



人大重阳

# 研究动态

第 28 期

2013 年 12 月 5 日

## 大资管时代私募基金要练好四项内功

上海重阳投资管理有限公司董事长及首席投资官  
中国人民大学重阳金融研究院联席理事长

裘国根

自 2012 年中以来，中国资产管理行业迎来了密集的行业监管及准入放松，我国监管部门通过“去监管”和“准入放松”来推动资产管理行业发展的政策力度超过市场预期。

新一轮的政策放松突破了原有通过行政规则限定的证券公司、期货公司、基金管理公司、商业银行、保险公司、信托公司之间的业务牌照壁垒，使我国资产管理行业成为金融领域进入壁垒最低的行业之一，实现全面的自由竞争。大资管



可以说是“全民资管”，其本质是我国资产管理行业由垄断竞争进入完全市场竞争。

## 美国基金业发展经验及借鉴

在传统投资基金中，美国市场规模超过 36 万亿美元，占全球份额 46%，为全球最大市场。根据对冲基金研究公司的数据，全球对冲基金规模在 2012 年末达到 2.5 万亿美元，其中美国对冲基金规模约为 1.5 万亿美元，占全球份额的 60%。全球对冲基金公司约 9000 家，其中超过半数设立在美国。历史上著名的对冲基金基本全部来自美国。

美国法律和税收制度促进基金业成长。由于 Q 法令禁止向银行活期存款人支付利息，货币市场基金由此在 1980 年迅速成为活期存款的替代品。1981 年货币市场基金达到 1900 亿美元，占共同基金总规模的 77%；2012 年货币市场基金为 2.7 万亿美元，占共同基金的 21%。

推动美国共同基金成长的另外法律制度是 1978 年的“ The Revenue Act of 1978 ”及 1981 年的“ The Economic Recovery Tax Act ”，这两个法案确定了美国退休金账户税前抵扣制度，推动了美国以市场化方式充实管理退休金资产，也揭开美国共同基金跨越式增长、为美国资本市场提供持续稳定长期资金的序幕。

美国资产管理行业是完全竞争市场，行业内竞争激烈，行业充分竞争推动优胜劣汰。2001 年到 2012 年期间，美国共有 7488 只新的共同基金成立，共有 7104 只共同基金被清盘或被合并。在同一期间，美国累计有 545 家新的共同基金管理公司成立，但也有 540 家共同基金管理公司关闭。按照管理资产规模看，从上世纪 90 年代初期至今，处于第一梯队的基金管理公司迭代更换，面目全非。



创新精神贯穿美国社会的发展史，是美国卓越经济背后的持续推动力。不仅在理论方面，美国资本市场也是金融创新的勇敢尝试者。金融理论的突破推动了资本市场金融实践的创新，而交易品种、交易方式和交易策略的日益丰富，进而打开了基金业的创新空间。从指数基金、ETF 到 FOF、对冲基金和风投基金，从电话交易、互联网销售到 T+0 基金申赎、第三方销售，美国基金公司通过不断的产品创新和服务创新，激发并满足市场需求，提升自身竞争地位，从而推动了行业整体发展。

## 私募基金业面临的机遇和挑战

资本市场发展，民间财富增长，居民资产结构理性化，都将提升对专业投资理财的市场需求。比较中美两国共同基金在 GDP 中的比重不难发现，我国基金业发展整体相对滞后。我国证券化率还不高；我国在资本管制下基金业海外投资比重仅为 2%，国民海外投资的需求受到一定压制；我国股民机构理财意识不强，股市机构化程度还不高。

随着我国经济增长，未来国民资产配置将趋于理性化，对高质量的专业金融投资服务的需求将会逐步上升。对于阳光私募基金而言，新基金法放开了行业准入，使为广大市场提供投资理财服务成为可能。首先，新的基金法赋予阳光私募基金合法地位，这将拓宽优秀阳光私募基金的客户范围。另外，新基金法赋予合格阳光私募基金公司发行公募基金产品的资格，这为阳光私募基金打开了新的业务空间。

对于私募基金来讲，随着交易品类和金融工具的丰富，可以尝试运作真正的



对冲基金。以往通过深度研究获取阿尔法的私募基金，可以更好地发挥研究能力，并基于扎实的研究和紧密的跟踪，既做多行业最佳风险收益比的上市公司，也卖空风险收益比最差的公司进行对冲。总之，有了更多的金融和交易工具，基金经理可以结合自身投研优势和特点，更好地加强产品差异化、管理风险并提高业绩。

随着中国经济成功转型，中国有望诞生一批世界级的优秀公司，而中国投资人将从中受益。私募基金应该继续发扬独立思考、深度研究的长期优势，在未来变幻起伏的市场跌宕中，前瞻性地发现我国经济转型过程中护城河不断加深加宽的优势企业，规避经济转型和社会变革过程中的输家，不为市场短期潮流所动，成为未来中国新一代具有世界级竞争力的上市公司中最早最坚定的投资者。

市场准入放开意味着机构投资者数量上升，理性资金在市场中占比的提升将提高 A 股市场整体效率。在这样的行业背景下，投资人取得优秀业绩的难度将加大，战胜指数将变得更加困难，获取阿尔法也将更具挑战性。国外发达资本市场的经验表明，战胜市场本身就是艰难的任务。

优秀的基金经理和研究员团队是取得持续良好业绩的最核心保障。但我国基金业从业人员平均经验年限偏低，人员流动率偏高。由此，建立良好的培养、考核与激励、挽留人才内部机制是基金公司面临的又一挑战。

基金行业准入的放开意味着资产管理行业内部竞争的加剧，而更加激烈的竞争势必冲击行业统一费率水平，加速行业的优胜劣汰。无论是公募基金还是私募基金，只有真正可以为客户提供持续稳定优良的投资业绩和优质高效服务的基金公司才能够巩固并扩大客户范围，实现管理资产规模的不断增长。

目前，国内基金的费率总体高于国际水平，随着资产管理行业准入的放开，竞争将会升级，市场化程度也将不断提高，以往投资者抽签才能买到基金的年代



已经远去，而过去 15 年行业中旱涝保收的固定费率模式也将难以为继。在新的竞争环境中，如何以客户利益为核心取得投资业绩、客户服务和规模之间的合理平衡、建立可持续的商业模式是国内基金业共同面对的策略性挑战。

## 处理好三个关系 练好四项内功

私募基金业应从自身入手，处理好发展中的三个重要关系，练好四项内功，才能把握新时期的历史机遇，实现持续健康发展。

处理好公募业务与私募业务的关系。新基金法给予合格私募基金发行公募产品的资格，但私募业务收费结构与公募差别较大，这种差别体现了业务间为客户创造价值能力的差异。建立业务隔离机制，实现投资、研究和交易等职能在公募业务和私募业务间相互独立，是避免利益冲突的制度保障，也是处理好公募业务和私募业务关系的关键。

处理好境内业务与境外业务的关系。境外业务是私募基金另一重要发展方向，但在 QDII 和 QFII 领域，私募基金尚未真正实现零的突破。这其中有制度的掣肘，但更多是能力的局限。私募基金需要学习海外市场规则和规律，在不断摸索中提升投研和市场开拓能力。因此，多数私募基金目前适合以境内业务为主，境外业务为辅；在拓展境外业务中，以服务海外机构投资者的 QFII 为先，以代理国内机构和个人投资海外的 QDII 为次。在境内业务壮大、海外投研能力和经验充分积累提升后，再积极拓展境外业务。

处理好中短期战略与长期战略的关系。私募基金需要处理好人才培养和品牌建设在公司中短期战略与长期战略间的平衡，处理好中短期财务损益与长期公司



价值间的平衡，处理好中短期股东利益与长期人力资本间的平衡。而处理好这些平衡，需要良好的公司治理，员工激励机制和公平透明、开放包容的企业文化。

在完善公司治理方面，国内私募基金尽管在股权安排和激励约束上有一定优势，但与国际领先公司相比，任重而道远。私募基金公司核心团队要牢固树立持续经营理念，树立客户利益第一、员工利益第二、股东（合伙人）利益第三的理念，并辅以制度保证，才能真正提升公司治理水平。

健全风控合规体系。私募基金大多处于初创阶段，对于公司风控合规体系建设普遍重视不够、资源投入不足。具体到当前，私募基金迫切需要建立的风控合规制度之一就是公募业务和私募业务间的隔离机制。目前多数私募机构的规模较小，资源较有限，人才储备也欠充足，因此不具备建立公募私募两套团队的能力。为避免开展公募业务带来的与现有私募业务的潜在利益冲突，私募机构至少在产品设计上应与旗下私募产品保持明显的差异。

开拓销售渠道。阳光私募基金公司需要根据自身的投资风格、经营策略确定合理目标客户结构，并以此建设与策略匹配的销售能力。同时，在国内以银行业占主导地位的金融体系下，要改变当前对银行渠道的依赖绝非一朝一夕之功。私募基金只有苦练内功，通过长期优秀稳定的投资业绩来树立自己的品牌，才能改变渠道单一的现状。

提升投研实力。投研实力的不断提升是私募基金的生存之本，更是长期发展之道。随着私募基金业务发展壮大，或早或晚都将遭遇到规模与业绩的瓶颈，而只有不断提升管理团队的综合投研实力，才能长期为客户创造价值，实现私募基金的可持续发展。