

基金参谋

首席分析师的观点

来自基金研究前线的观察
美国共同基金发展的启示
国外基金60年研究主题
国内基金10年理论实证
透视18家基金公司
精选18只优质基金

代宏坤 著



基金参谋

首席分析师的观点

代宏坤 著

图书在版编目(CIP)数据

基金参谋:首席分析师的观点/代宏坤著. —上海:上海财经大学出版社,2012. 1

ISBN 978-7-5642-1249-0/F · 1249

I. ①基… II. ①代… III. ①基金业-研究 IV. ①F830.45

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 259143 号

- ☐ 策划组稿 台啸天
- ☐ 责任编辑 台啸天
- ☐ 书籍设计 钱宇辰
- ☐ 责任校对 卓妍 胡芸
- ☐ 联系邮箱 taixiaotian@gmail.com.

JIJIN CANMOU

基金参谋

——首席分析师的观点

代宏坤 著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海叶大印务发展有限公司印刷装订

2012 年 1 月第 1 版 2012 年 1 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 15 印张 226 千字

定价:28.00 元

序

经过十年的发展,国内基金的有效账户已达到了6 000多万户。可以说,基金与千万家庭的幸福生活紧密地联系在一起。作为人类最伟大的发明之一,基金提供了一条低成本、高效率的途径,使广大投资者,特别是资金有限的中小投资者,能够参与资本市场,分享经济发展的成果。诚然,与股票投资者一样,广大基金持有人承受了很大的亏损,但投资者有理由对中国经济和资本市场的发展保持信心,给自己的未来一个期许,虽然通向未来的道路并不平坦。

上海证券作为第一批具备协会会员资格的基金评价机构,对于国内基金生态的健康发展具有一份责任。公司鼓励和支持研究成果最大限度地传播,向社会公众提

供专业的见解,使研究成果取得最大的社会效益。这些研究工作,对于推动国内基金法规的健全、机构的规范运作,以及基金持有人正确投资理念的形成功都是有益的。

首先,研究机构在推动基金法规的健全方面是可以发挥一定作用的。综观美国共同基金的发展史,美国投资公司的健康发展和监管法规的不断完善,在很大程度上是由美国投资公司协会(ICI)的深入研究和向国会的游说所推动的,例如《1940年投资公司法》的颁发和对基金公司内部人持股的监管等重大事件,背后都有投资公司协会深入的研究支持。在国内还没有这样的机构,但券商的基金研究机构是可以在其中发挥部分作用的,这对于行业的发展是有意义的。

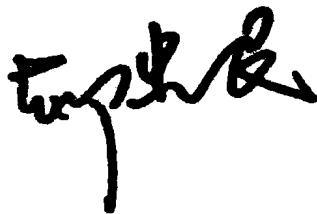
其次,研究机构对于推动基金投资行为的规范是能发挥部分作用的。在基础市场不健全的条件下,基金的投资行为有待规范。目前基金在一定程度上扮演了交易者的角色,采取短期化的投资行为,在二级市场博取价差。这些行为很大程度上是由于基金短期业绩排名的压力所导致的。作为基金评价机构,上海证券基金评价的哲学鼓励基金管理人切实遵守基金契约与投资业绩基准,为基金投资者创造长期稳定的超额收益,而不是追求短期的净值增长排名。

同时,研究机构还承担着部分投资者教育的功能。在国内这一新兴市场,基金的各参与方都不够成熟,尤其是基金投资者。研究机构有责任培育和引导投资者的风险意识和长期投资理念,让老百姓把基金投资看作财富长期增长的一条途径,而不是快速致富的渠道。基金投资者对于基金的很多抱怨,往往是因为不了解。这些研究工作,可以让投资者了解基金能做什么、不能做什么这些根本的问题。

不可否认的一个事实是,国内基金取得了很大的成绩,但也面临着转型与发展的任务。在美国共同基金的发展史上,也曾经有很多次,共同基金几乎退出了历史的舞台,但最终共同基金的发展成为资本市场上的一个奇迹。

在国内资本市场不断完善、相关法规不断健全、业界的共同努力下，我坚信国内资本市场、基金业的明天是美好的。

上海证券有限责任公司 总经理



2011年12月20日

前言

最近,麦肯锡的一个报告认为基金或许会退出历史舞台,这不是第一次有知名机构或权威人士给出这样的告诫。然而,在全球范围内,基金管理的资产规模却不断地创造出一个又一个新的里程碑,成为金融领域的奇迹。我相信,基金或许会有暂时的低潮,但最终仍会进一步发展。支撑这一判断的部分原因是广大投资者真实的理财需求、监管的不断完善和业界不断创新的能力。

这一判断也同样适合目前处境困顿的国内基金业。经过 2006 年、2007 年超常规的发展后,基金(本书特指公募基金)管理的资产规模近几年不但没有增加,反而持续下降,基金在人们心目中曾经拥有的良好形象正在消失和被淡忘。基金相对其他理财产品应该具有的优势在逐步消失,诸多新问题已经成为制约基金持续健康发展的障碍。基金面临着来自阳光私募、银行理财产品、券商理

财、投资性保险、PE 股权基金等多股力量的强大竞争压力。

但是,这些问题是基金业发展过程中的阶段性问题。在美国共同基金发展历史上,类似的问题也在不同的阶段出现过。很多次,美国共同基金几乎要退出历史的舞台。要承认,我国基金行业还存在很多问题,行业效率不高,但美国共同基金的发展史,可以让我们看清基金业发展的趋势。

尽管相信美国共同基金的行业发展史会给国内基金业的发展提供诸多借鉴,但我有时候也会心存疑问:美国共同基金的理论适合我国这一新兴市场吗?我们自身有怎样不一般的特征?如何提高行业的效率?于是,在日常的研究中,我不断地观察和思考,并把成熟市场的理论拿到国内市场来实证,从而发现,国内市场有一些不一般的特征,基金理论在国内市场的某些方面是失效的。我相信,这些理论失效的方面,很可能是我国基金的历史尚短,累积的数据还不具有代表性,某些看似新兴市场特征的东西很可能只是阶段性的表现。

同时,作为处在第一线的基金研究者,我每天面对众多的基金投资者,他们最关心的是哪只基金能赚钱。对此,我不能仅是超然地坐而论道,在感受投资者因涨跌带来的不同情绪的同时,我必须就基金投资的相关问题给出自己明确的观点:哪些基金公司富有特色?哪些是优质的基金?如何进行基金组合?

本书从三个方面来组织。第一方面是对基金行业的观察和理论实证,涉及的是基金行业宏观层面的问题,包括基金行业的转型与发展、基金的业绩和能力、基金的风格与成本;第二方面是站在投资者的立场,从微观的角度思考基金投资,包括策略与组合、公司与基金;第三方面是对国外基金研究的主题进行归纳,有利于扩大观察视野,了解基金行业的研究线路和进程。下面的内容可让您了解本书的主要观点。

有关转型与发展

在结构上,中国公募基金呈现出了稳定的不均衡态。表现为:规模还较小、市场结构不均衡(偏股型的基金比重过大);市场集中度高、结构稳定、进入壁垒高。在行为上,无论是无差异的固定管理费率,还是基金销售以银行主导的局面都亟待从单一向多元的嬗变;在业绩上,市场仍是主动管理的天

下,主动管理基金大多数时间能获得超额收益。与海外市场不同,国内基金进行积极资产配置的特征明显,普遍采纳市场择时策略。

在基金内部治理方面,可以尝试公司型基金的组织结构。为了解决投资者利益代表缺位的问题,公司型基金的组织结构对于强化基金内部治理是有益的,但是公司型基金也只是一种外在的组织形式,组织形式的改变不会自然地化解管理人与持有人的利益冲突。在美国的实践中,在传统的外部管理模式下,基金董事会并不能做到真正“独立”,而以先锋集团为代表的内部管理模式,才真正实现了持有人利益的优先。

在竞争方面,作为新兴市场,中国基金业的竞争态势既表现出了与成熟市场相似的方面,也表现出了自己独有的特征。与成熟市场不同,投资者并未表现出对老基金的偏好,也并不特别重视长期业绩好的基金。在竞争策略方面,虽然基金同质化的问题依然严重,但基金公司和基金产品逐渐呈现出了差异化竞争的态势。相反,在无差异的固定管理费率的条件下,基金公司低成本竞争策略的出现还尚待时日。

在基金销售渠道多样化方面,第三方销售符合基金销售专业化的需求,是国外成熟市场发展有一定程度的主导销售模式,能促进基金销售渠道的多样化。但从短期来看,银行主导基金销售渠道的局面还难以有大的改观,从长期来看,第三方销售机构必定会在构建多元化的销售渠道中扮演重要角色。

在产品结构方面,与美国股票基金、债券基金和货币市场基金三方天下的格局相比,国内市场的结构不均衡。偏股型基金占比超过70%,债券型基金和货币市场基金的占比非常小。大力发展债券基金,是投资者进行资产配置不可或缺的一个重要部分,也是养老金入市的基础,对于股市的稳定性也具有重要影响。

有关业绩与能力

在业绩持续性方面,与成熟市场相一致,国内基金业绩难以持续。从相对收益的角度来看,大约只有12%的基金能连续三年超越业绩比较基准。大多数基金在一种市场风格中表现好,而在另外一种市场风格中却表现糟糕。这有基金经理的原因,但更主要的原因源自基金的投资风格。

在投资能力方面,成熟市场的经验表明,基金不具备选股能力和择时能力,而国内基金总体上具备选股能力、不具备择时能力。

投资者关心的是,什么样的基金是好基金?在成熟市场,由于市场有效性相对较强,基金的投资成本是影响业绩的一项重要因素。因此,与基金成本相关的费率、换手率是挑选基金的重要考虑因素,投资者并不关注基金的选股能力和择时能力。在国内的投资实践中,投资者应重视基金的选股能力、风险调整后收益、机构投资者持有比重和基金的规模,而基金的择时能力、运作费率和换手率并不是重要的业绩影响因素。国内外的这些差异,可以由国内市场有效性不强、散户参与度高和市场波动性大等特征来解释。

做基民还是股民?对基金和个人投资者 2006~2010 年总体投资业绩的调查表明:在牛市中,基金业绩远远好于个人投资者,但跑输指数;在熊市中,基金不能为投资者赚到钱;在三种市场下,基金的投资业绩整体上都好于个人投资者。因此,尽管基金的投资业绩为人诟病,但基金仍是一般个人投资者的较好选择。

有关风格与费用

在集中化投资方面,一般认为集中投资波动性会更大,但很多基金经理有自信通过深度挖掘、集中持股来获取更大的收益。分析表明集中持股的基金在业绩上并没有显著好于分散持股的基金,集中持股也并不意味着高风险,集中持股基金的波动幅度并不特别高或者特别低。

在规模方面,市场上目前众多的“迷你”基金让人关注,投资者普遍认为规模小会对基金业绩带来一定的负面影响。这样的想法有一定的合理性,但对多方面投资能力的考察表明“迷你”不是问题,构建保护持有人利益的基金退出机制更加重要。

在换手率方面,与美国共同基金平均 65%~85%的换手率相比,我国基金的换手率非常高,尽显频繁操作的特征。然而,高换手率与业绩的关系不明显,基金的大部分业绩来自于市场的走势,而不是基金积极操作的结果。

在成本方面,海外成熟市场的运作费率近 10 年来逐步下降。国内基金运作费率在 2007 年大幅下降后,最近 3 年保持稳定。与成熟市场不同,国内基金的运作费率与业绩没有显著的关系。

有关策略与组合

在基金投资策略的有效性方面,我们用过去 8 年的数据检验了买入持有策略、市场择机策略、分批投资策略、定投策略、价值平均策略和资产配置策略的有效性。在过去 8 年的市场走势中,获得最好回报的是买入持有策略。

在基金组合方面,经典的投资组合理论通过马柯维茨(Harry Markowitz)均值—方差分析来寻找“最佳”资产组合,其核心内容是有效边界。不幸的是,有效边界也是造成许多认识混乱的根源。我们认为,在实际的基金组合中,投资者只要对不同类型的基金进行简单配置,就能在一定程度上分散组合的风险。基金投资,简单或更有效。

同时,基金的长期投资也并不意味着投资组合一成不变。定期检查并调整资金分配,有助于投资者投资目标的实现,定期检查及再平衡还有助于投资者坚持投资策略、目标专一,而不是追捧眼前流行的产品。

有关公司和基金

作为处于基金行业第一线的研究工作者,每天面对受市场涨跌而情绪波动的基金持有人,我必须观点明确地解答投资者关心的每一个具体的问题。投资者最关心的是哪只基金好。约翰·博格告诫过,寻找优质基金的“圣杯”是徒劳的。特别是在国内市场风起云涌的背景下,要把握一只好的基金,何其困难。任何试图预测的行为在事后看来都会显得很愚蠢,但我可以为投资者做的是,告知他们基金公司有什么样的特点,哪些基金在历史上有好的表现,他们为什么会有这样的表现。这就有了我对 18 家基金公司的解读和我精选的 18 只值得关注的基金。

有关国外基金 60 年研究主题

基金研究伴随基金而生,在基金研究方面国外取得了很大的进展,形成了今天我们所看到的基金理论。国内基金研究还处于发展阶段,深入地研究基金,需要我们具备更宽的视野。书中归纳了国外基金 60 年研究的主题,希望给基金研究者以启发,借鉴国外研究的成果,在此基础上形成符合新兴市场特色的研究方向,推进国内基金研究向更深的层面发展,这对国内基金

业效率的提升将是有益的。

本书约 70% 的内容已在中国证券报、上海证券报、证券时报和新浪等媒体发表,这次重新编目、集结出版。因此这本书更像是我基金研究的一个汇集,它既不像学术著作那样逻辑严密、框架精美,也不像基金买卖技巧的书籍那样直截了当。2011 年是中国开放式基金诞生十周年的年份,希望本书的出版能对国内基金研究有所贡献。这不是一本大众化的书籍,本书是写给基金行业的同仁和对基金有一定认、想深入了解国内基金状况的投资人。当然,对于普通投资者,书中的基金公司和基金精选两章是有价值的,是我基金研究在投资方面的最直接应用。

本书的部分内容,有我同事的贡献,在此一并感谢。由于学识有限,书中的错误和遗漏之处,希望得到各方专家的指点。电子信箱:daihongkun@126.com。

代宏坤
2011 年 12 月 18 日

目录

序 —— 001

前言 —— 001

第一章 转型与发展 —— 001

基金业生态:转型进行时 —— 002

公司型基金:有效不完美 —— 012

基金业竞争:大幕已开启 —— 019

第三方销售:任重而道远 —— 029

债券型基金:均衡新势力 —— 036

小公司策略:三维度变革 —— 044

第二章 绩效与能力 —— 049

收益:相对 VS 绝对 —— 050

业绩:间歇 VS 持续 —— 054

决策:短期 VS 中期 —— 064

能力:择时 VS 选股 —— 069

基因:优基 VS 劣基 —— 079

论剑:基金 VS 散户 —— 085

评级:高星 VS 低星 —— 090

第三章 风格与费用 —— 095

风格:集中无关风险 —— 096

规模:迷你不是问题 —— 102

换手:行业整体高企 —— 109

成本:保持相对稳定 —— 119

第四章 策略与组合 —— 127

投基:策略六款实考 —— 128

配置:风险交换效率 —— 140

组合:简单或更有效 —— 143

策略:全球多元配置 —— 149

追踪:检视及再平衡 —— 157

第五章 公司与基金 —— 165

18 家基金公司掠影 —— 166

18 只优质基金解析 —— 180

第六章 国外研究主题 —— 205

主题一：基金业绩 —— 206

主题二：基金费用 —— 209

主题三：风格分析 —— 210

主题四：资金流 —— 212

主题 X：其他主题 —— 213

参考文献 —— 215

从成熟市场的经验来看，一个充满活力的基金行业，需要具备的因素包括：能有效保护投资者利益的有力监管；行业进入壁垒不高；国民富裕且受教育良好；有养老金固定缴款计划的制度安排。这些因素决定了基金业的发展。国内基金业仍在路上，不断地迎接转型与发展的挑战。

第一章

转型与发展

基金业生态：转型进行时
公司型基金：有效不完美
基金业竞争：大幕已开启
第三方销售：任重道远
债券型基金：均衡新势力
小公司策略：三维度变革

基金业生态：转型进行时

——中国基金行业结构、行为和绩效

公募基金的形象日渐暗淡，业绩受到投资者的广泛质疑，规模受到多种资产管理产品的蚕食，但无论是基金数量还是资产管理规模，公募基金在近十年的时间里实现了飞跃式的发展。在为人诟病、处境困顿之时，全面地审视基金行业的状况，有助于把握未来发展的趋势。我们以美国共同基金的行业发展历史为参照，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），来分析中国公募基金的结构、行为和绩效。结论表明：

- 中国公募基金在结构上呈现出稳定的不均衡态。表现为：规模还较小、市场的结构不均衡（偏股型的基金比重过大）；阶段性的超常规发展是国内外基金行业发展初期的特殊增长路径；市场集中度高、结构稳定、进入壁垒高；

- 在行为上，亟待从单一向多元的嬗变。无论是无差异的固定管理费率，还是基金销售以银行主导的局面，要实现真正的嬗变还有很长的路要走，只有充分的市场竞争才是有效的催化剂，而多元化的格局将引导行业走向更加差异化的竞争；

- 在绩效上，国内基金大多数时间能获得超额收益，市场仍是主动管理的天下；与海外市场不同，国内基金进行积极资产配置的特征明显，普遍把较大比重的资金配置到债券和货币市场中，反映了基金采纳市场择时策略的普遍化。

结构：稳定的不均衡态

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，而美国共同基金资产规模接近 12 万亿美元，共同基金数量接近 7 600 只。

总体来看，国内基金的资产管理规模还较小、市场的结构不均衡（偏股型的基金比重过大），这些都是基金业发展初期的特征，与美国共同基金发