

MOM 模式海外发展经验回顾与展望

【编者按】伴随着 2018 年以来资管新规的推行，超百万亿规模的资产管理行业加速调整，众多机构开始尝试以“多元管理、多元资产、多元风格”为主要特征的 MOM 模式开展业务。2019 年 12 月，中国证监会发布《证券期货经营机构管理人中管理人(MOM)产品指引(试行)》(以下简称《MOM 产品指引》)，从定义、运作模式、参与主体主要职责及资质要求、投资运作、内部控制及风险管理、法律责任等方面规范 MOM 模式。本文对照 MOM 模式海外发展历程，从模式定义、投资框架和管理人筛选等角度介绍 MOM 模式投资实践，最后尝试分析 MOM 模式海外发展动因，并对其国内发展前景进行展望，供各界专家和会员机构参考。

一、MOM模式海外发展简介

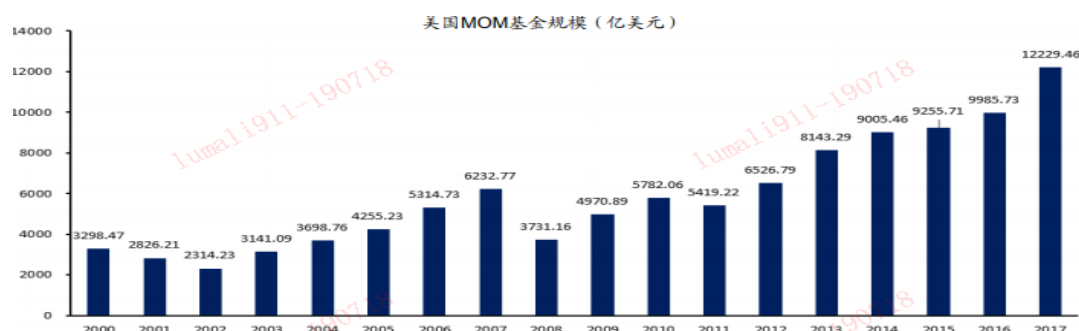
MOM模式(Manager of Managers, 管理人的管理人基金)，具有“多元管理、多元资产、多元风格”的特征，是海外比较成熟的资产管理模式。

1969年，罗素夫妇在美国开创投资管理人研究先河，首推年金投资策略咨询服务。11年后，美国罗素资产管理公司(Russell Investments)于1980年发行了第一支多元管理人(MOM)产品。到1995年，MOM产品开始覆盖多资产类别，进军PE股权投资和房地产等另类投资业务。从海外发展经验来看，MOM模式问世50余年来，发展非常迅速。美国罗素公

司目前所管理的资产规模已经超过2910亿美元（截至2019年3月31日），咨询资产规模超过2.4万亿美元（截至2018年底）。

根据Lipper的统计数据，MOM基金市场规模从2000年底的3298亿美元快速增长至2017年底的12229亿美元，在欧美主流市场资产管理规模占有一席之地。市场上发行MOM产品的普遍为富达、罗素、贝莱德等大公司。

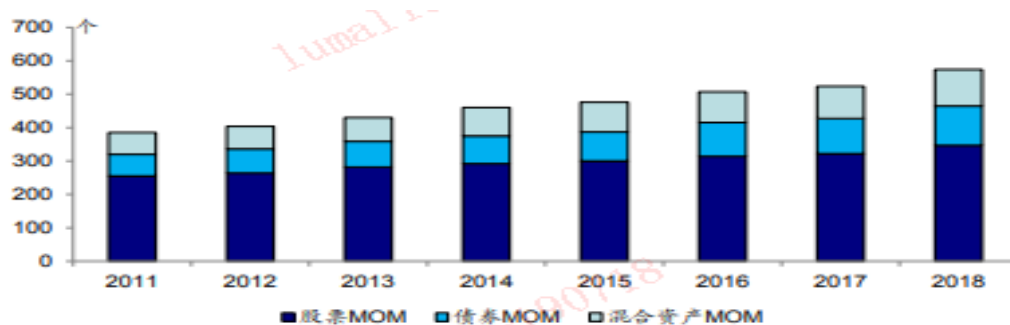
图一：美国MOM基金规模统计



数据来源：Lipper，海通证券

从资产及策略类别看，股票型MOM产品数量占绝对优势，混合型和债券型MOM产品数量相当。

图二：美国MOM基金产品资产类别统计



数据来源：Lipper，海通证券

二、MOM模式分析

（一）MOM模式

MOM模式是以“多元管理、多元资产、多元风格”为主要特征，通过挑选优秀的管理人、资产配置及组合动态管理，以实现长期稳定投资收益为目标的投资管理模式。

MOM投资管理模式的投资策略，主要基于对客户资金的要求、资本市场的研究、市场收益来源的分析，构建符合设定投资目标、收益来源风险因子适度分散、风格互补的投资管理人组合。根据客户需求及资本市场环境设定收益与风险目标，明确投资限制。然后根据设定投资目标定位收益来源，确定组合对市场收益来源的覆盖，确保风险因子相对分散。

MOM模式的经营理念是寻找市场上最优秀的投资管理人，通过组合构建及动态管理，创造持续稳定的收益，值得注意的是，MOM模式并不仅仅是将最优秀的投资管理人放在一起。资本市场研究、投资管理人研究及动态组合构建和管理环环相扣，构成了MOM模式投资管理流程的三大核心环节。

针对MOM组合构建的目标要求，通过管理人研究团队的研究成果，即来自不同机构、不同资产类别、不同投资风格的投资管理人库，选择风格鲜明、稳定、可持续的投资管理人，形成投资管理人组合。由于不同投资风格的投资管理人的投资收益回报模式存在比较大差异、各自覆盖的市场收益来源不同，MOM的投资管理人组合可以达到市场收益来源覆盖的相对完整性、市场波动的平滑性和投资收益的稳定性。

（二）MOM模式投资框架

以美国罗素为例，其投资框架主要采用的是一种开放式架构（open architecture），即能够遵照投资者利益最大

化的原则，不断在业务范围、业务重点、展业地区等方面进行改进、创新、拓展等动态调整的框架。引用罗素投资全球首席投资官、亚太区首席执行官Pete Gunning的表述，开放式架构效用最大化的六大原则是：

一、永远与投资者保持目标一致，深入了解投资者的目标和现状，根据其目标制定投资计划并构建适当的投资组合，充分实现投资者利益最大化。

二、智慧地分散投资，罗素采用全球化视角，从长期着眼，充分实现投资地区、资产类别和管理人等方面的多元化，能够在取得目标收益的同时分散风险。

三、注重长期收益，考虑价值、增长、质量、规模、波动性、信誉、回报率、期限、货币种类、商品期货、ESG等多种因素，将主动管理人能力和定位策略相结合，创造最佳的多资产投资组合。

四、寻找最佳投资管理，罗素筛选管理人的范围囊括几乎所有的全球领先机构。优秀的管理人需要满足4P（people, process, portfolio, performance）原则，即优秀的人才储备、高效的投资流程、满足预期的投资组合以及优异的投资回报。

五、不断适应市场变化，通过动态调整管理人、投资因子、产业类型、投资地区、货币种类等应对市场的变化，利用风险评估、压力测试、市场敏感度分析和回测等方式随时衡量风险。

六、创造执行优势，打造一支高水平的组合管理团队和执行交易体系，提升效率，减少成本，为客户提供优质服务。

（三）MOM 管理人研究

优秀投资业绩的取得有投资经理突出的个人能力、良好的宏观金融环境等必然因素，也可能有运气等偶然因素。以美国罗素MOM管理人研究方法为例，研究过程是聚焦投资业绩实现的过程，而非投资业绩本身。具体目标是：甄选出有能力赢在未来，而非仅仅拥有辉煌历史投资业绩的投资管理人。MOM模式的管理人研究主要以定量和定性相结合，通过对于管理人持仓数据的定量分析，多轮管理人当面访谈，对管理人的投资能力和非投资能力进行深度研究，尝试发现市场上优秀投资能力。

主要流程如下：

- （1）运用公开数据综合衡量和初筛投资管理人；
- （2）通过访谈，了解投资管理人的投资理念和策略；
- （3）通过获取一定频率的持仓数据，对持仓数据进行定量分析，结合访谈内容对比验证投资管理人的投资风格，分析其获取超额收益的来源，并验证该投资管理人是否知行合一；
- （4）结合上述定量与定性研究，综合评估其投资能力的稳定性、持续性；
- （5）非投资能力部分的考察：投资管理人的股权结构、投资决策流程、内控制度、交易及运营风险、合规风险等也是应给予重点考察的方面。

三、MOM模式海外发展动因浅析

（一）养老金为代表的低风险偏好中长期资金为 MOM 模式发展提供资金基础

七十年代：根据美国《雇员退休收入保障法》的要求，企业年金需进行专业的投资操作，包括委托外部资产管理公司进行投资，并保持资产全部投资于市场中，给予了MOM模式孕育的土壤；

八十年代：罗素率先定义了“价值”、“成长”等投资风格的内涵，首创MOM产品，并通过整合不同投资风格为MOM投资组合增加价值；

九十年代：美国推出401K计划和DC计划，养老基金相继入市，此类机构资金的风险偏好较低，而MOM模式一定程度能够平滑风险，提升收益/风险比，与上述机构投资者风险偏好接近，因而颇受欢迎。现在，MOM模式已经受到机构客户的广泛认可，主要客户群体包括大型企业年金、养老基金、慈善基金以及保险资金等机构投资者。

（二）没有任何投资经理能够穿越所有市场周期

单一投资经理难以战胜市场周期，长期跑赢市场的投资经理凤毛麟角，且存在一定的运气成分。而MOM的优势在于通过多策略投资来分散单一策略的风险，在每个子策略里选择优秀的投资经理来运作。MOM具有“多元管理、多元资产、多元风格”的特点，可以有效平滑波动，避免极端风险。经历过1998年、2008年金融危机后，投资者对于市场波动性的重视程度大幅提升，MOM对投资分散化的强调和稳定的业绩表现吸引了更多的注意，MOM在数次市场周期和市场波动发生后，规模迎来了比较大的增长。

四、MOM模式国内发展展望

从海外发展经验来看，MOM模式问世50余年来，发展非

常迅速，目前已成为欧美主流的资产管理模式，在美国资产管理规模中占有一席之地。

MOM投资模型在欧美市场兴起的基石归功于MOM多元管理人投资理念能带来长期稳定、高于平均水平的投资回报。随着中国资本市场的逐渐成熟化，资管新规逐步推行，机构投资者占比缓步提升，各家金融机构迈入大资管时代，资产管理行业目前存在的信息不平衡、资源不平衡、竞争不平衡等问题存在着强烈的改善性需求。

MOM模式能够有效对接以上需求，优化资本市场参与者结构，鼓励科学的长期价值投资方法，对资本市场发展、机构投资者资产负债管理、普通投资者追求长期稳健收益都有利，在投资层面实现科学精细化分工，最大化提高大资管行业整体运作效率。

我们相信，伴随着《MOM产品指引》的推出，国内投资者与投资管理人对于MOM模式的理解程度将逐步加深，MOM模式即将迎来高速发展阶段，同样可以预期MOM模式管理规模也会占据中国资产管理行业的一席之地。

当然，随着金融科技在资产管理行业应用率的逐步提升，经过金融科技赋能的MOM资管模式未来将是专业MOM投资机构重点攻坚的方向，通过致力于提升MOM管理半径和管理效率，为更多投资人提供市场最优秀的投资管理能力、最稳定的资产配置能力、最优化的风险调整后收益。

注释：

[1] 海通证券，“海量”专题（117）——美国 MOM 数据分析

[2] 中国基金业协会举办第九十四期专家讲坛暨首场 MOM/FOF 系列讲坛——多管理人组合的投资执行、动态调整和风险管理, 会议纪要

[3] 海通证券引用 Lipper 理柏数据

（本文由中国证券投资基金业协会资产管理业务专业委员会委员单位平安基金管理有限公司撰写，协会资管产品部陈艺成校稿。）