

导论

2001 年 11 月 13 日，经中国证监会批准，华夏成长证券投资基金正式成立，这是继 9 月份华安创新和南方稳健之后，市场发行的第三只开放式基金。开放式基金的发行，不仅意味着投资者多了一种选择，资本市场多了一种产品，更重要的是，开放式基金以其独有的制度安排而成为一种新型金融中介。它的诞生和发展，将成为推动我国金融深化和金融体系演进的重要力量，并且它将进一步提升我国资本市场的功能，催生我国基金管理业的变革。

一、 开放式基金将成为推动 我国金融深化的重要力量

人类社会在漫长的发展进程中，经历了农业社会、工业社会和信息社会，货币的出现将人类社会的经济形态区分为自然经济和货币经济。而和信息社会相对应的经济形态，就是金融经济。金融经济时代的到来，是一国金融深化和金融体系不断演进的必然结果。金融深化主要表现为金融的市场化、金融资产的证券化和金融机构的多样化，金融深化的过程也就是一国金融体系的演进过程。美国学者 T.M. Rybczynski 认为，一国金融体系的演进大致要经过三个主要阶段，即商业银行主导阶段、资本市场主导阶段（又分为弱市场阶段和成熟市场阶段）和证券化阶段。在不同的阶段，金融体系的功能（支付与清算、提供流动性、媒介储蓄与投资、监督资金使用者以及风险定价与风险配置）由不同的机构来实现。在商业银行主导的金融体系中，银行执行大部分金融功能；在证券化阶段，金融功能的实现主要依靠从

事资本市场业务的投资银行和其他非银行金融机构以及能够提供综合金融服务的全能银行。在金融体系演化的进程中，可交易的金融资产逐渐替代不可交易的金融资产，资本市场也渐渐突破国界形成无疆界市场，金融服务业的竞争在全球范围内展开。根据他的研究，美国 and 英国已经处于证券化阶段，而日本和德国等发达国家正处于向证券化迈进的过渡阶段。

号称世界经济火车头的美国，其强大的经济动力主要来源于两个方面，即无可匹敌的科技实力和高效强劲的金融体系。就金融体系而言，美国已经形成了从风险投资制度到传统商业银行的完整的金融功能链条，如下图所示。传统商业银行业务处于金融功能链的末端，呈不断萎缩的态势。但商业银行本身通过各种方式实现与资本市场的对接，从而在金融体系中依然占据重要地位。在以资本市场为核心的直接金融力量迅速增强，以商业银行为主导的间接金融逐渐衰落的过程中，以共同基金和养老金为主的非银行金融机构的发展起了重要作用。有人用投资基金比率（即一定时点上一国证券投资基金的资产总值与该国所有金融机构的金融资产总值之比）来度量美国金融体系内部结构的变迁，发现美国金融结构中的投资基金比率自 20 世纪 80 年代以来一直维持平稳上升态势，并在进入 90 年代后获得爆炸性增长（1980 年该比率为 2.9%，1998 年为 23.4%），推动了美国证券市场的繁荣，改变了美国股票市场的投资者结构。近 20 年特别是 90 年代以来共同基金的蓬勃发展重新刻画了美国金融与经济的结构和前景。它们不仅使政府债券、垃圾债券以及小公司股票变成流动性很强的资产，而且大大降低了产业部门和政府部门的融资成本，从而有力地推动了美国经济持续 9 年的增长，以至有人称共同基金为激活美国经济的秘密武器。

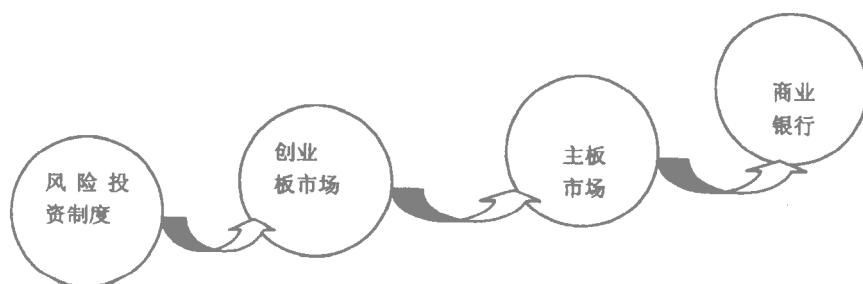


图 1 美国的金融功能链条

日本的金融体系是银行导向型的，商业银行吸取了大部分储蓄，为经济活动提供大量资金。银行储蓄是日本居民的主要投资工具，企业依赖银行信贷，这种金融结构具有内在的脆弱性。日本经济学家在反思将近 10 年的经济衰退时指出，日本作为世界第二大经济体，在短短几十年内积累了巨额财富，但是，日本的金融结构并未发生类似于美国的根本性变化，效率极低的银行继续主导日本金融体系，居民金融资产中储蓄存款占绝对比重（见下表）。这是日本经济长期衰退、货币政策失效的根本原因之一。1996 年，日本也开始实行“大爆炸”式金融改革，取消固定佣金制，消除对衍生产品和资产支持证券（ABS）的限制，允许银行、养老基金进入资本市场，取消银行、保险和证券业的业务界限等等，极力推动本国金融体系朝以资本市场为核心的金融体系的方向演进。

表 1 日本居民金融资产构成的变化情况（%）

年份/构成	银行存款	债券	股票	养老金	其他
1975	61.6	6.1	2.8	11	18.5
1985	51.8	6.8	7.5	11.4	22.5
1995	49.2	2.8	6.0	11.8	30.2

1998 年 3 月底	50.6	2.2	4.8	12.9	29.5
-------------	------	-----	-----	------	------

注 1：资料来源：转引自（日）奥村洋彦，《日本“泡沫经济”与金融改革》，中国金融出版社，2000 年。

注 2：表中股票栏为居民直接持有的比例；其他栏包括共同基金、投资信托和保险等。

与美国、日本的金融体系相比，我国的金融结构是非常原始的。金融资产的 80%集中于四大国有独资商业银行，它们垄断了信贷资金的供给，但效率极其低下，其资产收益率目前仅仅只有 0.17%（江其务，2001）。与这种融资格局相适应，我国居民金融资产以银行储蓄存款为主（储蓄存款占居民金融资产总额的 70% 以上），资产品种单调结构单一。随着我国资本市场的快速发展，证券化资产占居民金融资产增量的比重自 20 世纪 90 年代以后呈稳步提升态势，尤其是在 90 年代后期，证券化资产在居民金融资产中的地位日益显现，1997 年该比例高达 22%。但我国资本市场的投资者以个人为主，机构投资者比重非常小。就投资基金规模而言，截至 2000 年底，我国证券投资基金的发行份额为 562 亿元，资产规模 847.35 亿元。同期沪深两地股票市场总值为 48091 亿元，流通市值 16087 亿元，证券投资基金所占比例分别为 1.76% 和 5.27%。若以 2000 年全部金融机构各项存款余额 12.38 万亿来计算投资基金比率，其值为 0.68%，简直可以忽略不计。这一方面说明我国投资基金的发展还处于幼稚时期，对资本市场的推动作用非常有限，但另一方面也预示了我国投资基金业超常规发展的巨大空间。

开放式基金在我国的诞生，其意义并不仅仅是我国资本市场上多了新的投资品种或多了几个机构投资者，开放式基金的制度特征使之有可能成为我国金融深化和金融结构升级的重要推动力量。从下图中我们看到，开放式基金通过发行基金份额来筹集大批资金，然后再投资于资本市场（极少量资金可投资于不动产和未上市企业）。从投资者与开放式基金的关系来说，投资者投入资金，获得基金份额，成为

基金持有人，同时，投资者又可以随时赎回基金份额进行变现。因此，开放式基金的赎回特征使其具有银行活期存款的流动性便利。由于基金由专家理财并且能够大范围组合投资，使得投资者可以获得较高的收益。例如，美国最大的 20 家共同基金中，年收益率最高达到 27.6%，最低为 8.7%，平均收益率高达 20.17%（Anthony Saunders, 2000.P67）。可以说，开放式基金既为投资者带来较高的收益，同时又兼顾了投资者的流动性偏好，因此，对投资者来说极富吸引力。从开放式基金的投资组合来讲，其绝大部分资产为货币市场工具（如国债、市政债券、商业票据、大额可转让存款单、同业拆借、国债回购等等）、资本市场工具（公司债券、中长期国债、股票、资产支持证券、抵押支持证券等等）、小部分的金融衍生产品（如股票指数期货、股票期货、期权等）以及少量的不动产和风险投资。因为开放式基金的资产选择主要是资本市场工具（80% 以上）和货币市场工具，因此，开放式基金的发展能够极大地刺激对证券产品的需求，推动资本市场的快速发展。最后，我们再打开开放式基金这个“暗箱”，看到开放式基金本身并不是一个法人实体，而是一系列契约安排。基金成立以后，基金管理公司负责管理和运用资金，从事股票、债券等金融工具投资，开放式基金可赎回的特点，迫使基金管理公司聘用最优秀的人才为基金持有人创造价值；基金托管人安全保管基金的全部资产，监督基金管理人的投资运作，这种制度安排有利于保障基金持有人的资产安全。

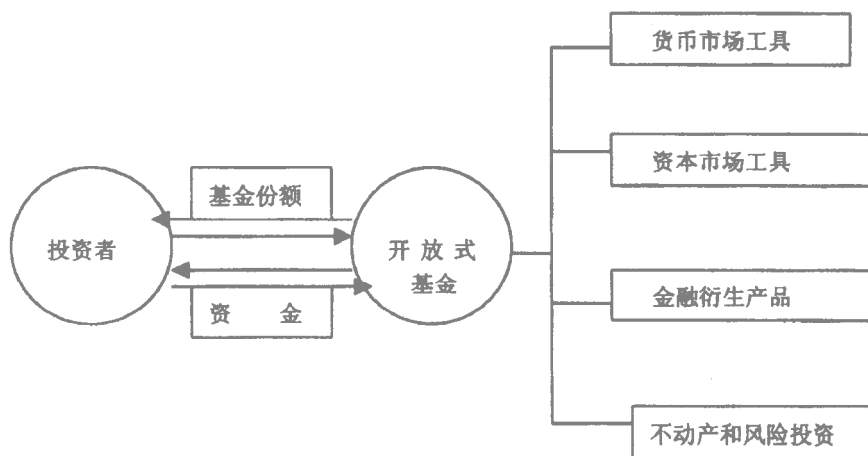


图 2 开放式基金示意图

开放式基金综合了银行活期存款的流动性便利、证券组合投资的较高收益以及良好的资产安全保障，它的资金来源于广大居民储蓄，它的资金运用建立在资本市场的平台上。开放式基金的迅速发展必将一方面促进资本市场的发展，提高资本市场在整个金融体系中的地位，另一方面，它定将挑战商业银行在金融体系中的霸主地位，成为商业银行的强有力的竞争对手，促进金融机构发展的多样化和金融资产结构的多元化。

二、 开放式基金有利于进一步提升我国资本市场的功能

资本市场具有多种功能，如创造投资品、为经济体系提供真实而有效的经济信号以及实现资本资源的高效配置等，但其基本功能是媒介储蓄与投资，即从经济体中汲取大量储蓄，再将它配置到高效率的经济活动中去。资本市场吸取储蓄的能力，是资本市场实现其他功能的基础。

从储蓄的供给来看，我国居民部门是资金盈余部门，是主要的资金供给者。居民部门的储蓄数量取决于两个变量，即居民的可支配收入和储蓄率，而居民的可支配收入又受制于国民收入的分配格局。我国始于 1978 年的经济体制改革从收入分配制度改革入手，通过一系列的放权让利政策，使得我国原有的以财政分配为主体的收入分配格局发生了根本性的变化，国民收入分配出现了向居民部门倾斜的趋势。在整个经济开放进程中，我国居民部门在可支配收入中所占比重不断提高，居民可支配收入从 1978 年的 50.07% 持续提高至 1995 年的 73.6%，以后虽有所下降，但在整个 20 世纪 90 年代大体维持在 65% 左右。随着居民收入水平的提高，居民部门的储蓄率也随之提高，1986 年一度达到 45.6%，此后略有回落，但基本稳定在 30% 到 40% 之间。可以预期，随着市场经济体制的初步建立和收入分配制度的进一步规范化，居民部门可支配收入所占比重和居民部门储蓄率都不会有太大的波动。那么，随着我国经济持续以较快的速度增长，居

民部门的储蓄也将保持稳定增长。目前这种资金供给主要是以银行储蓄的形式来表现的，随着经济货币化和经济金融化的逐步深入，越来越多的证券资产将进入居民的资产篮子。居民部门的庞大储蓄及其金融资产选择行为，既是资本市场发展的原动力，也为金融创新提供了前提条件和基础。

很多人认为，虽然我国居民储蓄总量庞大，超过 7 万亿，且储蓄增量一直保持较高增幅，但其中很大部分是居民的预防性储蓄，是居民用来防老、购房、看病、支付子女教育费用的，这种储蓄追求安全性，对收益并不敏感。这是一种似是而非的观点，我们看到有关老百姓排队争相购买国债的报道，总理也说国债不是发多了，而是发少了，政府不敢少发国债，怕老百姓买不到骂政府。因此，即使是预防性储蓄，它也追求收益，不过在安全与赢利之间更注重安全性而已。此外，中国人民银行非银行监管司近期作过一个有关私募基金的调查，通过对 6953 家投资咨询公司、投资顾问公司、投资管理公司、财务管理公司和财务顾问公司的抽样调查，发现私募基金的规模远远超过了人们此前的估计数：3000 亿至 5000 亿元。中国社科院金融研究中心的有关专家估计，中国私募基金的规模可能在 8000 亿到 9000 亿左右。我国的私募基金与国外的私募存在很大的差异，例如，美国的私募基金是相对于公募的共同基金而言的一种基金类型，一般属于合伙制的小型私人投资公司，主要投资于公开交易的证券和金融衍生产品，是一种高风险的投机基金。我国的私募基金在目前并不合法，它们的收益分配主要采取保底分红和固定收益率的方式进行。从规模庞大的私募基金也可以看出，追求收益的逐利资金的供给，其数量之巨出乎很多人的意料。能否将这些资金吸引到资本市场上来，关键在于资本市场是否可以提供具有足够魅力的投资产品。

从投资产品的供给来看，我国目前的证券化资产主要是国债、股票、基金和少量的公司债券。如果说美国资本市场的原生产品的结构是金字塔型的，最底层是政府债券，中间是公司债券，塔尖是股票，以公司债券为例，美国公司债券每年的发行额大约是股票发行额的

5.37 倍（10 年平均值得，见下表），那么我国资本市场产品的品种结构恰好相反，是倒金字塔型的，股票是最主要的证券化资产，公司债券数量之少简直可以忽略不计，国债本身的品种也很单调。大家都知道，任何金融产品都是收益与风险（包括流动性）的组合。在原生金融产品中，国库券的收益率最低（通常作为无风险利率），普通股收益率最高，风险也最大。在这两种金融产品之间，还应该存在其他各种产品，它们的收益 / 风险组合介于国库券与普通股之间。如果收益与风险都可以无限分割的话，那么在这两个端点之间，收益与风险的组合是无限的。收益与风险的不同组合能够满足投资者的不同的收益 / 风险偏好。我国资本市场目前的品种结构不适合普通投资者的需要，尤其是我们在前面所讲到的关注安全性的投资者。可以说，这种单调失衡的产品结构，降低了资本市场的吸引力，阻碍了机构投资者的发展。要进一步提升我国资本市场的功能，就必须开发符合投资者需求的高品质投资产品。

表 2 美国公司债券和普通股的年度发行额（单位：百万美元）

年份/金额	发行总额	公司债券	股票	公司债券/发行总额（%）
1990	340049	299884	40175	88. 19
1991	465246	389822	75424	83. 79
1992	559827	471502	88325	84. 22
1993	769088	646634	122454	84. 08
1994	583240	498039	85155	85. 40
1995	673779	572998	105323	84. 37
1996	773110	651104	122006	84. 22
1997	929256	811376	173330	81. 40
1998	1128491	1001736	205605	82. 00
1999	1072866	941298	217868	80. 00
2000/10	784872	664473	120751	84. 62

资料来源：《Federal Reserve Bulletin》，various issues

开放式基金的推出，一方面为投资者提供了优质的投资产品，丰富了资本市场的品种，开放式基金本身就存在各种类型，如增长型基金、平衡型基金、收益型基金，不同的基金追求不同的投资目标，针对具有不同风险收益偏好的投资者群体，满足不同投资者的需求；另一方面，开放式基金的发展必将进一步推动资本市场规模的扩大和产品的多元化，使之更富吸引力，具有更强大的吸取储蓄转化投资的功能。开放式基金天然要求一个规模庞大的资本市场，没有这样一个市场，开放式基金就难以大规模地进行组合投资，难以自由运作自由进退，就好像大鱼生活在小池塘里。客观地说，我国目前虽然有近 1200 家上市公司，但由于有 60% 以上的股份是不流通的，再加上上市公司落后的产业结构、所有制结构和微弱的赢利能力等等，使得开放式基金的生存环境并不乐观。此外，资本市场产品结构的单调失衡也使得开放式基金的资产选择受到很大的局限。但开放式基金的发展，将吸引更多的资金入市，大大增加对证券产品的需求，同时，它将推动我国资本市场的交易制度变革，促使融资融券制度和期货交易制度的早日诞生。放眼中国资本市场的未来，开放式基金将成为我国资本市场发展的强劲的内在动力。

三、 开放式基金将推动 我国基金管理业的变革

开放式基金独有的特征，使其与封闭式基金存在根本的差异，它对基金管理业的影响是深远的，它对当前我国基金管理业的弊端和缺陷提出了挑战。开放式基金将重塑我国基金管理业，推动基金管理体制

度的变革。

一段时期以来，股市赌场论、股市投机论甚为流行，股市庄家一词的广泛应用，也好像显示人们对股市就是赌场的认同，一篇基金黑幕言之确凿，更是让人们感到股市黑幕重重，简直黑得伸手不见五指。该报告揭示了大部分基金通过虚买虚卖、联手操纵等手段，在市场上呼风唤雨，为所欲为，它们所掌握的股票的价格大幅涨落，引得众多投资者争相跟风基金重仓持有的股票，使其稍有不慎便深套其中。封闭式基金管理人的这些行为是封闭式基金本身的制度缺陷与基金管理人自身利益最大化动机相结合的必然产物。首先，封闭式基金完成发行之后，基金单位就只能像股票一样在交易所买卖，基金持有人不能直接赎回，使基金管理人没有了外在的压力。其次，基金管理人的收益与基金的净资产直接挂钩，不论基金是赢利还是亏损，基金管理人都能够按照基金净资产的一定比例提取收益，旱涝保收使基金管理人缺乏内在的激励。并且，按照基金收益分配的有关规定，当年实现的基金净资产的增量部分，其中的 90% 必须以现金的形式分配给基金持有人，因此，作为下一年度收益提取基准的净资产值不能随着上一年度业绩的增长而增长，基金管理人的自身利益最大化动机使得他们倾向于推迟实现利润，哪怕这样做会严重损害基金持有人的利益。如果基金管理人的获利能力较高，他们会倾向于推迟利润分配，对已实现利润安排在截止期限的最后一天进行分配，以最大限度地实现自身收益。

开放式基金独有的制度特征使其有能力克服封闭式基金的缺陷。首先，开放式基金的可赎回特征为基金管理业引入了公平竞争机制。因为开放式基金的规模不是固定不变的，可以通过基金持有人的申购和赎回不断变化，因此，如果某个开放式基金的业绩表现在一个足够长的时期内优于其他开放式基金，那么，其他开放式基金的持有人会赎回他们持有的基金单位，获得现金后再来投资于这家表现优异的开放式基金，导致这家开放式基金的规模不断膨胀而业绩较差的基金规模不断萎缩，这个过程一直会持续到这家基金规模增长到一定程度引

起投资收益向整体开放式基金的平均收益水平靠拢为止。开放式基金之间的激烈竞争将迫使基金管理人不断提高投资和管理水平，真正维护基金持有人的利益，否则就会被市场淘汰。其次，开放式基金每日公布基金资产净值的制度，使得开放式基金比封闭式基金的信息披露更为透明，频率更高，更加方便投资者及时准确了解基金的运作情况，一旦基金持有人对基金的表现不满意，他可以采取赎回行为表达自己的不满。对基金管理人来说，这种每日进行的信息披露机制所带来的压力，将转化为对基金管理人的激励与约束机制，迫使基金管理人把自己修炼成真正的投资专家。

基金业发展的核心问题是如何保护投资者权益，树立投资者对基金的信心。如果说公司治理结构是现代资本市场基础的话，那么基金治理结构则是基金业赖以生存的基础。基金治理结构包括以下几个方面，首先，基金有关各方的制度安排（法律规定和在法律基础上的和约安排），同时设立相应的机构来保护基金资产，监督基金内部人的行为；其次是外部市场压力，即市场对基金经理和其他受托人的压力，如直接更换基金经理或其他受托人，或以赎回的方式以脚投票；最后就是报酬机制，由于基金经理人和其他受托人的努力程度不是可以直接观察的，一套好的报酬机制和相应的补偿机制是非常必要的。在契约式的基金安排中，基金只是作为信托财产，基金持有人是信托关系的受益人，基金管理公司（基金发起人）是基金的委托人，而托管银行则是受托人。基金发起人（通常是基金管理公司）选择托管人，托管人作为受托人是信托财产的名义所有者，具有保管账户等功能，而基金受益人享有基金财产的各种收益。其中的关系有基金契约来约束。我国的封闭式基金和开放式基金都是契约式基金，其治理结构如上所述。从我国封闭式基金的实践来看，光有法律法规和基金合约并不足以规范基金管理人的行为，外部的市场压力是必不可少的。考虑到我国基金管理人的队伍构成在短期内并不会发生太大的变化，基金管理人和托管人的市场竞争有限，直接更换基金管理人或托管人在现实中很难做到，因此，用脚投票的方式就显得非常重要。开放式

基金的可赎回特征赋予基金持有人对基金管理人施加外部压力的权力，从而改善基金治理结构，更好地保护投资者利益。

第一章

投资准备篇 ——教你认识 开放式基金