

通道渠道、财富管理与平台经济

王增武

(中国社会科学院金融研究所, 北京 100028)

摘要: 本文以平台经济为视角,以规范经济学和实证经济学为方法,研究国内财富管理市场通道业务和渠道业务的市场格局及其对应的定价策略。结果表明,通道业务总体处于竞争市场格局,但存在结构性差异;银监会推动债权性直接融资工具以提高通道市场竞争生态是正确的,但2010年禁止“银信合作”则是以“管制失灵”为代价的。证券投资基金市场的销售渠道趋向良性竞争,其他非银行金融机构的销售渠道依然被商业银行所垄断。作为平台经济在财富管理领域的一个应用,私人银行以发展平台经济为盈利转型突破口的定价策略选择依次是补贴定价、拉姆齐定价、竞争定价和垄断定价。

关键词: 平台经济;财富管理;商业银行;通道;渠道

JEL分类号:E2;G0 中图分类号:F830 文献标识码:A 文章编号:1006-1428(2016)04-0008-14

DOI:10.13910/j.cnki.shjr.2016.04.002

一、引言

国内对财富管理和资产管理并未做严格的区分。事实上,财富管理的核心是以客户为中心,按需提供定制化个性化的金融服务。资产管理则以资产为中心,通过资产定价、资产配置和组合选择等理论配置财富管理产品的资产组合。我们现在常说的财富管理市场则表示国内以金融产品为导向的市场,范围涵盖商业银行的银行理财产品、基金公司的证券投资基金、证券公司的资产管理计划、信托公司的信托产品、保险公司的保险产品、期货公司的资产管理产品以及私募基金等。

国内财富管理市场真正发展起步于2004年的银行理财产品市场,历程和发展动态参见殷剑峰、王增武(2013)和殷剑峰(2010)的相关文章。

事实上,对银行理财产品市场而言,由通道业务而进行的表外放贷、表内资产转表外和委托贷款等业务是当前面临的主要问题之一,正如阎庆民(2013)指

出“通道业务在增加融资成本的同时延长了操作流程,加大了操作性风险,同时,如果投资资产发生风险损失,会在不同金融行业和市场之间传递和扩散,增大交叉性风险发生的可能性”。为此,银监会在2013年10月推出自己的通道——债权直接融资工具和资产管理计划,旨在提高通道业务的市场竞争生态和降低非银行机构通道服务费。对非银行金融机构而言,由于销售渠道被商业银行垄断,所以他们不得不支付额外销售费用。鉴于此,他们当前面临的主要问题之一就是如何建设专属的销售渠道以提高销售渠道的竞争活力并降低商业银行。

可以发现,在解决财富管理市场的通道渠道争议时,有三个问题不能回避:第一,银行理财的通道业务和非银行金融机构的渠道业务的市场格局是竞争还是垄断?第二,银监会推出自建的通道业务是否合理?2010年银监会禁止“银信合作”的通道业务正确吗?第三,在商业银行为主导的通道渠道业务中,对应不

收稿日期:20156-02-24

作者简介:王增武,男,现供职于中国社科院金融研究所。

同的市场格局,商业银行应采取何种定价策略?

稍作分析,可以验证通道渠道业务具备典型的平台经济特征。有关双边市场下的平台经济研究起始于Stahle(1988)和 Yanelle(1997),前者通过博弈论方法研究零售市场的定价问题,后者则利用博弈论方法研究商业银行中介市场的竞争问题。Rysman(2000)首次实证研究双边市场的网络外部性,Armstrong(2006)研究不同市场结构下的双边市场定价问题,Rochet 和 Tirole(2003)在其 2002 年的工作论文基础之上对此进行全面细致深入的研究。国际上,有关平台经济学的最新研究参见 Rasch 和 Wenzel (2013) 及其引用的参考文献。

国内方面,徐晋、张祥建(2006)对国际上关于平台经济学的研究进展进行综述;黄纯纯(2011)对网络产业组织理论的历史、发展和局限进行综述;李允尧等(2013)再次对国际上有关平台经济研究的进展情况进行综述。除前述三篇研究综述外,石奇、孔群喜(2009)从零售商市场视角研究双边市场的定价和规制失灵问题,兼顾理论和实证研究。这表明,国际上有关双边市场下平台经济的研究已经开始起步,而国内在这方面的研究则尚属空白。目前,基于双边市场的平台经济的定义尚未统一,相对而言,徐晋、张祥建(2006)的定义较为合理,他们指出平台是一种现实或虚拟空间,该空间可以导致或促成双边或多边客户之间的交易。平台经济学就是研究平台之间的竞争和垄断情况,强调市场结构的作用,通过交易成本和合约理论,分析不同类型平台的发展方式和竞争机制,并提出相应政策建议的新经济学科。

由上述定义可以看出,通道渠道业务具备典型的平台经济特征。一方面,非银行机构与投资客户通过商业银行网点的产品销售平台进行产品买卖。此时,商业银行是平台,非银行金融机构是卖方,普通投资者是买方。鉴于分业监管的约束,商业银行在发行银行理财产品时,投资方向不得涉及股票市场和实体经济等,所以商业银行在发售此类理财产品时需要借助信托公司的通道功能。自 2010 年银监会发布《关于规范银信合作业务有关事项的通知》(“72 号文”)禁止银信合作以来,商业银行与证券公司、基金公司、保险公司或金融资产交易所等的通道业务骤升。在通道业务中,非银行金融机构具有通道功能的资管计划是平台,如证券公司定向资产管理计划等,买方是商业银行,卖方是有资产的资产供给方,其中卖方也有可能是商业银行,详见财富管理市场的平台经济示意图 1。

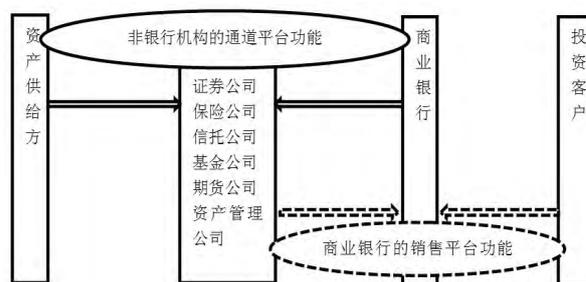


图 1 财富管理市场中的通道和销售平台示意图

本文旨在以商业银行为中心,以平台经济为理论,以财富管理为切入点,通过现实市场中的数据表现验证以银行为导向的财富管理市场的通道和渠道市场格局,在定价结构选择方面给予相应的政策建议。

二、理论模型

本文以 Rochet 和 Tirole (2003)中给出的不同平台格局下的双边市场定价公式为方法,石奇、孔群喜(2009)采用同样方法研究零售市场问题,遵循供需双方需求量确定、平台交易数量确定和最优目标函数求解的三步走策略逐一分析垄断平台、拉姆齐平台、竞争平台和公益平台的双边定价结构。为统一起见,我们假定双边市场中的一方为供给方,另一方是需求方,供需双方通过一个或多个平台进行交易。

(一)垄断平台定价结构

假定市场上中只有一家无固定交易成本的平台,为供需双方提供交易的成本为 $c > 0$ 。异质供应方和需求方的收益分别为 b^B 和 b^S ,平台向供需双方收取的价格分别为 p^B 和 p^S 。严格而言,需求方的网络外部性 $(b^B - p^B)N^S$ 依赖于另外一侧的供应商的数量 N^S 。为简单起见,将需求方的需求近似为

$$N^B = D^B(p^B) = \Pr(b^B \geq p^B)$$

同理,将供给方的需求近似为

$$N^S = D^S(p^S) = \Pr(b^S \geq p^S)$$

不失一般性,假定每一对“供求方-需求方”二元组对应一个潜在的交易,进一步假定 b^B 和 b^S 是相互独立的,则成交的交易在总交易量的占比为 $\Pr(b^B \geq p^B, b^S \geq p^S) = D^B(p^B)D^S(p^S)$ 。此时,垄断平台的利润函数为

$$\pi = (p^B + p^S - c)D^B(p^B)D^S(p^S) \quad (1)$$

进一步,假定 $D^B(p^B)$ 和 $D^S(p^S)$ 都是凹函数,则其初等变换 π 也应是凹函数,对(1)式取自然对数并求得,

$$\frac{\partial(\ln \pi)}{\partial p^B} = \frac{1}{p^B + p^S - c} + \frac{(D^B)'}{D^B} = 0$$

$$\frac{\partial(\ln \pi)}{\partial p^S} = \frac{1}{p^B + p^S - c} + \frac{(D^S)'}{D^S} = 0$$

由此解得

$$(D^S)'D^B=(D^B)'D^S \quad (2)$$

这表明,在平台给定总价格为 $p(p=p^B+p^S)$ 的情况下,使平台利润最大的价格必须满足的条件是价格变动引起的零售商平台两边交易量变动时相同。用 η^B 表示在垄断价格 p^B 处需求方的需求弹性, η^S 表示在垄断价格 p^S 处供给方的需求弹性,则

$$\eta^B=-p^B \frac{(D^B)'}{D^B}, \eta^S=-p^S \frac{(D^S)'}{D^S}$$

结合(1),得

$$p^B+p^S-c=\frac{p^B}{\eta^B}=\frac{p^S}{\eta^S}$$

记供求双方对平台商的总需求弹性为 $\eta=\eta^B+\eta^S$, 平台商对供应方和需求方制定的总价格与总需求弹性关系为

$$\frac{p-c}{p}=\frac{1}{\eta} \text{ 或 } p=\frac{\eta}{\eta-1}c \quad (3)$$

可以看出,垄断平台商对供应方和需求方制定的总价格与边际成本的差——边际利润与总价格的比率,与供应方和需求方对垄断平台商的总需求弹性成反比,称此为满足逆弹性法则。

最后,由(3)知,

$$p^B=\eta^B(p-c)=\eta^B \frac{p}{\eta}=\frac{\eta^B}{\eta-1}c,$$

$$p^S=\eta^S(p-c)=\eta^S \frac{p}{\eta}=\frac{\eta^S}{\eta-1}c$$

即

$$\frac{p^B}{\eta^B}=\frac{p^S}{\eta^S} \quad (4)$$

综上,我们可以得到如下结论:

结论1 垄断平台商利润最大化情形下,平台商向两边制定的总价格 p 与供应方和消费方对零售商的总需求弹性 η 成负相关关系。

(二)拉姆齐平台定价结构

由结论1知,平台商利润最大化下制定的价格结构满足逆弹性法则,即边际利润和价格的比率与需求弹性成反比。垄断平台商以高于社会最优的总价格来销售产品,对于弹性大的供应方或需求方制定较低的价格,对于弹性小的供应方或需求方制定较高的价格,从而降低市场竞争活力,不利于市场良性发展,更不利于社会福利的提升。为此,需要考虑社会福利最大化的价格结构,即拉姆齐定价。

需求方或供应方从每次交易所获得的净剩余为

$$Vk(pk)=\int_{p^k}^{\infty} D^k(t)kt, \text{ 其中 } k \in \{B, S\}. \quad (5)$$

事实上,从产业链的角度来看,供给方、需求方处于上下游的关系,平台商通过构筑平台将供应方和需求方联系起来,但从双边市场的视角来看,供应方和需求方都是平台商的需求方,平台商通过服务或产品的提供将供应方和需求方联系起来,因此,在交易净剩余的表达式(5)中,总剩余表示为供给方和需求方的服务需求的函数。

拉姆齐定价下的社会福利目标函数为

$$S=V^S(P^S)D^B(p^B)+V^B(p^B)D^S(p^S)$$

约束条件为 $p^B+p^S=c$, 其拉格朗日函数为

$$L(p^B, P^S, \lambda)=V^S(p^S)D^B(p^B)+V^B(p^B)D^S(p^S)-\lambda(p^B+p^S-c)$$

对上式求导,得

$$L_{p^B}=(D^B)'V^S+(V^B)'D^S-\lambda=0$$

$$L_{p^S}=(D^S)'V^B+(V^S)'D^B-\lambda=0$$

$$L'_{\lambda}=p^B+p^S-c=0$$

即

$$(D^B)'V^S-D^B D^S=(D^S)'V^B-D^S D^B \quad (6)$$

$$p^B+p^S-c=0 \quad (7)$$

结合 η^B 和 η^S 的定义知

$$\frac{p^B}{\eta^B} \frac{V^B}{D^B}=\frac{p^S}{\eta^S} \frac{V^S}{D^S} \quad (8)$$

对比垄断平台下的定价结构(3)和(4),可以发现,社会福利最大化的拉姆齐定价结构考虑到了单位交易量为供需双方带来的平均剩余。由此,可推出如下结论:

结论2 当平台商制定预算平衡下的社会福利最大化的拉姆齐定价结构时,供给方剩余和需求方剩余将作为价格结构的调节因子,平台商对平台两边制定的总价格等于平台完成一次交易的边际成本。

(三)竞争平台定价结构

假定市场有两家相互竞争的平台商 i 和 $j, i, j=1, 2, i \neq j$ 两家平台商同时为供需双方交易提供服务。需求方通过平台商 i 获得的收益用 b_i^B 表示,为方便起见,假定供应方通过平台商进行交易的收益相等,都为 b^S 。进一步,假定平台商向供给方和需求方收取的价格分别为 p_i^S 和 p_i^B 。

首先,分两种情况讨论需求方的需求函数。一方面,当供应方单归属时,需求方的需求函数为

$$D_i^B=D_i^B(p_i^B)=\Pr(b_i^B-p_i^B>0), i=1, 2$$

另一方面,当供应方多归属时,需求方的需求函数为

$$d_i^B(p_1^B, p_2^B)=\Pr(b_i^B-p_i^B>\max(0, b_j^B-p_j^B)), i, j=1, 2$$

从而有

$$d_i^B(p_1^B, p_2^B) \leq d_i^B \leq d_1^B(p_1^B, p_2^B)+d_2^B(p_1^B, p_2^B), i=1, 2$$

接下来,我们要求解平台商的交易量函数。不失一般性,我们假定 $p_1^s < p_2^s$, 此时,对具有收益 b^s 的供应方而言,有三种可能选择:不在任何平台商进行交易,只在平台 1 上进行交易以及在两个平台商同时进行交易。三种选择对应的收益分别为 $0, (b^s - p_1^s)D_1^B(p_1^B)$ 和 $(b^s - p_1^s)d_1^B(p_1^B, p_2^B) + (b^s - p_2^s)d_2^B(p_1^B, p_2^B)$ 。供应方选择多归属的前提条件是其多归属获得的收益要大于单归属的收益,由此计算得单归属与多归属的临界收益水平为

$$b_s > \frac{p_2^s d_2^B - p_1^s (D_1^B - d_1^B)}{d_2^B - (D_1^B - d_1^B)} = b_{12}$$

这表明,当 $b_s < p_1^s$ 时,供应方不参与任何平台交易;当 $p_1^s < b_s < b_{12}$ 时,供应方只在平台 1 上进行交易;当 $b_s < b_{12}$ 时,供应方参与两个平台同时进行交易。

同理,我们分情景讨论 $p_1^s > p_2^s$ 的情形,并计算供应方多归属的临界收益水平为

$$b_{12} = \frac{p_1^s d_1^B - p_2^s (D_2^B - d_2^B)}{d_1^B - (D_2^B - d_2^B)} = b_{12}$$

特别地,当 p_1^s 和 p_2^s 同时收敛于 p_s 时, b_{12} 和 b_{21} 均收敛于 p_s 。

由以上讨论知,供应方中有 $D^s(b_{12})$ 比例的供应方是多归属的,有 $D_s(p_1^s) - D^s(b_{12})$ 比例的供应方只在平台 1 上进行交易,则供需双方在平台 1 和平台 2 上的交易量分别为

$$Q_1 = d_1^B(p_1^B, p_2^B)D^s(b_{12}) + D_1^B(p_1^B)(D_s(p_1^s) - D^s(b_{12}))$$

和

$$Q_2 = d_2^B(p_1^B, p_2^B)D^s(b_{12})$$

当平台 1 和平台 2 相互竞争时,平台 1 的目标函数为

$$\pi = (p_1^B + p_1^s - c)Q_1$$

对上式关于 p_1^B 和 p_1^s 分别求导得

$$Q_1 + (p_1^B + p_1^s - c) \frac{\partial Q_1}{\partial p_1^B} = Q_1 + (p_1^B + p_1^s - c) \frac{\partial Q_1}{\partial p_1^s}$$

即

$$\frac{\partial Q_1}{\partial p_1^B} = \frac{\partial Q_1}{\partial p_1^s} = -\frac{Q_1}{p_1^B + p_1^s - c} \quad (9)$$

同理可讨论 $p_1^s > p_2^s$ 的情形,所以,当 $P^B = P_i^B, i=1,2$ 时,平台 1 的交易量为

$$Q_1 = \begin{cases} d^B(p^B)D^s(b_{12}) + D^B(p^B)(D^s(p_1^s) - D^s(b_{12})), & p_1^s < p_2^s \\ d^B(p^B)D^s(p_s), & p_1^s = p_2^s \\ d^B(p^B)D^s(b_{21}), & p_1^s > p_2^s \end{cases}$$

其中 $d^B(p^B) = d_i^B(p^B, p^B), D^B(p^B) = D_i^B(p^B)$ 。进一步,可计算 Q_1 在 $p_1^s = p_2^s = p^s$ 处的左右导数分别为

$$\left(\frac{\partial Q_1}{\partial p_1^s} \right)_+ = (D^s) \cdot D^B(p^B) + (D^s)'(d^B - D^B) \frac{\partial B_{12}}{\partial p_1^s}$$

$$= (D^s) \cdot D^B(p^B) - (D^s)'(d^B - D^B) \frac{D^B - d^B}{2d^B - D^B}$$

$$= (D^s)' \frac{(d^B)^2}{2d^B - D^B}$$

$$\left(\frac{\partial Q_1}{\partial p_1^s} \right)_- = d^B(D^s)' \frac{\partial b_{21}}{\partial p_1^s} = (D^s)' \frac{(d^B)^2}{2d^B - D^B}$$

这表明 Q_1 在 p_1^s 处可微且

$$\frac{\partial Q_1}{\partial p_1^s} = (D^s)' \frac{(d^B)^2}{2d^B - D^B}$$

注意到

$$\frac{\partial Q_1}{\partial p_1^B} = \frac{\partial d^B}{\partial p_1^B} D^s$$

将上述两式代入(9)得

$$\frac{\partial d^B}{\partial p_1^B} D^s = (D^s)' \frac{(d^B)^2}{2d^B - D^B} \quad (10)$$

为更清晰地研究竞争平台下的价格架构,我们再引入两个参数,一是客户集中度指标

$$\sigma_i = \frac{d_i^B + d_j^B - D_j^B}{d_i^B}, i, j = 1, 2, i \neq j$$

表示需求方对平台的偏好强度, $\sigma_i \in [0, 1], \sigma_i = 0$, 表示供应方面临的客户需求与其所在平台的属性无关,即 $d_i^B + d_j^B = D_j^B; \sigma_i = 1$ 表示供应方不与平台 i 合作时,将失去全部客户,即 $d_j^B = D_j^B$ 。特别地,当 $p^B = p_i^B, i=1, 2$ 时,

$$\sigma_i = \sigma_j = 2 - D^B/d^B = \sigma$$

第二个指标是存在平台竞争下需求方的需求弹性

$$\eta_0^B = -\frac{p^B \frac{\partial d^B}{\partial p^B}}{d^B}$$

由(9)和(10)以及上述两个新引入的参数,我们可以得到如下的结论:

结论 3 当存在平台竞争时,单个平台定价依然满足逆弹性法则,即

$$p^B + p^s - c = \frac{p^B}{\eta_0^B} = \frac{p^s}{\left(\frac{\eta_1^s}{\sigma} \right)}, \frac{p^B + p^s - c}{p^B + p^s} = \frac{1}{\eta_0^B + \frac{\eta_1^s}{\sigma}}$$

进一步,当 $\sigma \rightarrow 0$ 时, $p_1^B + p_1^s \rightarrow c$, 这表明随着平台竞争的加强,平台收费价格水平将趋近于社会福利最大化情形下的价格水平。

综上,垄断平台、竞争平台和拉姆齐定价下的平台价格水平分别为 $p_M = c + \frac{p^s}{\eta^s}, p_C = c + \sigma \frac{p^s}{\eta^s}$ 和 $P_L = 0$, 显

然, $p_M \geq p_C \geq p_L$ 。进一步,由 $p_C = c + \sigma \frac{p^s}{\eta^s}$ 知, $\partial p_C / \partial \sigma = \frac{p^s}{\eta^s} > 0$,

这表明在卖方价格不变的条件下,客户集中度越高,平台定价总水平越高,平台商就越有能力抬高价格总水平,反之亦然。

(四)公益平台价格结构

当平台是由协会成员共同所有的公益性协会组织时,平台对供需双方收取的价格由成员单位决定,而不是由平台决定。然而,当公益性协会组织中成员单位对供需双方的竞争较为激烈时,平台将在价格结构的制定中具有一定的主导权。

对单个公益性协会组织而言,公益性即非盈利性表示平台只负责制定接入价格(access charge),支出方与收入方的收入支出绝对额度相等,且等于接入价格,典型案例如美国的 Visa 和 Mastercard。对公益性协会组织会员单位而言,假定平台 i 的接入费为 a_i ,平台服务供需双方的成本分别为 c_s 和 c_b ,再假设由平台内成员间的相互竞争而支出的边际费用分别为 m_s 和 m_b ,基于此,可导出公益性协会组织对供需双方收取的均衡价格为

$$p_i^B = c^B - a_i + m^B, p_i^S = c^S + a_i + m^S$$

这表明平台向供需双方收取的总价格为

$$p_i^B + p_i^S = c + m \quad (11)$$

其中 $c = c^B + c^S$ 为总成本, $m = m^B + m^S$ 为总边际费用。

事实上,公益性协会组织间竞争的价格研究等同于竞争平台下的平台定价问题研究。因为,如对 Visa 和 Mastercard 两个公益性协会组织而言,任何商家均可选择不接入任何系统、接入其中的一个系统或同时接入两个系统中的任意一种方式。进一步,以 Visa 为例的收益目标函数为 $\pi = mQ_1$,从而可以得到:

结论 4 公益性协会组织竞争下的价格结构为

$$\frac{p^B}{\sigma \eta_0^B} = \frac{p^S}{\eta^S}$$

其中 $p^B + p^S = c + m$

这表明,与 Ramesy 价格结构下的定价相比,在公益性的协会组织架构下,即使供需双方充分竞争,即 $m \rightarrow 0$,虽然这时价格总水平是社会最优的,但公益性协会组织竞争下的价格结构并非福利最优价格结构,原因有二:一是公益性协会组织并未内化供需双方的交易剩余;二是公益性协会组织一方面会向供应方倾斜(价格结构中的 σ),另一方面也会从竞争对手方吸引需求方(价格结构中的 η_0^B),而供需双方的市场份额在 Ramesy 模型中并无影响。

三、银行理财通道业务市场无序,银信合作管制失灵

据殷剑峰、王增武(2013)中采用的方法估算,2013年9月末证券公司资产管理业务中通道业务规模为1.67万亿,潜在风险不同忽视。除银证合作的通道业务外,商业银行和信托公司、基金公司等机构也

有通道合作业务,以下分析重点通道业务的市场格局及与之对应的商业银行定价策略,首先来看通道业务的主要功能和具体形式。

(一)通道业务的三种功能和四种形式

总结来看,以银证合作为例的通道业务共有四种:一是 SOT 类(结构化信托计划)定向资产管理业务,接受委托人(自有资金、理财资金)的委托,投资于固定收益类信托产品或信托计划,信托计划投资于特定信贷项目,并在信贷资产到期后,将相关收益分配给委托人的券商定向资产管理业务。

二是票据类定向资产管理业务,接受委托人(自有资金、理财资金)的委托,投资于票据资产,在票据资产到期并由委托银行托收后,将相关收益分配给委托人的定向资产管理业务。

三是特定资产收益权类定向资产管理业务,接受出资方的委托,投资于特定项目收益权,项目收益权到期回购特定项目收益权后,证券公司将回购价款分配给委托人的定向资产管理业务。

四是委托贷款类定向资产管理业务,接受出资方的委托,作为定向资产管理业务的受托人进行委托贷款业务。在委托贷款业务中,证券公司作为受托人,运用定向资产管理计划的资金,委托商业银行向特定借款人发放贷款。贷款到期后,借款人向定向资产管理还款,证券公司将相关收益分配给委托人。图2展示四种模式的运作流程。

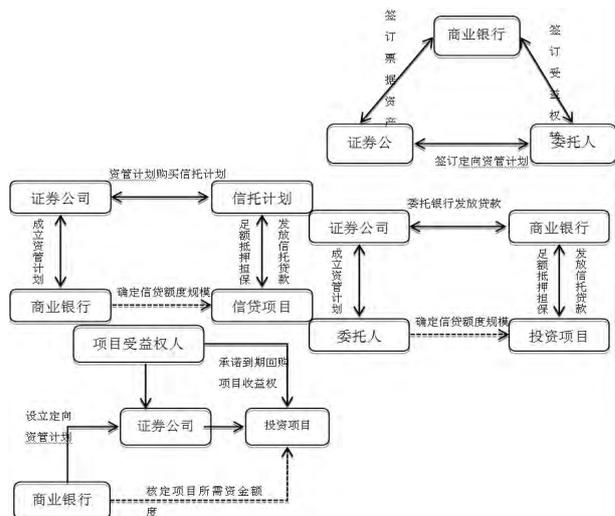


图2 商业银行与证券公司合作的四种主要类型通道业务流程图

注:从上到下,从左到右顺次为 SOT 类定向资产管理业务、票据类定向资产管理业务、特定收益权类定向资产管理业务和委托贷款类定向资产管理业务流程图。

总结来看,银行理财通道业务是为商业银行行使表外放贷、表内资产转向表外或委托贷款等变相信贷投放的机制与工具。事实上,将模式一中的证券公司去掉,模式二三四中的证券公司换成信托公司,就是典型的银信合作模式;将四种模式中的证券公司换成基金公司,模式一即是典型的银信、银基合作模式,模式二到四就是银基合作模式。

(二)资金成本视角下的通道成本核算

1、商业银行理财产品,标的不同成本不一。

自2005年,商业银行开展理财业务以来,与理财投资活动资本计提相关的规定有二:一是2006年发布的《银监会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》,明确商业银行发售理财产品应按照企业会计准则(2006)第23号“金融资产转移”及其他相关规定,对理财资金所投资的资产逐项进行认定,将不符合转移标准的理财资金所投资的资产纳入表内核算,并按照自有同类资产的会计核算制度进行管理,对资产方按相应的权重计算风险资产,计提必要的风险拨备。

二是2013年发布的《中国银监会关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》(简称“8号文”),要求商业银行应实现每个理财产品与所投资资产(标的物)的对应,做到每个产品单独管理、建账和核算,对达不到上述要求的非标准化债权资产¹投资,商业银行应比较自营贷款,按照《商业银行资本管理办法(试行)》要求,于2013年底前完成风险加权资产计量和资本计提。

事实上,二者分别是对商业银行表内理财(保本理财)和表外理财(非保本理财)投资方向资本计提的规定,其中表内理财产品投资方向的最低资本要求需满足《商业银行资本管理办法(试行)》相关规定:资本充足率调整后的资本与风险加权资产的比例不得低于8%,即

$$\text{资本充足率} = \frac{\text{总资本} - \text{对应资本扣减项}}{\text{风险加权资产}} \times 100\%$$

其中风险加权资产可以采用权重法或内部评级法计算。

以权重法为例,风险权重为零的理财投资方向有现金及现金等价物;对多边开发银行、国际清算银行和国际货币基金组织债权;对中央政府和央行的债权以及对政策性银行的债权等。此外,商业银行对其他

商业银行债权的风险权重为25%,其中原始期限三个月以内(含)债权的风险权重为20%,商业银行对其他金融机构债权的风险权重为100%。这表明,投资方向以现金及现金等价物和国债等固定收益类保本产品的资本损耗为零,对商业银行债权和非银行金融机构债权的资本损耗分别为0.2%(=25%×8%)和0.8%(=100%×8%)。鉴于“8号文”要求2013年底前完成对表外非标债权投资的风险权重计量和资本计提,2013年前默认表外理财产品的资本损耗为零。据巴曙松等(2013)考察48种保本固定理财和109种保本浮动理财产品的配置情况,估算其最低资本计提范围,以融资10000元为例,资本计提额度上限分别为480元和560元,即各自的资本损耗为4.8%和5.6%。

2、券商定向资管计划银证通道,最低风险准备金计提比例仅为0.2%。

为了建立以净资本为核心的风险控制指标体系,加强证券公司风险监管,督促证券公司加强内部控制、防范风险,中国证监会于2006年《证券公司风险控制指标管理办法》,要求证券公司净资本满足标准指标和预警指标,其中

$$\text{标准指标} = \frac{\text{净资本}}{\text{各项风险资本准备之和}} \geq 100\%$$

$$\text{预警指标} = \frac{\text{净资本}}{\text{各项风险资本准备之和}} \geq 120\%$$

在计算各项风险资本准备方面,2008年3月、2012年4月和2012年11月,证监会三次修订《证券公司风险控制指标管理办法》,对证券公司资本准备金计提标准进行下调,并进行分类调整,与资产管理业务相关的风险准备金计提标准详见表1。

表1 证券公司资产管理业务风险准备金计提标准

分类	专项资管计划	集合资管计划	限制特定资管计划	定向资管计划
连续三年A类	0.4%	0.4%	0.2%	0.2%
A	0.6%	0.6%	0.3%	0.3%
B	0.8%	0.8%	0.4%	0.4%
C	2.0%	2.0%	1.0%	1.0%
D	4.0%	4.0%	2.0%	2.0%

数据来源:证监会、中国社科院金融所财富管理研究中心。

实践中,商业银行与证券公司合作的虚拟平台是定向资产计划,也是商业银行与证券公司合作的通道,所以银证合作下的通道成本以定向资管计划的风

1 非标准化债权资产是指未在银行间市场及证券交易所市场交易的债权性资产,包括但不限于信贷资产、信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用证、应收账款、各类受(收)益权、带回购条款的股权性融资等。

险准备金计提比例为准,即最低为0.2%,最高为2.0%,均值为0.78%。

3、基础设施债权投资计划等银保通道,据评级结果确定认可资产折扣。

2008年,保险公司颁布《保险公司偿付能力管理规定》,要求保险公司应当具有与其风险和业务规模相适应的资本,确保偿付能力充足率²不低于100%,偿付能力充足率的数学表达式为

$$\text{偿付能力充足率} = \frac{\text{实际资本}}{\text{最低资本}} = \frac{\text{认可资产} - \text{认可负债}}{\text{最低资本}}$$

×100%

其中认可资产和认可负债表示保险公司偿付能力充足率同时约束资产端和负债端两头。2013年4月,中国保监会关于印发《保险公司偿付能力报告编报规则——问题解答第15号:信用风险评估方法和信用评级》等5项问题解答的通知,明确认可资产的认可条件及认可价值。

目前,银保合作多以商业银行代销保险产品为主,少有涉及通道业务,未来合作方向是保险公司作为投资顾问,以基础设施债权投资计划、信贷支持证券、证券公司专项资管计划、信托公司集合资金信托计划、非保本商业银行理财产品和保本商业银行理财产品为通道实现商业银行的表内资产出表、委托贷款或变相信贷投放等功能。作为银保合作的潜在通道,保险公司的资本损耗主要体现在认可资产的折扣率上,详见表2。

表2 与通道相关资产认可标准

资产类别	认可条件	认可价值	折扣率
基础设施投资计划	信用评级AA级以上(含AA)	100%	0%
	信用评级AA以下	95%	5%
信贷支持证券	信用评级为AAA级	100%	0%
	信用评级为AA级以上(含AA级)但低于AAA级	93%	7%
	信用评级为A级以上(含AA级)但低于AA级	85%	15%
证券公司专项资管计划、信托公司集合资金信托计划、非保本商业银行理财产品	信用评级为AAA级	95%	5%
	信用评级为AA级以上(含AA级)但低于AAA级	90%	10%
	信用评级为A级以上(含AA级)但低于AA级	80%	20%
	信用评级为A级以下或没有评级	非认可资产	
保本型商业银行产品	发行银行信用评级为AA级以上(含AA级)	100%	0%
	发行银行信用评级为AA级以下	90%	10%

数据来源:保监会、中国社会科学院金融所财富管理研究中心。

可以看出,AA级以上基础设施债权投资计划和AAA级信贷支持证券的资产折扣率均为零,即银保通过此类合作的通道成本为零。同理,AAA级证券公司专项资管计划、信托公司集合资金信托以及非保本商业银行理财产品的通道成本为5%,而信用评级AA级以上保本型商业银行理财产品的通道成本为零。这表明,对保险公司而言,为商业银行提供的高信用等级通道成本为0%或5%。

4、融资类的集合信托银信通道模式,最低成本也要0.8%。

基于2010年8月银监会发布的《信托公司净资本管理办法》和《关于规范银信合作业务有关事项的通知》(“72号文”)以及2010年11月银监会发布的《进一步规范银信理财合作业务的通知》,2011年1月银监会发布《信托公司净资本标准有关事项的通知》,对银信合作理财业务的风险计提做出明确规定:第一,评级结果三级及以下的信托公司风险资本计算系数采用标准系数,评级结果为1级和2级的信托公司风险资本计算系数在标准系数上下浮20%;第二,银信合作业务按集合资金信托业务计提风险资本;第三,融资类集合资金信托业务中,房地产融资信托的风险计提区间为1%到3%,下限和上限分别是公租房廉租房和其他房地产融资信托的风险计提标准,非房地产融资信托的风险计提为1.5%;第四,对商业银行未转入表内的银信合作信托贷款,各信托公司应当按照10.5%的比例计提风险资本;第五,明确规定“信托公司在开展银信合作理财业务中,……,不得开展通道类业务”,与银信合作相关的资本金提取标准见表3。

表3 信托公司投资类和融资类业务的资本金提取标准范围

业务类型	投资类业务		融资类业务	
	3级及以下	3级以上	3级及以下	3级以上
信托评级	3级及以下	3级以上	3级及以下	3级以上
单一信托	0.1%~0.8%	0.08%~0.064%	0.5%~1.0%	0.4%~0.8%
集合信托	0.2%~1.5%	0.16%~1.2%	1.0%~3.0%	0.8%~2.4%

数据来源:银监会、中国社科院金融所财富管理研究中心。

事实上,目前市场上的银信合作多以融资类的房地产信托为主,所以银信合作的风险计提,即资金成本视角下的通道成本可能取值是1%、1.5%和3%,均值为1.8%,极端情形的可能取值为10.5%。

5、专户理财和投资顾问两种银基通道形式,资金成本几乎为零。

² 保险公司的偿付能力充足率等同于商业银行的资本充足率。

为增强基金管理公司风险防范能力,促进公司稳定经营和发展,增强基金份额持有人信心,保护基金份额持有人利益,证监会于2006年发布《中国证监会关于基金管理公司提取风险准备金有关问题的通知》,受全球金融危机爆发影响,2008年发布关于修改《关于基金管理公司提取风险准备金有关问题的通知》的决定,旨在提高风险准备金的计提标准。2013年6月实施的《中华人民共和国证券投资基金法》也明确规定“公开募集基金的基金管理人应当从管理基金的报酬中计提风险准备金”。2008年修改的风险准备金计提标准是:每月从基金管理费收入中计提风险准备金,计提比例不低于基金管理费收入的10%,风险准备金余额达到基金资产净值的1%时可以不再提取。风险准备金使用后余额低于基金资产净值1%的,基金管理公司应当继续提取,直至达到基金资产净值的1%。

事实上,与非基金机构理财产品相比,基金承担更多的是投资功能,且基金公司的收入来自于管理费收入,由投资者承担主要风险,在收益和风险分担上等同商业银行的表外理财产品,也就是说,监管机构对基金公司资产管理并没有最低资本要求,即零资本损耗。

(三)数据验证与比较静态分析

据统计,2013年8月至2013年11月,商业银行理财产品市场共发售与非银行金融机构合作的产品数量387款,逾三个月产品发售总量的10%,募集资金规模达2243亿元人民币。分类来看,银信合作类产品占比最大,为66.5%强,如果将银信、银证与银信、银基的双合作模式统计在内,与信托相关合作的银行理财数量占比达86%,这是银监会2010年禁止银信合作的管制失灵表现之一,详见图3和图4。

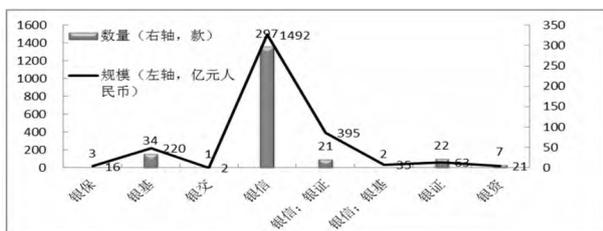


图3 不同类型合作模式产品的分类表现

数据来源:中国社会科学院金融所财富管理研究中心。

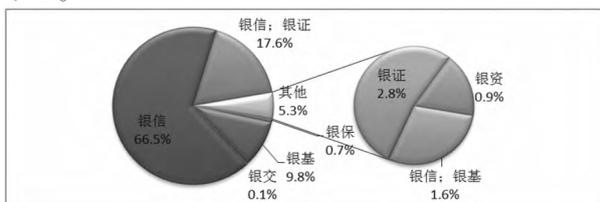


图4 不同类型合作模式产品的占比情况

数据来源:中国社会科学院金融所财富管理研究中心。

除银信、银信和银证、银信和银基、银证、银基五类主要合作模式外,代销保险产品是当前银保合作的主要模式,中国邮政储蓄银行与平安资产管理有限公司合作的7款银资产品都以定向资产管理计划投资协议存款为模式,交通银行与北京金融资产交易所合作的1款银交合作产品,主要投向是山煤国际能源集团股份有限公司的债权,有鉴于此,下面在进行数据验证时,我们仅以银信、银信和银证、银信与银基、银证和银基五类合作为样本。事实上,银证和银基在本质上是相同的,前者利用定向资产管理计划作为通道,后者利用专户理财为通道,银信、银证和银信、银基双合作模式是在银信合作的基础上再增加证券公司和基金公司作为投资顾问。

表4 通道溢价表

合作模式	数量 (款)	费率水平	最高成本	最低成本	众数成本	平均成本	通道溢价
银信	297	0.24%	10.50%	1.00%	0.10%	1.80%	0.14%
银基	34	0.12%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.12%
银证	22	0.28%	2.00%	0.20%	0.30%	0.78%	-0.02%
银信：银证	21	0.27%	12.50%	1.20%	0.10%	4.60%	0.17%
银信：银基	2	0.30%	10.50%	1.00%	0.10%	1.80%	0.20%

注:(1)众数成本表示目前市场中常用通道的成本;(2)通道溢价=费率水平-众数成本。

数据来源:中国社会科学院金融研究所财富管理研究中心。

如前所述,合作模式中与信托公司相关的通道业务占比86%强,即信托公司处于银行理财通道业务的垄断地位。事实上,虽然银监会明确规定银信合作为集合资金信托,但实务中信托公司多以单一资金的投资型信托资本计提标准为基础收取0.1%的信托报酬费,这也是银监会管制银信合作失灵的表现之二。同时,上述现象也表明基于证券公司和基金公司的加入,银行理财的通道业务处于竞争状态,这也是信托公司未采用结论1中的垄断定价结构而使用结论3中的竞争定价结构的主要原因。再者,证券公司在银信和银证的双合作模式中,通常收取0.2%的投资顾问费,这表明银证通道定价属于典型的拉姆齐定价结构,即价格等于成本,但实际中银证合作中证券公司为抢占市场份额,平均来看以低于成本价的方式进入市场进行竞争,通道溢价为-0.2%便是例证。最后,银基合作目前是以零成本与证券公司进行“通道”竞争。综上,银行理财市场中的通道业务属于竞争市场,其定价结构应遵循平台定价中的结论3,但在实际中,

又多以监管套利和管制失灵的价格结构呈现,这表明国内财富管理市场的通道业务亟需规范其竞争的生态环境。

2006年1月至2013年8月,商业银行共发售银信合作银行理财产品4409款,其中中国建设银行和中国邮政储蓄银行分别发售658款和164款,鉴于2013年以前银行理财尚未明确公布其费率结构,我们以二者的总费率水平为例来说明历年银信合作的情况,参见表5。

表5 中国建设银行和中国邮政储蓄银信合作产品年度费率表

年份	2008	2009	2010	2011	2012	2013
中国邮政储蓄银行	1.20%	0.80%	0.92%	0.79%	0.07%	0.07%
中国建设银行	—	—	0.18%	0.57%	0.80%	1.09%

数据来源:中国社会科学院金融研究所财富管理研究中心。

可以看出,中国邮政储蓄银行的费率水平逐年下降,这表明随着证券公司和基金公司相继加入通道业务,致使通道业务形成市场竞争,从而银信合作的费率水平越来越低,符合竞争市场的基本原理。与之相反,中国建设银行的费率水平逐年提高,其深层含义是随着竞争的加剧和监管趋严,通道业务拉长资金供给方和资金需求方的信用供给链条,从而推高通道业务成本。第二种现象也是商业银行开展债权直接融资工具和资产管理计划的动因所在。此举对通道业务的市场竞争将产生利好消息,促进通道业务的定价结构趋向 Ramesy 定价结构。

总之,通道业务目前处于竞争的市场格局。为此,在不考虑异质监管的情况下,都应采取结论3中的竞争平台价格结构,即

$$p^B + p^S - c = \frac{p^B}{\sigma \eta_0^B} = \frac{p^S}{\eta^S}$$

由前面的案例分析可以看出,通道业务的收费方是商业银行,将资产供给方设定为补贴方。为此,我们主要考察总价格与买方价格的关系,即

$$p - c = \frac{p^B}{\sigma \eta_0^B}$$

据统计,银证合作的最大(最小)通道费用水平 p^B 为 0.5%(0.1%),其成本 $c=0.3%$ 。要在竞争框架下确定向商业银行收取的价格水平及总价格水平,需确定商业银行的需求弹性以及通道业务的客户集中度。据调研,商业银行对通道业务的价格较为敏感,即使同一集团下属的通道业务,如果其定价水平过

高,商业银行将会选择集团外的机构作为通道业务的合作方,为此,我们假定商业银行的价格需求弹性 $\eta_0^B=10$,另外,由于目前市场中通道业务的客户集中度较低,所以我们假定通道业务的买方集中度为 $\sigma=0.2$ 。以 p^B 为自变量,以 0.05% 为步长,推导出的价格关系参见下图 5。进一步,假设通道买方价格为 $p^B=0.28%$,以买方集中度 σ 为自变量,0.05% 为步长,推导出的通道总价格参见下图 6。这表明,在非垄断市场下,作为平台的通道越多,通道需求方的商业银行选择性越高,即商业银行的集中度越低,资产供给方为应对通道服务激烈竞争而支付的费用越高。再次表明银监会管制银信合作是违背市场规律和理论基础的。此外,理论上也验证,商业银行开展债权直接融资计划和资产管理业务推动通道业务趋向良性竞争的发展方向是正确的。

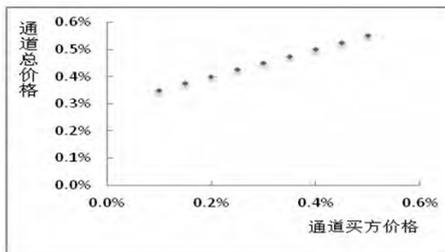


图5 通道买方价格与通道总价格的相关关系

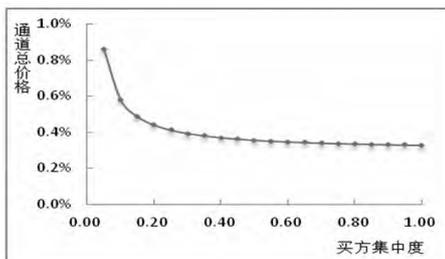


图6 通道总价格与买方集中度的相关关系

如前所述,银信合作的资金成本以单一信托为准,违背银信合作以集合信托作为统计基准的管制要求;自银信合作新规以来,银信合作产品数量并没有明显下降,在通道类产品中占比依然较高,这是银信合作管制失灵的表现之二。

四、商业银行的渠道垄断地位弱化,定价策略亟需优化

2012年前,国内财富管理市场的销售渠道中商业银行占据绝对优势。事实上,截至2011年底,国内商业银行共有20.09万家营业网点,而证券公司只有4557家营业部,基金公司和信托公司的分支机构更少。虽然保险公司拥有保险代理人335.7万人,但依然严重依赖商业银行的销售渠道。进入2012年第三

季度以来,非银行财富管理机构颁布一系列“新政”,其中部分“新政”旨在放宽非银行金融产品的投资渠道(参见表6),打破商业银行的渠道垄断地位,引入竞争机制,提高社会福利。

表6 财富管理市场中各类产品销售渠道变化

产品类型	传统渠道	新增渠道
银行理财	银行	证券公司
集合资金信托	银行、第三方销售、信托公司	保险公司、证券公司
券商集合资管计划	银行、证券公司	无变化
保险投资计划	保险、银行	证券公司
公募基金	银行、券商、基金直销	互联网电商平台、保险公司、期货公司

(一) 商业银行垄断销售渠道导致财富管理市场形成“武藏曲线”

2011年7月14日,人民日报的一篇报道《银行渠道费:赚得合理吗?》道出证券投资基金市场和保险市场受困商业银行渠道霸权的苦衷。国内基金销售体系以银行为主,证券公司为辅,兼顾基金公司直销和第三方基金代销的销售格局,其中银行销售渠道所占份额占一半以上,如以2009年约为2万亿美元的基金销售为例,商业银行渠道占比为60.8%,直销和券商渠道占比分别为30.5%和8.7%。

传统证券投资基金的销售渠道费用包括申购费、认购费、赎回费和托管费等,以偏股型产品为例,上述费种依次为1.5%、0.6%~1.2%、0.5%和0.25%,其中赎回费除25%的比例计入基金净资产外,剩余75%的赎回费几乎全部归银行所有。粗略估算,商业银行销售偏股型基金的最低收入约为2.79%,远远高于基金公司1.5%的管理费收入。除此之外的“客户维护费”霸王条款最令基金公司难以接受,即基金公司需要从管理费收入中提取一部分“进贡”给商业银行,费率机制采取“一事一议”制,少则20%,多则60%~65%。以下限为例估算,商业银行共得到收入3.09%,逾基金公司1.2%收入的1.6倍,收入差距不言自明。

保险产品尤其是寿险产品的销售收入格局也是如此,商业银行的渠道费用占保费收入低则50%以上,高则达到70%以上。以期缴产品为例,2011年之前,保险公司支付银行总行的渠道费用约占保费收入的8%~10%,给支行3%~5%,给网点2%~5%,总计保险公司需要向银行支付的保费约占其保费总收入的13%到20%之间。与基金公司需要缴纳“客户维护费”一样,保险公司也需要缴纳“员工培训费”等隐性费用。

3 “武藏曲线”由日本新力索尼中村研究所所长中村末广在2004年提出。根据该研究所对日本制造业的调查,发现制造业的业务流程中,组装、制造阶段的流程由较高的利润,而零件、材料以及销售、服务的利润反而较低。以利润高低为纵轴,以业务流程的横轴,将上述的调查结果绘成曲线,将可以得到一个“左右位低,中间位高”的曲线,此即称为“武藏曲线”。“微笑曲线”是宏基集团创始人施振荣在1992年为“再造宏基”而提出的,利润高低与业务流程的关系正好与“武藏曲线”相反。

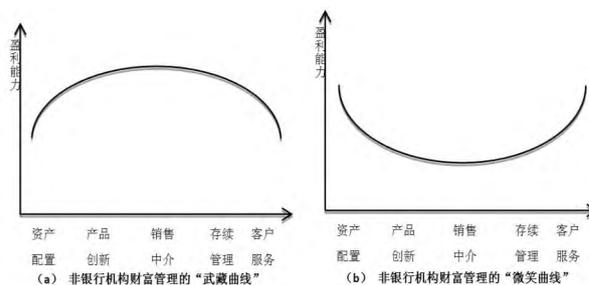


图7 非银行金融机构财富管理的“武藏曲线”和“微笑曲线”³⁾

综上,对非银行金融机构而言,其金融产品的价值创造或产业链呈典型的“武藏曲线”(图7(a))特征。以资产配置、产品创新、销售中介、存续管理和客户服务为节点划分金融产品的产业链,作为销售中介的盈利能力最大,严重影响产品研发主体基金公司和保险公司等机构的竞争活力,不仅侵蚀非银行机构的利润,也损害了投资者的利益,降低了社会福利。

(二) 商业银行渠道定价策略由垄断定价结构转向竞争定价结构

为将“武藏曲线”反转成“微笑曲线”,非银行金融机构在开展财富管理业务中相继通过拓宽物理渠道和电子渠道以及优化非银行机构的销售费率等手段弱化商业银行的渠道竞争力。下面,我们以证券投资基金的相关表现为例,来说明非银行金融机构的销售渠道日益由商业银行垄断的市场格局转向竞争格局,在一定程度上,这也将迫使商业银行的渠道定价策略应由原来结论1中的垄断定价结构转向结论3中的竞争性定价结构。事实上,如果国内政治和政策连续的话,《中华人民共和国证券投资基金法》的修订和证券投资基金协会的成立将会打造国内财富管理市场的公益平台竞争定价结构甚至拉姆齐定价结构。

物理渠道方面,截至2013年12月,共有305家机构获得证券投资基金销售许可,其中中资商业银行74家、外资商业银行10家、证券公司98家、基金公司89家和34家第三方销售机构,历年数据参见表7。2013年3月,证监会公布的《证券投资基金销售管理办法》允许期货公司进入基金销售领域,目前已有中信建投期货和国际期货获得基金销售牌照。2012年放开第三方基金代销机构和2013年允许外资银行加入基金销售行列,无疑给证券投资基金销售带来“鲶鱼效应”,尤其是前者。

表7 证券投资基金物理销售渠道情况表

时间	中资商业银行	外资商业银行	券商	直销	第三方
2001年	6	--	--	15	--
2002年	11	--	8	21	--
2003年	12	--	24	33	--
2004年	14	--	49	44	1
2005年	16	--	57	52	--
2006年	17	--	58	57	--
2007年	17	--	60	58	--
2008年	25	--	74	60	--
2009年	32	--	84	60	--
2010年	42	--	92	63	--
2011年	58	--	94	69	--
2012年	65	--	96	77	19
2013年	74	10	98	89	34

数据来源:证监会、中国社会科学院金融研究所财富管理研究中心。

电子渠道方面,2013年3月《证券投资基金销售管理办法》允许基金销售机构和基金销售相关机构通过互联网开展基金销售活动后,6月13日,由阿里巴巴和天弘基金合作的“余额宝”上线,其舒适的客户体验和高流动性推动天弘基金公司规模由2012年99.5亿元人民币飙升至2013年12月的1900亿元人民币,其中有超过1000亿的规模是由余额宝通过互联网渠道所销售。此后,基金公司前后推出“各种宝”,以拓展互联网金融时代下的电子销售渠道,详见表8。

表8 互联网平台与基金公司合作推出的“各种宝”

互联网公司	合作机构	产品
阿里巴巴	天弘	余额宝
腾讯财富通	华夏、易方达、广发、汇添富	财富宝等
百度	华夏	百发
京东商城	鹏华	--
苏宁云商	广发、汇添富	易付宝
东方财富	南方、华安、宝盈、长城	活期宝
新浪	汇添富、数米基金网	微财富

资料来源:21世纪经济报道(2013年12月23日)、公开资料、中国社会科学院金融研究所财富管理研究中心。

销售折扣方面,由表7可以看出,证监会辖下的基金销售机构数量远远超过代销基金的商业银行数量,虽然后者的网点数可能会超过“证券系”营业厅网点数。不仅如此,基金公司对“证券系”基金销售机构的销售费率折扣高于对商业银行的销售费率折扣(参见表9),此外,对第三方机构的费率折扣还要更高。

表9 证券投资基金的销售费率折扣

渠道	商业银行	直销	证券公司
平均值	5.93	4.97	4.56
最大值	4.40	4.05	4.03

数据来源:WIND、中国社会科学院金融研究所财富管理研究中心。

在基金公司渠道拓展和费率优惠的双重压力下,商业银行的渠道垄断优势逐渐退却,这主要表现在两个方面:一是商业银行的销售份额逐年下降(表10),由2009年的60.84%骤降到2012年的41%;二是商业银行代销基金的利润也呈下降态势(表11),以数据可得招商银行为例,2011年销售亿元基金的收入为0.0082亿元,2012年该数值下降为0.0033亿元,招商银行对此给出的解释理由是“受资本市场波动影响,客户对基金产品需求结构有所变化,基金收入中贡献较低的固定收益类基金销量同比大幅上升,贡献较高的权益类基金销量同比有所下降”。即便如此,2013年半年报中给出的数据显示,单位基金销售收入较2011年下降约达50%或许能说明证券投资基金销售渠道竞争日趋激烈,商业银行的垄断地位优势渐损。

表10 证券投资基金销售份额比例变化

时间	银行	直销	券商	第三方
2009年	60.84%	30.48%	8.69%	0.00%
2010年	58.07%	34.58%	7.36%	0.00%
2011年	54.50%	28.90%	30.50%	5.90%
2012年	41.00%	42.00%	14.00%	4.00%

数据来源:21世纪经济报道(2013年12月23日)中国社会科学院金融研究所财富管理研究中心。

表11 招商银行基金和保险代销规模及收入情况

单位:亿元人民币

时间	代销基金规模	收入基金收入	单位基金销售收入	代销保险规模	代销保险收入	单位保险销售收入
2011年12月	1434.21	11.80	0.0082	397.18	10.32	0.0260
2012年12月	3415.00	11.41	0.0033	443.00	14.21	0.0321
2013年6月	1707.00	7.83	0.0046	306.00	10.09	0.0330

数据来源:招商银行年报、中国社会科学院金融研究所财富管理研究中心。

如前所述,证券投资基金通过拓展销售渠道和提高非银行金融机构的销售费率折扣削弱商业银行作为基金销售渠道的垄断优势,由其销售份额逐年下降和单位基金销售收入也呈下降态势可见一斑,这表明目前证券投资基金的销售渠道已呈良性竞争格局,作为证券投资基金的主要销售渠道商业银行,其定价策略需由结论1中的垄断性定价结构转向结论3中的竞争性定价结构,在合理确定供需双方需求弹性及当前市场中客户集中度的基础上,运用结

论3中的定价公式随市场竞争环境变化制定买卖双边市场的最优定价结构。事实上,《中华人民共和国证券投资基金法》明确本法适用《中华人民共和国信托法》以及中国证券投资基金业协会的英文名为“Asset Management Association of China”二者表明基金公司或证监会旨在打造财富管理市场或资产管理市场的拉姆齐定价(结论2)或公益平台定价结构(结论4)。

此外,信托公司的销售渠道——财富管理中心建设架构已完成搭建,证券公司正在建设专属的电商销售渠道,保险公司也在建立专属的电话营销渠道,但其效果并不明显,商业银行垄断其销售渠道的实力并未弱化,再以招商银行为例(表11),其单位保险代销收入连续三年呈上升态势,但其边缘增长乏力,这表明商业银行在作为信托产品、保险产品和证券公司产品的销售渠道时,依然具有垄断优势,可以采取结论2中的垄断定价策略,随着渠道竞争的加强,其定价策略势必由垄断性定价结构转向竞争性定价结构。

五、平台经济在财富管理中的应用讨论——私人银行业务

从理论上来看,私人银行业务具备双边市场的典型特征,一边是有服务需求的私人银行客户,另一边是向私人银行客户提供服务的供给方,而且供需双方均具有很强的网络外部性。鉴于私人银行业务的产品开放性和客户开放性,从实际操作层面来看,私人银行业务也是典型的双边市场业务。私人银行的双边市场特质将拓展私人银行的第三种盈利模式——平台收费,即通过打造私人银行平台并制定合理的定价策略,从而实现私人银行由传统的手续费和管理费盈利模式向平台盈利模式转变。

(一)传统私人银行盈利模式并未考虑技术进步因素

李兴智、王延明(2010)总结全球私人银行业务的两种盈利模式:一是手续费型模式,如北美模式的产品销售佣金收入;二是管理费型模式,建立长期的客户关系,通过全面的财务规划,收取管理费收入,如西欧模式。两种主要盈利模式在文化背景、客户特征、产品供给、收费方式、经营策略和经营效果方面都存在较大差异,详见表12。

表12 手续费型与管理费型盈利模式的比较

分类	手续费型模式	管理费型模式
文化背景	根植于北美鲜明的淘金文化、冒险文化中,普遍的财富增值需求使北美私人银行业选择了侧重于投资交易的手续费模式	根植于西欧浓厚的贵族文化传统中,兼顾金融投资与生活管理的综合解决方案使管理费模式成为最佳选择
客户特征	私人银行客户大多属于“创富型”,委托私人银行助其财富升值是主要目标。适合资产规模较小的客户	私人银行客户大多属于“传富型”,客户更关心财富的保值与稳定。适合资产规模1000万美元以上的客户
产品供给	关注于投资产品,围绕金融市场设计投资产品或提供相关服务,产品风险较大	关注提供优质的服务、产品和服务范围非常广泛,客户收益随市场变化的波动较小
收费方式	按交易次数逐次收取费用,属于“批次性”收费。频繁的人为交易,客户经理的服务品质不易保持,资源容易集中于20%贡献度较高的客户	以客户账户内的资产规模为收费基础,属于“累进式”收费。规律性的资产组合调整,客户经理按计划检查客户的投资组合,使客户可以得到长期的高品质服务。
经营策略	产品导向,以投资管理为主要盈利来源,属于投资产品驱动型。销售业绩压力容易诱发客户经理的短期行为。	客户导向。注重服务甚于投资,属于咨询服务驱动型。客户利益至上是企业长期经营的目标。
经营效果	无投资门槛约束,客户对产品有选择空间。但对客户资产价值波动较大,资金周转率与客户流失率较高,客户经理在实现企业利润目标时容易忽略客户利益。	无论是对客户或对客户经理都是稳定且长期的收入,转介客户较多。但对喜欢高度参与投资活动或追求高收益的客户,这种模式吸引力较低。

事实上,在总结上述盈利模式中忽略了技术进步这一重要因素,因为在如今的互联网金融时代下,“金融需求产品化、金融产品交易化、金融交易平台化、金融平台电商化”已成为共识,传统的业务模式和盈利模式固然不可缺少,新兴业态将是国内私人银行探寻新的业务模式和新的盈利模式的源泉所在。

(二)打造私人银行垄断平台的定价策略路径选择

基于第二部分的讨论可知,从盈利的角度而言,垄断平台的利润大于竞争平台的利润,竞争平台的利润大于拉姆齐平台的利润,公益平台利润同样介于拉姆齐平台和竞争平台之间。理论上可以分四步打造私人银行垄断平台。

第一步,分析现有私人银行双边市场的供需双方格局和总体市场竞争格局,确定初期的定价结构,以补贴定价方式进入市场,做大做强单边或双边客户市场。

第二步,以拉姆齐定价结构为基准,采用合理的补贴方式向产品供应方大量购买私人银行客户需要的产品,推高私人银行平台的跨边网络效应⁴,通过归集私人银行客户而提高私人银行客户集中度,由拉姆齐定价结构逐步转向竞争平台定价结构。

第三步,在私人银行客户度日趋集中的情况下,私人银行对产品供应方的谈判能力,实现私人银行客户跨边网络效应和同边网络效应⁵的良性互动,完全采用竞争性平台定价结构,有时甚至可以倒逼产品供

4 一边用户规模的增长将提高另一边用户使用该平台得到的效用。如以报纸发行为例,发行量越大即读者群越大,对广告商的广告投放效用。

5 一边用户规模的增长将提高同一边用户内的其他使用者所得到的效用。如以使用即时通讯工具QQ为例,两个同时使用QQ的用户可以通过QQ进行沟通交流,QQ的使用者越多,QQ用户通过QQ进行沟通交流的范围越大,即得到的效用越大。

应方低价向私人银行平台供应产品,进一步提高私人银行客户集中度。

第四步,待客户集中度接近垄断市场格局时,与产品供应方签署排他性策略,切断竞争对手产品供应渠道来源,实现“高跨边网络效应、高同边网络效应、高转换成本”三步走的“赢家通吃”市场垄断战略目标。此时,私人银行平台定价结构将由竞争性定价结构转向垄断定价结构。

在上述四步私人银行垄断平台中,商业银行应根据其发展的阶段不同,采用结论1到结论3中的相应定价策略,根据自身的实际情况合理设置参数,并进行实证模拟,从而确定私人银行平台双边市场的最优定价结构。

(三)私人银行平台的补贴模式设置和盈利模式选择

在打造盈利性的垄断私人银行平台过程中,为实现高度的客户集中,需要合理设置补贴模式,主要参考因素是价格需求弹性、边际成本支出、同边网络效应、多归属可能性和现金集聚方便度,合理设置“被补贴方”和“付费方”,参见表13。鉴于客户资源的稀缺性,目前私人银行业务中的“被补贴方”和“付费方”分别是私人银行客户和产品供应方。

表13 补贴模式设置的考虑因素

因素	被补贴方	付费方
价格弹性反应	高	低
边际成本支出	低	高
同边网络效应	正向	负向
多归属可能性	高	低
现金集聚方便度	困难	容易

合理确定“被补贴方”和“付费方”是私人银行平台确定盈利模式的关键环节。目前,市场中的平台盈利模式可总结为四种(陈威如、余卓炫(2013)):其一,增值服务模式。以世纪佳缘网为例,男女双方均可浏览对方的基本信息,如果一方想联系对方,将需要支付费用,即收费方是男女双方中的部分有增值需求的客户。

其二,单向服务费和增值服务模式。以前程无忧网为例,需要发布招聘信息的企业自然称为付费方。除此之外,如果部分求职者需要了解那些企业浏览个人信息,也需要付费,即全部企业和部分求职者是前程无忧网的收费方。

其三,隐性单向服务费。以Groupon为例,双向满足消费者和商家的需求,为消费者提供高度折扣,为商家提供精准的营销价值。在线交易成功后,物流和人流体验发生于线下,显然,商家是“付费方”(高度折扣外加交易佣金提成),但消费者必须先由线上下单,Groupon在取得分成后,再支付给商家,即表面上看消费者是付费方,实际上的付费方

则是商家。

其四,共赢单向服务费。以信用卡为例,商家将费率拆分给收单银行、发卡银行和信用卡组织三方团体,其中又以发卡行赚取的比例最多。如前所述,央行规定每笔刷卡的手续费发卡行、收单行和银联按7:2:1进行分成。

前述四种盈利模式的流程图参见下图8。商业银行在开展私人银行平台业务过程中,可据双边客户的竞争格局和需求格局设置关键的收费点,在结论1到结论3中选择最优定价策略以实现私人银行盈利模式的转型。

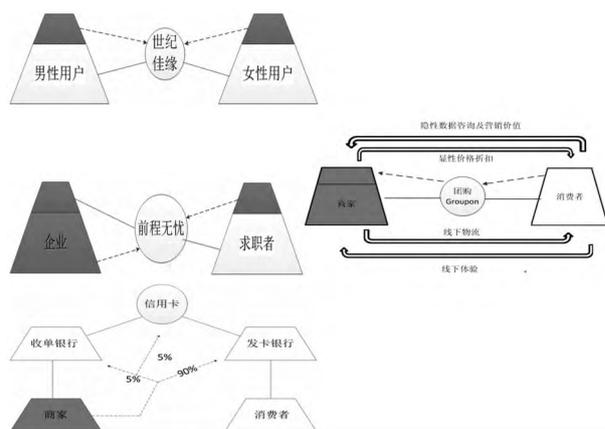


图8 平台业务的四种典型盈利模式

注:图中虚线代表资金流动方向,黑色部分表示付费方。

(四)社会福利最大化下的私人银行平台定价策略探讨

从社会福利的角度而言,拉姆齐平台优于竞争平台,竞争平台优于垄断平台,公益平台介于拉姆齐平台和竞争平台之间。在私人银行开展平台业务之初且无利润考核压力的情形下,私人银行可以采用拉姆齐定价结构,在开展业务过程中采用更多的是竞争性定价策略,现实中实现垄断定价的可能性较小。为能满足利润考核压力且实现社会福利的最大化,公益平台定价结构是未来私人银行发展平台战略的最优选择。

2011年9月20日,中国银行业私人银行联席会议在北京成立,旨在为各家银行搭建了数据共享、相互学习、合作创新、良性竞争、共同发展的平台,更有助于私人银行从业者共同研究私人银行的服务规范、业务发展方向,推动私人银行业务的经营价值与服务价值的进一步提升。除此之外,联席会议将定期和不定期召开,积极推动业内合作发展,研究制定行业标准,促进服务创新,提出政策建议,强化投资者教育与合规销售,建立与媒体、商业评论机构的交流机制。

践行社会责任的首要任务就是提高社会福利。在未来开展私人银行平台战略的进程中,作为公益组织的

银行业联席会议,可以尝试建立类似于银联的“财联”,即私人银行客户不仅可以购买其所在银行发售的私人银行产品,而且还可以购买私人银行联席会议成员单位发售的私人银行产品,以公益平台定价结构为基础,制定类似于信用卡的共赢单向服务费模式——将其中的商家和收单行合并为产品销售行、发卡行替换为资金转出行以及将信用卡组织替换为“财联”组织等,通过“财联”进行清算,从而实现社会福利的相对最大化。

进一步,为引入“财联”间的竞争机制,可允许2013年6月28日成立的上海财富管理机构联席会议或未来的其他类似组织组建“财联”,此时,两家“财联”可据结论4中的定价结构制定价格,如同Visa和Mastercard之间的竞争定价策略。

六、结语

本文试图以商业银行为中心从双边市场下平台经济的视角研究国内财富管理市场通道渠道的竞争状态和定价策略。主要研究思路是首先利用市场的实际数据表现验证通道业务和渠道业务市场格局处于垄断状态、竞争状态以及拉姆齐和公益平台中的何种状态,然后再根据确定的市场格局进行理论上的数值模式,最后根据实际数据表现和数值模拟结果得出相关结论和策略建议,其中尤为重要是给出商业银行通道业务、渠道业务和私人银行业务在不同市场环境定价策略选择的理论基础。

作为回应,我们对引言提出的问题逐一予以回答。从数量和价格表现来看,银行理财的通道业务总体处于竞争状态,但存在结构性的差异,如信托公司是以违背监管的方式进行恶性竞争,证券公司以拉姆齐定价结构参与通道业务的市场竞争,而基于监管套利的基金公司则以零通道成本进行竞争。由实证结果表现可以看出,银监会“禁止合作”是错误的,而推动债权性直接融资工具是正确的。因为前者弱化通道业务的市场竞争格局,提高了监管成本,后者的加入将提高通道业务的竞争活力。此外,银信合作产品监管前后数量及其占比并无明显下降以及银信合作通道成本以单一资金信托为计算基准均表明银监会对银信合作监管是失灵的。

渠道平台方面,证券投资投机的销售渠道由商业银行的垄断性市场格局转向以商业银行为主,基金、券商和第三方为辅的竞争性市场格局。基于此,商业银行的定价策略也应由垄断性定价结构转向竞争性定价结构,数值模拟的理论基础参见结论1和结论3。对其他非银行金融机构而言,商业银行的渠道垄断优势依然存在,所以,短期内商业银行依然可以采用垄断定价策略,长远看应考虑采用竞争的定价策略以保持其市场领先地位。

国内私人银行业务盈利模式的转型契机是打造基于产品开放和客户开放的双边市场平台战略。以商业银行为中心的盈利导向性定价策略路径是:初期以高价补贴方式进入市场,中期以拉姆齐定价策略占领市场,后期以竞争性定价策略维护市场,最后以垄断性定价策略主导市场。以现有的私人银行专业委员会和财富管理联盟为基础,建立类似银联平台的公益性“财联”平台,制定合理的拉姆齐定价策略和公益平台定价策略,这是提高社会福利的定价策略路径选择。

作为平台经济学在财富管理市场中的首次应用,本文的研究思路将为财富管理市场竞争生态问题研究、财富管市场风险感染传染问题研究以及互联网财富管理市场接入定价问题研究提供有价值的探索,这也是我们后续研究的重要方向。

参考文献:

- [1]黄纯纯.网络产业组织理论的历史、发展和局限[J].经济研究,2011(4).
- [2]李兴智,王延明.私人银行的盈利模式研究:手续费型和管理费型[J].国际金融研究,2010(4).
- [3]李允尧,刘海运,黄少坚.平台经济理论研究动态[J].经济学动态,2013(7).
- [4]石奇,孔群喜.接入定价、渠道竞争与规制失败[J].经济研究,2009(9).
- [5]徐晋,张祥建.平台经济学初探[J].中国工业经济,2006(5).
- [6]阎庆民.国内影子银行业务与影子银行关系研究[J].新金融评论,2013(5).
- [7]殷剑峰.中国理财产品市场发展及评价(2004-2009)[M].中国财政经济出版社,2010.
- [8]殷剑峰,王增武.中国理财产品市场发展及评价(2010-2012)——影子银行与银行的影子[M].社会科学文献出版社,2013.
- [9]Armstrong, M. Competition in Two-sided Markets, RAND Journal of Economics, 2006, 37(3), 668-691.
- [10]Rochet, J. and Tirole, J. Platform Competition in Two-sided Markets, Journal of the European Economic Association, 2003, 1(2), 990-1029.
- [11]Rysman, Mac. The Economics of Two-sided Market, Journal of Economic Perspective, 23, 125-143.
- [12]Rascha, A. and Wenzel, T. Piracy in a Two-sided Software Market, Journal of Economic Behavior & Organization, 2013(88):78-89.
- [13]Stahl, D. Bertrand Competition for Inputs and Walrasian Outcomes, American Economic Review, 1988 (78):189-201.

(责任编辑:姜天鹰)