

南开大学金融学院本科大类基础课程

2023-2024学年度第二学期

金融学概论

Introduction to Finance

南开大学金融学院 张增伟

nkzhangzengwei@126.com



版权及免责声明



本PPT的版权为南开大学金融学院教师张增伟本人所有，仅供学术交流之用。未经张增伟本人书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。本PPT中的信息均源自公开资讯，本人对这些资讯的准确性、完整性、及时性不作任何保证。任何声称依据本PPT中的信息或观点所从事的证券投资活动，其损益均与本人无关。

版权人张增伟联络方式
nkzhangzengwei@126.com



第10讲 投资基金

- 1 资产管理
- 2 投资基金
- 3 证券投资基金
- 4 另类投资基金
- 5 受监管基金
- 6 美国注册投资公司的发展
- 7 基金评价

1.1 资产管理的一般定义*

- 资产管理(Asset Management)目前尚无得到广泛认可的明确定义，根据国内外行业共识，一般是指金融机构受投资者委托，为实现投资者的特定目标和利益，进行证券和其他金融产品的投资并提供金融资产管理服务、收取费用的行为。

1.2 资产管理的特征*

- (1) 从**参与方**来看，资产管理包括委托方和受托方，委托方为投资者，受托方为资产管理人。资产管理人根据投资者授权，进行资产投资管理，承担受托人义务。
- (2) 从**受托资产**来看，主要为货币等金融资产，一般不包括固定资产等实物资产。
- (3) 从**管理方式**来看，资产管理主要通过投资于银行存款、证券、期货、基金、保险、实体企业股权以及其他可被证券化的资产实现增值。

* [中国证券投资基金业协会 \(amac.org.cn\)](http://amac.org.cn)



1.3 资产管理的本质*

- 资产管理的本质是基于信任而履行受托职责，实现委托人利益最大化，通俗地讲是“受人之托、代人理财”。资产管理人必须尽到“诚实信用、勤勉尽责”的信托责任，恪守忠诚与专业义务。忠诚义务要求管理人应当以实现投资人利益为最高目的，将自身的利益妥善置于投资人利益之下，不得与投资人利益发生冲突。专业义务要求管理人应当具备专业的投资管理和运作能力，充分发挥专业投资管理价值。
- 资产管理的本质具体表现为以下三点：
- (1) **一切资产管理活动都要求风险与收益相匹配**。资产管理提供的是代客理财服务，与储蓄产品有本质区别。第一，对储蓄而言，存款人与银行是债权人和债务人关系，银行必须按照约定到期偿还本金，支付利息；而对资产管理而言，投资人与管理人是委托人和受托人关系，投资人自担风险、自享收益，管理人只作为管理顾问收取一定比例的管理费。第二，资产管理人对于投资人的根本效用价值在于通过集合资金、组合投资，有效管理风险，获取更合理的风​​险回报。所获取的收益与其承担的风险相匹配。



- (2) **管理人必须坚持“卖者有责”**。“卖者有责”是指管理人受人之托，必须忠人之事，在产品设计、投资管理和产品销售全链条做到诚实守信、勤勉尽责，严格兑现对投资人的法律承诺，始终坚持“投资人利益至上”原则，不能与投资人利益发生冲突，更不能利用自身优势为他人图利，损害投资人的利益。“卖者有责”还要求管理人在销售产品时要实事求是，不弄虚作假，充分履行风险告知，做好信息披露，严格保护投资者利益。
- (3) **投资人必须做到“买者自负”**。“买者自负”是指投资人承担最终的收益和风险，不存在保底保收益等“刚性兑付”。投资人要清醒切实地意识到，如果不承担市场波动带来的风险，就不可能获取投资的收益。作为委托人，投资人要根据自身风险承受能力选择合适的产品，获取与所承担风险相一致的收益。



1.4 我国对资产管理业务的定义

- 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(2018)*第二条规定，资产管理业务是指银行、信托、证券、基金、期货、保险资产管理机构、金融资产投资公司等金融机构接受投资者委托，对受托的投资者财产进行投资 and 管理的金融服务。
- 该条款还明确规定，资产管理业务是金融机构的表外业务，金融机构开展资产管理业务时不得承诺保本保收益。出现兑付困难时，金融机构不得以任何形式垫资兑付。金融机构不得在表内开展资产管理业务。

* 习称《资管新规》，2018年4月27日由人民银行、原银保监会、证监会、外汇局联合发布，旨在规范金融机构资产管理业务，统一同类资产管理产品监管标准，有效防控金融风险，引导社会资金流向实体经济，更好地支持经济结构调整和转型升级。



1.5 我国资产管理产品的分类

- 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(2018)*第四条规定：
- (1) 按照**募集方式**的不同，资产管理产品分为**公募产品**和**私募产品**。公募产品面向不特定社会公众公开发售。公开发行的认定标准依照《中华人民共和国证券法》执行。私募产品面向合格投资者通过非公开方式发行。
- (2) 按照**投资性质**的不同，资产管理产品分为**固定收益类产品**、**权益类产品**、**商品及金融衍生品类产品**和**混合类产品**。固定收益类产品投资于存款、债券等债权类资产的比例不低于80%，权益类产品投资于股票、未上市企业股权等权益类资产的比例不低于80%，商品及金融衍生品类产品投资于商品及金融衍生品的比例不低于80%，混合类产品投资于债权类资产、权益类资产、商品及金融衍生品类资产且任一资产的投资比例未达到前三类产品标准。非因金融机构主观因素导致突破前述比例限制的，金融机构应当在流动性受限资产可出售、可转让或者恢复交易的15个交易日内调整至符合要求。



1.6 我国资产管理产品的投资者分类

- 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(2018)*第五条规定：资产管理产品的投资者分为不特定社会公众和合格投资者两大类。合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承担能力，投资于单只资产管理产品不低于一定金额且符合下列条件的自然人和法人或者其他组织：
 - (1) 具有2年以上投资经历，且满足以下条件之一：家庭金融净资产不低于300万元，家庭金融资产不低于500万元，或者近3年本人年均收入不低于40万元。
 - (2) 最近1年末净资产不低于1000万元的法人单位。
 - (3) 金融管理部门视为合格投资者的其他情形。
- 合格投资者投资于单只固定收益类产品的金额不低于30万元，投资于单只混合类产品的金额不低于40万元，投资于单只权益类产品、单只商品及金融衍生品类产品的金额不低于100万元。
- 投资者不得使用贷款、发行债券等筹集的非自有资金投资资产管理产品。



1.7 我国资产管理业规模及结构*

- 从资产管理的外延来看，我国资产管理广泛涉及银行、保险、证券、基金、信托、期货等行业机构。从资产管理的本质特征出发，可以将我国资产管理行业的外延从机构类型和业务两个维度作出界定(见表1)。

* 10-a: 我国资产管理业务统计数据 (2023年四季度)



表1 我国资产管理行业外延

排名	机构类型	资产管理业务
1	基金管理公司及其子公司	公募基金、集合资产管理计划、单一资产管理计划、各类养老金、企业资产支持证券
2	私募机构	私募证券投资基金、私募股权投资基金、创业投资基金、私募资产配置基金及其他私募投资基金
3	信托公司	单一资金信托、集合资金信托
4	证券公司及其子公司	公募基金、集合资产管理计划、单一资产管理计划、私募子公司私募基金、各类养老金、企业资产支持证券
5	期货公司及其子公司	集合资产管理计划、单一资产管理计划
6	保险公司 保险资产管理公司	公募基金、万能险、投连险、管理企业年金、养老保障及其他委托管理资产、资产支持计划
7	银行	非保本银行理财产品、私人银行业务
8	消费金融公司	信贷资产支持证券

来源：中国证券投资基金业协会(AMAC)整理。



表2 各类资产管理产品数量及规模(截至 2023年四季度末)

类型	数量(只/个)		规模	
	只/个	%	亿元	%
公募基金	11,528	5.7	275,992.95	41.2
证券公司及其子公司资管计划	20,146	9.9	59,250.64	8.8
基金管理公司资管计划	8,299	4.1	47,710.23	7.1
养老金	2,958	1.5	48,882.34	7.3
基金子公司资管计划	2,993	1.5	14,379.86	2.1
期货公司及其子公司资管计划	2,117	1.0	2,745.57	0.4
私募基金	153,032	75.5	203,155.96	30.3
资产支持专项计划	2,268	1.1	19,238.60	2.9
合计	202,645	100	670,633.05	100

来源：根据中国证券投资基金业协会(AMAC) 《[资产管理业务统计数据\(2023年四季度\)](#)》
数据整理计算。

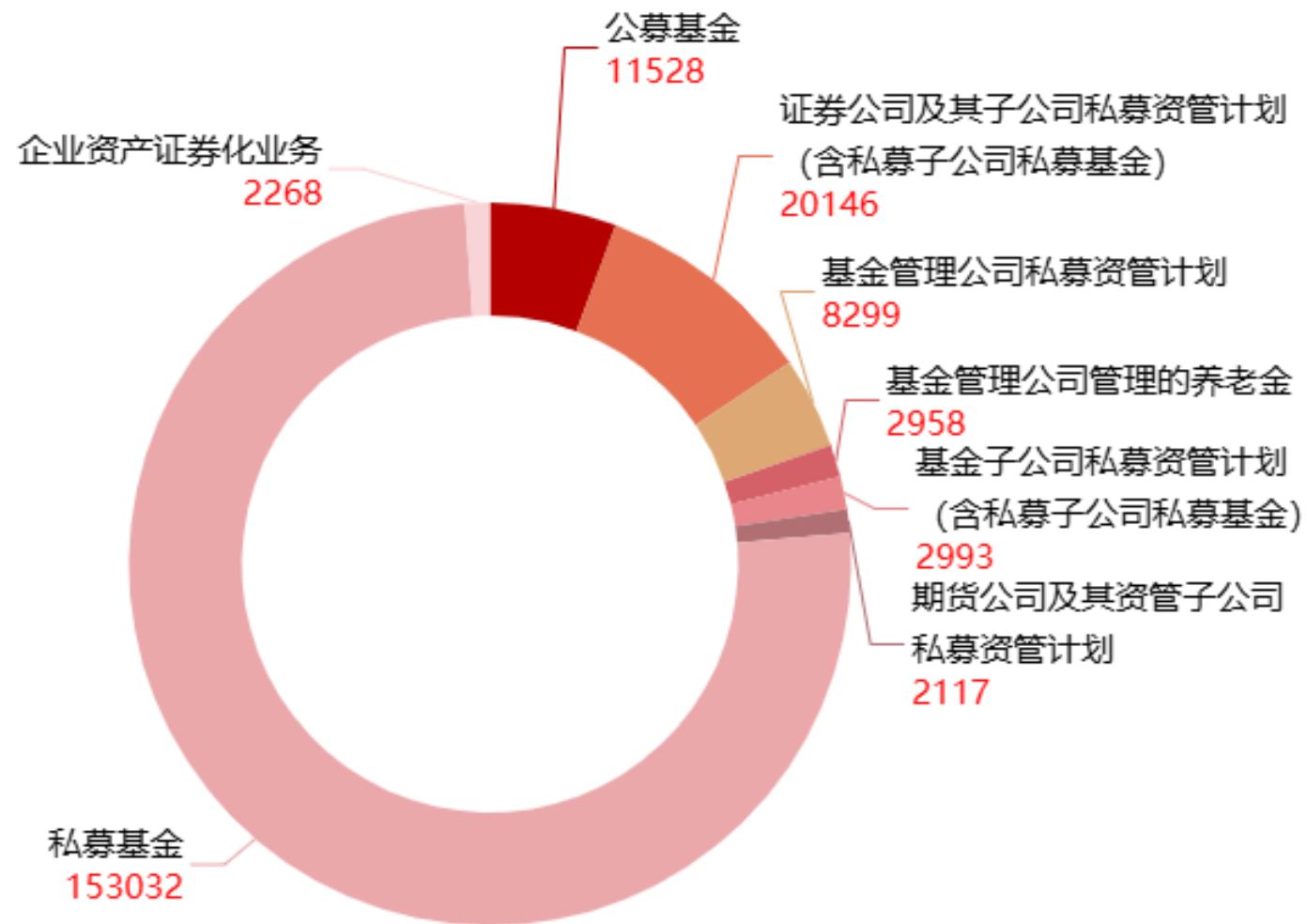


图1 2023年四季度我国各类型资产管理业务存量(产品数量) 单位：只

来源：中国证券投资基金业协会(AMAC) — [资产管理行业概览 \(amac.org.cn\)](http://amac.org.cn)

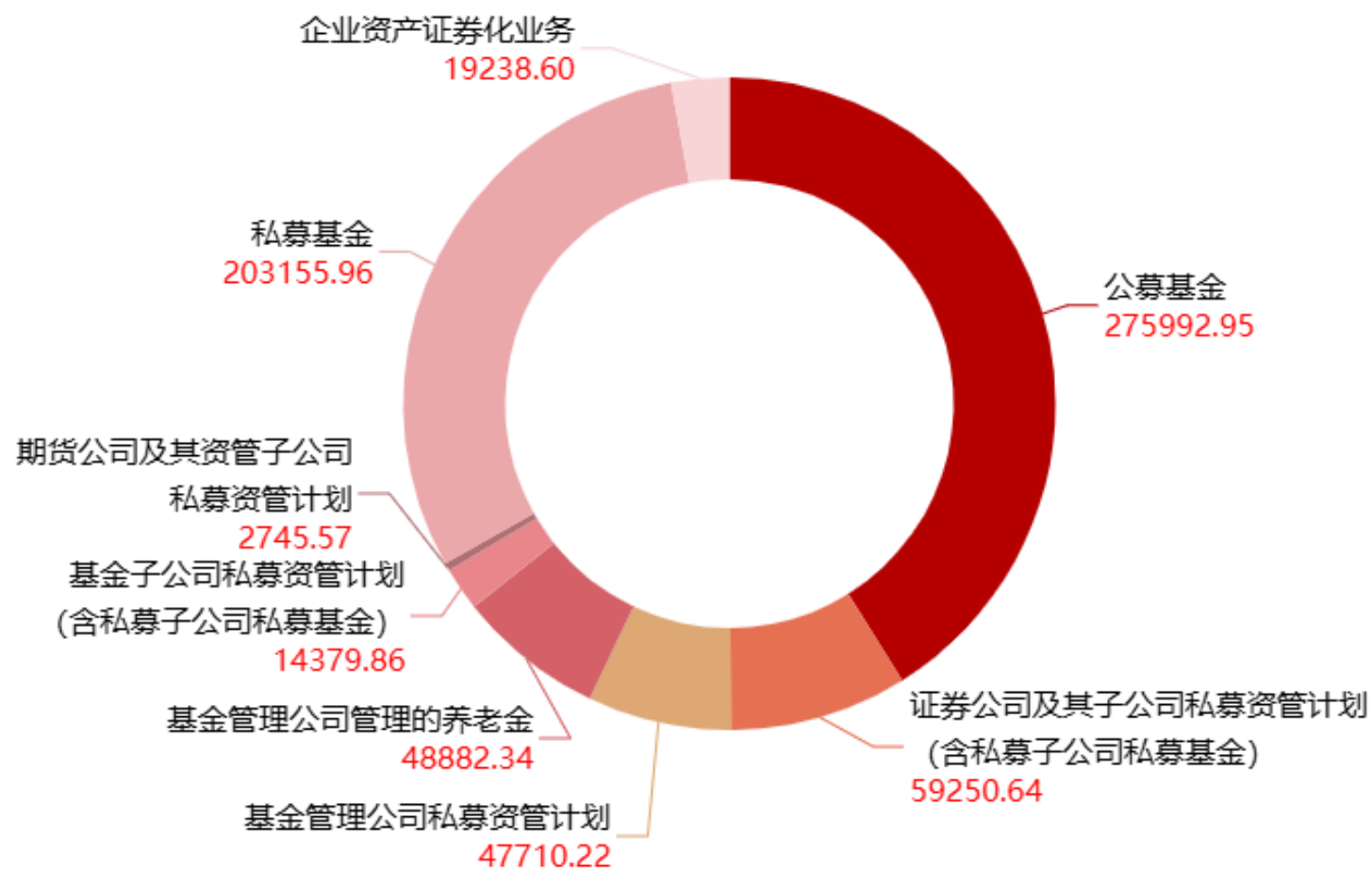


图2 2023年四季度我国各类型资产管理业务存量(产品规模) 单位: 亿元

来源: 中国证券投资基金业协会(AMAC) — [资产管理行业概览 \(amac.org.cn\)](http://amac.org.cn)

2.1 投资基金的定义

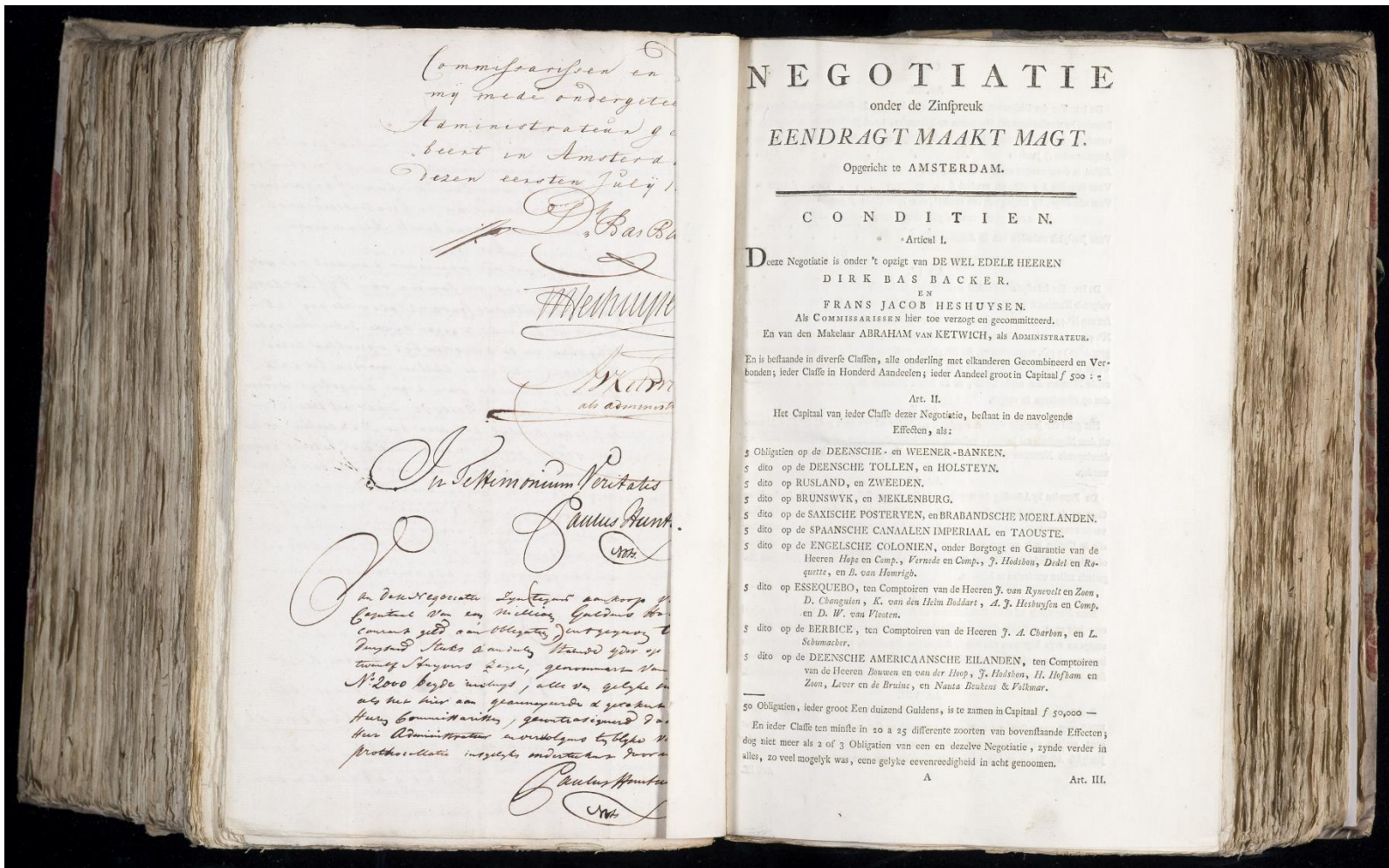
- **投资基金**(fund)是资产管理的主要方式之一，它是一种组合投资、专业管理、利益共享、风险共担的集合投资方式。它主要通过向投资者发行受益凭证(基金份额)，将社会上的资金集中起来，交由专业的基金管理机构投资于各种资产，实现保值增值。投资基金所投资的资产既可以是金融资产如股票、债券、外汇、股权、期货、期权等，也可以是房地产、大宗能源、林权、艺术品等其他资产。投资基金是一种**间接投资工具**，基金投资者、基金管理人和托管人是基金运作中的主要当事人。



2.2 投资基金的起源*

- The economic situation did not look bright in the second half of the 18th century. In Great Britain, the Ayr bank went bankrupt, and Dutch bank Clifford & Co was pulled into this bankruptcy. This resulted in a crisis that continued to spread like wildfire in 1772. As it is often the case, setbacks led to reconsideration and innovation. Amsterdam-based realtor and merchant Abraham van Ketwisch founded the first investment fund in the world and called it ‘Eendragt Maakt Magt’ (‘unity makes strength’). The idea was to reduce the risk for individual investors by distribution across different funds. Apparently, at that time, the offer of securities in the Netherlands was broad enough to establish an investment fund.
- 18世纪下半叶的经济形势看起来并不乐观。在英国，艾尔银行破产，荷兰Clifford & Co银行也因此破产。这导致了一场危机，这场危机在1772年像野火一样继续蔓延。正如通常的情况一样，挫折导致了重新思考和创新。总部位于阿姆斯特丹的房地产经纪人兼商人亚伯拉罕·范·凯特维奇创立了世界上第一家投资基金，并称其为“Eendragt Maakt Magt”（“团结造就力量”）。其想法是通过在不同基金之间进行分配来降低个人投资者的风险。显然，当时荷兰的证券发行范围很广，足以建立一个投资基金。

* <https://www.beursgeschiedenis.nl/en/moment/the-worlds-first-investment-fund/>



- “Eendragt Maakt Magt” (团结成就力量) 于1774年成立。显而易见的是，第一只投资基金分散了风险，并将重点放在了外国债券上。The deed of incorporation of ‘Eendragt Maakt Magt’ (Unity Makes Strength) from 1774. It is clearly visible that the first investment fund spread the risks and concentrated on foreign bonds.



- Because many investors had their fill of shares, ‘Eendragt Maakt Magt’ focused on bonds. The fund consisted of several ‘classes.’ Every class represented one hundred freely transferrable bearer participation certificates with a nominal value of 500 guilders. This concerned foreign bonds. Although Dutch bonds posed a reduced risk, they did not provide enough return. Abraham van Ketwisch let two commissioners manage the fund. He only did the administration. With this separation of powers, Van Ketwisch prevented a conflict of interest. The fund was not successful, partly due to the Fourth Anglo-Dutch War and political upheavals in Europe. Liquidation followed in 1824.
- 由于许多投资者都有自己的股票，“Eendragt Maakt Magt”专注于债券。该基金由几个“类别”组成，每一类代表一百张可自由转让的无记名参与证书，票面价值为500盾。这涉及到外国债券。尽管荷兰债券降低了风险，但它们并未提供足够的收益。亚伯拉罕·范·凯特维奇让两名委员管理该基金。他只负责行政。通过这种权力分立，范凯维奇避免了利益冲突。该基金未能成功，部分原因是第四次英荷战争和欧洲政治动荡。1824年进行了清算。



- The 1929 stock market crash brought about a revival of the interest in spreading risks and, consequently, investment funds. In December 1929, a few harbor barons founded the Rotterdams Beleggers Consortium (Rotterdam Investors Consortium), which has been operating as an investment fund under the name Robeco to this day.
- 1929年的股市崩盘使人们重新燃起了分散风险的兴趣，因此也重新燃起了投资基金的兴趣。1929年12月，一些港口大亨成立了Rotterdams Beleggers Consortium (鹿特丹投资者财团)，该财团一直以Robeco的名义作为投资基金运营至今。
- The Foreign and Colonial Government Trust, the precursor to the US investment fund model, is formed in London. This trust provides “the investor of moderate means the same advantages as large capitalists.” *
- 1868年，美国投资基金模式的前身——外国和殖民地政府信托基金在伦敦成立。这种信托为“中等收入的投资者提供了与大型资本家相同的优势。”
- 1924 The first mutual funds are established in Boston. *
- 1924年，第一只共同基金在波士顿成立。

* Significant Events in Fund History [2023 Investment Company Fact Book \(icifactbook.org\)](https://icifactbook.org)



2.3 投资基金的分类

2.3.1 分类标准一：资金募集方式

- 按照资金募集方式，可分为公募基金和私募基金两类。
- (1) **公募基金**：是向不特定投资者公开发发行受益凭证进行资金募集的基金，它一般在法律和监管部门的严格监管下，有着信息披露、利润分配、投资限制等行业规范要求。
- (2) **私募基金**：是私下或直接向特定投资者募集的资金，私募基金只能向少数特定投资者采用非公开方式募集，对投资者的投资能力有一定的要求，同时在信息披露、投资限制等方面监管要求较低，方式较为灵活。



表3 基金管理机构非货币公募基金月均规模排名(2024年一季度)

排名	公募基金管理人名称	非货币理财公募基金月均规模(亿元)
1	易方达基金管理有限公司	10019.47
2	华夏基金管理有限公司	8677.11
3	广发基金管理有限公司	6307.73
4	嘉实基金管理有限公司	5863.76
5	富国基金管理有限公司	5510.19
6	招商基金管理有限公司	5508.96
7	博时基金管理有限公司	5266.55
8	南方基金管理股份有限公司	4956.84
9	汇添富基金管理股份有限公司	4328.31
10	鹏华基金管理有限公司	4048.45

来源：中国证券投资基金业协会。



表4 全部私募基金管理人按注册地分布情况(截至2024.3)

序号	辖区名称	私募基金管理人数量 (家)	管理基金数量 (只)	管理基金规模 (亿元)
1	北京市	3452	23955	46337.15
2	天津市	341	2154	6602.60
3	河北省	83	224	951.65
4	山西省	59	203	1417.40
5	内蒙古自治区	47	160	372.00
6	辽宁省 (不含大连)	61	166	105.85
7	大连市	48	255	90.33
8	吉林省	46	129	328.16
9	黑龙江省	45	92	140.39
10	上海市	3889	43735	50531.34
11	江苏省	1254	6027	11333.64
12	浙江省 (不含宁波)	1678	11816	9772.01
13	宁波市	644	5317	7348.01
14	安徽省	219	1220	3311.94
15	福建省 (不含厦门)	232	1789	1487.44
16	厦门市	328	2414	1915.34
17	江西省	245	1200	1364.80
18	山东省 (不含青岛)	386	1560	1778.34



序号	辖区名称	私募基金管理人数量（家）	管理基金数量（只）	管理基金规模（亿元）
19	青岛市	375	2535	1964.91
20	河南省	157	545	1036.89
21	湖北省	379	1266	2471.13
22	湖南省	263	1291	1386.09
23	广东省（不含深圳）	1656	12554	12759.26
24	深圳市	3293	21148	20841.94
25	广西壮族自治区	78	394	1422.70
26	海南省	629	4671	2837.81
27	重庆市	152	651	1741.14
28	四川省	371	1655	2769.17
29	贵州省	61	261	1672.12
30	云南省	65	177	1010.14
31	西藏自治区	149	1338	2926.06
32	陕西省	255	1199	1227.65
33	甘肃省	35	68	134.63
34	青海省	11	39	130.08
35	宁夏回族自治区	32	98	197.53
36	新疆维吾尔自治区	80	353	1195.44

注：1.辖区按证监会派出机构（监管局）监管地区划分。
2.基金规模指当期末最新季报报送的净资产规模，尚未报送季报产品取备案募集规模（非契约型取实缴规模）。

来源：中国证券投资基金业协会。



2.3.2 分类标准二：法律形式

- 按照法律形式，投资基金可分为契约型、公司型、有限合伙型等形式。
- (1) **契约型基金**：是依据基金合同设立的一类基金。基金合同是规定基金当事人之间权利义务的基本法律文件。在我国，契约型基金依据基金管理人、基金托管人之间所签署的基金合同设立；基金投资者自取得基金份额后即成为基金份额持有人和基金合同的当事人，依法享受权利并承担义务。
- (2) **公司型基金**：在法律上是具有独立法人地位的股份投资公司。公司型基金依据基金公司章程设立，基金投资者是基金公司的股东，享有股东权，按所持有的股份承担有限责任，分享投资收益。公司型基金公司设有董事会，代表投资者的利益行使职权。虽然公司型基金在形式上类似于一般股份公司，但不同于一般股份公司的是，它委托基金管理公司作为专业的投资顾问来经营与管理基金资产。



2.3.3 分类标准三：运作方式

- 按照运作方式，可以分为开放式基金、封闭式基金。
- (1) **开放式基金**：是指基金份额不固定，基金份额可以在基金合同约定的时间和场所进行申购或者赎回的一种基金运作方式。这里所指的开放式基金专指传统的开放式基金，不包括交易型开放式指数基金(ETF)和上市开放式基金(LOF)等新型开放式基金。
- (2) **封闭式基金**：是指基金份额在基金合同期限内固定不变，基金份额可以在依法设立的证券交易所交易，但基金份额持有人不得申请赎回的一种基金运作方式。



2.3.4 分类标准四：投资对象

- 按照投资对象差异，可分为传统的**证券投资基金**，以及投资于传统对象之外的投资基金的**另类投资基金**。

3.1 证券投资基金的定义

- 是指通过发售基金份额，将众多不特定投资者的资金汇集起来，形成独立财产，委托基金管理人进行投资管理，基金托管人进行财产托管，由基金投资人共享投资收益、共担投资风险的集合投资方式。
- 是投资基金中最主要的一种类别，主要投资于在公开市场交易的权益、债券、货币、期货等传统金融资产。
- 证券投资基金又可分为**公募证券投资基金***和**私募证券投资基金**。
- 从本质上来说，证券投资基金是一种间接通过基金管理人代理投资的一种方式，投资人通过基金管理人的专业资产管理，以期得到比自行管理更高的报酬。

* 10-b: 中国银河证券公募基金分类体系(2024年1月版)



- 世界各国和地区对证券投资基金的称谓有所不同，证券投资基金在美国被称为“共同基金” (mutual fund)，在英国和我国香港特别行政区被称为“单位信托基金” (unit trust)，在欧洲一些国家被称为“集合投资基金”或“集合投资计划” (collective investment scheme)，在日本和我国台湾地区则被称为“证券投资信托基金” (securities investment trust)。



3.2 证券投资基金的运作

- 包括基金的募集、基金的投资管理、基金资产的托管、基金份额的登记交易、基金的估值与会计核算、基金的信息披露以及其他基金运作活动在内的所有相关环节。
- 从基金管理人的角度看，基金的运作可分为**市场营销**、**投资管理与后台管理**三大部分。基金的市场营销主要涉及基金份额的募集与客户服务，基金的投资管理体现了基金管理人的服务价值，而基金份额的注册登记、基金资产的估值、会计核算、信息披露等后台管理服务则对保障基金的安全运作起着重要的作用。

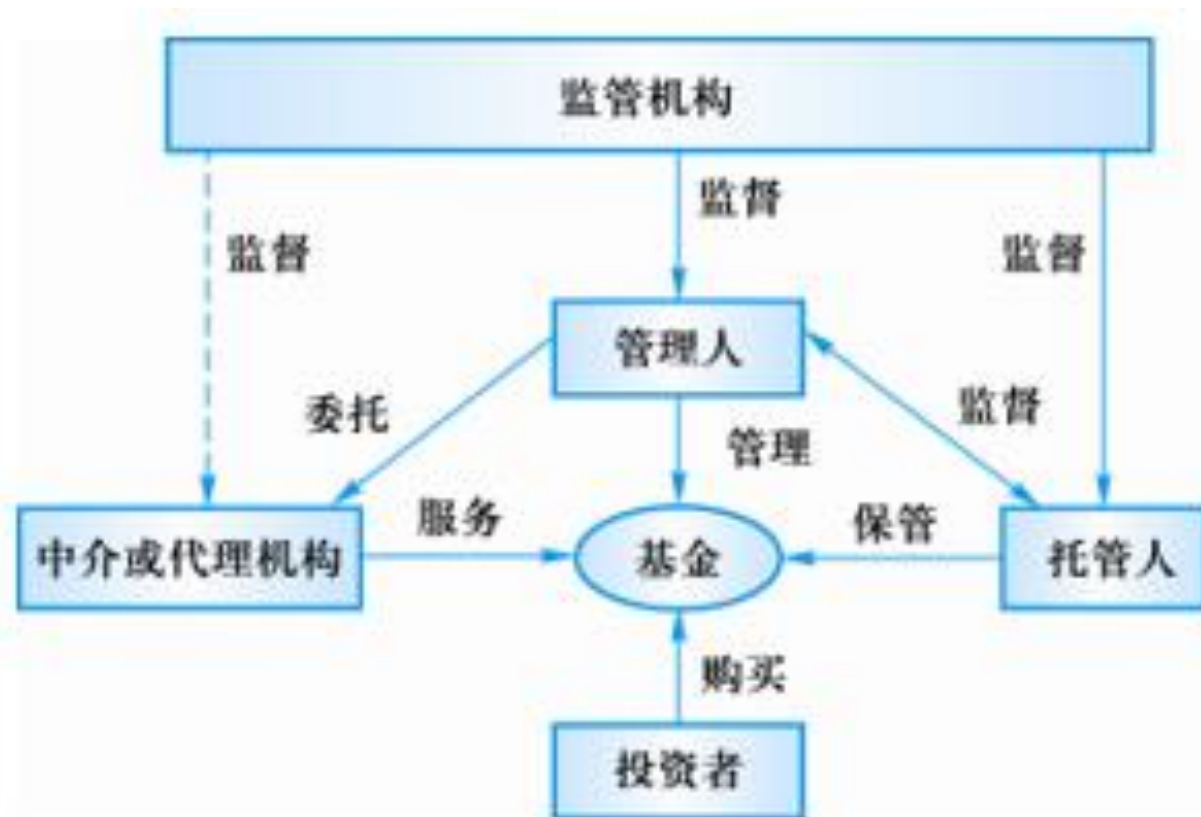


图3 我国证券投资基金运作关系图



3.3 证券投资基金的类别

- 为统一基金分类标准，一些国家常常由监管部门或行业协会出面制定基金分类的统一标准。如美国投资公司协会依据基金投资目标和投资策略的不同，将美国的基金分为42类。*
- 随着我国基金品种的日益丰富，在原先简单的封闭式基金与开放式基金划分的基础上，根据中国证监会颁布的、于2014年8月8日正式生效的《公开募集证券投资基金运作管理办法》，将公募证券投资基金划分为股票基金、债券基金、货币市场基金、混合基金以及基金中基金等类别。*

* [中国证券投资基金业协会 \(amac.org.cn\)](http://amac.org.cn)



3.3.1 分类标准一：投资对象*

- 根据投资对象将基金分为股票基金、债券基金、货币市场基金、混合基金、基金中基金、另类投资基金等。
- (1) **股票基金**。是指以股票为主要投资对象的基金。股票基金在各类基金中历史最为悠久，也是各国(地区)广泛采用的一种基金类型。根据中国证监会对基金类别的分类标准，基金资产80%以上投资于股票的为股票基金。
- (2) **债券基金**。是指以债券为主要投资对象的基金。根据中国证监会对基金类别的分类标准，基金资产80%以上投资于债券的为债券基金。

*[中国证券投资基金业协会 \(amac.org.cn\)](http://amac.org.cn)



- 债券基金与债券的区别：
- 作为投资于一篮子债券的组合投资工具，债券基金与单一债券存在重大的区别。
- 1) **债券基金的收益不如债券的利息固定**。投资者购买固定利率性质的债券，在购买后会定期得到固定的利息收入，并可在债券到期时收回本金。债券基金作为不同债券的组合，尽管也会定期将收益分配给投资者，但债券基金分配的收益有升有降，不如债券的利息固定。
- 2) **债券基金没有确定的到期日**。与一般债券会有一个确定的到期日不同，债券基金由一组具有不同到期日的债券组成，因此并没有一个确定的到期日。不过为分析债券基金的特性，我们仍可以对债券基金所持有的所有债券计算出一个平均到期日。



- 3) **债券基金的收益率比买入并持有到期的单个债券的收益率更难以预测。** 单一债券的收益率可以根据购买价格、现金流以及到期收回的本金计算其投资收益率；但债券基金由一组不同的债券组成，收益率较难计算和预测。
- 4) **投资风险不同。** 单一债券随着到期日的临近，所承担的利率风险会下降。债券基金没有固定到期日，所承担的利率风险将取决于所持有的债券的平均到期日。债券基金的平均到期日常常会相对固定，债券基金所承受的利率风险通常也会保持在一定的水平。单一债券的信用风险比较集中，而债券基金通过分散投资可以有效避免单一债券可能面临的较高的信用风险。



● (3) **货币市场基金**。是指以货币市场工具为投资对象的基金。根据中国证监会对基金类别的分类标准，仅投资于货币市场工具的为货币市场基金。货币市场基金的投资对象为货币市场工具。按照中国证监会和中国人民银行2015年颁布的《货币市场基金监督管理办法》的规定，货币市场基金应当投资于以下金融工具：

- 1) 现金；
- 2) 期限在1年以内(含1年)的银行存款、债券回购、中央银行票据、同业存单；
- 3) 剩余期限在397天以内(含397天)的债券、非金融企业债务融资工具、资产支持证券；
- 4) 中国证监会、中国人民银行认可的其他具有良好流动性的货币市场工具。



- 在我国，货币市场基金不得投资于以下金融工具：
 - 1) 股票；
 - 2) 可转换债券、可交换债券；
 - 3) 以定期存款利率为基准利率的浮动利率债券，已进入最后一个利率调整期的除外；
 - 4) 信用等级在AA+以下的债券与非金融企业债务融资工具；
 - 5) 中国证监会、中国人民银行禁止投资的其他金融工具。



- (4) **混合基金**。同时以股票、债券等为投资对象，以期通过在不同资产类别上的投资实现收益与风险之间的平衡。根据中国证监会对基金类别的分类标准，投资于股票、债券和货币市场工具，但股票投资和债券投资的比例不符合股票基金、债券基金规定的为混合基金。基金评价机构一般会对混合基金再进行详细的分类。
- 由于混合基金数量多、范围广，难以通过基金合同判断其风险收益特征，在实践中需要根据其比较基准、投资运作状况进行识别。一般来说，依据资产配置的不同可以将混合基金分为偏股型基金、偏债型基金、股债平衡型基金、灵活配置型基金等。
- 1) **偏股型基金**：特点是股票的配置比例较高，债券的配置比例相对较低，一般采用股票指数或者以股票指数为主作为业绩比较基准。



- 2) **偏债型基金**：与偏股型基金正好相反，债券的配置比例较高，股票的配置比例则相对较低。一般采用债券指数或者以债券指数为主作为业绩比较基准。
- 3) **股债平衡型基金**：股票与债券的配置比例较为均衡，其业绩比较基准也会以股票指数和债券指数大致均衡组合。
- 4) **灵活配置型基金**：在股票、债券上的配置比例则会根据市场状况进行调整，有时股票的比例较高，有时债券的比例较高。



- (5) **基金中基金/母基金(FOF)**。是指以基金为主要投资标的的证券投资基金。80%以上的基金资产投资于其他基金份额的，为基金中基金。交易型开放式证券投资基金联接基金(简称ETF联接基金)是指，将绝大部分基金资产投资于跟踪同一标的指数的ETF (简称目标ETF)，紧密跟踪标的指数表现，追求跟踪偏离度和跟踪误差最小化，采用开放式运作方式的基金。ETF联接基金是一种特殊的基金中基金。
- (6) **另类投资基金**。是指以股票、债券、货币等传统资产以外的资产作为投资标的基金，范围十分广泛。依据投资对象对基金进行分类，简单明确，对投资者具有直接的参考价值。



3.3.2 分类标准二：投资目标

- 根据投资目标可以将基金分为增长型(成长型)基金、收入型基金和平衡型基金。
- (1) **增长型基金**。是指以追求资本增值为基本目标，较少考虑当期收入的基金，主要以具有良好增长潜力的股票为投资对象。
- (2) **收入型基金**。是指以追求稳定的经常性收入为基本目标的基金，主要以大盘蓝筹股、公司债、政府债券等稳定收益证券为投资对象。
- (3) **平衡型基金**。是既注重资本增值又注重当期收入的一类基金。



- 一般而言，增长型基金的风险大、收益高；收入型基金的风险小、收益较低；平衡型基金的风险、收益则介于增长型基金与收入型基金之间。根据投资目标的不同，既有以追求资本增值为基本目标的增长型基金，也有以获取稳定的经常性收入为基本目标的收入型基金和兼具增长与收入双重目标的平衡型基金。不同的投资目标决定了基金的基本投向与投资策略，以适应不同投资者的投资需要。



3.3.3 分类标准三：投资理念

- 根据投资理念，可以将基金分为主动型基金与被动型(指数)基金。
- (1) **主动型基金**。是一类力图取得超越基准组合表现的基金。
- (2) **被动型(指数)基金**。与主动型基金不同，被动型基金并不主动寻求取得超越市场的表现，而是试图复制指数的表现。被动型基金一般选取特定的指数作为跟踪的对象，因此通常又被称为指数基金。
- 指数基金就是指按照某种指数构成的标准购买该指数包含的证券市场中的全部或者一部分证券的基金，其目的在于达到与该指数同样的收益水平。指数基金具有客观稳定、费用低廉、分散风险、监控便利等特点，近年来发展十分迅速。



- 指数基金中，上市交易型开放式指数基金又称为**交易所交易基金**(ETF, exchange traded funds)发展最为迅速，成为指数基金的重要品种。ETF是一种在交易所上市交易的、基金份额可变的一种开放式基金。ETF最早产生于加拿大，但其发展与成熟主要是在美国。ETF一般采用被动式投资策略跟踪某一标的市场指数，因此具有指数基金的特点。
- ETF具有下列三大特点：
- 1) **被动操作指数基金**。ETF是以某一选定的指数所包含的成分证券(股票、债券等)或商品为投资对象，依据构成指数的证券或商品的种类和比例，采取完全复制或抽样复制，进行被动投资的指数基金。ETF不但具有传统指数基金的全部特色，而且是更为纯粹的指数基金。



- **2) 独特的实物申购、赎回机制。**所谓实物申购、赎回机制，是指投资者向基金管理公司申购ETF，需要拿这只ETF指定的一篮子证券或商品来换取；赎回时得到的不是现金，而是相应的一篮子证券或商品；如果想变现，需要再卖出这些证券或商品。实物申购、赎回机制是ETF最大的特色之一，使ETF省却了用现金购买证券或商品以及为应付赎回卖出证券或商品的环节。此外，ETF有“最小申购、赎回份额”的规定，只有资金达到一定规模的投资者才能参与ETF一级市场的实物申购、赎回。
- 中国市场上目前仅有跨时区ETF由于暂时无法买到跨时区的市场证券所以采用全现金替代模式进行申购、赎回，部分商品和债券ETF采用实物申购、赎回和全现金替代申购、赎回两种模式并行，股票ETF基本都采用实物申购、赎回制度。



- **3) 实行一级市场与二级市场并存的交易制度。**ETF实行一级市场与二级市场并存的交易制度。在一级市场上，只有资金达到一定规模的投资者(基金份额通常要求在30万份、50万份甚至100万份以上)可以随时在交易时间内进行以股票换份额(申购)、以份额换股票(赎回)的交易，中小投资者被排斥在一级市场外。在二级市场上，ETF与普通股票一样在市场挂牌交易(注：ETF份额交易无印花税)。无论是资金在一定规模以上的投资者还是中小投资者，均可按市场价格进行ETF份额的交易(交易门槛与普通股票相同，1手100份起)。一级市场的存在使二级市场交易价格不可能偏离基金份额净值很多，否则两个市场的差价会引发套利交易。套利交易会使得套利机会最终消失，使二级市场价格恢复到基金份额净值附近。因此，正常情况下，ETF二级市场交易价格与基金份额净值总是比较接近。
- ETF本质上是一种指数基金，因此对ETF的需求主要体现在对指数产品的需求上。由一级市场和二级市场的差价所引致的套利交易则属于一种派生需求。与传统的指数基金相比，ETF的复制效果更好、效率更高、成本更低，买卖更为方便(可以在交易日随时进行买卖)，并可以进行套利交易，因此对投资者具有独特的吸引力。



3.3.4 分类标准四：资金来源和用途

- 根据基金的资金来源和用途，可以将基金分为在岸基金、离岸基金和国际基金。
- (1) **在岸基金**。是指在本国募集资金并投资于本国证券市场的证券投资基金。由于在岸基金的投资者、基金组织、基金管理人、基金托管人及其他当事人和基金的投资市场均在本国境内，所以基金的监管部门比较容易运用本国法律法规及相关技术手段对证券投资基金的投资运作行为进行监管。
- (2) **离岸基金**。是指一国(地区)的证券投资基金组织在他国(地区)发售证券投资基金份额，并将募集的资金投资于本国(地区)或第三国(地区)证券市场的证券投资基金，如我国的“内地香港互认基金”。
- (3) **国际基金**。是指资本来源于国内，并投资于国外市场的投资基金。



- 【实例】**合格境内机构投资者基金**，简称“**QDII基金**” (Qualified Domestic Institutional Investors)：是指在一国境内设立，经该国有关部门批准从事境外证券市场的股票、债券等**有价证券投资**的基金。它为国内投资者参与国际市场投资提供了便利。



3.3.5 特殊类型基金

- 随着行业的发展，基金产品创新越来越丰富，市场中也出现了不少特殊类型基金。严格意义上说，前文的基金中基金、另类投资基金也属于特殊类型的基金。
- (1) **避险策略基金**。是指通过一定的避险投资策略进行运作，同时引入相关保障机制，以在避险策略周期到期时，力求避免基金份额持有人投资本金出现亏损的公开募集证券投资基金。
- (2) **上市开放式基金**(LOF, Listed Open-ended Funds)。是一种既可以在场外市场进行基金份额申购、赎回，又可以在交易所(场内市场)进行基金份额交易和基金份额申购或赎回的开放式基金。它是我国对证券投资基金的一种本土化创新。LOF结合了银行等代销机构和交易所交易网络两者的销售优势，为开放式基金销售开辟了新的渠道。LOF具有的转托管机制，使投资者既可以通过场外销售渠道申购和赎回基金份额，也可以在挂牌的交易所买卖该基金或进行基金份额的申购与赎回。这一机制使LOF不会出现封闭式基金的大幅折价交易现象。



- (3) **分级基金/结构型基金(Structured Fund)**。分级基金是指通过事先约定基金的风险收益分配，将基础份额分为预期风险收益不同的子份额，并可将其部分或全部份额上市交易的结构化证券投资基金。



3.4 证券投资基金的参与主体

- 在基金市场上，存在许多不同的参与主体。依据所承担的职责与作用的不同，可以将基金市场的参与主体分为基金当事人、基金市场服务机构、基金监管机构和自律组织三大类。

3.4.1 基金当事人

- 我国的证券投资基金依据基金合同设立，基金份额持有人、基金管理人与基金托管人是基金合同的当事人，简称基金当事人。
- (1) **基金份额持有人**。即基金投资者，是基金的出资人、基金资产的所有者和基金投资回报的受益人。按照《证券投资基金法》的规定，我国基金份额持有人享有以下权利：分享基金财产收益，参与分配清算后的剩余基金财产，依法转让或者申请赎回其持有的基金份额，按照规定要求召开基金份额持有人大会，对基金份额持有人大会审议事项行使表决权，查阅或者复制公开披露的基金信息资料，对基金管理人、基金托管人、基金销售机构损害其合法权益的行为依法提出诉讼，基金合同约定其他权利。



- (2) **基金管理人**。基金管理人是基金产品的募集者和管理者，其最主要职责就是按照基金合同的约定，负责基金资产的投资运作，在有效控制风险的基础上为基金投资者争取最大的投资收益。基金管理人在基金运作中具有核心作用，基金产品的设计、基金份额的销售与注册登记、基金资产的管理等重要职能多半由基金管理人或基金管理人选定的其他服务机构承担。在我国，基金管理人只能由依法设立的基金管理公司担任。
- (3) **基金托管人**。为了保证基金资产的安全，《证券投资基金法》规定，基金资产必须由独立于基金管理人的基金托管人保管，从而使基金托管人成为基金的当事人之一。基金托管人的职责主要体现在基金资产保管、基金资金清算、会计复核以及对基金投资运作的监督等方面。在我国，基金托管人只能由依法设立并取得基金托管资格的商业银行或其他金融机构担任。



3.4.2 基金市场服务机构

- (1) **基金销售机构**。基金销售是指基金宣传推介、基金份额发售或者基金份额的申购、赎回，并收取以基金交易(含开户)为基础的相关佣金的活动。基金销售机构是指从事基金销售业务活动的机构，包括基金管理人以及经中国证监会认定的可以从事基金销售的其他机构。目前可申请从事基金代理销售的机构主要包括商业银行、证券公司、保险公司、证券投资咨询机构、独立基金销售机构。
- (2) **基金销售支付机构**。基金销售支付是指基金销售活动中基金销售机构、基金投资人之间的货币资金转移活动。基金销售支付机构是指从事基金销售支付业务活动的商业银行或者支付机构。基金销售支付机构从事销售支付活动的，应当取得中国人民银行颁发的《支付业务许可证》(商业银行除外)，并制定了完善的资金清算和管理制度，能够确保基金销售结算资金的安全、独立和及时划付。基金销售支付机构从事公开募集基金销售支付业务的，应当按照中国证监会的规定进行备案。



- (3) **基金份额登记机构**。基金份额登记是指基金份额的登记过户、存管和结算等业务活动。基金份额登记机构是指从事基金份额登记业务活动的机构。基金管理人可以办理其募集基金的份额登记业务，也可以委托基金份额登记机构代为办理基金份额登记业务。公开募集基金份额登记机构由基金管理人和中国证监会认定的其他机构担任。基金份额登记机构的主要职责包括：建立并管理投资人的基金账户；负责基金份额的登记；基金交易确认；代理发放红利；建立并保管基金份额持有人名册；法律法规或份额登记服务协议规定的其他职责。
- (4) **基金估值核算机构**。基金估值核算是指基金会计核算、估值及相关信息披露等业务活动。基金估值核算机构是指从事基金估值核算业务活动的机构。基金管理人可以自行办理基金估值核算业务，也可以委托基金估值核算机构代为办理基金估值核算业务。基金估值核算机构拟从事公开募集基金估值核算业务的，应当向中国证监会申请注册。



- **(5) 基金投资顾问机构。**基金投资顾问是指按照约定向基金管理人、基金投资人等服务对象提供基金以及其他中国证监会认可的投资产品的投资建议，辅助客户做出投资决策，并直接或者间接获取经济利益的业务活动。基金投资顾问机构是指从事基金投资顾问业务活动的机构。基金投资顾问机构提供公开募集基金投资顾问业务的，应当向工商登记注册地中国证监会派出机构申请注册。未经中国证监会派出机构注册，任何机构或者个人不得从事公开募集基金投资顾问业务。基金投资顾问机构及其从业人员提供投资顾问服务，应当具有合理的依据，对其服务能力和经营业务进行如实陈述，不得以任何方式承诺或者保证投资收益，不得损害服务对象的合法权益。
- **(6) 基金评价机构。**基金评价是指对基金投资收益和风险或者基金管理人管理能力进行的评级、评奖、单一指标排名或者中国证监会认定的其他评价活动。评级是指运用特定的方法对基金的投资收益和风险或者基金管理人的管理能力进行综合性分析，并使用具有特定含义的符号、数字或者文字展示分析的结果。基金评价机构是指从事基金评价业务活动的机构。基金评价机构从事公开募集基金评价业务并以公开形式发布基金评价结果的，应当向基金业协会申请注册。基金评价机构及其从业人员应当客观公正，依法开展基金评价业务，禁止误导投资人，防范可能发生的利益冲突。



- **(7) 基金信息技术系统服务机构。**基金信息技术系统服务是指为基金管理人、基金托管人和基金服务机构提供基金业务核心应用软件开发、信息系统运营维护、信息系统安全保障和基金交易电子商务平台等的业务活动。从事基金信息技术系统服务的机构应当具备国家有关部门规定的资质条件或者取得相关资质认证，具有开展业务所需要的人员、设备、技术、知识产权等条件，其信息技术系统服务应当符合法律法规、中国证监会以及行业自律组织等的业务规范要求。
- **(8) 律师事务所和会计师事务所。**律师事务所和会计师事务所作为专业、独立的中介服务机构，为基金提供法律、会计服务。



3.4.3 基金监管机构和自律组织

- 为了保护基金投资者的利益，世界上不同国家和地区都对基金活动进行严格的监督管理。基金监管机构通过依法行使审批或核准权，依法办理基金备案，对基金管理人、基金托管人以及其他从事基金活动的服务机构进行监督管理，对违法违规行为进行查处，因此其在基金的运作过程中起着重要的作用。
- 在我国，基金监管机构为**中国证监会**。
- **证券交易所**是基金的**自律管理机构**之一。我国的证券交易所是依法设立的，不以营利为目的，为证券的集中和有组织的交易提供场所和设施，履行国家有关法律法规、规章、政策规定的职责，实行自律性管理的法人。一方面，封闭式基金、上市开放式基金和交易型开放式指数基金等需要通过证券交易所募集和交易，必须遵守证券交易所的规则；另一方面，经中国证监会授权，证券交易所对基金的投资交易行为还承担着重要的一线监控职责。



中国证券监督管理委员会
CHINA SECURITIES REGULATORY COMMISSION



上海證券交易所
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

深圳证券交易所
SHENZHEN
STOCK EXCHANGE





- **基金行业自律组织**是由基金管理人、基金托管人及基金市场服务机构共同成立的同业协会。同业协会在促进同业交流、提高从业人员素质、加强行业自律管理、促进行业规范发展等方面具有重要的作用。我国的基金自律组织是2012年6月6日成立的**中国证券投资基金业协会**。



中国证券投资基金业协会
Asset Management Association of China



3.5 证券投资基金的特点

- (1) **集合理财、专业管理**。基金将众多投资者的资金集中起来，委托基金管理人进行共同投资，表现出一种集合理财的特点。通过汇集众多投资者的资金，积少成多，有利于发挥资金的规模优势，降低投资成本。基金由基金管理人进行投资管理和运作。基金管理人一般拥有大量的专业投资研究人员和强大的信息网络，能够更好地对证券市场进行全方位的动态跟踪与深入分析。将资金交给基金管理人管理，使中小投资者也能享受到专业化的投资管理服务。
- (2) **组合投资、分散风险**。为降低投资风险，一些国家的法律法规规定基金除另有规定外，一般须以组合投资的方式进行投资运作，从而使“组合投资、分散风险”成为基金的一大特色。中小投资者由于资金量小，一般无法通过购买数量众多的股票分散投资风险。基金通常会购买几十种甚至上百种股票，投资者购买基金就相当于用很少的资金购买了一篮子股票。在多数情况下，某些股票价格下跌造成的损失可以用其他股票价格上涨产生的盈利来弥补，因此可以充分享受到组合投资、分散风险的好处。



- (3) **利益共享、风险共担**。证券投资基金实行利益共享、风险共担的原则。基金投资者是基金的所有者。基金投资收益在扣除由基金承担的费用后的盈余全部归基金投资者所有，基金投资者一般会按照所持有的基金份额比例进行分配。为基金提供服务的基金托管人、基金管理人一般按基金合同的规定从基金资产中收取一定比例的托管费、管理费，并不参与基金收益的分配。
- (4) **严格监管、信息透明**。为切实保护投资者的利益，增强投资者对基金投资的信心，各国(地区)基金监管机构都对证券投资基金业实行严格的监管，对各种有损于投资者利益的行为进行严厉的打击，并强制基金进行及时、准确、充分的信息披露。在这种情况下，严格监管与信息透明也就成为公募证券投资基金的一个显著特点。
- (5) **独立托管、保障安全**。基金管理人负责基金的投资操作，本身并不参与基金财产的保管，基金财产的保管由独立于基金管理人的基金托管人负责。这种相互制约、相互监督的制衡机制为投资者的利益提供了重要的保障。



3.6 证券投资基金与股权、债券的差异

- (1) **反映的经济关系不同**。股票反映的是一种所有权关系，是一种所有权凭证，投资者购买股票后就成为公司的股东；债券反映的是债权债务关系，是一种债权凭证，投资者购买债券后就成为公司的债权人；基金反映的则是一种信托关系，是一种受益凭证，投资者购买基金份额就成为基金的受益人。
- (2) **所筹资金的投向不同**。股票和债券是直接投资工具，筹集的资金主要投向实业领域；基金是一种间接投资工具，所筹集的资金主要投向有价证券等金融工具或产品。
- (3) **投资收益与风险大小不同**。通常情况下，股票价格的波动性较大，是一种高风险、高收益的投资品种；债券可以给投资者带来较为确定的利息收入，波动性也较股票要小，是一种低风险、低收益的投资品种；基金的投资收益和风险取决于基金种类以及其投资的对象，总体来说由于基金可以投资于众多金融工具或产品，能有效分散风险，是一种风险相对适中、收益相对稳健的投资品种。



3.7 证券投资基金与银行储蓄存款的差异

- 截至目前，由于开放式基金长期以来主要通过银行代销，许多投资者误认为基金是银行发行的金融产品，与银行储蓄存款没有太大区别。实际上，两者有着本质的不同，主要表现在以下三个方面：
- (1) **性质不同**。基金是一种受益凭证，基金财产独立于基金管理人，基金管理人只是受托管理投资者资金，并不承担投资损失的风险；银行储蓄存款表现为银行的负债，是一种信用凭证；银行对存款者负有法定的保本付息责任。
- (2) **收益与风险特性不同**。基金收益具有一定的波动性，存在投资风险；银行存款利率相对固定，投资者损失本金的可能性也很小。
- (3) **信息披露程度不同**。基金管理人必须定期向投资者公布基金的投资运作情况；银行吸收存款之后，不需要向存款人披露资金的运用情况。

4 另类投资基金

4.1 定义

- **另类投资基金**(Alternative Funds)，是指投资于传统证券投资基金之外标的物的投资基金。

4.2 常见类别

- (1) **私募股权(投资)基金/私人股权投资基金**(Private Equity Fund)：是指对非上市企业进行的权益性投资，在交易实施过程中附带考虑了将来的退出机制，即通过上市、并购或管理层回购等方式，出售持股获利。
- (2) **创业基金/风险投资基金**(VC, venture capital)：也可以看作私募股权基金的一种，它以一定的方式吸收机构和个人的资金，投资于初创期或小型的新型企业，尤其是高新技术企业，帮助所投资的企业尽快成熟，取得上市资格，从而使资本增值。



- (3) **对冲基金**(hedge fund): 意为“风险对冲过的基金”，它是基于投资理论和极其复杂的金融市场操作技巧，充分利用各种金融衍生产品的杠杆效用，承担高风险、追求高收益的投资模式。对冲基金一般也采用私募方式，广泛投资于金融衍生产品是其特点。对冲基金起源于20世纪50年代初的美国。当时的宗旨是利用期货、期权等金融衍生产品以及对相关联的股票进行买空卖空、风险对冲的操作技巧，在一定程度上规避和化解投资风险。经过几十年的演变，对冲基金的操作策略已经要比最初诞生时利用空头对冲多头风险的方法复杂很多倍。虽然“对冲”(hedge)一词已远远无法涵盖这些投资策略和方法，但人们还习惯于称这类基金为“对冲基金”。
- (4) **不动产投资基金**(REITs, real estates investment trusts): 是一种以发行权益凭证的方式汇集投资者的资金，由专门投资机构进行不动产投资经营管理，并将投资综合收益按比例分配给投资者的一种基金，不动产投资基金可以采用私募方式，也可以采用公募方式。



- 不动产投资基金最早产生于20世纪60年代初，其根据美国1960年颁布的《国内税收法典》和《不动产投资信托法案》建立，意在使中小投资者能以较低门槛参与不动产市场，获得不动产租金及市场交易与增值可带来的收益。REITs投资与服务的领域十分宽广，除住宅房地产和写字楼以外，还包括零售物业、医疗保健、基础设施、仓储、工业地产、酒店、数据中心等。目前共有30多个国家和地区建立了REITs制度体系。除美国外，澳大利亚、日本、新加坡与我国香港的REITs市场发展较好。
- **(5) 其他另类投资基金。**还有一些投资基金投资于大宗商品、黄金、艺术品、红酒、农产品、数字资产等，一般也采用私募方式，种类非常广泛，外延也很不确定。

5.1 什么是受监管基金？

- 国际投资基金协会(IIFA)²将受监管基金定义为受实质性监管的开放式投资基金的集合投资池(collective investment pools)。开放式基金通常定义为发行新基金份额(或单位)并按需赎回现有份额(或单位)的基金。此类基金通常在披露、组织形式(如公司或信托)、基金资产托管、最低资本、基金资产估值和基金投资限制(如杠杆限制、合格投资类型和组合投资多样化)方面受到监管。

¹ 本节信息主要来源：2024 *Investment Company Factbook*, ICI.

² 国际投资基金协会(IIFA, The International Investment Funds Association)，论坛性质的全球性投资基金行业组织，其成员是代表投资基金（共同基金）行业的国家和地区协会。此外，某些IIFA成员代表了更广泛的基金生态系统，例如分销商和资产管理公司。目前成员包括38个国家协会和2个区域协会，截至2023年9月，这些协会管理的资金总额为63.39万亿美元。IIFA的秘书处设在总部位于多伦多的加拿大投资基金协会（IFIC）。



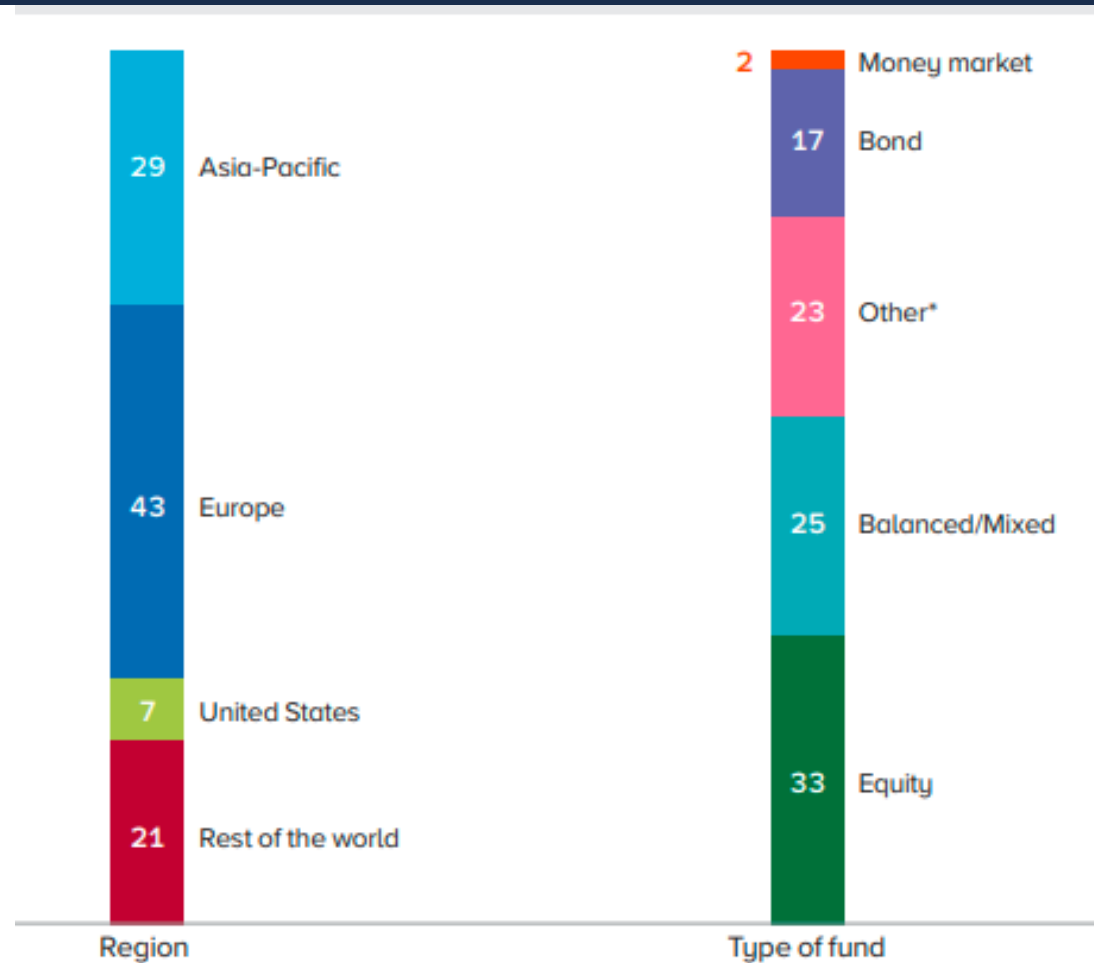
5.2 受监管基金的范围

- 在美国，受监管基金不仅包括由共同基金(mutual fund)和交易所交易基金(ETF, exchange-traded fund)组成的开放式基金(open-end fund)，还包括单位投资信托(unit investment trust)和封闭式基金(closed-end fund)。在欧洲，受监管的基金包括可转让证券集体投资承诺基金(UCITS, Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities)——ETF、货币市场基金(money market fund)和其他类别的类似受监管基金——以及另类投资基金(alternative investment fund)，通常被称为AIF。
- 在许多国家，受监管的基金也可能包括机构基金(institutional fund)，这些基金被限制出售给数量有限的非散户投资者(non-retail investor)；通过具有法律约束力的收入或资本担保提供本金担保或保护的基金；而开放式房地产基金在很大程度上直接投资于房地产。



5.3 受监管基金规模

- 由图4可知，截至2023年底，全球共计139982只受监管基金。其中欧洲数量最多，占总数的43%；而股票基金是受监管基金类型最多的(33%)，其次是平衡/混合基金(25%)，它们的投资组合中也持有股票。



Number of worldwide regulated open-end funds: 139,982

图4 全球受监管的开放式基金数量
2023年底按地区或基金类型划分的基金百分比

来源：ICI, 2024 *Investment Company Factbook*, P12.



- 由图5可知，截至2023年底，全球受监管开放式基金的总净资产增至68.9万亿美元；随着2023年全球股市的上涨(美国26%，欧洲21%，亚太地区12%)，主要投资于公开交易股票的股票基金的全球总净资产增长了18%，达到31.8万亿美元；债券基金主要投资于固定收益证券，其总净资产同期增长12%，在一定程度上反映了欧洲和亚太地区债券的总收益率(资本收益和利息收入)分别为7%和6%；货币市场基金的净资产也大幅增加，这些基金是仅限于持有短期、高质量债务工具的受监管基金)。

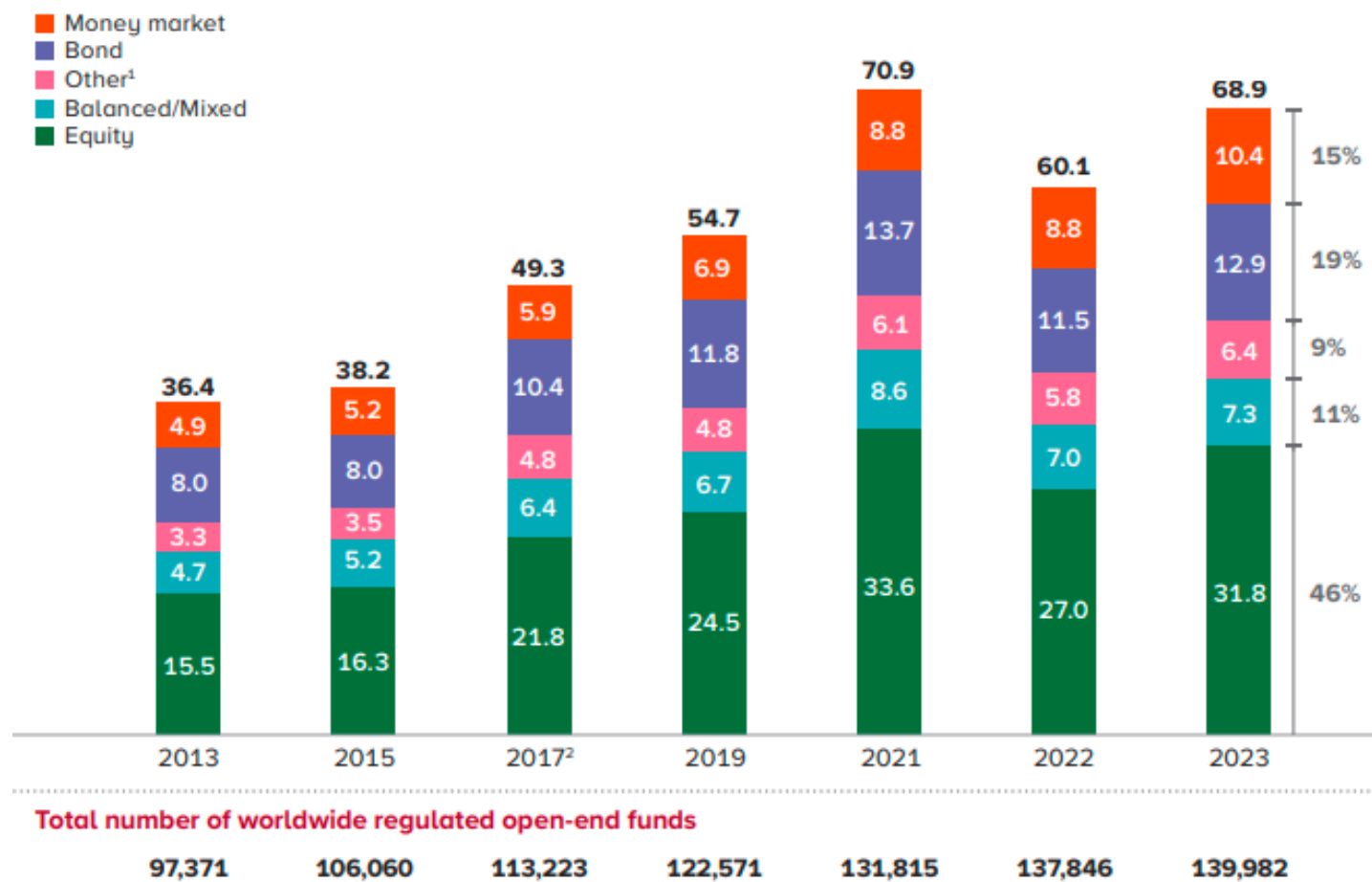


图5 2023年全球受监管开放式基金的总净资产增至68.9万亿美元
按基金类型划分的年末数据 (单位: 万亿美元)

来源: ICI, 2024 *Investment Company Factbook*, P13.



- 由图6可知，全球受监管基金的总净资产也因地理区域而异。截至2023年底，受监管基金的全球净资产总额的大部分继续持有在美国(49%)和欧洲(31%)。这两个司法管辖区强有力的监管框架为它们的成功做出了贡献。近几十年来，美国监管基金作为税收优惠账户的投资选择，如401(k)计划，得到了支持。同时，UCITS框架有许多条款允许资产池化。其中包括通行证(即在一个国家建立的UCITS可以跨境出售到一个或多个其他欧洲国家)，UCITS在欧洲以外国家的可用性，以及允许不同的股票类别以一系列不同的货币计价或适应不同的税收结构。亚太地区的受监管基金还持有全球净资产总额的14%。鉴于人口规模、许多国家的经济发展和财富迅速增加，以及促进个人账户储蓄和投资的努力，该地区受监管的基金市场有持续增长的潜力。

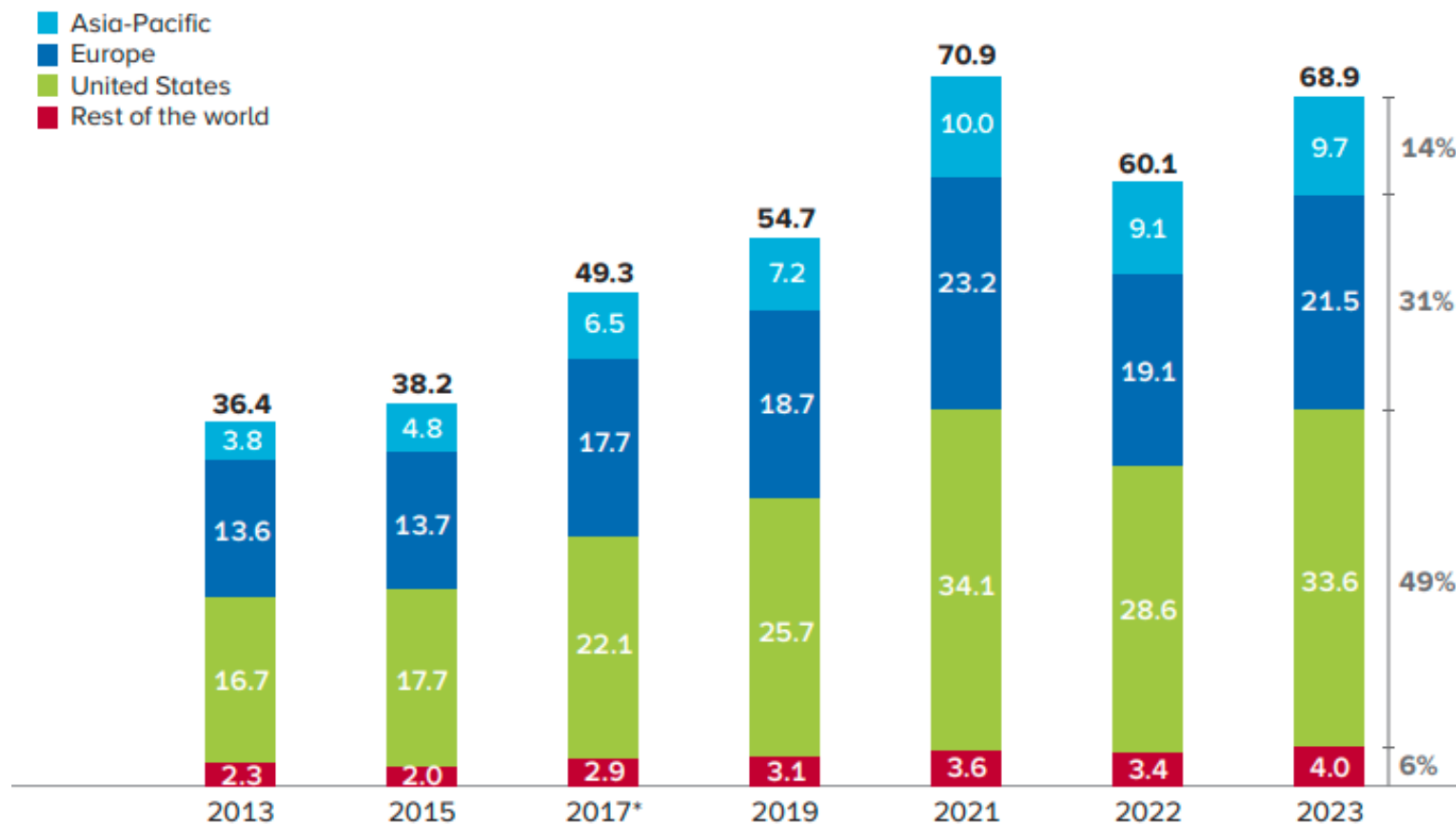


图6 美国在全球受监管的开放式基金净资产总额中所占份额最大
按地区划分的年末数据 (单位: 万亿美元)

来源: ICI, 2024 *Investment Company Factbook*, P14.

6 美国注册投资公司的发展

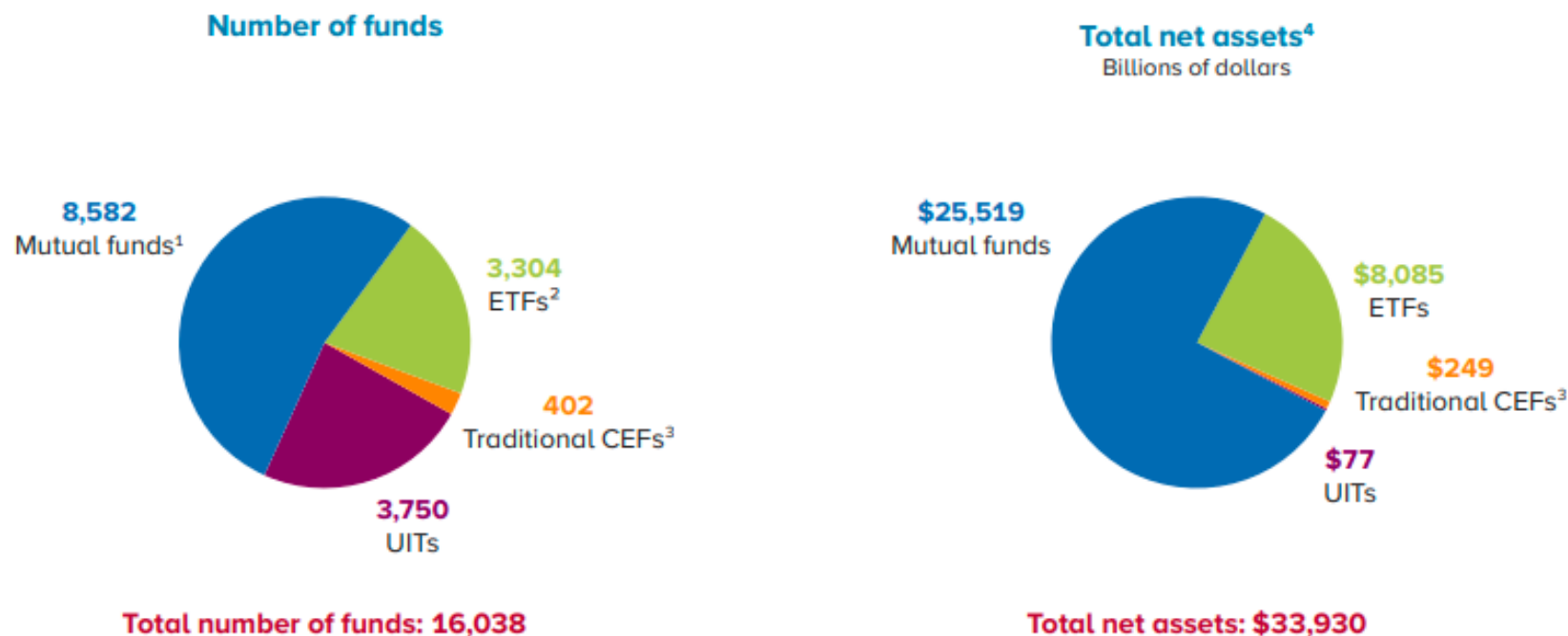
6.1 概况

- (美国)注册投资公司(US-registered investment companies), 也称(美国)投资公司, 包括开放式共同基金(open-end mutual funds)、交易所交易基金(ETFs)、传统的封闭式基金(traditional CEFs)和单位投资信托(UITs)。
- 美国注册投资公司是美国资产管理行业的重要组成部分。在美国注册的投资公司在美国经济和金融市场中发挥着重要作用, 在全球金融市场中也发挥着越来越大的作用。截至2023年底, 这些基金管理的净资产总额为33.9万亿美元, 主要代表超过1.2亿美国散户投资者。在过去的25年里, 由于家庭财富的增加、美国人口的老龄化以及以雇主为基础的退休制度的演变, 该行业经历了资产增值和家庭强劲需求的强劲增长。美国基金为世界各地的证券市场提供投资资本, 是美国股票、债券和货币市场的重要投资者。



6.2 投资公司的数量和资产

- 截至2023年底，美国共有16038家投资公司(图7)，总体数量比十年前有所下降。因为交易所交易基金(ETF)数量的增加仅部分抵消了单位投资信托(UIT)、共同基金和传统封闭式基金(CEF)数量的减少。



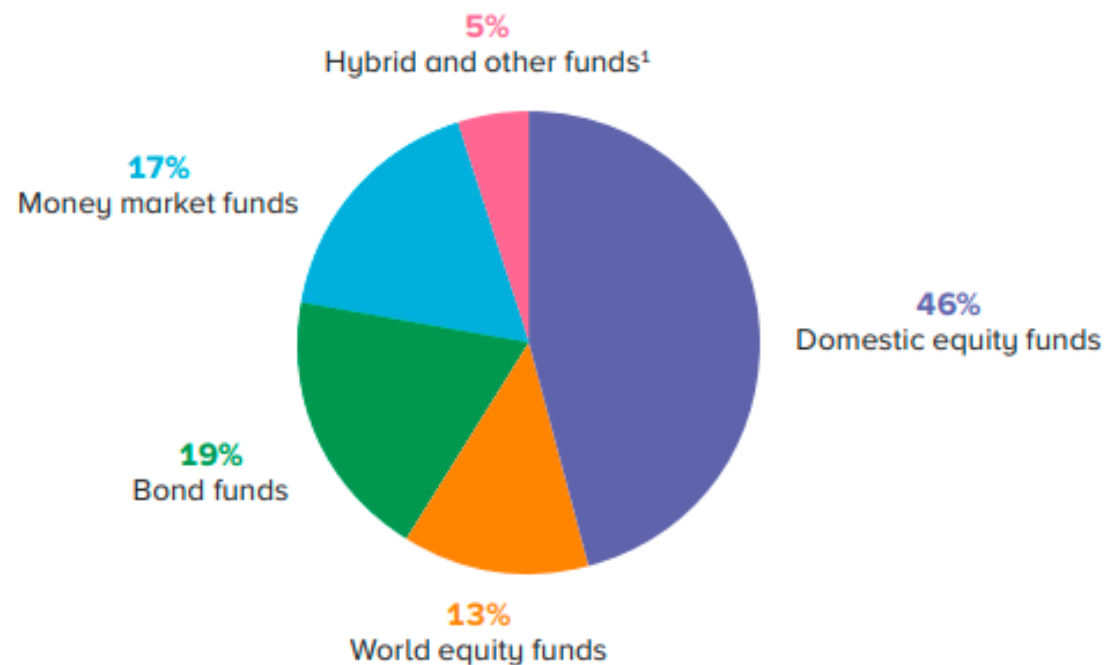
- 1 基金数量的共同基金数据包括主要投资于其他共同基金的共同基金。
2 基金数量的ETF数据包括主要投资于其他ETF的ETF。
3 封闭式基金数据仅包括传统的封闭式基金。总净资产的封闭式基金数据包括优先股类别。
4 投资公司总资产包括共同基金持有的封闭式基金和ETF。

图7 投资公司的总净资产大多在共同基金中(2023年末)

来源：ICI, 2024 *Investment Company Factbook*, P23.



- 由图8可知，2023年，美国注册投资公司的总净资产增至年底的33.9万亿美元，其中绝大多数由共同基金和ETF持有。美国注册投资公司净资产总额集中在长期基金中，仅股票基金就持有19.9万亿美元，占2023年底投资公司总净资产的59%。国内股票基金(主要投资于美国公司股票的资金)持有15.6万亿美元的净资产；世界股票基金(那些对非美国公司股票进行大量投资的基金)占4.3万亿美元。债券基金持有6.4万亿美元的资产，而货币市场基金、混合基金和其他基金(如主要投资于大宗商品的基金)持有剩余的7.6万亿美元。



Investment company total net assets:² \$33.9 trillion

1 其他基金类别()包括主要投资于商品、货币和期货的ETF，包括根据1940年《投资公司法》注册和未注册的ETF。

2 投资公司总资产包括共同基金持有的封闭式基金和ETF。封闭式基金数据仅包括传统的封闭式基金。总净资产的封闭式基金数据包括优先股类别。

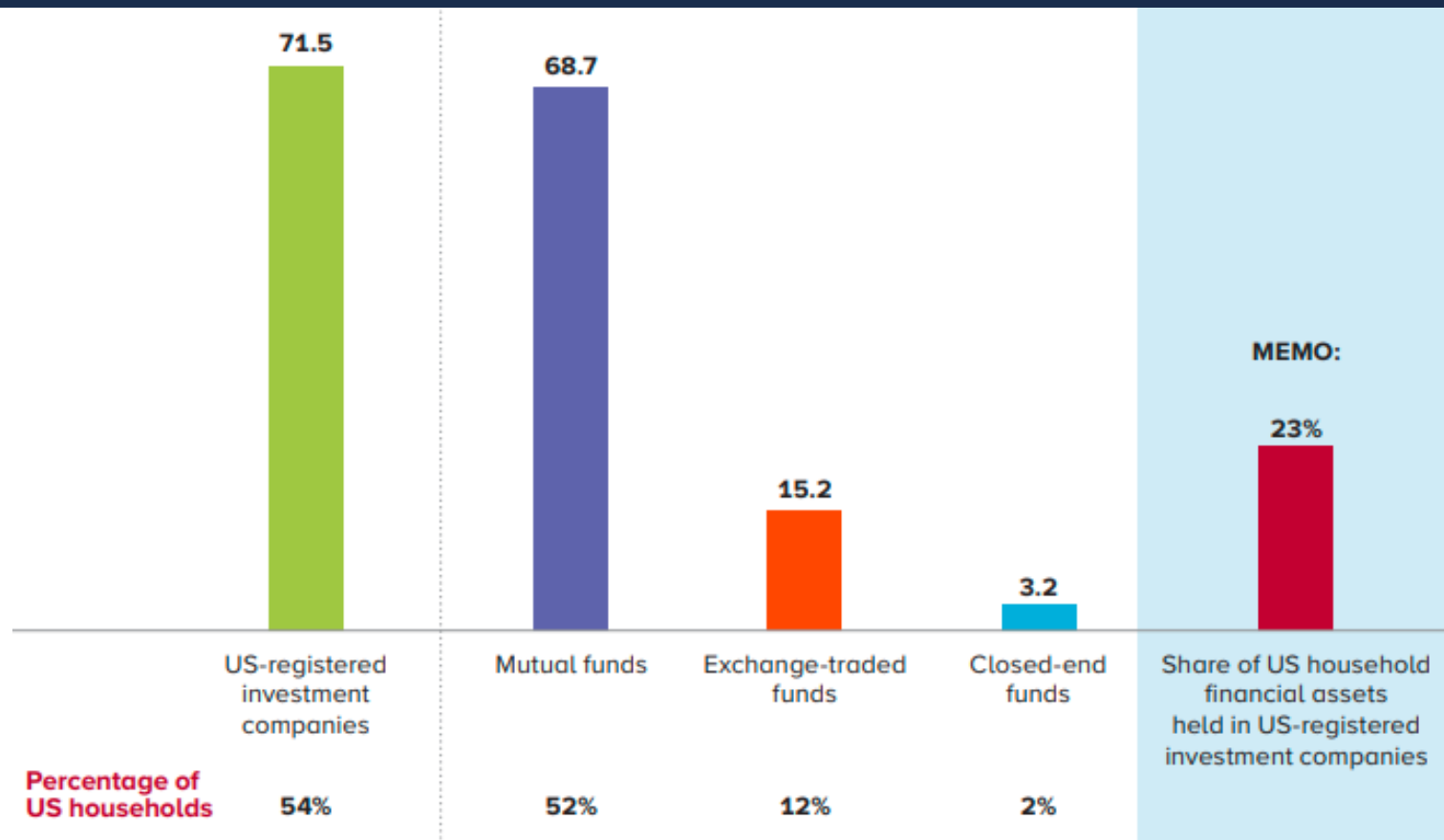
图8 投资公司的净资产总额大部分为权益类基金
2023年底占净资产总额的百分比

来源：ICI, 2024 *Investment Company Factbook*, P24.



6.3 共同基金

- 共同基金是一家从份额持有人那里筹集资金并投资于证券投资组合的投资公司。
- 人口结构的变化、投资组合的再平衡以及投资者对美国和全球经济和金融状况的反应，在决定特定类型的共同基金以及一般共同基金的需求如何演变方面发挥着重要作用。
- 共同基金是美国家庭积累金融财富的重要方式。2023年，ICI进行了最新的年度全国家庭调查，发现约54%的美国家庭拥有共同基金或其他美国注册投资公司的份额，包括交易所交易基金(ETF)、封闭式基金(CEF)和单位投资信托基金(UIT)，估计有7150万家庭(图9)。
- 共同基金是最常见的基金类型，2023年有6870万美国家庭(52%)拥有共同基金。2023年，共有1.16亿个人投资者拥有共同基金。总的来说，美国家庭对基金的投资占其金融资产的1/5以上，这一比例高于其他很多国家或地区。

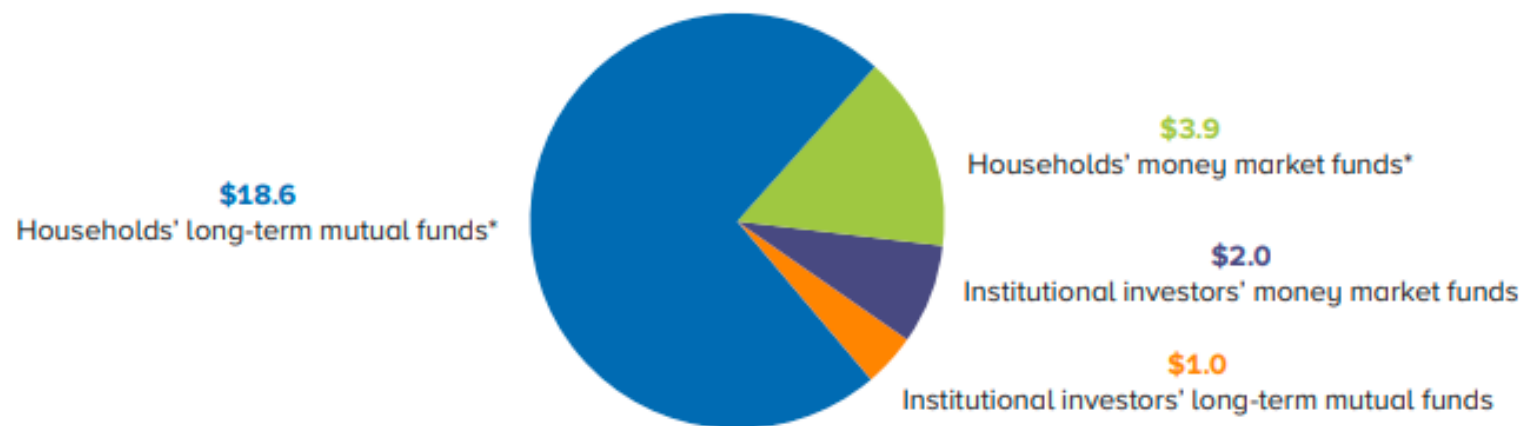


Sources: Investment Company Institute, US Census Bureau, and Federal Reserve Board.

图9 2023共同基金是美国家庭的主要投资产品
美国注册投资公司的所有权 (单位: 百万美国家庭)
来源: ICI, 2024 *Investment Company Factbook*, P89.



- 对共同基金的需求在一定程度上与持有共同基金股份的投资者类型有关。截至2023年底，散户投资者(即家庭)持有美国共同基金25.5万亿美元净资产总额的绝大多数(88%)(图10)。仅从长期共同基金来看，散户投资者持有的净资产份额甚至更高(95%)。散户投资者也持有大量货币市场基金净资产(3.9万亿美元)，但这在其共同基金总净资产(22.5万亿美元)中所占份额相对较小(18%)。
- 相比之下，非金融企业、金融机构和非营利组织等机构投资者持有的共同基金净资产相对较少。截至2023年底，各机构持有共同基金净资产的12%。机构在共同基金中持有的3.0万亿美元中，大部分(66%)是货币市场基金，因为机构使用共同基金的主要原因之一是帮助管理其现金余额。



Mutual fund total net assets: \$25.5 trillion
Long-term mutual fund total net assets: \$19.6 trillion
Money market fund total net assets: \$5.9 trillion

*在个人退休账户、固定缴款退休计划、可变年金、529计划和Coverdell教育储蓄账户中作为投资持有的共同基金被视为共同基金的家庭持有。

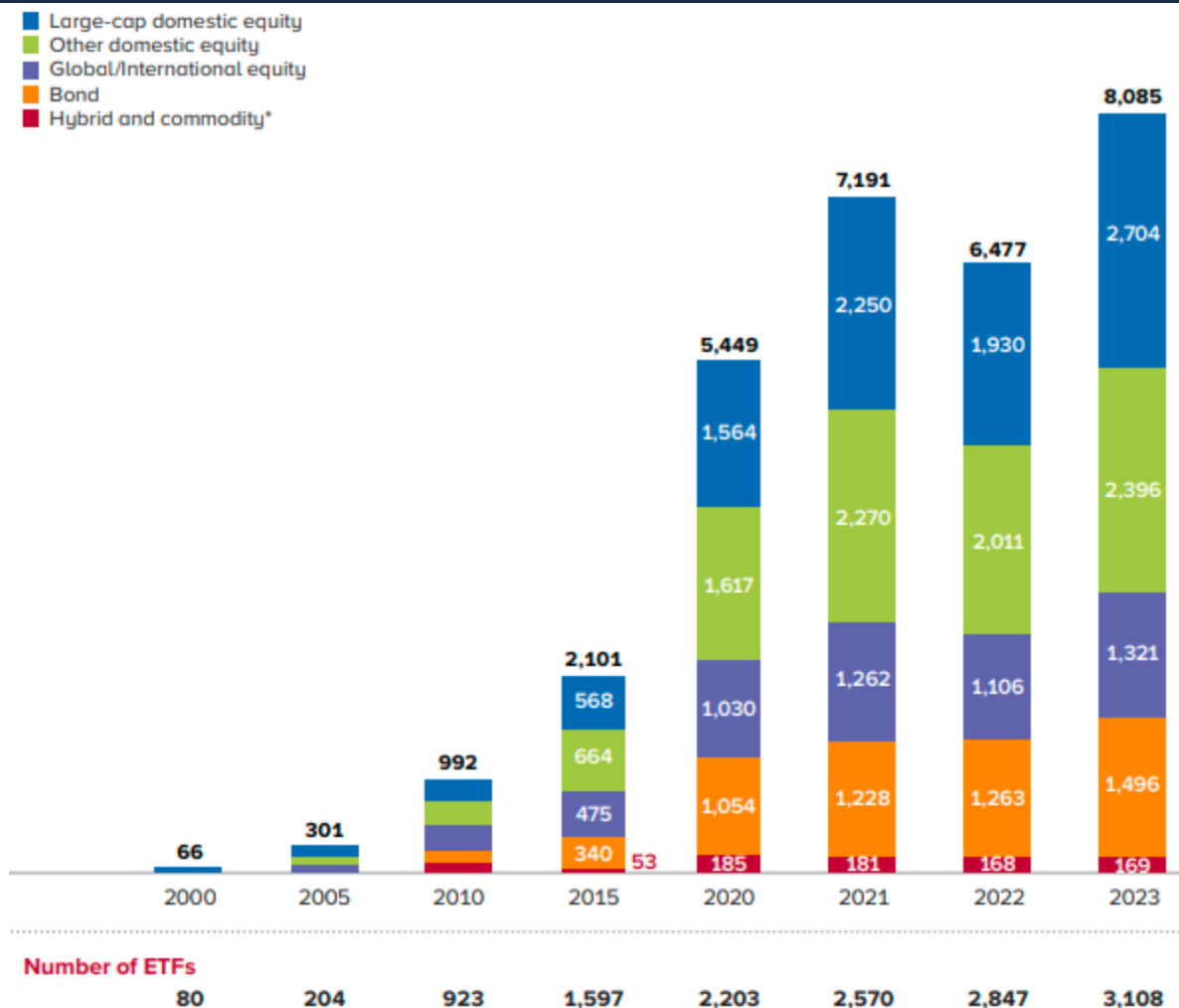
图10 2023年底家庭持有共同基金总净资产的88%
(单位：万亿美元)

来源：ICI, 2024 Investment Company Factbook, P45.



6.4 交易所交易基金(ETF)

- 交易所交易基金(ETF)是一种集合投资工具，投资者可以在证券交易所全天以市场决定的价格买卖股票。投资者可以通过经纪人或经纪账户买卖ETF股票，就像买卖任何上市公司的股票一样。ETF作为一种投资产品在美国已有30年的历史。大多数ETF的结构是开放式投资公司(如共同基金)或单位投资信托(UIT)，并受相同法规的管辖。其他ETF——主要是那些投资于大宗商品、货币和期货的ETF——有不同的结构，并受到不同的监管要求。
- 截至2023年底，拥有3108只基金和8.1万亿美元净资产总额的美国ETF市场，仍然是世界最大市场，占全球11.3万亿美元ETF净资产的72%。在美国，截至2023年底，ETF的总净资产占投资公司管理资产的24%。在ETF发展史中，大盘股国内股票ETF在ETF净资产中占很大比例。截至2023年底，大盘股国内股票ETF的净资产总额为2.7万亿美元，占ETF净资产的33%(图11)。过去几年，债券ETF受到投资者强劲需求的推动，占ETF净资产的1.5万亿美元(18%)。



* 商品ETF包括主要投资于商品、货币和期货的基金，包括根据1940年《投资公司法》注册和未注册的基金。

注：第一只债券、混合型和大宗商品交易所买卖基金分别于2002年、2007年和2004年开放。

图11 2023年净资产总额和ETF数量上升
年末数据(单位：10亿美元)

来源：ICI, 2024 Investment Company Factbook, P60.



6.5 单位投资信托

- 单位投资信托(UIT)是注册的投资公司，兼具共同基金和封闭式基金的特点。与共同基金一样，UIT发行可赎回份额(称为单位)，与封闭式基金一样，它们通常发行特定的固定数量的份额。但与共同基金或封闭式基金不同，UIT有一个基于投资组合投资和UIT投资目标的预设终止日期。投资于长期债券的UIT可能有20至30年的预设终止日期，这取决于其持有的债券的到期日。投资股票的UIT可能会寻求在几年或更短的时间内获得资本增值。当UIT终止时，证券收益将支付给份额持有人，或者根据份额持有人的选择，再投资于另一信托。



- UIT主要分为两类：债务(或债券)信托(debt/bond trust)和权益信托(equity trust)。债务信托分为应税信托或免税信托；权益信托分为国内信托或国际/全球信托。1961年推出的第一个UIT持有免税债券，历史上，大多数UIT总净资产都投资于债券。然而，在过去30年里，权益UIT越来越受欢迎。截至2023年底，权益UIT的资产远远超过债券UIT，占UIT总净资产的94%(图12)。由于发起人创建的新信托减少，而现有信托已达到预设的终止日期，现存信托的数量有所减少。

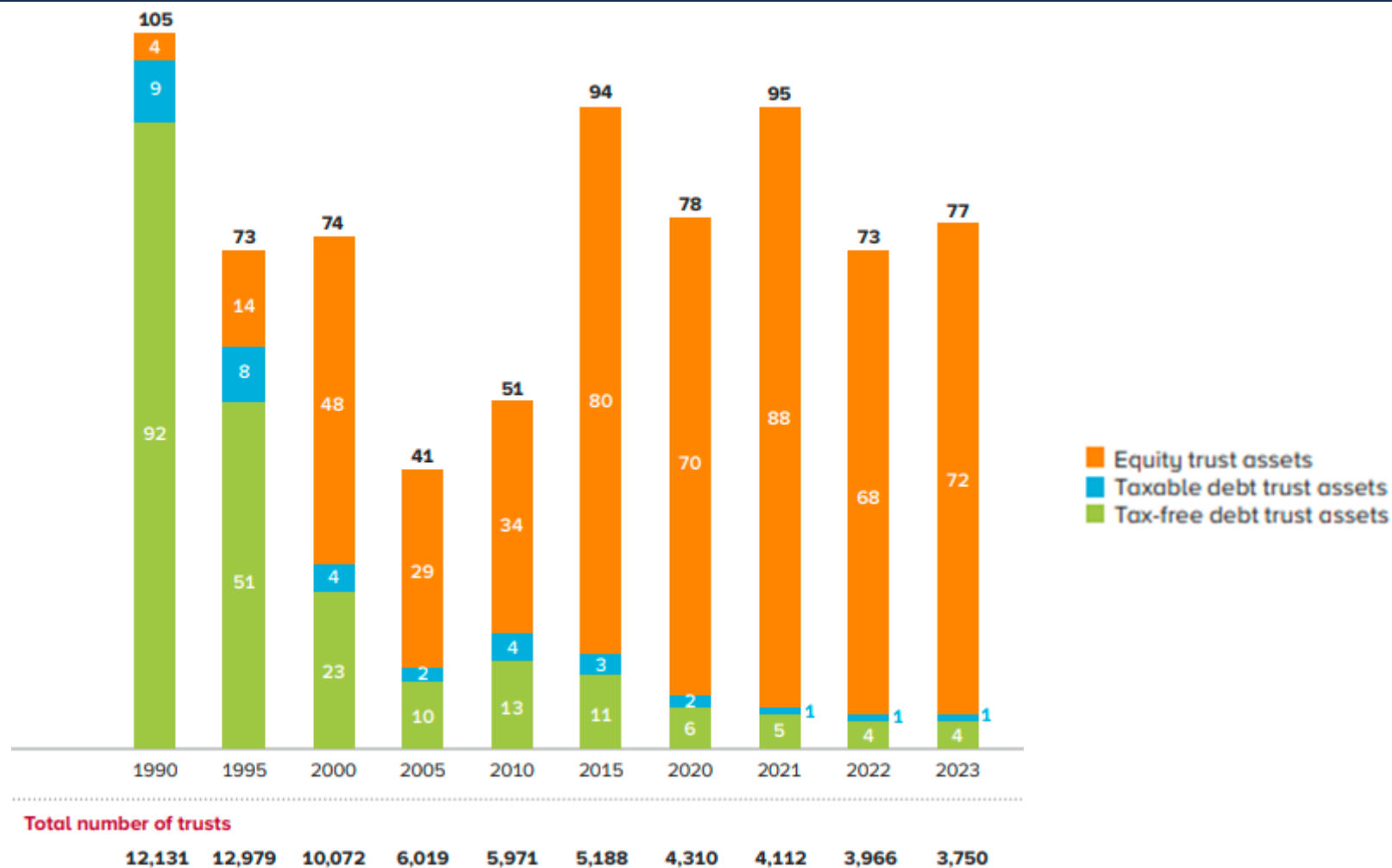


图12 UIT的总净资产已从免税债务信托转向股权信托
年末数据(单位：10亿美元)

来源：ICI, 2024 *Investment Company Factbook*, P31.

7.1 基金评级

- 基金评级，是指基金评价机构及其评价人员运用特定的方法对基金的投资收益和风险或基金管理人的管理能力进行综合性分析，并使用具有特定含义的符号、数字或文字展示分析结果的活动。（银河证券基金研究中心定义）

7.2 基金分析

- 基金分析，是指基金研究中心在从事基金评价、基金适当性、基金数据统计、基金行业展望、基金投顾策略管理与行业展望、养老金投资运作与行业展望等工作中撰写的可以公开发布的分析文章。主要包括：基金评价分析报告、基金适当性评价分析报告、基金数据统计分析报告、基金行业发展分析报告、基金投顾策略管理分析报告、基金投顾行业发展分析报告、养老金投资运作分析报告、养老金行业发展分析报告等。



7.3 基金评价原则*

- 在我国从事基金评价业务，应当遵循下列原则：
 - (1) **长期性原则**。即注重对基金的长期评价，培育和引导投资人的长期投资理念，不得以短期、频繁的基金评价结果误导投资人；
 - (2) **公正性原则**。即保持中立地位，公平对待所有评价对象，不得歪曲、诋毁评价对象，防范可能发生的利益冲突；
 - (3) **全面性原则**。即全面综合评价基金的投资收益和风险或基金管理人的管理能力，不得将单一指标做为基金评级的唯一标准；
 - (4) **客观性原则**。即基金评价过程和结果客观准确，不得使用虚假信息作为基金评价的依据，不得发布虚假的基金评价结果；
 - (5) **一致性原则**。即基金评价标准、方法和程序保持一致，不得使用未经公开披露的评价标准、方法和程序；
 - (6) **公开性原则**。即使用市场公开披露的信息，不得使用公开披露信息以外的数据。

* 10-c：证券投资基金评价业务管理暂行办法(2020年修订)，中国证监会，2020-10-30。



7.4 针对基金评价的内容

- 在我国，对基金进行评价应当至少考虑下列内容：
 - (1) 基金招募说明书和基金合同约定的投资方向、投资范围、投资方法和业绩比较基准等；
 - (2) 基金的风险收益特征；
 - (3) 基金投资决策系统及交易系统的有效性和一贯性。



7.5 针对基金管理人的评价内容

- 在我国，对基金管理人进行评价应当至少考虑下列内容：*
- (1) 基金管理公司及其人员的合规性；
- (2) 基金管理公司的治理结构；
- (3) 股东、高级管理人员、基金经理的稳定性；
- (4) 投资管理和研究能力；
- (5) 信息披露和风险控制能力。



7.6 基金评价业务的禁止行为

- 在我国，任何机构从事基金评价业务并以公开形式发布评价结果的，不得有下列行为：^{*}
 - (1) 对不同分类的基金进行合并评价；
 - (2) 对同一分类中包含基金少于10只的基金进行评级或单一指标排名；
 - (3) 对基金合同生效不足6个月的基金(货币市场基金除外)进行评奖或单一指标排名；
 - (4) 对基金(货币市场基金除外)、基金管理人评级的评级期间少于36个月；
 - (5) 对基金、基金管理人评级的更新间隔少于3个月；
 - (6) 对基金、基金管理人评奖的评奖期间少于12个月；
 - (7) 对基金、基金管理人单一指标排名(包括具有点击排序功能的网站或咨询系统数据列示)的排名期间少于3个月；
 - (8) 对基金、基金管理人单一指标排名的更新间隔少于1个月；
 - (9) 对特定客户资产管理计划进行评价。



7.7 评级机构示例

● (1) 美国晨星公司

- 晨星公司于1985年首次推出基金评级，1996年，晨星公司引入分类星级评价方法，对基金进一步进行细分。^{*}
- 2002年，晨星公司在原有基础上进行改良，启用新的星级评价方法。新的评价体系以期望效用理论为基础衡量基金的风险调整后收益，体现基金各月度业绩表现的波动变化，更加注重反映基金资产的下行波动风险。
- 基金评级每个月进行一次。每月初公布上月的评级结果，包括一年评级、两年评级、三年评级、五年评级和十年评级。并根据上述结果，综合计算出该基金的总评级。晨星星级评价标准对成立时间长的基金比较有利。

^{*} 10-d: The Morningstar Rating for Funds (April 2023)



- (2) **中国银河证券基金研究中心***

- 中国银河证券基金研究中心于2001年率先推出基金评级，评级原理与晨星评级基本相似，也同样以5个不同的星级来评定优秀基金，只是在参数侧重点和基金分类标准上略有不同。银河证券的评级指标包括收益评价、风险评价和风险调整后收益。银河证券基金评级主要是针对单个基金的评价。





欢迎指正
谢谢

