

# 公募基金行业何时不再“靠天吃饭”？

## 市场的牛熊还在决定基金行业规模的牛熊

基金公司靠天吃饭的格局没有发生根本性转变。

2015年的大牛市对于基金行业来说非常重要，一轮牛市意味着一轮洗牌，今年一季度末与去年二季度末相比，基金公司资产规模发生了不小的变化。受市场波动影响，大部分基金公司的资产规模都有不同程度的缩水，股票型基金占比较大的公司受到的影响相对更大，而一些依靠分级基金在2015年实现规模快速增长的公司，2016年的下滑幅度尤其明显。

以鹏华基金为例，据东方财富统计，鹏华基金在2014年末规模为688.41亿元，到了2015年二季度末，规模增至2275.4亿元，跨入“二·千亿俱乐部”，而2016年一季度规模回落至1549.98亿元。

当然，牛转熊也成就了一些特例。市场走弱之后，华宝兴业因其场内货币产品规模激增而规模骤涨。数据显示，华宝兴业基金公司2016年一季度规模为1960.4亿元，排在基金公司规模榜的第12位，而2015年二季度末，华宝兴业的规模还只是1128.07亿元，排在第21位。

### 2015年新发基金规模缩水业绩堪忧

牛市效应也让2015年成为基金公司发行新基金的“大年”。

据济安金信副总经理王群航的统计，2015年发行的基金数量是中国公募基金市场有史以来之最。其中，主动管理型股票基金有100只发布了招募说明书，而指数基金和混合基金的这一数字分别是150只和479只。将混合基金细分来看，相对收益基准的混合基金有287只，绝对收益基准的混合型基金有147只，保本基金45只。

工银瑞信是去年新发基金最多的公司，共发行了12只基金。而工银瑞信的规模也同步激增，2014年底规模为2540.6亿元，到了2015年二季度末达到3522.84亿元，今年一季度末，工银瑞信的规模已达4202.40亿元。

然而，繁华落尽，这些在牛市中备受追捧、让基金公司规模大涨的基金如今业绩堪忧。在牛市中最受欢迎的分级基金正是其后净值损失最大、规模缩水幅度最大的产品。

数据显示，2015年共有1382只新发分级基金（不将分级基金合并计算）。这一年，净值损失最大的前50只基金均为分级基金，有8只分级基金自成立日起复权单位净值下跌超过90%。与净值损失相伴随的是规模的缩水。分级基金B份额缩水严重，规模被腰斩的不在少数，最为极端的情况是，有的分级基金的最新基金份额数较发行时份额缩水竟达到90%以上。

除了分级基金，其他基金的情况也不尽如人意。统计显示，在443只2015年成立的可比股票型基金中，自成立日至今浮亏的基金多达311只，占比超过七成，也是规模缩水的重灾区。而那些操作空间更大、仓位控制更为灵活的灵活配置型基金的情况也没好多少。在536只可比基金中，浮亏的约1/3，份额缩水也同样明显。去年还发行了9只绝对收益产品，仅3只浮盈，部分产品份额缩水超过80%。而受到国际环境影响，QDII产品的净值和规模情况也同样不太乐观。

债基相对要好一些，但是股票市场的大波动还是对二级债基产生了很大的影响，出现了少见地出现了一批大幅亏损的债基，而这也与市场波动相关的债基规模缩水也很明显。

正应了那句被基金行业反复絮叨的老话：好发的基金不好做，好做的基金不好发。”在经历了去年新基金发行狂欢之后，今年的基金市场似乎又重新进入了规模回调、滞涨的怪圈。

### 投资者利益与基金公司规模诉求何时能两全？

一次牛熊，一番轮回。

阳光下没有新鲜事。凡此种种，就像倒带，将2007年重演一遍。

先说说三个牛市到来前的故事。

第一个故事。2015年之前，许多基金公司的资产管理规模是由2007

年是否发行新基金决定的。一位基金公司总经理曾说过，2007年他们因为一些外部原因错过了新基金发行，非常痛惜。这位总经理在权益投资上很有想法，此后数年公司在熊市中业绩也比较出色，但公司规模却一直停留在中小型基金公司的水平。

第二个故事。有一次，记者采访一家小型基金公司。这家公司2007年发行了新基金，大幅度增加了公司的资产管理规模。可业绩不太理想，其资产管理规模主要就依赖于牛市新发的基金。他们的一位高管表情凝重地告诉记者，他不盼望牛市，因为他担心牛市来了，基民们解套了，会引发赎回潮。

第三个故事。有一位非常勤奋、对工作充满热情的基金经理，其管理的产品净值一度站在市场的最前列。然而，市场行情不佳，虽然净值在增长，可是规模的上涨却相当有限。这位基金经理决定彻底调整投资思路，不再做价值投资而是开始“赌牛市”——买入最激进的品种，在每一次的反弹中冲在最前头。他告诉记者，他要让市场在牛市来临的时候看见他的产品。由于高风险，他的产品净值开始不可避免地回撤，在那段漫长的熊市里，他没有等到属于他的牛市，只留下了一只由浮盈变成浮亏的产品。

牛市对基金公司太过重要。对于大多数普通基金公司来说，牛市是提升规模甚至改变命运的最好时机。但牛市中冲规模的代价是昂贵的。实际上，自2007年之后，对于牛市中高位发行营销使得投资者高位被套、损失

惨重的情况，全行业一直不乏反思。也是从那个时候开始，公募基金在普通投资者眼中的形象不再高大、专业、神秘，而是透支了信用，沾染了负面的色彩。

世间安得两全法，不负规模不负民？

这里有一个恶性循环：市场上涨基金赚钱，随后投资者大量买入，然后股市见顶、投资者被套，等市场再上涨的时候解套走人。随后市场接着上涨，再导致基金赚钱，……开始一个新的循环。”一位基金分析人士对记者表示。

意料之外、情理之中的是，虽然业内一直在反思2007年的基金行业信用透支、使基民蒙受损失，但2015年还是将2007年的情况又重演了一遍。

有银行业内人士反思：在基金行业

过去的一年间，A股盛极而衰，给市场所有参与者上了重要一课。

在此，招商基金副总经理沙骏、华泰柏瑞基金投资总监方伦煜、国泰基金权益投资事业部总经理黄焱、融通基金投资总监商小虎、国海富兰克林基金投资总监徐荔蓉、万家基金投资总监莫海波、北信瑞丰基金副总经理高峰等七位分管投资的副总经理或投资总监，共同回望过去一年的A股市场。这七位投资总监认为，在市场伤痛渐渐愈合之际，更应该反思过去一年甚至更长时间，市场发生了什么。市场中极端事情常常会超预期发生，投资上需要更重视风险，加强流动性管理，投资回归本源——从公司内在价值和产业变迁上做长期投资。

### 回归“常识”

狂飙突进的2015年前6个月，令所有市场参与者炫目，而如今提起那一段激动人心的时光，这几位投资总监更多想到的是回归“常识”、回归理性。

沙骏正是去年5月份加盟的招商基金，他进入公司先做了两件事，一是力劝投研同事不要盲目“奔私”，二是着手准备批量发行保本基金。这么做最根本的原因在于当时的牛市带有“高波动、高杠杆率、高估值”特征，而常识告诉我们，这不可能同时持续很长时间。我的职业生涯已经经历过四轮牛市，20年的经验让我看到，每次牛熊转换都有着类似的过程。虽然我并不知道牛市究竟会维持多久，但经验提醒我牛市尾声可能就要来临。”沙骏表示，当时还有几个重点指标让他提起警惕：第一，全球股票市场其实是同步的。以纳斯达克指数为例，去年5月正是美国牛市顶峰，而涨得最多的创业板指数则是在去年6月份见顶。第二，去年的牛市部分程度上可以说是流动性驱动，而去年初美联储逐步停止扩表，2015年二季度初，A股整体流动性的宽松程度开始出现边际下降。

不过，沙骏表示，从成熟市场的发展历程来看，泡沫破灭并非全是坏事，过程中也会催生伟大的公司，如2001年美国互联网泡沫破灭之后，谷歌、亚马逊等公司横空出世。中国也可能出现类似的情况。

商小虎将A股的大跌概括为“盛极

规模前十基金公司排名变化情况									
名次	公司名称	规模（亿元）	公司名称	规模（亿元）	公司名称	规模（亿元）			
1	天弘基金	5897.97	天弘基金	6685.90	天弘基金	8,051.43			
2	华夏基金	3110.56	华夏基金	4104.04	华夏基金	6,002.09			
3	工银瑞信基金	2540.62	易方达基金	3596.99	易方达基金	4,558.78			
4	嘉实基金	2461.52	工银瑞信基金	3522.84	工银瑞信基金	4,202.40			
5	易方达基金	2088.03	嘉实基金	2891.18	南方基金	3,441.42			
6	南方基金	1948.95	富国基金	2641.54	广发基金	3,424.04			
7	中银基金	1609.28	南方基金	2308.58	嘉实基金	3,068.23			
8	广发基金	1309.78	鹏华基金	2275.40	汇添富基金	2,832.47			
9	建信基金	1211.45	广发基金	2259.44	建信基金	2,307.39			
10	招商基金	1157.79	汇添富基金	2199.68	中银基金	2,218.79			

数据来源:东方财富

过去18年的历程中，究竟谁赚到了钱？银行是赚到钱的。现在银行的尾随佣金之高已是公开的秘密；基金公司也是赚到钱的，因为无论基金净值是涨是跌，基金公司至少可以有早涝保收地保证管理费收入。基民赚到钱了吗？这些年，有多少老百姓通过买基金赚到钱了呢？实际上的数字是非常少的。”上述银行人士表示。

一位基金业内人士甚至认为，基金行业能改变的并不多了。基金行业其实做过很多变革的尝试。”十几年来，基金业一直面临几个方面的问题。一是基金这种人力资源密集型行业如何稳定人才队伍。在这一点上，很多基金公司都做了各种尝试，包括事业部制、包括员工持股计划等。但是从现在看来，事

业部制其实不能解决所有问题，而基金公司又大多是国有企业，致使员工持股计划很难推广。所以，虽然付出种种努力，但是基金人才的流动与流失依然非常严重。频繁的人员变更也更易使得公募基金的做法短视化。”

他认为，公募基金还面临一个重要问题，即公募基金的规模扩张只能依靠不断新产品这一条路。王群航在总结2015年新基金发行情况时也认为，2015年新基金发行存在同质化泛滥的情况。这种同质化分为两种情况，第一种是“外部同质化”，即同样的或高度相似的基金在不同的基金公司中出现；第二种是“内部同质化”，即同样的或高度相似的基金在同一家基金公司中反复出现，而且内部同质化的情况在2015年

有所上升。股票市场的波动之所以会对新发基金存在群体性的重大影响，根源正在于此。

而这位业内人士认为，这个问题也同样难解。其实，很多基金公司长久以来一直在尝试各种产品创新，希望能够通过产品创新走出不一样的道路来。但是产品创新也同样意味着风险和代价，去年这一轮牛熊就让大家发现分级B是一把双刃剑。现在管理层对产品创新把关比较严格， just是不希望再出现类似情况。”

从保护投资者权益的角度，他认为，业内一直在做各种探索，像浮动费率制、提取业绩报酬这些实践都一直有。”不过，因为公募基金有排名压力，讲究相对收益，因此，要想在一轮牛熊的转换中明哲保身，实在很难。

有所上升。股票市场的波动之所以会对新发基金存在群体性的重大影响，根源正在于此。

而这位业内人士认为，这个问题也同样难解。其实，很多基金公司长久以来一直在尝试各种产品创新，希望能够通过产品创新走出不一样的道路来。但是产品创新也同样意味着风险和代价，去年这一轮牛熊就让大家发现分级B是一把双刃剑。现在管理层对产品创新把关比较严格， just是不希望再出现类似情况。”

从保护投资者权益的角度，他认为，业内一直在做各种探索，像浮动费率制、提取业绩报酬这些实践都一直有。”不过，因为公募基金有排名压力，讲究相对收益，因此，要想在一轮牛熊的转换中明哲保身，实在很难。

## 七位投资总监反思投资：投资要回归常识和本源 重视企业长期价值

在市场伤痛渐渐愈合之际，更应该反思过去一年甚至更长时间，市场发生了什么。市场中极端事情常常会超预期发生，投资上需要更加重视风险，加强流动性管理，回归本源，从公司内在价值和产业变迁上进行长期投资。

而衰”。2015年牛市阶段除了高杠杆等宏观特征，通过观察市场参与者的行为也可以发现，去年的四五月间，研究员抛弃传统估值方法，开口必谈“市梦率”，这种情况很像美国2001年科网泡沫出现的时候；上市公司只要提到“有诉求”，股价就会迅速攀升；投资经理也是“唯新唯小唯空间”。所以，潜在的非理性繁荣是市场大跌的最大内在动因。此外，高杠杆、资本外流等也加剧了市场的波动。

高峰也表示，和去年6月初的高点相比，现在很多股票价格已经跌去了三分之二以上，但估值依然不便宜，以至于大部分投资者对市场还是很难建立信心，这也从一个侧面说明去年股市上涨时有多么疯狂。市场波动大的主要原因，一是大部分投资者对股票投资的盈利预期有偏差，把股票投资作为一个短期可以赚取高收益的市场；二是一些决定市场基础的政策不稳定和不明朗，参与各方也难以建立长期的稳定预期。

### 高杠杆值得反思

高杠杆也是各国市场大跌的共同特点。高杠杆在A股市场的特点表现为高杠杆水平是非透明的、难以量化的。当市场下跌时，未知的恐惧会被无限放大。2015年高峰期，场内的两融余额突破2万亿元、股票质押余额逼近万亿元，这些都有实际数据，是可以观测到的。但是，场外的配资、HOMES拖拉机账户、伞形信托、结构化理财等杠杆却不可监测，规模预测也从最初的1.2万亿元直到最后的接近4万亿元。”商小虎强调，市场需要高度重视高杠杆。

莫海波也表示，整个市场疯狂加

配，有一个相对均衡的配置，而不应该只追求其中一点。

沙骏则表示，当时流动性枯竭的原因主要是连续跌停和停牌股票数量过多，尤其是大面积停牌造成的影响很大。毕竟市场从未经历过这种突发状况，上市公司选择停牌来规避市场风险，单独来看是一种理性行为，但个体的理性选择往往会导致群体性的非理性行为。现在交易所已经出台了停牌新规，对停牌制度进行了完善，未来市场有望更加规范、更加健康。

### 更重视企业内在价值

A股大跌对操作的影响不大，因为我们整体投资风格一直坚持注重公司的经营基本面、估值，即使在市场过度高涨时依然保持清醒，对一些纯题材、讲故事、完全没有业绩支撑的公司是不会碰的。相对来说，我们受伤程度小很多，市场已经逐步转向认同我们的投资思路。”黄焱代表了一种主流思路——更重视企业内在价值。

方伦煜对去年市场大跌刻骨铭心。当时觉得牛市的上涨很不理性，已经做好了随时撤退的准备。但实际上大跌真正来临时，受到各种外来因素的干扰，表现得并不是太尽如人意。事后总结，在市场经济下，要尊重市场规律，A股也是市场经济的一部分，人为的违背规律的做法最后都会带来惨痛的教训。所以，经过去年这一波市场大跌之后，应该会更加理性，该坚持的一定要坚持，会更加关注基本面，会更加谨慎地对待那些投机行为。”

商小虎则表示，投资是大浪淘沙的过程，真正符合产业趋势的行业和公司才能笑到最后，产业投资思维是更长期、更价值的，而且也能够市场中得到验证。市场大跌以来，有两次中级反弹机会，分别发生在2015年9月至11月、2016年2月至4月，虽然期间主题更换不断，但仍可以看到代表未来产业方向的影视IP、新能源汽车链都博得了非常好的超额收益，在每次波段反弹中也是率先启动的龙头板块，所以，不要仅局限于短时间和单个公司，要从产业的视角去投资。

此外，徐荔蓉也建议，投资者要设定合理的回报率（心理预期），这个收益率的设定是需要逐步降低的。市场上涨或是下跌，其本质是上市公司盈利的增长或衰退，还是要关注所投资的公司本

### 流动性管理最重要

去年6、7月份市场流动性枯竭状态至今仍让不少人心有余悸，当前重视流动性管理成为主流声音。

莫海波表示，这一波极端行情提醒公募基金，最重要的还是流动性的管理，流动性很差、估值过高的个股坚决不能抱团，这对风险管理提出了更高的要求。我们在投资上也有一些变化，在投资时时刻警惕极端情况的出现；仓位控制和选股更不能脱离价值的判断，要避免参与市场的过度投机行为。”莫海波说。

我做投资接近20年，投资策略一直是按照自下而上和自上而下相结合的角度来选股和构建组合。如果说从过去一年多中得到的启发，最大的一点就是流动性。”徐荔蓉表示，在去年上半年成交量这么巨大的市场当中都有可能出现流动性危机，这是一个比较新的经验。因此，一个正常的资金管理者，在管理自己的组合时应该适当地考虑流动性、收益、安全性的综合匹

配，有一个相对均衡的配置，而不应该只追求其中一点。

沙骏则表示，当时流动性枯竭的原因主要是连续跌停和停牌股票数量过多，尤其是大面积停牌造成的影响很大。毕竟市场从未经历过这种突发状况，上市公司选择停牌来规避市场风险，单独来看是一种理性行为，但个体的理性选择往往会导致群体性的非理性行为。现在交易所已经出台了停牌新规，对停牌制度进行了完善，未来市场有望更加规范、更加健康。

### 更重视企业内在价值

A股大跌对操作的影响不大，因为我们整体投资风格一直坚持注重公司的经营基本面、估值，即使在市场过度高涨时依然保持清醒，对一些纯题材、讲故事、完全没有业绩支撑的公司是不会碰的。相对来说，我们受伤程度小很多，市场已经逐步转向认同我们的投资思路。”黄焱代表了一种主流思路——更重视企业内在价值。

方伦煜对去年市场大跌刻骨铭心。当时觉得牛市的上涨很不理性，已经做好了随时撤退的准备。但实际上大跌真正来临时，受到各种外来因素的干扰，表现得并不是太尽如人意。事后总结，在市场经济下，要尊重市场规律，A股也是市场经济的一部分，人为的违背规律的做法最后都会带来惨痛的教训。所以，经过去年这一波市场大跌之后，应该会更加理性，该坚持的一定要坚持，会更加关注基本面，会更加谨慎地对待那些投机行为。”

商小虎则表示，投资是大浪淘沙的过程，真正符合产业趋势的行业和公司才能笑到最后，产业投资思维是更长期、更价值的，而且也能够市场中得到验证。市场大跌以来，有两次中级反弹机会，分别发生在2015年9月至11月、2016年2月至4月，虽然期间主题更换不断，但仍可以看到代表未来产业方向的影视IP、新能源汽车链都博得了非常好的超额收益，在每次波段反弹中也是率先启动的龙头板块，所以，不要仅局限于短时间和单个公司，要从产业的视角去投资。

此外，徐荔蓉也建议，投资者要设定合理的回报率（心理预期），这个收益率的设定是需要逐步降低的。市场上涨或是下跌，其本质是上市公司盈利的增长或衰退，还是要关注所投资的公司本

身，这才是真正能够带来长期回报的实质动作。

### 建立基金长期考核机制

公募基金抱团取暖、重押成长股、投资短视等问题，在过去一年也有所暴露并饱受争议。对此，基金业人士呼吁建立公募基金的长期考核机制，引导基金业追求长期投资。

沙骏就直言，去年在市场狂热时期，作为主流机构投资者的公募基金群体依然维持很高的权益仓位，跟随市场一起进入非理性状态，而未能群体性地展现出机构投资者应有的投资理性和投资常识。其中主要的因素是公募基金行业的业绩考核方式过于短视。目前中国公募基金的评价体系还是单一重视收益率，选择性地忽视了投资“久期”。其实对一个基金的评价至少应该包含三个方面——投资业绩、风险管理、投资期限。固定收益组合中通常会采用一个叫做“久期”的概念，即确定组合、个券的投资期限，未来3个月、1年甚至3年的预期收益率都可以按照投资规划去逐步实现。权益类基金经理其实也应该这样规划。”沙骏说。

从目前的实际运作、行业习惯与舆论导向等方面来看，公募权益基金经理的考核仍然单一、极度关注1年期甚至更短期的排名。沙骏表示，这样就会导致权益类基金经理自然而然地将投资“久期”设置为3个月，被迫着眼于未来3个月甚至更短时间的组合管理，寄望于短期内组合、个股的预期收益率能超过同业，这也就必然会催生换手率过高、注重短期博弈、追求热门行业、跟风热门个股等现象。而社保基金、巴菲特们、QFII之所以长期业绩“6年、5年以上”超过公募，其主要原因就是他们的投资久期是无限长的，这些资金不需要参与市场的短期博弈。

沙骏呼吁，公募基金的考核周期应该是3年或更长。每年业绩冠军换人已是行业常态，这也印证了招商基金的观点。他介绍，招商基金今年以来主动拉长了业绩考核周期：对基金经理的考核，要求第一年累计收益率进入前50%，两年期累计收益进入前45%，三年期累积收益率进入前40%。数据统计显示，三年期业绩排名高低与为投资者创造正回报的概率高度正相关。

（本版文章转载自今日出版的《中国基金报》）