

资产管理行业的发展及竞争策略（上）

○ 窦玉明



窦玉明

富国基金管
理有限公司
总经理

我一直在做资本市场，中国的股票市场从1994年一直到2012年各个时期的牛市、熊市，我都参与过、见证过。

我将提供一个相对宏观的视角即行业竞争的情况，主要和大家分享两个方面：第一，行业的整体情况；第二，行业内竞争者所采取的竞争策略和未来可能成功的模式，以及我个人的一些思考。

中国资产管理行业的发展空间

谈起中国资产管理行业，我们可以先看一下全球资产管理行业。这里所说的资产管理行业不包括PE、直投、VC，只包括二级市场投资。从全球的整体情况看，资产管理行业是很大的一个行业，管理了70万亿美元的资产。中国现在基金管理行业管理的资产只有2.2万亿元人民币公募基金，如果加上专户大概是3万亿元人民币，相当于6000亿美元，在全球市场中也就是略多于1%的份额。

在中国的其他行业中，银行业目前全球利润第一，钢铁业规模占全球百分之几十，水泥也占全球百分之几十。如果按排名，中国资产管理行业应该说才刚刚起步，我认为未来中国资产管理的空间非常大。

资产管理行业70万亿美元中公募基金占的比例是25万亿美元，这也是比较大的数目。除了公募基金，还有股权基金、养老金等其他部分。在整个行业中美国和欧洲是大头，尤其是美国。过去这些年，全球竞争形势的集中度在提高，前几家公司占有的市场份额逐渐上涨，呈现出强者更强的态势，但我们仍然可以看到全球资产管理行业仍是非常分散的行业。美国的资产管理、基金公司数量有上千家，仅是香港地区就有上千家资产管理公司、基金公司，所以行业仍是非常分散的。为什么基金行业会这么分散？基金行业有七八十年的历史了，为什么经过了这么多年的整合没有达到汽车业的集中度，前四大公司能够占据市场份额的50%、60%，甚至把小公司都消灭掉？这是因为这个行业有它自己的规律。基金业整体来讲适合相对比较分散的状态，不适合一家公司把所有的业务都做掉。

基金业靠什么赚钱

按照产业链划分，基金业在金融行业中的定位是金融制造业。拿彩电业来打比方，康佳、长虹就是彩电制造业，产业链的其他部分还有流通，代表就是苏宁。基金业就是金融业当中的制造业，是做产品的，相当于长虹、康佳、格力这样的角色，而银行作为渠道是产业链中的流通环节。

从全球形势来讲，渠道越来越集中，而制造

业的集中度相对低一些，尤其是基金业。基金业为什么会分散？我们可以先来看看基金或者投资管理靠什么挣钱。投资要挣钱，很简单就是两点：第一，信息获取；第二，信息处理。如果你想比别人挣钱多，或者如果想从别人手里挣钱，这两点就一定要比别人强。我估计在中国，超额收益有70%以上来自信息获取。如果你想要在中国获取超额收益的话，没有信息优势很难做到，这是散户亏损比例比较高的一个重要原因。另外约30%靠的是信息处理的能力，包括我们在课堂学的知识、实践经验的积累等，信息处理能力比别人强。在发达市场获取超额利润越来越难，所以出现了越来越多的被动基金，因为取得信息优势非常难了，市场已经非常有效了。

基金只是金融业当中的制造业。从全球形势来说，渠道越来越集中，而制造业的集中度相对较低，尤其是基金业。

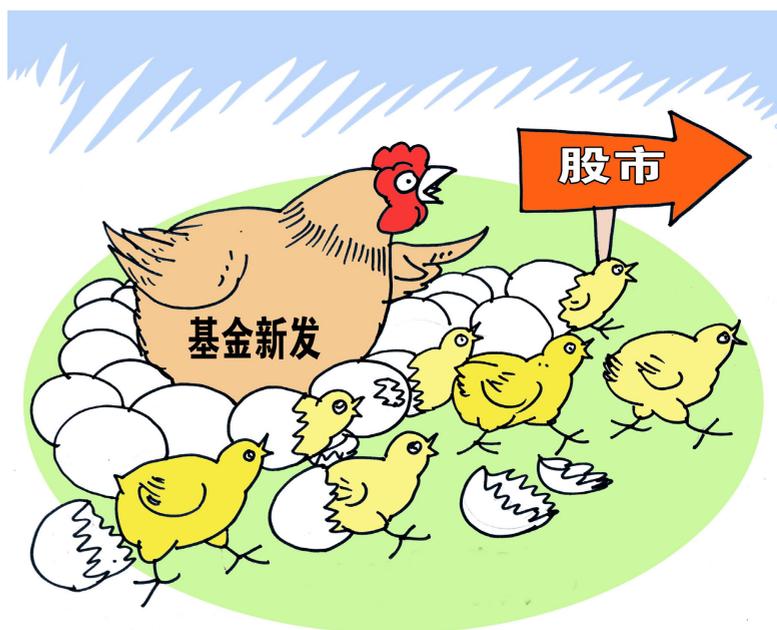
谈起中国基金，大家可能会觉得基金业也处于信息获取链的优势地位，但从我过去10年的经验来看，中国基金业在投资产业链方面的信息优势地位在快速递减，所以这几年中国的基金业投资业绩越来越难获取超额利润。我在2000年加入基金业的时候，每年获取20%的超额收益并不难，现在每年获取5%的超额收益都很难了。这是因为市场变得更有效了，同时基金业在整个信息链上的优势地位也减弱了。10年前，没有多少投资者研究上市公司基本面，而基金公司在这方面非常重视，获取的经常是第一手信息，而现在参与市场博弈竞争的包括上市公司大股东、私募基金、专业机构投资者、专业个人投资者、基金和散户投资者等，基金在这个博弈中的信息优势并不明显，所以，基金公司这些年的信息处理能力不断提高，但由于信息优势没有了，

超额收益就越越来越小，甚至没有了。

我讲了中国的基金经理很难挣到超额收益的原因，现在再来讲为什么全球的资产管理行业的集中度相对不高。如果一家基金公司规模太大的话，不可能有超额利益。如果一个基金公司占市场份额100%，自己能战胜自己吗？不可能。只有一百家基金公司竞争才有第一、第二到第一百，所以体量大到一定程度了很难战胜市场。反而有一些小公司形成了自己的核心投资能力。前面我提到了优势包括两点，一是信息获取，二是信息处理。公司之间投资能力的差距更多地来自信息获取方面。如果公司资产规模太大了，要取得持续的超额收益就必须有特别多的信息优势，这太难了。在某些区域、某些行业可能取得部分信息优势，但在所有方面都获取信息优势就非常难了，这是全球基金业总体来讲比较分散的一个重要原因。

中国资产管理行业内竞争情况

中国的基金行业只是中国资产管理行业中的



2013年基金发行凶猛，不足三月新增近百

一部分，规模为2.4万亿人民币。基金业的几个竞争对手是：银行业理财产品，2万亿规模；保险，5万亿规模；信托，3万亿规模；券商，1500亿规模。各自有自己的竞争模式。过去几年，信托业发展最快，保险其次。

基金业跟这几个竞争行业是怎样的竞争关系？我给大家讲讲基金业的定位。基金业跟这些对手比起来，主要优势在于投资管理能力。因为基金业目前没有渠道，产品设计又比较单一，投资工具等方面相对于对手来讲比较弱。所以我们要比的就是投资管理能力。

另外一个区别就是，实际上基金业是为普通大众理财的，富国基金有400万客户，活跃的客户是200万。我们管理的资产是六七百亿人民币，如果不包括大的机构客户，每个客户平均2万元钱，我们确实是为普通老百姓理财的管家。看看我们的竞争对手：私人银行100万美元起步，信托100万元人民币起步，券商理财20万元起步。只有保险和基金1000元钱就可以买，全世界都是一样的，在欧洲基金是100欧元就可以购买了。大家经常不满我们亏钱、挣钱都要收管理费，但这确实是国外这么多年发展的经验，固定管理费的模式是运营成本最低的，从最后的博弈结果来看是对老百姓最有利的，但投资者不是太容易理解。

10年前我刚入行的时候，基金业只有几百亿的规模，那个时候我们就想着，如果我们公司能够有100亿得多牛啊。实际上很快，2006年、2007年两年爆发式增长，基金业从几百亿、一千亿的规模直接跃升到几万亿的规模，2007年就发展到3万亿，是黄金时期，过了一年最好的日子。从那之后，实际上这几年已经有4、5年的熊市了。12年前，我在另外一家基金公司做基金经理，最开始的日子是不错的，当时是做封闭基金，是投资者抽签买的，发行的时候，20亿的基金可以有2000亿的认购。大家的认购热情非常高，想买的都很难抽到一份。那个时候的大客户如保险公司的领导来见我们的话，能见到我们的

分析师就很不错了。

但是情况逆转很快，到了2003年、2004年，变成我们的总经理求见他们的分析师也不一定能够见到了。当时有一些没有意识到自己地位的基金经理或者是基金公司的总经理，在2004年、2005年就很难过了，之前他给保险公司脸色看，现在发现日子不好过了。现在我们基金公司已经很清楚地意识到了自己“乙方”的地位。

中国的基金还是以股票型为主，富国基金70%是股票基金，其余的部分货币基金比重大一点，债券基金比例很小。全球来讲，债券基金能够占到一定比例，但在中国比例比较小。为什么中国债券基金没有发展起来？我自己很喜欢债券基金，我认为不仅收益不错，未来前景也不错。但是整个债券基金的规模还没发展起来，我认为有个原因：中国人还是比较穷，所以不喜欢买债券，2万元钱买债券一年挣6%、7%，什么时候能够成为百万富翁？如果买股票基金一年挣5倍，还是可能通过5年时间成为百万富翁的。2007年我在北大做过调查，我问大家认为自己投资股票一年能挣多少，有5位同学回答，最低的一个是30%。我估计如果今天再做这个测试，不会有这样的结果。

未来中国基金业前景的预测

未来10年，中国基金业是一个什么样的前景，这是对中国未来金融资产的预测。中国老百姓越来越有钱了，而且财富积累的速度会大于GDP的增长速度。这是基金业发展的基石。对这10年的预测可能不乐观，但是有一个原因使得我对中国资产管理行业未来长期前景很看好。为什么说中国的二级市场投资机会越来越大呢？全球二级市场投资规模远远大于PE、VC，这个规模是数量级，公募基金超过对冲基金和私募基金一个数量级以上。美国的私募基金2万亿美元，对冲基金2万亿美元，公募基金是20万亿美元，相差一个数量级；其他国家差得更多，股权投资更

少。为什么最后是二级市场为主，道理很简单，股权投资是投资一些新的，是新增产能，二级市场是投存量资产，随着社会越来越成熟，其实可投资的东西会越来越少，最终大家必须要在存量资产中投资了。高速公路修了两条，再修第三条就没有意义了，那个时候二级市场投资这两条就可以了，不会有VC、PE花钱建第三条。现在中国还有各种投资机会，建地铁、建房子、盖厂房，每年中国的投资率都是以百分之几十在增长，但未来的投资率一定会降下来，没有了新增机会，一定是转向投资存量资产，那个时候，二级市场基金就会成为社会配置资源的主力。

另外我们可以看到，还有一个因素在促进二级市场资产管理业的发展。第一代富豪喜欢自己管钱，他们把钱用于再生产，比如刘永好有钱了不是投资基金，而是去继续投资其他实业。但是很多富二代不愿意这样，而是喜欢跟欧洲的富人一样，把公司交给专业经理去经营，把自己的股权稀释一部分投资其他方向，这个时候就需要专业的公司去帮他们打理，把他们的财富投资到其他的方向去。这样的时代在慢慢到来。我们分析认为，到2020年基金业规模会达到15万亿。

再来看看中国基金业现在的规模排名，整个行业一共有70家公司，前10家公司一共占市场份额的50%，前5名变化稍微小一点，6~10名竞争比较激烈，经常会有变化。

总结过去的发展，我认为基金业中能赢的公司都有自己的特点，总体来讲，过去这些能赢的公司主要是赢在跟政府的关系上，了解政府意图。中国基金业用了12年的时间把全世界的基金产品都搬到了中国。如果说基金产品同质化，或者说基金产品单一，我国已经把全世界最新的



银行开展的理财产品宣传吸引了众多市民

基金产品都抄过来了，国外有的基金产品我国全都有了，而且国外没有的我们也有，应该说是走在很前面了。每次创新都是政府允许放开某一部分，这就是机会，我们就把国外的这一部分搬过来。做得好的公司就会抓住这样的机会。

过去10年我们看到很多机会是偶然的，就像跑马圈地一样，本来告诉你不许跑，突然可以跑了，有一些公司去跑了，提前把地占了就是它的。现在我觉得未来该占的地已经占完了，该创新的产品也已经创新了，未来可能要比一比谁做得更精，就像彩电业一样，中国彩电业现在有点全军覆没的味道。但是我们看到10年前中国彩电业是很厉害的，我担心中国基金业未来重蹈中国彩电业的覆辙。早期要靠速度快，赶快把产品推出来，老百姓还不知道什么东西好，什么东西不好，有什么产品就抢什么。我在嘉实做投资的时候，有一个产品一天卖了400亿，老百姓排队买。后来还有一个公司一天卖了700亿，银行系统都瘫痪了。实际那个基金是开放式的，今天买不到明天还可以去买。居然还有金融专业的学生去排队买开放式基金的，这很好笑，说明中国的投资者对基金太不了解了。