

# 中国基金业:见证历史性转型

## ——访安信证券首席基金分析师付强博士

证券时报记者 水木

**编者按:**2008年,股市系统性风险爆发,中国基金业无疑也走过了艰难的一年,偏股型基金净值全面亏损、基金规模大幅下降,与2007年基金业大跃进式的发展形成了鲜明的对比。这种大起大落,也许是中国基金业走向成熟必经的历史过程,我们现在需要的不是叹息,而是深刻的反思。为此,本刊特邀了安信证券首席基金分析师付强博士,就基金业相关问题进行了深入探讨。

### 基金业进入 结构化转型阶段

**记者:**2008年中国基金业出现了两个重要的“首次”现象,一是基金资产规模出现过去十年来首次下降,且下降幅度高达近50%,二是基金净现金流出现过去十年来首次为负数的情况。对此,你怎么看?

**付强:**在这两个现象背后,我们看到的是中国基金业正在经历历史上最全面、最深刻,也是最重要的一次结构化转型。

过去十年,中国基金业处在发展的第一阶段,也是行业诞生后的初级发展阶段。在这一阶段,基金只数和基金资产规模几乎不间断地成长,基金管理公司的数量不断增加,基金资产规模的增长主要来自现金流,而不是投资收益;在现金流内部,新发基金至关重要,老基金的现金流即使不为负数,对行业规模的贡献也是次要的。此外,非共同基金业务和国际化业务也基本没有破土。

从2008年开始,中国基金业全面进入第二发展阶段,我们称之为“结构化转型阶段”,基金业的发展特征、基金管理公司的业务结构以及基金投资者的行为理念等方面,都与第一阶段表现出本质性的差异。

**记者:**那么,“历史性转型”到底包含哪些方面的转型?

**付强:**主要表现在六个方面:现金流和投资收益成为行业规模变化的双引擎;在现金流内部,老基金的申购与新基金的认购同等重要;共同基金产品中的高中低风险产品开始走向均衡;非公募业务开始对现金流和存量产生显著影响并改变基金公司财务的贝塔值;国际业务开始进入行业的业务版图,并将对提升核心竞争力产生重大影响;机构客户的比重将上升,而长期投资与资产配置的理念开始受到客户重视。

**记者:**能否具体谈谈“现金流与投资收益”的结构变化?

**付强:**直接影响基金规模变化的要素包括两方面:一是净现金流,即一定时期内流入基金资产的现金减去流出的现金;二是未分配投资收益,即留存在基金资产中的未分配给基金持有人的投资收益。中国开放式基金规模成长逐渐从过去几年的单纯依靠净现金流,尤其是新发基金的单引擎驱动过渡到净现金流和投资收益双引擎驱动的时代,而在熊市年代,投资收益的影响将更大。

从基金市场整体情况看,2001年至2005年,基金行业的成长主要依靠净现金流。这五年合计,基金投资收益对行业规模的贡献是365亿,而净现金流的贡献是3304亿。2006-2007年的牛市中,投资收益对行业规模的贡献度快速提升,合计达到10926亿,而净现金流的贡献是14689亿。2007年10月以来的熊市中,基金规模快速萎缩,2008年上半年,对规模下降负面贡献最大的是投资收益,达到-9697亿,而净现金流是-480亿。

我们还可以考察现金流内部的结构变化。现金流内部有五个要素,其中分红和基金运作费用都是对基金规模的减损因素,而对规模可能产生正贡献的是新基金发行和净申购(申购-赎回)。我们重点讨论后者。2001-2007年,我国长期基金的现金流均为正值。在其中前六年,净申购均为正值,这也就是说,正的现金流局面主要靠新基金维持;而2007年,老基金的申购量一跃超过了赎回量,净申购的规模甚至大大超过了新基金的发行规模。2008年上半年,长期基金历史上首现负现金流,其中,老基金再次由净申购转为净赎回,新基金的发行虽然达到1198亿,但占年初基金规模的比例只有4.1%,达到了历史最低点。

### 基金产品结构短期内 易变

**记者:**中国基金产品结构体现出短

期内非常显著的易变性,为什么?这是否会带来相应的负面影响?

**付强:**这方面确实表现得非常明显:1998-2001年是以股票投资为主的封闭式基金为代表的高风险基金垄断的时期;2002-2005年,货币市场基金大发展,2005年底货币基金占比40%,股票和混合型基金占比53%;2006-2007年,高风险基金乘牛市而上,在2007年底达到市场占比94%的顶峰;2008年以来,熊市逐渐侵蚀高风险基金的市场份额,货币基金和债券基金抬头。截止2008年9月底,股票基金占55%,混合基金占30%,债券基金占6%,货币基金占9%。

这种易变性体现的是市场本身的易变性以及基金投资者行为的易变性。很明显,中国基金投资者尚缺乏资产配置这一基本的理财观念,而更易于随着市场的动荡而快速地在高、低风险资产之间进行频繁切换。这不论对于行业自身的持续健康发展而言,还是对于基金持有人自身的长期利益而言,都是极大的损害。

**记者:**假如股市明年企稳,偏股型基金是否会再次高歌猛进?

**付强:**从年度数据看,除2007年外,开放式偏股型基金几乎每年都遭遇净赎回。剔除开放式基金规模较小的起步两年,在经过2004年上半年大发展后的三年里,偏股型基金的净赎回率分别为5%、18%和16%。2007年是中国基金业发展的“井喷”年,行业规模一年间扩张了三倍,其中偏股型基金也获得了史无前例的231%的净申购。可见,熊市年份以及牛市中年初偏股型基金都难逃净赎回的命运。

牛市中未必永远是偏股型基金的朋友。中国偏股型基金未来命运上还必须有一劫,即当市场再度回暖,基金净值重新回到大多数持有人的成本线时,可能出现比较严重的赎回情况。2006年上半年我们曾见到过这样的惨状,当时市场熊转牛,大约50%的偏股型基金持有人胜利大逃亡。从持有人结构,持有人行为规律,持有人风险承担能力等各方面情况看,这一幕发生的概率较大。在这种状况下,股票型基金的市场占比可能跌破50%,而在整个结构化转型期,股票基金的均衡市场占比大约维持在50%附近。

### 非公募业务已不可忽视

**记者:**在您界定的基金业发展的第二阶段,非公募业务占据了整个行业非常重要的位置。从数量上看,这块业务到底发展到了什么程度?

**付强:**基金公司的“非公募业务”包括养老金管理(全国社保基金和企业年金)、专户理财和投资顾问业务。

在养老金管理方面,截止到2007年底,9家基金管理公司拥有社保资格,管理资产规模总计2370亿元;12家基金管理公司拥有企业年金的资格,管理资产规模总计71亿元。养老金管理规模合计占基金规模的7.5%。我们估计,到2008年底,养老金的管理规模至少会达到基金规模的15%左右,该业务领先的公司规模占基金规模的比例可能超过1/4,这主要是因为:一方面养老金的投资比较保守,全国社保基金规定“债券投资、股票投资不得超过40%”,企业年金规定“权益类投资不得超过30%,其中股票不得超过20%”,在当前的熊市中,另一面,养老金的现金流相对稳定,不断有新的企业年金进行委托投资。有报道称,某大型基金管理公司的企业年金管理规模2006年底是3亿,2007年底为20亿,而目前超过了100亿。劳动和社会保障部的报告称,未来企业年金市场将以每年400-1000亿的速度成长。

过去十年,中国基金管理公司的盈利能力与A股市场的走势高度一



致,而且高度波动。2003和2004年,基金公司的营业收入利润率和所有者权益利润率分别下降到5%和8%左右,而2007年则上升到39%和81%的惊人水平,出现这种情况的主要原因在于基金公司的主要业务或产品就是A股公募基金的管理。

如果有了规模变动特征和收益分配特征与公募基金不相同的非公募业务,基金公司财务的波动性必然降低。例如,养老金业务就具有相对稳定现金流特征,它会起到基金公司业务波动的缓冲垫功能;专户理财业务可以收取业绩报酬,也可以在一定程度上平滑基金公司的收入和盈利。这一点可以非常清晰地观察到。

### 基金公司仍处多元化发展阶段

**记者:**现在基金公司面临着若干项主体业务的选择问题,包括公募基金、专户理财、养老金管理、QDII等,应该采取多元化发展策略还是集中精力发展自己的特色?

**付强:**我认为基金公司更应该采取多元化业务或全方位业务的竞争模式,而不应该将资源过度偏重于某一项业务上,这主要是因为:1、中国基金市场或资产管理市场的各项业务不仅远未饱和,而且可以说是方兴未艾,包括公募基金(境内基金和境外基金)和专户理财、养老金管理等各种非公募业务均是如此,在该阶段贸然放弃某业务在财务上承担的机会成本太大;2、中国基金业发展的第二阶段是基金产品或业务的均衡化阶段,但该均衡是一个过程。在这个过程中,尤其是在这个过程的早期,过度将资源进行集中化配置可能导致的一个风险是,你所集中发展的子市场容量尚不够大,而且该市场的规模随着市场形势的变化可能波动性很大,例如,债券型基金目前和未来一段时间内的规模都需要进一步培育,假如股票市场重新走牛,债券基金的规模可能还会受到一定程度的冲击;3、包括非公募业务和境外业务在内的所谓新业务的发展对基金公司提升综合化的投资管理能力和形成强有力的核心竞争力作用很大,同时,新业务对老业务也具有能力外溢所带来的“外部经济”,现阶段发展多元化的业务具有显著的战略意义。

从更远的未来来看,在中国基金行业进入相对成熟的发展阶段后,我们一定会走出基金公司差异化竞争的道路,就像当前海外资产管理市场一样。

致,而且高度波动。2003和2004年,基金公司的营业收入利润率和所有者权益利润率分别下降到5%和8%左右,而2007年则上升到39%和81%的惊人水平,出现这种情况的主要原因在于基金公司的主要业务或产品就是A股公募基金的管理。

过去十年,中国基金管理公司的盈利能力与A股市场的走势高度一

### ●焦点话题



## 客观看待债券基金

**记者:**如果说上一轮熊市诞生的基金明星是货币基金,此轮熊市是否将造就另一个明星——债券基金?

**付强:**中国基金产品结构化转型的最大受益者当是债券型基金,主要原因有三:一是基金投资者在经历市场风雨轮回之后将日益重视资产配置;二是在国家资本市场发展大战略中,所谓的“多层次资本市场”中一个非常重要的组成部分就是债券市场,尤其是公司债券市场,债券市场的深度将进一步得到提升;三是在新的宏观经济形势下,宏观经济政策已经发生转向,我国已经进入降息周期,这样的利率环境无疑非常有利于债券投资。同时,逐渐积极的财政政策也势必更多地利用和发展债券市场。

从债券市场的深度和债券基金目前所占比例看,我国债券基金的发展空间依然很大。2008年9月底,我国债券基金实际持有的国债、金融债、企业债和企业短期融资券的市场占比分别只有1.73%、6.39%、6.85%和12.4%,这些数字虽然较一年前均有温和提升,但基本上都没有达到2005年底和2006年初的水平。与产品比较均衡、债券基金比较发达的美国相比,我国债券基金的发展尤其落后。例如,2007年底,美国债券基金实际持有国债与政府机构债、市政债、公司债和商业票据的比例分别达到了10%、32%、11%和47%。

**记者:**债券基金的未来发展道路会一帆风顺吗?可能会遇到哪些风险?

**付强:**我们要非常小心债券基金的三大风险过度演绎。一是利率风险。我国10年期国债收益率从8月12日的4.54%快速下降到目前的3%左右,当前的收益率水平至少已经体现了未来3次降息的效应。这种透支未来的做法有一定危险性,因为未来总是具有不确定性;二是信用风险。过去企业债有银行担保,所以通常被认为几乎没有信用风险。而当前大部分公司债是没有银行担保的,但很多投资人还是沿袭了过去企业债的投资思路。目前公司债的信用风险溢价基本在100-150个基点,而在经济下行的过程中,信用利差是不断上升的,信用风险不得不防;三是流动性风险,这重点体现在公司债方面。例如,2008年10月6日至11月6日的一个月间,上交所14只公司债换手率超过10%的只有5只,甚至有4只公司债的换手率还不到1%,这对于每日开放申购赎回的开放式基金来说是比较危险的。

中国债券基金投资人基本上还没有遭遇大面积的、明显的亏损,这与2006年、2007年进入股票型基金的投资者在2007年10月前的境遇很类似,但我们需要防止当前债券基金的投资热潮过快走向泡沫,并在泡沫的破灭中让投资人的金钱、热情和信心幻灭。

## QDII发展面临四大矛盾

**记者:**QDII一出海即遭遇金融风暴,应该如何评价QDII的业绩?其未来的发展将面临什么样的问题?

**付强:**从投资业绩看,2007年9、10月间成立的四只QDII基金中有三只战胜了各自的业绩基准,仅有一只略低于业绩基准,而我们知道在成熟市场进行投资,能够战胜业绩基准的基金的比例并不高,从这点看,QDII投资基本是成功的。从另一个角度看,与A股基金相比,今年前三季度,这四只基金的平均净值增长率是-39%,而A股股票基金是-45%,且仅一只QDII基金略输于A股基金。

然而,QDII未来的发展道路也许并不平坦。中国QDII的发展将面临四大矛盾,这些矛盾的演变和发展对QDII的未来命运至关重要:

1、此次金融危机对全球金融市场与实体经济的影响是非常深远的,它的影响可能远没有结束;对中国而言,一个可能发生的状况是:中国过去若干年外汇储备快速增长的格局可能减速,不排除出现逆转的可能。在这样的宏观背景下,QDII的大发展就有了比较大的牵制。

2、QDII的生命力在于资产配置、分散风险的功能,而这一功能实现的前提是中外市场的低相关性。从历史数据看,1991年至2007年10月,中国股票市场与海外主要股票市场的相关性较低,相关系数没有超过0.5的,有的甚至是负相关。

然而,2007年10月以来,中外市场的相关性明显提高,相关系数没有低于0.5的,与香港、日本、韩国等亚洲经济体股市的相关系数甚至高达0.7。这是否是一个中长期的趋势尚值得研究;假如如此,那么它对QDII的发展是非常不利的。

3、客户定位与客户认知问题。当前QDII的规模主要得益于2007年下半年大量A股基金的封闭和新A股基金发行的停顿,目前QDII的持有人很多原本是境内基金的投资者,他们对QDII资产配置、分散风险的功能并没有正确的认知,同时他们也可能如境内基金投资者那样,在市场重新回暖、基金净值回归1元附近时保本性逃亡。这是未来某个时点几乎无法回避的重大风险。中国的基金持有人在境内基金的投资上尚没有形成基本的股票基金与债券基金间进行合理资产配置的理念,更不用说进行合理的国际资产配置了。

4、基金管理公司的运营成本问题。QDII是一项经营成本比较高的业务,其中的成本既包括外请基金经理的人工成本和估值清算等系统成本,还包括海外投资运作所包含的合规成本。截至到今年9月底,我们60家基金公司中已经有21家公司的基金管理规模低于100亿,不少公司的财务状况在熊市中受到了非常大的挑战。可以想象,成本较高的QDII业务对于中小公司来说是难以承担之重。