

主动管理超额收益趋难，被动投资成未来方向

董忠云

国家金融与发展实验室特聘高级研究员、中航证券研究所所长

今年以来，指数基金继续快速发展。根据 wind 统计，2019 年 1-10 月已累计新发行 A 股 ETF 基金 54 只，发行规模合计约 1160 亿元，发行数量与规模均远超过去年全年，且其中不乏首募规模超 50 亿元的“爆款”产品。如市场宽基指数 ETF 中，工银瑞信沪深 300ETF、汇添富中证 800ETF 募集资金均超 60 亿元。7 月底成立的富国中证军工龙头 ETF，成立规模为 72.02 亿元，是目前年内发行规模最大的行业类股票 ETF。3 家基金公司分别发行的央企创新驱动 ETF 规模均超过 80 亿元，同时汇添富中证长三角 ETF、平安粤港澳大湾区 ETF 首募规模也都超过了 60 亿元，市场热度可见一斑，同时也显示了 ETF 市场上除了宽基指数 ETF 外，行业及主题指数 ETF 也在快速扩容，被动投资产品线不断丰富。

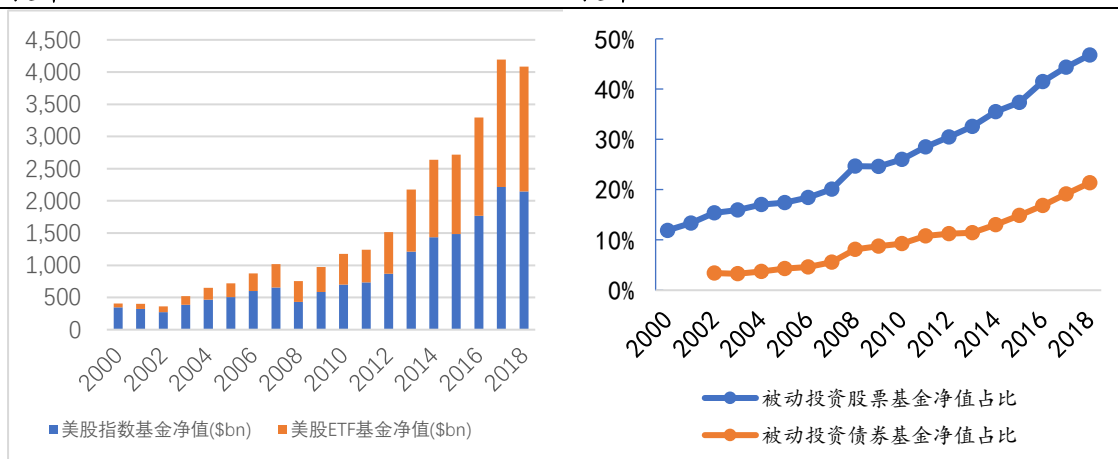
被动投资基金历经数十年持续快速发展，美国市场主动管理难以获取超额收益，被动投资逐渐成为市场主流。A 股被动投资基金产品自 2002 年起步，开放式指数基金与场内交易的 ETF 产品数量与规模均取得长足发展。受到投资者结构不均衡、长期资金参与度不足等因素制约，A 股被动投资产品发展相对缓慢。

一、美国被动投资基金成市场主流

近年来美国的被动投资基金持续快速发展。根据晨星公司（Morningstar）的数据报告，截至 2019 年 8 月底，美股市场被动股基规模 4.271 万亿美元，主动管理股基规模 4.246 万亿美元。美国股票投资基金市场中，股票指数型共同基金（Indexed Mutual Funds）和交易所交易基金（ETF）等被动投资基金的资产占比有史以来首次超过 50%，这是美国投资基金业的一个重要转折点。2008 年金融危机之后，美国机构投资者尤其是养老金账户对被动投资基金产品的青睐，使得被动管理投资基金在同主动投资基金的竞争中逐渐取得了优势。指数化产品固有的透明化、低成本、风险分散、易复制等特质也是其迅速崛起的重要优势，美国金融市场有效性提高进一步提升了市场对指数化的需求。2018 年末，美股被动投资基金资产规模超 4.09 万亿美元，较 2000 年末翻了十倍，其中美股 ETF 基金规模 1.94 万亿美元，较 2000 年末翻了三十倍。股票型公募基金市场中，被动投资基金净值占比从 2000 年末的 11.9% 迅速提升至 2018 年末的 46.8%，债券

型公募基金市场中被动投资占比也同样稳步提升。近三十年以来，美国的被动投资基金资产规模与和美国 GDP 增长、美股市场指数基本维持同步上涨趋势，共同促进良性循环发展。

图 1：美股被动投资公募基金产品资产规模提升 图 2：美股被动投资基金产品资产规模占比提升

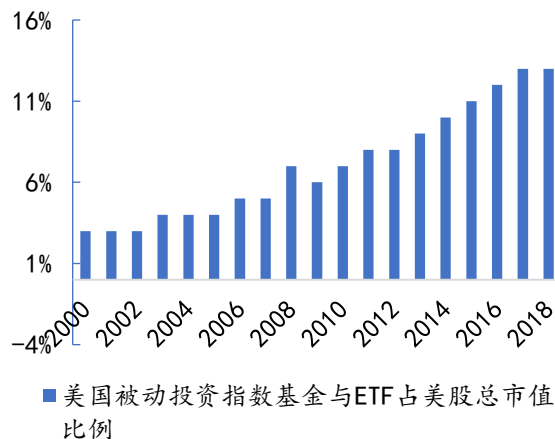
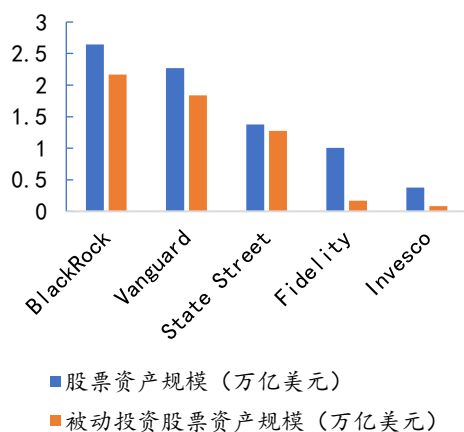


资料来源：ICI、中航证券金融研究所

资料来源：ICI、中航证券金融研究所

美国三大基金公司集中占据被动投资基金市场。在股票型被动投资基金市场中，贝莱德（BlackRock），先锋（Vanguard）和道富（StateStreet）主导被动指数基金行业，管理被动基金的资产规模分别为 2.17 万亿美元、1.84 万亿美元和 1.28 万亿美元，合计市场占比超过 80%。在 ETF 细分市场中，2017 年，贝莱德的市场份额为 37%，先锋为 18.5%，道富为 15.5%，这三家基金公司共占整个 ETF 市场的 71%。指数化投资基金的规模经济属性决定了赢者通吃的高集中度局面。跟踪相同指数的不同基金公司旗下的产品，在收益上和跟踪误差上不会有显著的差别，规模大小才是对投资者影响最大的因素。大规模的指数基金具有较高的市场深度与宽度，一方面带来二级市场交易的活跃，便于投资者买卖即时成交；另一方面，可以容纳大额资金的申购和赎回，不会形成大的价格冲击。三大被动投资资产管理者的壮大掀起了指数化投资的热潮，美股投资者机构化程度迅速提升。从 2009 年到 2018 年，主动投资基金累计资金净流出约 1.42 万亿美元，而被动投资指数基金的资金净流入超过 1.64 万亿美元。2018 年末被动投资基金持股市值占美股总市值的比例达 13%，较金融危机前大幅提升。

图 3：美国基金公司投资股票资产规模 图 4：被动投资基金产品持股占美股总市值比例统计（2017）

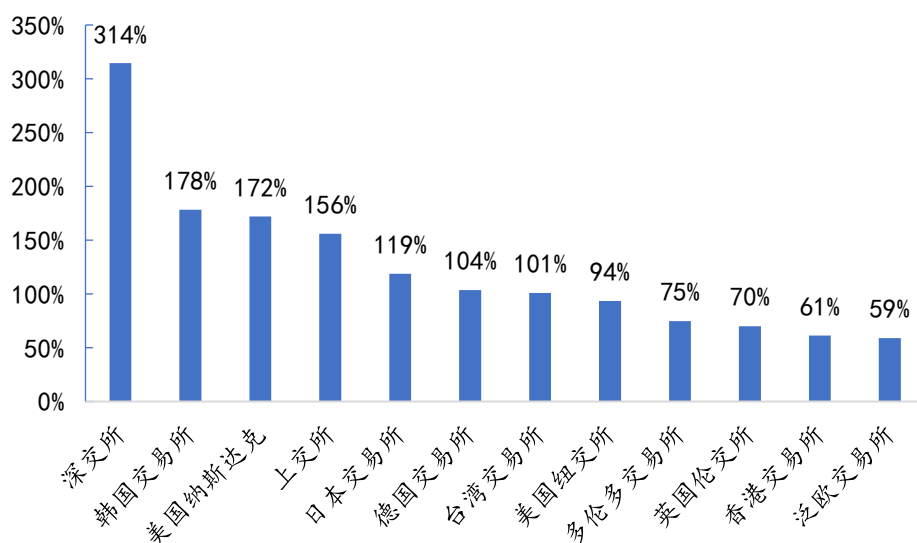


资料来源: Morningstar、中航证券金融研究所 资料来源: ICI、中航证券金融研究所

二、多因素制约我国被动投资管理基金发展

A股市场有效性不足不利于投资者被动投资偏好的形成。投资者采用被动投资策略的基本原理是基于有效市场理论,该理论认为证券价格能充分反映所有可得信息,这意味着超额收益无法预测。长期来看,扣除交易成本之后,主动管理投资的回报率将低于被动管理投资的回报率,多数主动管理基金无法跑赢指数。A股市场在历经五轮牛熊周期之后,往往呈现出牛市快速冲高,熊市下跌时间长跌幅深的特征。A股牛市期市场投资情绪高涨,杠杆滋生,无差别推高估值,导致估值与盈利严重不匹配。A股熊市期主要是消化业绩估值的严重偏离,消化前期炒作泡沫,市场持续低迷。研究表明,A股市场有效性不足,弱有效市场中价格信号无法反映基本面信息。从理论的角度来看,个人投资者采用被动投资策略的基本原理是基于有效市场理论。而被动指数投资会经常面临大幅回撤,风险调整的收益率不具备明显优势,鉴于主动投资者试图战胜市场,投资者更加倾向于运用简单的追涨杀跌,不利于被动投资偏好的形成。

图 5：全球各大股票交易所市场换手率（2018 年度）



资料来源：WFE、中航证券金融研究所

A 股个人投资者主导的交易结构与发达市场存在明显差异。从换手率角度看，A 股换手率远高于全球其他主要资本市场。2018 年末，以中小市值为主的深交所市场年换手率高达 314%，远高于美国纳斯达克市场的换手率（172%）；蓝筹风格为主的上交所年换手率达 156%，高于发达市场美国纽交所（94%），日本交易所（119%）、德国交易所（104%），多伦多交易所（75%）、伦交所（70%），仅略低于新兴市场中的韩国交易所（178%）。从成交金额的投资者结构看，A 股市值占比两成的个人投资者贡献了八成的交易额。2007 年至 2017 年间，上交所披露沪市个人投资者成交金额占比均处于 80% 以上，远远高于发达市场中的美国（7%）、香港（16%）、日本（17%）以及新兴市场中的韩国（65%）、台湾（60%）。根据央行披露的 2016 年沪深两市个人投资者持股市值占比为 29%，而个人投资者却主导了市场 80% 以上的交易额，交易结构上的不均衡与发达市场有显著区别。

图 6：股票市场个人投资者持股市值占比

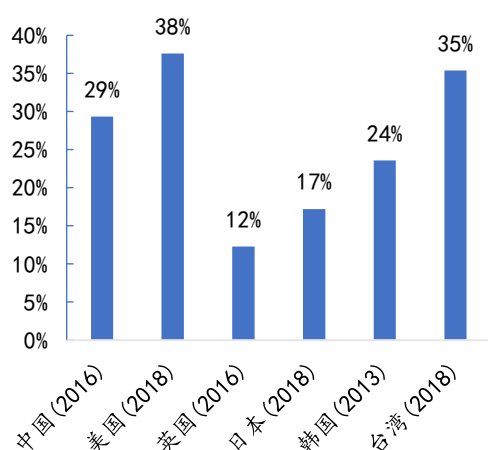
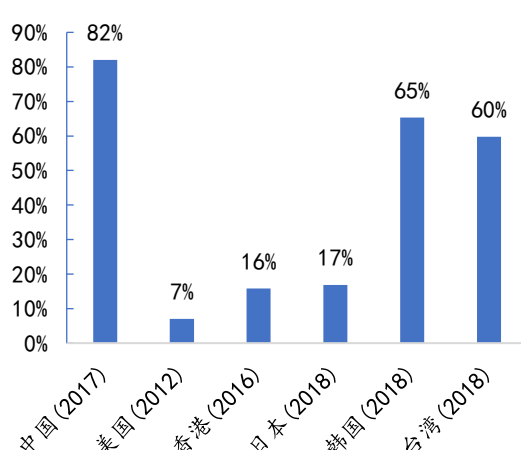


图 7：股票市场个人投资者成交金额占比



资料来源：中国人民银行、美联储、英国国家统计局、日本交易所、韩国统计局、台湾交易所

资料来源：上交所、纽交所、港交所、日本交易所、韩国交易所、台湾交易所

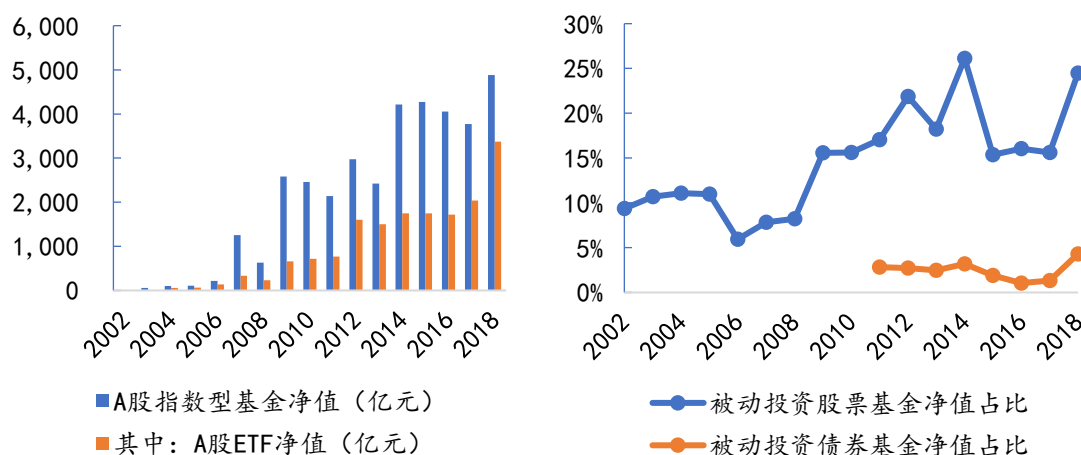
A 股个人投资者频繁交易偏好主动投资管理。行为金融学研究显示，个人投资者容易出现过度自信的认知偏差。投资者处于对内部信息和选股能力的过分自信，并下意识自动过滤负面信息，对支持观点的正面信息过度强化。在这种心理驱使下常表现出低估市场风险、频繁交易，投资者认为自己能够击败市场。我国 A 股市场存在过度自信导致交易过度的现象，市场历经多次牛熊转换之后，投资者经验储备增加，过度自信导致的过度交易整体会有所缓解，但是在牛市爆发期高收益的刺激之下，个人投资者往往容易高估自身的投资决策进行追涨杀跌，同时也会不断吸引新的资金与投资者，进一步放大市场交易量与换手率，助长了市场的暴涨暴跌。

养老金等长期稳定资金对股票投资基金参与度不足。长期资金倾向于买入并持有，被动指数基金在最大限度内削减交易成本和费用条件下可以获取长期稳健收益，因此长期资金往往倾向于选择被动指数化基金。另外，部分机构投资者特别是养老金的交易可能受到严格的资产配置与税收效率方面的限制，被动指数化投资基金是在约束条件下提升风险报酬比率的优先选择。目前，全国社保基金、企业年金、基本养老金和保险资金等长期性资金相继开展市场化投资运作，公募基金成为养老金主要投资管理人，但是公募基金与养老金相倚相成、共同推动长期经济增长的国际成功经验在我国还没有实现。

三、我国被动投资基金发展尚处于初级阶段

整体而言，A股被动投资基金尚处于初级阶段，长期投资属性有待增强。指数型公募基金在2010-2013年规模相对稳定，2014年牛市开始之后，指数基金的规模急剧扩张，年底净值超过4200亿元，此后市场大幅调整，被动投资基金持有A股市值占比持续下降，由2012年历史最高的1.40%下降到2017年末的0.68%。随着央企国企改革红利释放，国有企业上市公司积极参与换购使得国企相关指数被动投资基金产品再度扩容。汇添富基金于2016年7月与2017年11月相继发行中证上海国企ETF与上证上海改革发展ETF。2018年10月，华夏基金、博时基金、银华基金分别发行中证央企结构调整ETF，A股被动投资基金规模止跌回升。截止2018年末我国跟踪指数的基金（被动指数型+ETF）规模占权益类基金比重为24.5%，仅相当于美股十年前的水平。我国股票型基金精选个股让位于趋势配置，对投资标的内在价值的关注让位于短期波动收益，长期投资属性弱化导致被动投资基金发展处于较低水平。

图 8：A股被动投资基金产品规模增长趋势 图 9：被动投资基金产品规模占比回升



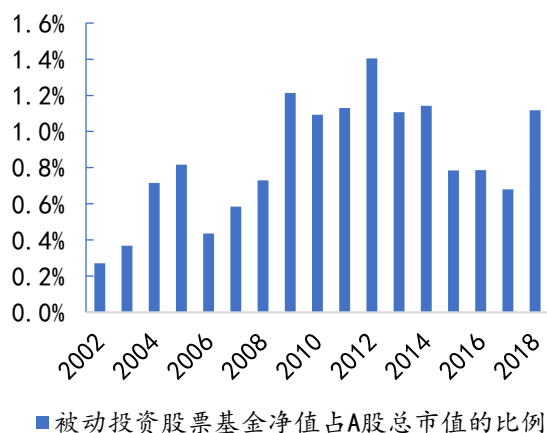
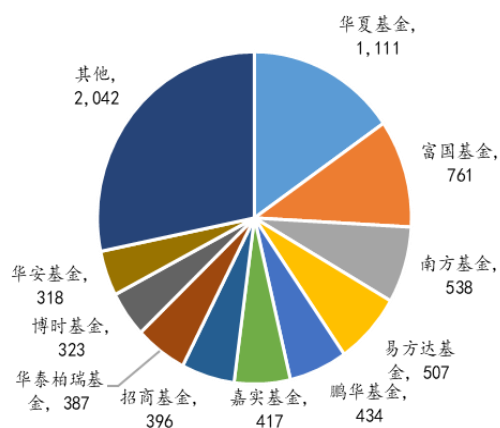
资料来源：Wind、中航证券金融研究所

资料来源：Wind、中航证券金融研究所

与美国市场相比，国内基金公司管理的被动投资基金资产规模分布较为分散，ETF基金市场略显集中。截至2018年末，从机构发行的A股被动指数型基金规模来看，华夏基金管理1111.10亿元，市占率15.4%，富国基金、南方基金、易方达基金、鹏华基金分别管理760.94亿元、538.07亿元、507.11亿元、433.96亿元，市占率分别为10.5%、7.4%、7.0%、6.0%。管理机构资产规模分布较为分散，前十大基金公司市场占有率合计约72%。从ETF基金管理规模来看，华夏基

基金管理 891.86 亿元的资产稳居第一，市场份额 26.4%。排在第二、第三的分别是南方基金 387.30 亿元、华泰柏瑞基金 375.98 亿元，市场份额分别为 11.5%、11.1%。从统计数据来看，ETF 管理机构资产分布较被动指数基金略显集中，前三强管理的资产合计接近总规模的一半，前十大基金公司合计市场占有率约 90%。

图 10: 2018 年末 A 股被动指数型基金净值 (亿元) 图 11: 被动投资基金持股占 A 股总市值的比例仍较低



资料来源: Wind、中航证券金融研究所

资料来源: Wind、中航证券金融研究所