能一定程度上缓解信息不对称问题，对管理人的道德风险行为构成有效约束，从而有效保护投资者利益。信息披露制度也具有维护金融体系安全的作用。要求管理人按照标准格式进行充分的信息披露，是监管者有效监督防止管理人出现风险并引发系统性风险的有效手段，同时也是投资者了解真实情况、避免跟风而动防止传染性效应的有效手段。

②资本金制度。充足的资本金是金融机构清偿能力的保证，从而也是投资者合法权益的基本保证。不过，并非每个国家都对管理人实施最低资本金要求。例如：在美国，作为管理人的投资顾问就没有最低资本金要求，不过，许多欧洲国家都对管理人有资本金要求。资本金制度不仅是保护投资者利益的重要工具，也

⁵鉴于各国集合投资产品基本监管制度大同小异，下文着重从监管体制的角度论述国外集合投资产品监管，不再将重点放在基本监管制度上。

是防范系统性风险，维护金融体系安全的有力保障。

③产品内部治理结构要求。采取公司形式的集合投资产品必须建立以独立董事为主要成员的董事会，通过在公司内部塑造出投资者利益的代表，能有效保护投资者的利益。采取契约型形式的集合投资产品则通过托管人、投资者大会的制度安排对管理人形成制约，从而保护投资者的利益。

④管理人治理要求。契约型基金中，由于托管人由管理人选任，投资者人数众多，期望通过托管人、投资者大会的制度安排对管理人形成制约，往往很难达到预期效果，因此契约型基金占主导地位的国家中，往往对管理人的治理提出诸多强制性要求，通过完善管理人的治理实现保护投资者利益的目标。

⑤资产托管制度。几乎所有国家都对集合投资产品资产独立第三方托管进行了强制性要求，这能防止管理人侵占投资者的财产，且在管理人破产的情形下，投资者损失的风险很小，并能以很低的成本转移到新的管理人处，从根本上实现对投资者利益的保护。此外，投资者资产与管理人资产独立，资产由第三方托管，可以防止管理人的破产风险危及投资者资产，进而影响公众投资者利益。

⑥利益冲突规则。投资者和管理人的委托代理关系中，管理人的利益冲突行为具有多样性、复杂性和隐蔽性，因此如何防范管理人不正当的利益冲突行为给投资者造成损害，是各国集合投资产品监管制度的重要内容。

⑦监管报告制度。要求管理人将关系系统性风险的特定信息向监管机构定期报告，有助于监管机构从宏观上掌握相关信息，防范系统性风险。对私募基金的监管主要采取这种方式。

⑧投资者资产补偿计划或保险制度。建立资产补偿计划(Compensation Scheme)的目的是补偿投资者由于管理人对资产的错误管理造成的损失，或补偿管理人失去支付能力时投资者的损失，欧洲不少国家主要采取这种方式实现对投资者利益的保护。在美国，商业保险市场非常发达，故法律强制要求管理人对因雇员欺诈、违约、非法交易等造成的损失购买商业保险，以此保护投资者利益。

(二) 集合投资产品的全球发展概况

一部集合投资产品的全球发展史，几乎就是一部投资基金的全球发展史，一部投资基金的全球发展史，几乎就是一部证券投资基金的发展史。基于数据统计

的可得性，以下有关集合投资产品全球发展的数据主要以证券投资基金为主。

集合投资产品的发源地是英国。1868年，英国成立了“外国和殖民地政府信托”（Foreign and Colonial Government Trust）。该投资信托以信托契约形式组织运作，被认为是契约型封闭式基金的雏形。1879年，英国颁布《股份有限公司法》，自此开始出现公司型封闭式基金。后来，英国公司法要求投资信托必须进行公司化注册登记，故投资信托在实质上都变成了投资公司⁶。但迄今为止，投资信托这个术语仍然在英国被广泛使用，被用来指公司型的封闭式基金。

投资基金制度获得真正大的发展是在美国。早期，美国投资基金的发展受到英国的影响，都是公司型的封闭式基金。1924年，马萨诸塞州投资者信托(the Massachusetts Investors Trusts)在美国波士顿成立，这被认为是第一只现代意义上的开放式基金（在美国，开放式基金通常被称作共同基金，如无特别指明，以下所称的共同基金都指开放式基金）。和封闭式基金相比，共同基金对集合投资制度进行了革命性的创新：向投资者持续提供按照基金净资产现值定价的、随时允许投资人赎回的基金份额。一部美国基金业发展史，实际上是一部美国共同基金发展史。无怪乎美国人自称“共同基金是一个真正的美国成功故事”⁷。

自20世纪50年代、60年代开始，集合投资产品开始在全球范围内推广。各国根据本国国情纷纷推出了符合本国法律的集合投资产品。进入20世纪80年代以后，随着世界经济的高速发展和全球经济一体化的发展，受美国和其他发达国家集合投资产品发展对资本市场、金融市场发展的有益经验的影响，发展中国家也认识到集合投资产品的重要性和作用，开始制定法规，发展本国的集合投资产品，这使得集合投资产品在全球得到了进一步的发展。

集合投资产品在全球范围内的快速发展是20世纪80年代后的事情，尤其是进入90年代后，以美国为代表的发达国家集合投资产品资产规模平均年增长都在15%以上。例如：1990-1998年间，英国基金业资产规模平均年增长率是18%，美国是20%，德国是15%，加拿大是31%，意大利是40%⁸。ICI对1998-2010年间全球41个国家和地区基金资产规模进行了统计，结果见表2所示。截止2010年底，全球41个国家和地区的基金总资产为24.7万亿美元，比1998年增长约

⁶马修.P.芬克著，董华春译：《幕内心声：美国共同基金风云》，法律出版社2008年版，第4页。

⁷同前注，第179页。

⁸Davis, E.P. & B. Steil, *Institutional Investors*, Cambridge, Mass. MIT Press 2001, 转引自何基报、王霞：《机构投资者发展战略研究》，2006年深证综研字第0144号研究报告。

160%，年均增长超过 10%。1998-2005 年间，美国基金业资产规模一直超过全球 41 个国家和地区基金业总资产规模的 50%，年平均为 55%。随着其他国家基金业的发展，从 2006 年开始，这一比例有所下降，2006-2010 年大约在 47%-48% 之间。除美洲国家外，欧洲、亚洲和非洲国家基金业规模增长速度也较快，1998-2010 年间的增长幅度均超过 150%。相比之下，欧洲基金业占全球份额比亚洲和非洲国家大得多，平均为 30%，2002 年后还有增加的趋势。作为基金业发展历史时间最长的两个国家，英国基金业的发展远远比不上美国，即使在欧洲，英国基金业的份额也仅在 10% 左右，不如法国、卢森堡、意大利、德国等国。

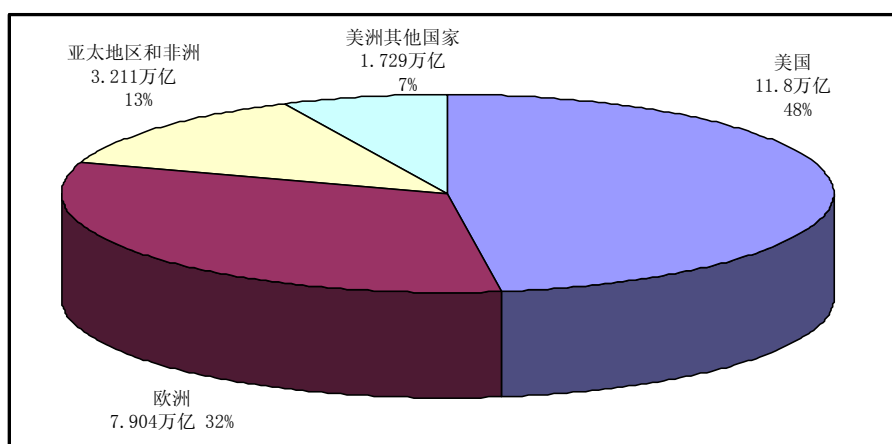
表 2 全球基金业规模（1998~2010 年）（单位：10 亿美元）

年份	总计	美洲国家	欧洲国家	亚洲国家	非洲	美国	英国
1998	9594.55	5867.19	2743.23	971.98	12.16	5525.21	277.55
1999	11762.35	7264.67	3203.4	1276.24	18.24	6846.34	375.2
2000	11871.03	7424.11	3296.02	1133.98	16.92	6964.63	361.01
2001	11654.87	7433.11	3167.97	1039.24	14.56	6974.91	316.7
2002	11324.13	6776.29	3463	1063.86	20.98	6390.36	288.89
2003	14048.31	7969.54	4682.84	1361.47	34.46	7414.4	396.52
2004	16164.79	8792.45	5640.45	1677.89	54	8106.94	492.73
2005	17771.37	9764.27	6002.25	1939.25	65.59	8905.17	547.1
2006	21808.88	11470.49	7803.88	2456.49	78.03	10397.94	755.16
2007	26132.32	13423.91	8934.86	3678.33	95.22	12002.28	897.46
2008	18920.01	10581.94	6231.12	2037.54	69.42	9603.6	504.68
2009	22952.85	12585.82	7545.54	2715.23	106.26	11120.2	729.14
2010	24698.64	13586.87	7902.84	3067.32	141.62	11820.68	854.41

数据来源：ICI Factbook。

以 2010 年全球基金业规模的地域分布为例（见图 2）。2010 年底，全球基金业资产管理规模约为 24.7 万亿美元，其中，美国占 48%，欧洲占 32%，亚洲和非洲加总占 13%，美洲其他国家占 7%。

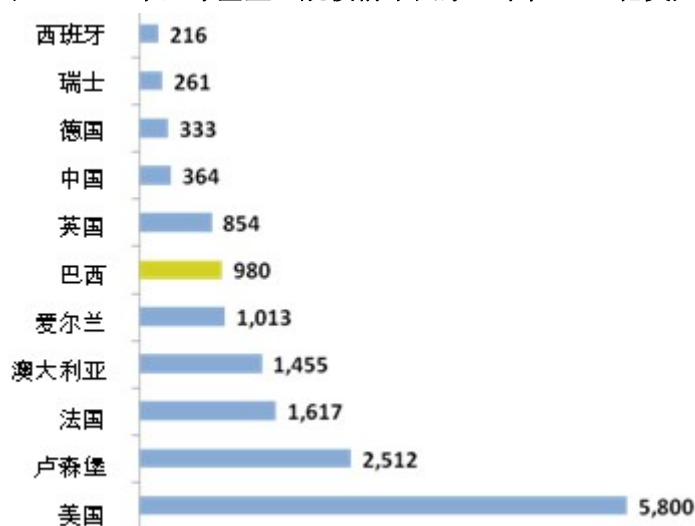
图 2 2010 年全球基金业规模的地域分布



数据来源：ICI Factbook 2011。

2010 年，全球基金业规模排名前十的国家见图 3。

图 3 2010 年全球基金业规模前十国家 (单位：10 亿美元)



数据来源：ANBIMA (巴西金融与资本市场协会)。

二、国外集合投资产品的监管体制

美国是世界上集合投资产品最发达的国家，也是最早对集合投资产品进行政府监管的国家。20 世纪 30 年代的大萧条，促使美国政府对金融业实行严格的分业经营、分业监管体制，并开始对包括集合投资产品市场在内的证券市场进行联邦政府监管。当时及此后很长一段历史时期，集合投资产品主要投资于证券市场，且产品本身也主要是向公众进行销售，因此集合投资产品市场一直被认为是证券市场的一部分，由证券监管机构进行监管。美国从 20 世纪 30 年代开始引领全球集合投资产品市场的发展，因此，许多国家都取法美国监管体制建立了本国的集

合投资产品监管体制，这种监管体制下，对集合投资产品的监管主要是对证券类集合投资产品的监管，且都由证券监督管理机构进行监管。随着集合投资产品在全球的发展，其投资领域不断扩张，从主要投资于证券发展到重视投资另类投资领域⁹；组织形式不断翻新，从公司型、契约型两种组织形式发展到公司型、契约型、有限合伙型三种组织形式；投资者越来越多样化，从以普通公众为主要投资者的公募型产品占主导地位到以富裕人士为主要投资者的私募型产品发展越发迅速。以美国式的证券类集合投资产品为核心的监管体制已经无法应对新型集合投资产品的发展，集合投资产品领域出现了功能监管的趋势。从全球范围来看，集合投资产品功能监管趋势产生的背景是：全球金融业从分业经营向混业经营转变成为一种趋势，与分业经营对应的机构监管体制需做出相应调整，引入功能监管。集合投资产品由于发展历史短暂，往往是实行分业经营的国家最早打破分业经营限制的领域，因此，在集合投资产品领域的功能监管趋势最为明显。功能监管有两种形式：一种形式是美国式的“温和”的功能监管，即性质相同的产品一定程度上统一监管规则，但仍保留多头监管体制；一种是英国式的“彻底”的功能监管体制，即统一监管体制。

从上世纪末开始，越来越多的国家采取统一监管体制，统一监管体制成为国外集合投资产品监管体制的主流发展趋势。即使是最早以法律形式确立分业经营分业监管的美国，也在 1999 年以立法的形式确立了功能监管，反映到集合投资产品监管领域，则是朝统一监管体制更靠近了一步。考虑到历史上美国分业经营、分业监管的历史非常长，在这个过程中，不同监管机构之间就类投资公司的监管有不少生动有趣的案例；其次，我国和美国一样实行金融分业监管体制，美国在长达 60 多年的金融分业经营过程中，监管体制面临混业产品的种种应对，对我国有很好的借鉴意义。因此本部分将美国集合投资产品监管体制转变的历史经验单独作为一节进行研究。

（一）国外集合投资产品两种有代表性的监管体制

1、以美国为代表的多头监管体制

⁹另类投资是指在股票、固定收益证券及期货等通过公共交易平台操作的投资以外的所有投资，涉及房地产、私人股权（Private Equity）、杠杆并购、黄金、艺术品等。20 世纪 90 年代末以来，机构投资者多元化发展，富裕人士增长，产生财富管理需求，另类投资得以迅速发展。

(1) SEC 对投资公司¹⁰的监管

在美国，投资公司是至少 40% 的资产投资于证券的集合投资产品，即我们通常理解的证券投资基金。投资公司的定义非常宽泛，很难一一列举。根据《1940 年投资公司法》第 3 条的规定，投资公司定义的精髓是：投资公司既是证券的“发行人”也是证券的“投资人”。实践中，判断某公司是否是投资公司有主观和客观两种检验标准：①主观检验标准：任何宣称自己是专门从事证券投资或再投资业务的机构即被认为是投资公司。在对此进行确认时，SEC 和法院会着眼于公司的陈述、公司经营报告和财务报告以及股东预期。②客观检验标准：主要看公司的资产组成。任何事实上从事证券投资、再投资或证券交易的公司只要将 40% 以上的资产投资于证券，都被视为投资公司，即使其不自称为投资公司。同样，SEC 和法院会考虑公司的实际经营情况、财务报告结果及公司和股东的关系。

投资公司由 SEC 根据《1940 年投资公司法》进行监管，接受该法案监管的投资公司被称为是“注册投资公司”；但《1940 年投资公司法》第 3 (b) 和 3 (c) 中特别豁免某些机构不作为投资公司，从而将许多种投资公司从其监管中排除，这些投资公司被称为“非注册投资公司”；主要有四大类（见下表），其中，最主要的是私募基金。

表 3 投资公司的豁免情形

类 型	法律条款	备 注	
生产经营性 控股公司	3(b)(1)-(3)、 3(c)(6)		
受其他法律法 规监管的机构	银行、储蓄和贷款协会、保险公 司	3(c)(3)	银行作为受托人、执行人、 管理人或监护人提供的共 同信托基金或类似基金据 此获得豁免
	养老基金	3(c)(11)	
	经纪人、交易商	3(c)(2)(A)	
投资者能充分 控制的公司	投资者数目不超过 100 人的私有 性投资公司	3(c)(1)	私募基金据此获得豁免
	投资者合格成熟的投资公司	3(c)(7)	
	投资者旨在捐赠而不是投资的慈 善机构	3(c)(10)	
金融体系中不 甚重要的机构	工业银行或小额抵押贷款银行	3(c)(4)、3(c)(5)	
	石油天然气特许权融资安排	3(c)(9)	

¹⁰集合投资产品是一种集合式投资构造，有多种组织形式，公司是组织形式之一。在美国，采取公司组织形式的集合投资产品被称作投资公司。

1940 年时，美国投资公司主要有四类：开放式投资公司（通常称作共同基金，Mutual Fund）、封闭式投资公司（Closed-End Fund，以下简称封闭式基金）、单位投资信托(Unit Investment Trust)和面值证书公司(Face-amount Certificate Company)。这四类投资公司被规定在《1940 年投资公司法》中。面值证书公司是指从事或计划从事发行分期付款型面值证书的投资公司，或者已经进行该项业务并且该种证书已发行的投资公司，这种投资公司在 20 世纪 20、30 年代曾经非常流行，现在几乎已经不存在了。1993 年，一种新的投资公司——交易所交易基金（Exchange Traded Fund，以下简称 ETF）产生，并在近几年来获得极大发展。至此，通常而言，根据《1940 年投资公司法》注册成立的投资公司主要有四类：共同基金、封闭式基金、单位投资信托以及 ETF。

无论是基金数量还是管理资产规模，共同基金都是最主要的注册投资公司类型。截至 2009 年底，共同基金管理资产规模占美国整个公募基金业的 91%。共同基金的突出特点是发行可赎回的证券，这意味着，基金要随时准备以当前的净资产值从投资者手中买回自己的证券。共同基金既可以采取公司组织形式，也可以采取商业信托形式（在美国，商业信托有时又被称作法定信托，是企业组织形式的一种）。和普通公司一样，共同基金有自己的董事和高管或者有受托人，但和普通公司不同的是，共同基金通常是从外部聘请第三方进行管理。它没有传统意义上的雇员，也不从事传统意义上的公司运营行为，相反，基金通过与关联机构或者独立第三方建立服务合同关系，依靠这些服务提供商投资资产及从事其他相关活动。

投资公司业是美国监管最严格的金融行业，监管立法具有多层次性，这其中，《1940 年投资公司法》规范投资公司，主要规定投资公司的定义、组织形式、资本结构、销售要求等内容，《1940 年投资顾问法》规范投资顾问¹¹，要求管理公募基金的投资顾问进行注册，对其咨询管理服务协议、佣金提出了相关要求，禁止投资顾问进行欺诈行为，要求其对投资者承担信义义务、信息披露义务，还需保存账册和保留交易记录。传统上，私募基金及其管理人根据《1940 年投资公司法》和《1940 年投资顾问法》获得注册豁免。《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》对基金份额的发行和交易做出了详细规定，基金份额的发行需要

¹¹即我国通常理解的基金管理公司。

满足《1933 年证券法》的注册登记要求，如果在交易所上市交易，还需遵循《1934 年证券交易法》的登记与定期申报要求。此外，采公司形式的基金，在州注册时，还要遵守州公司法的规定，各州蓝天法对基金份额的发行有规定的，在该州注册的基金公开发行基金份额时还需遵守州蓝天法的相关规定。不过，1996 年《全国证券市场改进法》通过后，根据《1940 年投资公司法》在联邦注册的基金在许多方面只接受联邦法律的监管，不再受州法监管，但在处理与券商相关的基金份额销售欺诈案件中，各州仍然有监管权限。

根据《1940 年投资公司法》及之后 SEC 颁布的规章、命令的要求，SEC 对投资公司进行监管最重要的制度是：信息披露制度和对投资公司的治理要求。

SEC 对投资公司的监管建立在信息披露的基础上，并通过调整信息披露要求来适应投资公司发展中的新情况。对投资公司的信息披露要求主要体现在招股说明书和持有人报告两方面。SEC 一直努力创建一个简单好读的投资公司招股说明书。从最初要求投资公司必须交付给投资者完整的招股说明书，到最近进行监管改革，要求关键信息以平实英语、标准顺序放在法定招股说明书前面；允许基金公司交付给投资者招股说明书摘要，法定完整招股说明书则公布在网上，经投资者请求，投资公司必须将法定完整招股说明书交付给投资者。持有人报告需向 SEC 和投资者披露。最初只包括年报和半年报，但必须列出所有最近存在于基金投资组合中的证券。2004 年 SEC 进行了改革：允许基金减少持有人报告披露的内容，只包括最多 50 个证券的持有情况和超过 1% 的基金资产持有的证券情况；披露次数从一年两次提高到四次，即每季度结束日起 60 天内，应将基金投资组合向 SEC 报告。每个主要执行官和主要财务官，必须确认报告准确且没有误导。

对投资公司的治理要求，主要是通过规定董事会构成中大多数为独立董事，通过赋予独立董事权力和义务，使其能对投资顾问的行为进行监控。具体而言，投资公司的独立董事制度包括以下几个重要的方面：其一，从 2006 年 1 月开始所有投资公司董事会必须有 75% 以上的独立董事；其二，对独立董事的独立性和任职资格有具体规定，包括必须不属于利害关系人等条件；其三，通过独立董事选举产生新的独立董事；其四，为独立董事配备独立的法律顾问和审计委员会；其五，投资公司必须面向投资者披露包括独立董事在内的董事的相关信息，包括董事的身份和执业经验等基本信息、董事拥有的基金份额、利益冲突行为、董事

会在基金治理中的作用等等。

(2) OCC 等对银行集合管理基金的监管

在美国，共同信托基金（Common Trust Fund）和集合投资基金（Collective Investment Fund）只有银行和信托机构才能发行。本文为论述方便，将共同信托基金和集合投资基金合称“集合管理基金”。

根据《联邦法规》第 12 章 9.18 节（Code of Federal Regulation, 以下简称 12 CFR 9.18）的规定，集合管理基金是银行根据该款规定的特定标准建立的、将银行担任受托人的信托账户的资产混合在一个账户、由银行管理的信托基金。银行集合管理基金根据信托计划文件成立，该文件详细规定了银行应该如何管理基金资产。银行是集合管理基金的受托人，且是基金资产法律上的所有人。

银行集合管理基金主要有三类：一类是 A1 型集合管理基金（以下简称 A1 基金），是为投资目的将不同的信托账户集合起来进行管理，A1 基金在业界通称为共同信托基金。一类是 A2 型集合管理基金（以下简称 A2 基金），仅限于豁免联邦税的员工退休金账户、福利金账户、利益分享账户、股票红利账户等账户的集合管理，A2 基金在业界通称为集合投资基金。共同信托基金和集合投资基金都接受《联邦法规》第 12 章第 9 节（12 CFR Regulation 9）的大部分约束，不过，集合投资基金不能依赖《国内税收法案》（The Internal Revenue Code）第 584 条获得穿透税收待遇，广告营销不受限制，且在联邦证券法中有不同于共同信托基金的立法和监管历史。本报告对集合管理基金规则的讨论，大部分都同时适用于共同信托基金和集合投资基金。还有一类是其他基金。根据规则 9.18(c) 条的规定，全国性银行在不违反有关法规的情况下，可向 OCC 申请成立数种除了 A1 基金及 A2 基金以外的集合管理基金，这其中，有一种“特别例外基金”（Special Exemption Fund），该种基金可采取 A1 基金形式、A2 基金形式或其它形式，它拥有独特的投资条款，可以与 12 CFR 9.18(a)及(b)的某些条款的基本要求不一致。特别例外基金类似于《1940 年投资公司法》中授予 SEC 的一般豁免权，是美国银行监管机构鼓励银行集合管理基金创新的主要方式。

银行集合管理基金和投资公司具有许多共同特征，经营上也有类似之处，但二者也有根本差别。一般公众不能投资于银行集合管理基金，原因在于：银行是为有效管理其以“善意受托人”（bona fide fiduciary）身份持有的信托帐户而设立

银行集合管理基金的。根据《1940年投资公司法》第3条规定，共同信托基金或集合投资基金等此类为集合管理目的而存在的基金并非《1940年投资公司法》定义下的投资公司，故毋需依该法向SEC注册为投资公司，且不受《1940年投资公司法》的严格规范。适用此豁免最重要的条件是信托基金的成立是以建立真诚善意的信托关系为目的，而非作为公众的一般投资管道，否则仍需向SEC注册登记。SEC对“善意受托人”有严格解释，仅限于传统个人信托中银行充当受托人、遗嘱执行人、管理人、监护人以及《统一未成年人赠与法》（the Uniform Transfers to Minors Act）中规定的监护人，而信托权力的行使必须不仅仅限于金钱的管理。SEC一直将是否有真实的基础信托关系作为界定信托关系存在的基础，曾经多次认定“迷你信托”（Mini-Trust，迷你信托通常根据标准化、可撤销或有最低资产标准的合同设立）是代理投资管理合同，因此，不允许这些类型的帐户参与银行集合管理基金，只有雇员利益帐户不受“善意受托人”规则的限制。

整体而言，集合管理基金投资范围比投资公司宽泛，管理人可与委托人协商，享有较为宽泛的自由裁量空间，但同时也面临相当多的行政限制及义务责任规范，比如其受限于忠实义务的要求以及合理收费的要求，其中后者与管理人的收益高度相关。因此，虽然集合管理基金可豁免联邦税，不适用《1940年投资公司法》严格的监管规则，且不需向SEC定期报告因而省下大笔费用支出，但向委托人收取费用的项目相较于投资公司而言少很多。直到1996年底国会通过法案减免银行将经营的集合管理基金转换为自己旗下或同业的一个或数个共同基金的获利或损失的确认，一段时间内，美国商业银行纷纷将其管理的集合管理基金转换为共同基金，以提高银行利润。银行进行此种转换有多种好处：除了可向一般大众募集资金扩充规模外，对某些所属金融控股公司同时拥有共同基金公司的银行而言，尚可因业务整合消除双轨管理的困扰并因此降低人事成本。此外，转换成共同基金除了可收取信托管理费用外尚可收取投资顾问费用（集合管理基金通常不被允许收取投资顾问费用）或经由销售其他公司基金赚取佣金收入，这些都可提高银行的收益。

投资公司监管的逻辑理由是：由于面向不特定的公众发行，投资者无法个别磋商发行条件，且投资者对其财产已失去实质性管理权和控制权，此时投资者是证券法保护的主体。集合管理基金建立在以信赖为基础的信托关系上，产生不当

劝诱的可能性较低，同时，OCC 已经对从事该业务的机构进行了充分的监管，无需重复监管。下表是投资公司和集合管理基金主要监管规则的对比：

表 4 银行集合管理基金和投资公司主要监管规则之比较

对比项	银行集合管理基金（简称 CMF）	投资公司（简称 IC）
信息披露	(a)不能公开做广告，除非作为银行信托业务广告的一部分；(b)可以在向潜在客户发放的年度报告内包含 CMF 的过往业绩。	(a)需向 SEC 注册，注册时需提交招股说明书，且必须将招股说明书发放给每个投资者；(b)可依法就过往业绩进行广告；(c)需提交半年度报告，通常需每个月月末 30 天内报告持股情况。
治理结构	银行是 CMF 的法人受托人，负责 CMF 的一切事务，但投资管理职能可以根据谨慎标准委托给第三人。	(a)共同基金通常有外部投资顾问；(b)董事会中至少 75%是外部独立董事，董事长需是独立董事；(c)董事会必须至少每季度开一次会；(d)利益冲突交易需独立董事批准。
基金管理费用	银行由于已经收取了单个信托账户的信托管理费用，因此不再单独收取 CMF 的管理费。	投资顾问合同必须详细规定投资顾问的收费。该项收费必须经 IC 董事会多数决通过，包括多数独立董事通过。
杠杆操作	银行管理 CMF 时不能借贷或者将 CMF 资产进行抵押	IC 借款时，每 3 元资产的最大负债额是 1 元。
利益冲突	银行被禁止从事利益冲突交易，除非在个案的基础上经受托人同意	IC 的投资顾问和承销商不能与 IC 从事自我交易，但在代理费公平、合理条件下可代理他人与 IC 交易。
持有人投票	CMF 的持有人很少被要求就任何交易进行投票	股东有权就下列事项投票表决：投资顾问费、12b-1 计划、董事会成员的选举，但不要求每年开一次股东大会，因为投票权征集花费太高。
投资限制	根据州法和书面信托文件进行投资。	投资于经纪商-交易商、投资顾问、保险公司和其他共同基金时有特定要求
营销费用	购买 CMF，投资者无需交手续费	IC 发行时，既可能无手续费，也可以延迟支付销售费，还可以实行 12b-1 计划。

(3) CFTC 对商品基金的监管

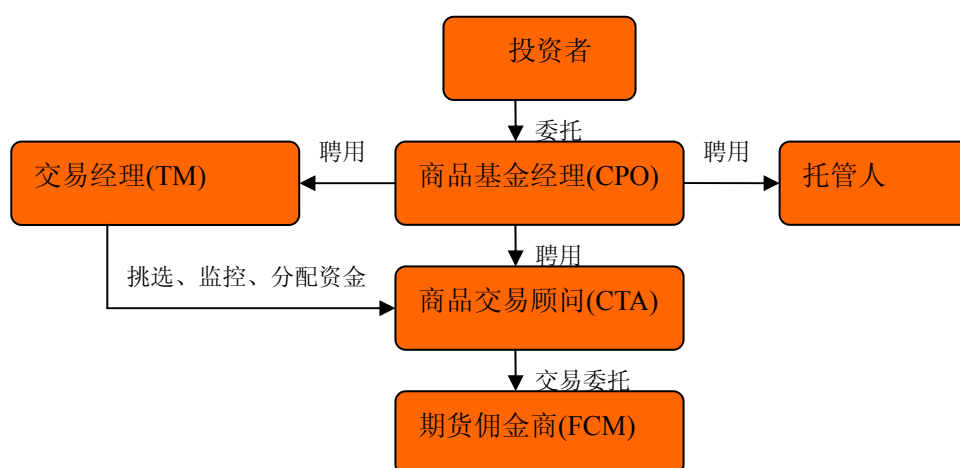
商品基金（Commodity Pools）在美国又被称作“商品期货投资基金”，是投资于商品以及交易商品的基金，由商品期货交易委员会（Commodity Futures Trading Commission,以下简称 CFTC）监管。商品基金是商品期货业中的投资公司，由于主要投资对象并非证券，因此不受《1940 年投资公司法》的规范。

CFTC 对商品基金的定义相当广泛，集合多数投资人的资金，通过单一的集合账户在期货合同和商品期权上交易的投资工具，都属于商品基金，不管这些交易是不是基金主要的活动或者是其主要活动之一。即：投资于商品期货和期权的集合投资工具，就被视为商品基金。因此，商品基金这一定义包含了各种各样的

投资工具，既包括纯粹为了在期货市场上投资设计的基金，也包括为了在证券市场投资的基金。例如：对冲基金很明显是商品集合投资，要受 CFTC 的监管，尽管可能有资格按照 CFTC 规定的一些要求获得部分豁免。

商品基金基本组织运作结构见下图，这其中，商品基金经理(Commodity Pool Operator, CPO)是基金的主要管理人，是基金的设计者和决策者，负责基金的发行、选择基金的主要管理者、决定基金投资方向。商品交易顾问(Commodity Trading Advisors, CTA)受雇于 CPO，负责在 CPO 或交易经理的授权下进行具体交易，决定基金的投资策略。交易经理(Trading Manager, TM)也受聘于 CPO，主要帮助 CPO 挑选 CTA，监控 CTA 的交易活动、控制风险、在 CTA 之间分配资金。期货佣金商(Future Commission Merchant, FCM)相当于国内的期货公司，接受客户指令及其资产，代表其买卖期货合约和商品期权，在国外，很多 FCM 附属于 CPO，为 CTA 进入交易所进行期货交易提供通道，向客户提供各种投资项目的业绩报告，还有一些 FCM 同时也是 CPO 或 TM，为客户提供投资机会。托管人相当于国内的基金托管人，负责保管基金资产和监督基金运作。

图 4 美国商品基金基本运作结构图



商品基金纳入监管范围是近三十年来的事。20 世纪 70 年代商品期货市场的繁荣，引起了当时还是农业部内设机构商品交易机构的注意，他们认为，为了防止不成熟的投资者进入这个市场，CPO 和 CTA 应该注册。《1974 年商品期货交易委员会法》和《2000 年商品期货现代化法》对 CPO 和 CTA 的注册、监管和考核进行了十分严格的规定，确保其业务技能和职业道德符合职业运作的要求。截止 2006 年，CPO 管理的商品基金大约有 3500 只，资产规模大约 6000 多亿美

元。大部分商品基金是私募基金，通常向机构投资者或者成熟投资者出售，因此往往是对冲基金的一种，不过，少部分商品基金公开发售，且根据《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》向 SEC 注册。

和 SEC 对投资公司监管的基本理念一样，CFTC 对商品基金的监管也是建立在信息披露制度上。CFTC 对基金运作的各个环节，CPO 和 CTA 信息披露的周期、频率、内容、时效等作了详细规定，确保市场的公开、公平和公正，确保投资者享有知情权，保护投资者不受虚假和不明信息的误导。针对投资者的不同，在披露内容的要求上又不乏灵活性，避免了一刀切的弊端。

和 SEC 对投资公司的监管制度不同的是，CFTC 对商品基金本身的治理结构没有强制性要求，此外，对管理人基于交易所获收益的激励费用的态度也不同。由于担心来自交易获益的激励费安排会导致管理人承担不适当的风险，因此《1940 年投资顾问法》禁止该种激励费，但 CFTC 认为，投机和承担风险是期货行业的正常现象，故没有对该种激励费采取禁止态度。

从监管角度看，投资公司、商品基金、对冲基金这三种容易让人混淆的投资工具主要区别如下表所示。

表 5 从监管角度看投资公司、商品基金、对冲基金的区别

对比项	投资公司	商品基金	对冲基金
投资标的	以证券为主	以期货期权为主	不受限
投资策略	杠杆交易受限，不采取某些投资策略	不受限，但必须披露符合保证金要求的风控措施	不受限
募集方式	公募	公募、私募	私募
组织形式	以公司为主	以有限合伙为主	以有限合伙为主
治理结构	强制要求独立董事	没有强制性要求	没有强制性要求
管理费	不允许交易激励费	允许交易激励费	允许交易激励费
规范法规	《1933 年证券法》、《1934 年证券交易法》、《1940 年投资公司法》、《1940 年投资顾问法》	《1974 年商品期货交易委员会法》和《2000 年商品期货现代化法》；公开募集时，适用证券法相关规定	《私募基金投资顾问注册法》；投资于期货期权时，按照商品基金进行规范

(4) 美国多头监管的流程

在美国，各金融机构都可以发起投资公司，向公众投资者发售投资公司份额，但投资公司份额公开发售前需向 SEC 注册登记为证券，投资公司需要向 SEC 进行注册登记，披露相关信息，并按照《1940 年投资公司法》的要求建立投资公司的治理结构。投资公司成立后，需接受 SEC 的监管。如果金融机构同时还担

任投资公司的投资顾问，还需向 SEC 申请注册成为投资顾问，由 SEC 根据《1940 年投资顾问法》进行监管。如果金融机构不向公众投资者发售投资公司份额，而是采取非公开方式仅面向成熟投资者发售投资公司份额或者在 100 人以内的获
许投资者中发售投资公司份额，则符合私募基金豁免注册条件，无需接受 SEC
监管。担任该类私募基金投资顾问的金融机构，如果资产管理规模在 1.5 亿美元
以上，必须在 SEC 注册，如果资产管理规模在 1 亿美元以上但低于 1.5 亿美元，
可以选择在 SEC 注册。在 SEC 注册的私募基金管理人，和公募基金管理人一样
接受全面而严格的监管，包括通过 ADV 表格（Form ADV）向 SEC 进行全面持
续的信息报送；定期向 SEC 报送私募基金表格（FORM PF）；严格遵守包括信
息披露、第三方存款、利益冲突处理、收费方式、投资与交易方式等在内的合规
要求；指定内部合规主管负责协助监管部门监督与规范；接受 SEC 强制性的现
场及非现场检查。资产管理规模在 1 亿美元以上但低于 1.5 亿美元，选择豁免在
联邦注册的私募基金管理人、根据“风险资本豁免”规则豁免注册的私募基金管理
人、根据“小型商业投资公司豁免”规则豁免注册的私募基金管理人，需向 SEC
报送监管信息。

如果保险机构向公众投资者发售变额保险产品¹²，根据《1933 年证券法》的
规定，变额保险产品公开销售前需向 SEC 注册成证券，履行对 SEC 和公众必要
的信息披露义务。根据《1934 年证券交易法》，销售变额保险产品的保险公司及
其代理人需向 SEC 注册成经纪商-交易商，成为金融业监管局（The Financial
Industry Regulatory Authority，以下简称 FINRA）的会员，遵守 FINARA 有关交
易的规定。根据《1940 年投资公司法》，变额保险产品独立账户需向 SEC 注册成
投资公司，保险公司销售和管理变额保险产品的收费需遵守一定规则，销售、管
理变额保险产品的人员必须有保险业和证券业双重从业资格，后种资格的获得需
参加 FINARA 组织的考试并在 FINARA 注册。此外，变额保险产品在各州销售
时，必须经州保险监管机构批准，其经营行为受州保险监管机构监管。保险监督
官协会（National Association of Insurance Commissioners, NAIC）颁布《变额人寿
保险示范法》，基本被各州采用，成为监管变额保险产品的重要法律渊源。

如果向公众公开发售份额的投资公司不仅投资于证券，还从事商品权益交

¹²即我国的投连险产品。

易，满足 CFTC 关于商品基金的规定，但不符合《1940 年投资公司法》相关豁免条件，则 CPO 销售商品基金份额的行为需根据《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》的规定接受 SEC 的监管，而 CFTC 负责监管该种商品基金的运营和投资活动。如果是私募型商品基金，则 CFTC 对该类基金行使唯一的监管权。

2、以英国为代表的统一监管体制

(1) 英国集合投资计划概念及类型

英国是统一监管体制的典型代表。在英国，开放式集合投资产品被统一称作“集合投资计划”¹³。根据《2000 年金融服务与市场法》的规定，集合投资计划 (Collective Investment Scheme) 是一种关于任何形式财产（包括现金）的约定，该约定使投资者有权参与或享有基于取得、占有、管理及处分该财产而产生的收益或收入。投资者在约定关系中，不得对财产的管理享有经常性的控制，但可以提供咨询或指示。该约定应具备以下特点：参与者共同出资，共享获利；财产由管理人统一管理。

按照是否由英国金融服务监督局 (Financial Service Authority, 以下简称 FSA) 监管，集合投资计划分为“受监管集合投资计划” (Regulated Collective Investment Scheme) 和“未受监管集合投资计划” (Unregulated Collective Investment Scheme)。受监管集合投资计划分为“经授权境内集合投资计划”和“经认可境外集合投资计划” (Recognized Scheme)，后者涉及境外基金在一国的承认问题，非本报告研究范畴。经授权境内集合投资计划按照组织形式可分为两种：单位信托 (Unit Trust Scheme) 和开放式投资公司 (Open-end Investment Companies, 以下简称 OEICS)。采取这两种组织形式的集合投资计划既可能向公众发售，也可能面向特定投资者发售。面向公众发售的集合投资计划，又可以分为欧盟 UCITS 计划 (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, 以下简称 UCITS 计划) 和非欧盟 UCITS 计划。两者的区别在于：欧盟 UCITS 计划是在欧盟范围内得到承认的集合投资计划，受欧盟委员会发布的 UCITS 指令（欧盟发布的有关 UCITS 的一系列指令的合称）的规制，投资范围没有非欧盟 UCITS 宽泛。“面向特定投资者发售的经授权的集合投资计划”和“未受监管的集合投资计划”属于我们通常意义上的私募基金，两者的区别在于：前者仍然需要获得 FSA 的授权，仍然受 FSA

¹³英国集合投资产品还包括封闭式基金——投资信托公司，投资信托公司适用普通公司法的规定，如无特别说明，本报告对英国集合投资产品的研究不涉及投资信托公司。

监管，而后者无需获 FSA 授权，也不受 FSA 监管。（见表 6）

表 6 英国集合投资计划的类型

类型				
受监管集合 投资计划	经认可境外集合投资计划(Recognized Scheme)			
	经授权 境内集 合投资 计划	单位信托	公募集合 投资计划	UCITS
				非 UCITS
			面向特定投资者计划	
	开放式投资 公司	公募集合 投资计划	UCITS	
			非 UCITS	
		面向特定投资者计划		
未受监管集 合投资计划	对冲基金			
	私募股权投资基金			

根据《2000 年金融服务与市场法》的规定，单位信托建立在信托法律关系上，其基本运作结构是：投资者将其资产委托管理人进行投资管理，管理人与托管人（一般是大银行或保险公司）订立信托契约，托管人为投资者利益保管单位信托资产，并代表投资者监督管理人运用单位信托资产进行投资运作的各种活动，对管理人违反信托契约及其它法律文件的行为予以制止，以维护投资者的利益。单位信托内部，投资者通常采用持有人大会形式主张权利。OEICS 是可变动资本的投资公司(Investment Company with Variable Capital)，投资人投入资金获得 OEICS 的股份，投资人交付的资产由托管人保管，OEICS 负责经营管理公司，使投资人享有风险分散的利益，再依投资比例分配该利益。OEICS 必须设立董事会管理公司事务，董事会董事对投资者负责，需经 FSA 授权批准，是有经验的专业人士，可分为授权董事和附加董事，授权董事具有同单位信托的管理人同样的功能，主要处理基金公司的日常事务，如管理公司投资、保证净资产计算准确等，附加董事是授权董事以外的董事，监督公司运行，主要监督授权董事是否有效履行职责。

单位信托和开放式投资公司都是开放式基金。从英国开放式基金发展历史上看，单位信托早在 20 世纪 50 年代就开始迅速发展，且在相当长的一段时间里，这种契约型、开放式投资基金是英国基金业发展的典型模式。开放式投资公司于 1997 年引入英国，尽管采取公司的形式，但是其组织结构依然体现了单位信托的结构。此后，开放式投资公司以其更加简单、灵活的组织结构和运作机制获得了迅速发展，越来越多的投资信托公司和单位信托相继转为开放式投资公司。

在英国，受监管集合投资计划的投资范围没有太大限制（见下表）。

表 7 受监管集合投资计划投资范围

可投资标的及可采用的 投资技术	UCITS 计划		非 UCITS 计划	
	是否允许 投资	最高投资 限制	是否允许 投资	最高投资限制
上市证券或在政府认可 市场交易证券	√	无限制	√	无限制
除前述证券的外的其他 可转让证券	√	10%	√	20%
政府债券	√	无限制	√	无限制
除合格投资者计划外的 受监管计划	√	无限制	√	无限制
私募基金（未受监管计 划和合格投资者计划）			√	20%，但如果是投资于另类 投资基金的计划则无限制
权证	√	无限制	√	无限制
投资信托	√	无限制	√	无限制
存款	√	无限制	√	无限制
衍生品	√	无限制	√	无限制
不动产			√	无限制
黄金			√	10%
对冲	√	无限制	√	无限制
出借股票	√	无限制	√	无限制
承销	√	无限制	√	无限制
借款	√	暂时 10%	√	10%
现金或现金近似物	√	无限制	√	无限制

资料来源：FSA 官方网站。

（2）FSA 对集合投资计划的统一监管

英国目前实施集银行业、证券业和保险业监管于单一监管机构 FSA 的统一监管体制。集合投资计划主要由 FSA 监管，其监管法律依据分别是：主要法律《2000 年金融服务与市场法》，该法专章规定了集合投资计划；FSA 根据《2000 年金融服务与市场法》颁布的一系列命令、指引（以下简称 FSA 监管手册），包括《2001 年集合投资（豁免）发起条例》（Promotion of Collective Investment Scheme (Exemption) Order 2001）、2004 年的《集合投资计划规范手册》（Collective Investment Scheme Sourcebook）等。

英国统一监管体制下，集合投资计划投资范围相当自由，没有太大限制，完全视申请者申请的内容及 FSA 核准范围而定。不过，对不同的投资品种，相关规则会明确规定相应集合投资计划的操作限制与管理要求。除此之外，有关集合

投资产品的信息披露、管理人应遵守的行为规范及应承担的义务都一体适用于所有集合投资计划及其管理人。

在英国，各金融机构都可以发起设立集合投资计划，但集合投资计划份额公开销售前，必须先向 FSA 申请核准或经其认可（Recognized，针对境外集合投资计划）。担任集合投资计划管理人的金融机构，必须先取得 FSA 核准，成为经授权公司（Authorized Firm）。FSA 的监管手册设置了三方面的标准，对管理人进行规范：标准之一涉及基金管理公司的董事和高级经理以及内部控制制度，标准之二要求基金管理公司在其管理的基金中，投入高于一定数额的自有资金，标准之三则涉及反洗钱法案、商业道德规范等方面的内容。从业人员方面，《2000 年金融服务与市场法》按公司运作将部分职务列为“关键职务”（Controlled Functions），执行这些职务的人员必须先取得 FSA 核准成为经批准人员（Approved Person）后，才能从事关键职务所列的业务行为。关键职务包括 4 种有重要影响力的职务（Significant Influence Functions）以及 71 种与客户相关的职务（Customer Functions）。私募基金由于不涉及公开销售，故可以“未受监管集合投资计划”的形式成立，无需向 FSA 申请核准或经其认可，但其管理人必须先取得 FSA 核准，成为经授权公司（Authorized Firm），并接受 FSA 持续监管。

（二）国外集合投资产品监管体制的发展趋势

近年来，不少国家开始借鉴英国式的统一监管体制，在将本国金融监管体制改革成统一监管体制的同时，在集合投资产品领域也实现了统一监管。日本和韩国是转型比较彻底的两个国家。

日本金融法制在二战之后，亦步亦趋于美国的金融证券法制，集合投资产品领域也不例外。日本最早的集合投资产品是 1941 年野村证券公司根据《信托业法》设立的证券投资信托，投资信托作为一种独立的制度在法律层面得到确认是在二战后。1951 年，日本政府出于为产业发展筹措资本的政策需求制定了《证券投资信托法》，由此奠定了日本基金业的法律基础，产生了日本现代意义上的基金业¹⁴。1998 年之前，日本集合投资产品主要是证券投资基金，由大藏省（即财政部）证券局负责实行监管。1998 年，日本通过了《关于金融体系改革相关

¹⁴高岚：《日本投资信托及投资法人法律制度研究》，法律出版社 2007 年版，第 37 页。

法律的调整等事宜的法律》，根据该法，财政与金融监管业务进行分离，金融监管职能从大藏省分离出去，由单独设立的金融监管部门——金融监管厅行使。由此，基金业监管机构也相应地由大藏省转移给金融监管厅。2000年日本取法英国，将金融监管厅改革成金融业的单一监管机构金融服务监管厅（Financial Services Agency），金融服务监管厅行使对所有金融机构的统一监管权。2006年日本《证券交易法》全面修订，并更名为《金融商品交易法》，该法于2007年9月30日全面实施。《金融商品交易法》注重金融商品销售过程中的投资者保护，主要是要求销售者提供完整适当的产品信息，包括明确销售者对产品的说明义务及风险说明义务，明确销售者尽到说明义务的评判尺度，禁止向投资者提供断定性的判断，明确销售者违反说明义务给投资者带来损失时的责任，明确销售机构要制定与销售配套的适当的劝诱措施¹⁵。

目前，日本集合投资产品的监管体制与英国比较接近，由单一监管机构进行监管，有专门集合投资产品法律规范，但对管理人的规范融合在对产品的规范中。日本有关集合投资产品监管的主要立法是《投资信托暨投资法人法》和《金融商品交易法》。两部法律都同时规范公募基金和私募基金，《投资信托暨投资法人法》中，私募基金是一类特殊的投资信托或投资法人，《金融商品交易法》中，私募基金是面向专业投资者进行销售、劝诱的金融商品。由于私募基金的特殊性质，《投资信托暨投资法人法》和《金融商品交易法》将公募基金和私募基金进行区别监管，许多关于公募基金投资管理方面的限制性规定、信息披露的强制性义务都排除适用于私募基金，例如私募基金投资于缺乏流动性的投资标的、衍生性金融商品不受严格限制。又如，私募基金的信息公开程度较公募基金的要求低。

《金融商品交易法》将证券的定义和范围扩大至包括有价证券和衍生金融商品在内的各类金融商品，该法第2条第2项第5款、第6款以集合投资产品为规范对象，涵盖范围相当广泛，投资信托、投资法人是集合投资产品之一种，因此有关投资信托和投资法人运作、销售及信息披露等原则性规定适用《金融商品交易法》。不过，《金融商品交易法》更多是原则性的规定，《投资信托暨投资法人法》作为《金融商品交易法》的特别法，仍有存续的必要。《金融商品交易法》还首次引入一个概括性概念——集合投资计划，集合投资计划是除投资信托、投

¹⁵秦川：《日本金融商品交易相关法与普通个人投资者的保护》，载《金融法苑》2010年总第80期。

资法人外的采取其他法律组织形式的基金¹⁶，需满足三个要件¹⁷：①接受投资者金钱的出资、支出；②利用出资、支出的金钱进行事业、投资；③享有将该事业所产生的收益等向出资人进行分配的相关权利。集合投资计划份额适用《金融商品交易法》中关于信息披露、投资者保护的相关规定。

在日本，满足以下条件的金融机构都可以申请从事公募集合投资产品管理业务：①是金融商品交易者。根据《金融商品交易法》的规定，金融商品交易业可分为四类（见下表）。②设立时出资总额需达 1 亿日元，存续期间净资产不得少于 5000 万日元。③投资对象包含不动产或以不动产为主要投资对象时，还需取得不动产监管机构的特许。符合这些条件的机构，可向监管机构提出记载法定事项的登记申请书。申请登记者有特定违法事件（例如因违法被行政处罚未满 5 年），或登记申请书有虚假记载、欠缺重要事实的记载时，监管机构应否决其登记。如无以上情形，监管机构应将申请者提交的申请书中记载的事项、登记日期及登记号码登记于金融商品交易者登记簿，该登记簿向公众开放查阅。

表 8 日本《金融商品交易法》对金融商品交易业的区分

金融 商品 交易 业	第一种金融商品交易业	高流动性的有价证券的销售、劝诱和顾客资产管理业务等
	第二种金融商品交易业	低流动性的有价证券的销售、劝诱业务等
	投资运用业	投资运用相关业务
	投资建议、代理业	投资建议相关业务

欲从事面向专业机构的私募集合投资产品业务，不需要履行登记手续，但监管机构从确保市场公正和透明度角度考虑，为掌握行业实际情况，对行业准入实行申报制。

韩国是多头监管体制向统一监管体制转变的另一典型国家。1997 年亚洲金融危机的爆发促使韩国对其金融监管体制进行深刻反思，并采取了“大爆炸式”的变革。金融危机前，韩国金融监管体制以财政经济部（the Ministry of Finance and Economy）作为最高管理当局。银行监督院、证券监督院、保险监督院等金融监管机构分别对所辖的金融机构进行监管。金融危机后，韩国先后出台一系列

¹⁶ 《金融商品交易法》引入集合投资计划的背景是：随着日本金融技术的发展，许多新型基金不断涌现，比如拉面基金、葡萄酒基金、音乐基金。这些新型基金的经营者的都采用合伙形式募集资金，合伙组织是一种单靠合同结成的团体。这些代表合伙份额的金融商品的出售和劝诱以及资金的运作，完全不受任何行业组织和行政机关的监督。由于侵害投资者权益的事件不断发生，为了保护投资者，需要制定更具有包容力、适用范围更加广泛的投资者保护法，因此，《金融商品交易法》引入集合投资计划这一概念，以对新型基金实施统一监管。

¹⁷ 杨东：《论集合投资计划的法律规制——以日本法为中心》，载王保树主编：《中国商法年刊：金融法制的现代化（2008）》，北京大学出版社 2009 年版。

法律。根据修订后的法律，金融监管委员会（Financial Supervisory Commission, FSC）及其执行机构金融监管院（Financial Supervisory Service）拥有对金融机构的全部监管权，并且形成财政经济部、韩国银行、存款保险公社共享监管职能的金融监管体系。2007年6月，韩国国会通过《资本市场和金融投资服务法》（Capital Market and Financial Investment Service Act），该法整合并取代证券法、期货法、资产管理法等8部法律法规，并于2009年正式实施。

在韩国，集合投资产品主要是基金，但2003年前，根据管理人的不同基金产品分别适用《证券投资信托业法》（契约型基金）、《证券投资公司法》（公司型基金）和《保险业务法》（保险公司管理的基金），这既容易造成监管不公，也不能充分保护投资者利益，还在某种程度上抑制了基金产品创新。2003年，《间接投资资产管理业法》颁布，整合了有关基金产品的所有监管法规，将各金融机构基金业务置于公平统一的监管环境下，还增加了基金可投资范围（如ETF、OTC和房地产），这极大地促进了韩国基金业的发展。2009年实施的《资本市场和金融投资服务法》进一步将基金统一称作集合投资计划，依据投资对象的不同，集合投资计划分为证券型基金、房地产型基金、货币型基金、平衡型基金和其他类型基金，其中平衡型基金是新法新增的一种基金类型，可以投资于任何资产。此外，基金组织形式不再限于信托和公司，还包括合伙企业、有限责任公司和合作联盟等形式。

《资本市场和金融投资服务法》将生产金融投资产品的业务和为投资者办理金融投资商品的业务统称为金融投资业，前者包括集合投资业和信托业，后者包括投资买卖业（Dealing）、投资中介业（Brokerage）、投资委任业（Non-discretionary Investment Advisor）和投资咨询业（Discretionary Investment Advisor）。各金融机构都可以申请从事集合投资业，从事同一业务的机构接受相同的监管，不论其是金融控股公司、资产管理公司、证券公司还是信托公司，但根据投资者（一般投资者和专业投资者）的不同和涉及金融投资产品（证券、场内衍生品和场外衍生品）的不同，集合投资业的市场准入条件、监管规则会有差异。面向普通投资者的集合投资业务不论是在市场准入条件还是监管规则方面都要严于面向专业投资者的同类业务，涉及场外衍生品交易的监管最严，场内衍生品交易次之，证券交易再次之。

（三）分业监管体制下美国集合投资产品监管体制转变的历史经验

1、美国类投资公司产品对多头机构监管体制的挑战及应对

从经验借鉴的角度看，美国在长达 60 多年的金融分业经营过程中，监管体制面临混业产品的种种应对，对我国有很好的借鉴意义。1933 年至 1999 年，美国实行分业经营分业监管体制，投资公司在这一时期获得了蓬勃发展。由于投资公司表现出来的强劲发展势头，其他行业参与者也试图进入该行业。他们通过推出在功能上类似投资公司的产品，集合投资者的资金，投资于证券市场，以参与到投资公司业的蓬勃发展中，但受制于当时美国分业经营分业监管的体制，各类金融机构相继推出的集合投资产品，都面临分业监管带来的监管冲突问题。银行推出的集合管理基金，保险公司推出的变额年金、变额寿险，期货业推出的商品基金，是否属于《1940 年投资公司法》中定义的“投资公司”，其份额是否属于《1933 年证券法》中定义的“证券”，在美国历史上曾面临争论。银行业、保险业、期货业、证券业（包括投资公司业）及各自监管机构为此曾有多次交锋。

投资公司早期的发展是 20 世纪 70 年代之前。20 世纪 40 年代到 70 年代初之间，由于证券市场非常强大，主要投资于股票的投资公司业相应地也十分兴盛。投资公司业的成功吸引了竞争者的注意，保险公司成为第一个外来者，创造出了一个混合保险和基金特色的新产品——变额保险产品。变额保险产品的推出，遭到了银行家协会（The American Bankers Association, ABA）、投资公司协会（Investment Company Institution, 以下简称 ICI）和全美证券交易商协会（National Association of Securities Dealers, NASD）的反对，因为保险业在税收和其他方面有优势，根据联邦证券法，变额保险产品作为保险产品将能豁免接受证券法的监管。总体上，围绕保险业推出的变额保险产品发生的监管冲突不算太激烈，主要原因是保险业由各州进行监管，在联邦层面没有统一的监管机构，因此在联邦层面就某一特定产品施加监管没有太大阻力。1959 年最高法院宣判的 SEC 诉变额年金人寿保险公司案（SEC v. VALIC）、1964 年最高法院第三巡回法庭宣判的谨慎保险公司诉 SEC 案（Prudential Insurance Co. v. SEC），确认了变额保险产品是应当按照《1933 年证券法》登记的证券，变额保险产品之下的资产池被要求按照《1940 年投资公司法》注册为投资公司。因此，早在 60 年代中期，变额保险产品就实行了功能监管。

商品基金是商品期货业中的投资公司，由于投资对象是商品及商品期货，故由 CFTC 监管。SEC 和 CFTC 在共同监管商品基金问题上很少发生冲突，主要原因是：许多商品基金的投资人限于富裕的、经验丰富的成熟投资者，因此，基金可以获得 SEC 的注册豁免。公募型商品基金的资金募集行为需接受 SEC 的监管，但公募型商品基金功能监管的实现没有遇到大的阻力，原因在于：CFTC 强制要求注册商品基金运营人进行信息披露，这和 SEC 根据《1933 年证券法》所做的披露要求没有太大差别。此外，CFTC 强制要求注册商品基金提交的财务报告，也可以很容易地转换，以满足 SEC 根据《1934 年证券交易法》规定的报告要求。

围绕银行推出的集合管理基金发生的监管冲突非常激烈。主要原因有三：其一，联邦银行监管者作为机构监管体制的坚定拥护者，和 SEC 作为功能监管理念的提倡者，两者在监管理念上差异巨大。其二，一方面，银行在历史上一直从事信托业务，信托业务是广义的资产管理业务，也是传统商业银行业务；另一方面，1933 年《格拉斯-斯蒂格尔法》（Glass-Steagall Act）明确禁止商业银行从事投资银行业务，因此，银行推出的集合管理基金究竟是共同信托基金从而属于信托业务之一种，还是投资公司从而属于投资银行业务，具有不确定性。其三，在更高的层面，银行是否可以从事投资公司业务直接涉及到 1933 年《格拉斯-斯蒂格尔法》确定的分业经营体制是否应该取消，是否允许混业经营的问题。基于此，围绕银行推出的集合管理基金是否属于投资公司，发生了多起案例。其中比较著名的是两个案例：1971 年最高法院宣判的 ICI v. Camp 案和 80 年代初华盛顿巡回法庭宣判的 ICI v. Canover 案（两案详情见附件二）。

Camp 案和 Canover 案确定了判定银行集合管理基金业务是否属于投资公司业务的标准，这些标准直至今日仍然有效。银行集合管理基金业务需要首先根据这些标准区分为传统的信托业务和投资公司业务，投资公司业务需接受 SEC 的功能监管，而传统的信托业务则仍然由银行监管机构进行监管。1999 年《格兰姆-里奇-比利法》（Gramm-Leach-Bliley Act）授予银行完全的进入一般性证券业的资格，特别是进入共同基金业的资格，法律允许银行为共同基金担任顾问、进行承销，并把基金份额卖给公众。正如 1933 年《格拉斯—斯蒂格尔法》批准银行离开证券业，1999 年《格兰姆-里奇-比利法》批准了银行的回归。

2、美国经验之小结

(1) 美国集合投资产品监管体制转变的方向

1933 年到 1999 年，美国集合投资产品监管体制由机构监管体制迈向了功能监管体制，但是美国功能监管体制并非英国式的单一监管机构的功能监管体制，在美国，多头监管仍然存在。事实上，美国的经验告诉我们，功能监管不排斥机构监管的存在，功能监管在实践中是有层次的：一种是比较温和的方式，即所有从事相同活动的金融机构接受相同规则的规范，但没有必要由相同的联邦监管机构实施这些规则，这实质上是功能性分业监管。一种是比较彻底的方式，即所有从事相同活动的金融机构接受相同规则的规范，且由相同的联邦监管机构实施这些规则，这实质上是功能性统一监管。

(2) 美国集合投资产品监管体制转变的基础

美国集合投资产品监管体制转变，具有特定的经济、政治、法律基础。从经济上看，20 世纪 70 年代到 90 年代，美国金融服务市场日益国际化，国内、国际金融业竞争加剧；金融自由化浪潮出现，金融创新不断发展，新的金融工具、金融产品不断涌现；金融机构日益多元化、融合化，金融集团不断涌现。此时，为适应金融业的发展，维护金融稳定，促进金融发展，美国必须对机构监管体制作出一定的变革。

从政治上看，集合投资产品监管体制转变是各方利益博弈的结果。这其中，银行利益团体不断对国会进行游说，使得法律逐渐放松银行从事投资公司业务的限制，1999 年国会通过《金融服务现代化法案》(Financial Services Modernization Act)，使得包括银行在内的任何机构都可以依法自由从事投资公司业务。ICI 作为行业利益代表，在推动基金业功能监管方面做出了持续不断的努力。无论是 20 世纪 60 年代就保险公司通过其新产品变额保险产品进入投资公司业，还是从 70 年代开始银行系集合投资产品的推出，ICI 基于行业公平竞争的考虑，代表投资公司业对这些类投资公司提起了诉讼，为行业赢得了平等竞争的发展环境。SEC 作为对证券市场进行监管的联邦机构，最早提出功能监管的理念，并在实践中，为投资者利益不断推动该理念的实践。

从法律上看，美国证券法律中的功能性定义是美国集合投资产品监管体制得以转变的法律基础。无论是《1933 年证券法》、《1934 年证券交易法》中“证券”

的定义还是《1940 年投资公司法》中“投资公司”的定义，都非常宽泛，很难一一列举。这些法律主要是为解决这样一种情形中产生的问题而制定的：投资者将他们的资金交付给其他人，获得相应股权，他们认为这些资金将用来投资于证券，并且他/她的财富的获得将取决于投资的成功。因此判断是否适用这些法律的前提是对行为性质的分析，而不是对机构类型的确认。

(3) 美国集合投资产品监管体制转变的影响

美国集合投资产品监管体制的转变历程，影响着行业竞争格局。美国分业监管体制下围绕银行系集合管理基金带来的监管冲突，如果没有得到解决，不可避免会造成投资公司行业竞争的不公，并最终影响行业竞争格局。共同信托基金由于被认为是银行的信托业务，从而属于商业银行固有业务，不受《1940 年投资公司法》的规制。共同信托基金尽管资金来源有限，但投资范围非常宽泛，信息披露要求不像投资公司那样严格。60 年代全国性银行从事的集合管理代理账户业务一度被认为是信托业务之一种从而被 OCC 批准。ICI 针对这样一种类投资公司产品提起了诉讼（见附件二中 ICI v. Camp 案）。1971 年最高法院对 ICI v. Camp 案的判决直接影响了银行业今日在基金业的地位。70 年代，基金公司和银行相比还是非常孱弱的，如果 1971 年最高法院作出了相反的判决，使得银行在当时就能进入基金业，则由于银行先天的优势，在 80 年代基金业爆炸性增长的时期（美国基金业真正飞速发展正是在 80 年代），银行无疑会成为整个基金业的王者。然而，历史没有“如果”。今天的现实就是：银行在基金业并没有获得“了不起的成就”。

三、中国集合投资产品发展现状及未来前景

(一) 中国集合投资产品发展现状

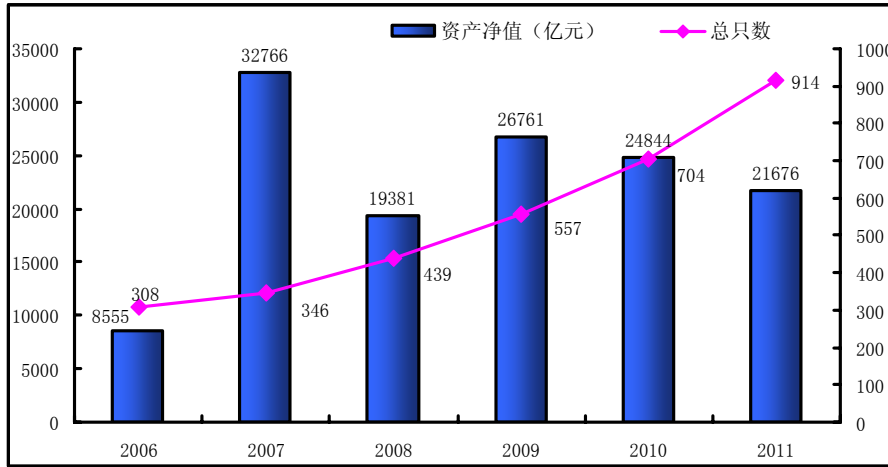
1、基金管理公司公募基金和一对多产品发展现状

(1) 基本概况

基金公司发行的基金产品是我国集合投资产品市场上发展时间最长、产业最为成熟、业务最为规范的一类产品。公募基金产品从 1997 年开始规范发展，经历 2001-2008 年的跨越式发展，从 2008 年开始，进入休整期，无论是基金份额

还是基金资产规模的增长，一直处于停滞状态。

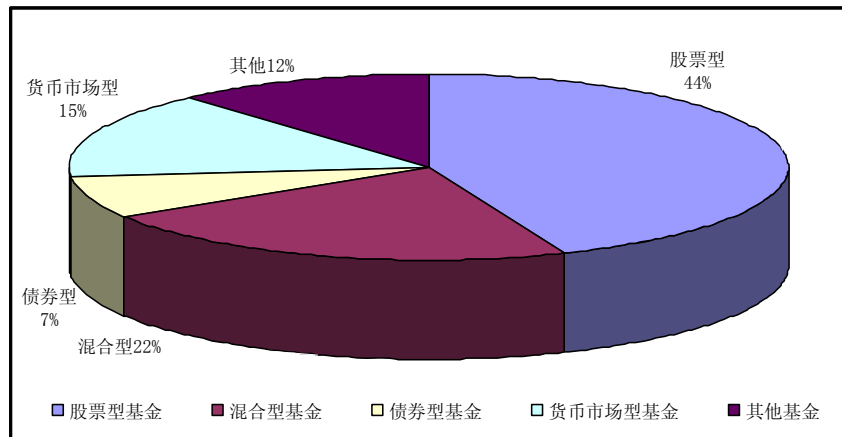
图 5 2006-2011 年我国公募基金产品总只数和资产规模



数据来源：Wind。

目前，国外各种基本类型的公募基金产品都已相继在我国推出，公募基金产品种类基本齐全，已形成包括股票型基金、债券型基金、保本型基金、货币市场型基金、指数基金、ETF 等在内的完整的产品线。同时，具有中国特色的分级基金、短期理财型基金等创新基金产品，近两年陆续推出，在市场上掀起了热潮。从资产类别而言，公募基金产品可以分为五大类：股票型基金、债券型基金、混合型基金、货币市场型基金、其他基金。五大类产品中，股票型基金资产规模占比最大（见下图）。不过，值得注意的是，受股票市场走弱的影响，自去年以来，主动投资的股票型基金发行遇冷，成立后规模即大幅缩水。目前超 80% 的基金公司暂时放弃了发行新的主动投资股票型基金，可以预见的是，以债券型基金、货币市场基金等为主的低风险基金和其他基金将迎来新的发展机遇期。

图 6 目前公募基金产品各资产类型规模占比



数据来源：Wind，数据截止日 2012 年 4 月 30 日。其他基金包括保本型基金、QDII 等。

2009年5月，证监会颁布《关于基金管理公司开展特定多个资产管理业务有关问题的规定》，专户一对多业务正式拉开帷幕。截至2012年6月30日，72家基金公司共发行323只一对多产品，规模达270亿元。一对多产品目前主要投资于证券市场，根据安信证券的分类，可分为七类（见下表），其中灵活配置型是主流产品类型。

表9 基金一对多产品的分类

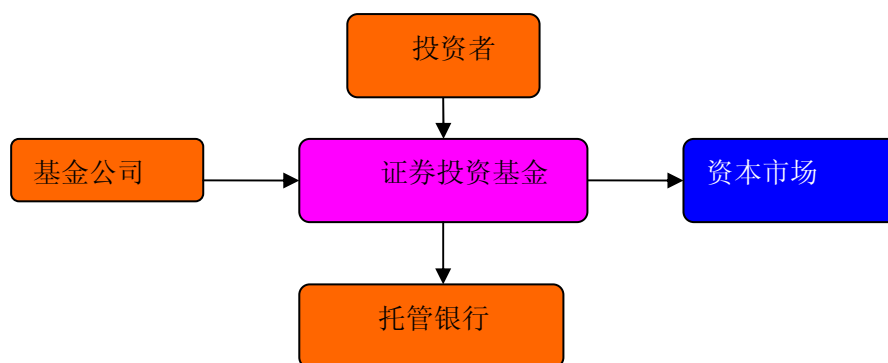
类型	分类标准
灵活配置型	股票投资比例在0%-100%
积极配置型	股票投资比例在80%以上
稳健配置	股票和债券投资比例均在50%左右波动
保本策略型	应用保本技术辅助投资或构建投资组合
FOF型	以公募基金产品为主要投资对象
量化策略型	应用数量化分析为主要手段进行投资
偏债型	债券投资比例在80%以上

2012年6月29日，证监会就《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》及其配套规则修订草案向社会公开征求意见（以下简称征求意见稿）。征求意见稿放松了包括一对多产品在内的基金公司专户业务的管制，拓宽了一对多产品的投资范围，允许基金公司通过专项资产管理计划投资非上市的股权、债权、收益权等资产及证监会认可的其他资产。征求意见稿如获通过，一对多产品有望进入全新发展阶段。

(2) 运作模式

基金业作为中国最早发展起来的资产管理者，一直以来被认为是资产管理的行业标杆。基金业的制度和管理方法也被资产管理业的其他参与者广泛接受和效仿，包括证券公司集合资产管理计划、保险公司投连险等在内的资产管理产品，都在许多方面吸收了基金业成熟的运作模式和管理制度。基金产品的典型运作模式是（见下图）：基金公司发起设立基金，投资者以现金认购基金份额，基金资产委托给商业银行托管，基金管理人 对基金资产进行投资运作，最后将投资收益分配给投资者。

图 7 基金产品运作结构图



公募基金产品面向公众投资者公开发售，认购或申购金额起点为 1000 元，且投资者必须超过 200 人。一对多产品定位于高端私募型产品，投资起点是 100 万元人民币，投资者在 2 人以上 200 人以下¹⁸，不得进行公开营销。

公募基金的投资运作受到较多限制，例如受“双 10%”规定的限制，即投资一只股票的规模不能超过其流通股本的 10%，也不能超过基金资产的 10%。“双 10%”的规定使得基金对一些成长性好的小盘股敬而远之，或者即使将其纳入投资组合，由于投资比例限制，仓位也无足轻重。此外，传统股票型基金股票仓位不得低于 60%，使得其熊市中也不得不重仓持股。一对多产品设计空间更广，投资范围比较灵活，投资策略可宽泛也可具体，投资灵活，股票仓位可放宽到 0%-100%，但在具体的投资运作上仍然受分散化要求的限制，投资单只股票不得超过专户资产净值 20%，投资单一证券不得超过该证券 10%¹⁹。

公募基金产品实行固定费率。股票型基金管理费率通常是 1.5%，债券型基金管理费率一般低于 1%，货币市场基金管理费率为 0.33%，托管费率通常是 0.25%，基金销售服务费目前只有货币市场基金和债券基金收取，费率大约为 0.25%，但收取了销售服务费的基金通常不收申购费。基金一对多产品的收费方式是固定费用加业绩报酬。固定费用包括管理费、托管费和客户服务费。根据根据 2011 年 8 月修改的《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》（以下简称《试行办法》）的规定，管理费率 and 托管费率不得低于同类型或相似类型投资目标和投资策略的公募基金管理费率、托管费率的 60%²⁰。实践中，一对多产

¹⁸征求意见稿借鉴信托业的作法，放宽了一对多产品的投资者人数限制，尽管仍然规定单个产品委托人人数不得超过 200 人，但单笔委托金额在 300 万元以上的投资者数量不受限制。

¹⁹征求意见稿取消了一对多产品投资比例限制，仅原则性规定，参与股票发行申购时，单个投资组合申报的金额不得超过该投资组合的总资产，单个投资组合所申报的股票数量不得超过拟发行股票公司本次发行股票的总量。

²⁰征求意见稿取消了一对多产品的费率限制，规定基金公司可根据一对多产品特点自行设定相应的管理费率 and 托管费率，但不得以排挤竞争对手为目的，特意压低管理费率 and 托管费率水平。

品管理费率一般在 0.9%-1.5%之间，1.2%和 1%占多数，托管费率一般在 0.2%，比公募基金低 20%。一对多产品不收认购费，为弥补销售渠道不能提取业绩提成的损失，一对多产品向专户投资者收取客户服务费，费率一般在 0.5%-0.8%之间。除了收取固定费用，一对多产品还收取业绩报酬，根据《试行办法》的规定，业绩报酬的提取比例不得高于所管理资产在该期间净收益的 20%²¹。实践中，大多数产品设定固定业绩基准，一般在 5%-10%之间，多数为 6%，当产品收益率高于业绩基准时，基金公司一般提取超过业绩基准部分收益的 20%。

公募基金或采取开放式运作，每日可申购赎回，或采取封闭式运作，但上市交易，因此流动性非常好，但也增加了基金管理的难度，降低了基金收益。从已发行的一对多产品来看，绝大多数规定，除证监会另有规定外，每年开放一次计划份额的参与和退出，开放期原则上不得超过 5 个工作日。虽然目前一对多产品的存续期多为 3 年以下，但对比申赎灵活的公募基金，这类产品流动性不强，为保持投资组合资金的相对稳定，《试行办法》规定，一对多产品每季度至多开放一次产品份额的参与和退出²²，此外，不少一对多产品为了防止提前退出设置了惩罚性的违约退出费，这一费用有时甚至高达资产净值的 5%，显然一对多客户要为流动性付出较大代价。

(3) 现存问题

基金公司基金产品尽管规模庞大，但近两年发展遇到瓶颈，突出表现在两个方面：

其一，产品同质化严重。作为基金公司主要业务品种的公募基金，由于投资品种的限制，不具备比较优势。过去几年里，尽管基金业相继推出了包括货币市场型基金、债券型基金、保本型基金、股票型基金、混合型基金、指数型基金等在内的各种类型的基金产品，但这些产品投资风格趋同，且大多只能投资于国内的证券市场，无法跨市场投资，因此，尽管基金公司已经在公募基金产品细分上尽了很大的努力，但结果却不尽人意，产品同质化现象依然严重，基金业仍然很难为投资者提供理想的回报，一旦证券市场行情出现大转折，基金业往往会处于被动地位，形成靠天吃饭的局面。基金公司的专户理财，尽管投资范围扩展到

²¹征求意见稿取消了业绩报酬提取比例不得高于产品期间净收益 20%的限制，规定业绩报酬由基金公司与投资者自行约定。

²²征求意见稿豁免现金管理类产品及证监会认可的其他一对多产品适用关于申购赎回频率的限制，且允许一对多产品份额通过交易所交易平台转让以增加其流动性。

了商品期货，但仍然无法从事包括 PE 投资、财产型投资在内的另类投资，无法为高端投资者提供多样化的产品和服务²³。

其二，基金产品销售渠道单一，销售费用居高不下。渠道之困是困扰我国基金业多年的老问题。目前，我国基金销售体系呈现以银行为主，辅之以证券公司代销和基金公司直销的格局。由于人力资源制约，基金公司直销一时难以成为主要方式，因此，基金销售主要依靠银行、券商等渠道，其中，银行是基金销售的主要渠道。由于渠道数量有限，基金公司没有谈判优势，为了扩大发行规模，不得不增加销售费用，将利润向渠道转移。利润率的下降迫使各基金公司通过加速发行占领市场，以提高盈利水平，基金数量的不断增多又进一步加剧了渠道的供需矛盾，这种恶性循环最终成为影响行业健康发展的大问题。

2、证券公司集合资产管理计划发展现状

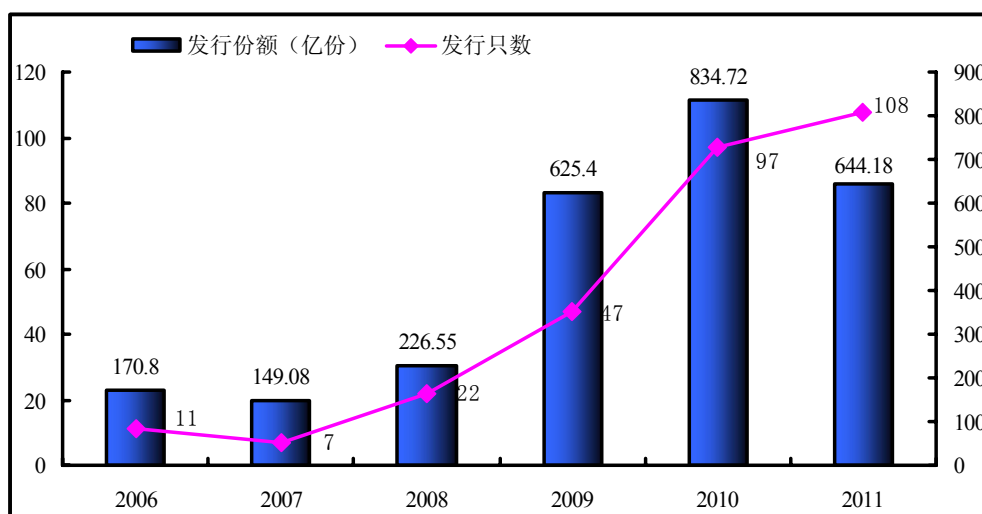
(1) 基本概况

证券公司资产管理业务始于 1996 年的大牛市，炙热于 1999 年的“5·19”行情，其后发生部分证券公司挪用客户委托资金进行自营、“坐庄”等违规事件，并爆出证券公司资产管理业务出现巨额亏损，2004 年 9 月-2005 年 2 月证监会短暂叫停证券公司资产管理业务。2005 年 3 月，广发证券集合资产管理计划“广发理财 2 号”正式宣告成立，成为国内证券公司正式成立的第一只集合资产管理计划。

2006 年至 2011 年，证券公司集合资产管理计划发展比较缓慢（发行情况见下图），2011 年之前，每年新发集合资产管理计划不超过 100 只。证券公司资产管理业务在整个资产管理市场中占比很低，即使是对证券公司自身而言，资产管理业务在证券公司收入体系里也只占非常小的一部分。证券业协会公布的证券行业经营数据显示，2007 年至 2010 年四年间，证券公司通过资产管理业务获得的净收入分别为 45 亿元、15 亿元、16 亿元和 22 亿元，而这与证券公司同一时期主营业务收入 2000 亿元以上的水准相去甚远。

²³征求意见稿拓宽了基金公司专户理财的投资范围，如果能获通过，基金公司专户理财有望差异化发展。

图 8 2006-2011 年我国证券公司集合资产管理计划发行情况

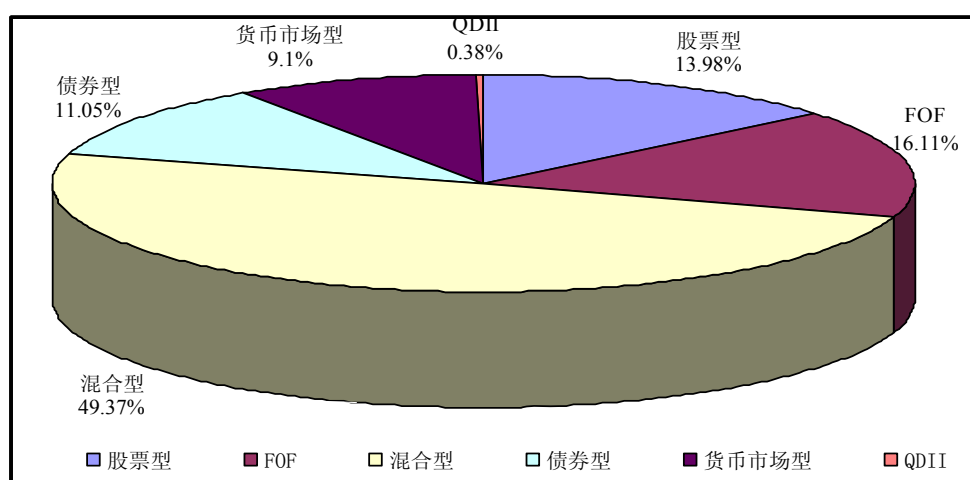


数据来源：Wind。

根据 2003 年《证券公司客户资产管理业务试行办法》的规定，证券公司发行的资产管理产品包括特定目的专项资产管理计划（即资产证券化）、面向单一投资者发行的定向资产管理计划和面向多个投资者发行的集合资产管理计划三大类。集合资产管理计划根据是否有股票投资比例不超过 20% 的限制，可细分为限定性和非限定性两类。已发行的证券公司集合资产管理计划中，非限定性产品是主导。

从资产类别而言，证券公司集合资产管理计划可以分为五大类：①货币型。货币型产品属于限定性集合资产管理计划，主要投资货币市场工具，类似货币市场基金。②债券型。债券型产品通常也属于限定性集合资产管理计划，主要投资固定收益类产品，如债券、定期存款和央行票据，有时还可以申购新股，属于中低风险收益水平的产品。③混合型。混合型产品通常属非限定性集合计划。其投资范围较广，资产配置也较为灵活，但股票投资比例通常不会太高，债券在投资组合中占较大比重。④股票型。股票型产品是证券公司集合资产管理计划中最积极的一类产品，以追求高收益为目的，风险水平也较高。⑤FOF 型。FOF 型产品专门投资于证券投资基金。五大类产品中，混合型产品占主导地位（见下图）。

图 9 目前证券公司集合资产管理计划各资产类型规模占比



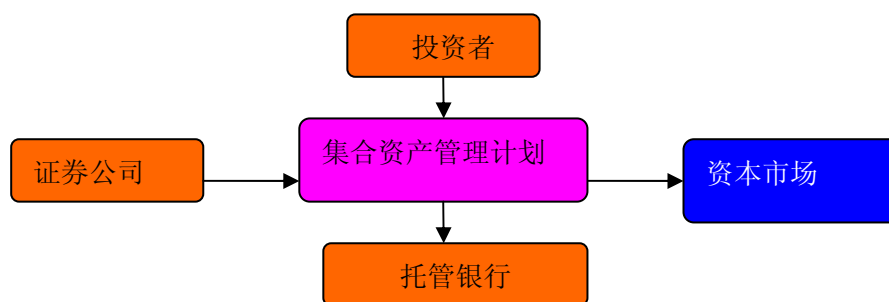
数据来源：Wind，数据截止日 2012 年 4 月 30 日。

2012 年，监管层大力支持证券公司进行创新，资产管理业务被认为是创新先锋，在监管规则上酝酿着巨大变革²⁴，集合资产管理计划有望在投资范围、资产运用方式、流动性等方面放松管制。

(2) 运作模式

集合资产管理计划的运作模式参照了证券投资基金。具体而言，证券公司设立集合资产管理计划，与单一客户分别签订集合资产管理合同，将参加计划的所有客户的资产集合交由商业银行或者中国证监会认可的其他机构进行托管，通过专门账户为客户提供资产管理服务。其基本运作结构见下图。

图 10 证券公司集合资产管理计划运作结构图



具体而言，证券公司通过银行体系或其证券营业部代理销售集合资产管理计划，与投资者签订资产委托管理合同，另一方面，证券公司与托管机构（主要是商业银行）签订托管协议，并将计划资金交由托管机构保管。集合资产管理计划

²⁴2012 年 8 月 22 日，证监会就《证券公司客户资产管理业务管理办法》及其配套实施细则修订草案向社会公开征求意见。修订草案将集合资产管理计划设立时的审批制改为备案制，将其投资范围扩宽至中期票据、银行理财产品，并允许集合资产管理计划参与融资融券交易，豁免指数化集合资产管理计划双 10%及 3% 关联交易投资限制，允许集合资产管理计划进行分级，取消集合计划资产中的证券不得用于回购的限制，调整关联证券的范围，明确资产托管机构及其关联方发行的证券不属于关联证券。

资产具有独立性，独立于计划管理人或者托管机构的自有资产。托管机构负责管理、保管和处置包括现金在内的证券信托资产，并监督证券公司的投资行为、确保投资者的权益。

证券公司集合资产管理计划被监管层定位为私募型产品，不得通过广播、电视、报刊及其他公共媒体进行推广。限定性集合资产管理计划投资门槛是人民币五万元，非限定性集合资产管理计划投资门槛是人民币十万元。募集资金规模在10亿元以上，客户人数在200人以下，单个客户参与金额不低于100万元²⁵。

投资者参与和退出集合资产管理计划，证券公司通常要收取认购参与费和退出费，只有少部分产品不收该项费用。也有部分证券公司发行集合资产管理计划时，为占领市场，吸引投资者，采取推广期间免收认购参与费、开放期间分段收取认购参与费的方式，退出费用则按照持有时间分段收费。

证券公司运作集合资产管理计划通常要收取管理费或业绩报酬。根据集合资产管理计划的不同类型，证券公司收取的管理费率和业绩报酬也不同。非限定性产品的管理费率比较高，在1%-1.5%之间。限定性产品由于收益相对较低并具有一定稳定性，因此管理费率相较非限定性产品而言要低。业绩报酬的收取方式更具差异性，当投资收益率达到并超过一定水平时，有的产品规定提取固定比例的业绩报酬，有的规定分段提取业绩报酬，有的产品为了体现证券公司与客户利益一致性，不收取投资者管理费，只在产品收益达到一定水平基础上，提取业绩报酬。非限定性产品收取业绩报酬的比例比较高，限定性产品收取业绩报酬的比较少。从发展角度看，不论是限定性产品还是非限定性产品，证券公司集合资产管理计划收取业绩报酬已经成为趋势。

银行的托管费率基本上在0.2%左右，随着集合资产管理计划市场的不断发展壮大，托管人队伍的不断增长，托管费率有进一步下降的可能。

(3) 现存问题

证券公司集合资产管理计划发展一直比较缓慢，主要存在以下突出问题：

其一，产品线不够丰富，且投资领域过度集中于证券市场，无法满足客户多样化的投资需求。证券公司集合资产管理计划投资范围被限定在证券市场，而国内证券市场缺乏多样化的金融衍生产品及做空避险工具，因此很难抵抗市场的系

²⁵这被业界称为“小集合产品”。小集合产品2009年推出，类似基金公司的一对多产品。证券公司申请设立此类产品，证监会机构部按简易程序办理，10个工作日内审结。

统性风险。外汇市场、保险市场、银行间市场等投资领域还有待进一步放开，造成券商集合资产管理计划的同质性，证券公司没有形成自己在资产管理领域某一方面的优势，很难形成自己的品牌和稳定的客户群。

其二，产品流动性不足。由于法律规定参与集合资产管理计划的客户不得转让其所拥有的份额，除非法律、行政法规另有规定，故集合资产管理计划份额的流动性不足。

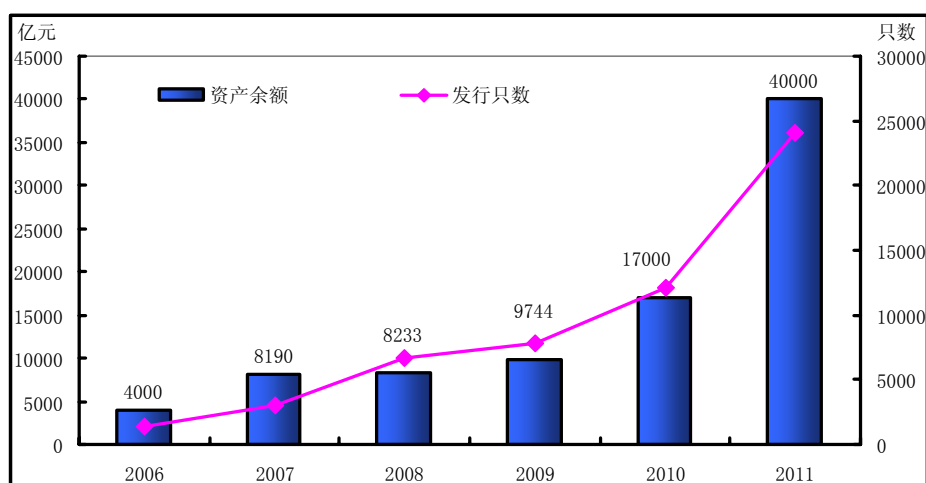
其三，证券公司资产管理业务组织机构设置不利于投资者利益最大化。尽管有证券公司²⁶设立独立的资产管理子公司从事集合资产管理计划业务，但大部分证券公司是通过内设的资产管理部门从事集合资产管理计划业务的，尽管监管机构要求证券公司内部设立防火墙制度，但仍极易发生损害投资者利益的关联交易行为。

3、商业银行个人理财产品发展现状

(1) 基本概况

我国商业银行个人理财产品自 2004 年民生银行发行的一款美元结构化理财产品开始，至今已有 8 年历史。8 年时间，银行理财产品经历 2004-2005 年的初创期，自 2006 年开始步入快速发展期。2006 年，银行理财产品共发行 1354 只，年末资产管理余额 4000 亿元，2011 年全年，银行理财产品共发行 24016 只，余额达 4 万亿（见图 11）。6 年时间，银行理财产品发行数量增长了约 18 倍，余额增长了约 10 倍。

图 11 2006-2011 年我国银行理财产品发行只数和资金余额



数据来源：Wind，中国银监会 2006-2011 年年报。

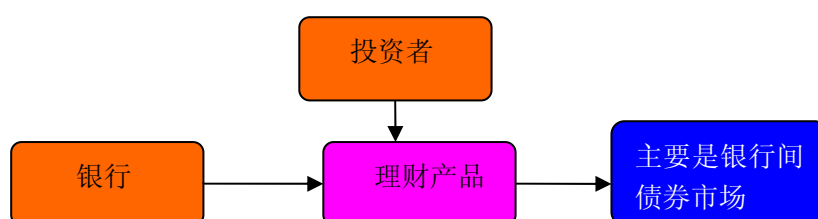
²⁶目前设立资产管理子公司的证券公司包括国泰君安证券、东方证券、海通证券、光大证券等。

(2) 运作模式

8 年的发展历程中，银行理财产品的主流运作模式因为宏观经济政策和监管政策的转换而几经变换，主要有以下几种模式：一对一模式、结构类模式和 QDII 模式、银信合作模式、资产池模式。

一对一模式是指商业银行通过向投资者发行一期特定期限的理财产品，将募集到的资金投资于事先确定的投资方向（主要是银行间债券市场），理财产品的收益来自于投资标的产生的收益。其基本结构见下图：

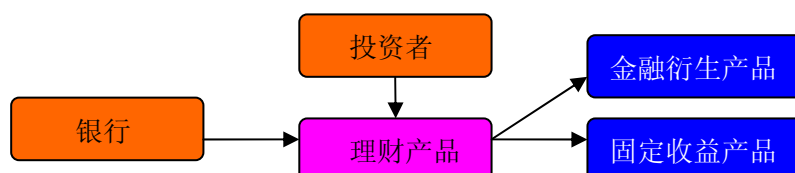
图 12 一对一模式理财产品运作结构图



银行间债券市场利率维持高位是一一对一模式能持续的原因，一旦银行间债券市场利率降低，一一对一模式就无法持续。

结构类模式是指银行向客户发行理财产品，将募集到的资金中的大部分投资于债券、票据等固定收益产品，小部分资金或投资于固定收益产品所得的利息投资于期货、期权等衍生产品，从而改变产品风险收益特征。其基本结构见下图：

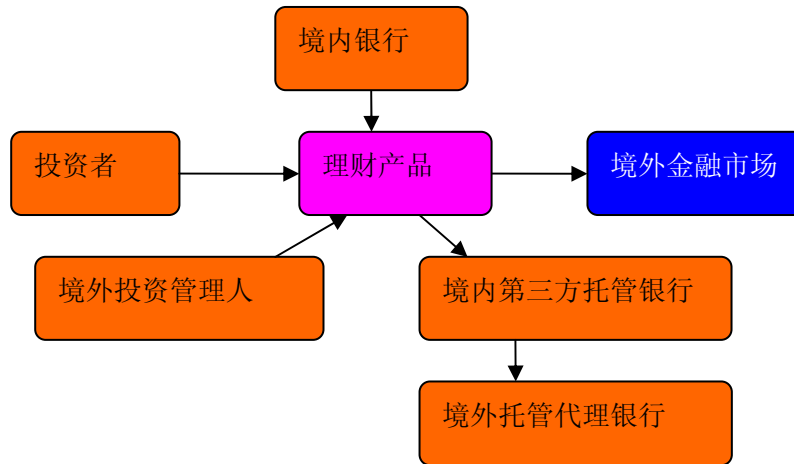
图 13 结构类理财产品运作结构图



由于国内商业银行尚不具备衍生产品的交易平台和对冲技术，因此不具有结构类理财产品的研发与生产能力，目前市场上中资银行推出的结构类理财产品大都是和外资机构合作推出的，中资银行在其中只是发挥中间商的作用，向投资者收取手续费，向外资机构收取一定比例的佣金。

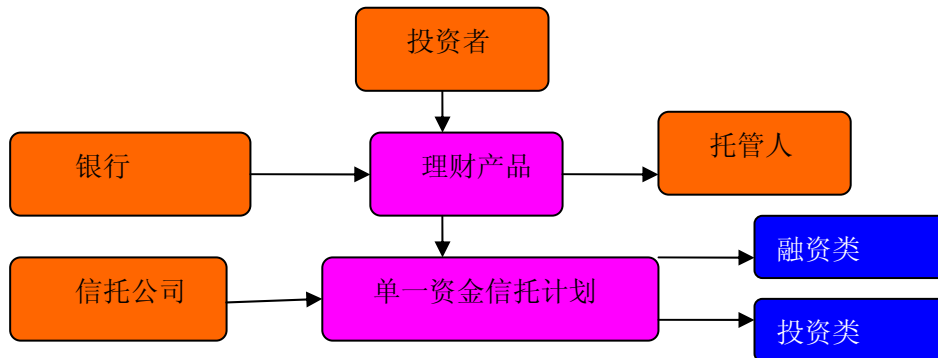
QDII 模式是指取得代客境外理财业务资格的商业银行，向投资者发行理财产品，将所募资金投向境外金融市场。QDII 模式中，银行主动管理能力欠缺，更多只是发挥销售渠道的优势。其基本结构见下图：

图 14 QDII 模式理财产品运作结构图



创新模式主要有两种：银信合作模式和资产池模式。银信合作模式是指银行作为理财产品的发行人，向投资者发行理财产品，将募集资金委托给信托公司（通常是购买信托公司发行的单一资金信托计划），由信托公司作为该信托计划的受托人，设立单独账户，对此产品进行日常账户管理，并履行信托的系列义务。其基本结构见下图：

图 15 银信合作模式理财产品运作结构图

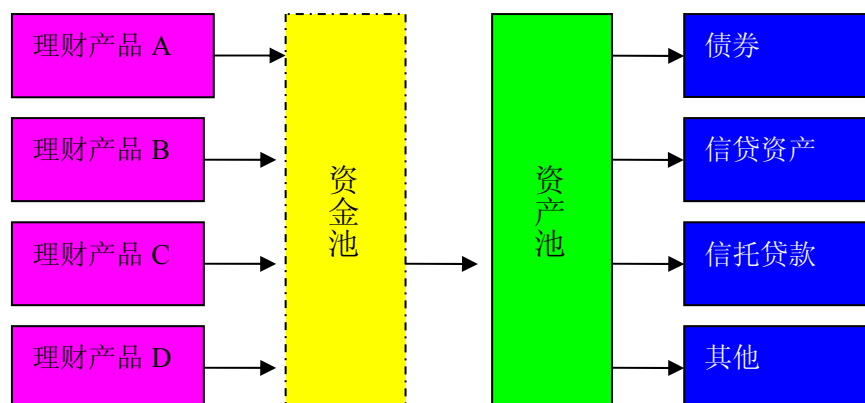


银信合作模式理财产品是政策博弈的结果，通过这种模式，银行理财产品的投资领域可以扩大到资本市场和实业投资领域，而信托公司则可以扩大投资者的范围。银信合作模式在 2009-2010 年成为国内商业银行理财产品主流模式。按照其经济本质，可以分为融资类银信合作理财产品 and 投资类银信合作理财产品，融资类银信合作理财产品主要投资于信托贷款、信贷资产和票据等信贷类资产，从投资领域来看，主要集中于房地产、基础设施建设等领域。融资类银信合作理财产品是固定收益产品，实质是用理财资金向项目提供贷款，通过运用包括不动产抵押、保证、股权质押等在内的各种担保手段，确保产品到期能按时向投资者支

付本金和利息。投资类银信合作理财产品主要投资于资本市场和实业投资领域，前者是证券投资类产品，后者是 PE 产品。投资类银信合作理财产品收益来自投资对象的运作收益，因此具有不确定性，也通常被称为类基金产品。银信合作产品中，融资类银信合作产品占比很高。由于融资类银信合作产品有绕开监管、变相放贷的动机，从 2010 年开始，针对融资类银信合作产品的监管政策频出，直接导致银信合作模式理财产品发行量的大幅下降。

资产池模式是指商业银行根据自身情况组建包括债券、货币市场工具、信贷资产等资产在内的资产池，根据资产池的情况发行若干不同期限和不同收益率的理财产品，这些理财产品募集的资金统一投向资产池，各理财产品的收益率由银行事先确定，和投资标的真实的运作收益并不相关。其基本结构见下图：

图 16 资产池模式理财产品运作结构图²⁷



资产池模式中的主要资产是信贷资产。从某种程度上而言，资产池模式是类资产证券化，是信贷资产的证券化。由于信贷类资产收益率明显高于大部分金融资产，而且银行拥有专业化的信用风险识别能力和管理能力，因此资产池模式往往能给投资者较高的收益。自 2008 年后，资产池模式开始逐渐流行。2010 年底银信合作模式受到监管政策收紧和整顿的影响后，资产池模式取代银信合作模式成为国内商业银行理财产品的主流模式。2011 年银行理财产品规模创历史新高纪录，其中 90% 是采取资产池模式的短期理财产品。但从 2011 年年中开始，针对资产池模式的监管政策频出，自 2011 年底开始，采取资产池模式的短期理财产品发行量大幅下降，且资产池模式被要求必须事先公布投资组合比例，对单个产品必须建立独立账户。

²⁷虚线表示可能的情形。即资产池模式可能采取资金池-资产池模式。这种模式中，单个理财产品没有独立设帐，多个理财产品资金混合运用于资产池。

(3) 现存问题

银行理财产品的五种运作模式中，一对一模式、结构类模式和 QDII 模式是传统运作模式（以下简称“传统模式”），资产池模式和银信合作模式是创新运作模式（以下简称“创新模式”），这两种创新模式也是促使银行理财产品规模实现爆发性增长的重要推手。采用传统模式的理财产品更加接近传统的资产管理型产品，和我国基金产品有更多相似之处，采取创新模式的理财产品并非真正的资产管理型产品，往往是在借资产管理之名行规避监管之实。从时间顺序上看，传统模式流行于 2009 年之前，这个阶段，银行理财产品尽管有发展，但发展速度缓慢。2009 年-2010 年，银信合作模式是主流运作模式，2011 年之后，主流模式变为资产池模式。从 2009 年到 2011 年 3 年间，银行理财产品规模年均增长 76%，主要得益于创新模式的流行。

传统模式对银行资产管理能力要求较高，这对于在资产管理业刚刚起步的银行而言是一大挑战。传统模式流行时，银行理财产品并未获得大的发展，也从一个侧面表明，银行资产管理能力尚需提高。在银行有限的资产管理能力下，传统模式往往无法给银行和投资者带来可观的收益，从而无法持续。一对一模式的发展受限于宏观经济环境的变化，结构类模式和 QDII 模式中银行缺乏产品设计和定价能力，只是发挥产品销售平台的作用。银行传统运行模式中根本性的问题即在于银行资产管理能力的欠缺。

创新模式是对制度优势的充分利用，是监管套利下的产物。银信合作模式和资产池模式从产品设计上而言没有太大问题，然而实践中往往被用于规避监管。银信合作模式中属于资产管理型产品的投资类产品不发达，属于监管套利的融资类产品却大规模发展，资产池模式中资金池-资产池模式大行其道都表明，创新模式在方向上走歪了。这些模式究竟还能走多远，会如何走，取决于监管层面的态度。

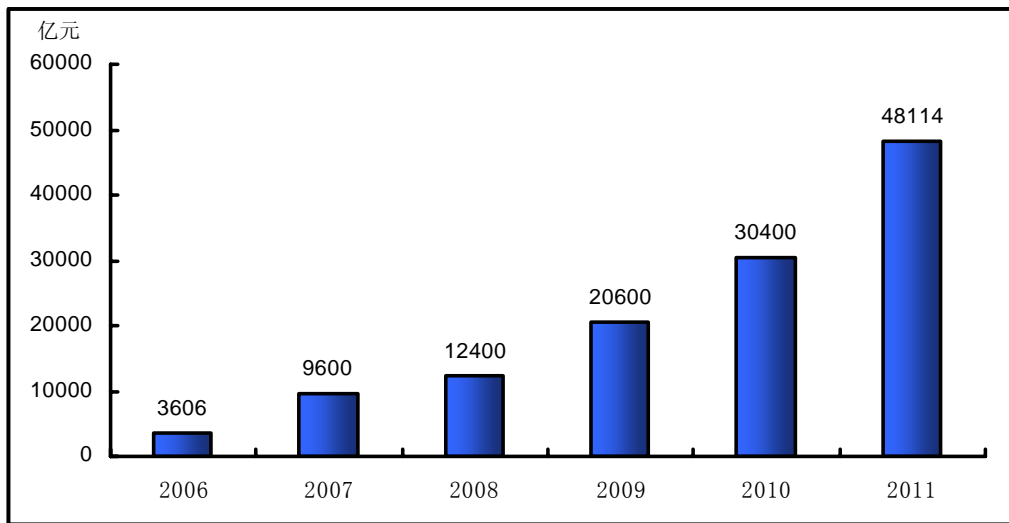
4、信托公司集合资金信托计划发展现状

(1) 基本概况

信托公司集合资金信托计划的发展离不开信托业发展的大背景。中国信托业的发展起步于 1979 年，但 2002 年之前，属于起步试验阶段，一直没有很好的市场定位。2002 年，《信托投资公司资金信托管理暂行办法》正式颁布实施，加上

2001年10月1日实施的《中华人民共和国信托法》和2001年1月10日颁布的《信托公司管理办法》，这三者统称为“一法两规”。一法两规的出台被认为是信托业能规范发展的基石。自此，信托公司得以按照一法两规相关政策的规定，在“受人之托，代人理财”的功能定位下，规范有序地开展真正的信托本源业务，真正步入规范发展的新时期。也正是在这一阶段，信托公司集合资金信托计划业务开始发力，成为当时我国信托业最重要、最成熟的业务形式。不过，这一阶段，集合资金信托计划业务中，贷款仍然是主要运用方式，投资领域也主要集中在基础设施、房地产、工商企业和银行信贷资产等传统领域。尽管信贷资产证券化、企业年金基金、保险资产投资基础设施、银信合作理财产品、QDII等创新不断，但信托公司在这些创新产品中却处于边缘地位。2007年，银监会颁布全面修订后的《信托公司管理办法》和《集合资金信托计划管理办法》(以下简称“新办法”)。新办法进一步明确信托业的发展方向是资产管理业务，主要经营模式是单一资金信托计划和集合资金信托计划，自此，信托公司步入高速扩张阶段，资产管理规模迅速扩大，到2008年末，全行业管理信托资产规模突破万亿，达到了1.24万亿。此后，规模一直保持稳定增长，到2010年信托公司资产管理规模达到3万亿，首次超过资产管理业的老大——基金公司(2006-2011年信托业资产管理规模见下图)。这一阶段，银监会在鼓励信托公司业务创新方面下足了力气，信托公司集合资金信托计划业务创新不断。私募股权信托业务、银信合作业务、政信合作业务、阳光私募证券信托业务、基金化房地产信托业务、公益信托纷纷推出。2011年，《信托公司净资本管理办法》颁布，体现出监管层希望抑制被动管理型信托业务，鼓励主动管理型信托业务发展的意图。可以预期，我国信托业发展将进入历史新阶段。

图17 2006-2011年信托业资产管理规模



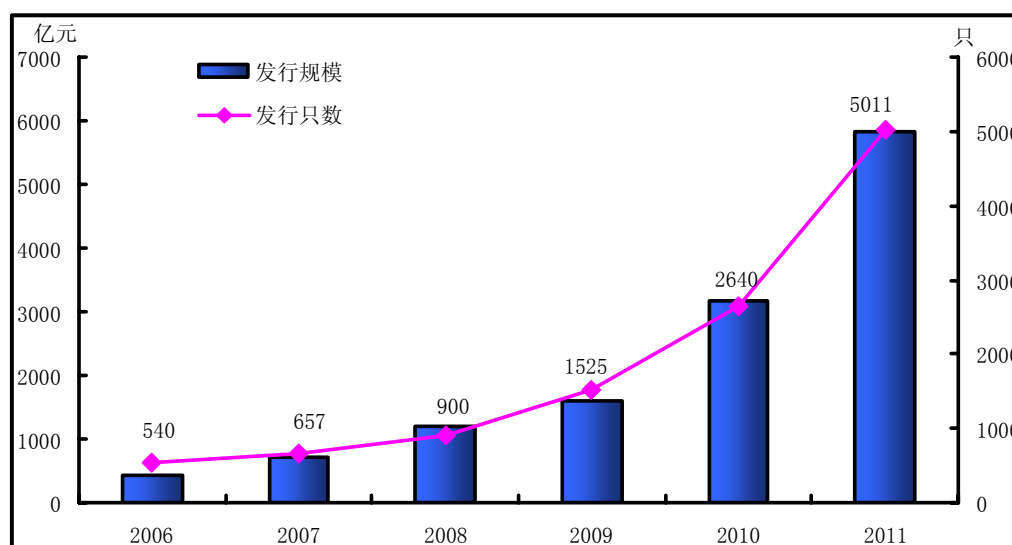
数据来源：Wind，中国信托业协会。

信托业从事资产管理业务的主要模式是单一资金信托计划和集合资金信托计划。单一资金信托计划是指信托公司接受单个委托人的资金委托，依据委托人确定的管理方式（指定用途），或由信托公司代为确定的管理方式（非指定用途），单独管理和运用货币资金的信托。单一资金信托计划在许多情况下更多地体现了委托人的意愿，诸如资金运用方式、投资对象等事项，都由委托人确定，信托公司更多地只是发挥通道作用，获得大约千分之二到千分之三的业务报酬。实践中，单一资金信托计划的委托人通常是机构，其中银行委托信托公司管理银行理财产品的方式（即银信合作产品）最为常见。和集合资金信托计划需通过信托公司网站、银行柜台等发布公开信息不同，单一资金信托计划的信息无需公开，具有完全的私密性。对信托公司而言，单一资金信托计划操作程序简单，无需在监管部门报备，营销成本、渠道费用低，而集合资金信托计划受到较多监管，耗时较长，信息披露复杂，还不利于部分机构进行灰色操作，因此，单一资金信托计划一直是信托公司经营资产管理业务的主要模式。

与单一资金信托计划相比，集合资金信托计划主动管理的意味更强，从产品设计、产品推介销售以及后期的资金管理、风险控制，信托公司都占主导地位，因此集合资金信托计划的发展通常被认为是信托公司资产管理能力提高的重要标志，这项业务也是银监会近年来鼓励信托公司大力发展的一类业务。然而，尽管伴随信托业资产管理规模的扩张，集合资金信托计划无论是在发行数量还是发行规模上都有大的增长（2006-2011年集合资金信托计划发行只数和发行规模见

下图），在信托公司资产管理业务中所占的比重也有所上升，但始终没有超过30%，而主要发挥通道作用的单一资金信托计划所占比重一直在70%以上。

图18 2006-2011年集合资金信托计划发行只数和发行规模

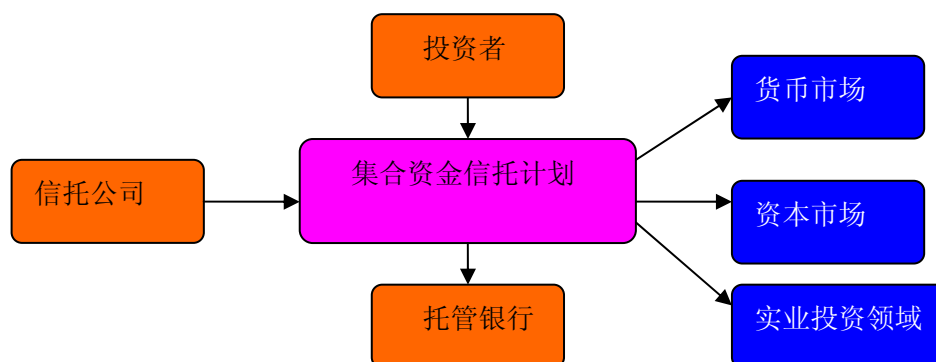


数据来源：Wind。

(2) 运作模式

根据《集合资金信托计划管理办法的规定》，集合资金信托计划由信托公司担任受托人，按照委托人意愿，为受益人的利益，将两个以上（含两个）委托人交付的资金进行集中管理、运用或处分。其基本结构见下图：

图 19 信托公司集合资金信托计划运作结构图



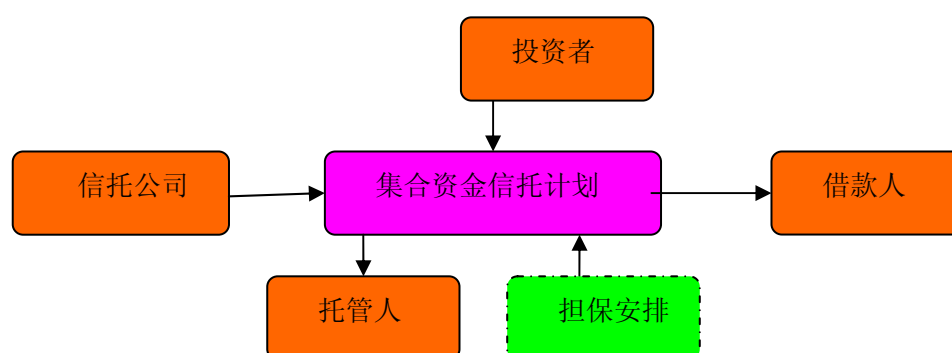
集合资金信托计划被监管层定位为私募型产品，不得公开营销，仅面向合格投资者和机构客户发售。根据《集合资金信托计划管理办法的规定》，合格投资者是指符合下列条件之一，能够识别、判断和承担信托计划相应风险的人：投资一个信托计划的最低金额不少于100万元人民币的自然人、法人或者依法成立的其他组织；个人或家庭金融资产总计在其认购时超过100万元人民币，且能提供相关财产证明的自然人；个人收入在最近3年内每年收入超过20万元人民币或

者夫妻双方合计收入在最近3年内每年收入超过30万元人民币，且能提供相关收入证明的自然人。购买金额在100万元-300万元之间的自然人不超过50人，购买金额超过300万元的自然人不限人数，机构投资者也不限家数。

集合资金信托计划的运作模式和基金有相似处，尤其是信托财产第三方独立托管、信托受益权划分为等额份额、资产组合投资等规定，但实践中，许多集合资金信托计划主要围绕单个项目进行投资，且往往围绕融资项目设立集合资金信托计划，使得集合资金信托计划更像是一种融资产品，而非资产管理型产品。

按照经济本质，集合资金信托计划可以分为融资类集合资金信托计划和投资类集合资金信托计划。融资类集合资金信托计划是固定收益产品，实质是用理财资金向项目提供贷款，通过运用包括不动产抵押、保证、股权质押等在内的各种担保手段，确保产品到期能按时向投资者支付本金和利息。其基本结构见下图：

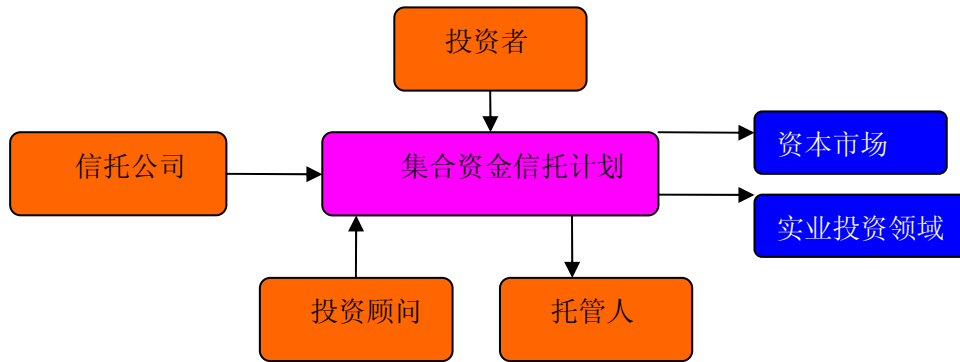
图20 融资类集合资金信托计划运作结构图



从风险收益特征角度考察，大部分融资类集合信托计划份额实际上是种高息债券。融资类信托有变相贷款的性质，对现金流的保障要求更高，银监会对该项业务的风险资本要求高于投资类信托产品。趋紧的货币政策及信贷政策，往往催生企业的融资需求，从而带动融资类集合资金信托计划规模的增长。近年来，融资类信托产品的主要投资领域是：以政信合作为代表的基础设施领域、以银信合作为代表的金融领域、工商企业和房地产领域。不过，通过集合资金信托计划进行融资的成本通常并不低。以近年来非常流行的房地产集合信托产品为例，借款人支付受益人每年6%-10%的预期收益后（根据具体融资项目，预期收益有高有低），还需支付以下费用：第三方担保费用，财产评估费用、律师费等中介费用（50万以下），信托公司每年收取的2%-3%的固定费用，银行0.2%的托管费用，借款人融资年化成本合计可达10%-17%。

投资类集合资金信托计划主要投资于资本市场和实业投资领域，前者是证券投资类产品，后者是 PE 产品，此外，还有跨市场做资产配置的组合投资类产品。投资类集合资金信托计划收益来自于投资对象的运作收益，具有不确定性，也通常被称为类基金产品。其典型运作模式和基金类似（见下图）。

图 21 投资类集合资金信托计划运作结构图



证券投资类集合资金信托计划中，信托公司接受委托人的委托，将信托资金按照双方的约定，投资于证券市场。该类信托产品中，信托公司通常还会聘任第三方投资顾问，如果第三方投资顾问是私募基金管理机构，这类信托产品通常被称为阳光私募。证券投资类集合信托产品存续年限一般是1.5年-3年，收益大致在10%-15%之间。目前，证券投资类信托产品按资金运作方式分为三类：非结构化产品、结构化产品和TOT产品。非结构化产品是常见的阳光私募，结构化产品将投资者分为高风险高收益的劣后受益人和低风险低收益的优先受益人，产品期限较短，有明确的止损平仓条款，TOT产品主要投资于1只或2只信托产品。

PE类集合资金信托计划中，信托公司将信托计划项下资金投资于未上市企业股权、上市公司限售流通股或中国银监会批准可以投资的其他股权。PE类集合资金信托计划通常采取两种操作模式：第一种为机构合作模式，即信托公司与专业VC、PE机构合作，信托公司负责募集信托资金，承担受托人角色，专业机构提供项目源，充当投资管理人，选择项目后进行后续管理。在当前信托公司资源不足、能力不足的情况下，这种合作模式有利于优势互补、战略双赢。第二种为信托公司主导型，即信托公司凭借自身优势，募集资金后直接参与股权投资业务，信托公司充当受托人和投资管理人双重角色。监管机构将信托公司集合资金信托计划定位于面向高端投资者的投资产品，PE类集合计划恰好能适应这种定位，也符合信托公司朝资产管理型公司转型的大方向。

组合投资类集合资金信托产品是指根据委托人的风险偏好，将债券、股票、基金、贷款和实业投资等通过个性化的组合、配比对信托财产进行管理。组合投资类集合信托计划存续时间相对较长，可以在存续期限内选择多个项目资产进行灵活配置，类似基金的运作方式，运作空间较大，给受托人较大的资产运作自主性，能充分发挥其专业资产管理能力，在风险分散的同时保障稳定的收益，相对于投向单一的其他集合信托计划，能给信托公司带来稳定且相对较高的收益。近两年来，组合投资类集合资金信托计划的规模及占比保持快速增长态势，有望今后成为集合资金信托计划的主要种类之一。

(3) 现存问题

体现信托公司主动资产管理能力的集合资金信托计划业务尽管受到监管层的鼓励，但在整个信托业资产管理规模中占比自始不超过 30%，且在发展过程中还存在以下突出问题：

其一，业务具有明显的热点驱动特点，尚未形成稳定的盈利模式。尽管信托公司集合资金信托计划投资范围可横跨资本市场、货币市场和实业市场，在投资范围上，几乎没有任何限制，且信托资金运用方式也没有任何限制，但信托公司一直没有形成稳定的业务轴心，其集合资金信托计划投资方向表现出随着宏观经济热点而游移不定的特点。例如：2006 年信托公司集合资金信托计划以贷款运用方式为主，占比为 67%，证券投资占比仅为 13%；2007 年证券投资则攀高至 69%，贷款运用方式骤降至 8%；2008 年由于股市调整，则又出现贷款运用方式抬头，证券投资降温的趋势。多家信托公司集合资金信托计划仍然是延续传统的市场热点驱动的经营思路和模式，甚至是将主流盈利来源建立在严重依赖“靠天吃饭”的基础上。

其二，资金投向单一化。信托公司发行的集合资金信托计划大多投向单一项目，这一方面增加了集合资金信托计划的风险，也表明信托公司仍然欠缺进行多样化投资管理能力。

其三，信托公司主动管理能力不足，集合资金信托计划资金运用“类贷款化”现象严重。尽管在监管部门的严格要求下，信托产品资金运用方式中，股权和物权方式占比已超过贷款类运用方式，但大部分非贷款类资金运用方式都采用了抵押、质押、回购等方式进行担保增信，使得集合资金信托计划更像是一种融资产

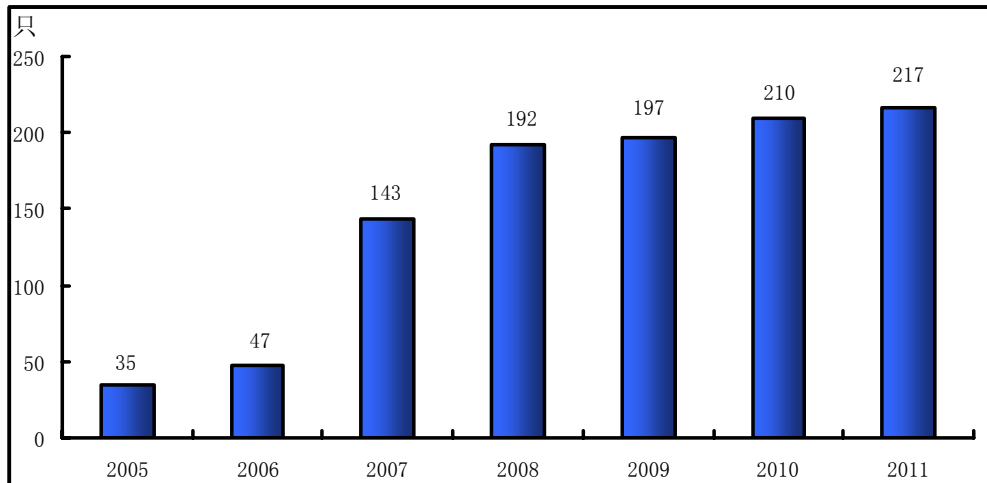
品，而非资产管理型产品。

5、保险公司投连险发展现状

(1) 基本概况

1999 年，平安世纪理财投资连结险的推出拉开了我国保险公司投连险发展的大幕。得益于当时红火的资本市场和全新的产品理念，1999-2002 年间投连险发展迅速。2001 年下半年开始，股市开始转熊，投连险收益下跌，投诉、退保等纠纷开始出现，2002-2005 年，投连险业务市场份额逐年下滑。走过了最初的火爆兴盛，经历了漫长的停滞萎缩，2006 年以后，我国投连险市场逐步走上了稳定的发展。2005-2011 年 7 年时间里，尽管投连险发行速度缓慢，但一直保持增长的态势（见下图）。

图 22 2005-2011 年我国投连险只数



数据来源：Wind。

根据投资账户风格的差异，投连险分为 5 类（见下表），通常投资者在购买投连险时，就会选择不同的投资风格。

表 10 投连险的类型

类型	分类标准
指数型	采取指数化策略
激进型	股票投资比例在 80%以上
混合型	股票投资比例在 20%以上 80%以下
债券型	股票投资比例在 20%以下
货币型	仅投资于货币市场

截至 2011 年三季度末，投连险账户总规模合计 907.87 亿元，各类投连险账户规模由高到底依次为：激进型账户（398.13 亿元）、混合型账户（376.24 亿元，包括混合保守型账户和混合激进型账户）、债券型账户（107.27 亿元，包括

增强债券型账户和全债型账户)、货币型账户(23.20 亿元)和指数型账户(3.03 亿元)。

(2) 运作模式

投连险分为“普通账户”(也称为保险账户)和“投资账户”(也称为分离账户、独立账户)进行管理,客户缴纳的保费按照一定的规则分配到两个账户上。普通账户上的资金由保险公司统一管理,按传统寿险方式运作,以保证对客户的最低保险责任。如果保险公司倒闭,投保人的资金将冻结在账户里,作为保险公司的财产。投资账户划分为等额单位,单位价值由单位数量及投资账户中资产或资产组合的市场价值决定,其经营管理与基金类似,保险公司主要承担“托管人”和“投资人”的角色,投保人可选择投资账户并承担投资账户的投资风险,亦即投资账户的投资损益直接影响保单现金价值的增减,并决定对客户的最终给付金额。如果保险公司倒闭,除支付投资账户管理费、申请费、手续费等,其债权人无权要求追偿投保人的投资账户,投资账户中资金的所有权完全归投保人或指定的受益人。投资账户可以投资于基金、股票、债券和货币市场工具,实践中,投资账户主要投资于各种风险收益特征的基金,保单持有人可根据自己的风险偏好和风险承受度选择相应的投资账户。只连结一个投资账户的投连险,其投资账户按成本价计算,且国有商业银行存款、国债之和不得少于 20%(投连险保费的分配和使用、普通账户和投资账户投资运作见图 24、图 25)。2012 年颁布的《保险资产配置管理暂行办法》明确规定,保险公司独立账户的投资范围包括流动性资产、固定收益类资产、权益类资产、另类及其他投资资产,各资产的投资比例由保险公司通过书面合同与投保人或受益人约定。可以预期,投资账户的类型会更加多样化。

投资账户与普通账户的区别还包括:①就会计处理而言,通过投资账户获得的所有收入或损失只能借或贷投资账户,与保险公司的其它收入或损失保持独立,除法定的特定情形外,投资账户的资产通常不能出售、交换或转移到保险公司的其它账户上。②投资账户的资产根据“当时市价法或市价法”进行评估,资金运用所得收益扣除一定费用后全部归投保人。而普通账户在分配资金运营成果时,采用较保守的会计处理原则,低估或少估资产。

图23 投连险保费的分配和使用

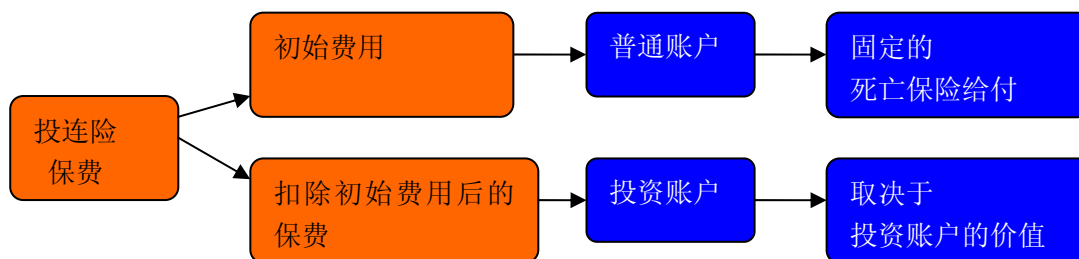
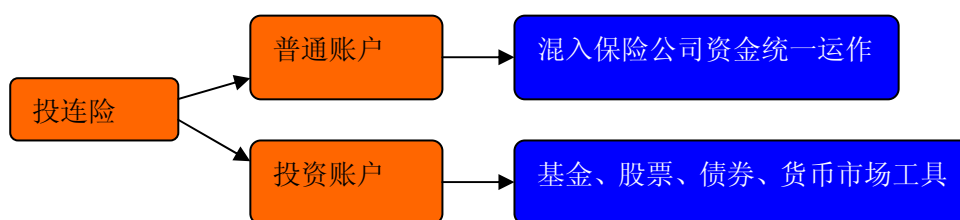


图 24 投连险普通账户和投资账户投资运作图



投资账户的设立、合并、分立、关闭、清算等事宜需经保监会批准，其日净赎回价值达前一日投资账户资产 1%的，保险公司应向保监会报告。会计年度内投资账户累计净赎回比例达到或超过年初投资账户资产 30%的，或发生经营亏损的，投资账户管理人自身难以扭转或发生可能严重危害保单持有人利益情形的，保险公司可向保监会申请关闭投资账户。

投连险的收费比较复杂，根据《投资连结保险精算规定》，投连险可以收取下列费用：初始费用、买入卖出差价、死亡风险保险费、手续费、保单管理费、资产管理费和退保费用。初始费用是保费进入投资账户之前扣除的费用，类似基金的申购费和认购费)。通常期缴型投连险按照每个保单周年递减的比例收取，第一年最高不超过所缴保费的 50%，以后逐年递减，一般从第六年开始不再收取初始费，额外保险费初始费用比例的上限为 5%²⁸。趸缴型投连险则是一次性收取一定比例的初始费，分为 5%和 10%两个限额。不过，激烈的市场竞争使得许多保险公司降低了初始费，例如有的公司趸缴型投连险的初始费率仅为 1%，有的甚至为 0。买入卖出差价是投资人买入或卖出投资单位时必须支付的费用，一般为 1%或 2%，不得超过 2%，目前有些投连险不再收取这部分费用。死亡风险保险费是针对投连险中风险保障的收费，这一费用的标准与传统寿险的费率制定标准一致，客户可以在规定范围内自由选择比例，实践中，有些投连险会赠送人

²⁸一般投连险期交保费扣除比例如下：基本保险费 6000 元（含）以内，第一年到第五年分别扣除 50%、25%、15%、10%、10%，额外保险费（6000 元以上）第一年到第五年分别扣除 5%。

身保障，此时客户无需缴纳这部分费用。手续费是保险公司在提供账户转换、部分领取等服务时收取的费用。大部分投连险都会提供几次免费的账户转换，也有些投连险对所有账户转换都免费。部分领取费在客户随时领取账户中的部分现金价值时收取，一般逐年递减，且集中在3年或5年内支付，超过年限无需支付该项费用。保单管理费与保单账户价值无关，其金额固定，通常是每月5元，用来支付保单运行的行政管理成本。资产管理费主要是为了补偿保险公司对投资账户的投资运作，按照规定，资产管理费每年最高收取2%。退保费用根据期缴趸缴而有不同，不过有的保险公司将退保费的比例降到很低，比如前三年的退保费只有保单价值的1.5%到2%，第三年以后就不收取费用。

(3) 现存问题

目前，我国保险公司投连险产品规模不大，实践运作中，仍存在诸多问题：

其一，投资运作随意性较大，缺少应有的限制。和基金严格界定股票、债券投资比例的上下限不同，投连险投资比例范围设置很宽泛。如某大中型保险公司旗下投连险产品的两个积极型账户——积极成长和基金精选，对股票及股票型基金投资比例的规定分别为20%-100%和0-80%。又如：市场上业绩不错的某款投连险产品，其下仅设一个投资账户，但其契约中对该账户的各类可投资资产比例未作任何规定。这种产品设计看似为投资管理人的投资运作留下了足够的空间和自由度，但实际上造成太过依赖投资管理人的专业能力、判断与操守的局面。过度的自由空间导致保险公司可随意调整仓位，但并不能保证每次调仓都准确及时，另外违背合同规定随意调仓，也让投资者使用资产转换功能以规避风险变得毫无意义，因为账户间的差别已经名不副实。

其二，运作模式存在潜在风险。在国内，由于尚未出现专门的保险基金管理公司，各家保险公司均自己运营保险资金，资金运营主体的定位模糊极易产生责任的混淆不清，可能降低投资决策的科学性和投资效果的有效性。在国外，由投连险集合起来的保险资金往往交由专门的基金管理公司管理，因为专业的基金管理人更了解各种投资渠道和风险概率，也更精通各种投资组合，而且由专业的基金管理公司代为管理，可以通过明确投资账户、托管人、管理人等各个主体的权利与义务，为投资运营的公开性、公平性、公正性提供制度保障。

其三，销售误导和欺诈问题突出。投连险多通过银行渠道销售，来银行办理

定期存款的客户风险承受力往往较低，为赚取佣金，银行柜台人员只谈收益率，对投资风险和退保费用则语焉不详。一旦资本市场大跌，亏损本金的投资者无法理解在银行买到的理财产品为何还能亏钱，退保危机自然一触即发。而在投连险占比过半的英国市场，投连险销售事务是由了解产品的业务员或者独立财务顾问完成，一般不会夸大宣传，客户也通常是在充分理解产品特性之后签约。

（二）主要集合投资产品竞争状况

我国集合投资产品的发展起源于基金业，其后保险公司、证券公司、信托公司、银行也陆续从事集合投资产品业务。根据资金募集的方式不同，集合投资产品分为公募型集合投资产品和私募型集合投资产品。公募型集合投资产品采取向社会公众公开募集资金，私募型集合投资产品采取非面向社会公众的营销手段向特定投资者募集资金。公募型集合投资产品最早由基金公司发行，且一度由基金公司垄断发行。时至今日，尽管商业银行和保险公司也在发行公募型集合投资产品，但法有明文规定从事公募型集合投资产品业务的仍然只有基金公司。能够发行私募型集合投资产品的金融机构很多，主要是信托公司、银行、基金公司和证券公司。能够同时发行公募型集合投资产品和私募型集合投资产品的机构，主要是基金公司和商业银行，信托公司和证券公司根据目前法律法规的规定，只能发行私募型集合投资产品。以下分别叙述公募型集合投资产品和私募型集合投资产品市场的竞争状况。

1、公募型集合投资产品的竞争状况

目前，我国集合投资产品市场上主要有三种公募型集合投资产品：商业银行个人理财产品、基金公司公募基金、保险公司投连险。从目前市场占有率来看，商业银行个人理财产品和公募基金占市场主要份额，投连险市场份额很低。

从竞争力的角度比较三种公募型集合投资产品，各有优劣势，具体而言：

①从产品风险收益特征看，商业银行面向大众投资者发行的理财产品仅限于低风险产品²⁹，基金公司发行的公募基金和保险公司发行的投连险则既覆盖低风

²⁹根据银监会 2011 年 7 月颁布的《商业银行理财产品销售管理办法》的规定，银行理财产品必须进行风险评级，由低到高至少包括 5 个等级，银行应对客户风险承受能力进行评估，确定客户风险承受能力评级，由低到高至少包括 5 级。风险评级为一级和二级的理财产品，单一客户销售起点金额不得低于 5 万元人民币；风险评级为三级和四级的理财产品，单一客户销售起点金额不得低于 10 万元人民币；风险评级为五级的理财产品，单一客户销售起点金额不得低于 20 万元人民币。因此，可以说，银行面向社会公众销售的理

险产品也覆盖高风险产品。公募基金的低风险产品主要是货币市场基金、保本基金和债券型基金，中等风险产品主要是混合型基金，高风险产品主要是股票型基金（包括股票指数型基金）。投连险的低风险产品主要是投资账户股票投资比例在 20%以下的债券型产品以及完全投资于货币市场的货币型产品，中等风险产品主要是股票投资比例在 20%以上 80%以下的混合型产品，高风险产品是采取指数化策略的指数型产品、股票投资比例在 80%以上的激进型产品。投连险产品通过投资股票型基金的方式投资于股票二级市场，从这个意义上而言，类似于基金中的基金（FOF），但风险收益比股票型基金低，而采取指数化策略的指数型投连险类似于股票指数型基金。

②从运作模式看，公募基金的运作模式最规范，基金资产由独立的第三方托管，有效解决了基金资产独立的问题，投资者获得的收益来自于基金资产运作收益，因此具有不确定性。银行理财产品主流运作模式一直在变，2009 年之前，是一对一模式、结构类模式和 QDII 模式，2009 年之后，主流模式是银信合作模式和资产池模式。各种运作模式中，只有 QDII 模式强制要求必须实行独立的第三方托管，其他模式中理财资金都由理财产品发行银行自己托管，因此，没有解决理财资金独立性问题。投连险产品中投资账户内的资金是否实行独立托管，法无明文规定。

③从投资灵活性看，商业银行理财产品和投连险投资账户的投资相对灵活。商业银行理财产品的投资运作不受法律限制，投连险投资账户对仓位的限制比较宽松，甚至可以满仓操作，这使得长期投资策略和经营绩效更容易实现。公募基金投资运作则是最严格的，不仅有“双 10%”的规定，每一类产品持仓比例也有严格限制。

④从流动性看，基金可以随时申购、赎回或者可以上市交易，流动性很高。银行理财产品流动性不高，既不能转让，通常也不能提前终止，投资者只有在产品到期后才能兑现本金和收益。不过，一些理财产品进行了流动性安排，可以质押贷款。此外，一些产品在存续一定时间后，会定期开放，投资者可以在开放日申购赎回或者直接开放赎回，不过封闭期内产品流动性很低。还有的理财产品将委托期限设计得非常短，例如 3 天或 1 天。投连险不可转让，流动性非常低，中

理财产品都是低风险产品。

途退保要扣除不少费用，还可能收取退保费用。

⑤从透明度看，公募基金透明度最高，有关信息披露的规定最为完善，不仅涵盖销售环节，还涵盖基金运作和终止的全过程。有关商业银行理财产品和投连险信息披露的规定，重点在于销售环节，产品运作和终止环节的信息披露则非常简单，往往只有净值和收益。

⑥从投资者群体（参与门槛）角度看，公募基金的投资者对流动性要求高，期望较高收益，风险承受能力强且有一定投资经验。开放式基金最低认购额是1000份，封闭式基金最低认购额是100份，这适合未来资金支取时间不确定、本金较少或没有足够时间和精力不断寻找适合自己的银行理财产品的投资者。银行理财产品的投资者往往将银行个人理财产品当成存款的替代，因此风险承受能力差，比较注重产品的安全性。面向大众投资者的公募理财产品最低认购额通常是5万或10万。投连险产品的投资者看重产品的保障功能，通常收入高，投资期限长，风险承受能力较强，通过银行渠道购买的投连险新单趸交保费必须在3万元以上。

⑦从费率角度看，公募基金的费率是固定的，通常托管费率是0.2%-0.25%，管理费率约为0.6%-1.5%，认购费率约为0.6%-1.2%（货币市场基金一般收取销售服务费，按每年0.25%收取），申购费率约为1%-1.5%（货币市场基金一般不收取），赎回费率约为0.3%-2%（货币市场基金一般不收取），目前申购费和赎回费的设定较为灵活，一般由投资期限、数额决定。银行个人理财产品费率各家银行不同，没有统一的规定，通常个人理财产品投资收益扣除预先承诺支付给投资者的收益率后的部分，都由银行作为管理费收取，此外，投资者提前解除合同通常需要缴纳违约手续费。投连险费用扣除项目比较多，整体费率较高，不仅要收取类似申购费或认购费的初始费用，类似赎回费的退保费用、部分领取费用，最高2%的资产管理费，还要收取保单管理费、账户转换手续费、投资账户买入卖出差价等费用。

⑧从资产管理能力看，正如前文分析，公募基金的资产管理能力最强。大部分投连险产品都是通过投资于公募基金而间接参与到股票市场和债券市场的，因此，其资产管理能力仍欠佳。银行理财产品尽管规模庞大，但主要得益于其利用制度优势创新了产品运作模式，从根本上而言，其资产管理能力仍然欠缺。

⑨从产品发行机构自身的优劣势来看，基金公司资产管理能力强，运作较为规范，是其优势，劣势是基金公司过于依赖银行销售渠道，不能直接面对客户。银行的优势是有庞大的客户群，且管制宽松，在利率尚未自由化的条件下，可以通过运作模式的不断创新为客户提供较高收益。劣势是资产管理能力欠缺，能带来较高收益的创新模式风险很高，一旦利率市场化，创新模式也将难以为继。保险公司的优势是产品有保障功能，投资账户运作较为灵活，劣势是通过保险代理人及银行进行销售存在严重的销售误导现象。

总体而言，面向零售投资者的三种公募型集合投资产品，在功能上并非完全替代，而是能满足投资者的不同需求。投连险产品中的保障功能是其特色，而证券投资基金流动性好、起点低是其特色，银行理财产品则是收益比较有保障。

2、私募型集合投资产品的竞争状况

目前，我国集合投资产品市场上主要有四种私募型集合投资产品：信托公司集合资金信托计划、商业银行发行的高端理财产品、基金公司一对多产品、证券公司集合资产管理计划。信托公司集合资金信托计划所占市场份额最大，其次是银行高端理财产品和证券公司集合资产管理计划。基金公司一对多产品由于发展时间不长，规模很小。

从竞争力的角度比较四种私募型集合投资产品，各有优劣势，具体而言：

①从投资门槛看，信托公司集合资金信托计划投资门槛最高，购买金额最低为 100 万元，购买金额在 100 万元-300 万元之间的自然人不超过 50 人，购买金额超过 300 万元的自然人不限人数。商业银行发行的高端理财产品主要面向高净值客户和私人银行客户。根据 2011 年银监会发布的《商业银行理财产品销售管理办法》的规定，高净值客户是指满足下列条件之一的商业银行客户：单笔认购理财产品不少于 100 万元人民币的自然人；认购理财产品时，个人或家庭金融净资产总计超过 100 万元人民币，且能提供相关证明的自然人；个人收入在最近三年每年超过 20 万元人民币或者家庭合计收入在最近三年内每年超过 30 万元人民币，且能提供相关证明的自然人。私人银行客户是指金融资产达到 600 万元人民币及以上的商业客户。基金一对多产品最低购买起点是 100 万元，且有 200 人的人数限制。证券公司集合资产管理计划最低购买起点是 5 万元（债券类产品）和 10 万元（股票类产品），不过没有人数限制，小集合产品有 200 人的人

数限制，最低购买起点是 100 万元。

②从运作模式看，证监会监管下的基金公司一对多产品和证券公司集合资产管理计划最为规范，都是典型的基金运作模式。信托公司集合资金信托计划的运作模式和基金有相似处，尤其是信托财产第三方独立托管、信托受益权划分为等额份额、资产组合等规定，但实践中，许多集合资金信托计划主要围绕单一融资项目设立，更像是一种融资产品，而非资产管理型产品。商业银行高端理财产品主要有两种运作模式：一种模式是结构类模式，通过将一部分理财资金投资于衍生品市场，获得高额收益，一种模式是银信合作模式，通过单一资金信托计划或集合资金信托计划形式，投资于证券市场和实物投资领域。

③从投资范围来看，信托公司集合资金信托计划投资范围非常宽泛，几乎没有限制，可以横跨资本市场、货币市场和实业投资领域。按照投向，可以分为基础产业信托、房地产信托、证券市场信托（包括股票、基金、债券）、金融机构信托、工商企业信托及其他。商业银行发行的高端理财产品，或者是通过结构类模式投资于衍生品市场，或者是通过银信合作模式，将投资领域扩展到包括证券市场和实业投资领域在内的高收益市场。证监会监管下的基金公司一对多产品和证券公司集合资产管理计划则主要投资于证券市场。

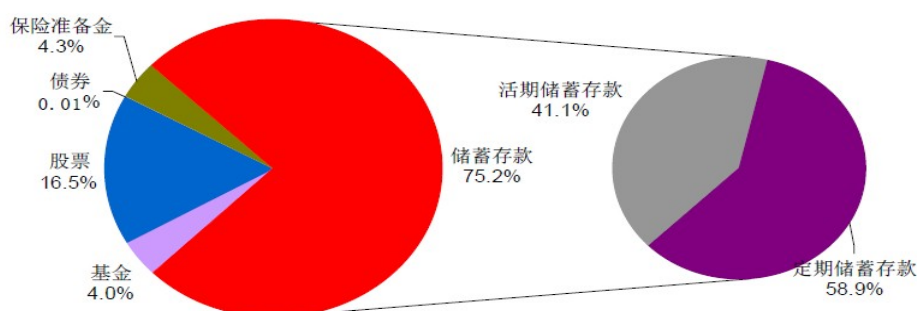
④从开展集合投资产品业务机构自身的优劣势看，基金公司的优势在于：在资金、信息、人员素质、研究能力等各方面均最具有竞争力，资产管理能力最强；制度最成熟、最完备。市场化管理、规范化运作，有良好的市场形象。劣势是：没有自己的客户资源，受限于销售渠道；业务范围单一，投资范围单一，靠天吃饭局面严重。证券公司的优势在于：有自己的研究部门，研究能力强；有自己的营业部，可以直接面向客户。劣势在于：历史上很长一段时间，监管层对该项业务管制很严，审批过严，产品线单一，和基金产品一样靠天吃饭局面严重。信托公司的最大优势是制度优势，投资范围宽泛，资金运作方式多样化，资产配置机制灵活。劣势是总体上主动资产管理能力有待提高。商业银行最大优势是其营业网点众多，具有庞大的客户群体，劣势是资产管理能力欠缺。

（三）中国集合投资产品发展前景

1990 年至 2010 年，我国居民人均可支配财产的绝对值由 1515 元增长到了

1.7 万元，增幅达 11 倍。根据招商银行和贝恩公司联合发布的《2011 中国私人财富报告》，截至 2010 年底，我国个人持有的可投资资产总规模达到 62 万亿元人民币，较 2009 年增长 19%。然而，尽管居民财富增长迅速，但却没有得到很好的配置。目前，我国居民的总投资资产中，30.75 万亿的储蓄存款的比例达到 75.2%，其他金融资产占比加总不超过 25%（见下图）。

图 25 我国居民金融资产配置图



数据来源：CEIC，东方证券研究所。

我国居民金融资产配置中储蓄存款占比不仅远高于欧美国 20%-30%的比例，也高于亚洲其他国家和地区 40%-50%的比例（见下表）。

表 11 七国（或地区）居民金融资产配置情况

	股票	共同基金	债券	现金与存款	保险准备金	其他
美国*	31.2%	9.9%	8.9%	16.6%	30.1%	3.2%
英国*	14.4%		0.8%	28%	53.4%	3.4%
台湾*	23.2%	1.8%	0.4%	41.5%	17.7%	15.4%
韩国	20.1%		9.8%	45%	24.4%	0.7%
日本	6.26%		6.21%	55.2%	28.2%	4.2%
欧盟 27 国	21.3%		6.8%	35.1%	34%	2.9%
中国	16.5%	4%	0.01%	75.2%	4.3%	

*家庭与非营利机构

数据来源：Wind 资讯，CEIC，东方证券研究所。

储蓄存款占比畸高的同时，我国存款的利率弹性不强，低利率的环境使得客户获得的存款利率低于真实利率水平。随着居民投资意愿的增强和通货膨胀的压力，储蓄存款中的一部分正在向资产管理市场转移，而基金是承接这部分资产转移的重要工具。

居民财富普遍增加的同时，我国富裕人群数量也增加了。根据招商银行与贝恩资本的调研报告，中国高净值人群的规模正在逐年扩大。2010 年可投资资产 1000 万元以上的中国高净值人群为 50 万人，同比增长 22%，人均持有可投资资

产约 3000 万元，共持有可投资资产 15 万亿元。预计全球财富规模在 2010 年至 2015 年间将以年均 5.9% 的速度增长，并在 2015 年达到 162 万亿美元。亚太地区（不包括日本）财富的年均涨幅预计为 11.4%，这一地区占全球财富的份额也将因此从 2010 年的 18% 提升至 2015 年的 23%。在这 5 年期间，中国和印度的财富规模预计将分别以 14% 和 18% 的年均复合增长率增长，且将分别为亚太地区管理资产额增长贡献 19% 和 8%。而欧美的财富增长将低于全球平均水平³⁰。

富裕人群的出现及增加改变了居民对金融服务的需求，作为高净值人群³¹，他们的投资需求与普通投资者已经有了区别，更加凸显出对差异化工具和个性化服务的需求。调研显示，中国高净值人群的风险偏好更加稳健，财富目标更加多元化，资产配置和服务需求也呈多元化趋势。

从各国经济发展是和资产管理业规模的关系来看，平均而言，一国资产管理规模应占其 GDP 的 10% 左右³²。2008 年，美国资产管理规模占 GDP 的比重为 67%，澳大利亚为 78%，法国为 53%，我国才 6.54%³³。因此，我国基金业的发展还有很大空间。粗略估算，未来 10 年内如果我国 GDP 复合增长率为 5%³⁴，资产管理规模占 GDP 的比重上升到 10%，则 2020 年左右，我国 GDP 规模将达到 6.87 万亿美元，资产管理规模可达到 6874 亿美元，较目前仍可增长近 2 倍。

面对巨大的资产管理市场和居民多样化的投资需求，我国集合投资产品市场未来发展空间还很大。从各类集合投资产品的发展趋势来看，基金产品和证券公司集合资产管理计划的投资领域将扩大，投资运作、产品审批等方面的管制将进一步放松，银行个人理财产品主流运作模式需要稳定，主动管理能力需要加强，信托公司集合资金信托计划将从融资型产品向投资型产品转变，而保险公司投连险的投资领域将进一步扩宽，变额年金保险³⁵有望获得较大发展。

³⁰见波士顿咨询公司和中国建设银行联合发布的《2011 年中国财富管理市场报告》。

³¹高净值个人 (High Net Worth Individual) 是指财富总额超过 100 万美元的富裕人士。

³²巴曙松、陈华良、王超等著：《2010 中国资产管理行业发展报告》，中信出版社 2010 年版，第 9 页。

³³同前注，第 9-10 页。

³⁴十二五规划是 7%，保守估算为 5%，且暂不考虑物价因素，但考虑人民币升值因素。

³⁵变额年金保险被称为保底投连险，其特点是：投连险+最低保证+年金化支付。2011 年 5 月 10 日，保监会发布《关于开展变额年金保险试点的通知》和《变额年金保险管理暂行办法》，决定在北京、上海等五大城市进行变额年金保险试点。截至目前，共有三家保险公司发行了 3 款变额年金保险。变额年金保险变现能力较差，是趸缴型产品，适合高端投资者。

四、中国集合投资产品监管体制现状及问题

（一）各类集合投资产品监管现状

目前，我国对各金融机构集合投资产品的监管规则不是从这些投资产品的共同法律属性和功能出发而统一协调制定的，而是由各个监管部门基于各自部门的监管需要和监管便利分头出台的，这使得目前我国关于集合投资产品的监管规则呈现出明显的“机构监管”特点。各个金融监管机构的权力行使对象只是其负有监管职责的那些金融机构，在此基础上它的监管权力才延伸到特定类型金融机构推出的投资产品，这直接造成集合投资产品监管规则多头并举的格局。以下分行业概述各金融机构集合投资产品的监管规则。

1、基金公司基金产品的监管

在我国，基金产品由证监会基金监管部监管，基金业协会对基金业实行自律监管，交易所负责对基金在交易所内的投资交易活动进行监管，并以定期监管报告和专项报告等形式向基金监管部报送基金投资交易监控情况。自 2004 年 6 月 1 日《证券投资基金法》正式实施的 8 年来，我国基金业已建立起一套以《基金法》为核心、以 6 部涉及基金运作、销售管理、信息披露、银行托管、基金公司、基金公司高管管理的部门规章为主体的基金监管规则体系（见附件一），并据此建立起了“组合投资、信托托管、信息披露”三大监管制度支柱。此外，中国证监会、证券业协会（基金业协会的前身）还针对企业年金、社保专户、QDII、股指期货、基金评价机构等制定了相关规定，完善了基金监管规则体系，促进了行业发展。

基金公司基金产品是目前我国集合投资产品市场上法律制度最完备的产品，是典型的资产管理业的操作模式。证监会基金监管部对基金产品监管的重点是：公募型产品准入实行审核制；对基金销售行为进行监管；着重信息披露；对基金投资与交易行为进行日常监管（包括基金投资的比例监管、投资制度监管、投资的信息披露监管、交易行为监管、对投资与交易违法违规行为进行处罚）。此外，对基金公司及从业人员也实行严格监管：基金公司的设立采取审批制；对基金公司的治理结构、内控、经营运作等都有监管要求；对基金公司高管及董事有任职

资格要求，对其基本行为设立规范要求；基金公司投资管理人员也有任职资格要求，基金经理实行注册制，对其行为设基本规范。

2、证券公司集合资产管理计划的监管

证券公司集合资产管理计划运作的法律基础是《证券公司客户资产管理业务试行办法》和《证券公司集合资产管理业务实施细则》。此外，证券业协会从保护投资者的角度发布了一系列行业自律文件，针对集合资产管理计划面向投资者提供的文件提出了相关要求。近年来，证券公司集合资产管理计划的监管规则主要围绕放宽投资限制、保护投资者权益和提高业务专业水准三个方面。具体的监管规则见附件一。

很长一段时间，证监会机构部都将证券公司资产管理业务当成一项创新业务进行监管，对该项业务采取牌照管理、规模控制。产品被定位为私募产品，不能公开营销，对客户范围进行限制；产品准入实行审批制，投资运作限制严格，禁止份额转让。此外，证券公司集合资产管理计划的监管与证监会对证券公司的综合监管结合起来，使得公司业务范围和规模与其净资本等风险控制指标和内控水平动态挂钩，并进一步与分类评级挂钩。具体监管实践中，证券公司资产管理业务上限与净资本挂钩，以控制风险。只要证券公司经营资产管理业务，其净资产就不得低于人民币 5 千万元，净资本不得低于人民币 2 千万元。证券公司经营证券资产管理业务，还必须符合：集合资产管理业务规模不得超过净资本的 10 倍；定向资产管理业务规模不得超过净资本的 20 倍；专项资产管理业务规模不得超过净资本的 30 倍。当证券公司净资本等风险控制指标与上月相比变化超过 20% 时，应在该情形发生之日起三个工作日内，向中国证监会及其派出机构作出书面报告，说明基本情况和变化原因。

将证券公司集合资产管理计划作为证券公司一项创新业务进行严格管制，事实上不利于该项业务的发展。与银行个人理财产品发展几乎同时起步的证券公司集合资产管理计划，在整个集合投资产品市场中所占比重日益下降，严格的管制是重要原因。值得注意的是，管制已经或有望在近期内得到放松。例如：证监会 2012 年 4 月发布《关于修改〈关于证券公司风险资本准备计算标准的规定〉的决定》，将集合资产管理业务风险资本准备基准计算比例从 5% 降至 3%。此外，修订中的《证券公司客户资产管理业务管理办法》、《证券公司集合资产管理业务实

施细则》有望在投资范围、资产运作方式等方面放松对集合资产管理计划的管制。

3、银行个人理财产品的监管

2004年2月，银监会颁布的《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》激活了商业银行个人理财产品市场。截至目前，银监会颁布了与银行理财产品相关的三个“办法”、两个“指引”和若干个“通知”（见附件一）。三个“办法”推动了与境外金融衍生品挂钩的外币理财产品、人民币个人理财产品、代客境外理财产品三类产品的发展，是这三类理财产品运作的法律基础。两个“指引”对个人理财业务的风险管理、银信合作理财产品具有一定指导作用。“办法”和“指引”构成目前银行个人理财产品运作的法律基础，通知则往往具有很强的政策指导意义，往往是在市场暴露出一定问题时，由监管机构出台具有查漏补缺或亡羊补牢作用的监管措施。银监会对银行个人理财产品近两年的监管重点是：规范银信合作及理财产品对限制性行业（如地方融资平台和房地产）的投资。

细看银监会历年来就银行个人理财产品颁布的监管规则，可以发现一条很清晰的脉络：银监会对银行个人理财产品的监管，最初着眼于为其运作搭建基本框架，其后，随着银行理财产品的发展，银监会的监管更多是基于对风险的监管，某类产品过热就“降降温”。2011年颁布的《商业银行理财产品销售管理办法》具有里程碑的意义，表明银监会第一次将注意力集中在对投资者的保护上。

由于市场是自下而上发展起来的，银行个人理财产品也尚未形成稳定的运作模式，因此银监会将银行理财产品作为一种创新业务，管制比较宽松。银行理财产品设立采取事前报告制，在内控以及内部机构设置上，没有太多规范性要求。监管规则的出台更多的是对风险的防范，基于理财业务对银行整体风险的影响，也服务于整个宏观信贷政策。具体而言，尽管银监会对银行开展理财业务规定了资格条件，要求必须上报产品的申请及说明、实施方案和风险控制措施等，建立了监管机构审批、派出机构协助监管的体系，规定了具体业务人员应具备的资格条件，并确立了对产品进行调查、检查等现场和非现场监督权限和措施等，但整体而言，银监会对银行个人理财产品的监管重点是落实银行内部的风险管理制度，对银行及相关人员在从事个人理财业务中的行为规范较少，对违规处罚规定得较为模糊。

4、信托公司集合资金信托计划的监管

自 2001 年《信托法》颁布以来，人民银行、银监会、财政部等有关部委相继颁布了一系列与信托相关的规范性文件，形成了目前以商业信托为主的信托法律法规体系。随着监管主体和监管思路的不断变革，我国信托法律法规体系经历了一系列的演变。2007 年由银监会颁布实施的《信托公司管理办法》和《信托公司集合资金信托计划管理办法》，取代了 2002 年实施的《信托投资公司管理办法》和《信托投资公司资金信托管理暂行办法》，由此以新的“一法两规”为基础和核心的信托法律法规体系显现雏形（见附件一）。在现有法律框架下，信托公司既可以涉足资本市场、货币市场，受托进行证券投资，又可以涉足实体经济，进行股权投资。

和银行个人理财产品的发展是银行自下而上发展起来后银监会才开始监管不同的是，信托公司资产管理业务的发展是银监会自上而下有意鼓励和引导的。有着“金融百货超市”之称的信托公司自 1979 年产生以来，一直面临主业不清、定位不明的困局，使得业务范围广而不深，缺乏自身的核心竞争力，加之频频出现行业危机而进行整顿，信托公司很长一段时期在整个金融体系处于一个尴尬的位置。随着 2007 年新的一法二规的颁布，银监会对信托公司的定位越发清晰——运用信托机制面向高端投资者的资产管理公司，这对那些固有业务占比高、贷款信托业务占比高的信托公司造成冲击，同时资产管理能力、创新能力的差异重新成为影响信托公司竞争力的重要因素。此后，银监会对信托公司信托业务的监管规则更多强调引导信托公司提高主动资产管理能力。重新定位后的信托公司努力向主动管理型资产管理公司转型，代表主动资产管理能力水平的集合资金信托计划的规模逐年增长，但传统融资类业务在货币紧缩政策下需求旺盛，主动资产管理能力的培养也需要时间，因此，目前信托公司资产管理规模中传统融资类业务仍占比最高。

在监管层面，银监会将集合资金信托计划定位为私募型产品，发行前需要向银监会及派出机构报告，不能公开营销，投资管理整体上比较灵活。对集合资金信托计划的管理人——信托公司，银监会采取了类似银行的监管方法，要求信托公司应当按照有关业务的业务规模计算各项业务风险资本，并按照银监会规定的比例计算相应的风险资本。在此基础上，银监会设定了信托公司的风险控制指标“红线”：第一条“红线”为净资本不得低于各项风险资本之和的 100%，第二条“红

线”为净资本不得低于净资产的 40%。这其中，投资类集合资金信托计划按 0.5%-1.5%计提风险资本，融资类集合资金信托计划按 2%-3%计提风险资本。通过这种方式，银监会希望引导信托公司更多地发展投资类集合资金信托计划业务。此外，银监会也对信托公司实行监管评级与分类监管。根据 2010 年修订的《信托公司监管评级与分类监管指引》，评级要素包括公司治理、内部控制、合规管理、资产管理和盈利能力等五个方面。在资产管理要素部分的考核中，银监会将信托业务区分为主动管理信托业务和被动管理信托业务，并增加了主动管理类信托业务规模和主动管理类信托规模增长率两个指标，以鼓励信托公司大力发展主动管理信托业务。

5、保险公司投连险的监管

投连险推出的时间比较早，在我国一直被当成是新型保险产品之一种接受保监会的监管，但我国《保险法》没有对投连险做出任何规定。2009 年修订《保险法》时，仍未增加对投连险的任何规定。可以说，在综合调整保险活动的基本商事法律上缺少对投连险的法律规定为投连险的法律规制留下了巨大的法律空白。目前，规范投连险的规则只有保监会发布的系列法规，包括《投资连结保险管理暂行办法》、《投资连结保险精算规定》、《人身保险新型产品信息披露管理办法》等（见附件一）。这些法规虽然在很多方面对投连险运行过程中的相关法律问题进行了规制，但是有的规定十分笼统，缺乏可操作性，还有些内容尚未被纳入规制范围，法律空白较多，这些都是影响投连险发展的不确定因素。

保监会关于投连险运作、投资方面的监管规则一直比较稳定。投连险的销售需要保监会批准；产品必须包含一项或多项保险责任；产品应至少连结到一个投资帐户；保险保障风险和费用风险由保险公司承担；投资帐户的资产单独管理；保单价值应当根据保单在每一投资帐户中占有的单位数及其单位价值确定；投资帐户中对应某张保单的资产产生的所有投资净收益（损失），都应当划归该保单；每年至少应当确定一次保单的保险保障；每月至少应当确定一次保单价值。此外，在投资帐户的监管上，保监会规定投资帐户的设立、合并、分立、关闭、清算等事宜，应事先报保监批准；投资帐户具有独立性；为确保投资账户安全管理，保险公司应当每月至少评估一次投资帐户的单位价值，只连结一个投资帐户的投连险，其投资帐户按成本价计算，投资账户净赎回价值达到一定比例或发生亏损的，

可申请关闭账户。投资帐户的管理人不得自营或者代人经营与投资帐户同类的业务，不得从事任何损害该投资帐户利益的活动，不得与该投资帐户进行交易。

投连险最突出的问题是：销售环节存在不少损害投资者利益的行为。投资者对投连险的不满和投诉，根本原因并非收益实现问题，而是在营销和售后环节的信息失真和缺乏。因此，保监会对投连险的监管规则主要体现在对投连险销售环节的规制上，包括信息披露要求和销售人员资格和行为的管理。

总体上，作为主要监管保险产品的监管机构，保监会对具有投资产品性质的投连险并不鼓励。近年来，在不同场合，保监会相关负责人表示保险行业应当向保障型产品回归，许多大型国有保险公司目前甚至不再发行投连险产品，这也从另一个侧面表明监管层的态度。

（二）监管规则差异性分析——以投资者保护为核心

证监会、银监会、保监会对各自管辖范围内金融机构集合投资产品的监管表明行业的差异。证监会监管资本市场，资本市场的高风险特征及中国目前资本市场新兴加转轨的特征，使得证监会的监管一切从严。基金公司、证券公司集合投资产品主要投资于资本市场，产品风险与资本市场联动，因此证监会的监管着重从风险管理与投资者保护两方面双管齐下。银监会主要监管银行业，该行业运行特点是比较稳健且有国家信用作为支撑，风险意识也是最近几年才形成的。银行的理财业务被认为是银行创新业务，是银行对市场需求的自发回应，受到银监会的默许甚至是某种程度上的支持。信托公司的理财业务被监管层认为是信托公司今后的发展方向，因此受到银监会的大力支持。银监会的监管理念总体来看比较宽松，也体现出银行业的特点：其一，由于银行及信托公司理财业务关系货币供给，因此其监管节奏与宏观调控亦步亦趋。其二，银监会更多地从集合投资产品对银行、信托公司本身带来的风险角度，适时调整监管规则。其三，资本监管及分类评级监管被作为一种重要的监管手段运用到银监会对银行和信托公司理财业务的监管中。保监会主要监管保险业，保险业面向大众提供有稳定保障的产品，保险公司投连险产品在保障功能的基础上，又增加了“证券投资基金”的性质。由于产品可能带来亏损，和人们通常理解的保险产品的安全性有差异，因此，保监会对该项业务并不鼓励。实践中，保监会对投连险的监管重点是防止保险代理人

的销售误导。

下表是各金融机构集合投资产品的监管规则。

表 12 集合投资产品基本监管规则

管理机构	基金公司	证券公司	商业银行	信托公司	保险公司
监管机构	证监会	证监会	银监会	银监会	保监会
产品准入	公募基金审批制，一对多备案制	审批制，拟实行备案制	报告制（少部分创新产品实行审批制）	报告制	审批制
投资人资格	1000 元认购起，定期定投可低至 300 元	限定性计划 5 万起；非限定性计划 10 万起	不低于 5 万元	合格投资者	在银行销售的新单趸交保费 3 万元起
营销宣传	公募基金可公开宣传；一对多不可	不可公开宣传	可公开宣传	不可公开宣传	可公开宣传
资金托管	银行托管	银行托管	无明确规定	银行托管	无明确规定
产品投资范围	证券	证券	信贷资产、债券等；挂钩国外股票、汇率、商品类资产。私人银行可投资股票二级市场和未上市股权	不限	证券
信息披露	公募基金必须遵循法定频率、通过法定渠道、披露法定信息，提供每一交易日的份额净值，披露内容要求非常详尽；一对多产品信息不向社会公开，每月向投资者披露一次净值，强调合同约定	每周提供一次份额净值，披露方式由合同约定；至少每三个月向客户提供一次资产管理报告，但对报告的具体内容没有详细的要求，强调合同约定	至少每月提供一次客户账单，账单应列明资产变动、收入和费用、期末资产估值等情况，但允许商业银行与客户另有约定。实践中商业银行往往通过合同条款，规避每月提供账单的义务	按月制作信托资金管理报告、信托资金运用及收益情况表，对披露的具体内容、方式没有详细的要求	每月最少一次向客户公布投资单位价格，至少每半年在法定报纸上做信息公告，每年向客户发送年度报告

总体上看，分业经营、机构监管体制下，各金融机构从事集合投资产品业务各有制度上的优劣势，这是不同的监管机构颁布的不同监管规则所致。例如：监管规则不一影响各金融机构推出的集合投资产品投资范围的宽窄、运作模式的选择、产品推出的快慢等，这些方面反过来影响各金融机构集合投资产品的竞争力。但在机构监管体制下，行业竞争没有绝对的公平，各金融机构目前只能充分利用自己在分业经营领域的特有优势发展集合投资产品，各监管部门也应互相借鉴有益经验，探索如何在本监管领域内放松管制、加强监管，以增强其监管范围内金

融机构发行的集合投资产品的竞争力³⁶。

如果说机构监管体制下，竞争的绝对公平是难以达到的目标，那么为投资者提供尽可能一致的保护，则是各监管机构可以通过相互借鉴监管规则达到的目标。根据前文对集合投资产品监管制度的分析³⁷，将基于投资者保护目的而存在的主要监管规则分为三类：信息披露制度、利益冲突规则、运营与风控制度（即将产品内部治理结构要求、管理人治理、托管等制度统一归入运营与风控制度）。以下基于投资者保护视角分析各类集合投资产品监管规则的差异。

1、信息披露制度

各监管机构一般都要求发售集合投资产品的金融机构依法及依合同约定按时披露信息，并保证披露信息的真实性、准确性和完整性，但在具体的披露内容、范围、时间、方式及程序方面却有很大差别。例如同为公募型集合投资产品，基金公司公募基金的信息披露要求最为严格，封闭式基金至少每周公布一次净值，开放式基金应每天披露净值；基金公司需编制基金年度报告、半年报、季报并公告，其中基金年报中的财务会计报告应经审计；此外，证监会还详细规定了基金临时信息披露的情形，要求基金发生重大事件，有关信息披露义务人应当在两日内编制临时报告书，予以公告。投连险产品被要求每周应当至少在公司网站或者中国保监会认可的公众媒体上公告一次投资账户单位价格；每半年应当至少在公司网站及中国保监会认可的公众媒体上依法定内容发布一次关于投连险的信息公告；每年向投保人提供一份保单状态报告。商业银行个人理财产品被要求至少每月提供一次客户账单，按季度准备理财产品各投资工具的财务报表、市场表现情况及相关材料，相关客户有权查询或要求商业银行向其提供上述信息。由此可见，公募基金的信息披露最频繁，内容最详细，信息更加公开及更容易被投资者获得。又如：同为私募型集合投资产品，证券公司集合资产管理计划被要求每周披露一次份额净值，信托公司集合资金信托计划只规定了在接到受益人的查询申

³⁶各监管机构放松管制、加强监管的过程已经开始。其中，证监会、保监会重点在放松管制，银监会则重点在加强监管。具体而言，正在修订中的《证券投资基金法》拟扩大公募基金产品投资范围，放松公募基金产品运作上的一些不合理的管制。2012年，证监会拟修订《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》、《证券公司客户资产管理业务管理办法》、《证券公司集合资产管理业务实施细则》，放松对基金公司一对多产品和证券公司集合资产管理计划的不合理管制。保监会2012年密集出台《保险资金投资债券暂行办法》、《关于保险资金投资股权和不动产有关问题通知》、《保险资产配置管理暂行办法》等多项有关保险投资的新政，放宽了保险资金投资限制，进一步明确独立账户的投资范围包括流动性资产、固定收益类资产、权益类资产、另类及其他投资资产，各资产的投资比例由保险公司通过书面合同与投保人或受益人约定。银监会2011年7月发布《商业银行理财产品销售管理办法》，加强了银行个人理财产品销售环节的监管。

³⁷见报告“一、集合投资产品及其全球发展”之“（二）集合投资产品的监管”。

请时，才提供相关信息。基金一对多产品要求每月向投资人公布一次净值，并要求在资产管理合同中约定向投资人报告相关信息的时间和方式，保证投资人能够充分了解资产管理计划的运作情况。

此外，关于信息披露违法行为³⁸的责任，各类集合投资产品的规定也不一样。信托公司、基金公司信息披露违法行为不仅要承担行政责任，给受益人造成损失的，还要依法承担民事赔偿责任³⁹。此外，公募基金产品的相关监管规则还扩大了信息披露义务人的范围，根据《证券投资基金法》的规定，除基金公司外，信息披露义务人还可能包括基金公司直接负责的主管人员及其他直接人员，为公开披露的信息出具审计报告、法律意见书等文件的专业机构，这些信息披露义务人信息披露行为违法，也应承担相应的行政责任和民事责任。保险公司投连险相关监管规则⁴⁰仅规定保险公司及其直接责任人员信息披露违法行为的行政责任，银行行个人理财产品的相关监管规则对信息披露违法行为并无特别规定，笼统地适用《银行业监督管理法》中有关一般违法违规行为的行政处罚规定，证券公司集合资产管理计划相关监管规则对信息披露违法行为责任则无相关规定。

2、利益冲突规则

集合投资产品运作过程中，会发生两类利益冲突。一类是管理人和投资者之间的利益冲突，一类是同一管理人管理的不同集合投资产品间的利益冲突。通常，主要从三个方面对利益冲突进行规制：首先考虑通过管理人的内部控制和产品本身的独立监督机制来解决利益冲突问题，其次遵循投资者意志自由的原则设计信息披露、合同条款等方式，最后依靠监管机构的强制手段，制定细化的经营行为标准来禁止、限制利益冲突的行为。

各类集合投资产品的监管规则中通常都有规制利益冲突行为的条款，这些条款通常都禁止管理人从事立法列举的某些利益冲突行为，例如：禁止管理人将其固有财产或他人财产混同于集合投资产品财产从事投资；禁止管理人不公平地对待其管理的不同集合投资产品；禁止利用所管理的其他资产为特定的资产委托人及委托人之外的任何第三人谋取不正当利益、进行利益输送。此外，几乎所有监管规则都要求各金融机构内部建立防火墙制度，例如，《信托公司管理办法》第

³⁸即违反相关监管规则进行信息披露或披露的信息由虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

³⁹《信托公司集合资金信托计划管理办法》第 50 条、《证券投资基金法》第 93 条。

⁴⁰《人身保险新型产品信息披露管理办法》第 35 条。

31 条规定，信托公司的信托业务部门应当独立于公司的其他部门，其人员不得与公司其他部门的人员相互兼职，业务信息不得与公司的其他部门共享。《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》第 22 条规定，基金管理公司从事特定资产管理业务，应当设立专门的业务部门，投资经理与证券投资基金的基金经理的办公区域应当严格分离，并不得相互兼任。

不过，各类集合投资产品监管规则规制利益冲突行为的方法并不同。同为私募型集合投资产品，信托公司集合资金信托计划在成立时，信托公司应就有无关联方交易等事项进行尽职调查，并出具尽职调查报告。基金公司应对一对多产品投资运作过程中已经存在或可能存在利益冲突的关联交易进行说明，并向中国证监会报告。证券公司集合资产管理计划不得从事自我交易及不同资产管理计划间的不公平交易，除非能充分证明已依法实现有效隔离⁴¹，集合资产管理计划从事关联交易的⁴²，应当事先取得客户同意，事后告知资产托管机构和客户，同时向证券交易所报告，且单个集合资产管理计划投资于具有关联关系证券的资金，不得超过计划资产净值的 3%⁴³。公募型集合投资产品中，银行个人理财产品和保险公司投连险的监管规则中只有原则性的、宣示性的规定，没有进一步细化利益冲突行为的监管要求。而公募基金产品利益冲突行为不仅要受《证券投资基金法》的规制，还必须遵守证监会基金监管部发布的《证券投资基金管理公司公平交易制度指导意见》，前者禁止公募基金从事法律明确列举、禁止从事的某些关联交易行为，后者从投资决策、交易执行的内部控制、行为监控和分析评估、报告和信息披露等多方面，防止公募基金不公平对待不同投资组合。

3、运营与风控制度

(1) 理财资金第三方独立托管

目前，基金公司基金产品、证券公司集合资产管理计划和信托公司集合资金信托计划中，理财资金必须由商业银行进行第三方独立托管。商业银行个人理财

⁴¹ 《证券公司集合资产管理业务实施细则（试行）》第 55 条规定：证券公司的集合资产管理账户与证券自营账户之间或不同的证券资产管理账户之间不得发生交易，有充分证据证明已依法实现有效隔离的除外。

⁴² 关联交易是指《证券公司客户资产管理业务试行办法》第 38 条规定的情形，即证券公司将其管理的客户资产投资于本公司、资产托管机构及与本公司、资产托管机构有关联方关系的公司发行的证券。不过，根据 2012 年 8 月 22 日证监会发布的《证券公司客户资产管理业务管理办法》（征求意见稿）第 32 条的规定，资产托管机构及其关联方发行的证券，不属于关联证券，因此如果征求意见稿能获通过，则关联交易仅指将集合计划管理资产投资于本公司及与本公司有关联方关系的公司发行的证券。

⁴³ 2012 年 8 月 22 日证监会发布的《证券公司客户资产管理业务管理办法》（征求意见稿）第 32 条豁免了指数化集合计划 3% 关联交易的投资限制。同时，第 48 条、第 61 条进一步明确要求证券公司应公平对待所管理的不同资产，应建立公平交易制度及异常交易日常监控机制，并明确了相关法律责任。

产品及保险公司投连险仅原则性规定理财资金独立于金融机构的固有财产，金融机构不得将集合投资产品财产归入其固有财产，但并未明确规定理财资金由第三方独立托管，这无疑增加了产品的运作风险。

（2）受益人（基金份额持有人）大会

我国集合投资产品主要采用契约形式，体现的是信托关系，受益人（基金份额持有人）是信托关系中必不可少的一方，这也是信托区别于其他类似制度的一个重要特征。设立信托的目的是为了受益人的利益，这不仅使受益人成为信托的重要关系人之一，也使受益人享有特殊的权利。目前，监管规则要求必须成立受益人（基金份额持有人）大会的有信托公司集合资金信托计划及基金公司公募基金产品，商业银行个人理财产品、证券公司集合资产管理计划和保险公司投连险对受益人大会均无明确规定。

（3）推介与设立阶段的经营与风险控制

集合投资产品推介与设立阶段，目前监管机构重点关注推介方式、是否保底承诺、产品成立条件等内容。

关于产品的推介方式，同为私募型集合投资产品，信托公司集合资金信托计划、证券公司集合资产管理计划及基金一对多产品均明确规定不得进行公开营销，并且在推介过程中应全面、准确、详细地明示产品的风险收益特征及风险承担原则等内容，另外还应当与客户签订书面合同。但银行个人理财产品没有区分公募与私募产品，只是统一规定商业银行不得通过电视、电台渠道对具体理财产品进行宣传，但可以通过电话、传真、短信、邮件等方式开展理财产品宣传。

关于是否可以做出保底承诺，信托公司集合资金信托计划、证券公司集合资产管理计划、公募基金产品、投连险均被明确规定不得承诺保底⁴⁴，商业银行个人理财计划可以保证收益⁴⁵，但银行不得无条件向客户承诺高于同期储蓄存款利率的保证收益率⁴⁶。

关于产品的成立条件，公募基金需满足募集金额不少于 2 亿元人民币，份额持有人人数不少于 200 人的条件，才可报证监会备案成立，一对多产品需满足初

⁴⁴不过，监管规则并不禁止这些集合投资产品通过投资策略或产品设计在事实上可以保底，例如：结构化集合资金信托计划中的优先份额、保本基金、变额年金保险等往往可以保底。

⁴⁵《商业银行个人理财业务管理暂行办法》第 11 条规定，按照客户获取收益方式的不同，理财计划可以分为保证收益理财计划和非保证收益理财计划。

⁴⁶《商业银行个人理财业务管理暂行办法》第 25 条规定，商业银行向客户承诺保证收益的附加条件，可以是对理财计划期限调整、币种转换等权利，也可以是对最终支付货币和工具的选择权利等。

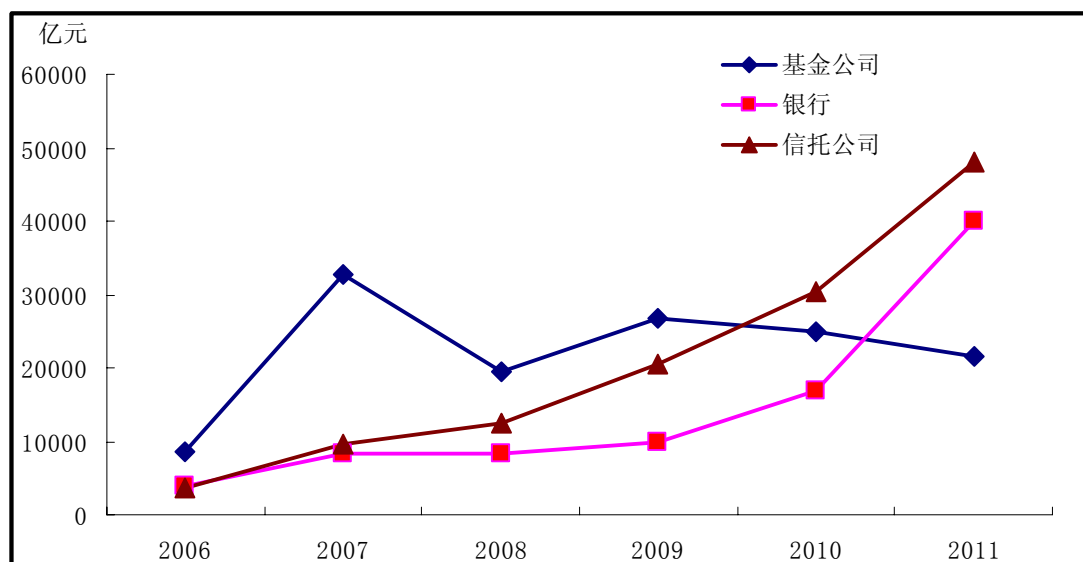
始资产不低于 3000 万元人民币，委托人人数不超过 200 人的条件才可成立。证券公司集合资产管理计划应当符合募集资金不低于 1 亿元人民币及客户不少于 2 人的硬性规定。而信托公司集合资金信托计划、商业银行个人理财计划及保险公司投资连结保险均仅被要求“满足合同约定的成立条件”后即可成立。

（三）现行集合投资产品监管体制存在的问题

机构监管体制带来的监管标准不统一问题，已逐渐表现出了其弊端，表现在：

第一，影响集合投资产品市场的公平竞争。如前所述，监管规则不一影响各金融机构推出的集合投资产品投资范围的宽窄、运作模式的选择、产品推出的快慢等，这些方面反过来影响各金融机构集合投资产品的竞争力。从业机构竞争不公带来行业发展速度不一的问题，目前已经愈发明显了。2006 年至 2011 年 6 年间，基金公司公募基金规模经历了 2007 年的发展高潮后，从 2008 年开始陡转直下，此后三年间规模一直停滞不前。而银行和信托公司集合投资产品业务规模一直呈上升之势，信托公司和银行集合投资产品规模分别在 2010 年和 2011 年超过了基金公司。

图26 2006年—2011年基金公司、银行、信托公司集合投资产品规模



数据来源：Wind，银监会网站、证券业协会网站、信托业协会网站。

诚然，和基金公司相比，银行理财产品和信托公司信托产品规模后来居上，并不全然是监管标准不一造成的，但监管因素无疑已经成为影响集合投资产品市场竞争的一个重要因素。

第二，不利于投资者利益的保护。前已述及，各类公募型与私募型集合投资产品有关投资者保护的监管规则存在较大的差异，这不仅会造成投资者在选择产品时的困扰，一旦出现纠纷，也必然影响整个集合投资产品市场的声誉。此外，机构监管体制下，监管机构的监管重心不是保护投资者利益，而是维系金融机构的风险可控性。以银监会对银行理财产品的监管为例，尽管银监会并不否认投资者保护的重要意义，但在银行理财产品发展初期，银监会相关监管规则的重点是确保银行在推出理财产品这项新业务时风险管理是有效的，例如要求完善内控体系、进行风险监测等等。直到银行理财产品遭遇“零收益”、“负收益”而引发各种争议之后，银监会意识到银行理财产品市场中最大的一个问题可能是产品的复杂程度与投资者的风险承受能力不匹配以及商业银行存在大量误导甚至欺诈投资者的行为。自此银监会才开始逐步重视投资者权利的保护，先后发文要求商业银行不得将理财产品进行大众化推销、设定5万元的销售起点金额、在营业网点当面对客户进行产品适合度评估、限制银信合作理财产品的发售对象等等。这些事实表明，相对于商业行为监管，机构监管模式下监管部门对金融机构经营风险的审慎监管占据了绝大多数的监管资源，再加上我国理财产品监管规则的立法层级普遍不高，监管机构难免从自身本位主义角度出发开展监管工作，对投资者保护这一金融市场的重要监管目标事先缺乏足够的敏感性，因而往往只能求诸于事后的补救。

第三，不利于系统性风险的防范。一方面，机构监管体制下，监管机构之间没有建立良好的信息交流机制，缺少对中国集合投资产品市场整体状况进行全面把握的机构，另一方面，机构监管体制强调每一种类型的金融机构都有它明确对应的一家监管机构，一旦从事集合投资产品业务的机构不是金融机构，则面临监管真空的问题。例如：最近几年，我国私募基金获得了蓬勃发展，已成为理财产品市场的重要组成部分。由于法律上基金仅指基金公司担任管理人的公开募集的证券投资基金，许多在金融发达国家被认定为基金的产品都不在现行《基金法》的调整范围内，因此私募基金至今仍无明确的法律地位。尽管部分私募证券投资基金借助信托公司的平台实现了阳光化⁴⁷，部分私募股权投资基金在发改委进行

⁴⁷即“阳光私募基金”，实质是投资于证券市场的集合资金信托计划，私募理财机构借助信托公司平台发行，经过银监会及其派出机构备案，资金由银行托管，并定期公示业绩。

备案⁴⁸，但除此之外的大量私募基金仍处于监管真空地带，监管机构无法系统掌握和跟踪该行业发展的相关数据，无法实现对系统性风险的事先防范。

五、完善中国集合投资产品监管体制的设想

集合投资产品作为一种金融产品，其监管体制的变化无法脱离一国金融监管体制的变迁。我国金融市场的机构监管体制是由我国金融市场的演化历程及当下我国金融市场的诸多特质决定的，具有某种历史和现实的合理性：尽管我国金融市场不同领域的融合程度近年来有逐步提升的趋势，但分业经营的基本原则仍然是现行法律规则所强调的，这种监管体制在过去总体上适应了金融市场的整体需要，也有利于监管当局监管技术和监管能力的专业化培养。

集合投资产品监管体制的完善，必须基于集合投资产品市场的发展和变化。目前，我国集合投资产品市场正进入快速成长期，但内部发展并不均衡，基金公司、证券公司、保险公司的集合投资产品已经建立了比较稳定的运作模式，但商业银行、信托公司集合投资产品的运作模式仍处于探索期，非常不稳定。分业经营机构监管体制下，各金融机构目前都在利用自己在分业经营领域的特有优势发展集合投资产品，各自面对分业经营机构监管带来的制度优势和劣势。

完善的集合投资产品监管体制不可能一蹴而就。结合对国内外有关情况的研究，本报告就我国集合投资产品监管体制的完善，提出下列初步设想：远期，伴随金融混业经营模式的确立和金融监管体制朝功能监管体制的转变，集合投资产品领域终将实现彻底的功能监管。中期，各金融机构发行的集合投资产品都真正向资产管理型产品转型，集合投资产品市场发展成熟时，适时统一投资者保护相关规则。近期，借《基金法》修改之机，统一公募和私募的区分标准，统一公募型集合投资产品规则。

⁴⁸自 2005 年起，在发改委推动下，国家十部委共同颁布了《创业投资企业暂行管理办法》。该办法确立了创业投资企业备案制度。尽管不是强制性备案，但实践中法人制创业投资企业仍然选择自愿备案。主要原因有二：可以享受政策扶持（主要是税收优惠）；是获得全国社保基金投资的必要条件。发改委 2011 年 1 月 31 日下发《关于进一步规范试点地区股权投资企业发展和备案管理工作的通知》。该通知将备案制度确定为强制性要求。北京、上海、天津三市及江苏、浙江、湖北三省作为试点地区，在试点地区工商行政部门登记的规模在 5 亿元人民币以上的股权投资企业需到发改委进行备案。逾期不备案的企业，发改委将在其门户网站上向全社会公示，视其为“规避备案监管股权投资企业和受托管理机构”。2011 年 11 月 23 日，发改委下发《关于促进股权投资企业规范发展的通知》，将强制备案制从试点地区推向全国，规定资本规模达到 5 亿元人民币的股权投资企业需到发改委备案，资本规模不足 5 亿元人民币的股权投资企业在省级人民政府确定的备案管理部门备案。

（一）远期：集合投资产品实现彻底的功能监管

一国金融监管体制是总的社会历史环境的一部分，各种经济、政治、法律等因素共同制约一国金融监管体制的选择与运行。这些因素交织在一起，共同影响着一国金融监管体制的选择。从各国金融监管体制转变的经验来看，一国金融、经济体制是影响金融监管体制选择的基础，政治体制是前提，法律制度是依据。具体而言，功能监管趋势产生的金融经济基础是：一国金融服务市场日益国际化，国内、国际金融业竞争加剧；金融机构通过并购或业务拓展实现多元化、融合化发展，金融集团不断涌现；金融自由化浪潮出现，金融创新不断发展，新的金融工具、金融产品不断涌现。此时，为适应金融业发展，维护金融稳定，建立彻底的功能监管体制成为可能。其次，从政治体制角度看，金融监管体制是一国政治体制的重要组成部分，金融监管体制的建立与改革必须在政治体制的架构内进行，只有政治体制上做出了大的调整，彻底的功能监管才有可能实现。最后，建立新的金融监管体制实现功能监管过程中，立法工作必须同时进行，通过相应法律的制定、修改或完善，为金融监管体制改革提供法律保障。例如：就统一的中国版的金融服务法进行立法等。

在彻底的功能监管体制下，仅有一个监管机构对集合投资产品进行统一监管，各金融机构只要符合一定条件，都可以向该机构申请从事公募型或私募型集合投资产品业务。单一的金融服务法中对集合投资产品有专门规定，相关法律规定统一适用于各类集合投资产品。金融服务法调整包括集合投资产品在内的金融投资产品，调整金融投资公司的设立、组织、行为等，调整金融投资公司与投资者间的交易行为，还应建立包括信息披露、投资者保护、金融投资产品销售等在内的基本制度⁴⁹。

（二）中期：统一投资者保护相关规则

只有当各金融机构发行的集合投资产品都真正向资产管理型产品转型、集合投资产品市场发展成熟时，基于为投资者提供无差别的保护为目的的统一规则才有建立的基础。

⁴⁹杜晶：《论金融统合规制改革与金融服务法体系的建立》，载郭锋主编：《金融服务法评论》（第1卷），法律出版社2010年版。

具体而言，既可以考虑由国务院先行制定《金融投资产品销售管理办法》，对包括集合投资产品在内的金融投资产品在销售环节的信息披露、适当性问题、金融投资产品销售机构的相关义务进行统一规定，也可以考虑由国务院制定《金融机构客户资金管理业务试行办法》，给予投资者类似信托机制的法律保障，区分公募和私募型集合投资产品，规范资金运用的投向与募集的方式，在第三方独立托管、信息披露、金融机构投资规范性、利益冲突行为、销售适当性等方面进行统一规范，再配合金融体制改革的实际情况稳健有序地推进集合投资产品市场其他法律规则的统一。

（三）近期：统一公募型集合投资产品相关规则

考虑到目前我国集合投资产品市场内部发展不均衡的事实⁵⁰，近期只能抓住实践中存在的重点问题有针对性地进行解决。集合投资产品引发种种社会争议的一个制度性源头是：金融机构并没有将合适的产品卖给合适的客户，往往为了尽可能扩展产品客户群而向普通投资者销售了结构复杂、并不适合非专业投资者购买的产品。尽管监管者已经意识到了这个问题，但现有监管规则始终没能很好地解决这个问题⁵¹。解决问题的关键在于：区分集合投资产品资金募集的方式究竟是公募还是私募，公募型集合投资产品应该接受较多监管，资金募集人应该履行较为严格的信息披露义务，私募型集合投资产品相对受到较少的监管，但法律应该要求资金的募集对象不得是不特定的社会公众，同时不允许采取广告宣传等公开营销形式。

厘清集合投资产品公募与私募的法律界限，可以考虑从正在修订的《基金法》入手。事实上，全国人大常委会目前正在审议的《基金法》草案，将基金的定义扩展到私募基金，区分公募基金和私募基金进行了规制。根据草案的规定，界定私募基金需从三方面着手：①只能向合格投资者募集。合格投资者是达到一定收入水平或资产规模，且具备相应的风险识别能力和风险承担能力、其认购金额不低于一定数额的机构和自然人。具体标准由证监会规定。②合格投资者累计不超

⁵⁰即基金公司、证券公司、保险公司的集合投资产品已经建立了比较稳定的运作模式，商业银行、信托公司集合投资产品的运作模式仍处于探索期，非常不稳定。

⁵¹例如：同为私募型集合投资产品，基金公司一对多产品、证券公司集合资产管理计划、商业银行高端理财产品、信托公司集合资金信托计划对“私募”的界定极为不统一，这不仅体现在营销方式的不同要求上，还体现在投资者人数要求、合格投资者界定的不同上。

过 200 人。200 人的上限是基于现行《证券法》对证券非公开发行人数的规定。“累计”意味着需要计算所有次发行的投资者人数，防止变相公开募集资金。③发行方式上必须采取非公开方式。不得向不特定对象宣传推介，不得使用报刊、电台、电视台、互联网等公众传播媒体形式或讲座、报告会、分析会等方式。

草案在附则中还进一步规定，商业银行、保险机构、证券公司等金融机构非公开募集资金进行证券投资的管理办法，由国务院依据本法的原则另行规定。也就是说，金融机构从事公募证券投资基金业务，需要统一接受《基金法》的调整，但从事私募基金业务，则不在《基金法》调整范围内，由国务院依据本法的原则另行规定。草案中的这一规定，实质上是将目前中国资产管理市场上存在的大部分集合投资产品，如银行理财产品、证券公司的集合资产管理计划、信托公司的集合资金信托计划等，排除在《基金法》的调整范围外，因为目前各相关金融监管机关将这些产品都定位为“私募基金”，且都有相关的管理办法。如果草案能通过，可以说，基本上实现了统一公募和私募的区分标准，对公募型集合投资产品统一规则。

参考文献

- [1]巴曙松、陈华良、王超等著，2008年中国基金与资产管理行业发展报告[M]，中信出版社，2008年。
- [2]巴曙松、陈华良、王超等著，2009中国资产管理行业发展报告[M]，中信出版社，2009年。
- [3]巴曙松、陈华良、王超等著，2010中国资产管理行业发展报告[M]，中信出版社，2010年。
- [4]巴曙松、陈华良、王超等著，2011年中国资产管理行业发展报告：中国资产管理行业进入“春秋战国”时代[M]，中国人民大学出版社，2011年。
- [5]哈维尔 E 杰克逊、小爱德华 L 西蒙斯编著、吴志攀等译，金融监管[M]，中国政法大学出版社，2003 年。
- [6]黄韬，我国金融市场从“机构监管”到“功能监管”的法律路径——以金融理财产品监管规则的改进为中心[J]，法学，2011 年第 7 期。
- [7]金麟，客厅中的小象——银行理财产品全面剖析，东方证券研究报告，2011 年。
- [8]廖静池，中国证券公司产品创新发展研究，深证综研字第 0186 号。
- [9]刘毓，商业银行理财产品的模式变迁、发展瓶颈与突破之路[J]，中央财经大学学报，2008 年第 5 期。
- [10]任瞳、吴卓凌，一对多专户理财产品基准分析，安信证券研究报告，2010 年。
- [11]上证联合研究计划第三期课题报告，保险资金中基金连锁产品的设计与分析，2002 年。
- [12]邵东亚，金融业的分与合：全球演进与中国实践[M]，北京大学出版社，2003 年。
- [13]王雪、孙建坤：商业银行资产池理财产品探析[J]，商业银行，2011 年第 1 期。
- [14]魏涛，信托业：资产管理业未来的中流砥柱，中信建投证券研究报告，2011 年。
- [15]杨东，论金融法制的横向规制趋势[J]，法学家，2009 年第 2 期。
- [16]吴晓灵主编，投资基金法的理论与实践——兼论投资基金法的修订与完善[M]，上海三联书店，2011 年。
- [17]西南财经大学信托与理财研究所、普益财富编著，中国理财市场发展报告（2009-2010）[M]，中国财政经济出版社，2010年。
- [18]西南财经大学信托与理财研究所、普益财富编著，中国理财市场发展报告（2010-2011）[M]，中国财政经济出版社，2011 年。
- [19]赵恒珩，中国投连险 2011 年度报告，华宝证券研究报告，2011 年。

- [20]杜晶, 论金融统合规制改革与金融服务法体系的建立, 载郭锋主编, 金融服务法评论(第1卷)[M], 法律出版社, 2010年。
- [21]中国社会科学院金融研究所、殷剑峰主编, 2004-2009中国理财产品市场发展与评价[M], 中国财政经济出版社, 2010年。
- [22]中国人民大学信托与基金研究所, 中国信托业发展报告(2010)[M], 中国经济出版社, 2010年。
- [23]中国人民大学信托与基金研究所, 中国信托业发展报告(2011)[M], 中国经济出版社, 2011年。
- [24]朱小川, 试析金融理财产品的法律要点[J], 上海金融, 2010年第2期。
- [25]Julian Franks, Colin Mayer & Luis Correiada Silva, *Asset Management and Investor Protection—An International Analysis*, Oxford University Press, 2003.
- [26]Jerry W. Markham, *Mutual Fund Scandals—a Comparative Analysis of the Role of Corporate Governance in the Regulation of Collective Investments*, 3 *Hastings Business Law Journal* 167-155 (2006).
- [27]IOSCO, *Principles for the Regulation of Collective Investment Schemes and Explanatory Memorandum*, 1994.
- [28]IOSCO, *Principles for the Regulation of Collective Investment Schemes and Explanatory Memorandum*, 1994.
- [29]ICI, *2010 Investment Company Fact Book 50th Edition*, 2010.
- [30]Melanie L. Fein, *Functional Regulation: a Concept for Glass-Steagall Reform?* 2 *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 89-128 (1995).
- [31]Robert H. Rosenblum, *Investment Company Determination Under the 1940 Act: Exemptions and Exceptions*, ABA Section of Administrative Law and Regulatory, 2nd edition, 2003.
- [32]OCC, *Collective Investment Funds Handbook*, 2000.
- [33]FSA, *the Collective Investment Scheme Sourcebook*, 2001.

附件

附件一：各类集合投资产品监管规则

1、基金公司基金产品主要监管规则

颁布时间	规则明细
2002 年	《证券投资基金管理公司内部控制指导意见》
2003 年	《证券投资基金法》
2003-2005 年	《证券投资基金信息披露编报规则》
2004 年	《证券投资基金运作管理办法》
2004 年	《证券投资基金信息披露管理办法》
2004 年	《证券投资基金管理公司管理办法》
2004 年	《证券投资基金行业高级管理人员任职管理办法》
2004 年	《证券投资基金托管资格管理办法》
2004 年	《证券投资基金销售管理办法》（2011 年修订）
2004 年	《货币市场基金管理暂行规定》
2004-2005 年	《证券投资基金信息披露内容与格式准则》
2005 年	《商业银行设立基金管理公司试点管理办法》
2006 年	《证券投资基金管理公司治理准则（试行）》
2006 年	《证券投资基金管理公司督察长管理规定》
2007 年	《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》
2007 年	《证券投资基金销售业务信息管理平台管理规定》
2007 年	《证券投资基金销售机构内部控制指导意见》
2007 年	《证券投资基金销售适用性指导意见》
2007 年	《关于基金从业人员投资证券投资基金有关事宜的通知》
2007 年	《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》（2011 年修订）
2008 年	《证券投资基金信息披露 XBRL 标引规范(Taxonomy)》
2008-2010 年	《证券投资基金信息披露 XBRL 模板》
2008 年	《证券投资基金管理公司公平交易制度指导意见》（2011 年修订）
2009 年	《证券投资基金管理公司投资管理人员管理指导意见》
2009 年	《证券投资基金评价业务管理暂行办法》
2009 年	《开放式证券投资基金销售费用管理规定》
2010 年	《证券投资基金参与股指期货交易指引》
2010 年	《关于保本基金的指导意见》
2011 年	《关于发布<证券投资基金投资人权益须知（2011 格式文本）>的通知》
2011 年	《基金管理公司单一客户资产管理合同内容与格式准则》
2011 年	《基金管理公司特定多个客户资产管理合同内容与格式准则》
2011 年	《证券投资基金销售结算资金管理暂行规定》

2、证券公司集合资产管理计划监管规则

颁布时间	规则明细
2003年	《证券公司客户资产管理业务试行办法》
2007年	《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》
2008年	《证券公司监督管理条例》
2008年	《证券公司集合资产管理业务实施细则》（试行）
2008年	《证券公司集合资产管理合同必备条款》
2008年	《证券公司集合资产管理计划说明书必备条款》
2008年	《证券公司集合资产管理业务风险揭示书必备条款》
2008年	《证券公司资产管理业务了解客户规则（试行）》
2009年	《关于基金管理公司和证券公司境外证券投资外汇管理有关问题的通知》
2010年	《证券公司参与股指期货交易指引》
2010年	《关于授权派出机构审核部分证券机构行政许可事项的决定》

3、银行个人理财产品监管规则

颁布时间	规则明细
2004年	《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》
2005年	《商业银行个人理财业务管理暂行办法》
2005年	《商业银行个人理财业务风险管理指引》
2006年	《商业银行开办代客境外理财业务管理暂行办法》
2006年	《关于商业银行开展代客境外理财业务有关问题的通知》
2007年	《关于调整商业银行代客境外理财业务境外投资范围的通知》
2007年	《关于调整商业银行个人理财业务管理有关规定的通知》
2008年	《关于进一步规范商业银行个人理财业务有关问题的通知》
2008年	《银行与信托公司业务合作指引》
2009年	《关于进一步规范商业银行个人理财业务报告管理有关问题的通知》
2009年	《关于进一步规范商业银行个人理财业务投资管理有关问题的通知》
2009年	《关于进一步加强银行业金融机构与机构客户交易衍生产品风险管理的通知》
2009年	《关于进一步规范银信合作有关事项的通知》
2009年	《关于规范信贷资产转让及信贷支持类理财业务有关事项的通知》
2010年	关于修改《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》的决定
2010年	《关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》
2010年	《关于进一步规范银行业金融机构信贷资产转让业务的通知》
2011年	《关于进一步规范银信理财合作业务的通知》
2011年	《关于规范银信理财合作业务转表范围及方式的通知》
2011年	《关于进一步加强商业银行理财业务风险管理有关问题的通知》
2011年	《商业银行理财产品销售管理办法》

4、信托公司集合资金信托计划监管规则

颁布时间	规则明细
2001 年	《中华人民共和国信托法》
2007 年	《信托公司管理办法》
2007 年	《信托公司集合资金信托计划管理办法》
2009 年	《关于修改<信托公司集合资金信托计划管理办法>的决定》
2007 年	《信托公司治理指引》
2007 年	《信托公司私人股权投资信托业务操作指引》
2007 年	《信托公司受托境外理财业务管理暂行办法》
2008 年	《信贷资产证券化试点管理办法》
2005 年	《信贷资产证券化试点会计处理规定》
2009 年	《关于规范信贷资产转让及信贷支持类理财业务有关事项的通知》
2005 年	《信托投资公司信息披露管理暂行办法》
2009 年	《关于信托投资公司集合资金信托业务信息披露有关问题的通知》
2008 年	《关于鼓励信托公司开展公益信托业务支持灾后重建工作的通知》
2009 年	《信托公司证券投资信托业务操作指引》
2009 年	《关于信托公司信托产品专用证券账户有关事项风险提示的通知》
2009 年	《关于支持信托公司创新发展有关问题的通知》（2009 年 25 号文）
2009 年	《关于信托公司开展项目融资业务涉及项目资本金有关问题的通知》
2010 年	《信托公司净资本管理办法》
2008 年	《银行与信托公司业务合作指引》
2009 年	《关于进一步规范银信合作有关事项的通知》
2010 年	《关于加强信托公司结构化信托业务监管有关问题的通知》
2010 年	《关于加强信托公司房地产信托业务监管有关问题的通知》
2010 年	《关于信托公司房地产信托业务风险提示的通知》

5、保险公司投连险监管规则

颁布时间	法律法规明细
2000 年	《投资连结保险管理暂行办法》
2007 年	《关于加强投资连结保险销售管理有关事项的通知》
2007 年	《投资连结保险精算规定》
2009 年	《保险公司管理规定》
2009 年	《关于进一步加强投资连结保险销售管理的通知》
2009 年	《人身保险新型产品信息披露管理办法》
2009 年	《关于执行<人身保险新型产品信息披露管理办法>有关事项的通知》
2011 年	《商业银行代理保险业务监管指引》
2011 年	《变额年金保险管理暂行办法》
2011 年	《关于开展变额年金保险试点的通知》

附件二：美国围绕银行系集合投资产品的监管冲突案例

在美国，作为信托业务的一部分，银行可以面向自己的信托客户提供集合管理基金（包括共同信托基金和集合投资基金）。由于集合管理基金的资金来源仅限于信托账户、养老金账户等有限的渠道，不能对外公开营销，且历史上一直由银行监管机构进行监管，没有出现过重大问题，因此，《1940年投资公司法》将银行集合管理基金排除在投资公司定义之外。20世纪40年代至70年代投资公司业的快速发展吸引了银行业的注意，银行在传统信托业务基础上推出各种集合投资产品，由此引发了银行系集合投资产品是否属于投资公司的争议。典型案例有二：ICI v. Camp案和ICI v. Conover案。

1、ICI v. Camp案

1965年，纽约第一国民银行(the First National City Bank of New York，以下简称FNC银行)向OCC申请从事代理管理账户的集合投资业务，OCC很快批准了FNC银行从事该项业务。这种业务模式迅速成为决定开展集合投资服务的其他银行的范本。代理管理账户集合投资业务主要要素如下：①每个客户向银行交付1万-50万美元，授权银行担任客户的管理代理人。②客户投资被集合到一起形成一个基金，该基金向客户颁发代表其参与利益的书面证书。③客户份额可以自由赎回，且可以向任何与银行有代理管理账户关系的个人转让。④该计划根据《1940年投资公司法》注册成投资公司，根据该法，银行是基金份额的承销商，基金份额依照《1933年证券法》注册成证券。⑤基金仿照投资公司的治理结构，由一个5人组成的委员会进行监督，该委员会根据《1940年投资公司法》的规定由参与人选举。

无论是从业务性质的角度，还是业务功能的角度看，银行代理管理账户集合投资业务都是一种投资公司业务。于是，在分业经营的60年代，ICI代表投资公司行业迅速作出反应，针对OCC批准FNC银行代理管理账户集合投资业务提起了诉讼(ICI v. Camp)。ICI认为，银行集合代理管理账户购买股票的行为实际上是银行利用自己账户购买股票，银行向其顾客提供购买基金权益的机会构成了证券或股票的发行、承销、出售或发送，因此违反了1933年《格拉斯-斯蒂格尔法》的规定。

ICI v. Camp案几经周折。从哥伦比亚特区法院支持了ICI，到哥伦比亚特区

上诉法院推翻区法院的判决支持 OCC，一直到 1971 年，最高法院作出终审判决，再次支持 ICI，宣布 OCC 的监管违反了《格拉斯—斯蒂格尔法》。最高法院的判决主要理由是：当商业银行超越其传统的信托业务而从事投资银行业务时，可能会产生《格拉斯-斯蒂格尔法案》所欲防止的“微妙的风险”(Subtle Hazards)或者潜在的滥用行为。商业银行从事投资银行业务会产生明显的风险：银行可能将自有资产投资于流动性差的或其他不谨慎的股票和证券。《格拉斯-斯蒂格尔法案》的立法历史表明，当商业银行在其信托业务或代理业务之外，通过建立一个持有特定投资或出售特定投资的关联机构间接或直接进入到投资银行业务时，还会产生更微妙的风险。这些“微妙的风险”包括：①由于公众往往将银行和其关联机构联系在一起，因此，如果关联机构经营不善，银行很自然会受到通过不良贷款或其他方式支持关联机构的诱惑，因此公众对银行的信心会受到损害，而公众信心对银行的清偿能力非常关键。②投资银行销售利益和商业银行提供公正的投资建议之间存在明显的利益冲突。银行的证券关联机构很可能通过银行的信托部门了结其过多的持仓证券。基于银行从事管理代理账户集合投资业务也可能产生这种《格拉斯-斯蒂格尔法案》所欲防止的“微妙的风险”，最高法院判决这种业务违反了《格拉斯-斯蒂格尔法案》16 条和 21 条，是被禁止的，这在事实上阻止了商业银行从事投资公司业。

从很多方面来看，ICI v. Camp 案的判决都代表了对《格拉斯-斯蒂格尔法案》高水平的严格解释。许多人批评法院对《格拉斯-斯蒂格尔法案》中银行从事证券业务的例外情形解释得太严，判决本身带有重大缺陷，不能对银行证券活动的现实实践做出恰当的反映，“微妙的风险”的分析需要慢慢地放松。

2、ICI v. Conover 案

Camp 案的判决成为此后 10 多年来银行业进入证券业（包括投资公司业）的一个坚固障碍。20 世纪 80 年代，银行业不断努力试图越过这个障碍从事集合投资业务。ICI v. Conover 即是这种努力后的成果之一，该案确立了不同于 Camp 案的判决结果。

1982 年，花旗银行(Citibank)为个人退休账户(Individual Retirement Account, 以下简称 IRA)投资者建立了一个共同信托基金，花旗银行担任个人 IRAs 的受托人，且根据信托文件的指示，代表投资者将 IRAs 信托基金的资产集合起来进行

投资。该基金根据《1940年投资公司法》和《1933年证券法》向 SEC 进行了注册。作为受托人，花旗银行根据与 IRAs 投资者的合同，担任着基金的投资顾问、行政管理人、托管人和转让代理人。该产品有以下几个主要特点：①产品采取集合投资信托的形式，由四个独立的投资组合构成，每个投资者可以指示花旗银行将其 IRA 信托资产投资于四个投资组合中的任一个或几个。②每个投资者都和花旗银行签订了书面的信托合同，并同意如果提前赎回，则需支付 10% 的罚金。③每个投资者在 IRA 信托基金中的所有者权益都以受益权份额的形式体现，该种受益权份额只有花旗银行的 IRA 持有人才能持有，且不能转让。④花旗银行是该信托基金的受托人和投资顾问，基于该基金投资组合的净值每个月收取相应的管理费。⑤为了符合 SEC 的要求，花旗银行为基金建立起一个由 5 人组成的独立监督委员会，对基金行使最终控制，在事实上行使董事会的职责。

从业务性质及功能的角度看，花旗银行的 IRA 信托基金似乎也是一种投资公司业务。根据 ICI v. Camp 案中的判决结果，ICI 针对这种信托基金提起了诉讼（ICI v. Conover）。然而，此次，华盛顿巡回上诉法庭却作出了和 Camp 案不一样的判决，宣布 OCC 批准的花旗银行的 IRA 信托基金是符合《格拉斯-斯蒂格尔法案》和 Camp 案判决的。法院判决的主要理由是：①花旗银行的 IRA 信托基金和 Camp 案中的基金性质不同，因此，Camp 案中“微妙的风险”的分析不适合本案。Camp 案并不禁止银行从事任何与共同基金在功能上等同的金融服务，换句话说，禁止银行从事投资服务业务并不是因为这种业务构成了对基金业的直接竞争。Conover 案中，花旗银行以受托人身份而非管理代理人身份接受 IRA 信托资产，正是在这一点上，IRA 信托基金和 Camp 案中的基金产生了根本性差异。根据 Camp 案中确定的“微妙的风险”标准，法院认为由于 IRA 信托基金的性质，其不会产生 Camp 一案中分析的“微妙的风险”。②由于 Camp 案不适用本案，故需进一步确定 OCC 批准花旗银行从事 IRA 信托基金业务是否与《格拉斯-斯蒂格尔法案》的立法目的一致。IRA 信托基金中的权益份额不是《格拉斯-斯蒂格尔法案》下的“证券”，因此，该法的禁止性规定不适用于本案。基于以上理由，最高法院判决 ICI 败诉，IRA 信托基金不属于投资公司。

3、银行系集合投资产品与投资公司的法律界限

为什么 OCC 在 Camp 案中败诉，在 Conover 案中却获胜了呢？这其中，很

大一个原因即是 1971 年以来美国金融市场发生了巨大的变化。这表现在以下几个方面：银行业务面临不断变化的环境；各方越来越达成共识，20 世纪 20 年代末期股市崩盘、银行倒闭潮和银行从事证券业务没有必然关系，因此，《格拉斯-斯蒂格尔法案》需要修改；随着科技的发展和金融体系的国际化，《格拉斯-斯蒂格尔法案》建立的分业经营体系表现出越来越严重的不适应性。金融市场的这些发展变化促使最高法院在 Canover 案中更多地尊重了 OCC 的专业意见。

Camp 案和 Canover 案确定了判定银行集合管理基金业务是否属于投资公司业务的标准，这些标准直至今日仍然有效。银行的基金业务需要首先根据这些标准区分为传统的信托业务和投资公司业务，投资公司业务需接受 SEC 的功能监管，而传统的信托业务则仍然由银行监管机构进行监管。区分银行集合管理基金业务和投资公司业务需主要考察以下因素：

①银行在产品中的身份。如果银行只是担任受托人，则法院倾向于允许其运营基金，因为这属于传统的商业银行业务。反之，如果银行在产品中担任代理人，则很可能被认定为是投资公司业务。

②基金性质。为了确定特定产品是否可能引起潜在的市场滥用行为，通过考察基金本身的性质，评估其潜在的风险。法院通常会运用 Camp 案中确定的“微妙的风险”的测试方法，检查基金产品中的风险程度。基金风险越大，其份额越可能被认定为《格拉斯-斯蒂格尔法案》下的证券。确定风险程度的因素包括：投资额、单位份额是否可转让、资产的限制、是否可赎回。如果银行不太可能向客户进行不谨慎的贷款，或者客户允许投资的额度很小，法院通常会认为符合《格拉斯-斯蒂格尔法案》的规定。

③基金管理人。如果基金是由独立顾问委员会管理的，则法院通常会认为银行提供的是投资服务而非信托服务。除非基金完全由银行信托部门进行管理，否则，这种基金看起来更像是一个投资公司。

④基金是否进行了营销。如果基金只是将现存的信托资产集合起来进行投资，则属于传统的信托业务；如果基金将其份额作为投资向公众销售，则通常会被认为是投资公司业务。

重要信息披露与免责声明：

本报告是深圳证券交易所综合研究所的研究成果。综合研究所内所有研究人员基于严谨、客观与中立的视角来分析相关问题，因此报告中结论完全与深圳证券交易所无涉，而仅代表研究人员个人的观点。