

行业评级:

非银行金融

增持 (维持)

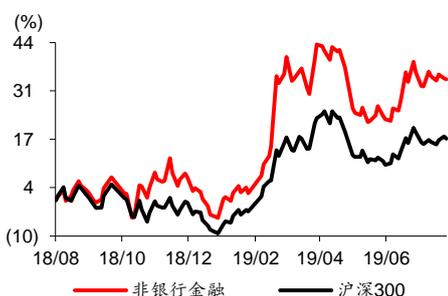
沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

陶圣禹 执业证书编号: S0570518050002
研究员 021-28972217
taoshengyu@htsc.com

相关研究

- 1《非银行金融: 业绩环比下滑, 把握政策良性周期》2019.08
- 2《银行/非银行金融: 短期市场扰动, 长期配置价值提升》2019.08
- 3《银行/非银行金融: 行业周报 (第三十一周)》2019.08

一年内行业走势图



资料来源: Wind

开放浪潮起, 变局喻新生

金融对外开放下的公募基金行业发展战略研究

晓喻新生, 从内外变局看公募基金新时代

内外大变局即将开启资管行业竞争新时代。内部生态变革, 资管新规孕育资管分层次竞争大格局, 股权时代新周期催生广阔投资机遇。对外开放加速, 海外机构布局将引导境内市场成熟深化, 倒逼行业生态和竞争格局重塑。公募基金作为资管行业的关键参与者, 行业变革将驱动其升级优化, 也为其打开广阔发展空间。面对机遇与挑战, 公募基金需要打造治理机制、人才建设、资源禀赋、产品创新、风控体系五大竞争优势, 把握发展先机。

观往知来, 中国基金业发展历程与展望

从发展脉络看基金行业前行步伐, 中国基金行业历经萌芽破土到成长壮大的历史征程, 行业话语权持续提升。资管新规引导资管行业回归本源, 基金公司是规范跑道的领跑者, 将进入良性向上轨道。从最新动态看基金行业变革端倪, 公募基金规模稳健发展壮大, 竞争日趋激烈、行业集中度下滑。产品线持续丰富, 未来要跟政策、市场和客户需求创新并动态优化。

见贤思齐, 美国基金行业风雨百年、发展成熟

美国拥有全球最大的基金市场。从行业现状看, 美国基金行业资金来源以家庭投资者为主导, 资金投向多元广泛、行业集中度提升、费率下降、创新持续涌现。完善的监管制度、丰富的产品类型、完全开放的市场格局、不断走低的管理费率、灵活的薪酬体系是美国基金业持续领先的核心要素和重要驱动。从行业发展脉络看, 美国基金业伴随经济体量增长、市场风云变迁和和金融创新脉络而逐步崛起、改革创新。

抽丝剥茧, 解析美国头部基金公司优秀模式

1) 富达基金是传统老牌基金公司, 以优秀业绩铸就影响力, 布局国际化战略造就领先地位, 优化销售模式增进客户体验, 但其保守的投资策略导致其逐渐被超越。2) 先锋基金是基金业新旗帜, 经营特色鲜明、规模增长迅速。其在经营上重点突出指数基金, 通过特殊股东结构实现低成本运营, 产品服务精耕细作。3) 贝莱德是全球最大资管公司, 依靠外延扩张打造资本运作之王, 治理机制优化领先构筑长期发展基因, 探索金融科技赋能。

中美对比, 解析中国基金行业前进方向

立足行业整体, 中国共同基金尚处起步阶段, 各类基金产品发展水平参差。2018年末规模上美国共同基金约为中国规模10倍, 结构上美国以股票型基金为主导、我国以货币类基金为主导。立足公司治理及考核机制, 美国领先的基金管理公司治理机制完善、考核机制趋向长期化。我国公募基金公司股东结构相对集中, 员工持股、市场化薪酬等激励机制尚未全面推行, 且考核偏短期化。未来中国基金公司治理机制仍有进一步优化空间。

翘首展望, 五大核心竞争力推动基金业突破革新

结合国内现状和美国经验以及成功案例启示, 我们提出需要顺应政策和市场趋势, 把握公司定位与战略发展方向, 从治理机制、人才建设、资源禀赋、产品创新、风控体系等五大方面强化核心竞争力, 进一步重塑经营模式、延伸业务链、做大体量, 在百舸争流大时代下实现基金行业突破革新。

风险提示: 政策风险, 市场波动风险。

正文目录

1、晓喻新生，从内外变局看公募基金新时代.....	8
1.1、内部生态变革：市场激荡变革，开启竞争新生态.....	8
1.1.1 监管标准大一统，大资管分层次竞争.....	8
1.1.2 股权时代新周期，资管行业迎新机遇.....	13
1.1.3 科技赋能新业态，资管+委托双核心.....	14
1.2 外部竞争加剧：双向开放加速，重塑行业大格局.....	15
1.2.1 回眸：行业开放稳步推进，合资基金不容小觑.....	15
1.2.1 现状：双向开放持续加速，直面挑战与机遇.....	18
1.2.3 他山之石-日本：内资主导、外资公司影响有限.....	24
1.2.4 他山之石-台湾：外资驱动台湾基金行业发展壮大.....	25
2、观往知来，中国基金业回顾与展望.....	28
2.1 从发展脉络看基金行业前行步伐.....	28
2.2 从最新动态看基金行业变革端倪.....	29
2.2.1 稳健壮大，行业规模增速趋稳.....	29
2.2.2 竞争加剧，市场集中度下滑.....	30
2.2.3 交易活跃，资金来源日趋广泛.....	31
2.2.4 完善优化，产品线持续丰富调整.....	32
3、见贤思齐，美国基金市场成熟，制度完善.....	36
3.1 市场概览：规模最大，监管完善.....	36
3.2 来源与流向：来源广泛，投向多元.....	38
3.2.1 资金来源：家庭投资者为主导，退休金独具特色.....	38
3.2.2 资金去向：投资类型多样化，权益投资逐年增加.....	40
3.3 发展趋势：行业集中，持续创新.....	41
3.3.1 总体趋势：行业集中度提升，费率下降.....	41
3.3.2 共同基金：紧跟市场市场需求，灵活调整.....	43
3.3.3 ETF基金：基金市场新贵，发展迅速.....	47
4、百年征程，回眸美国基金行业历史.....	49
4.1 萌芽期：1924至1940年，从无到有、有序发展.....	49
宏观环境：大萧条反向促发展.....	49
行业变迁：共同基金正式诞生.....	49
4.2 早期成长期：1940至1970年，股市长牛促股基发展.....	49
宏观环境：股票市场长牛30年.....	49
行业变迁：股票基金绝对主导.....	50
4.3 快速发展期：1971至1980年，熊市下货基迎大发展.....	50
宏观环境：通货膨胀+股市长熊.....	50
行业变迁：货币基金快速崛起.....	51
4.4 多元发展期：1981至2000年，共同基金规模二十年10倍.....	52
宏观环境：利率市场化+养老金入市.....	52
行业变迁：股基驱动总规模快速增长.....	53
4.5 稳定向上期：2000至2018年，多元向上全面发展.....	55
宏观环境：两次危机不改共同基金增长趋势.....	55
行业变迁：全球化、指数化、科技化并进.....	56
5、抽丝剥茧，探索老牌基金优秀模式.....	57
5.1 富达基金（Fidelity）：国际化战略造就老牌机构盛名.....	57
5.1.1 优秀业绩铸影响力.....	57
5.1.2 国际化铸就领先地位.....	57
5.1.3 销售模式增进客户体验.....	57
5.1.4 多董事会结构分类监管.....	58

5.1.5 保守投资策略限制发展	58
5.2 先锋基金 (Vanguard): 低成本+指数基金, 基金业的新旗帜	58
5.2.1 低成本运营独辟蹊径	58
5.2.2 指数基金特色鲜明	60
5.2.3 产品服务精耕细作	61
5.3 贝莱德 (BlackRock): 外延扩张打造资本运作之王	62
5.3.1 资本运作实现规模扩大	63
5.3.2 紧跟被动投资乘势而起	63
5.3.3 治理机制促长期发展	64
5.3.4 金融科技阿拉丁系统赋能	66
6、中美对比, 解析基金行业发展方向	68
6.1 立足行业: 中国共同基金尚处起步阶段	68
6.2 细观品类: 各类基金产品发展水平参差	68
6.3 聚焦机制: 治理及考核机制仍待优化	70
7、翘首展望, 五大核心竞争力推动基金业突破革新	72
7.1 重塑商业模式, 打造核心竞争力	72
7.2 治理机制: 精简组织架构, 优化治理机制	74
7.2.1 探索多元股权, 精简组织架构	74
7.2.2 引入事业部制+券商研究服务	75
7.2.3 坚持价值投资, 参与全球竞争	76
7.3 人才建设: 激发员工活力, 注重团队建设	77
7.3.1 员工持股计划绑定股东和员工利益	77
7.3.2 专业的员工培训体系帮助员工快速成长	78
7.3.3 完善的晋升机制保证了优秀人才的有效留存	79
7.3.4 人才管理将是内资资管未来发展的关键	79
7.4 资源禀赋: 机构零售双突破, 激活多渠道资源	79
7.4.1 机构端: 资金分层效应显著, 增量资金加速流入	79
7.4.2 渠道端: 居民财富催生多元理财需求	82
7.5 产品创新: 多元布局拓空间, 费率优化迎发展	85
7.5.1 “养老金+公募”助力 FOF 基金前行	85
7.5.2 参与科创板投资, 分享资本市场红利	86
7.5.3 工具化、被动、量化投资产品发展	86
7.5.4 “公募基金+ABS”模式的中国版 REITs	87
7.5.5 货币基金模式创新	87
7.5.6 FICC 与 CTA 基金	88
7.5.7 创新费率产品, 让利基民, 重获信任	88
7.6 风控体系: 业务拓展奠基石, 长远发展生命线	91
7.6.1 历史沉淀风控意识突出, 打造完善风控体系	91
7.6.2 金融科技助力风险控制	91
7.6.3 风控能力助力持续平稳发展	92
风险提示	92

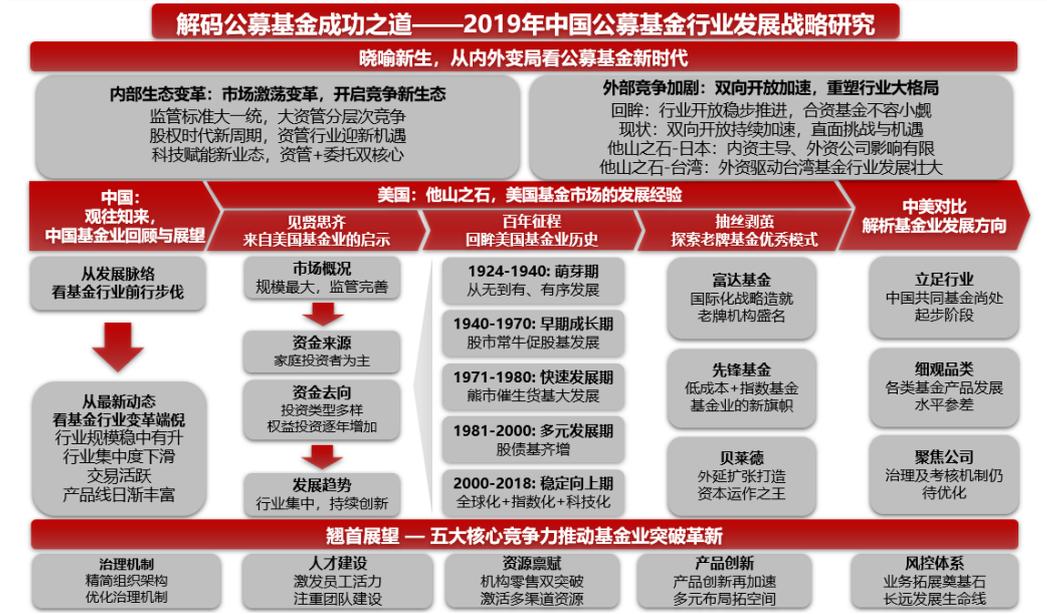
图表目录

图表 1: 全文逻辑框架图	7
图表 2: 2018 年末大资管行业规模	8
图表 3: 各机构资产管理产品特点分析	9
图表 4: 基金公司管理公募基金资产净值与数量发展情况	10
图表 5: 公募基金与银行理财子公司产品对比	10
图表 6: 2019 年 Q2 末券商及券商资管子公司获批公募资格牌照情况表	11
图表 7: 2018 年末私募基金产品结构	13
图表 8: 2018 年末私募基金管理人规模分布情况	13
图表 9: 公募基金行业双向开放主要监管政策变迁	16
图表 10: 历年合资基金公司进展情况	16
图表 11: 存量基金公司外资股东入股情况	17
图表 12: 新设合资基金外资持股情况	18
图表 13: 证监会拟推出九项对外开放政策	19
图表 14: 2019 年 7 月 20 日央行《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》	19
图表 15: 海外资管机构在中国市场布局模式	20
图表 16: 2019 年 6 月末, 合资及非合资基金公司数量占比	20
图表 17: 2019 年 6 月末, 合资及非合资基金公司管理资产规模占比	20
图表 18: 外资持股合资基金公司一览表	21
图表 19: 截至 2019 上半年排名前 20 基金公司规模: 合资基金公司占半数	22
图表 20: WFOE 私募基金管理人备案情况表	23
图表 21: 日本投信公司资产规模排名 (截至 2019 年 6 月)	24
图表 22: 日本基金行业对外开放历史脉络图	24
图表 23: 2016 年日本投资信托公司数量结构	25
图表 24: 2016 年日本投资信托公司资产规模占比	25
图表 25: 台湾历年基金公司数量	26
图表 26: 2019H1 台湾本土和外资基金公司基金规模占比	26
图表 27: 台湾基金行业对外开放历史脉络图	26
图表 28: 基金专户资产规模	30
图表 29: 近十年基金行业市场集中度	30
图表 30: 近年来基金公司数量及平均份额	31
图表 31: 近年来基金产品数量及平均份额	31
图表 32: 近年来基金行业投资者分类份额及占比	31
图表 33: 近年来基金份额、报告期申购份额及报告期赎回份额	32
图表 34: 近七年开放式基金产品分类净值	33
图表 35: 2012-2019Q2 开放式基金与封闭式基金产品净值	34
图表 36: 截至 2019 年第二季度基金总规模前 15 的基金管理公司产品线构成情况	35
图表 37: 截至 2019 年第二季度基金总规模前 15 的基金管理公司产品线排名情况	35
图表 38: 来自美国基金市场的启示逻辑图	36
图表 39: 2018 年末世界各地受监管开放式基金净资产规模占比	36
图表 40: 2018 年末美国共同基金和 ETF 基金结构	36
图表 41: 2018 年美国基金管理人结构	37
图表 42: 2018 年末美国基金市场产品数量结构	37
图表 43: 2018 年末美国基金市场产品规模	38
图表 44: 2018 年末美国基金市场投资者构成 (单位: 万亿美元)	38
图表 45: 近年来美国非金融类机构投资者流动性资产总额占比情况	39
图表 46: 近年来家庭型投资者资产中基金资产所占比重 (单位: %)	39
图表 47: 近年来美国两类退休金账户向共同基金投资情况	40
图表 48: 美国 IRA 账户资金投向结构	40
图表 49: 近年来基金持有的股票占股票总资产比重	41
图表 50: 近年来基金持有的公司债占公司债总资产比重	41

图表 51: 近年来基金持有的市政债占市政债总资产比重	41
图表 52: 近年来基金持有的机构债占机构债总资产比重	41
图表 53: 近年来美国基金产品的新增与退出情况 (单位: 只)	42
图表 54: 近年来美国基金管理人的新入与退出情况	42
图表 55: 近年来美国大型共同基金规模占比	43
图表 56: 近年来美国基金产品的费率变化情况	43
图表 57: 近年来美国共同基金产品的新增与退出情况	44
图表 58: 2018 年美国本土及全球共同基金产品的净现金流入变动情况	44
图表 59: 近年来美国共同基金中股票型基金占比变动情况	45
图表 60: 近年来不同类型共同基金净现金流入 (十亿美元)	45
图表 61: 2018 年债券型基金净现金流入	46
图表 62: 2007-2018 年混合型基金净现金流入	46
图表 63: 2018 年货币市场基金现金各月净流入 (出) 情况	47
图表 64: 2008-2018 年 ETF 基金净资产及数量变动情况	48
图表 65: 近十年美国 ETF 基金净发行份额变动趋势	48
图表 66: 2015-2018 年新发行 ETF 基金投向	48
图表 67: 1940-1970 道琼工业指数	50
图表 68: 1958-2018 美国 GDP 和 CPI 同比增长	51
图表 69: 1971-1980 年道琼斯工业指数	51
图表 70: 1971-1980 年标普 500 指数	51
图表 71: 1970-1980 年美国各类共同基金规模变迁	51
图表 72: 1974-1979 年货币型基金发展	52
图表 73: 美国养老保险制度三大产业支柱	53
图表 74: 1980-2000 年美国各类别共同基金规模	54
图表 75: 1980-2000 年债券型基金规模及占比	55
图表 76: 1980-2000 年货币型基金规模及占比	55
图表 77: 1980-2000 年美国十年期国债收益率	55
图表 78: 1999-2018 年美国 ETF 基金规模变迁	56
图表 79: 富达管理资产规模达 2.53 万亿美元	57
图表 80: 富达产品类型	57
图表 81: 先锋基金交易费	58
图表 82: 美国一般共同基金治理结构: 利益不一致现象	59
图表 83: 先锋基金独特结构设计: 规避利益不一致	59
图表 84: 先锋基金低费率逻辑与激励	59
图表 85: 2000-2018 年共同基金和指数型基金费率走势 (单位: %)	60
图表 86: 先锋投资理念: 资产配置决定 91% 的收益	60
图表 87: 美国不同资产配置下风险-收益水平	60
图表 88: 先锋基金产品结构	61
图表 89: 先锋目标退休基金资产配置	62
图表 90: 贝莱德集团 28 年历史沿革	62
图表 91: 权益类产品占据半壁江山 (单位: 亿美元)	63
图表 92: 机构类客户占比 54% (单位: 亿美元)	63
图表 93: 2009-2018 年贝莱德管理各类资产规模	63
图表 94: 2009-2018 年贝莱德管理资产结构	63
图表 95: 2018 年底公司被动管理的资产规模占比超六成	64
图表 96: 2019Q1 末 BlackRock, Inc. 股权结构分散、股东特质多元	64
图表 97: BlackRock, Inc. 及旗下基金治理结构	65
图表 98: BlackRock 激励机制	65
图表 99: 贝莱德始终注重技术研发, 以技术为基石拓展投资业务	66
图表 100: 阿拉丁系统收入在 BlackRock 总收入中占比及增速、BlackRock 收入增速	67
图表 101: 阿拉丁系统具体服务功能	67
图表 102: 中美共同基金净值对比	68
图表 103: 2018 年末中国共同基金构成: 货币基金主导, 股票型占比低	68

图表 104:	2018 年末美国共同基金构成: 股票型基金占据半壁江山.....	68
图表 105:	美股指数和美国股票型基金.....	69
图表 106:	中美公募基金治理机制对比.....	70
图表 107:	Capital Group Companies 旗下 American Funds 治理结构.....	71
图表 108:	Capital Group Companies, Inc. 基金经理薪酬体系.....	71
图表 109:	国内基金公司的革新之路.....	72
图表 110:	1998 年以来国内公募基金行业三大发展阶段.....	72
图表 111:	公募基金两大类模式.....	73
图表 112:	2019 年 Q2 末华夏基金产品结构.....	73
图表 113:	2019 年 Q2 末易方达基金产品结构.....	73
图表 114:	2019Q2 末天弘基金产品结构.....	74
图表 115:	我国近年资本市场业务规模.....	76
图表 116:	2007-2019Q2 国内 QDII 产品规模.....	77
图表 117:	截至 2018 年 12 月 31 日公司股东结构.....	78
图表 118:	截至 2018 年 12 月 31 日高管持股.....	78
图表 119:	安盛集团员工薪酬组成部分.....	78
图表 120:	保险资金股票和基金投资余额及占比.....	80
图表 121:	我国企业年金累积规模预测.....	81
图表 122:	企业年金总投资规模.....	81
图表 123:	2018 年底各机构管理企业年金投资规模.....	81
图表 124:	我国养老保险基金规模.....	82
图表 125:	需求端积极承接各类资金.....	82
图表 126:	城镇居民人均可支配收入与 GDP 累计同比增速对比.....	83
图表 127:	中美家庭总资产配置对比.....	83
图表 128:	2017 年中国城市家庭的金融资产配置结构.....	83
图表 129:	2013-2019Q2 年余额宝规模.....	84
图表 130:	2016Q2-2019Q2 余额宝收益率.....	84
图表 131:	我国资产管理市场各渠道规模.....	85
图表 132:	全球 CTA 基金资管规模发展迅猛.....	88
图表 133:	中美基金费用结构比较.....	90
图表 134:	纽约梅隆银行风险管理的三道防线.....	91
图表 135:	风险委员会风险管理四大领域.....	91

图表1：全文逻辑框架图



资料来源：华泰证券研究所

1、晓喻新生，从内外变局看公募基金新时代

破而后立，晓喻新生。内外大变局即将开启资管行业竞争新时代。内部生态变革，资管新规孕育资管分层次竞争大格局，股权时代新周期催生广阔投资机遇。对外开放加速，海外机构加速布局将引导境内市场成熟深化，倒逼行业生态和竞争格局重塑。公募基金作为资管行业的关键参与者，行业变革将驱动其升级优化，同时也为其打开广阔发展空间。当前，公募基金站在历史新起点，新一轮大发展即将启程。面对机遇与挑战，公募基金需要打造治理机制、人才建设、资源禀赋、产品创新、风控体系五大竞争优势，把握变革浪潮中的发展先机。

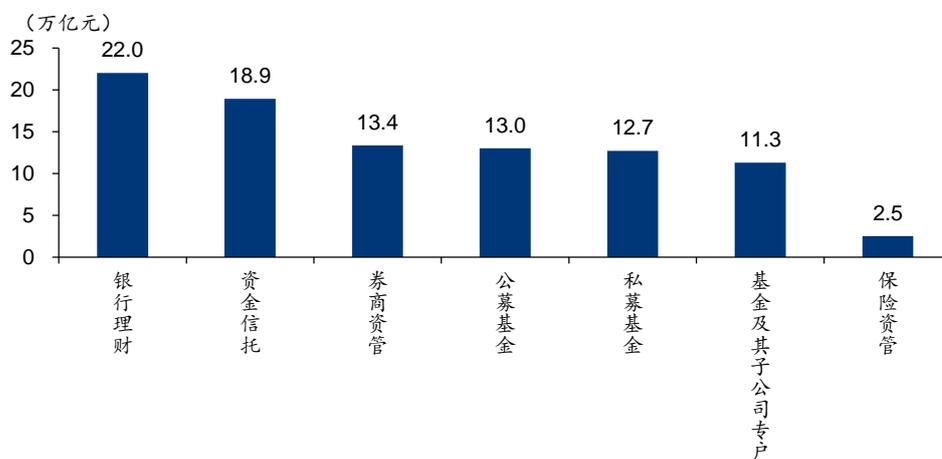
1.1、内部生态变革：市场激荡变革，开启竞争新生态

资本市场深刻变革，资管新规明确大资管行业统一监管体系，科创板开启股权时代新周期来临，金融科技赋能行业新业态，均为资管行业打开广阔发展空间。广阔的发展潜力也使资管行业成为各类资管机构的必争之地。以银行理财子公司、公募基金、券商资管、保险资管和私募基金为主导的分层次资管大格局正在酝酿形成，规范运作、拥有成熟体系的头部机构发展优势显著。

1.1.1 监管标准大一统，大资管分层次竞争

2018年末，按资管产品口径统计，资产管理市场规模近94万亿元。其中，银行表外理财22万亿元，资金信托18.9万亿元，券商资管13.4万亿元，公募基金13.0万亿元，基金及子公司专户11.3万亿元，私募基金12.7万亿元，保险资管2.53万亿元，期货公司0.13万亿元。

图表2：2018年末大资管行业规模



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：各机构资产管理产品特点分析

机构	收益率	销售渠道	规模 (2018)	客户群	主要优势	主要劣势
公募基金	与股市债市相关	合作券商和银行网点	13.0 万亿	机构客户、个人投资者	二级市场投研能力最强、较早接入海外	缺乏渠道支持
基金及其子公司专户	通道费率 0.05%-0.5%	对接银行	11.3 万亿	机构客户为主	机构客户基础较为巩固	通道为主, 缺乏主动管理能力
银行资管	3%-5%	2018 年末 22.86 万个营业网点	22.04 万亿	银行等金融机构、企业、团体组织、个人客户	国内渠道广泛、客户资源丰富	缺乏股权类专业的投资人才
券商资管	与股市债市相关	9942 个券商营业部	13.4 万亿	中高端个人客户、机构客户	股、债投资经验丰富, 自身独立渠道	金融创新放开将助规模大幅增长
信托	6%-10%	68 家信托公司, 代销银行	22.7 万亿	机构、企业、高端个人客户	积累和沉淀大量的客户	缺乏渠道, 大量客户资源来自银行
保险资管	2.5%-5%	2017 年末 807 万个保险代理人	2.5 万亿	机构、企业、个人	保险经纪人众多、客户资源广泛	缺乏一级市场和二级市场经验
私募基金	与股市债市相关	基金管理人自行销售、经纪商、银行、第三方平台	12.7 万亿	机构客户, 中高端个人客户	投资品种多样, 覆盖各类投资产品, 激励措施灵活	准入门槛高, 客户覆盖面有限, 缺乏渠道支持

资料来源：基金业协会，银保监会，证监会，信托业协会，华泰证券研究所

2018 年 4 月，央行及银保监会、证监会、外汇管理局联合发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，对各类金融结构开展资管业务进行规范，从破除刚兑、严控非标、禁止通道等方面看具有防范金融风险的重要意义。《资管新规》的下发，开启大资管行业统一监管新时代。在资管新规后续的落地执行层面，虽延续大资管内核，但力度边际放宽、节奏更趋柔和，为资管行业转型与突破赢得时间缓冲。

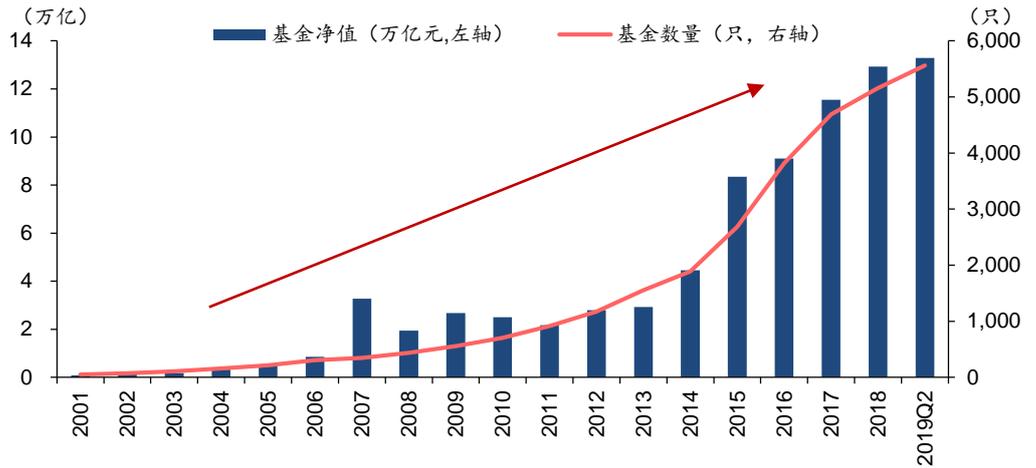
整体看来，大资管新规后监管引导更规范和更充分的市场化转型，行业竞争日趋激烈，牌照红利和市场红利将逐渐消失。各类资管机构正在突破旧有体制和思路，创新组织架构、延伸业务链、激活自身优势，探究适宜方向。

(1) 公募基金：规范跑道上的领跑者，变革下机遇与挑战并存

公募类基金规模稳健壮大，运作规范、主动管理领先迎发展机遇。公募基金公司业务包括公募类和专户类业务。其中，公募类基金规模整体随资本市场发展稳健壮大，根据 Wind 统计，截至 2019 年第二季度末，公募类基金资产净值已达 13.3 万亿。**公募类基金始终在严格规范的监管框架下，是运作机制最为规范的一类资管产品，受资管新规影响相对较小。且公募类基金主动管理先发优势显著、产品设计灵活，未来在监管统一和市场环境变化背景下，公募类基金有望迎来广阔发展机会。而专户类业务主要业务之一是承接银行通道业务，在监管规范下未来或延续收缩趋势。**

内外变局下公募基金面临挑战压力。一方面，资管新规统一监管框架将加剧市场竞争，尤其是银行理财子公司设立后，发行的现金类产品、固定收益类产品与公募基金存在同质性，且银行拥有长期参与固收、现金类资产投资市场的丰富投资经验，预计将挤占基金同类产品份额。另一方面，对外开放加速下外资资管公司有望陆续进入国内市场，其在品牌、机制、跨境配置上拥有优势，或将重塑行业格局，倒逼境内公募基金转型升级。

图表4：基金公司管理公募基金资产净值与数量发展情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

(2) 银行理财子公司：固收及货币类竞争强劲，承接银行客户迁徙

理财子公司和公募基金在产品端、投资端、销售端、资金端和税收端均存在差异。产品方面，理财子公司可发行公募、私募两种产品，产品体系齐全，将主要影响货币基金、债券基金。银行理财长期参与固收、现金类资产投资市场，投资经验丰富，银行发行的现金类产品、固定收益类产品与公募基金存在同质性，预计将挤占基金同类产品份额。但在权益类产品领域，由于银行短期内投研能力不足且客户风险偏好较低，股票基金受冲击将较小。投资方面，理财子公司在非标资产方面具有传统优势，可以投资于非标资产，而公募基金投资标的限于上市交易的股票、债券、国务院证券监督管理机构规定的其他证券及其衍生品。销售方面，银行理财不再设置销售起点金额、代销机构不再限制为银行业金融机构、不再要求首次购买面签，使得银行理财销售与公募基金标准基本一致，银行理财有望抢占部分基金客户，实现自产自销。但我们预计，短期看，在资管行业过渡期内，理财子公司的净值产品仍处发展中，对公募基金销售的影响有限。但长期看，净值化产品转型完成后，双方或存在一定程度上的竞争。资金来源方面，公募基金客户群体风险偏好更为多元，由风险偏好较高的股票型基金投资者到风险偏好较低的货币型基金投资者，而过去银行理财的投资者更多集中为风险偏好较低的投资人，短期内客户仍有一定黏性。税收方面，公募基金买卖股票、债券、转让未上市股权等实现的价差收入可免征增值税，而其他资管机构均需按3%征收，赋予公募基金独有的交易优势，而包括银行理财子公司在内的其他资管机构难以通过频繁交易博取短期收益，或将重视资产配置。

图表5：公募基金与银行理财子公司产品对比

产品差异	公募基金	银行理财子公司
募集门槛	认购下限低至1元，申购下限低至0.01元	自行设置
销售渠道	商业银行（含在华外资法人银行）、证券公司、期货公司、保险机构、证券投资咨询机构、独立基金销售机构以及证监会认定的其他机构从事基金销售业务的机构	可以通过商业银行、农村合作银行、村镇银行、农村信用合作社等吸收公众存款的银行业金融机构，或者国务院银行业监督管理机构认可的其他机构代理销售理财产品
非标投资	通过基金子公司进行	可投，银行理财子公司全部理财产品投资于非标准化债权类资产的余额在任何时点均不得超过理财产品净资产的35%。
商品及金融衍生品	无资格要求，公募基金投资信用衍生品以风险对冲为目的；明确货币市场基金不得投资信用衍生品。	应当按照《银行业金融机构衍生品交易业务管理暂行办法》获得相应的衍生品交易资格。
自有资金	发起式基金中，基金管理人在募集基金时，使用公司股东资金、公司固有资金、公司高级管理人员或者基金经理等人员资金认购基金的金额不少于一千万元人民币，且持有期限不少于三年。	可投，不得超过其自有资金的20%，不得超过单只理财产品净资产的10%，不得投资于分级理财产品的劣后级份额。
FOF	公募基金可以投资本公司的基金产品，可以做内部FOF。	银行理财子公司发行的理财产品不得直接或间接投资于本公司发行的理财产品，即不能做内部FOF。
杠杆比例	基金总资产不得超过基金净资产的140%	每只开放式公募理财产品的杠杆水平不得超过140%，每只封闭式公募理财产品的杠杆水平不得超过200%。

资料来源：银保监会，中国人民银行，证监会，华泰证券研究所

理财子与公募基金定位存差异，公募基金优势依旧突出。银行理财的投资范围较公募基金大，非标投资预计仍将在理财子公司的资产配置中占据一席之地。公募基金的节税优势进一步反映理财子公司与公募基金的定位差异：**理财子公司将更为重视长期大类资产配置，而公募基金将更重视相对短期的投资交易。**公募基金不适用净资本监管规定，而理财子公司的相关配套制度正在建立，我们预计理财子公司的净资本管理规定将与信托公司类似。

(3) 券商资管：头部券商资管公募化，竞争公募权益投资

券商资管正在从模式和业务上寻求突破，加快主动管理转型。资管新规下，券商资管将由过去依靠牌照红利的成长模式，逐步过渡到以市场竞争为主导的业务轨道，并加快打造主动管理能力。未来，券商资管优势相比公募基金的优势，有望体现于与券商全业务链协同上，探寻与研究、经纪、投行、资本中介、衍生品等业务串联协作。**投资方面**，券商可投资资产类型较广，能协同投行、直投等业务获取项目资源，拥有跨越一、二级的投向优势。且可以依赖券商投研能力进行价值研判、设计出多策略资管产品。**资金端方面**，券商可借助经纪业务增强客户粘性，产品门槛不高，能够覆盖的潜在客户较多。**产品端方面**，券商可利用在 FICC 业务和相关衍生品方面的已有优势，并协同资本中介业务合理配置杠杆，提高多元化产品创新能力。

此外，券商资管目前**积极寻求公募化转型**。但目前仅有 13 家获得公募牌照，且券商公募基金管理规模 2018 年末仅 2046 亿元，与公募基金 13 万亿的规模相比仍有较大差距，且在投研实力上较公募弱。因此，目前来看券商资管公募化对公募基金的影响较小。未来，券商资管仍将积极寻求公募化转型。一方面，监管政策倒逼业务转型。券商资管过去较多作为通道，资管新规下通道业务的逐渐收缩。并且，未取得公募牌照券商的大集合产品参照公募基金运作的期限不得超过 3 年，业务平稳过渡需要公募牌照对接。另一方面，拓展零售客户需要券商资管转变以过去以机构客户为主的模式，拓展与零售客户相适应的获客渠道与经营模式。当前伴随我国高净值人群数量持续提升、居民财富有望向资本市场迁徙，券商资管通过获取公募牌照，将资金端拓展到零售客户，有望积极把握零售客户发展机遇。

2018 年 11 月 30 日，证监会发布《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》（简称《指引》），按照《指引》规定，存量大集合资产管理业务应在 2020 年 12 月 31 日前对标公募基金进行规范管理，加强了对券商资管大集合产品的公募化改造。对于未获得公募基金管理资格的证券公司，《指引》也指出公募化的思路，即通过将大集合产品管理人更换为其控股、参股的基金管理公司并变更注册为公募基金的方式，提前完成大集合资产管理业务规范工作。

图表6：2019年Q2末券商及券商资管子公司获批公募资格牌照情况表

公司名称	机构类型	获批日期	基金数量	资产合计(亿元)
上海东方证券资产管理有限公司	证券资产管理公司	2013-08-26	35	955
中银国际证券股份有限公司	证券公司	2015-08-20	17	769
财通证券资产管理有限公司	证券资产管理公司	2015-12-21	15	274
长江证券(上海)资产管理有限公司	证券资产管理公司	2015-01-05	10	160
华泰证券(上海)资产管理有限公司	证券资产管理公司	2016-07-26	8	79
东兴证券股份有限公司	证券公司	2015-01-08	10	47
中泰证券(上海)资产管理有限公司	证券资产管理公司	2017-12-18	3	29
山西证券股份有限公司	证券公司	2014-03-19	7	58
浙江浙商证券资产管理有限公司	证券资产管理公司	2014-08-19	12	31
华融证券股份有限公司	证券公司	2013-12-12	3	15
渤海汇金证券资产管理有限公司	证券资产管理公司	2016-05-18	5	2
国都证券股份有限公司	证券公司	2014-08-19	5	5
北京高华证券有限责任公司	证券公司	2015-08-06	0	0.00

资料来源：Wind，华泰证券研究所

(4) 保险资管：长期稳健投资风格，分流养老金/企业年金

国内保险系资产管理机构第三方资产管理起步晚、规模小，是应当重点开辟的蓝海。头部保险资管公司正积极抓住时代的契机加紧布局。

保险资管在投资风格、投资品类和客户结构上具有鲜明特点，未来将与公募基金差异化布局。在投资风格方面，保险资管长久以来具有资金久期长、投资风格偏重稳健的特点，与中长期养老金穿越牛熊寻求保值增值的诉求更为匹配。在投资品类方面，保险资管产品投资领域较宽，在大类资产配置、组合投资和另类投资上享有优势。未来，保险资管有望重点在直接股权、股权基金、股权投资计划和债权投资计划、另类投资等方面强化建设。在客户结构上，保险资管以机构业务为主。随着国内机构投资者壮大，未来将进一步加强与机构投资者合作。且保险资管长期投资、追求稳健安全的投资风格，与养老金更为契合。未来保险资管或将聚焦于大资管中养老金/企业年金等的中长期资金管理需求，做深做专业。

保险资管涉足公募业务方式多样。保险资管通过多样化方式进军公募业务，包括泰康资产和人保资产通过设立事业部获得公募牌照，国寿安保基金和华泰保兴基金由险资发起新设，太平基金由太平资产通过收购获得公募牌照。但总体看，当前涉足公募业务的保险资管仍为个位数，对公募基金公司冲击有限。

(5) 信托公司：监管引导去杠杆去通道，公募化转型需时日

资管新规引导下，信托行业开启去杠杆去通道，回归“受人之托、代人理财”本源。从资金端来看，信托高净值客户基础优势稳固，聚焦高净值客户需求开发产品，已有公司积极探索财产信托、养老信托、慈善信托、家族信托、消费信托等新模式。从资产端投向来看，信托作为唯一可以贯通货币、债券、股票、信贷和实业投资市场的金融机构，可投资范围广阔。此外，信托深耕实业市场，与地方政府和民营企业关系密切，项目来源稳定，业务模式灵活。

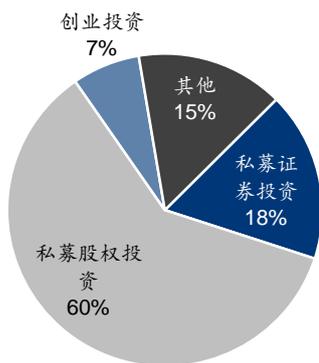
当前，《信托公司资金信托管理办法》已经进行内部征求意见。征求意见稿说明信托产品包括公募与私募，将可以面向不特定社会公众发行公募信托产品，认购起点将由100万降至1万元。未来信托公司有望试水公募化产品。

(6) 私募基金：对接高净值客户需求，难以撼动公募地位

私募基金行业整体规模稳步上升，股权投资和证券投资基金主导。根据中基协统计，截至2018年末，基金业协会已备案私募基金管理基金规模12.7万亿元，同比+15%。其中，股权投资基金和证券投资基金是主导，2018年末规模占比分别60.35%和17.52%。**基金管理人梯队分层显著，呈现“小、散、弱”特征，大型私募数量较少，中小私募数量纷繁，高度依赖私募管理人个人品牌影响力。**2018年末，管理规模过百亿的大型私募基金管理人共234家，占比仅2.4%。部分私募基金凭借明星管理人市场份额遥遥领先。

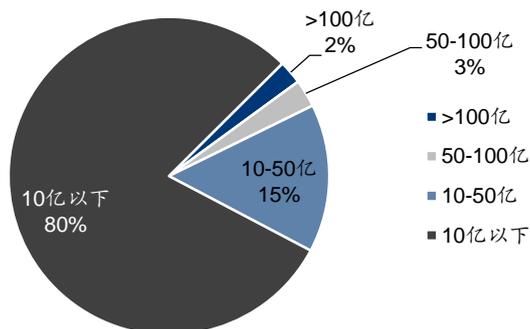
私募基金对接高净值客户需求，与公募基金客群定位差异化。资管新规明确，资管产品投资者分为不特定社会公众和合格投资者两大类，其中合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承担能力、投资于单只资管产品不低于100万元、符合相当严格条件的自然人和法人或其他组织。私募基金主要对接高净值客户需求，与公募基金面向广大社会公众的定位相区别。

图表7：2018年末私募基金产品结构



资料来源：证券投资基金业协会，华泰证券研究所

图表8：2018年末私募基金管理人规模分布情况



资料来源：证券投资基金业协会，华泰证券研究所

整体判断：各类资管子行业分化，短期看在资金端资产端仍各有侧重。

(1) 资金端，银行承接稳健诉求强的个人资金、券商资管更容易拿走开户的股民需求、保险资管对接机构大资金和中长期投资需求，私募分流高净值客户和产业资本。(2) 资产端，银行、保险侧重大类资产配置，传统优势在货币及固收。券商资管和信托可投资产类型较广，能协同投行等业务获取项目资源。(3) 产品模式，公募基金当前仍是最符合资管新规政策精神的资管子行业，其他资管子行业的模式整改转型仍需时日。(4) 从体系上来看，分业监管体系下，银保监会下的银行保险投债权类，证监体系下的公募投股权，仍然保有天然优势。

1.1.2 股权时代新周期，资管行业迎新机遇

(1) 股权时代新周期来临，市场化深刻变革

经济与产业新旧秩序大变局需要直接融资对接，股权时代新周期来临，基金行业迎来加速发展的时代背景。当前中国传统增长模式面临瓶颈，但同时涌现出来信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，有望接力并发挥好经济引擎功能，成为驱动新一轮腾飞的新动能。新经济产业特点与传统金融机构的风险收益诉求错位，难以在现行的融资体系中得到资本补给，需要直接融资支持行业发展。证监会支持服务实体经济高质量发展，未来资本市场在服务实体经济中将发挥更大作用，直接融资发展势在必行。直接融资的发展意味着更多优质企业登陆资本市场，权益市场有望健康稳健扩容，为资管机构拓宽标的范围。此外，直接融资的发展或将带来更为活跃的并购重组、定增、配股等机会，将激活资本市场动能，为资管机构提供更多投资机会。

资本市场基础制度深刻变革，市场化变革倒逼资管机构打破固有模式。实现市场高效资源配置必须建立市场化制度，科创板打响了制度改革第一枪。科创板统筹推进发行、上市、信息披露、交易、退市等基础制度改革，在上市标准、投资者门槛、涨跌幅限制、做空机制、退市制度等方面做出差异化安排，向市场化机制靠拢。同时科创板发挥先锋作用，以增量引导存量改革，推动资本市场市场化改革进程。市场化变革下，投资环境更趋复杂多变。在更趋市场化运作环境下，市场的价格发现功能将更趋有效，资本市场资源配置功能更充分发挥，进而实现市场的正向循环效应，促进优质公司赢得市场定价认可。在更趋市场化的机制下，传统的打新和交易策略不再是无风险套利，基金公司需要转变投资理念与投资风格，慎重选股与择时。

(2) 机构和海外资金入市，重塑市场风格

境内外资金有望持续入市，短期来看有望带动市场交易活跃度提升，中长期来看将对改善投资者结构、引导价值投资、推动资本市场改革力度、促进行业健康发展发挥积极作用，进而改变基金投资管理的市场环境。

从机构投资者方面看，境内保险资金、养老金、银行理财资金等长线资金有望入场。一是保险及养老金入市节奏加快。目前我国老龄化趋势明显，在人口老龄化社会，养老资金必然成为资本市场的重要参与者。美国共同基金更是养老金的重要投向。截至2018年末，IRAs账户中的45%资产投向共同基金，DC计划则高达56%。国内资本市场上的养老金主要是企业年金和社保基金，其规模日渐庞大。2019年2月证监会主席易会满提出将打通社保基金、保险、企业年金等各类机构投资者的入市瓶颈，有望吸引更多中长期资金入市，有望成为公募基金的重要资金来源。二是理财新规发布后，银行理财可通过股票基金参与股市，理财子公司则还可直接投资股票。当前银行理财子公司已陆续开业，未来银行理财有望成为A股市场的重要新角色，公募基金产品有望成为其重要资产投向，迎来更多增量资金。同时，机构投资者壮大将重塑证券市场结构，深化价值投资理念，提升市场运行有效性。市场机构化趋势将全面重塑资管行业竞争格局、产品体系、投资机会、资金增量，基金公司需要积极应变。

从个人投资者方面看，有望从主要投资楼市趋于多元化配置，从个人投资到委托资管机构。根据中国家庭金融调查与研究中心统计，2017年末中国家庭总资产配置中，房地产投资占比达77.7%；金融资产投资占比11.8%，其中股票投资占金融资产投资的比例仅为8.1%，债券投资占金融资产投资比例仅为0.7%。而美国2016年家庭总资产配置中，金融资产投资占比达42.6%，为占比最大投资。长周期看，伴随资本市场发展完善，我国家庭资产配置中金融资产配置仍有进一步提升空间，并有望从个人自主投资为主向委托专业资管机构管理为主转变。

A股国际化深化，持续引入海外增量资金。2018年9月，富时罗素宣布，将A股纳入其全球股票指数体系，纳入因子为25%。根据富时罗素官方测算，此次纳入将合计带来500亿美元跟踪富时新兴市场指数的被动资金流入A股。2018年12月，标普道琼斯宣布，将通过沪港通、深港通机制进行交易的合格中国A股纳入其有新兴市场分类的全球基准指数，纳入因子为25%。2019年3月，MSCI宣布将分三步提升A股在MSCI指数中的权重，由5大幅%增加至20%，并将纳入股票范围扩大至中盘股和创业板股票。据MSCI官方预测，将吸引逾800亿美元的新增外资进入中国。

1.1.3 科技赋能新业态，资管+委托双核心

金融科技对包括大资管行业在内的各项金融领域渗透，驱动效能提升和业态变革。当前资产管理业务相关的金融科技产品化载体主要包括两类：**一类是以资产管理者为核心的系统**，如贝莱德的Aladdin系统将信息、技术、人员高效连接，可以为资产管理者提供组合跟踪管理、风险及合规分析、交易投资执行、技术支持等功能；**另一类是以资金委托人为核心的系统**，一般体现为**智能投顾系统**，通过降低投资门槛与咨询费率、提高人工投顾效率，改善客户体验。国内华夏、南方、嘉实、广发、汇添富等头部公募基金公司在智能投顾领域已有一定布局。2018年《资管新规》颁布，明确“运用人工智能技术开展投资顾问业务应当取得投资顾问资质，非金融机构不得借助智能投顾超范围经营或者变相开展资产管理业务”，这要求未来智能投顾应当取得投资顾问资质，同时只能提供意见建议辅助投资决策的业务，但未来金融机构可利用人工智能技术开展资产管理业务。

未来，金融科技将成为基金公司的核心竞争力之一，全面赋能新时期的资管行业：

第一，有效提升公司管理水平和风控能力。关键流程自动化和数字化，运营从线上到线下，产品服务线上化，业务数字化，能够有效提升运营效率、节约运营成本，并提升精细化管理水平。此外，用科技手段强化内控流程设计，还有望构建出具有前瞻性、有效性的风险管理机制。

第二，提高资产管理的投研水平。借助大数据和云计算、人工智能等技术，对海量数据做到快速收集、整合、量化分析。融入人工智能到分析判断流程，能有效控制投资经理个人局限和情绪波动，保证更理性和高效的投资决策。

第三，对接客户全方位资产配置服务需求。借助大数据和资产建模的方式，一方面能够精准刻画客户风险偏好、收益诉求、投资经验，精准营销，提供定制化、全方位的资产配置建议。另一方面，运营效率提升也将助力提供更及时、准确、全方位的投资建议。

1.2 外部竞争加剧：双向开放加速，重塑行业大格局

当前，金融市场和资管行业双向开放加速推进。海外机构加速布局将引导国内市场成熟深化，倒逼行业生态和竞争格局重塑。同时，公募基金积极探索海外布局，也将为行业发展打开新蓝海。我们回眸公募基金行业对外开放历史征程，明辨双向开放下行业发展前景。

1.2.1 回眸：行业开放稳步推进，合资基金不容小觑

合资公募基金起步于加入中国 WTO 后，并在政策调整、市场发展等多位因素影响下，先后经历了起步、发展、繁荣和调整等四个阶段。当前，在金融市场和金融行业对外开放进程稳步推进背景下，公募基金行业开放进程正面临全面加速。

第一阶段：2001年~2004年，公募基金开始迈入开放阶段。老牌基金公司探索引入外资股东，但成功案例较少。新设合资基金逐步发展，外资持股比例以 33% 为主。2001 年中国加入世界贸易组织后，监管先后颁布《境外机构参股、发起设立基金管理公司暂行规定》（征求意见稿）和《外资参股基金管理公司设立规则》，明确公募基金允许外资持股不超过 33%，并在加入 WTO 三年后放宽至不超过 49%。

公募基金开放进程正式起步，新设合资基金增长占主导地位。一方面，富国基金、华安基金、大成基金等“老十家”基金公司开始探索引入外资股东，但受制于老牌基金公司股权关系较为复杂等因素影响，仅有加拿大蒙特利尔银行参股富国基金案例成功。加拿大蒙特利尔银行向富国基金注资 2000 万元人民币持股 16.67%，P/AUM 达 1.54%，价格处于相对较低水平。另一方面，新设合资基金成本较低、谈判相对便捷，新设合资基金公司数量持续增加。2002 年末，第一家中外合资基金国联安基金获中国证监会批准筹建；2003 年初，由招商证券和荷兰国际集团（ING）发起筹建的招商基金正式成立，是国内第一家正式成立的合资基金公司。2002-2004 年间，新设合资基金公司数量逾 10 家。

第二阶段：2005~2011 年，外资持股比例放宽至 49% 后合资基金发展迅速，存量合资基金持股比上升和新设合资基金并进，经营优秀的基金公司享受溢价。根据《外资参股基金管理公司设立规则》，外资持股对公募基金持股比例在中国加入 WTO 三年后放宽至不超过 49%。2005 年保护期满后，合资基金公司迎来快速发展期。一方面信达澳银、中欧基金、诺德基金等新设合资基金公司陆续出现，外资持股比例大部分均达 49%；另一方面，景顺长城、上投摩根、国海富兰克林等十余家存量合资基金公司的外方股东纷纷将持股比例提升至 49%。此外，外资入股大型基金公司，嘉实基金、鹏华基金、长盛基金、国泰基金和华夏基金等老十家基金公司也先后引入外资股东，但收购价格差异较大，P/AUM 区间主要在 2%-9%。业绩和规模领先的大型基金公司享受溢价，加拿大鲍尔集团出资 17.84 亿元获得 AUM 排名第一的华夏基金 10% 的股权，对应 P/AUM 达到 9.39%，为该阶段最高价格水平；而排名靠后的老十家基金长盛基金收购时 P/AUM 仅 1.86%。

第三阶段：2012-2017 年，合资基金持续增长，但部分外资股东受治理结构和经营业绩影响开始主动退出。合资基金公司数量持续增加，其中 2013 年新设数量达到历史高峰。但 2014 年后，合资基金增量明显放缓，仅 2014 年和 2016 年分别新设 1 家合资基金。同时，部分合资基金因经营盈利不达预期、经营理念及管理摩擦分歧等因素，外资股东主动减持股份退出。2012 年，比利时联合银行撤出金元比联基金、荷兰国际集团（ING）撤出招商基金，标志外资股东开始主动退出。一方面，外资股东由于股比受限，最高只能获得相对

控股权，因此经营理念、管理上存在摩擦分歧和互相制衡角逐，影响基金的稳定经营。另一方面，以银行理财为代表的资管产品存在刚性兑付特点，相比之下公募基金采取净值化管理，对投资者吸引相对较弱，导致基金公司经营盈利不达预期，导致部分外资股东撤资退出。此外，“一参一控”限制也导致部分外资股东被动减持股份。

第四阶段：2018年以来，监管市场行业释放积极信号，对外开放稳步推进。2018年4月，央行行长易纲在博鳌亚洲论坛宣布将基金管理公司的外资持股比例上限放宽至51%，三年以后不再设限。2019年7月，国务院金融稳定发展委员会将外资持股公募基金管理公司比例放宽至100%的时间由2021年提前至2020年。

图表9：公募基金行业双向开放主要监管政策变迁

发布日期	文件/会议	主要内容
2001年12月11日	《境外机构参股、发起设立基金管理公司暂行规定》 (征求意见稿)	
2002年06月01日	《外资参股基金管理公司设立规则》	规定外资参股基金管理公司的比例累计不超过33%，在我国加入WTO后三年内，该比例不超过49%
2002年11月05日	《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》	正式推出 QFII 试点
2006年04月13日	中国人民银行公告(2006)第5号	QDII 制度正式启动。允许符合条件的银行、基金管理公司、保险等金融机构集合境内机构和个人投资者的资金进行境外规定范围内投资品的投资
2009年09月04日	《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定》 (征求意见稿)	单家 QFII 申请投资额上限增至 10 亿美元
2007年06月18日	《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》	对市场准入、审批程序、境外投资顾问设置、资产托管以及资金运作等方面做出了具体详细的规定
2015年05月22日	《香港互认基金管理暂行规定》	正式允许符合条件的香港公募基金在内地注册并销售
2018年06月10日	《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定》	取消 QFII 每月资金汇出不超过上年末境内总资产 20% 的限制；取消 QFII、RQFII 本金锁定期要求
2018年06月28日	《外商投资准入特别管理措施(负面清单)》 (2018年版)	将基金管理公司的外资股比放宽至 51%，2021 年取消外资股比限制
2019年06月13日	第十一届陆家嘴论坛	证监会拟推出九项对外开放政策，拟允许合资证券和基金管理公司的境外股东实现“一参一控”
2019年07月20日	国务院金融稳定发展委员会办公室关于金融业进一步对外开放的政策措施	将外资持股公募基金管理公司比例放宽至 100% 的时间由 2021 年提前至 2020 年

资料来源：证监会，中国人民银行，外管局，国务院，发改委，证券业协会，华泰证券研究所

图表10：历年合资基金公司进展情况

时间	合资基金公司名称(新设或存量公司引入外资)
2003	华宝兴业基金、海富通基金、国联安基金、景顺长城基金、富国基金
2004	中万菱信基金、光大保德信基金、上投摩根基金、中银基金、国海富兰克林基金、华泰柏瑞基金、泰达宏利基金
2005	工银瑞信基金、交银施罗德基金、建信基金、信诚基金、汇丰晋信基金、国投瑞银基金、嘉实基金
2006	信达澳银基金、诺德基金、中欧基金、金元惠理基金
2007	浦银安盛基金、融通基金、鹏华基金、长盛基金
2008	民生加银基金、农银汇理基金、兴业全球基金、摩根士丹利华鑫基金、中海基金
2010	纽银梅隆西部基金、平安大华基金、国泰基金、金鹰基金
2011	方正富邦基金、平安大华基金、华夏基金
2012	华宸未来基金、中邮创业基金
2013	华润元大基金、中原英石基金、中加基金、道富基金、国开泰富基金、国寿安保基金、永赢基金
2014	圆信永丰基金
2016	恒生前海基金

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表11: 存量基金公司外资股东入股情况

合资基金	公司成立日期	最初外资股东	外资加入/持股		最初持股比例	股权转让价格 (亿元人民币)	外资入股前 AUM (人民币亿元)	P/AUM
			变化时间点	设立模式				
富国基金	1999-04-13	加拿大蒙特利尔银行	2003-09-24	增资扩股	16.67%	0.20	78.09	1.54%
泰达宏利基金	2002-06-06	苏格兰皇家银行有限公司	2004-01-09	存量转让	33.00%	未披露	14.27	
国投瑞银基金	2002-06-13	瑞士银行股份有限公司	2005-06-08	存量转让	49.00%	未披露	30.38	
嘉实基金	1999-03-25	德意志资产管理(亚洲)有限公司	2005-06-17	存量转让	19.50%	未披露	207.87	
融通基金	2001-05-22	日兴资产管理有限公司	2007-04-13	存量转让	40.00%	0.95 (20%); 华林证券股权转让(20%)价格未披露	238.75	1.99%
长盛基金	1999-03-26	新加坡星展银行有限公司	2007-04-19	存量转让	33.00%	1.75	284.93	1.86%
鹏华基金	1998-12-22	意大利欧利盛金融集团股份公司	2007-06-22	存量转让	49.00%	5.70	314.36	3.70%
兴全基金	2003-09-30	全球人寿保险国际公司	2008-04-12	增资扩股	49.00%	未披露	332.48	
摩根士丹利华鑫基金	2003-03-14	摩根士丹利国际有限公司	2008-06-12	存量转让	40.00%	0.91	26.61	8.55%
中海基金	2004-03-18	法国爱德蒙得洛希尔银行	2008-11-26	存量转让	15.39%	1.5	167.89	5.81%
国泰基金	1998-03-05	意大利忠利保险有限公司	2010-06-21	存量转让	30.00%	9.49	465.83	6.79%
华夏基金	1998-04-09	加拿大鲍尔集团	2011-12-21	存量转让	10.00%	17.84	1899.02	9.39%
中邮创业基金	2006-05-08	日本三井住友银行股份有限公司	2012-04-25	存量转让	24.00%	7.68	247.04	12.95%

注: 因部分外资入股合资基金的信息未有公开披露, 上表为不完全统计

资料来源: Wind, 公司公告, 华泰证券研究所

图表12： 新设合资基金外资持股情况

合资基金	公司成立日期	现存外资股东入股		现存外资股东	外资持股比例	外资股东出资 (人民币亿元)
		时间	时间			
国联安基金	2003-04-03	2003-04-03	2003-04-03	德国安联集团	49.00%	0.74
海富通基金	2003-04-18	2003-04-18	2003-04-18	法国巴黎投资管理 BE 控股公司	49.00%	0.74
景顺长城基金	2003-06-12	2003-06-12	2003-06-12	景顺资产管理有限公司	49.00%	0.64
光大保德信基金	2004-04-22	2004-04-22	2004-04-22	保德信投资管理有限公司	45.00%	0.72
上投摩根基金	2004-05-12	2004-05-12	2004-05-12	摩根富林明资产管理(英国)有限公司	49.00% (注)	1.23
中银基金	2004-08-12	2004-08-12	2004-08-12	贝莱德投资管理(英国)有限公司	16.50%	0.17
国海富兰克林基金	2004-11-15	2004-11-15	2004-11-15	邓普顿国际股份有限公司	49.00%	1.08
华泰柏瑞基金	2004-11-18	2004-11-18	2004-11-18	柏瑞投资有限责任公司	49.00%	0.98
工银瑞信基金	2005-06-21	2005-06-21	2005-06-21	瑞士信贷银行股份有限公司	20.00%	0.40
交银施罗德基金	2005-08-04	2005-08-04	2005-08-04	施罗德投资管理有限公司	30.00%	0.60
建信基金	2005-09-19	2005-09-19	2005-09-19	美国信安金融服务公司	25.00%	0.50
中信保诚基金	2005-09-30	2005-09-30	2005-09-30	英国保诚集团股份有限公司	49.00%	0.98
汇丰晋信基金	2005-11-16	2005-11-16	2005-11-16	汇丰投资管理(欧洲)有限公司	49.00%	0.98
信达澳银基金	2006-06-05	2006-06-05	2006-06-05	康联首域集团有限公司	46.00%	0.46
浦银安盛基金	2007-08-05	2007-08-05	2007-08-05	法国安盛投资管理公司	39.00%	7.45
农银汇理基金	2008-03-18	2008-03-18	2008-03-18	东方汇理资产管理公司	33.33%	5.83
民生加银基金	2008-11-03	2008-11-03	2008-11-03	加拿大皇家银行	30.00%	0.90
中欧基金	2006-07-19	2009-05-16	2009-05-16	意大利意联银行股份合作公司	25.00%	0.55
平安基金	2011-01-07	2011-01-07	2011-01-07	新加坡大华资产管理有限公司	17.51%	2.28
申万菱信基金	2004-01-15	2011-03-04	2011-03-04	三菱 UFJ 信托银行株式会社	33.00%	0.50
方正富邦基金	2011-07-08	2011-07-08	2011-07-08	富邦证券投资信托股份有限公司	33.30%	2.20
华宸未来基金	2012-06-20	2012-06-20	2012-06-20	韩国未来资产管理公司	25.00%	0.50
华润元大基金	2013-01-17	2013-01-17	2013-01-17	元大证券投资信托股份有限公司	49.00%	1.47
太平基金	2011-01-23	2013-01-23	2013-01-23	英国安石投资管理有限公司	8.50%	0.34
中加基金	2013-03-27	2013-03-27	2013-03-27	加拿大丰业银行	28.00%	1.30
国开泰富基金	2013-07-16	2013-07-16	2013-07-16	国泰证券投资信托股份有限公司	33.30%	1.20
国寿安保基金	2013-10-29	2013-10-29	2013-10-29	安保资本投资有限公司(澳大利亚)	15.00%	1.93
永赢基金	2013-11-07	2013-11-07	2013-11-07	利安资产管理公司	28.51%	2.57
圆信永丰基金	2014-01-02	2014-01-02	2014-01-02	永丰证券投资信托股份有限公司	49.00%	0.98
恒生前海基金	2016-07-01	2016-07-01	2016-07-01	恒生银行有限公司	70.00%	3.50
华宝基金	2003-03-07	2017-07-31	2017-07-31	Warburg Pincus Asset Management,L.P.	49.00%	0.74

注：2019年上海信托拟转让其持有的上投摩根基金管理有限公司2%的股权，若摩根资产管理有限公司受让股权，其持股比例有望上升至51%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

整体看，过去合资基金公司发展不及本土基金公司，主要受制于金融市场开放不足、资源限制、市场有效性不足。此外，合资基金公司呈现两极分化，工银瑞信、建信、华夏、嘉实等合资基金位列公募基金公司前列。而恒生前海、国开泰富、华宸未来等合资基金公司排名垫底。

1.2.1 现状：双向开放持续加速，直面挑战与机遇

当前，金融市场和资管行业双向开放加速推进，对公募基金行业影响深远。一方面，未来海外领先资管公司进驻将引入先进经验，引导境内市场成熟深化，市场化机制培育将倒逼境内机构主动转型求变。并且，外资资管在品牌、模式、跨境配置上拥有优势，将加剧行业竞争、重塑行业格局，也有望产生鲶鱼效应，激活境内资管机构活力。另一方面，伴随行业“走出去”的相关配套政策优化完善，公募基金未来有望逐步夯实全球化资产配置优势。未来，境内公募基金在明确公司定位与战略方向的基础上，需要尽快打造治理机制、人才建设、资源禀赋、产品创新、风控体系五大核心竞争力，率先构筑竞争实力的公司有望把握先机。

(1) 政策环境：监管引导资本市场双向开放稳步推进

当前，沪伦通开启、国际知名指数提高 A 股纳入比例、中日 ETF 互通产品落地、QFII 和 RQFII 总额度提升，双向开放助力资本市场向境外成熟市场靠拢。未来，资本市场双向开放仍将持续深化，行业对外开放加速。2019 年陆家嘴论坛上，证监会主席易会满就进一步扩大资本市场对外开放做出明确指示，将有九项对外开放政策陆续推出，其中具体包括，推动允许合资基金管理公司的境外股东实现“一参一控”、修订 QFII/RQFII 制度规则等具体内容。2019 年 7 月，国务院金融稳定发展委员会将外资持股公募基金管理公司比例放宽至 100% 的时间由 2021 年提前至 2020 年。

图表13：证监会拟推出九项对外开放政策

序号	拟推出对外开放政策
1	推动修订 QFII/RQFII 制度规则
2	允许合资证券和基金管理公司的境外股东实现“一参一控”
3	合理设置综合类证券公司控股股东的资质要求
4	放宽外资银行在华从事证券投资基金托管业务的准入限制
5	全面推开 H 股“全流通”改革
6	持续加大期货市场开放力度
7	放开外资私募证券投资基金管理人管理的私募产品参与“港股通”交易的限制
8	研究扩大交易所债券市场对外开放
9	研究制定交易所熊猫债管理办法，更加便利境外机构发债融资

资料来源：证监会，华泰证券研究所

图表14：2019年7月20日央行《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》

序号	11 条金融业对外开放措施
1	允许外资机构在华开展信用评级业务时，可以对银行间债券市场和交易所债券市场的所有种类债券评级
2	鼓励境外金融机构参与设立、投资入股商业银行理财子公司
3	允许境外资产管理机构与中资银行或保险公司的子公司合资设立由外方控股的理财公司
4	允许境外金融机构投资设立、参股养老金管理公司
5	支持外资全资设立或参股货币经纪公司
6	人身险外资股比限制从 51% 提高至 100% 的过渡期，由原定 2021 年提前到 2020 年
7	取消境内保险公司合计持有保险资产管理公司的股份不得低于 75% 的规定，允许境外投资者持有股份超过 25%
8	放宽外资保险公司准入条件，取消 30 年经营年限要求
9	将原定于 2021 年取消证券公司、基金管理公司和期货公司外资股比限制的时点提前到 2020 年
10	允许外资机构获得银行间债券市场 A 类主承销牌照
11	进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场

资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

(2) 竞争模式：外资多维模式布局，倒逼境内机构转型变革

海外资管机构正加速布局中国市场，海外资管机构“走进来”参与途径一般包括投资合资基金公司、设立外商独资企业(WFOE)、获取QFII及RQFII额度投资境内二级市场等方式，未来伴随政策推进外资资管公司还有望通过布局境内投资顾问业务进一步参与资管行业竞争：

图表15：海外资管机构在中国市场布局模式

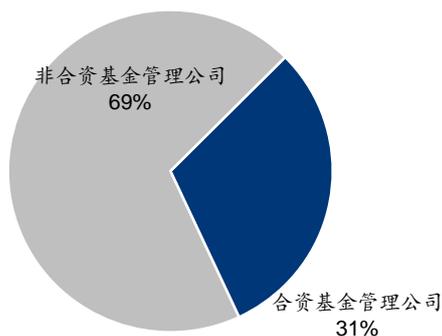


注：合资基金公司相关数据和WFOE相关数据截至2019年6月末

资料来源：Wind，外管局，华泰证券研究所

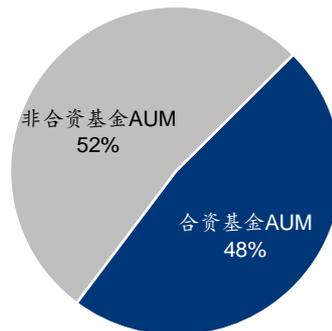
第一，外资资管机构可通过投资合资基金公司模式参与境内资管市场，当前合资基金影响不容小觑。截至2019年6月末，我国市场有44家外资持股合资公募基金。合资基金包括外资入股存量老牌基金和参与投资新设立合资基金，外资持股比例从15%-49%不等。合资基金公司已成为公募基金行业重要组成部分。截至2019年6月末，合资基金公司管理资产规模占公募基金资产规模比例达48%。且规模排名前20的公募基金公司中，合资基金数量达10家，占比达半数，影响不容小觑。

图表16：2019年6月末，合资及非合资基金公司数量占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表17：2019年6月末，合资及非合资基金公司管理资产规模占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表18： 外资持股合资基金公司一览表

序号	合资基金	公司 成立日期	外资股东	外资持股 比例	19H1 AUM (亿元)	占公募基金行业 AUM 比例
1	建信基金	2005-09-19	信安金融服务公司	25%	5717	4.30%
2	工银瑞信基金	2005-06-21	瑞士信贷银行股份有限公司	45.00%	5240	3.94%
3	嘉实基金	1999-03-25	德意志资产管理(亚洲)有限公司	30%	4759	3.58%
4	华夏基金	1998-04-09	Power Corporation Of Canada (加拿大鲍尔集团) Mackenzie Financial Corporation (鲍尔的间接控股子公司)	13.90% 13.90%	4641	3.49%
5	中银基金	2004-08-12	贝莱德投资管理(英国)有限公司	16.50%	3749	2.82%
6	鹏华基金	1998-12-22	意大利欧利盛资本资产管理股份公司	49%	3608	2.72%
7	平安基金	2011-01-07	大华资产管理有限公司	17.50%	2862	2.15%
8	富国基金	1999-04-13	加拿大蒙特利尔银行	27.80%	2628	1.98%
9	兴全基金	2003-09-30	全球人寿保险国际公司	49%	2475	1.86%
10	国泰基金	1998-03-05	意大利忠利集团	30%	2281	1.72%
11	中欧基金	2006-07-19	意大利意联银行股份合作公司	25%	2065	1.55%
12	农银汇理基金	2008-03-18	东方汇理资产管理公司	33.30%	2036	1.53%
13	景顺长城基金	2003-06-12	景顺资产管理有限公司	49%	2001	1.51%
14	华宝基金	2003-03-07	Warburg Pincus Asset Management,L.P.	49%	1714	1.29%
15	交银施罗德基金	2005-08-04	施罗德投资管理有限公司	30%	1602	1.21%
16	国寿安保基金	2013-10-29	安保资本投资有限公司	15%	1485	1.12%
17	民生加银基金	2008-11-03	加拿大皇家银行	30%	1465	1.10%
18	浦银安盛基金	2007-08-05	安盛投资管理公司	39%	1438	1.08%
19	永赢基金	2013-11-07	利安资产管理公司	28.50%	1345	1.01%
20	上投摩根基金	2004-05-12	摩根富林明资产管理(英国)有限公司	49% (注1)	1257	0.95%
21	华泰柏瑞基金	2004-11-18	Pinebridge Investment LLC	49%	1006	0.76%
22	融通基金	2001-05-22	日兴资产管理有限公司	40%	984	0.74%
23	光大保德信基金	2004-04-22	保德信投资管理有限公司	45%	900	0.68%
24	中信保诚基金	2005-09-30	英国保诚集团股份有限公司	49%	840	0.63%
25	海富通基金	2003-04-18	法国巴黎投资管理 BE 控股公司	49%	777	0.59%
26	中加基金	2013-03-27	加拿大丰业银行	28%	759	0.57%
27	国投瑞银基金	2002-06-13	瑞士银行股份有限公司	49%	751	0.56%
28	泰达宏利基金	2002-06-06	宏利资产管理(香港)有限公司	49%	379	0.29%
29	中邮创业基金	2006-05-08	三井住友银行股份有限公司	24%	327	0.25%
30	国联安基金	2003-04-03	德国安联集团	49%	297	0.22%
31	长盛基金	1999-03-26	新加坡星展银行有限公司	33%	294	0.22%
32	汇丰晋信基金	2005-11-16	汇丰环球投资管理(英国)有限公司	49%	285	0.21%
33	国海富兰克林基金	2004-11-15	邓普顿国际股份有限公司	49%	266	0.20%
34	申万菱信基金	2004-01-15	三菱 UFJ 信托银行株式会社	33%	239	0.18%
35	摩根士丹利华鑫基金	2003-03-14	摩根士丹利国际控股公司	37.4% (注2)	199	0.15%
36	圆信永丰基金	2014-01-02	永丰证券投资信托股份有限公司	49%	176	0.13%
37	方正富邦基金	2011-07-08	富邦证券投资信托股份有限公司	33.30%	173	0.13%
38	太平基金	2011-01-23	安石投资管理有限公司	8.50%	118	0.09%
39	中海基金	2004-03-18	法国爱德蒙得洛希尔银行股份有限公司	25%	112	0.08%
40	信达澳银基金	2006-06-05	康联首域集团有限公司	46%	108	0.08%
41	华润元大基金	2013-01-17	元大证券投资信托股份有限公司	49%	20	0.01%
42	国开泰富基金	2013-07-16	国泰证券投资信托股份有限公司	33.30%	5	0.00%
43	恒生前海基金	2016-07-01	恒生银行有限公司	70%	3	0.00%
44	华宸未来基金	2012-06-20	未来资产管理公司	25%	1	0.00%

注1: 2019年上海信托拟转让其持有的上投摩根基金管理有限公司2%的股权,若摩根资产管理有限公司受让股权,其持股比例有望上升至51%

注2: 2019年6月,证监会核准深圳市招融投资控股有限公司将其持有的摩根士丹利华鑫基金股权转让给摩根士丹利国际控股公司,摩根士丹利国际控股公司晋升为摩根士丹利华鑫基金第一大股东,持股占比44%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表19：截至2019上半年排名前20基金公司规模：合资基金公司占半数

公司名称	排名	资产合计(亿元)	公司类型
天弘基金	1	12,039.4	内资
易方达基金	2	6,570.2	内资
南方基金	3	5,863.1	内资
建信基金	4	5,717.4	合资
博时基金	5	5,665.1	内资
工银瑞信基金	6	5,239.7	合资
汇添富基金	7	4,876.2	内资
嘉实基金	8	4,759.3	合资
华夏基金	9	4,641.2	合资
广发基金	10	4,324.1	内资
招商基金	11	3,857.1	内资
中银基金	12	3,748.6	合资
鹏华基金	13	3,607.9	合资
华安基金	14	3,136.5	内资
平安基金	15	2,861.8	合资
银华基金	16	2,844.7	内资
富国基金	17	2,628.1	合资
兴全基金	18	2,474.6	合资
国泰基金	19	2,280.7	合资
中欧基金	20	2,064.9	内资

资料来源：Wind，华泰证券研究所

第二，诸多全球性资管巨头设立外商独资企业（WFOE）后通过设立合资公司参与公募基金。公募基金中不乏外资股东身影。伴随政策放开，未来或将出现外资控股下的公募资管公司。2018年4月证监会指出将推动基金管理公司对境外投资者进一步开放，允许外资持股比例达到51%。2019年6月，证监会核准招融投资转让摩根士丹利华鑫基金股权至外方股东摩根士丹利国际，股权变更完成后摩根士丹利国际将以44%的股份比例晋升为第一大股东。此外，上海信托拟转让持有的上投摩根基金2%股权至外方股东摩根大通，若获批后摩根大通将持有51%股权实现控股。2019年陆家嘴论坛上易会满也指出将允许合资基金的境外股东实现一参一控。此外，外商独资企业（WFOE）专注中国市场。当前，已有21家机构的WFOE完成私募基金管理人登记，并备案产品52支，产品类型涉及固定收益型、股票型及期货及其他衍生品类。WFOE可发行产品募集资金并投资于境内证券，首发产品必须以内地股市或债市为投资标的，不得涉及海外市场，包括港股。

图表20: WFOE 私募基金管理人备案情况表

序号	管理人名称	管理人登记备案时间	备案基金数量
1	瑞银资产管理(上海)有限公司	2016/8/15	3
2	富达利泰投资管理(上海)有限公司	2017/1/3	4
3	富敦投资管理(上海)有限公司	2017/9/7	1
4	英仕曼(上海)投资管理有限公司	2017/9/7	2
5	惠理投资管理(上海)有限公司	2017/11/9	6
6	景顺纵横投资管理(上海)有限公司	2017/11/9	1
7	路博迈投资管理(上海)有限公司	2017/11/9	3
8	安本标准投资管理(上海)有限公司	2017/11/29	1
9	贝莱德投资管理(上海)有限公司	2017/12/25	2
10	施罗德投资管理(上海)有限公司	2017/12/25	4
11	安中投资管理(上海)有限公司	2018/2/18	1
12	桥水(中国)投资管理有限公司	2018/6/29	1
13	元胜投资管理(上海)有限公司	2018/6/29	6
14	毕盛(上海)投资管理有限公司	2018/7/17	1
15	瀚亚投资管理(上海)有限公司	2018/10/16	1
16	未来益财投资管理(上海)有限公司	2018/11/14	1
17	联博汇智(上海)投资管理有限公司	2019/3/1	0
18	安联寰通资产管理(上海)有限公司	2019/3/25	0
19	德劭投资管理(上海)有限公司	2019/4/11	0
20	霸菱投资管理(上海)有限公司	2019/6/20	0
21	野村投资管理(上海)有限公司	2019/6/20	0

资料来源: 证券基金业协会, Wind, 华泰证券研究所

第三, 境外机构可通过 QFII、RQFII 等机制实现境内市场投资, 额度有望进一步提升。 QFII(合格境外机构投资者)和 RQFII(人民币合格境外机构投资者)制度分别起步于 2002 年和 2011 年, 经证监会批准投资于中国证券市场, 并取得外管局额度批准的中国境外资产管理机构。截至 2019 年 Q1 末, 外管局合计累计批准 QFII 额度 1015.96 亿美元, RQFII 额度 6609.72 亿元, 合计约 13451 亿元。其中, 我们测算约使用额度 9167 亿元(使用额度=境外机构和个人持有境内人民币金融资产-陆股通北向资金), 占股票市场总市值 1.6%。2019 年 1 月, 外管局称合格境外机构投资者(QFII)总额度由 1500 亿美元增加至 3000 亿美元, 以满足境外投资者扩大对中国投资需求。未来, 伴随额度增加和使用率提高, 境外机构通过 QFII 及 RQFII 机制在境内市场的参与度有望进一步提升。

第四, 未来外资资管公司或布局境内投资顾问业务。 公募基金公司投资顾问业务主要包括智能投顾和公募基金投顾两种模式。前者已有多家国内公募基金布局, 后者目前仍处于试点阶段。2018 年 11 月, 证监会副主席李超表示, 推进基金投资顾问业务试点, 支持符合条件的机构为个人投资者提供基金组合配置服务。目前正式制度尚未出台, 具体方案和实现方式仍在讨论中。2019 年 6 月, 蚂蚁金服与是全球最大公募先锋集团(Vanguard)合资成立先锋领航投顾投资咨询有限公司。

此外, 境内基金公司“走出去”稳步推进。 获取合格境内机构投资者(以下简称“QDII”)额度进行海外投资是境内基金公司出海的重要途径。2019 年 4 月, 国家外汇管理局三年来首次公告增加 QDII 投资额度, 为部分公募基金输送海外配置额度。6 月, 中日 ETF 互通正式开通, 为投资者参与境外投资提供更多一种选择。此外, 公募基金布局香港也稳步推进, 建信基金、鹏华基金以及汇添富基金等大型公募基金纷纷申报设立香港子公司。

我们选取与我国融资结构相近的日本与台湾市场, 分析基金行业对外开放对行业格局影响。日本和台湾基金行业在对外开放进程中格局表现分化, 日本逐步形成本土巨头主导、外资影响有限的竞争格局, 而台湾基金行业则在外资驱动下持续发展壮大。未来, 在中国基金行业对外开放进程中, 宏观、政策及市场等多维度因素, 均将对行业格局变迁产生深远影响。

1.2.3 他山之石-日本：内资主导、外资公司影响有限

(1) 行业现状：本土巨头主导，外资资管公司影响有限

在日本，证券投资基金被称为“投资信托”，创始于1941年，二战后日本为重整证券市场，于1951年颁布《证券投资信托法》，奠定投资信托的制度基础。日本投资信托起步相对晚，但发展迅速。截至2019年6月底，公募投资信托的资产总额为113.61万亿日元。

整体看，日本投信行业以本土巨头为主导，外资资管公司影响有限。截至2019年6月底，日本AUM规模排名前十的投信公司中，仅有贝莱德和Fidelity为外资系投信公司，分别排在第八位和第十位；同时，排名前五的投信公司均为内资，资产总额占行业的比重高达72%。

图表21：日本投信公司资产规模排名（截至2019年6月）

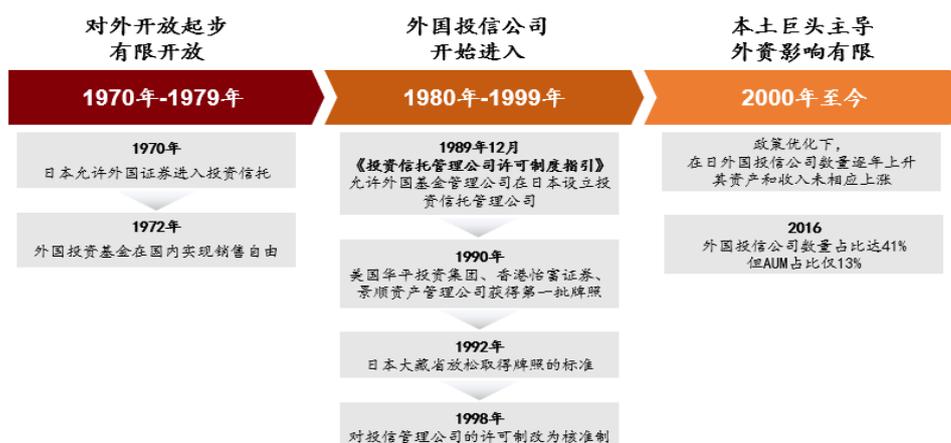
投信公司	资产总额(百万日元)	属性
野村资产管理有限公司	31,608,071	内资
大和证券投资信托有限公司	15,968,581	内资
日兴资产管理有限公司	15,161,660	内资
三菱UFJ国际投资信托有限公司	10,469,356	内资
顶峰资产管理有限公司	8,610,750	内资
住友三井DS资产管理有限公司	4,948,885	内资
住友三井信託资产管理有限公司	4,099,467	内资
富达投资日本有限公司	2,432,335	外资
Nissay Asset Management Corporation	2,106,802	内资
贝莱德日本有限公司	1,538,584	外资

资料来源：日本投资信托协会，华泰证券研究所

(2) 历程回顾：外资投信数量上升不改本土主导格局

回顾日本投资信托业发展历程，主要经历一下三大阶段：

图表22：日本基金行业对外开放历史脉络图



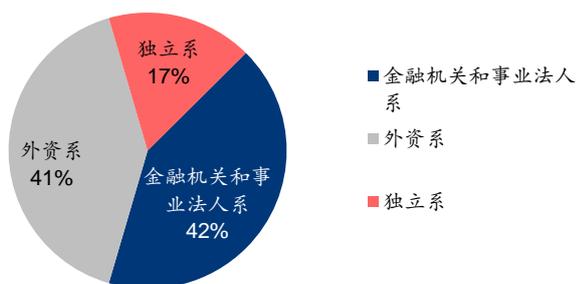
资料来源：日本金融厅，日本投资信托协会，华泰证券研究所

20世纪70年代，投信行业对外开放起步，行业有限开放。1970年，日本允许外国证券进入投资信托。国内投信可以通过投资基金公司发行的证券投资基金投资纽约、伦敦等8个主要海外股票市场的蓝筹股。1972年，外国投资基金在日本国内实现销售自由。行业进入有限开放阶段，但外资资管公司尚未正式进入日本市场。

20世纪80年代，外资投信公司初入日本市场。为重振日本经济，日本金融市场经历一系列改革，公募基金也在20世纪80年代进入快速发展阶段。从1980年到1990年，公募投信资产总额由6.06万亿日元上升至48.67万亿日元。1989年12月大藏省颁布《投资信托管理公司许可制度指引》，正式允许外国的基金管理公司在日本设立投资信托管理公司。随后，1990年美国华平投资集团、香港怡富证券、景顺资产管理公司成为第一批取得牌照并开始业务运作的外资基金公司。1992年，大藏省对外资公司取得牌照的标准进行重新审查，移除部分外资资管公司进入日本基金行业障碍，诸如取消申请人必须具备在日本经营投资信托基金的经验。截至到1994年5月，取得牌照的外国基金公司上升至5家，新增公司包括施罗德和瑞士信贷。但日本共同基金市场份额高度集中在四大本土基金公司，外资公司在参与基金管理运作时被边缘化，1993年管理资产仅占当时日本公募基金整体规模的1.1%。1994年12月，大藏省和投资信托协会分别公布《投资信托改革概要》和《投资信托改革实施方案》，明确外国投资信托在国内销售的规则。1998年，日本对投资信托管理公司的许可制改为核准制，修订的《证券投资信托法》规定核准的标准和程序，取代许可制度指引。制度优化为外资投信公司发展奠定基础。

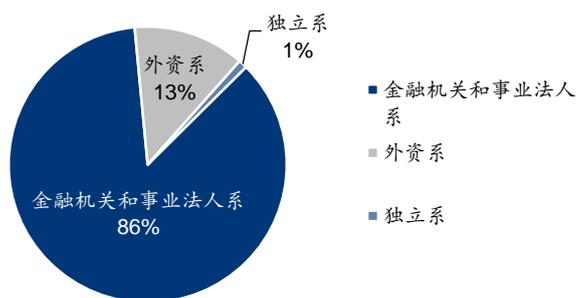
21世纪以来，外资资管数量上升，但本土巨头主导的格局已定，外资资管公司影响有限。伴随政策优化，在日外国投信公司的数量逐年上升，但其资产和收入却未相应上涨，整体影响有限。2003年至2007年，日本投信公司中资产规模和收入前列的均为日本本土公司。而根据日本金融厅统计，2016年，外资投信公司数量占日本投信公司总数比例达41%，但外资管理资产总额仅占公募投信总规模的13%。相反，本土投信公司数量占比为42%，却管理着86%的总资产规模。行业前十投信公司为本土机构主导，外资仅占两席。截至2019年6月底，公募投资信托的资产总额是113.61万亿日元。资产总额排名前十的投信公司中，仅有贝莱德和Fidelity为外资系投信公司，分别排在第八位和第十位；同时，排名前五的投信公司都为内资，资产总额占行业的比重达到72%。分析背后原因，主要由于投资信托销售依赖银行和证券公司渠道，因此在集团内拥有销售公司的本土投信公司较外资更具优势。

图表23： 2016年日本投资信托公司数量结构



资料来源：日本金融厅，日本投资信托协会，华泰证券研究所

图表24： 2016年日本投资信托公司资产规模占比



资料来源：日本金融厅，日本投资信托协会，华泰证券研究所

1.2.4 他山之石-台湾：外资驱动台湾基金行业发展壮大

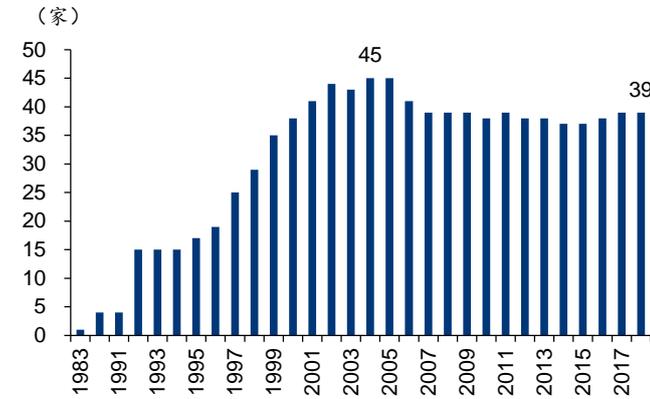
(1) 行业现状：外资参控股基金公司占据半壁江山

证券投资基金在台湾被称为“证券投资信托基金”，外资参控股基金公司占据台湾基金行业半壁江山。证券投资基金在台湾被称为“证券投资信托基金”，即所谓的“共同基金”。截至2019年6月末，台湾投信公司共39家，管理资产规模3.35万亿元。其中，外资参股或控股的投信公司20家，占据半壁江山，基金规模达1.37万亿元，占比41%。

外资驱动台湾投信业成熟壮大、迈向国际舞台。台湾在设立投信机构时为借鉴海外基金公司的经验，第一批投信公司设立时已有外资参股投资。其后，为优化台股投资结构，台湾

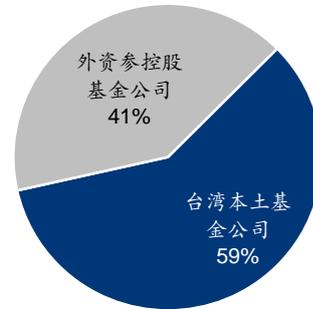
投信业逐步放松系列法规，对外开放进程加快，投信业发展日趋成熟和国际化。不仅涌现出大批外资参与设立或并购台湾本土投信公司，海外资管公司发行的海外基金在台的销售规模也持续增长，在台湾投信业占据一席之地。

图表25：台湾历年基金公司数量



资料来源：台湾投信投顾公会，华泰证券研究所

图表26：2019H1 台湾本土和外资基金公司基金规模占比

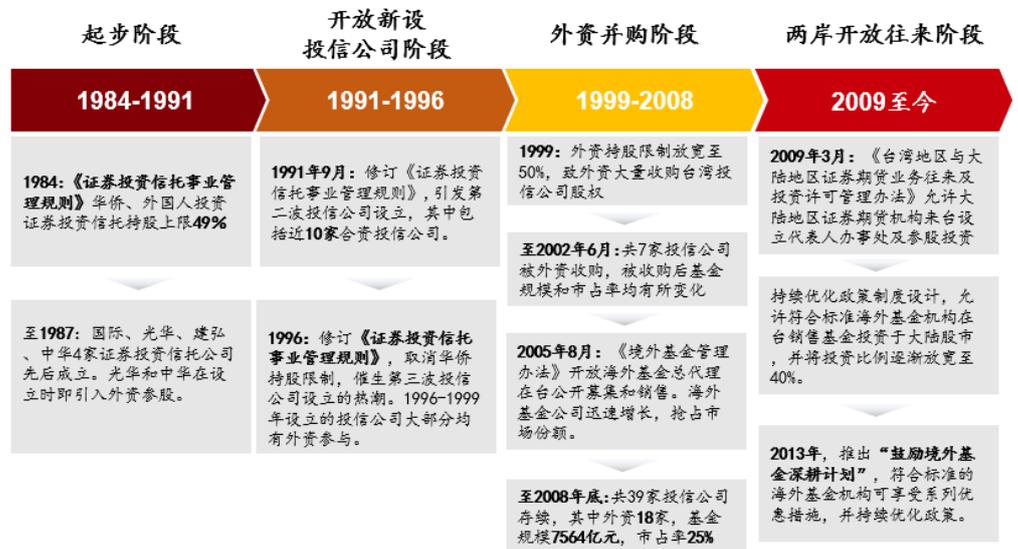


资料来源：台湾投信投顾公会，华泰证券研究所

(2) 历程回顾：逐步对外开放驱动台湾投信业发展壮大

回顾台湾投信业 35 年的发展，其对外开放进程呈现出不同的阶段特征：

图表27：台湾基金行业对外开放历史脉络图



资料来源：台湾投信投顾公会，华泰证券研究所

起步阶段 1984-1991 年：引进侨外资金催生投信事业，4 家老投信中 2 家外资参股。 上世纪 60 至 80 年代，台湾经济的快速发展产生投机性短期资金，当局为引进侨外资金（即来自华侨和海外投资者的资金）投资台湾地区的证券，于 1984 年颁布《证券投资信托事业管理规则》，允许华侨及外国人投资证券投资信托事业，但持有股份总数合计不得超过 49%。至 1987 年台湾先后成立国际、光华、建弘、中华 4 家证券投资信托公司，其中光华和中华两家公司在设立时即引入外资参股。此外，政府在 1987 年放宽外汇管制后，允许国际资管公司成立投资顾问公司，在台湾推销母公司发行的海外基金。1987 年后，受限于当时证监会限制证券投资信托公司的设立、叠加 1990 年的股市暴跌影响，至 1991 年底并无新的证券投资信托公司成立。

开放新设投信公司阶段 1991-1998 年：开放外资设立投信公司，新设公司数量大幅增长，产业快速发展。经历 1990 年的经济衰退后，政府一系列增长措施使台湾 1991 年的经济得到较大恢复。为提高机构投资者的比重和促进证券市场的发展，证管会于 1991 年 9 月修订《证券投资信托事业管理规则》，再次开放增设证券投资信托公司，引发第二波投信公司的设立。其中，1992-1995 年包括瑞银投信、元大投信、统一投信、富邦投信在内的近 10 家合资投信纷纷设立。1995 年，由于台湾经济“外热内冷”，为顺应经济环境的变化，证管会于 1996 年 3 月修订《证券投资信托事业管理规则》，删除侨外投资投信事业持有股份总数合计不得超过 49% 的限制，催生第三波投信公司设立的热潮。此后，在 1996 年-1999 年有十余家投信公司设立，其中大部分均有外资参与。

外资快速发展阶段 1999-2008 年：一方面，放宽外资持股限制促使外资并购热潮。1999 年，对外资持股的限制放宽至 50%，此后外资开始大量收购台湾投信公司股权。诸如，荷兰银行收购光华投信，美国保德信、英国保诚人寿、瑞士银行分别取得元富、京华、保泰等投信公司的控股权。其中，保诚京华、荷银光华、瑞银 3 家公司被收购后基金规模大幅增长，而汇丰中华、元富、中信、怡富的基金规模和市占率均出现不同程度的下降。截至 2008 年底，共有 39 家投资信托公司，其中外资参与公司 18 个，管理资产规模合计 7564 亿元，市占率达 25%。

另一方面，总代理制度实施扩张海外基金在台湾的销售规模，挤占本土基金市场。为使台湾资管业务国际化、投资商品多样化，台湾于 2005 年 8 月颁布《境外基金管理办法》，海外基金机构可通过台湾地区的总代理，在台进行公开募集和销售。海外基金公司依托其品牌知名度、专业的投资能力和丰富的营销资源，使得海外基金在台湾的销售规模得到快速增长，导致台湾本土基金管理规模出现下滑趋势。

开放两岸往来阶段 2009 年以来：两岸开放金融往来推进。2008 年，大陆海协会与台湾海基会复谈，开启两岸协商的新模式。为推动两岸经济合作，2009 年 3 月发布《台湾地区与大陆地区证券期货业务往来及投资许可管理办法》，允许大陆地区证券期货机构来台设立代表人办事处及参股投资，使两岸金融往来进入双向往来阶段。监管持续优化政策制度设计，允许符合标准海外基金机构在台销售基金投资于大陆股市，并将投资比例逐渐放宽至 40%。

此外，鼓励海外基金深耕台湾市场。伴随海外基金在台湾销售势头迅猛，为进一步鼓励海外基金机构深耕台湾市场，2013 年 2 月，台湾金管会推出“鼓励境外基金深耕计划”，规定符合标准的海外基金机构，可享受系列优惠措施，包括加速审核、允许引进新类型的海外基金等。并通过后续持续修订政策，优化海外基金营商环境。

2、观往知来，中国基金业回顾与展望

2.1 从发展脉络看基金行业前行步伐

基金行业发展历程回顾。我国基金业自诞生至今，经历了萌芽期、初创期、规范期、创新期、快速成长期、徘徊期、新增长和规范向上几个阶段。

(1) 萌芽期：1985-1990年。改革开放后，海外成熟金融工具逐步介绍到中国，而逐渐富裕起来的国人，对于理财也开始表现出朦胧的意向。此时，中国国内金融机构与海外机构合作推出面向海外投资者的“中国投资基金”。海外中国基金引入在一定意义上刺激了国内基金业发展。

(2) 初创期：1991-1997年。1991年10月我国第一批老基金“武汉证券投资基金”和“深圳南山风险投资基金”成立。1992年37家投资基金获准发行，“淄博乡镇企业基金”经人民银行批准于1993年8月在上海证交所挂牌，是大陆首档上市交易基金。该时期大部分基金由地方银行和地方政府批准设立，基金发展十分火热，但是由于缺乏相关的规范和法律约束，出现许多问题。

(3) 规范期：1997-2001年。1997年11月14日国务院颁布《证券投资基金管理暂行办法》，标志着我国基金业从此进入一个规范化发展时期。1998年3月基金金泰、开元发行成立，我国证券投资基金正式起步。1998年-1999年南方、国泰、华夏等10家基金管理公司先后成立，成为“老十家”。1999年3月起证监会按照国务院要求组织对老基金的清理规范，截至2003年9月全国75只老基金清理规范合并为29只，上市募资达197亿元。2000年10月“基金黑幕”事件，为基金业敲响警钟，也因此掀起基金业整风运动。受到基金黑幕事件影响，原本形象良好端正的基金公司大受影响，基金市场进入一段黑暗时期。

(4) 创新期：2001-2005年。“基金整风运动”后，我国基金业经历相对平稳的五年成长期。2001年9月我国第一只开放式基金华安创新基金对外发售，正式拉开公募基金产品进入开放式基金时代的序幕。2002年底开放式基金已猛增到17只。由于开放式基金相对封闭式基金而言存在较多优势，逐步取代封闭式基金。此阶段，也是基金业规范发展阶段，2003年10月28日《证券投资基金法》颁布与实施，基金业进入新的重要里程碑，标志着我国基金业进入一个崭新的发展阶段。同时，货币市场基金诞生，2003年末3只货币市场基金在我国登台亮相。不过，截至2005年，基金公司在资本市场上话语权不高，一方面，基金业规模相对较小，另一方面，价值投资理念尚未得到普遍认同，而坐庄模式大行其道。1990-2005年，我国股票市场上先后经历过大户坐庄时代、券商坐庄时代、信托坐庄时代、民营机构坐庄时代和大户游资坐庄时代。这些坐庄模式以手法狠、影响力大而著称，尤其是吕梁、君安、南方证券、德隆系，给资本市场留下了深深的坐庄烙印。

(5) 快速成长期：2005-2007年。2005年以前基金销售依靠政策性摊派，银行经常由员工依照由上而下分配比例认购基金。2006年后股市走强，基金投资人开始赚钱，基金出现热销，投资者必须要按比例认购基金，大排长龙买基金的人潮开始涌现。投资人对基金态度出现大转弯。2007年证券市场迎来单边上涨行情，公募基金行业基金规模呈现井喷式增长，基金规模最高达3.2万亿元。但基金热也造成不少问题，如基金持股如何控管流动性风险，投资者对基金获利不切实际，过份期待短期致富的不正确心态。一味追求高报酬，却过度低估了基金风险，也对基金行业未来发展埋下隐忧。此阶段，基金话语权得到较大提升，和前期庄家模式不同的是，基金信奉价值投资，所介入的股票往往都有不错的业绩或成长性，卖方研究也随之崛起。

(6) 徘徊期：2007-2014年。受次贷危机影响，我国证券市场出现震荡下跌，基金净值大幅缩水，众多投资者纷纷赎回已投资份额，导致公募基金份额也大幅度缩水，2008年公募基金净值缩减至1.9万亿。随着国家“四万亿”刺激政策推出后股市回暖，基金行业逐渐复苏，2010年基金行业净值2.5万亿元，但基金公司之间的竞争与博弈开始显现出

白热化态势，50%的基金公司仍然在流出资金，且整体行业资产管理份额持续下降。在此期间，行业陆续推出多个基金品种创新，如避险型基金、指数型基金，目前已经运作的ETF产品包括上证50ETF、深证100ETF、上证180ETF，中证500ETF。2011-2012年公募基金数量实现快速增长，直到2014年基金行业总规模才超过07年的水平。

(7) 新增长: 2014年-2015年上半年。2014年底新一轮牛市开启，基金行业迎来快速增长。基金公司管理公募基金净值自2013年底的2.93万亿元增长至2015年上半年的7.1万亿元，基金及基金子公司专户业务管理总资产规模自2013年底的1.44万亿元增长至2015年上半年的9.05万亿元，基金总规模创历史新高，且远超2007年巅峰时代水平。在此期间，分级基金和打新基金等新产品得到蓬勃发展。在牛市背景下，分级基金大多呈溢价状态，吸引套利资金进入和新产品加速发行上市，推动分级基金规模快速增长，从2013年底1,397.5亿元增长至2015年6月底的14,085亿元。此外，2015年以来，由于新股发行节奏加快，打新收益率稳健，打新基金规模从2013年底27.89亿元快速增长至2015年6月底的843.71亿元。

(8) 规范向上: 2015年下半年至今。2015年下半年股市发生反转，基金市场规模增速放缓，规模扩张维持在合理水平。自2016年基金子公司风控指引和银行理财新规征求意见稿出台后，净资本约束规模增长，非标投资通道限制也将存量资金从基金流出，通道规模承压。2018年4月落地的资管新规重塑大资管行业格局。资管新规引领资管回归本源，在落地执行层面虽延续大资管内核，但金融政策导向微调、监管规范力度边际放宽、节奏更趋柔和，为行业转型与突破赢得时间缓冲，有利于行业平稳过渡。且随着监管变革的不断深化，叠加未来全社会理财体系逐步建立、个人理财投资需求增加和投资理念成熟，未来基金行业迈入规范发展的良性向上轨道。

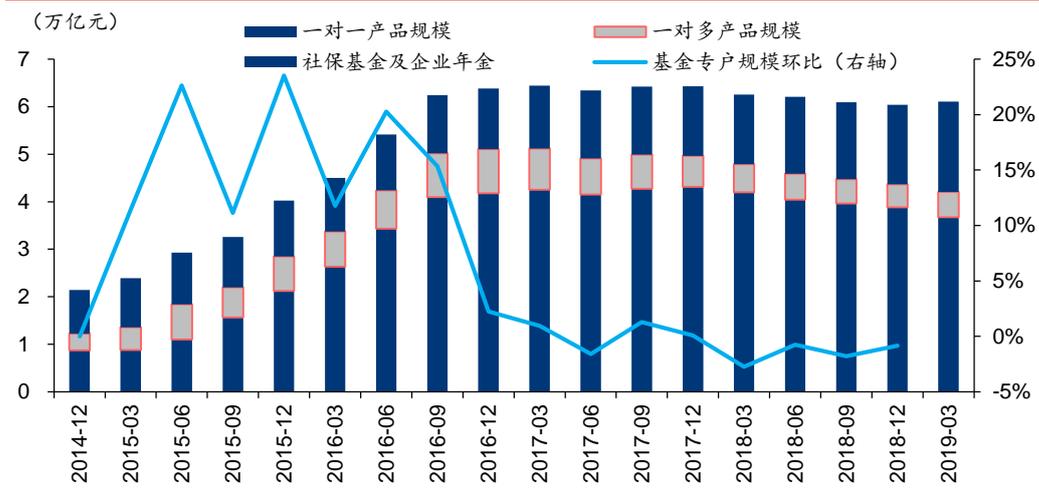
2.2 从最新动态看基金行业变革端倪

2.2.1 稳健壮大，行业规模增速趋稳

公募基金公司业务可分为两类，一是公募类业务，二是专户类业务，专户业务可分为主动管理型业务和通道业务。近年来，基金整体规模稳健发展壮大。自1998年第一批基金管理公司设立以来，我国基金业总规模呈不断扩大态势，尤其是2006-2007年大牛市，快速激活市场热情，基金规模突破3万亿元，但在随后几年相对熊市中，市场热情下降，基金净值缩水，规模一直回落到2011年的2.17万亿元，2012年来各类货币市场型基金产品快速崛起，基金业总净值也出现一波拉升，从2011年底的2.17万亿元上升到2013年底的2.93万亿元。2014年底启动的牛市让行业整体再创高峰，2015年基金净值是2013年净值的2.85倍，达到8.4万亿元。自2016年底，基金行业受市场行情影响，尤其是基金专户监管趋严，通道业务承压，基金专户规模进入平台期，增速放缓。总体来看，基金整体规模和净值增速趋稳，截至2019年第二季度末，全部基金公司管理公募基金资产净值已达13.3万亿。

基金专户通道业务承压，整体看行业主动管理优势明显。基金专户业务自2014年兴起并初具规模，至2017年Q1末，规模达到历史最高值6.44万亿，此后进入波动下行区间，至2019年第一季度末，专户业务规模6.11万亿。资管新规推出后，通道业务承压下滑。但整体看，基金行业通道业务占比相对较低，主动管理优势明显，未来应发挥主动管理优势，促进整个行业发展。

图表28：基金专户资产规模



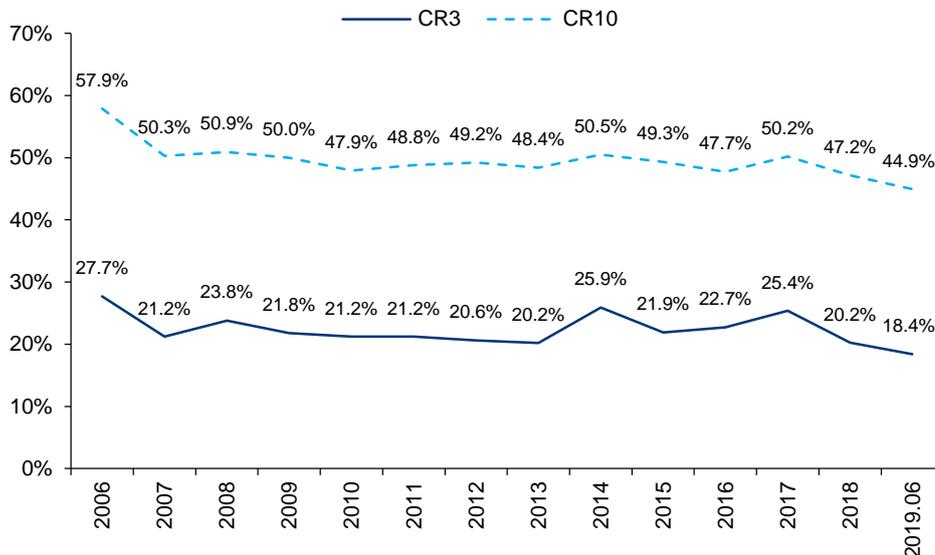
注：基金专户资产规模=一对一产品规模+一对多产品规模+社保基金与企业年金业务规模

资料来源：中国证券投资基金业协会，华泰证券研究所

2.2.2 竞争加剧，市场集中度下滑

近几年基金市场集中度有所下滑。2007年证券市场迎来单边上涨行情，基金公司管理规模呈现井喷式增长，中小型基金公司迎头赶上，CR3和CR10大幅下降。2008-2014年行业徘徊期，基金公司之间竞争与博弈开始出现白热化态势，行业集中度稳中有降。2014年后由于货币市场基金的机构投资者现金管理作用凸显，货币市场基金尤其是天弘基金大量销售，叠加基金公司主动管理能力差异化，资管行业马太效应出现端倪，行业集中度开始出现回升迹象。但2017年以来，受宏观环境影响，行业集中度呈现下滑趋势，至2019年6月底，CR3和CR10的份额分别达18.4%和44.9%。

图表29：近十年基金行业市场集中度



资料来源：天天基金网，华泰证券研究所

基金公司体量增加，基金产品竞争日趋激烈。我们认为货币型基金的发展促进了基金公司市场份额的增加，各基金公司产品竞争更加激烈。从2015年底至2019年6月，基金公司平均份额由693亿上涨到887亿，基金数量几近翻倍，单只基金份额稳定在略高于20亿元的水平，基金规模发展迅速、行业竞争日趋激烈。

图表30: 近年来基金公司数量及平均份额



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

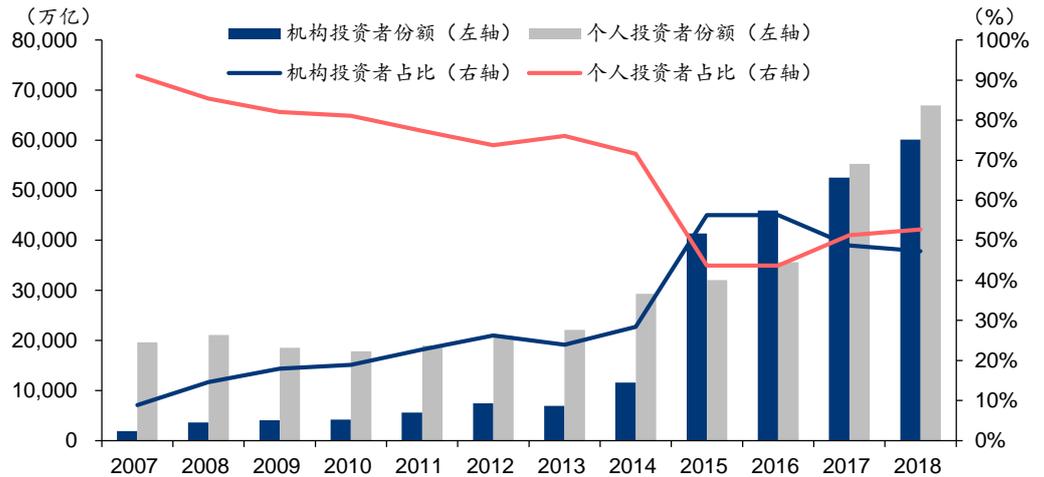
图表31: 近年来基金产品数量及平均份额



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

机构投资者占比自 2015 年大幅扩张, 近两年略有回落。2007 年以来, 基金持有人结构机构化趋势明显, 机构投资者占比自 2007 年的 8.9% 稳健提升至 2014 年的 28.4%, 并于 2015 年跨越提升至 56.3%, 首次超过个人投资者占比。虽 2017 年以来受委外新规等监管政策影响, 机构投资者占比在近两年有所回落, 到 2018 年小幅下降至 47.3%, 但整体维持相对高位。

图表32: 近年来基金行业投资者分类份额及占比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

基金管理公司管理公募基金资产净值、基金及其子公司专户业务规模自 2014 年的 4.54 万亿元和 5.88 万亿元分别上升到 2015 年底的 8.40 万亿元和 12.60 万亿元, 分别增长 85.2% 和 114.3%。我们认为此阶段专户类规模增长与机构资金入场有较大关系。

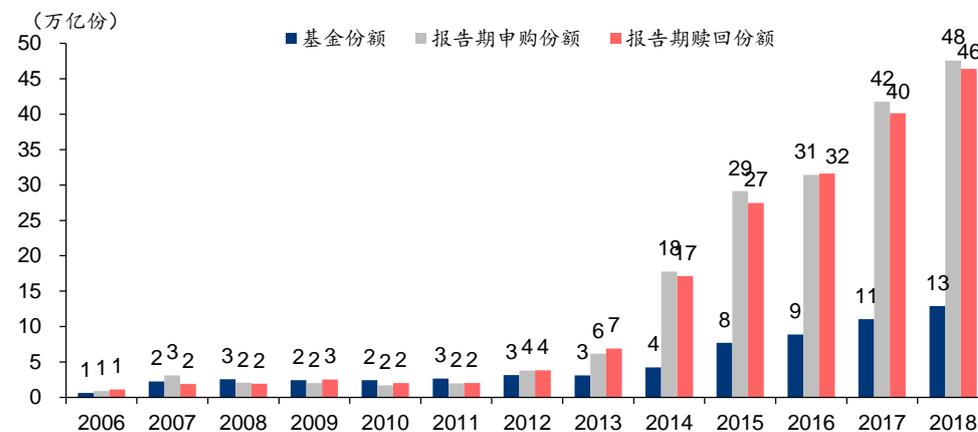
基金及子公司专户是承接机构资金的主要载体, 各有侧重。基金专户以承接委外做主动管理为主, 在 2015 年缺乏优质投资标的的资产荒背景下, 公募基金凭借专业投研能力、透明产品结构等能为机构投资者提供稳健投资选择, 机构委外资金通过定制公募基金流向公募基金, 进而促成基金专户规模迅速做大。基金子公司专户以承接通道业务为主。自 2012 年底起基金子公司凭借牌照和制度优势, 借力非标投资需求扩大的机遇, 成长为通道业务的重要渠道之一。

2.2.3 交易活跃, 资金来源日趋广泛

中国基金行业发展过程中, 一直伴随着较高份额换手率, 每年申购赎回规模维持在高水平。2004 至 2007 年, 申购赎回规模超过了规模存量, 2008 至 2011 年期间, 申购意愿有所回落, 2012 至 2013 年申购赎回日渐活跃。

2014年中国基金业申购赎回频率不断提升，规模扩张近200%，货币基金不断发展与应用成其中重要诱因：天弘基金余额宝等货币基金快速增长，实时赎回和情景支付广泛应用。2015年牛市行情助推申购规模进一步提升，达到基金份额3.5倍。2016年及2017年申购规模维持在基金份额3倍左右，2018年增加至3.7倍。

图表33：近年来基金份额、报告期申购份额及报告期赎回份额



资料来源：Wind，华泰证券研究所

个人持有期限短，产品设计应迎合投资者多样化需求。我们认为中国基金行业的高申购和赎回率一方面由货币型基金的情景支付功能所致，另一方面也由我国个人投资者基金持有期短导致。据中国证券网统计，近4成投资者单只基金持有期限在3个月至1年之间。在赎回基金的个人投资者中，三分之一是由于个人流动性安排问题需要赎回。当前市场短期流动需要及短线交易需求仍在，但投资风格渐趋价值投资，公募基金应前瞻性地看到市场需求变化端倪，在产品设计和投资策略上着力优化提升。

2.2.4 完善优化，产品线持续丰富调整

丰富的产品线将为基金公司带来领先竞争力。从海外经验上看，贝莱德、先锋、富达等知名资产管理公司，其产品线均能够做到对不同资产及地区的全覆盖。一方面，全覆盖产品线能对冲资产风险和宏观风险，使得组合资产的风险收益率更为均衡。另一方面，全覆盖产品线极大地支持了基金公司投顾业务的发展。未来，国内基金公司要持续丰富完善产品类型，并跟随政策和市场发展开发创新产品和探索另类投资。此外，基金公司还需顺应市场趋势和客户需求动态调整优化产品线。行业马太效应凸显，综合实力较强的大型基金公司可探索全产业链布局，并寻求通过部分领域强劲发展形成公司独特优势；中小型基金公司可结合自身资源禀赋探索差异化发展。

(1) 产品线类型丰富完善

国内公募基金产品线日趋完善。产品类别从最初的权益型逐步覆盖债券、货币、商品乃至海外市场资产。2001年我国基金市场首次推出开放式基金产品，2003年债券基金、指数基金以及系列基金的身影出现国内基金市场上，基金业迎来创新发展时期；2004、2005年LOF、ETF在中国市场上崭露头角，基金规模开始逐步庞大；2006年QDII面世提供国内投资者投资海外途径；2007年开始的创新基金更是将国内基金业推向一个高度专业的投资时代。经过10多年发展，目前国内投资范畴已经覆盖了股票型、债券型、混合型、货币市场等多种类型，交易类型包含传统封闭式、ETF、开放式、LOF以及创新封闭式、分级基金等多种交易方式，投资区域覆盖国内外。

跨界创新不断涌现。混合所有制改革、REITs、国企改革等是近年投资热点，公募基金公司正逐渐探索将投资范围拓展至全新领域。同时，**资本市场工具创新也将带动基金公司产品创新。**2018年12月初，股指期货在受限三年后获得松绑，令基金公司可继续布局量化

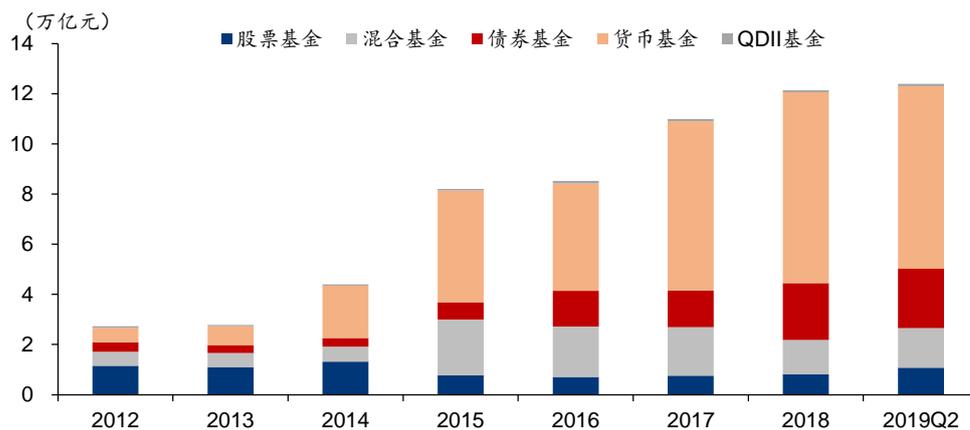
对冲产品，2019年年初，证监会发布公募基金投资信用衍生品指引，增加公募基金的投资标的，也将成为基金公司产品线布局中的新方向。未来，权益、固收、商品和外汇衍生品的持续发展，将丰富基金公司投资品种和投资策略，成为产品创新的重要驱动。

(2) 随市场及客户动态调整

根据市场牛熊开发多样化产品，风险高中低产品均衡发展。我国公募基金产品结构与资本市场牛熊紧密相关：资本市场走牛时，风险偏好高的股票型和混合型基金占比快速提升，如2005年-2007年分别为55%、88%、91%，此阶段风险厌恶型产品如货币市场型基金、债券型基金则占比出现下滑；在资本市场走熊时，投资和配置风格趋于稳健，货币市场型产品占比从2010年的6.14%上升至2019年第二季度的58.79%，股票型和混合型基金占比则从57%下降至21.45%。

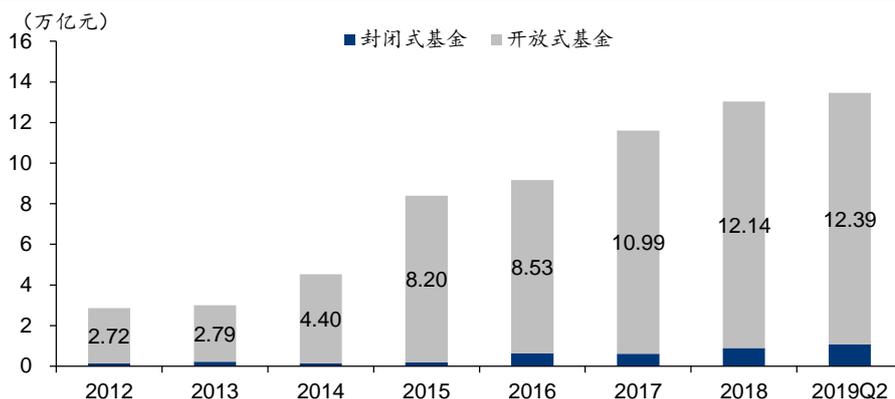
根据Wind数据，截至2019年6月31日，股票型基金净值维持在1万亿元的水平，占比达8.65%，相比2018年末小幅上升1.86个百分点；混合型基金净值为1.59万亿元，占比为12.80%，相比2018年末上升1.59个百分点；债券型基金净值为2.37万亿元，占比为19.11%，相比2018年末小幅上涨0.46个百分点；货币型基金净值为7.28万亿元，占比为58.79%，相比2018年末下降3.98个百分点。基金行业根据市场状况调整投资资产类别，2019年第二季度市场疲软，货币型基金产品更为受投资者欢迎。

图表34：近七年开放式基金产品分类净值



资料来源：Wind，华泰证券研究所

开放式基金异军突起成主导。封闭式基金是我国最早的基金产品类型，但自2001年开放式基金出现以来，后者因交易灵活而规模快速做大。根据证券基金业协会统计，截至2019年Q2末开放式基金总净值达12.39万亿元，占总规模92%。

图表35： 2012-2019Q2 开放式基金与封闭式基金产品净值


资料来源：证券基金业协会，华泰证券研究所

货币型基金蔚然成风。2014年末股市开始强势上行，2015年股市先牛后熊，天弘基金余额宝等货币基金飞速发展。受此市场环境影 响，基金业开放式基金产品结构再次发生变化，2015年起货币型基金稳占半壁江山，混合型基金紧随其后。

工具化、被动投资占比持续提升。虽然2018年A股市场指数表现不佳，但被动指数型股票基金规模却逆势增长1266亿元，在全部股票型基金中占比达69%，相比2017年上升11个百分点。此外，在市场越来越有效的前提下，传统主动投资靠信息不对称获取超额收益已经越来越难，相较而言量化投资具有纪律性、系统性、快速高效、收益与风险平衡等特点与优势，展示出越来越广阔的发展空间。对比海外，国内量化投资总体还处于起步阶段，截至2018年末，公募量化基金规模约1200亿（不含被动指数型产品），在权益类公募基金中占比仅约5%左右。在大资管行业向净值化、科技化演进的背景下，伴随着投资者机构化、资产配置需求增加，投资者对被动指数、量化投资等工具型产品需求将持续增长，而公募基金在这些产品上的投资、风控与运营方面具有丰富的经验与绝对的优势。**ETF市场规模快速拓展，2009-2018年总规模复合增速达26%。**截至2019年Q2末，我国ETF总规模为6531亿元，占我国开放式基金规模的比重为5.3%。2009-2018年我国ETF基金规模由684亿元增长至5558亿元，9年CAGR达到26.2%。产品结构多元化程度低，以股票型和货币型ETF为主导。

未来，基金产品开发思路将进一步由“先有产品再找客户”的模式，向针对市场环境和客户需求开发专业化产品。基金公司需持续顺应市场趋势和客户需求动态调整优化产品线，实现效益发展最优化。

(3) 全产品线+差异化发展

头部基金公司基本具有较为完整的产品线战略布局，且身为“开拓者”的角色开创多种产品的先河，在部分领域享有特色优势。充分覆盖了股票、债券、货币、商品、指数、QDII等多个产品。纵观总规模排名前15的各家基金公司，货币型基金产品均占据了其规模的主要份额，占比多为总规模的50%以上。其中，总规模排名第一、第四、第六的天弘基金、建信基金、工银瑞信基金，就主要依靠货币型基金的规模优势位居行业前列，货币型基金规模占其总规模的比例分别为96.28%、78.65%、73.23%，此三家基金公司在另类投资型基金和QDII型基金两类产品占比较低或尚未布局。除已占据主要份额的货币型基金产品外，华夏基金重点布局股票型产品；博时基金、广发基金、中银基金、招商基金、平安基金重点布局债券型产品；易方达基金、南方基金、嘉实基金在股票型基金、混合型基金、债券型基金三类产品有较为均衡的布局。

图表36: 截至2019年第二季度基金总规模前15的基金管理公司产品线构成情况

总规模排名	公司名称	股票型规模占比	混合型规模占比	债券型规模占比	货币型规模占比	另类投资型规模占比	QDII型规模占比
1	天弘基金	1.17%	0.52%	2.02%	96.28%	0.00%	0.00%
2	易方达基金	13.04%	17.99%	13.09%	54.02%	0.23%	1.64%
3	南方基金	11.10%	12.75%	15.10%	59.81%	0.09%	1.16%
4	建信基金	2.49%	2.58%	16.25%	78.65%	0.00%	0.02%
5	博时基金	5.85%	7.33%	33.18%	52.35%	0.69%	0.60%
6	工银瑞信基金	8.20%	4.38%	13.87%	73.23%	0.02%	0.30%
7	汇添富基金	8.38%	22.06%	12.81%	56.28%	0.20%	0.28%
8	嘉实基金	17.23%	14.64%	11.34%	54.13%	0.07%	2.59%
9	华夏基金	25.08%	19.39%	9.47%	43.76%	0.00%	2.30%
10	广发基金	6.73%	11.85%	22.86%	57.75%	0.05%	0.77%
11	招商基金	5.72%	10.42%	33.97%	49.88%	0.00%	0.02%
12	中银基金	0.90%	5.54%	49.16%	44.30%	0.00%	0.10%
13	鹏华基金	6.46%	8.68%	18.26%	65.13%	0.89%	0.58%
14	华安基金	11.77%	17.35%	9.81%	58.37%	1.83%	0.87%
15	平安基金	3.12%	1.72%	25.97%	69.20%	0.00%	0.00%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表37: 截至2019年第二季度基金总规模前15的基金管理公司产品线排名情况

公司名称	总规模 (亿元)	总规模排名	股票型规模 (亿元)	股票型规模排名	混合型规模 (亿元)	混合型规模排名	债券型规模 (亿元)	债券型规模排名	货币市场型规模 (亿元)	货币市场型规模排名	另类投资规模 (亿元)	另类投资规模排名	QDII规模 (亿元)	QDII规模排名
天弘基金	12039	1	141	18	63	56	244	35	11592	1				
易方达基金	6570	2	857	2	1182	1	860	8	3549	4	15	5	108	2
南方基金	5863	3	651	4	747	6	885	7	3507	5	5	9	68	4
建信基金	5717	4	142	17	148	33	929	5	4497	2			1.3	24
博时基金	5665	5	331	11	415	14	1880	1	2966	6	39	2	34	7
工银瑞信基金	5240	6	430	6	230	19	727	11	3837	3	1	17	16	14
汇添富基金	4876	7	408	8	1076	2	625	16	2744	7	10	6	14	15
嘉实基金	4759	8	820	3	697	7	540	19	2576	8	3	12	123	1
华夏基金	4641	9	1164	1	900	4	439	22	2031	11			107	3
广发基金	4324	10	291	12	512	11	988	4	2497	9	2	15	33	8
招商基金	3857	11	220	14	402	15	1310	3	1924	14			0.8	26
中银基金	3749	12	34	35	208	24	1843	2	1661	16			4	20
鹏华基金	3608	13	233	13	313	18	659	15	2350	10	32	3	21	12
华安基金	3136	14	369	9	544	10	308	24	1831	15	57	1	27	9
平安基金	2862	15	89	22	49	63	743	10	1980	12				

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

中小公募机构夹缝生存, 探寻差异化道路。行业竞争日趋激烈背景下, 中小公募机构产品线布局未全面、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, 均可能导致其被激烈的竞争筛选淘汰。中小公募基金公司探寻差异化道路, 通过打造特色产品或探寻有效机制, 实现突围。此外, 未来公募基金若实行分类监管, 将公募基金公司分为不同评级并实行区别对待的监管政策。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, 从而加剧市场马太效应。

3、见贤思齐，美国基金市场成熟，制度完善

作为全球基金产品创新源泉，美国基金业发展经验值得我国基金行业从业人员重视。完善的监管制度、丰富的产品类型、完全开放的市场格局、不断走低的管理费率、灵活的薪酬体系是美国基金业发展的核心要素，也是美国基金市场不断扩展的重要驱动力。目前，我国资本市场正处于繁荣和创新的新起点，基金业面临诸多问题与美国基金业发展历史有着很高的相似之处。以美国基金行业经验作为指南针，将能够带领我们穿越令人迷惘的行业发展十字路口。

图表38：来自美国基金市场的启示逻辑图

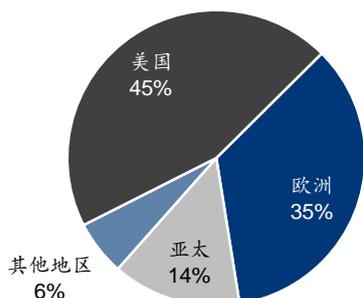


资料来源：华泰证券研究所

3.1 市场概览：规模最大，监管完善

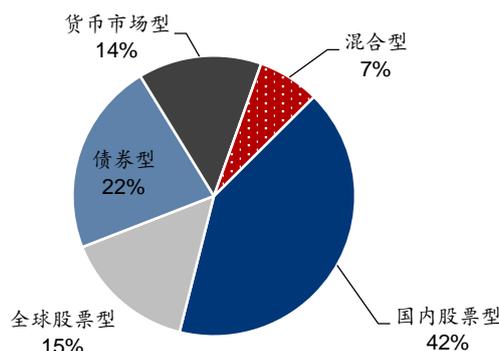
美国拥有全球最大的基金市场，在全球金融市场上占据重要角色，其资管业务规模最大的参与主体为注册制投资公司。按 ICI 统计口径，美国基金产品包括共同基金、封闭式基金、ETF、单位信托等四大品类，是美国股票市场、商业票据和市政债的最大投资者。根据 2018 年度 ICI 报告，截至 2018 年，美国注册制共同基金和指数型基金总资产高达 22.1 万亿美元，占全球公募资产的 45%。美国共同基金的主体为长期基金，其中股票型基金占比最高，占全美共同基金规模的 56%，债券型基金占 22%，货币市场基金、混合型基金与其他类型基金占 21%。

图表39：2018年末世界各地受监管开放式基金净资产规模占比



资料来源：ICI，华泰证券研究所

图表40：2018年末美国共同基金和ETF基金结构



资料来源：ICI，华泰证券研究所

图表43： 2018年末美国基金市场产品规模



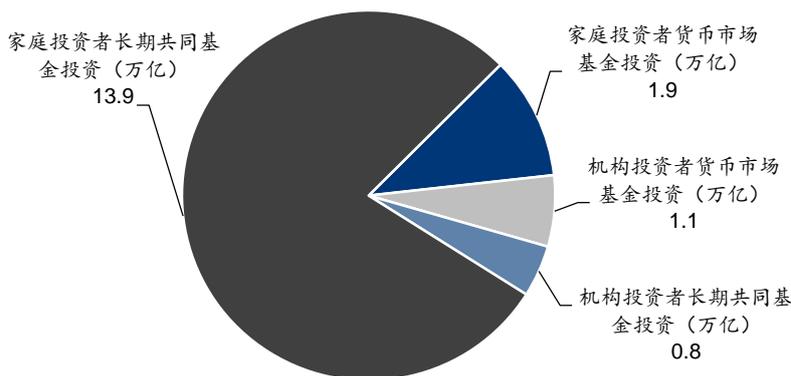
资料来源：ICI，华泰证券研究所

3.2 来源与流向：来源广泛，投向多元

3.2.1 资金来源：家庭投资者为主导，退休金独具特色

家庭型投资者成主导，纯机构投资者仅占少数。2018年，美国共同基金资产净额达17.7万亿美元，其中家庭型投资者稳占主导，持有其中13.9万亿美元的资产，占比高达89%。需要注意的是，美国家庭型投资者并非进行散户投资，而主要通过投资机构进行基金投资。其中，长期共同基金资产投资者中，家庭型零售投资者占比更高，比例高达95%，同时，美国家庭型投资者也持有很高规模的货币市场基金，净值达1.9万亿美元。与之相比，金融机构、非金融机构与非营利组织等机构型投资者在基金市场中的投资规模则较小。截至2018年末，纯机构型投资者仅持有共同基金市场5%的资产规模。

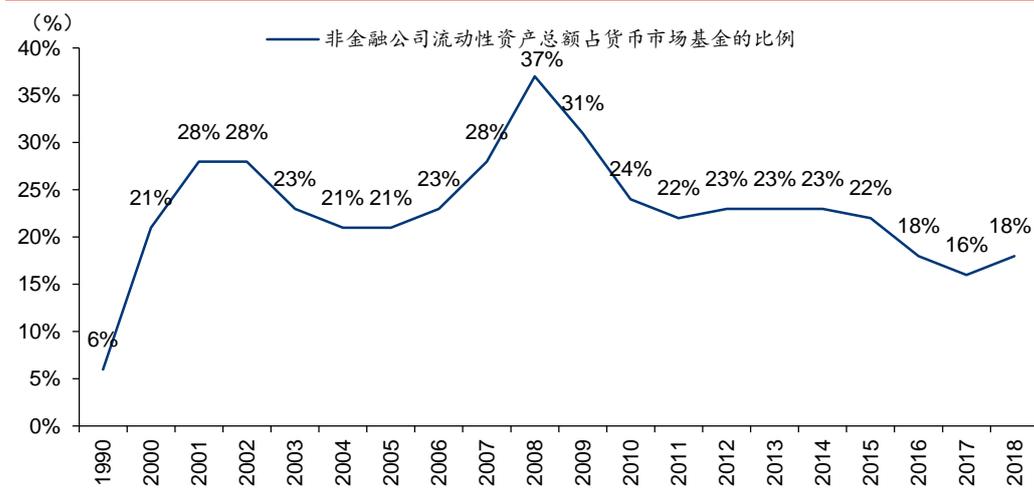
图表44： 2018年末美国基金市场投资者构成 (单位：万亿美元)



资料来源：ICI，华泰证券研究所

流动资产的管理：非金融公司类机构投资者持有基金的动因。非金融公司类机构投资者持有基金规模较小。这一现象的主要原因在于，非金融公司类机构型投资者持有基金的主要目的不是从中获得投资收益，而是为了管理机构持有的流动资产余额。此种现象与市场表现也有密切联系。2007年至2008年，随着地产与资产证券化不断缩水，美国资本市场下行，为规避市场风险，非金融公司类机构投资者持有的货币市场基金不断上行。近年来美国股市收益领先，非金融公司类机构投资者在货币市场基金的投资比例呈下降趋势，从2014年的23%下降至2017年的16%，2018年略微回升至18%。

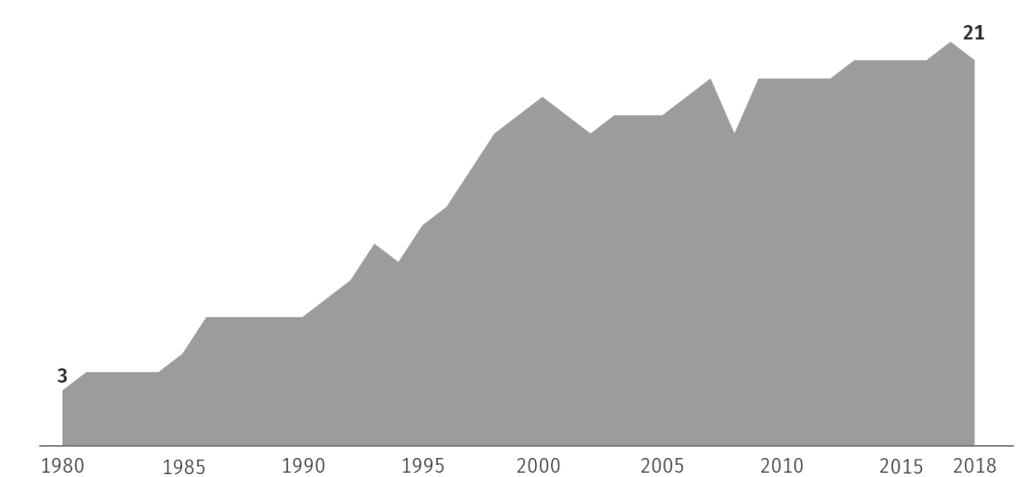
图表45：近年来美国非金融类机构投资者流动性资产总额占比情况



资料来源：ICI，华泰证券研究所

家庭基金规模膨胀，退休金独具特色。家庭型投资者是美国基金市场的主要参与者，其资产总额在基金市场中的比例逐年增长，其中退休金账户资金投资特征独树一帜。2018年末，投资于基金的家庭型投资者资金规模占其总额的21%，而这一比例在1980年仅有3%。这一比例变动部分由个人退休金账户（IRAs）与规定缴费制养老金计划（DC plan）资金流向基金公司产品所致。

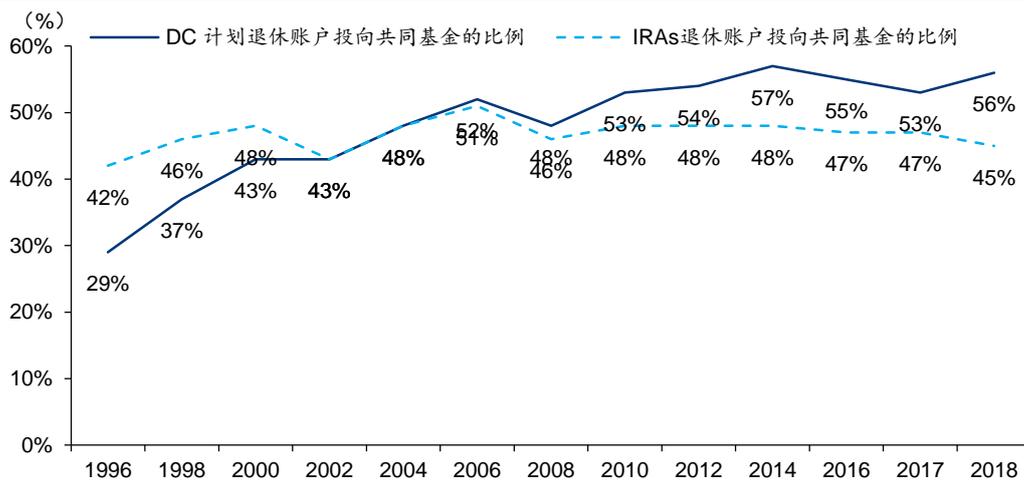
图表46：近年来家庭型投资者资产中基金资产所占比重（单位：%）



资料来源：ICI，华泰证券研究所

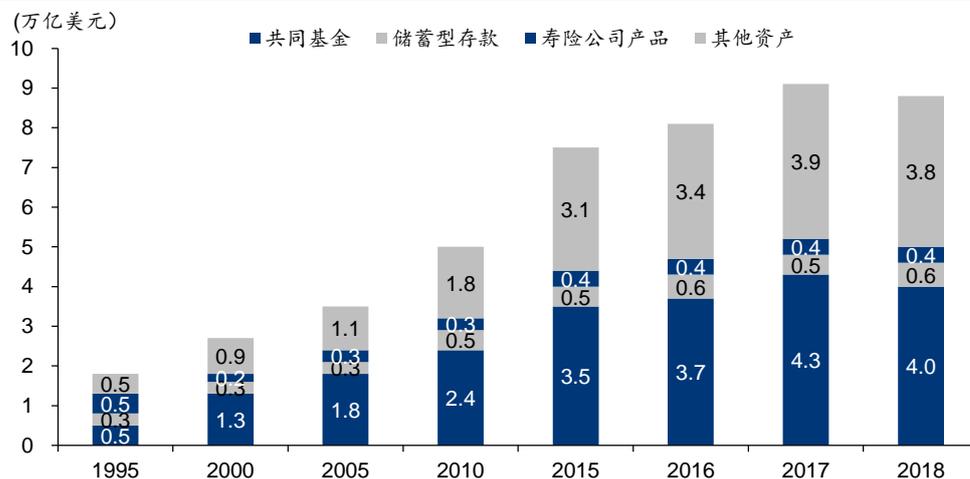
美国各类退休金账户中资金可投资于几乎所有金融工具，但共同基金对退休金帐户吸引力最强，且所占比例不断提升。根据ICI协会数据，2018年，个人退休金帐户占据家庭金融资产的10%，其中45%投资于共同基金；规定缴费制养老金账户占据家庭金融资产的9%，其中56%投资于共同基金，而这一比例在1996年仅占29%。

图表47：近年来美国两类退休账户向共同基金投资情况



资料来源：ICI，华泰证券研究所

图表48：美国 IRA 账户资金投向结构

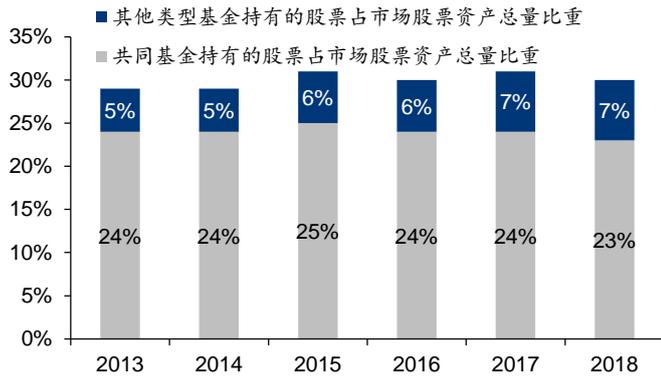


资料来源：ICI，华泰证券研究所

3.2.2 资金去向：投资类型多样化，权益投资逐年增加

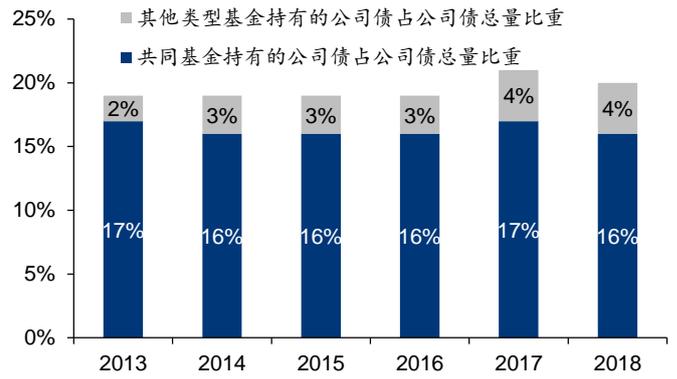
美国注册投资公司包括共同基金、封闭式基金、交易所交易基金 (ETF)、单位投资信托。在近 20 年内，投资公司一直都是美国本土金融市场最大的投资者之一，在证券市场的投资比例较大且非常稳定，截止 2018 年末，投资公司持有近 30% 的本土流通股，与 2013 年的 29% 相比上升 1 个百分点。同时，投资公司还持有 20% 的本土与全球发行的公司债，相较 2013 年上升 2 个百分点，其中共同基金持有的公司债占比要高于其他类型投资公司持有的公司债。此外，共同基金还是美国市政债券市场和机构债市场的最大投资者之一，2018 年持有比例达到 25% 和 12%，自 2013 年以来这两个持有比例非常稳定。

图表49: 近年来基金持有的股票占股票总资产比重



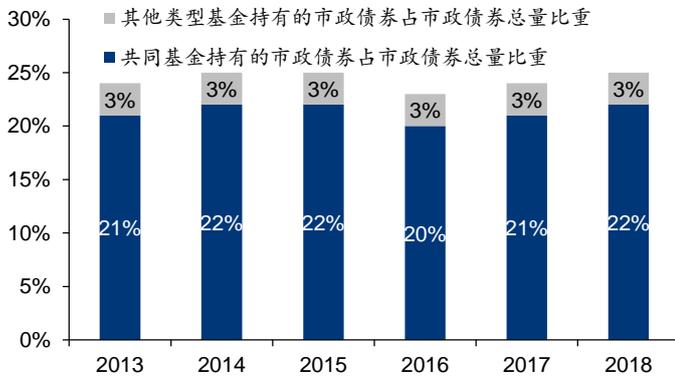
资料来源: ICI, 华泰证券研究所

图表50: 近年来基金持有的公司债占公司债总资产比重



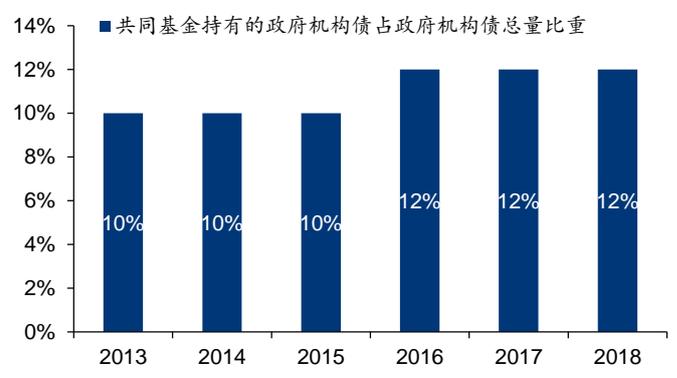
资料来源: ICI, 华泰证券研究所

图表51: 近年来基金持有的市政债占市政债总资产比重



资料来源: ICI, 华泰证券研究所

图表52: 近年来基金持有的机构债占机构债总资产比重



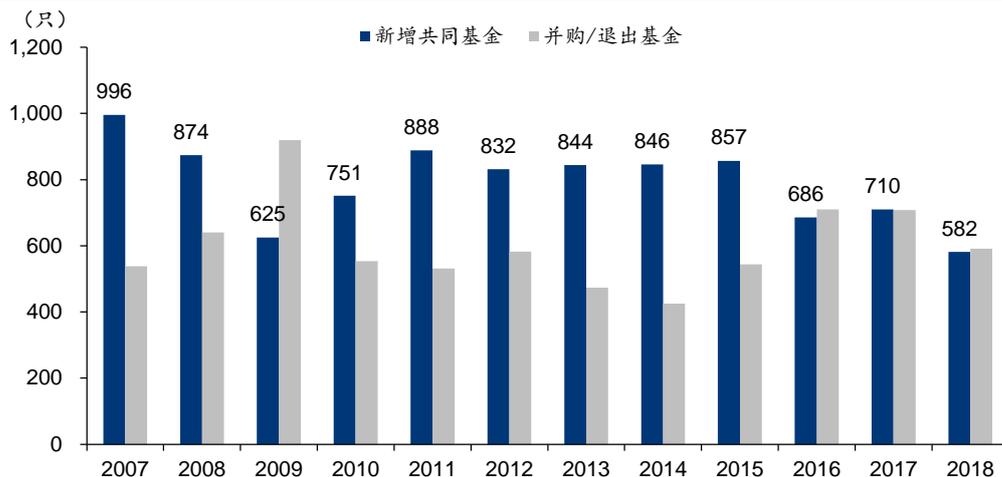
资料来源: ICI, 华泰证券研究所

3.3 发展趋势: 行业集中, 持续创新

3.3.1 总体趋势: 行业集中度提升, 费率下降

宏观经济影响基金活动, 基金并购退出减少。宏观条件与基金行业竞争情况对可供出售基金数量有着很大影响。虽然标普 500 指数 2014 年至今增长 18% 以上, 但美国 GDP 整体增速不断放缓, 由 2014 年的 4.2% 降至 2017 年的 2.3%, 2018 年小幅回升至 2.9%。在此宏观经济条件下, 美国新增基金数量不断放缓, 被并购与退出的基金有所减少。2018 年全美新设共同基金和 ETF 基金从 2017 年的 710 只下降至 582 只, 远低于 2007-2015 年的均值 834。而被并购与清算的基金数量自 2014 以来的 425 只扩大至 2017 年的 706 只, 但 2018 年这一数字下降至 591 只。

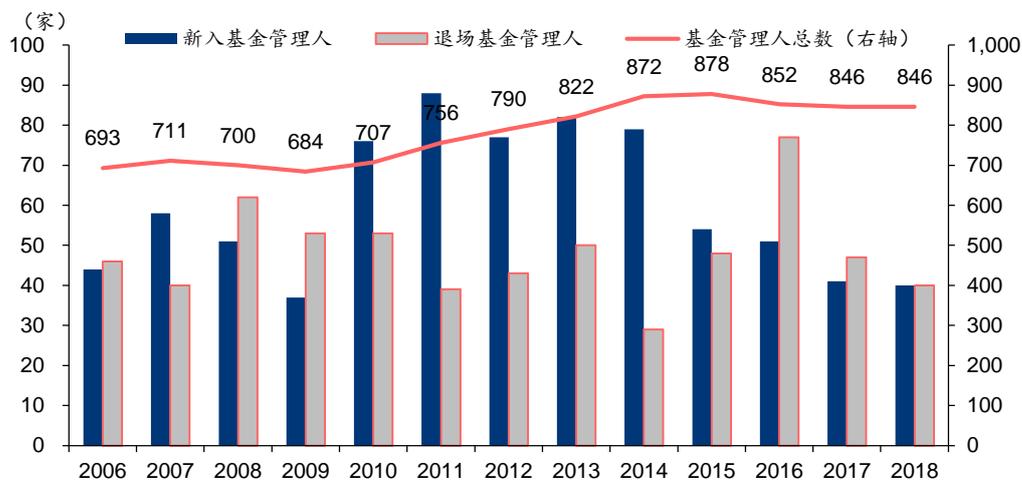
图表53：近年来美国基金产品的新增与退出情况（单位：只）



资料来源：ICI，华泰证券研究所。

基金管理人数量稳中有降。2007至2009年金融危机期间，美国基金管理人总数略有下降，从711家下降至684家，2009年至2015年美国基金管理人总数不断增长至881家。2015年至2018年，基金管理人数量下降至846家。**基金管理人数量小幅下降影响因素众多，一些可能因素包括：**（1）基金管理巨头收购小型基金；（2）基金管理人将旗下基金清算，离开基金市场；（3）基金管理巨头出售其咨询业务部门。

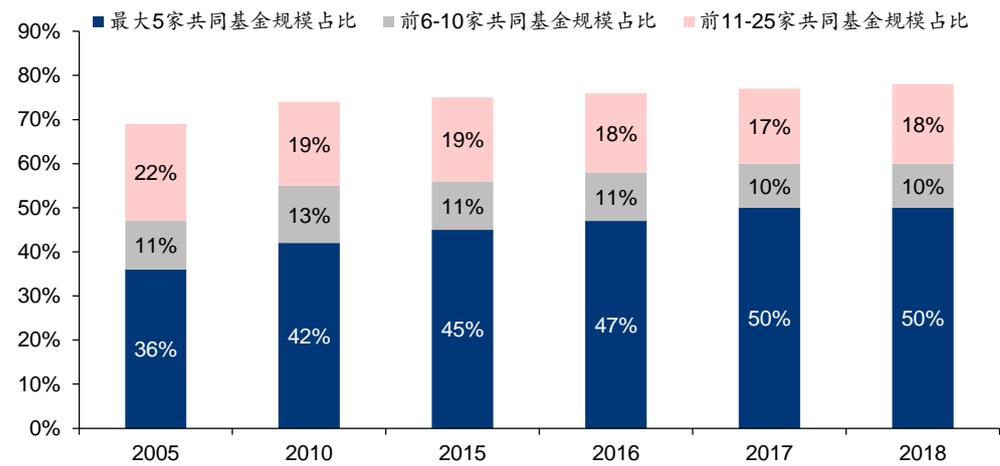
图表54：近年来美国基金管理人的新入与退出情况



资料来源：ICI，华泰证券研究所

巨头持续稳定增长，中型基金资产规模占市场规模比重下降。美国基金市场中基金数目与净资产规模均趋稳，但增速放缓。这一现象主要有两方面原因，一方面，市场新参与者增速下降、清算基金增加；另一方面则因为基金巨头管理的共同基金、ETF基金资产集中度提升。2005年至2018年，前5大共同基金巨头管理资产规模占全行业的比例由36%上升至50%，第6至第10大基金公司管理资产规模稳定在10%-13%区间，而前11至前25基金公司管理资产规模则由22%缩小至18%。

图表55：近年来美国大型共同基金规模占比

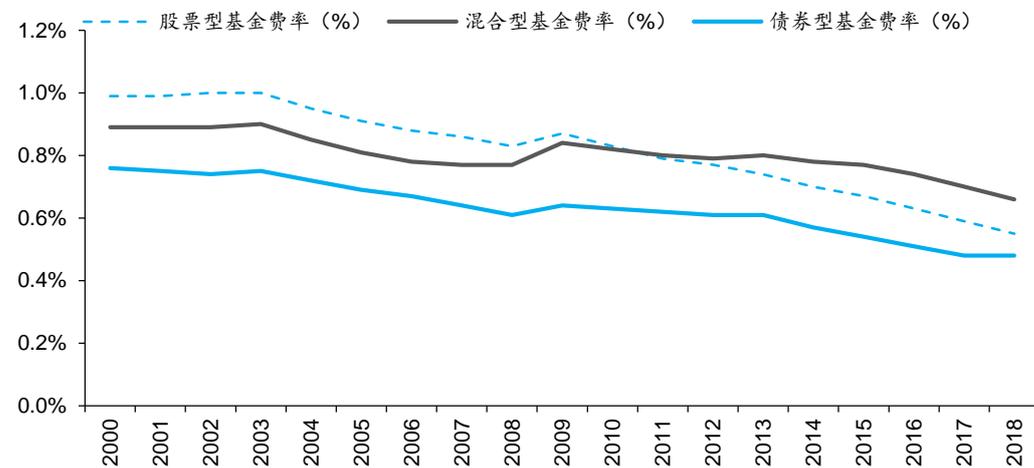


资料来源：ICI，华泰证券研究所

管理费率不断下调，股票型费率降幅最显著。美国共同基金投资者需缴纳的费用有两种：一种是持续性费用，该种费用通过计入基金费率来收取；另外一种为销售相关费用，该种费用在销售时一次性收取，故不计入基金费率。若采用资产进行加权平均计算，共同基金的费率自2000年来发生了显著下调。其中，股票型基金费率下降最为明显，降幅高达0.44pct，债券型基金费率降幅为0.28pct，混合型基金费率下降最少，下降0.23pct。

美国共同基金费率下降原因与共同基金近年来的规模扩张有关。**基金费率通常与基金资产规模成反比。**有些基金如转账机构费、会计与审计费用等成本为固定成本，这些成本包含在基金费率里。当基金资产规模增大时，平均费率就会下降。

图表56：近年来美国基金产品的费率变化情况

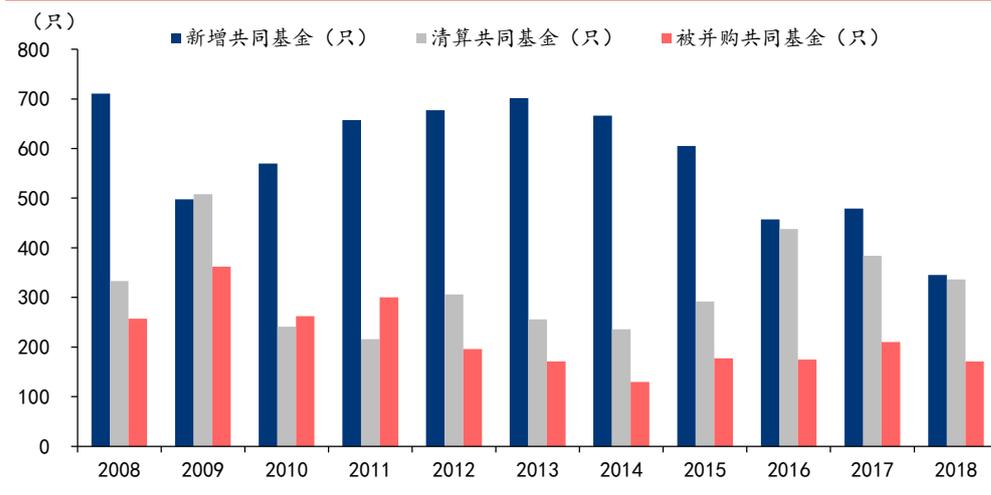


资料来源：ICI，华泰证券研究所

3.3.2 共同基金：紧跟市场市场需求，灵活调整

近年来，美国共同基金管理人实施如下管理策略：新设能够满足投资者需求的基金，并购或清算无法充分吸引投资者投资偏好的基金。2018年，美国共同基金市场新设345只共同基金，与2017年相比有所下降，部分体现在国内股票和世界股票共同基金的新发行数量增加。同时由于较少的国内权益性基金和货币市场基金被清算，2018年清算共同基金数量从2017年的384只下降至336只。

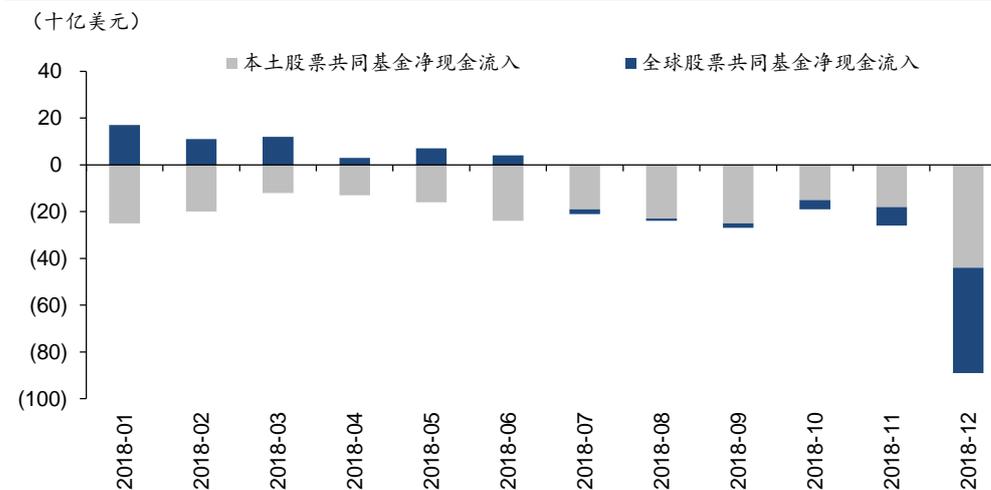
图表57：近年来美国共同基金产品的新增与退出情况



资料来源：ICI，华泰证券研究所

虽然美国主要股指在 2017 年创下历史新高，波动率也稳定在较低水平，但国内股票共同基金的净流出从 2017 年的 1590 亿美元，增加至 2018 年的 2610 亿美元，约为 2017 年 12 月净资产总额的 3%。国内股票共同基金的净流出主要原因是投资偏好的转移，由国内权益类共同基金的偏好转为对国内股票交易所交易基金 (ETF)，过去几年 ETF 的需求非常强劲。2018 年中，全年 ETF 的净股份发行总额为 3,110 亿美元。相比之下，国内股票型共同基金同期净赎回 2610 亿美元。

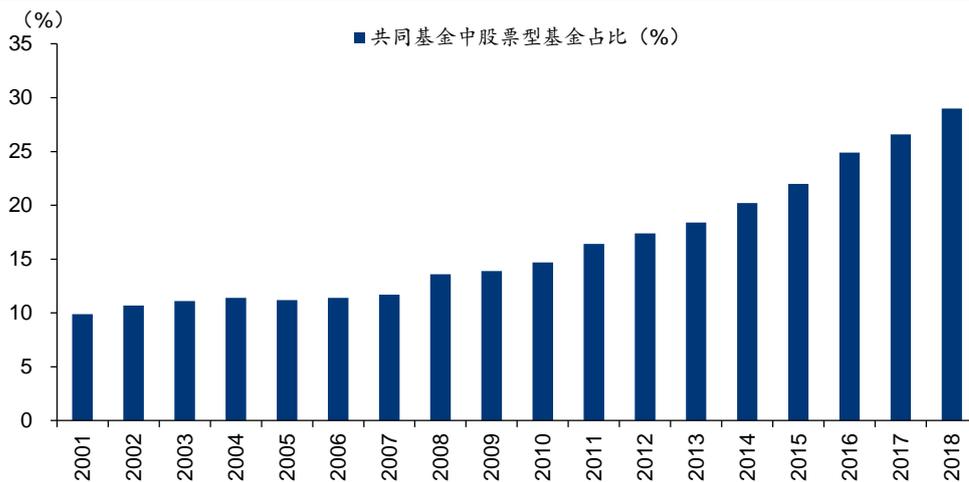
图表58：2018年美国本土及全球共同基金产品的净现金流入变动情况



资料来源：ICI，华泰证券研究所

股票基金长期趋扩容，本土股票基金年增速明显。虽然相对而言美国股票型共同基金对投资者吸引力不及 ETF 基金，但结合 2017 年 S&P500 指数 19% 左右的增长率可知，美股上行对股票型共同基金的推动作用显著。2018 年，全美股票型基金份额占共同基金总份额的 29%，比 2014 年提升 8.8 个百分点。与 2011 年相比，该比率上升了 1.8 倍。

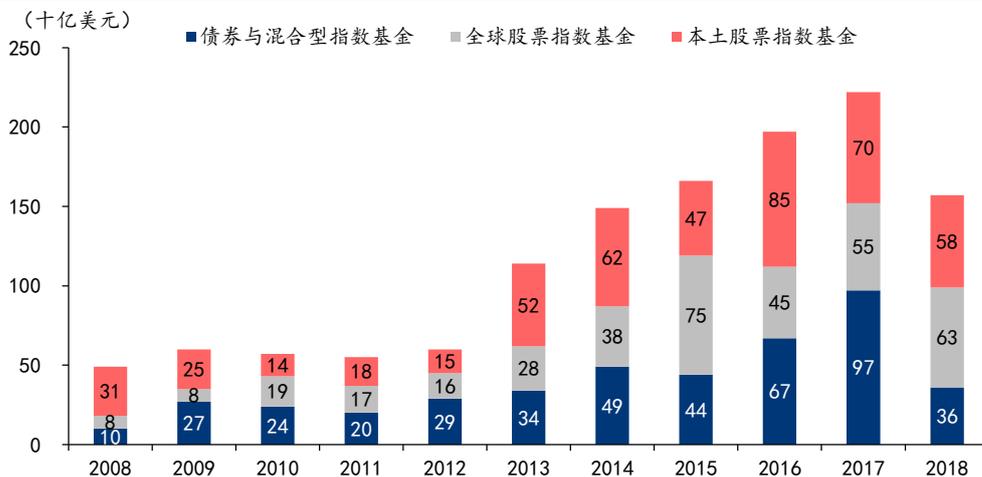
图表59：近年来美国共同基金中股票型基金占比变动情况



资料来源：ICI，华泰证券研究所

股指型基金吸引力增强，净现金流入不断提升。2017年短期投资基金流出美国股票型基金市场，长期股票型基金规模却稳中有增，我们认为重要原因有二，一是因为债券指数基金吸引力提振，二是因为股票指数型基金热度提升。2018年，指数基金仍然受投资者欢迎。2018年在持有共同基金的家庭中，至少有38%持有股票指数基金。截至2018年底，共有497个指数共同基金管理总资产3.3万亿美元。2017年，指数基金的需求仍然表现强势，投资者增加了1560亿美元的净流入到这些基金中。净流入中，有37%投资于本土股票指数基金中，另外有23%投资于与债券或混合指数基金中，40%投资全球股票指数基金。

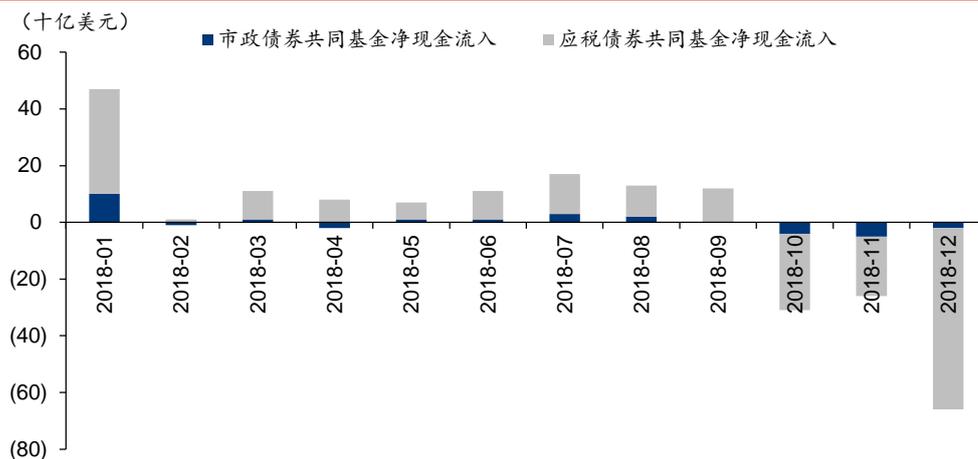
图表60：近年来不同类型共同基金净现金流入（十亿美元）



资料来源：ICI，华泰证券研究所

债券基金资金净流入与收益率高度相关。债券基金的资金流入情况与债券收益率高度相关，很大程度上取决于美国利率环境。2018年前三季度，尽管长期利率在上升，可征税的债券共同基金仍净流入1090亿美元；第四季度长期利率下降，投资者从应税债券共同基金中净撤出了1120亿美元，这种资金流出可能是在对第四季度美国国债收益率曲线突然趋平做出反应。10年期美国国债和3个月期美国国债的收益率之差在2018年10月初为1%，但到2018年底，息差降至24个基点，为2018年以来的最低点。随着利率上升，投资者将资金投向投资级和政府债券共同基金，2018年这些基金净流入220亿美元。全年对市政债券基金的需求喜忧参半，截至2018年底流入资金达40亿美元。

图表61： 2018年债券型基金净现金流入



资料来源：ICI，华泰证券研究所

美股牛市持续两年，混合型基金吸引被冲淡。混合型基金由于其可在中长期灵活平衡股市与债市的相反走势一直受到欢迎，在 2007 年至 2009 年的金融危机之后，许多投资者寻求扩大投资组合，降低投资与市场的相关性限制下行风险，2009 年至 2014 年间，灵活投资组合基金净流入 880 亿美元。但在 2015 至 2018 年，股市表现良好，美联储首次加息，经济向好信号导致债券风险溢价降低，两市的的同时上扬冲淡了混合型基金的保护性优势。加上投资者将混合型基金转移到 ETF 组合或者转向目标日期基金及生活方式基金等，投资者在过去四年中从灵活的投资组合基金中净赎回了 1,100 亿美元。2018 年，混合基金净新增现金流为负 910 亿美元，占去年年底总资产的 6%，2017 年净流出 280 亿美元，2016 年净流出 420 亿美元。

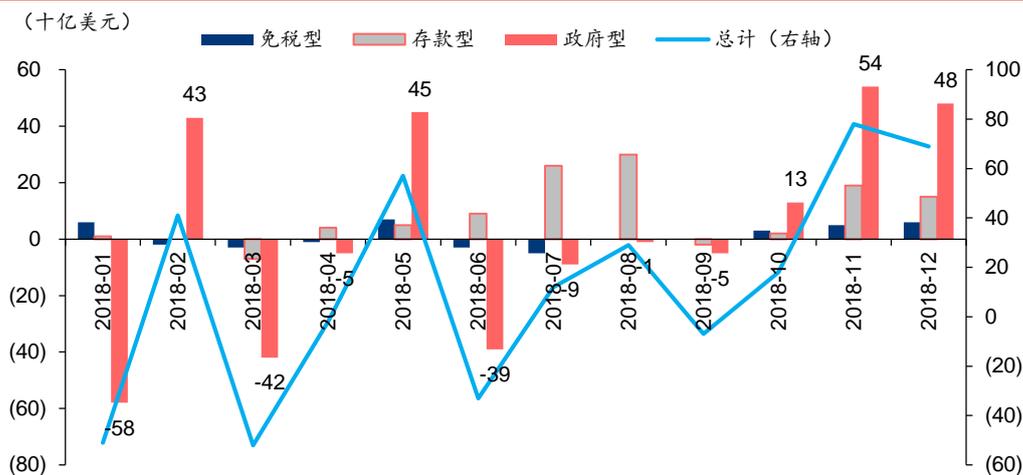
图表62： 2007-2018年混合型基金净现金流入



资料来源：ICI，华泰证券研究所

联邦基金目标利率三度上升，货币市场基金吸引力增加。美联储决定在 2017 年三次提高联邦基金目标利率，这增加了货币市场基金作为超额现金投资的吸引力。2017 年主要货币基金和政府货币基金收益率上升，远远超过货币市场储蓄账户 (MMDA) 的规定利率。2018 全年，货币市场基金净现金流量净额 1590 亿美元，存款型机构货币市场基金的资产规模流入最多，流入资金达 1020 亿美元，其次是政府机构型货币市场基金的资产规模，流入资金为 440 亿美元。

图表63： 2018年货币市场基金现金各月净流入（出）情况



资料来源：ICI，华泰证券研究所

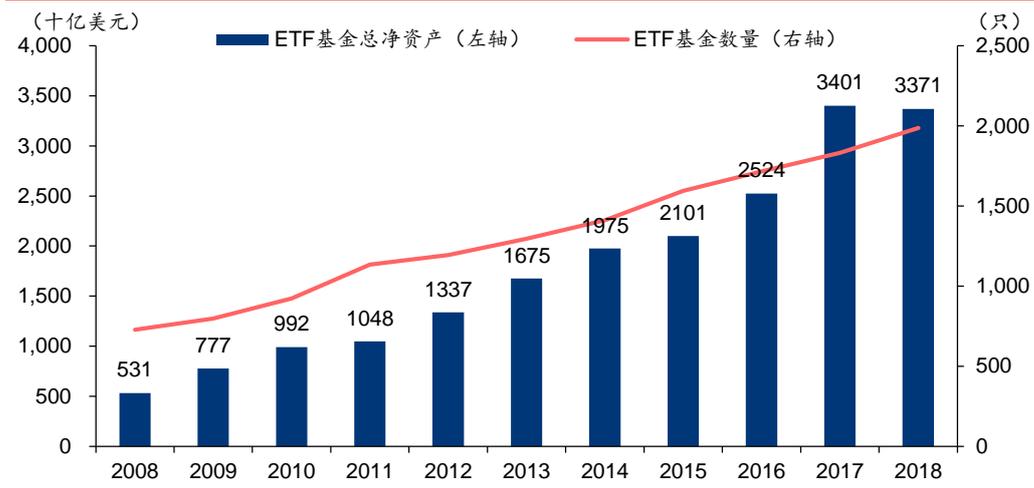
3.3.3 ETF 基金：基金市场新贵，发展迅速

美国拥有全球最大的 ETF 市场。截至 2018 年末，美国 ETF 基金共有 1988 只，总净资产规模达 3.4 万亿美元，占全美基金市场资产总额的 15.8%，占全球 ETF 基金市场总额的 71%。

ETF 基金的定价具备一定的前瞻性。其交易价格与标的资产 NAV 价值并不完全等同。早期的 ETF 仅以市值进行加权追踪，而最新发行的 ETF 则以市值、销售量、账面价值等一系列指标进行定价，与共同基金特征有明显差异。

最近十年内，ETF 基金因其投资较具灵活性，规模发展达到历史新高。机构投资者充分利用 ETF 基金便捷的参与方式、规避股市波动。2008 年 ETF 基金总资产仅有 5310 亿美元，个数仅有 728 只；而 2018 年末 ETF 基金净资产规模高达 33710 亿美元，个数多达 1988 只，ETF 基金的需求逐年提升。

图表64： 2008-2018年ETF基金净资产及数量变动情况



资料来源：ICI，华泰证券研究所

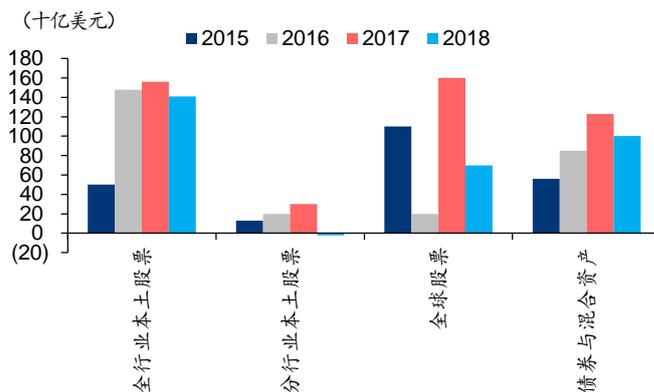
本土股票型ETF基金发行额大幅超过全球股票ETF基金。本土全行业股票型ETF基金需求量在近两年大幅上涨，由2015年的500亿美元增至2018年的1410亿美元，主要由美股的优秀表现所推动：2017年美股收益率高达18%，较高的回报率吸引大量投资者对其投资。

图表65： 近十年美国ETF基金净发行份额变动趋势



资料来源：ICI，华泰证券研究所

图表66： 2015-2018年新发行ETF基金投向



资料来源：ICI，华泰证券研究所

4、百年征程，回眸美国基金行业历史

鉴于往事，资于治道。回眸美国基金业近百年激荡岁月，行业伴随经济体量增长、市场风云变迁和和金融创新脉络而逐步崛起、改革创新。美国基金行业的历史经验，有望成为我国基金行业前行道路上的指明灯。

4.1 萌芽期：1924至1940年，从无到有、有序发展

宏观环境：大萧条反向促发展

20世纪初个人投资者的逐利动机和风险意识孕育了美国共同基金行业的萌芽。且20世纪30年代美国经历金融大萧条期间，金融市场管制增加，共同基金经历了从无序到有序的发展。

法律建设完善为共同基金繁荣发展打下基础。《1936年税收法》为共同基金提供税收优惠待遇，且规定要遵守审慎投资的第一原则“多元化”。尤其是《1940年投资公司法》，允许投资公司为投资者利益而运作创新，为后期的行业创新奠定基础，其规定共同基金具有“日常赎回、按照净现资产值销售、不存在通过发行高级证券而有杠杆化”等独有特质，并使共同基金表现更强吸引力。

行业变迁：共同基金正式诞生

共同基金诞生，股市崩盘反向促进了共同基金发展。美国基金行业诞生于1924年。1929年美国股市崩盘，曾作为主导的封闭基金份额价格大幅下跌，且由于反向杠杆化和份额价格折扣严重，封闭基金跌幅远超股市和共同基金份额。由于封闭基金亏损严重，投资者开始减少投资，并随着1932年后经济恢复，投资于共同基金的比重开始上涨。从1929年末到1940年，共同基金资产从1.4亿美元增至4.5亿美元，而封闭基金资产从26亿美元下降至7.84亿美元；共同基金占管理型投资公司资产规模从1929年5%上升至1940年末的36%。

四十年代和五十年代共同基金逐渐普及。1940年，基金数目仅有80个，全部资产少于5亿美金。到了1960年，已经增加到160只基金，基金资产超过170亿。进入六、七十年代，共同基金的产品和服务趋于多样化，从而使共同基金业的局面和规模发生显著变化。

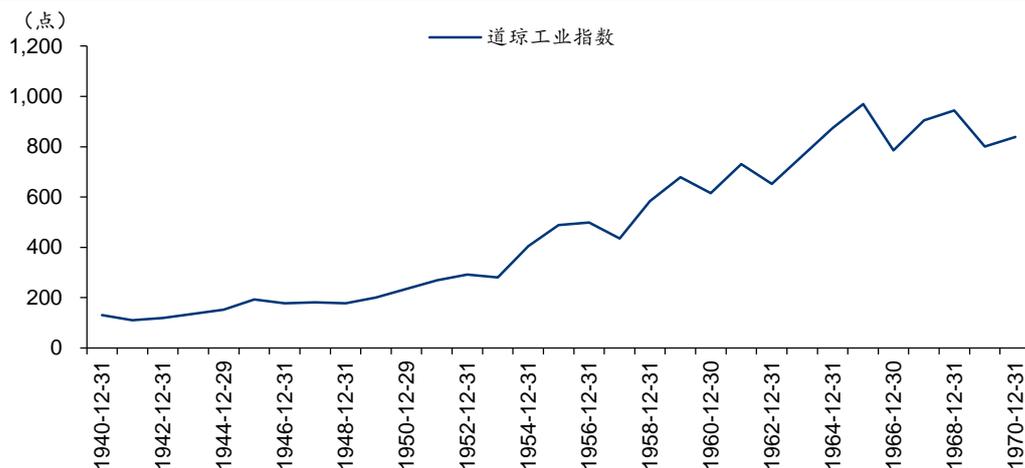
早期共同基金主要投资于股票。1960年，全部170亿美元的基金资产中，股票基金资产为160亿，债券与收入基金仅为10亿美元，占5.88%。直到货币市场基金规模达10亿美元的前一年（1973年），股票基金资产仍占全部资产的92.47%，债券与收入基金仅占7.53%。且除个别较大规模的基金以外，大部分基金管理公司为小型企业，且销售基本依靠有前端销售手续费的经纪商-交易商来负责卖出。

4.2 早期成长期：1940至1970年，股市长牛促股基发展

宏观环境：股票市场长牛30年

1940-1970年股市长牛30年，强劲的股市及投资者信心提升推动共同基金发展。1941年至1970年，大公司股票年平均回报率12.5%，小公司可达17.1%。

图表67： 1940-1970 道琼工业指数



资料来源：Wind，华泰证券研究所

行业变迁：股票基金绝对主导

1940-1970 年股市长牛 30 年，强劲的股市及投资者信心提升推动共同基金发展。1941 年至 1970 年，大公司股票年平均回报率 12.5%，小公司可达 17.1%。高收益率推动了共同基金发展。自 1940 年至 1970 年，基金数量从 68 个增长至 361 个，资产也从 4.5 万亿美元上涨至 480 亿美元，其中股票基金是规模上涨的主要驱动因素。且共同基金于 1944 年资产规模首次超过封闭基金后，持续保持领先优势。

投资端对股票集中度仍然较高，但创新产品开始出现。这一时期共同基金仍然集中投资于股票，1960 年股票占比仍超过基金资产 90%。但这一时期，基金公司开创了多品类产品，包括债券基金、平衡基金、国际基金和专业基金等。基金产品销售仍以经纪商-交易商模式，占比达 73%。但整体看，新产品发展、新发售方式和新投资者服务需求未有明显拓展。

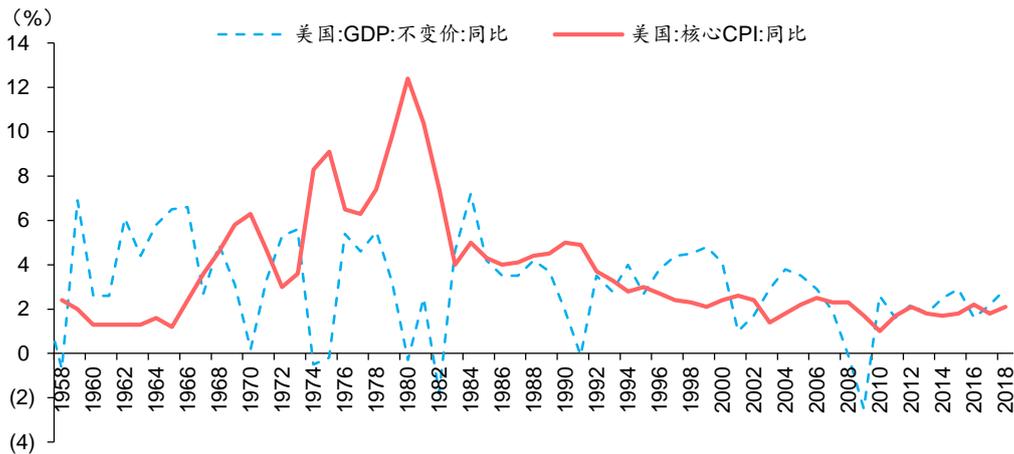
保险公司进入共同基金行业，开始出现行业从批发层面进入共同基金行业。伴随共同基金快速增长，保险公司开始进入共同基金行业，主要通过推出可变养老金、收购现有共同基金企业和建立共同基金企业三种方式实现。并逐渐成为共同基金业主力，到 1970 年末保险公司在共同基金总资产份额达 15%。

4.3 快速发展期：1971 至 1980 年，熊市下货基迎大发展

宏观环境：通货膨胀+股市长熊

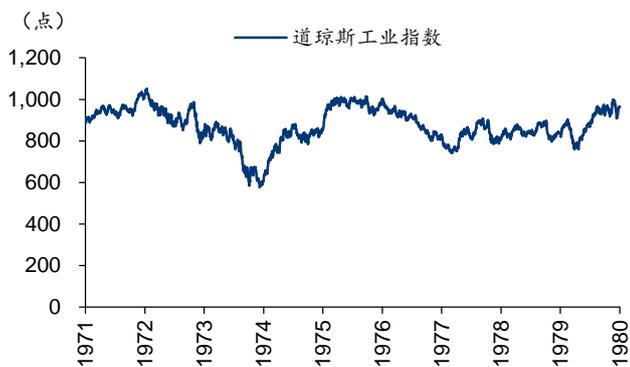
美国发生严重通货膨胀，股票市场长期熊市盘整。肯尼迪政府实施了扩张性的财政政策促进投资和刺激经济增长。同时，美联储为了协调不断攀升的财政赤字，实施长期低利率政策。在扩张性货币政策的刺激下，美国 CPI 开始走高，同时经济增长率放缓。由于 1968-1970 年经济下滑过快，尼克松在 1971 年放弃了紧缩性财政政策，而转向通胀推动政策。并且在石油危机和粮食危机的冲击下滞胀愈发严重，1974 年美国的实际经济增长率为负 0.5%，而通货膨胀率为 9.1%，1975 年美国则连续负增长，通货膨胀率高达 9.8%。

图表68： 1958-2018 美国 GDP 和 CPI 同比增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表69： 1971-1980 年道琼斯工业指数



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表70： 1971-1980 年标普 500 指数

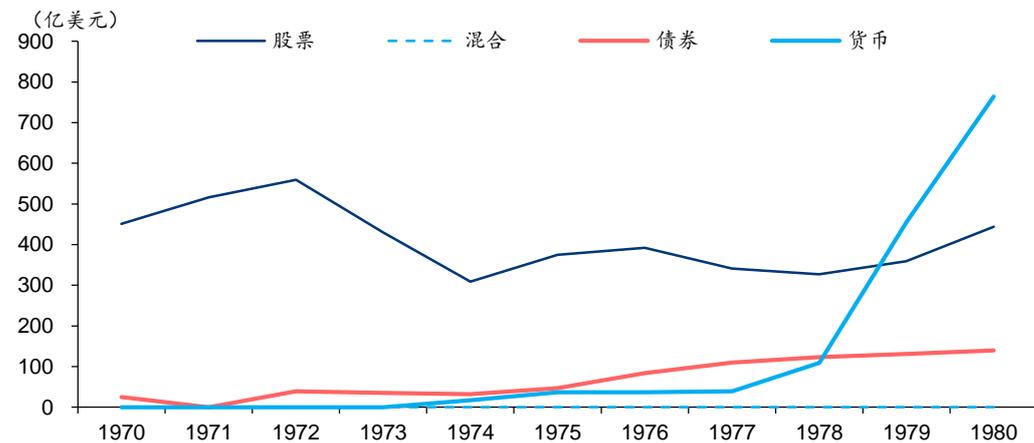


资料来源：Wind，华泰证券研究所

利率管制导致存贷款天然利差，但普通投资者无法享受。在股市的熊市中，人们开始寻找其它可以获取收益的途径。当时美国联邦法律规定了存款利率上限为 4.5%-4.75%，而贷款利率在 10% 以上。存贷利差带来货币市场的投资机会，机构客户能够通过购买财政债券、十万美元以上银行存款凭证等来获得高市场利率，但是普通的投资者无法参与其中。

行业变迁：货币基金快速崛起

图表71： 1970-1980 年美国各类共同基金规模变迁

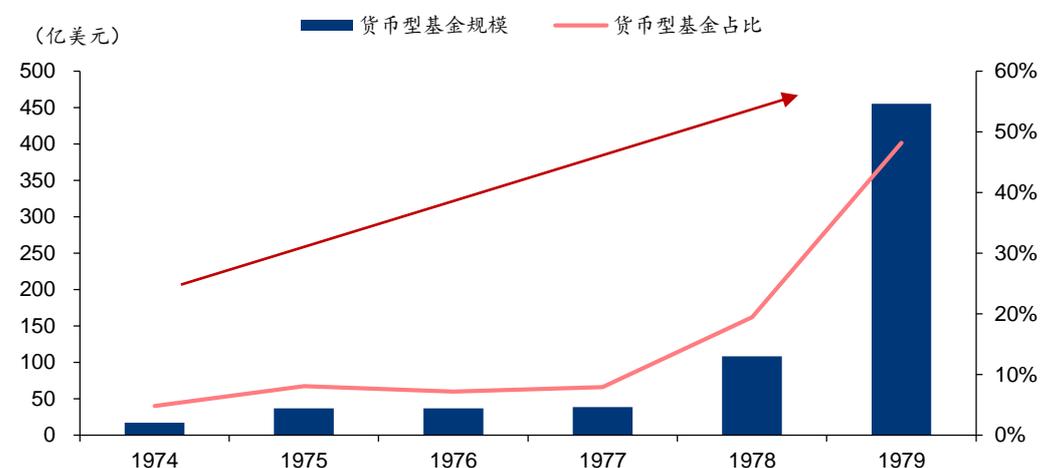


资料来源：ICI，华泰证券研究所

股市长期走低使股票基金资产快速缩水。股票价格走低和基金净赎回，使股票基金资产由1972年的560亿美元下跌至1974年的310亿美元，且基金在历史上首次出现净赎回。

货币市场基金快速发展，并逐渐形成市场主导。七十年代初期，美国国内通货膨胀率和市场利率大幅上升以及股票市场的疲软，促使投资者将资金转向相对安全的短期流动资产，而此时对商业银行向客户支付定（活）期存款利率上限进行管制的Q项条例依然有效，在此背景下，金融机构和企业大力进行业务创新，商业票据和可转让存单等各类货币市场工具逐步繁荣。但由于大部分货币市场工具对初始投资额有较高的要求，为普通投资者力不能及。作为规避金融管制的一种创新，1972年货币市场基金被创建出来，投资于财政债券、大额存款凭证和其它短期金融工具并赚取高额利息，使普通投资者通过认购该类基金间接参与货币市场、享受利率价差收益。货币基金资产快速增长，从1974年的不到20亿元上升至1980年760亿美元，并于1979年超过股票基金，并于1979-1992年期间维持最大基金地位。货币市场基金结束了基金业对股票市场的过分依赖，还引入了几百万新的投资者进入共同基金。共同基金市场开始引入更多不同的股票、债券和货币市场基金，全面改变美国共同基金业。

图表72：1974-1979年货币型基金发展



资料来源：ICI，华泰证券研究所

共同基金多样化服务水平提升。70年代计算机和现代通信技术的发展大幅降低证券交易、资金清算等成本费用，带动共同基金的蓬勃发展。相应地，共同基金投资者开始收到了更多的不同的服务，24小时电话服务，计算机化的帐户信息，经常性的股东信件等。

4.4 多元发展期：1981至2000年，共同基金规模二十年10倍

宏观环境：利率市场化+养老金入市

里根上台确立调整经济结构转型方向，美国经济步入新一轮的快速增长。强劲的经济走势、高速成长的公司利润，通货膨胀、高科技创新、丰厚的股票投资回报，以及相对低的银行利率，刺激证券投资并推动共同基金发展。经济高增长与低通胀为美国基金业的发展提供了良好的外部条件。同时，强劲的经济增长并未引发通货膨胀。温和的通货膨胀率有助于利率保持稳定，公司利润成倍增长进而引发股价上涨。另外，持续的高增长使美国居民的可支配收入大幅增长，形成了可用于金融投资的闲置资产存量。

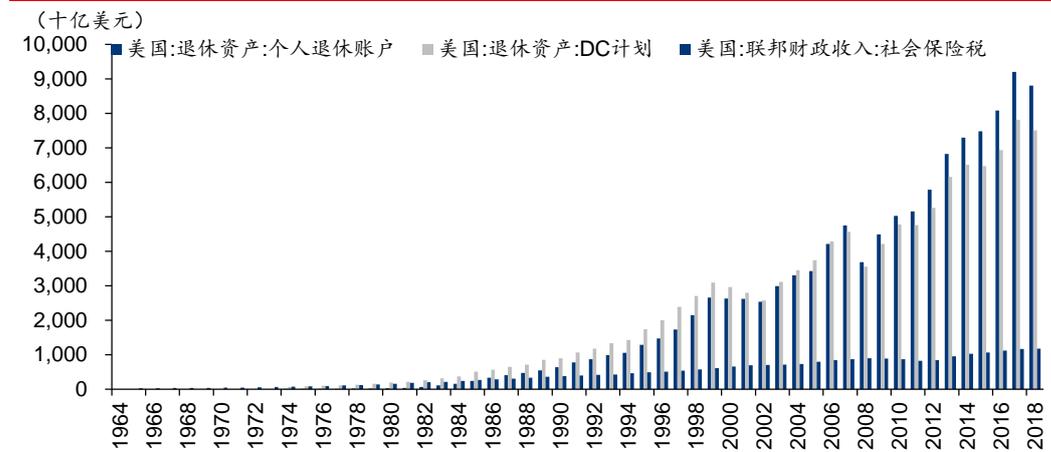
利率市场化进入下半场，立法分阶段逐步废除Q条例，利率市场化基本完成。美国存款利率市场化完成于1986年。70年代的利率市场化下，货币市场基金规模暴增、而存款机构吸储缓慢，美国金融货币体制仍不稳定，亟需进一步改革，1982年颁布《存款机构法案》，此后对Q条例逐步修正及废除，到1986年4月，美国存款利率市场化正式完成。

IRA 和 401K 开始普及，资产总额迅速增加。1974 年，福特政府颁布《雇员退休收入保障法案》；1978 年，《国内税收法》新增第 401 条 k 项条款。这两项法案的落地开始普及 IRA 和 401K，IRA 允许个人将应税收入的一部分储蓄到个人账户中，在到期后取款时才缴纳个人所得税；401K 条款规定缴费确定型养老金享有税收递延优惠，私人营利性公司的雇员和雇主可共同缴费建立起完全基金式养老保险。401K 迅速发展，逐渐取代了传统的社会保障体系，成为美国诸多雇主首选的社会保障计划。在八十年代初施行 401k 计划后，到 2000 年美国 401K 计划资产总额约 1.74 万亿美元，而到了 2018 年底，总额增加至 5.2 万亿美元。

婴儿潮出生的一代人退休需求增长，驱动养老金规模扩大。20 世纪 90 年代以后，更多雇主提供了缴费确定型退休计划且生育高峰期出生的一代人(Baby Boomer)开始为退休做准备。这一代人通过缴费确定型退休金计划、个人退休账户以及各类年金所形成的巨额养老市场的资金存量迅速膨胀。

401(k)计划与 IRAs 为代表的长期属性的养老金入市与股票市场形成良性循环。401K 和 IRA 账户通过计划管理员投资于股票、债券、共同基金和货币市场工具，美国养老资金规模上升与美国股市上涨形成了良性循环机制。一方面，20 世纪 80 年代中后期美国经济开始复苏带来股市繁荣，股票成为 401K 基金的重要投资资产。20 世纪 80 年代到 90 年代，包含 401K 在内的美国私人部门 DC 型养老金计划约有 40% 投资于股票资产。另一方面，以 401K 资金为代表的养老金大幅入市，推动美国股市迎来一轮大牛市。以道琼斯指数为例，1978 年到 2000 年指数累计上涨 1283%。80 年代开始，美国股市开始进入黄金时期，标普 500 从 1980 年的 100 点上涨到 2000 年的 1500 点，20 年间涨了 20 倍。

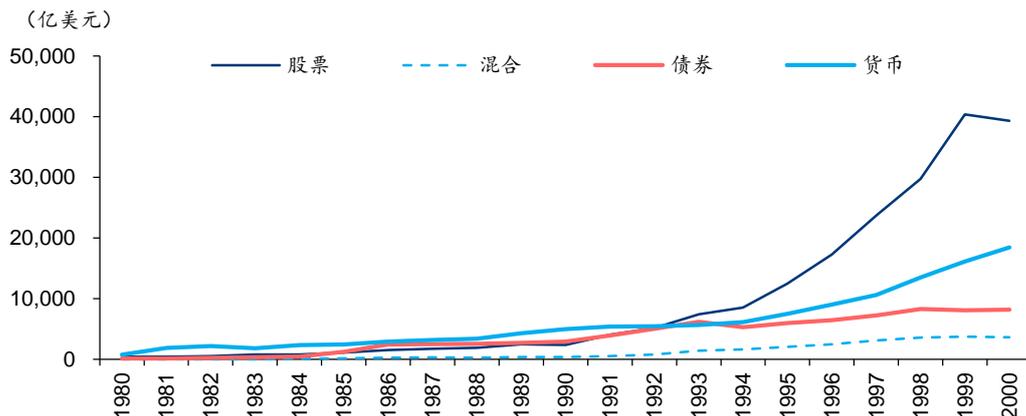
图表73： 美国养老保险制度三大产业支柱



资料来源：ICI，华泰证券研究所

行业变迁：股基驱动总规模快速增长

共同基金规模在二十年间从 1350 亿美元增加至 10650 亿美元：

图表74： 1980-2000年美国各类别共同基金规模

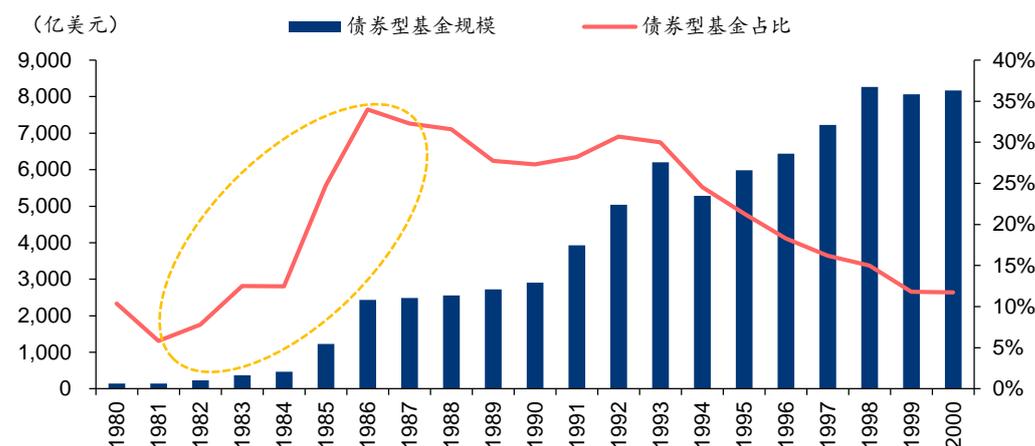
资料来源：ICI，华泰证券研究所

股票市场高速增长和养老金入市驱动股票基金快速扩张，并重新取得最高资产份额的地位。伴随着九十年代美国股票市场的高速增长，股票基金规模也开始得到快速扩张，其相对份额不断回升。到1993年，股票基金净资产规模在经历14年后，重新超过货币市场基金5653亿美元的净资产规模，达7407亿美元，再次取得最高资产份额的地位，其资产份额达35.78%。1995年末，股票基金净资产规模突破1万亿美元关，1997年又突破2万亿大关，1999年则突破4万亿大关，当年股票基金占全部基金资产的比例达最高(59.04%)。

养老金是共同基金的重要持有者，且现金流维持平稳。考虑对股票市场持有市值来看，2000年美国401k计划共同基金持有量为8320亿美元，其中对股票持有市值为5730亿美元，仅401K计划资产持有股票的市值就占股票总市值的4.7%，其中不包括混合型中股票的占比。2018年末，美国401k计划共同基金持有量为3.3万亿美元，其中对美国股票持有市值为1.4万亿美元，占美国股票总市值的4.6%。可以看出401k计划的实施给美国股票市场带来大量新增资金，在推出后20年的大牛市中，给股票市场贡献了近6000亿美元的增量资金，而到当前更是贡献了1.6万亿美元的新增资金。个人退休账户和界定公款计划投资流比来自非退休源头的平稳。且在美国几次大的熊市，401K计划参与者缴费水平保持的非常稳定，从而使投资基金保持持续效率。

伴随通胀减缓、利率降低，债券型基金规模及占比一度持续提升，金融创新下债券型投资工具丰富。1981-1986年，利率持续下行债券价格持续上涨。20世纪80年代以前美国金融市场管制较严，20世纪80年代美国利率市场化进入后半场，同时金融创新松绑，1981-1986期间，零息债券(1981年)、动产抵押债券(1983年)、可变期限债券(1985年)、保证无损债券(1985年)、参与抵押债券(1986年)等金融工具陆续被创造出来，债券类投资资产得以丰富；同时美国利率下行降低货币市场基金吸引力，债券资产价格上升，而在1986年以前，利率市场化仍在实施过程中，虽然名义利率整体处于下行通道，但仍处于较高水平，股指虽有上涨但尚未出现牛市行情，1981-1986债券型基金规模爆发，从1981年末的140亿美元增长至1986年为2433亿美元，5年CAGR达到77%，占共同基金的比重从5.8%提升至最高时为34.0%。1987年后伴随利率市场化正式完成，利率水平基本保持稳定低位水平，叠加股票型基金规模快速上涨，债券基金规模稳步提升，但占比逐渐下降。

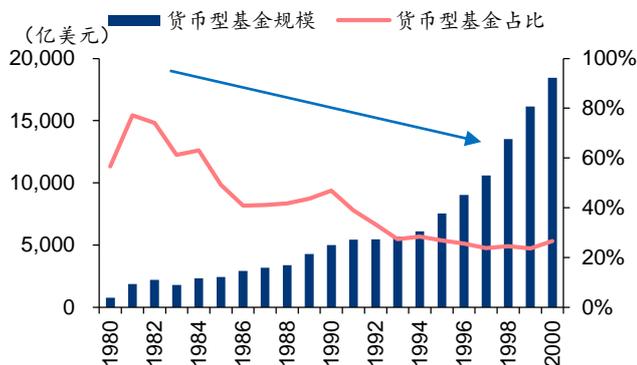
图表75：1980-2000年债券型基金规模及占比



资料来源：ICI，华泰证券研究所

货币市场基金竞争环境恶化。美国存款利率市场化完成于1986年，货币基金面临来自存款机构货币市场存款账户(MMDA)的竞争，美国货币市场基金告别过去的高速增长。1985年以后，货币市场基金一直保持了较好的增长势头，但由于股票基金和债券基金的增长，使得货币市场基金的资产份额呈波动下降趋势，但1985—1990年间，其资产比例仍居首位，维持在41—50%之间，直到1992年以前，其资产份额还一直占三分之一以上。

图表76：1980-2000年货币型基金规模及占比



资料来源：ICI，华泰证券研究所

图表77：1980-2000年美国十年期国债收益率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

金融创新步入繁荣期，生命周期基金、ETF、FOF、主动数量投资基金均在这一阶段诞生。宽松的监管环境、投资者配置需求、产品创设能力和技术水平提升等因素驱动创新产品不断涌现，为后期多元化产品发展奠定基础。

4.5 稳定向上期：2000至2018年，多元向上全面发展

宏观环境：两次危机不改共同基金增长趋势

危机不改共同基金向上势头。进入2000年以来，美国股市经历过两次危机。一次是2001年互联网泡沫的破裂，同年美国遭受“911”袭击，股市受到重挫逐步走入牛市，经济也步入整体下滑通道。第二次是2008年的金融危机。共同基金在两次危机中整体规模都随股市下跌而缩水，但增长的趋势并没有改变。

经济全球化稳步推进。地区间分工协作促成全球化成为重要、不可逆趋势。此外，量化、高频交易等技术进一步发展，也为基金行业创新奠定基础。

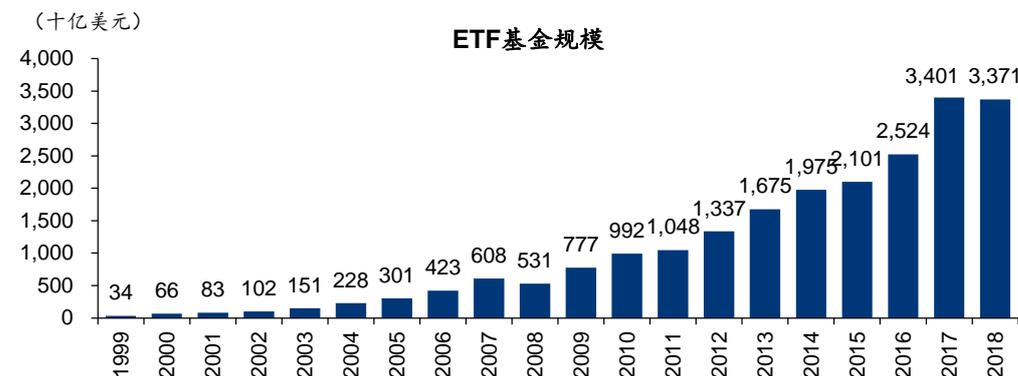
行业变迁：全球化、指数化、科技化并进

经济全球化显著提升投资国际化进程。美国公募基金基础制度为共同基金国际化奠定基础，部分美国老牌基金公司早在 20 世纪 5、60 年代就意识到全球市场投资是长期发展趋势，通过设置分支机构、创设国际化产品等方式开启国际化布局。21 世纪以来投资者寻求海外投资机会需求显著增加，但投资者直接购买无法在美国证券市场流通的国外证券存在难度、风险与高成本，而共同基金提供一条便捷有效地国际投资渠道。伴随许多投资者通过购买国际股票基金、全球股票基金、地区股票基金和新兴市场股票基金而间接投资国外证券，大量资金涌入国际股票基金，共同基金国际化进程显著加快。

指数基金持续增长。指数基金在 1976 年诞生之初并没有得到投资者的关注，随着共同基金业的发展，越来越多的投资者开始认同指数投资的理念。据 ICI 统计，在 1997 年，美国指数基金规模约 1700 亿美元；而截至 2018 年末，指数基金规模达 6.6 万亿美元。权益指数基金带动指数基金整体增长。截至 2018 年底，权益指数基金占指数基金整体的 62%。

ETF 迅速成长。1993 年美国证券交易协会（SEC）批准发行了第一只 ETF，这是一只跟踪标普 500 指数的被动投资 ETF。2008 年，SEC 批准发行第一只主动投资 ETF。早期的主动投资 ETF 主要借助量化投资模型构建投资组合。2009 年 5 月，发行第一只不借助量化模型而主动选股的 ETF。ETF 的发展非常迅速，1999 年末规模约 340 亿美元，截至 2018 年底，规模已经超过 3.3 万亿美元。ETF 的交易特性使其成为对冲、套利和资产配置的理想工具，对机构投资者和大资金投资者有较大吸引力。

图表 78：1999-2018 年美国 ETF 基金规模变迁



资料来源：ICI，华泰证券研究所

金融科技崛起，助推业务发展。美国较早开始金融线上化服务，因此投资者对线上化资产管理接受度较高、对低费率诉求高。同时，美国在大数据、人工智能等技术上领先全球，为资产管理相关金融科技发展奠定技术基础。2010 年后，以 Betterment 和 Wealthfront 为代表的金融科技公司快速崛起，为大众富裕人群提供低费率、低门槛和自动化投资管理组合，资产管理规模迅速增长。其后，先锋基金、富达投资、贝莱德等主流机构以自主研发或并购的方式加大金融科技投入，迅速重新主导市场的发展。

共同基金费率降低。2000 年到 2018 年，股票基金的费率从 0.99% 下降到 0.55%，混合型基金从 0.89% 下降到 0.66%，债券型从 0.76% 下降到 0.48%。费率下降主要可以归结为以下原因：一是规模效应，随着共同基金规模的扩大，一些固定费用的费率会随之减少。另一个原因是，越来越多的长期投资的基金（主要是机构投资者和退休养老计划账户）转向购买无申购赎回费的份额（No-Load Share Classes）。这类份额不需要投资顾问的服务，或者对投资顾问进行单独支付，因此费率更低。第三是共同基金行业竞争激烈，投资者倾向于选择费率更低的基金，给共同基金降低费率带来较大压力。第四是指数基金费率较低，指数基金规模的扩大（从 1997 年的 1700 亿到 2011 年的 1 万亿）拉低了费率平均水平。由于指数基金是被动管理，因此管理费水平整体较低，同时指数基金的平均规模也比较大。

5、抽丝剥茧，探索老牌基金优秀模式

5.1 富达基金 (Fidelity): 国际化战略造就老牌机构盛名

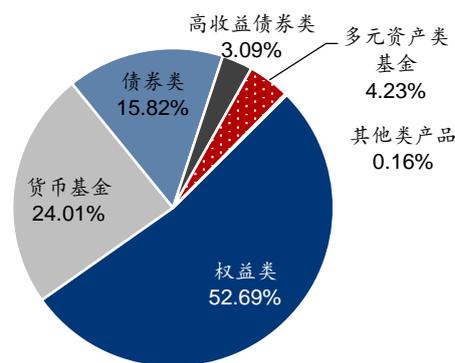
世界老牌基金管理公司，创新从未止步。1946年爱德华·詹森二世 (Edward C. Johnson) 创建富达管理及研究公司，伴随着美国基金业的崛起，富达基金以国际化和独立于当时主流投资策略的“自下而上”策略建立起自己的品牌优势和规模优势，成为业内最领先的基金之一。进入21世纪后又通过销售上的改革等加强优势，在指数基金崛起和以先锋等新兴基金公司为代表的低成本冲击之下，富达基金业的发展也遭遇到一定挫折，但其品牌号召力及业务创新等仍使其处在基金行业前列。

图表79: 富达管理资产规模达 2.53 万亿美元



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

图表80: 富达产品类型



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

5.1.1 优秀业绩铸影响力

早期的“激进增长基金”——富达资本基金 (Fidelity Capital Fund) 以及“麦哲伦” (Magellan) 等注重个股选择的基金先后在业界树立名望之后，富达基金逐渐崛起，并最终成长为一家世界级的基金公司。彼得·林奇 1969 年加入富达基金，1977 年开始管理富达公司旗下麦哲伦基金，之后彼得·林奇掌管下的麦哲伦基金业绩逐渐成为业绩标杆，1977 年-1983 年，麦哲伦基金平均每年跑赢标普 500 指数 26%，1984 年至 1993 年业绩有所回落，但依然保持每年相较标普 500 正的超额收益率。

5.1.2 国际化铸就领先地位

富达基金较早的意识到了基金管理业务国际化的重要性，并于 1969 年成立富达国际，主要负责国际业务的推进。富达国际主要从事资产管理业务，截至 2018 年 12 月底，富达国际已经在全球通过 10 个地区办事处和 190 多个美国投资中心为客户提供服务，拥有超过 40000 名员工，管理资产总规模约 2.5 万亿美元。

5.1.3 销售模式增进客户体验

富达基金一直比较重视销售模式的创新，力图给客户带来更为优质的体验，1973 年富达基金成为第一个上门服务的基金公司；1974 年富达基金第一个通过免费电话的方式进行基金销售，在电话尚属于新鲜事物的时代，电话销售模式取得良好效果；1979 年富达基金建立电话信息系统，方便投资者在 24 小时内电话查询基金净值和收益率，这是基金行业首次采取电话查询方式；在网络逐步发达之后，1981 年富达基金建立了富达系统公司 (Fidelity Systems Company)，专门负责富达网上系统和电话系统的维护管理，1986 年富达基金在行业内首次为客户提供按小时报价的服务，投资者可以按小时净值进行基金申购。富达基金的基金超市 (Funds Supermarket) 平台依然保持业界领先水平，基金超市

是共同基金的主要销售形式，而富达基金的网上平台在 1993 年即成为全美 36 家基金超市中最大的一家，现在依然在业界领先。富达基金还建立了“直销代理人”制度，在该制度下，通过投资者对自己购买产品的满意度的体验分享，吸引更多的投资者关注和投资富达基金，而富达基金将原来支付给基金销售机构的大额佣金的一部分支付给分享者，从而使投资者也能分享基金销售环节的利益，增强客户投资体验。

5.1.4 多董事会结构分类监管

在管理机制方面，富达基金的董事会成员每年定期开会，董事会主席可以是独立受托人或管理层，由独立受托人任命产生。董事会绝大多数由独立受托人组成。富达基金采取多个独立运作的董事会结构，不同董事会分别监管不同类产品，从而使每组基金的受托人专注于所监管基金的特定问题。在激励机制方面，基金经理可以参与权益薪酬计划和员工股票购买计划。

5.1.5 保守投资策略限制发展

偏保守的策略是 2010 年富达基金逐渐被新兴基金超越的主要原因，产品类型更新步伐缓慢、模糊化的投资策略是典型代表。富达基金不倾向于建立指数基金、量化基金，且长时间内拒绝成立对冲交易部门，保守的策略使其失去了一个万亿美元级别的市场。富达基金的整体投资策略也发生了变化，转为偏向保守的市场中性策略，其基金产品很难再像彼得林奇时代的麦哲伦基金那样脱颖而出。

5.2 先锋基金 (Vanguard): 低成本+指数基金, 基金业的新旗帜

先锋基金由约翰·博格于 1975 年成立，总部位于宾夕法尼亚州。先锋基金成立时间偏晚，但依靠自身鲜明的经营特色，先锋基金已成为管理资产规模最大且增速最快的基金公司。先锋基金在经营上重点突出指数基金，强调低成本运营，截至 2018 年底，平均管理费率为 0.10%，大幅低于美国基金行业平均水平。同时在公司构架上独具一格安排使得先锋基金在竞争激烈的美国基金行业独树一帜，超越实力雄厚的传统基金公司，成为美国基金行业的新旗帜。

5.2.1 低成本运营独辟蹊径

先锋基金成立之初即确立了低成本运营的理念，取消销售佣金，在推出指数基金之后又推出税收管理基金，“Markets are unpredictable, costs are forever”是先锋基金对低成本理念最典型的阐释。先锋基金的平均费率从 1975 年的 0.89% 下降到 1990 年的 0.38%，并于 2018 年降低到 0.10%，不到行业平均费率（0.58%）的五分之一。先锋基金不仅通过低成本策略直接降低了投资者的投资成本，还通过将“低成本策略”打造成其特色以吸引长期投资者、增大客户的粘性。在美国资本市场以机构投资者为主、高养老金配置基金比例背景下，以长期投资优势为主的特性促使投资者更加垂青于具有低成本优势的基金公司。

图表81：先锋基金交易费

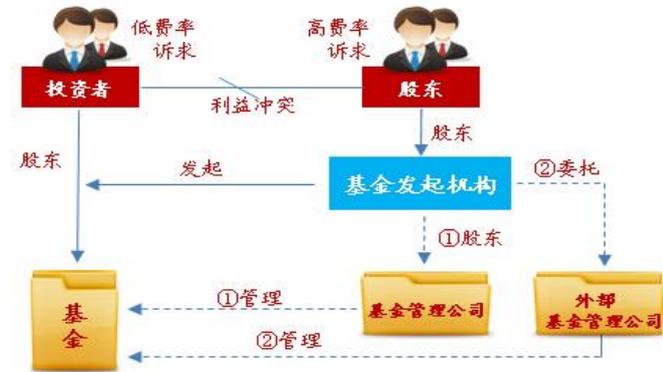
份额	先锋 ETF	先锋股票（线上）
<5 万美元	免费	年内前 25 笔交易每笔 7 美元，之后每笔交易 20 美元
5 万-50 万美元	免费	每笔交易 7 美元
50 万-100 万美元	免费	每笔交易 2 美元
100 万-500 万美元	免费	年内前 25 笔交易免费，之后每笔交易 2 美元
>500 万美元	免费	年内前 100 笔交易免费，之后每笔交易 2 美元

资料来源：先锋基金官网，华泰证券研究所

股东为旗下所有基金，拥有降低交易费用的内在诉求

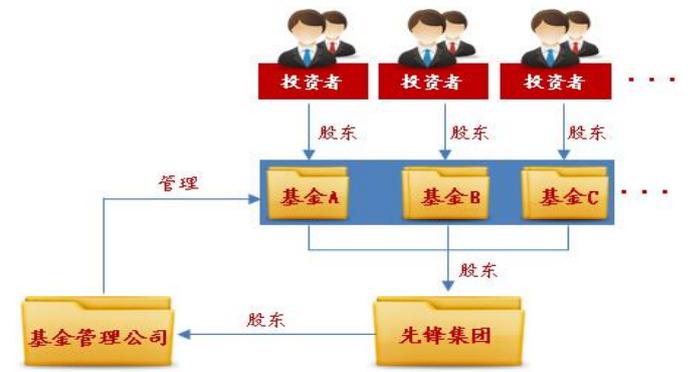
先锋基金的特殊之处在于，先锋公司的股东为旗下所有基金（先锋公司为美国唯一一家如此构架的公司），基金的股东为投资者，从而先锋旗下的基金管理公司的实际股东仍然是投资者自身，先锋基金具有降低交易费用的充分激励，进而能够为投资者创造更大价值。

图表82：美国一般共同基金治理结构：利益不一致现象



资料来源：先锋基金发展分析报告，公司官网，华泰证券研究所

图表83：先锋基金独特结构设计：规避利益不一致



资料来源：先锋基金发展分析报告，公司官网，华泰证券研究所

薪酬奖励与节约成本挂钩。先锋基金成立之初即确立了低成本运营的差异化竞争策略，公司所有经营策略均按低成本要求展开。先锋基金平均费率不到行业平均水平的20%，为投资者，创造了更多的价值，同时，先锋基金会将所节约成本的一定比例计提到“合作伙伴计划”作为对员工的奖金。每年先锋基金将旗下基金管理费率与行业同类型基金进行对比，将基金所节约成本的一部分作为员工的奖金。

先锋基金不仅在公司架构上建立了降低成本的体制，更在员工激励上进行了相应安排，这是先锋基金运营成本一直低于同行的重要原因之一。先锋基金较低费率有两点逻辑，一是通过先锋公司股东为旗下基金，进而为基金份额持有人的设计，避免了公司型基金股东与基金管理公司股东之间的直接利益冲突；二是通过将所节约交易费用的一定比例成立“合作伙伴计划”反过来再次激励运营成本的降低。同时，先锋集团员工本身仍会投资旗下基金产品，在一定程度上激励先锋集团对于基金运行成本的降低以及对于基金业绩的追求。

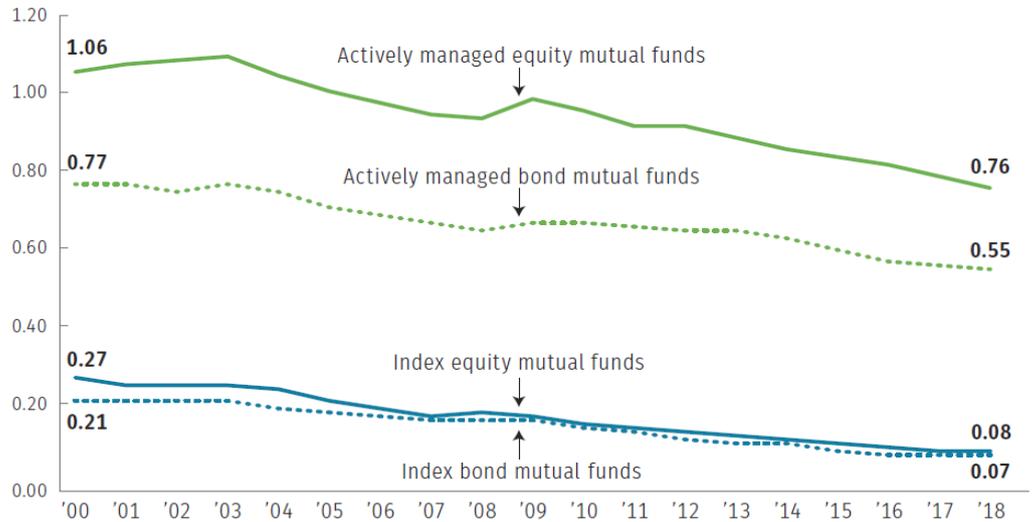
图表84：先锋基金低费率逻辑与激励



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

以指数基金为主的产品结构，有利于基金运营费用的降低。先锋基金所管理基金规模的一半为指数基金。指数基金（包括ETF）由于采用被动式钉住特定指数的交易策略方式，拥有更低的运行成本。2018年美国指数股票型基金和指数债券型基金的平均费率分别为0.08%和0.07%；股票指数ETF和债券指数ETF加权平均费率分别为0.76%和0.55%。先锋基金超一半规模为指数基金，对先锋基金平均0.10%的费率水平起到重要的推动作用。

图表85：2000-2018年共同基金和指数型基金费率走势（单位：%）

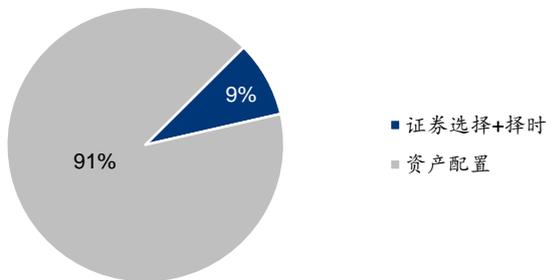


资料来源：ICI，华泰证券研究所

5.2.2 指数基金特色鲜明

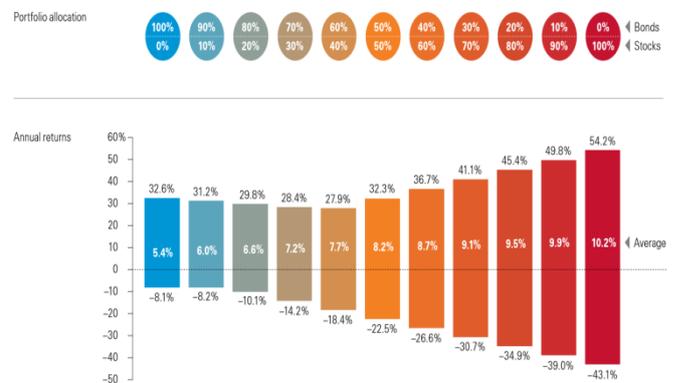
先锋基金重点发展指数基金源于“平衡配置”的投资理念。指数基金在先锋集团得到大力发展主要有两方面原因，第一是先锋基金一贯注重指数化资产配置的投资理念，第二是指数基金与先锋集团低成本运营的理念相契合。先锋基金的投资理念认为资产配置的差异决定了91%的投资组合收益率，只有9%的收益水平决定于选股与择时。一个好的投资策略不仅应规避风险较高的个股，还应注重资产配置的均衡，先锋基金同时为投资者构建了不同收益-风险水平的基金系列，供投资者选择与自身风险偏好相符的投资组合。

图表86：先锋投资理念：资产配置决定91%的收益



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表87：美国不同资产配置下风险-收益水平



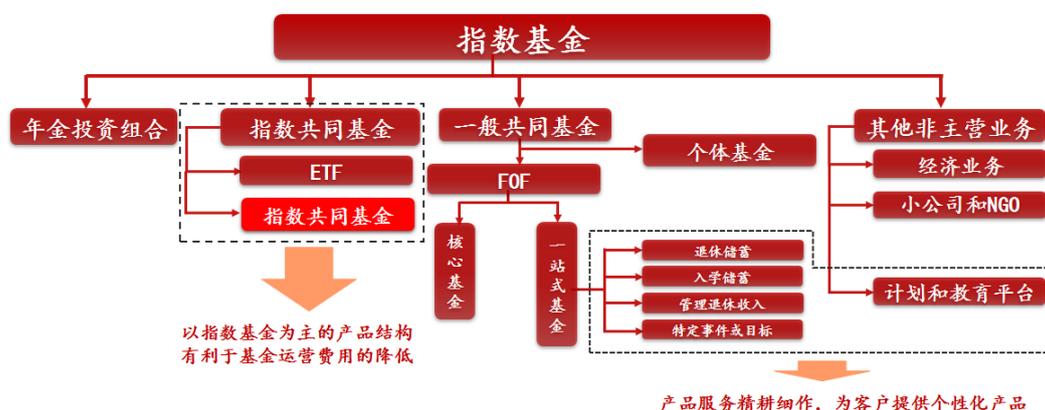
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

产品线设计灵活精细。先锋基金产品线覆盖广泛，包括一般共同基金、年金投资组合、指数共同基金及其他非主营业务产品，但其仍具有浓厚的指数基金基因。1976年先锋基金发行了世界上第一支面向个人投资者的指数化基金——先锋500指数基金，成为指数基金的标志产品，指数基金总是先锋基金主导产品类型。指数基金大类下分为一般指数基金以及

ETF 基金。适合个人投资者的一般共同基金产品线设计非常灵活，旗下包含个体基金以及 FOF 基金。基金之间突出差异化，适合不同的投资者进行选择。

一站式服务独辟蹊径。先锋基金在产品上的过人之处在于，它以众多差异化的个体基金为“基金库”，在此基础上构建了按不同风险—收益配比水平的 FOF 基金，先锋基金注重资产配置的被自动化投资理念再次体现在产品设计中。先锋 FOF 基金包括核心基金与一站式基金两大类。其中核心基金是由 9 支子基金组成的系列产品，风险由低到高，投资者可以选择其一或者任意组建新组合，适合个体个性化的投资风格。一站式基金则为特定投资者提供一站式服务，包括退休储蓄基金、入学基金、管理退休基金、特定时间或目标储蓄基金，力求通过一支基金即实现风险的适度分散。

图表88：先锋基金产品结构



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

5.2.3 产品服务精耕细作

先锋基金细化的产品线是其服务能力的基础，争取挖掘每一个潜在客户并为其提供个性化的产品是其一贯服务方式。先锋基金产品线细化程度很高，为其向具有不同诉求的投资者提供个性化服务提供了强大的支撑，其中一站式基金对于先锋基金突出个性化服务的体现最为明显。

先锋目标退休基金（Vanguard Target Retirement Funds）主要围绕投资者的退休安排提供对应可投资产品，该类型基金以 FOF 的形式投资于先锋基金旗下其他基金，构建与投资者收入、年限相适应的投资基金组合。按不同的退休年限，先锋目标退休基金被分为 10 个子基金进行独立运作（如预计在 2050 年附近退休的可已选择“2050 基金”等），每一个基金都相当于一个生命周期基金，随着退休日期的临近，基金的投资组合中风险较大的股票资产逐步降低，而提高固定收益类资产的配置比例，以最大化稳定投资组合表现。

同时，先锋基金设立了客户咨询教育平台、入学储蓄服务中心、退休金中心、房地产计划中心等服务机构为客户提供全方位的服务，而不仅流于形式。比如美国一些州政府为家庭子女上大学开展的“529 计划”，对家庭储蓄子女大学学费给予优惠政策。而先锋基金也推出了自己的“529 计划”（Vanguard 529 Plan age-based portfolios），并将此计划与州政府的“529 计划”进行对比，让投资者自由选择。州政府的“529 计划”推广度较高，先锋基金之所以能和州政府“争取”客户资源，一是先锋基金自身的品牌影响力，二是先锋基金的入学储蓄服务中心所能提供的深度服务。先锋基金将“529 计划”分为 0-5 岁、6-10 岁、11-15 岁、16-18 岁、19 岁以上 5 个阶段，每个阶段的“529 计划”基金对应不同风险水平，类似于目标退休基金。同时入学储蓄服务中心所能提供的服务包括预测大学生活开支、建立大学储蓄计划，甚至是规划大学生生活规划指导等，投资者可享受到全面、立体化的服务。先锋基金公司通过提高客户体验度的方式，不断增强投资者粘性。

图表89： 先锋目标退休基金资产配置

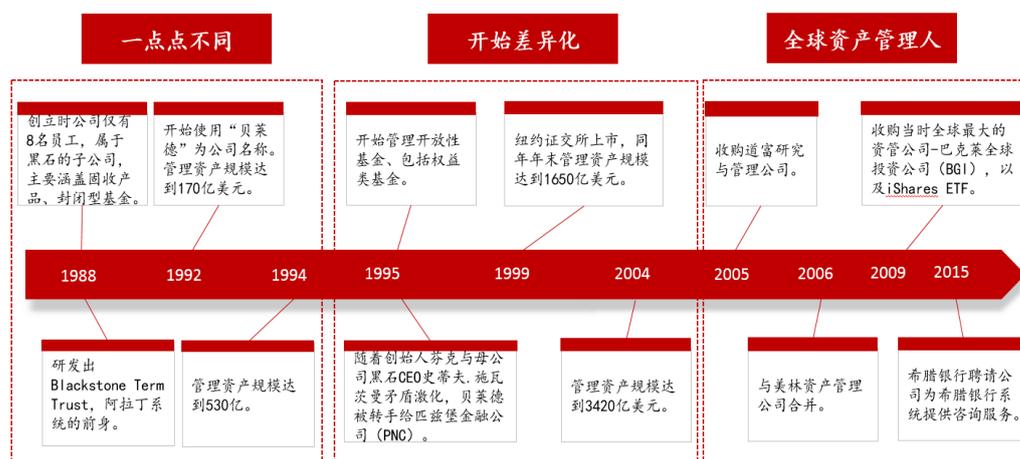
退休时点	已退休	近期退休	中期退休 (20年)	远期退休 (50年)
Total Bond Market Index	50.0%	49.9%	40.9%	10.9%
Total Stock Market Index	20.1%	33.0%	47.4%	71.1%
Inflation-Protected Securities	24.9%	16.4%	0.0%	0.0%
Prime Money Market	5.0%	0.7%	0.0%	0.0%
European Stock Index	0.0%	0.0%	8.3%	12.5%
Pacific Stock Index	0.0%	0.0%	3.5%	5.3%

资料来源：先锋基金官网、华泰证券研究所

5.3 贝莱德 (BlackRock)：外延扩张打造资本运作之王

全球最大资管公司，股权结构趋于分散。贝莱德集团于1988年成立，并于1999年9月30日在纽交所上市，是美国规模最大的上市型投资管理集团。其总部位于美国纽约，拥有超过135个投资团队、超过1.5万名雇员，分支机构遍布全球100多个国家。贝莱德集团的股权结构较为分散。截至2019年3月底公司创始人Laurence Frank及其余高管持股总计1.42%。持股比例超5%的大股东仅有匹兹堡金融公司(PNC)和先锋集团，占比分别为21.6%和5.63%。

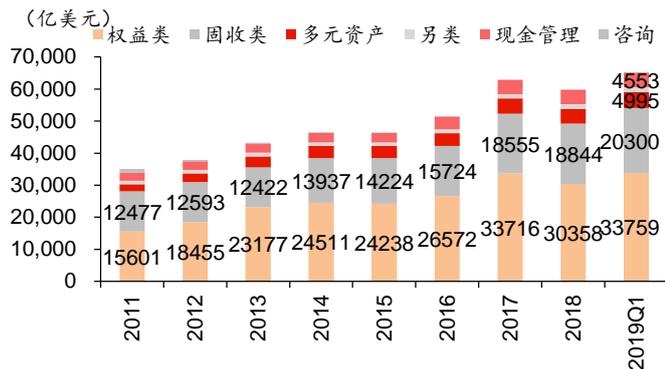
图表90： 贝莱德集团28年历史沿革



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

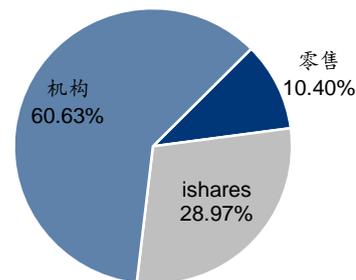
权益类产品比重稳步提升，客户中养老金比重大。截至2018年年末，公司在管资产(AUM)规模达6.0万亿美元，在过去5年的年复合增长率为7%，相比2017年末减少0.3万亿美元，同比下降5%。2018年底公司共管理权益类产品3.3万亿美元，固收类产品1.9万亿美元，多元资产约4619亿美元，现金管理约4486亿美元，权益类产品占比为50.8%，且近五年来权益类产品比重在稳步上升，18年有所下降。从客户类型来看，机构客户的在管资产约3.6万亿美元，占比60.6%；iShares规模为1.8万亿美元，占比29%；零售端规模6214亿美元，占比10.4%。贝莱德是全球最大的养老金管理人，养老金规模达到2.403万亿美元，同比去年增长29.85%，占机构类客户在管资产规模的69%。

图表91: 权益类产品占据半壁江山 (单位: 亿美元)



资料来源: 2018 年报, 华泰证券研究所

图表92: 机构类客户占比 54% (单位: 亿美元)



资料来源: 2018 年报, 华泰证券研究所

5.3.1 资本运作实现规模扩大

从贝莱德发展历程来看, 资本运作是其超越竞争对手、实现跨越式发展的重要方式, 包括上市、兼并收购等。1999 年贝莱德成功在纽约交易所上市, 一方面扩大了自己在投资者中的影响力, 另一方面也获得了充足的资金开发 BlackRock Solution 等核心产品。此后, 贝莱德进行了一系列的兼并收购, 其中最重要的是在 2005 年收购了道富研究与管理公司, 紧接着 2006 年与美林资产管理公司合并, 弥补了公司在权益、固定收益、现金管理各项策略和产品中的短板, 一举确立了贝莱德在行业第一阵营的位置。

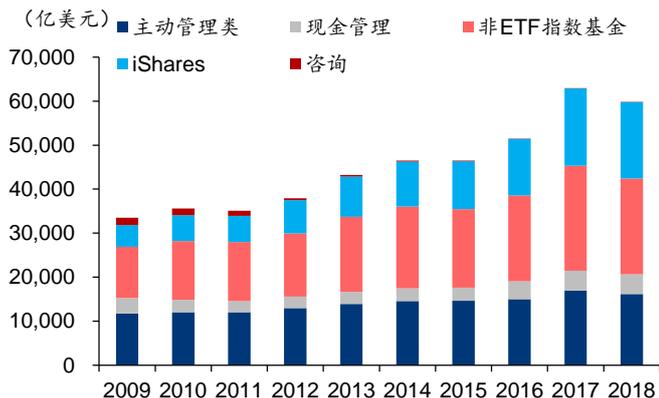
2009 年贝莱德又抓住巴克莱集团急需补充资本金的契机, 将兼并目标锁定为最大的竞争对手——巴克莱全球投资者。投资风格从主动型策略的转向了被动型策略。此番操作有效降低了市场策略和资产类别表现轮动与波动对公司管理资产规模的影响。

5.3.2 紧跟被动投资乘势而起

伴随美国家庭理财需求壮大、低廉的管理费和主动管理战胜指数效应持续, 美国指数基金迎来发展黄金时期, 总规模从 2003 年的 0.15 亿美元, 发展到 2018 年底已达 3.37 万亿美元, 平均复合增长率 23%。

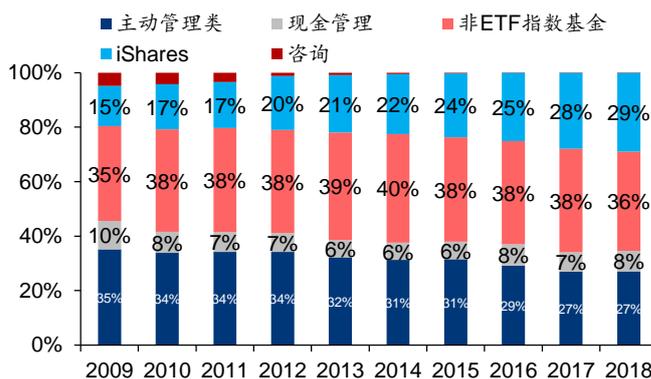
贝莱德把握指数基金发展浪潮, 在 2009 年通过收购当时全球最大的股票型 ETF 发行人巴克莱全球投资, 同时也获得巴克莱投资旗下的 ETF 品牌 iShares, 此后 iShares 成为贝莱德的拳头业务。指数基金规模的快速增长也成为驱动公司 AUM 增长的关键因素。此外, 贝莱德还在积极开发 Smart Beta 策略, 将主动管理能力融入被动产品策略, 增加投资者多元化配置策略, 同时也有效提升管理费率。

图表93: 2009-2018 年贝莱德管理各类资产规模



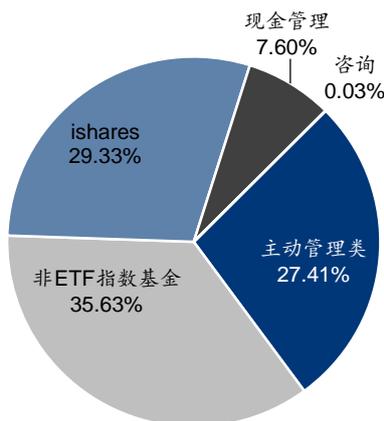
资料来源: Blackrock 年报, 华泰证券研究所

图表94: 2009-2018 年贝莱德管理资产结构



资料来源: Blackrock 年报, 华泰证券研究所

图表95： 2018 年底公司被动管理的资产规模占比超六成

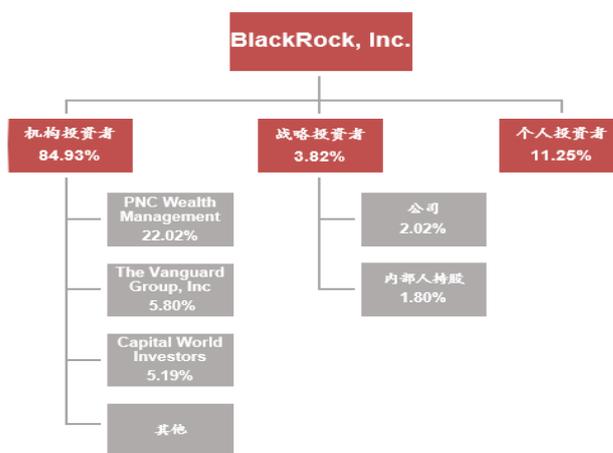


资料来源：2018 年公司年报，华泰证券研究所

5.3.3 治理机制促长期发展

股权结构较为分散且股东特质多元，保证管理团队经营决策权。贝莱德主要为机构投资者持有，总共持股占比 85.01%。公司没有实际控制人，持股超过 5%的大股东仅三个，分别是 PNC Wealth Management、The Vanguard Group, Inc.和 Capital World Investors。分散式股权结构下无单一的股东控制决策，保持管理团队对公司经营的决策权。

图表96： 2019Q1 末 BlackRock, Inc.股权结构分散、股东特质多元



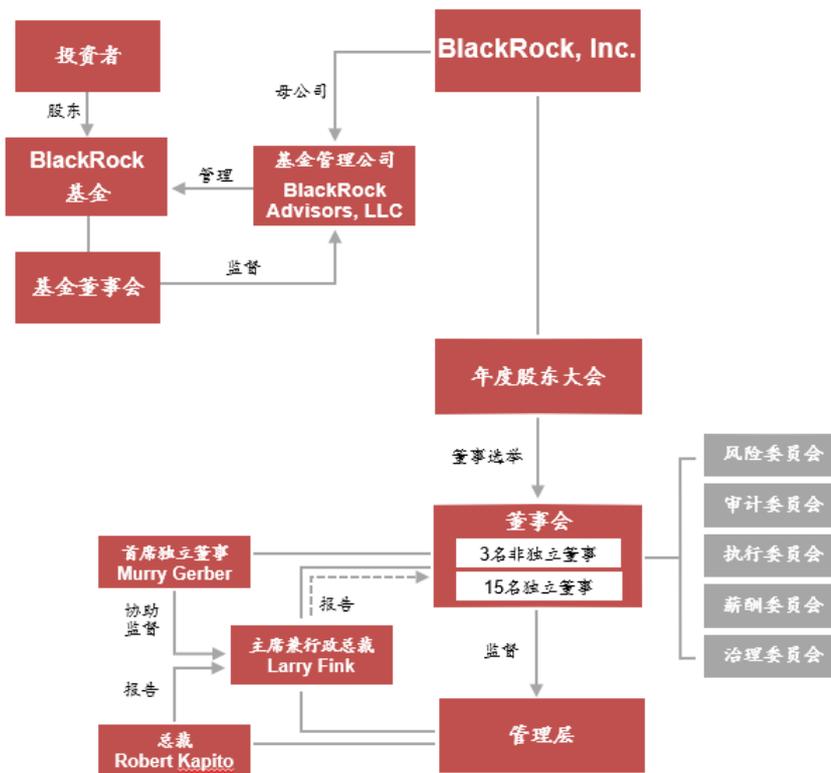
资料来源：Thomson Reuters，华泰证券研究所

董事会设立兼顾长期稳定和新旧更替。贝莱德八位创始人中的 4 位至今仍处于核心领导团队，并在董事会中占有席位。较长的任期赋予他们对公司深入了解，有利于公司长期治理稳定运营。同时，贝莱德兼顾董事会新鲜血液流入，促进董事会健康更替，公司治理机制包括对董事的定期评估、持续的董事继任流程，具体流程包括董事会成员年度选举和强制退休年龄限制等举措。

合理使用治理机制保障股东权益。从员工持股机制方面看，贝莱德要求独立董事在被选举成为董事后的五年内必须至少持有价值相当于 37.5 万美元的公司股份。此外，贝莱德董事薪酬计划主要由股权激励组成，并以递延股票单位的形式支付，从而薪酬激励与约束机制。从薪酬激励机制方面看，贝莱德的基金经理的薪酬激励与考核体系较为全面合理，且采用相对长期的绩效考核机制。对于主动投资基金经理来说，奖金将综合考虑公司整体业绩、该经理和其团队的相较于基准的业绩、个人表现和对投资组合和公司整体表现的贡献

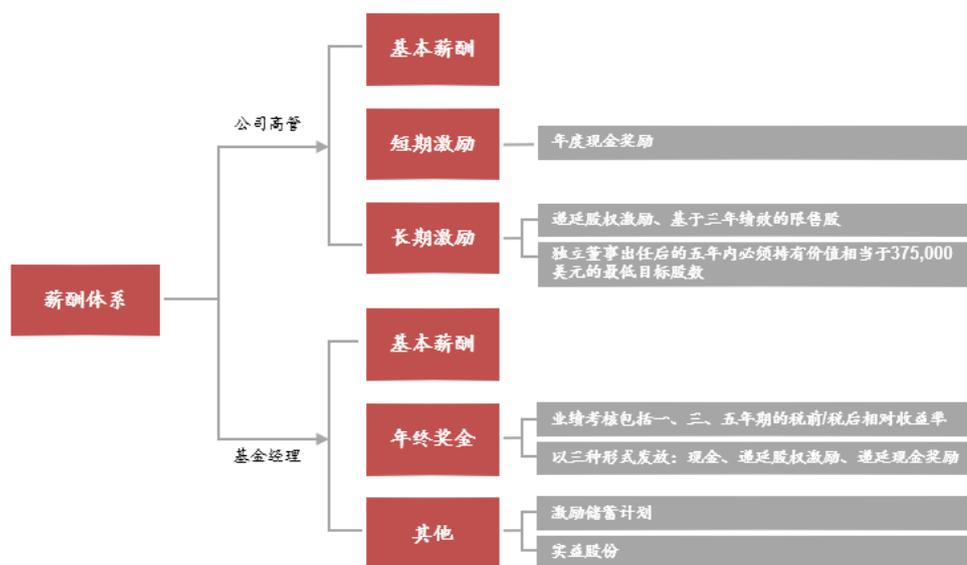
等因素。业绩考核区间兼顾多元和长期化，包括了一年、三年和五年期的相对于比较基准的收益率，使得愿意贯彻实施长期投资策略，避免短期超额收益、获取长期业绩回报，从而实现投资业绩可持续发展，也利于吸引长线资金。

图表97： BlackRock, Inc.及旗下基金治理结构



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表98： BlackRock 激励机制

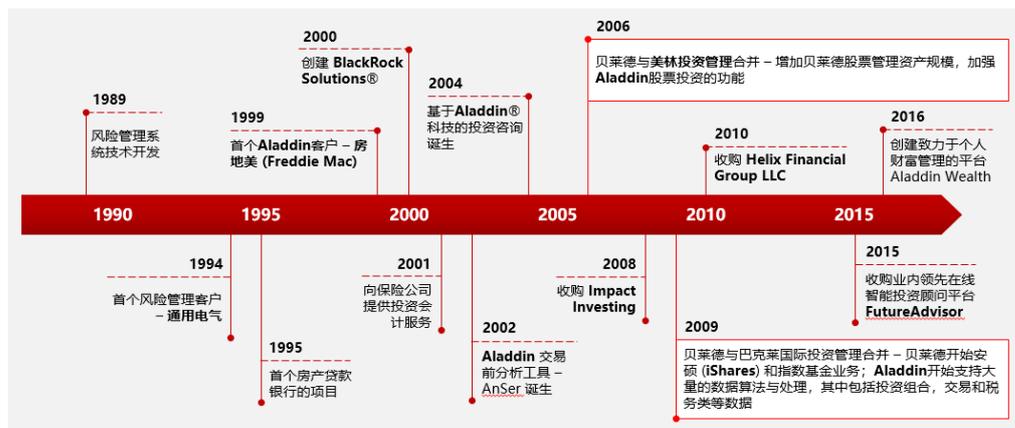


资料来源：公司官网，华泰证券研究所

5.3.4 金融科技阿拉丁系统赋能

贝莱德自 20 世纪 90 年代以来率先开始注重金融科技发展，陆续开发了风险管理系统、阿拉丁系统 (Aladdin)、Blackrock solution 等系统，并通过并购收购 FutureAdvisors 智能投顾等系统。科技发展成为贝莱德资产管理规模放大的重要驱动因素。

图表99： 贝莱德始终注重技术研发，以技术为基石拓展投资业务

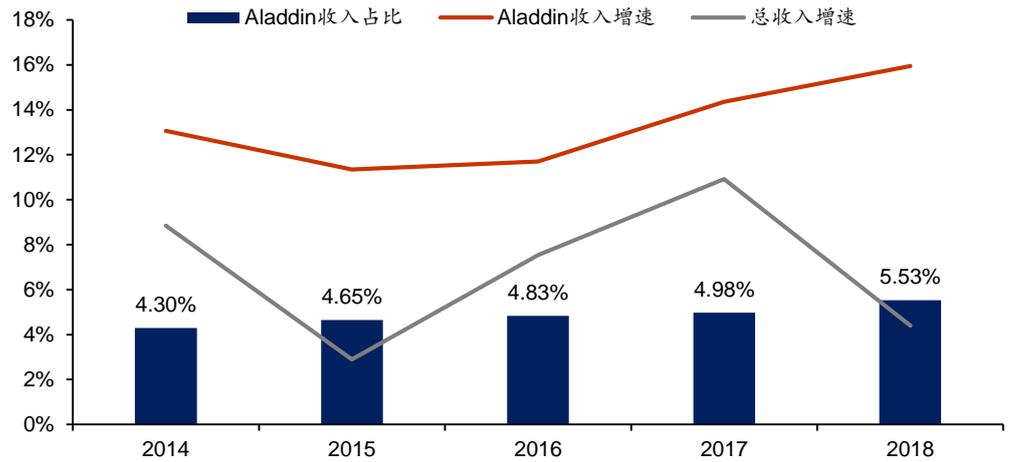


资料来源：公司官网，华泰证券研究所

其中，阿拉丁系统影响力显著。阿拉丁系统旨在利用人的资源、市场数据和 IT 技术为投资经理提供实时资产管理。阿拉丁将投资组合管理、交易、风险分析和运营工具整合在一个平台上，帮助投资机构实现明智的投资决策、有效的风险管理、提高交易效率和扩大投资规模。

如今，阿拉丁为 50 多个国家的超过 200 名客户提供服务，其用户接近 30000 名，依赖这一平台管理的资产规模超过 17 万亿美元。继续受益于有利于全球投资平台整合和多资产风险解决方案的趋势，2018 年 BlackRock 技术服务收入 7.85 亿美元，同比增长 19%，其中阿拉丁业务通常是以能提供经常性收入的长期合同的形式，占据了全年技术服务收入的大部分。过去五年，尽管 BlackRock 的营收增速出现过较大波动，阿拉丁系统的收入却实现了较稳定的增长。

图表100: 阿拉丁系统收入在 BlackRock 总收入中占比及增速、BlackRock 收入增速



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表101: 阿拉丁系统具体服务功能

功能	具体服务
风险管理	每天监测 2000 多个风险因素，每周进行 5000 次投资组合压力测试和 1.8 亿次期权调整计算；每天测试成千上万的潜在情景来评估市场因素变化带来的影响，如通货膨胀、石油或天然气价格等
组合管理	将复杂的风险分析和绩效归因与投资组合管理和交易工具相结合
交易管理	支持强大的多投资组合功能，包括合并、拆分和交叉订单以便于有效地管理订单
运营管理	所有操作流程都在同一个平台上运行，以监督跨业务功能的投资流程
合规管理	确保订单在交易周期的每个阶段都是合规的，包括订单创建、交易执行和交易后
技术管理	在不断变化的市场中保持与时俱进，无缝提供增强功能，无需安装新的软件升级

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

阿拉丁平台的主要优势体现在：(1) 拥有强大的数据资源基础。数据管理中心不断地记录和存储着各种重大事件，再通过蒙特卡罗模拟，计算它们对 AUM 有多少潜在影响。(2) 定制化情景分析和压力测试。阿拉丁将构建好的模型部署到自己的客户端，客户可以根据特定需要或者投资组合的特性来调整模型，然后利用模型进行定制场景分析。它还可以部署不同类型的压力情景测试让机构客户满足金融监管的要求。(3) 完整的投资服务流程。一方面，阿拉丁平台提供多资产类别的模型和分析，如固定收益、股票、外汇、衍生品、商品、房地产、私募股权和对冲基金等。另一方面，阿拉丁建立包括实时交易工具、投资组合构建工具、订单管理系统、风险报告系统、情景分析工具等各种数据处理和操作工具。

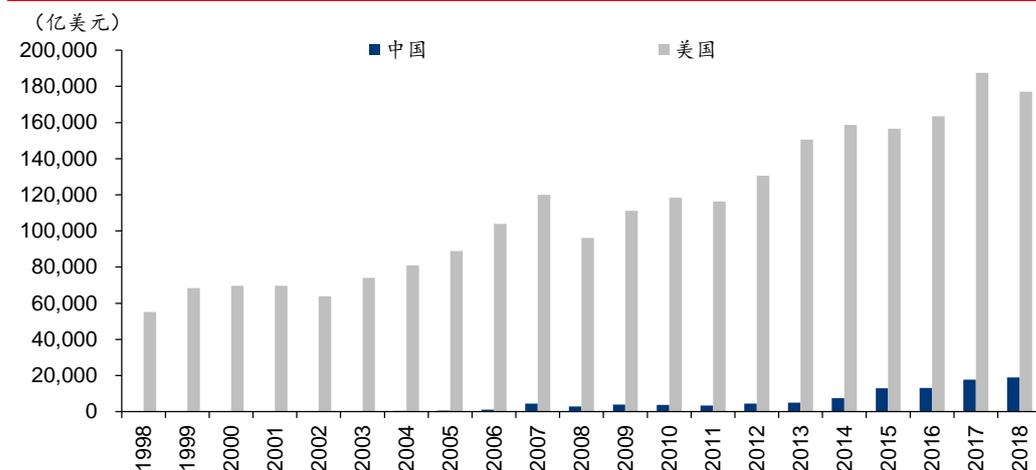
6、中美对比，解析基金行业发展方向

鉴于往事，资于治道。美国共同基金行业的发展历程，为中国基金行业发展提供宝贵经验，同时也为基金行业纵深发展指明前行道路：

6.1 立足行业：中国共同基金尚处起步阶段

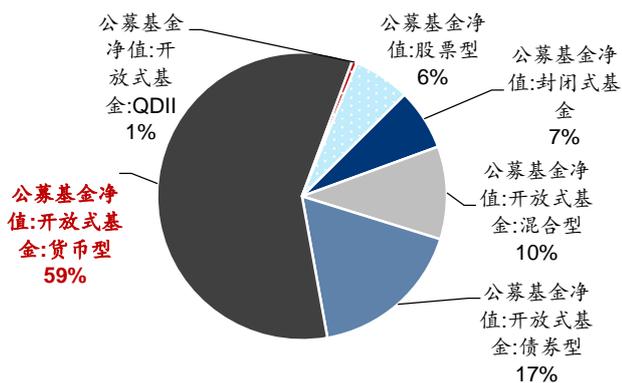
立足行业整体，中国共同基金尚处发展起步阶段，内部结构仍待优化完善。从规模上看，美国共同基金约为中国规模10倍。2018年末，我国公募基金净值约合1.90万亿美元，而美国共同基金达17.7万亿美元。从结构上看，我国公募基金以货币类基金为主导，2018年末占公募基金比例达59%，而美国则以股票型基金为主导，2018年末占比达52%。

图表102：中美共同基金净值对比



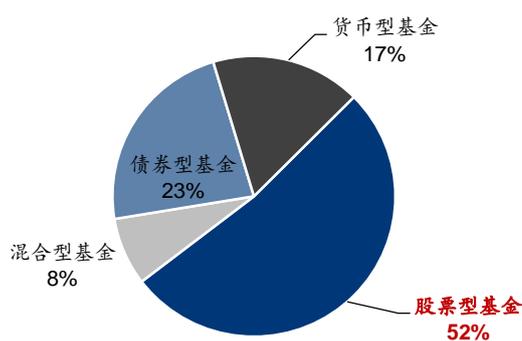
注：采用每年末中国外汇管理局人民币兑美元中间价折算
资料来源：证券基金业协会，Wind，ICI，华泰证券研究所

图表103：2018年末中国共同基金构成：货币基金主导，股票型占比低



资料来源：证券基金业协会，华泰证券研究所

图表104：2018年末美国共同基金构成：股票型基金占据半壁江山



资料来源：ICI，华泰证券研究所

6.2 细观品类：各类基金产品发展水平参差

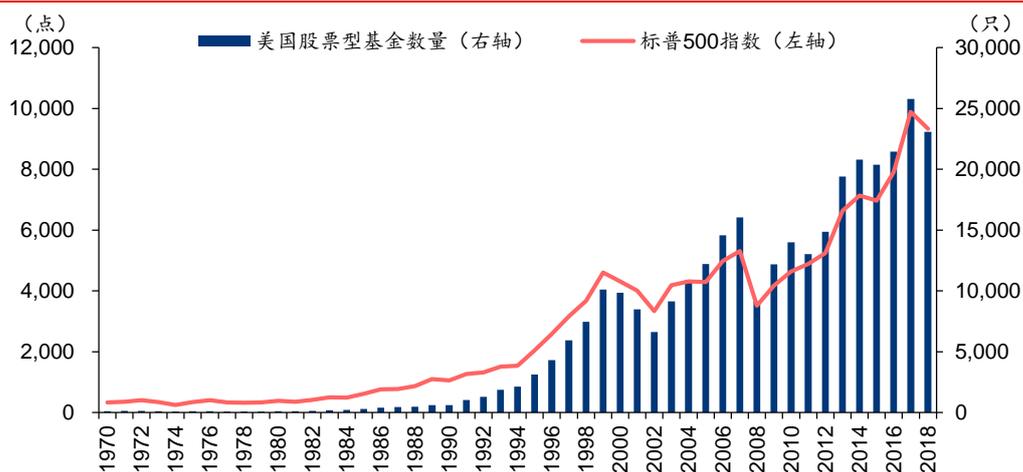
伴随宝类基金扩容，货币市场基金占比持续上升，未来伴随去刚兑和去保本推进、货币基金监管加码、股票市场稳中向好等信号有望迎来结构优化调整。当前我国还未实现市场利率市场化，且资管新规落地前以银行理财为代表的资管产品普遍存在刚性兑付的情况，资金池运作现象普遍。货币基金在某种程度上具有“类刚兑”特性，为客户提供相对高收益、高安全性的产品，其与银行存款之间的天然价差，驱动类货币基金产品规模不断攀升，其中个人客户是投资主力。2018年底，货币市场基金占比约58%，加上债券型基金规模合

计占比已超八成而同期主动权益型、混合型基金占比仅为 12%。这一趋势特征与美国 20 世纪七十年代至八十年代早期颇为相似。美国货币市场基金自上世纪 70 年代推出后，1981 年规模占比曾大增至 77%。但随着通货膨胀问题得到解决，美股长期牛市开启，预计股票型基金将成为长期投资的更优选择。截至 2018 年末，美国货币市场基金规模占比已降至 17%。

未来对货币基金流动性风险管理和对影子银行严格管控，将使货币基金规模可能面临较大波动。目前对货币基金的监管政策正在逐渐加码：流动性新规中对货币基金资产投向、剩余期限、估值方法与风险准备金等做出限制性规定；监管对市场上规模最大的货币基金余额宝的限制政策也逐渐升级；2018 年 6 月，央行和证监会联合发布《关于进一步规范货币市场基金互联网销售、赎回相关服务的指导意见》，对货币基金“T+0 赎回提现业务”明确 1 万元上限，同时明确要求不得垫支。

慢牛是推动股票型基金规模的系统性因素。借鉴美国经验，股票类基金发展壮大往往伴随股市牛市行情，慢牛是推升美国股票型基金规模的系统性因素。自 1993 年至 2018 年底，标普 500 年化收益率为 7.55%，同期美国股票型基金规模年复合增速达 14.44%，显著超越股指增长水平，行情上涨的同时吸引了较大规模增量。同期，该类基金规模与标普 500 相关性高达 0.95。

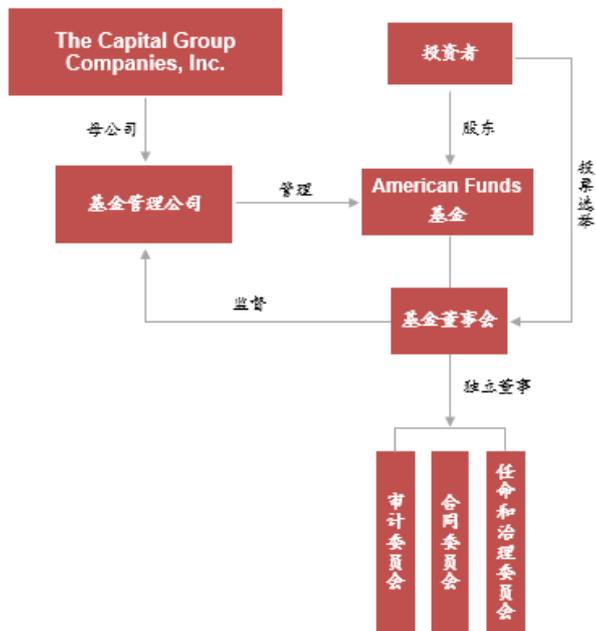
图表105： 美股指数和美国股票型基金



资料来源：Wind, ICI, 华泰证券研究所

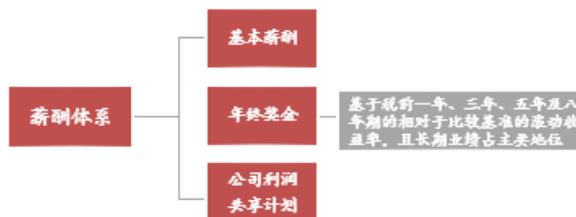
长期价值资金入市是股票基金发展的燃料与稳定剂。有望与股市形成良性循环，成为推动股票型基金快速拓展、公募基金结构变革的关键要素。**从资金面看，未来有三方面资金值得期待：一是递延养老保险。**作为中国版 IRA 的有益探索，2018 年 5 月个税递延型商业养老保险试点启动。在一年期试点结束后，今年养老目标基金等公募标的或被纳入投资范围。近期，第三批养老目标基金获批，也为后续产品供给提供了有力支持。此外，监管部门也在抓紧制定个税递延养老账户投资公募基金业务的规则。**二是职业年金业务。**2018 年是职业年金在公募基金落地的元年。2018 年 10 月 31 日，中央国家机关事业单位职业年金投资管理人名单出炉，公募基金公司在 19 家机构中占据 9 席。之后，新疆开启首个省级地方职业年金计划，新疆机关事业单位职业年金管理联合组发布通知，18 家投资管理人共获 36 个投资组合，多家公募基金公司赫然在列。福建、山东、江西等省职业年金相关工作也有进展。职业年金存量规模较大且缴费具备强制性，是各家机构关注的长期资金来源之一。加上部分基金公司已具备多年企业年金投资经验，在风险偏好类似的账户投资上有所沉淀。预计未来公募基金公司仍将继续发力该项业务，于其中分一杯羹。**三是海外增量资金。**

图表107: Capital Group Companies旗下 American Funds 治理结构



资料来源: Capital Group 官方网站, Thomson Reuters, 华泰证券研究所

图表108: Capital Group Companies, Inc. 基金经理薪酬体系

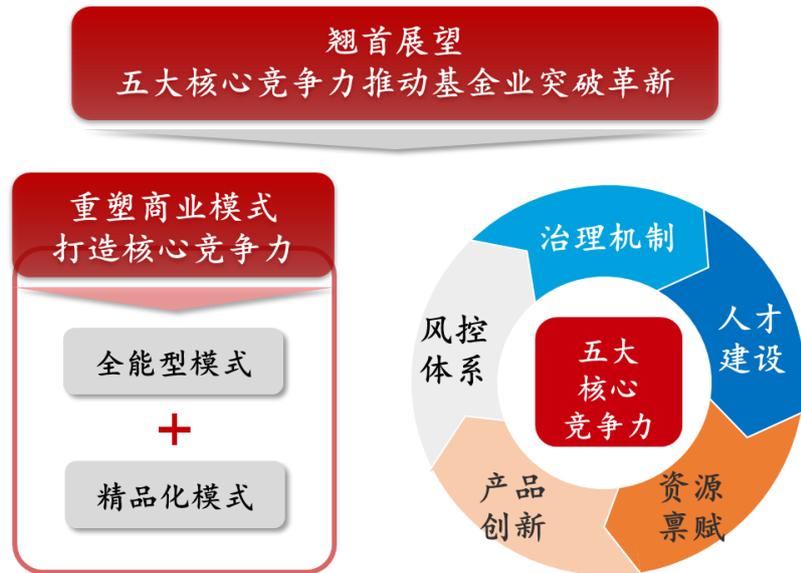


资料来源: Capital Group 官方网站, Thomson Reuters, 华泰证券研究所

7、翘首展望，五大核心竞争力推动基金业突破革新

资管行业大变局时代，大资管行业正在构建需求分层、市场分层、产品分层的多层次体系。中国基金业作为大资管行业的关键组成，面临牌照红利削弱、行业变革推进，结合国内现状和美国经验以及成功案例启示，我们提出需要顺应政策和市场趋势，把握公司定位与战略发展方向，从治理机制、人才建设、资源禀赋、产品创新、风控体系等五大方面强化核心竞争力，进一步重塑经营模式、延伸业务链、做大体量，从而掌握市场话语权。

图表109：国内基金公司的革新之路



资料来源：华泰证券研究所

7.1 重塑商业模式，打造核心竞争力

从1998年至今，中国公募基金行业已完成两个重要阶段：1998-2007年，牌照为王阶段。在此阶段，公募基金行业的规模不断扩大，业内公司的核心竞争力不在于研究实力和产品销售能力，而是获取产品发行批文的能力，尤其是在2006-2007年基金产品供不应求阶段。2007-2013年，渠道为王。在此阶段，资本市场持续低迷，产品供需关系逆转，产品发行批文不再是尚方宝剑，是否拥有渠道优势成为竞争核心。2014年后，行业开始进入模式为王的新时期，各基金公司将根据自身资源禀赋，选择差异化发展路径。

图表110：1998年以来国内公募基金行业三大发展阶段

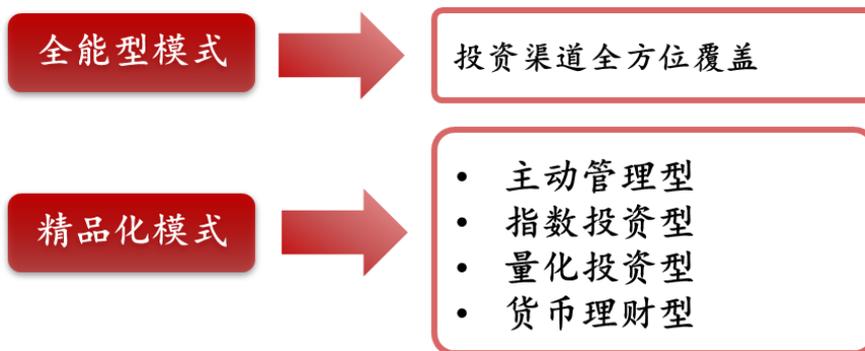


资料来源：华泰证券研究所

股权结构和股东属性是资源禀赋的先决条件，是决定公司发展模式的重要依据之一。按控股关系不同，可以将公募基金划分为六大类型：券商系，信托系、银行系、金控系、保险系和产业资本系。券商系在基金公司数量和管理份额净值上均占据了半壁江山，产业资本系因天弘基金而在管理份额上仅次于券商系。

根据资源禀赋的差异，目前公募基金行业逐步分化为两大类模式：一类为全能型模式，基金公司在丰富的资源支持下实现投资渠道的全方位覆盖，并依托规模优势逐步强化竞争优势；另一类为精品化模式，基金公司在有限的资源下，将核心资源聚焦于特定领域，例如主动管理型、指数投资型、量化投资型、货币理财型等优势领域，以实现在特定赛道上的战略突围。我们认为战略定位的明确、经营模式的选择，是各大基金公司需要首先纳入考虑范畴的。

图表111： 公募基金两大类模式

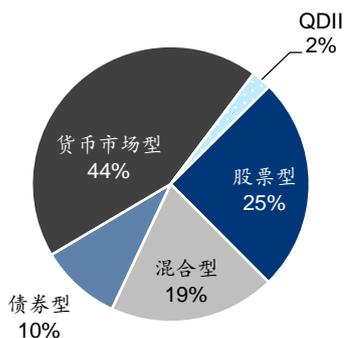


资料来源：华泰证券研究所

全能型模式，满足目标客户全部金融需求。全能型模式是目前上规模基金公司致力的方向。所谓全能，是指全面覆盖和开展集合理财、专户理财、财富管理、企业服务、私人银行、对冲基金、另类投资基金以及专项基金等全方位业务，满足各层次客户的综合需求。全能型模式的主要特征在于业务资格牌照全，产品体系能够全部满足目标客户金融需求。此类基金拥有一定的渠道和研发优势，但同时基金公司的综合实力要求更高。

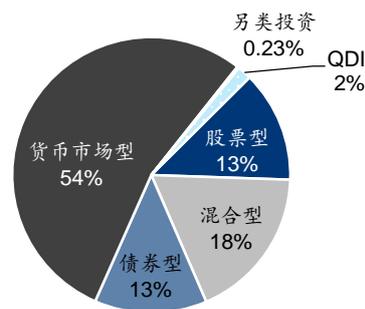
我们认为作为公募基金行业久负盛名的华夏基金和易方达基金，目前已具备转型全能型基金管理公司的基础。根据 Wind 数据，截止 2019 年第二季度末，华夏基金旗下基金总计 154 支，基金净额 4641 亿元，基金类型涵盖了从低风险、低收益的货币市场基金到高风险、高收益的股票基金，可以满足各类风险偏好投资者的需求。而易方达管理基金总计 160 只，基金净额 6570 亿元，产品基本全覆盖且结构更为均衡。公司还管理着多只全国社保基金投资组合，已经被多家大中型企业确定为年金投资管理人。

图表112： 2019年Q2末华夏基金产品结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

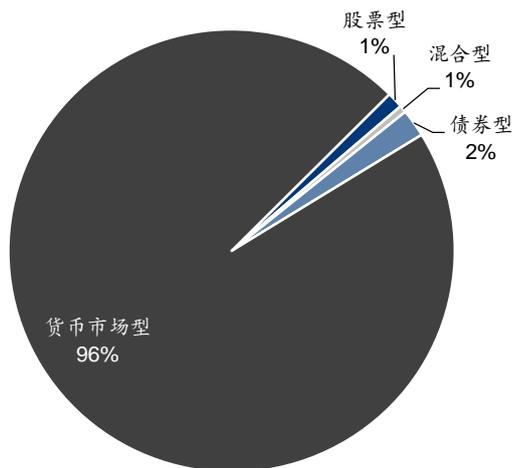
图表113： 2019年Q2末易方达基金产品结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

精品化模式，聚焦优势投资品种。精品店模式主要是指基金公司将业务、渠道、服务、人才等全部资源集中倾向于某一重点业务，在投研能力上侧重于某一单一市场的投资，具有较为清晰的单一的投资风格，在服务和营销渠道上讲究特色服务，强调营销和服务的及时性、准确性和贴近性，通过对单一产品、单一市场的深耕来获取超额收益。此类基金公司拥有较为独特的渠道优势，在产品发行上可以更加聚焦。例如天弘基金，与阿里系合作后，通过余额宝这一货币市场型基金，规模快速做大，超越华夏成为管理份额净值最大的基金公司。此外，像华泰柏瑞基金为代表的的量化投资型模式表现也较为突出，2018年主动量化型管理规模行业第一，收益表现也居行业领先地位。

图表114：2019Q2末天弘基金产品结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

7.2 治理机制：精简组织架构，优化治理机制

7.2.1 探索多元股权，精简组织架构

公募基金伴随资本市场发展变化同步前进。伴随资本市场市场化改革深化和向存量市场推进，基金公司处在资本市场浪潮中心，资本市场规模扩大、有效性提升和市场化制度完善也呼唤公募基金革新。而公司治理机制是保证公司健康发展、增强成长的根本力量，因此基金公司治理机制优化对把握发展先机至关重要。公募基金公司作为资管行业的核心成员之一和最具市场化基因的机构，需要在公司治理机制上顺应市场趋势，同时又要探索引领大资管行业前行步伐。

探索股权结构更趋合理、多元、灵活。从中美基金公司对比来看，美国基金公司整体看来股权集中度偏低、股东多元；而我国股权结构相对集中，股东类型集中于券商、银行、信托等金融机构，个人股东公募基金近年来呈现上升趋势。未来，伴随外资资管公司对境内公募基金“一参一控”制度正式放开，员工持股计划进一步向大型公募基金公司推广，个人系公募基金数量逐渐上升，基金管理公司混合所有制改革推进，以及根据国家政策的方向和行业、公司发展的需要带来更广泛的股东资源，公募基金公司的股权结构有望趋向多元优化，从而探索出符合行业和公司发展需要的股权结构。

精简组织架构，打造“多支柱模式”。扁平化、简洁化的组织架构有望推动业务高效发展，安联保险资管在业务重组后探索的“双支柱”模式具有重大参考价值。2012年安联资产管理公司成立之前，旗下共有9个独立的资产管理子公司。2012年，安联宣布对旗下资产管理业务进行整合，将除PIMCO外企业7家精品资产管理公司，如RCM资产管理公司、Nicholas-Applegate等并入安联投资，与PIMCO作为集团资产管理业务两大支柱独立存在。在德国，对PIMCO及安联投资业务进行拆分，PIMCO专注于固定产类投资，

而安联投资着重发展权益类投资。在全球其他地区，两家公司虽然产品线类似（均包含固定收益类、权益类、另类资产及多元资产类产品），但两家公司保持了自己独特的投资理念，并通过安联集团的统一管理在业务上取得协同效应。安联集团的“双支柱”模式打破了之前九家公司独立经营的低效率局面，使 PIMCO 及安联投资能更好地利用集团资源拓展市场份额。简化公司组织架构的同时，业务效率得以提升。

7.2.2 引入事业部制+券商研究服务

(1) 引入事业部制

基金行业的格局进入“裂变期”，一些基金公司依靠外部力量迅速做大；另一些公司希望通过内部改革实现崛起，改革的抓手就是引入投研事业部制。

所谓事业部制度，是将基金行业运行了 16 年的“大而全”投研架构打散，重组为一个个事业部，投研人员的利益跟事业部的绩效直接挂钩。目前，招商基金、国泰基金、前海开源基金、中欧基金等公司开始进行事业部制度改革的尝试。事业部制度在海外已经运作成熟，无论大中型还是小型基金公司，事业部制度较为普遍，即一个明星基金经理带领一个团队，自负盈亏，参与基金管理费的分成。当下，我们认为基金公司引入事业部制度条件逐渐成熟。

一方面，此前之所以未引入该制度，主要是囿于投资行业所处的时代背景。在“庄股”时代，基金公司设立独立的研究部门在一定程度上是为了制约投资经理，防止基金经理“一言堂”，所以要求所有的投资都必须有相应研究作为根据。但从实际操作来看，投研普遍存在脱节现象，研究成果转化为投资业绩效率低下，沟通成本较高，迫切需要重新架构内部组织体系。另一方面，基金牌照红利逐渐消失。过去十多年，基金公司牌照并未放开，牌照是难得的红利，股东一般不愿意把管理费拿出来与员工分享。随着最近一两年基金牌照管制放开，发行产品逐渐过渡至备案制，基金公司的事业部改革才有条件起航。

由于制度僵化，明星基金经理“奔私”频繁上演，而事业部制度或能有效对冲。毕竟投研人员单独做私募并不容易，除了投资之外，还有市场、产品等事务需要操心，难以专注，以致“私奔”者大多默默谢幕。事业部的魅力就在于为优秀投研人员提供一个良好平台，束缚少、激励到位、可以专注投资。

在事业部体制下，不同团队之间交流会受到阻隔，资源浪费问题似乎难以避免。因此，事业部改革之下的业务协调和配套制度的建立，成为基金公司亟待解决的问题。同时，事业部制度下，可能提升投研团队的风险偏好，令产品处于更大风险敞口。这需要管理层以更大的智慧对待新事物。

相较于老基金公司事业部改革要面临人事调整等重重压力，并承受转型失败机会成本，而中小型和新成立的基金公司改革阻力较小，我们建议这两类基金公司先行推进，且试点且调整，以助力弯道超车。

(2) 与券商研究所合作共享价值成长

2006-2007 年大牛市中，基金业管理规模快速放大，部分基金公司信心大增，重金打造庞大的研究团队，而与卖方合作则蜻蜓点水。事后证明，这一模式并不成功，主要原因在于完全依靠内部研究力量并不足以有效覆盖和捕捉投资机会，且成本高企，在行情低谷时面临较大压力。

事实上,随着多层次资本市场的繁荣与发展,我们认为卖方的话语权和重要性将越来越高,对资源的整合能力也越来越强,基金公司与之合作的利益结合点越来越多。1) 上市企业群体越来越庞大,买方囿于研究力量限制,对上市标的的研究覆盖愈发困难,这就需要借助卖方研究的力量,筛选出真正有投资价值的标的,随着上市企业的增加,卖方研究的作用越大;2) 卖方深耕行业研究,具备丰富的产业资源,能立足产业链视角挖掘更多服务维度。

图表115: 我国近年资本市场业务规模

项目	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
IPO 数量(个)	118	77	98	348	281	155	0	125	223	227	387	105
募资(亿元)	4,470	1,034	1,739	4,885	2,810	1,034	0	668	1,576	1,496	2,001	1,378
定增 数量(个)	177	107	117	153	176	152	267	475	813	814	513	267
募资(亿元)	3,346	1,642	2,672	3,127	3,485	3,214	3,584	6,932	12,253	16,918	10,197	7524

资料来源: Wind, 清科, 华泰证券研究所

随着资本市场产品和服务不断丰富,基金自身研究力量的任务量急剧增加,与卖方的合作预计将越来越紧密。站在大潮的起点,建议基金公司选择部分大型券商开展合作试点。至于合作券商的选择,我们建议是研究和投行综合实力强的券商。

7.2.3 坚持价值投资, 参与全球竞争

根据沃顿商学院的 Seigel 教授对于美国在过去二百年中各类金融资产的表现统计,无论是黄金、债券、或是现金,其保值增值能力在过去的 200 年时间里都被证明远远不如股票。1802 年的 1 块钱美金,今天只值 5 分钱;但是 1802 年的 1 块钱股票,即使在剔除掉通货膨胀因素后,在过去两百年里仍然升值了一百万倍,今天他的价值是 103 万。Siegel 教授认为,股票比别的资产更保值的原因是克服通货膨胀和同步 GDP 增长,而股票实际上是代表市场里规模以上的公司,GDP 的增长很大意义上是由这些公司财务报表上销售额的增长来决定的。从美国的经验来看,股票比债券、货币更具有保值和增值的空间。

机构投资者占比攀升,刺激投研水平提升。在资产配置荒背景下,机构资金潮涌动,银行、保险等大量机构投资资金在寻求途径进入资本市场,公募凭借其专业、透明的产品设计成为首选标的,机构投资者比重加大使得公募市场正在发生结构性和趋势性变化。根据 wind 数据统计,2013 年和 2014 年,公募的个人投资者持有资产占比分别为 76.1%和 71.6%。而至 2018 年底,个人投资者持有规模占比下降至 52.7%,而机构投资者持有资产占比一跃攀升至 47.3%,机构投资者手握重金将吸引基金公司进一步推动工具型投资产品的丰富和投研能力的提升。

历史上,个人投资者一直是公募市场的主要持有人,主流基金管理人的定位以普惠金融式的资产管理服务为主。当下,机构投资者市场份额的结构性、趋势性上升,基金管理人已显现出向机构投资者市场倾斜发展态势,积极发展专业化、工具化投资产品。预计未来将出现更多以满足机构投资需求为主、积极开拓机构投资市场的基金公司,公募基金也应在长期投资、风险控制和个性化设计等方面集中发力,抓住这一波机遇,发展出一条特色化道路。

开展国际业务,参与全球竞争。与美国、日本共同基金上世纪 50 年代和 70 年代就参与海外投资相比,我国公募基金走出国门的时间较晚,投资规模也较小。时间纬度上,国内首支 QDII 产品诞生于 2007 年,比美国整整晚了 60 年,比日本晚了 40 年。资产规模纬度上,2007 年开发出 QDII 产品当年,投资资产净值突破 1000 亿元,占基金总净值的 3.3%,但随后年份,QDII 产品净值不断出现下滑,截至 2019 年 6 月,总净值仅 783.6 亿元,占基金总净值仅 0.59%。

我们认为国内公募基金出海不成功的原因大致有三：一是2008年金融危机当头一棒，令投资者损失较大而心有余悸，以致产品销售难有突破；二是海外市场投资经验不足；三是最近三十年来中国经济发展状况居全球之首，孕育的投资机会或许并不亚于海外国家。

从美国经验来看，尽早布局海外市场相当必要。一方面，布局海外不仅可以熟悉成熟市场游戏规则，分享最新科技技术带来的投资盛宴，而且可以挖掘新兴市场投资价值；另一方面，国内经济正处于转型期，可能带来部分阵痛，而且随着财富不断积累，全球资产配置对高净值客户有较大吸引力；再者，也是国内公募基金走出国内，与国际同行竞技的必然选择。大型投资银行在国际业务上有资源优势，基金公司可与大型投资银行对接，有利于推动QDII业务快速发展、国际业务全面打开。

图表116：2007-2019Q2国内QDII产品规模



资料来源：Wind，华泰证券研究所

7.3 人才建设：激发员工活力，注重团队建设

员工素质及人才管理体制是企业竞争的关键因素。发达市场的资管行业发展历史较长，经过同市场长时间的磨合，人才培训和激励体系更加成熟，其教学体系与市场需求衔接较为通畅，而目前国内人才教学多注重理论知识学习，同市场需求匹配度不足。此外，外资资管公司往往具有更加有效的管理模式和激励政策，注重个人和公司长期和短期利益的一致性。随着对外开放的深入推进，先进经验有望被内资企业学习借鉴并得以运用。

7.3.1 员工持股计划绑定股东和员工利益

构筑市场化、长效激励机制。证监会曾于2014年《关于大力推进证券投资基金行业创新发展的意见》中提出支持管理层、投研人员及其他业务骨干等专业人士持股或实施利润分享计划，建立长效激励机制，促进人才队伍稳定发展。目前我国部分基金公司已经在激励机制进行了不同探索，已有超过20家基金公司已通过个人直接持股或员工持股平台实施股权激励计划，南方基金作为“老十家”基金公司中率先提出员工持股计划的公司，方案已经获得大股东批准并上报证监会。未来我国基金公司在激励机制方面有望有多样尝试，通过市场化机制吸引优秀人才。同时，当前公募基金行业激励和考核机制偏短期化，导致基金经理较多追求短期收益，未来需要向国外头部资管公司靠拢，**建立多维度、长期化的绩效评估体系，促进公司业绩长期可持续发展。**

安盛员工持股成功经验有较大借鉴意义。安盛为人称道的员工激励政策将股东和公司员工的利益紧密联系在一起，其股权激励计划更是通过设立具有挑战性的业绩考核标准来激发员工的潜能。据2018年报披露，安盛员工持股比例达到5.19%，其中集团高管持股比例共计0.0774%，侧面反映集团中层干部及普通员工参与持股的广度和深度。

图表117: 截至2018年12月31日公司股东结构

股东名称	持股数量	占已发行普通股比例	投票权
Mutuelles AXA	349,083,119	14.40%	24.16%
员工持股	125,932,806	5.19%	6.37%
一般公众	1,908,286,947	78.69%	68.02%
其他	41,613,754	1.72%	1.45%
合计	2,424,916,626	100%	100%

资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

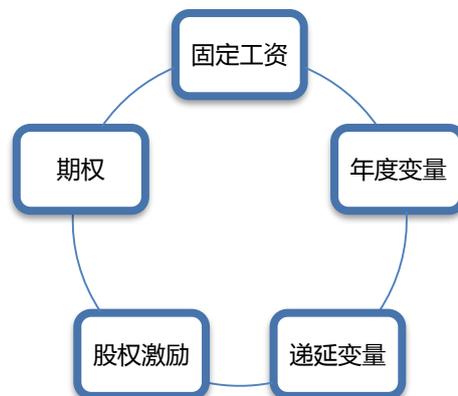
图表118: 截至2018年12月31日高管持股

高管	持股数量	持股比例
Denis Duverne - Chairman of the Board of Directors	1,576,337	0.0650%
Thomas Buber -Director and Chief Executive Officer	206,986	0.0085%
Patricia Barbize - Independent director	4,570	0.0002%
Jean-Pierre Clamadieu - Independent director	9,000	0.0004%
Irene Dorner - Independent director	6,700	0.0003%
Jean-Martin Folz -Senior Independent director	12,084	0.0005%
André François-Poncet - Independent director	7,842	0.0003%
Angélien Kemna - Independent director	7,250	0.0003%
Stefan Lippe - Independent director	12,000	0.0005%
François Martineau - Director	6,732	0.0003%
Ramon de Oliveira - Independent director	11,300	0.0005%
Doina Palici-Chehab - Director	11,903	0.0005%
Elaine Sarsynski - Independent director	2,000	0.0001%
合计	1,874,704	0.0774%

资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

五大薪酬制度与不同期限指标挂钩, 有效激发员工创造性。薪酬是人才管理中一个很重要的方面, 安盛集团的员工薪酬设置分为五个部分。其中, 固定工资部分与个人的能力和业绩挂钩; 年度变量通常依据一年内的短期表现, 与个人业绩、企业业绩、集团业绩挂钩; 递延变量参考 2-3 年的中短期表现, 与个人业绩、企业业绩、集团业绩、集团股价表现挂钩; 期权激励则根据 4-5 年的业绩情况, 与企业业绩、集团业绩、集团股价表现挂钩; 期权则根据 5-10 年集团股价表现授予。安盛集团员工薪酬制度通过五个不同方面的指标考核, 保障员工收入维持一定水平, 增加员工留存率, 同时覆盖了从短期到长期的职工激励期限, 引导员工关注短期业绩的同时更好地维护公司的长期利益。

图表119: 安盛集团员工薪酬组成部分



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

7.3.2 专业的员工培训体系帮助员工快速成长

高度重视员工培训, 坚持以人为本的理念。安盛积极选聘高素质员工, 制定完善的培训计划, 注重人才的培育, 并鼓励员工参加培训提高专业技能及综合素质, 提供 12 种全球先进的渐进式培训课程 (例如 DSS、ASDP、AMPC 等), 并且每年举行多次封闭式度假村培训。

汇丰集团设置雇员发展部提升员工技能。汇丰集团同样十分重视企业职工培训，汇丰的公司文化是“走在同行前列，带领业界发展。为雇员提供胜人一筹的学习和发展机会，一同进步，一同成功”。汇丰的雇员培训发展部基于这个高瞻远瞩的目标，为汇丰的业务部门提供了具有前瞻性的和迎合发展所需的培训活动和课程。除此以外，各部门雇员能获得管理培训、领导技巧、语言和技能培训的训练。

7.3.3 完善的晋升机制保证了优秀人才的有效留存

安盛的成功同样依托于其人才梯度建设。安盛每年运用组织与人才评估系统对员工进行评估，制定个性化的发展计划，加速员工的职业成长。每年的组织与人才评估对员工的业绩以及潜力通过科学的评估系统进行评估，确定关键人才，并制定相应的接班人计划和发展计划，确保公司在未来的快速发展中有源源不断的人才能够胜任关键职位，也使员工能够实现个人职业生涯的发展进步。安盛的人才评估将绩效和潜质放在横轴和纵轴上，之后加入职业操守、主动性和驱动性分析，针对不同类型的人才，采取相应措施培养、加薪或留用。

汇丰集团对于不同员工设置不同的晋升和考核机制。汇丰集团的“素质发展计划”在考察职工时设置六个条件包括学习、客户、责任感、团队合作、沟通、不断提高，通过六个标准考察员工。对于中高级员工，其发展适用于“个人发展评估”，帮助识别中高级员工的强项和个人持续发展项目，并评估发展潜力。汇丰集团对于各个部门企业的员工都有一个明晰完善的晋升机制，保障了公司源源不断的后备人才。

7.3.4 人才管理将是内资资管未来发展的关键

和外资企业相比，我国内资资管企业的人才管理和激励计划相对欠缺。大多数企业缺少人才激励机制或者机制设置不合理，对外开放下长期的合作机制有望逐步建立，利益共享和员工积极性的推动才可保障企业的长期发展。我国部分基金公司已经开始实施工持股计划等激励制度，但是员工持股比例普遍较低，持股结构单一，外资企业中普通员工参与持股的广度和深度都处于相对高位。同时，相较于外资企业，我国企业尚缺乏有效的员工培训体系和完善的晋升机制，因此制定有针对性的对策、把企业人才管理摆在重要位置、加强团队建设尤为重要。

7.4 资源禀赋：机构零售双突破，激活多渠道资源

7.4.1 机构端：资金分层效应显著，增量资金加速流入

公募基金从机构端的资金来源具有不同的投资指引，银行保险等机构追求稳健的绝对收益，而部分客户追求相对收益，资金分层效应显著。公募基金以特有的业务优势与专业化的投资能力，逐步深化生态黏性，吸引增量资金加速流入。

1、积极承接银行理财资金，发挥权益市场投资优势

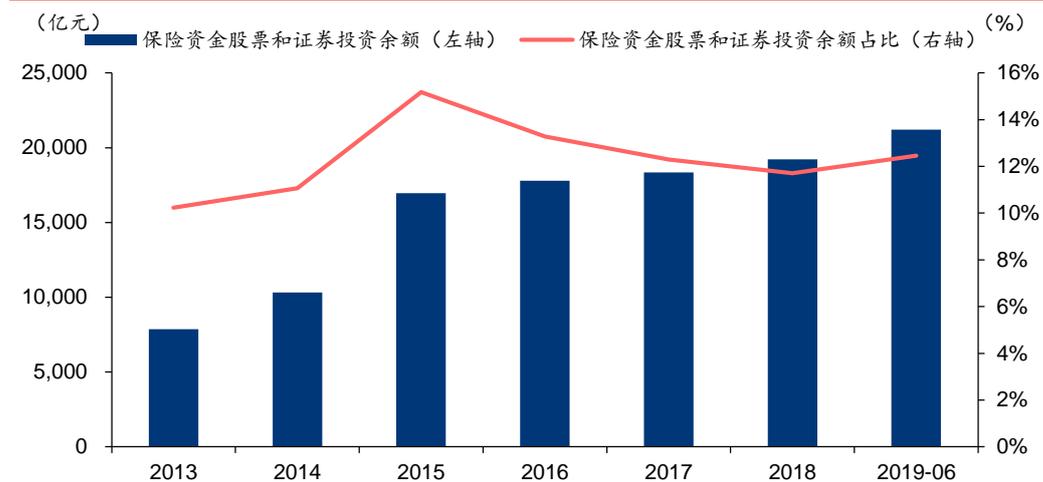
银行理财子公司陆续开业但股市投资能力尚缺，未来公募基金产品有望成银行理财投资股市的重要投向。理财新规发布后，银行理财可通过股票基金参与股市，理财子公司则还可直接投资股票，银行理财将成为A股市场的重要新角色。根据中国理财网《中国银行业理财市场报告（2018）》的数据，2018年末银行表外理财规模达22万亿元，未来资金入市有望带来可观增量资金。虽然银行理财子公司可以直接投资股票，但鉴于理财子公司在权益类投资方面缺乏经验，在投研风格、投研能力等方面尚无法充分对接股票市场，而公募基金凭借长期的经验在权益领域的投资能力突出。我们认为未来理财子公司或与公募基金在权益类投资上的优势深度合作，公募基金产品有望成银行理财投资股市的重要资产投向，迎更多增量资金。

2、保险及养老金入市节奏加快

2019年2月证监会主席易会满提出将打通社保基金、保险、企业年金等各类机构投资者的入市瓶颈，吸引更多中长期资金入市。

一方面，当前保险资金股票和基金投资比例仍较低，未来仍有进一步提升空间。根据银保监会披露的月度数据，2019年6月末保险资金运用余额达17.02万亿元，其中股票和基金投资占比12.5%，较2018年末提升0.8pct，历史高位水平为15%-16%。相比发达市场，保险资金股票和基金投资比例仍有进一步提升空间，将为市场带来显著增量资金。

图表120：保险资金股票和基金投资余额及占比

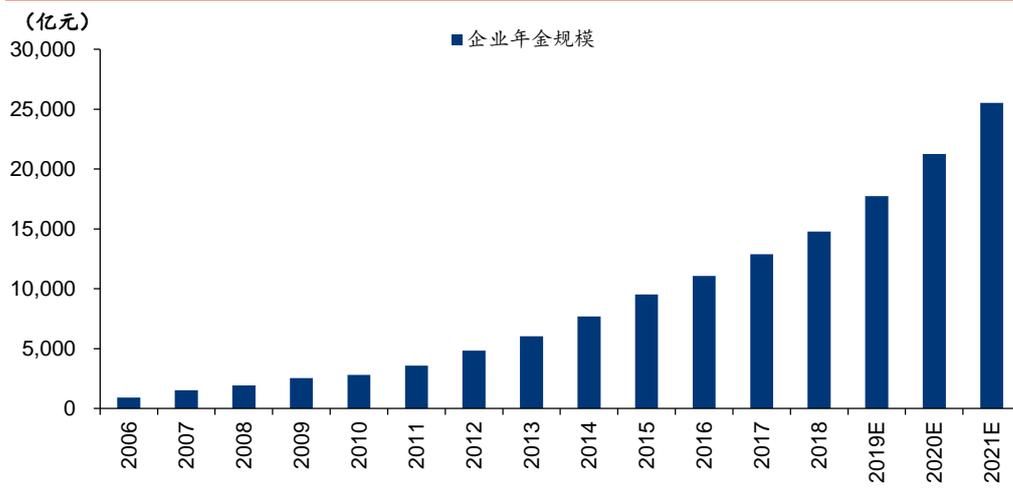


资料来源：银保监会，华泰证券研究所

另一方面，养老资金的入市节奏也有望加快。当前我国老龄化趋势明显，在人口老龄化社会，养老资金必然成为资本市场的重要参与者。美国共同基金更是养老金的重要投向。截至2018年末，IRAs账户中的45%资产投向共同基金，DC计划则高达56%。国内资本市场上的养老金主要是企业年金和社保基金，其规模日渐庞大，有望成为公募基金的重要资金来源。此外，未来伴随养老第三大支柱个人税收递延型商业养老保险发展，若公募基金正式纳入其投资范围，也将为公募基金带来重要资金增量：

(1) 积极承接企业年金。截至2018年底，我国企业年金基金累积14770亿元，在当年GDP的比重中几乎可以忽略不计，远低于发达国家企业年金资产储备超过GDP一半的水平。2013年12月，三部委出台企业年金个税递延政策，出发点在于做大养老金总资产池，鼓励有条件的企业缴纳年金。2013年-2018年企业年金累计规模年均复合增长率为20.87%，我们假设2019-2021年企业年金累计规模年均复合增长20%，则至2021年，企业年金规模将达到2.55万亿元。

图表121： 我国企业年金累积规模预测



资料来源：Wind，华泰证券研究所

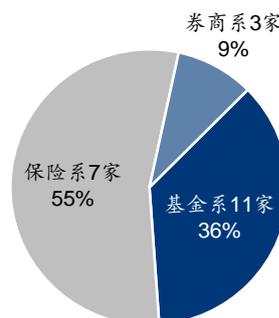
截至 2018 年底，企业年金委托 21 家机构进行投资管理，合计管理金额达 14214 亿元，占企业年金规模约 96%；其中基金公司 11 家，管理金额 5170 亿元，占企业年金总投资规模 36%。假设维持企业年金累计规模 96%比例纳入总投资规模，基金公司管理金额占 36%，根据我们的预测，2020 年基金管理公司管理企业年金规模将达到 7368 亿元。

图表122： 企业年金总投资规模



资料来源：人力资源和社会保障部，华泰证券研究所

图表123： 2018 年底各机构管理企业年金投资规模



资料来源：Wind，华泰证券研究所

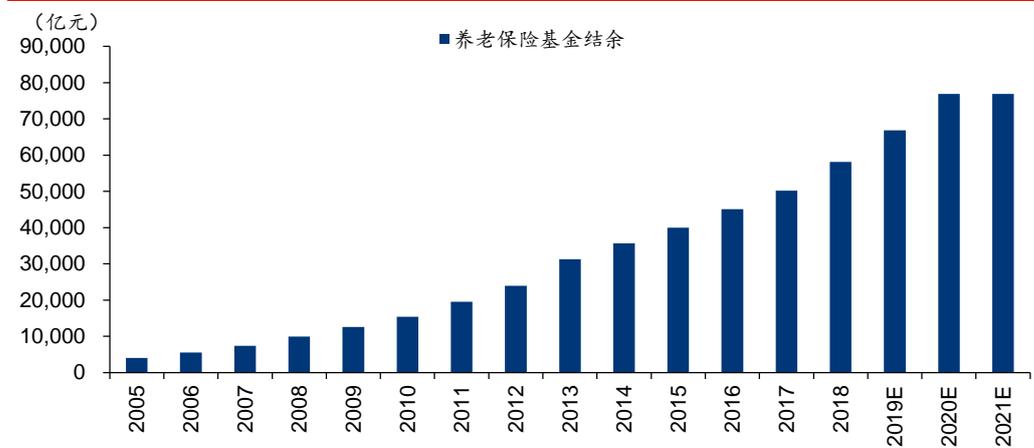
(2) 社保基金是另一重要养老资金。截至 2018 年末，社保基金资产总额达 2.24 万亿元，其中委托投资 1.2 万亿元，委托投资占比由 2011 年的 42% 上升至 2016 年的 56%。接近年来社保基金增长趋势，我们预测未来五年社保基金规模保持 20% 增长，委托投资占比上升至 61%，到 2023 年社保基金资产规模达 5.58 万亿元，基金公司未来有望分享 3.4 万亿规模委托投资大蛋糕。

(3) 税收递延型商业养老保险起步，未来基金若纳入税延养老框架将带来显著增量需求。2018 年 5 月个税递延型商业养老保险试点启动，标志着我国养老保障第三支柱改革从理论研究走向政策实践。7 月《个人税收递延型商业养老保险资金运用管理暂行办法》出台，制度补齐助力业务发展。2018 年 5 月，证监会副主席李超表示，未来试点结束后有望将公募基金纳入个税递延商业养老保险投资范围，或将为基金带来可观资金流入。

(4) 养老金规模将越来越大，配置需求不断加强。继广东省、山东省将千亿养老保险结余基金委托社保基金理事会投资运作后，按照养老金入市办法，养老金资产净值不高于 30% 可投资于股票及股票型基金等，表明养老金投资市场化改革已大步进行中，作为专业投资机构，公募基金自然不会缺席这场盛宴。国务院积极推动养老保险基金的投资运营，根据人力资源和社会保障部披露的信息，截至 2019 年 3 月底，北京、上海、安徽、

河南、湖北等 17 省区市已经与全国社保基金理事会签署委托投资合同，总金额达 8580 亿元，其中 6248.7 亿元资金已经到账并开始投资。因此，公募基金应当在产品设计上提前规划，做到收益与安全的兼具，既发挥专业投资能力的优势，又保障本金的安全。

图表124： 我国养老保险基金规模

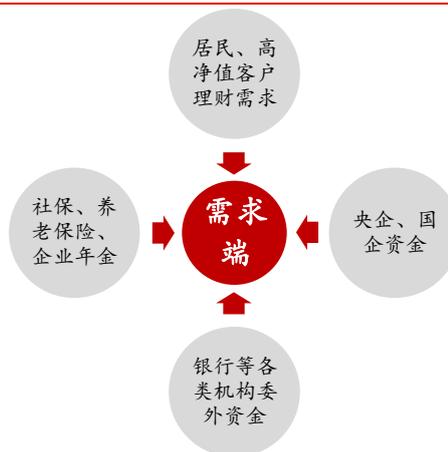


资料来源：人力资源和社会保障部，华泰证券研究所

3、积极承接央企、地方国企资金

当前市场环境下，有大量央企、国企资金想方设法寻觅收益稳健、风险较低的资产。另一方面密集发行的新基金面临着市场震荡和银行理财产品强力“吸金”的双面夹击，即使坐拥强大渠道依托的银行系基金公司也面临发行尴尬，不断有新基金宣布延长募集期。央企、国企资金对稳健收益的需求和公募基金对渠道的需求不谋而合，我们认为公募基金利用定制化的产品设计承接央企、国企资金，并通过强大的投研能力在市场上创造稳健收益，二者强强联合、相得益彰。

图表125： 需求端积极承接各类资金



资料来源：华泰证券研究所

7.4.2 渠道端：居民财富催生多元理财需求

(1) 三部曲之一：居民财富蕴含较大投资需求

截至 2018 年底，全国个人持有可投资资产总体规模约为 190 万亿，近三年的年均复合增长率达 7%，蕴含较大投资需求。2014-2018 年，我国经济增速基本保持在 7% 左右，居民收入持续增长，从 2004 年起我国城镇居民人均可支配收入累计同比增速平均超过 GDP 累计同比增速约 1.6 个百分点。居民财富增长提升了消费水平，同时也激发了对资产保值增值的需求。

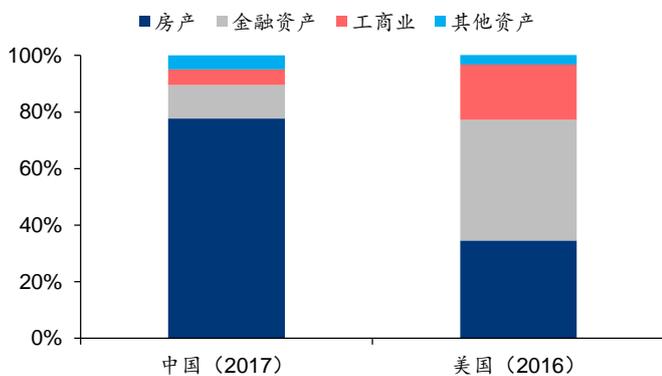
图表126: 城镇居民人均可支配收入与 GDP 累计同比增速对比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

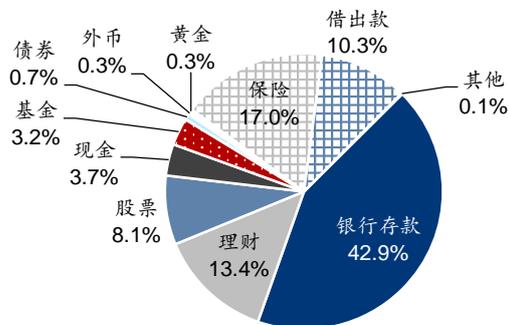
居民财富中房产比例偏高，且按也体现为现金和存款。未来居民财富向专业资产管理机构转移空间较大。但由于可选择金融投资工具较为缺乏，居民家庭资产配置中房产比例偏高、金融资产比例偏低。2017年中国家庭总资产配置中，房地产投资占比达 77.7%；金融资产投资占比 11.8%，其中股票投资占金融资产投资的比例仅为 8.1%，债券投资占金融资产投资的比例仅为 0.7%。参照发达国家市场经验，随着国内资产管理市场发展，国内大量储蓄存款将逐渐通过专业资产管理机构实现资产优化配置。美国 2016 年家庭总资产配置中，金融资产投资占比达 42.6%，为占比最大投资，房地产投资占比为 34.6%。未来，伴随资本市场发展完善和顶层对房地产行业的调控，我国家庭资产配置有望从房产向金融资产迁徙，居民储蓄财富向专业资产管理机构转移空间较大。

图表127: 中美家庭总资产配置对比



资料来源: 广发银行&西南财经大学《中国城市家庭财富健康报告 2018》，华泰证券研究所

图表128: 2017年中国城市家庭的金融资产配置结构



资料来源: 广发银行&西南财经大学《中国城市家庭财富健康报告 2018》，华泰证券研究所

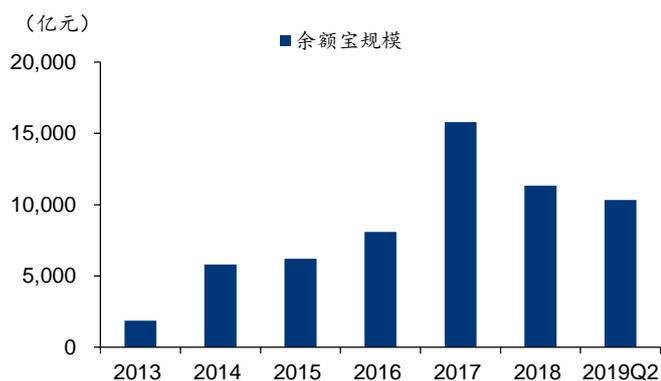
(2) 三部曲之二：缺乏优秀投资产品

黄金类的投资品是比较重要的资产配置方向，特殊环境下，没有更好的渠道，黄金存在抢购情况。2013年4月黄金暴跌之后，居民抢购购买价值1000亿元的300余吨黄金，短期内群体性的购买黄金证明较大的居民财富池面临的资产配置困境，由于国内资本市场发展的相对滞后，优秀的、多样性的金融工具供应一直处于紧缺状态。

余额宝的例子再次证明国内居民对于个人财富配置的迫切需求。当人们习惯于将股市的不景气归结为资金紧缺的时候，现实总是通过各种方式向我们展示真实的世界：市场从来都不缺资金，缺的从来都是投资的好产品。2017年底余额宝规模达1.58万亿元，相较于去年年底0.8万亿急剧增长近97.5%。2018年受监管对余额宝的限制政策逐渐升级，以及余额宝等货币基金整体收益率下降影响，年末余额宝规模1.13万亿元，较2017年底下降28.3%。但虽然余额宝限制加大、收益率下降，但与银行存款相比而言，其流动性高、收益率适中的优势仍是一个适合管理闲散资金的活期理财产品。

透过现象看本质，中国居民盲目抄底黄金是基于黄金价格大幅下跌之后的投资机会，人们购买余额宝货币基金是基于其便利性和相对较高的利息，无论基于哪一点，只要市场上有恰当的金融工具，国内居民所蕴藏的较大资产配置需求往往都会以令人震惊的数量级显现出来。

图表129：2013-2019Q2年余额宝规模



资料来源：天弘基金，华泰证券研究所

图表130：2016Q2-2019Q2余额宝收益率



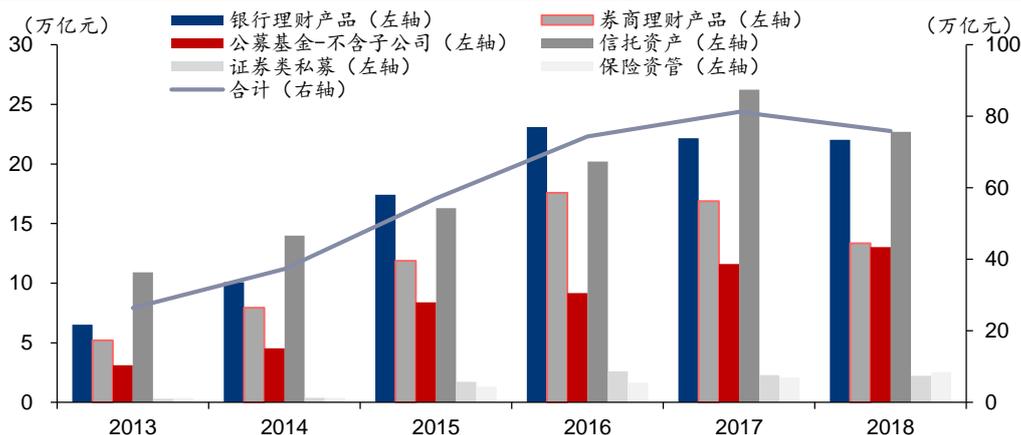
资料来源：天天基金网，华泰证券研究所

(3) 三部曲之三：公募基金收益稳健

目前，群雄逐鹿大资管的迹象越来越清晰。除公募基金以外，市场参与者包括银行、信托资管、券商资管、阳光私募理财和保险资管等。从绝对规模来看，2018年银行理财、信托资管、券商资管规模领先，资产规模为22万亿元、18.9万亿元、13.4万亿元，分别占有23%、20%、14%；公募基金13.0万亿元紧随其后，占比14%，规模相对处于劣势。

与这些机构相比，虽然公募基金缺乏渠道支持，而拥有渠道优势的银行和券商在资管领域开始风生水起，但是公募基金的优势在于具备强大的投研能力，能创造出稳健的收益吸引投资者，为居民理财保驾护航。

图表131: 我国资产管理市场各渠道规模



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

7.5 产品创新: 多元布局拓空间, 费率优化迎发展

7.5.1 “养老金+公募”助力 FOF 基金前行

FOF (Fund of Funds) 即“基金中基金”, 是指将 80% 以上的基金资产投资于公开募集的基金份额的基金。通过持有其他证券投资基金, FOF 基金间接持有股票、债券等证券资产, 是结合基金产品创新和销售渠道创新的基金新品种。中国 FOF 基金分为公募基金 FOF、券商集合理财类 FOF、私募基金 FOF 三大类。

私募类 FOF 是我国最早的 FOF 品种。2005 年第一只私募类 FOF 招商基金宝成立。2006 年 8 月, 两只券商集合理财 FOF 基金成立, 一只为华泰紫金 2 号 (J06007.OF), 另一只为国信金太阳经典组合 (J06004.OF)。随后 7 年里, 券商集合理财类 FOF 和私募基金 FOF 基金开始缓慢发展。2013 年至今, 随着经济的不断上行及监管政策的不断完善, 我国 FOF 基金得到较好发展, 公募类 FOF 合法地位也得到确定。2017 年 9 月 8 日, 首批公募类 FOF 基金获批, 公募基金迎来 FOF 时代。截止至 2018 年 5 月底, 我国共有公募类 FOF 基金 13 只, 券商集合理财 FOF 309 只, 私募基金 FOF 产品 954 只。

FOF 基金优劣并存。优势: (1) 风险较小: FOF 通过对基金的组合投资, 大幅度降低了投资基金的风险。(2) 独特的管理模式。FOF 大致分为 5 种管理模式: 内部 FOF 管理人+内部基金、内部 FOF 管理人+全市场基金、第三方 FOF 投资顾问+内部基金、第三方 FOF 投资顾问+外部子基金投资顾问和全外包模式, 多样化的管理模式是 FOF 得以高效发展的一个良好基础。(3) 保底和收益补偿机制。发行 FOF 的机构作为 GP, 用自有资金进行投资, 在预期收益达不到要求时, 将盈利部分对 LP 进行补偿, 同时, 如果基金出现亏损, 投资者也会得到 GP 的补偿, 有利于保证 FOF 预期收益的完成, 增强投资者信心。**劣势:** (1) 双重收费问题。FOF 投资的是基金, 基金本身也要收取手续费和管理费, 因此避免不了双重收费。(2) 流动性较差。作为一种长期理财方式, FOF 的投资期一般不少于一年, 导致其流动性相对较差。(3) 相对收益较低。由于 FOF 基金是将资金分投于几只基金上, 在平抑波动、分散风险的情况下追求稳健收益, 所以 FOF 基金的收益较股基相对要低一些, 在分散风险的同时, 也会分散一部分收益。

养老需求的扩张是未来推动我国 FOF 发展关键因素。美国养老保险体系在全球跻身前列, 2018 年美国雇主发起式养老金计划、IRA 账户、年金等养老金资产规模合计约 27.1 万亿美元, 有 62% 的美国家庭持有雇主发起式养老金计划或 IRA 账户。美国市场庞大的养老金规模为 FOF 快速扩张打好基础, 市场上涌现各种 FOF 养老型产品以满足不同的养老投资需求。随着我国社会逐步迈入老龄化, 追求低风险的长期投资需求旺盛。而当前养老目标基金仍处于发展初期, 未来伴随我国养老保障体系的推进, 我们预计各大基金公司将继续布局养老目标基金 FoF, 有望成为 FOF 基金大步前行的较大风口。

我们认为海外有三种主流 FOF 产品适合作为我国养老型公募基金发展方向。(1) 目标日期型 FOF: 该计划核心在于将投资者预期退休日期设为目标日期, 随着日期临近, 减少高风险权益类资产配置并增加低风险固收类和现金资产配置, 以满足不同年龄段的资产偏好; (2) 目标风险性 FOF: 注重对不同人群的风险偏好划分, 投资者可在不同时期进行风险水平的切换; (3) 多资产配置型 FOF: 通过风险收益各异且互不相关的多类资产进行投资组合, 有效实现风险分散, 增强组合收益。

公募基金有望迎来 FOF 时代。2016 年 9 月 11 日证监会发布了《公开募集证券投资基金运作指南第 2 号——基金中基金指引》, 对基金中基金的定义、分散投资、基金费用、基金份额持有人大会、信息披露等内容进行了规范, 公募基金也正式迎来了 FOF 时代。从需求端而言, 多样化的客户需求和多样化产品之间存在着矛盾, 以先锋基金为代表的一些大型基金公司推出 FOF 产品, 通过动态调整基金的类别组合, 来满足客户的多样性要求。FOF 既免去了投资者选择申购、赎回时机的烦恼, 也帮助投资者去市场中筛选优秀的基金。从投资端而言, FOF 可以分散投资分散风险, 目前公募基金产品的数量已经超过 3000 只, 在国内基金品种丰富、A 股波动较大的情况下, FOF 推出也是大势所趋顺应市场需求。2017 年 7 月起, 44 家基金公司申请公募 FOF 类产品, 2017 年 9 月, 首批 6 只公募 FOF 基金获批, 公募 FOF 基金时代正式开启。根据证监会官网, 截至 2019 年 6 月底, 6 批共 54 只公募 FOF 基金获批。2019 年 6 月, 证券基金机构监管部下发了《基金中基金(FOF)审核指引》更新的通知, 新指引放宽了 FOF 的投资范围和投资比例, 规定 FOF 可以投资 QDII 基金份额、香港互认基金份额互认基金份额, 对货币基金的投资比例从 5% 提高至 15%, 为管理人提供了更为多样化的投资工具及投资机会。

7.5.2 参与科创板投资, 分享资本市场红利

当前新经济创新企业不断涌现, 对国内产业发展和经济贡献不断增强。科创板定位于符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业, 将孕育新经济高成长机遇。此外, 通过科创板模式分享新经济成长成果。

科创板提高投资者门槛, 不符合要求的个人投资者将通过公募基金间接参与科创板, 将为公募基金带来重要增量。为了保障科创板市场平稳运行, 切实保护中小投资者权益, 科创板实施投资者适当性管理制度, 要求账户开通前 20 个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于 50 万元, 并具备 24 个月以上的股票交易经验。对于不符合前述要求的个人投资者, 可以通过购买公募基金份额等方式间接参与科创板, 有望带来新业务增量。根据上交所统计年鉴, 2017 年末 3934 万户自然人投资者中, 有 3367 万户持股市值在 50 万元以下, 占比达 86%。未来不符合要求的个人投资者通过公募基金产品间接参与科创板, 将带来重要业务增量。

基金公司可顺应趋势积极推出相关产品, 并通过多样方式提升产品投资回报。基金公司可通过多种方式参与科创板, 一是通过子公司及关联公司培育储备新兴产业股权投资项目, 将符合科创板上市标准的企业挂牌上市; 二是通过设立投资策略包括投资战略配售股票、且以封闭方式运作的基金产品, 参与科创板战略配售; 三是通过符合要求的基金产品参与科创板股票投资获取收益。同时, 参与科创板二级市场交易的基金产品, 还可以通过参与科创板网下配售申购新股、适当安排部分资金择机做空定价不合理标的等提高投资回报。

7.5.3 工具化、被动、量化投资产品发展

伴随我国资本市场深化发展, 市场有效性有望逐步提升, 传统主动投资靠信息不对称获取超额收益困难, 叠加资管行业净值化、科技化趋势下, 投资者对被动指数、量化投资等工具型产品需求将持续增长, 未来工具化、被动化产品有望迎来大发展。从国外发达市场经验看, 2008 年金融危机后美国主动管理股票型基金不断流出, 而被动产品一直处于净流入状态。

未来 ETF 有望大发展。当前我国中国 ETF 市场相对规模较小，截至 2019 年 Q2 末，我国 ETF 总规模为 6531 亿元，占我国开放式基金规模的比重为 5.3%。与 2018 年末美国 ETF 市场规模 3.4 万亿美元（占开放式基金比重为 15.8%）相比，中国 ETF 市场规模较小。产品结构多元化程度低，以股票型和货币型 ETF 为主导。未来，ETF 市场仍有较大发展空间，产品种类有望进一步丰富、结构将更趋均衡。在产品发展方面，我们认为基金公司应当着眼于以下几方面：一是加强系统化、体系化建设，强化渠道销售等核心竞争力。当前 ETF 产品趋于同质化、可选标的相对有限的背景下，加强系统化、体系化建设，有助于增强客户投资体验。尤其是，具备渠道推广优势、营销创新、申购便捷等特点的 ETF 基金将更具吸引力。二是，甄选差异化主题和行业，强化投研实力，追求更高收益率水平。当前市场上 ETF 产品竞争激烈，基金公司应着眼自身优势，考虑从主题、行业等方面寻求差异化，紧跟市场热点，如围绕前沿技术领域和新经济布局等方面进行发掘。此外，基金公司还可发展有特色、差异化的产品，如 Smart Beta 产品作为介于被动投资和主动投资之间的标准化工具，可以在享受 Beta 收益同时，探索 alpha 收益，有望成为未来 ETF 产品重要发展方向之一。此外，强化投研、资管实力，降低产品的跟踪误差，有助于提升产品业绩，从而促进产品规模的增加与流动性的提升。

二是指数基金。我国资本市场尚不成熟，超越指数的 alpha 长期存在，因此主动基金在一定时间内可以获得超额收益，指数基金规模仍然较低。我们认为，未来资本市场三大趋势将驱动指数基金规模上深：一是外资布局 A 股提速，引导境内市场成熟深化，使主动基金获取超额收益能力减弱，指数基金优势将凸显；二是第三方销售平台以及智能投顾发展，资产配置需求提升将加大对指数基金产品需求；三是税收递延型养老保险以及养老目标基金发展，参照海外经验有望以相当一部分比例进行指数化投资，实现长期投资、稳健增值需求，从而对指数基金产品较大需求。未来基金公司可以拓展指数基金品种。

三是量化投资。量化投资具有系统性、收益与风险平衡等优势，未来发展空间广阔。2018 年末，公募量化基金规模约 1200 亿(不含被动指数型产品)，在权益类公募基金中占比仅约 5%左右，相比海外国内公募还处于起步阶段。未来公募基金可积极夯实在量化产品的投资、风控与运营，同时引进优秀人才和技术助力产品发展。

7.5.4 “公募基金+ABS”模式的中国版 REITs

当前，中国不动产市场进入存量时代，需要通过证券化盘活资产，增强资源配置效率。公开发行的不动产投资基金（公募 REITs）是指将不动产资产或权益（包括基础设施、租赁住房、商业物业等）转化为流动性较强的公开上市交易的标准化金融产品，具有永续、权益型和高分红特征，以不动产资产持续、稳定的运营收益（租金）为派息来源，并面向个人和机构投资者发行。盘活资产、提高不动产资产流动性、降低房地产市场杠杆呼唤公募 REITs 发展。

海外市场公募 REITs 发展历程较长、已较为成熟，截至 2018 年末，美国公募 REITs 市场总市值达 1.2 万亿美元。而我国当前已开展私募 REITs 试点，但公募 REITs 产品尚未放开。未来，若法律法规对 REITs 做出明确规定，市场对 REITs 资产配置功能认知的明确，以及公募 REITs 试点推开，公募 REITs 有望逐步扩大。基金公司需要提升对产品的认知和重视，积极储备资源与人才，及时把握市场发展先机。

7.5.5 货币基金模式创新

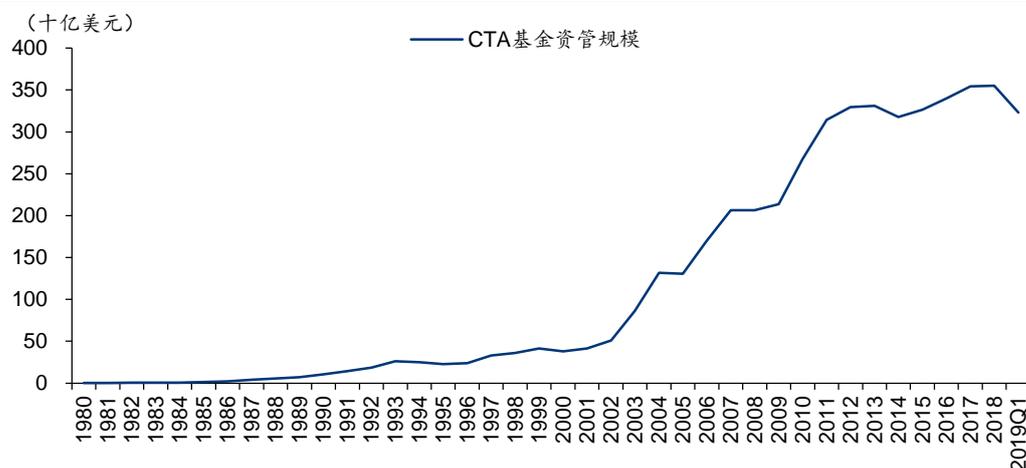
我国货币基金类型相对单一，未来品类丰富仍有想象空间。参照美国发展经验，其货币基金品种丰富，包括机构优先型货币基金（主要投资于企业债）、零售货币基金（基金的持有人限制为自然人）、政府型货币基金等。我们认为，当前境内货币基金品类仍然较为单一，同质化竞争显著，对品类缺乏创新拓展。未来伴随浮动净值法货币基金的推出，货币基金产品线有望持续丰富。

7.5.6 FICC 与 CTA 基金

FICC (Fixed Income、Currencies & Commodities) 即固定证券收益、货币及商品。2008 年金融危机以前, FICC 业务在国外投行业务收入占据 50% 以上, 其中固定收益业务包括一、二级市场的承销、销售、交易、资本中介等, 外汇业务包括发行或代理外币有价证券、外资行同业拆借、外汇资产投资、委托外汇资产管理等, 大宗商品业务主要是指大宗商品交易业务。

CTA (Commodity Trading Advisor) 基金是由基金经理投资于期货和期权合约, 并以此向客户收取管理费用的一种基金组织形式。随着全球期货商品扩容步伐加速, CTA 基金投资领域不再局限于早期的商品期货, 涵盖股指期货、外汇期货、利率期货等期货品种。21 世纪前, CTA 基金仍未被大众所接受, 进入 21 世纪后, CTA 在全球期货交易品种创新的推动下进入快速增长阶段, 涉及债券、货币、指数和外汇等各个领域, 得到机构投资者的广泛青睐。截至 2018 年全球 CTA 基金资管规模达 3551 亿美元, 较 2000 年 379 亿美元增长近 9.4 倍。

图表132: 全球 CTA 基金资管规模发展迅猛



资料来源: Barclayhedge, 华泰证券研究所

CTA 基金具有得天独厚的优势: (1) 有效分散投资组合整体风险: CTA 与传统资产相关性较低, 在市场表现不佳时可有效发挥风险管理优势。(2) 收益空间较大: 由于 CTA 基金主要投资于期货及期权市场, 得益于该市场既可做空也可做多的特性, 无论在牛市还是熊市均可获益。(3) 投资机会广泛: 全球商品期货空间广阔, CTA 基金有望把握发展契机。

7.5.7 创新费率产品, 让利基民, 重获信任

(1) 基金费率结构逐步优化

申购费、管理费是基金收费主要项目, 费率降低空间较大。 基金费用按收费性质不同可以分为基金持有人费用和基金运营费用。基金持有人费用包括申购费、赎回费、基金转换费、红利再投资费、账户管理等, 是投资者在进行申购、赎回、转换等具体操作时一次性缴纳的费用, 申购费占到了基金持有人费用的主要部分, 基金申购费按收取时间和方式上的不同可以分为前端收费模式 (Front-end) 和后端收费模式 (Back-end), 前端收费模式在投资者购买基金份额时一次性收取, 后端收费模式中基金份额持有人在赎回基金份额时收取, 一般来讲后端收费模式是作为一种鼓励长期投资的费用收取方式, 收取的费用随持有期限的提高而降低, 超过规定期限后甚至可以免费。基金运营费用是投资者在基金持有期限内按年分摊的费用, 用于补偿基金管理人、托管人日常运营基金业务的成本, 包括基金管理费、托管费及其他费用, 其中基金管理费是主要构成部分。

浮动费率产品已有涉水。2018年，南方基金发行费率创新型三年定期开放混合型发起式基金，在每三年封闭期内，若期末已经扣除管理费后的净值低于或等于期初，则计提（若有）的管理费全额返还至基金资产。在封闭期后收益率为正，按照每年1.5%的费率水平收取固定管理费。当前市场上浮动类基金主要分为“支点式”上下浮动管理费基金（即业绩表现高于/低于比较基准时，管理费向上/下浮动）和提取“业绩报酬”浮动管理费基金（即在固定管理费率基础上，当业绩高于基准时收取附加管理费）。截至2019年6月末，浮动类产品相对公募市场相对较少。未来，费率模式创新模式有望进一步提升投资者体验。

（2）费率降低是行业发展趋势

竞争加剧，费率降低将成为行业新一轮发展重要特征之一。一方面，2017年CR3、CR10份额分别为26.3%、51.1%，但在最为传统的股票投资领域，距离美国等几家超大型基金公司占据绝对话语权的格局仍相差甚远，行业竞争仍处于白热化状态。另一方面，新《基金法》的实施，保险、券商以及私募加入公募基金行业，大公募时代下基金行业竞争格局进一步加剧，公募基金的牌照价值优势将逐渐降低。行业竞争的加剧首先带来的是成本的竞争，目前国内公募基金行业费用率相比较成熟国家仍然偏高，未来行业发展或将体现出明显的降费率特征。

基金产品实行注册制，产品数量的增加或将进一步促进费率下降。《公开募集证券投资基金运作管理办法》已于2014年8月8日正式实施，公募基金新设产品将逐步实施注册制，监管重心将由对产品设立的审批转向对投资者的保护、契约合规以及信息披露，逐步减少对于市场化微观行为的干预，同时鼓励基金公司围绕客户需求设计发行公募基金，支持管理人与投资者利益绑定的费率结构创新，不限制产品发行数量等。基金费率最容易在不同基金产品之间进行比较，也最直观的体现为投资成本，费率的竞争将不可避免。

美国共同基金发展历史表明费率下降是行业发展一般规律。美国共同基金管理资产规模由1996年的35203亿美元，增长到2018年的17.7万亿美元，年复合增长率高达7%。基金业快速增长的同时，行业格局也体现出两方面的明显变化：行业集中度的提升以及费率的显著下降。行业集中度方面，形成了先锋基金、富达基金和美洲基金等在世界范围内都拥有重要话语权的超大型基金共同引导行业发展的局面。行业集中度提升，基金业内部竞争促使各基金公司降低费率。以股票型基金为例，2000年股票型基金平均费率为0.99%，而2018年平均费率已下降至0.55%。低费率策略成为美国基金行业角逐的核心点之一，最具代表性的例子是新兴霸主-先锋基金，凭借低费率优势先锋基金超越传统大型基金强势登顶，截至2019年3月底，先锋基金管理资产规模达5.2万亿美元，同时平均管理费率仅为0.10%。

（3）中美基金费率对比：国内降费率趋势或不可避免

国内基金费率仍然处于较高水平，费率下降趋势或不可避免。美国基金行业主要通过法律的形式对基金费率做出上限规定，国内则通过规章制度的形式予以最高限值，如《开放式证券投资基金试点管理办法》中规定，申购费率不得超过申购金额的5%、赎回费率不得超过赎回金额的3%等。就总体趋势而言，美国基金实际收取费率远低于法律所规定最高限值，如规定申购费率不得超过5.3%，但实际只收取0.4%-0.8%左右，说明美国基金行业费率的下降主要是由于行业自发竞争的结果。从美国的经验看，行业费率下降主要有三方面的推动因素：竞争加剧、规模经济以及投资者对于低成本的基金的需求。

图表133：中美基金费用结构比较

分类	费用类型	中国	美国
持有人费用	申购费	不得超过申购金额的 5%，中国现行费用水平 0-2.5%之间，大部分随申购费用增加而减少，且大部分为前端收费。	前端收费不超过 5.4%，实际前端收费水平仅 0.7-1.1%左右，后期一般随持有量增加而递减，超过一定数量甚至会被免除。
	赎回费	不得超过申购金额的 3%，中国现行费用水平在 0-2.75%之间，大部分随申购费用增加而减少。	大多数的基金不收取赎回费。
	红利再投资费	无	目前大部分基金不收取
	转换费	由申购费补差和赎回费补差构成	费补差构成
运营费用	账户保管费	无	目前大部分基金不收取
	管理费	固定费率，股票，混合型基金为 1.5%左右；债券型基金 0.7%左右；货币市场基金为 0.33%左右。	有固定费率，激励式费率，杠杆支点式费率三种费率形式。
	托管费	固定费率，股票，混合型基金为 0.25%左右；债券型基金为 0.2%左右；	0.1%-0.2%
	12b-1 费用	国内暂时不收取	不超过净资产的 0.75%，投资时间越长，费用越高，目前只有 5 家货币市场型基金收取，费率为 0.25%

资料来源：证监会，ICI，华泰证券研究所

相比美国，我国基金管理费高出约 30%-50%，存在下降的空间。随着国内基金行业竞争日益白热化且业绩长期不甚理想，降低管理费既是竞争的必然结果，也是基民的当然诉求。尽管降管理费‘牵一发而动全身’，短期内出台的概率偏低，但基金公司也应当做好充足的准备，未雨绸缪，以美国经验，费率下降大潮中，基金市场份额将向低费率公司集中。

(4) 国内基金降费率可能的切入点

参考国际发展经验，更为弹性的管理费率、后端收费模式以及多样性的费率结构设计可在国内基金业费率变革中起到更为重要作用。国内管理费率下调可能的切入点：固定费率的下调以及弹性管理费率的应用。首先固定费率对于成长期的国内基金行业起到了较好的保护作用，即使放眼美国基金行业，固定管理费率仍是行业主导。但国内管理费率明显偏高，随着行业规模增长和竞争加剧，固定管理费率具有较大下行空间。同时管理费率方面还应更多的引入弹性费率设计，改变行业早涝保收局面，弹性管理费率主要包括激励式费率和杠杆支点式费率两种，激励式费率相当于分档收费，收益率越高，收取管理费率越高，而杠杆式支点费率是根据一定的业绩基准对费率进行调整，若基金业绩高于基准则增加管理费率，反之则减少，最大的亮点在于提供了双向浮动的费率设计。中欧基金 2013 年推出的中欧优选成长汇报便做了杠杆式支点费率的管理费率设计。后端收费模式是针对申购费率的优化设计，投资者在购买基金时不缴纳申购费率，而只在基金赎回是缴纳，且负担的申购费率随基金持有期限的提高而降低，以低费率鼓励投资者长期持有。多样性的费率结构设计是为投资者设计出不同的费率方案，由投资者根据自己意愿自行选择适合自己的收费模式。如美国奥本海默基金（Oppenheimer Funds）旗下的一款基金将投资者划分为三类，A 类投资者采用随申购金额递减的前收费模式 B 类投资者采用随持有期递减的后收费模式，C 类投资者不收取申购费，但负担更高的运营费用。

(5) 费率进入投资者体验时代

未来 MiFID II 要求研究独立付费的模式或将延展至中国，影响基金盈利模式。欧盟地区规范金融投资公司行为的法律框架文件 MiFID（Markets in Financial Instruments Directive）修订版本 MiFID II 要求，从 2018 年 1 月起，基金经理或咨询师禁止从第三方获取研究费，不能将费用打包至客户交易佣金内。投资者此后将为单独研究报告付费，投行也将分拆研究和经纪业务，对研究服务单独定价。MiFID II 推行后，为维持规模和客户相对稳定，预计大部分资管公司将从将研究费用转嫁于基金投资者的模式向独立消化研究费用模式转变，一定程度上将提升基金公司经营成本。当前，MiFID II 主要适用于在欧盟经区成员国国家境内任何提供“投资服务”的公司，我国境内相关业务仍沿用传统费用模式。但未雨绸缪，未来境内基金公司或也将面临独立承担研究费用的模式转型，需要做好应对成本上升的预备方案，通过探索削减研究服务提供商数量、加大内部研究投入、增加指数化和被动投资、实现金融科技赋能等方式，抵消成本费率上升的影响。

7.6 风控体系：业务拓展奠基石，长远发展生命线

外资企业成熟的风控系统倒逼国内机构转型升级。当前海外资管机构正加速布局中国市场，其与国内资管公司相较而言，具有严格的回撤控制理念及成熟的风控体系，拥有强大的专业人才和严格完善的风险防范与约束机制。外资入场打薄行业利润，将倒逼内资修炼内功，推动国内资管机构提升风险控制能力。

7.6.1 历史沉淀风控意识突出，打造完善风控体系

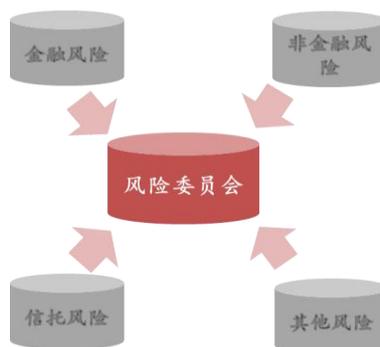
外资资管公司经营历史悠久，风控意识更为突出，经过市场起伏而逐步打造完善的风控体系。纽约梅隆银行董事会下设独立的风险委员会作为集团风险管理体系最高控制和决策机构，独立的风险委员会提高了资产与业务风险防控能力，保障了企业经营管理的顺利开展。此外，纽约梅隆银行内盛行风险管理的文化和原则，例如，树立个体风险管理意识，风险管理是每一个个体的职责；将风险与业务紧密联系；平衡风险和收益等，在公司内部还设置了强大稳固的风险和合规管理架构。

图表134： 纽约梅隆银行风险管理的三道防线



资料来源：公司官网，公司年报，华泰证券研究所

图表135： 风险委员会风险管理四大领域



资料来源：公司官网，公司年报，华泰证券研究所

7.6.2 金融科技助力风险控制

纽约梅隆银行的 **INFORM** 管理系统在其风险控制上发挥了重要作用。纽约梅隆银行所有分行的业务数据都通过总行集中处理，INFORM 信息管理系统具有资产交易、结算、信息查询、报表服务等多项功能，可以实现 24 小时实时处理。INFORM 系统功能包括报表服务、资产管理、账户管理、信息查询四个模块。在资产管理模块，只要在授权权限内下单或查询交易，INFORM 系统会自动通知资产管理银行或托管银行的清算部门进行结算，通过 INFORM 系统可动态查询每笔交易详细的发生额及账户余额，并下载对账单。金融科技的技术提高了运营效率，同时提供了有效的风险管理。

阿拉丁推动贝莱德风险管理平台整合。贝莱德自 20 世纪 90 年代以来率先开始注重金融科技发展，陆续开发了风险管理系统、阿拉丁系统（Aladdin）、Blackrock solution 等系统，其中阿拉丁系统旨在利用人的资源、市场数据和 IT 技术为投资经理提供实时资产管理。阿拉丁将投资组合管理、交易、风险分析和运营工具整合在一个平台上，帮助投资机构实现明智的投资决策、有效的风险管理、提高交易效率和扩大投资规模。

7.6.3 风控能力助力持续平稳发展

提升公司内部风控能力是提高核心力的有力手段。纽约梅隆银行快速发展背后的原因不仅在于领先的产品设计和商业模式，还在于优异的风险控制体系和能力。目前国内投资市场尚处于发展阶段，较国外成熟市场而言，投资风险较大，因此提高公司风险分析和控制能力，建设优秀的风控体系将为资产管理业务的发展提供强大支持，促使其平稳发展。

大力发展金融科技，建立风险控制体系。金融科技的应用能够提高风险识别和控制效率，目前大多数国内资管公司尚未建立一个有效的资产管理信息系统，风险管理效率有进一步提升空间，因此金融科技的发展力度有望逐步加大，以期帮助投资机构实现有效的风险管理、提高交易效率和扩大投资规模。

华泰证券研究所金融团队从 2015 年开始独家密切跟踪全球基金行业动态，并每年发布一篇基金行业发展战略研究报告，明辨资本市场大变革下的行业趋势与机遇。历年报告集锦：

2015 年：《大洗牌时代，重塑话语权：中国公募基金行业战略研究》

2016 年：《疾风知劲草，逆境识枭雄：泛资管时代中国公募基金行业发展战略研究》

2017 年：《潮平两岸阔，风正一帆悬：2017 年中国公募基金行业发展战略研究》

2018 年：《逐鹿大资管，寻基金的危与机：2018 年中国公募基金行业发展战略研究》

风险提示

- 1、政策风险。公募基金行业受到严格的政策规范，未来政策的不确定性将影响行业改革转型进程及节奏。
- 2、市场波动风险。公募基金投资业绩与股市及债市环境高度相关，来自股市及债市的波动将会影响证券公司业绩。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com