



第四章

共同基金与其他投资公司

你将会学到什么？

1. 比较把资金交给投资公司之于自己直接投资的优缺点
2. 对比开放式共同基金与封闭式基金、单位投资信托、对冲基金和交易所交易基金异同
3. 定义资产净值并测量共同基金的回报率
4. 根据投资策略分类共同基金
5. 证明费用和营业额对共同基金投资业绩的影响

投资公司

它从个人投资者手中汇集资金再将其广泛投资于各种证券或其他资产。

提供的服务:

- 记账与管理
- 分散化与可分割性
- 专业化管理
- 较低的交易成本

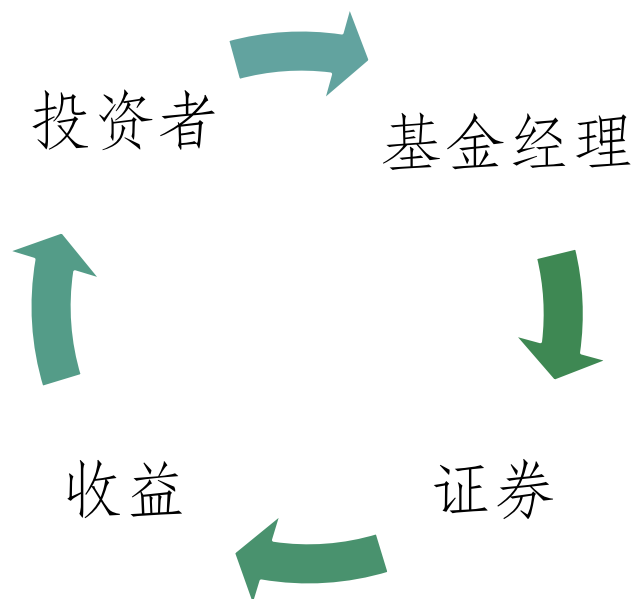


FIGURE 1.13

Number of Investment Companies by Type*Year-end, 1998-2016*

	Mutual funds ¹	Closed-end funds	ETFs ²	UITs	Total
1998	7,489	491	29	10,966	18,975
1999	8,003	510	30	10,414	18,957
2000	8,370	481	80	10,072	19,003
2001	8,518	489	102	9,295	18,404
2002	8,511	543	113	8,303	17,470
2003	8,426	581	119	7,233	16,359
2004	8,417	618	152	6,499	15,686
2005	8,449	634	204	6,019	15,306
2006	8,721	645	359	5,907	15,632
2007	8,745	662	629	6,030	16,066
2008	8,879	642	728	5,984	16,233
2009	8,611	627	797	6,049	16,084
2010	8,535	624	923	5,971	16,053
2011	8,673	632	1,135	6,043	16,483
2012	8,744	602	1,195	5,787	16,328
2013	8,972	599	1,295	5,552	16,418
2014	9,258	568	1,412	5,381	16,619
2015	9,517	558	1,595	5,188	16,858
2016	9,511	530	1,716	5,103	16,860

¹ Data include mutual funds that invest primarily in other mutual funds.² ETF data prior to 2001 were provided by Strategic Insight Simfund. ETF data include ETFs not registered under the Investment Company Act of 1940 and ETFs that invest primarily in other ETFs.

Note: Data are for investment companies that report statistical information to the Investment Company Institute. Assets of these companies are 98 percent of investor assets.

Sources: Investment Company Institute and Strategic Insight Simfund

从数量和资本来看，
共同基金都是最主要的
投资公司。

资产净值 (NAV)

计算公式:

$$\text{资产净值} = \frac{\text{资产的市值} - \text{负债}}{\text{发行在外的股份数量}}$$

投资公司的类型

单位投资信托(unit investment trust)

- 固定统一的资产组合
- 不需要积极的管理活动
- 可赎回的信托凭证
- 投资者可以以净资产价值将基金份额卖回给受托人
- 总资产从1990年的1050亿美元下降到2009年的290亿美元。

投资公司的类型

投资管理公司--开放式基金

- 可以随时以资产净值(NAV)赎回或发行基金份额
- 赎回：当投资者想要变现基金份额时，他们就以资产净值把股份再卖回给基金
- 基金的净值或价格在每次闭市后进行一次清算，所有新申购或赎回的份额都按当天闭市后的净值计算
- NAV将随着组合中证券的价格变化而变化。基金份额总数将由于申购和赎回的差额而增加或减少。
- 监管严格，一般只能投资流动性较强的证券，以应对投资者随时赎回的需求

投资公司的类型

投资管理公司--封闭式基金

- 不能赎回或发行股份
- 发行在外的股份数量没有变化；老的投资
者想要变现的话必须将股份出售给新的投
资者。
- 在交易所交易，它的价格由供需决定，可
以是资产净值的溢价或折价。

投资公司的类型

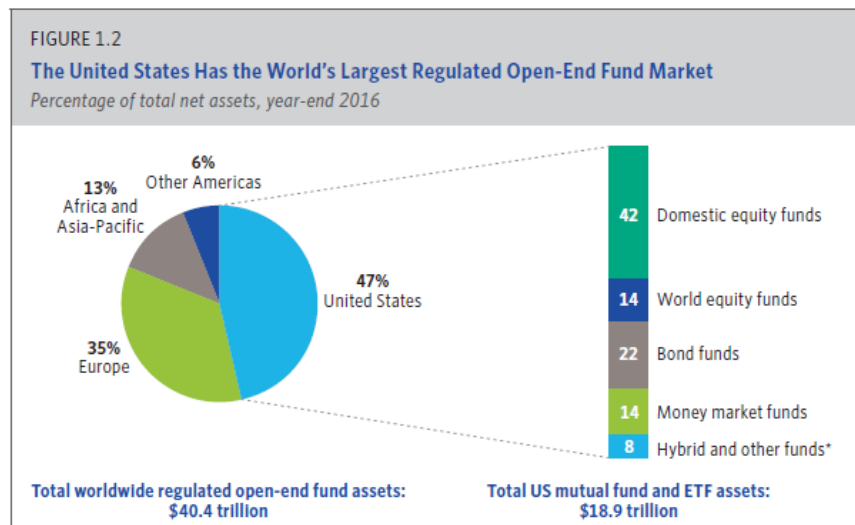
其他投资机构

- 综合基金：汇集投资者资金的合伙制企业，综合基金的典型合伙人为信托或退休账户
- 不动产投资信托
- 对冲基金
 - 对冲基金和共同基金一样，汇集私人投资者的资产并由基金管理公司负责投资
 - 一般只对富有的投资者和机构投资者开放
 - “锁定”允许对冲基金投资于流动性不强的资产而无须考虑满足基金赎回的要求
 - 几乎不受证监会监管,可使用更为激进的投资策略，投资更广泛的产品，投资风格更灵活

共同基金：开放式投资公司

开放式投资公司通常被称为共同基金

在国内，共同基金(mutual funds)的正式名称为「证券投资信托基金」，是由投信公司依信托契约的形式发行受益凭证，主要的投资标的为股票、期货、债券、短期票券等有价值证券。



共同基金组织形式

管理公司管理着一个共同基金家族或共同基金的"综合体"。它们组织起一个基金集合，然后收取运作基金的管理费。

通过对整个基金集合进行统一管理，这些公司能够很容易地为投资者在各个行业配置资产，在不同基金间转换资产。同时也从集中记账中获得好处。

每一家都提供一系列具有不同投资策略的开放式共同基金。2009 年年初美国有近8000 家共同基金，它们是由不到700 个基金"综合体"发起的。



Vanguard



DODGE & COX FUNDS®



投资策略

货币市场基金

股权基金

行业基金

债券基金

平衡型基金

资产灵活配置型基金

指数基金

国际基金

表4.1 美国共同基金的投资分类

Table 4.1

U.S. mutual funds
by investment
classification

	Assets (\$ billion)	% of Total Assets	Number of Funds
Equity funds			
Capital appreciation focus	\$1,650.1	17.2%	3,019
World/international	866.6	9.0	1,062
Total return	1,187.8	12.4	749
<i>Total equity funds</i>	<i>\$3,704.5</i>	<i>38.6%</i>	<i>4,830</i>
Bond funds			
Corporate	\$ 246.1	2.6%	281
High yield	111.4	1.2	195
World	86.2	0.9	131
Government	235.2	2.4	294
Strategic income	549.1	5.7	378
Single-state municipal	134.9	1.4	417
National municipal	202.9	2.1	220
<i>Total bond funds</i>	<i>\$1,565.8</i>	<i>16.3%</i>	<i>1,916</i>
Hybrid (bond/stock) funds	\$ 498.7	5.2%	492
Money market funds			
Taxable	\$3,340.8	34.8%	536
Tax-exempt	491.5	5.1	248
<i>Total money market funds</i>	<i>\$3,832.3</i>	<i>39.9%</i>	<i>784</i>
<i>Total</i>	<i>\$9,601.3</i>	<i>100.0%</i>	<i>8,022</i>

Note: Column sums subject to rounding error.

Source: Investment Company Institute, 2009 *Mutual Fund Fact Book*.

如何出售基金

直接交易基金

通过销售人员售出基金

- 在销售人员之间实现收入共享
- 潜在的利益冲突

金融超市

共同基金的投资成本

费用结构：四种费用

1. 运营费用 (Operating expenses)

- 共同基金在管理资产组合时所发生的成本，包括支付给投资管理人的管理费用和咨询费，通常0.2%~2%

2. 前端费用

- 当你购买股份时需要支付的佣金或销售费用，<8.5%

3. 撤离费用

- 出售基金份额时的赎回或撤出费用

4. 12 b-1 费用

- 美国SEC允许基金的管理人使用基金资产支付发行成本，如向承销商支付佣金

费用必须在招股说明书上披露

不同等级证券组合的费用类型也不同

例 4.2: 不同等级基金的费用 (德弗莱斯首要成长基金)

Example 4.2 Fees for Various Classes (Dreyfus Worldwide Growth Fund)

Here are fees for different classes of the Dreyfus Worldwide Growth Fund in 2009. Notice the trade-off between the front-end loads versus 2b-1 charges.

	Class A	Class B	Class C
Front-end load	0–5.75% ^a	0	0
Back-end load	0	0–4% ^b	0–1% ^b
12b-1 fees ^c	.25%	1.0%	1.0%
Expense ratio	1.09%	1.47%	1.08%

^aDepending on size of investment.

^bDepending on years until holdings are sold.

^cIncluding service fee.

费用与共同基金的收益： 例如

期初资产净值 = \$20

获得的收入分配 \$.15

资本利得 \$.05

期末资产净值 = \$20.10

收入和资本利得分配

$$\text{Rate of return} = \frac{\text{NAV}_1 - \text{NAV}_0 + \text{Income and capital gain distributions}}{\text{NAV}_0}$$

$$\text{Rate of Return} = \frac{\$20.10 - \$20.00 + \$0.15 + \$0.05}{\$20.00} = 1.5\%$$

表 4.2 成本对投资业绩的影响

Table 4.2

Impact of costs on investment performance

	Cumulative Proceeds (All Dividends Reinvested)		
	Fund A	Fund B	Fund C
Initial investment*	\$10,000	\$10,000	\$ 9,200
5 years	17,234	16,474	15,502
10 years	29,699	27,141	26,123
15 years	51,183	44,713	44,018
20 years	88,206	73,662	74,173

*After front-end load, if any.

Notes:

1. Fund A is no-load with .5% expense ratio.
2. Fund B is no-load with 1.5% expense ratio.
3. Fund C has an 8% load on purchases and a 1% expense ratio.
4. Gross return on all funds is 12% per year before expenses.

公募基金的发展与盈利模式

行业起始于1998年，首家基金公司是国泰基金，98-99年成立的十家基金公司被业内称为“老十家”，迄今为止仍旧在行业内具有庞大规模和巨大影响力。

发展的四阶段

- 1998年-2000年，只有封闭式基金
- 2001年-2007年，开放式基金的推出以及两年大牛市推动公募基金规模大爆发
- 2008年-2012年，行业发展相对低迷，面临其他资产管理机构冲击较大，在产品创新方面作了一些努力，但效果不明显。
- 2013年-至今，余额宝为代表的互联网金融大发展推动了新型货币基金的爆发；同时，产品持续创新、部分公募基金内部机制的变革和股东创新推动层出不穷，整个公募基金行业面临的是多元变革的时代。

我国前十公司管理基金数量/规模

基金公司	基金数量	资产合计(亿元)
天弘	62	12,718.06
易方达	173	7,114.21
博时	199	6,216.91
南方	203	6,050.74
工银瑞信	143	5,378.35
建信	119	5,282.38
汇添富	143	5,149.66
华夏	172	5,137.01
嘉实	176	5,122.29
广发	206	4,891.67

天弘基金
TIANHONG
ASSET MANAGEMENT

易方达

ICBC 工银瑞信

建信基金
CCB Principal Asset Management

Source: Wind 资讯, 截至2019年12月31日

公募基金的发展与盈利模式

公募基金发展20余年，盈利模式一直相对单一，依旧以管理费收入为主。

在互联网渠道出现之前，公募基金非常依赖银行、券商的销售渠道，直销占比非常低。因此“尾随佣金”高企，大部分利润被渠道吞噬。

互联网渠道的兴起提升了基金公司的直销渠道，降低了对第三方渠道的依赖

专户和基金子公司的发展以及海外市场推动了收入来源多元化

费用	费率		利益归属
	权益类	货币型	
认购费	1%	无	渠道
申购费	1.50%	无	渠道
管理费	1-1.5%	0.30%	基金公司+渠道
赎回费	1%以下	无	基金资产
托管费	0.25%	0.05%-0.1%	托管行
销售增值服务费	-	-	第三方销售机构

固定费率与浮动费率的争论

每次市场发生调整，基金业绩不佳的时候都会引发公募基金收取固定费率是否合理的争论，但是从欧美发达国家100年的经验来看，最后均选择了基金业无需基金管理公司承担投资风险的制度安排，只是履行“受人之托、代人理财”的信托原则，投资人承担全部投资结果。

固定费率制：旱涝保收

浮动费率制：道德风险

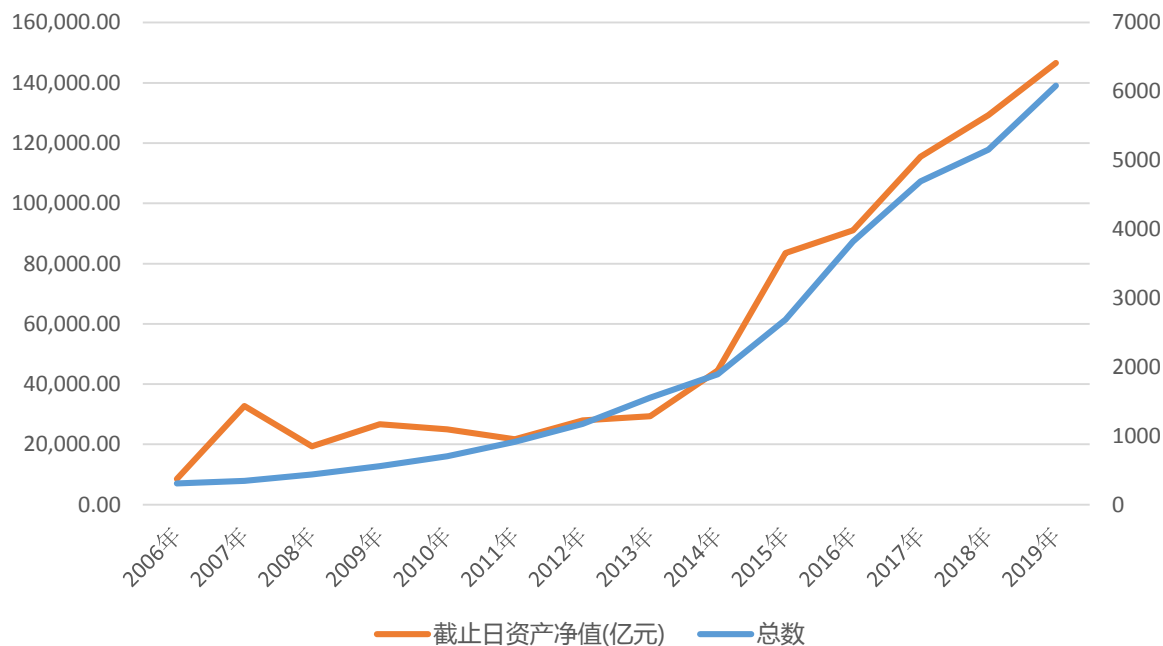
或可向折中的方法过渡：设置几个不同档次的管理费率，每2年根据业绩情况进行上调或者下调；新发基金可以按照基金经理历史业绩制定初始费率

公募基金的规模与产品

主要有两种情况在推动公募基金的规模扩张：

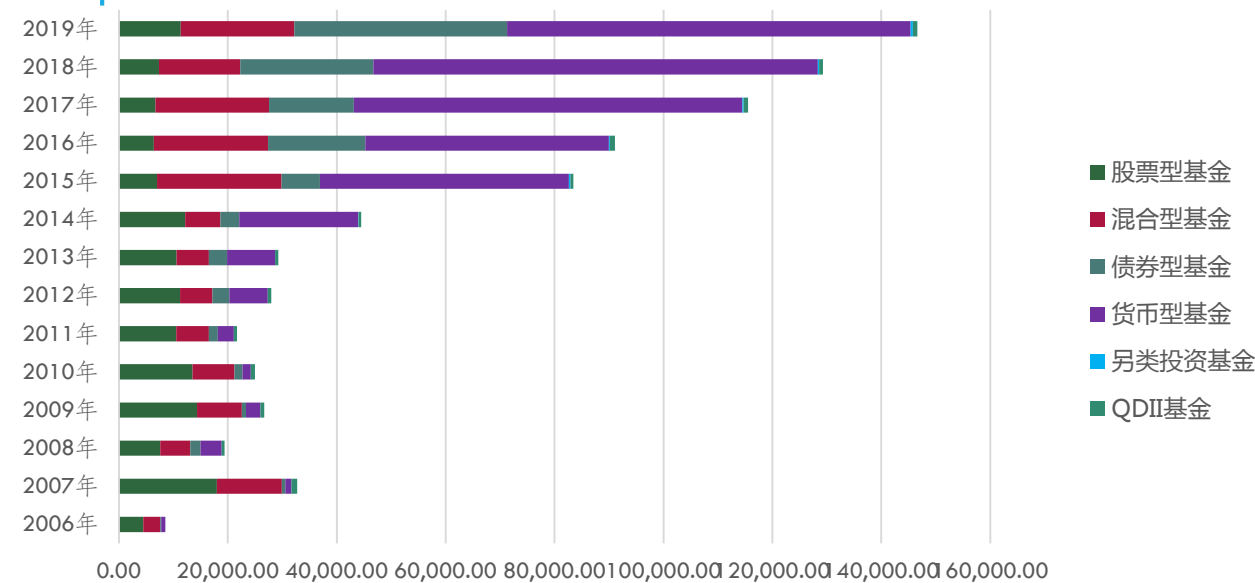
1) 权益牛市；2) 产品创新

06-07年权益大牛市的跑马圈地；13年余额宝诞生以及“刚性兑付”带来的无风险利率快速上升带来的货币基金大发展；15年权益牛市以及分级基金等新产品推出。



公募基金的规模与产品

公募基金的规模与产品（单位：亿）



公募基金经过数年的发展，产品结构变得更加多元化；规模上逐步摆脱此前“靠天吃饭”的一条腿走路模式

但是主要的盈利来源还是依靠权益类产品，规模大的货币类基金赚吆喝不赚钱

公众对公募基金的认知也在发生变化，不再只是炒股的代理人

股票型基金	80%以上的基金资产投资于股票的基金。
普通股票型基金	主动管理型
被动指数型基金	选取特定的指数作为跟踪的对象，试图复制指数的表现，以期望获得市场平均收益的基金。
增强指数型基金	相对被动指数型，基金经理根据市场行情变化，可以适当对其进行调整，即有一定的人工参与，以期获得更好的收益。
混合型基金	
偏股混合型基金	股票配置比例50%-70%
平衡混合型基金	股票、债券比例比较平均
偏债混合型基金	股票配置比例20%-40%
灵活配置型基金	股票投资比例在0-95%

☑ **QDII基金**是指在一国境内设立，经该国有有关部门批准从事境外证券市场的股票、债券等 有价证券业务的证券投资基金

公募基金的规模与产品

2019年底全市场基金各类型规模概况

基金类型	资产净值合计(亿元)	占比(%)
股票型基金	11,367.99	7.75
普通股票型基金	2,777.00	1.89
被动指数型基金	7,670.09	5.23
增强指数型基金	920.9003	0.63
混合型基金	20,874.89	14.24
偏股混合型基金	10,153.40	6.92
平衡混合型基金	590.8808	0.4
偏债混合型基金	1,466.49	1
灵活配置型基金	8,664.12	5.91
债券型基金	39,060.16	26.64
中长期纯债型基金	29,035.34	19.8
短期纯债型基金	2,561.30	1.75
混合债券型一级基金	1,145.24	0.78
混合债券型二级基金	2,675.61	1.82
被动指数型债券基金	3,641.27	2.48
增强指数型债券基金	1.3939	0
货币市场型基金	74,105.67	50.54
另类投资基金	377.1928	0.26
股票多空	166.2102	0.11
商品型基金	177.8868	0.12
REITs	33.0958	0.02
QDII基金	852.5742	0.58
国际(QDII)股票型基金	510.9081	0.35
国际(QDII)混合型基金	152.6908	0.1
国际(QDII)债券型基金	152.6163	0.1
国际(QDII)另类投资基金	36.359	0.02
全部基金	146,638.48	100
数据来源:Wind	截止日期 2019/12/31	

2018 各类基金规模 TOP10 规模及名次变动

名次	偏股主动型		偏债主动型		指数型		ETF	
次	名称	规模	名称	规模	名称	规模	名称	规模
1	易方达	1066(+1)	博时	1586	华夏	1224	华夏	931
2	嘉实	1003(-1)	中银	1565	易方达	721	易方达	391(+1)
3	汇添富	925(+2)	招商	1137(+2)	南方	668(+2)	南方	387(+1)
4	华夏	818(-1)	广发	944(+5)	广发	558(+8)	华泰柏瑞	376(+1)
5	兴全	664(+6)	农银汇理	944(-1)	博时	528(+5)	华安	335(-3)
6	南方	633(-2)	建信	860(-3)	嘉实	427(-2)	博时	287(+2)
7	东方红资管	606	工银瑞信	799(-1)	富国	410(-4)	嘉实	209(-1)
8	中欧	526(+4)	易方达	765(-1)	华安	408(-2)	汇添富	141(-1)
9	广发	481(-1)	永赢	706(+9)	华泰博瑞	387(-1)	平安	132(+2)
10	富国	467	嘉实	643(+3)	国泰	229(+3)	国泰	125

数据来源: Wind +: 上升; -: 下降

JAN. 08, 2004

Scandal Reaches Far and High

It Took Many Bad Apples to Taint Fund Industry's Reputation Amid Continuing Probes of Share-Trading Abuses

By TOM LAURICELLA

IN THE EARLIEST stages of New York Attorney General Eliot Spitzer's investigation into the mutual-fund industry, David D. Brown II, the lawyer quarterbacking the probe, says he wasn't expecting to uncover much in the way of widespread share-trading improprieties. His personal opinion was that the fund industry's main problems were with the way salesmen fees were set.

Then the evidence began to tell it. Among the boxes of material that Mr. Brown and other investigators have waded through was a document that he says shows how engrained the alleged abuses were in the fund industry. The document was a form letter contract used by a fund company in arranging deals for certain investors to market their funds—even though the firm, which Mr. Brown wouldn't name, had rules supposedly to combat market timing. The contract had blank spaces to fill in the names of those that the fund company executives would allow to conduct such trading.

"That just blew the away," Mr. Brown says. "There was just a total lack of judgment at some of these companies."

Four months after the investigation by Mr. Spitzer's office was unveiled, the full depth and breadth of wrongdoing in the world of mutual funds still isn't fully known. But putting together the details of civil and criminal cases already settled, the charges still being pursued by regulators and the allegations expected to come, it all adds up to the largest scandal in mutual fund history.

In recent years, a significant number of U.S. mutual-fund management companies allowed selected brokerage firms and hedge funds to engage in trading that fund executives and portfolio managers knew was damaging to their long-term shareholders. In return for allowing this trading, many of these executives asked for or accepted payments in the form of added investments in which the fund companies would earn greater fees—a practice that was widely known of and even during the bear market when other fee-generating assets were often declining.

Executives made profits by receiving sales separately report fund executives making a cold calculation, weighing how much more money they could make by allowing market timing in their funds against the amount of disruption and damage that activity would cause their funds.

And in the process of allowing these prohibited market timers to trade through the front door, these fund executives, perhaps inadvertently, sometimes gave away the key to the back door as well. That's because the market timing agreements also provided the opportunity—apparently often overlooked in the fund companies' then services—for the market timers to engage in late trading, an illegal practice that may have been far more prevalent than first thought. Meanwhile, it seems odd that fund investors were being favored in other ways. Regulators, in separate investigations, discovered that the vast majority of brokerage firms have been

OCT. 20, 2003

Two-Tier System

For Staid Mutual-Fund Industry, Growing Probe Signals Shake-Up

Investigators Find Indications
Of Widespread Abuses
Hurting Small Investors

Unfair Pricing for Big Players

By TOM LAURICELLA

The mutual-fund scandal is spreading, as it becomes clear that players throughout the \$7 trillion industry could face scrutiny for improper practices that are turning

the way analysts at brokerage firms operate, now says he intends to use the mutual-fund investigation to clean up another part of the financial world that has favored large clients at the expense of smaller ones, including millions of workers and retirees. The Securities and Exchange Commission, scrambling to keep up with him, as it did during the investigation of Wall Street analysts, is now filing civil suits of its own and is considering possible new rules aimed at preventing misbehavior in mutual-fund trading.

Industry heads have begun to roll. Tom

违规操作

延时交易 – 是指收市且资产定价已经确定之后接受买入指令或卖出指令的行为。

市场择时 – 即一些投资者迅速买卖共同基金不同的投资组合，利用基金所持股票的差价获得利益。

共同基金的这种不正当交易行为受到了处罚。新法规的实施制止了这种非法行为。

共同基金所得税

在美国税收制度下，它具有转手性质。

- 税赋仅由投资者承担
- 基金投资者不能控制投资证券组合中证券的销售时间。

投资组合换手率高的基金，其税收无效率更加明显。

- 平均换手率 = 60%

交易所交易基金(ETF)

交易型开放式指数证券投资基金,是一种跟踪“标的指数”变化、且在证券交易所上市交易的基金

例如:“蜘蛛SPY”,“钻石DIA”和“立方体QQQQ”

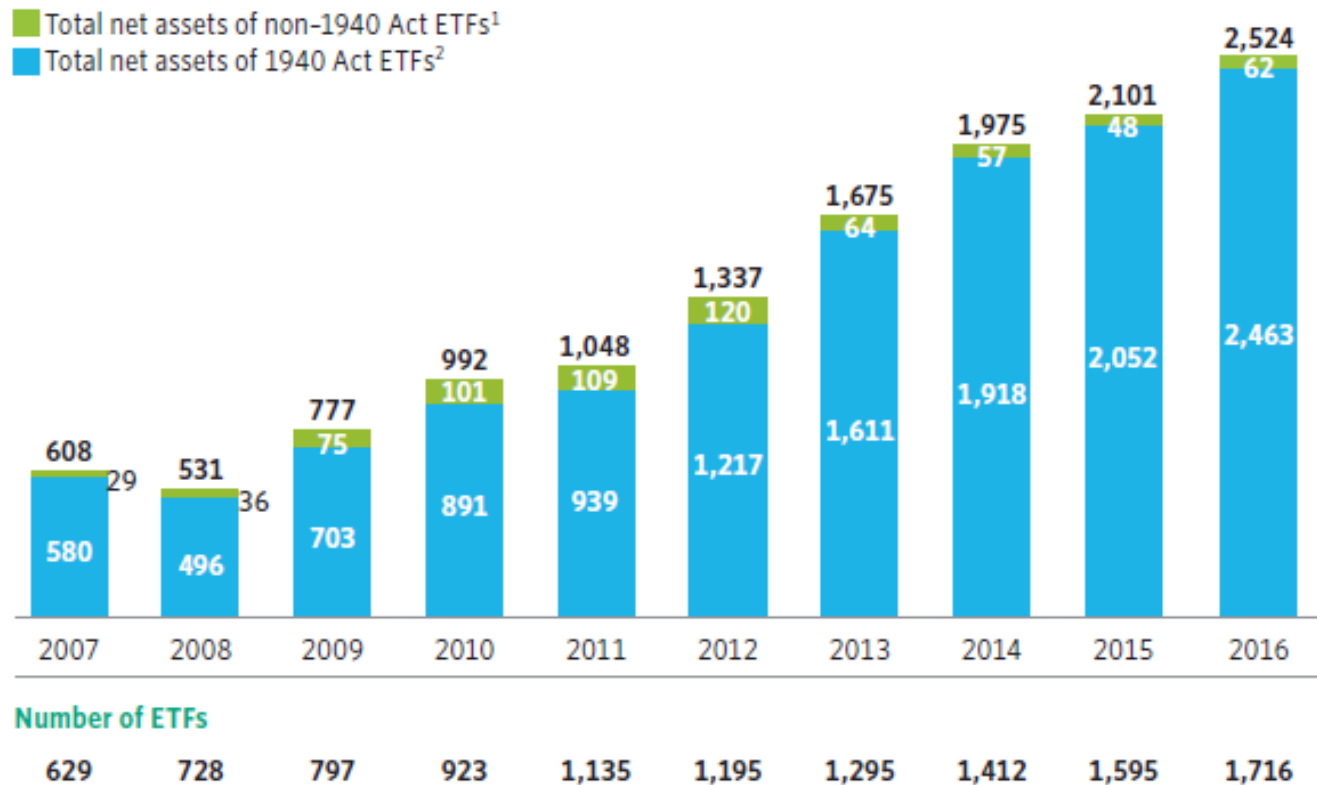
潜在的优势:

- 像股票一样持续交易
- 可以卖空或用保证金买入
- 低成本
- 税收优势

潜在的缺陷:

- 价格可能会小幅度的偏离资产净值
- 必须从经纪人手中购买

美国交易所交易基金的发展状况



Source: ICI 2017

表 4.3 交易所交易基金发起人及其产品

A. ETF Sponsors		
Sponsor	Product Name	
BlackRock Global Investors	iShares	
Merrill Lynch	HOLDRS (Holding Company Depository Receipts: "Holders")	
StateStreet/Merrill Lynch	Select Sector SPDRs (S&P Depository Receipts: "Spiders")	
Vanguard	Vanguard ETF	
B. Sample of ETF Products		
Name	Ticker	Index Tracked
Broad U.S. indexes		
Spiders	SPY	S&P 500
Diamonds	DIA	Dow Jones Industrials
Cubes	QQQQ	NASDAQ 100
iShares Russell 2000	IWM	Russell 2000
Total Stock Market (Vanguard)	VTI	Wilshire 5000
Industry indexes		
Energy Select Spider	XLE	S&P 500 energy companies
iShares Energy Sector	IYE	Dow Jones energy companies
Financial Sector Spider	XLF	S&P 500 financial companies
iShares Financial Sector	IYF	Dow Jones financial companies
International indexes		
WEBS United Kingdom	EWU	MCSI U.K. Index
WEBS France	EWQ	MCSI France Index
WEBS Japan	EWJ	MCSI Japan Index

Table 4.3

ETF sponsors and products

共同基金投资业绩：初步探讨

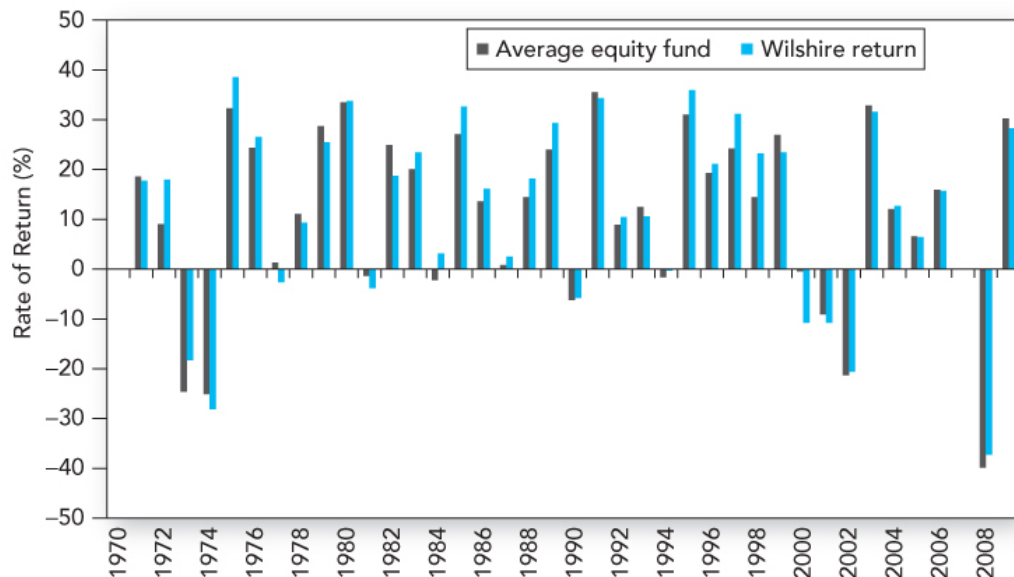
共同基金投资的业绩究竟怎样呢？

恰当的测度投资组合风险并使用这种测度来选择一个合适的标准是一件极其困难的任务

- 本书的第二部分和第三部分的全部内容都是关于投资组合风险的合理测度和风险收益的权衡



图4.3 分散化投资股权基金与威尔希尔5000指数收益率



积极管理基金的业绩:

- 1971~2009年的39年间，其中23年的平均收益率逊色于威尔希尔5000指数收益。

Figure 4.3 Diversified equity funds versus Wilshire 5000 index, 1971–2009

威尔希尔5000指数一个简单的被动投资策略:按照股票流通股的市场价值所占比例购买指数中的所有股票

表 4.4 投资业绩持续性

Table 4.4

Consistency of
investment results

Initial Period Performance	Successive Period Performance	
	Top Half	Bottom Half
A. Malkiel study, 1970s		
Top half	65.1%	34.9%
Bottom half	35.5	64.5
B. Malkiel study, 1980s		
Top half	51.7	48.3
Bottom half	47.5	52.5

Source: Burton G. Malkiel, "Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971–1991," *Journal of Finance* 50 (June 1995), pp. 549–72. Reprinted by permission of the publisher, Blackwell Publishing, Inc.

⁶Burton G. Malkiel, "Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971–1991," *Journal of Finance* 50 (June 1995), pp. 549–72.

- 良好的业绩表现 (是由技能而不是运气决定的) 的持续性是很不稳定的, 这种迹象只具有提示作用, 无法给出定论。
- 糟糕的业绩表现很可能会持续。

共同基金的信息

基金的募股说明书描述了:

- 投资目标声明
- 基金的投资顾问和投资组合管理人
- 费用及成本

补充信息表格 (SAI)

基金的年报

共同基金的信息

韦森博格的《投资公司》

晨星公司 网站(www.morningstar.com)

雅虎网站(biz.yahoo.com/funds)

投资公司协会 (www.ici.org)

《共同基金指导》