

民生私人银行 专题研究报告

私人银行部理财产品与投资管理中心

本期研究员/孙健彬

中美公募基金对比分析

观点简述：

1、与美国共同基金相比，我国公募基金在绝对规模、相对规模和市场影响力等方面，都有较大的差距，我国公募基金仍处于起步阶段，公募基金行业有巨大发展空间。

2、美国家庭多通过退休计划间接投资共同基金，我国个人投资者多直接购买公募基金。所以，美国共同基金市场是机构投资者主导，我国是散户主导。机构投资者主导、重视养老等长期投资使得美国股票型基金占比最大。

3、我国公募基金市场的价值远未被充分发掘。培育一个庞大的中产阶级同时加强个人投资者对公募基金专业能力的认识，是我国公募基金发展壮大前提。

4、银行作为大资管时代的重要参与者，在公募基金发展壮大的过程中，应努力做到为客户筛选优秀的基金管理公司，成为客户大类资产配置的管理人。同时，应加强对客户的投资者教育，合理引导银行客户将资金进行分散化投资，引导中高收入阶层加大对公募基金产品的配置力度，培养客户的长期投资、资产配置理念。

美国基金市场作为全球规模最大、发展最完善的市场，一直受到各国的广泛关注。虽然我国公募基金市场发展刚处于起步阶段，市场环境、监管制度等与美国基金市场有较大差异，但研究美国基金市场发展现状与趋势对我国公募基金和资本市场的发展仍然具有重要参考价值。

一、中美公募基金概况

➤ 美国共同基金 16 万亿美元 VS 中国公募基金 8.4 万亿人民币

美国共同基金（即我们通常所说的公募基金）是美国金融市场上最大的机构投资者，截止 2015 年底，美国共同基金市场规模 16 万亿美元（折合人民币 107 万亿），全球排名第一，占全球开放式基金市场规模（37.2 万亿美元）的 43%，处于绝对领先地位，共同基金市场规模是美国 2014 年国内生产总值（17.4 万亿美元）的 91%。相比而言，我国公募基金截止 2015 年底总规模 8.4 万亿人民币，虽然与 2014 年相比公募基金规模增长了近 1 倍，但与美国共同基金相比还有较大差距。

从相对规模看，我国公募基金规模仅为美国共同基金总规模的 7.9%，与国内生产总值相比，公募基金规模是我国 2015 年 GDP 的 12%，因此，不管是绝对规模还是相对规模，我国公募基金都有巨大的成长空间。

图1 美国共同基金占比43% VS中国公募占比3%

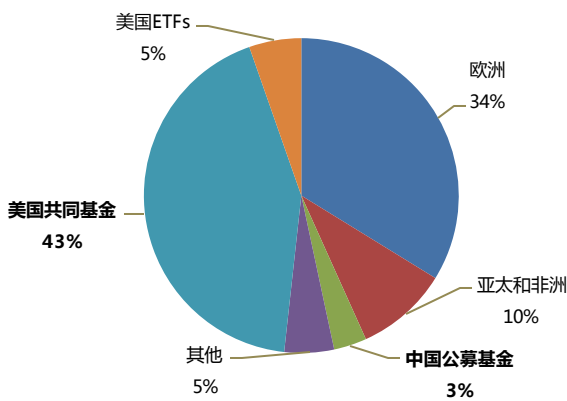
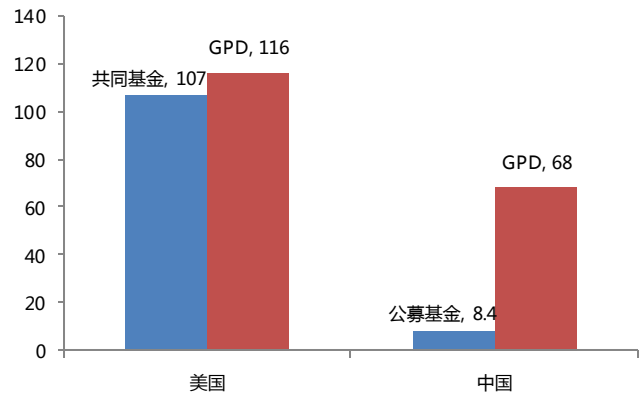


图2 基金规模与GDP对比（单位：万亿人民币）



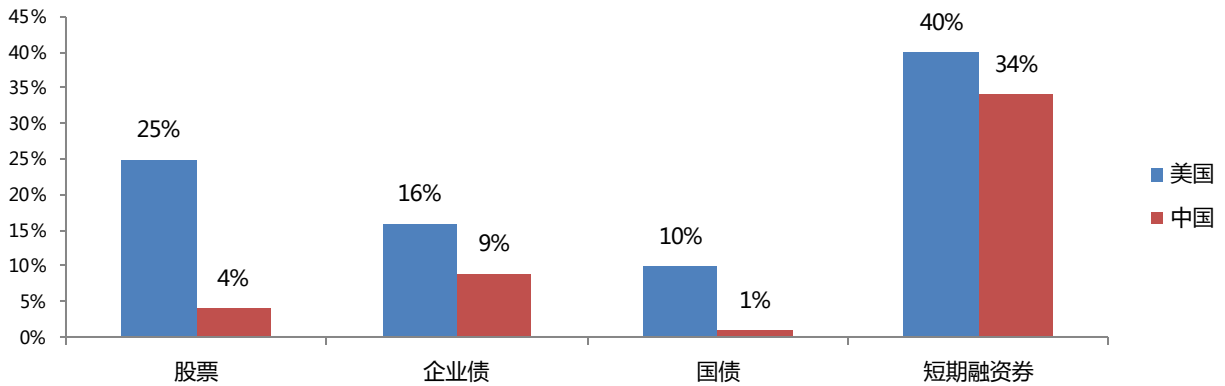
数据来源：Investment Company Institute、Wind 资讯

➤ 美国金融市场大哥 VS 中国资本市场小弟

过去 20 年间，共同基金一直是美国金融市场上最大的机构投资者，是多种证券资产的最大持有者。相比而言，中国的公募基金对资本市场的影响力还有待提升。

美国共同基金是股票市场、商业票据市场、债券市场最大持有人，而中国公募基金持有 A 股市值、债券市值仅占整个市场规模的一小部分（如图 3）。

图3 中美两国公募基金持有各类证券市值比例

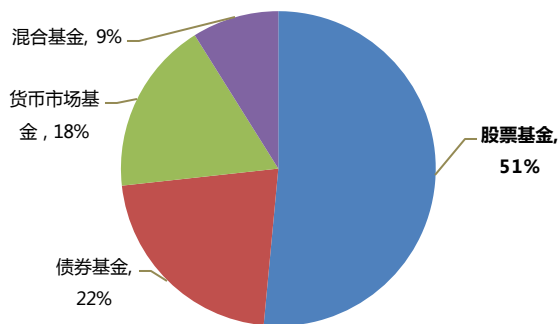


数据来源：Investment Company Institute、Wind 资讯

➤ 美国股票型基金为主 VS 中国货币市场基金大行其道

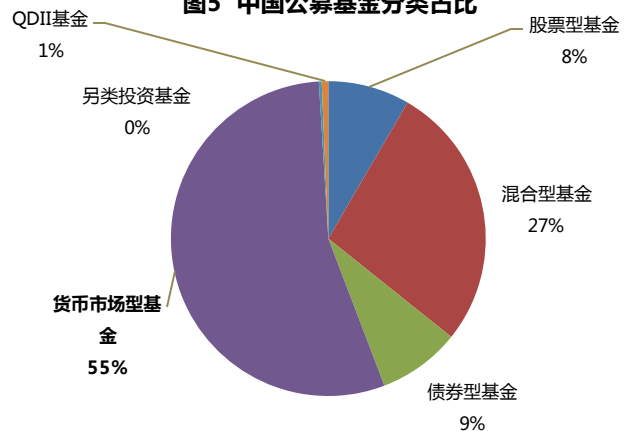
美国共同基金通常分为股票型基金、债券型基金、混合型基金和货币市场基金，股票型基金是第一大类型基金，截止 2015 年底，股票型基金在共同基金中占比高达 51%。与美国基金市场格局不同，我国当前以货币市场基金为主，2015 年底货币市场基金占比高达 55%。（如图 4、5）

图4 美国共同基金分类占比



数据来源：Investment Company Institute

图5 中国公募基金分类占比

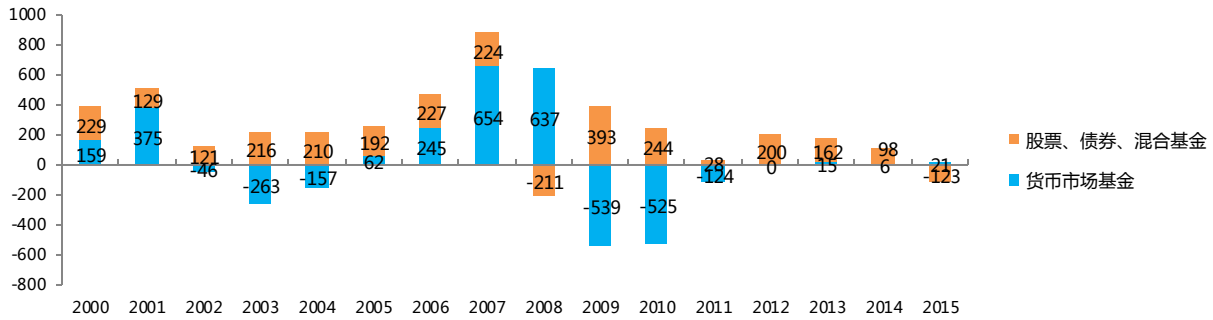


数据来源：Wind 资讯

在美国，资金持续流入股票型基金，而在我国，资金持续流出股票型基金，流入货币市场基金。图 6 显示，除个别年份外，每年流入长期共同基金的资金相对比较稳定，主要是因为美国共同基金的主要持有者为美国家庭，而且美国家庭持有共同基金一般是出于长期目的，比如子女上学、退休养老等，所以他们对市场短期波动的反应要比机构投资者弱，每年对长期型共同基金（股票型、混合型）的投资相对比较稳定。而对货币市场基金的投资受避险情绪、利率水平的影响较大，波动性较大。07、08 年由于资金避险的需要，资金大规模流入货币市场基金，金融危机后资金持续流出短期的货币市场基金，流入长期共同基金中，同时美国长期低利率也使得资金对货币市场基金的投资热情不高。

在我国，股票型基金和混合型基金占比逐年下降，货币市场基金占比逐年上升。14 年货币市场基金占比首次突破 50%，成为第一大基金类型。国内 A 股市场的持续低迷和巨幅波动是这几年资金持续流出股票型基金、混合型基金，进入银行理财产品和货币市场基金的重要原因。（如图 7）

图6 每年流入股票型、混合型基金和货币市场基金资金（单位：十亿美元）



数据来源：Investment Company Institute

图7 我国不同类型公募基金变动情况



数据来源：Wind 资讯

二、中美公募基金供需分析

（一）需求分析

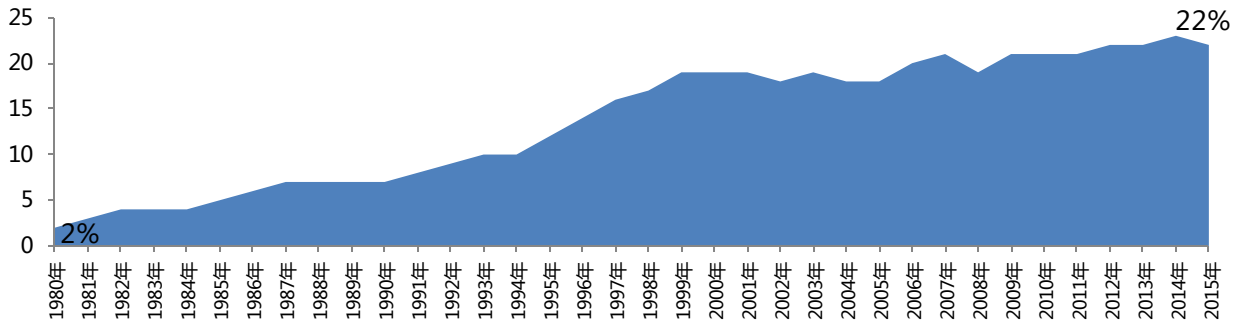
➤ 美国家庭对共同基金依赖性越来越强，中国家庭对公募基金信任度仍不高。

对共同基金的需求可以从家庭配置在共同基金上的资产比例和共同基金资金净流入情况两个指标考察。美国家庭金融资产配置在共同基金上的占比持续增加，截止到 2015 年底，美国家庭的金融资产中有 22% 交给共同基金管理。相比而言，根据有关调查，中国家庭资产的仅 4% 配置在公募基金上，国内投资者对公募基金的信任度仍不高。

过去十年，美国家庭平均每年投资于共同基金的资产净额为 3660 亿美元，除 2008 年之外，每年净投入均为

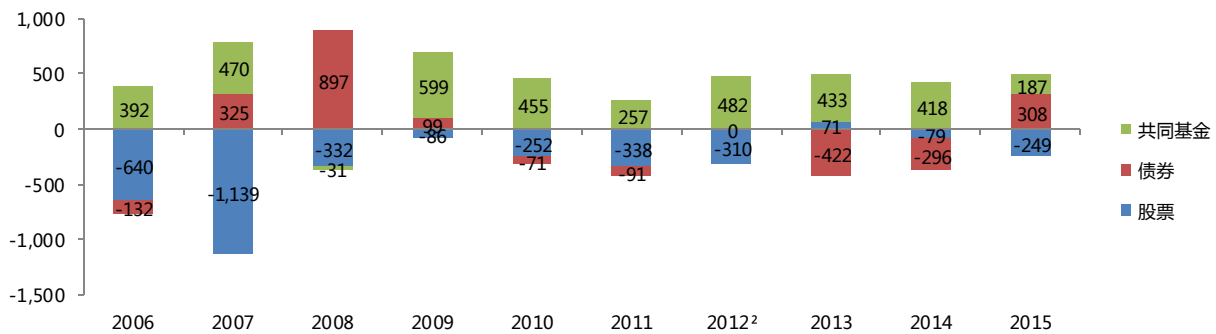
正值。相反，十年间平均每年直接投资于股票和债券的资产净额为-2740 亿美元，大部分年份直接投资于股票和债券上的资金为净流出状态。这表明美国家庭对共同基金的投资在持续增加，直接投资在股票和债券上的资金在持续减少。（如图 9）

图8 共同基金管理的美国家庭金融资产占比（%）



数据来源：Investment Company Institute

图9 2006-2015年美国家庭对基金、债券、股票净投资额（单位：十亿美元）

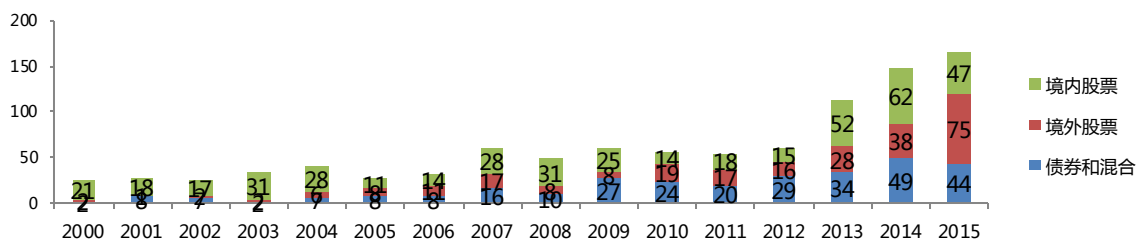


数据来源：Investment Company Institute

➤ 多样化资产配置需求使得对投资境外股票市场的共同基金需求增加。

以指数型共同基金为例，过去十年，投资境外股票指数型共同基金的资金持续增加，2015 年全年，指数型共同基金资金净流入 1660 亿美元，其中 28%投向境内股票指数基金，45%投向境外股票指数基金，26%投向债券或者混合指数基金（如图 10）。

图10 指数共同基金内部资金净流入分布（单位：十亿美元）



（二）供给分析

➤ 美国共同基金行业进入壁垒低，竞争充分；我国公募基金进入门槛高，基金发行过度依赖牛市行情。

美国拥有一个竞争非常充分的共同基金市场，几乎所有金融机构均可发起设立共同基金，其中独立投资顾问是发起共同基金的主力（如图 10）。较低的行业进入壁垒、充分的市场竞争使得每年都有大量基金公司进入共同基金行业，同时也有部分公司因竞争残酷而被淘汰退出，整个行业的基金公司数量维持了相对平稳的增长。从每年发行成立以及清算的共同基金数量同样可以看出行业竞争程度的激烈，2015 年全年共有 594 只新基金成立，同时 285 只基金清算退出、177 只基金合并，整个行业的存续基金数量也呈现一种平稳增长态势。

图11 美国几乎所有金融机构可发行共同基金

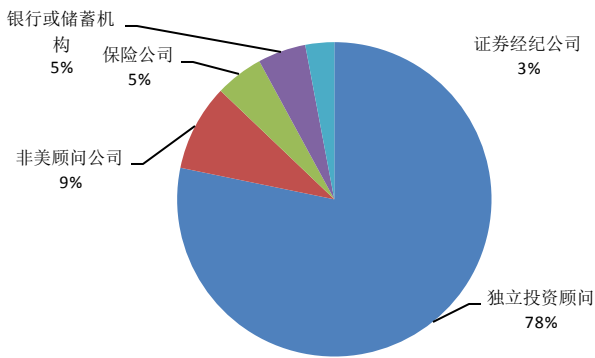
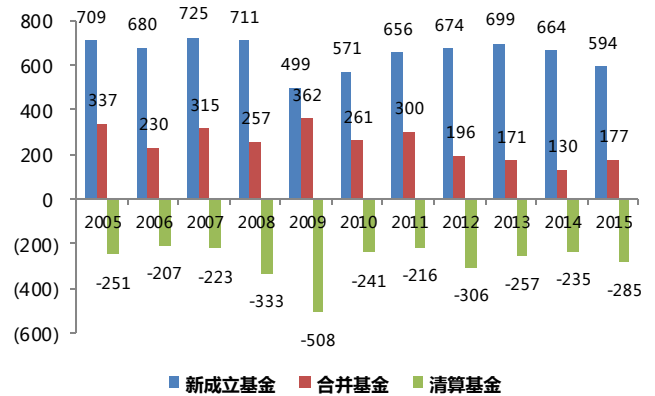


图12 发行和清算基金数量



数据来源：Investment Company Institute

我国公募基金管理公司数量 10 年增长 1 倍，公募基金发行规模在 A 股牛市行情时数倍增长，在 A 股熊市期间又持续低迷。根据基金业协会的统计数据，2015 年我国共有公募基金管理公司 105 家，总规模也由十年前的 0.47 万亿上升至 8.4 万亿。纵观 2005-2015 年十年来公募基金的规模变化，2007 年在 A 股大牛市的影响下，公募基金规模暴涨 3 倍多，总规模由 06 年的 0.86 万亿上升至 07 年的 3.28 万亿，随后 08 年-13 年 A 股熊市期间持续低迷，14、15 年 A 股的牛市又再次点燃了公募基金增长热情，规模增长至 8.4 万亿（如图 12）。

从公募基金产品的平均规模和发行数量上看，公募基金的发展也极度依赖 A 股的牛市行情，平均发行规模和发行数量都在牛市期间获得爆发式增长，之后维持低位徘徊。2007 年牛市公募基金发行数量虽然减少，但平均发行规模增长超过 2 倍，2015 年 A 股牛市期间，发行数量和平均发行规模均大幅增长（如图 16）。

图13 我国公募基金公司数量与管理规模（单位：万亿）

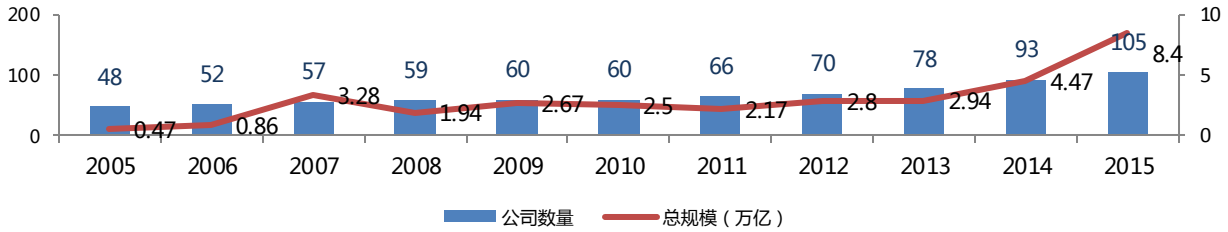
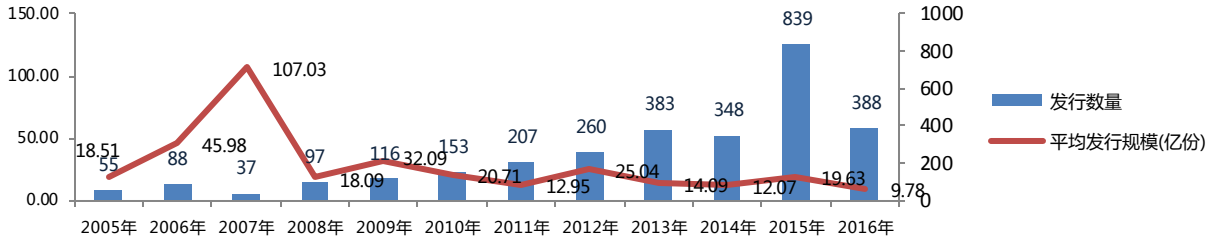


图14 历年基金发行数量与平均发行规模与数量



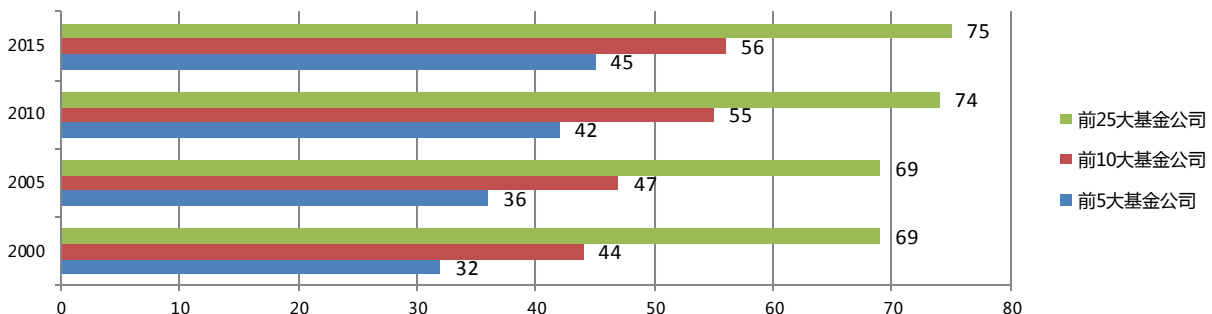
数据来源：Wind 资讯

（三）行业集中度

➤ 美国共同基金公司强者恒强；中国公募基金公司竞争压力小，但想脱颖而出任重道远。

美国共同基金市场是一个既具有充分竞争特性又具有寡头垄断特性的市场，虽然市场进入壁垒低、竞争充分，但行业集中度极高，强者恒强的局面一直存在，中小基金公司想突围极不容易。如图 14 显示，截止 2015 年底，美国前 5 大基金公司占据了共同基金市场 45% 的市场份额，前 10 大基金公司占据了 56% 的市场份额，前 25 大基金公司占据了 75% 的市场份额，这样的结构已经持续多年，并且行业集中度上升趋势明显，预计未来同样会维持这样的结构。

图15 美国共同基金行业集中度情况

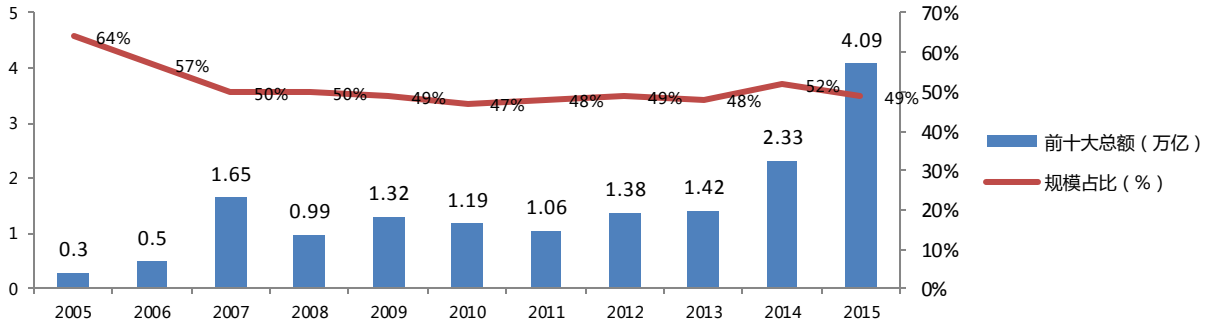


数据来源：Investment Company Institute

我国公募基金行业前十大基金公司同样占据了较大的市场份额。与美国不同的是，美国共同基金行业集中度近十年呈现持续上升的态势，而我国公募基金行业集中度持续下降。图 17 显示，2005-2015 十年间，前十大

基金公司规模从 0.3 万亿上升至 4.09 万亿，增长了近 14 倍，但占全体基金公司规模的比重逐年下降，行业集中度呈下降趋势。目前，我国公募市场仍然处于刚起步阶段，未来随着国内公募基金领域的逐步放开，越来越多的公司进入公募基金行业，竞争加剧后会出现一批实力强大的优质基金公司，行业集中度有望像美国一样呈现先降后升趋势。

图16 前十大基金公司规模情况



数据来源：Wind 资讯

三、投资者特征分析

(一) 中美两国基金持有者都以散户为主

美国家庭是共同基金的主要投资者，自 2000 年以来，持有共同基金的美国家庭占比一直维持在 40%左右的水平，保持相对稳定（如图 26）。截止 2015 年底，美国共同基金 16 万亿美元资产中 89%由美国家庭单位持有，另外 11%由机构投资者持有（如图 27）。

图17 持有共同基金的美国家庭数量情况

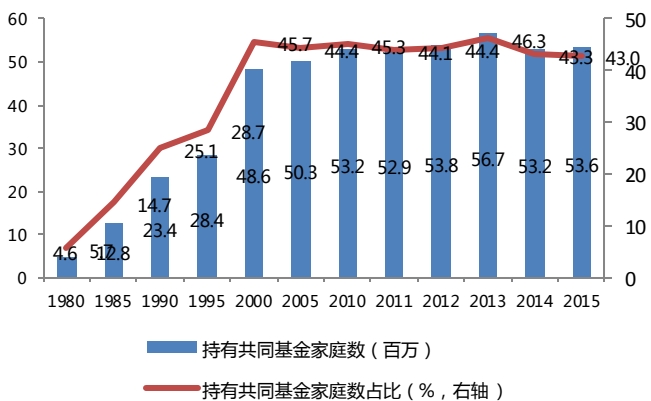
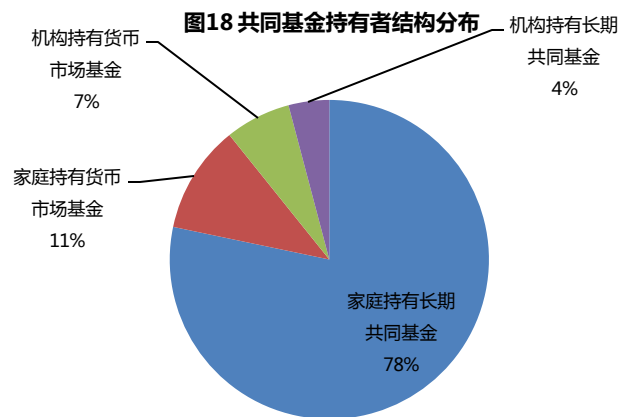


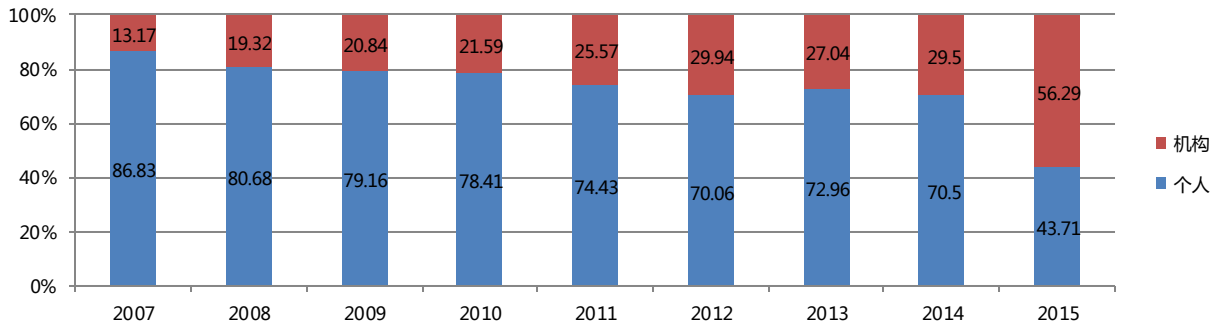
图18 共同基金持有者结构分布



数据来源：Investment Company Institute

中国公募基金持有人同样以散户为主，2015 年机构投资者占比才首次超过个人投资者（如图 18）。

图19 公募基金机构和個人持有比例 (%)



数据来源：Morningstar 晨星（中国）公募基金 2015 年年报观察

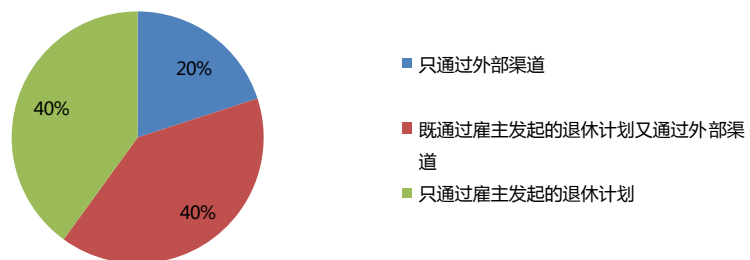
（二）中美投资者投资基金的方式不同

➤ 美国家庭通过养老金计划间接投资共同基金，中国投资者以直接购买方式投资公募基金。

虽然中美两国基金市场的主要持有人都是散户群体，但投资者持有共同基金的方式却不相同。美国家庭重视退休养老投资，他们相信专业投资机构的投资能力，所以他们持有共同基金的主要方式是通过投资雇主发起的退休养老计划（DC plans、IRAs）间接投资共同基金，持有共同基金的美国家庭中 80%的家庭会采用这种方式（如图 19）。而且养老金计划更看重长期投资，退休养老计划将大量资金配置于共同基金，也是股票型、债券型、混合型等长期型基金在整个共同基金市场中占比最高的重要原因。

过去二十年，个人退休账户（IRAs）和固定缴款退休账户（DC plans）的快速增长也说明美国家庭对专业投资公司的依赖度越来越高，美国共同基金在养老领域扮演越来越重要的角色。截止 2015 年底，美国固定缴款退休账户（DC）资产中的 54%是由共同基金进行管理，个人退休账户（IRAs）资产中的 48%由共同基金进行管理。

图20 采用不同方式持有共同基金的家庭占比情况

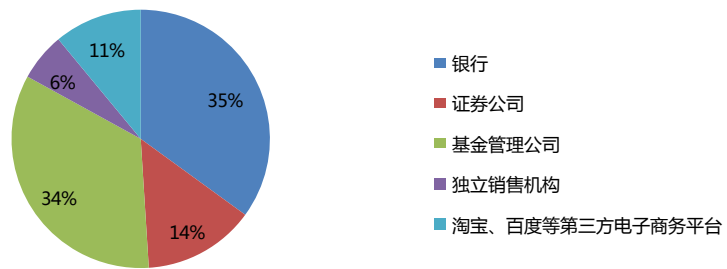


数据来源：Investment Company Institute

我国的个人投资者持有公募基金则主要通过直接购买的方式。根据中国证券投资基金业协会发布的报告《基金投资者情况调查分析报告（2014 年度）》，我国投资者购买基金一般通过银行、证券公司、基金管理公司等渠道直接购买（如图 20）。中美两国基金投资者持有基金的方式不同导致了美国共同基金市场是机构投资者主导的

市场，而我国的公募基金市场则是散户主导的市场。

图21 中国个人投资者购买公募基金渠道



数据来源：中国证券投资基金业协会《2014 年度基金投资者情况调查分析报告》

（三）中美投资者持有基金目的不同

➤ 美国家庭出于养老目的持有共同基金，中国投资者以获取收益为目的持有公募基金。

根据美国投资公司协会（ICI）的调查报告，美国家庭持有共同基金主要出于以下目的：退休养老、子女教育、紧急需要、避税，更多的是出于长期目的而持有共同基金（如图 32）。相比而言，中国个人投资者持有共同基金的主要目的是获得比银行存款更高的收益，其次才是分散投资风险、养老储备。美国拥有非常完备的养老体系，同时美国家庭重视养老储蓄投资，他们将家庭资产的一部分投资与养老金账户作为一项长期投资，养老金账户将资产主要配置于股票型、债券型、混合型基金，来满足家庭长期资产配置需求。

图22 美国投资者持有共同基金的目的

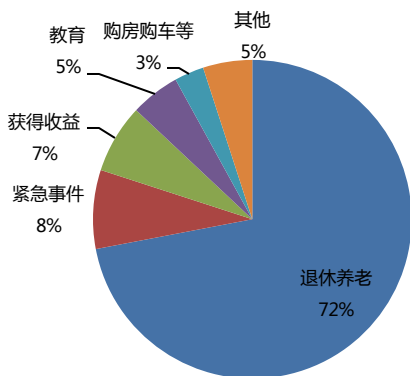
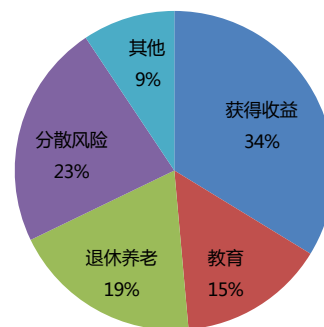


图23 中国投资者持有公募基金的目的



数据来源：Investment Company Institute、中国证券投资基金业协会《2014 年度基金投资者情况调查分析报告》

（四）我国中高收入阶层对公募基金认知度明显不足

➤ 美国高收入家庭重视对共同基金的投资，而我国投资公募基金人群以低收入者为主，引导高收入群体

积极配置公募基金，对我国公募基金发展意义重大。

图 23 显示了美国不同收入家庭中持有共同基金的家庭占比情况。可以看出，年均收入越高的家庭越有可能持有共同基金，年收入 100000 美元以上的家庭中有 74% 的家庭持有共同基金，年收入小于 25000 美元的家庭中只有 9% 的家庭持有共同基金，随着收入水平的提高，美国家庭更有可能将资产配置于共同基金上。美国庞大的中产阶级是共同基金投资的主力军，可以为共同基金市场提供稳定、持续的资金供给。对比而言，我国公募基金的投资者主要以年收入 15 万以下的投资者为主，15 万元以下个人投资者占比高达 80%（如图 24），因此，提高我国居民收入水平，培育一个庞大的中产阶级群体，同时合理引导中高收入群体配置公募基金，加强中高收入群体对公募基金投资能力的认识，对我国公募基金长远发展意义重大。

图24 美国投资共同基金的家庭占比（按收入阶层分，单位：%）

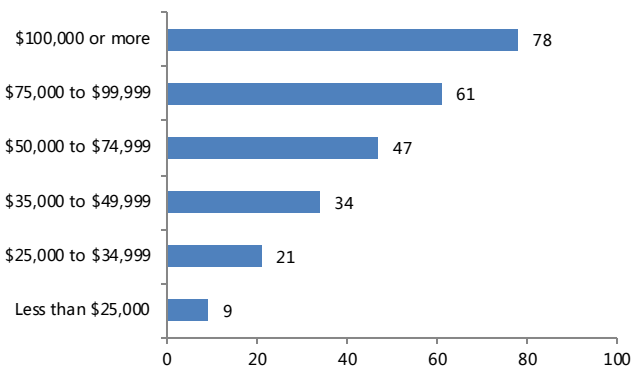
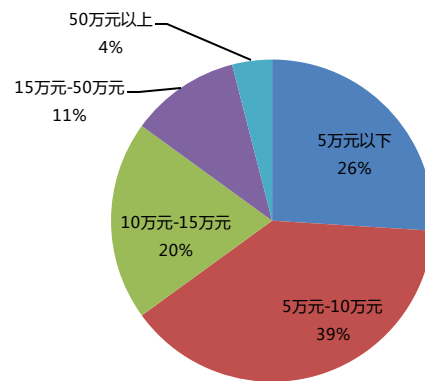


图25 中国基金个人投资者税后年收入分布



数据来源：Investment Company Institute、中国证券投资基金业协会《2014 年度基金投资者情况调查分析报告》

四、 本文结论

通过对中美基金行业发展历史和现状的对比可以看出，我国公募基金在绝对规模、相对规模以及对资本市场的影响力等方面，与美国共同基金相比都有较大的差距，我国公募基金行业具有巨大的发展空间。

同时，作为金融市场的重要参与者，公募基金的专业投资能力、配置价值远未被我国投资者充分认识。随着我国金融混业经营的推进、大资管时代的发展，越来越多的金融机构会进入公募基金领域，这无疑会继续加大公募基金市场的竞争力度，届时将有一批优秀的公募基金管理公司在激烈的竞争中存活下来，脱颖而出、做大做强，成长为国际一流公募基金管理公司。

银行作为大资管时代的重要参与者，在公募基金发展壮大的过程中，应努力做到为客户筛选优秀的基金管理公司，成为客户大类资产配置的管理人。同时，应加强对客户的投资者教育，合理引导银行客户将资金进行分散化投资，引导中高收入群体加大对公募基金产品的配置力度，培养客户的长期投资、资产配置意识。

免责声明：本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不做任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。任何情况下，所载观点亦不代表任何投资建议或承诺，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。
