

资产管理行业的发展及竞争策略（中）

○ 窦玉明



窦玉明

富国基金管
理有限公司
总经理

发展中国基金业的挑战和机遇

基金业未来挑战和机遇都是存在的。从挑战来讲，我认为一个主要的方面是其他行业如私募、银行的竞争。还有就是基金公司之间的同质化，不仅是基金产品同质化，而且是基金公司之间的同质化。

中国企业普遍没有战略，都是同质化竞争，打价格战，上规模，做产业链，什么都做。如果这样的话，中国基金业是没有未来的，最终中国基金业在产业链上就没有讨价还价的能力了。在产业链上，我们与下游渠道去讨价还价的时候，如果富国基金、嘉实基金、华夏基金没有区别的话，所有的讨价还价能力都在银行那一边，所以必须做出自己的优势。比如牙膏业，高露洁做得非常好，在沃尔玛有自己的品牌，老百姓就买高露洁的牙膏，因为大家认为它有不不一样的地方。如果基金业未来没有品牌，没有差异化，完全是银行的经理说

买这个还是买那个，基金业的利润就会消失。我们现在1.5%的管理费每年大概40%多接近50%分给银行。如果未来没有差异化，就会是60%、70%分给银行，最后的结果是整个行业利润的下降，没有利润就没有竞争力，留不住好的人才，最后就慢慢走向非常平庸的同质化行业。

基金业的机遇也是很大的，最大的机遇是目前中国基金业的渗透率是很低的，80%的客户还没有买过基金，其他国家的老百姓买基金是日常的投资了。另外，中国的基金公司普遍没有定位和策略，所以如果哪个公司能够坚持做长线就会有会。还有养老金的增长也是机会，中国的养老金未来将有巨大的增长市场。美国的养老金占了半壁江山。中国逐渐进入老龄化社会，部分地区出现了现收现付养老金都不足的情况，意思是说相对年轻的人缴的社养老全全部给退休的人发退休工资都不够了，怎么办？确实需要大力发展养老金，并把这些养老金管理好，使其长期能够保值增值，这也是我们资产管理机构的机会。

2011年银行理财产品发展达到3万亿的规模，老百姓因为理财渠道比较窄，感觉过去几年基金业绩不理想，所以选择投资银行发行的4%~5%的理财产品。实际上中国的理财产品是利率市场化的一个过渡产物，因为中国利率是管制的，存款利率国家有规定，活期0.5%、1年定期3.5%，老百姓不愿意存。银行没有办法，变相地通过理财产品把储蓄的利率提高，这不过是利率市场化的绕道手段而已。

再来介绍信托产品，中国信托公司的主要收益来源是高收益债券市场。由于中国企业的

发债受限制很多，要经过相关部门的审批，很多有融资需求的企业，从银行或者资本市场上都拿不到钱，信托恰恰提供了这样的机会。信托做的事情是把一些富裕人群的资金集合起来，以很高的利率贷给企业，可能利率从10%到20%，如果中国未来高收益债券市场发展起来，投资者可以更方便地在市场上购买这类产品。目前的一些高收益信托产品的生存空间就大大缩小了，因为信托产品的中间成本太高了。近期上海证券交易所正计划推动高收益债券市场发展，相信很快就会推出来，我认为对信托公司的业务会有压力。

另外一类投资产品是阳光私募，我认为中国的阳光私募和国外的对冲基金有一定的差别，反而中国的阳光私募基金更像是没有牌照的公募基金，国外的私募基金采取的投资工具、投资手法、面对的群体都和公募基金公司有很大区别，而中国的私募基金和公募基金投资的手段、投资的思路、客户群体、销售渠道都基本一致。举个例子，国外私募基金的客户绝大多数是非常专业的机构投资者，而中国私募基金的投资者主要是富裕个人，所以很多中国的私募基金经理也很痛苦，业绩一旦波动，会有很多客户的投诉，沟通成本非常高。

在我看来，中国的阳光私募基金绝大部分是股债平衡类公募基金，但是高收费的平衡型基金，收2%的管理费加20%的业绩报酬，而平衡型公募基金的管理费只有1.5%，那就要求私募基金的基金经理投资能力要远远高于公

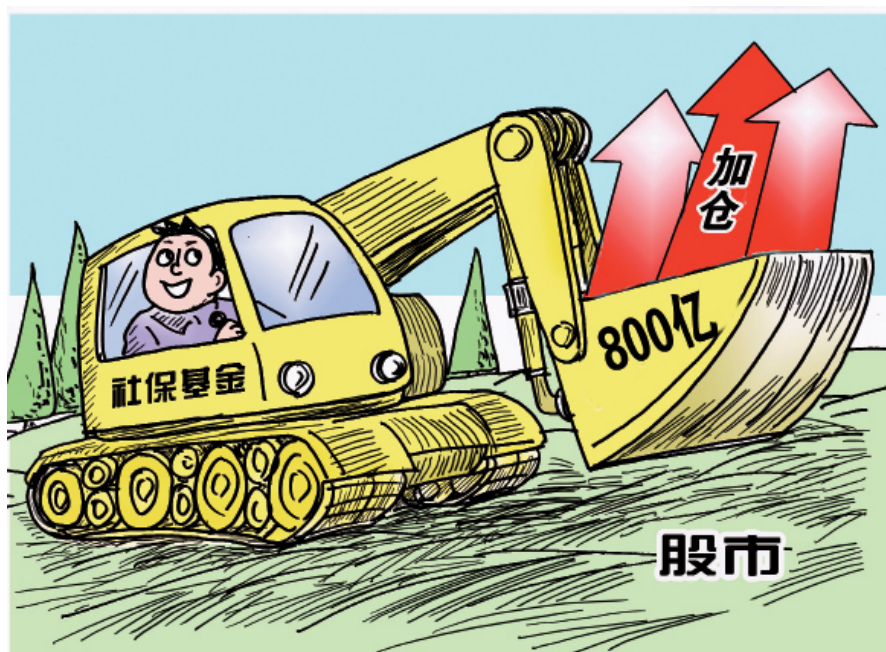
募基金经理，才能收这么高的费。从过去这几年的业绩表现来看，阳光私募基金的业绩与平衡型公募基金的业绩并没显示出明显的优势，所以，2011年以来，阳光私募基金的发展速度明显放缓。

公募基金看过去几年的情况，产品数量增加很快，已经超过1 000只了，但是规模没有上涨，单个基金的平均规模变小了。

券商资产管理前几年的发展速度也不快，现在也只有1 000多亿的规模，随着券商创新业务的放开，相信发展空间还是比较大的。

社保、保险基金的增长比较快，全国社保有8 000多亿的资产，保险公司5万亿，企业年金大概三四千亿，这些方面我认为未来增长的空间很大，而且很快。它们会是证券市场的主要投资者，也是基金管理公司特别重要的客户。

散户跟机构投资者的差别在哪里？一个重要的差别是散户只看结果，对理念、流程、风险管理并不关注。机构更关注过程，



资金奏响入市进行曲 社保基金去年加仓800亿元。

需要判断投资机构获取持续业绩的能力。因为根据过去的业绩并不能简单推算未来的业绩，我们分析了中国基金业13年、14年的历史，从基金业绩的连续性来看，过去3年的业绩和其后3年的业绩相关性不明显，所以，追逐明星基金经理的策略无效。所以，简单地根据基金过去几年的业绩来决定是否要投资是不够的。

据我观察，中国有很多的机构投资者采取了与散户投资者类似的投资策略，更多关注短期波段操作，从结果来看，长期投资业绩普遍不理想，原因是太关注短期业绩了，没有长远打算。

中国基金业近几年受到非常多的批评，有很多批评是有道理的，也有很多是没有道理的。基金公司需要反思，我认为投资者也需要反思，为什么？大家都知道日本的消费产品质量很好，最主要的推动力是日本的消费者对产品质量最挑剔，由此推动企业不断提高产品质量。中国的基金投资者普遍特别关注短期业绩，这也促使基金公司去追逐短

期绩效，在各方面都关注短期业绩。以基金经理为例，很多公司希望寻找短跑选手，也就是短期业绩有爆发力的基金经理来促进销售。所以说，投资者需要为基金公司的短期行为承担部分责任。

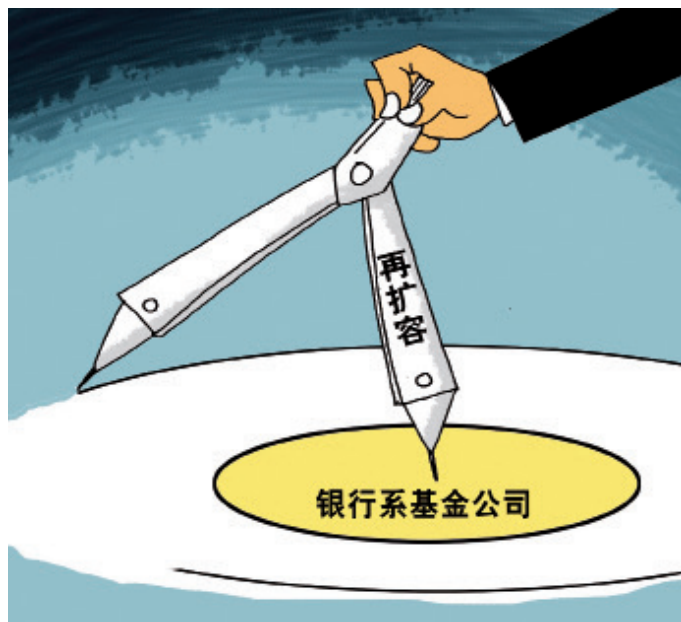
对于基金公司普遍的短期行为，另外一个需要承担责任的是销售渠道，渠道比如银行直接接触投资者，有责任教育投资者正确的投资理念，包括长期投资、理性投资等，但销售渠道受利益的驱动，希望投资者短期操作，增加渠道的销售手续费，没有承担好投资者教育的责任。

前面讲了我对基金业整体的看法，接下来讲一些具体的事情。中国基金公司包括我在内都有任期，常见的是3年任期，所以管理层都希望3年出成绩，成绩主要体现在管理规模的排名，因此，我们看到，每到年末大家都努力销售货币基金，争取同业的规模排名上升。

另外大家可以看到，中国的基金公司都是追求全产品线的百货店模式。基金产品大致可分为主动股票型、指数型、货币型、债券型等几大类型，我们的基金公司不管大小，都选择各类产品都做，形成同质化竞争，结果是各公司之间的投资能力并没有形成明显差异。

现在的基金业过度依赖银行渠道，银行费用占了基金销售收入的大头，这是中国金融业很大的问题，银行业太强大了，金融业内的其他类公司都依附于银行。包括保险、信托、券商、基金、证券公司，都是依附于银行去获得销量，主要的命脉掌握在银行手里。现在中国对银行业的混业经营还没有放开，如果放开银行做股票经纪业务，我们的100家证券公司的利润将会大幅下降甚至消失，因为银行的渠道能力要远远强于证券公司的渠道。

中国的银行业已经太强了。未来中国的金融业还是会以银行为主，最强大的还是银行，谁跟银行捆绑在一起发展谁就最厉害。中国未来最大的基金公司可能不是华夏，更



2012年，国务院批准银行系基金公司再扩容。

可能是工银瑞信或者是建信基金，这只是时间的问题，我想5年、10年这个情况就会发生，没有办法，银行有渠道的优势。像欧洲，现在也是银行主导的，所以银行下的基金公司最大，独立的基金公司只能走个性化、专业化、特色化道路。

基金公司的业务发展要持久，绝对不能什么都做。过去还有产品审批的严格管制，现在越来越放松，公司发展的瓶颈在于是否有足够的品牌影响力，能够形成稳定的销售规模。

总体来讲，我觉得中国的基金业出现了同质化的竞争势头，是由体制、治理结构、股权结构、中国的经营环境等等造成的。这也是比较可怕的情况。

国外基金业的发展特色

我们再来看看国外的基金公司。国外的基金公司是很有趣的，大家可以看一下它的模式，每个公司都有自己的竞争特点，发展到现在差异化竞争，竞争的不仅是价格，而是自己的特点。看State Street这家公司，现在做的是一个大平台，可以发基金让别人来管，它自己不管。但是公司后台运营能力特别强，后台运营成本最低，让它帮你做后台委托效率最高，它是成本最低的公司。有些基金不愿意做后台，它来外包。Vanguard这个公司也很有意思，它的基金投资者就是它的股东，如果公司节约了费用、挣了钱就分给基金投资者，它的成本做得最低，主要是投资都做得很大。像这两家公司，都是上万亿的规模。富达也非常有名了，这家公司是做明星经理的，华夏基金走的就是富达的路。华夏大概6、7年回报是10倍，超过了富达当年的投资回报率。

资本国际这家公司又不一样，因为有的客户关注中短期业绩，更喜欢富达的基金，但是一些非常长期的投资者更喜欢资本国



被称为“债券之神”的太平洋资产管理公司(PIMCO)首席投资官Bill Gross

际，这个公司很有趣，只追求长期业绩，从来不做广告，从来不在牛市的时候推销基金。长期业绩做得非常好，公司没有明星基金经理，为了避免出现明星，将每份基金分拆很多份，由很多基金经理和分析师共同管理，外部看不到业绩来源于哪个基金经理，该公司10年、20年、30年的业绩都很好。有一批被它理念打动的投资人就买了它的基金，而且持有时间非常长，公司聚集了一批优质的客户。所以，资本国际在基金行业的地位有点超一流的意思。

BlackRock公司是另外一种模式，这家公司是做债券起家的，现在是全球最大的公司。公司的历史不长，大概也就30年，几个年轻人合伙办起来的，走的是并购路线。它不断地买人家的公司，这个公司的风险管理和债券投资最出色。它通过并购成了全球最大的公司。

这些公司都非常有意思，下面还有一些比较有特点的公司。有的公司只做一类产品的像Bill Gross的PIMCO，是债券之王，只做债券不做其他品种，它管理的基金有上千亿美金，全球最大的基金由一个人管理，被称作债券之神。最近几年他赌错了方向，业绩不理想。❖