

信托行业发展的两个维度

编者按

与银行、保险、基金相比，信托行业有着最广泛的业务范围，但也正是这种广泛的选择空间让信托公司看起来什么都能做，但在每个领域又都受到专业化金融机构的挑战。

那么，信托业的路在何方？

从国际信托业的发展，我们看到信托的竞争力其本质来自于“一窄一宽”：窄，是指窄的高端客户定位；宽，是指最广泛的投资范围——不是最广泛的业务范围，更不是最广泛的客户范围。

窄的高端投资人定位，为公司提供了长期稳定的资产源，而宽的投资范围则保证了高端投资人的高风险收益，两者相辅相成。

显然，并不是所有投资人都能够承受实业投资、实物投资（包括矿产、房地产、艺术品、林业等）和私人股权基金的弱流动性弊端。

正像耶鲁基金首席投资官大卫·史文森说的“投机者偏好流动性，而严谨的投资者则更偏好流动性较差的资产，并享受弱流动性折价所带来的长期回报”。

什么都做了，最后还是什么优势都没有

如果说中国哪个金融行业受到的打击最多？那无疑是信托行业。在经历了六次行业大整顿的时候，银行、保险、基金等其他金融机构都蓬勃发展起来，信托行业被挤在了生存的夹缝里。

研究国内信托公司报表会发现，国内信托行业的杠杆率普遍很低，只有 2-3 倍，究其原因，贷款、担保和国有资产的自主投资成为公司的主要盈利方式，而信托主业却被边缘化了——信托业务收入占总收入的比例平均不到 40%。

自营业务的过度集中，导致了信托公司的低杠杆率。相应地，即使在最好的年份，信托公司的资本回报率也一般不到 10%。不仅如此，自营业务投资收益和贷款质量的高波动也导致了信托行业普遍的高风险特征。

为了摆脱这种低回报、高风险的尴尬处境，一些信托公司一度寄希望于使自己成为大型企业的融资工具，2005 年以来它们推出了一系列基础设施和房地产的信托产品，这些产品在投融资渠道匮乏的中国资本市场上一度受到追捧。

但随着短期融资券、公司债的放开，企业融资渠道越来越广，信托之于企业融资的意义正在逐步削弱。

2006 年 3 月，保监会出台了《保险资金间接投资基础设施项目试点管理办法》，曾被市场认为保险资金投资基础设施将会采用通过信托渠道的模式出现了转向，受托人的

资格被大大拓宽：除了信托公司，新增了保险资产管理公司、产业投资基金管理公司等，信托公司不再是惟一受托人；另一方面，股票市场的繁荣带动了基金公司、银行理财产品、投连险等其他金融产品的繁荣，信托产品开始受到冷落，借道银行渠道销售的信托产品，既不能打广告，又受到份额限制，完全失去了竞争力。

在此背景下，一些大型信托公司又开始在企业年金管理上试水，但首先，有资格经营企业年金业务的信托公司是少数，其次，即使有了资格，面对保险公司、基金公司等专业化投资机构的竞争，信托公司的优势在哪儿呢？

目前，国内所有有牌照的信托公司的资产加起来也不过相当于一家中型银行的规模，信托公司距离成为银行、证券、保险之后的第四金融支柱的梦想似乎也越来越远，要改变这一现状，必须首先解决信托行业的定位问题，

国际信托业成长有两个维度

研究国外信托公司的发展历史，我们发现国际上信托公司主要沿着两个维度成长起来：一是产品专业化的维度，一是客户专业化的维度。

沿着产品专业化的维度，出现了一些以资产管理和证券化为主要业务的信托公司；沿着客户专业化的维度则出现了以专门服务于高端客户、提供独立帐户理财服务的信托公司——而这两类公司的进一步发展又都殊途同归于私人银行（Private Banking），即，面向高端客户，同时提供以客户定制为中心的财富管理服务（Wealth Management）和以产品设计为中心的资产管理服务（Asset Management）的特殊金融机构。

当然，在过去百年的发展过程中，受到金融政策、经济周期、战争等因素冲击，有相当数量的信托公司迷失了方向，为了同银行、保险、资产管理公司等金融机构抗衡，它们也主动渗透进入了信用卡、房地产抵押贷款、投资银行、交易清算等其他金融领域，并广泛设立零售网点，但最终在专业能力与综合实力的竞争中败下阵来。

有着最广泛经营范围的信托公司，其实是最需要专业化定位的金融机构。

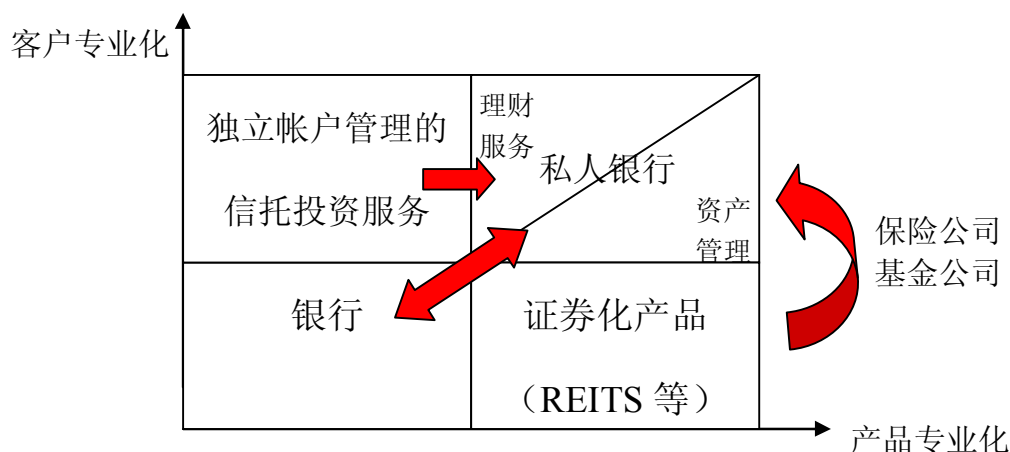


图 1：信托公司发展路径图

产品专业化

传统的产品导向的信托公司大多是资产管理类信托公司，但这类企业面临来自基金公司、保险公司等专业化金融机构的竞争；而自上世纪 70 年代以来，随着证券化产品的推出，产品导向的信托公司有了新的发展方向，2007 年，Bank of New York Company 与 Trust Company of Australia 合资成立 BNY Trust Australia，专门从事资产证券化工作，为澳大利亚本土企业的债务提供证券化服务。

今天，国内不少信托公司也都把希望寄托在了证券化业务上，但从国外证券化的发展历程看，以证券化为目的的信托公司，大部分都是由非信托金融机构、甚至是非金融机构发起的，如福特的 Ford Floorplan Auto Securitization Trust、飞机融资租赁公司 Wills Lease Finance Corporation 的 Wills Engine Securitization Trust、房地产企业和房地产贷款银行的抵押贷款信托、房地产投资企业的 REITS、银行的信用卡贷款信托等，甚至医药企业可以将其知识产权证券化，而像 Marvel Entertainments 这类好莱坞公司则可以将它即将出炉的影片收益权证券化，并为此专门成立了 Marvel Film Finance LLC……

在中国，资产证券化业务最早是由信托行业提出并部署实施的，但证券公司借深沪交易所平台策划的证券化显然更符合国际规范；同时，在信贷资产证券化业务方面，银行拥有更多的主动权。在其他理财产品市场上，信托公司也面临着银行、基金、保险公司的挑战，受制于新信托法“集合理财产品，自然人不得超过 50 个”和“不能在媒体广为宣传”等限制，信托公司在理财产品设计和推广上处于明显劣势。

在产品专业化道路上，信托公司面对着强手如林的竞争，如何才能找到信托行业的“蓝海”？

客户也要专业化

随着其他金融机构的发展，信托公司在不断探索着自己的生存空间，一些信托公司开始意识到，没有庞大的零售网点、没有强大的资产管理团队、没有高薪聘请的投行团队，自己最大的优势其实就是对那些富裕的高端客户的服务能力。于是，他们走向了另一种专业化，客户的专业化。

Fiduciary Trust International

成立于 1931 年的 Fiduciary Trust，作为一家中型的信托公司，从一开始就明确了自己的发展方向，即聚焦于富裕人群，向他们提供高品质的财富管理服务。

目前，Fiduciary 为 1650 个人和家庭及 450 个机构客户服务，管理着超过 100 亿美元的资产。每个客户都是独立账户管理的，而每个账户至少在 200 万美元以上，有专业化的投资经理帮助客户明确投资目标和风险承受能力，并为其设计、跟踪资产组合。

而公司最擅长的能力不是投资，而是识别客户的投资风格和评价各基金产品的真实

风格与绩效，从而将合适的第三方理财产品与客户需求相匹配；此外，在提供投资服务的同时，公司也为客户提供财产和税收规划、慈善捐赠、遗产继承等信托服务。

Fiduciary 不设计自己的产品，不参与并购、重组、承销等业务，所以，作为一个单纯的“买方”，Fiduciary Trust 与客户之间不存在任何利益冲突的问题，这也成为 Fiduciary 获得客户信赖的一个重要优势；而借助第三方力量，Fiduciary 把自己对高端客户把握的能力发挥到了最大化。

“我们只提供投资解决方案，而不设计和销售产品。”

2001 年，公司一些重要雇员在 9·11 中丧生了，使公司经营受阻，此后不久，Fiduciary Trust 与 Franklin Resources 合并，Franklin Resources 是美国最大的共同基金管理公司之一，管理着 5110 亿美元资产，与 Fiduciary Trust 强调独立账户管理和客户定制化服务不同，Franklin 更强调投资能力和产品设计，通过合并，Fiduciary 走上了私人银行的道路。

除了 Fiduciary Trust 以外，还有很多信托公司都走上了独立账户管理的客户专业化道路，其中，也包括美国信托业的先驱公司 US Trust。

Trust Company of First Republic Bank (TCFRB)

First Republic Bank 的子公司，与 Fiduciary Trust 不同，TCFRB 在理解客户的投资目标和投资风格后，推荐的不是一组理财产品，而是一组第三方投资人，TCFRB 负责对投资管理人进行尽职调查和跟踪评价。

“我们管理的是投资过程，而不是投资资产。”

US Trust

1853 年成立，是美国信托业的鼻祖，擅长财富的结构化配置、投资组合管理和慈善事业服务等，后被美洲银行（Bank Of America）收购，成为其私人财富管理部门。

Commonwealth Trust Company

1931 年成立，与前几家信托公司不同，Commonwealth 的最大特点就是它的独立性，它不是任何资产管理公司的子公司或关联公司，“我们不想向我们的客户卖产品，而只是想向他们提供投资服务”。

综上，在信托公司的客户专业化道路上，出现了许多以客户定制服务为导向的专业化机构，与产品相比，他们更关注客户，更理解客户的需求——识别客户的投资风格，并通过广泛的投资组合为客户提供长期的理财服务，这才是这类机构的核心竞争力。

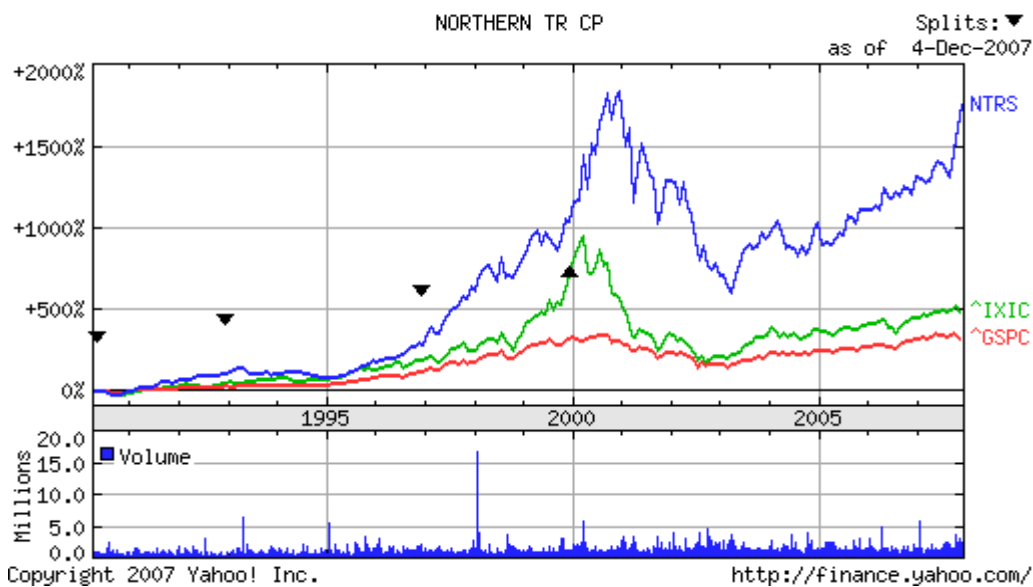
看一家成功的信托怎样从客户专业化做到私人银行

在客户专业化的发展道路上，我们看到了 Fiduciary Trust 最后与 Franklin Resources 合并了、US Trust 与美洲银行合并了。通过合并，客户专业化的信托公司走上了“客户专业化”与“产品专业化”结合的私人银行道路。其中的典范就是北方信托（Northern Trust Corporation）。

北方信托 1889 年成立，目前已逐步发展为一家以私人银行业务为主的综合性金融机构，旗下有 4.1 万亿美元的托管资产、7600 亿美元的资产管理业务和 630 亿美元的银行资产。

2006 年北方信托被 R&M Global Custody Survey 评为最佳第三方管理和外包金融服务商（Best Third Party Administrator/ Outsourced Provider），被 Pensions Management Magazine 评选为最佳基金中的基金（Best Manager of Managers），被 Asia Asset Management 评选为亚太地区最佳的全球化托管人（Best Global Custodian of Asia Pacific），被 European Pension Fund 评选为年度最佳托管人（Custodian of the Year），被 Global Pensions Magazine 评选为年度最佳托管人（Custodian of the Year），是第七大全球化投资的资产管理机构。

北方信托是如何在众多金融机构的夹击中突围长大的？对高端客户的聚焦和全球化的投资范围是其制胜的法宝。



备注：图中蓝色线为北方信托、红色线为标普 500、绿色线为金融行业指数

图（2）北方信托与标普 500 和金融行业指数的涨幅比较

聚焦高端客户

聚焦高端客户是北方信托不变的理念，北方信托要求个人客户的资产规模在 100 万美元以上，机构客户的资产规模在 1 亿美元以上。而这种聚焦为其提供了高增长的动力。

目前，Northern Trust 服务于福布斯排名中美国最富有的 400 人中的 22%。

不过，随着上世纪 70 年代以来养老基金的发展，机构客户已成为更重要的成长动力，在养老基金市场上，北方信托已占到美英等国市场份额的三分之一。2006 年末，北方信托个人客户的总托管资产额为 2800 亿美元，机构客户的总托管额 3.3 万亿美元，占托管资产总额的 93%，个人客户的资产管理额 1350 亿美元，机构客户的资产管理额 5650 亿美元，占资产管理总额的 80%。

聚焦高端客户的另一个重要好处就是为公司提供了长期稳定的资产——由于高端客户对短期亏损的承受能力较强，因此公司的长期资产非常稳定。

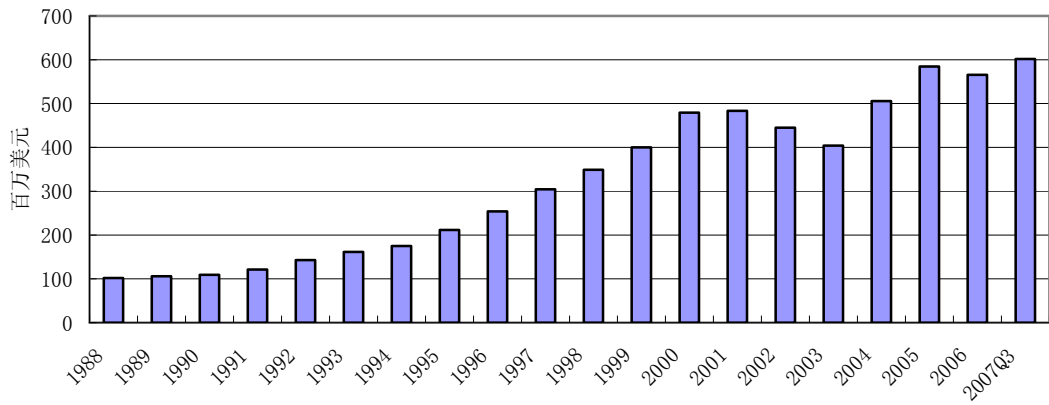
2001 年，美国股市标普 500 指数下跌 13%，北方信托的投资回报下跌了 2%，而托管资产额则基本维持不变，信托费用还增加了 3%；2002 年，标普 500 进一步下降了 23%、NASDAQ 下降了 32%，但公司的信托资产额只减少了 10%，资产管理额下降了 5.4%，信托费用减少了 2%，净利润下降了 8%。

同样的，在 2007 年美国次贷危机中，金融机构普遍受到拖累，花旗、美林、德意志、UBS 等国际金融巨头都遭遇了沉重打击；与之相对，当年三季度末，北方信托的托管资产额非但没有减少，还同比增长了 24%，环比增长 3%，管理资产额也同比增长了 14%，环比仅下降 1%；业绩更在资产额的推动下直线上升，前三季每股收益增长 21%，收入增长 14%，其中托管和管理资产费用增长 15%，第三季度，每股收益增长 26%，收入增长 19%，其中托管和投资管理费用增长 16%。

由图 3-9 可见，过去 10 多年的成长过程中，公司的托管资产和资产管理额保持着稳定上升的趋势，即使在周期低谷，也并没有出现一般基金公司所遭遇的大量赎回压力。实际上，根据公司自己的测算，股票市场 10% 的上下波动，对公司托管及资产管理费用的影响只是 4%，而对公司总收入的影响仅为 2%。

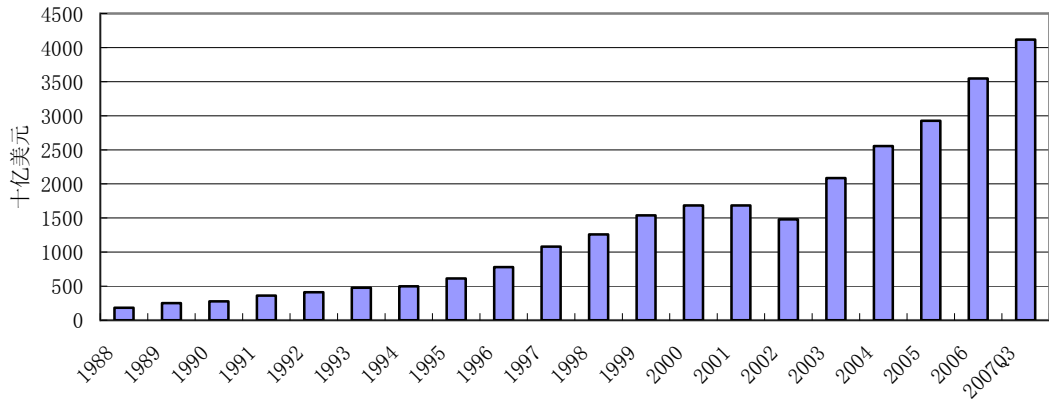
稳定的长期资产保证了公司可以在资本市场的低谷阶段仍坚持价值投资的策略，而这是所有基金经理梦寐以求的，实际上“股神”巴菲特坚持不拆分他的 Berkshire Hathaway 公司股票，使其 A 类股票保持在每股 10 万美元以上的价格，其真实目的正是为了将投资人锁定为高端人群。

北方信托净利润



图（3）北方信托的净利润增长

北方信託托管资产

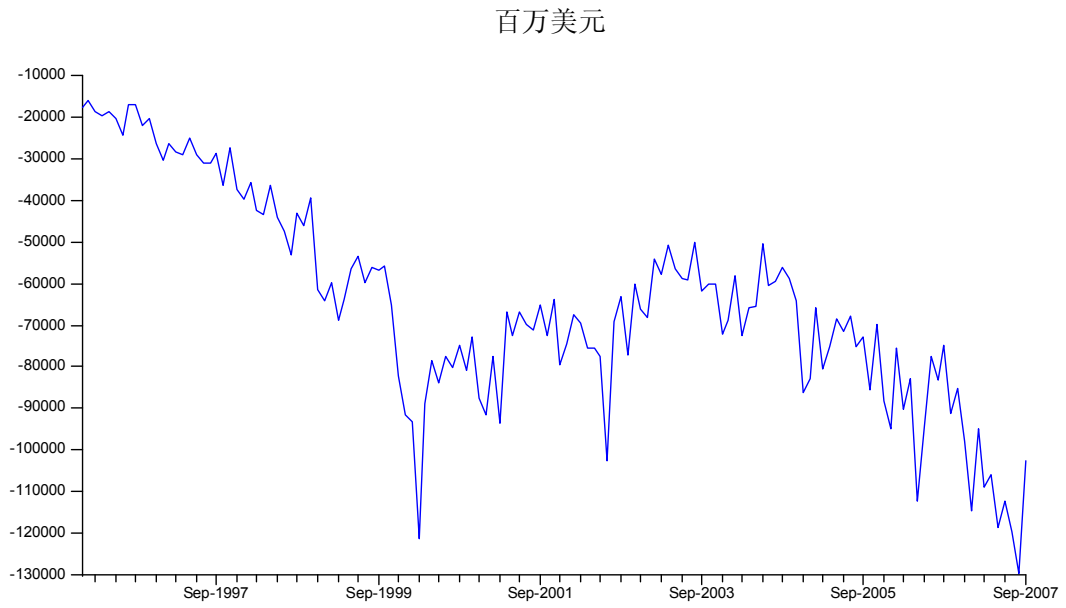


图（4）北方信托的托管资产额增长

百万美元



图（5）美国股票共同基金的净资产值增长



图（6）美国股票共同基金的回赎额变化



图（7）美国股票共同基金的净现金流变化

北方信托托管资产分类增长(十亿美元)

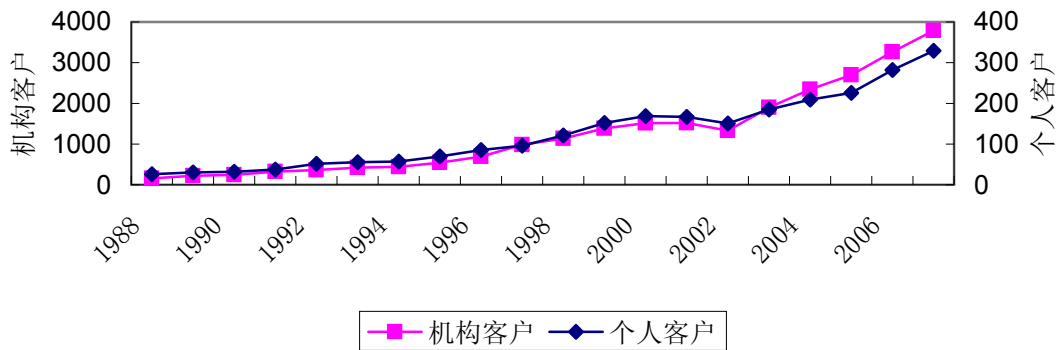


图 (8) 北方信托个人客户与机构客户的托管资产额增长

北方信托管理资产额

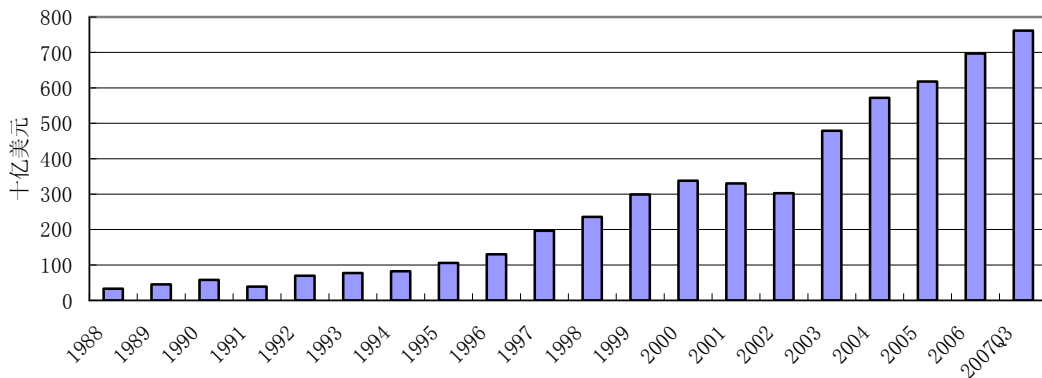


图 (9) 北方信托资产管理额增长

长期资产不仅能提高长期回报率，而且还增加了公司在低谷期的扩张能力，2002年 Northern Trust 收购了德意志银行被动股权、主动股权和被动固定收益投资管理部门，别人的痛苦正是北方信托的机会。

拓宽投资范围

高端客户固然有着高增长、长期化的优势，但也因为这些优势而各金融机构争夺的焦点，相比于其他金融机构，信托公司的优势在哪里？

信托公司的优势就在于它有更广泛的投资范围，广泛的投资拓宽了信托公司投资组合的有效边界。

产品范围广

与专业化投资机构相比，北方信托提供更广泛的投资组合，包括主动股权配置、被

动股权配置、固定收益、基金中的基金、房地产等投等；2001 年又新增了私人股权投资和对冲基金投资等替代投资产品。2006 年末，在公司负责管理的 7000 亿资产中，传统的股权和债权产品只占 55%，其中股权占 38%、固定收益占 17%，其余 45%为短久期产品。

区域范围广

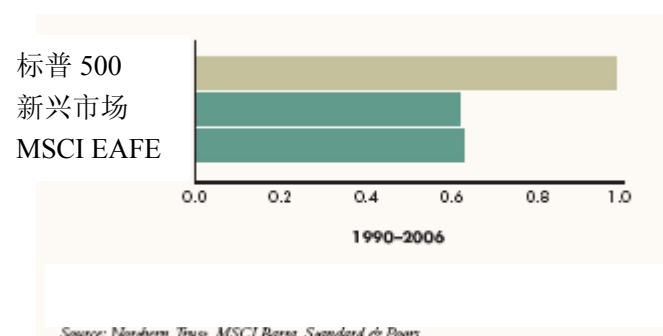
此外，全球化投资也成为北方信托提高回报率的重要手段，北方信托是较早开始进行全球化运作的金融机构之一，上世纪 90 年代初就进入了新兴市场。目前公司在海外设有 68 个分支机构，客户来自 40 个国家，并在 90 个市场进行投资，国际化投资已占到总管理资产额的三分之一以上。

全球化的指数投资是北方信托最主要的投资手段，公司于 1998 年开始进行新兴市场的指数管理业务，2007 年又申请推出了 19 个指数 ETF（交易型开放式指数基金），其中 8 个在新兴市场（中国、中国香港、以色列、马来西亚、俄罗斯、新加坡、南非、中国台湾）、9 个在欧洲市场（比利时 BEL20、法国 CAC40、德国 DAX、希腊 ATHEX200、爱尔兰 ISEQ20、意大利 MIB、荷兰 AEX、葡萄牙 PSI20、英国 FTSE100）、1 个在日本市场（TOPIX）、1 个在澳大利亚市场（ASX200）。目前，公司管理的资产中有 60%都是被动投资的。

仅靠全球化的指数投资就能提高收益、分散风险吗？

由图 10 可见，美国资本市场与全球资本市场的相关系数在 0.6 左右，这就为组合投资分散风险提供了空间。在过去 30 年中，有 18 年新兴市场的平均收益率是高于发达国家。尽管其周期性波动较大，但在过去 30 年中，新兴市场也提供了年均 14%的收益率。

实际上，目前美国资本市场只占全球市值的 40%左右，而在过去 10 年中，除 1997 年亚洲金融危机中，其余年份，美国股市的收益率都不能进入全球前五。每年都会有不同国家的资本市场处于繁荣期，而全球化投资使投资人有可能分享这些繁荣期国家的高收益好处。



备注：MSCI EAFE 是由 21 个北美地区之外的发达国家组成的指数，包括日本、香港、新加坡、澳大利亚、新西兰和 16 个欧洲国家。而 MSCE Emerging Markets 则是由 25 个新兴市场国家组成的指数。

图 10: 美国资本市场与其他资本市场的相关系数 (1990~2006)

1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Switzerland 44.25	Korea 141.17	Finland 152.6	Switzerland 5.85	Korea 48.71	New Zealand 24.24	Argentina 101.34	Austria 71.52	Argentina 63.10	Venezuela 79.53
Italy 35.48	Finland 121.63	Singapore 99.41	Canada 5.34	Taiwan 10.47	Austria 16.55	Sweden 64.53	Venezuela 56.43	Korea 58.00	Argentina 67.31
Denmark 34.51	Belgium 67.75	Korea 92.41	Venezuela 4.47	New Zealand 8.42	Korea 8.62	Germany 63.80	Norway 53.27	Canada 28.31	Spain 49.36
S&P 500 33.36	Italy 52.53	Sweden 79.74	Denmark 3.44	Australia 1.68	Australia -1.34	Spain 58.46	Belgium 43.53	Japan 25.52	Ireland 46.81
Venezuela 28.32	Spain 49.90	Japan 61.53	Norway -0.89	Ireland -2.80	Norway -7.26	Austria 56.96	Ireland 43.07	Austria 24.64	Singapore 46.71
S&P 500 28.58	S&P 500 21.04	S&P 500 -9.11	S&P 500 -11.89	S&P 500 -22.10	S&P 500 28.68	S&P 500 10.88	S&P 500 4.91	S&P 500 15.79	S&P 500

图 11: 全球主要资本市场收益率统计

	新兴市场	发达国家
正收益年份均值	+26.9%	+22.6%
负收益年份均值	-17.3%	-10.9%
年化收益率均值	+14.0%	+14.5%
标准差	26.2%	22.2%
正收益年份的占比	71%	76%
负收益年份的占比	29%	24%
12个月最高收益率	+82.2%	+103.7%
12个月最低收益率	-49.6%	-28.3%

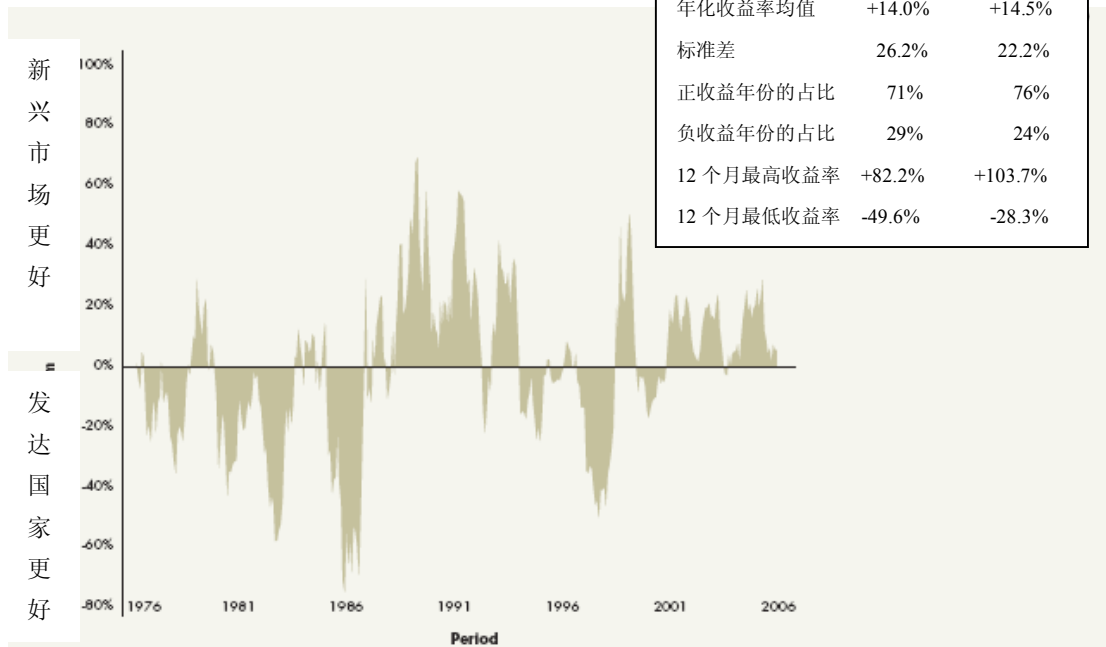


图 12: 发达国家市场与新兴市场的收益率差

世界各大洲经济GDP增长率 (%)

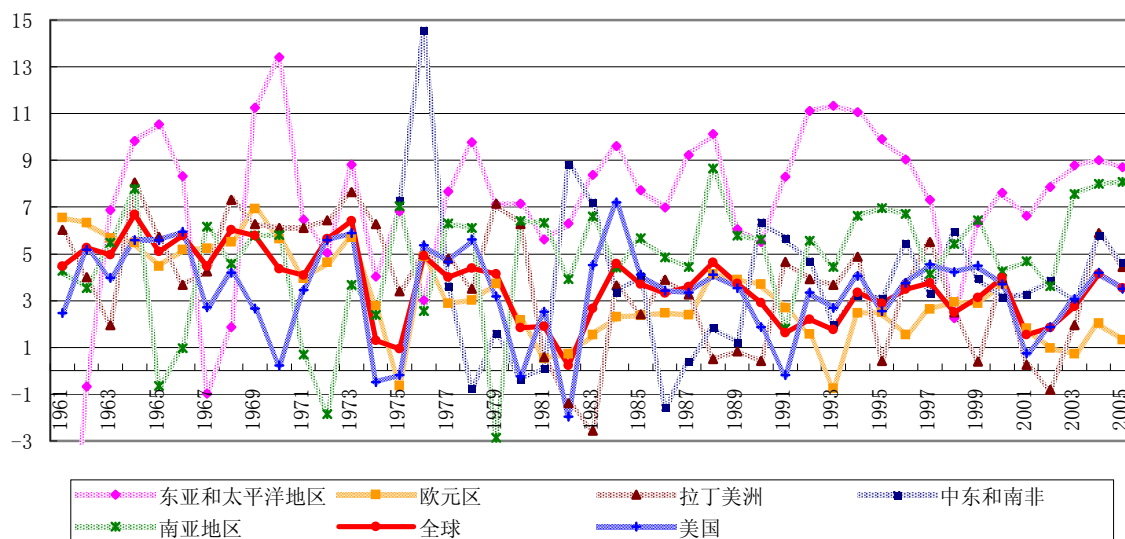


图13: 世界各主要地区经济增长率变化

最后，如果我们以世界经济构建一个组合投资（以各经济体的GDP值为权重），则自1960-2005年的45年间“世界组合”的GDP增长波动率仅为1.5%，显著低于东亚及太平洋地区组合的波动率（4.3%），也低于中东及北非地区组合的波动率（3.2%）和拉丁美洲组合的波动率（2.6%），甚至比以经济稳定著称的欧元区组合的波动率（1.9%）还低。

世界经济组合的波动率是最低的；当然，“世界组合”的年均经济增长率要比新兴市场低——是东亚地区市场组合增长率的一半，但却高于欧洲和美国的经济增长率。可见，分散的地区组合在低风险情况下获得了高增长的“免费午餐”。

表1: 世界各主要地区年均经济增长率及波动率

	平均增长率	波动率
东亚及太平洋地区	12.7%	4.3%
欧元区	5.8%	1.9%
拉丁美洲	6.7%	2.6%
中东及北非	4.7%	3.2%
南亚	8.7%	2.5%
美国	6.1%	2.0%
世界	6.6%	1.5%

(数据来源: 世界银行)

综上，广泛的投资范围使北方信托获得了更低波动下的更高收益：2007年第三季度，公司公共基金的回报率中位数是2.3%，公司养老金回报率的中位数是2.2%，相对于次贷危机中多数基金的大幅亏损，这个回报已经是相当不错的了。其中，新兴市场在第三

季度贡献了 11.8%的收益（前三季度是 33.6%），固定收益贡献了 3%的收益，私人股权基金是 5.3%，均高于平均回报。

目前，北方信托的非利息收益占税前总收益的 75%，其中，信托收益占总收入的 57%，其余为投资管理和证券出借收益，占总收益的 15-20%。

不过，尽管业务范围在拓展，公司仍将富裕个人和机构确定为焦点，其多数基金产品都要求最少投资额 10-15 万美元。高端的服务与创新的产品结合，使公司走向了私人银行的道路。

综上，信托公司的核心竞争力可以定义为“一窄一宽”，窄的高端投资人定位为公司提供了长期稳定的资产源，而宽的投资范围则保证了高端投资人高风险收益，两者是相辅相成的。实际上，尽管信托公司拥有法律上的投资范围优势，但其真正的宽泛的投资范围恰恰来自于狭窄的客户定位，正如史文森说的“投机者偏好流动性，而严谨的投资者则更偏好流动性较差的资产，并享受弱流动性折价所带来的长期回报”，但，显然，并不是所有投资人都能够承受实业投资、实物投资（包括矿产、房地产、艺术品、林业等）和私人股权基金的弱流动性弊端。聚焦高端客户是金融机构由股票、债券等流动性资产向实业、实物等非流动性资产拓展的必要前提。

核心竞争力在“一窄一宽”

——窄的高端投资人定位，宽的投资范围

国际信托行业的发展历史启示着我们，信托企业尽管有着最广泛的业务范围，却应该遵循最专业化的发展道路，这种专业化可能来自于产品的专业化——从而走上资产管理或证券化道路，也可能来自于客户的专业化——聚焦高端客户的定制化服务。但前者在中国受到新信托法中对集合理财产品份额和营销途径的限制难有突破，而后者则正是新信托法中所鼓励的信托主业。

客户有一定基础

实际上，新信托法中对合格投资人的严格规定——投资于单一信托计划的规模不少于 100 万元人民币，或个人和家庭金融资产总额在 100 万元以上，或个人年收入超过 20 万元、家庭年收入超过 30 万元的投资者，才能被称为合格投资者——已经在推动信托公司走向高端客户。而对于独立账户信托的发展还处于萌芽阶段。

尽管目前银行、保险公司、基金公司都推出了 VIP 客户的理财服务，但这类服务大多着眼于现有产品的推销，而不是真正的定制化服务，更无法做到最广泛的覆盖。此外，上述金融机构的客户群庞杂，一旦资本市场出现扭转，它们将面临低端客户流失的风险，从而使整体业绩、流动性和资本配置计划受到影响，进而影响其低谷扩张能力和对高端客户的服务能力。

相对的，建立在客户专业化基础上的信托企业，业绩波动不是更大，而是更小——稳定的长期资产和广泛的投资范围成为其对抗其他金融机构的最有力武器。

理财产品空间大

随着居民收入的提高，国内理财市场开始繁荣，出现了不同性质的理财产品，其中，股权性质的理财产品有股票、基金等，债权性质的理财产品有存款、国债和提供固定回报的信托产品，而银行和保险公司提供的所谓“保底收益”和利润分成的理财产品则介于股债之间，看上去理财产品已覆盖了投资人偏好，其实，会发现很多富裕阶层找不到适合自己的理财产品。

富裕阶层可以承受短期的波动，但需要一种长期能够提供相对稳定的、可以对抗通胀威胁的投资产品，他们愿意用短期的风险承担来换取长期的相对稳定收益。但是，目前所有股权或偏股类理财产品虽然短期回报较好，但在长期中都具有高度不确定性，而所有债权类或偏债权类理财产品的回报率又过低。这就为信托产品提供了一个市场空间。

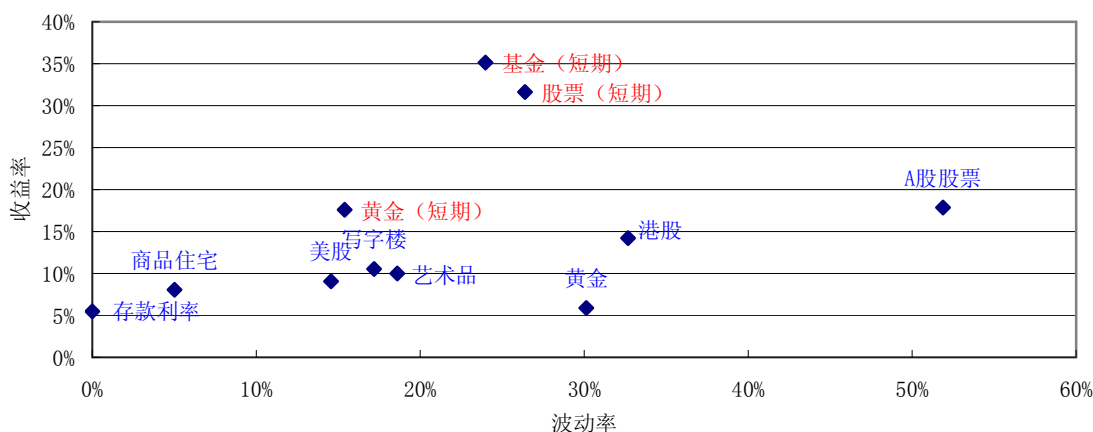


图 16: 中国各类投资收益-风险分布

(备注：存款利率为 2007 年 11 月底五年期储蓄存款利率，A 股股票投资收益率和波动率取 1992 年 10 月~2007 年 10 月月度数据计算，港股数据取 1964 年 7 月~2007 年 10 月月度数据计算，美股数据取 1976 年 9 月~2007 年 10 月月度数据计算，商品住宅价格数据取国内 35 个大中城市 1999~2006 年商品住宅年度数据计算，写字楼价格数据取 1995~2006 年年度数据计算，黄金数据取 1973~2007 年年度数据计算，艺术品投资为美国 1955~2004 年年度数据计算；股票（短期）、基金（短期）、黄金（短期）的风险收益数据为 2002 年 10 月到 2007 年 10 月五年月度数据计算。)

利用弱流动性

传统的投资基金追求高流动性，认为所有的投资人都偏好流动性，但其实弱流动性提供的高折价收益满足了那些能够忍受短期损失的高端投资人的需求，而这种弱流动性被私人股权基金利用，成就了一个全新的市场，并在近几年的资本市场上独领风骚。

私人股权基金面对的是一个很窄的客户群体，它的繁荣说明了即使在狭窄的客户群体上，仍有广泛的成长空间。那么，信托行业为什么不可以通过对狭窄客户群体的深度挖掘、对弱流动性的利用来开发一片自己的生存空间呢？

其实，资产的弱流动性和客户的弱流动性，正是“股神”巴菲特成功的关键因素。

附文：信孚这样做信托 很失败

Bankers Trust（美国信孚银行），自 1903 年成立以来，业务性质几经改变，最初是一家由银行创办的信托公司，从事与银行业务互补的信托业务；上世纪 20 年代开始为机构客户提供批发金融服务；上世纪 60 年代又变成一家提供零售服务的银行超市，虽然规模扩大了，并进入了全美前十大金融机构，但业绩却变差了，在石油危机中几乎破产；上世纪 80 年代，公司又变身为一家提供以交易和投行服务为主的批发银行，但 90 年代的连续金融危机让公司遭遇巨额损失，最终在 1998 年被德意志银行收购，成为其进入华尔街的桥头堡。

信托起家

19 世纪末、20 世纪初，随着信托等非银行金融机构的诞生，传统的银行机构开始受到挑战，相对于银行所受的资本方面的严格监管，信托公司的监管相对宽松，业务范围也更广泛，很多信托公司替代了银行的职能。为了对抗这种挑战，1903 年，纽约的一些国立银行合资成立了一家信托公司——Bankers Trust，它为州立和国立银行提供信托服务，但不从事银行业务。

第一次多元化

到 1907 年之前，Bankers Trust 扩张得非常顺利，但 1907 年的金融恐慌冲击了整个信托产业，1908 年 Bankers Trust 开始将业务向银行领域延伸，并代发银行协会的旅行支票。

1911 年，纽约州颁布反垄断法，规定保险公司必须剥离其银行和信托业务，这就为其他银行和信托公司提供了并购扩张的机会，Bankers Trust 也趁机进行了其发展史上的第一次并购，1911 年 8 月收购了 Mercantile Trust Company，1912 年 3 月又收购了 Manhattan Trust Company。

随着金融行业的进一步发展，银行和其他金融机构也开始被允许从事信托业务，为了抵御其他金融机构的“进攻”，Bankers Trust 开始主动进入其他金融领域，成为一家综合性银行。

1917 年 4 月，Bankers Trust 收购了 Astor Trust Company，并将其变为公司的零售分支，同年成立了证券部门，1919 年证券部门又发展出了专门的固定收益部，并开始在全国建立电话营销网络，1928 年又成立了 Bankers Company，专门从事证券承销业务。上

世纪 20 年代，Bankers Trust 开始为一些大公司提供养老金计划。

经济危机中的收缩

上世纪 30 年代，美国陷入了严重的经济和金融危机之中，政府相继颁布了一系列金融法规，其中最著名的就是强调金融机构分业经营的《格拉斯·斯帝尔法》，在新法案的要求下，Bankers Trust 关闭了负责承销的 Bankers Company，并停止发行旅行支票。在业务紧缩后，公司开始专心从事托管业务，并增加了抵押贷款和地产的信托投资服务。1935 年，当大萧条度过时，公司变得更加精简而健康，资产规模也首次超过了 10 亿美元。

第二次扩张

在 1935 年以后的经济复苏中，Bankers Trust 又开始多元化扩张了，首先是增加了大量的贷款业务，在随后爆发的二战中更是充当了中小企业的贷款主，并大力拓展了零售业务，增加了储蓄和支票账户服务。

战后，1950 年，公司开始了第二轮大规模并购扩张，先是与 Lawyers Trust Company 合并，然后又收购了 Guarantee & Trust Company 的银行业务及 Flushing National Bank，1952 年 Bankers Trust 与 Commercial National Bank & Trust Company 和 Bayside National Bank 合并，1955 年与 Fidelity Trust Company 合并，并收购了 Public National Bank。1959 年公司计划收购 Manufacturers Trust Company，如果这次收购完成，Bankers Trust 将成为全美第四大银行，但在反垄断法的限制下，收购没能完成。

1960 年公司又计划与 The County Trust Company of Westchester County 合资成立银行控股公司，以进入乡村市场，但也没能获得国会批准。1965 年，公司效仿花旗银行，成立了银行控股公司 BT New York Corporation，从而为进入更广泛的金融领域做好了准备，在此后的 6 年间，公司收购了多家银行，使零售网点翻了一倍，达到 169 个，并积极拓展房地产抵押贷款和其他金融服务。1968 年公司收购了 Coleman Company，一家应收帐款保理公司；1969 年成立了 BT Credit Company，为发行信用卡做准备；60 年代还收购了一家抵押贷款银行，和一家设备融资租赁公司。经过一系列扩张，Bankers Trust 已从一家专业化金融机构彻底变身为一家综合性银行。

危机爆发

1974 年石油危机爆发，Bankers Trust 受到重创，贷款质量急剧恶化，尤其是一些房地产抵押贷款。1976 年联邦储备银行驳回了公司收购 First National Bank of Mexico, New York 的计划，理由是 Bankers Trust 正经历财务危机，这进一步打击了公众对银行的信心，到 1978 年末，Bankers Trust 已成为美国主要银行中盈利最差的一家。

重新启动

1979 年公司决定重新回归到批发业务上，因为在零售业务上，它根本无法与商业银行巨头们抗衡；1981 年公司把 89 个在纽约大都会地区的零售分支卖给了蒙特利尔银行；

到 1984 年，将剩余所有零售分支出售。

此后，公司对业务结构进行了重新梳理，但新公司仍然没能找到明确的方向，而是将基于交易的资产管理和承销业务作为了主业，缺乏专业化优势使公司难以获得更大的发展空间，在托管、投行等各业务领域都未能进入行业前列，而自主投资和贷款方面的过度投入，则导致公司业绩高度波动。

上世纪 90 年代初，Bankers Trust 在金融衍生品交易上的损失再次让它声誉受损，为此，公司聘请了前美国副财长作 CEO，以挽回声誉；但 1997 年的俄罗斯国债违约事件让公司再度陷入危机，遭受了 4.88 亿美元的巨额亏损，危机中的 Bankers Trust 在 1998 年被迫卖给了德意志银行，成为其扩张美国市场投行业务的通道——对于德意志银行来说，Bankers Trust 是它所能买到的最大的美国银行了。

并购后德意志银行对 Bankers Trust 进行了大规模裁员，裁员总数达到 5500 人，信托业务进一步萎缩。迷失了成长方向的 Bankers Trust，大而不强，最终失去了独立存在的意义——专业化生存是信托公司发展的唯一出路。

附文：看耶鲁基金深挖投资品种

如果说全球化投资策略还难以被国内多数信托公司效仿，那么，广泛的投资品种则是国内信托公司值得深度挖掘的优势。这一点，在耶鲁基金的投资上得到了充分体现。

耶鲁基金作为美国大学捐赠基金的一员，是一类特殊的信托公司。它在 2006-2007 财政年度获得了 28% 的高收益率，基金规模达到 225 亿美元，而这一数字在 1985 年时仅为 13 亿美元。

在过去 10 年中，耶鲁基金的年化收益率约为 18%，是美国业绩最好的大学捐赠基金。相对的，在同一时期中，标准普尔 500 的年化收益率仅为 7-8%。耶鲁基金的投资经理大卫·史文森亦因此声明远扬。

其实，史文森提高耶鲁基金收益率的主要方法就是推动投资的多元化，他降低了耶鲁基金在国内证券上投资的比例，扩大了对于私人股权、实物资产、对冲基金等另类投资品种的投资。

1985 年史文森开始接手耶鲁基金时，它同当时美国的多数基金一样，遵循着最基本的股票-债券混合投资策略。但是史文森认为这样的投资组合还不够分散，于是，在 1986-1990 年间将私人股权基金正式引入投资组合，包括风险投资基金、产业投资基金、并购基金等，目前私人股权投资在该基金中的投资比例已上升到 20% 左右。

1990-1997 年史文森又将追求绝对收益的对冲基金引入投资组合，这类基金通过并购、重组、破产股票或其他资产来获取套利收益。目前，公司在绝对收益上的投资比例

已上升到 25%左右。

1997 年以后，史文森增加了对房地产和大宗商品的配置，配置比例从之前的 10% 提高到目前的 28%，具体投资范围涉及房地产、林业、石油、天然气等。截至 2007 年 6 月份，耶鲁基金会的股票和债券投资仅分别占其总资产的 27%和 4%——在过去 20 年中，耶鲁基金会在传统的股票和债券上的投资比例已从传统的 90%下降到 30%，而其中还有近半是海外投资。

正是这种广泛的、多样化的投资提高了耶鲁基金的收益率，在过去 10 年中，私人股权基金贡献了 30%以上的年均回报，而实物投资的收益率也达到了 15%以上，这些投资有效平抑了传统股票投资的周期波动——从 2000 年至 2003 年，当标普 500 下跌了 33 个百分点后，耶鲁基金的资产却增长了 20%。

图 2: 耶鲁大学基金会历年资产配置目标比例: 不断另类化

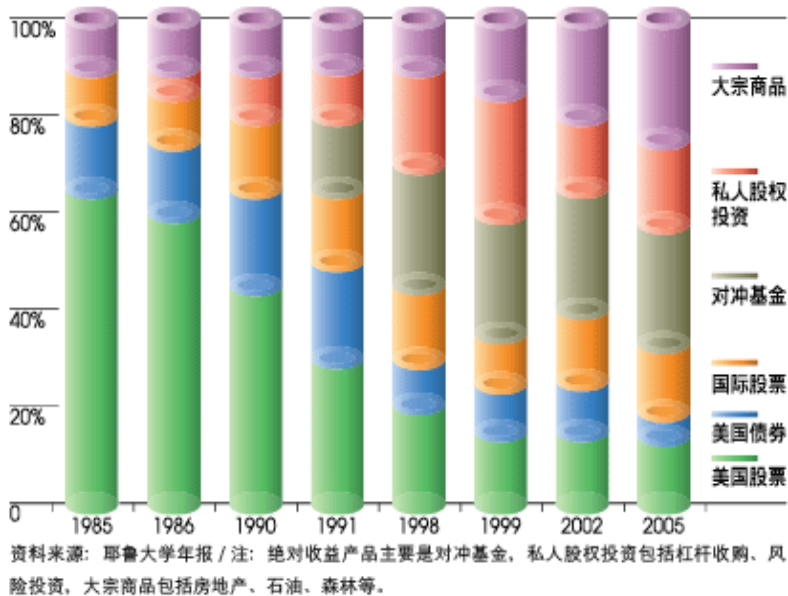


图: 耶鲁基金投资结构的变化