

多主题变奏曲

执笔：付强

时间：2009 年 12 月



付强 博士

首席基金分析师

首席金融工程师

安信证券股份有限公司

上海浦东世纪大道 1589 号

长泰国际金融大厦 16 层 200122

电话：021-68765076/ 13917352152

电子邮件：fuqiang@essences.com.cn

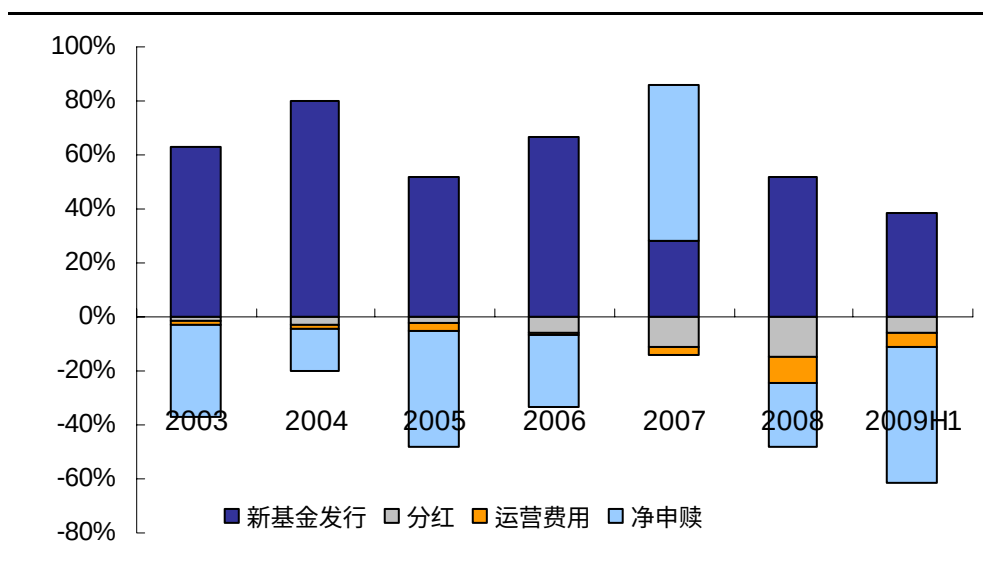
1. 序：基金产品主题变换的脉络与逻辑.....	05-08
2. 传统产品：进军细分市场.....	09-13
3. 专户理财：寻求差异化产品.....	13-16
4. QDII：大公司做 β ，中公司做 α	16-20
5. 指数基金：减速中细化与出境.....	20-24
6. 量化产品：个案性成功.....	24-26
7. 总结与补充：多主题变奏+迎接大变局.....	26-27

- 从过去五年的情况看，我国新基金发行的年度主题非常鲜明：2005 年货币基金年，2006 年和 2007 年股票基金年，2008 年债券基金年，2009 年指数基金年。年度主题基金的发行规模均超过了当年基金发行总规模的 30%。在对此现象深入分析的基础上，我们建立起基准化的基金产品发展与创新的五因素分析框架。
- 考虑到 2010 年股票和债券市场的基本形势，明年境内基金的发行结构将回归“新常态”，即以主动偏股型基金为主。可能出现的新特征将主要体现在细分产品上：风格基金、主题基金、高仓位主动基金和低风险混合基金。
- 我国目前绝大多数“一对多”专户理财产品是“灵活配置”产品，这种产品结构值得深思。“灵活配置”的本质是追求绝对收益的对冲基金，这是一种低风险低收益的投资策略，在海外它通过杠杆投资以放大收益。我国目前缺乏放大收益的杠杆工具，再考虑到较高的综合费率，所以专户很难在长期内战胜传统基金；而我国目前众多专户投资人对这点存在严重的认识上的偏差。专户业务的生命力和竞争力在于产品的差异化，我们从三方面寻找专户产品差异化的来源。
- 虽然长期看我国 QDII 的发展受到三大制约，但 2010 年将迎来它的第二波热潮，这源于相关政策的变化和市场环境的变化。2010 年的 QDII 基金在产品形式上将呈现非常明显的新特征：大公司做 β ，中公司做 α 。对优秀指数资源的占用是大公司的主要考虑，而借今年本土“指数基金年”之势，也容易促成海外指数产品在商业上的成功。大型基金公司还将开始考虑整个 QDII 产品线的布局问题，我国 QDII 基金的产品线布局应该以区域类为主。
- 2010 年指数产品发展将在减速中细化和出境。我国偏股型基金的指数化比例已经达到 13%，美国为 22%。短期内要看到我国股票基金的进一步大幅指数化比较难以想象，主要原因一方面是市场有效性问题，另一方面是投资人行为模式问题。2010 年指数产品的结构也将发生明显变化。由于联接基金打通了 ETF 的银行渠道，所以明年 ETF 将有较大发展。指数产品本身将向海外指数产品、风格/行业/主题指数产品和债券指数产品几个细分方向发展。
- 量化基金近年来在海外大发展的基本背景，以及对应来看我国目前是否具备量化产品发展的充分条件，这个问题非常值得玩味。最根本性的问题是，量化产品能否获得优良的投资业绩。一方面在量化基金起步之初，我们能够通过量化投资挖掘到不少 α 机会，但是我国资本市场的信息不对称问题、数据质量问题以及对基金经理考核的较短周期问题都是对量化基金发展非常不利的要素。量化基金短期内在中国的发展和成功更有可能是个案性的，而不是群体性的。
- 概括起来看，2010 年中国基金市场将呈现多主题变奏的基本格局，我们很难看到类似过去几年出现的鲜明而重大的年度基金主题。2010 年也将是中国基金市场迎接行业大变局的重要一年，《基金法》修改，产品监管政策调整，以及股指期货、融资融券的可能推出等都将促进基金业务与产品的大发展。未来基金产品创新的方向将集中在整个资产管理产品光谱的两端，即高 α 和国际策略产品以及便宜的 β 产品。

一、序：基金产品主题变换的脉络与逻辑

在我们过去的研究中，我们已经非常清楚地观察到：从 2007 年开始，整个基金行业规模变化的主因已经由现金流转移到了投资收益¹，未来这样的格局仍将延续。即便如此，对现金流的研究依然是非常重要的，因为它代表了资金进出的方向、规模和结构。而在现金流的内部，新基金发行几乎是历年唯一的正要素（除 2007 年外，见图表 1）。所以，从新基金发行的角度，把握基金产品需求的热点，或者说研究基金产品主题的变换，这对于基金管理公司的业务发展至关重要。

图表 1、我国长期基金的现金流结构

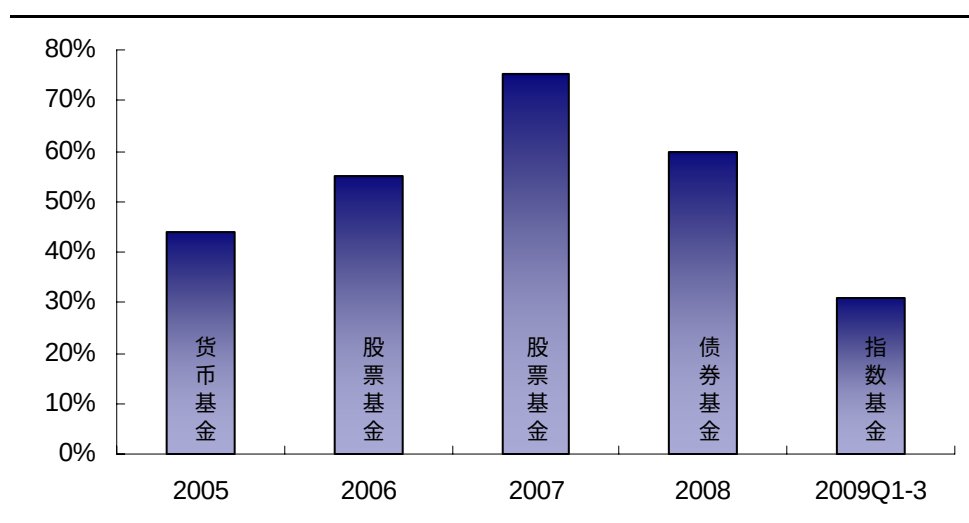


资料来源：安信证券

从过去五年的情况看，我国新基金发行的年度主题非常鲜明：2005 年是货币基金年，2006 年和 2007 年是股票基金年，2008 年是债券基金年，2009 年是指数基金年。年度主题基金的发行规模均超过了当年基金发行总规模的 30%，其中 2007 年股票基金的发行规模甚至超过了当年新基金发行总规模的 3/4（见图表 2）。

¹ 见本人研究报告《基金业正在经历史上最全面、最深刻、最重要的一次结构化转型》（2008 年 12 月）

图 2、我国新基金发行的年度主题（该类型基金发行规模/发行总规模）



资料来源：安信证券

对年度基金发行主题或热点的把握是本文研究的重点，对过去五年五大主题的分析使我们可以比较清晰地看到这背后的脉络与逻辑。2005 年是中国股市近十年来最为疲弱的一年，该年上证综指见十年来的低点 998 点，而固定收益市场则风光无限（见图表 3），由此，固定收益类产品在发行市场上大放异彩，其中货币基金发行规模占 44%，债券基金占 17%²，二者合计占 61%。2006-07 年是中国股票市场历史上最大的牛市，这两年股票基金主导新发基金市场也就顺理成章。比较令人疑惑的一点是：在这个空前牛市中最为疯狂的 2007 年只有 1 只股票指数基金诞生，这与我们通常的理解相悖，与我们在 2009 年牛市中看到的指数基金年也完全不同。出现这种情况的主要原因是：一方面，基金管理公司很容易在很短的时间内募集到 100 亿资金（当时的新发基金规模上限），选择主动管理基金当然比指数基金好，因为前者的管理费更高；另一方面，监管机关从该年下半年开始关闭了新发基金的通道，任何股票型基金都无法发行。空前牛市结束后是空前的熊市 2008 年，偏股型基金的发行也出现了非常大的困难，而债券基金借助 2008 年下半年开始的一波巨大债券市场行情而青云直上。2009 年股票市场出现了极为令人意外的大牛市，而固定收益市场则波澜不兴，在这种背景下，投资人为指数基金“无比”的盈利能力所吸引，基金管理公司迎合投资人的需求、从战略高度重新认识被动产品，监管机关和代销机构也在此时顺水推舟，“天时、地利、人和”促成了中国基金业发展史上的指数基金年。

² 该年之所以出现货币基金的发行规模远超债券基金的情况，主要原因在于我国的债券基金绝大多数参与股票投资，它们在该年的投资业绩受股票市场的负面拖累大，影响了新债券基金的发行。

图表 3、2005 年以来我国股票和债券市场收益率



资料来源：Wind.net

通过梳理过去五年中国基金发行市场的情况，我们进一步建立起基准化的基金产品发展与创新的五因素分析框架（见图表 4）。这个框架将基金产品发展和创新背后的五方面驱动因素：基金投资人、基金公司、销售渠道、市场环境和政策环境综合在一起，形成系统性的分析体系，在这个体系内：

- 基金投资人：**基金投资人是基金产品的需求方，是牵引基金产品发展与创新的最根本性的力量。投资人既有短期需求，也有长期需求，而在中国目前的发展阶段，投资人往往将长期需求短期化，体现在随市场热点变化而追求短期内表现良好的基金等各方面，例如 2008 年的债券基金和 2009 年的指数基金。这种需求特征注定是漂移不定的，例如 2009 年债券基金即大面积遭遇大赎回。我国基金投资人目前最缺乏的就是根据自身财务状况进行长期资产配置的理念。此外，现阶段中国基金投资人对基金产品的认识相对比较初级，他们的需求更容易被基金管理公司所调动或左右，即所谓的“供给创造需求”。

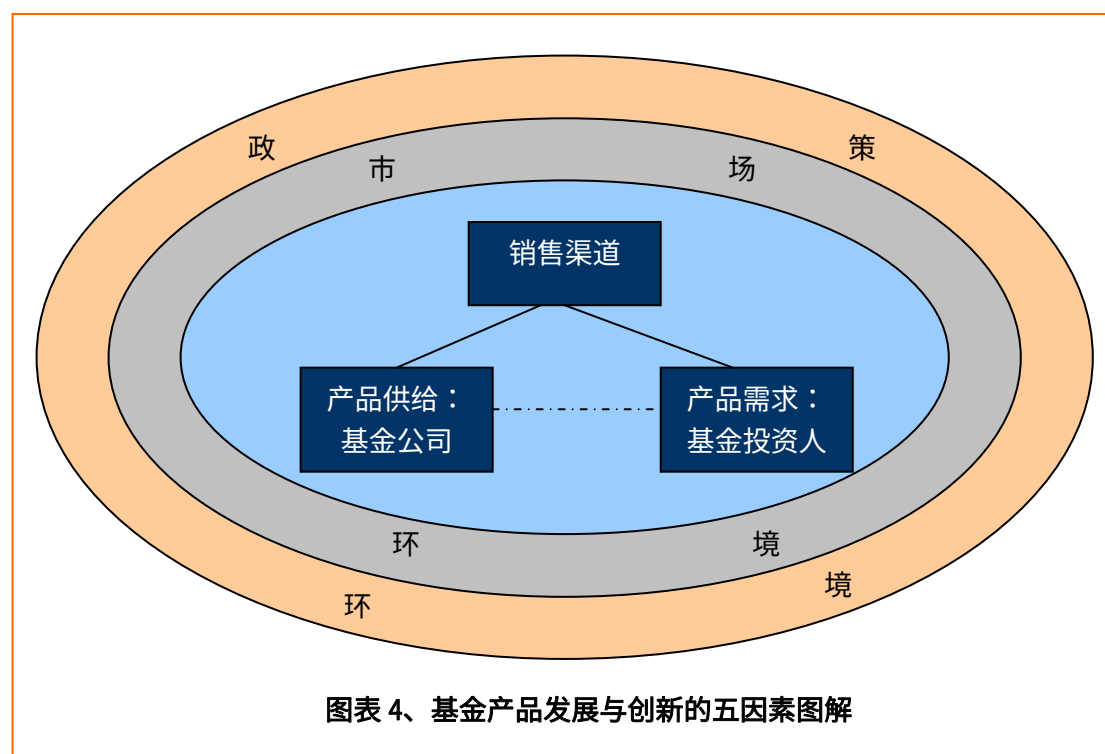
以上主要是指基金产品中的大众投资人。综合起来看，客户需求基本可以分成三类：一是追求相对业绩排名的客户，主要是共同基金中的个人投资者；二是追求保本或有限亏损下的高收益的客户，主要是专户理财的客户，也包括私募基金的客户，以及企业年金客户；三是追求相对业绩基准的相对收益的客户，主要是全国社保基金、QFII 等比较长期的投资人和国际机构投资者。

- 基金管理公司：**基金管理公司是基金产品的供给方，从根本上说，他们需要根据客户的需求来确定和调整自己的产品策略。而在现实的环境下，基金公司开发产品是在环境和成本约束条件下追求产品规模与财务收入的最大化，具体而言：基金公司必须考虑投资人的需求、市场环境和监管政策导向、开发和销售产品的成本、与销售机构的合作等等。在一切短期商业利益考虑的基础之上，基金公司还必须考虑同行竞争的压力以及自身的长远战略，这方面最为典型的是指数基金和 ETF 的发展，这种低费率产品的大发展必将压缩整个基金行业的利润水平，但出于竞争压力以及战略利益（例如指数资源的稀缺性和指数产品的先发优势）的考虑，众多基金公司依然趋之若鹜。

- **销售渠道**：销售渠道是嫁接基金供给方和需求方的桥梁，由于绝大多数基金都是通过商业银行等代销机构销售出去的，所以渠道本身的想法和做法就会对基金产品发展产生非常重大的影响。这种影响主要来源于两方面：一方面是帮助、引导客户形成对不同基金产品的认知和预期，引导客户资金进行基金间的取舍；另一方面是与基金管理公司进行沟通，重点是确定发行档期和费用水平。总体看，销售渠道一切行为的出发点是自身商业利益的最大化，包括销售机构，也包括销售经理个人。除了商业银行外，对渠道更为全面的考察还需要包括证券公司的代销、基金管理公司的直销、电子商务、交易所平台等，这些补充性的分销渠道未来将变得更为重要。

- **市场环境**：市场环境一方面最直接地形成投资人短期需求的重点，另一方面也最直接地形成基金公司短期供给的重点。对市场环境的分析至少应该包括三个层面，一是股票市场与债券市场行情的趋势；二是资本市场结构与金融工具的创新，例如创业板、国际板的发展，股票指数期货、买空卖空的诞生等；三是海外市场的情况，这对 QDII 产品的发展有着非常重大的影响。虽然市场环境不论对于产品需求和供给的判断都异常重要，然而这也是最难把握的环节。

- **政策环境**：资本市场的政策环境不仅仅是影响到资本市场自身的发展，在基金产品方面更重要的是影响基金产品的供给方——基金管理公司的产品策略，在目前还相对较为严格的产品审核制度下，政策环境的意义更为重大。需要指出的是，在基金产品日益丰富的今天，政策环境的构成主体也日益多元，除了中国证监会外，证券交易所、指数公司、外汇管理局等相关机关也变得日益重要，例如，交易所将对 ETF 产品产生重大影响，指数公司将对指数产品产生重大影响，而外汇管理局将对 QDII 的发展产生重大影响。

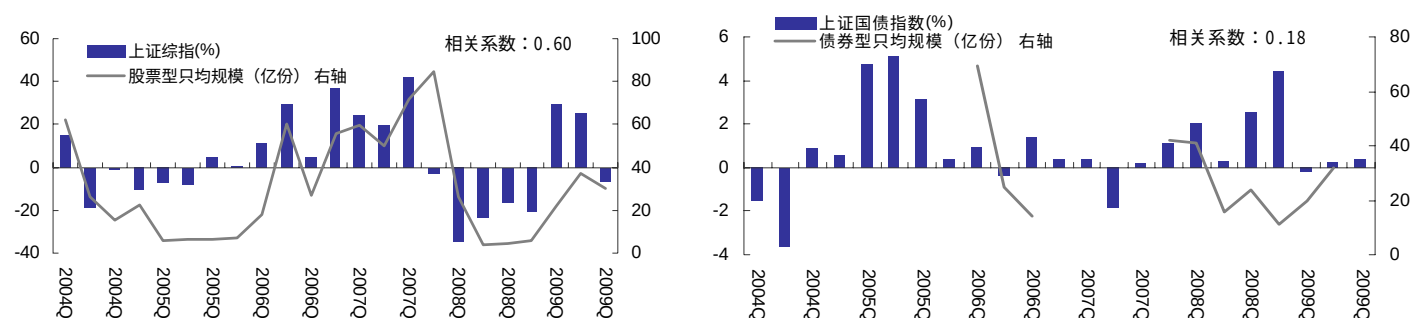


二、传统产品：进军细分市场

传统产品主要包括货币基金、债券基金、混合基金和股票基金。由于绝大多数基金管理公司已经具备了货币市场基金，所以我们将研究放在长期基金方面。

从上文中，我们已经看到，年度内基金发行的大主题主要与该年股票市场与固定收益市场的收益率有着非常重大的关系，我们进一步从季度的时窗看，这样的关系依然存在。2004 年以来的季度数据显示，股票基金的只均发行规模与当期股票市场收益率的相关系数达到 0.6；债券型基金的情况比较复杂，这类基金的只均发行规模与债券市场当期收益率的相关系数只有 0.18，这主要是因为债券基金的发行只数比较少，时间序列上存在长期的断点，且众多债券基金均涉及股票投资，这极大地影响了最终统计的结论（见图表 5）。排除掉这些干扰因素，在逻辑上，债券基金的发行水平应该与债券市场收益率有非常显著的相关关系。

图表 5、股票与债券基金的发行水平（剔除银行系公司³）与市场的关系



资料来源：安信证券

顺着上面的思路，接下来我们就需要对明年股票和债券市场的行情情况做出预判，在此，我们引述市场上的主流研究观点以为证据。从债券市场的情况看，由于目前存在比较普遍的通货膨胀预期，国家宏观经济主管部门也提出要合理管理通货膨胀预期，所以，基本上可以判定，明年乃至更长的时期内，债券市场难有大的表现，由此，明年债券基金，不论是存量，还是新发，都难现辉煌。股票市场呢，2010 年股票市场将有可能重归“新常态”⁴。这也就是说，市场未来的一个阶段是平衡市，大的风险没有，大的机会也不存在，市场的波动幅度会比前两年明显收敛，这是宏观基本面和流动性状况决定的。从现在的时点往后看，我们国家的 GDP 水平会重新回到 8-9% 之间，经济波动幅度不可能太大，而市场的波动度也会相应收窄。

鉴于上述市场趋势的判断，我们认为，明年新发基金市场仍将以偏股型基金为主，且是主动偏股基金，而不是被动指数基金。从影响产品发展的其他几方面因素看，政策面上，只要明年股票市场不出现类似 2007 年后半段那样的疯狂，主管机关应该仍然会大力支持偏股基金的发行；渠道方面，偏股基金的发行对它们带来的利益相对最大；基金公司方面，主动偏股基金的管理费率也是最高的。从基金公司产品线的现状看，除行业内领先的几家大公司外，绝大多数基金公司依然有不少境内偏股基金的空白点需要填补。更为重要的是，

³ 之所以在此剔除银行系基金公司，主要是因为它们旗下基金的发行规模受非市场行情因素的影响较大。

⁴ 本处对 2010 年股票市场的判断主要取自李旭利的观点。（2009 年 11 月 9 日，《上海证券报》）

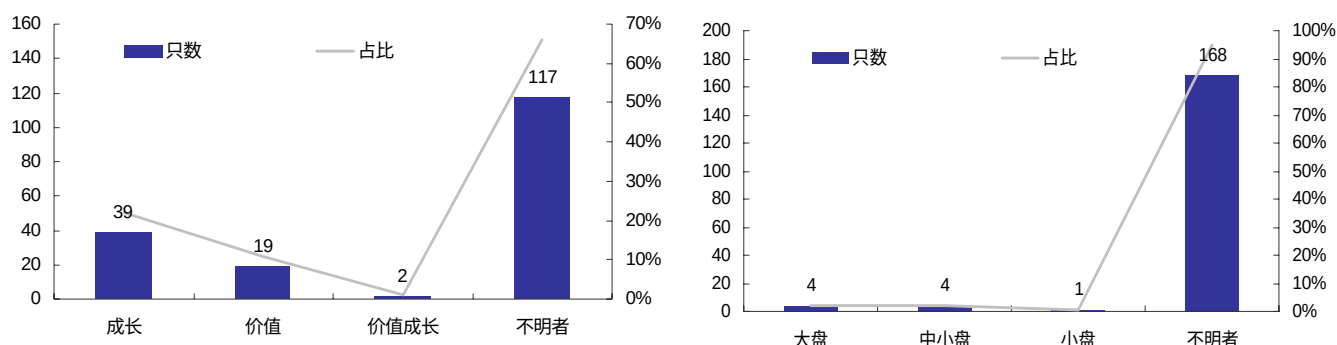
假定明年市场继续上行，那么很多老基金持有人都将逐渐回到他们当初（主要是 2007 年下半年）购买基金的成本线，这将对老基金构成极大的现金流出风险⁵，届时通过新发基金现金流入弥补老基金现金流出的压力是非常大的。2006 年上半年，当出现巨大赎回的情况下，基金公司就是通过大量发行新基金才维持了行业整体规模的相对稳定和增长。

就像 2010 年的股市回归的常态是“新常态”一样，明年基金发行市场也将回归常态，就是以主动管理型股票基金为主的状态，但该状态有“新意”，与以往的情况应该是有变化的，变化的主要原因在于市场的变化、投资人的变化（结构细分与投资理念）以及（大型）基金公司产品线布局进入新阶段。在监管机关产品审核制度发生重大变化的情况下⁶，我们下面所预期到的产品变化可能发生得更快、更明显。

1、产品的风格特征将更为明显

我国基金产品过去广受诟病的一个方面就是产品雷同，风格雷同，这与我国资本市场和基金市场的整体发展阶段是有很大大关系的。我们统计了国内所有 177 只主动管理型 A 股股票基金的相关情况。有 39 只基金的名称中明确自身为“成长”风格，有 19 只基金则明确为“价值”风格，另有 2 只基金“成长”与“价值”兼具，剩下的诸多品种风格未曾表述（见图表 6）。在规模属性上，有 4 只基金的名称中标明“大盘”身份，也有同样数量的基金标明自己为“小盘”或“中小盘”特征，其余品种均未在名称中提及规模。从实际操作风格上，例如，成长价值风格基金在实际投资中重仓股的风格差异微弱。它们所使用的业绩基准通常也不是风格指数。由于在实际投资风格上的高度趋同，所以成长和价值基金的投资业绩也高度趋同。

图表 6、我国股票基金的风格情况（截止 2009-09-30）



资料来源：安信证券

对比发达市场的情况，例如全球最大的基金管理公司之一美国富达公司，其旗下共有 47 只国内股票基金，其中 1/3 左右是在价值和规模风格上非常明显的基金（见图表 7）。

⁵ 2009 年 3 季度，股票市场回升到 300 点以上的高度，偏股型基金的净赎回也达到了过去连续 7 个季度净赎回的最高水平-2.61%。

⁶ 证监会基金部日前下发 2009 年 44 号文——《关于进一步优化基金审核工作有关问题的通知》，通知指出，基金产品审核将按照公募基金和特定资产管理计划、境内基金和 QDII 基金、创新产品和普通产品、固定收益类基金和偏股型基金的分类方式实行分类审核制度。基金管理公司在上报一类基金的募集申请时，可同时上报另一类基金的募集申请，两类基金分别排队、分别审核。同时，基金部将进一步简化部分成熟产品的审核程序，对于 QDII 基金，除创新、复杂产品外，成熟产品不再组织境外专家进行评审；对于其他公募基金，除重大创新产品外，原则上不再组织专家评审会。（来源：2009 年 12 月 4 日新浪网）

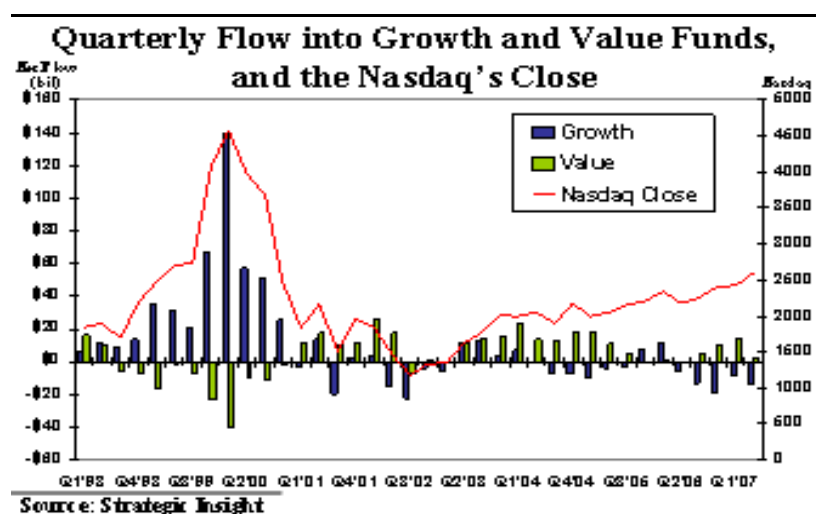
在不同风格的基金的平均规模上，价值或成长风格的基金大约是复合型基金的 70%，大中小盘风格的基金大约是复合型基金的 1/4。由于风格产品在单只规模上处劣势，所以基金公司通常的做法是将某一系列的风格产品一次性发齐，以满足不同投资人的不同需求。这种风格产品的布局，对于基金公司而言，一个非常重要的好处在于，在市场本身处在不同的风格势头之下，公司总有不同风格的产品供给以顺应市场趋势，迎合不同投资人的需要。从现金流的情况看，美国的基金投资人也是在根据市场风格的变化有重点地选择不同风格的基金进行投资，例如，上世纪 90 年代后期成长型基金获得了投资人青睐，而本世纪以来价值型基金又卷土重来（见图表 8）。在这种结构变换中，风格产品布局完整的公司将占据优势。

图表 7、富达旗下风格基金的规模（截止 2009 年 9 月）

	数量	数量占比	总规模/百万美元	总规模占比	平均规模/百万美元
价值成长风格	17	36.17%	75,511	28.93%	4,442
非价值成长基金	30	63.83%	185,524	71.07%	6,184
大小盘风格	15	31.91%	26,551	10.17%	1,770
非大小盘基金	32	68.09%	234,485	89.83%	7,328

资料来源：富达公司网站

图表 8、美国不同风格基金的现金流



海外风格基金的大发展是上世纪 90 年代的事。从市场的角度看，这背后有三个基本前提：一是资本市场本身具备不同风格的板块。90 年代后美国 Nasdaq 市场的成功极大地促进了成长型和中小规模公司的大发展，这为风格基金的发展创造了非常良好的条件；二是投资人已经足够的细分，他们自己、或者通过投资顾问能够比较清楚地界定自己的风格偏好，或风险偏好，同时他们也能比较理性地区分产品本身的风格并对不同风格的产品进行正确的评价；三是基金公司的大类产品线已经基本齐备。特定风格产品通常是满足特定需求的投资人，所以它的规模在理论上应该比复合风格的产品的规模小，所以基金公司往往倾向于在基本产品线布局大致结束后在布局风格产品。除了这三方面市场层面的原因，监管机关执行比较宽松的产品审核制度也是必备前提，它应该允许基金公司在同一时间发行同一系列的几只风格产品。

从我国当前这几方面的情况看，风格基金发展的土壤正在逐渐发育成熟。我们近期已

经看到中小盘基金发行迎来高潮，10 月份以来至 11 月份，已有 5 家基金公司发行中小盘主动或被动投资基金，这相当于过去历年发行的该类基金的总和。这和我国创业板市场的开通以及中小盘股票在这段时间良好的市场表现有很大关系。此外，产品发行监管政策的市场化动向也非常值得关注（见脚注 6），风格基金的大发展需要监管政策的促进。

2、高仓位选股基金有望表现突出

从过去的经验看，除去 2007 年和今年这种特大牛市外，绝大多数年份主动管理型股票基金能够战胜市场，这说明当前中国市场环境下，基金经理主动选股还是能够创造阿尔法的；另一方面，我国资本市场的有效性确实在不断提高，机构投资者占比在逐渐上升，在较强的市场趋势下，战胜市场的难度变得越来越大。假定明年市场是“新常态”，那么，兼顾市场贝塔收益和选股阿尔法收益的产品将迎来表现的机遇，具体在产品上就是高仓位的主动选股基金。从目前我国基金产品的实际情况看，这种产品也是市场上的短缺品种。目前市场共有 177 只开放式股票基金，其中只有 2 只基金的法定股票比例下限高于 80%（见图表 9）。高仓位选股基金是发达市场的主流产品，过去我们在理念上对这种品种多持否定态度，主要想法是我国股票市场波动性很高和投资人未充分细分，而从未来看，这两方面的情况都在发生变化。对于行业内传统产品线已经比较丰满的公司而言，高仓位主动股票基金尤其值得重点考虑。

图表 9、股票型基金的股票投资比例（根据基金合同，截止 09-9-30）

投资范围%	基金数量	占比
60/80	5	3%
60/90	8	5%
60/95	147	83%
65/80	1	1%
65/95	6	3%
70/80	1	1%
70/95	5	3%
75/95	1	1%
80/95	1	1%
85/95	2	1%
总计数	177	100%

资料来源：安信证券

3、混合型基金降低风险重心

我国混合型基金的大类资产配置方案真可以称得上是“百花齐放”，总共 138 只混合型基金共有 42 种资产配置方案，其中股票配置比例 30-80%的最多，占 22%，其次是 30-95%这一档，占比 16%。只有 5 只基金的股票投资比例上限低于 50%，也就是说绝大多数混合基金的股票投资比例都可能超过 50%，甚至更高（见图表 10）。实际投资情况也是如此，2004 年《基金法》颁布实施以来，几乎任何季度，混合型基金股票投资比例都在 60%以上（仅一个季度例外，2004 年三季度末为 57%）；从这个意义上看，我国实际上几乎不存在混合型基金，它们在投资上几乎都达到了股票型基金的法定股票比例要求。

图表 10、混合型基金股票投资比例（根据基金合同，截止 09-9-30）

投资范围%	基金数量	占比
30/80	30	22%
30/95	22	16%
40/95	10	7%
0/80	9	7%
0/95	5	4%
35/95	4	3%
max50	5	4%
其他	53	38%
总计数	138	100%

资料来源：安信证券

在我国混合型基金目前的实际状况下，投资人很难在市场上找到风险介于债券型基金和股票型基金之间的中低风险产品，而实际上中国又有大量的中低风险偏好的投资人，所以，在市场发展到一个新的阶段后，会有基金公司、尤其是大型基金公司，逐渐意识到该类产品的缺实，并逐渐提供对应的产品。当然，这方面的突破尚需要监管部门放松对混合基金资产配置比例的一致性要求⁷。

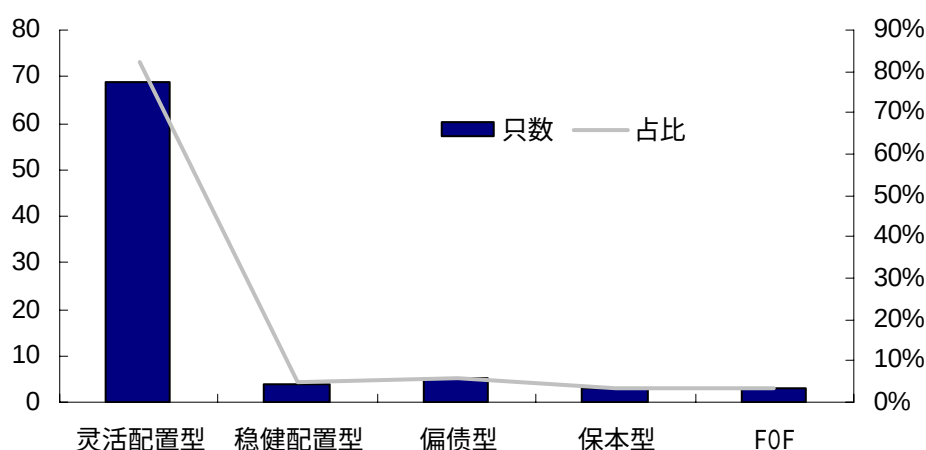
三、专户理财：寻求差异化产品

2009 年 6 月 1 日，《关于基金管理公司开展特定多个客户资产管理业务有关问题的规定》颁布施行，“一对多”专户理财业务开闸，9 月份第一单业务启动。目前，已有 34 家公司获得该项业务资格，几乎囊括了所有当前资产管理规模超过 200 亿元（法定准入门槛）的基金管理公司。截止 2009 年 10 月底，共有 84 只一对多专户产品发行成立，总规模超过了 100 亿。

从产品结构上看，超过 80%的“一对多”产品都是所谓“灵活配置”产品，其他包括稳健配置、偏债、保本和 FOF（见图表 11）。出现这种格局的主要原因是过去两三年公募基金的业绩出现了过山车式的起伏，众多投资人认为这是基金经理没有进行必要的灵活的资产配置所导致的。基金经理之所以没有这样做，一方面是基金规模大，二方面是体制方面的原因，尤其是同行间短期排名竞赛的压力。而实际上还有第三方面的原因，就是基金经理是否有长期的稳定的资产配置能力，即通过“选时”战胜市场。专户理财产品看上去解决了上述两方面的问题，而第三方面的问题则存在非常明显的争议。

⁷ 2008 年 7 月份以来，所有新发的混合型基金的股票资产配置比例均为 30%-80%。

图表 11、我国基金公司“一对多”产品结构（截止 2009-10-31）



资料来源：安信证券

上面我们谈到了专户客户对该类产品的特殊预期，更直截了当地看，众多专户客户希望他们所投资的专户产品在投资业绩上能够战胜公募基金：在市场下跌时能够跌得更少，锁定风险；在市场上涨时，也能获得与市场匹配的收益，甚至更高。假如不考虑这两类产品在风险上的不同特征，而仅仅去比较两类产品的绝对收益的话，这样的预期就存在非常大的问题，这种不恰当的预期也将严重影响专户业务的长期稳定发展。为什么这么说呢？因为像灵活配置这样的专户产品，其本质是类似对冲基金的绝对收益产品，绝对收益产品追求的是波动率更小前提下的稳定收益，而一般股票基金主要是获得市场本身的贝塔收益。二者相比，绝对收益策略的风险相对更小，所以它的收益在理论上也将比一般股票基金小，而在风险调整后收益上二者应该基本相当。在市场强势上行的阶段，绝对收益产品更难战胜市场，或一般股票基金。例如，1994 年 1 月到 2000 年 9 月，美国股票市场展现任何意义下的大牛市，该时期标准普尔 500 指数的年化增长率超过了任何一大类对冲基金 6 个百分点。2007 年，我国绝大多数以灵活配置策略为主的阳光私募产品也输给了市场和一般股票基金。正因为绝对收益产品与传统股票基金比在绝对收益上不占优势，所以我们看到海外的对冲基金基本上都通过投资杠杆的运用以增强收益，而问题是我国目前并没有必要的金融工具让专户产品能够通过杠杆来放大收益。

从费用的角度看，由于专户产品的高费用特征，它也将与股票基金比拼业绩（尤其是长期、绝对业绩）的舞台上处下风。根据我们的测算，假定专户产品的投资业绩分别是上证综指历年收益率的中位数 10%和简单算术平均值 30%，那么专户产品的年综合运作费率就将达到 2.88%和 6.88%的水平（见图表 12），这比股票基金的对应水平要高很多，如此高昂的费用要通过基金经理在投资上稳定的阿尔法去弥补，从长期看，这将是非常困难的。

图表 12、权益类“一对多”专户的运作费率(%)

	基本条件 (%)				
	管理费率	托管费率	客户服务 费	业绩报 酬	综合费 率
情景 1	0.9-1.2	0.2-0.25	1	0.6	2.88
情景 2	0.9-1.2	0.2-0.25	1	4.6	6.88

注：1、情景 1、2 分别对应上证综指历年收益率的中位数和简单算术平均值

2、业绩报酬=（年收益率-7%）*20%

3、表中区间数据在计算过程中均取该区间平均值

资料来源：根据《证券时报》2009 年 11 月 9 日相关报道整理

上述专户理财在投资策略和费用结构上的安排应该说是其内在特征，这种特征的产品需要找到它对应的需求。国际上看，类似我国这种形式的一对多专户业务发展的情况并不乐观。例如，据与美国富达公司沟通，该公司至今没有所谓的一对多业务，整个美国市场，基金管理公司也鲜有该业务，这主要是因为客户没有充分的理由购买这样的产品：假定客户资金量足够大⁸，那么他可以购买独立账户产品，该账户内的资产实质上归客户所有，他可以对账户内的资产和组合提出自己的个性化需求，得到个性化的服务，该账户也可以用来管理税收；假定是普通客户，那么他可以购买共同基金。设立折中性的“一对多”账户对于客户没有实质意义。我国台湾地区 2005 年推出了所谓“私募基金”产品，基本上就是我们所谓的“一对多”，但几年下来，其规模只有 280 亿台币，占资产管理规模的比例只有 2%，而“一对一”的全权委托业务却发展到 8000 亿左右的水平，几乎是共同基金规模的一半（见图表 13）。

图表 13、我国台湾地区不同资产管理产品的发展

(单位：亿台币)	公募基金		私募基金		全权委托	
年份	基金只数	基金规模	基金只数	基金规模	基金数只	基金规模
2001	326	17776			280	818
2002	362	21812			434	1827
2003	417	26668			451	3329
2004	466	24813			548	4265
2005	502	19631	132	437	561	4838
2006	508	19665	164	524	721	6062
2007	523	20409	156	456	861	8308
2008	497	15714	130	280	885	7848

资料来源：www.sitca.org.tw

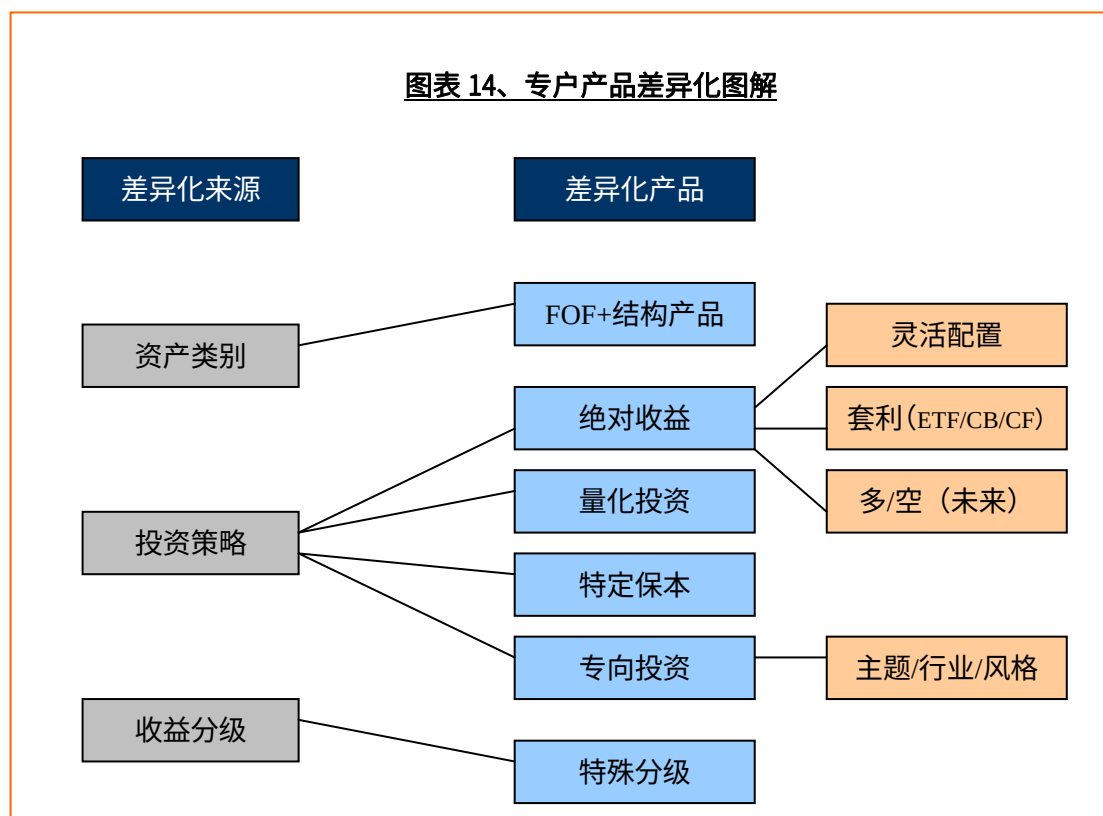
综合起来看，“一对多”业务要持续稳定地发展起来关键是要找准自己的定位，也就是“将恰当的产品卖给恰当的投资人”。当前风靡的灵活配置产品，假如我们不能给客户以科学而理性的预期，那么未来将证明这是个“美丽的误会”，我们当前最重要的是让客户认识到该类产品的绝对收益属性，以及由此而产生的与传统基金不同的风险收益特征。当然，从商业利益的角度看，专户理财对基金管理公司的诱惑力足够大，根据我们上面的运作费率测算，基金公司获得的净费率是 1.65-4.65%，这相当于传统股票基金（剔除尾随佣金后的）净管理费率的 2-5 倍左右，假定市场再现年上涨 100% 的神话，那么该财务杠杆倍率可能达到 20 倍，这也意味着，一只 2 亿规模的专户产品将创造 40 亿传统基金创造的财务收入。

专户业务的生命力和竞争力在于产品的差异化，产品差异化的源泉有三个：一是资产类别，即在投资组合中放入与基金产品不同的资产，例如证券投资基金、网下申购股票债券（低流动性资产）、不同风险资产构造的结构产品等；二是投资策略，即采用与传统基金不同的投资策略，主要包括：绝对收益策略（灵活配置、利用 ETF、可转债、封闭式基金的套利以及未来的多空策略）、量化投资策略、专向投资（主题、行业和风格投资）、特定

⁸ 传统上美国专户理财业务（Seperately Managed Account）门槛是 100 万美元，目前最低门槛已经降到了 10 万美元。

保本策略等；三是特殊的客户或收益分级，例如我们可以设计更为激进或更为复杂的收益分级方案以满足特定客户的特定需求（见图表 14）。按照产品差异化的基本思路，目前基金公司专户产品线中的部分产品显然存在较大问题，例如与传统基金产品无本质差异的积极配置产品、保守配置产品、偏债产品、一般的打新股产品、一般的保本产品等。

图表 14、专户产品差异化图解

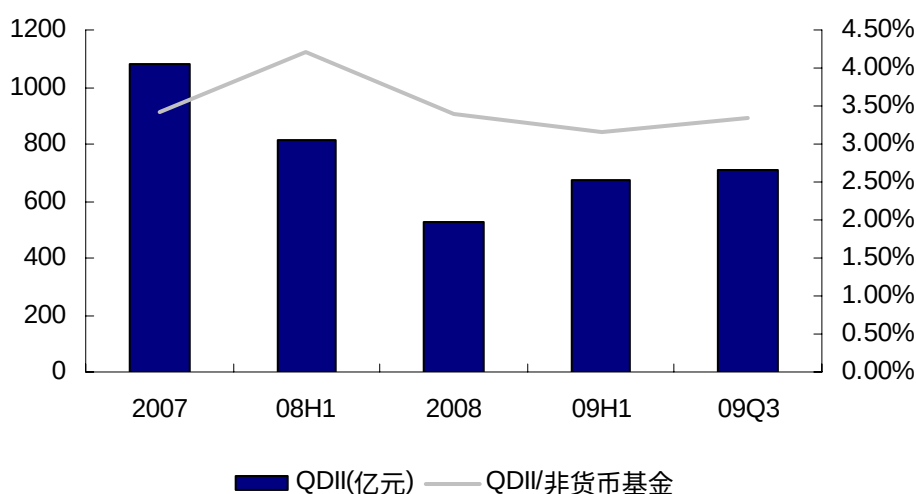


四、 QDII：大公司做 β ，中公司做 α

我国严格意义上的 QDII 产品出海始于 2007 年 9 月份，迄今两年。也许是由于时运不济，第一轮 QDII 业务发展并不顺利。外管局网站数据显示，截至 9 月末，外管局共计批准了 56 家机构共计 559.51 亿美元的 QDII 额度，但截至 8 月末，QDII 资金净汇出资金仅 287.11 亿美元。

从基金管理公司的角度看，目前已有 30 家公司获得该项业务资格，几乎囊括了所有当前基金管理规模超过 200 亿元（法定准入门槛）的基金管理公司。截止 2009 年 9 月底，共有 10 家基金公司发行 10 只 QDII 基金，基金总规模 711 亿元人民币，占全国非货币基金总规模的比例为 3.34%（见图表 15）。

图表 15、我国 QDII 基金的发展



资料来源：Wind.net

与世界其他国家和地区相比，我国 QDII 基金的发展还处在初级阶段。例如，全球两个最大的经济体—美国和日本的国际基金的占比分别达到了 15%和 19%，而发展中国市场的代表韩国和台湾的国际基金占比则更高，分别达到了 21%和 28%，虽然它们国际基金的发展历史只有 10 年左右（见图表 16）。

图表 16、不同国家和地区国际基金的发展

	规模（亿美元）	占比	引进时间	统计时间
美国	16000	19.00%	1955	2008H1
日本	860	14.70%	1970	2007
英国	13900	27.00%	1868	2006
中国	82	3.34%	2007	2009
台湾	150	28.36%	1988	2007
韩国	749	20.83%	1997	2008H1

注：日本为股票基金情况；美国为长期基金情况；英国的规模单位为英镑。

资料来源：各国和地区基金行业协会网站

从根本上，或长期来看，我国国际基金的发展受到三大制约：

- 中国经济未来很长时期内仍将是全球范围内相对表现最好的国家之一。
- 人民币中长期升值趋势依然是大概率事件。
- 资本项目强管制在短期内很难看到终结的可能。

从 2010 年的情况看，QDII 基金的发展却将迎来一波新的热潮，这首先是因为监管政策的变化。国家外管局在《2009 年上半年中国国际收支报告》中提到，“进一步放宽境外直接投资外汇管理，推进 QDII 制度实施并扩大 QDII 投资规模。”今年 10 月 10 日，国家外管局发布 47 号文，对 QDII 业务的外汇额度管理政策做出大调整，一方面，外汇额度不是针对单一产品，而是针对一家机构，这意味着在额度尚未用完的情况下可以发行多只 QDII 产品；另一方面，“已取得投资额度的证券经营机构，如两年内未能有效使用投资额

度，国家外汇管理局有权对其投资额度进行调减”；这将促进手握大笔额度却未使用的公司尽快有所作为。10月底，外管局已经向易方达基金和招商基金两家公司批准了外汇额度，分别为10亿美元和5亿美元，这是去年5月下旬QDII额度停批17个月后的首次开闸。

海外市场本身的变化也再次赋予QDII新的发展机遇。今年以来，海外主要股票市场的涨幅惊人，这将重新燃起基金公司和投资人对海外投资的热情。展望2010年，投资大师安东尼·波顿（富达国际投资总监）认为⁹，就经济来讲，接下来的两年应该都不会再有衰退出现；就股市来讲，现在已经进入牛市，并且这个牛市会持续2~3年。历史经验告诉我们，牛市并没有结束，3月开始的牛市可能仅仅是开始。假如大师的判断大体没有错误，那么这对QDII的新发展是非常有利的。

然而，2010年QDII的热度很难恢复到2007年下半年的水平，当时对QDII基金的疯狂是诸多因素合力导致的，尤其值得提到的是，当时境内股票基金停发，众多中小投资人误以QDII作为境内基金的替代品。首批QDII的实际投资业绩重创了不少投资人对QDII的信心，同时也重创了代销渠道的信心。另一方面看，基金管理公司从事QDII业务的成本非常高，包括特殊的“1+3”人员要求¹⁰，较高的运营成本等等。所以，假如未来QDII发行的情况并不如预期的那么乐观，而境内基金发行相对较好的话，那么对于仅拿到5亿美元的中型公司而言，他们可能会“三思而后行”。而从监管方的角度出发，假如2010年A股市场出现大的波动，那么政策放行QDII出海的口径也很有可能再度收窄，这种不确定性必须考虑。

从产品结构上看，我国目前的QDII基金主要是投资香港市场以及海外中国概念的股票（见图表17），部分产品在成熟市场的投资以基金为主，也有部分产品是全球选股的。从业绩情况看，这几类产品的表现参差不齐。

图表 17、我国 QDII 产品明细

	基金成立日	产品类型	主要投资于	业绩比较基准	超越基准%（自成立至09年6月底）
南方全球精选	2007-09-19	混合型	香港股票+全球基金	MSCI 世界指数(MSCI World Index)*60%+MSCI 新兴市场指数(MSCI Emerging Markets Index)*40%	3.96
华夏全球精选	2007-10-09	股票型	全球	MSCI 全球指数(MSCI All Country World Index)	10.56
嘉实海外中国股票	2007-10-12	股票型	在中国地区有重要经营活动的股票	MSCI 中国指数	1.1
上投摩根亚太优势	2007-10-22	股票型	亚太市场和亚太企业	MSCI 综合亚太指数(不含日本)(MSCI AC Asia Pacific Index ex Japan)	-2.44
工银瑞信全球配置	2008-02-14	股票型	境外中国公司+国际受惠于中国的公司	MSCI 全球股票指数收益率*60%+MSCI 中国指数收益率*40%	0.75
华宝兴业中国成长	2008-05-07	股票型	中国概念股	MSCI China Free 指数(人民币计价)	23.68

⁹ 《历史经验告诉我，牛市没有结束》，安东尼·波顿，2009年11月16日（上海证券报）

¹⁰ 《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》第七条 申请境内机构投资者资格应该：具有5年以上境外证券市场投资管理经验和相关专业资质的中级以上管理人员不少于1名，具有3年以上境外证券市场投资管理相关经验的人员不少于3名。

银华全球核心优选	2008-05-26	混合型	香港股票+全球基金	标准普尔/花旗全球市场指数 (S&P/Citigroup BMI Global)*60%+香港恒生指数(Hang Seng Index)*40%	13.28
海富通海外精选	2008-06-27	股票型	中国概念股	MSCI 中国指数(以美元计价)	62.6
交银环球精选	2008-08-22	股票型	全球	标普全球大中盘指数(S&P Global LargeMidCap Index)*70%+恒指*30%	53.91

资料来源：Wind.net

2010 年的 QDII 基金在产品形式上将呈现非常明显的新特征。大公司将以开发 QDII 指数基金（包括 ETF）为主，目前我们已经看到了这样的端倪，不少公司都在积极与海外的指数开发机构洽谈指数使用问题（见图表 18），抢占优秀指数资源是一个非常重要的考虑，而首批主动管理型 QDII 基金的铩羽也让基金公司反思海外投资的策略，被动投资既适合在有效市场运作，又可以减轻来自投资人对业绩的压力。从产品规模与业务收入的角度看，凭借大公司在品牌和营销上的实力，以及今年投资人对境内指数产品的良好印象，指数型 QDII 可以“借势”促成发行规模上的成功。在业务收入上，被动投资也可以免去海外投资顾问这个环节，省下了海外投资顾问对基金管理费的分成，基金公司最终获得的净管理费率相对于主动产品而言下降幅度有限。而中型公司很难与大型公司去争夺海外指数资源，相对弱势的公司品牌也让他们很难与大型公司在指数产品领域展开竞争，所以它们仍将以主动投资产品为主。

图表 18、我国基金管理公司与海外指数的合作情况（部分）

基金公司	指数公司/交易所	使用情况
国泰	纳斯达克 OMX 集团	独家许可使用纳斯达克 100 指数
鹏华	摩根斯坦利资本国际公司	包括摩根斯坦利美国指数、摩根斯坦利欧澳亚远东、摩根斯坦利新兴市场指数在内的 6 只指数的 ETF 产品开发授权
南方	标准普尔指数公司	标准普尔 500 指数
华夏	香港交易所	开发跟踪恒生指数的 ETF
华宝兴业	东京证券交易所	独家开发以东证核心 30 指数(TOPIXCore 30)为跟踪标的指数的 ETF 类

资料来源：主要证券类媒体

未来，大型基金公司还将开始考虑整个 QDII 产品线的布局问题。我们可以从美国晨星公司对国际基金的分类体系中看到国际基金基本的布局线条（见图表 19）。海外主流的国际基金产品布局大致有两个线条，一是根据风格产品的线条，进行不同风格产品的布局；二是根据投资区域的线条，进行针对不同国家或地区的产品布局。此外，还有全球资产配置（配置型产品）、债券类和其他产品。从我国基金市场的现状看，投资人对境内风格产品缺乏认识，境内风格产品也没有真正发展起来，在这种情况下，国际化的风格产品也很难先行一步。所以，我国 QDII 基金的产品线布局应该以区域类为主。在区域产品布局的次序上，从客户的全球资产配置的角度出发，我们应该优先考虑发达市场，然后再是新兴市场，最后才是海外中国概念的股票，这个次序也有利于真正锻炼基金公司的海外投资能力；而从基金公司的现实能力与比较优势看，它们现阶段更适合于对香港市场及海外中国概念股票的投资。具体的决策，可视基金公司自身在国际投资上的资源而定，例如具有较强国际投资实力的外方股东或外方顾问的基金公司可以考虑多从发达市场或其他新兴市场入手。

在 QDII 产品线的布局上，比较另类的是债券产品和贵金属、REITS 产品等。对海外

债券市场的投资是目前空缺，具有债券投资境内经验和境外资源的公司可以考虑它。而对于贵金属、REITS 等在国内缺失的产品，假如我们可以让投资人从 QDII 产品上获得补充，这应该也能吸引不少的客户。

图表 19、晨星公司的国际基金分类

风格类	海外大盘价值	海外大盘复合	海外大盘成长	海外中小盘价值	海外中小盘成长		
区域类	全球股票	欧洲股票	日本股票	非日本亚太股票	亚太股票	新兴市场	拉美
债券类	全球债券	新兴市场债券					
配置类	全球资产配置						
其他	贵金属（股票）	全球 REITS					

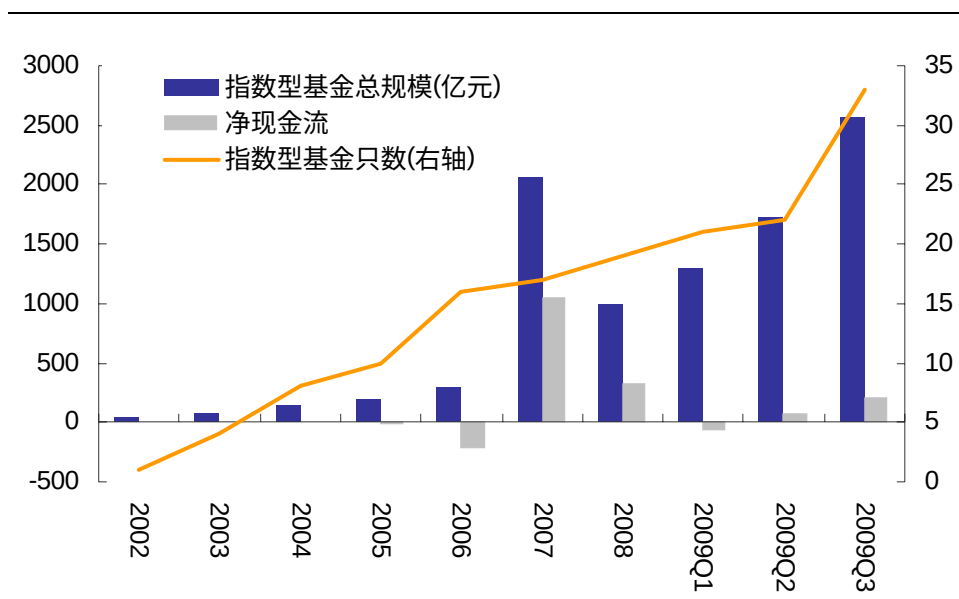
资料来源：https://www.wellsfargo.com/investing/mutual_funds/morningstar_desc

注：因为是从美国本土的角度出发，所以在区域类中没有“美国股票”类。

五、指数产品：减速中细化与出境

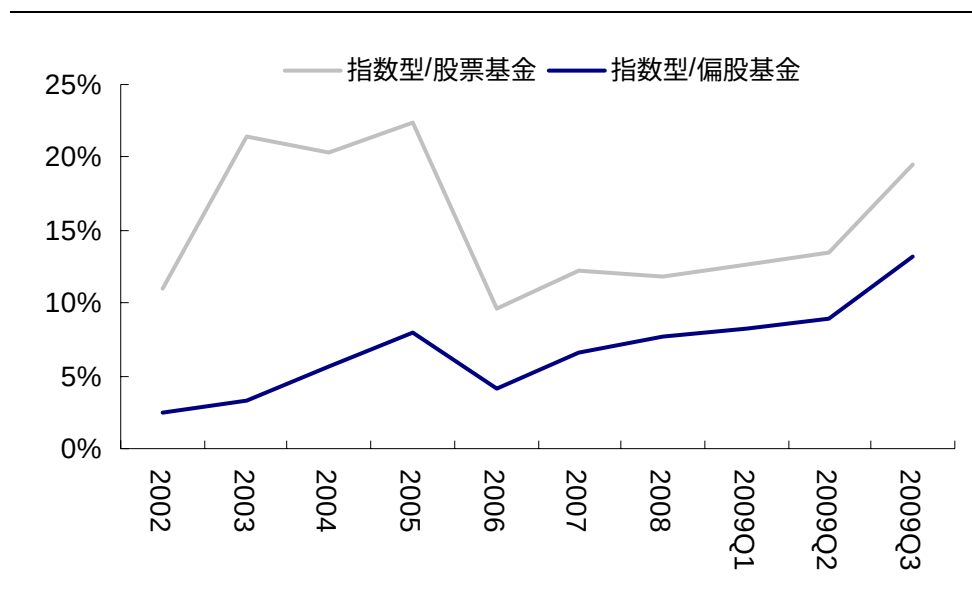
经过 2009 年“指数基金年”的洗礼，我国指数产品的发展迈上了一个新的台阶。截止 2009 三季末，33 只指数产品（包括 24 只指数基金和 9 只 ETF）合计规模 2555 亿（见图表 20）。从绝对规模看，我国指数产品发展的高峰正是在 2009 年；从相对规模看，我国股票指数产品与股票型基金和偏股型基金规模的比例分别是 20%和 13%，从更具有可比性的偏股型基金这个口径看，目前指数基金的相对规模是过去几年的最高水平（见图表 21）。

图表 20、我国指数产品的发展历程



资料来源：Wind.net

图表 21、我国指数产品的相对规模

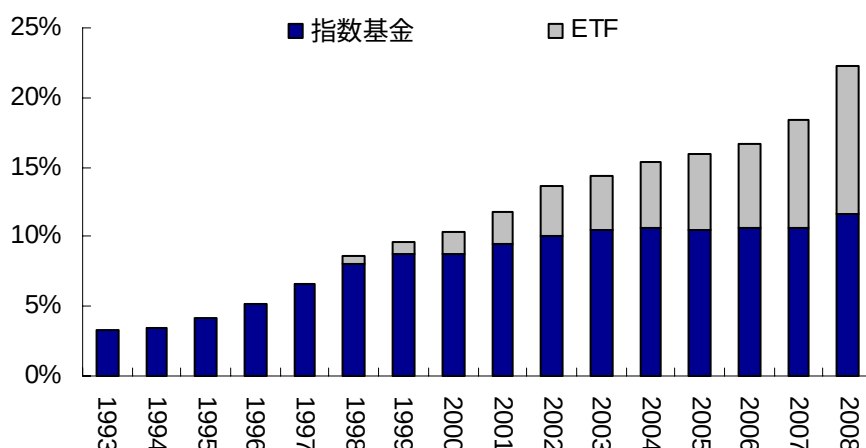


资料来源：Wind.net

在结构方面，我国目前所有的指数产品都是股票方向的，还没有债券方向的指数产品和国际投资的指数产品，这是目前我国指数产品在大类上最大的缺失。在指数产品的形式上，传统指数基金占据了接近 81% 的份额，ETF 规模相对较小。在股票产品内部，除 3 只中小盘指数基金外，绝大多数都是大中盘风格的产品，其中，跨市场的基准指数沪深 300 所推动的指数基金规模占比为 45%，2009 年以来成立了 8 只跟踪沪深 300 指数的指数基金。此外，我国还有 18% 的指数基金是增强指数基金。

我国指数产品的发展是比较顺利和快速的。美国共同基金诞生于 1924 年，而指数型共同基金的诞生则是在 52 年后的 1976 年，ETF 则是 1993 年的新事物。而我国开放式基金 2001 年诞生后的第二年即见到了指数基金的破土，再过两年又迎来了 ETF 的降世。从另一个角度看，美国股票指数基金达到相对规模 8% 的水平是在其发端 22 年后的 1998 年，而我国指数基金目前达到这一高度却只用了 6 年的时间。从相对规模来看，我国股票指数产品与偏股型基金规模的比例已经达到 13%，美国股票基金指数化比例为 22%（见图表 22）。

图表 22、美国股票基金指数化比例

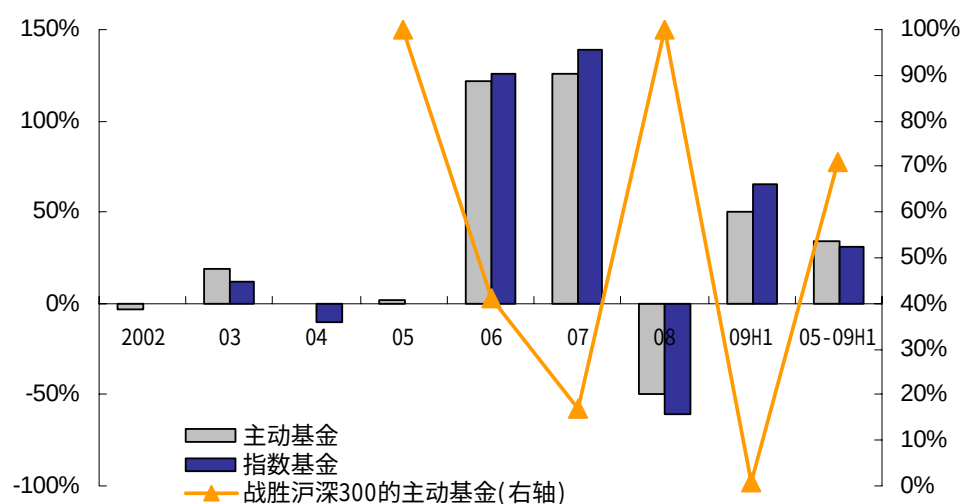


资料来源：ICI

不过，短期内要看到我国股票基金的进一步大幅指数化比较难以想象，我国指数产品的发展要达到美国股票基金指数化的高度，仍需较长时日，我国指数基金的发展道路不会一帆风顺，主要原因一方面是市场，即中国股票市场有效性问题以及由此引发的指数基金的业绩问题，另一方面是投资人，即在短期投资心态和行为模式下，指数基金难以获得稳定的现金流。

在市场方面，目前对中国股票市场有效性比较一致性的看法是，这并不是一个强有效市场，至多达到弱有效的程度，理论上说，这种市场环境并不适合指数产品的发展。我们也确实看到，除 2007 年和 2009 年外，在历史上的大多数年份绝大多数主动基金都能相对轻松地战胜市场指数。在 2005—2009H1 四年半两轮牛熊的变换中，战胜沪深 300 指数的主动基金比例也达到了 71%（见图表 23）。

图表 23、我国指数基金的相对业绩（单位净值增长率）

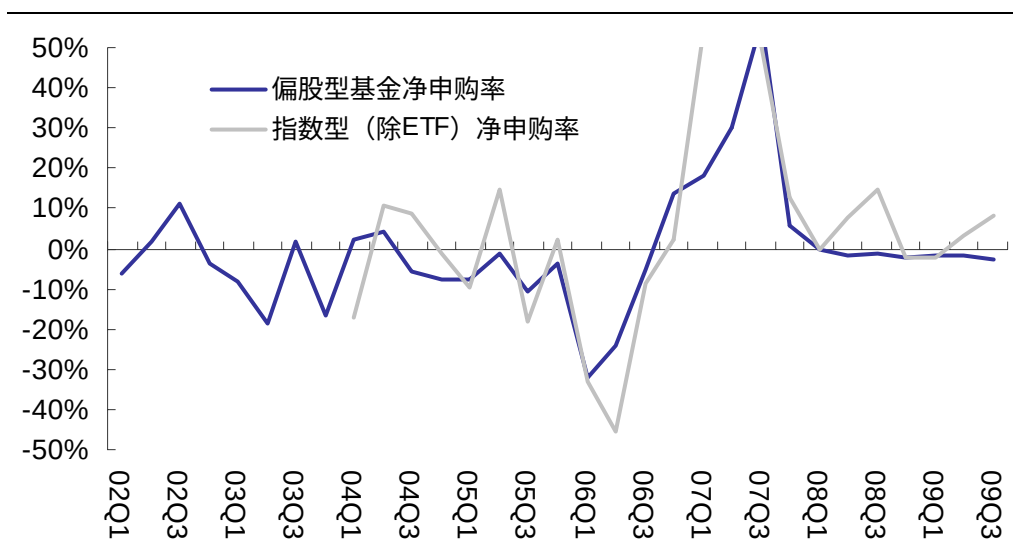


资料来源：Wind.net

在投资人方面，我们比较了指数基金与主动基金的申赎情况，2004—2009Q3 年期间，

指数基金净申购率标准差为 0.73，主动偏股基金净申购率标准差是 0.18（见图表 24），指数基金申赎活跃度远较主动基金高很多，众多基金投资人把指数产品当作波段或者趋势投资工具。这种需求特征表明，目前我国指数基金投资人显然没有理性地认识到指数基金在长期投资理财上的功效，这点与成熟市场有很大的区别，例如，美国的指数基金和 ETF 在 2008 年的大熊市中依然表现亮丽，指数基金规模下滑 30%，这远比股票型基金的 43% 小，指数型基金的现金流虽然下降，但仍然保持正流入。ETF 表现更为抢眼，2008 年流入资金 1772 亿美元，达到有史以来最高峰。

图表 24、指数基金申赎情况（2002—2009Q3）



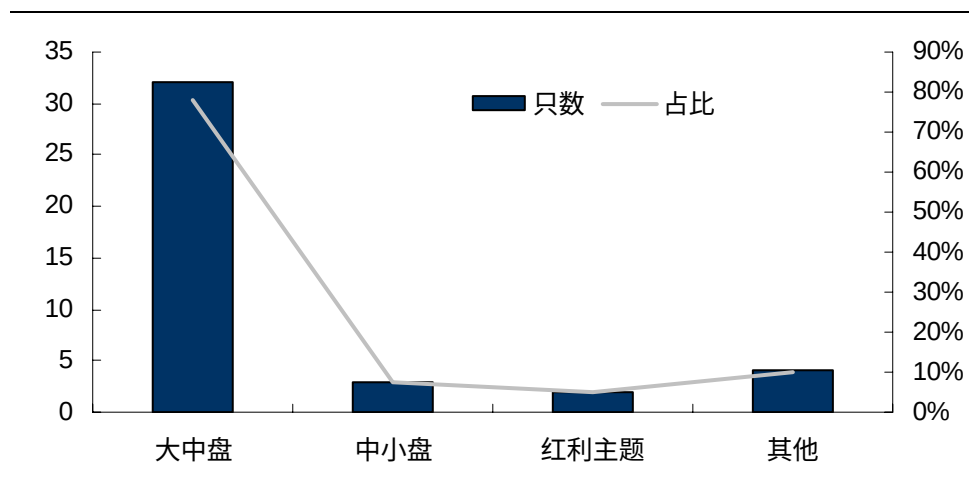
资料来源：Wind.net

鉴于上述分析，我们认为，假如明年股票市场出现平稳或震荡的走势，那么指数基金在特定牛市下的业绩优势就将发生逆转，由此投资人对主动与被动产品的需求结构也将发生重大变化，基金管理公司的产品开发重点也将随之而变。

2010 年指数产品依然将得到发展，虽然它的整体发展速度将下降。除此以外，明年指数产品的结构也将发生明显变化。在传统指数基金与 ETF 的竞争性发展格局上，明年 ETF 将获得优势，这主要是因为联接基金打通了 ETF 的银行渠道，而这是过去 ETF 发展相对滞后的最主要原因。在具体的产品上，我们认为未来指数产品发展将呈现三个新的方向：

1. 海外指数投资。在海外指数产品的开发上，基本逻辑应该是成熟或有效市场先发展，其次可以考虑发展在发达市场内部的国家或区域市场产品。与发展中市场相比，海外成熟市场相对更为有效，被动投资可能效果更好；而且，第一批主动投资为主的 QDII 出师不利，这也将促进未来 QDII 的方向性变化。目前已有多只指数性的 QDII 正在准备中。
2. 风格、行业和主题指数产品。这是市场基准指数基金发展后的进一步细分产品，也可以说是指数产品发展的第二阶段。我国目前的指数基金在风格上 80% 左右都是大中盘的指数基金，其他风格的产品比较缺乏（见图表 25）。目前已有公司开发 HS300 价值风格指数，有公司在积极准备行业 ETF，也有公司在考虑新能源等主题指数产品。

图表 25、我国指数产品的规模风格



资料来源：Wind.net

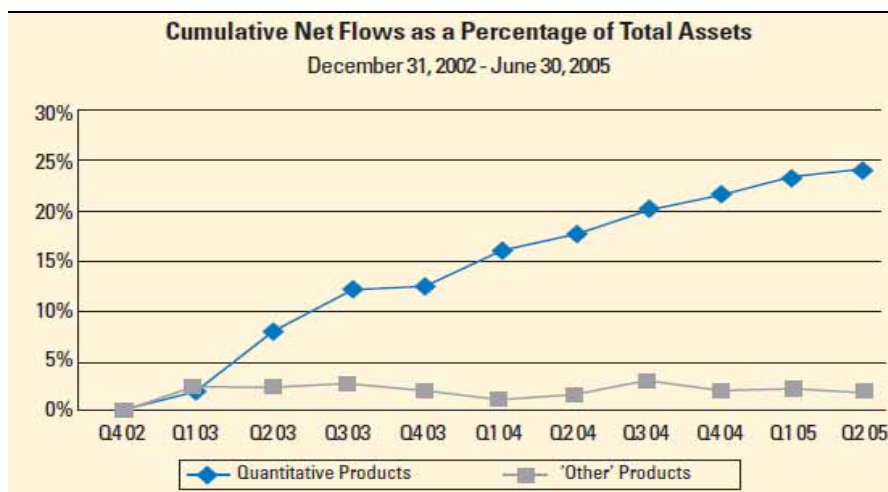
3. 债券指数产品。我国指数产品目前最大大类缺失就是债券指数基金，目前已有公司在考虑开发中国第一只债券指数基金。发展债券指数产品方面，公、私复合的全债指数基金更重要，其次是国债综合指数基金，最后是国债内部的根据债券期限设定的系列指数基金。

六、 量化产品：个案性的成功

中国的量化基金诞生于 2004 年 8 月份成立的光大保德信量化核心基金，而市场真正以一定的热度来看待这种产品是 2009 年 3 月份嘉实量化阿尔法的发行。时至今日，以最宽泛的定义来考察，我国基金市场上共有 6 家基金公司管理的 6 只量化主动股票基金，基金总规模为 262 亿，占整个偏股型基金总规模的比例为 1.3%。据了解，有众多基金公司都在准备开发量化基金，并为此已经或正在做人员上的准备，包括不少从华尔街回国的量化投资人士。

那么，量化投资是否会很快在中国如火如荼地发展起来呢？我们可以从海外量化基金的发展历程中得到些启示。1978 年 BGI(巴克莱全球投资公司)发行第一支量化股票基金，这应该是国际量化基金元年，迄今 30 载。海外量化基金发展比较快的时期是本世纪以来，根据 CQA 统计，2002 年末，美国大盘股票与混合基金中，32 家投资公司所管理的 70 个量化产品（剔除被动指数产品）规模为 880 亿美元，经过三年时间，到 2005 年 2 季度末，它们的规模扩大了一倍，达到 1570 亿美元，其年均增长率为 21%，而非量化产品规模年均增长率为 9%（见图表 26）。最新的情况是，根据 Wilshire Associates (Compass)的统计，截止 2009 年一季末，美国主动量化股票基金资产规模达 11550 亿美元，其中美国股票产品资产规模有 6740 亿美元，非美国股票产品资产规模有 4810 亿美元，而同期美国共同基金中整个股票基金的规模为 33307 亿美元。

图表 26、 量化与非量化大盘股票与混合基金资产规模增长率比较（2002-2005）



数据来源：InvestorForce, CQA analysis

为什么海外量化基金的发展会在本世纪初爆发呢？原因是多方面的。从历史积累看，现代金融投资理论经过 80 和 90 年代的发展日益成熟，电脑程序处理技术也高度发达，金融技术和 IT 技术是量化产品发展的两大基石。可能更为重要、更为直接的原因是，80 和 90 年代的大牛市在 2000 年结束，以基本面定性研究为主的传统共同基金在那两个牛市年代大获成功，但在 2000 年开始的熊市中却让投资人损失惨重，投资界也因此开始反思传统的投资方法，纷纷开始在量化投资技术上进行尝试，并在投资和商业上双获成功。我们同时也可以看到，全球对冲基金也就是在这段时间快速发展起来的，2000 年全球对冲基金是 5000 亿美元左右，而到 2008 年上半年则达到将近 2 万亿。量化基金与对冲基金在该时期同时获得成功的原因异曲而同工。

量化基金本身相比传统基金有诸多理论上的优势，例如，更全面的市场跟踪能力、严格的投资纪律和风险控制纪律等等，然而，量化基金的优良业绩是其快速发展过程中最重要的基石。根据 CQA 统计，在 2002 至 2004 三年间，量化产品的平均年收益率为 5.6%，比非量化产品平均年收益率高出 100 个 bp，其中量化大盘价值型基金平均年收益率较非量化基金高出 120 个 bp。从信息比率来看，量化产品为 0.37，非量化产品为 0.06。此外，量化基金的运作费率相对更低，例如传统产品费率为 60 bps，主动量化产品费率大致在 45-50 bps（根据 CQA）。然而，我们也需要知道，量化基金的成绩单并非总是这么优异。Lipper 数据表明，2007 年，除市场中性基金外，其余量化投资基金全部跑输传统型基金，2008 年情况依然不佳。这段时间量化基金的不良表现与市场结构有很大关系，因为这段时间价值型股票的表现较差，而众多量化基金都具有价值投资的倾向。另一方面的原因是，此次金融危机爆发后，金融市场紊乱，大量金融机构大幅降低投资杠杆，以模型驱动为主的量化基金和对冲基金在操作上受到的冲击极大。

对应到我国的情况看，我国量化基金的发展显然面临不错的历史性机遇，一方面我们刚经历过 2008 年空前的熊市，基金投资人和基金管理人都在对过去所秉持的基本面定性为主的投资理念和方法进行反思；另一方面，我国目前的电脑程序技术也比较发达，中国人传统上也非常擅长数学和量化思维，这对模型驱动的量化投资非常有利。还有很重要的一点是，量化投资在中国刚刚起步，这个时候通过量化技术能够捕捉到的市场阿尔法将会比较多，也比较容易；而国外量化基金经过大发展之后当前遇到的一个大矛盾是去哪里寻找新的阿尔法。然而，量化投资在中国的发展还是会面临诸多问题，主要有三方面：1、

信息优势是现阶段我们的机构投资者战胜市场、战胜对手的最主要、最重要的手段，单纯依靠模型进行投资的风险较大；2、投资人和基金公司内部对基金经理的考核周期普遍较短，而众多模型依据的是长周期内大概率上的胜利，假定起步不利或在特定时间段业绩不佳，那么基金经理将受到空前的压力；3、数据是量化投资的基本细胞，而我国资本市场的数据期短，不少上市公司公布的财务数据不符合实际，数据质量问题会大大影响量化模型运作的有效性。

所以，我们认为，量化基金短期内在中国的发展和成功更有可能是个案性的，而不是群体性的，因为不同公司、不同基金经理在量化产品的管理能力上一定是有差异的，这点与指数基金的发展完全不同。

从大的方面看，我国量化基金在设计和管理上应该注意到：

- 基本面分析与定量模型相结合
- 量化的重点在资产配置、行业配置和风险控制层面
- 海外模型必须结合中国市场的实际

七、 总结与补充：多主题变奏+迎接大变局

2010 年中国基金市场将呈现多主题变奏的基本格局，我们很难看到类似过去几年出现的鲜明而重大的年度基金主题，这主要是因为明年缺乏酝酿大级别年度主题的来自市场、投资人、基金公司、政策环境和分销渠道等诸方面的合力。

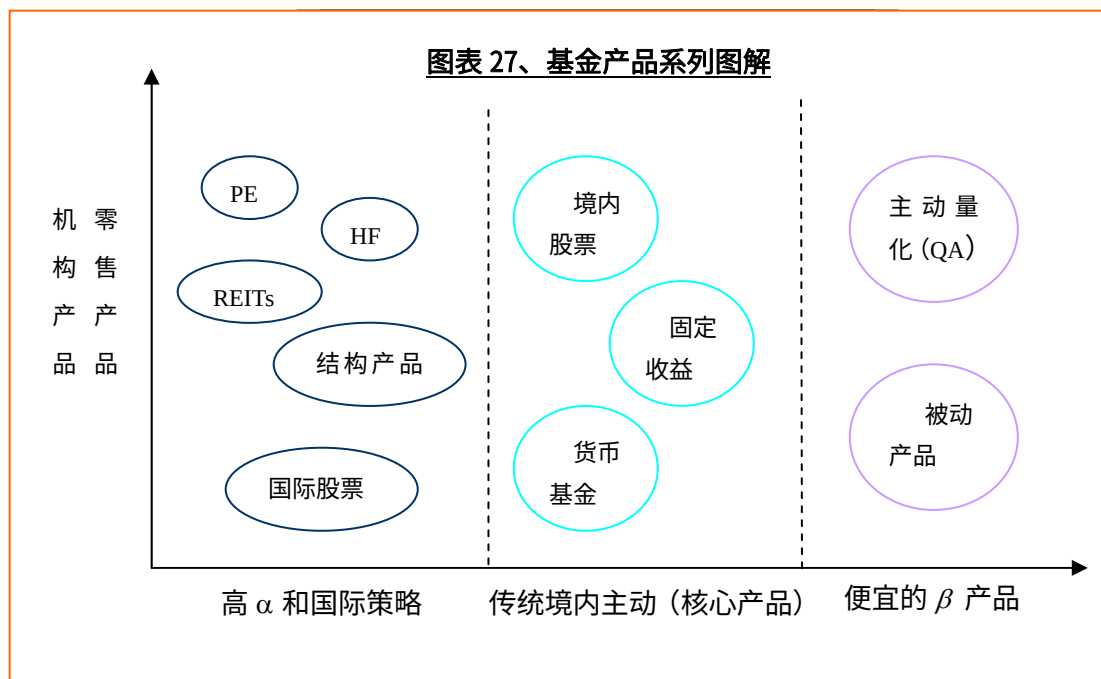
在这个多主题变奏的格局中，境内主动股票基金将是基本旋律，而它在自身内部进行的包括风格化在内的二级变化将是非常重要的。在这个基本旋律之上，我们也会看到若干个变奏旋律的跳跃性表现，例如 QDII、量化基金、指数基金、差异化的专户产品等。

2010 年也将是中国基金市场迎接行业大变局的重要一年。时下《基金法》的修改工作正在紧锣密鼓地进行，此次修改很有可能触及到行业发展的若干重大深层次的问题；而在产品上，影响最大的就是基金投资范围的放宽，例如实业投资（PE）、房地产投资（REITs）、基金投资（FOF）等等，这些突破对于基金业而言是革命性的，它将使我们的基金业真正成为国际标准的资产管理业。

产品监管和审核制度方面的变化是明年非常重大的政策变量。在 10 月底召开的基金业第 32 次联席会议上，中国证监会主席尚福林强调，要积极稳妥开展创新工作，促进行业又好又快发展。副主席姚刚谈到，要推动基金业的结构转型和向均衡发展的转变，从公募产品为主向公募、私募产品和专户理财平衡发展，从国内产品为主向兼顾 QDII 等境外产品发展。要为产品创新创造条件。坚持市场化改革方向，加快产品审核体制改革，简化审核程序，支持和引导公司的差异化发展。目前新产品的分类审核办法已然出台。这些新战略、新思路、新制度对于基金产品，乃至对于整个基金行业的发展影响是非常深远的。

可能促成 2010 年基金市场和产品大变局的另一方面重要原因是新型金融工具的诞生，尤其是股票指数期货以及融资融券交易。在创业板顺利推出之后，这些金融工具就将呼之欲出；而它们一旦推出，那么资产管理产品的设计空间将被大大打开。

从 2010 年，乃至更长的时间看，基金产品创新的方向将集中在整个资产管理产品光谱的两端，即高 α 和国际策略以及便宜的 β 产品（见图表 27）。



作者简介

付强

安信证券公司首席基金分析师和首席金融工程分析师，研究中心总经理助理。博士毕业于财政部科研所投资专业。1998 年起曾先后工作于申银万国证券公司、法国巴黎资产管理公司和申万巴黎基金管理公司。多次参与中国基金市场若干重大法规的制定工作。
Tel：021-68765076 Email: fuqiang@essence.com.cn