

基金业的规模之惑与专业细化之路

2006年证券市场高度景气推动投资者理财需求高涨,对证券投资基金认同度大幅提升,基金行业实现跨越式发展,扩张规模几乎是过去8年的总和,管理资产达到7500亿元;首发规模超过了前3年的总和,接近前4年的发行总和。基金平均净值增长率达102.68%,全年有125只基金实现净值翻倍。然而,在当年行业资产管理规模跃升71%的同时,存量基金也经历了巨额的资金流出,全年累计赎回份额高达2564亿份,平均赎回比率高达50%。

这种双向变动除了实现行业资产的重新分配外,也迅速改变了不同基金产品管理规模的对比,这随之给走向繁荣的中国基金行业提出了国外早已出现并广泛讨论的问题。即在达到一定程度后,基金管理这一特殊行业是否具有显著的规模效应;对于中国的基金管理行业而言,超大规模基金的出现将会带来什么挑战;资产管理行业的规模之惑又将何以超越。本报告试图借鉴新古典主义的专业化分工理论,对比海外资产管理经验,初步探讨这一对中国基金行业发展具有现实意义的重要问题。

□平安证券首席经济学家
国务院发展研究中心
金融研究所副所长 巴曙松博士
陈华良 王超 合作完成

一、巨型基金带来投资管理的“规模之惑”

2006年中国基金行业发生的显著变化之一就是单只基金的规模迅速扩大,特别是出现了419亿基金和大量百亿基金这类的“巨无霸”。

长期以来,追求规模扩张一直是我国基金业发展的战略目标之一。通常认为基金业存在规模经济,运营成本与规模之间存在显著的负相关关系,而收入则随着基金规模同比增加。但是此消彼长,销售能力的扩张是以影响产品设计和投资研究能力的正常发展为代价的,最终导致了基金公司市场销售能力强大,产品缺乏特色,业绩也差强人意,短期内涌入的资金还是会不可避免地流失。

其实,规模并不是基金公司盈利特别是长远发展的基础,能够提供专业的投资理财服务才是基金公司存在的根本。

首先,巨型基金在投资策略上会面临较大挑战。小资金可以更灵活性选择股票,但是当资金到一定规模后,可选择的股票范围越来越少。另外,大资金的交易成本会上升,可能吞掉一年2%的额外收益。而另一方面,巨型基金在面临规模尚不大的市场时建仓和调仓尤其受限制,嘉实基金在发行后的建仓策略几乎成为全市场猜测和关注的对象,以至此前该公司发行基金的重仓股亦成为炒作对象。

其次,巨型基金面临更大的客户服务压力。2006年新增基金开户数突破了700万户,基金新增开户数超过A股新增开户数的1.65倍,创下了历年之最。面对汹涌而来的基民,不少基金公司的客服人员储备和客服配套措施已经明显跟不上,出现客户服务热线电话无法接通、回答问题不准确等服务质量下降现象也就不足为奇了。

再次,在不成熟的市场上巨型基金的出现可能会加剧市场

波动。研究表明,基金并不完全是稳定和促进市场成熟的决定力量,在价格上涨时基金能够掌握市场主导权,但是市场下跌也会导致基金之间发生竞相杀跌的“羊群效应”。

最后,在不成熟的投资者结构下,巨型基金的投资管理难度可能带来更大的社会不稳定性。今年初市场出现回调,基金重仓股处于跌幅前列,其背后重要原因就是持有人不稳定申购赎回。巨型基金由于体积庞大,改变持仓比例和结构的成本尤其巨大。

因此,不难看出基金业规模经济的实现需要严格的前提条件。从宏观市场环境条件来讲,需要股票市场处于相对发达、理性阶段,投资者成熟程度较高;从基金公司的微观条件来讲,需要产品设计、投资管理和客户服务能力的同步提高,能否实现规模经济,很大程度上依赖于公司自身的竞争条件。

二、基金行业规模经济的古典经济学视角

关于基金业的规模经济问题,有研究发现,虽然基金平均成本随基金资产规模的增大而逐渐减少,但当资产规模超过一定阈值后,下降趋势就不再明显。其实对于基金业而言,考虑到多种绩效因素,基金规模与成本收益之间的关系要更为复杂,并不是规模收益递增、不变、递减三个阶段所能简单概括的。

规模经济是一个很模糊的概念,传统经济学认为,当企业产量随着企业规模扩大而提高的比例超过了各生产要素投入提高的比例时,就存在规模经济。关于生产效率的提高只是笼统地解释为规模扩大可以使用更先进的设备和技术,并没有进行严格的数学证明。杨小凯运用角点解的超边际分析法,解决了长期困扰经济学理论界的“将分工思想予以数学表达”这一难题,并开创和发展了新兴古典分工理论。根据他的理论,规模经济是当年马歇尔试图运用数学化模型解释古典经济学中关于专业化分工好处的理论时,受制于当时数学方法的落后而放弃,但为了便于阐述而引入的概念,这一概念掩盖了规模扩大背后

的由于专业分工加强而促进了生产提高的实质。

在杨小凯的专业化分工经济框架中,个人专业化水平决定社会的分工水平和生产效率。运用专业化分工理论对基金产业进行分析,基金业的最终产品是由面向投资者提供的专业投资理财服务,其生产过程可以分为产品开发、投资管理和市场营销三个主要环节。而每个环节内部存在多个迂回生产环节,基金业专业化分工水平的提高表现为,在上述三个环节内部细分的迂回生产环节不断增加,既有纵向扩展,也有纵向深化,推动基金业生产能力的不断提高。只有在基金业分工水平不断提高的前提下,资金规模的扩张才能得到充分利用,进而实现规模经济。

从理论上来看,基金业规模经济的实现途径并不是增加资金规模,而是通过不断地提高基金业的专业分工水平,增强基金业的生产力实现的。这一结论把原本模糊和笼统的增加资金规模的策略变得更加具体和细化,有助于基金公司明确未来的发展方向。

三、我国基金行业未来发展的专业细化之路

通过对理论和实际两方面分析,我国基金行业已经不能单纯追求规模至上的发展战略,应该逐步转变为以分工细化为手段的生产力增强战略。目前我国基金业的专业化分工水平尚不发达,基金公司内部生产环节的划分还十分粗糙,未来提高空间十分广阔。

1、在基金产品开发环节实现专业细化

目前我国基金产品分类体系沿用了美国标准,根据投资范围划分为股票、债券、混合、保本和货币市场基金,在每个子类中再根据投资策略和投资目标进行细分。但是在细分环节上,我国基金业存在很大欠缺。以股票型基金为例,绝大部分的基金都是没有特殊投资限制的一般性股票型基金,而在美国基金业占有相当市场份额的特殊投资方向基金却罕有踪迹。

在美国特殊投资方向基金分为国际(地区)股票基金和行

业基金两大类。对于我国而言,由于存在着资本管制,国际股票基金暂不可行,但是行业基金应该受到国内基金业的重视,成为专业化分工提高、产品细化的重要方向。

另一方面,基金产品开发的专业细化也包括开发需求导向型基金。需求导向型基金专注于满足某一类投资者的需求,例如生命周期基金、教育基金等。这类基金产品可以弥补基金同保险和银行在家庭理财产品方面的差距,我国目前只有汇丰晋信2016和大成财富管理2020这两只生命周期基金,教育基金还没有公司涉足,这一领域还将有广阔前景。

2、在基金投资管理环节实现专业细化

在发达基金市场中,公募基金管理人的投资管理开始进行横向扩张,从传统的股票和债券市场延伸到金融衍生工具市场,实业投资等领域,借助于这些另类投资产品来实现基金公司投资能力的增强;投资策略中开始重视对冲工具的积极应用,以此来提高对系统性风险的规避能力。对于国内基金公司来说,应该及时把握住国内股指期货推出的契机,提高自身在利用股指期货进行主动风险对冲的时机把握、投资组合构建以及风险管理能力,尽快在这一细分投资领域形成专业化优势。

此外,对投资能力的纵向分解也是提高专业化的一种途径。得益于金融衍生工具的应用,目前国外的一些大型养老基金和资产管理公司正在经历一个投资策略的再构造过程。其投资思路和资产配置方法与传统的投资方法相比已经发生了很大的变化,其中核心就是Alpha和Beta的分离。借鉴海外基金业投资管理领域最前沿的变化,可以为我国基金业投资管理专业化分工的提高指引方向。

3、在基金市场营销环节实现专业细化

营销专业细化首先是营销部门的独立化生存。基金公司原来负责基金销售的市场部门将会逐步增加职能,变为营销部门,与产品设计、投资管理一并成为基金公司最重要的职能单位。营销部将不再单纯扮演向投资者推销现成的基金产品的推

销员角色,而是变成连接投资者和基金公司的媒介。

其次是营销渠道细分化和多层次化。目前我国的基金营销渠道还处于美国上世纪60年代的水平,主要依靠基金直销和银行券商代销。但是营销渠道的多层次化趋势是不可逆转的,是基金业专业化分工提高的必然要求。随着分工的加深,一部分基金公司将会专注于提供专业理财产品,而与投资关系不大的直销业务将会外包给第三方,例如专业基金销售公司、投资咨询公司等。目前这类新型渠道已经获得基金销售资格,只是由于网点规模和客户资源限制,尚未被市场认可,更无法和银行进行竞争。但是凭借自身专业化优势,通过配备具有专业水平和业务素质的理财顾问,帮助客户分析其投资目标及风险承受度,为投资者提供基金投资的专业建议,还是可以从日益庞大的基金市场中获得一席之地。

4、在基金公司发展定位上实现专业细化

我国目前尚未出现专注于某一类型产品的基金公司,各家基金公司都是在努力使自身产品线趋于完善,形成覆盖整个市场的全能型基金公司。但是产品设计能力和投资能力的限制决定了大多数基金公司并不能在各个类型的基金中都保持竞争优势,因而未来基金公司应该向着专业化方向发展。受现实条件约束,未来整个基金业将会分化为三类基金公司:第一类是超大规模的全能型公司。这类基金公司管理着巨额资金,凭借自身的管理协调能力实现了规模经济,其提供的产品特点并不鲜明,但是具有费率优势,这类基金公司将会是少数。

第二类是中等规模的专业化公司。这类基金公司的资产规模也很大,但是产品集中于少数几个领域,这一模式将会成为现有基金公司未来的主要发展方向。

第三类为小规模的专业化公司。这类基金公司管理的资产很少,但是都集中于一个领域,在其中已经形成了专业化投资优势,主要面对机构投资者和特定的投资人群。这一模式比较适合于排名靠后的基金公司,作为突破目前困境的发展方向。

■信息评述

周小川:不宜把所有压力都放在人民币升值上

中国人民银行行长周小川接受香港《商报》采访时表示,中国贸易顺差问题主要跟经济结构等因素有关,不宜把所有压力都放在人民币升值上。此外,如果通货膨胀上升的话,央行应该考虑使用货币政策,包括利率政策来表明央行一定会采取动作抑制通货膨胀,保持币值稳定。

海通证券:

实行稳健的货币政策目标就是保持人民币币值的稳定。现在人民币在经常项下可兑换,虽然

在资本项下还没有完全可兑换,但是是逐步开放的,汇率机制是慢慢富有弹性的。总体来讲,人民币的汇率是保持基本稳定。

申银万国:

这是央行行长首次对通胀和利率关系进行表态,尽管没有明确是否要加息,但是由于近期以居民消费价格表示的通货膨胀率上升并没有太多的悬念,央

行加息概率实际上是非常大的。综合考虑投资、信贷、物价的数据之后,我们认为3、4月份将是加息的敏感期,央行再次将存贷款利率提高27个基点的可能性非常大。

■行业评析

非理性下跌更显钢铁股投资价值

2月27日,在大盘巨幅下跌之下,钢铁股更是首当其冲遭受重挫,主要的钢铁股集体跌停或接近跌停。

国信证券:

我们认为,周二钢铁股的集体下跌是非理性的。

1、国际供需形势良好。1月末美国服务中心的钢材库存达到1626.3万吨,环比2006年12月末下降1.5%,已经连续三个月保持下降;周边市场韩国、欧洲、日本、俄罗斯等纷纷上调钢材价格。

2、国内供需形势良好。国内目前行业运行良好,截至2月26日,国内钢材价格指数已经回升至109.62点。钢材价格上涨,上市公司盈利能力增强,盈利前景看好。

对于市场普遍担心的出口退税下调对钢铁出口的实际影响有限,钢材出口主要还是看国内外价差,目前中国已经成为钢铁出口第一大国,如果中国减少钢材出口,势必造成国外钢材消费缺口,导致国外钢材价格上涨,拉大国内外钢材价格差。而国内外价格差的扩大将拉动钢材的出口,而且出口退税的下调或取消,还能大大减少钢材出口的贸易摩擦,因此,出口退税和反倾销等贸易摩擦对钢材出口的实际影响有限,预计今年基本将维持去年的

出口规模。

今年的钢铁供需基本平衡,从今年钢材供需来看,今年钢材价格将稳中有升,均价将高于去年。

宝钢二季度钢材价格即将出台,预计将上调价格的幅度在5%以上,宝钢的价格历来有市场风向标的指示作用。

钢铁上市公司的年报不仅业绩骄人而且将有优厚的分配预案,主要钢铁上市公司一季度季报不仅同比巨幅增长而且将超出市场预期。

3、行业基本面良好,维持行业“推荐”的投资评级。周边市场钢材价格纷纷上调,表明市场需求旺盛,在行业环境和公司经营向好之下,钢铁股大跌,显然是非理性行为。钢铁股尽管获利丰厚,但仍是市场最便宜的股票,还是估值洼地之一。

钢铁股目前估值尚在合理区域,继续推荐大盘龙头股,特别是具有并购和整体上市预期的公司,如武钢股份、宝钢股份、太钢不锈、鞍钢股份、新钢钢、莱钢股份等公司。继续维持行业“推荐”的投资评级。

■外行评点

德意志银行 中石化炼油业务转盈吁买入

德意志银行近日为中石化(0386)发表研究报告称,公司2007年度盈利有上调空间的惊喜。

该行最新预测,中石化炼油业务亏损将由2006年度的340亿元人民币,减少至2007年度的138亿元人民币。假设国际油价维持每桶57至58美元,料炼油业务将能达收支平衡。德银表示,国际油价每下降1美元,中石化炼油业务纯利可上升46.9亿

元人民币,勘探及开采业务则将损失11.4亿元人民币。德银相信若内地实施新的成品油价格机制,便足以令中石化炼油业务转为盈利。德银估计中石化2006、2007年度盈利分别为522亿及585亿元人民币,按年升幅27.6%及12.1%,每股盈利分别为0.6及0.67元人民币,按年升幅27.7%及11.7%。德银将中石化投资评级由“持有”调高至“买入”。

■股票评级

S江钻 注资预期成就石油钻采龙头

公司股改方案明确资产注入的时间表,年内完成资产注入后,将确立江钻在石油钻采行业的龙头地位。这次资产注入的对象主要是江汉局下属的石油机械资产,其中四机厂是注入的主要资产。四机厂在我国2005年石油钻采企业十强中排名第二,也是中石化系统下最大的石油钻采企业,以上年销售有望达到14亿元以上。

资产注入完成后,江钻销售收入将突破20亿元,成为我国最大的石油钻采企业,具备雄厚实力成为石油钻采行业的整合者。我们认为,江汉局旗下的石油机械类资产注入只是第一步,在时机成熟的时候,中石化旗下其他的石油机械类资产也是注入的对象。

由于资产注入预期已经明确,我们预计将通过增发方式进行资产注入,公司股改前合理价位为21元左右,强烈建议投资者增持。(联合证券)

第一食品 关注资产整合动向增持评级

公司全年业绩低于预期的主要原因来自非经营性因素:一是公司提高了坏账计提比例,二是国产设备退税因素消失,三是上海金枫2006年未能收到财政扶持款项,三项累计影响每股收益约0.1元。

2007年重点关注控股股东新光明食品集团对公司主营业务的整合。可能性最大的方案是将冠生园与上海金枫合并,而将食品销售业务从上市公司剥离,从

券商研究机构首次关注上市公司追踪

(统计日:2月13日-2月27日)

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	报告类型	发布时间	2006预期		2007预期		2006一致预期		2007一致预期	
						报告EPS	报告PE	报告EPS	报告PE	EPS	PE	EPS	PE
000661	长春高新	国信证券	谨慎推荐	调研报告	2-26	0.050	216.000	0.230	46.957	0.033	369.23	0.223	53.93
000908	S天一科	中信证券	买入	调研报告	2-26	0.010	1502.000	0.340	44.176	0.010	1430.00	0.359	39.85
600824	益民百货	国泰君安	增持	调研报告	2-16	0.290	25.621	0.250	29.720	0.297	27.81	0.243	33.90
601166	兴业银行	中银国际	优于大市	一般个股报告	2-16	0.742	32.493	1.000	24.110	0.720	37.18	0.960	27.92
600161	天坛生物	兴业证券	推荐	一般个股报告	2-16	—	—	0.340	93.382	0.347	101.74	0.452	78.01
600592	龙溪股份	海通证券	买入	调研报告	2-16	0.520	27.192	0.610	23.180	0.539	29.12	0.627	25.04
000525	红太阳	长江证券	推荐	一般个股报告	2-16	0.110	89.545	0.250	39.400	0.110	99.45	0.250	43.76
002093	国脉科技	平安证券	推荐	一般个股报告	2-16	—	—	0.550	42.073	0.445	57.80	0.580	44.29
600033	福建高速	海通证券	增持	调研报告	2-16	0.310	19.742	0.350	17.486	0.320	21.28	0.388	17.53
000565	渝三峡A	招商证券	推荐	调研报告	2-15	0.030	241.000	0.220	32.864	0.030	267.67	0.220	36.50
600506	香梨股份	联合证券	中性	调研报告	2-15	0.000	—	0.010	656.000	0.000	104542.05	0.010	729.00
600087	南京水运	天相投顾	增持	一般个股报告	2-15	—	—	0.279	30.000	0.350	26.57	0.367	25.37
002070	众和股份	招商证券	强烈推荐	调研报告	2-14	0.510	43.627	0.730	30.479	0.516	47.89	0.732	33.79
600075	新疆天业	海通证券	买入	调研报告	2-14	0.480	19.313	0.550	16.855	0.480	21.46	0.550	18.73
600990	四创电子	群益证券	买入	一般个股报告	2-14	0.320	49.875	0.470	33.957	0.420	40.12	0.540	31.20
000815	美利纸业	长江证券	推荐	调研报告	2-14	0.250	51.320	0.640	20.047	0.299	47.64	0.572	24.93
600180	九发股份	银河证券	推荐	调研报告	2-14	0.259	25.135	0.298	21.846	0.250	28.98	0.294	24.59
002092	中泰化学	海通证券	增持	一般个股报告	2-13	—	—	0.720	17.750	0.530	26.74	0.626	22.64
600050	中国联通	联合证券	增持	深度报告	2-13	0.169	28.935	0.181	27.017	0.167	32.59	0.180	30.21
000425	徐工科技	海通证券	无	调研报告	2-13	0.020	721.500	0.070	206.143	0.020	721.50	0.070	206.14
600803	致远生化	天相投顾	增持	一般个股报告	2-13	—	—	0.210	24.810	0.130	44.54	0.210	27.57
600303	曙光股份	中银国际	优于大市	深度报告	2-13	0.518	20.946	0.750	14.467	0.528	22.86	0.693	17.39
600380	健康元	联合证券	增持	深度报告	2-13	0.000	—	0.340	24.088	(0.013)	—	0.338	26.95
002086	东方海洋	国金证券	买入	深度报告	2-13	0.380	33.447	0.438	29.018	0.373	36.91	0.442	31.14

说明: “首次关注”品种由于市场认知度不高往往非对称信息体现得较为明显,在知情者交易

向公众化交易过渡过程中黑马频出。我们从两个角度追踪它们的动向:

一是利用机构研究报告明示出具的“首次关注”为筛选逻辑,但应注意到的是某机构出具的首次关注品种可能已是

其他机构早已纳入关注范畴的品种;二是从全部卖方机构的研究成果中筛选出一个周期内第

一次被机构纳入研究关注范畴的品种(即首篇报告)。(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)