

透视问题认准方向 公募基金发展“危”与“机”

□中国银河证券首席经济学家、研究院院长 刘锋 对外经济贸易大学国际商学院助理教授 崔鑫

当前主要问题

我国基金行业过去20年发展迅猛,但在大资管时代,公募基金行业发展也面临巨大的危机和挑战。除公募基金外,投资者可选投资品种极大拓宽,银行、券商、保险公司、私募基金公司、信托公司等都可以通过公募或私募的方式发行资管产品。面对竞争的激烈,公募基金的市场份额大幅下降,先发优势逐渐丧失,行业特点逐渐模糊。

基金行业的危机和挑战固然有市场竞争的原因,但行业自身的定位、经营理念、业务模式和服务方式乱象丛生,也是掣肘其健康发展的重要原因。公募基金的本意是基于“mutual”,即共同或互惠,在成熟市场的起源是Mutual Fund(“共同基金”或“互惠基金”),设立的主要目的是为中小投资者解决分散投资、专业投资能力和时间不足的问题,而不仅仅是“公募”的融资方式。基金管理公司作为成熟的专业机构投资者应该可以改变我国资本市场散户为主的格局。但过去十几年的实践显示,基金行业的发展仍然呈现出散户思维,投资行为短视化,业绩波动幅度大,基金经理流动性高,“专业”投资人的散户特征仍然比较浓厚。

应当看到,加之2018年资管新规不断贯彻,养老金持续入市的政策利好,以及金融科技不断发展,公募基金行业正面临着前所未有的机遇。抓住这些机遇,公募基金行业就有可能在资管行业的激烈竞争中立于不败之地。

基金申赎可以用基金投资者的换手率来衡量。对换手率的定义是,针对每只基金用每年申购金额、赎回金额的总和除以该基金当年的平均市值。2015年的股市牛市和2013年的债市牛市期间,股票型基金、债券型基金的换手率都达到8倍的峰值。在其他年份里,各类型基金换手率也达到了1到2倍,这意味着基金投资者差不

一是公募基金行业大而不强。我国公募基金行业至今已发展到超过14万亿元的规模。2013年是我国公募基金规模爆发式增长的起点。但增长主要源于货币型基金,其它类型的基金特别是股票型基金的发展则波澜不惊,自2009年以来其规模就在原地踏步。偏股、偏债型基金也逐渐相对萎缩。

2009年之后,股票型、债券型、混合型基金的单只规模都大幅萎缩,只有货币型基金在持续扩张。

2005年至2018年间,股票型、混合型基金的平均收益率在50%、43%的年份中低于A股综合收益率,债券型基金的平均收益率在57%的年份中低于上证企业债指数收益率。只有货币型基金的表现较好,其平均收益率总体略高于一年期定期存款利率。

如果公募基金的发展主要依赖于货币型基金,为投资者创造稳定投资收益的能力就难言强,只能说公募基金行业的发展是大而不强。

二是偏股型公募基金生存能力堪忧、发行后持续失血。公募基金规模的增长主要源于基金数量的增加,这使得新基金发行时竞争愈加激烈,新基金的发行规模偏小。2009年以来,刚成立的基金规模显著小于之前年份。在2013年、2015年以后,已成立3—6年和7—12年的基金规模也在缩水,只有成立超过13年以上的基金规模才比较稳定,说明偏股型基金的生存能力存在巨大挑战。

更为严重的是,很多偏股型基金在发行后持续失血。用回归统计方法计算了基金规模与成立年限长短的关系。数据显示,股票型、混合型基金规模平均每季度会下降1.26%和2.32%,也即每年下降5%和9.2%。在这种失血速度下,不要说“基业长青”,恐怕不出10年就会面临清盘危机。而相反,债券型、货币型基金则不存在显著的下降趋势。

三是公募基金投资业绩不稳定、投资行为“散户化”。我国公募基金行业投资业绩的稳定性较差。每半年度把每类基金按业绩从低到高的顺序分为5组,然后统计每一组基金在接下来半年内其业绩会落在第几组中。如后图显示,之前半年业绩最好的基金(第5组),在接下来半年中会落入中档水平(第2.9—3.2组之间)。反倒是业绩最差的基金(第1组),经过半年的时间有可能咸鱼翻身,跻身中档或中档偏上的业绩水平。

基金业绩的不稳定,在很大程度上是由于基金的投资行为仍然有“散户化”的倾向。我们统计了每类偏股型基金持股数据的变化。各类基金每半年都有超过40%的股票被完全抛售。说明基金调仓频繁,持股周期偏短,没有很好地坚持价值投资的理念,而价值投资一个重要特点是长期持股。

四是公募基金申赎资金大进大出。基金业绩不稳定,投资者自然会“用脚投票”,这导致基金的申购赎回资金大进大出。申赎资金大进大出降低了可用于投资的现金,拉低了基金长期可持续的回报率。

基金申赎可以用基金投资者的换手率来衡量。对换手率的定义是,针对每只基金用每年申购金额、赎回金额的总和除以该基金当年的平均市值。2015年的股市牛市和2013年的债市牛市期间,股票型基金、债券型基金的换手率都达到8倍的峰值。在其他年份里,各类型基金换手率也达到了1到2倍,这意味着基金投资者差不

多在1年左右的时间里就会退出基金。

五是公募基金经理流动率过高。我国公募基金行业发展历史较短,优秀基金经理的供给相对比较匮乏。最近两年,每年都有一半的货币型基金的基金经理会发生变动。其他类型的基金的变动频率也在三分之一以上。这说明我国公募基金行业基金经理的流动率过高,这必然给基金业绩的长期稳定带来负面影响。

行业面临机遇

尽管公募基金行业存在上述诸多问题,但是也应当看到,当前的政策环境、行业发展趋势仍然存在一系列对公募基金行业有利的因素。

一是资管新规凸显公募基金行业主渠道、主力军地位。在大资管时代,银行理财、信托公司、券商资管、私募基金、保险公司纷纷涌入资管行业。但至少从目前来看,公募基金仍然是资管业务的主渠道、主力军。央行数据显示,截至2018年,公募基金的资管业务规模以25%的占比,居同业之首。

2018年,出台资管新规的着眼点是规范资管业务,防范金融风险。而公募基金行业在业务规范程度、风险控制水平上,相对于其他类别的资产管理具有先天优势。在可以预见的未来几年中,其他类别资管业务的规模会有所下降。公募基金行业如果能够抓住这个有利时机,可大有作为。

此外,公募基金之所以是资管行业的主渠道、主力军,还有一个重要原因是公募基金几乎是唯一被允许“公开募集”的、针对中小投资者的投资品种。因此,公募基金行业至少在面向个人投资者发行产品方面具有天然的制度优势。

二是养老金制度改革带来持续利好。我国养老制度改革的一个重要方面是提升养老金投资效率。全国社保基金理事会数据显示,截至2017年,全国社保基金的基本养老保险基金超过3000亿元,其中仅29.62%用于直接投资。此外,国家允许地方社保结余资金委托全国社保基金理事会进行投资管理。

截至2018年,已有17个省区市进行了委托投资,总金额8580亿元。虽然目前我国建立企业年金制度的企业数量还较少,但企业年金规模已达1.5万亿元。目前,全国社保基金理事会选定了21家社保基金投资管理机构,其中有15家公募基金公司、5家保险公司和1家券商。人社部选定了23家年金投资管理机构,其中有11家公募基金公司、9家保险公司和3家券商及银行系资管公司。从数据来看,保险公司目前在企业年金管理上占优。未来无论是全国社保和地方社保,还是企业年金,可继续用于基金投资的资金还会持续增加。

三是大数据带来的证券投资分析和技术的变革。当前,在大数据、人工智能日新月异的背景下,金融科技也在推动证券投资的理念、方法不断发展。在众多新投资方法中,最引人瞩目的是量化投资。一般认为,量化投资有以下优势。一是能够克服人类在情绪和理智上的某些误区,二是能够捕捉转瞬即逝的套利机会,三是能够有效控制风险。

我国公募基金行业2003年就已开始试水量化投资,目前共有355只量化公募基金(主要是股票型基金和混合型基金),资产规模约2128亿元。

更重要的是,量化基金的业绩也显著地优于非量化基金。量化基金的半年、1年、3年期收益率、夏普比率都高于非量化基金。这说明,量化基金在投资回报和业绩稳定性方面的确具

有优势。

变革和应对方向

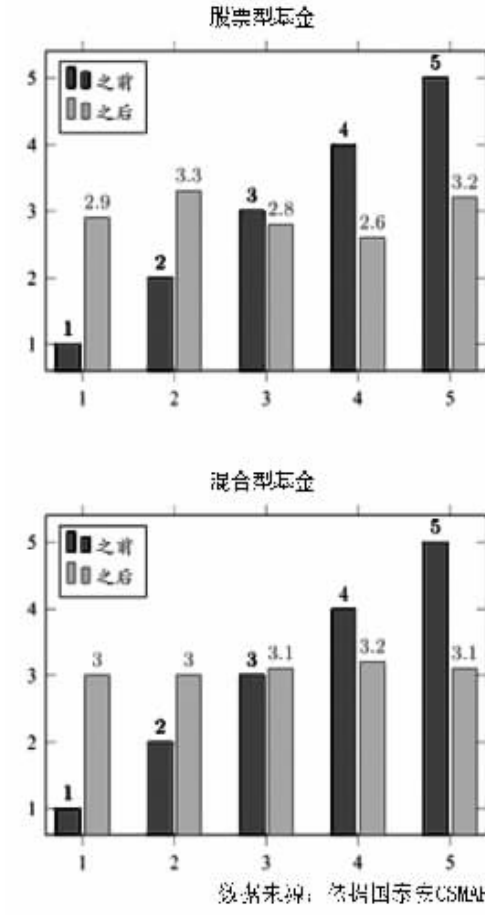
一是充分利用政策红利,开拓新产品,满足投资者差异化需求。

在资管行业监管趋严的背景下,公募基金应当努力识别投资者需求的差异化需求,在此基础上提高满足客户需求的能力。

资管新规下,银行理财产品的刚性兑付预期被逐渐打破,势必引起一部分投资者转投公募基金。这些投资者需要的是收益高于货币型基金回报,同时业绩又相对稳定的产品。此外,养老金持续入市的资金也以本金安全、回报稳定为主要诉求。因此,公募基金行业需要改变以往片面追求高收益的偏好,开发出适当的产品,例如充分利用量化投资的某些市场中性投资策略,或者开发出适合的FOF产品。

当前资管产品同质化现象严重,而投资者的需求则是千差万别的。在识别出投资者需求的基础上,开发相应的产品,对特定客户群体进行有针对性的营销,这不仅会提升基金和资管行业募集资金的效率,而且也避免了投资者申赎资金的大进大出对投资行为的负面影响。当然,这一切工作都有赖于“对投资者的研究”,这也是整个行业未来亟需补上的一课。

二是拥抱新技术、应用新技术。由于目前市场上对短期业绩存在偏好,所以基金的投资理念和分析方法比较浮躁。为了提升短期业绩,很多基金都热衷于找黑马、炒题材,因此打探消息就成了重要的投资方法。除了打探消息,跟风投资也很普遍。不可否认,投资分析是个艺术与科学的结合。但目前整个行业对宏观、策略、板块的分析都存在依赖经验多于依赖科学方法的现象。在大数据时代,投资技术也应当与时俱进。目前,世界各国的量化基金、机器交易方兴未艾。据统计,目前美



多举措破解小微企业融资难题

□交通银行在站博士后 蔡鑫

增强金融体系服务小微企业能力

目前,我国金融市场供给侧结构性改革的重心在于解决金融服务功能不足、不完善与实体经济日益增长的金融需求之间的矛盾,而解决这一矛盾的根本在于深度优化金融市场的本质。因此,金融体系应从解决信息不对称角度,着力优化传统融资业务模式,创新风险管控模式。建立以市场化服务为主,以政府逆周期调节为辅的小微金融服务体系。从金融服务供应主体及风险管控模式创新来看,应着力从以下四个方面增强金融体系服务小微企业的能力。

一是创新传统金融机构小微企业融资服务模式。持续提升大中型商业银行普惠金融事业部服务小微企业能力,加强政策支持,引导、监督商业银行落实针对小微企业的定向降准政策。

持续优化、创新针对小微企业的融资服务的风险管控模式和水平。以商业银行数字化为契机,深化小微企业金融服务线上线下融合。利用大数据、云计算、机器学习等改进授信审批流程与风险评价模型,提高审批效率,扩大小微企业信贷服务范围。

创新业务模式和融资工具,降低信贷对不动产抵押品的依赖。鼓励商业银行与第三方平台或企业合作,创新风险评估、识别、管控模式,扩大抵押物、担保物的范围,增强对抵押物、担保物的评估、掌控与处置能力。加快发展供应链金融,提高金融机构对小微企业资金流、信息流、物流等的掌控力,解决小微企业流动资产融资难题。

大力发展高质量票据融资市场,健全针对小微企业的票据融资服务,提高商业票据、小额票据在票据市场中的比例,提升小微企业票据市场流动性。此外,适当允许小微企业非标资产转标创新,支持金融机构在合规前提下合理利用证券化等方式帮助小微企业解决资产流动性问题。

二是丰富小微企业融资服务供给主体,加快发展服务小微企业的新型金融机构。支持民营银行、村镇银行和社区银行等地方中小金融机构发展,发挥其服务小微企业的针对性与灵活性。支持新型金融机构利用互联网、大数据、云计算等技术和信息优势,降低交易成本,提高小微企业金融服务效率。对于小微金融供给主体,需适当畅通其与批发融资市场、资产交易平台的业务往来通道,扩大其资金来源,增强其资产流动性。

三是加快完善针对小微企业的资本市场功能建设。以设立科创板并试点注册制为契机,进一步优化多层次资本市场及其制度性安排,丰富小微企业发展所需的长期资金来源。合理放宽小微企业在中小板、创业板上市融资的准入门槛,增加小微企业上市企业数量。优化新三

国市场上70%以上的交易是由机器而非人工做出的。拥抱金融科技,应用这些新的投资分析技术,无疑对提高投资回报、降低投资风险具有重要意义。

三是加强投资者教育,引导投资者从关注业绩过渡到关注投资能力。

基金的申赎与基金业绩高度相关,投资者希望有更高的回报无可厚非,因此希望把自己的资金托付给有能力的基金经理。但是,在评价基金业绩时想完全“以史为鉴”是不可靠的。一方面,短期业绩好不必然代表着投资能力强,“运气”好的基金经理仍然可以偶尔取得很好的投资业绩;另一方面,投资能力强也不必然总是业绩好。因此,有必要加强对投资者的教育,引导投资者从关注基金的短期业绩过渡到关注基金的长期投资能力。

对于机构投资者而言,需要为他们提供更加丰富的分析工具以识别出真正有投资能力的基金经理。在这方面,美国的一些做法值得我们借鉴。美国的很多养老金、大学的基金会等在选择基金进行投资时,通常会将这项工作外包给专业化的基金研究机构。这些研究机构利用自主开发的系统对市场上市所有的基金进行全方位的持续分析,分析的维度包括基金的业绩、风险、投资集中度、与基准回报率偏离度、投资风格等多个方面。

综上所述,公募基金行业在资产管理规模高速增长的背后,也存在大而不强、生存能力偏弱、投资行为“散户化”、申赎资金大进大出以及基金经理变动频繁等问题。在大资管、大数据时代,面对各种同业的竞争,公募基金行业有必要抓住当前资管行业监管趋严的有利时机,提升自身的专业水准,充分利用政策红利,积极拥抱金融科技,开发适应各类投资者不同需求的基金产品。只有这样,公募基金行业才能够在激烈的竞争中,乘势而起,做大做强,基业长青。