

降低行业壁垒 促进多元发展

——中国公募基金的结构、行为和绩效分析

□上海证券基金评价研究中心首席分析师 代宏坤

近几年来,公募基金光环逐渐褪色,规模遭到多种资产管理产品的蚕食。尽管如此,无论是基金数量和资产管理规模,国内公募基金业诞生以来依然实现了飞跃式的发展。在为人诟病、处境困顿之时,全面审视基金行业的状况,找到尚待改进的环节,对行业发展意义重大。本文以美国共同基金行业的发展历史为参照,借助现代产业组织理论的有效工具——SCP模型的分析框架(结构Structure、行为Conduct、绩效Performance),分析中国公募基金的结构、行为和绩效,以期为中国基金业未来的发展提供思路。

结构:稳定的不均衡态

WIND数据显示,截至2011年上半年,国内公募基金管理资产规模2.48万亿元,各类基金数量达到829只,已发产品的基金管理公司62家。

国内基金业总体规模较小、市场结构不均衡(偏股型的基金比重过大),这些是基金行业发展初期共有的特征。美国共同基金业发展初期,基金数量和资产管理规模的增长也非常缓慢,用了40年时间才使共同基金数量达到800只,而我们只用了8年时间就达到了800只。但尽管经历了超常规的发展,相比现在的美国共同基金业,中国基金业的资产管理规模和基金数量还有相当大的差距,同时,这一规模与中国经济的总量相比,差距也是巨大的。

值得关注的是,国内基金业产品结构不均衡。从基金的类型来看,偏股型基金占比超过70%(股票型基金占49.98%,偏股混合型基金占21.19%),债券型和货币市场基金的占比偏小(表1)。产品结构的不均衡制约了资本市场资产配置功能的发挥。

在美国共同基金业发展初期,同样是股票型基金主导市场,在诸如货币基金、地方债券基金等类型基金逐步走上历史舞台后,股票型基金所占的比重才逐渐下降,最终形成了股票基金、债券基金和货币基金相对均衡的市场结构。

中国基金业经历了2006年和2007年的超常规发展后陷入低迷,这符合行业初期的发展路径。基金行业的发展路径并不是线性的,特别是在发展初期,会呈现出阶段性的超常规发展状态。只有在行业相对成熟后,行业规模的增长才会相对稳定。中国开放式基金诞生后的几年增长速度非常缓慢,但在2006年和2007年

的大牛市中取得了超常规的发展,而随后又陷入停滞。

同样,美国共同基金也经历了几个发展的高峰期,如上世纪七十年代初期货币市场基金创新时期及1987年401(K)等固定供款计划引入后的大牛市,都使共同基金经历了超常规的发展。在熊市中,美国共同基金也多次遇到规模的大幅下降,很多次,美国基金业人士甚至忧虑共同基金可能要退出历史舞台。但经过80年的发展后,美国共同基金进入成熟阶段,虽然在市场不好时也会有资金流出,但总体上呈现小幅增长的特征。这背后的重要原因美国退休、养老计划的安排。在401(K)等退休养老计划的推动下,资金才源源不断地流入共同基金账户。因此,目前我国基金业在超常规发展后陷入低迷是正常的。

中美两国市场结构类似,大型管理公司占据了主要的市场份额,市场结构稳定。但美国是市场充分竞争的结果,而国内基金业存在很高的进入壁垒,市场化竞争不充分。在2007年以前,国内基金业前五大管理公司的市场份额占比之和在45%左右,前10大管理公司所占的市场份额在60%左右。

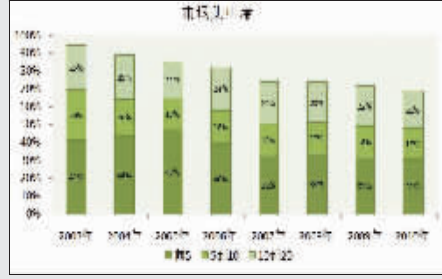
随着2007年基金业爆发式的增长,小规模基金公司获得了发展的机会,使基金行业的生态有了一定的改变。国内基金业市场结构已非常接近美国市场上前五大管理公司占35%、前十大公司占48%的结构(图1)。目前,中美两国基金市场的结构稳定,不同的是,美国大公司的市场地位是长期竞争的结果,而国内基金公司仍然需要牌照,存在很高的进入壁垒,较多“迷你”型的基金公司生存堪忧。

表1:中美两国基金市场结构

	总资产	基金数量	平均规模	股票基金	混合基金	货币基金	其他
	(亿美元)	(只)	(亿美元)	占比(%)	占比(%)	占比(%)	(%)
中国	23562.79	829	28.42	49.98	21.19	14.99	13.84
美国	118208.3	1291	91.56	22.67	6.27	22.3	-

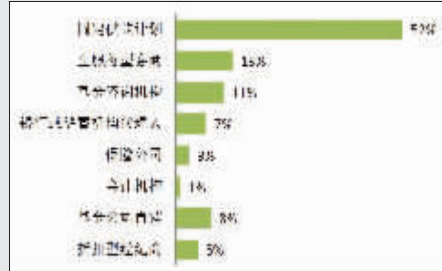
数据来源:上海证券基金评价研究中心、Wind ICI 2011 factbook。
中国数据截止日:2011-7-14

图1:基金市场结构相对稳定



数据来源:wind、上海证券基金评价研究中心

图2:美国共同基金销售渠道



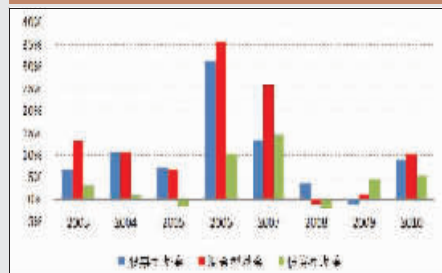
数据来源:ICI, Profile of Mutual Fund Shareholders, 2010.

表2:中美两国基金管理费率

	中国 (固定)	美国 (差异化)
股票型基金	1.5	1.47
混合型基金	0.28-0.75	1.04
货币型基金	1.5	1.27
货币市场基金	0.33	0.32
QDII基金(主动管理)	1.85	-

数据来源:上海证券基金评价研究中心、Wind ICI 2010 factbook

图3:国内基金在大多数时间能获得较好的超额收益



数据来源:上海证券基金评价研究中心、Wind

行为:亟待向多元嬗变

国内基金销售主要依靠银行代销,这一局面在短期内难以改变,而美国共同基金销售渠道多元化,除了直销和代销外,固定供款计划(即养老金计划)是其主要的销售渠道。固定供款计划占美国共同基金销售的52%,代销占35%,直销占13%(图2)。

固定供款计划指缴费确定型计划(DC plans),其中包括401K、403b、457计划以及个人退休账户计划,这些养老金计划使美国共同基金获得了源源不断的资金支持,而国内还没有这样的制度安排。相比之下,国内的销售

渠道单一,60%的比重由银行掌控,券商代销和基金公司直销分别占9%和31%,专业的第三方销售还处于待开发阶段。因此,银行在基金销售中具有主导权。随着第三方支付模式的成熟和第三方专业销售机构的开闸,可以预见,银行主导基金销售的格局会受到冲击,基金销售的专业化程度有望得到提升。但在短期内,银行渠道的地位很难被撼动。

国内基金实行固定管理费率,而美国采取的是可变的费率。可变的费率扩展了基金管理公司差异

化竞争的空间。对于公募基金来说,收取一定比例的管理费是成熟市场的主流做法,这种模式也符合公募基金的产品特点。然而,我国采用的是固定的管理费率,而美国采用的是可变的费率(表2)。两国在管理费率上差异不大,但美国不同基金公司实行的管理费率差异非常大。一些规模较大的基金会考虑适时降低管理费率,在投资者中树立形象,增加竞争力。这使得美国的基金公司呈现多元化的特征。在国内基金业转型过程中,管理费率从单一走向多元是大势所趋。

绩效:主动管理正当时

从过去八年的时间来看,处于发展初期的国内基金业在相对长期内给投资者带来了可观的收益,但是基金业绩波动性大,短期投资者亏损严重。在市场效率尚不高的市场中,基金倾向于采取择时的操作策略,主动管理型基金普遍能获得超额收益,基金绩效方面的特征也与行业发展的阶段相符。

国内基金在大多数时间能获得较好的超额收益,市场仍是主动管理的天下。总体来看,中国的开放式基金在大多数时间里获得了正的超额收益,表现超越了业绩基准,其中混合基金获取超额收益的能力最好(图3)。这说明,在市场效率还不够充分的国内市场

上,主动管理的基金大多数时间能够跑赢被动管理的基金,主动管理基金仍是投资者重点考虑的对象。

而在有效性相对较强的美国市场,基金的超额收益率大多为负,通过主动管理很难获得超越市场的业绩,被动管理的指数型基金在美国市场表现较好。研究表明,国内基金超额收益主要来源于基金的选股能力。在新兴市场中,由于信息不对称程度高,机构投资者通过研究,能够挖掘出被错误定价的股票。

国内股票型基金把较大比重的资产配置到债券市场和货币市场中,反映了基金试图通过市场择时来获取超额收益。我们基于

Sharpe(夏普)的资本资产定价模型,构建了一个模型来测试基金相对于不同市场的敏感性。通过模型的计量,得到国内股票基金对于股票市场的敏感度为0.75,这反映了国内基金倾向于通过大类资产配置来进行市场择时操作。这种频繁的择时操作,加剧了市场的波动性。但是,基金的择时操作并没有获得超额的回报。研究表明,国内基金总体上不具有择时能力,70%的基金通过择时获得了负的超额收益。而美国股票基金对股票市场的敏感度高达0.93(Roger Otten, 2002),即美国的股票基金基本上完全投资于股票市场,基金并不进行大类资产配置。

建议:坚定信念 多元发展

美国共同基金业发展到现在的规模并不是一蹴而就。实际上,在发展过程中,多次危机几乎让共同基金退出历史舞台。但是,监管水平的提升、产品的不断创新、行业的共同努力,使共同基金成为美国金融历史上一个奇迹。美国共同基金的发展历史,给国内基金的发展提供了很好的参考。国内基金业目前状

态低迷,整个行业需共同努力,维护好持有人的利益,提升专业管理素质,改进行业发展中存在的问题。

● 坚定行业具有巨大发展空间的信念。从推动基金发展的三大动力来看,国内居民财富管理的需求强烈,相关法律法规正在完善,只待一轮持续的牛市到来。

● 降低基金公司的

进入壁垒,大力增加基金公司数量,促进市场竞争,改变行业结构。

● 着力推进国内债券市场的发展,大力发展低风险基金,提升基金市场结构的均衡化程度,更好地满足资产配置的需求。

● 培育多元化的销售渠道,提升销售专业度;打破固定管理费率,为基金公司的差异化发展创造空间。