

# 许欣:长线思维锤炼公募“初心”

□本报记者 李良

许欣,现任中欧基金副总经理。中国人民大学金融学硕士,中欧国际工商学院EMBA。18年以上证券及基金从业经验,曾供职于外交部、华安基金、嘉实基金、富国基金。荣获2018年“沪上金融创新人物”称号(新华社)。



## 失去的十年

**中国证券报:**公募基金行业过去十年规模驻足不前,作为行业发展的亲历者,您是怎样理解这些数据及其背后原因的?

**许欣:**随着中国经济的高速发展,居民财富也获得了快速积累。根据BCG2017年的报告,中国私人财富市场总规模约142万亿元,如果剔除不可观测的部分,我们估计大概有122万亿元。但其中绝大部分配置在存款、货币基金以及银行理财和信托等刚兑产品上,而包括非货币公募、券商资管、证券私募、PE等全部净值型产品的总规模才5万亿元,其中非货基的公募产品规模不过1.9万亿元。而与之相对应的是,美国仅股票基金规模就超过8.6万亿美元(60万亿人民币)。为什么会如此大的反差呢?

其实,在过去十年里,A股也经历了好几轮较大幅度的上涨,也多次出现百亿销量的“日光基”,基金总数也早已超过5000只,但时至今日,最有含金量的偏股基金总规模却始终停滞不前。究其原因,我们认为可以从四个维度进行分析:

第一个维度,是替代品的维度。即过去市场中充斥了大量的短期限(一年以内)的类刚兑产品,收益率很高却没有任何波动,吸引了大量个人资金涌入。投资者已经习惯了持有到期兑付,风险意识逐渐淡漠。而股票基金等净值化产品动辄30%以上的年波幅,让投资者觉得性价比很低,于是越来越沦为小资金投入的短期赌博工具。可以说,短期刚兑产品的丰富供给严重挤压了长期净值型产品的生存空间,正常的期限溢价和风险溢价消失了,收益率曲线也被异化和扭曲了。

其次,是客户的维度,权益基金客户的盈利体验不好,问题也出在这个“短”字上。以中欧基金的权益基金客户为例,有超过一半的客户持有期短于13个月,其中,来自银行的客户平均持有期3-14个月,来自互联网的客户平均持有期更短至6个月。但我们也知道,股票基金获利的根本来源于所投资上市公司的净资产收益率和分红率,来自于企业日积月累的价值创造,而投资者如此频繁的短期进出,盈亏的只是股票短期波动的钱。而且,大多数个人投资者往往在市场狂热时大举杀人,越涨越买,而股票(基金)在“贵”的时候买入,市场一旦出现短期回调,“倒金字塔”式的资金结构导致哪怕很小的下跌都会吞噬掉前期的少许盈利,结果投资者在巨大的心理冲击下黯然卖出,又“收获”一份亏损。长此以往,客户的盈利体验自然就不会好。

再次,则是销售商的维度。销售渠道的代

理销售基金业务收入主要由两块组成,即客户维护费(尾随佣金)和买卖手续费。客户维护费是个固定的比率,与基金保有量(即存量)及持有期相关,保有规模越大和基金持有期越长,则销售商从客户维护费上赚的越多。而手续费和流量相关,即便客户存量不高,只要多周转(买卖)几次,流量就做上去了。两者相比较,前者很难,因为渠道要说服客户拿出更多的资金购买基金且长期持有;后者相对容易,只要略微盈利就可以引导客户将基金卖出,投入到下一只产品的购买中。而且,手续费收入的费率显著高于客户维护费,如果再多做几次买卖,在销售商收入来源中的占比将更高。当部分销售商面临短期经营或考核压力时,便容易动手续费的“脑筋”。因此,某种程度上,可以说某些销售商也是投资者短期行为的推波助澜者。

最后,是制造商(基金公司)的维度。投资本是长跑,衡量优劣的标尺应是长期业绩,但若想实现这一目标,需要基金公司在理念和价值观上形成高度共识,在人员、系统、流程、方法上经年累月的投入,甚至付出几代人的不懈努力。比如著名的资本集团(Capital Group)成立近百年,历经洛莱斯父子两代人的用心经营,才成就了今天的品牌。然而在国内,很多基金公司管理层过于追求短期规模和业绩排名,也把这种压力传导给基金经理。同时,一些基金经理也希望借助短期排名打响个人品牌。因此,很少有人能够做到长期持有优质上市公司,充分分享好企业的成长和价值创造。

由此产生的表象体现在两方面:一是投资换手率居高不下。据统计,中国股票基金的年平均换手率高达500%-600%,意味着中国的基金经理平均2-3个月就要换一遍仓。在国外,股票基金的年平均换手率只有33%,相当于三年才换一次仓。二是国内基金经理投资风格经常漂移。国外成熟市场基金经理的风格特征非常清晰,比如在价值策略中,还会细分出“大、中、小盘价值”、“高股息”、“深度价值”等细分风格,每个基金经理坚守自己擅长的投资风格,很少漂移。但在国内,很多基金经理认为自己是“全能型选手”,不愿意给自己的投资风格贴上标签。这一方面是不想限制住自己的手脚,总想试图把握各种投资机会;另一方面也担心过窄的风格定位不能满足所有客户偏好,导致产品规模做不起来。以上短期行为,恰恰导致很多上一年业绩排名前列的明星基金,却在第二年名落孙山。所以说,中国基金市场“短期明星”层出不穷,而“长期明星”却寥若星辰。

当许欣用一组组数据,如抽丝剥茧般将公募基金的行业掣肘展露出来时,说实话,记者确实有些吃惊。

客户盈利体验不好——这可能是资管行业公开的秘密。但过去鲜有基金公司真正去探究这个问题,更谈不上解决。而身为中欧基金副总经理,许欣愿意耗费精力和时间去梳理,并将其深思的结果展现给大众,这体现的不仅仅是一种态度,还有一股革故鼎新的勇气。

根据许欣对中欧基金内部500多万权益基金客户的研究,权益基金持有人的盈利状况接近正态分布,约55%的持有人处于-5%至5%的微盈或微亏状态,只有1%的持有人收益率超过30%。这个研究结果相较于市场现有的笼统数据,更具说服力。一直以来,中欧基金在业内以出色的主动管理能力著称。根据银河证券基金研究中心的数据,中欧基金的主动股票投资业绩过去五年全行业排名第一,可即便这样一家绩优公司,持有人的盈利体验也并不理想,由点及面,可窥行业一斑。

值得整个行业警醒的,不仅是一组组数据,更是隐藏其中的痛点:第一,从2008年到2017年,在零售端,非货币公募基金规模无实质性增长,始终处于2万亿元以下,几乎成为“失去的十年”;第二,投资中的短视行为严重,客户盈利体验不佳的背后,是超过50%的客户持基时间不足3个月(据中欧研究样本)。这两大痛点存在已久,互为因果,却在公募基金行业蓬勃发展的大环境下,常被公众所忽视。

研究的目的是为了解决问题。许欣认为,公募基金行业只有改善“客户盈利体验”,才有可能打破现有的发展瓶颈,获得一片新天地。他提出的解决方案是:用“长线”思维去引导行业和持有人的行为。以中欧基金为例,就是不刻意追求规模增长,而是站在客户角度,从投资管理、产品设计到销售服务各个方面不断提升投资者的盈利体验。

## 新机遇来临

**中国证券报:**您分析了公募基金行业中的不少问题,您认为基金公司应该从哪些方面去解决当下的掣肘?

**许欣:**作为公募基金管理人,首先要转变思维,从过去比“快”的博弈策略向比“远”的长线基本策略转变。过去,是挑选“好股票”,即便公司质地一般,但只要题材、概念、想象空间,就不妨短期炒作挣把快钱。未来,将是秤体重的游戏,必须寻找“好公司”,特别是股价低于内在价值的公司,等待价值回归。过去,拼的是信息获取优势,依赖明星基金经理个人的判断力;未来,拼的是信息处理优势,更强调研究驱动、纪律性的投资流程和团队协作,基金经理成为体系化作战的一环。过去,更多呈现的是短期利益导向和个人英雄主义;未来,基金公司要全力打造的是长期客户导向,正直、诚信、强调团队精神的投研文化。“未来”之路很长,并非朝夕之功,理念(Philosophy)易生但难坚守;团队(People)和流程(Process)需要不断磨合改进;文化(Culture)的形成更是一个长期沉淀的过程。但就像是复利价值,时间是最好的朋友,也是最高的竞争壁垒。“精品”的诞生需要足够的时间去孕育。

**中国证券报:**有办法改变销售商的现状吗?

**许欣:**改变的关键就是把蛋糕做大,而做大的前提是客户盈利体验的改善,也唯有此,基金保有量足够大且持有期足够长时,销售商赚取的客户维护费一样可观。因此,销售商应从过去的“爆品思维”转向“优品思维”。那些有题材概念的、能吸引眼球的,或者短期业绩排名领先的所谓“爆品”往往会让投资者“泥足深陷”。销售商应帮助客户挑选出真正的“优品”,即那些经过历史验证的、风格稳定的长期绩优产品。另外,从“卖方思维”转向“买方思维”会让销售渠道利益与客户深度绑定,在客户盈利时,才能获取足够的客户维护费或顾问费。

当然,要提升客户盈利体验,不仅仅是引导客户进行长期投资,还要帮助客户建立资产配置和组合投资的理念,并养成定投或持续复购的习惯,这会在相当程度上规避单一产品的高波动,以及单次投资失误带来的损失。未来,能够引导客户养成正确投资行为习惯的销售商才能把蛋糕持续做大。

## “长线”发展思维

**中国证券报:**“短视”是公募基金公司乃至整个行业内普遍存在的问题,中欧基金是怎样考虑“长”与“短”的问题的?

**许欣:**基金公司普遍存在的“短视”行为,与治理结构缺陷存在莫大关系,这就是所谓的“代理人问题”。当基金公司核心人员都只是阶段性的职业经理人,而非公司核心股东时,又怎么会考虑几十年后的长远发展,当然会被短期思维所左右。所以,国外最优秀的基金公司往往是私人控股或合伙人模式。中欧通过治理结构的改造,已基本解决了这一痼疾,管理层成为股东,核心员工持有公司股权,理顺了股东、管理层和员工之间的利益关系,为长线经营打下了坚实基础。

**中国证券报:**在今天的沟通中,能深刻感受到您对于“长线”二字的重视。能否谈下您对资本市场“长线”的理解?

**许欣:**任何事物终将回归本源。投资理财本就是基于长线的,市场是最好的老师,它一定会给予那些坚持“长线”理念的学生最好的褒奖。