

美国工具化产品发展趋势(下)

□海通证券研究所金融产品研究中心

养老目标基金提到子基金必须“风格清晰”，而我们也观察到与基准相关性稳定的产品的机构投资者占比又高于与基准偏离度大的产品。从更为发达的海外市场来看，的确呈现工具化发展的趋势，因而我们认为未来公募基金的“工具属性”或是发展趋势。

从基金市场最为发达的美国着眼，观察到美国市场亦呈现工具化发展趋势。其被动产品占比的快速扩张有着天时地利人和的多重因素，其中养老金的长期资金属性以及机构化(投顾)的引导趋势是其中很重要的触发因素。下面，我们将分别对各个因素进行分析。

天时： 长期牛市助推指数基金 保持业绩领先

从标普500指数的走势来看，美国股市呈现出“牛长熊短”的特征。一方面，标普500最近30年累计涨幅超过900%，年度获取正收益的比例为73%，因此从长期来看，资金不需要择时便能获得较高的收益率；另一方面，标普500最近30年经历了两次大熊市，一次是2000到2002年，另一次是2008年，最大回撤均在40%左右，但两次大跌结束后市场均能够迅速反弹并创出新高。从2009年到现在，美股市场已经保持了10年的稳定增长，并没有出现过明显的大跌，也为指数基金的发展创造了非常好的环境。根据标普道琼斯指数公司长期发布的SPIVA系列报告，在长期牛市的美股市场中主动投资的基金已经越来越难以跑赢其业绩比较基准。

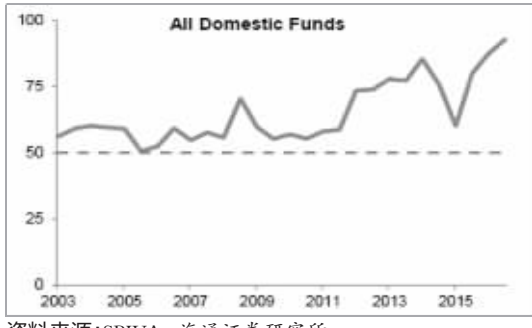
SPIVA将美国的国内股票型基金按照市值划分为大盘、中盘、小盘和全流通盘，按照投资风格划分为成长、核心、价值风格，并赋予每只基金相应的业绩比较基准。比如，大盘基金对应的是标普500指数，中盘对应标普中盘400指数，小盘对应标普小盘600指数，全流通盘对应标普综合1500指数，而成长、价值、核心风格也均有相应流通盘的风格指数一一对应。

从短期来看，截至2017年底，最近1年中能够战胜业绩比较基准比例较高的基金类型包括中盘成长和小盘成长基金，胜率分别有82%和85%，大盘成长的胜率也超过60%。尽管上述个别类型的短期胜率表现不错，但是短期数据更容易受到市场的影响并不稳定，而且较为短视，因此我们主要关注最近长周期下基金相对于其业绩比较基准的表现。

可以看到，在最近5年以及更长的期限中，基金跑输可比基准指数的比例均在70%以上，甚至超过80%、90%。比如在最近5年中，有84.23%的大盘型基金、85.06%的中盘型基金以及91.17%的小盘型基金落后于其基准，而这一比例随着期限的拉长还在提升，比例之大说明绝大部分美国国内主动股票型基金在长期无法跑赢其基准，这也不难理解资金为什么会放弃主动管理型基金，转而去投向收益更高且费率更低的指数基金。

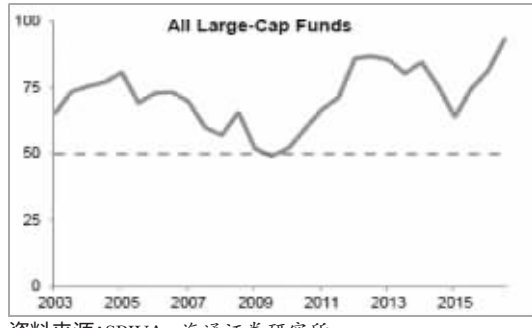
此外，根据SPIVA在2016年发布的报告，对各类基金历史上滚动三年跑输业绩比较基准的比例进行了分析。从图中可以看到，基金无法战胜基准的比例可能随着时间的推移有提升的趋势。以全部国内股票型基金为例，在2003年到2008年，基金无法战胜基准的比例只是在60%上下徘徊，而从2011年开始尤其是最近几年，这个比例开始上升，多次触及到80%甚至更高的比例，说明主动基金超越业绩比

美国全部主动股票型基金
滚动3年跑输基准的比例(%)



资料来源:SPIVA, 海通证券研究所

美国大盘股票型基金
滚动3年跑输基准的比例(%)



资料来源:SPIVA, 海通证券研究所

美国中盘股票型基金
滚动3年跑输基准的比例(%)



资料来源:SPIVA, 海通证券研究所

美国小盘股票型基金
滚动3年跑输基准的比例(%)



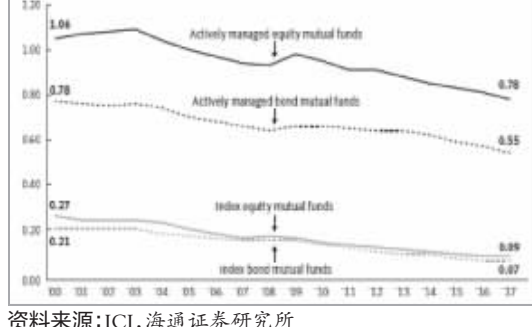
资料来源:SPIVA, 海通证券研究所

美国全流通盘股票型基金
滚动3年跑输基准的比例(%)



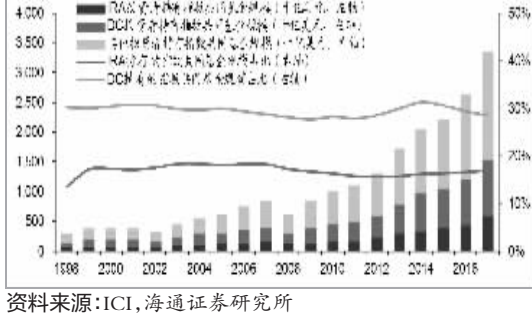
资料来源:SPIVA, 海通证券研究所

美国各类共同基金的费率变化情况
(2000-2017,%)



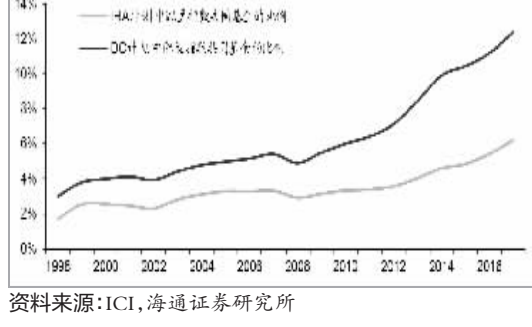
资料来源:ICI, 海通证券研究所

美国指数共同基金中各类投资者的
持有规模和占比情况(1998-2017)



资料来源:ICI, 海通证券研究所

美国IRA和DC养老金计划中
配置在指数共同基金上的比例(1998-2017)



资料来源:ICI, 海通证券研究所

较基准的难度进一步提升。

地利： 指数基金具备一系列优势

与主动管理型基金相比，指数基金具备纪律性投资透明度高、分散投资以及风格鲜明等优势。首先，指数基金的管理人按照标的指数的权重进行配置和调整，并保持产品净值与标的指数之间的跟踪误差处于一个较小的范围内，投资遵从纪律性，不会受到基金经理主观判断的影响。而且，对投资者来说，可以根据标的指数对指数基金的全部持仓有一个大致的掌握，在盘中还可以根据相应指数的涨跌幅来估计基金

的实时净值，从而做出更加准确的投资决策。

其次，在指数基金标的指数的编制过程中，成分股均会设置权重上限，因此其投资较为分散，有利于降低偶发的黑天鹅事件对整个基金收益的影响。最后，指数型产品风格鲜明。即使其成立时间较短，其标的指数一般也有较长时间的历史业绩，可以利用各类模型去分析其风格。指数基金具备很强的风格稳定性，并且也不易受到基金经理离职的影响。指数型基金的研究成本相比主动型基金也更低。此外，ETF作为一种交易型指数基金，不仅具备指数基金的优势，在

投资效率和投资策略上更胜一筹。ETF既可以在一级市场申购赎回，也可以在二级市场买卖，由于海外市场通常存在T+0日内回转交易，因此ETF的资金灵活度非常高。此外，投资者还可以借助ETF进行套利和衍生品交易，丰富了交易策略。美国指数基金的综合费率非常低。根据ICI的统计，截至2017年底，美国指数共同基金的资产加权平均费率仅为0.09%，远低于股票型、混合型 and 债券型基金，甚至还低于货币市场基金的费率。从近年来费率的变化情况来看，指数基金的平均费率从2000年的0.27%不断下降到目前的0.09%，整体

下降了三分之二。此外，ETF的平均费率相比指数共同基金稍高，资产加权的平均费率为0.21%，但也明显低于主动股票型基金的费率。

与主动管理型基金相比，指数型基金的投资目标是为了被动跟踪指数，不需要获得超越指数的收益，因此其研究成本和投资难度相对主动管理型基金更低，这也是指数基金费率比主动管理型基金低得多的根本原因。此外，由于指数基金的持仓调整并不频繁，因此基金经理可以将一部分持有的股票借出，并用所得的利息收益进一步弥补管理费。

人和： 401K引入长期资金 投顾主导产品销售

长期资金对于费率的敏感程度较高，且更追逐基金的长期业绩表现。从上文分析不难发现，在美国市场上被动产品长期业绩优异，且费率较为低廉，对于长期资金而言更具吸引力。根据ICI披露的数据，近20年来美国养老金计划在指数基金上的配置比例持续上升。

以指数共同基金为例，最近20年以来，美国养老金中的IRA和DC计划在规模中的占比一直比较稳定，两者合计占比约在44%到48%左右，也意味着指数共同基金中约有一半的规模是由各类养老金计划贡献的。

此外，从养老金的投向来看，20年前美国的IRA计划和DC计划配置在指数共同基金上的比例分别为1.67%和2.96%，而截至2017年底，两者的配置比例已经达到6.17%和12.42%，整体来看配置比例处在持续而稳定的上升趋势中，说明养老金计划对于指数共同基金的依赖性也在增加。除了长期资金，合理的销售模式同样成就了美国的工具化产品。在美国，投资者除了通过DC、IRA等雇主退休计划投资基金以外，通常都会聘请比如经纪人、投资顾问或者理财规划师等专业投资中介机构指导基金投资。根据ICI的统计，目前除了退休计划外拥有共同基金的家庭中有79%都是通过中介机构的建议进行配置的。

投顾机构为共同基金投资者提供专业的投顾服务，例如与投资者定期交流、制定投资目标、分析现有持仓组合、设定资产配置计划并推荐基金产品等。投顾机构本身不通过销售基金来收取费用，而通过服务来获取费用。传统模式中，销售方通过基金申购费的方式来间接获取收入，从而使得销售机构倾向于给投资者推荐费率较高的产品，由于指数基金的申购费和管理费一般较低，很少会推荐这类产品。而在投顾模式下，由于投顾按照资产规模的一定比例进行收费，其收益更多取决于推荐产品的收益好坏，从而使得投顾与投资者为利益一致方，使得低费率且高收益的指数基金就具备了被大量营销的土壤。站在当前节点，国内同样站在了养老金等长期资金入市十字路口，养老目标基金的推出、机构占比的持续提升，或同样使得未来国内的公募产品开始呈现工具属性发展的特征。当然，作为新兴市场，我们在市场有效性的方面仍与美国有所差异，因而被动产品的崛起或尚需时日，但“以史为镜可以知兴废”，发达市场的今天或正是我们发展的明天，且从机构等行为不难发现，风格稳定的主动产品正逐步受到青睐，因而我们认为工具属性产品的发展环境正日趋成熟。