

# 中国基金行业发展的几点思考

徐建平

受人之托，忠人之事，基于信托责任的基金管理公司的成立，标志着中国金融史上的一大创新。自1998年至今，基金行业经过十多年的发展，在资产管理规模、持有人认可度、产品线维度等方面均取得了突破，其运作机制、专业人才和监管框架成为推动中国理财市场发展的基本要素。

不过，近几年，随着银行理财产品、保险、信托等理财行业快速发展，基金占A股流通市值和理财市场的比重均逐年降低，基金业的发展面临着一些困难、困惑和困境。在金融市场大发展的背景下，审视基金业的不足和机遇，探索创新与转型的蓝海战略，是推动中国基金业发展、实现受托资产有效管理的应有之义。

## 一、基金行业的竞争与挑战

### (一) 金融环境与制度约束对基金行业的影响

多年来，基金行业获得了跨越式发展，但受制度约束及金融环境的影响，基金业自身也累积了较多的问题，主要表现为竞争同质化、渠道单一化和行为短期化。

第一，投资标的限制导致竞争同质化。目前各基金公司的架构、盈利模式都较为相似，导致行业内部的竞争同质化，其深层次原因在于投资标的单一。在现有监管制度下，基金行业投资标的包括股票、债券、现金等价物等传统投资品，而商品、期货、房地产、掉期等另类投资品都不能投资，这在一定程度上增加了基金投资周期波动的风险，并限制了投资策略的多样化和产品结构的差异化。

相比之下，银行理财产品可以投资于股票、商品、外汇、货币和债券五大投资市场；信托产品可以投资于资本市场、货币市场、实业市场等；保险资金也允许投资于房地产、基础设施以及私募等另类资产。这些丰富的投资标的降低了单一市场的投资风险，进而可构建不同风险收益特征的产品，契合了市场多样化的需求。

第二，过于依赖银行导致渠道单一化。据统计，银行在我国基金渠道中的占比达57%，直销为34%，券商为8%；而美国的情况是券商占27%，专业咨询机构占25%，直销为16%，银行为14.6%，基金超市为10%，保险为6%。相比美国多元化的渠道资源，我国基金渠道有限并且高度依赖银行渠道。基金渠道单一化显然不利于构建长期稳定的客户群和合理的行业价值链，这是基金行业应当重视的问题。

第三，基金管理缺陷导致行为短期化。基金公司的公司治理有其自身的特点：一方面，基金公司具有双重委托代理的特点，即同时对股东和持

有人负责，且以持有人利益优先，导致委托代理链条比较长；另一方面，基金公司需要专业化的人才来实现对持有人资产的有效管理，因此人力资本具有特殊重要性。但是目前基金公司员工持股、持基等长期激励机制尚在探索中，以人为本的机制安排相对不足，导致了基金行业人员流动频繁化和市场行为短期化。

### (二) 其他理财行业的兴起引发竞争格局转换

从整个广义理财市场的视角来看，几年前，基金曾经是主导理财市场的专业机构投资者，透明的运作和严格的监管使其深受百姓信赖。目前，基金业尽管仍是理财行业重要构成部分，但规模占比下降明显，而汲取了基金制度经验并享受宽松监管环境的银行理财产品、信托等理财行业发展非常迅速。据统计，截至去年年末，基金管理规模为2.1万亿元，而银行理财产品余额达4.6万亿元，保险为6万亿元，信托为4.8万亿元，创投与私募股权为4.8万亿元。在广义的理财市场中，财富管理业务的交叉与综合将成为发展趋势。因此，基金公司面临的竞争更多来自于行业外部，整个理财市场的竞争结构已经发生了根本性的变化。

其他理财行业爆发性增长的原因有以下两点：第一是产品适销对路。当前民众偏好绝对收益，尤其是期限和收益明确的理财产品。银行、保险、信托等理财产品的发展，与其产品更贴近市场、更贴近客户需求密切相关，这一点是基金行业需要反思和借鉴的。第二是监管标准不一致导致监管套利。相对而言，目前基金业监管更为严格，产品审批流程更为复杂，因而形成了较高的透明度和良好的公信力。不过，由于各理财行业监管标准的差异导致监管套利，一定程度上影响了基金行业的发展。但是反过来看，这恰是基金行业发展前景和潜力所在。随着证监会“加强监管，放松管制”思路的不断落实，基金业将开辟出创新发展的新空间。

## 二、基金行业的巨大发展机遇

以国外基金行业的发展史为参考，中国基金业的问题具有阶段性、周期性和政策性特征。第一，阶段性因素。基金行业经历了比较长时间的超常规发展，一定程度上需要稳步调整。第二，周期性因素。基金投资的基础市场最近几年面临较大的调整，因此基金的投资回报受到一定影响。从国际经验来看，每一轮公募基金的发展都跟资本市场牛市相关，我们所经历的资本市场震荡也会影响行业发展。第三，政策性因素，包括缺少长期资金、以债券市场为代表的低风险市场发展相对滞后等因素。从长期来看，这些限制行业发展的因素最

终将减弱或消失。

从目前的发展趋势来看，外部环境的变化和制度约束的弱化给基金行业的长足发展带来了巨大空间。站在历史性转折点上，审视基金行业的发展前景，我们满怀信心。

### (一) 厚实的发展基础

经过十多年的持续发展，中国基金行业培养了大量专业化人才，建立了规范化和专业化的运作机制，推动了理财理念的深入人心，为整个财富管理行业的发展积累了经验。截至2011年末，66家基金公司的资产管理规模为2.1万亿元，形成了涵盖传统型基金和创新型基金的较为完善的产品线，初步实现了业务多元化发展。在监管层和国民财富管理需求的推动下，在自身创新求变发展的驱动下，中国基金行业十多年已走过了西方发达国家基金业百年的历程，为自身的进一步发展奠定了坚实的基础。

### (二) 巨大的发展空间

国民经济的发展推动了财富积累进入加速期，中产阶级的兴起和人口老龄化程度的加深将进一步推动理财市场的发展。从基金在民众中的普及度来看，早在1999年，美国共同基金的资产管理规模就超过了其银行总资产规模，并且有43.9%的美国家庭持有基金；而目前中国基金资产管理规模占银行总资产比例不足2%，开户数不到总人口的3%。未来中国的金融资产将呈现货币资本化趋势，以基金为代表的机构投资者将成为推动货币资本化的主要力量，中国基金行业存在巨大的发展潜力。

### (三) 历史性的发展机遇

在经济转型、市场转折、行业转轨的历史性机遇面前，中国基金业正逐步迈入新的发展周期。

经济在转型。中国经济增长模式正在由投资拉动、出口导向的粗放型增长模式转变为创新驱动、内需拉动的集约型增长模式，这既是决策层的主动选择，也是经济发展的必然趋势。以产业发展周期的视角来看，拥有巨大成长潜力的战略性新兴产业和新型消费产业将成为推动中国经济下一阶段快速发展的主要动力，经济转型带来的结构优化将驱动中国经济快速可持续发展。

市场在转折。以宏观经济转型为契机，服务于实体经济的资本市场正由新兴加转轨市场迈向成熟市场：第一，市场机制正逐步完善，股权分置改革推进至当前已基本实现了全流通，多元化的市场参与者有效地提升了市场效率；二次股改的逐步实施，将进一步完善股市进入和退出机制，提升市场约束力，改善市场运行机制。第二，市场体系在升级深化，衍生品市场和债券市场在发育成长，多层次资本市场建设也正在加快。第三，市场也在经历牛熊转换，牛市终将随经济转型的推进而到来。

行业在转轨。基金行业正在市场环境、竞争环境以及行业前景的变化中逐步转轨。第一，市场从单向市场过渡到

双向市场，从现货市场发展到期货市场，从资本市场延伸到实业市场，带动行业和投资进入“2.0时代”。第二，理财行业由分业竞争转变为混业竞争，交互通融的格局日趋深化。基金行业与银行理财产品、保险、信托等其他理财行业相互渗透，相互融合，扩大了理财市场的整体规模，推动了理财理念的深入人心。第三，顺应宏观经济转型发展的趋势，在监管层的大力推动下，金融行业正在经历新一轮的创新发展。置身其中，基金公司也在创新求变中逐步向现代财富管理机构转型。

## 三、基金行业未来发展趋势

日前，证监会主席郭树清在基金业协会成立大会上发表了题为“我们需要一个强大的财富管理行业”的讲话，强调指出基金管理公司应当在借鉴有效经验的基础上加快向现代财富管理机构转型，标志着行业转型共识的形成。同时，完善公司治理、统一监管标准、简化产品审批、放开投资限制等一系列措施的逐步实行，为基金业的进一步发展提供了有利的制度因素。未来，基金公司迈向现代财富管理机构将呈现三大趋势。

第一是差异化。从大而全、小而全的模式向有特色和核心竞争力的方向转变，转变的核心是差异化。之前各基金公司在产品风格等方面都比较雷同，公司之间的差异很大意义上在于规模的大小而非核心竞争力的强弱。这种发展模式已难以为继，转变的方式在于推动行业由理念驱动向市场驱动转变，更为注重市场差异和客户需求，在差异化竞争中构建公司和行业的核心竞争力。

第二是多元化。多元化的实质是公司发展到一定阶段时寻求自身能力与市场机会的最优组合。目前，国内基金业以公募业务为主，私募和其他业务的发展相对不足，因此，这类业务还有较大的发展潜力。对整个基金业而言，需要做实做强公募私募、机构个人，不断拓宽业务形式，降低经营风险，在专业化的基础上实现全业务链的财富管理模式。

第三是国际化。伴随全球化的深入和人民币国际化的推进，基金行业在全球范围内配置资源将是大势所趋。同时，在全球范围内配置资源，将有效地降低投资风险，提高投资效率。这就要求我们建立国际化的理念、国际化的配置和风险收益配比以及国际化的人才团队。

## 四、几点建议

### (一) 放开业务限制

从国际经验和中国理财市场实践来看，财富管理行业的发展与业务类别的拓宽密不可分。基金行业要向更广泛的领域配置资源，由传统投资品向另类投资品扩展，由资本市场向货币市场和实业市场扩展，由基础市场向衍生市场扩展，由二级市场向一级市场扩展，以此实现基金投资向更初级与更高级两端



东吴基金管理有限公司总裁 徐建平

资料图

延伸，更初级如商品、房地产、自然资源、贵金属等，更高级如期货、期权、远期、掉期等衍生品；同时向上下游延伸，上游发展上市前阶段的私募股权（PE）、风险投资（VC）等，下游发展上市后的并购基金等，从而丰富和改善产品风险收益配比，满足多样化、差异化的客户需求。

### (二) 放手建立机制

我们应当以《证券投资基金法》和《证券投资基金管理公司管理办法》的修订为契机，完善治理机制，改善行业生态，进一步提高基金行业的治理水平。

1. 建立以人为本的治理机制。通过员工持股、持基等长效约束激励机制，将员工与公司的关系从“代理”转变为“共生”，使持有人的利益得到更好的保护，形成持有人利益、股东利益、员工利益的互利共赢。

2. 丰富基金管理模式。引入包括合伙制、公司制等治理结构，通过强化基金内部治理结构来减轻管理人与持有人的利益冲突。同时，多元化的公司治理结构将增加市场的有效竞争，强化市场的外部约束。

3. 鼓励有条件的基金公司上市。作为公众管理财富的机构，基金公司带有明显的公共特征。引入多种资本形式将提高基金公司的内部治理水平，促进市场化竞争。因此，基金公司上市在政策法律方面应该被允许和鼓励。

### (三) 放松行业管制

现有的监管制度对基金行业多年的发展起到了非常重要的作用，从行业之

初的制度设计，到业务开展都离不开监管部门的推动。随着其他理财行业的兴起和基金业发展到目前阶段，客观上要求我们在监管制度方面做适当的调整。在加强监管、强化行业自律等内外部约束的前提下，稳步放松行业管制，推动行业的快速稳定发展。

1. 产品逐步实现备案制。包括传统产品由审核制逐步过渡到备案制，简化创新产品的审批流程，以此提升市场约束力，改善基金产品结构。

2. 引流入渠。疏通资金流入的通道，推动建立类似美国401(k)计划，为养老金等长期资金的入市做准备。同时广开销售渠道，积极推动保险公司和信托公司参与基金销售，扩大第三方销售机构，探索建立行业统一的具有清算功能的基金销售平台。

3. 放松资格限制。以放开基金公司专户资格的限制为基础，放宽合格境内机构投资者（QDII）等业务资格限制，授予更多的基金公司参与管理养老金与社会公共资产的资格。

展望未来基金行业的发展，我们充满信心。十多年来基金业的发展奠定了稳固的基础，新一轮证券行业创新发展带来了良好的发展机遇，我们坚信中国理财市场的巨大潜力和行业发展的广阔前景。作为市场参与者，我们应理性而不失激情，沉稳而不失创新，顺应发展趋势，强化风险意识，提高创新能力，加快创新步伐，努力实现基金公司向现代财富管理机构的全面转型。

作者系东吴基金管理有限公司总裁

# 全球房地产逐渐复苏 借道基金把握投资良机

A股的犹豫不决，国内地产的调控政策，让原本投资渠道就不多的国人有点找不到方向，于是不少投资者把眼光放到了性价比似乎更加诱人的海外房地产市场，正在发行的嘉实全球房地产基金因此引起市场关注。日前，嘉实房地产及基础设施资产管理部投资经理蔡德森受邀从海外市场投资环境、投资方式以及资产配置等方面解读了全球房地产投资价值。

从整个市场看，海外房地产市场稳步复苏的势头和当前较合理的价格水平，是吸引国内投资者关注的重要原因。2008年金融危机后，这几年全球经济已经开始缓慢复苏，美国的复苏趋势比较明确，房地产租金水平也呈现良好表现。目前美国房地产价格相对2007年的高点仍有20%~30%的差距，以美国为代表的海外房地产市场价格仍处于合理水平。如果把近几年的汇率调整计算在内，在弱市美元下，美国房产比2006年便宜了32%。在国内楼市调控背景下，海外房地产后市存在的上涨空间吸引了国内投资者。

问：如何看待国内投资者赴海外买房这种现象？

蔡德森：近年来，美国、加拿大、西班牙、澳大利亚等地的房地产受到投资者欢迎，因为购房不但可以享受当地教育、医疗等公共配套，还有机会入籍。

从整个市场看，海外房地产市场稳步复苏的势头和当前较合理的价格水平，是吸引国内投资者关注的重要原因。2008年金融危机后，这几年全球经济已经开始缓慢复苏，美国的复苏趋势比较明确，房地产租金水平也呈现良好表现。目前美国房地产价格相对2007年的高点仍有20%~30%的差距，以美国为代表的海外房地产市场价格仍处于合理水平。如果把近几年的汇率调整计算在内，在弱市美元下，美国房产比2006年便宜了32%。在国内楼市调控背景下，海外房地产后市存在的上涨空间吸引了国内投资者。

问：嘉实全球房地产基金的发行对于市场的意义有哪些？

蔡德森：可以从两个方面来说。

首先，对于有投资海外房地产意愿的人而言，嘉实全球房地产基金提供的是一条高效、便捷的投资通道。

一般来说，海外购房的目的主要有四种：一是为子女留学作准备，孩子上学期间可以不用租房，还能“以房养学”；二是为家庭移民安家置业；三是出于资产安全考虑，优化家庭资产配置；四是买房养老。除了传统的移民、养老、子女留学等需求外，优化家庭资产配置和获取稳定租金回报正成为海外置业的趋势。

然而，国内个人直接购买海外不动产其实有不少弊端，比如信息不对称，判断不了海外楼市具体情况，选择勘查物业耗时、精力，加上外汇兑换、纯投资性购买的后续出租管理等问题。同时，直接买卖不动产需要大笔资金，无法分散投资风险，流动性低，市场波动时退出权益也很难保证。如果单纯从投资角度考虑，普通投资者以基金的方式进入，去买房地产投资基金（REITs），优于直接购买不动产。在海外成熟市场，REITs就是把投资者的资金集中起来购买商业地产，并通过长期稳定的租金和房产增值收益回报投资者。因此，投资REITs门槛低、流动性好，还能分享不动产长期收益和专业团队管理优势，要比直接投资房地产更加安全可靠。而国内普通人群受外汇管制和其他因素影响，暂时不能直接接

触这种投资产品，嘉实全球房地产基金通过投资包括REITs在内的全球房地产证券，为投资者提供的就是一条参与全球房地产投资的“快车道”。

其次，嘉实全球房地产基金丰富了市场上现有资产配置途径。当前国内缺乏与A股相关性足够低的投资产品，尤其缺乏好的另类投资通道。从投资属性上看，全球房地产证券与股债两市尤其是国内A股市场的相关性较低，全球遴选的投资范围也避免了单一市场投资波动风险，是优化资产配置的较好选择。

另外，REITs长期租金收益稳定且以分红形式回报给投资者，通过投资REITs等房地产证券，能获得稳定的“现金流”收益。国外发达市场如美国、日本等，其养老金、年金、保险资金等长期资金正是看中REITs源于租金收入的高分红，而对其青睐有加。

问：当前海外市场投资环境如何？不动产领域呈现怎样的发展趋势？

蔡德森：目前，美国、欧洲及亚洲各国央行维持低利率政策以稳定经济增长，跨国不动产并购活动增加，加上美国住宅市场持续好转，租金收入及价值也开始加速增长，助推了以REITs为代表的全球房地产证券投资行情。

在次贷危机之前，全球的房地产市

场处于一个稳步增长的状态。次贷危机之后，当前海外发达市场上的房地产证券的恢复能力也比较明显。当前房地产证券的价格水平仍然比较合理，当前REITs等房地产证券与历史最高点仍有30%~40%的差距。

另外，从基本面看，全球尤其是美国市场的房地产投资预期良好。以当前美国市场为例，多数REITs所拥有的物业经营状况较好，贷款率也较低，一般在40%左右或更低。REITs所对应的租约在中长期内都比较稳定，支撑租金水平的海外经济也在缓慢恢复，且一般在市场不出现重大突变时，租金收入会稳步上涨。同时，新供给有限，需求量却在稳步攀升。从这些角度看，当前海外房地产投资时机较好。

当前，全球市场上房地产证券总市值已经超过了7800亿美元。金融危机后经历房地产泡沫化过程，当前资产池里的房地产证券质地也比较良好。加上庞大的市场规模，为基金投资全球房地产提供了良好的条件。

问：嘉实为这只基金的发行做了哪些准备？

蔡德森：嘉实是国内较早开始研究房地产投资的基金公司，在房地产投资领域积累了足够的专业知识。嘉实基金

## 各类证券年化收益对比

| 名称      | 3年     | 10年   | 15年   |
|---------|--------|-------|-------|
| 全球房地产证券 | 16.20% | 9.60% | 6.40% |
| 美国标普500 | 14.10% | 2.90% | 5.50% |
| 全球股票    | 11.80% | 4.20% | 4.70% |
| 全球债券    | 5.70%  | 7.50% | 6.10% |
| 上证A股    | 6.40%  | 3.00% | 6.00% |

数据来源：嘉实基金、Bloomberg 截至2011年12月31日 张洁/制图

从2005年便开始组建团队专注房地产研究，2010年成立了国内基金业首家专门的房地产投研部门，对国际REITs市场有深入而广泛的研究，已建立起比较规范的投研及风险控制流程。嘉实基金已组建具有国内外房地产经验的国际专业投研团队，成员来自美国、新加坡、中国香港等地，平均房地产行业经验10年以上。

房地产投资是个本地化非常明显的领域，选取高质量、具备投资价值的物业需要投资人频繁、及时地实地考察和专业评估。在这一方面，嘉实基金走在行业前列，并与海外久负盛名的德意志投资管理美洲公司展开合作，以其作为嘉实全球房地产基金境外投资顾问，确保嘉实全球房地产基金对全球房地产市场的准确判断和高效投资。 C IS