



(2019 年第 11 期，总第 115 期)

中国证券投资基金业协会

2019 年 6 月 6 日

外包 CIO 模式探索

【编者按】2019 年 2 月，中国证券投资基金业协会公布了首批三家私募资产配置类管理人名单，私募资产配置类基金管理人正式诞生，规范的大类资产配置活动从公募拓展到私募。但是，从行业运作到投资者教育，国内资产配置服务还处于发展初期，缺少实践经验。本文重点介绍外包 CIO 的发展历史、运作特点和选聘注意事项，以期山石攻玉。

海外资产管理行业资产配置的相关服务由来已久，从最早的平衡型基金（Balanced Fund）到多资产策略（Multi-Asset Strategy，通常是 Long Only），全球战术资产配置策略（Global Tactical Asset Allocation Strategy，简称 GTAA，通常是 Long Short），资产拥有者（Asset Owner）与资产管理机构的战略合作伙伴模式（Strategic

Partnership)和外包 CIO 模式(Outsourced Chief Investment Officer, 以下简称 OCIO) 等等。

OCIO 模式指的是将资产拥有者,通常是家族办公室、捐赠基金、慈善基金会和养老金等,全部或部分资产的投资决策权委托给第三方的资产管理方式。委托投资决策权可以让基金以最有效的方式利用投资公司的资源和专业能力。

过去十年里 OCIO 模式的管理规模增长了两倍。据 Willis Towers Watson 旗下 Thinking Ahead Institute 统计,前十大 OCIO 的规模已经可以排入全球最大 100 家资产拥有者。

海外机构投资者和个人投资者通常以为,将资产配置等投资决策外包给顾问只是为了获取更高的回报,但实际上投资者可以通过 OCIO 获取更多增值服务。理解 OCIO 行业增长背后的驱动因素,可以让我们更好地了解这一模式的特点、以便更好的运用。

OCIO 的流行源于 2009 年全球金融危机。危机中投资者损失惨重,危机后风险资产出现了有史以来最长的牛市。随着当前牛市的持续,所有资产类别的估值都不便宜,传统资产类别的预期收益在下降,而预期风险却在上升。投资者纷纷从传统的 60%股票/40%债券的资产配置(以下简称 60/40 配置)转向投资组合的另类投资配置(以耶鲁模式为代表)。而另类投资需要经验丰富的投资经理和策略研究,这对内部资源已经捉襟见肘的公共机构是个巨大的挑战。

大多数美国养老金在危机后经历了资金水平下降的情况（Under-funded）。政府根据 2006 年“养老金保护法”(Pension Protection Act)制定了更多的条例，导致受托人和计划管理人员采取更多的行动来才能满足监管要求。而许多受托人和计划管理人员不是全职的投资专业人员，也不具备丰富的投资经验，这会增加公众和监管机构对他们做出审慎投资决策的能力和未来投资组合业绩的担忧。基金会和捐赠基金也受到同样的影响。尽管未来的预期投资回报较历史更低，但这些基金会的支出计划并没有减少，这也促使基金会和捐赠基金管理人选择另类投资策略等更复杂的投资方式，期待获得更高的回报。这些因素导致资产拥有者聘用外部的专业投资人员，承担部分或全部投资组合的受托责任和投资决策。

一、OCIO 的优势

多数资产管理机构营销时让客户相信只需将投资组合交给专业人士决策，就可以获取更好的投资回报；结果客户发现有时候专家们的短期业绩不一定比自己强。其实 OCIO 模式的作用更多地表现在改善了投资决策流程，提高决策的灵活性、及时性、有效性和专业性，最终导致长期的业绩出类拔萃。

（一）提升投资决策效率

美国养老金的投资咨询流程通常需要多个环节，决策过程漫长。我们举一个例子来说明从投资者看到机会、产生想法开始，到最终实施投资需要经过的步骤：

- 1) 咨询顾问看到投资机会，制定投资建议；

2) 咨询顾问通过正式的书面建议或者面对面会议将投资建议提供给客户；

3) 根据客户反馈，咨询顾问提供背景材料、进行投资者教育；

4) 客户的投资决策委员会进行资产配置审查，决定该建议是否有吸引力、如何嵌入现有资产配置框架及其在投资组合中应从何处获得资金；

5) 获得投资决策委员会批准后，咨询顾问对实施该建议的管理人进行搜索，从数据库中筛选出长名单；

6) 向长名单管理人发放 RFP，进行电话回访和分析测算，形成短名单；

7) 对短名单管理人进行实地尽职调查，决定入围名单；

8) 客户与最终入围者进行面谈；

9) 客户投资决策委员会投票批准或拒绝该建议的授权；

10) 投票通过后，客户执行人员从管理人获取相关文件；

11) 客户委托法律顾问开始与管理人的法律谈判；

12) 法律顾问确认所有法律文件，客户签署文件，最终将获得批准的投资金额注资给管理人开始投资。

整个流程至少需要几个月，甚至几个季度、几年的时间。这期间，市场很有可能已经发生变化，错过了该投资建议的最佳进入时点、甚至不再值得投资。效率低下的决策和实施的机会成本很大，会对长期投资回报产生重大影

响。OCIO 模式提供的一大优势是降低这些机会成本。OCIO 具备充分授权和效率更高的投资流程，可以迅速决策。丰富的投资经验可以大大缩减管理人选聘的时间，最终更为有效地捕捉投资机会。这种综合能力在当前低利率、高估值和低预期回报的环境下尤其重要。

（二）扩充内部资源、满足监管要求

除了提高投资决策的灵活性，OCIO 模式还可以更有效的实现机构投资者对房地产、私募股权、私募债权和基础设施等另类产品的投资，获取非流动性溢价和非公开市场的 α 。这些另类投资策略要复杂得多，需要比资产所有者现有内部工作人员更高水平的尽职调查和专业知识。专业的 OCIO 可以为机构客户提供管理这些复杂投资所需的各种资源、渠道和能力。

另外，资产所有者今天面临的监管要求的复杂性增加，需要强化治理结构、满足信托责任，包括为每个投资计划/资产池建立有效的治理结构。利用 OCIO 可以确保投资组合得到充分的日常管理和监控，及时调整策略，而不是只能在董事会的定期会议上才能决策。

（三）降低有效费率

OCIO 模式的另一大优势是将不同的小管理人的资金集中起来，形成规模，便于与管理人谈判获得更为有利的费率，使得所有投资者都能从 OCIO 提供的大平台上获益。这一优势对于规模较小的计划来说更为明显。因为规模较小的投资者达不到使用便宜投资工具所需要的最低规模门槛，不得不使用费用较高的投资工具，如共同基金、ETF

等。而且，规模越小，投资组合中可以选择的投资经理和策略就越少。其直接后果就是组合集中度高，难以到达理想的分散化效果。OCIO 还可以通过跟投方式更好地把握投资机会、进一步降低另类策略的费率。

（四）拓宽投资渠道

OCIO 平台的规模效应不仅体现在费率优惠上，还可以让规模较小的客户有机会投资另类资产和一流的管理人。因为这些投资通常有最低投资额限制。另类投资领域的大多数投资，如私募股权、私募债权和房地产等投资至少需要 500 万美元的投资。对于规模 5000 万美元的机构，一笔另类投资就会占整个投资组合的 10%，集中度过高，通常会选择不投资。通过在 OCIO 平台可以让小机构参与到这些投资当中，因为大多数管理人将 OCIO 平台视为一个客户，只要求投资总量满足最低投资门槛。这使得 5000 万美元的机构能够将适当的金额(例如，5%也就是 250 万美元或者更小的金额)投资到另类资产类别。一流管理人的投资容量有限，更青睐大型机构和老客户，不接受规模太小的投资和新客户，但可能会与合作过的 OCIO 平台继续保持关系。

（五）专业化的投资管理

资产拥有者在管理投资计划时面临着数不清的复杂性。首先，可供资产拥有者使用的投资经理和投资策略数量之多，对采纳最好的投资建议/管理人、判断这些机会并进行必要的尽职调查等都构成了巨大的挑战。其次，投资组合的日常管理也并非轻而易举：投资者必须密切关注

投资组合的流动性和再平衡，确保实际组合与目标配置一致。最后，在管理投资计划时需要注意避免行为偏差（Behavioral Bias），“低买高卖”是投资致胜最基本的原则之一，也是最难遵循的原则之一。对于资产拥有者来说，这意味着有能力减仓/解聘表现优异的管理人，加仓/聘请短期业绩不佳的管理人----这样的决策对于公众监督压力大的机构就更难。OCIO 可以通过提供管理人聘用和调整的原则和自身的组合管理过往业绩来减轻资产所有者在这些复杂问题中的负担。

二、选聘 OCIO 的考量

选聘 OCIO 管理人与选聘传统管理人或投资顾问有很多相似之处，但还需要根据 OCIO 业务的特点做出新的考虑。

（一）独立性

OCIO 的候选人很多，一类是投资咨询顾问的延伸，如 Mercer、Willis Towers Watson 等；一类是大型资产管理机构，如贝莱德、高盛等，为客户提供全方位的资产管理服务；还有一类是在知名资产拥有者担任过 CIO 和从事资产配置相关工作的小团队（Boutique）。Boutique 团队的独立性最好，因为他们没有其他业务，与资产拥有者的利益一致性最为契合。大型投资管理公司的 OCIO 服务通常只选择内部管理策略。这种方法虽然可能充分运用 OCIO 团队对于内部其他团队的了解，但存在这家机构的集中度风险（一旦 House View 错了，多个策略可能同时遭受损失）和可能存在的利益冲突，因为这些机构既可以

获得 OCIO 服务的报酬，又可以获得新的基础投资产品的管理费/业绩提成。如果平台上在某些资产类别中没有自己的投资产品，或者如果某个产品出了问题，内部没有其他选择可供替代时，OCIO 的可能会选择不投资该类资产，放弃该领域的投资机会。OCIO 甚至有动力选择收费较高的产品，使得整个投资管理公司层面的利益最大化。资产拥有者可以选择聘用维护开放结构的 OCIO 管理人来规避这个问题，确保 OCIO 团队的激励机制与自己的一致性来缓和潜在利益冲突。

（二）费率

费率，特别是费率结构是资产拥有者聘用 OCIO 时的重要考虑因素。OCIO 模式收费方式多种多样，一种是按照 AUM 收取一定比例的 OCIO 服务费用，OCIO 可以在开放式架构下选取全市场最合适的投资策略和管理人，并支付这些子管理人的费用。另一种基金管理公司是封闭式架构，只提供自营基金或内部管理基金，收取 OCIO 服务费用和内部管理基金的相关费用。这个问题我们在独立性因素已经提到，其可能造成集中度风险和潜在利益冲突。在大多数情况下，这些 OCIO 还会将利用内部交易团队和平台在客户投资组合内进行交易，这也为平台机构创造了收入，但会造成 OCIO 有动力在投资组合内过度交易。在评估 OCIO 的费用时，这些不透明的潜在费用特别值得重视。第三种收费方式是由 OCIO 收取一个总费用，包括可能支付给予管理人的费用。这种一次付费的方法听起来简单，但会激励 OCIO 选择被动或低费率策略来最大化自己

的收入，使得资产拥有者错过收费高、但费后收益更好的投资机会。

资产拥有者需要的是 OCIO 能够提供最优的费后收益，特别是风险调整后收益。由于每个客户都是独一无二的，OCIO 需要提供定制化的服务。当一个新的投资机会来临时，OCIO 虽然都有一定的公平分配原则，但客户的差异化还是会让 OCIO 有一定的自由裁量权。如果费率过低，是否有可能影响到投资机会的获取，也是资产拥有者需要考虑的。能够保证 OCIO 与客户利益一致性的费率结构是最值得推荐的。

（三）过往业绩

资产拥有者选聘投资经理的重要考量因素是过往业绩，包括是否具有管理类似组合的投资经验和业绩，投资理念、投资流程是否具有可持续性，是否有过跨越市场周期的管理经验和危机应对经验等等。选聘 OCIO 管理也是一样，需要特别注意的是业绩是否明确管理人提供的业绩是所有账户实际运行的费后复合业绩（Composite）、挑出来的某一类风险收益特征的客户账户结果还是根据客户要求设、投资理念和流程设计的模拟组合历史回测的结果；如果是复合业绩，不同风险收益特征的账户分布如何等。随着 OCIO 规模在过去几年中的大幅增长，一些新机构急于获取新的收入来源，缺乏足够的经验、人员和系统来有效地提供 OCIO 投资服务。如果这些机构没有相关投资管理经验，那么进行战术配置和及时判断投资机会时可能会非常危险。

（四）客户化资产配置能力

有些机构提供统一的模型组合，或者资金池，方便投资者投资。这样做可以避免不同组合的分配不公平问题，管理成本也比较低。但是资产配置是一项非常个性化的工作，因为客户的收益目标、风险承受能力、投资期限、流动性要求等不尽相同，一个组合可很难做到满足不同类型的投资者需要。OCIO 有能力为客户提供量身定制的资产配置并进行实施，当然这也需要有足够的团队成员和可以提升效率的系统辅助完成。

（五）决策机制

客户需要了解最终谁将为组合做出最终投资决策至关重要。目前我们看到两种常见的决策结构：投资决策委员会决策和投资经理负责制。第一种决策方式是集体决策，由 CIO 领导各投资板块负责人、各个相关支持部门的专业人员（研究主管、首席信息官、法律和首席风险官等）组成的投资决策委员会统一决策。通常这些委员会的成员可以确保组合满足客户投资指引，但也难免也存在集体决策^[1]的弊端。第二种方式常见于大平台上的小 OCIO 团队，投资经理利用平台上的研究、组合管理等资源为客户做出决策，这种方式投资经理的责任清晰（Accountability）、效率高，关键看大平台的综合实力和投资经理的个人能力。两种方式各有利弊，成功与否需要综合考虑各种因素和主要决策者的能力。

三、OCIO 模式在中国的发展前景

中国近年来的财富积累涌现出越来越多的家族办公室、基金会和养老金，很多机构的规模还没有大到有实力聘请自己的专业团队从事投资，市场上也缺少大量资产配置等投资专业人才，OCIO 是这些机构发展初期非常合理的选择。外包 CIO 首先是要帮助资产拥有者建立良好的治理结构，因为好的治理结构是成功的一半：明确投资目标、风险承受能力、考核周期和流动性要求，然后才是进行投资实践。不少海外机构经历了自己摸索的过程，比较了聘用整个资产管理团队和组建团队、自主经营模式之后又回到外包 CIO 模式。我们可以从这些机构身上吸取经验和教训，少走弯路，更快地走上可持续的投资轨道与其他资产管理机构一样，OCIO 机构的核心优势是人！中国的 OCIO 想要成功，主要决策者最好有跨周期的中国市场投资业绩和资产配置相关经验、可持续的投资流程、并了解海外 OCIO 的最佳实践（Best Practice）。

私募资产配置管理人、公募多资产管理人和接受第三方资金的家族办公室最有条件从事 OCIO 业务。但是与传统投资产品不同，OCIO 需要有根据客户的风险收益偏好设计出适合的资产配置方案，并选取最佳方式来执行。作为外包 CIO，可以是团队庞大、管理规模上千亿的大机构，也可以是专注资产管理的精品团队（Boutique），但受聘 CIO 应该有以下资质：一是正直勤勉、履行受托人责任；二是投资经验丰富、有长期良好业绩；三是有良好的资产管理业务网络、便利的系统和专业化的执行能力。

实践中，由于 OCIO 模式比较新，客户的接受程度和对受托人的信任程度都需要逐步磨合，部分委托模式更容易被客户接受。在中国推广 OCIO 最大的困难是考核周期和契约精神。资产配置相关决策需要相当长的时间来实施和检验，而整个社会缺少这种长期理念和实践，中投公司和全国社保理事会是国内投资机构中少有的能真正做到资产配置驱动投资、长期考核的机构投资者。考核短期不仅造成整个资本市场的高波动性和追涨杀跌行为，更重要的是容易导致投资者高买低卖，最终不能实现好的投资回报。所以制定长期的、与机构资产负债情况相匹配的考核机制、鼓励长期行为至关重要。而契约精神正是保证好的规章制度得到委托人和受托人长期执行的必要条件。

我们相信 OCIO 模式在中国的发展前景巨大，会随着资产配置的春天到来破土、发芽，开花、结果。

参考资料：

[1]参见《投资中的集体决策》

【作者范华为宏时资本首席投资官，兼中国财富论坛首席专家、香山财富研究院学术理事】