



基金行业的现状与未来

○ 龚玉明

龚玉明

富国基金管理有限公司总经理。先后获得清华大学经济管理学院本科和硕士学位，以及美国杜兰大学MBA。拥有16年的证券从业经历，曾就职于多家证券基金公司，从事期货、外汇、股票等投资业务。

资产管理行业在全球的情况

资产管理业务很多基金机构都在做。除了基金公司，证券公司、投资银行也在做资产管理，商业银行和保险公司也有一部分资产管理的业务。目前中国的资产主要放在银行，而国外大部分资产由基金公司管理。全球最大的资产管理公司贝莱德管理了超过3万亿美元，而中国基金行业管理的资产只有约2万亿人民币，相当于7千亿美元，美国一个公司管理的资产超过中国整个行业的管理资产，从这点可以看出中国的资产管理行业未来的发展空间还很大。

中国基金行业目前的从业人员大概有一万人，而中国保险行业和银行业的从业人数估计都超过一百万，单从人员规模上看，基金业的扩展空间也很大。

中国资产管理业务现在还没有完全发展起来和我们所处的发展阶段有关。当个人对资产有保值和稳健增值的需求时，会更倾向于通过第三方理财来进行资产管理。中国的富裕人群目前主要还是考虑创造财富，使资产快速增值，到了下一代人，各行业的产能扩张得差不多了，实业的再投资机会变小了，投资回报率降低，同时，下一代人的创业冲动也减弱了，那么中国富裕的人群理财的需求才会真正爆发，相对稳健的分散化的基金投资会逐渐显现出优势。

从全球来说，基金行业是增长比较快的行业，其中增长速度最快的是亚太地区、中东地区。纯粹是共同基金的部分大概占了不到一半，剩下的是机构客户包括养老金的资金，中国目前还是以共同基金为主，未来机构尤其是养老资金的发展空间很大。

基金业和其他行业一样，也有一个强者越来

越强的态势，公司的集中度正在逐渐提高。中国基金行业目前大概有60多家公司，前十家的占有率超过40%，未来的集中度很可能会继续提高。

在基金公司的竞争中什么样的公司能取胜呢？国外有三类公司发展得比较好。第一类是规模特别大的，像贝兰德。第二类是策略聚焦式的，比如只做债券。全球做债券最好公司的是PIMCO，管理规模超过一万亿美元。第三类是多精品店模式。一个公司下面有很多团队，每个团队独立运作，保持自己的特色和竞争力。这种公司多数是通过收购兼并形成的，收购后不改变人员和管理架构，只是把股权买过来，最后形成一个多精品店多策略的大公司。最不成功的公司是中等规模的，什么产品都做，但没有自己的拳头产品，结果就是公司利润率很低，最后或倒闭或被收购。

中国的基金行业

中国的基金业成熟得很快，有几方面驱动了行业的发展：

第一是居民财富的积累。居民财富的增长比GDP增长还要快一些。

第二是行业的监管。制度环境良好，基金业发展速度会很快。

另外一个原因就是这个行业和居民偏好有关，不同国家对风险的承受能力不一样。中国人是风险偏好比较高的，所以，中国现在2万亿基金中只有1000多亿是债券基金，剩下的主要是股票基金。

目前中国市场上有600多支基金，未来基金的数量一定会像发达国家一样超过股票数量，使得选择基金越来越难。现在选基金的指标最重要



股民在证券营业部里关注股市行情

图片来源: CFP

的是看过去的业绩。成熟市场的投资者在选基金时主要看中长期业绩，国内投资者更看重短期业绩。我认为，通过过去的业绩判断未来的业绩不太管用，这就像用后视镜开车一样。更有效的指标是要综合业绩、团队、投资理念、投资流程等来做判断。但这对于一般的投资者来说，又是不可能达到的，因此，虽然过去的业绩指标不能预测未来的业绩，也只能勉强用了。

中国基金行业有自己的优势，也存在很多问题。第一，中国基金目前太偏重于零售，没有机构客户，偏重于散户，市场上现有基金投资者超过1亿，总的基金投资2万亿，人均只有2万元的投资。所以，共同基金确实是老百姓的理财工具。

第二，太偏重于股票型基金，应该说债券型基金没有发展起来。

第三，投资境外的产品少，规模小。

第四，短线投资者太多，长线太少，大家把基金当做股票炒。炒基金的原因，一是投资者心态急。另外我们的渠道靠老百姓申购赎回挣钱，在赎买基金的过程中收1%~2%的费用，所以渠道鼓励老百姓频繁换基金。

第五，基金公司的股东利益和基金投资人的利益不完全一致。

还有一个问题是我们的约束激励机制不到

位，管理层和核心人员无法在公司持股，股东和管理层都更关注短期的利益，相对短视，国外很多基金公司私人公司，对公司的规划更长远。

举个例子，资本国际是一个资产管理公司，它的投资策略非常简单，买最好的股票长期持有。我个人非常认同这种投资理念，这种策略如果执行得好，长期来看给投资者的回报是很好的。这个公司在发展初期的前20年，资产规模增长很慢，到了后来，公司基金的长期业绩与同行相比遥遥领先，规模开始快速增长，现在的资产规模超过1万亿美元。但是在中国，很难有这样耐得住寂寞的公司。

长远来看的话，中国基金业发展前景肯定是很好的，目前我们的资产管理规模占全球的1.8%，这和中国GDP在全球所占比例相比还比较低，未来的增长速度会很快。所以，中国基金行业的牛市还是会存在的，长期看，资产规模的增长速度会快于国民GDP的增长速度。

未来，我认为基金业有几个发展趋势：

第一，私募产品会越来越多，一对多、一对一的产品慢慢会多一些。

第二，新流入的资金可能会变缓，更多规模的增长来自于投资回报。

第三，持续营销的重要性提高，新基金的重



富国基金

要性降低。

第四，养老金会快速发展。

基金公司之间的竞争主要靠什么？产品、价格、渠道、服务、业绩、创新、品牌都很重要，而且市场越成熟，品牌的影响力越大。但在这些因素中，业绩始终是最重要的。

在成熟市场，投资者一般看中长期，比如说五年业绩；在中国，投资者更看重中短期业绩，比如一年的业绩最重要。但是我相信投资者会慢慢成熟，对业绩的关注也会从短期变成长期。

渠道策略也很重要。目前七八成基金都通过银行销售，直销只有20%，渠道在整个链条中占的份额比较大。在各个产业链中，普遍存在“微笑曲线”的定律，就是终端直接面对客户的环节利润率最高，金融业也是如此。金融业的后端是渠道，主要是银行，银行的要价能力最强，基金业是金融产业链中的中间环节，未来的利润率有下行的压力。基金公司目前管理费给银行分成的比例在逐渐提高，这个趋势还会持续。

从基金行业发展阶段来讲，我认为中国进入了第二阶段。第一阶段是跑马圈地，谁产品多谁就能上规模，发展很快。第二阶段是以质量致胜，现在基金能卖出去才是关键，业绩好、服务好才能取胜。

另外，国家对金融行业采取保护政策，不允许恶性竞争，这对行业内的公司来说是好事，但对国家的资源配置是不利的。从国家利益角度看，金融行业应该进一步放松管制，提高竞争。

投资的分类

上面我们了解了基金行业的整体情况，下面谈谈投资管理。

投资的分类方法很多，一种是分为主动投资和被动投资两类。主动投资的目标是战胜市场，超过大盘的表现；被动投资就是复制市场，主要指指数化的投资。

市场越有效，被动投资就越有优势，市场越无效，主动投资就越有优势。在中国，主动投资的优势在逐渐减弱。2000年的时候，基金战胜市场比较容易，而在2007年牛市的时候，中国主动投资的基金，投资回报总体上低于被动基金的回报。在美国等成熟市场，被动投资基金增长很快，就是因为市场越来越成熟，战胜市场越来越难，投资者更愿意选择低收费的指数化被动投资，中国这两年被动投资基金的规模增长也很快。

主动投资的方法也有很多种分类，一种是分为自上而下和自下而上两种。自上而下是通过分析大势、板块、行业等进行投资运作，自下而上是通过对个股的分析来制定策略，两种策略的目标都是获取超过市场指数的收益率。我们把超过指数的收益率部分叫 α ，指数本身带来的收益叫 β ，比如说，指数涨了100%，基金的投资回报是110%，那么10%的部分是 α ，100%是 β 。 α 从哪儿来？在自上而下的投资中， α 主要来自于对股票整体走势和行业板块、投资主题轮动等方面的判断，比如，判断股票市场即将上升，就加大股票投资，反之，则降低股票投资比重。如果判断正确了，这种投资策略的收益率会非常理想。而在自下而上的投资策略中，股票仓位是稳定的，永远满仓，不回避市场的风险， α 来自于对个股的选择。从历史上看，自上而下的投资策略， α 的获取是不稳定的。所以，自上而下获取的 α 是低质量的 α 。道理很简单，自上而下的判断市场走势，经常会发生错误，发生错误的代价是巨大的，很可能在低点卖掉了股票，在高位买进了股票。

投资的另一种分类方法是分为定性和定量两种。现在国内基金经理绝大部分采用定性投资的方法，根据公司的财务指标、管理团队、成长前景、行业特点等等定性综合判断公司的投资价值，由人脑做出最终的投资决策。定量基金经理是建立计算机模型，通过模型来进行投资决策。

通过定量模型选股的好处是，首先它很稳定，不会因为人的情绪波动影响判断的效果；其次

计算机不知疲倦，24小时工作，可以同时为一万支股票进行分析，但模型选股的缺点是看不到重大转折，比如金融危机发生的时候它预测不到，所以计算机选股在市场发生重大转折的时候是处于劣势的。国外现在最流行的量化投资是高频投资，做超短线的投资，通过模式识别等技术进行投资运作。

投资的目标可以分为相对收益和绝对收益。共同基金主要是追求相对收益，包括相对指数的收益和相对同行的排名。巴菲特在中国有很多信徒，但是我认为巴菲特的投资方法并不很适合共同基金，他的投资理念可以借鉴，但简单的照搬是愚蠢的，因为游戏规则不同。巴菲特的投资方法其收益主要来自于企业本身的增长，是从企业盈利增长中挣钱。而共同基金的投资收益来自于两部分，一部分是企业盈利带来的回报，另一部分通过与市场其他参与者博弈来获取回报。而大部分对冲基金的收益主要来自于最后一部分，就是通过博弈获取收益，他的收益来自于其他人的亏损。

中国有一些对冲基金宣称学习巴菲特做长线投资，我认为是难度很大的，因为投资人的要求不同，面对的市场不同，要求获取投资回报的时间也不同。

投资行业的职业要求

超额收益来源于两个方面：信息获取的能力和信
息处理的能力。从国内股市的历史上看，我认为投资的超额收益更多来自于信息获取能力。

国内的信息不对称还是比较严重的，所以，获取更多更快更准的信息成为大家竞争的焦点，每个基金公司都在努力获取信息优势。

随着市场变得更加有效，信息优势的获取变得越来越难，未来信息处理的优势会成为竞争的焦点，因此，大家如果想往基金行业发展的话，要准备充足的理论知识，以提高自己信息处理的能力，我建议大家去学习CFA的课程。

投资是一种科学和艺术的结合，不是完全的科学，我称它是一种实践科学。这种能力可以学习，但不能完全通过别人的传授获得。我认为好的基金经理至少应该具备以下特质：

第一，性格，要求人的性格在很固执和很灵活之间有一个合适的度，既要能敞开心胸，接纳与自己看法不同的信息，又要敢于坚持自己的不

同。

第二，求知欲，即对新东西的渴望。

第三，有分析能力，通过对现有信息的处理能对未来进行合理的推断。

第四，前瞻能力，能通过现有的信息去演绎未来的可能性，看到未来。

第五，信息获取能力。性格外向，善于与人打交道的基金经理能获得到相对更多的信息，更容易成功。

第六，非常勤奋。

第七，有敢于赢的精神，投资时人与人的竞争，需要有永不言败和敢于直面竞争的精神。

可能有人考虑去投行工作，投行这个职业对人的性格会有不同的要求。基金经理性格上更长线，而投行人员更短线和功利一些，这是行业决定的。投行是不断寻找新项目的游戏，如果太恋旧，被老项目老朋友占去了所有时间，怎么去开发新的项目呢？

在基金公司中也有多种角色，核心的岗位是投资管理，任何行业都有它的核心岗位。在基金公司做电脑程序开发的话永远成不了比尔·盖茨，去微软做投资分析也成不了彼得·林奇，所以，如果你对工作有很高的期许，一定要去做一个公司的核心业务。

投资岗位的分类有五个方向：研究、股票投资、债券投资、量化投资和交易。做研究就是给基金经理提供投资建议。有些人不想自己做决策，觉得压力太大，但是很擅长出主意，这种人适合做研究。做股票投资的基金经理不一定研究做得最好，但是要很善于做决策。因为投资获胜的概率能达到60%以上就非常优秀了，在没有把握的时候就下决定，需要很强的决策能力。量化投资要求数学功底和计算机功底强。固定收益相对股票投资来说，要求的理论功底更强，需要更多的计算。交易员在基金公司中是执行环节，类似中台，没有太多的权限。

总体来讲，基金行业对人的尊重程度和重视度很高。同时，行业从业人员的收入也不错，另外，工作中可以了解很多不同其他行业的知识，每天都有新鲜感，这都是好的地方。不好的地方是行业竞争压力比较大。大家考虑职业发展时要分析自己的特长，选择适合自己的行业。❏

(本文整理自作者2010年5月26日在清华大学西阶论坛所作的演讲)