



Research and
Development Center

由美国共同基金发展史看我国公募基金光明前景

非银金融行业

2022年2月27日

证券研究报告

行业研究

投资策略报告

行业名称 行业

投资评级 看好

上次评级 看好

王舫朝 首席研究员

执业编号: S1500519120002

联系电话: 010-83326877

邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

朱丁宁 研究助理

邮箱: zhudingning@cindasc.com

王锐 研究助理

联系电话: 010-83326952

邮箱: wangrui@cindasc.com

相关研究:

《探索券商财富管理掘金之路》
2021.05《券商行情可持续原因及后续演绎推
理》2021.08

信达证券股份有限公司

由美国共同基金发展史看我国公募基金光明前景

2022年2月27日

本期内容提要:

- **资金净流入与资产增值推动美国八九十年代共同基金规模迅速增长,近20年规模增长主要靠净值上涨驱动。**我国资本市场发展阶段、机构化进程与美国八九十年代较为相似,彼时美国共同基金的成功经验对我国资管机构规模发展有一定的借鉴作用,并可以在估值方面给予我们启示。美国共同基金规模变化主要由两个因素驱动:一方面源自投资组合中有价证券的自我增值;另一方面源自投资者的资金净流入(新发基金及投资者净申购带来的增量资金)。我们复盘美国共同基金发展史,可以将其大体划分为三段时期,第一段是1980-2000年间,美国经济繁荣发展,资产端、资金端双扩容,共同基金规模增长来自资金大幅流入和资产增值两方面的共同作用,也是美国养老金大发展黄金时期;第二段是十年震荡期,2001年到2002年,美股科技股崩盘,尽管资金仍然流入,但共同基金规模罕见缩水,2003年到2007年股市复苏回归正轨。2008年金融危机令共同基金规模再次锐减2.5万亿美元至10.1亿美元。第三段是2009年后,经济复苏,市场稳定发展,2020年底共同基金规模达23.9万亿美元,2000年后共同基金数量稳定,规模增长主要靠净值驱动。
- **以普信和DFA为代表的主动管理基金、Vanguard为代表的被动基金的成功经验值得我国资产管理公司借鉴。**普信坚持主动投资,在被动管理浪潮下,仍能保持资金净流入,主要由于公司坚持以客户长期利益为核心的投资理念获得投资者认可,品牌效应日趋显著;普信投研实力雄厚,投资管理团队经验丰富,建立长期激励机制,业绩长期保持行业领先水平,驱动规模稳定增长,盈利能力突出。DFA投资策略基于有效市场理论之上,以学院研究为指导,通过构建个性化因子来补偿CAMP中Beta未能反映的市场风险因素,取得超额收益。此外,低成本管理和分散化投资理念赋予DFA长期领先业绩表现,并通过与具备同样投资理念的投顾合作获得客户长期陪伴。2008年后DFA持续获得资金净流入。Vanguard则顺应被动指数化基金浪潮,以持有者利益为先,具备低费率绝对优势。此外,Vanguard以客户需求的细化产品线,立足服务,赢得客户信赖。我们认为,美国优秀资管机构得以胜出主要得益于1)研究主导,投研团队长期稳定,2)将对投资者的信托责任置于规模扩张之上,销售理念和投资理念契合,3)低成本运营,给予投资者更大获利,4)以需求导向设计产品,产品线多样化,5)重视长期业绩考核激励机制。
- **我国公募基金发展迅速,头部基金公司各显神通,做大做强。**近五年来伴随资本市场发展,我国公募基金资产净值增长迅猛,头部基金公司虽然整体较稳定,但由于各公司战略和发展重心不同,不乏异军突起者。易方达基金风格多元、股债双强,每条赛道都有好手、允许多种风格共存是易方达的鲜明特点,为投资者持续创造了丰厚回报。中欧基金旨在打造“聚焦长期业绩的主动投资精品店”,“用长期业绩说

话”的品牌理念深入投资者内心。公司投研架构极具特色，基金经理根据自己的特长和性格找到自己的领域不断精进，公司才慢慢走出一条多策略精品店之路——从“牛人大本营”逐渐走向“黄金战队”。

- **优秀的主动资管公司应享受估值溢价。**市场普遍对资管公司采用 P/E 估值，普信过去十年保持在 16 倍左右，贝莱德过去十年 PE 中枢在 17 倍左右。我们认为，由于资管行业。从资管行业的商业模式来看，以普信为例，公司收入主要来自于 AUM 带来的投资咨询收入（相当于国内管理费收入），占比超过 90%，P/AUM 更能反应资管公司的价值。从 P/AUM 来看，近十年，普信金融 P/AUM 始终高于被动为主的贝莱德，截至 2021 年底，专注于主动投资的普信金融 P/AUM 估值为 0.0262 倍，高于被动为主的贝莱德 0.0139 倍。普信自 1984 年上市至今，股价上涨了 287 倍，远超同期的标普 500 上涨的 24.09 倍，时代红利和投资能力转化的资产增值驱动规模上涨，直接表现在股价上有可观的超额收益。
- **投资评级：**我国资本市场处于资产端扩容、居民存款搬家、养老金等长线资金带来增量资金入市红利期，机构仍然拥有资金优势和信息优势，主动权益基金跑赢沪深 300 指数占比超过 50%，我国公募基金 2021 年 AUM 同比增速达 26.93%，高于 1980-2000 年美国共同基金 AUM 年复合增速的 22%，**我们有理由相信我国公募基金在财富管理大背景下将加速扩张，市值将出现较大增长。**在我国居民财富搬家、养老金即将快速扩容的背景下，应重视优质公募基金带给券商的市值贡献。建议积极布局公募基金“影子股”：广发证券、长城证券、兴业证券、东方证券。
- **风险因素：**疫情反复、中美关系恶化、国家经济增长不及预期、人均可支配下降等；股市大幅波动；市场竞争加剧等；资产管理行业制度建设不及预期，金融监管力度抬升超预期等。

目录

一、美国共同基金发展历程.....	7
1.1 1980年-2000年繁荣发展期：资产增值与资金净流入共同驱动规模增长.....	7
1.2 2001-2008年震荡发展期：产品创新驱动规模上行.....	12
1.3 2009-至今稳步发展期：规模增长源自资产价值提升，被动化趋势显现.....	14
二、美国主动管理基金成功经验.....	16
2.1 普信金融（T.Rowe Price）——坚持主动投资，品牌效应与业绩表现驱动规模增长.....	16
2.2 DFA（Dimensional Fund Advisors）——最具学院派的基金管理人.....	22
2.3 Vanguard——以持有人利益为先，低成本运营的被动化资产管理公司.....	26
三、美国优秀资管机构的共性.....	22
四、我国正处于美国 80 到 90 年代，资产端和资金端均蓄势待发.....	30
五、国内基金公司：发展多样，百舸争流.....	30
六、估值与投资建议.....	34
风险因素.....	37

表目录

表 1: 美国前十大主动权益基金管理机构及规模.....	17
表 2: 前十大基金中有 6 只是主动权益产品，收益率表现优异.....	18
表 3: 普信多行业、多风格、多地区的产品体系.....	20
表 4: 普信 70%以上产品跑赢同业、被动基金和基准.....	21
表 5: 2020 年长期股权激励计划表（基于业绩表现）.....	22
表 6: 小盘股交易成本（仅买入）.....	23
表 7: DFA 基金表现和相关指数对标（截止 2021 年 12 月 31 日）.....	24
表 8: US Small Cap 前十大持仓.....	25
表 9: 部分券商参控股的公募基金估值及市值贡献.....	35
表 10: 上市券商参控股公募基金情况及净利润贡献（单位：亿元）.....	36

图目录

图 1: 1999-2018 年美国共同基金规模因素变化分析（单位：十亿美元）.....	7
图 2: 80 年代美国共同基金快速扩张，20 年 CAGR 为 22%（单位：十亿美元）.....	7
图 3: 美国 GDP 增速（单位：%）.....	8
图 4: 80 年代初期美国十年期国债大幅下行-债市牛市（单位：%）.....	8
图 5: 80 年代债券基金率先扩容.....	8
图 6: 80 年代出美股开启 20 年“慢牛”行情.....	9
图 7: 股票型共同基金扩容.....	9
图 8: 共同基金资金净流入与资本市场收益率高度正相关（百万美元，%）.....	9
图 9: 美国先进制造和高端服务在 GDP 中的占比（百万美元，%）.....	10
图 10: 股权融资占非金融总融资比重（百万美元，%）.....	10
图 11: 1980-2000 年基金数量随证券化率增加.....	10
图 12: 共同基金净资产规模随证券化率提升.....	10
图 13: 八九十年代居民部门持有存款的比例大幅下降.....	10
图 14: 居民部门股票、共同基金及养老保险等金融资产占比大幅替提升.....	10
图 15: 共同基金持有人账户数增速显著.....	11
图 16: 八十年代持有共同基金的美国家庭占比迅速提升（%）.....	11
图 17: DC 计划规模扩容.....	11
图 18: IRA 账户规模扩容.....	11
图 19: 美国退休账户持有共同基金现金流量（十亿美元）.....	11

图 20: 养老金持有共同基金比重持续增加	11
图 21: 90 年代美国 DC 计划持有共同基金规模大幅提升	12
图 22: 90 年代美国 IRA 计划持有共同基金规模大幅提升	12
图 23: 退休养老计划资金净流入占共同基金	12
图 24: 基金规模 vs GDP	13
图 25: 2002、2003 年共同基金出现净赎回 (单位: 十亿美元)	13
图 26: 2000-2008 年目标日期基金规模增长迅速	13
图 27: 目标日期基金资金来源 80%来自 DC 计划和 IRA	13
图 28: 2007-2009 年美国熊市中富达 2010 自由基金赎回比较低	14
图 29: 08-09 年美国目标日期基金投资者调仓比例远低于其他基金	14
图 30: 持续低息提升美股资产价格 (%)	14
图 31: 美国 M2 同比达二战后未有水平, 超量流动性 (%)	14
图 32: 基金数量与证券化率高度正相关, 09 年来保持稳定	15
图 33: 共同基金净资产规模总体呈上升趋势 (十亿美元)	15
图 34: 美国被动基金产品逐渐成为市场主流	15
图 35: 主动基金净流出向被动基金净流入 (十亿美元)	15
图 36: 2008 年以后主动基金多数年份净流出 (百万美元)	15
图 37: 2000 年以来被动基金规模保持持续净流入 (十亿美元)	15
图 38: 美国股市机构化持续提升 (%)	16
图 39: 指数基金费率显著低于主动管理基金	16
图 40: 公司净利润稳健增长 (百万美元)	17
图 41: ROE 超 30%, 盈利能力突出	17
图 42: 2008 年以后主动基金多数年份净流出 (百万美元)	17
图 43: 资管规模稳定增长 (十亿美元)	17
图 44: 投资咨询费收入与 AUM 持续增长	18
图 45: 资产增值是主要驱动力 (十亿美元)	18
图 46: 产品以共同基金为主 (十亿美元)	18
图 47: 资产类别以权益为主 (%)	18
图 48: 养老资产是主要资金来源	19
图 49: 2005 年以来美国境内和国际研究团队不断扩充 (人)	21
图 50: CEO 工资薪酬组成	22
图 51: DFA US Small Cap 近 10 年业绩 vs Russel 2000	25
图 52: DFA AUM (百万美元)	26
图 53: Vanguard 平均费率显著低于行业 (%)	26
图 54: Vanguard 平均费率和同业对比	26
图 55: 先锋股权结构	27
图 56: 传统基金公司股权结构	27
图 57: 先锋集团将运营成本外的利润均贡献给投资者	27
图 58: 2019 年 Vanguard 资金流入位居第一 (十亿美元)	28
图 59: Vanguard 指数型基金规模持续上升 (十亿美元)	28
图 60: 前二十资产管理公司无销售佣金资产占比	30
图 61: 公募基金持股/A 股市场总流通市值	30
图 62: 中国直接融资存量及占比 (亿元, %)	31
图 63: 中美上市公司总市值/GDP (%)	31
图 64: 2021 前 20 基金公司基金资产净值 (亿元)	32
图 65: 头部集中但颈部、尾部份额提升	32

图 66: 前二十名公募 2020 年净利润及 ROE (亿元, %)	32
图 67: 易方达投资板块架构	33
图 68: 非货币规模及占比近年来逐步提升	33
图 69: 公司盈利大幅增加 (亿元, %)	33
图 70: 债券型基金规模、占比显著提升 (亿元, %)	34
图 71: 股票+混合规模迅速扩大 (亿元, %)	34
图 72: 公司盈利大幅增加 (亿元, %)	34
图 73: 2011 至今普信与贝莱德 PE 估值	35
图 74: 主动资管应享受 P/AUM 估值溢价	35

前言

当前我国资本市场发展阶段、机构化进程与美国 80-90 年代较为相似，彼时美国共同基金的成功经验对我国资管机构规模发展有一定的借鉴作用，并可以在估值方面给予我们启示。

一、美国共同基金发展历程

共同基金规模变化主要由两个因素驱动：一方面源自投资组合中有价证券的自我增值；另一方面源自投资者的资金净流入（新发基金及投资者净申购带来的增量资金）。我们复盘美国共同基金发展史，可以将其大体划分为三段时期，第一段是 1980-2000 年间，美国经济繁荣发展，共同基金规模增长来自资金大幅流入和资产增值两方面的共同作用，也是美国养老金大发展黄金时期；第二段是十年震荡期，2001 年到 2002 年，美股科技股崩盘，尽管资金仍然流入，但共同基金规模罕见缩水，2003 年到 2007 年股市复苏回归正轨。2008 年金融危机令共同基金规模再次锐减 2.5 万亿美元至 10.1 亿美元。第三段是 2009 年后，经济复苏，市场稳定发展，2020 年底共同基金规模达 23.9 万亿美元，2000 年后共同基金数量稳定，规模增长主要靠净值驱动。

图 1：1999-2018 年美国共同基金规模因素变化分析(单位：十亿美元)

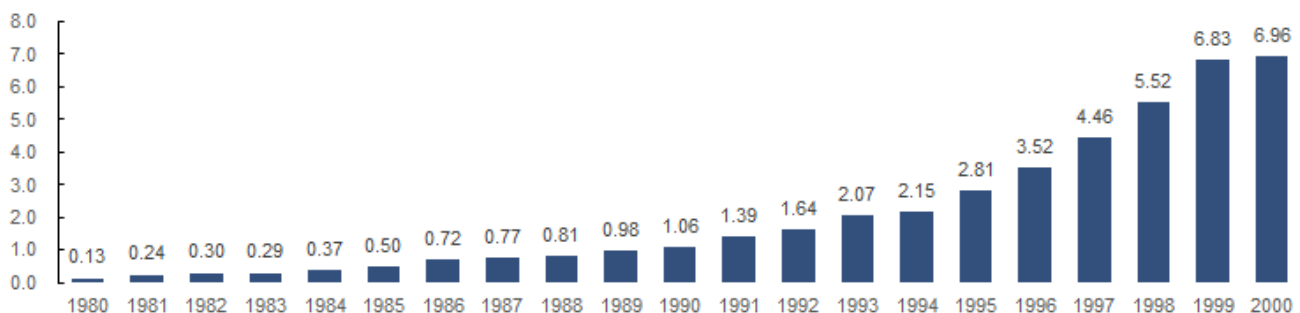


资料来源：ICI，信达证券研发中心

1.1 1980 年-2000 年繁荣发展期：资产增值与资金净流入共同驱动规模增长

1980 年经济复苏，美国股债双牛带来赚钱效应，叠加退休投资计划快速发展，共同助推了共同基金的快速扩张。美国共同基金从 1980 年初 1.3 亿美元增至 69.6 亿美元，20 年复合增速 22.02%。

图 2：80 年代美国共同基金快速扩张，20 年 CAGR 为 22% (单位：十亿美元)



资料来源：Wind，信达证券研发中心

1.1.1 经济复苏、股债双牛

20 世纪 80 年代初全球石油危机过后，美国里根改革确立了调整经济结构的战略发展方向，从发展传统工业向高新技术产业转型，1981 年和 1982 年政府连续两年降低资本增值税，刺激了风险资本的急剧增加。经济结构调整与税收刺激共同作用导致美国企业并购潮出现，80 年代中期开始美国掀起了 20 世纪以来第四次兼并浪潮，1983 年美国率先走出危机，打破 70 年代滞涨局面，1984 年美国经济增长率达到 7.2%，是五十年代以来美国最

高增长率，美国经济进入长期低通胀、高就业、高增长的环境，是二战后最长的经济扩张期。

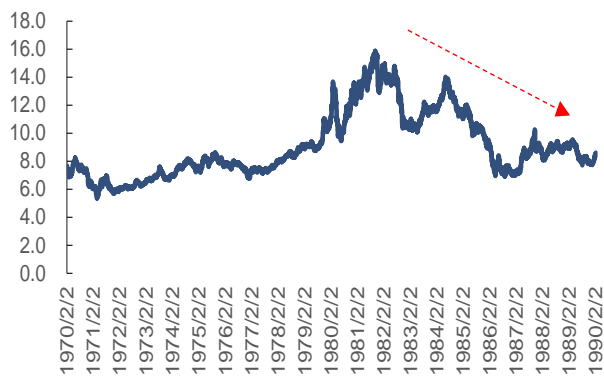
图 3: 美国 GDP 增速 (单位: %)



资料来源: Wind 券研发中心

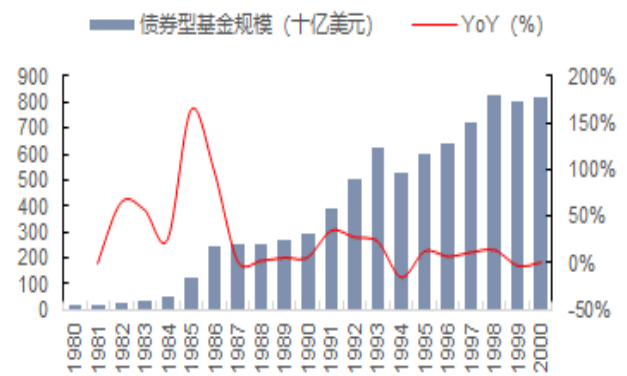
利率市场化，债市进入牛市，债券基金率先扩容。1979 年第二次石油危机爆发以后，为对抗恶性通胀，美国采取鹰派的高利率政策调控物价，长达 15 年之久的通胀问题得到解决，利率水平持续回落，美国债市同时进入牛市。80 年代初到中期美国利率市场化后期，债券型基金率先扩容。

图 4: 80 年代初期美国十年期国债大幅下行-债市牛市 (单位: %)



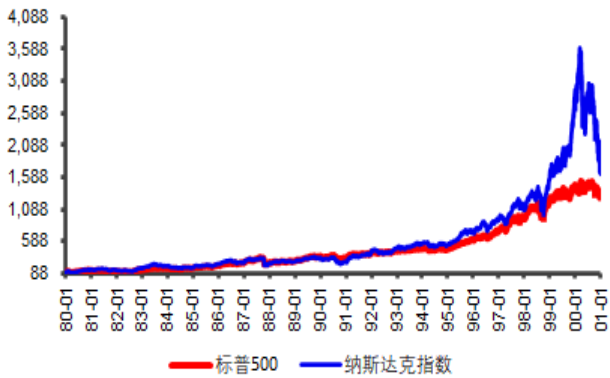
资料来源: ICI, 信达证券研发中心

图 5: 80 年代债券基金率先扩容

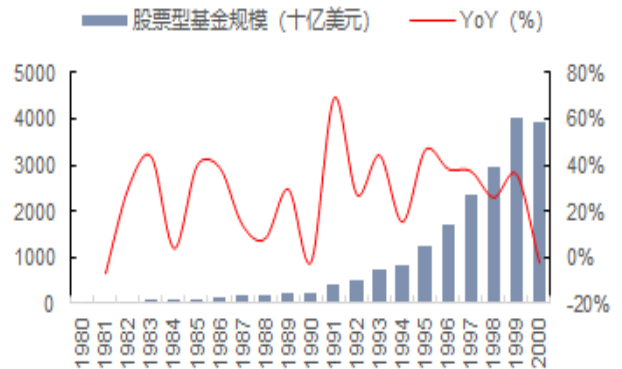


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

美股 20 年长期向好，投资者投资共同基金热情高涨，股票型共同基金规模持续高增。美国 80 年代去杠杆大幅降低货币增速，走出滞胀、开启长期利率下行通道，促进经济繁荣和股票估值提升，美股 20 年牛市行情开启。标普 500 指数从 123 点上涨至 1527 点，涨幅 11 倍，年均增长 15%，纳斯达克指数从 196 点最高上涨至 4963 点，涨幅 24 倍，年均增长 20%。1980-2000 二十年间，股票型共同基金发展迅速，从 1980 年的 442 亿美元，1995 年突破万亿美元，截至 2000 年末，股基规模 33688 亿美元，二十年复合增速 24%。

图 6：80 年代出美股开启 20 年“慢牛”行情


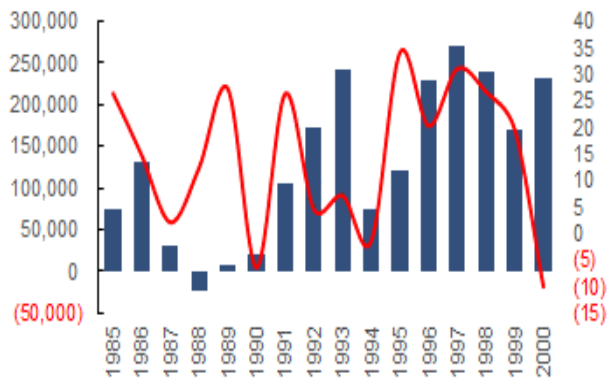
资料来源：ICI，信达证券研发中心

图 7：股票型基金扩容


资料来源：Wind，信达证券研发中心

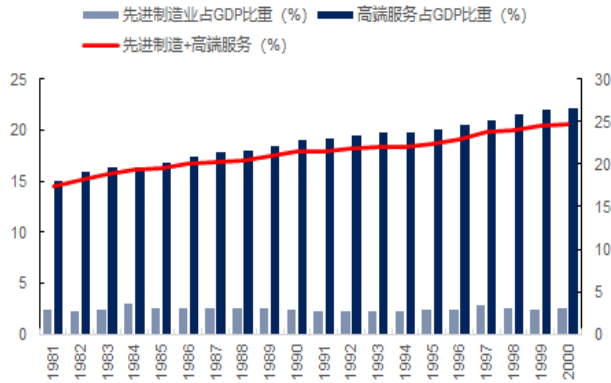
1.1.2 资产端、资金端双扩容，共同基金蓬勃发展

1985 年-2020 年间，美国共同基金累计净流入 2096 亿美元，除资本市场的赚钱效应吸引资金流入外，美国经济结构转型、直接融资占比提升带来的资产端扩容，以及养老金改革带来的增量资金入市也对共同基金的快速扩张起到了至关重要的作用。

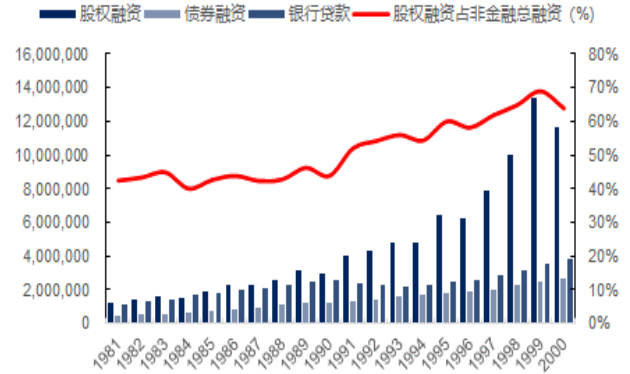
图 8：共同基金资金净流入与资本市场收益率高度正相关(百万美元，%)


资料来源：ICI，信达证券研发中心

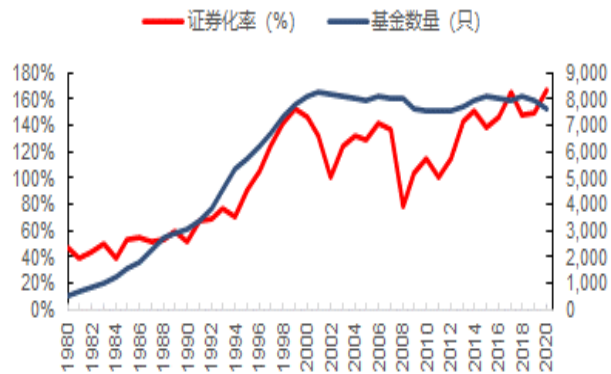
80 年代直接融资助力美国经济结构转型。上世纪 80 年代至 2000 年是美国产业结构升级期，这一时期里根总统与克林顿总统大力推动服务业和信息业的发展，产业结构变化体现为制造业升级和服务业升级。制造业方面，传统制造业占 GDP 比重从 6% 降到 2000 年的 3%，与此同时，先进制造业占 GDP 比重从 1.6% 增长至 2.2%。高端服务方面，以信息技术、商业服务、医疗、娱乐、教育、旅游六大行业在 GDP 中的占比从 15% 提升至 27.5%。直接融资在这次经济转型中发挥了重要作用，占比从 40% 提升到 70%。期间大量公司的 IPO 为资本市场提供了优质资产，共同基金的规模也随着证券化率超过 150% 而触达 7 万亿美元，共同基金数量也增至 8000 只。

图 9：美国先进制造和高端服务在 GDP 中的占比（百万美元，%）


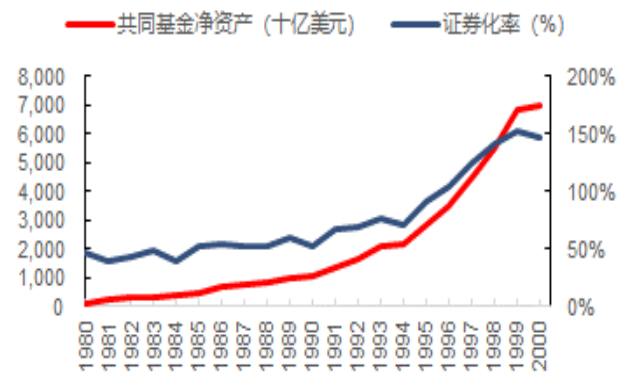
资料来源：ICI，信达证券研发中心

图 10：股权融资占非金融总融资比重（百万美元，%）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

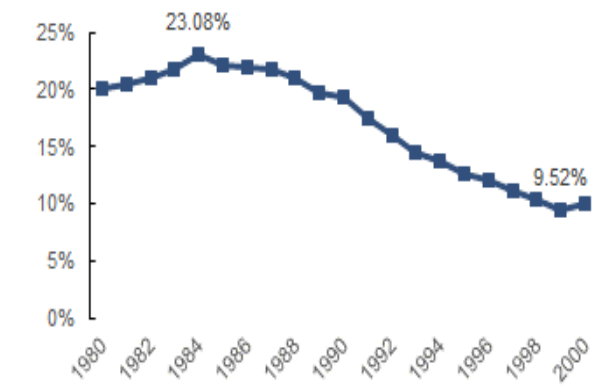
图 11：1980-2000 年基金数量随证券化率增加


资料来源：ICI，信达证券研发中心

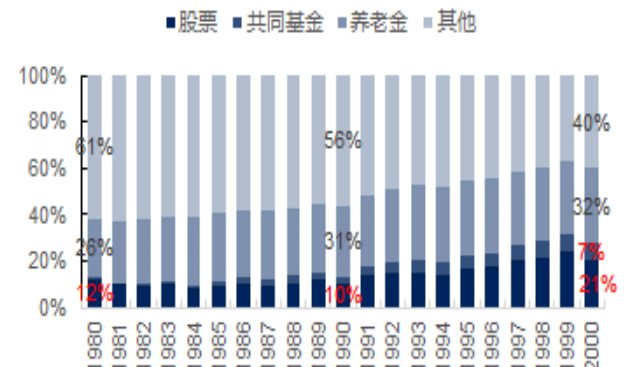
图 12：共同基金净资产规模随证券化率提升


资料来源：Wind，信达证券研发中心

居民财富搬家，养老体系改革，共同基金迎增量资金。利率市场化后，美国居民部门持有的存款比例从最高 1984 年的 23.08% 降至 1999 年的 9.52%，存款加速搬家。此外，计算技术发展，各类复杂的投资工具和衍生品大量出现，股票投资专业性不断提升，共同推动社会财富持续向共同基金转移。持有基金的家庭占比从 1980 年的 5.70% 提升至 1999 年的 47.4%，股票、共同基金、养老金在居民金融资产中的比例合计从 1980 年的 38.50% 提升至 2000 年的 59.94%。共同基金持有人账户数从 1980 年的 460 万户，提升至 2000 年的 4860 万户，占美国总人口数从 1980 年的 2.02% 提升至 2000 年的 17.21%；持有共同基金的美国家庭占比从 1980 年的 5.7% 提升至 2000 年的 45.7%。

图 13：八九十年代居民部门持有存款的比例大幅下降


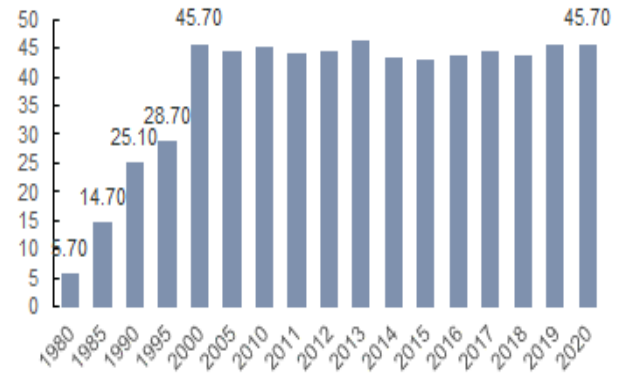
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 14：居民部门股票、共同基金及养老保险等金融资产占比大幅替提升


资料来源：Wind，信达证券研发中心

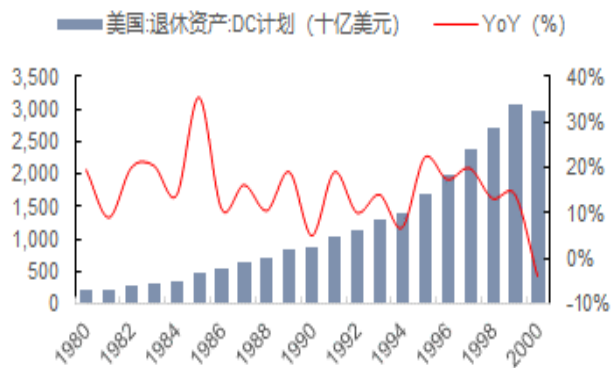
图 15: 共同基金持有人账户数增速显著


资料来源: ICI, 信达证券研发中心

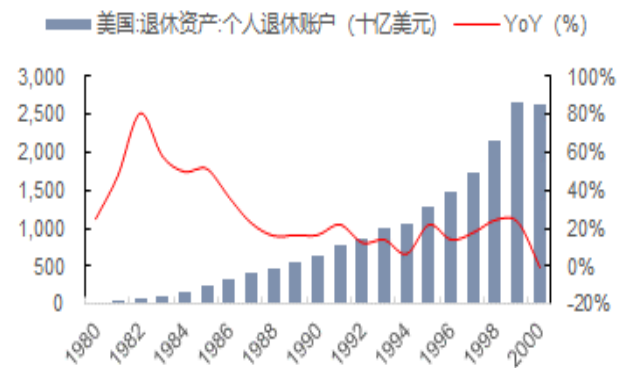
图 16: 八十年代持有共同基金的美国家庭占比迅速提升 (%)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

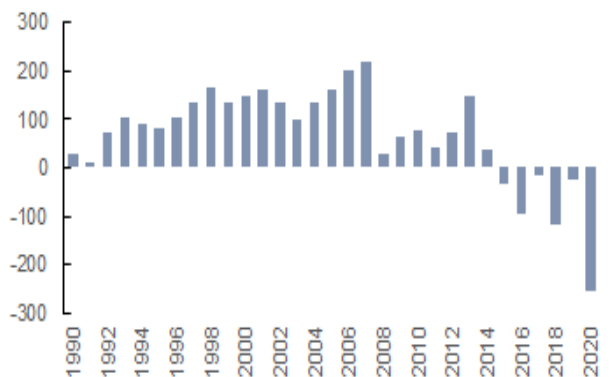
八十年代, 美国养老体系改革, 第二支柱雇主养老金计划 (包括待遇确定型 (DB) 计划和缴费确定型 (DC) 计划)、第三支柱个人退休金计划 (IRA) 发展壮大。DC 计划 20 年间由 2020 亿美元增至 29580 亿美元, IRA 帐户由 250 亿美元增至 26290 亿美元, 而它们均将共同基金作为重要资产配置方向, 是共同基金扩容的重要推动力。(详见信达非银报告《时不我待: 我国三支柱养老体系建设》, 20210406)。

图 17: DC 计划规模扩容


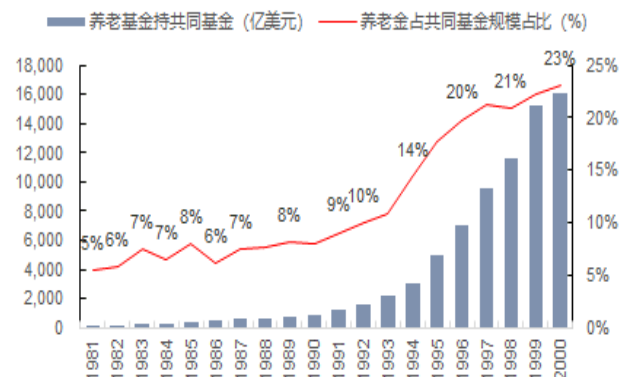
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 18: IRA 账户规模扩容


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 19: 美国退休账户持有共同基金现金流量 (十亿美元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

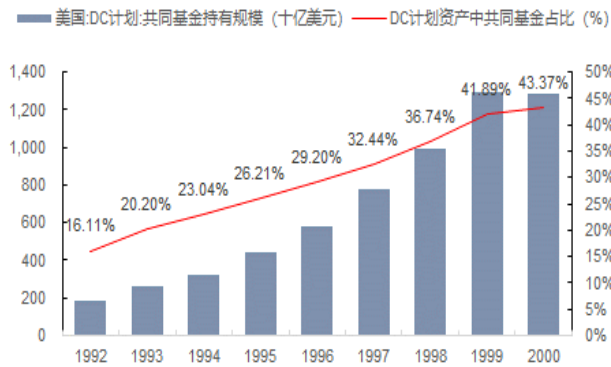
图 20: 养老金持有共同基金比重持续增加


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

从共同基金的资金来源也可以看出, DC 计划和 IRA 计划是共同基金重要参与者。DC 计划持有共同基金规模从 1990 年的 1420 亿美元提升至 2000 年的 12830 亿美元, 资产中共同基金占比从 1992 年的 16.11% 提升至 2000 年的 43.37%。IRA 计划从 1992 年的 2410 亿提升至 2000 年的 12620 亿元, 资产中共同基金占比从 1990 年的

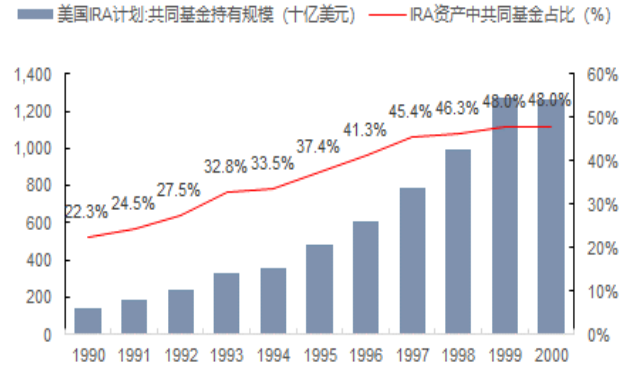
22.3%提升至 2000 年的 48.0%。

图 21： 90 年代美国 DC 计划持有共同基金规模大幅提升



资料来源：ICI，信达证券研发中心

图 22： 90 年代美国 IRA 计划持有共同基金规模大幅提升



资料来源：Wind，信达证券研发中心

九十年代，各类退休养老计划入市。1991 年，美国各类退休计划向共同基金投资净流入 100 亿元，仅占共同基金净流入的 9.43%，而到 1999 年，各类退休计划向共同基金净流入 1340 亿元，占共同基金净流入的 79.18%，成为共同基金规模净流入的主要推动力。

图 23： 退休养老计划资金净流入占共同基金



资料来源：ICI，信达证券研发中心

八九十年代因此也成为了美国投资者结构调整的关键时期，机构投资者持股市值从 1980 年的 30%，提升至 2000 年的 48%，一举超过居民部门/散户的持股市值占比 43%。以上长线资金发展壮大，不仅推升了共同基金规模，也有利于形成价值投资理念，提升市场稳定性，正面反馈基金业绩，形成了良性循环。

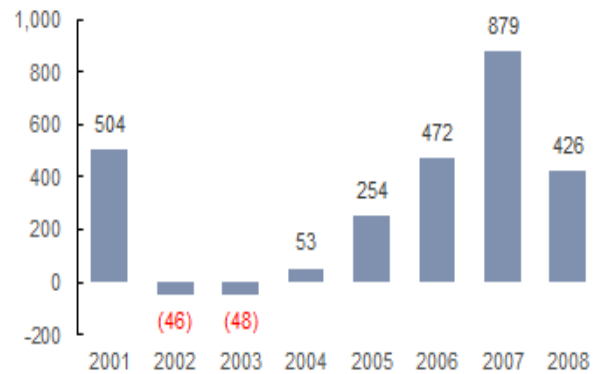
1.2 2001-2008 年震荡发展期：产品创新驱动规模上行

1.2.1 经济震荡，基金规模呈上升趋势

2001-2008 年美国震荡，共同基金规模震荡上行。2001-2002 年，美元加息、海外经济复苏、资金流入新兴市场、科技股业绩低于预期、微软反垄断、安然财务丑闻等诱因，导致互联网泡沫破裂，全球股市罕见大跌。2000 年 3 月之后的两年内，纳斯达克指数 5132.52 点狂跌近 3000 点，科技股上市公司市值大幅缩水 5 万亿美元，美国陷入经济衰退，2002、2003 年共同基金分别出现 460 亿美元和 480 亿美元的净赎回。伴随经济复苏，2003、2004 年共同基金规模重回上行轨道；2007 年底次贷危机席卷全球，美国经济衰退，2008 年共同基金规模同比缩水 2.38 万亿美元至 9.62 万亿美元。

图 24： 基金规模 vs GDP


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 25： 2002、2003 年共同基金出现净赎回（单位：十亿美元）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

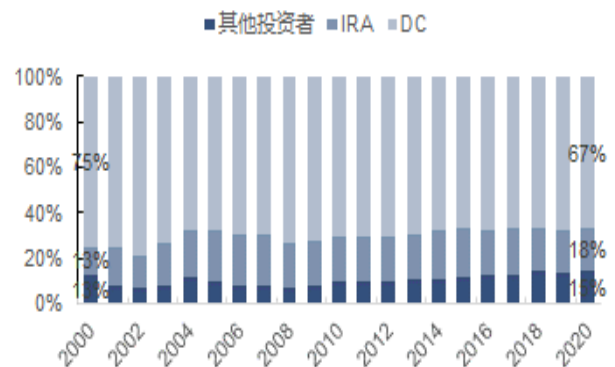
1.2.2 投资者需求导向的产品创新促使规模稳定增长

在不同时期不同经济环境下，投资者需求有所不同，需求导向的创新型基金产品层出不穷，例如生活基金（目标风险基金）、生命周期基金（目标日期基金）、目标波动性基金、风险平价基金等。其中 FOF 和目标日期基金以特有投资风格赢得投资者青睐，发展迅速，不断吸引长期资金持续入市。

目标日期基金 Target Date Fund 精准把握养老投资痛点、满足需求，进一步推升养老资产规模。2006 年美国通过 Pension Protection Act, 《养老金保护法案》，法案将目标日期基金定为养老计划的默认投资标的，进一步促进养老金进入共同基金。法案设立了 Qualified Default Investment Alternative (QDIA), “合格默认投资备选机制”，在投资者不做选择的时候，QDIA 允许 401(k) 账户的受托人默认将养老金投向 QDIA 中的任意产品，与个人年龄相对应的退休目标日期基金。目标日期基金资产配置比例随着日期目标临近自动调整，精准契合养老投资者的风险承受能力随年龄增长而变化的特点，因此备受养老资金的青睐。2000 年以后，目标日期基金规模迅速增长，从 2000 年的 80 亿元增至 2009 年的 1600 亿元，年复合增长 45%，其中 DC 计划和 IRA 账户是主要资金来源，2000 以来养老资金来源占比始终超过 80%。

图 26： 2000-2008 年目标日期基金规模增长迅速

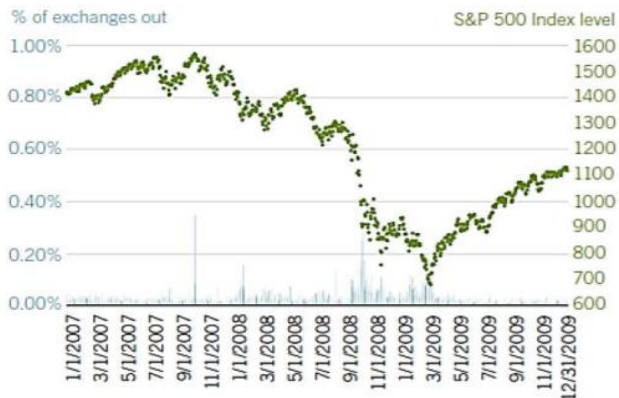

资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 27： 目标日期基金资金来源 80%来自 DC 计划和 IRA


资料来源：Wind，信达证券研发中心

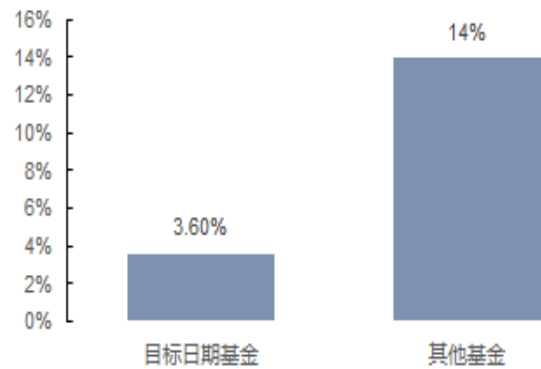
目标基金的诞生不仅满足养老资产自身保值增值的需求，也发挥了美国资本市场“稳定器”的作用。目标日期基金投资者的短期调仓行为较少见，绝大多数投资者长期持有该类基金，即便在熊市中，投资者也较少赎回基金。与其他类型的基金相比，目标日期基金的投资调仓比例也较低，2008-2009 年市场下跌期间，美国市场目标时期基金投资者的平均调仓比例为 3.6%，远低于其他类型基金 14% 的调仓比例。

图 28：2007-2009 年美国熊市中富达 2010 自由基金赎回比较低



资料来源：上交所《日期目标基金美国经验》，信达证券研发中心

图 29：08-09 年美国目标日期基金投资者调仓比例远低于其他基金



资料来源：Wind，信达证券研发中心

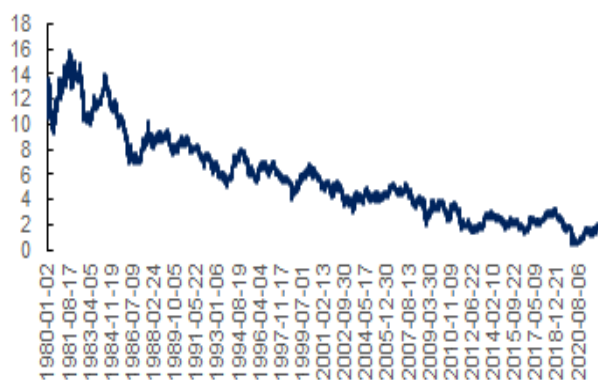
1.3 2009-至今稳步发展期：规模增长源自资产价值提升，被动化趋势显现

1.3.1 共同基金数量稳定，资产价值提升推动规模增长

次贷危机后，在刺激政策配合下，2009 年美国经济开始出现反弹，2010 年 GDP 增速已回升至 2.6%，能源革命和移动互联网浪潮是本轮长周期美国经济增长的主因。首先页岩革命的成功使美国油气供应量井喷，国际油价下跌 2/3，能源革命带动上下游的投资，低油价带来生产成本的降低，驱动美国经济增长。其次，2009 年以来，智能手机普及和移动通信技术的成熟，降低了全球网络接入门槛，互联网业务逻辑由同质化分发向用户主动获取信息迁移，大量 C 端应用蓬勃而出，打开传统互联网所能承载的流量天花板，驱动了美国经济增长。

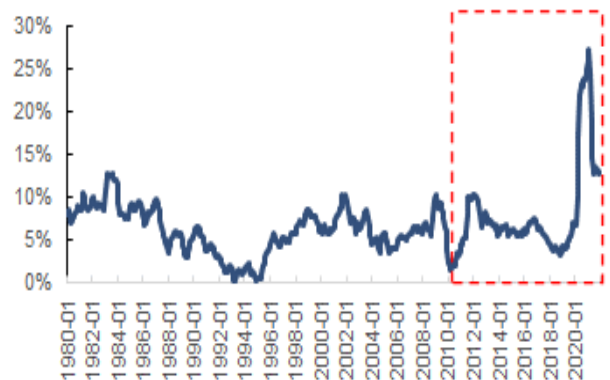
持续低息和超量流动性是 09 年以来美股价格持续提升的重要货币背景。2009 年以来，为促进经济增长，美联储推出大规模量化宽松，利率一直维持在 0-1% 之间的偏低水平，直到 2017 才重启加息周期，但直至 2020 年也仅提升至 2.1%，仍处于历史低位。后疫情打断原有的加息进程，美联储 2020 年 3 月起连续多次降息共 个基点至接近零利率，从十年期美债收益率来看，从 2018 年的 2.7%，下降到 2019 年的 1.9% 到目前的仅 1.6%。无风险利率的降低，显著提升了市场的估值水平。此外，2009 年以来这轮牛市，一直有非常规货币政策支持，M2 推动资产价格持续提升。

图 30：持续低息提升美股资产价格 (%)



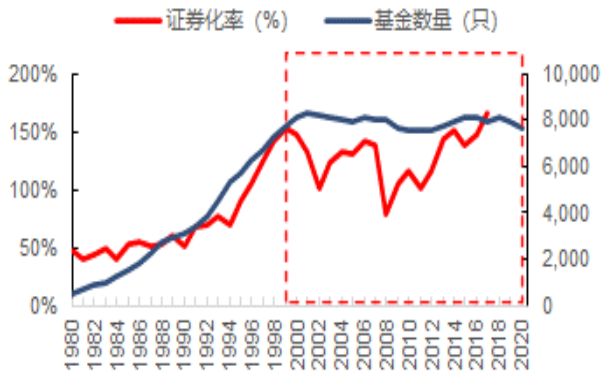
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 31：美国 M2 同比达二战后未有水平，超量流动性 (%)

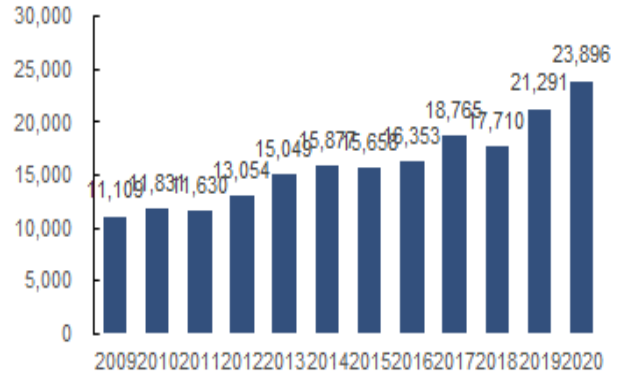


资料来源：Wind，信达证券研发中心

新基金几无增长，规模增加主要缘于净值上涨。2009 年以来，美国共同基金数目始终保持在 7000-7500 只，意味着共同基金产业在当前的资本市场规模水平下达到饱和。从投资公司在金融部门中资产占比的变化来看，美国证券化率在 2000 年前始保持高速提升，但进入 21 世纪，特别是 2009 年以后增速明显放缓，且出现了波动，资产端的稳态与资金端相匹配，但共同基金净资产价值仍持续上升，**2020 年底达 23.89 万亿，规模增长主要源于资产价格的提升，美国公司过去十几年不断回购造成的牛市是主因。**

图 32: 基金数量与证券化率高度正相关, 09 年来保持稳定


资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 注: 证券化率=股票市值/GDP

图 33: 共同基金净资产规模总体呈上升趋势 (十亿美元)


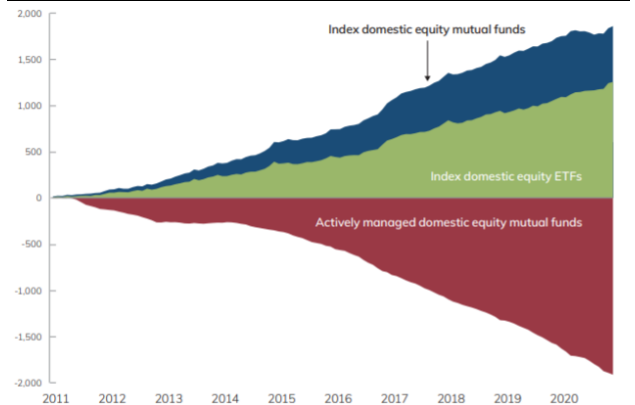
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.3.2 被动化趋势显现

被动投资基金正逐渐成为市场主流。2008 年金融危机之后, 美国被动型产品加速扩容, 开启对主动产品的替代, 主动基金除个别年份处于净流出状态, 而被动基金持续保持规模净流入。截至 2020 年底, 美国市场包括 ETF 和指数型基金在内的被动基金规模 10.26 万亿美元, 占全部基金规模比例从 1995 年的 1.92% 提升至 2020 年的 34.53%。2010-2019 年, 投资美国国内的主动股票基金累计净流出 1.07 万亿元, 与此同时, 投资美国国内的指数型积股票基金和指数型股票 ETF 共获得 3.77 万亿美元规模的资金净流入。

图 34: 美国被动基金产品逐渐成为市场主流

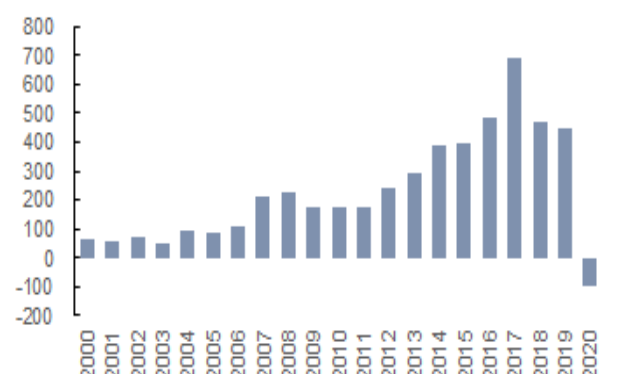

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 35: 主动基金净流出向被动基金净流入 (十亿美元)


资料来源: ICI, 信达证券研发中心

图 36: 2008 年以后主动基金多数年份净流出 (百万美元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

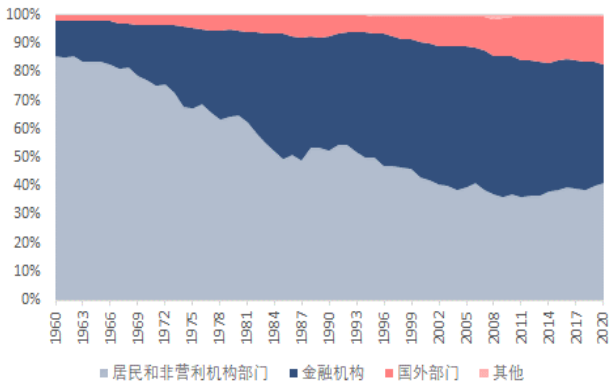
图 37: 2000 以来被动基金规模保持持续净流入 (十亿美元)


资料来源: ICI, 信达证券研发中心

我们认为美国市场被动化趋势的主要源于: 1. 随着机构化程度提升, 市场更加有效, 主动管理类基金跑赢指数的难度加剧; 2. 资管市场竞争加剧, 资金对成本敏感性提升, 被动基金在费率方面有明显优势。

伴随机构化程度加深，市场有效性提升，美国超过半数权益基金无法跑赢标普 500 指数。伴随美国机构化进程不断深化，机构投资者占比从 1985 年的 45% 提升至 2020 年的 56%，34 年提升 11 个百分点，市场有效性提升。美国市场跑赢基准指数的主动权益基金占比不足 50%。主动管理型基金难以持续跑赢大盘，截至 2021 年底，三年年化收益率，美国国内的主动选股基金战胜对应指数的比例不足 50%，10 年年化收益率，国内及新兴市场风格的主动选股基金跑赢市场指数的占比也低于 50%。

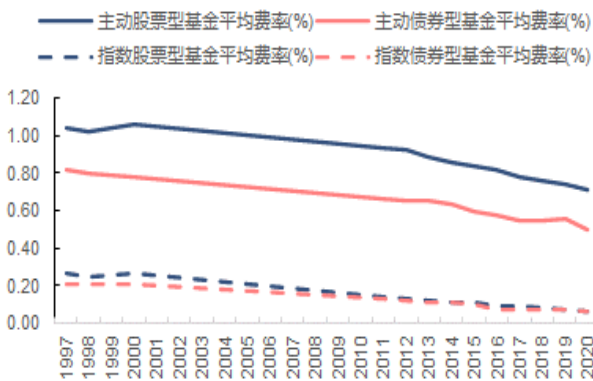
图 38：美国股市机构化持续提升（%）



资料来源：美联储，信达证券研发中心

机构对费率敏感，低成本是被动基金崛起的另一重要原因。市场有效性不断提升的背景下，资金对成本的敏感性随之提升，随着指数型基金、ETF 和免佣基金不断吸引资金流入，流向低费率基金的资金流明显增大。根据晨星数据，2000 年以来，晨星分类中费率最低的 20% 的基金资金流入整体呈上升趋势，2018 年，晨星分类中费率最低的 20% 的基金获得 6050 亿美元的资金净流入，其中 75% 流向被动型基金，97% 流向费率最低的 10% 的基金。与主动基金相比，被动型基金在费率方面优势明显，以 2011 年主/被动基金平均费率为例，2011 年主动股票/债券基金平均费率为 0.96%/0.66%，而指数型股票/债券型基金仅为 0.14%/0.13%，指数型基金和 ETF 为主的被动基金费率远低于主动基金，是资金流从主动流向被动的重要原因。

图 39：指数基金费率显著低于主动管理基金



资料来源：ICI，信达证券研发中心

二、美国主动管理基金成功经验

2.1 普信金融（T.Rowe Price）——坚持主动投资，品牌效应与业绩表现驱动规模增长

2.1.1 坚持主动投资，投资风格多元的头部资产管理机构

普信金融（T.Prowe Rice）成立于 1937 年，1984 年在美国纳斯达克上市，公司主要为全球投资者提供股票、债券、货币市场、资产配置和目标日期基金，IRA 账户资产管理服务，是目前全美第三大主动权益基金管理机构，也是全球市值最高、股东回报优秀的二级市场纯主动管理机构。核心竞争力在于“客户利益至上”的投资理念获

得客户信任与认可，扎实投研带来的良好业绩和品牌效应，以及长效激励机制吸引并留住专业人才，共同驱动规模稳健增长。

表 1: 美国前十大主动权益基金管理机构及规模

公司名称	主动权益基金规模 (十亿美元)	占公司总规模比例
资本集团	921	54.20%
富达	703	41.40%
先锋	420	23.70%
普信	378	53.30%
DFA	306	77.10%
MFS	168	67.90%
JPMorgan	138	41.20%
道奇考克斯	135	65.50%
奥本海默	120	66.50%
富兰克林	106	25.90%

资料来源: Bloomberg, Morningstar, 信达证券研发中心

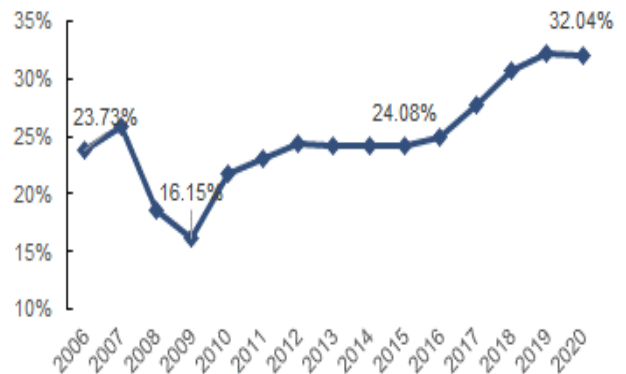
普信收入、净利润保持稳健增长，盈利能力突出。1994年-2020年间，普信金融营收从3.82亿美元增长至62.07亿美元，净利润0.61亿美元增至25.23亿美元，15年CAGR分别为9.9%和12.0%，除2008年金融危机导致公司盈利受阻外，公司净利润保持持续增长。盈利能力方面，2008年公司ROE跌至低点16.15%，而后稳定提升，2020年公司ROE达32.04%。

图 40: 公司净利润稳健增长 (百万美元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

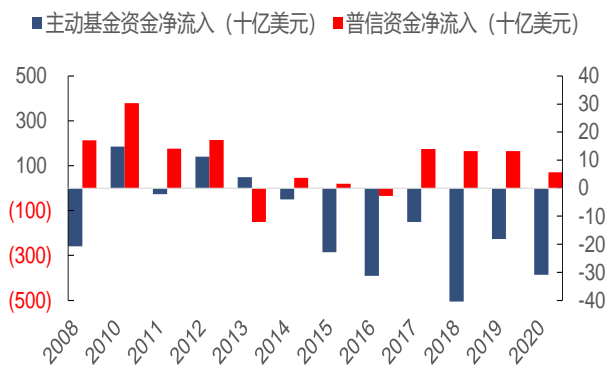
图 41: ROE 超 30%，盈利能力突出



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

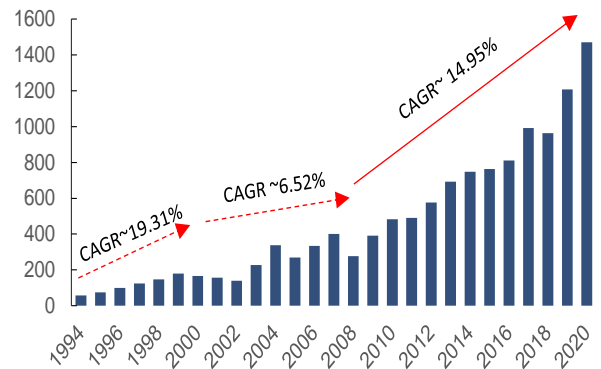
被动管理浪潮下，坚持主动管理，保持资金净流入，规模稳定增长。普信金融自成立以来始终坚持主动管理，在2008年以来的被动管理浪潮下，美国共同基金1.9万亿资金从主动基金流出转向低费率的指数基金，普信却多数年份保持资金净流入，2008-2020年，普信累计获得1768亿美元的资金净流入，资管规模保持稳定增长态势，从2008年的4000亿美元，增长至2020年底的1.47万亿美元，创历史新高。

图 42: 2008 年以后主动基金多数年份净流出 (百万美元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

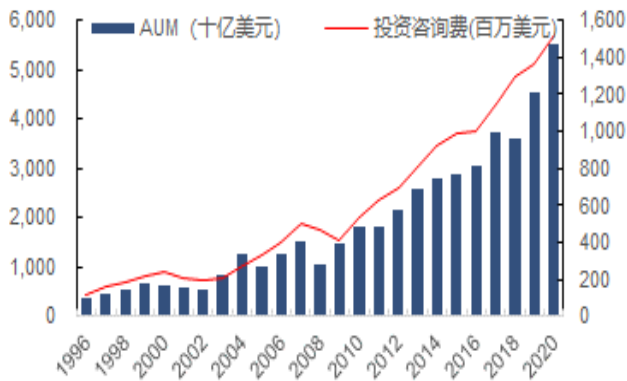
图 43: 资管规模稳定增长 (十亿美元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

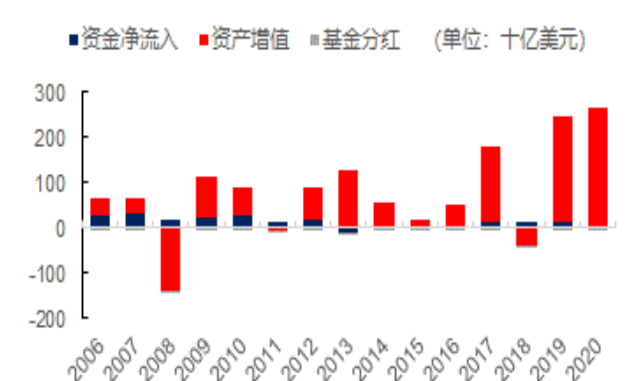
投资咨询收入增长主要源于 AUM 规模扩大，投资能力转化的资产增值是 AUM 规模增长的重要驱动力。公司收入主要由投资咨询费、管理费和分销与服务费组成，投资咨询费相当于当前国内的管理费，与存量管理规模直接挂钩，管理费和分销与服务费等同于当前国内的代销金融产品收入，普信投资咨询收入是公司的主要收入来源，始终保持总收入的 80% 以上，2019-2020 年超过 90%。1994-2020 年，公司管理资产规模从 578 亿美元提升 14705 亿美元，26 年复合增速 13.26%，投资咨询收入随规模增长。**从 AUM 的驱动力来看，净值增长规模远超净流入与并购，2020 年公司规模增长有 98.6% 来自于投资收益带来的资产增值，仅 2.12% 来自于客户资金净流入。**

图 44: 投资咨询费收入与 AUM 持续增长



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

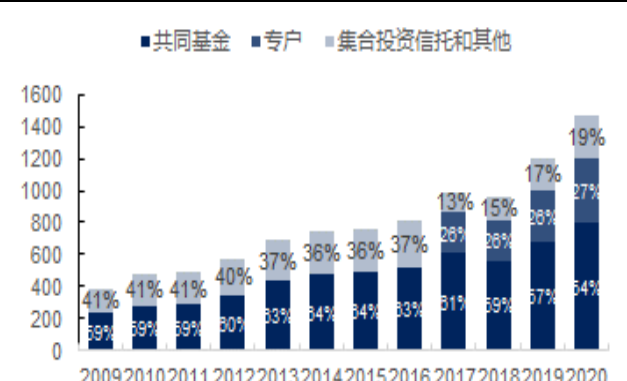
图 45: 资产增值是主要驱动力 (十亿美元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

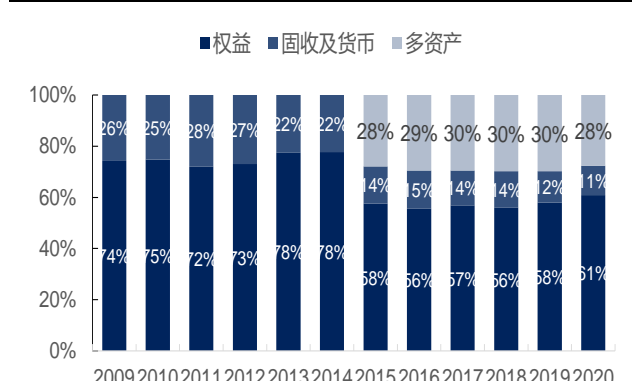
公司产品包括共同基金、委外基金独立账户、年金与 ETF、集体投资信托、国外产品五类投资产品，固定收益和资产配置，为顾问、机构、金融中介和退休计划发起人提供一系列混合基金、独立账户管理服务。从产品类型来看，公司管理产品以共同基金为主，2020 年共同基金 AUM 7946 亿美元，占比 54%，其次是专户规模为 4001 亿美元，占比 27%，集合投资信托及其他产品 2758 亿元，占比 19%。前十大基金产品 AUM 4500 亿美元，占 AUM 的 30.6%，其中有 6 只/3240 亿美元为主动权益类基金，占比 22%，收益率表现优异。从底层资产类别来看，管理资产主要投向权益资产，占 AUM 的 54%，其次是多资产和固收及货币，分别占比 28% 和 11%。近五年来，公司持续推出新权益与多资产产品，AUM 规模 5 年 CARG 分别为 15.31% 和 13.74%，高于固收规模的 CAGR 6.84%。

图 46: 产品以共同基金为主 (十亿美元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 47: 资产类别以权益为主 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 2: 前十大基金中有 6 只是主动权益产品，收益率表现优异

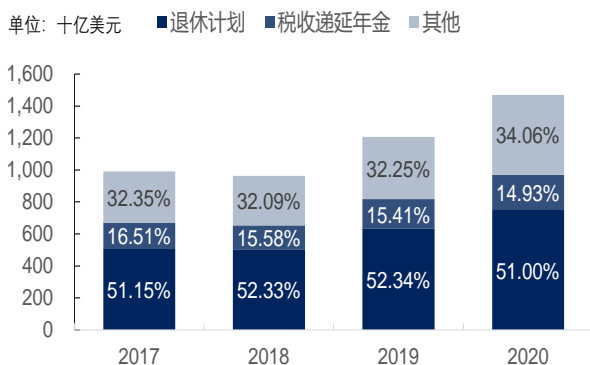
代码	产品类型	AUM	YTD (%)	1Y (%)	3Y (%)	5Y (%)	10Y (%)
TRBCX	权益	105	16.39	30.01	21.79	23.3	18.59
PRGFX	权益	77	18.26	38.42	23.16	23.17	18.18
PRWCX	混合	51	13.19	26.15	16.62	14.07	13.1
PRNHX	权益	41	14.16	37.37	29.56	27.59	21.13
RPMGX	权益	39	12.07	34.28	18.07	17.4	15.65

TRVLX	权益	37	24.6	47.25	15.05	13.88	13.46
PREIX	权益指数	34	19.89	36.22	17.94	17.11	15.08
TRLGX	权益	25	19.31	40.33	24.93	25.92	19.73
PRCIX	固收	21	0.10	1.47	5.4	3.02	3.29
TRRCX	混合	19	11.92	26.44	12.71	12.28	10.45

资料来源：普信年报，信达证券研发中心

看准养老金赛道，享受养老金扩容红利，养老资产是主要资金来源。普信在 1951 年获得第一个机构客户美国氰胺公司并为其管理养老金资产，因账户管理业绩出色，后来吸引到杜克大学捐赠基金、杜克电力公司等机构客户，为其管理养老金账户。1974 年首次开设退休金业务账户，并在八十年代享受到养老金扩容红利，1990 年设立退休计划服务业务并快速发展，截至 2020 年底，公司管理养老资产（包括退休计划和税收递延年金）9696 亿美元，占总规模的 65.94%，养老资产是主要资金来源。

图 48：养老资产是主要资金来源



资料来源：Wind，信达证券研发中心

2.1.2 坚持以客户长期利益为核心的投资理念

坚持客户第一经营理念，品牌效应日趋显著。公司创始人普莱斯创立普信之初，就确立了“客户第一”的业务理念，为客户提供投资咨询服务，而后逐渐发展为“专注于为客户提供优秀的长期投资回报和国际水准的服务”的企业文化。普莱斯在 1951 年员工简报中说明希望树立“最高的品格、最健全的投资理念”；在推出新产品时，要用投资组合的方式进行两年以上的测试，验证策略有效之后才发行产品。几十年来，公司曾多次采取限购或限额的谨慎操作以保证投资者利益，例如 2020 年公司有 10 只权益产品采取限购/限额，约占公司管理 AUM 的 30%。

五十年代起聚焦成长股，以高收益获得投资者信任与认可。普莱斯认为成长股投资理论的本质是长期投资，猜测股市的走向无意义，人无法通过交易打败大盘，他的投资理念是精挑细选出成长股并等待其成长兑现。40 年代末，投资成长股开始有高额回报，如杜邦、3M、默克、IBM 和辉瑞等，平均涨幅是 36 倍。1969 年，普莱斯在一篇名为《绩效：普信成长基金和示范投资组合的比较》的内部文章中，提到在这种策略下部分持仓的回报：1939 年买入 3M，到 1968 年增值 10000%，1941 买入默克，涨了 12000%，1949 年买入 IBM，上涨超 5000%，1955 年买入雅芳涨 7000%，1960 年买入 Xerox，涨 4000%。

2.1.3 产品体系丰富，养老金优势明显

产品不断创新，逐渐形成多元化投资产品体系。《投资成长股：罗·普莱斯投资之道》中提到，普信在 1950 年发行普信金融第一只基金产品 T. Rowe Price Growth Stock Fund，投向权益市场，1960 年创始人创立普信资管，并推出中小成长型基金新视野基金（New Horizons），1965 年公司 AUM 突破 10 亿美元。1971 年公司成立固定收益部门，获得多个养老金固收组合账户，成立并发行固收基金，1977 年固收基金管理规模达 2.84 亿美元，成为全美第三大固收基金。1990 年公司设立了多资产解决方案、2002 年开设第一只目标日期退休组合。截至 2022 年 2 月，普信共有 190 只共同基金产品，权益/资产配置/货币/债券/目标日期基金分别为 56/49/5/40/40 只，已形成多行业、多地区的多元化投资体系，产品品类涵盖二级市场资产及另类资产。

表 3: 普信多行业、多风格、多地区的产品体系

权益						
	成长	核心	价值	集中	量化	可持续
美国	全盘股, 大盘股, 中盘股, 小盘股, 各板块/行业	大盘股, 中盘股, 小盘股	大盘股, 中盘股, 小盘股	大盘股 (成长&价值)	大盘股 (价值), 多盘股, 小盘股	大盘股 (成长&价值)
全球	全盘股, 大盘股, 小盘股, 各板块/行业, 地区	大盘股	大盘股	大盘股	大盘股 (成长&价值)	全盘股, 大盘股

固收							
	货币/稳健价值	高回报/银行贷款	新兴市场	信贷	多部门	政府证券化	市政
美国	稳健价值, 应税, 免税	信贷, 机会, 银行贷款, 高收益债	N/R	投资级公司, 久期	增强型指数, 短期, 核心, 核心增强, 投资及核心, 总回报, 超短期	通胀保护, 证券化, 财政	高回报, 中期, 长期, 短期/中期
全球	N/R	欧洲高收益, 高收入, 高回报	企业, 硬通货, 本地货币	亚洲信贷, 动态信贷, 动态投资级公司, 欧元投资级公司	全球多部门, 综合, 全球 (美国除外)	政府	N/R

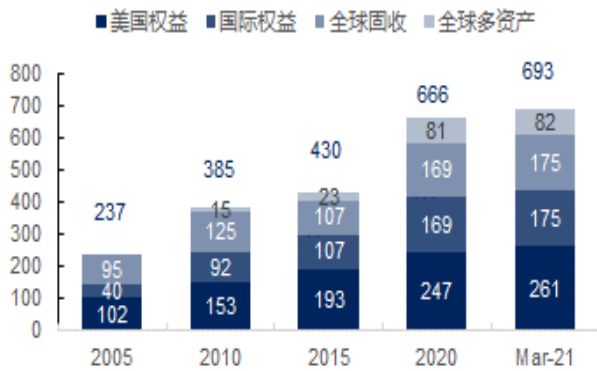
多资产							
	目标日期, 自定义目标日期	目标分配	全球分配	全球收入	波动管理	定制解决方案	房地产
美国/全球	退休收入	衍生品					

资料来源: 普信年报, 信达证券研发中心

目标日期产品设计独特, 养老资产管理优势明显。设计特色产品时各家基金公司在目标日期市场激烈竞争的关键, 差异化主要体现在权益资产滑道 (Strategic Equity Glide Path) 和子资产配置方面, 美国目标日期基金以系列的形式设立和发行, 公司通过设计一个时间线为 60-70 年的完整滑道, 在根据投资者退休年份的市场, 截取完整滑道的不同时段运用到不同退休日期的基金上。由于设计一个新的权益资产滑道要针对新投资者群体的风险偏好进行分析, 需要基金公司投入大量的人力和时间成本, 普信是仅有的四家存在两套大类资产配置策略的公司之一, 在养老资产争夺中优势明显。

2.1.4 良好业绩和品牌效应是规模增长的核心驱动力

投研实力雄厚, 基本面研究细致, 风险管理谨慎。普信不断扩充投研团队, 搭建全球研究平台, 截至 2021 一季度末, 普信拥有遍布全球共 693 名投资专家为投资者提供投资解决方案, 其中美国权益和全球权益团队各 261 人和 175 人, 固收团队 175 人, 多资产 82 人, 投资团队长期对多地域、多行业及企业层面进行严格谨慎分析, 在对市场及板块的透彻理解基础上, 基金经理深入理解客户的投资需求与潜在风险, 制定符合客户收益风险需求的投资策略, 经验丰富的投资团队构建了普信强大的投研优势。

图 49：2005 年以来美国境内和国际研究团队不断扩充（人）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

长期稳定的优秀人才，投资管理团队经验丰富。普信投资团队成员任期较长，员工可更专注于公司的核心使命。截至 2020 年末，公司投资经理平均在普信工作 17 年，高管团队稳定，除多资产团队负责人是 2015 年新加入之外，其余投研部门高管都有 10 年以上工作经验，均曾在普信担任过投研分析师、基金经理，投资管理团队更注重长期投资机会，而非短期市场潮流。

良好业绩是规模增长的核心驱动力。截至 2020 年末，普信旗下的 77% 共同基金在十年周期中跑赢晨星共同基金回报的中位数，股票与多资产产品长期表现优异，跑赢晨星中位数的占比分别为 85% 和 90%。公司 123 只共同基金产品中，有 73 只获得晨星 4 星和 5 星评级，4/5 星评级产品 AUM 占总规模的 84%，远高于晨星全部产品中 4/5 星产品占比的 32.5%。

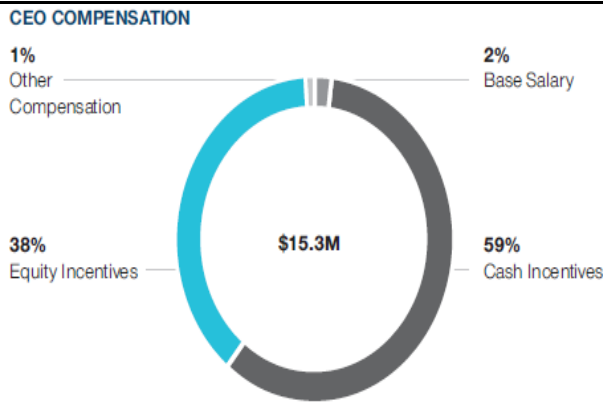
表 4：普信 70% 以上产品跑赢同业、被动基金和基准

数量占比 (%)	跑赢晨星中位数的美国共同基金				跑赢晨星被动同业中位数的美国共同基金				跑赢基准的策略			
	1 年	3 年	5 年	10 年	1 年	3 年	5 年	10 年	1 年	3 年	5 年	10 年
权益	65%	71%	66%	85%	52%	67%	64%	68%	60%	65%	70%	77%
固收	54%	55%	58%	57%	72%	59%	54%	47%	66%	56%	67%	68%
多资产	94%	94%	85%	90%	91%	82%	70%	86%	-	-	-	-
全部基金	72%	72%	69%	77%	69%	69%	63%	67%	62%	62%	68%	74%
AUM 占比 (%)	1 年	3 年	5 年	10 年	1 年	3 年	5 年	10 年	1 年	3 年	5 年	10 年
权益	76%	79%	84%	92%	39%	81%	77%	73%	70%	71%	73%	73%
固收	43%	51%	57%	59%	58%	50%	37%	43%	53%	47%	49%	72%
多资产	100%	97%	96%	97%	95%	96%	95%	96%	-	-	-	-
全部基金	79%	81%	85%	90%	54%	83%	79%	77%	67%	67%	69%	73%

资料来源：普信年报，信达证券研发中心

2.1.5 长效激励机制是稳增长的基石

高管收入与公司短期、长期经营目标直接挂钩。普信管理层薪酬主要由基础工资、年度现金激励和长期股权激励三部分组成，其中固定基础工资占较小比例，年度现金激励和长期股权激励是收入的主要组成部分，2020 年公司 CEO 的薪酬中基础工资、现金奖金、股权激励及其他组成分别占比 2%、59%、38%、1%。现金激励与股权激励主要是与公司财务表现、业绩稳定性、投资产品业绩、风控水平、服务质量、公司口碑等公司短期和长期目标挂钩，使管理层薪酬与公司短期和长期业绩深度绑定，既达到了吸引和留住投资能力强的专业人士的目的，也保持高管与公司股东利益一致。

图 50: CEO 工资薪酬组成


资料来源: 普信年报, 信达证券研发中心

年度现金奖励与长期股权激励并行, 确保管理层执行战略方向正确。年度现金激励 (Annual Incentive Compensation Plan, AICP) 以富有竞争力的现金薪酬吸引高素质人才并保障企业的人才队伍稳定, 将净营收的 5% 作为激励薪酬计划奖金池, 薪酬委员会依据高管对公司长期战略目标进展的贡献, 每年决定管理层最高与最低个人现金奖金的比例, 以激励高管实现短期和长期目标。长期股权激励方面, 每年授予管理层股权激励, 管理股权激励最终价值与公司股价波动直接相关, 使管理层薪酬与公司股东利益保持一致。长效激励机制兼顾短期业绩与长期战略, 确保公司管理层执行战略方向正确。2020 年公司 CEO 年收入较上一年增长 5.1%, 主要来自于年度奖励和长期股权激励; CFO 年收入较上一年增长 21%, 主要由于其在风险管理、投资运作以及战略执行方面表现突出, 公司财务指标与战略执行结果表现出色。

股权激励计划采用授予受限股票, 保持管理层与公司、股东利益保持一致。普信金融主要采取股权激励计划采用受限股票单位 (Restricted Stock Units, RSUs) 作为授予标的, 主要分基于业绩表现 (performance-based) 和基于时间 (time-based) 两个部分, 各占 50% 权重。基于业绩表现部分激励包括三年绩效考察期和另外两年归属期, 基于时间的部分含有三年归属期。具体来看, 基于时间股权激励部分在授予日的次年 12 月起, RSUs 分三年等量归属高管; 而业绩表现部分的 RSUs, 需要通过营业利润率绝对值、与行业平均营业利润率相对值等三年考察绩效目标, 确定绩效 RSUs 的实际归属数量, 并在未来两年内归属。

表 5: 2020 年长期股权激励计划表 (基于业绩表现)

利润率/行业平均利润率	超过 100%	90-99%	80-89%	70-79%	60-69%	50-59%	不足 50%
授予 RSUs 比例	100%	90%	80%	70%	60%	50%	0%

资料来源: 普信年报, 信达证券研发中心

2.2 DFA (Dimensional Fund Advisors) —— 最具学院派的基金管理人

DFA 是典型的追随学院研究的基金管理人。DFA 成立于 1981 年, 由两位芝加哥大学研究生毕业的学生 David Booth 和 Rex Sinquefeld 创立, 这两位创始人均师从提出有效市场理论的著名学者及诺贝尔获得者 Eugene Fama。DFA 擅长挖掘市场数据, 并基于对市场数据的详细分析, 建立系统、非主观的投资组合策略。DFA 既不是主动管理基金, 又不完全是被动指数基金, 而是定位于在被动基金基础上附加价值, 因此其手续费低于主动型基金但又高于纯指数基金。截止 2021 年末, DFA 拥有 6790 亿美元资产, 占美国共同基金总规模的约 2.8% (2020 年规模为 23.9 万亿美元)。截止 2018 年末, 在美国排名前十的基金管理公司中, DFA 是过去 25 年中除 Vanguard 外每年都能持续获得资金净流入的公司, 2013-2018 年中有 915 亿美元资金流入 DFA 旗下股票型基金 (而公募基金整体来看 2008 年后股票型基金整体呈现资金净流出)。DFA 坚定有效市场理论, 除此之外也坚持两个原则: 1) 学术研究指导下的投资策略, 2) 较低交易成本贡献基金利润。

2.2.1 投资原则

投资原则一: 秉持有效市场理论, 坚持学术指导投资策略

DFA 投资策略基于有效市场理论之上，认为股票价格反映了市场所有信息，投资者很难通过选股来持续获得超越市场的收益。不同于被动指数化运作，DFA 采用经学术研究证明的能持续补偿 CAPM 中 Beta 未能反映的市场风险的因素（包括小盘因子、价值因子、信用等级、久期以及盈利能力等）并构建凸显个性化因子和分散化的投资组合，进而击败市场。同时每个纳入投资策略的因子都需要有大量实证数据支撑，且需具备经济意义，确保因子在不同市场环境和周期内都可以获得较好的投资回报。而这大量依赖于学术研究来建立其投资策略，DFA 与多位包括两位诺贝尔奖获得者 Eugene Fama 和 Kenneth French 以及提出 Black Scholes 定价模型的 Myron S.Sholes 在内的知名教授建立深度咨询合作关系，以保证其投资策略背后有着最前沿的金融研究的支持。例如，1993 Fama and French 提出三因子模型，认为股票市场 Beta 不能解释不同股票回报率上的差异，而市场超额回报可由公司市值（SMB）、账面市值比(HML)以及市场资产组合（ $R_m - R_f$ ）来解释。作为回报，DFA 给予对投资策略有重大贡献的教授们盈利回报。

学术研究持续推动公司旗下基金的发展。芝加哥大学博士 Rolf Banz 的研究发现对 DFA 的创立有着深远的影响。他研究认为股票市场存在规模效应，即小市值股票经风险调整后的收益高于大市值股票。DFA 第一只基金 DFA US Micro CAP 正式基于这一研究发现设计出来的。最初 DFA 关注小盘股和微盘股，现在已成为其专长而闻名。此后，在 Eugene Fama 发布了三因子定价模型并论证价值股较成长股能获得超额回报后，DFA 于 1993 年发行了第一只价值型股票。近年来基于新的研究成果（盈利能力有助于长期回报），DFA 又将盈利能力纳入股票基金投资策略，有助于未来指导成长股的发行。

基金经理不会因客户需求改变而改变既定的投资策略，也较少会去追求当下热点和投资主题。旗下基金始终按自身的投资逻辑运作，例如 20 世纪 90 年代科技股热潮时期，公司仍然坚持自身的价值框架发行科技股票型基金。另外，也从不提供低波动策略来顺应市场，而通过加大价值股配置或固收产品配置达到类似的效果。

投资原则二：注重交易成本管理

交易成本管理是公司秉持的另一项重要投资原则。公司不追求高换手投资策略，并在构建组合时将交易成本因素纳入。首先，基金采用量化选股策略，根据特定筛选标准剔除掉一些不符合因素，然后根据剩余股票市值进行加权，这较好捕捉了符合条件的所有股票，同时也降低了交易成本。其次，交易方法也是制胜关键因素之一。DFA 既不是主动管理基金，又不同于被动指数化运作（当一支股票被加入指数或剔除指数后，指数基金经理会立刻买入或卖出），而 DFA 不受制于指数基金调仓，其采用更加投机的方式完成交易，在交易时间上不设定范围，而更像是做市商。通常 DFA 会择机买入，等对手方面对小盘股股票剧烈波动迫不及待要低价甩卖股票的时候，以低于市场价格接盘，最大限度地减少了小盘股的交易成本，贡献投资者的收益，另一方面为交流清淡的小盘股市场提供流动性。2001 年，DFA 在大宗交易中获得-3.33%的平均折扣，但仅有 36%的交易是通过大宗途径，其余 64%的交易增加了 0.58%的成本，加权平均后节省了总交易成本 0.83%。

表 6：小盘股交易成本（仅买入）

	总成本	折价交易占比	总成本（折价交易）	总成本（其他）
2001	-0.83	36%	-3.33	0.58
2000	-0.73	29%	-4.6	0.85
1999	-0.88	38%	-3.69	0.82
1998	-1.64	50%	-3.56	0.28
1997	-0.86	43%	-2.56	0.44
1996	-0.77	49%	-2.16	0.55
1995	-0.81	59%	-1.82	0.63
1994	-0.90	57%	-2.1	0.68
1993	-1.02	70%	-1.78	0.73

1992	-0.97	80%	-1.44	0.93
1991	0.18	54%	-0.74	1.24
1990	-0.08	58%	-0.91	1.08
1989	-0.16	64%	-0.56	0.54
1988	-0.35	77%	-0.61	0.72

资料来源:《Dimensional Fund Advisors, 2002》,信达证券研发中心

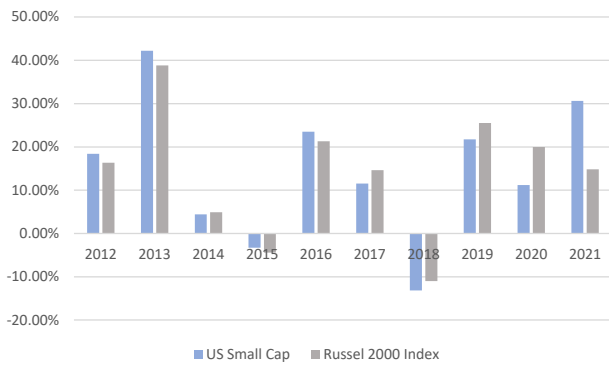
在交易执行层面,基金经理有较高的灵活度,可以在不显著影响基金风格特征时耐心买卖头寸、避免或推迟交易。根据 Fama and French 的理论“下跌的股票倾向于继续下跌,而上涨的股票则会继续上涨”,对于大多数跌到买入价的股票因存在负向动能,公司不会急于出手,而对于正向动能的股票,则会继续持有并慢慢卖。此外,交易员在执行投资策略时也给予了较大的权限,他们很少会被要求交易某一特定股票,而是会在已获批的潜在交易池中选择符合投资策略且交易价格更低的标的。

基于学院派量化选股的投资哲学以及低成本交易理念, DFA 基金在长期业绩中取得了领先的成绩。根据 DFA 研究, DFA 在近 20 年里有 85% 的基金优于业绩比较基准,而行业中只有 17% 的基金公司可以实现同等优秀业绩。从代表性指数 DFA US Small Cap 来看,其从 92 年成立之初仍然存续,其投资哲学经历了时间的考验。截止 2021 年 12 月 31 日, DFA US Small Cap 过去 10 年年化收益率为 13.66%,超过比较基准罗素 2000 指数年化收益率 43bp,从基金成立之初至今年化收益率为 10.86%,跑赢罗素 2000 指数年化收益率 106bp。优异的业绩主要取决于精细的交易策略、较低的基金管理费以及税收管理。例如, DFA US Small Cap 有效控制了组合的交易成本,基金管理费 0.31%,年度总运营费率为 0.33%,且无分销费用。90 年代末期, DFA 推出了税收管理基金,主要通过降低分红数量以及资产增值来减少税收支出。此类产品旨在帮助那些费率敏感型的投资者通过税收管理提升基金净投资表现。

表 7: DFA 基金表现和相关指数对标 (截止 2021 年 12 月 31 日)

Asset Class	Fund/Benchmark Index	10 year Annualized Return(%)	DFA Performance Advantage(%)
US Small Cap	DFA Small Cap	13.7%	0.43%
	Russel 2000 Index	13.2%	
US Small Cap	DFA Micro Cap	13.7%	0.5%
	Russel 2000 Index	13.2%	
US Small Cap Value	DFA Small Cap Value	12.5%	0.5%
	Russel 2000 Value Index	12.0%	
International	DFA International Core Equity	8.6%	0.8%
	MSCI World ex USA Index	7.8%	
International Small Cap	DFA International Small Company	10.0%	0.0%
	MSCI World ex USA Small Cap Index	10.0%	
Emerging Markets	DFA Emerging Markets Core Equity	6.1%	0.6%
	MSCI Emerging Markets Index	5.5%	
Emerging Markets Small Cap	DFA Emerging Markets Small Cap	7.9%	2.4%
	MSCI Emerging Markets Small Cap Index	5.5%	

资料来源: DFA 官网、信达证券研发中心

图 51: DFA US Small Cap 近 10 年业绩 vs Russel 2000


资料来源: DFA 官网、信达证券研发中心

投资原则三：更广的覆盖面以及分散化投资有望获取更高收益

DFA US Small Cap 基金组合较为分散，总持股在 2033 只，平均市值 39 亿美元，每只股票仓位均不及 0.5%，且前十大占比仅为 3.91%，所持股票行业也较为分散。不同于指数基金仅选择部分代表性样本，DFA 囊括了更全面更分散的资产类别，可以更充分地捕捉到更多收益。1926-2012 年 Center of Research into Securities Prices(CRSP)1-10 Index（代表美国所有上市股票）年化收益显示，在美股市场 5000 只个股中，前 10%最优涨幅的个股实现的盈利超过 1/3 的全市场收益，排除前 10%股票后其他剩余资产年平均收益为 6.3%，而充分分散的投资者平均收益将达到 9.6%。

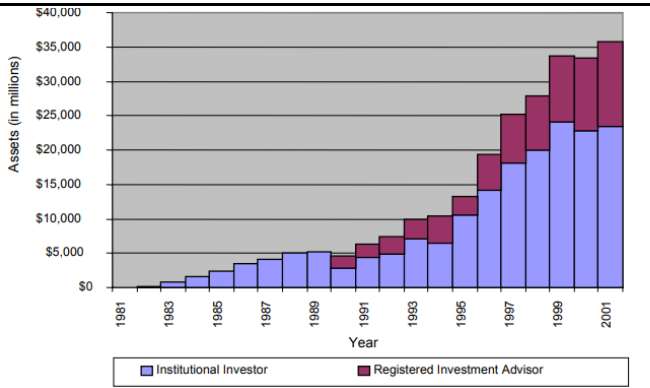
表 8: US Small Cap 前十大持仓

Synaptics Inc	0.47%
Tenet Healthcare Corp	0.44%
Saia Inc	0.43%
Regal Rexnord Corp	0.42%
Wesco International Inc	0.40%
Omnice11 Inc	0.40%
Lattice Smiconductor Corp	0.35%
Olin Corp	0.34%
Crocs Inc	0.34%
Louisiana-Pacific Corp	0.32%

资料来源: DFA 官网,信达证券研发中心

2.3.2 基金销售策略：仅与具备同样投资理念的投资顾问建立合作，客户长期陪伴

DFA 产品仅向大型机构投资者开放，或通过授权的注册投顾 RIAs 来触达高净值个人客户。不同于传统的销售策略，DFA 通过 RIAs 向投资者销售不收取分销费用的基金，意味着 DFA 不会支付 RIAs 任何销售费用或者给予销售提成。但也不是任何 RIAs 均能与之合作，只有具备相同投资理念的 RIAs 才能入选，理念包括坚持市场有效性，长远眼光看待问题，注重分散化、低换手率以及低交易成本。在确立长期关系前，DFA 会与 RIAs 进行长期沟通并筛选，了解他们的投资理念以及和客户沟通的技巧，这过程将经历几个月之久，这有助于排除只看重短期业绩，倾向短期持有的顾问，而筛选出具备长期投资理念并能将此传达给合适的客户的 RIAs，并教育他们能长期持有并建立长期收益预期。在建立合作关系后，DFA 将提供长期培训和指导，并且每两年举办学术会议并邀请知名学者介绍最新的理论和研究实践。反之，RIAs 也可以将客户教育中的实践经验反馈给 DFA 并反馈给学术界用于进一步研究。相互契合的销售理念和彼此信任的合作关系为 DFA 赢得了较高的客户忠诚度。理财顾问代理的资产从起初的 1989 年迅速增长至 2002 年的超过 150 亿美元。多数顾问代理的 60%-80%的客户资产均长期投资于 DFA 基金，公司即便在 2008 年金融危机时期也获得了资金净流入。

图 52: DFA AUM (百万美元)


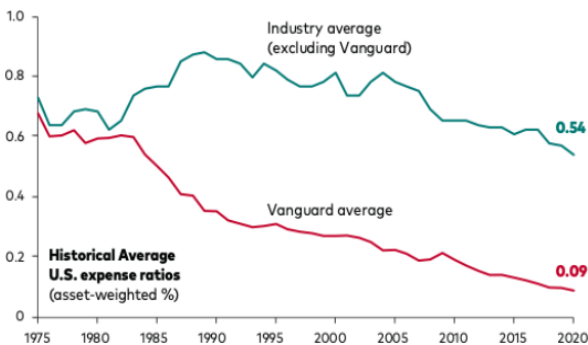
资料来源:《Dimensional Fund Advisors, 2002》、信达证券研发中心

2.3 Vanguard——以持有人利益为先，低成本运营的被动化资产管理公司

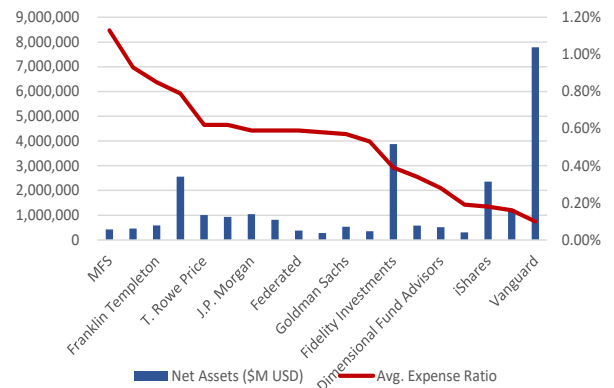
Vanguard 于 1974 年由约翰博格创立，是世界第二大基金管理人，以及世界上最大的不收费基金家族，同时也是指数基金发展的先驱。截止 2021 年 9 月 30 日，Vanguard 拥有超过 3000 万投资者和超过 17300 名员工，在全球范围内管理规模达 8 万亿美元。“共同化”模式的公司架构避免了基金持有人和基金公司股东的利益冲突，公司更加专注于降低基金投资成本，为基金持有人创造最大利益。Vanguard 经营哲学主要有 1) 将对投资者的信托责任置于规模扩张之上，坚持“顾客第一”，2) 决策注重长期利益，3) 最低的基金成本。

2.3.1 以持有人利益为先，具备低费率绝对优势

在美国前十大基金公司中 Vanguard 费率位居行业最低。独特的股权结构对降费的内在诉求、取消销售佣金、推行指数化基金、内部基金+管理人模式、先发优势带来规模经济以及此后推出的税收管理基金是 Vanguard 对低成本理念的充分诠释。Vanguard 平均费率从 1975 年的 0.68% 趋势性下降，1990 年降至 0.38%，2020 年底进一步降至 0.09%，不及行业 0.54% 的 1/5，且远低于 State Street 的 0.16% 以及 Blackrock 的 0.62%。

图 53: Vanguard 平均费率显著低于行业 (%)


资料来源: Vanguard、信达证券研发中心

图 54: Vanguard 平均费率和同业对比


资料来源: mutualfunds.com、信达证券研发中心

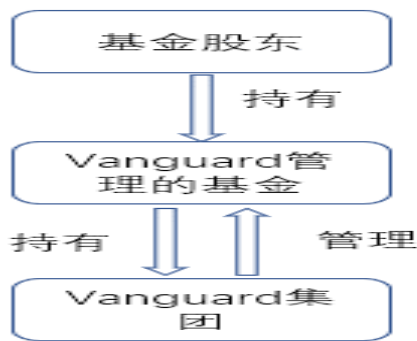
1、“共同化”股东结构下，公司践行低成本理念，致力于提高持有人的回报

过去大多数基金公司都以盈利为目的，即基金公司通过收取高费用，实现高收益，回馈基金公司股东，这势必会对基金投资者的利益造成影响。而先锋不以盈利为目的，以成本经营，独特的股东结构确保投资者利益最大化。

先锋是美国历史上唯一一家提出“共同化”模式的公司，即 Vanguard 用基金资产收购了基金公司股东所持有公司的股份，使得基金持有人为基金的股东。这种模式使得基金持有人利益和股东利益得到统一，基金管理公司只为基金持有人服务，按成本经营，且不计提管理费，将利益全部让渡于投资者，保证了投资者利益最大化。纵使市场上其他基金公司追随 Vanguard 而降低费率，但由于其受制于传统股权结构，费率上无法构成持续竞争。

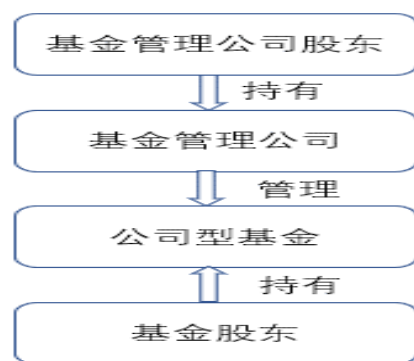
Vanguard 秉持低成本理念，大幅降低运营管理费用，提升长期业绩，以获得基金持有人利益最大化。低成本优势支撑公司持续推出低费率和低门槛产品，吸引资金持续流入，同时相较于同类指数基金更高的长期回报有望提升客户粘性和忠诚度，驱动规模进一步壮大和更低的资金成本。

图 55: 先锋股权结构



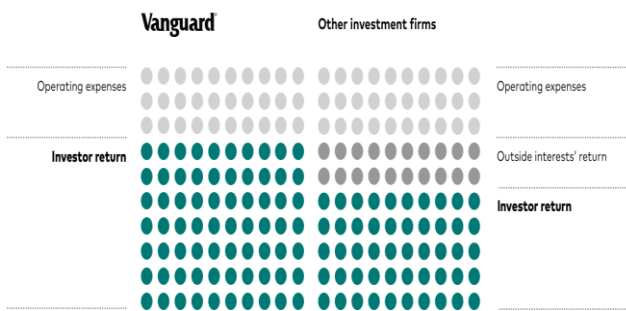
资料来源: Vanguard, 信达证券研发中心

图 56: 传统基金公司股权结构



资料来源: 信达证券研发中心

图 57: 先锋集团将运营成本外的利润均贡献给投资者



资料来源: Vanguard, 信达证券研发中心

将节约成本与薪酬奖励挂钩，进一步刺激成本降低。1984 年 Vanguard 推出一项以节约成本来激励员工的“合作伙伴计划”，主要将公司旗下基金产品管理费率与行业同类基金平均费率的差额作为员工的奖金，以提升员工降低成本的积极性。

2、以免佣方式直接销售，降低销售渠道获利

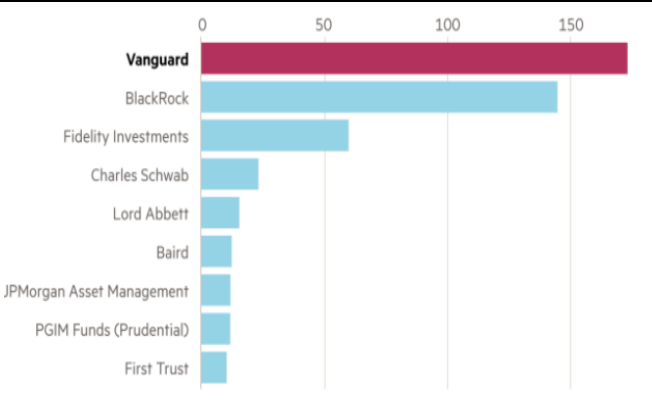
低成本不仅体现在运营成本，还体现在基金销售成本。此前基金均采用溢价销售机制，再加上当时销售把握渠道和客户，具备较高的议价能力，通过销售更高费用激励的产品来扩大基金规模，赚取利益，而投资者却面临收益的损失。而 Vanguard 则强调打破传统股票经纪人的分销模式，采取免佣方式直接销售，以实现投资者利益最大化。1977 年，Vanguard 通过了旗下基金全部免佣的提案，成为一家无费用公募基金。

3、顺应低成本被动指数化基金的发展潮流

博格通过早期研究发现共同基金回报难以持续超越市场平均水平，且在扣除较高的基金费用后机会更是渺茫，因此 Vanguard 坚定推出符合公司低成本运营理念的指数基金。1975 年公司发行了全球第一只面向个人投资者的指数共同基金 S&P500 指数基金，此后又于 1986 年和 1987 年分别推出了第一只债券指数基金和第一只扩展市场指数基金（不包含 S&P500 的中小型公司），并于 1990 年推出第一只国际股票指数基金。尽管早期指数基金发展并没有取得较快的发展，但随着慢牛行情的持续推动、主动型产品创造长期超额收益的难度提升以及养老金对低费率产品的青睐度提升，指数型产品规模取得了较快的发展。2001-2018 年，美国指数型基金从 2222 亿美元增长至 2.4 万亿美元，规模扩张近 10 倍，2018 年底指数型共同基金占比达到 54%。Vanguard 指数型基金规模实现了从 1988 年的约 10 亿美元到 2012 年万亿美元的突破性增长，年复合增速达 33.4%。除了牛市带来的

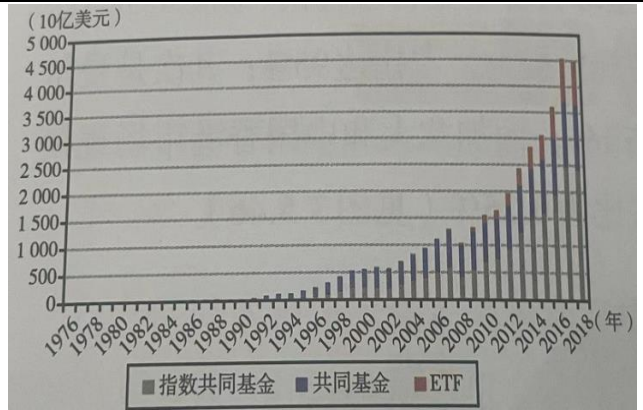
业绩增长外，资金净流入也推升了 Vanguard 规模的增长。1999 年以来，Vanguard 在美国始终维持了较高的资金净流入，且资金流持续放大。2019 年，Vanguard 资金净流入规模达 1833 亿美元，处于行业第一。

图 58：2019 年 Vanguard 资金流入位居第一（十亿美元）



资料来源：Morningstar、信达证券研发中心

图 59：Vanguard 指数型基金规模持续上升（十亿美元）



资料来源：Morningstar、信达证券研发中心

4、内部管理人+内部基金管理结构降低费率

Vanguard 集团产品线完善，其中养老 FoF 采用纯内部管理人模式，即自己管理 FoF 并投资于内部基金。不同于传统 FoF 需收取双重管理费，Vanguard 目标日期基金通过减免母公司层面的管理费，仅收取子公司管理费以降低费率。此外，Vanguard 以指数基金为子基金作为降费利器叠加规模效应，推动养老 FoF 的长期稳定发展。以业内首个主投被动型基金的 Vanguard 目标日期基金为例，子基金兼顾费率和分散投资两方面考虑，主要配置于宽基指数，以较少的基金个数达到了高度分散的效果。配置于公司旗下五只指数型基金包括 Vanguard Total Stock Market Index Fund, Vanguard Total Bond Market II Index Fund, Vanguard Total International Stock Index Fund, Vanguard Total International Bond Index 和 Vanguard Short-Term Inflation-Protected Securities Fund。2018 年，Vanguard 目标日期基金系列平均总费率为 0.12%，低于富达、普信和 JP Morgan。

5、较少采用广告宣传，及时限购避免投资者利益受损

较少在广告上花费来宣传过往业绩，及时提示并暂停申购。例如公司在 Vanguard Primecap Fund 这只进取型大市值成长基金上并没有花钱做广告，但却是 1995 年前十年中业绩最好的五只基金之一，做到了以业绩说话。在 1994 年取得了突出业绩后，博格保持谨慎态度，并告诫投资者需警惕此基金风险，因基金高度集中于科技股，不可能未来持续保持较好业绩。然而由于 1995 年投资者持续蜂拥而入，基金规模得到快速膨胀，Vanguard 于 3 月起暂停申购。公司认为持续流入的现金难以得到有效使用，且资金来源更多是短期投资者，会对现存的长期投资者造成伤害。

2.3.2 以客户需求细化产品线，立足服务

以客户需求细化产品线，重视客户服务。Vanguard 定位自身不仅是提供基金产品，同时也是资管服务的提供者。Vanguard 围绕客户需求，服务内容延伸至个人退休计划、入学基金管理、机构和顾问服务等。与之对应的产品线较为丰富，差异化突出，有传统指数基金、ETF 基金、一般共同基金以及其他一站式基金(包括退休储蓄、入学储蓄、退休收入管理和特定事件或目标，主要通过 FoF 形式提供)。

一站式基金

退休储蓄基金：随着美国 1974 年和 1978 年 IRA 和 401(K)养老金制度的推出，Vanguard 开始为养老计划提供投资及相关服务。Vanguard 集团构建了以目标日期型基金为主打产品的三大系列养老金产品，其通过不同结构和定位，满足不同客户群的需求。

➤ **目标风险基金：**1994 年，Vanguard 推出了 4 只 Vanguard 领航生活策略基金，主要包括收入型、保守增长型、中等增长型以及增长型四类，对应不同风险水平，股票和债券配置比例分别是 2:8、4:6、6:4、8:2。2018

年基金投资门槛 3000 美元，平均费率 0.13%，低于行业平均的 0.86%。

- **目标日期基金：**以 FoF 形式提供退休金管理，投资于公司旗下的指数基金并分散风险。通过 Through 型滑道设计，离退休日期越近，投资风格趋于保守（债券比例增加，股票比例减少），投资经理来负责资产配置与再平衡。2003 年，针对个人投资者养老储蓄，Vanguard 推出了 5 只目标日期型退休基金，目标日期从 2005-2045 年，时间间隔为 10 年。2006 年，Vanguard 目标日期型退休基金系列又增加了 5 只基金，期限延长至 2065 年，并将日期跨度缩短为 5 年。目前公司共有目标日期型基金 12 只。2015 年，针对初始投资额在 1 亿美元以上的机构，Vanguard 同样发行了 12 只目标日期型基金。2018 年 Vanguard 集团目标日期型基金总规模约为 3961.8 亿美元，市占率 36.54%，持续领先于市场占有率第二和第三的富达（19.44%）和普信公司（13.13%）。其中个人版平均费率 0.13-0.15%，远低于行业费率，最低投资门槛 1000 元；机构费率 0.09%，投资门槛 1 亿美元。
- **定期支付型基金：**针对退休人群，2018 年 Vanguard 还推出了 3 只不同风险水平的定期支付型基金，为退休后的投资者提供不同的固定月度收入。截至 2018 年，基金投资门槛 25000 美元，平均费率 0.32%，低于行业平均 70%。

529 计划

529 计划是专门为美国家庭提供的子女具备税收优惠的**大学学费储蓄产品**。与目标退休基金类似，基金资产会随着子女年龄增加而增加保守型资产配置比重。Vanguard 529 计划投资组合按风险从低到高可分为 Conservative Option、Moderate Option 和 Aggressive Options 三类，搭配不同的股票、债券以及短期储蓄基金组合，根据受益人在不同年龄阶段的风险偏好设置不同资产的配比。

三、美国优秀资管机构的共性

美国优秀资管机构具备共性

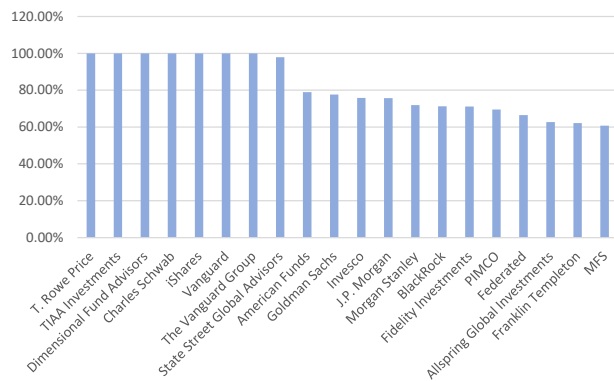
研究主导，投研团队长期稳定。DFA 超额业绩回报源自其学院研究精髓的长期供给，同时具有相对稳定的基金管理团队。例如，截止 2018 年，公司 5 年内基金经理留职率达 96%，任期超过 15 年的基金经理管理资产占比为 11.4%，而任期超过 6 年以上的基金经理管理资产达到 98%。另外，公司股权大部分由现任和离任员工持有，有效降低了流失率。而我国基金管理团队流动性较高，一方面基金经理培养周期较短，平均投管年限 3 年，另一方面平均一只基金管理期为一年半左右，这或受制于股权激励机制的缺陷。

将对投资者的信托责任置于规模扩张之上，销售理念和投资理念契合。DFA 以持有者利益为中心，不以扩大销售规模为导向，确保筛选出的投资顾问与公司投资理念相一致（市场有效性原则、长远理念、低成本），并且传达给投资者，帮助其树立正确投资理念并赢得其信任，实现互利共赢。Vanguard 则采用投顾模式销售，投资者支付的顾问费代替了 12b-1 费用，更加重视客户长期体验，以扩大资金保有。而我国公募基金行业存在“基金赚钱、基民不赚钱”的现象，代销机构较为粗放，销售理念较为短视，仍处于频繁换手赚取佣金阶段，倾向于销售较高尾随佣金的产品，并非将投资者的长期利益放置首位。

低成本运营，给予投资者更大获利。不论是被动还是主动基金，控制成本提升业绩是基金管理的核心。美国资产管理公司长期以来致力于降低包括申赎费、销售佣金在内的基金费用。近几十年来，股票基金、债券基金、货币基金以及指数基金等加权平均费率持续下降。在销售佣金上，美国现阶段已由佣金转向顾问费，许多基金产品 12b-1 费用降至 0，投资者直接支付顾问费给销售渠道，以此减少中间商抽成，让利于投资者。Vanguard：首先，独特的组织架构下，Vanguard 仅收取维持基金正常运营的费用。其次，Vanguard 成立之初就以降低成本为目标，发力低成本指数基金，且随着规模优势的增加平均费率持续下行。最后，Vanguard 是最早取消销售佣金的公司，不收取任何前后端销售费用。DFA：成本也远低于主动管理型基金，且公司交易策略确保交易费用低于市场价。DFA 则由不支付 12b-1 的注册投顾销售。反观我国，高成本挤压基金公司利润。尽管管理费收入占资产规模的比重稳步下降，但尾随佣金仍然是销售机构主要的获利模式，渠道商受利益驱使倾向销售尾随佣金较高的

产品，抬升基金运营运营成本，影响利润空间。

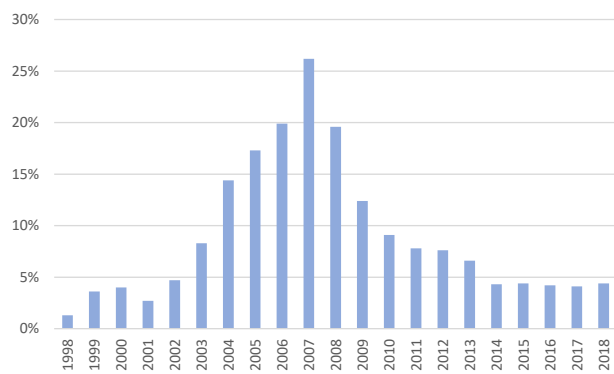
图 60：前二十资产管理公司无销售佣金资产占比



资料来源：mutualfunds.com、信达证券研发中心

以需求导向设计产品，产品线多样化。美国公司以客户信托责任为原则，以客户需求为中心，产品线设计丰富，以契合不同客户群不同年龄阶段的需求。例如 Vanguard 并没有着眼于基金产品本身，而是更多站在客户角度，将服务意识融入当中，扩展更多产品线。旗下一站式基金便是基于这样的初衷创设的，主要为想要投资实现某类特定功能的投资者服务，通过 FoF 形式投资内部指数基金，降低费率同时满足投资者养老、入学等需求。例如而我国目前产品线发展不均衡，货币市场基金仍然是公募基金第一大资产类别（2018 年占比 64%），而权益基金占比有待提升。2018 年公募基金持股市值占 A 股市场总流通市值仅 4.4%，相比于美国超过 30% 的份额仍有较大提升空间。此外，投资期限整体偏短，缺乏长线基金的问题也有待解决。

图 61：公募基金持股/A 股市场总流通市值



资料来源：Wind、信达证券研发中心

重视长期业绩考核激励机制。普信高管收入与公司短期、长期经营目标直接挂钩。年度现金激励和长期股权激励占比 97%。现金激励与股权激励主要是与公司财务表现、业绩稳定性、投资产品业绩、风控水平、服务质量、公司口碑等公司短期和长期目标挂钩，使管理层薪酬与公司短期和长期业绩深度绑定，既达到了吸引和留住投资能力强的专业人士的目的，也保持高管与公司股东利益一致。另外，长期股权激励方面，每年授予管理层股权激励，管理股权激励最终价值与公司股价波动直接相关，使管理层薪酬与公司股东利益保持一致。

四、我国当前阶段可类比美国 80 年代，资产端和资金端均蓄势待发

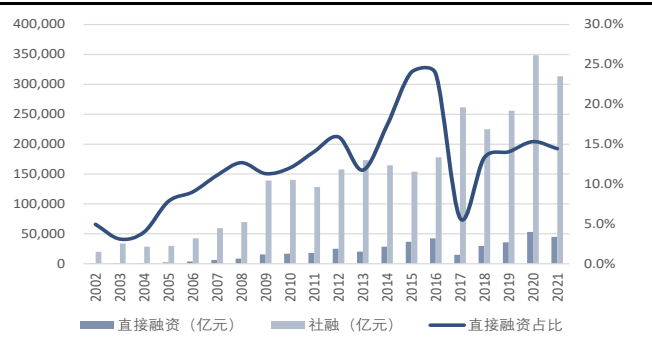
我们前期报告《更高格局看券商的核心增量在哪里》（2020.7.27）和《税优破局在望，养老万亿空间可期——保险长期空间专题报告（一）》（2021.6.15），分别讨论了当前我国资本市场资产端和资金端的趋势变量，我们认为目前我国正处于类似美国 80-90 代时期，资管发展具有较强的增长动力。

资金端：我国资本市场扩容且加大投资端改革，为养老金入市奠定了基础。80 年代美国股市在养老金入市（税优刺激下）叠加直接融资带来资本市场扩容的利好下迎来长牛行情，1982-2001，标普 500 年平均回报率超过 15%。高度发达的资本市场使得以共同基金为代表的机构投资者快速崛起，为居民提供了丰富的资产管理工具，

进一步推动了IRA的繁荣。中国目前的资本市场环境和美国养老年金大力发展时期环境相似。中国自2019年以来，资本市场改革持续推进，融资端和投资端改革助力养老金入市。在资金端，2020年国常会和中央经济工作会议重点强调加强养老保险体系与资本市场衔接，推动保险等中长期资金入市，同时也鼓励保险资金适度提升权益市场配置。我们认为，养老金入市基础已具备，只等税优政策落地后为资本市场引入活水。

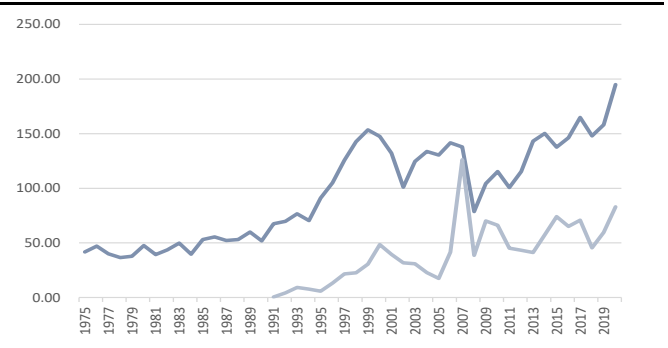
资产端：得益于美国80年代面临的中等收入陷阱以及产业结构的转型升级，美国直接融资迎来大发展，资本市场大幅扩容，证券化率从1980年的40%左右提升至2000年的约150%。而中国当前正处于美国80年代，2021年中国直接融资存量为4.5万亿元，在社融中的占比为14.4%，远低于发达国家，证券化率上远低于美国（2020年证券化率：中国83%vs美国195%）。结构上和美国刚好相反，债券融资占比较高，股票融资占比仅5%。同样面临“中等收入陷阱”以及产业结构转型升级问题，我国近年来在股债融资方面加速推进各项政策，直接融资迎来大发展时代。自2019年以来，随着科创板加速落地、新证券法推出以及创业板注册制落地、北交所设立承接新三板精选层等，资本市场改革强度史无前例，直接融资加速发展带来市场扩容提速。美国在1990-2000年直接融资大发展的10年中证券化率从52%提升至约130%，鉴于我国目前正处于经济结构转型初期阶段，我们预计未来10年我国的证券化率也有望提升80%至140%，推动共同基金的繁荣。

图 62：中国直接融资存量及占比（亿元，%）



资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 63：中美上市公司总市值/GDP (%)



资料来源：Wind、信达证券研发中心

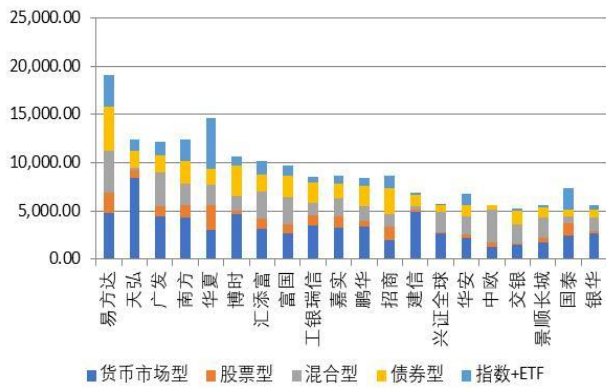
五、国内基金公司：发展多样，百舸争流

5.1 非货基超越货基，公募盈利能力差距显著

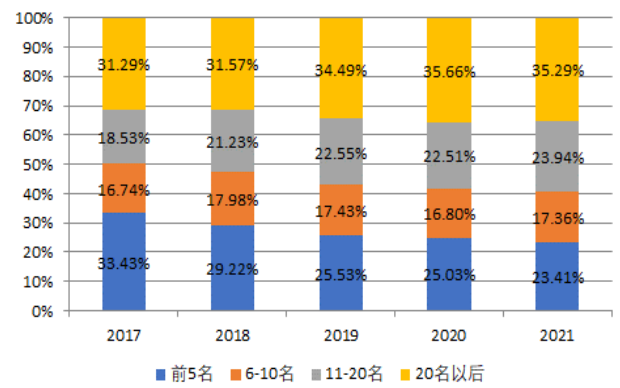
近五年来伴随资本市场发展，公募基金资产净值增长迅猛，由2017年的11.6万亿元翻倍增长至2021年的25.3万亿元。其中非货币基金由4.4万亿锐增至15.9万亿，占比也由38%提升至62%，和货币基金互换位置。可以看出，在过去五年，国家抑制房价上涨、资管新规打破刚兑、银行理财净值化等政策作用下，尽管上证指数仅由3100点攀升至3600点，但居民风险偏好和投资权益资产的势头极大提升。同时，近年来头部基金公司虽然整体较稳定，但由于各公司战略和发展重心不同，不乏异军突起者。

天弘基金借助余额宝货币基金庞大份额过去一直牢牢占据第一，2021年被易方达超越。广发、汇添富、富国抓住2019年以来牛市机会，分别由2017年的第12名、11名、15名跃升至3、7、8名。从管理费率较高的股票型+混合型基金角度来看，前20名中五年平均增速最快的是中欧基金，2021年底以3845亿规模前进十名位居第五，CAGR高达63%，其次是景顺长城基金，由2017年19名提升至第10名，CAGR为56%，交银、广发、工银分别以55%、54%、43%的四年复合增速紧随其后。除天弘的货币基金极具特色外，华夏基金和国泰基金的指数+ETF被动基金也为公司分别贡献了5227亿和2219亿规模，占比达53%和43%。

从行业集中度来看，近五年CR5占比较高一直在25%左右但呈下降趋势，10-20名竞争激烈且占比逐年提升。同时万得里统计的基金公司数量也由122家增至149家，新进玩家多由有多年公募管理经验的老人带队，各具特色、充分竞争，也带来了长尾公募基金的份额增加。

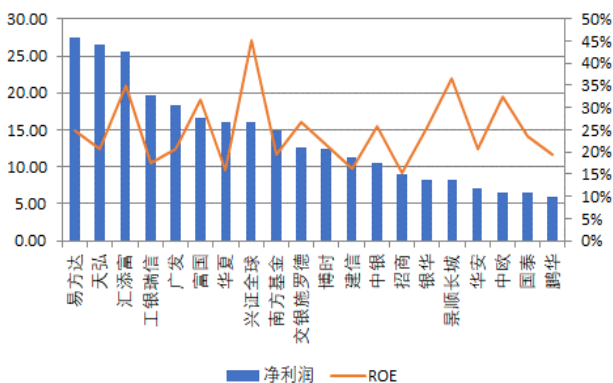
图 64: 2021 前 20 基金公司基金资产净值 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 65: 头部集中但颈部、尾部分额提升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

随着规模的快速扩张,以管理费为主要收入的公募基金的盈利也水涨船高,2020 年行业平均 ROE 为 20%,头部前二十家公司更是大多远超过行业平均,具备较强盈利能力,其中兴证全球、景顺长城、汇添富 ROE 分别为 45%、36%、35%居前三位,非货基规模第一的易方达基金 2020 年实现净利润 27.5 亿,天弘、汇添富以 26.4 亿、25.6 亿进入“20 亿俱乐部”,并与第四名 19.7 亿净利润的工银瑞信拉开了差距。同时,易方达、汇添富双双凭借在过去两年消费行情中的优异表现,受得投资者认可,主动权益规模分别由 2019 年底的 2278 亿、1770 亿增长至 5458 亿和 3890 亿,实现翻倍增长。头部公募大赚的同时,我们也应看到行业分化较明显,10 亿以上净利润的有 13 家,但处于亏损状态的也有 10 家。

图 66: 前二十名公募 2020 年净利润及 ROE (亿元, %)


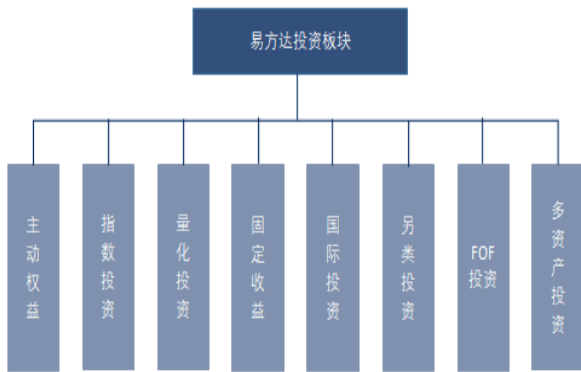
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

5.2 各显神通, 做大做强

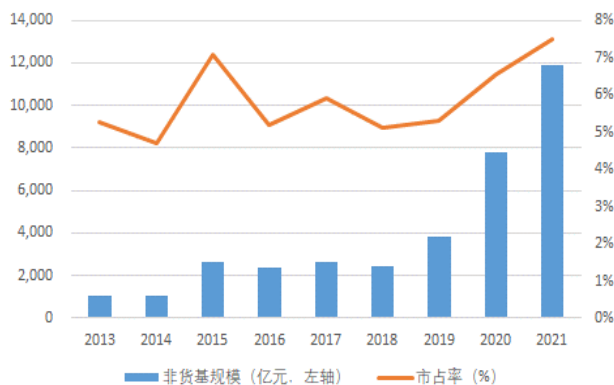
居民财富逐渐向资本市场转移,基金表现越来越受到市场关注,互联网媒体的发展打造出一批明星基金经理。面对激烈竞争,基金公司的定位和发展战略至关重要。无论是扩充产品条线、力争满足各类投资者需求的大型公募,还是趁赛道投资东风、精耕细作行业谋求突围的中小公募,都需要在管理架构、人员培养、营销渠道上找准定位,狠下功夫,培养自己的核心竞争力和品牌优势。规模不应是目标,如何找到匹配的目标投资者并为其赚钱才是长久之道。

5.2.1 易方达基金: 风格多元、股债双强

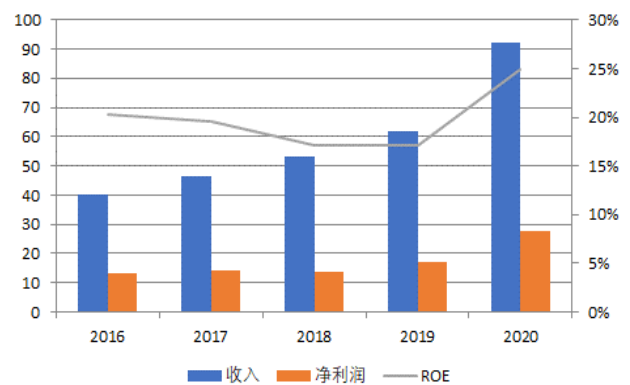
易方达基金成立于 2001 年,广发证券、广东粤财信托、盈峰控股分别持股 22.65%并列第一大股东。截至 2021 年底公司总资产管理规模超 2.7 万亿元,是行业领先的综合资产管理公司。公司坚持“深度研究驱动、时间沉淀价值”的投资理念,在主动权益、指数、债券等投资领域全面布局,为投资者创造良好回报,获得“金牛基金管理公司”、“十大明星基金公司”、“金基金”等多种奖项,旗下产品更是多次获得金牛奖、晨星奖等荣誉。受益于此,公司非货基规模自 2015 年起一直居行业首位,2021 年底达 1.19 万亿,市占率达 7.48%,较 2014 年低点 4.71%提升 2.77pct。同时公司的盈利能力随之提升,2020 年净利润 27.5 亿、ROE24.5%,均创历史新高。

图 67：易方达投资板块架构


资料来源：公司对外路演资料，信达证券研发中心

图 68：非货币规模及占比近年来逐步提升


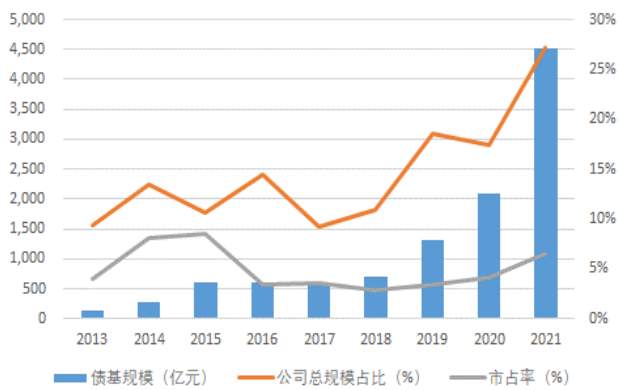
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 69：公司盈利大幅增加（亿元，%）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

易方达旗下主动权益公募基金自成立以来平均年化净值增长率为 16.27%，远超同期上证指数 2.51% 的年化增长。公司主动权益体系支持不同策略风格的投资团队独立运作，由大平台提供深度投研支持，将自身风格特征发挥到极致，因此我们看到除 2015 年易方达新兴成长凭借重仓成长夺取同类冠军外，近两年消费风格行情也涌现出了张坤、萧楠等多位明星基金经理，**每条赛道都有好手、允许多种风格共存是易方达的鲜明特点**，也为投资者持续创造了丰厚回报。

除优秀的主动权益外，固收业务亦是亮点。其固定收益业务和业内领先的多资产投资业务无论在业绩还是在规模上均为易方达坐稳头把交椅贡献颇多，分别由胡剑和张清华两位副总经理也是业内知名基金经理领衔。截至 2021 年 12 月 31 日固收的纯债和现金管理资产规模 8777 亿元，旗下债券类公募自成立以来平均年化收益 7.45% 也远超同期中债新综合财富指数 4.39% 的年化净值增长；多资产投资管理主张通过大类资产配置获取收益，主要通过股债配比、债券久期及类属选择等获取收益，管理资产包括偏债混合型基金、一、二级债基等。其“固收+”产品业内领先深受投资者喜爱。易方达债券型基金已由 2013 年的 135 亿增长至 4526 亿，在全部管理规模占比为 27%，全行业市占率 6.6%，如果考虑偏债混合型基金，该比例会更高。

图 70: 债券型基金规模、占比显著提升 (亿元, %)


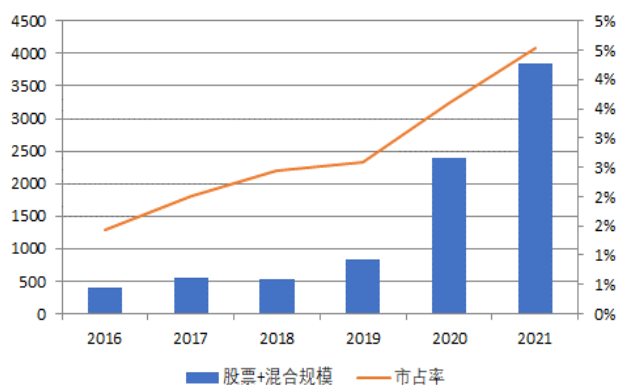
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

5.2.2 中欧基金: 黄金战队, “主动” 出击

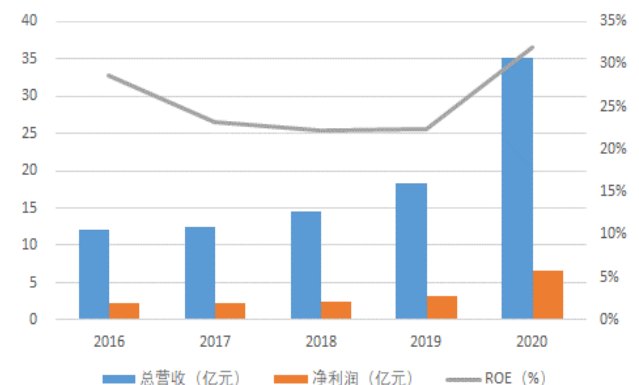
中欧基金旨在打造“聚焦长期业绩的主动投资精品店”，凭借突出的主动管理能力和亮眼的长期业绩，连续 7 年摘得“金牛基金公司”桂冠，“用长期业绩说话”的品牌理念深入投资者内心。其最早成立的几支权益产品，中欧新蓝筹、中欧新动力、中欧新趋势，成立以来回报率分别为 648.19%、530.78% 和 323.42%，大幅跑赢同期基准 82.23%、71.96%、100.42%。公司成立于 2006 年，是国内首批员工持股的公募基金之一，公司与员工利益深度绑定，为后期的迅猛发展奠定基础。高管及核心投资团队人员稳定，平均从业年限超过 16 年。

公司投研架构极具特色，早期曾社招行业大咖打造事业部，随后进行调整打造统一研究平台，为基金经理单向服务，再到现在的投研深度一体化，相互双向赋能，研究员和基金经理以及基金经理之间形成了良好的协作氛围。公司很早就以成长、价值、成长价值混合、大盘、小盘等不同风格为投研人员匹配能力圈，基金经理根据自己的特长和性格找到自己的领域不断精进，公司才慢慢走出一条多策略精品店之路——从“牛人大本营”逐渐走向“黄金战队”。在老将加持的情况下，一批新生代基金经理挑起大梁。万得显示人均管理资产 149 亿，远超行业平均 56 亿。

如果以股票+混合型估算主动权益规模，中欧基金 2021 年底以 3844 亿位居行业第五，全行业市占率 4.54%，回溯 2016 年规模仅 394 亿，排名 33，五年复合增长率高达 57.7%。由于权益类产品管理费率较高，公司 2020 年收入 35.16 亿，净利润 6.59 亿，预计 2021 年业绩有望同规模一样高比例增长。

图 71: 股票+混合规模迅速扩大 (亿元, %)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 72: 公司盈利大幅增加 (亿元, %)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

六、估值与投资建议

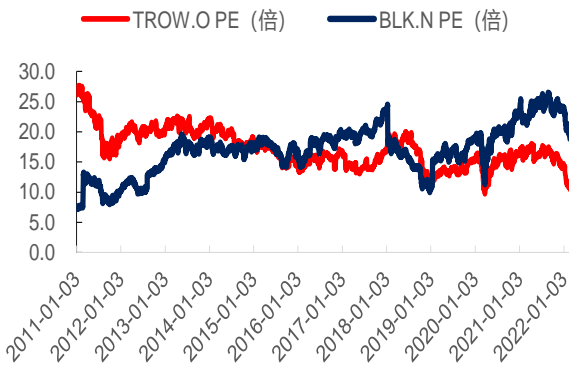
近十年海外资管 PE 在 16-20 倍区间波动。由于资管公司商业模式是轻资本模式，所以市场普遍对资管公司采用 P/E 估值，2011-2021 十年间，普信市盈率中枢近 10 年保持在 16 倍左右，PE 波动相对稳定，最高 27.68 倍，

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 34

最低 11.27 倍，截至 2021 年底，普信 PE 估值 14.52 倍，处于十年来 22%分位；过去十年贝莱德市盈率中枢在 17 倍左右，PE 波动较普信稍大，最高 26.47 倍，最低 7.70 倍，截至 2021 年底，贝莱德 PE 估值 18.83 倍，处于十年来 70%分位。

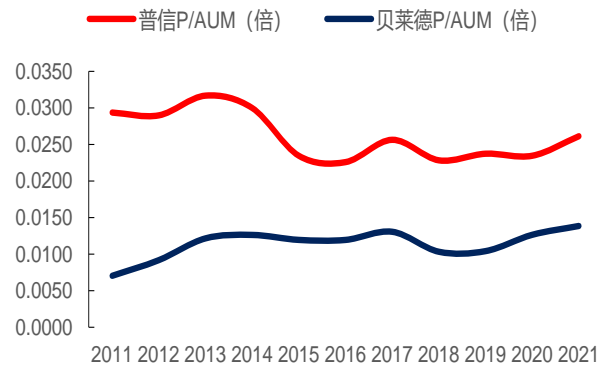
P/AUM 更为合理，主动资管享受估值溢价。由于资管行业成本相对固定，在经济周期影响下，营收波动大于成本的波动，所以利润波动较大，PE 估值相对不稳定。从资管行业的商业模式来看，以普信为例，公司收入主要来自于 AUM 带来的投资咨询收入(相当于国内管理费收入)，占比超过 90%，P/AUM 更能反应资管公司的价值。从 P/AUM 来看，近十年，普信金融 P/AUM 始终高于被动为主的贝莱德，截至 2021 年底，专注于主动投资的普信金融 P/AUM 估值为 0.0262 倍，高于被动为主的贝莱德 0.0139 倍。

图 73: 2011 至今普信与贝莱德 PE 估值



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 74: 主动资管应享受 P/AUM 估值溢价



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

时代红利和投资能力转化的资产增值驱动规模上涨，直接表现在股价上有可观的超额收益。普信自 1984 年上市至今，股价上涨了 287 倍，远超同期的标普 500 上涨的 24.09 倍。八十年代，普信抓住美国居民财富入市、养老金扩容的时代机遇，AUM 迅速增长，股价表现上从 1984 年-1999 年底股价上涨了 21.89 倍，远超同期标普 500 上涨幅度的 7.61 倍；投研扎实、坚持主动管理，产品业绩良好，资产增值驱动规模持续高速增长，1999 年底-至今公司股价涨 13.11 倍，同期标普 500 上涨的 3.16 倍。资管机构的巨大涨幅才使得彼得林奇在投资笔记中发出遗憾没有购买资管机构的感慨。(One up on Wall Street, Peter Lynch)

我国资本市场处于资产端扩容、居民存款搬家、养老金等长线资金带来增量资金入市的红利期，机构仍然拥有资金优势和信息优势，主动权益基金跑赢沪深 300 指数占比超过 50%，我国公募基金 2021 年 AUM 同比增速达 26.93%，高于 1980-2000 年美国共同基金 AUM 年复合增速的 22%，我们有理由相信我国公募基金在财富管理大背景下将加速扩张，市值将出现较大增长。

我们参照美国 P/AUM 估值体系对国内部分券商参控股公募基金进行估值。由于公募基金盈利模式等于 AUM*管理费率，管理费率是决定 P/AUM 估值水平的关键因素，我国股票+混合型、债券型和货币型基金平均管理费率分别约为 1.4%、0.49%和 0.25%，参照美国普信平均管理费率为 0.5%给予 0.027 倍 P/AUM 估值水平，我们首先得出我国部分公募基金的估值。第二，AUM 增速快于行业平均增速的公司应享受估值溢价，我们根据公司规模增速与行业增速的倍数关系得出调整后基金公司市值。最后，根据券商持股比例计算出基金公司给券商股东的市值贡献。在我国居民财富搬家、养老金即将快速扩容的背景下，应重视优质公募基金带给券商的市值贡献。建议积极关注公募基金“影子股”：广发证券、长城证券、兴业证券、东方证券。

表 9: 部分券商参控股的公募基金估值及市值贡献

基金公司	总规模	货币市场型	股票型+混合型	债券型	其他	估值(亿元)
	P/AUM 倍数	0.0135	0.0756	0.02646	0.0756	
易方达基金管理有限公司	16,675.01	4,775.25	6,488.25	4,526.38	885.14	741.66
广发基金管理有限公司	11,073.14	4,376.72	4,603.33	1,795.51	297.57	477.10
南方基金管理股份有限公司	10,358.03	4,354.27	3,418.67	2,386.37	198.71	395.40
汇添富基金管理股份有限公司	9,249.06	3,137.23	3,894.08	1,752.02	465.73	418.31

兴证全球基金管理有限公司	5,901.18	2,661.08	2,252.30	702.14	285.66	246.37
景顺长城基金管理有限公司	5,450.43	1,731.64	2,594.93	1,098.20	25.66	250.55
银华基金管理股份有限公司	5,156.44	2,695.74	1,609.27	831.66	19.77	181.55
长城基金管理有限公司	2,068.61	1,071.87	452.13	543.27	1.34	63.13

券商	参控股公募基金比例	基金公司	过去两年CAGR	估值调整倍数(倍)	调整后基金公司市值	基金公司给券商的市值贡献	合计(亿元)
广发证券	22.65%	易方达基金管理有限公司	53%	1.68	1245.49	282.10	697.33
	54.53%	广发基金管理有限公司	50%	1.60	761.454	415.22	
兴业证券	51%	兴证全球基金管理有限公司	39%	1.22	348.704	177.84	195.58
	9.15%	南方基金管理股份有限公司	31%	1	193.846	17.74	
长城证券	49%	景顺长城基金管理有限公司	50%	1.59	398.262	195.15	231.52
	47.06%	长城基金管理有限公司	39%	1.22	77.2944	36.37	
东方证券	35.41%	汇添富基金管理股份有限公司	34%	1.08	500.973	177.39	177.39
西南证券	44.10%	银华基金管理股份有限公司	31%	1	178.23	78.60	78.60

资料来源: Wind, 各公司公告, 信达证券研发中心, 注: 估值调整倍数= 公司近两年 CAGR/行业 CAGR

表 10: 上市券商参控股公募基金情况及净利润贡献 (单位: 亿元)

代码	简称	公募 1 名称	公募 1 持股比例(%)	公募 1 净利润	公募 2 名称	公募 2 持股比例(%)	公募 2 净利润	券商净利润	公募净利润贡献(%)
002939.SZ	长城证券	景顺长城	49.00%	7.2	长城基金	47.06%	0.83	8.56	45.80%
600958.SH	东方证券	东证资管	100.00%	6.65	汇添富基金	35.41%	15.7	26.98	45.25%
002797.SZ	第一创业	创金合信基金	51.07%	0.0073	银华基金	26.10%	4.92	3.90	33.05%
600369.SH	西南证券	银华基金	44.10%	4.92				6.87	31.58%
601377.SH	兴业证券	兴证全球	51.00%	13.76	南方基金	9.15%	8.76	31.35	24.94%
000776.SZ	广发证券	广发基金	54.53%	12.72	易方达基金	22.65%	18.41	64.77	17.15%
000686.SZ	东北证券	东方基金	57.60%	0.47	银华基金	18.90%	4.92	7.54	15.92%
600999.SH	招商证券	博时基金	49.00%	8.05	招商基金	45.00%	7.84	57.52	12.99%
000750.SZ	国海证券	国海富兰克林	51.00%	1.34				5.32	12.84%
000166.SZ	申万宏源	申万菱信	67.00%	0.73	富国基金	27.78%	12.42	45.66	8.63%
002736.SZ	国信证券	鹏华基金	50.00%	6.14				47.91	6.41%
601688.SH	华泰证券	华泰柏瑞基金	49.00%	2.03	南方基金	41.16%	8.76	78.87	5.83%
600030.SH	中信证券	华夏基金	62.20%	10.49				125.94	5.18%
600837.SH	海通证券	海富通基金	51.00%	1.72	富国基金	27.78%	12.42	88.89	4.87%
600918.SH	中泰证券	万家基金	49.00%	1.68				17.46	4.71%
601788.SH	光大证券	光大保德信基金	55.00%	0.86	大成基金	25.00%	1.77	23.04	3.97%
601990.SH	南京证券	富安达基金	49.00%	0.48				6.77	3.47%
000783.SZ	长江证券	长信基金	44.55%	1.03				14.27	3.21%
601108.SH	财通证券	财通基金	40.00%	0.8				10.46	3.06%
000728.SZ	国元证券	长盛基金	41.00%	0.4				8.47	1.94%
600909.SH	华安证券	华富基金	49.00%	0.2				5.83	1.68%
002673.SZ	西部证券	西部利得基金	51.00%	0.16				7.23	1.13%
601211.SH	国泰君安	华安基金	20.00%	4.5				82.46	1.09%
601456.SH	国联证券	中海基金	33.41%	0.09				3.79	0.79%
601555.SH	东吴证券	东吴基金	70.00%	0.15				13.45	0.78%
601236.SH	红塔证券	红塔红土基金	59.27%	0.079				7.52	0.62%
601995.SH	中金公司	中金基金	100.00%	0.092				50.16	0.18%
600109.SH	国金证券	国金基金	49.00%	0.02				10.20	0.10%
601198.SH	东兴证券	东兴基金	100.00%	-0.0041				7.31	-0.06%
601901.SH	方正证券	方正富邦基金	66.70%	-0.06				13.40	-0.30%
601066.SH	中信建投	中信建投基金	55.00%	-0.99				44.93	-1.21%

资料来源: Wind, 各公司公告, 信达证券研发中心, 注: 利润贡献数据为 2021 年半年报数据

风险因素

疫情反复、中美关系恶化、国家经济增长不及预期、人均可支配下降等；

股市大幅波动；市场竞争加剧等；

资产管理行业制度建设不及预期，金融监管力度抬升超预期等。

研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于2020年4月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019年11月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

孙思茹，硕士，同济大学经济学学士，香港大学经济学硕士，2021年4月加入信达证券研发中心，从事中小市值个股研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。