



东兴证券
DONGXING SECURITIES

基金管理产业：中国公募基金潜力无限

2020年10月15日

看好/维持

非银行金融 行业报告

分析师

刘嘉玮 电话：010-66554043 邮箱：liujw_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519050001

投资摘要：

我国基金管理业的进化史是一部后起之秀的快速成长史。我国基金管理业起步较晚，但在多年的发展和规范下，规模逐步扩大、业态逐渐多样，以2013年互联网基金的出现为里程碑，正处于多元化发展的新时期。与产业的发展史相对应，基金管理业的监管发展也经历了三个阶段。未来在资管新规和全面对外开放的监管主旋律下，基金管理业将面临来自内外部的双重的机遇与挑战。

从基金管理机构到基金投顾机构，基金管理业多元业态构建完善的产业格局。

基金管理机构：按募集方式可分为私募和公募，私募基金监管制度日益完备，市场存续的私募基金管理机构众多，行业集中度较为分散，近年来整体增速逐渐趋缓，行业正走向良性发展；与私募相比，我国公募基金监管体系更加完善，随着近年来募资渠道不断多元化和可投资范围的逐步放宽，公募基金产品的需求和供给端均有望大幅拓宽。

基金托管机构与基金服务机构：承担资产保管、交易监督、信息披露、资金清算与会计核算等相应职责，保证基金资产的安全，是基金管理业的“左膀右臂”。

基金销售机构：从商业银行柜台渠道一家独大演变成以直销渠道为主银行、证券公司、第三方基金销售机构渠道为辅的多元化体系，随着投顾模式的成熟，销售渠道的天平将重新向基金公司倾斜。

基金投顾机构：投顾模式的提出完善了积极业的产业链条，有助于使投资者获得更优质的服务并树立长期投资理念，推动行业完善的同时促进资本市场持续稳定健康发展。

对比美国，我国公募基金行业在行业规模、投资者结构、产品结构等方面仍有较大空间。基金业在美国已有百余年的发展历史，发展成为拥有当今全世界最庞大的基金管理规模的成熟业态。除去规模难以与美相匹敌外，我国个人投资者比例高导致频繁交易，产品日益丰富但仍以货币型基金为主等问题日益突出。

展望未来，我国公募基金行业在政策、市场等多重因素影响下，行业格局将迎来新变革。未来，随着我国中长期资金入市和个人投资者资产配置结构向证券投资基金偏移，基金行业的资产管理规模有望迈上新的台阶；利率下行背景下，货币基金规模呈下降趋势，同时随着权益类基金产品设计更加完善，使其规模及占比向发达市场靠拢；新冠疫情下，线上渠道优势凸显，渠道战仍是基金业主战场之一；银行理财子公司、外资基金公司将入局我国基金管理业市场；科技的不断渗透也将促进行业形成新生态。未来行业机遇与挑战共存，马太效应将持续加剧。

风险提示：宏观经济下行风险、市场风险、流动性风险、监管趋严风险、新冠疫情等外部风险

目 录

1. 国内基金管理业进化史是一部后起之秀的快速成长史	4
2. 从“混乱”到“规范”，行业监管不断完善	5
2.1 资管新规时代来临，基金业迎来全新生态	5
2.2 对外开放全面加速，行业国际化色彩渐浓	5
3. 多业态构建产业格局，公募基金迸发新生机	5
3.1 基金管理公司：广度不断扩展，格局几近完整	6
3.1.1 私募基金管理机构：监管制度日益完备助力良性发展	6
3.1.2 公募基金管理机构：入局者不断增多，行业发展机遇与挑战并存	8
3.2 基金托管机构与基金服务机构：“左膀右臂”保驾护航	10
3.3 基金销售机构：行业未来竞争主战场	11
3.4 基金投资顾问：完善产业链条，让基金更接地气	12
4. 见贤思齐，以美国为鉴看我国公募基金发展空间	13
4.1 个人投资者比例高，交易活跃度高	13
4.2 产品线日益丰富，但结构仍待调整	14
4.3 投资专业化逐步显现，超额收益增加	16
5. 立足当下、展望未来，我国基金管理业仍大有可为	17
5.1 资金来源“机构化”，居民财富正加速向基金转移	17
5.2 货币基金或跌下“神坛”，资产配置选择不断丰富	18
5.3 黑天鹅事件凸显线上渠道优势	19
5.4 多重因素推动行业格局革新	19
5.4.1 马太效应加剧，行业向头部化集中	19
5.4.2 外资、银行双双入局，冲击之下仍存机遇	20
5.4.3 技术革新促进形成行业新生态	20
6. 风险提示	21
相关报告汇总	22

插图目录

图 1： 中国基金业发展历程	4
图 2： 中国基金业参与主体	6
图 3： 中国基金管理机构分类	6
图 4： 按类别分私募基金管理人数量变化情况（单位：家）	7
图 5： 截至 2019 年 12 月私募基金管理人管理基金规模分布情况	8
图 6： 中国公募基金行业集中度情况（2010-2019）	9
图 7： 易方达基金产品结构	10
图 8： 易方达基金总资产净值（2015-2019）	10
图 9： 各渠道基金（认）申购占比（2008-2018）	11
图 10： 三大基金代销机构年销售规模比较	12

图 11: 2008-2018 全球开放式基金净资产规模 (万亿美元)	13
图 12: 2012-2018 中国与美国开放式基金规模 (万亿美元)	13
图 13: 2018 年美国基金市场投资者结构	14
图 14: 2018 年中国基金市场投资者结构	14
图 15: 基金份额、报告期申购份额与报告期赎回份额 (2012-2019) (万亿份)	14
图 16: 基金分类资产净值 (2010-2019)	15
图 17: 2018 年中美基金产品结构对比	15
图 18: 股票型基金指数业绩走势 (2010-2019)	17
图 19: 混合型基金指数业绩走势 (2010-2019)	17
图 20: 债券型基金指数业绩走势 (2010-2019)	17
图 21: 我国基金行业规模及增速 (2015/12-2023E)	18
图 22: 货币基金和权益类基金占比 (2015-2019)	19
图 23: 2019 年末 ETF 管理费对比	20

表格目录

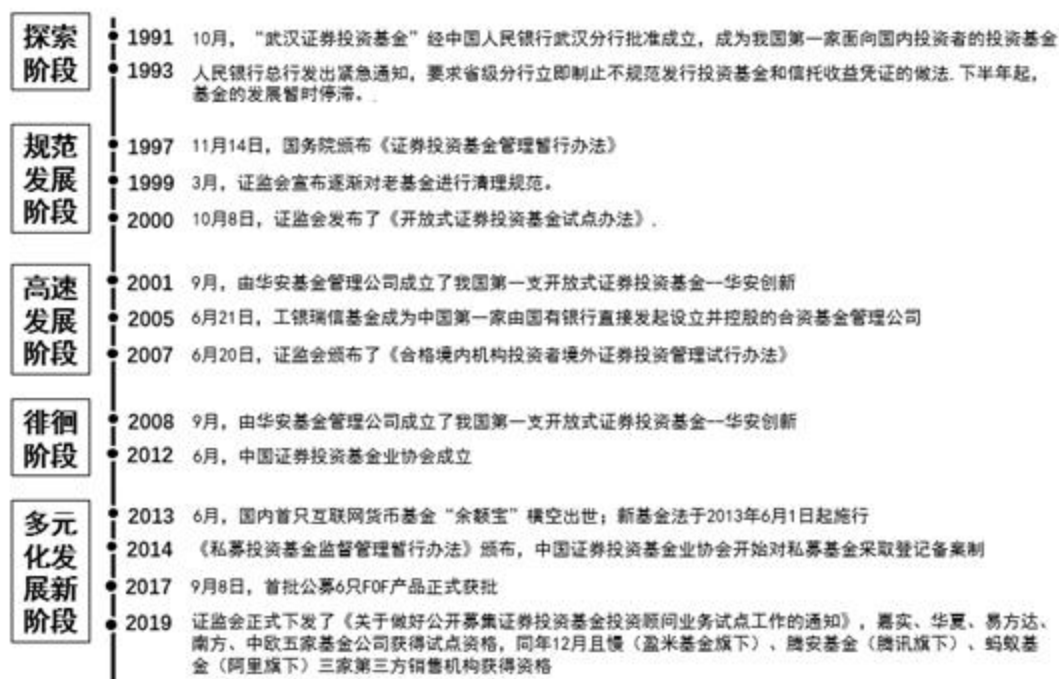
表 1: 我国基金业监管发展三阶段	5
表 2: 市场主动偏股型回报率前列基金对比	10
表 3: 已获得投资顾问资格机构	12
表 4: 2010 年-2019 年基金指数与市场指数收益率对比	16

1. 国内基金管理业进化史是一部后起之秀的快速成长史

主流观点认为，基金业 19 世纪 60 年代起源于英国，20 世纪 20 年代进入美国，并得到了迅速发展，一百多年来在全世界范围开枝散叶，成为与银行、证券、保险并驾齐驱的现代金融体系四大支柱之一。而我国基金管理业起步较晚，这一概念的引入最早可以追溯到 1987 年，中国人民银行和中国国际信托投资公司首开中国基金投资业务先河，与国外机构合作推出了面向海外投资人的国家基金，标志着中国投资基金业务开始出现。

我国真正意义上发行的第一只证券投资基金是 1991 年成立的“武汉证券投资基金”，1992 年春天，邓小平南巡讲话时鼓励对股份制和股票市场“大胆干、大胆试”，基金管理业随即迎来一次爆发式增长。然而由于没有系统和规范的配套政策对行业加以约束，在一年的“野蛮生长”后，1993 年人民银行总行发出紧急通知要求省级分行制止发行投资基金的不规范行为，在严格监管下，接下来的几年行业发展几近停滞。

图1：中国基金业发展历程



资料来源：中国证券投资基金业协会 <http://www.amac.org.cn/>，中国证监会 <http://www.csrc.gov.cn/>，等网络公开资料整理，东兴证券研究所

1997 年 11 月，《证券投资基金管理暂行办法》颁布，宣告老基金时代的结束，标志着我国基金管理业从此进入一个规范化发展时期；2001 年起，随着基金管理的监管法规体系不断完善，且同期国内股市步入强势，基金市场规模得以迅速壮大，基金可投资范围从股票市场扩展到了债券市场和货币市场，基金品种也从股票型基金发展到债券型基金、混合型基金、货币市场基金等；2008 年，受美国次贷危机的影响，国内证券市场快速下行，基金净值大幅缩水，众多公募基金投资者大量赎回导致公募基金规模大幅下降，随后几年行业管理规模增长也较为缓慢；2013 年第一只互联网货币基金“余额宝”上线，我国基金管理业业态迎来互联网新模式，行业走向多元化发展的新时期。

2. 从“混乱”到“规范”，行业监管不断完善

与我国基金管理人发展历史基本同步，其对应的监管背景也可分为三个阶段。

表1：我国基金业监管发展三阶段

阶段	事件
萌芽阶段(1991-1997年)	我国证券投资基金监管制度建设不足，监管不当和监管缺失问题层出不穷。
初步发展，筑牢基础(1997-2013年)	随着我国证券投资基金加快发展步伐，基金监管部门也在摸索中前进。
加快发展步伐(2013年-至今)	2013年，新《基金法》正式开始实施。2014年6月，首次明确规定股权基金的监督管理由证监会负责，并且确立了中国证券投资基金业协会作为自律部门的监管职责，自此我国基金的法律框架和监管主体正式明确，监管进入规范化阶段。

资料来源：中国证券投资基金业协会、东兴证券研究所

2013年新《基金法》的实施是基金业加快发展的里程碑事件，证监会和证券投资基金业协会各司其职，基金业监管框架基本搭建完成，监管规范化逐步加强。2015年至2017年，中国基金业监管法律和政策频繁出台，监管涉及的内容基本覆盖了基金运营的全过程。在行业发展过程中监管也逐渐精细化，但与基金业发达的国家相比还处于发展和摸索的阶段。近两年来，一些关键政策的出台也透露出我国基金业未来发展的方向：

2.1 资管新规时代来临，基金业迎来全新生态

《资管新规》打破了金融机构资产管理业务的分类监管体系和业务模式，相较于其它金融机构，基金公司的注册资本金较少，以净资本来衡量的抗风险能力相对较弱，基金公司面临的竞争压力也将持续增大。但作为国内最早实行制度化、透明化管理的资管机构，在《资管新规》施行后，基金公司作为国内净值型产品最为成熟的管理机构，主动管理的品牌效应将越发显著，有望进一步扩大客户优势。

2.2 对外开放全面加速，行业国际化色彩渐浓

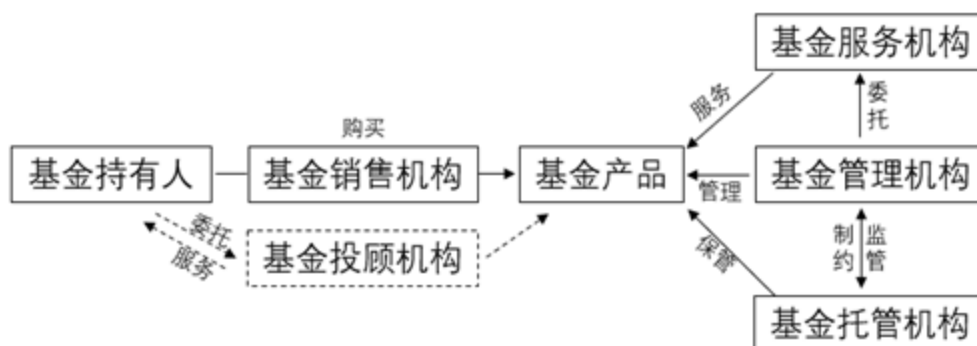
当前，在金融市场和金融行业对外开放进程稳步推进的背景下，基金行业开放进程正面临全面加速。一系列开放政策的出台将改变国内基金业的生态格局，外资控股基金公司的出现将为国内基金行业带来新的发展契机和挑战，一方面使得国内基金公司有机会进一步学习国外基金成熟的管理经验，带动我国基金业快速成长；另一方面也加剧了基金行业的竞争，国内基金业不得不快速适应新的竞争环境，打造自己的核心竞争力。

我国基金管理人参与主体主要包括基金持有人、基金管理机构、基金托管机构、基金销售机构、基金投资顾问机构、以及包括份额登记机构在内的基金服务机构等。

3. 多业态构建产业格局，公募基金迸发新生机

我国基金管理人参与主体主要包括基金持有人、基金管理机构、基金托管机构、基金销售机构、基金投资顾问机构、以及包括份额登记机构在内的基金服务机构等。

图2：中国基金业参与主体

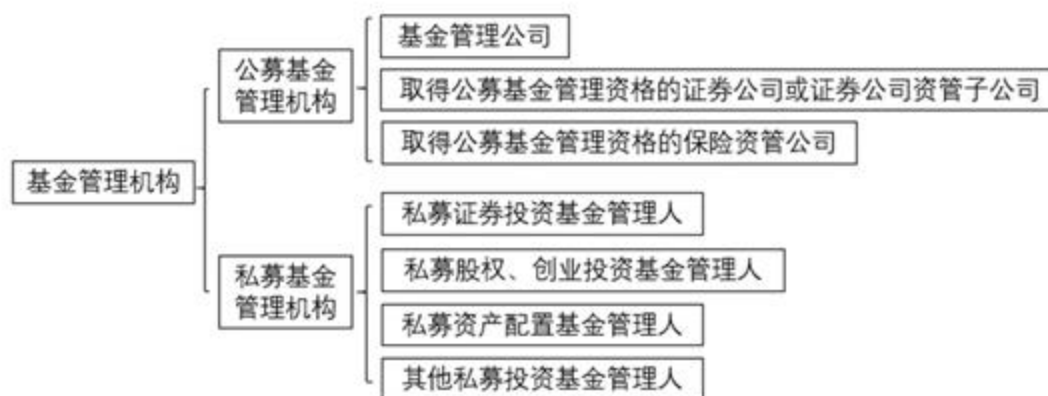


资料来源：中国证券投资基金业协会、东兴证券研究所

3.1 基金管理公司：广度不断扩展，格局几近完整

基金管理公司负责基金的投资管理和运作，以申购赎回费、管理费和业绩报酬为驱动。基金管理机构主要分为公募和私募两大类，和公募基金相比，私募基金投资范围更为广泛，可分为私募证券投资基金、私募股权及创业投资基金（Private Equity Fund, Venture Capital Fund, PE&VC）、私募资产配置基金、其他私募投资基金四大类。

图3：中国基金管理机构分类



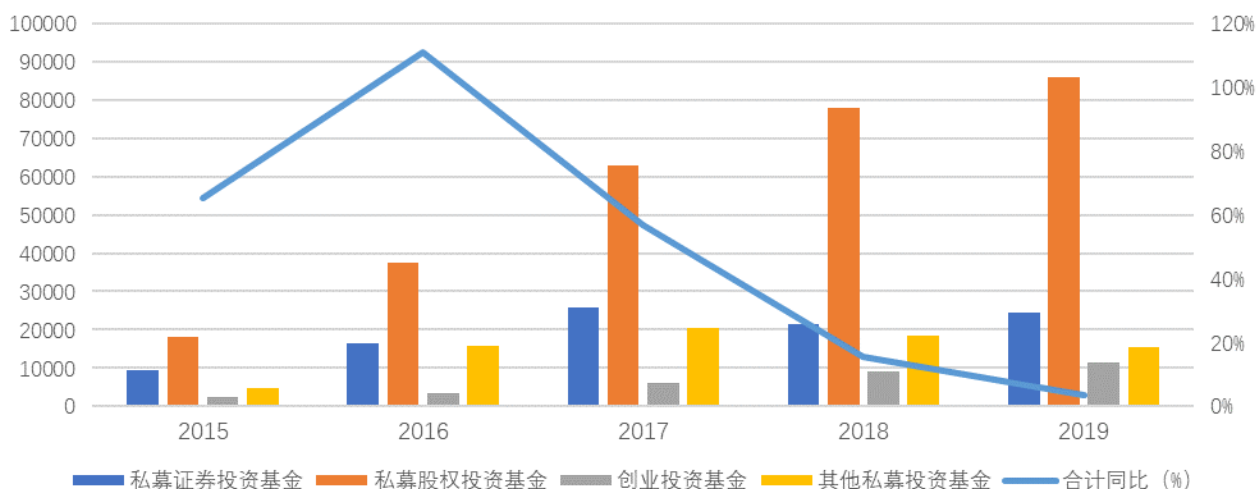
资料来源：中国证券投资基金业协会、东兴证券研究所

3.1.1 私募基金管理机构：监管制度日益完备助力良性发展

在我国，自 2014 年《私募投资基金监督管理暂行办法》颁布起，中国证券投资基金业协会开始对私募基金采取登记备案制。与公募基金单一的管理形式不同，私募基金的组织形式和管理类型多样，行业格局相对复杂、监管难度也相对较高。

截至 2019 年底，中国证券投资基金业协会登记存续私募基金管理人 24471 家，较 2018 年末存量机构增加 23 家，同比增长 0.09%；存续备案私募基金 81739 只，较 2018 年末在管数量增加 7097 只，同比增长 9.51%；管理基金规模 13.74 万亿元，较 2018 年末增加 9603.56 亿元，同比增长 7.52%。私募投资基金在经历爆发式增长后，整体增速逐渐趋缓。

图4：按类别分私募基金管理人数量变化情况（单位：家）



资料来源：中国证监会、东兴证券研究所

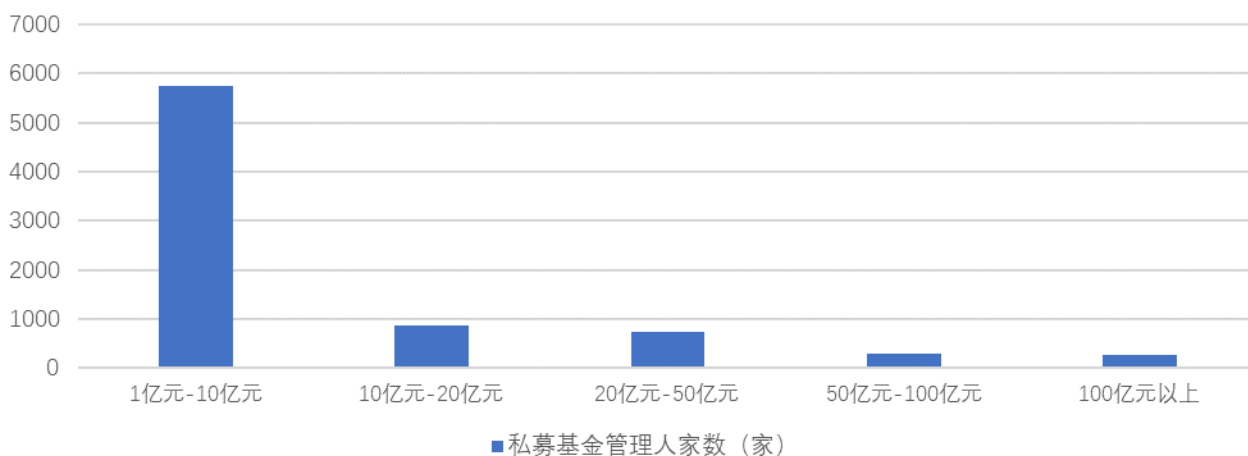
细分来看，市场大幅波动和监管趋严等因素持续影响下，私募证券投资基金的市场空间正在承受来自于公募基金及其他市场竞争者的巨大压力，市场开始出现“私转公”的新趋势；私募资产配置基金是 2018 年 8 月中基协在下发文件《私募基金登记备案相关问题解答（十五）》中新添加的一类，资产配置类基金可以打破中基协要求的“专项经营”规定，横跨一二级市场、债权市场不同类别进行资产配置，最大限度降低风险，但由于牌照申请门槛高、跨类别监管难等问题，目前取得该类牌照的管理人仅有 6 家，管理规模 5.89 亿元，仍处于起步状态，短期对私募行业影响有限，但未来有望在扩大规模的同时实现私募行业多元化发展；而股权、创业投资基金规模在注册制快速推进、项目发行周期大幅缩短的背景下继续保持增长势头，但增速趋于平稳。2020 年 3 月创投基金减持特别规定迎来修订，随着多项利好政策的逐步有效落实，创业投资基金和私募股权投资基金“投资—退出一再投资”通道畅通，行业有望收获良性发展。

维持证券类私募基金的长期存续，对管理人的长期盈利能力、市场应变能力来说都有很大的考验，我国成立较早且存续至今成绩优异的私募证券投资基金管理人凤毛麟角，淡水泉投资自成立以来短短几年就取得了傲人的成绩，其“逆向投资”的投资哲学更是被市场所熟知。但同时也不乏类似朱雀基金、鹏扬基金一类知名私募机构在竞争压力下选择“转公”的生存之路，随着基金业外资持股比例限制的全面开放，外资“私转公”也将形成可能。

私募股权及创业投资领域的常青藤红杉资本于 2005 年进入中国市场，凭借价值投资、产业链投资的理念，在内地成就了美团、滴滴、大疆、快手等多家知名互联网企业；国内知名创投公司达晨创投秉承“投资就是服

务”，通过成立企业家俱乐部、投资人俱乐部、已投上市公司联盟等，将政府、金融、行业专家资源整合，为被投资企业提供更多增值服务，截止目前达晨创投共管理 23 期基金，管理基金总规模超过 300 亿元；成立较早、以政府主导项目为主的深创投自成立以来投资项目超 1000 个，总投资额约 491 亿元，近年来公司商业化项目发展井然有序，截至目前管理商业化基金 45 家，总规模约 19.21 亿元人民币，在当前波谲云诡的市场环境中，以政府资金做背书的商业化股权投资基金有望受到更多投资者的青睐，这一特质已成为公司发展的重要源动力。

图5：截至 2019 年 12 月私募基金管理人管理基金规模分布情况



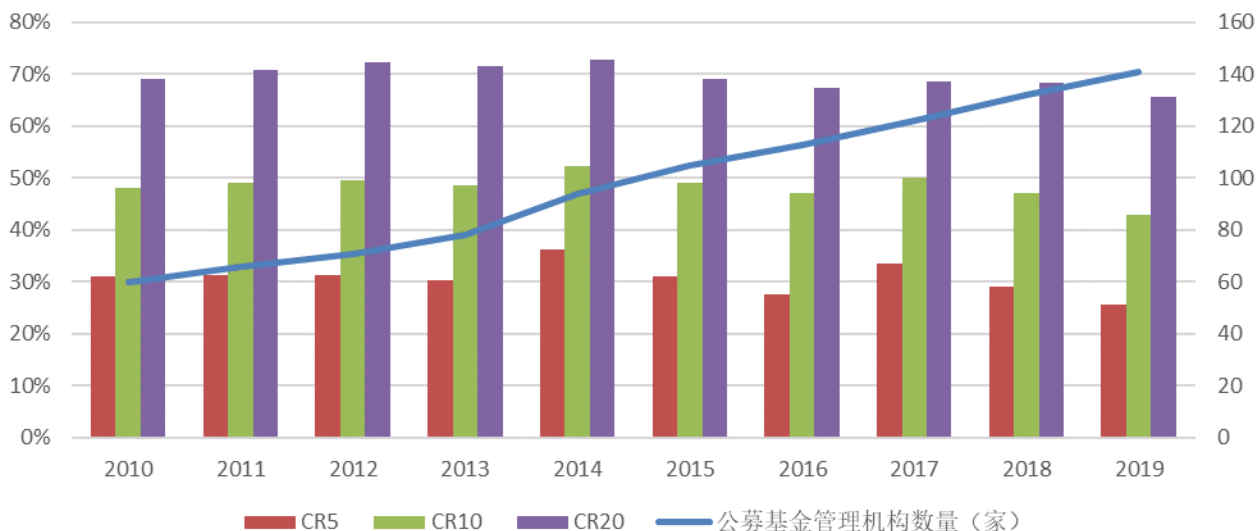
资料来源：中国证监会、东兴证券研究所

市场存续的私募基金管理机构众多，行业集中度较为分散，竞争激烈。与信息透明度高的公募基金不同，私募基金投资者往往较少的关注基金产品本身的过往成绩、资产投向或配置属性，而更青睐于基金经理个人能力、基金管理机构的品牌、机构股东背景等软实力。从私募管理人的角度来看，由于不能通过公开渠道募集资金、产品存续长的特点，私募公司的客户资源相对固定，因此资源和项目储备成为公司制胜的关键实力。截至 2018 年末，管理规模前 10 的管理人规模合计占总规模的 6.8%，前二十的占总规模的 11.2%，和公募基金相比马太效应并不显著，潜在进入者少，行业竞争格局更稳固。

3.1.2 公募基金管理机构：入局者不断增多，行业发展机遇与挑战并存

相比私募，我国公募基金监管体系更加完善，基金管理人普遍具备更高专业度，投资框架也相对完备，近年来投资数据更为亮眼。基于上述原因，公募基金已积累数量可观的“忠实粉丝”。随着未来募资渠道不断多元化和可投资范围的逐步放宽，公募基金产品的需求和供给端均有望大幅拓宽。因此，相比私募，我国公募基金市场行业前景更为广阔，想象空间巨大。

截至 2019 年 12 月，中国公募基金管理机构共有 143 家。经过二十多年的发展，随着公募基金大家庭的不断扩容，行业竞争也日益激烈，从拼规模到拼收益再到拼管理费，各基金公司八仙过海各显神通。但由于自身股东、渠道、历史的因素的限制，各家基金公司综合实力相差较大，部分基金只在某些特定领域或市场具备一定影响力，行业集中度在前期缓慢上升后重回下降通道，公募基金前十强管理资产占比维持在 50% 左右。

图6：中国公募基金行业集中度情况（2010-2019）


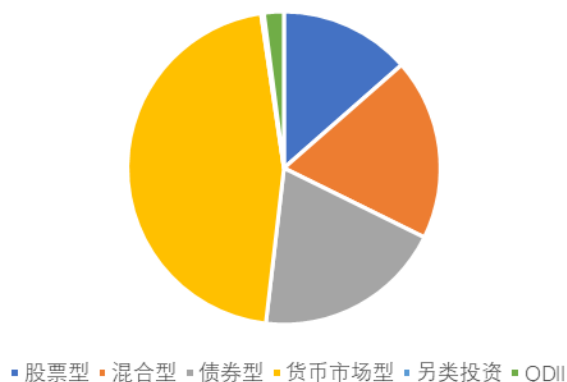
资料来源：Wind、东兴证券研究所

截至2019年底，资产规模排名前5的基金公司分别为天弘、易方达、博时、南方和工银瑞信。其中天弘基金自2013年推出王牌货币基金产品“余额宝”以来一举成名，2014-2019连续5年蝉联规模首位，但产品结构相对集中，余额宝规模占据公司资产管理总额的85.45%。根据Wind数据统计，2019年末全市场存续的货币基金产品超过330个，其中余额宝以15.37%的市场份额继续稳坐行业头把交椅。依托阿里巴巴和蚂蚁金服的流量优势、市场影响力和极高的客户粘性，天弘基金余额宝产品有望在未来较长一段时间内持续占据细分市场中的竞争高地。

而易方达基金是当今非货币基金的王者，月均规模排名第一。作为国内基金管理公司的元老之一，公司拥有公募、社保、年金、特定客户资产管理、QDII、QFII、RQFII、基本养老保险基金投资等业务资格，是国内基金行业为数不多的“全牌照”公司之一。根据Wind数据，公司2019年存量基金产品达176支，产品种类丰富，在主动权益、固定收益、指数量化、海外投资、多资产投资等领域全面布局。从产品结构上看，易方达被动投资基金数量较高，在2019年二级市场回暖趋势下挂钩特定指数并取得了良好的投资收益，提升了客户美誉度。

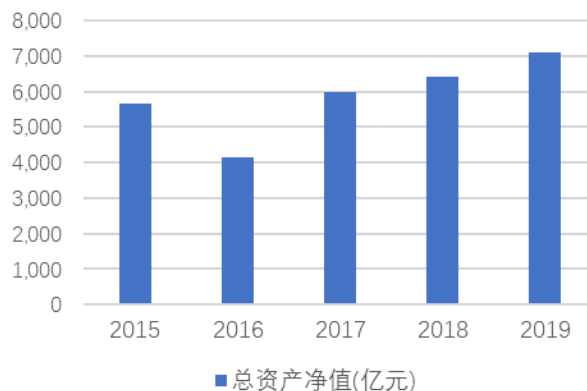
在产品创新方面，易方达紧跟市场变化趋势，着力缩短产品设计和上市流程，在“网红”产品发行方面不居人后。同时，公司渠道覆盖面广，和包括银行、券商、小米金融、淘宝、京东等线上线下渠道均有密切合作，并且为通过不同渠道购买产品的客户在官网开放入口，为投资者提供更为便捷的咨询服务。此外，完善的人才培养体系为公司培养了大批的明星基金经理，行业领先的员工持股方案也增强了核心投研人员的归属感和对企业管理文化的认同感，为公司在行业的激烈竞争中保留了中坚力量。

图7：易方达基金产品结构



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图8：易方达基金总资产净值（2015-2019）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

和天弘基金、易方达基金不同，工银瑞信基金是我国银行系基金管理公司的优秀代表，依附于大股东工商银行强大的线下渠道，大幅降低了公司的营销成本，新产品销售得到良好保证，管理规模稳居行业第一梯队。工银瑞信的投研体系在行业中也久负盛名，2019年公司凭借强大的综合投研实力获得金牛奖、明星基金奖、金基金奖及晨星基金奖大满贯。公司的投研体系建设较为完善，投研团队人才储备丰富，坚持“稳健投资、价值投资、长期投资”的投资理念，为公司打造了多款“马拉松”型产品，长期回报喜人。同时，作为业内海外基金的先行者，公司 QDII 产品投资业绩优异，根据 Wind 数据显示，工银全球精选和工银全球股票成立以来总回报分别高达 151.80% 和 130.35%，业绩均位居同类前列。

表2：市场主动偏股型回报率前列基金对比

基金代码	基金简称	最近一年	最近两年	最近三年	成立以来
		总回报(%)	总回报(%)	总回报(%)	总回报(%)
486002.0F	工银瑞信全球精选	15.40	27.49	45.30	151.80
270023.0F	广发全球精选人民币	20.00	5.92	30.09	134.04
486001.0F	工银瑞信全球配置	17.01	23.23	51.06	130.35
000043.0F	嘉实美国成长人民币	20.18	29.02	45.42	117.40
118002.0F	易方达标普消费品人民币 A	6.04	8.87	29.74	91.50

资料来源：Wind，东兴证券研究所

不过需要关注的是，在资管新规及基金业对外开放背景下，公募基金行业的入局者数量将快速增加，当前行业中综合实力领先的基金公司未来在投研领域的优势或将显著收窄，行业竞争格局或将发生微妙变化。

3.2 基金托管机构与基金服务机构：“左膀右臂”保驾护航

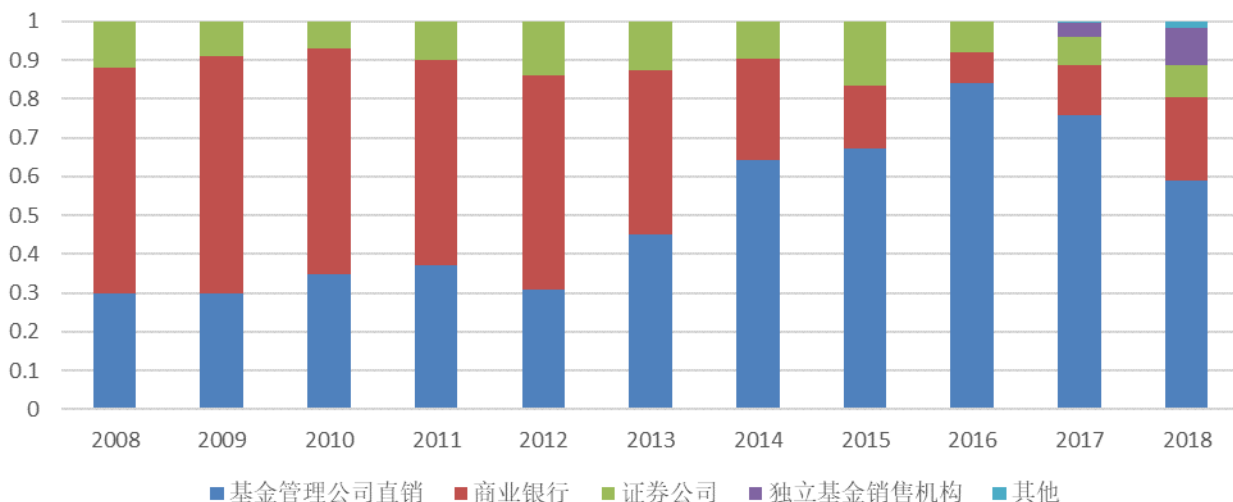
基金托管机构与基金服务机构分别服务于公募基金与私募基金，二者与基金管理机构共同构成基金业三大主体。其中基金托管公司负责保管公募基金资产，而基金服务机构为私募基金管理人提供服务支持。截至 2019 年末，获批开展基金托管业务资格的机构有 47 家，其中 28 家银行、17 家证券公司和两家政策性机构；获

批的私募基金服务机构有份额登记服务机构 37 家，估值核算服务机构 40 家、信息技术服务机构 5 家。随着协会对行业服务业务类别和责任范围等进行不断的规范和指导，基金托管与服务行业已初步形成市场化、规范化、多样化的竞争格局。

3.3 基金销售机构：行业未来竞争主战场

早期公募基金销售模式以商业银行代销、基金管理公司直销和证券公司代销为主，呈现三足鼎立局面。在 2013 年之前银行渠道占比超过 50%，而随着互联网技术在金融领域的不断渗透和金融创新业态的发展，互联网基金销售开始大行其道。近几年基金销售模式发展成为以基金公司互联网和柜台直销为主，商业银行、证券公司、第三方基金销售机构渠道为辅的多元化体系。

图9：各渠道基金（认）申购占比（2008-2018）



资料来源：中国证券投资基金业协会、东兴证券研究所

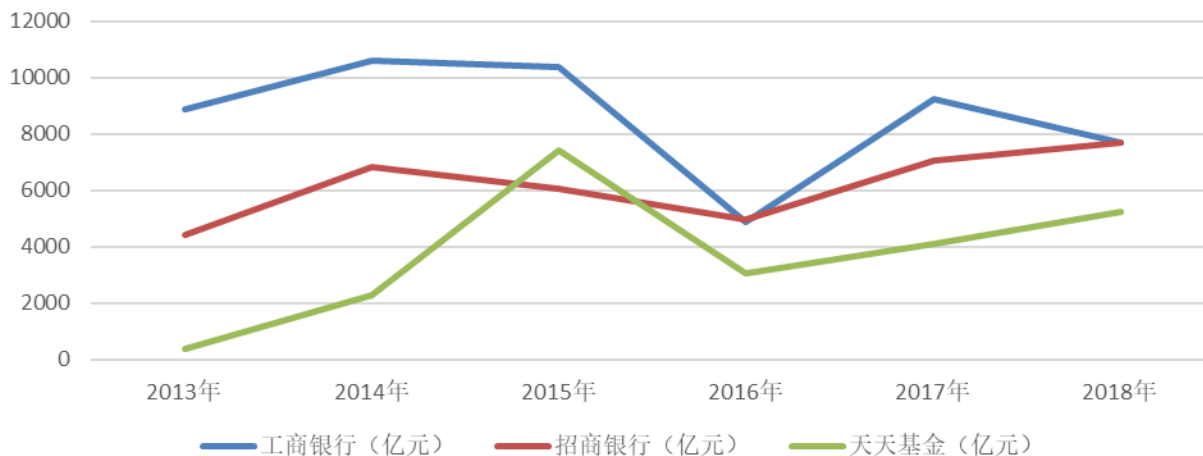
截至 2019 年三季度末，包括银行、券商和第三方销售渠道等在内的基金销售机构已经达到 495 家，第三方基金代销机构的数量已百余家，这种代销机构数量远超基金公司数量的现状导致各渠道间的竞争日趋白热化。

根据 Choice 数据显示，截至 2019 年末第三方基金代销机构的数量已超过 100 家，其中 Top10 代销的基金数量均超过千只，但也有 36 家代销的基金数量不足百只，部分代销机构由于自身经营问题面临着责令整改和被多家基金公司解除合作关系的困境。作为第三方机构的佼佼者，天天基金在 2018 年共上线 128 家公募基金管理人 6470 只基金产品，销量逆势增长取得了傲人的成绩。天天基金是东方财富网旗下的基金平台，从门户网站起家到基金代销平台，东方财富拥有的庞大且高度匹配的流量基础是其进入基金代销领域并取得成功的关键。在良好的流量基础上，公司打造了一款流动性好、收益高于同类的理财产品“活期宝”，关联多款货币基金，拥有一键互转功能，随时能将低收益货币基金转换为同期的高收益货币基金，为客户实现市场上收益最大化。同时，天天基金的门户网站基因使其终端拥有产品及市场信息传导能力和“股吧”式投资者交流功能，都受到用户的青睐，有望助其持续扩大竞争优势。

在传统渠道之间，券商相对银行在零售上有较大的劣势，但随着券商财富管理转型进程的推进，其大客户粘性和市场份额有望缓慢上升，华泰证券、广发证券等财富管理转型超前的券商已具备一定的个体优势。而基金代销银行之间的市场“争夺战”从未停止，过去银行销售基金以柜台销售为主，营业网点多、覆盖面广、

客户储备量大的工商银行的代销规模始终位居行业前列，但随着网络化、智能化手段和银行渠道的高度融合，金融科技应用更加广泛、服务更为人性化的招商银行有后来者居上的势头。招商银行将“人+智能”双引擎注入以攻克产品销售难题，利用“摩羯智投”、“金葵花财务规划”等优质的产品体系，以“类投顾”思维为投资者选择与其风险承受能力相匹配的基金产品，充分满足客户的财富管理需求，逆势在 2018 年基金销售规模取得大幅增长。

图10：三大基金代销机构年销售规模比较



资料来源：上市公司年报、东兴证券研究所

综合来看，目前公募基金销售机构的数量已远超基金公司的数量，销售机构赚取的实为基金交易的中间业务收入，因此它们有较大动机鼓励客户们进行频繁交易，这与基金公司的价值投资理念相悖；同时，通过代理销售模式，基金公司和投资者很难进行有效沟通，产品信息可能得不到充分宣传，因此基金公司也在努力追求通过直销渠道获客，以更直接的展现产品特性。我们预计，未来在投资顾问模式逐步成熟后，对基金销售的专业性要求将持续提升，天平将重新向基金公司倾斜，在这样的竞争格局中仅有少数头部机构掌握议价能力，行业马太效应有望更趋显著。

3.4 基金投资顾问：完善产业链条，让基金更接地气

基金投顾的职责简单来说就是帮助投资者选择基金产品，帮助投资者以获得投资收益为目标，引导其进行长期理性投资。

表3：已获得投资顾问资格机构

批次	机构类型	获批数量	机构名称
第一批	基金公司	5	华夏、南方、嘉实、易方达、中欧
第二批	第三方销售机构	3	腾安基金（腾讯旗下）、盈米基金、蚂蚁基金
第三批	证券公司、商业银行	7+2	银河证券、中金公司、中信建投证券、国泰君安、申万宏源、华泰证券、国联证券；招商银行、平安银行

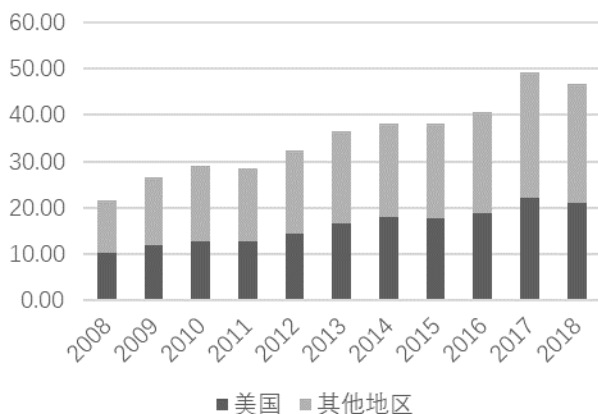
资料来源：中国证券基金投资业协会、东兴证券研究所

目前已有 17 家公司获得基金投顾牌照，涵盖金融行业各领域。现已有南方、华夏先后发布投顾产品预告，尽管在牌照上取得了先发优势，但各公司对业务模式仍处于摸索阶段。同时仍有多家资管机构争先恐后申请入场券，不久群雄逐鹿即将展开。相信随着投顾业务的逐步发展，将促进更多有价值的资产配置方案落地，也有助于使投资者获得更优质的服务并树立长期投资理念，推动短期交易性资金向长期配置方向转变，促进资本市场持续稳定健康发展。

4. 见贤思齐，以美国为鉴看我国公募基金发展空间

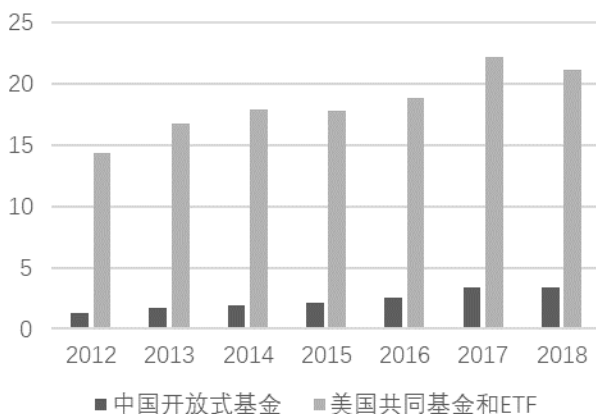
基金业在美国已有百余年的发展历史，在法律、监管及行业逐渐完善的过程中，经历了数次重大调整、规范和进化，才发展成为拥有当今全世界最庞大的基金管理规模的成熟业态。国际投资基金协会数据显示：截至 2018 年 12 月，全球受监管的开放式基金净资产规模达 46.7 万亿美元，仅美国就达到 21.4 万亿美元，占比高达 45.82%。而我国开放式基金净值 12.2 万亿元人民币（约 1.8 万亿美元），占全球总量的 3.8%，与美国相距甚远。显然我国公募基金行业规模追赶美国同行仍需时日，但也意味着我国公募基金市场拥有巨大的发展潜力。

图 11：2008-2018 全球开放式基金净资产规模（万亿美元）



资料来源：国际投资基金协会，东兴证券研究所

图 12：2012-2018 中国与美国开放式基金规模（万亿美元）

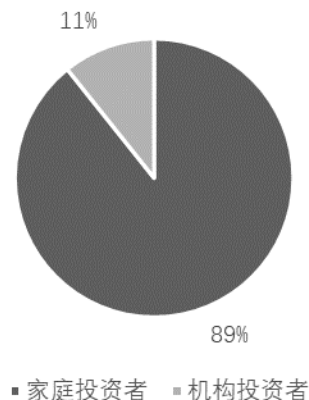


资料来源：国际投资基金协会，中国证券投资基金业协会，东兴证券研究所

4.1 个人投资者比例高，交易活跃度高

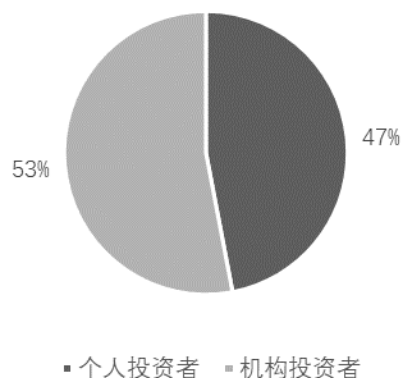
归功于超长的牛市周期和完善的养老金制度，美国家庭投资者成为共同基金行业最大的参与群体。截至 2018 年底，有 44% 的美国家庭持有美国共同基金份额，在总计 17.71 万亿美元的共同基金中以家庭投资者为主的散户持有 89% 的份额。与美国投资者的投资理念不同，我国家庭的投资偏好更倾向于银行存款和理财，投资资产中公募基金占比仅为 4%。

图13： 2018年美国基金市场投资者结构



资料来源：ICI，东兴证券研究所

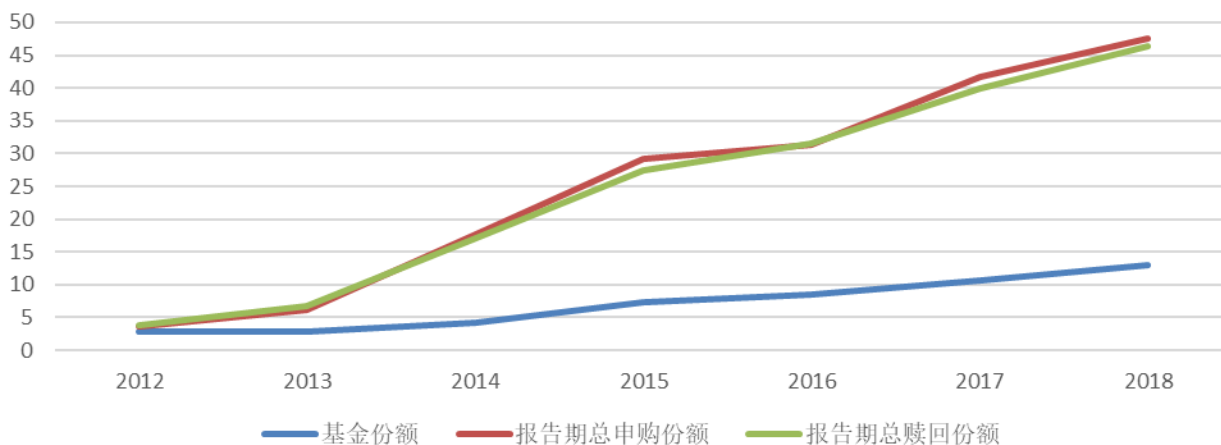
图14： 2018年中国基金市场投资者结构



资料来源：Wind，东兴证券研究所

在以个人为主的投资者结构下，基金短线投资、追涨杀跌等不理智行为较为突出，特别是在货币基金快速发展以及余额宝等新型基金购买场景的兴起后，我国基金行业申购赎回总规模快速提升，交易频率异常活跃。2018年我国A股权益类基金平均换手率约为305%，中位数达233%，美国权益类基金的换手率远低于我国，平均换手率只有66%左右。

图15： 基金份额、报告期申购份额与报告期赎回份额（2012-2019）（万亿份）



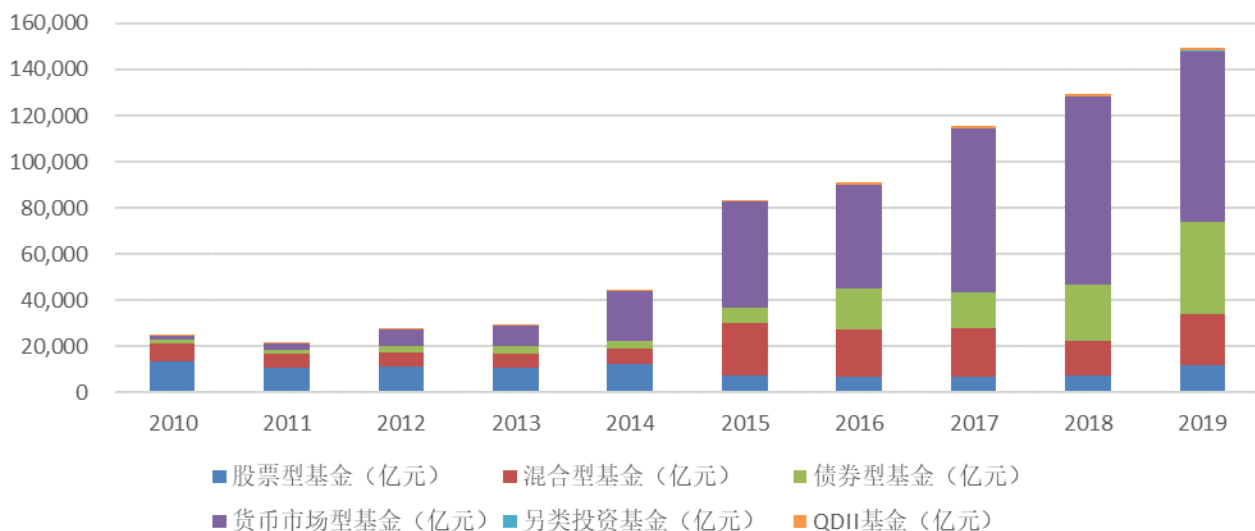
资料来源：Wind，东兴证券研究所

近年来，随着社保、养老、年金等保险资金流入二级市场，长期偏价值投资资金的比重正不断增加。但与美国相比，我国养老金市场还有巨大的发展空间，在我国社会逐渐老龄化的大趋势下，养老金等长期资金规模有望持续扩大，应成为未来公募基金重点培育的新方向。

4.2 产品线日益丰富，但结构仍待调整

国内公募基金产品线日趋完善，当前已包含股票型、债券型、混合型、货币型等多种类型，交易类型则包含传统封闭式、ETF、开放式、LOF、FOF 以及创新封闭式、分级基金等多种交易方式，投资区域覆盖全国和境外多个领域。

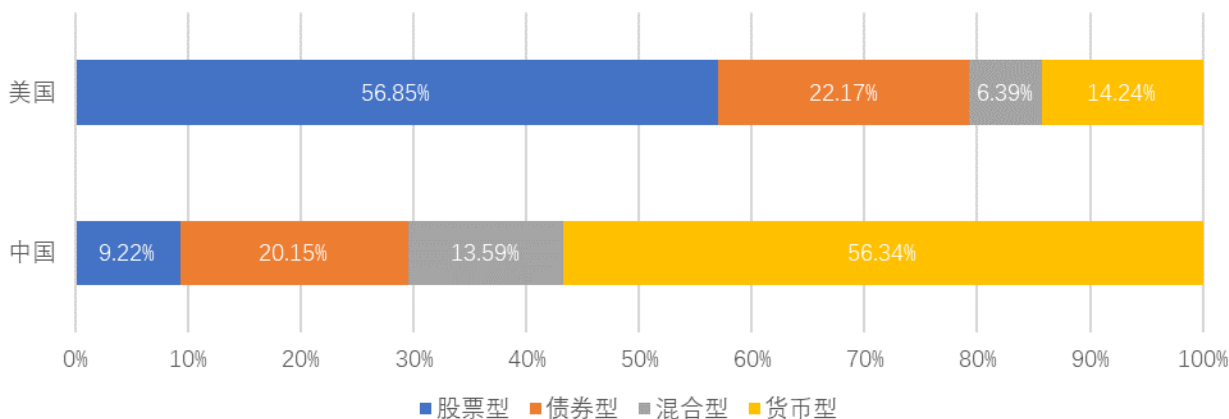
图16：基金分类资产净值（2010-2019）



资料来源：Wind、东兴证券研究所

从历史数据看，我国公募基金产品结构随市场走势动态调整。在牛市阶段，股票型和混合型基金占比过半，整体风险偏好较高；而在熊市阶段，货币型、债券型这类风险相对有限、收益偏稳健型产品受到青睐，资产净值占比显著提升。特别是在 2015 年股市经历大幅波动后，具备较强理财属性和极强资金流动性的货币基金乘势而上，余额宝发展速度举世瞩目。自此，货币型基金牢牢占据市场半壁江山。

图17：2018 年中美基金产品结构对比



资料来源：Wind、东兴证券研究所

从数据中发现，我国基金产品结构与美国大相径庭。美国早期基金市场结构与我国当前情况较为类似，上世纪 70 年代美国货币型基金占比超过 70%，但随着美国超长牛市周期的来临，股票型基金逐渐占据市场主导。类比美国基金市场发展历程，在我国利率市场化逐步推进、资本市场逐渐趋于成熟的过程中，我国货币基金收益率有望下行并维持在较低水平使其规模面临较大波动，而股票型和混合型基金将逐渐崛起，占据市场较大份额。

4.3 投资专业化逐步显现，超额收益增加

从长期回报数据来看，近年来国内主动管理型公募基金能够持续为投资者获取超额回报，基金公司的主动管理能力逐渐获得投资者认同。

表4：2010 年-2019 年基金指数与市场指数收益率对比

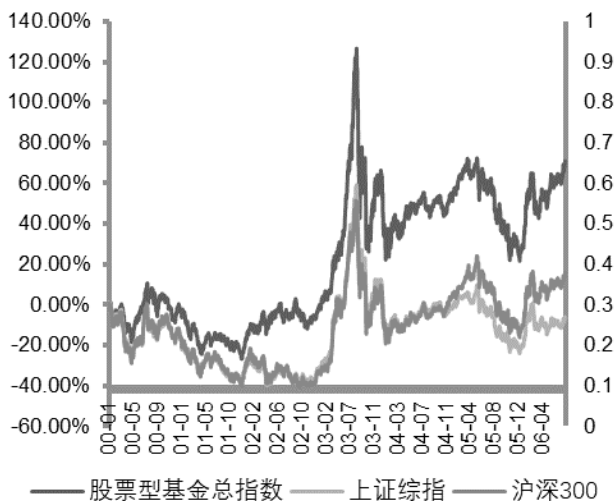
累计收益率 (%)	基金指数			市场指数	
	股基指数	混基指数	债基指数	沪深 300	中债总财富
过去 1 季度	7.45	6.57	1.6	6.33	1.42
过去半年	11.88	12.88	3.1	7.08	2.83
过去 1 年	38.15	30.98	6.09	36.07	4.37
过去 5 年	38.93	56.95	25.46	15.93	23.71
过去 10 年	70.03	78.16	65.98	14.57	48.8
10 年年化平均收益率	7.63	7.21	5.32	3.83	3.66

资料来源：Wind、东兴证券研究所

从数据可以发现，股票型基金与混合型基金自 2010 年起获得超额收益的概率不断增大，且超额收益有所增加，而债券型基金从 2013 年开始稳定获得超额收益。基金超额收益的稳定增长趋势从一定程度上说明我国基金行业的主动管理能力逐渐优化，基金管理人的选券策略向更高级、更专业的方向发展，对宏观经济和各行业趋势的总体把控也更为精准。

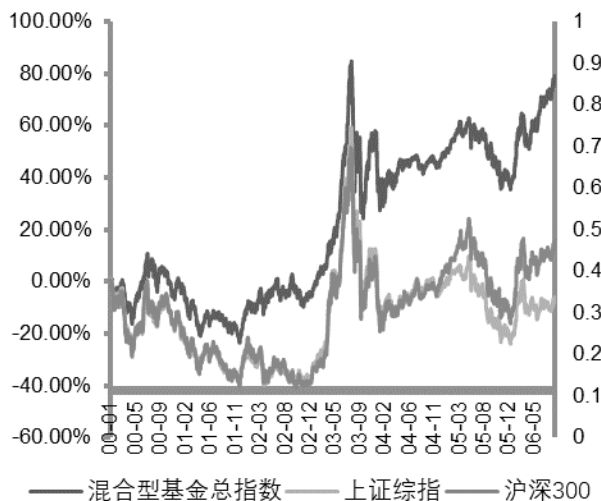
此外，与美国对比，我国基金行业的量化策略类基金产品规模较小，占比较低。预计未来一段时期虽然主动基金产品仍有望持续获得超额收益，但在制度体系的建设和发展中，我国资本市场的有效性将逐步提升，基金投资策略随之将会出现鲜明变化，被动投资趋势有望逐步显现。

图18：股票型基金指数业绩走势（2010-2019）



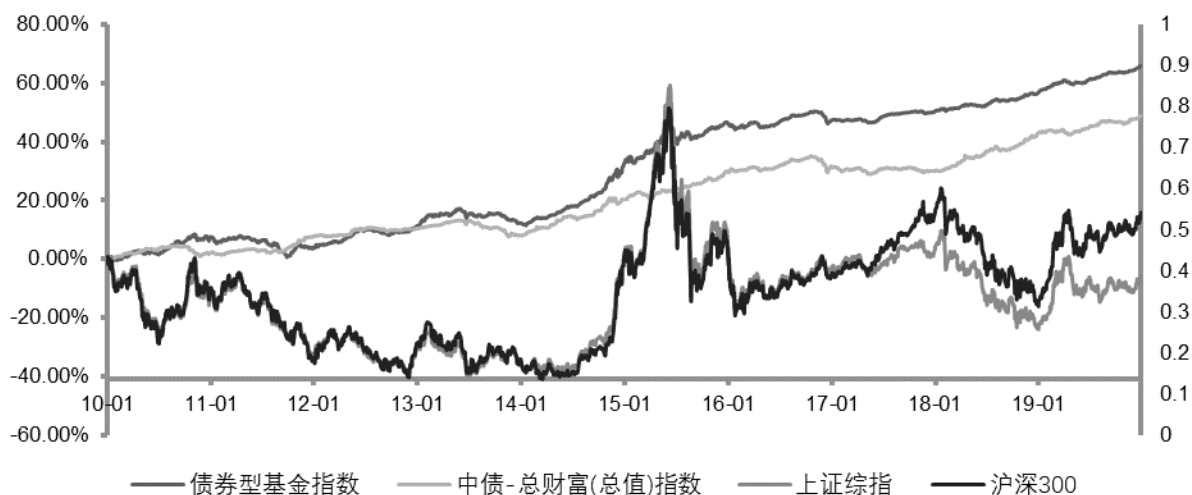
资料来源：ICI，东兴证券研究所

图19：混合型基金指数业绩走势（2010-2019）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图20：债券型基金指数业绩走势（2010-2019）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

5. 立足当下、展望未来，我国基金管理业仍大有可为

5.1 资金来源“机构化”，居民财富正加速向基金转移

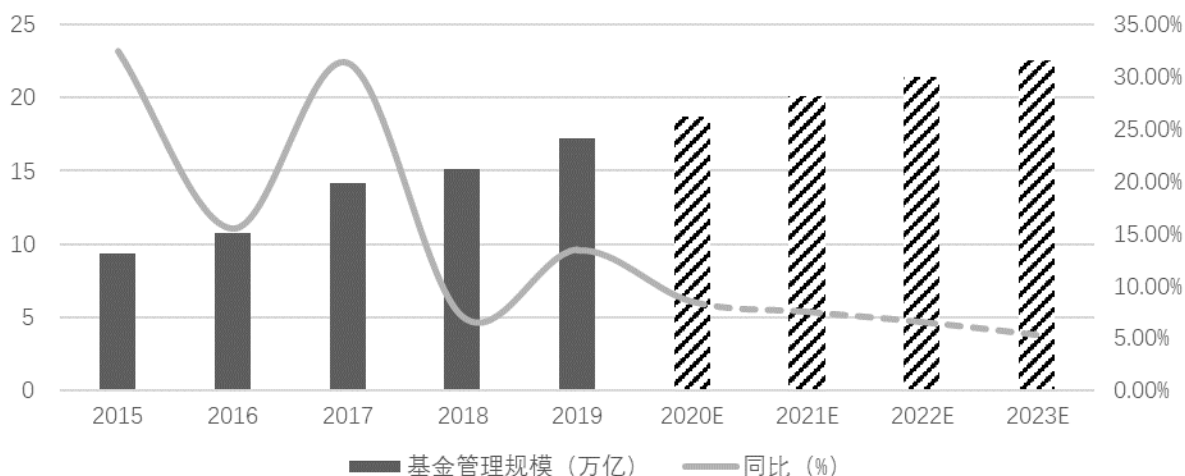
近年来银保监会多次发文鼓励保险、社保基金、央企和地方国企等中长期资金入市，养老金入市步伐也在不断加快，将会成为基金行业壮大的重要来源和主要动力，机构投资者的比重将因此大幅上升。预计未来随着

中长期价值投资资金的“稳定器”作用显现，将带动更多社会资金进场，我国基金行业的资产管理规模有望迈上新的台阶。

随着资管新规打破刚兑以及“房住不炒”要求的明确，居民投资将更多回归股票、债券和基金等各类净值型产品；同时我国居民可支配收入增长、财富年龄结构转向 80、90 后，在网络媒体传播的影响下，我国居民投资观念在发生转变。在供给和需求两端的调整下，个人投资者有望主动转向基金等机构投资模式，从而带动证券投资基金在大类资产配置中的比例不断提升。

截至 2019 年底，我国证券基金管理规模总计人民币 17.21 万亿元，同比增长 13.45%。随着未来资产管理结构“机构化”进程的推进以及个人投资者基金投资占比的提高，基金管理规模稳定增长趋势有望得以延续，因此我们预计 2020 至 2023 年基金管理规模增速分别为 8.50%、7.50%、6.60% 和 5.30%，将在 2023 年末达到 22.53 万亿元。

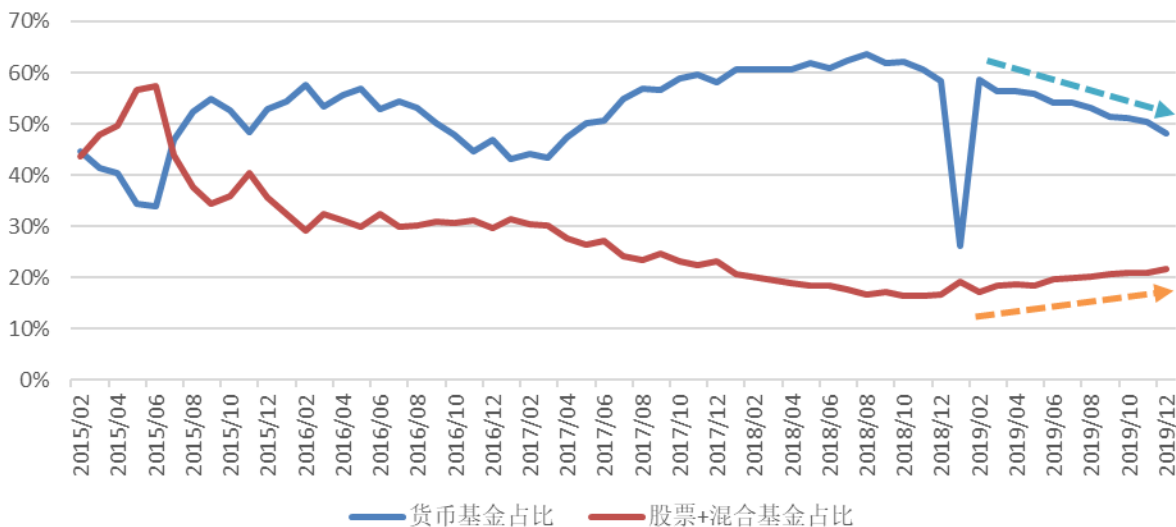
图21：我国基金行业规模及增速（2015/12-2023E）



资料来源：Wind、东兴证券研究所

5.2 货币基金或跌下“神坛”，资产配置选择不断丰富

从历史数据中可以看到，货币基金净值及占比呈现持续下滑趋势，与之形成对比的是权益类基金在过去一年的占比持续缓慢上升。主要原因在于资管新规及后续监管规定的发布对货币基金发行和运营的规范性提出更加严格的要求，使其操作灵活性显著下降，同时利率下行大趋势，货币基金收益率降低，对投资者的吸引力大不如前。

图22：货币基金和权益类基金占比（2015-2019）


资料来源：Wind、东兴证券研究所

与此同时，权益类基金产品种类更加多元，特别是被动型基金的投资者认可度大大增强，得益于透明、稳定的投资风格和低廉的管理成本，ETF 规模的增长。但由于 A 股退市机制仍不完善，所以当前市场中仍存在部分不良资产，smartbeta 基金通过因子筛选投资标的，可以获得介于贝塔收益和超额收益之间的超过市场平均回报的更高回报，在我国推出后很快获得投资者认可。可以预计，随着产品设计的不断优化，未来被动型基金规模仍有很大增长空间。

未来如监管层能够适时逐步“松绑”对冲工具，配合国内资本市场愈发完善带来的金融工具开发能力的提高，将为基金公司提供更多可选、收益率更为稳定的投资组合，而更加丰富的风险对冲手段将大大提高基金管理者管控权益类投资风险的能力，从而加快权益型基金的发展，使其规模及占比向发达市场靠拢。

5.3 黑天鹅事件凸显线上渠道优势

过去基金营销通常采用线下渠道为主的方式，依靠基金销售团队或代销机构开展线下宣讲，进而达到对基金产品进行宣传的目的。然而近年来，随着网络直播平台等互联网渠道的飞速发展，线上营销的可行性和公众接受程度不断提升。

今年年初新冠疫情爆发使得线下营销难以展开，越来越多的基金管理者选择线上平台进行基金宣讲。2020 年 2 月 6 日至今，至少 30 家基金公司进行了线上直播，其中数家公司甚至卖出了爆款“日光基”，各家基金公司普遍表示直播路演带来的基金销量整体上比之前有所放大。尽管当前“直播带货”的模式仅为非常时期的临时策略，真正实施仍需市场及监管的多方考察，倘若未来放开对此类营销行为的监管力度，网上营销有望实现常态化，助推基金管理规模进一步上升。

5.4 多重因素推动行业格局革新

5.4.1 马太效应加剧，行业向头部化集中

当前，马太效应在基金行业中已相当显著。截至 2019 年上半年，106 家公募基金管理公司发行的基金总规模接近 4800 亿元，其中前 20 家基金公司募资规模占据了新发基金总规模的 67%，二八效应正渐渐显现。

在行业竞争日趋激烈的背景下，中小公募基金公司产品线布局不全面、创新能力弱、规模效应不显著、降费空间小、人员流动频繁等特征，均可能导致其在激烈的竞争中处于不利位置。因此，中小公司亟需探索差异化竞争路径，通过打造特色产品实现突围。此外，未来基金行业若实行类似于证券公司的分类监管模式，中小公募若评级不佳，将会面临品牌声誉不足、新业务拓展困难等困境，从而进一步加剧市场分化。

5.4.2 外资、银行双双入局，冲击之下仍存机遇

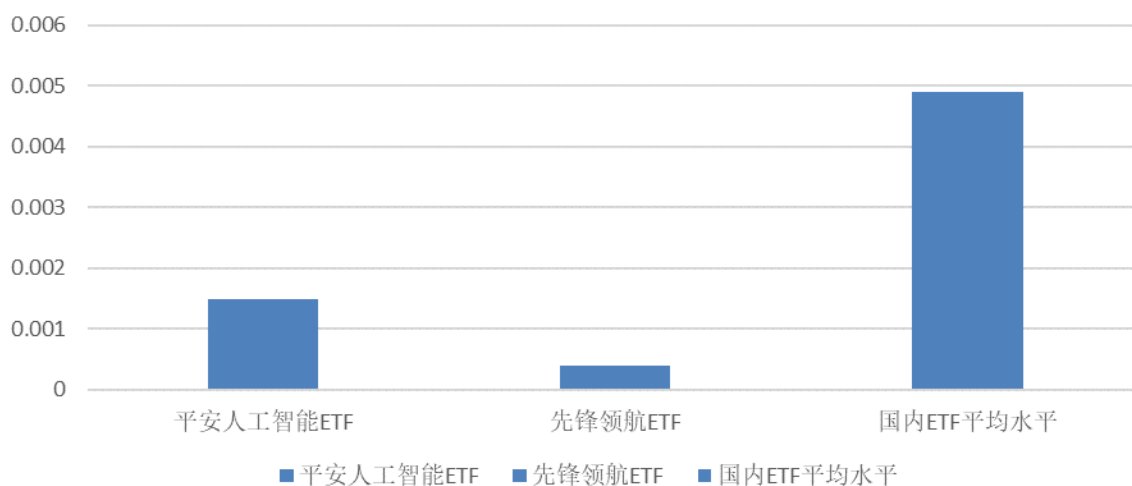
外资持股公募基金管理公司比例限制即将在不久后的4月1日取消，我国基金行业即将迎来外资的大举进入。大型外资基金公司具有更加成熟的资产管理策略和完善的经营结构，同时其品牌优势能够为其开拓国内市场提供支持。但是，外资基金公司对于国内基金业监管规则的理解和熟悉需要一定时间，且其风控较为严格，新产品创设的审批和全流程监管周期较国内机构更长。更重要的区分点是在渠道方面，外资与本土基金公司相比存在明显劣势，因此外资基金公司难以在短期内迅速抢占大量市场份额。

此外，银行理财子公司的出现对传统基金行业产生的短期冲击较外资机构更大。一方面，银行的资产来源和销售渠道相比基金公司具有压倒性优势；另一方面，银行拥有更多的投资选择。银行对标的价格下跌和违约风险具备更强的承受能力且可以进行非标投资，进而在债券型基金上更易于获得比基金公司更高的收益率。因此，银行理财子公司在部分产品上势必具有比基金公司更强的吸引力。但银行的投研能力和对复杂投资组合管理的能力尚有不足，目前仍基本停留在大类资产配置层面。因此在货币和债券基金以外的领域，银行理财子公司对传统基金公司造成的短期冲击是较为有限的。

5.4.3 技术革新促进形成行业新生态

人工智能技术在投资领域的应用不断深入，已逐渐成为资管行业发展的一大热点和趋势。人工智能投资依托大数据分析建立量化模型，从而挖掘更多细分领域的投资机会，未来基金行业可以选择和科技行业合作以实现战略互补，形成资产管理能力提升的新动能。

图23：2019年末ETF管理费对比



资料来源：Wind、东兴证券研究所

近年来，成本相对低廉的指数基金凭借其较高的灵活性和流动性得到机构投资者的广泛认可，人工智能+被动投资的产品更是不断压降成本，打开被动基金的降费空间，目前平安人工智能ETF的管理费约为0.15%，

大幅低于国内 ETF 管理费的平均水平。未来人工智能技术的深入应用在继续降低基金公司管理成本的同时，可能会将降费潮从被动型基金推向股票型等主动型基金，管理费结构的不断演进将对基金公司的投资决策能力和管理经营能力提出更高的要求。

6. 风险提示

宏观经济下行风险、市场风险、流动性风险、监管趋严风险、新冠疫情等外部风险

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	非银行金融行业报告：证券公司业绩增长点之一：政策推动多角度打开融券业务空间	2020-10-15
行业深度报告	非银行金融行业报告：农险深度解析——“后车险时代”的产险新风向	2020-02-13
行业深度报告	非银行金融行业报告：“资本化”和“创新力”大考在即	2019-12-31
行业深度报告	非银行金融行业报告：市场回暖带动业绩增长，结构转型扩展估值空间	2019-11-11
行业深度报告	非银行金融行业报告：以华泰证券为鉴，GDR 发行全流程投资机会剖析	2019-11-04

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘嘉玮

武汉大学学士，南开大学硕士，“数学+金融”复合背景。四年银行工作经验，五年非银金融研究经验，两年银行研究经验。2015年第十三届新财富非银金融行业第一名、2016年第十四届新财富非银金融行业第四名团队成员；2015年第九届水晶球非银金融行业第一名、2016年第十届水晶球非银金融行业第二名团队成员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526