

声音

VOICE OF AMAC

(2020 年第 15 期，总第 150 期)

中国证券投资基金业协会

2020 年 6 月 3 日

世界三大资产管理公司发展经验 对我国公募基金行业的启示

【编者按】伴随着资本市场改革的不断深入和资管行业净值化管理的发展趋势，去年以来，公募基金行业着力发展权益类基金，不断提高研究能力、丰富产品类型、提升投顾水平、优化投资结构、强化长期业绩导向，努力成为资本市场重要的长期专业投资者。在此背景下，研究成熟市场优秀资产管理公司的发展历史、发展战略与专业特色，总结成功经验，对于国内基金公司发展具有重要的借鉴意义。

为此，广发基金管理有限公司对世界三大资产管理公司（贝莱德、先锋、道富环球）进行研究，系统梳理三家公司的基本情况、股权结构、发展历程、主要业务、产品线及构成等，同时，结合国外资管行业的发展变化趋势，总结三家公司战略布局经验，供相关部门、学界、实务界人士参考。

目录

第一章 世界三大资产管理公司简介	3
一、贝莱德	3
二、先锋	4
三、道富环球	5
第二章 贝莱德	7
一、基本情况	7
二、主要业务领域	9
三、并购事件	11
四、美国公募基金产品线	17
第三章 先锋	20
一、基本情况	20
二、主要业务领域	23
三、特色领域	25
第四章 道富环球	32
一、基本情况	32
二、主要业务领域	34
三、规模增长原因分析	37
第五章 对境外领先资产管理公司发展的思考	40
一、国外资产管理行业发展的几个典型趋势	40
二、国内基金公司与境外领先资产管理公司的差异	45
第六章 结论	52

第一章 世界三大资产管理公司简介

伴随着资本市场改革的不断深入和资管行业净值化管理的发展趋势，去年以来，公募基金行业着力发展权益类基金，不断提高研究能力、丰富产品类型、提升投顾水平、优化投资结构、强化长期业绩导向，努力成为资本市场重要的长期专业投资者。在此背景下，研究成熟市场优秀资产管理公司的发展历史、发展战略与专业特色，总结成功经验，对于国内基金公司发展具有重要的借鉴意义。

本文以世界三大资产管理公司为研究对象，包括贝莱德集团（以下简称“贝莱德”）、先锋资产管理公司（以下简称“先锋”）、道富环球投资管理公司（以下简称“道富环球”）。本章节对其特点和优势进行简单总结，具体阐述则见本文第二章至第四章。

一、贝莱德

贝莱德成立于 1988 年，并于 1999 年上市。自上市以来，资产管理规模的年复合增长率高达 21.14%，增长势头极为迅猛。截至 2019 年底，公司管理资产规模约 7.43 万亿美元¹，其中，权益类资产占比 51.35%，债券类资产占比 31.08%，货币类资产占比仅为 6.76%。贝莱德主要具有三方面优势：

（一）ETF 产品线

贝莱德拥有丰富的 ETF 产品线，在 ETF 方面形成极强竞争力（其 ETF 采用 iShare 品牌），旗下 15 只 ETF 规模超过 200 亿美元，且费率普遍十分低廉。

¹ 如无特别说明，贝莱德相关数据均来自 2019 年年度报告。

（二）风险管理能力

贝莱德解决方案（Blackrock Solution）自 2000 年起推向市场，为公司带来除投资管理、投资咨询之外的收入。2019 年，贝莱德解决方案带来的收入为 9.74 亿美元，占贝莱德全部收入的 6%以上。

（三）并购能力

贝莱德通过多次并购，不仅壮大了资产管理规模，还实现了公司业务的全面战略转型——从一家以固定收益类资产管理为主的公司，发展成为权益类资产管理为主的公司。

二、先锋

先锋成立于 1975 年，其创始人约翰·伯格被称为“指数基金之父”。先锋是指数投资和低费率基金的倡导者。截至 2019 年底，公司管理资产规模约 6.59 万亿美元²，其中，权益类资产占比 61.29%，固定收益类资产占比 20.60%，货币类资产占比仅为 5.14%。先锋的优势主要有：

（一）被动投资产品

先锋被动投资基金（ETF 和指数型）规模合计 3.87 万亿美元，占全部基金规模的比例高达 58.8%。

（二）低费率基金

先锋是一家一直倡导低费率的基金公司，其产品费率远低于市场平均水平，被动投资基金（ETF 和指数型）费率基本都在 0.20%以下，规模超过 1000 亿美元的普通指数基金中，费率最高的为 0.17%，费率最低的仅为 0.04%。

² 如无特别说明，先锋相关数据均来自晨星数据库。

三、道富环球

道富环球成立于 1978 年，为道富集团（State Street Corporation）的全资子公司。截至 2019 年底，公司管理公募资产规模约 9748 亿美元³，其中，权益类资产占比 71.88%，固定收益类资产占比 11.12%，货币类资产占比仅为 10.76%。道富的主要优势在于：

（一）ETF 产品线

道富环球是 ETF 行业先锋，在 1993 年创建了第一只在美国上市的 ETF。同时，道富环球在 ETF 方面极具开拓能力和创新能力：比如其与世界黄金协会合作推出了第一只黄金 ETF，并在全球多个交易所挂牌上市。此外，道富环球也积极将 ETF 这一产品类型推广到美国之外的其他市场，比如亚洲第一只 ETF（香港盈富基金）、欧洲第一个 ETF 系列等、台湾第一只 ETF 等。

在费率方面，道富环球的 ETF 费率也低于行业平均水平，规模前 12 大 ETF 中，除了 SPDR® Gold Shares 和 SPDR® S&P Dividend ETF 费率较高外（0.40%，0.35%），其他基金的费率基本都在 0.20% 以下。

（二）量化投资能力

道富环球是业内较早展开主动量化投资业务的资产管理公司。早在上个世纪 90 年代，其就推出了多只量化基金，目前管理规模约为 32.7 亿美元。2011 年，道富环球开始为客户提供管理多元资产的解决方案，以管理组合的尾部风险，比如管理波动率策略、目标波动率触发因素策略等，并

³ 如无特别说明，道富环球相关数据均来自晨星数据库。

结合道富的指数投资能力，以达到资产配置和管理风险的目的。

第二章 贝莱德

一、基本情况

贝莱德成立于 1988 年，是一家非常“年轻”的资产管理公司，其前身为全球私募巨头黑石集团旗下的金融管理公司，1992 年开始独立运作，并于 1999 年在纽约交易所上市。截至 2019 年底，公司资产管理规模为 7.43 万亿美元，为全球最大的资产管理公司。

（一）股权情况

在 1999 年上市时，贝莱德的股权结构为：PNC 金融集团持有 70% 的股份，贝莱德员工持有 16% 的股份，其余 14% 由社会公众持有，持股非常集中。伴随着股东减持与增资扩股，目前，贝莱德的股权结构已非常分散，最大股东 PNC 金融集团仅持有该公司 21.7% 的股份，其余股份为共同基金、社会公众及员工持有，公司运营的独立性较强。

（二）发展历程

1、初创阶段（1988-1994 年）

贝莱德创立于 1988 年，当时为黑石集团（BlackStone）旗下公司（名为金融管理公司），最初的业务集中于固定收益。之后，该公司将业务拓展到了封闭式基金、信托、DC 计划等。同期，贝莱德成功运作了 Aladdin 投资平台，将交易、风险管理、客户报告等功能融为一体。

1992 年，金融管理公司从黑石集团分离，更名为贝莱德（Blackrock）进入了独立发展阶段，至 1994 年底，公司资产管理规模为 530 亿美元。

2、多元化发展的起步阶段（1995-2004 年）

1995 年，贝莱德成为 PNC 金融集团（一家银行）的子公司，开始管理开放式基金，包括股票基金。在多元化的过程中，贝莱德逐渐形成了所谓的“一个贝莱德”的理念，并且这一理念作为其核心原则——即放弃许多公司所采用的事业部制（autonomous business unit），坚持统一协调平台。至 2004 年底，公司管理资产规模已达 3420 亿美元。

3、多元化的全球资产管理人：2005 年至今

在多元化发展阶段，贝莱德开展了一系列的并购活动，以通过并购进行业务转型，增强其核心竞争力。2005 年，收购道富研究与管理公司；2006 年，开展与美林投资公司的合并；2009 年，收购巴克莱全球投资公司（Barclays Global Investors，以下简称 BGI）。

同时，贝莱德率先提出了多资产解决方案，将资产配置策略和跨资产类别的产品提供给客户，从而成为该领域的领先者，并在世界范围内为各国政府、金融机构以及其他的市场参与者提供投资及风险方面的咨询服务。

（三）国际化方面

贝莱德是一家全球性的资产管理公司，目前在全球 30 多个国家拥有分支机构，客户遍布全球 100 多个国家。截至 2019 年底，从客户分布来看，贝莱德管理的美洲客户的资产规模占比为 66%，欧洲、中东和非洲客户的资产规模为 27%，亚太地区客户的资产规模占比为 7%。

二、主要业务领域

（一）资产管理业务

1、为不同类型的客户提供不同的产品

贝莱德将客户分为机构客户和个人客户两类，分别给予不同的资产管理服务。

（1）机构客户

贝莱德的机构客户包括投资顾问、各种基金会、保险公司及金融机构、高净值家庭的财富工作室、政府机构、各类养老金、DC 计划等，各类机构客户都有专门团队服务。

（2）个人客户

贝莱德通过私人客户部和财富管理部向个人投资者提供特定账户、开放式基金、封闭式基金和另类投资等不同的理财产品。个人客户主要通过中介机构来购买贝莱德的产品，比如券商、银行、信托公司、保险公司以及独立的理财顾问等等。

（3）客户结构及变化

截至 2019 年底，贝莱德机构客户规模占比为 60.23%，个人客户规模占比为 9.6%，ETF 客户规模占比 30.17%。由于 ETF 在交易所上市，较难以穿透其最终的投资者，因此，贝莱德将其作为一个独立的客户类别。

贝莱德在客户结构方面具有如下特点：

1) 贝莱德传统上是以服务机构客户为主的资产管理公司，在 2009 年合并 BGI 之前，其个人客户和机构客户的占比为 2: 8。合并 BGI 带来了 ETF 客户，但并没有改变贝莱德以服务机构客户为主的特点。

2) 合并 BGI 之后，贝莱德的个人客户占比基本上保持在 13%以下，并且近年来呈现小幅下降的趋势。

3) 机构客户占比逐年下降，且下降趋势较为明显。

4) ETF 占比逐年明显上涨，从 2009 年的占比 15%，增加到 2019 年底的 30.17%。这表明：贝莱德的机构客户越来越多的从传统投资领域转向 ETF 投资。

(二) 风险管理与分析业务

1、贝莱德解决方案 (BlackRock Solutions) 的推出

贝莱德在创办之初，就将风险管理奉为公司的宗旨，并引入数据模型和计算机辅助来帮助公司管理风险。贝莱德一直强调单一平台的风险管理，即是所有投资相关资讯都放在同一个平台，所有的投资研究人员走访、调研记录和报告都会贮存在这个系统里面，抵押资产的最新调查数据同样储存在这个系统中。通过这个系统，无论美国、欧洲或亚洲，投研人员都可以在任何时刻任何地点找到关于某家公司或所持股票及债券的所有资料（包括最新信息），也能够全面有效的评估和管理风险。

2000 年，贝莱德将自行设计及应用多年的系统推向市场，即贝莱德解决方案，通过该系统向机构客户提供投资系统、风险管理系统以及咨询服务。

具体而言，贝莱德解决方案包括：

■ 投资系统工具

➤ Aladdin: 与投资组合管理、交易和操作工具等相匹配的风险分析；

- 风险方案：动态分析不同投资组合不同级别的风险；

- 咨询分析工具

- 投资组合价值与风险评估；

- 金融咨询服务：提供金融策略、风险管理、资本市场策略、风险衡量和监督；

- 资产管理和配置；

- 外部采购服务

- 对冲管理；

- 投资账户：主要是投资组合的绩效评估分析以及会计、法律和税收方面的评估分析。

2、贝莱德解决方案带来的收入

贝莱德解决方案为公司带来的收入是逐年增加的，从2004年的0.7亿美元，增加到了2019年底的9.74亿美元。从收入占比上来讲，贝莱德解决方案的收入占比曾经一度在2009年度占到了贝莱德全部收入的10%。近年来，该占比稳定在6%左右。

三、并购事件

贝莱德是并购方面的“行家里手”，其通过一次次的成功并购行为，实现了扩大公司资产管理规模、完善公司产品线、拓展公司业务等战略目标。我们在下表列出了贝莱德成立以后重大并购事件，以及并购完成后对贝莱德的业务和发展带来的意义。此外，在下文中，我们将详细介绍贝莱德的几次重点并购行为。

表 2-1：贝莱德历史上的重大并购事件及意义

序号	完成时间	并购目标	并购意义
1	2005.1.28	道富研究与管理公司	完善产品线：从固定收益类基金为主，拓展到股票基金和房地产基金； 提升资产管理规模（增加 520 亿美元）
2	2006.9.29	美林投资管理公司	提升资产管理规模（增加 5390 亿美元）； 国际化：全球销售渠道加强； 产品进一步丰富，股票投资比例大幅提升
3	2007.10.1	Quello 公司	提升 FOF 基金的规模及相应投资管理能力
4	2009.4.30	R3 Capital Management	提升贝莱德在对冲基金方面的规模及投资管理能力
5	2009.12	巴克莱全球投资者	提升资产管理规模（增加 1.53 万亿美元）； 资产管理更加多元化、产品线布局更加完善（股票投资比例进一步提升）； 迅速树立起 ETF 品牌优势
6	2012.3	Claymore	加强在加拿大的业务，尤其是零售业务； 补充贝莱德现有 ETF 产品线
7	2015.10	Future Advisor	支持贝莱德解决方案平台的发展； 将机器人投顾打造为 ETF 的一个分销渠道

（一）合并美林投资管理公司

1、并购时间

2006 年 9 月 29 日完成并购。

2、并购目标

美林投资管理公司（Merrill Lynch Investment Managers, MLIM），包括美林的各类基金管理业务。贝莱德看重的是该公司在股票领域的地位以及国际化业务条线⁴。

3、并购资产规模

截至 2006 年 2 月份，MLIM 管理资产规模为 5390 亿美元，贝莱德管理资产规模为 4530 亿美元，合并后，贝莱德的资产管理规模增加至 9920 亿美元。

⁴ 在被问到贝莱德自己发展得那么好，为什么还想要与美林合并时，芬克回答道：“我希望增强公司在股票领域的地位，而且贝莱德应该变得更加国际化。虽然我们现在确实花了很大的代价，但是过了 6、7 年之后，我们的收益将会成倍猛涨。”

4、并购价格

贝莱德将向美林证券公司支付 85 亿美元，大部分以贝莱德的股权作为支付对价。

5、并购意义

本次并购是资产管理行业并购的一个典型案例，对贝莱德的业务发展起到了里程碑式的意义，具体如下：

(1) 管理规模迅速翻番，行业地位大幅提升

并购完成后，贝莱德从全美第 3 大固定收益类基金管理公司成为全美第 4 大综合性基金管理公司，所管理资产高达 1 万亿美元，并迅速进入全球前 10 大资产管理公司，成为与富达、美洲基金相匹敌的竞争对手。

(2) 全球销售渠道加强

依托美林证券强大的经纪人网络，美林投资管理公司的零售业务在美国处于行业领先地位，在欧洲与亚洲拥有较高声誉，这正好与贝莱德公司的全球机构客户库相得益彰。在此之前，贝莱德的零售业务是较为薄弱的。

通过合并，贝莱德和美林投资管理公司在分销平台上正好相辅相成，在美国以及美国以外市场均拥有强大的零售与机构渠道，在包括美国、英国、亚洲、澳大利亚、中东与欧洲在内的主要市场中均设有大型机构。与此同时，贝莱德还与美林证券公司签订了合作协议，在全球分销上进行深入的战略合作。

(3) 产品进一步丰富，权益类资产比例进一步提高

美林投资管理公司拥有强大的基金管理平台，在全球拥有 154 只共同基金，合并后，贝莱德旗下的基金从 100 只增

至 260 只。

合并前，贝莱德在资产管理上一向过于偏重固定收益产品，固定收益类资产管理规模达 3039 亿美元，而权益类资产管理规模不过 373 亿美元（2005 年年报数据），合并后，权益类资产管理规模达到 3927 亿美元（2006 年年报数据），所占比例从 8% 提高到约 35%。

（二）并购巴克莱全球投资者

1、并购时间

2009 年 6 月至 2009 年 12 月。

2、并购目标

英国第三大银行巴克莱旗下资产管理部门巴克莱全球投资者 (Barclays Global Investors, 简称“BGI”), 包括其 ETF 部门 iShares。BGI 在 ETF 方面具有极强优势，其 ETF 资产规模为 3800 亿美元，占当时 ETF 市场近一半的份额。

3、并购后的管理资产规模

2008 年底，BGI 管理资产规模为 1.53 万亿美元，贝莱德则为 1.31 万亿美元，二者合并后管理资产规模高达 2.8 万亿美元。

4、并购价格

贝莱德使用现金和股票的组合方式收购巴克莱全球投资者，合计收购金额为 135 亿美元，包括 66 亿美元的现金和 3780 万股贝莱德股票。交易完成后，巴克莱持有合并后贝莱德公司 19.9% 的股份。

5、并购意义

(1) 资产规模翻番，超出竞争对手

贝莱德此次 135 亿美元的交易不仅创造了世界基金史上最庞大的一笔交易，还创造出全球资产管理业的“巨无霸”，贝莱德管理资产规模将从 1.3 万亿美元翻番至 2.8 万亿美元，远远超过了道富、富达的同期规模，当然，贝莱德也超越了其在固定收益类资产管理的老对手 PIMCO。

(2) 资产管理更加多元化、产品线布局更加完善

这项交易标志贝莱德由固定收益类资产管理者向多元化的资产管理公司迈出了重大的一步。收购 BGI 后，其产品线囊括了固定收益、股票、现金和另类产品等领域，并且拥有完整的主动型投资和被动型投资产品线。根据 2008 年底数据，合并后的贝莱德权益类资产管理规模占比将提高至 40%，资产管理结构进一步完善。

表 2-2：2008 年底的 BGI 和贝莱德的资产规模情况（单位：亿美元）

公司	总资产	权益	固定收益	货币	房地产	另类投资
BGI	15298	8613	4576	1762	176	171
占比	100.00%	56.30%	29.91%	11.52%	1.15%	1.12%
贝莱德	13072	2817	6273	3384	259	338
占比	100.00%	21.55%	47.99%	25.89%	1.98%	2.59%
合并后	28371	11431	10849	5146	435	509
占比	100.00%	40.29%	38.24%	18.14%	1.53%	1.79%

资料来源：Institutional Investor，广发基金

图 2-1：合并前的资产管理结构

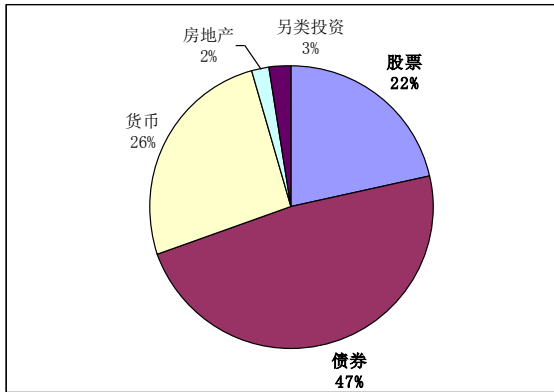
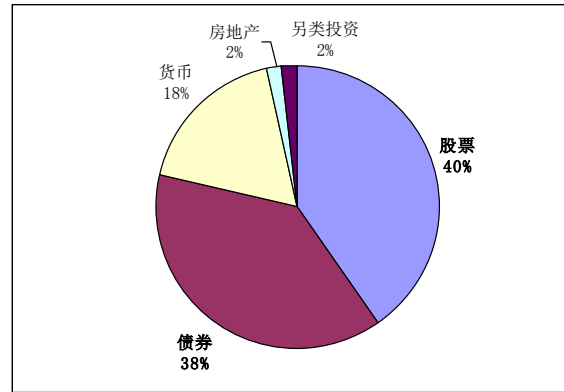


图 2-2：合并后的资产管理结构



资料来源：Institutional Investor，广发基金

(3) 迅速树立 ETF 品牌优势

BGI 的 iShares 是业界领先的 ETF 平台，在全球共有 403 只基金，管理的资产规模达到 3800 亿美元，贝莱德后来的发展也显示出，iShares ETF 对其规模的拉动作用较为突出。

(4) 进一步拓展了海内外市场

通过并购 BGI，贝莱德在 24 个国家内拥有了超过 9000 名员工，且在世界上的所有主要市场均占有一席之地，其海外业务的规模和范围都大幅扩增。

(三) 并购 Future Advisor

2015 年 8 月，全球最大资产管理公司贝莱德对外宣布将收购旧金山的在线金融咨询公司未来顾问（Future Advisor），后者为创办仅有 5 年的机器人投资顾问公司，主要业务是帮助人们集资和管理投资组合。

1、并购时间

2015 年 10 月完成并购。

2、并购目标

Future Advisor，是美国三家专业的机器人投资顾问公司之一（另外两个是 Betterment 和 Wealthfront），为消费

者管理 ETF 投资组合。

3、并购资产规模

Future Advisor 公司在被收购时拥有 6 亿美元的资产管理规模，贝莱德作为一个 4.7 万亿美元的资产管理公司，对 Future Advisor 公司的并购不在于扩增基金管理规模。

4、并购价格

贝莱德为收购机器人顾问平台 Future Advisor 支付了 1.52 亿美元。

5、并购后的业务整合

Future Advisor 联合创始人是 Bo Lu 和 Jon Xu，两人之前都曾在微软担任过项目经理。该公司大约拥有 40 名员工。并购后，Future Advisor 将经营一个名为贝莱德解决方案的独立部门，包括两位联合创始人在内的所有员工都将保留，这两位创始人还将负责该部门的管理事宜。

6、并购意义

贝莱德收购 Future Advisor 以支持其贝莱德解决方案（Blackrock Solutions）平台的发展，从而为金融机构提供技术支持和咨询功能以改善客户的投资经验，帮助证券公司和财富经理提升服务效率，以更快地获取更多的新客户。

四、美国公募基金产品线

（一）贝莱德目前的公募基金产品线

截至 2019 年底，贝莱德管理资产规模共 7.43 万亿美元，其中，主动型基金管理规模 1.95 万亿美元，指数型基金（不含 ETF）管理规模 2.69 万亿美元，ETF 管理规模 2.24 万亿美元，货币基金管理规模 0.55 万亿美元。贝莱德的产品线

具有种类齐全、数量繁多的特点，尤其是在 ETF 产品方面。

表 2-3：贝莱德公募产品线的产品数量及规模（2019 年底）

类型	规模（亿美元）
共同基金	51895.68
权益	21873.57
固定收益	17496.02
另类	1419.79
资产配置	5629.11
货币	5459.49
ETF	22400.65
权益	16329.72
固定收益	5657.90
另类	360.93
资产配置	52.10

数据来源：贝莱德 2019 年年报

（二）贝莱德产品线特点

1、贝莱德被动管理产品规模超越主动管理产品

截至 2019 年底，贝莱德管理的指数型基金（不含 ETF）管理规模 2.69 万亿美元，ETF 管理规模 2.24 万亿美元，均要高于主动型基金管理规模（1.95 万亿美元）。

2、贝莱德 ETF 产品线覆盖齐全，种类繁多

贝莱德 ETF 覆盖权益、固定收益、另类投资和资产配置四大种类。

权益 ETF 方面，细分类型包括国内权益、国际权益和行业基金。国内权益 ETF 可以按照市值、价值/成长两个维度进行划分为大盘、大盘价值、大盘成长、中盘、中盘价值、中盘成长、小盘、小盘价值、小盘成长；国际权益 ETF 不仅覆盖多区域，而且覆盖不同市值 ETF；行业 ETF 数量众多，主要行业均有覆盖。

固定收益类 ETF 方面，细分类型覆盖了政府债、公司债、

高收益债、全球债、新兴市场债、优先股等种类。期限方面，涵盖了长期、中期、短期、超短期所有期限品种。

3、贝莱德主动产品布局相对完善，货币规模最高

贝莱德主动产品基本涵盖主要的大类资产类别，包括权益、固定收益、另类、货币、资产配置。其中，权益和固定收益细分类型种类较多，覆盖相对全面。

4、贝莱德资产配置（多资产）基金细分类型丰富

贝莱德资产配置（多资产）基金细分类型丰富，不仅包括目标日期系列和目标风险系列，包括收入系列、波动率控制等其他系列产品。而目标日期中，主要包括三种系列产品，分别是 Smart Beta 2020-2060、Index 2020-2060、Dynamic 2020-2060。

第三章 先锋

一、基本情况

（一）概况

先锋成立于 1975 年，总部位于美国宾西法尼亚州，其前身威灵顿基金（Wellington）诞生于 1929 年。公司在海外 10 个国家设立了共 14 个办公室，全球员工达 1.7 万人。截至 2019 年底，先锋管理资产规模达到 6.59 万亿美元，产品数量近 400 只，服务来自全球约 170 个国家的超过 2,000 万投资者，是全球最大的公募基金管理公司。

（二）股权结构

创始人约翰·伯格（John C. Bogle）将先锋定为客户所有的共同基金公司，没有外部所有者寻求利润。该框架使其领导团队和工作人员能够将客户放在所有决策中，并不断降低投资成本。随着时间的推移，低成本一直是先锋旗下基金持续强劲表现的重要因素。

先锋一直很重视其独一无二的持有人模式，大部分其他基金公司由第三方（公共或私人股东）拥有，这些公司必须向基金投资者收取足够高的费用，以便为公司所有者创造利润，这必然会降低投资者的回报。先锋本身是被旗下管理的共同基金共同持有的，所以持有先锋旗下基金即成为先锋公司实质上的股东。先锋认为，这种股权结构不需要像上市公司那样负有向股东分红的责任，也不需要协调各种利益关系，公司利益与客户利益完全一致。因此，先锋才得以实现极低的费率模式。

独特的持有人模式使得先锋能保持稳定性、透明度、关

注长期绩效、实施严格的风险管控与低成本策略，以及履行对客户利益至上的根本承诺，这无疑可以给先锋带来极高的客户忠诚度。

（三）发展历程

1975 年成立之初，公司管理 11 只基金，资产净值为 18 亿美元。1976 年，年轻的先锋基金发行了世界上第一只指数型的共同基金——先锋 500 指数基金（Vanguard 500 Index Fund），后来也成为世界上规模最大的共同基金之一。次年，先锋基金取消了公司旗下产品的销售佣金，开创了低费率基金产品的理念，并一直贯彻至今。

1982 年，美国政府推行著名的个人养老金 401(K) 计划，为了竞争养老金市场的份额，先锋基金随即开始提供养老金计划的资产管理服务。继先锋 500 指数基金之后，先锋基金在 1986 年推出了面向个人投资者的第一只债券指数基金——先锋全债指数基金（Vanguard Total Bond Market Index Fund）。同先锋 500 指数基金相似，这只基金也是目前世界上规模最大的债券型共同基金之一。

20 世纪 90 年代，先锋在基金产品线上继续拓展和创新，并将公司业务扩展至海外。1990 年，公司推出了第一只国际股票指数基金。1996 年，先锋基金在澳大利亚的墨尔本建立了第一个海外办公室，逐渐打开海外市场。1998 年，公司通过州政府的 529 大学储蓄计划（529 College Savings Plans），提供低费率的高等教育储蓄金账户管理服务。

2000 年，为了进一步贯彻低费率的产品理念，先锋推出了“Admiral”基金份额。购买“Admiral”份额的费用比常

规的基金份额略低，但要求更高的最低投资限额。根据基金的不同，最低投资限额在 1 万至 10 万美元之间，是针对长期投资者的创新产品。2001 年，先锋开始发行 ETF 产品。2003 年，先锋推出自己的生命周期基金产品，目前已经成为世界上最大的目标日期基金系列产品的管理者。

2005 年，先锋在公司网站上推出了**财务咨询**板块，内容包括提供分析工具，管理实践培训项目，证券研究和宏观经济分析等服务。如今，先锋通过一系列的创新，已将自己打造成**一个以丰富的基金产品为依托的服务型资产管理机构**。并通过海外的 14 个服务中心，服务超过 170 个国家的客户。

表 3-1：先锋大事记

年份	大事件
1929	威灵顿基金公司于 7 月 1 日设立 Industrialand Power Securities Company，后该基金更名为 Vanguard Wellington Fund。该基金持续并成为今天美国最古老的平衡型基金
1975	Vanguard 于 5 月 1 日开始运营，作为一家新公司，JohnC.Bogle 掌舵。它继承了 11 只基金（包括威灵顿基金）和 18 亿美元的净资产
1976	推出了第一只指数共同基金——Vanguard 500 指数基金，目前是世界上最大的共同基金之一（2007 年被旗下另一只先锋全市场股票指数基金超越）
1977	为了降低投资者的成本，Vanguard 取消了旗下所有基金的销售佣金
1982	在 401（k）时代开始时，Vanguard 开始为退休计划提供投资和服务
1986	为个人投资者提供第一个债券指数基金——先锋全债券市场指数基金，它已成为全球最大的债券共同基金之一
1990	发行了第一只国际股指共同基金，扩充了指数投资者的视野
1996	在美国以外开设了第一家办事处，在澳大利亚墨尔本开展业务
1998	开始服务 529 大学储蓄计划，面向那些为高等教育储蓄的人提供便利客户、低成本的投资方法
2000	推出 Admiral 份额，提供更低的基金成本，帮助客户账户节省成本
2001	为了给投资者更多的灵活性，开始提供 ETF 作为 Vanguard 基金的交易所交易份额，该方法已获得专利
2003	推出目标退休基金，现已成为服务退休储蓄者最大的均衡、多元化目标日期基金系列之一
2005	推出其财务顾问网站。该网站提供分析工具、实践管理程序、文献库以及专有研究和经济分析
2008	于 1986 年加入 Vanguard 的 F.William McNabbIII，接替 JohnJ.Brennan 担任首席执行官

2013	管理资产规模超过 2 万亿美元
2014	在创纪录的现金流入的支持下,管理资产规模超过 3 万亿美元,包括 Vanguard 快速增长的国际业务
2015	Vanguard 正式推出其具有里程碑意义的个人顾问服务,客户只需 0.3%的资产管理费用即可获得持续的投资建议
2017	Vanguard 管理的资产规模超过 4 万亿美元。同时, Vanguard 在中国上海和墨西哥墨西哥城开设办事处
2018	于 1991 年加入 Vanguard 的 Mortimer J. Buckley, 接替 F. William McNabb III 担任首席执行官

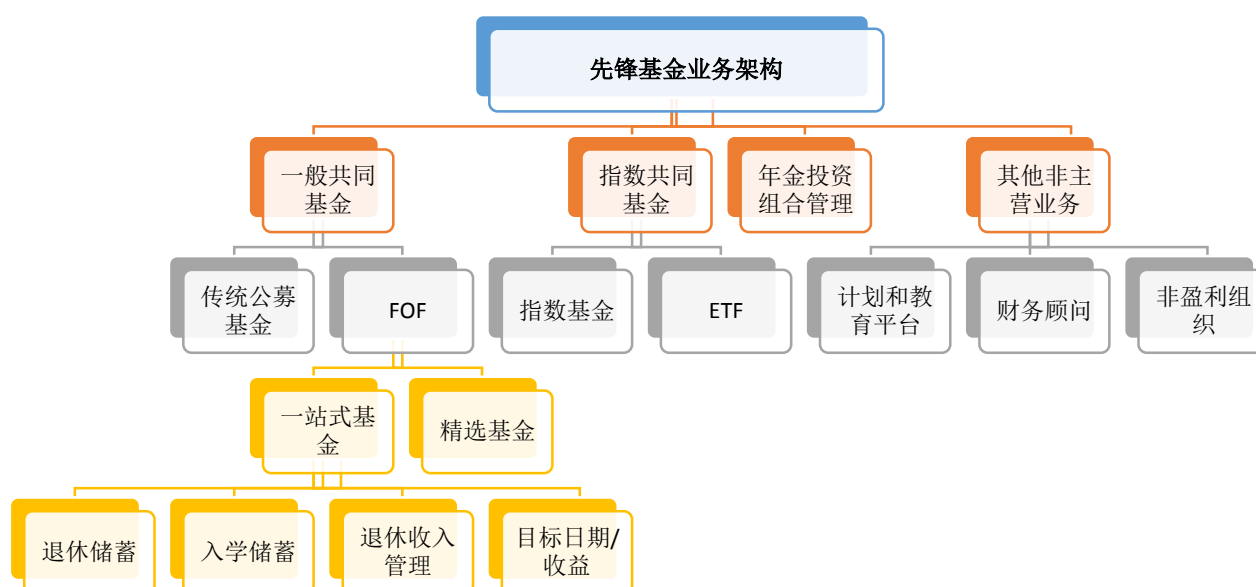
数据来源：先锋基金官网

二、主要业务领域

(一) 业务架构

先锋目前业务主要分为一般共同基金（传统公募及 FOF）、指数共同基金（指数基金和 ETF）、年金管理和其他非主营业务等四大领域；根据服务对象，又分为个人投资者服务、机构投资者服务、金融咨询服务和海外投资者服务，并以服务客户为宗旨建设了复杂的细分产品线，对应产品供给已超过 180 只。

图 3-1：先锋基金业务架构



（二）共同基金业务发展情况

公募基金⁵方面，截至 2019 年底，先锋旗下共同基金规模（含货币市场基金和 ETF，剔除 FOF）已达 6.59 万亿美元。

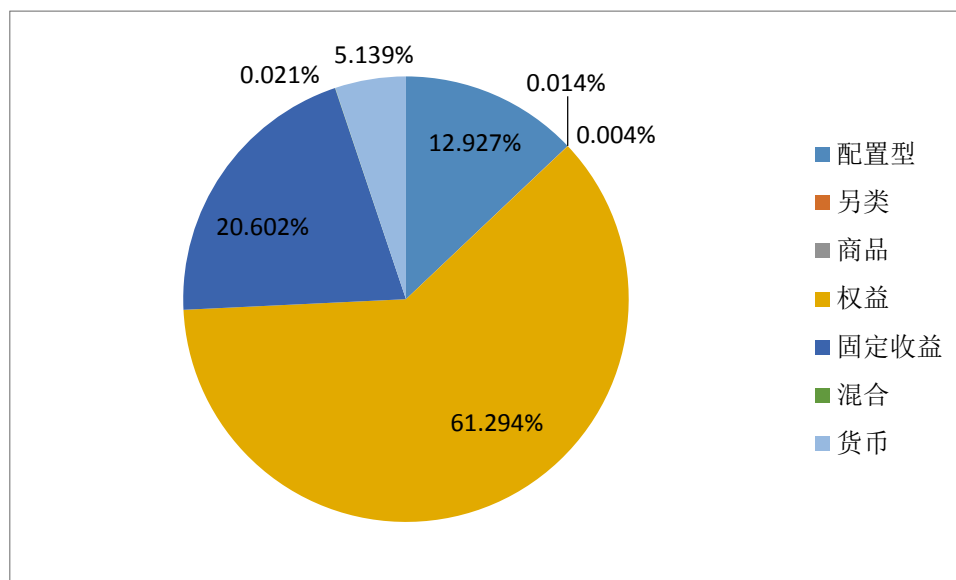
1、2009 年以后，先锋进入快速扩张阶段

先锋早期沿袭了威灵顿基金平衡基金的投资风格，并创新推出了指数型基金。在美国养老金市场发展的助力下，规模稳定保持上升。

2、资产分布上仍然偏重美国本土权益市场投资，其他类型资产稳步增长

从先锋旗下基金大类资产类别分布上看，美国股票型基金占比一直较高，2019 年底权益类产品占比高达 61.29%，其次固定收益类基金占比为 20.60%，其他类资产近年呈现稳定增长。

图 3-2：截至 2019 年底先锋旗下共同基金资产类别占比情况



3、指数业务逐渐成为先锋最具标识性的拳头业务

先锋成立之初即推出了指数基金，自上世纪八十年代，

⁵ 本部分有关先锋公募基金数据均来自晨星以及广发基金内部整理，数据来源于晨星。

在美国养老金入市的外在因素驱动和公司内部低费率战略的导向指引下，先锋加大指数产品供给、规模占比不断上升。截至 2019 年底，先锋旗下被动产品规模共计 4.47 万亿美元，占比达 67.90%。

三、特色领域

先锋的投资哲学极为明确：清晰的投资目标、平衡且分散化的投资组合、最低的费率和长期的增值。先锋创始人博格认为：**低成本才能创造价值**。纵观先锋发展的时间轴，该公司从成立之初就以低费率为目标，取消销售佣金，推出指数基金，后来又推出税收管理基金。

为了避免投资者在众多基金产品中盲目孤立地选择，它以庞大的基金库为投资标的，**建立了一站式基金与核心基金两个基金之基金（FOF）系列**，通过将产品系列化、细分化满足了投资者的不同需求，这两大系列的基金最终成为先锋旗下两个最具标志性的品牌产品。

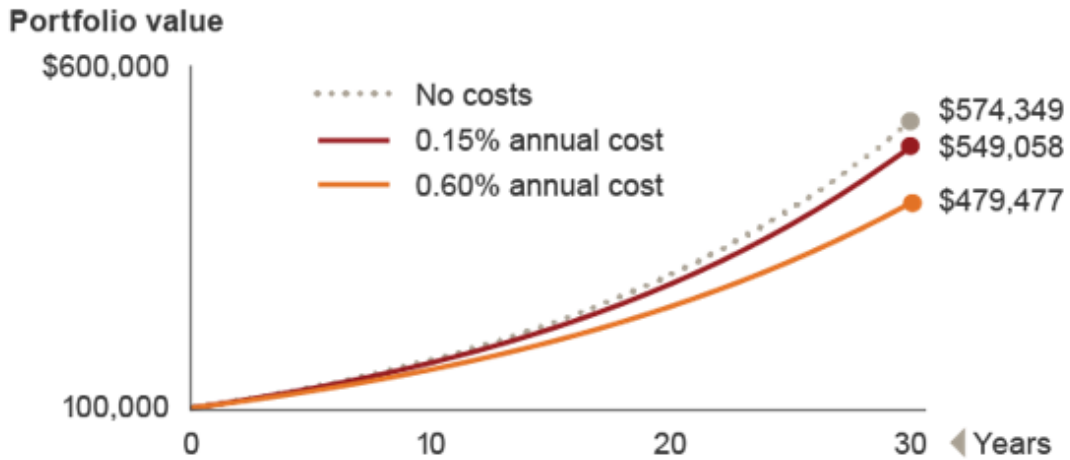
（一）费率低廉化

低费率是先锋基金最重要的特点之一，也是创立者博格自创业以来一贯坚持的管理理念。随着先锋的持续发展，其逐步将旗下管理资产加权平均基金费用率从 1975 年的 0.68%⁶降至 2019 年底的 0.15%，远低于同期行业平均水平。

晨星研究发现，相对较低的费用对基金的长期业绩表现有着正面的支持作用。先锋旗下基金费率远远低于全行业同类基金的水平，与同类基金相比有着很大的竞争优势，也是众多投资者愿意长期留在先锋的原因。

⁶ 数据来源：先锋官网，下同。

图 3-3 低成本对于长期投资回报的影响



资料来源：Vanguard

注：此图描绘了 30 年期间费用的影响。假设投资组合的起始价值为 100,000 美元，平均每年增长 6%。

（二）一站式产品服务

一站式产品服务的目的在于服务特定的个人投资者，主要分为退休储蓄、入学储蓄、管理退休收入、特定事件或目标四个部分。通过在单只基金里实行分散化的资产配置，简化特定投资者的投资过程，力求一只基金就满足特定的投资目标。

1、入学储蓄

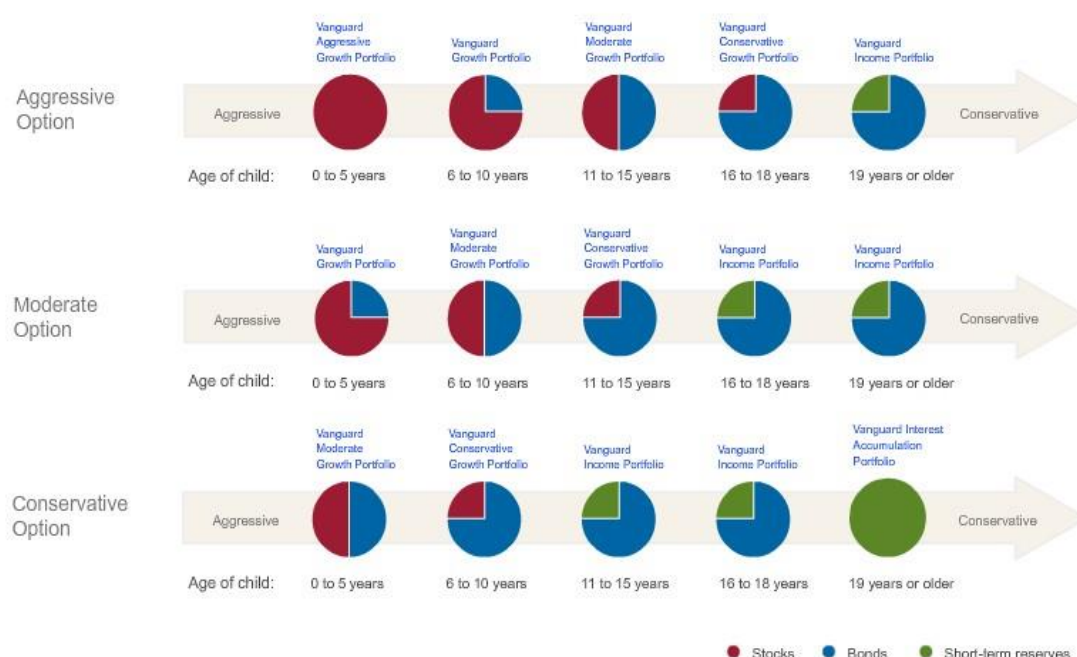
作为支持教育发展的一个辅助措施，美国政府以州为单位，发起了 529 计划，允许家庭以累积子女学费为目标开立账户进行投资，同时给予较大的税收优惠，选择优秀的资产管理公司委托管理。由于入学储蓄的投资规模在美国相对庞大，先锋抓住先机，并迅速占领了较大的市场份额。

先锋对 529 计划同样也是采用类似生命周期基金的投资方式，当子女年龄较小、离入学时间较长的时候，计划将大部分的资产投资于股票，随着子女年龄的增长、入学时间的

接近和父母收入风险的变化逐渐降低股票型资产的配置，增加债券和货币市场的资产比重。

该系列按照子女的年龄以 5 岁为一档分为五个阶段，每个阶段又进一步细分为激进型、稳健型和保守型三个风险类别，父母可以根据自己的风险收益特点，为不同年龄段的子女挑选特别的投资组合。

图 3-4 先锋旗下 529 计划风格细分



资料来源：先锋基金官网

2、管理退休收入(Manage Retirement Income)

先锋管理退休收入系列基金(Vanguard Managed Payout Funds)的目标是让投资者拥有稳定的月度收入，采取 FOF 形式，每年根据基金表现对本年每月收入发放进行调整。该基金追求配置互补资产类别来减弱市场波动，但是并不承诺投资目标，如果损失过多，月度收入的发放可能来源于返还部分本金。

该系列基金包括 3 只子基金，分别是管理收入增长焦点

基金 (Managed Payout Growth Focus Fund)、管理收入增长及分红焦点基金 (Managed Payout Growth and Distribution Fund)、管理收入分红焦点基金 (Managed Payout Distribution Focus Fund)，这 3 只基金的月度分红依次增多，风险依次递减。

图 3-5：基金收入与投资金额 10 万美元的比较

Amount I have to invest (\$25,000 min) \$ 100,000
 Desired initial monthly payout

	Estimated initial monthly payout	Comparative growth potential and investment risk	
Managed Payout Growth Focus Fund	\$225	Higher	Buy
Managed Payout Growth and Distribution Fund	\$389	Moderate	Buy
Managed Payout Distribution Focus Fund	\$568	Lower	Buy

图 3-6：基金收入与投资 1000 美元的比较

Amount I have to invest (\$25,000 min) \$ 1,000
 Desired initial monthly payout

	Estimated amount to invest	Comparative growth potential and investment risk	
Managed Payout Growth Focus Fund	\$443,947	Higher	Buy
Managed Payout Growth and Distribution Fund	\$257,187	Moderate	Buy
Managed Payout Distribution Focus Fund	\$176,169	Lower	Buy

- 管理收入增长焦点基金：股票型基金配置较多，债券较少，力求避免本金的损失，以资本增值为目标，月度红利较低。

- 管理收入增长及分红焦点基金：目标是通胀保护和资本保值。
- 管理收入分红焦点基金：以资本保值为目标，同时有较高的月度分红，市场中性基金和债券型基金的比重较大。

3、特定事件或目标储蓄 (Save for any goal or event)

先锋旗下的生活策略基金 (Vanguard LifeStrategy Funds) 是根据投资者风险偏好，对旗下 4 只基金进行不同比例配置构建成 FOF，从而实现投资者特定的中期或长期目标。该系列包括 4 只子基金，分别为生活策略收入基金 (LifeStrategy Income Fund)、生活策略保守增长基金 (LifeStrategy Conservative Growth Fund)、生活策略稳健增长基金 (LifeStrategy Moderate Growth Fund) 以及生活策略成长基金 (LifeStrategy Growth Fund)，风险和收益依次递增。

图 3-7：各类生活策略基金的投资期限、风险和资产配置比较

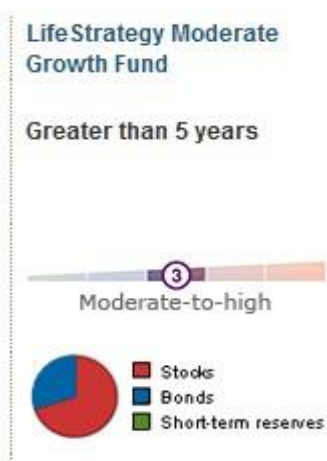
(1) 生活策略收入基金



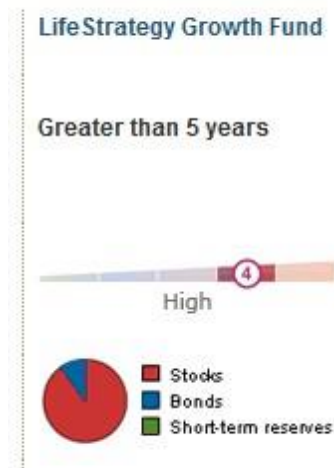
(2) 生活策略保守增长基金



(3) 生活策略稳健增长基金



(4) 生活策略成长基金



资料来源：Vanguard

- 生活策略收入基金：风险最低、最为保守。以提供当前收入和资本增值为目标；适合具有短期或中期投资期限、能承受价格小幅波动的投资者。

- 生活策略保守增长基金：提供当前收入和较低的资本增值。具有长期投资期限和一定风险承受能力的投资者较为适用。

- 生活策略稳健增长基金：投资策略与生活策略保守增长基金类似。

- 生活策略增长基金：提供资本增值和一定的当期收入。适合于具有长期投资期限、以本金增长为投资目标、能够容忍一定程度股票市场波动的投资者。

(三) 其他业务领域

先锋并不满足于单纯的基金管理业务，为把自己打造成全能型的资产管理公司，还开展了类似证券公司的经纪业务了，旗下设立两个经纪业务服务单位，一家销售市场上的基金产品、一家主要服务先锋旗下的基金和传统的股票、债券和 CDs。

先锋的经纪业务可以为客户开立四种品牌账户：Vanguard IRA 账户，即投资者退休账户；401(K) Rollovers 账户，负责在投资者更换工作或退休的时候，把他们的退休资产转移到 Vanguard IRA 账户中，以很低的费用来服务于退休资产的投资；General Investing 账户，即一般的基金账户，可以投资先锋的共同基金产品和货币市场基金，也可以与先锋的经纪业务联合起来投资更多的产品；College Savings 账户，专门服务于 529 计划，可以提供优惠的税收政策。

第四章 道富环球

一、基本情况

(一) 公司情况

道富环球 (State Street Global Advisors, 简称 SSGA), 成立于 1978 年, 总部位于美国波士顿, 是美国道富集团 (State Street Corporation) 的全资子公司, 被誉为是全球资产管理行业内公认的领导者, 其股东美国道富集团成立于 1792 年, 现为全球最大的托管银行和最大的资产管理公司之一。

道富环球的主要客户包括公司、捐赠基金和基金会、养老基金和主权财富基金。这些专业机构依赖于道富环球投资管理公司纪律严明、精准严谨的投资流程及其强大的全球性投资平台。

(二) 发展历程

1、1978-1989: 牛市背景下指数化投资的发展

道富环球创立于 1978 年, 当时只是美国道富银行的资产管理部门。美国道富银行是世界上历史最悠久的受托机构之一, 成立于 1792 年。该部门成立旨在为机构投资者提供投资管理服务。

在这一时期, 股市市场平均年化收益率达到 15%, 固定收益利率持续下降, 债券价格上升, 使得这一阶段成为投资的理想时期。道富环球紧随市场表现变化, 对市场上标的进行配置与交叉, 积极倾听客户需求提供服务, 逐渐在市场上崭露头角。

道富环球于 1978 年和 1979 年推出了标普 500 指数基金

和摩根士丹利国际资本指数欧澳远东基金(MSCI EAFE)，是世界上第一批发行股指基金的公司。在现金管理方面,1978年也是标志性的一年,在这一年道富环球推出了短期投资基金,主要针对需要另类现金管理工具的托管客户。

1984 年道富环球推出新的主动量化股权策略来强化在指数基金领域之外的实力,满足投资者对投资组合管理的需求。与此同时,道富环球开始担任教育者的角色,为客户和同行解释被动管理的理论及其在实务中的优势。

2、1990-2000:全球扩张和 ETF 引领的产品多元化时代

1990 年,道富环球成立了一个独立的实体,并于同年设立伦敦和香港办事处,逐步扩大覆盖范围,至 1999 年已拥有 15 个不同国家的办事处。

1993 年,道富环球创造了世界上第一个 ETF—SPDR 标普 500 指数基金(SPY)。自此之后公司不断推出各类 ETF,进行精准切割,1998 年道富环球推出世界第一个特定行业的 ETF 系列,为更多投资者提供战术资产配置策略。

1999 年,道富环球与香港特区政府和香港金管局共同研究了一个股票中性解决方案,从而创造了亚洲首只 ETF——香港盈富基金(TraHK)。

2000 年,道富环球的官方机构集团(OIG)设立,并已经成长为一个管理规模达 4300 亿美元的业务部门,服务客户主要为主权财富基金和各中央银行。

3、2000-2007:ETF 家族壮大与定额投资

道富环球在 ETF 领域占据一定优势后,开始积极拓展 ETF 基金品类,增加更多追踪标的,期间在欧洲、澳大利亚、美

国市场、中国等推出 ETF 产品。2004 推出首个黄金支持的交易所交易证券。2006 年推出了首个外国房地产 ETF。至此，道富环球已基本实现其全球布局与 ETF 指数基金的完善。

与此同时,为了应对美国养老金改革,道富环球创设了一种独特的设定目标日期的退休基金,并得到政府的支持,目前规模仍在稳步增长。

4、2008 年至今:解决风险、增加产品与收购扩张

后金融危机时代,道富环球专注于帮助客户以两种方式去除投资组合中的风险:一是避免主动选股转而投向指数投资;二是为有绝对收益要求的客户提供更复杂的解决方案。

道富环球在这一阶段也进行收购扩张活动:2011 年完成对爱尔兰银行资产管理 (BIAM) 的收购,同年成立了投资解决方案集团 (ISG),开发定制投资组合解决方案,2016 年收购 GE 资产管理公司 (GEAM)。

(三) 境外分支机构

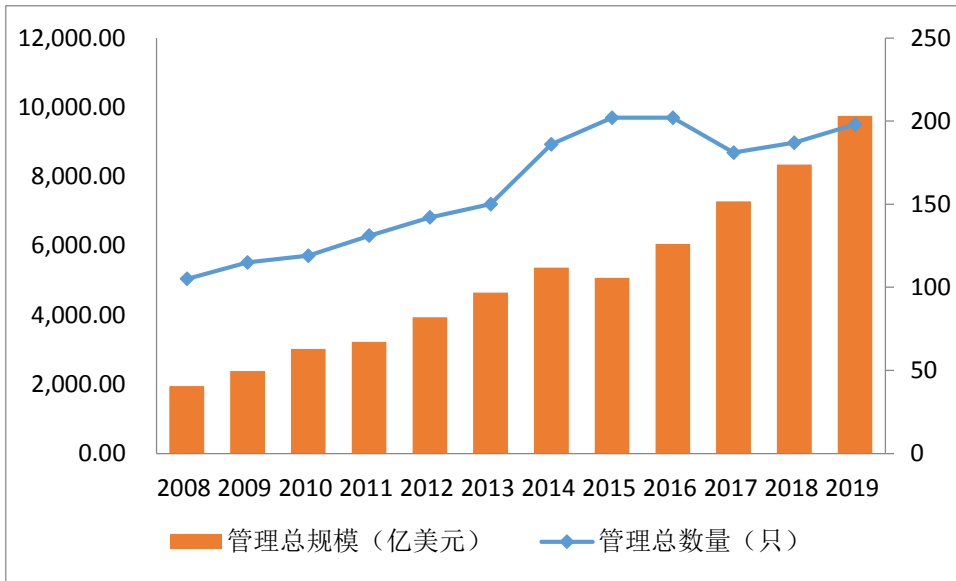
公司在 15 个国家设立共计 27 个办事处,10 个投资中心,各地本地员工数量达到 2600 人左右。

二、主要业务领域

(一) 资产管理发展情况

截至 2019 年底,道富环球的公募资产管理规模已从 2008 年底的 1948 亿美元增长到 9748 亿美元,实现了近 5 倍的增长。

图 4-1：道富基金管理规模及数量增长情况

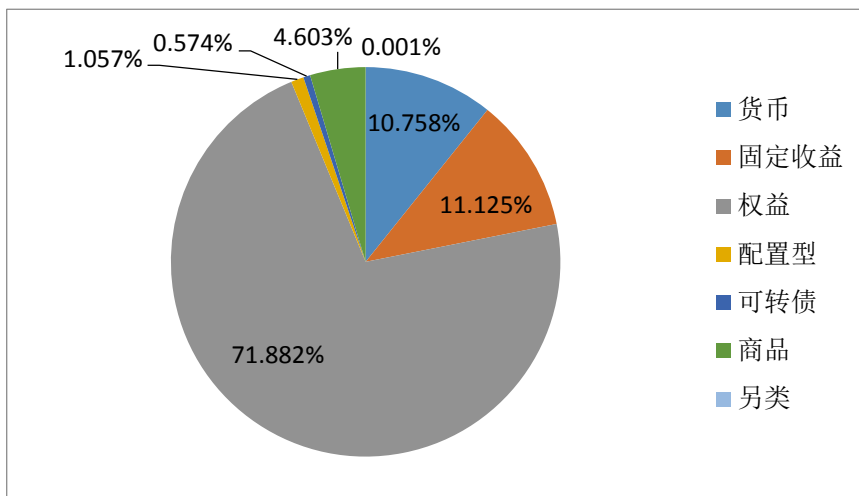


资料来源：根据晨星整理

从基金类型来看，道富环球以权益基金为主，规模占总管理规模的 71.88%，其次为固定收益占比 11.12%，货币基金占比 10.76%。

从管理形式来看，指数基金规模合计 8250.69 亿美元，规模占比 84.64%；主动型基金规模合计 1497.23 亿美元，规模占比 15.36%。

图 4-2：道富环球管理的各类基金规模占比



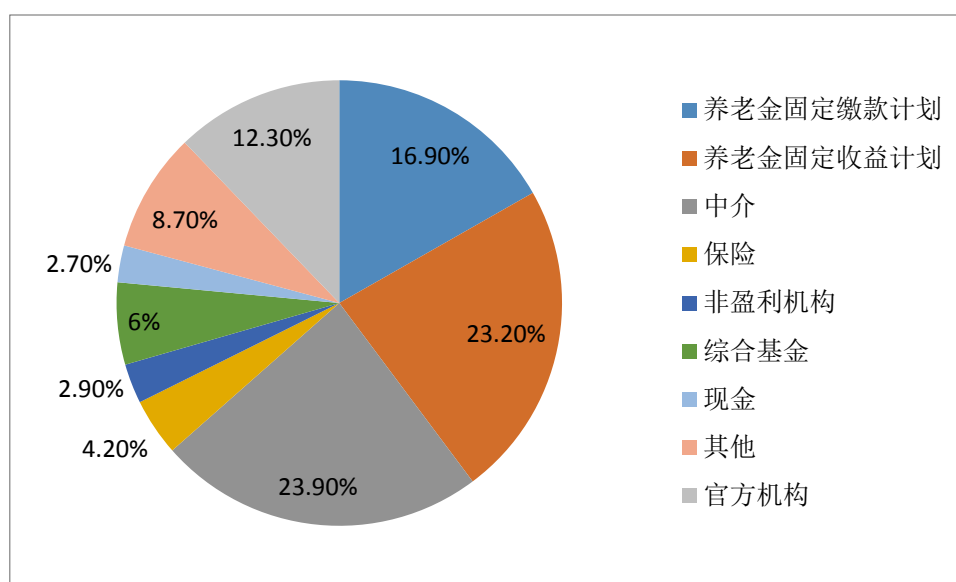
资料来源：彭博

（二）资金来源

道富环球客户包括机构客户及个人客户。

机构客户业务主要为提供匹配定制计划，即从负债驱动型投资到流动性覆盖解决方案，再到 Smart Beta 和 Tail-risk 缓解策略等创新方法，公司提供全方位的可定制投资方法。另外，公司还为政府及官方机构提供一系列可定制的主动和被动策略，专注于官方部门储备或储蓄基金，目前客户有 93 家中央银行、主权财富基金。

图 4-3：道富环球资金来源结构⁷



资料来源：SSGA 官网

（三）资产管理产品

道富环球为公司、公募基金和其他投资者提供广泛的投资管理、投资调查和投资顾问服务。道富环球提供针对股票、固定收益产品、另类投资、多资产（包括 OCIO）和现金资产分别提供主动型和被动型策略。产品通过多种投资工具直接或间接发行。产品线类型覆盖全面，如下图：

⁷ 养老金固定交费计划——Defined Contribution；养老金固定受益计划——Defined Benefit；中介——Intermediary；保险——Insurance；非盈利机构——Not for profit；综合基金——Cash Direct Commingled；现金——Cash Sec Landing；其他——Other；官方机构——Official Institution。

表 4-1：道富环球产品线

权益	固定收益	现金	货币	另类投资	ETF
主动及增强	主动	主动	主动	商品	核心
量化	增强	增强	指数	房地产	行业
指数	指数		对冲	私募股权	风格
固定波动率				绝对收益	地区
基本				全球多策略	全球及固定收益
				期货	

资料来源：SSGA 官网

三、规模增长原因分析

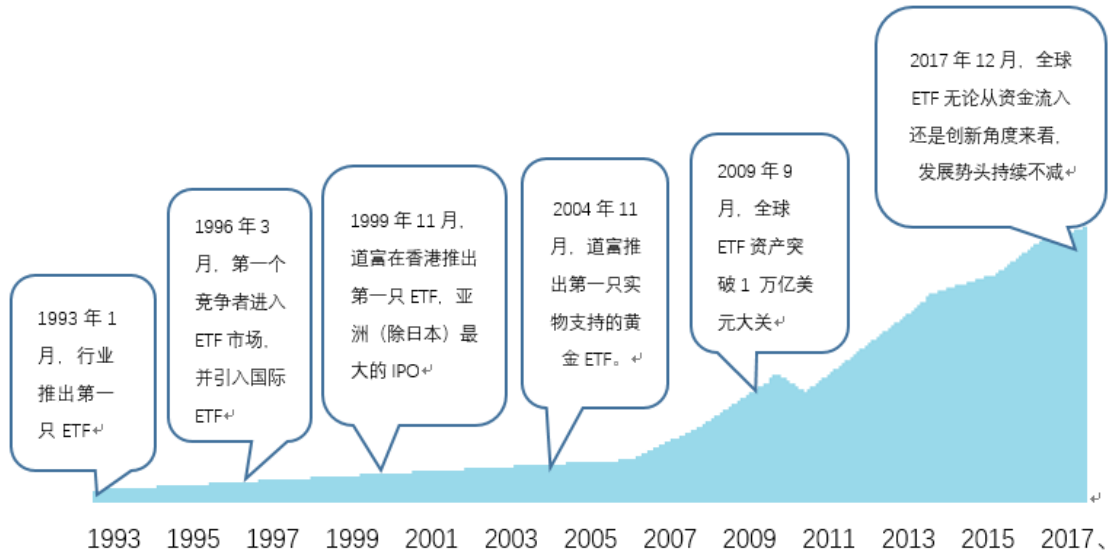
（一）指数投资和被动式管理的兴起

指数化投资最初由先锋于 1976 年提出。道富环球和先锋很快成为两个最领先的指数化投资服务提供方。道富环球专注于机构市场,先锋专注于零售。道富环球通过设计指数化投资产品,让客户以更有效的方法取样并模拟某类证券的整体变化,使客户能够以经济的成本享受整个市场的增长机会。

（二）ETF 的崛起

在过去的 20 年里,对每类 ETF 的需求都出现了爆炸式增长,ETF 改变了投资者的投资理念,为投资者提供了低准入门槛、灵活性以及低成本的 β 敞口,让普通投资者得以有机会投资每一个市场板块。道富环球开发了不同资产类别的众多 ETF,覆盖了股票、固定收益、货币和大宗商品市场。这些指数产品提升了投资者在各投资领域内进行精准“切割细分”的能力,使构建抵御市场周期的投资组合成为可能。

图 4-4: ETF 发展历史及资产增长



<p>尽管发展历史补偿，ETF已经证明在极端条件或不确定的环境下，其表现能达到预期。事实上，在危机中，ETF成为一些问题的解决方法。</p>	<p>2000年4月，科技股泡沫破裂。</p>	<p>2001年9月，恐怖分子袭击导致纽约证券交易所在2001年9月10日至17日闭市。</p>	<p>2008年11月，标普500指数收于752.44，创下1997年年初以来的新低。</p>	<p>2011年8月，标普下调美国的信用评级。资金流入较为安全的资产避险，黄金和固定收益ETF的资金流入量骤增。</p>
--	-------------------------	--	---	--

资料来源：《逐鹿大资管时代》

（三）养老金市场的发展

2000年后，为了应对美国养老金改革及各种经济和人口压力，退休金由定额给付模型转向定额投入模型。因此，道富环球也跟随客户一起转变，扩展了出资方和中介机构的定额投入产品计划。同时，道富环球创设了一种独特的设定目标日期的退休基金，以使投资者能够建立一个去风险的投资组合，公司已成为业内此类基金最大的管理机构之一。

（四）后全球金融危机时代和综合解决方案的开发

2008年全球金融危机爆发，对道富环球而言，此次危机带来了机遇，这主要得益于公司坚持长期与客户保持密切接触，并对客户进行风险和多样化投资培训。

道富环球专注于帮助客户以两种方式去除投资组合中的风险。首先,通过避免主动选股,转而投向指数投资,使得投资者能够以较低的成本获得市场敞口。其次,为应对极端市场风险,道富环球业务模式进行另一个改进:为有绝对收益要求的客户提供更复杂的解决方案,以抑制风险。战略资产配置、战术资产配置和风险管理成为当前以解决方案为导向的雏形。这种综合解决方案将被动投资与主动投资和另类投资策略有机地结合起来,为投资组合提供保障。

2011年,道富环球开始为客户管理多元资产类别的解决方案,以管理尾部风险。当时在全球授权的运作下,采用这些策略管理的资产总额为1400亿美元,现在管理的资产总额已超过1850亿美元,团队人数也从40人增长至70余人,并在全球授权运作。

第五章 对境外领先资产管理公司发展的思考

一、国外资产管理行业发展的几个典型趋势

以美国为例，近 20 年来，资产管理行业发展具有如下几个典型趋势：

（一）货币基金规模占比下降，债券基金占比上升，但权益基金仍然是最为重要的基金类型

如下表所示，近 20 年来，美国货币基金的规模占比由 1998 年底的 24% 下降到 2018 年底⁸的 17%；而债券基金的规模占比由 1998 年底的 15% 上升到了 2018 年底的 23%，显示出在低利率情况下，货币基金和债券基金之间存在较为明显的替代效应。

权益基金的规模占比保持在 50% 以上，仍然是美国基金市场中最为重要的基金类型。从年复合增长率来看，权益基金的年复合增长率为 5.53%，增长速度基本与整体水平持平。

表 5-1：1998-2018 年美国各类基金的规模占比变化（规模单位：十亿美元）

	1998 年规模	规模占比	2018 年规模	规模占比	1998-2018 年规模年复合增长率
权益	2,977.95	53.90%	9,224.76	52.09%	5.53%
混合	360.04	6.52%	1,383.26	7.81%	6.62%
债券	835.55	15.12%	4,061.81	22.94%	7.82%
货币	1,351.68	24.46%	3,037.04	17.15%	3.93%
整体	5,525.22	100.00%	17,706.87	100.00%	5.70%

数据来源：ICI

注：此处仅包括共同基金（即不含 ETF）。

（二）被动产品成为潮流，大量资金从主动型基金流出，流向被动型基金。而迈入 21 世纪之后，相比普通指数基金，ETF 的规模增长更为突出

1、从存量规模来看，被动基金规模占比迅速增长

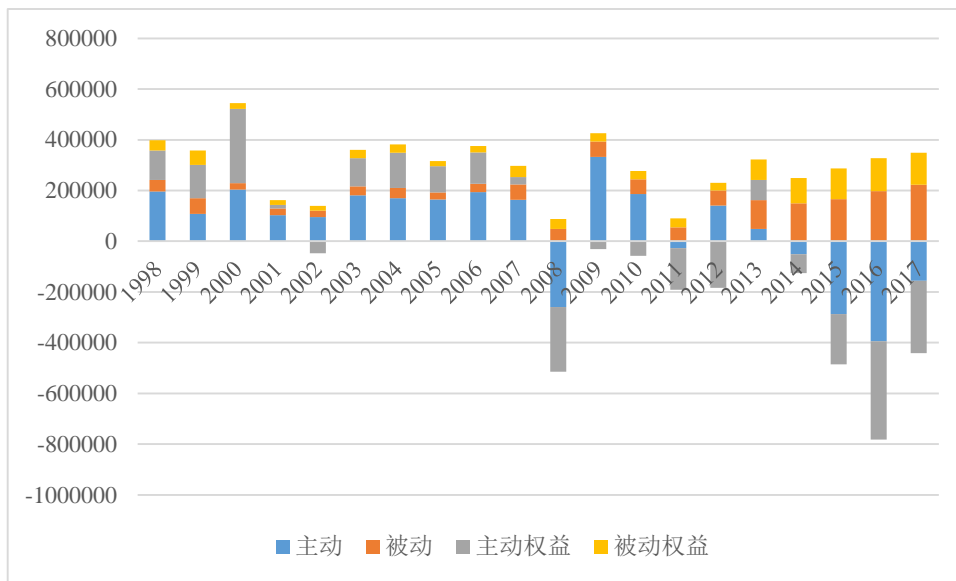
⁸ ICI Fact Book 2019 仅更新至 2018 年底数据。

主动管理基金规模占比从 2007 年的 85% 降至 2018 年的 64%，同期，被动基金的规模占比从 18% 增加到了 36%，普通指数基金和 ETF 各占 18%。

2、从资金流量来看，被动基金吸金效果显著

1998-2007 年，主动基金、被动基金均面临资金净流入；2008-2013 年，主动基金持续资金流入，其中，主动权益型基金持续资金流出，而主动债券型基金或其他主动型基金持续资金流入；2013 年以后，主动型基金、主动权益型基金持续资金流出，而主动债券型基金或其他主动型基金也陆续出现了资金流出的情况。相比而言，2008-2018 年，被动型基金、被动权益型基金持续持续资金流出。

图 5-1：1998—2018 主动、被动、主动权益、被动权益基金的资金流入情况



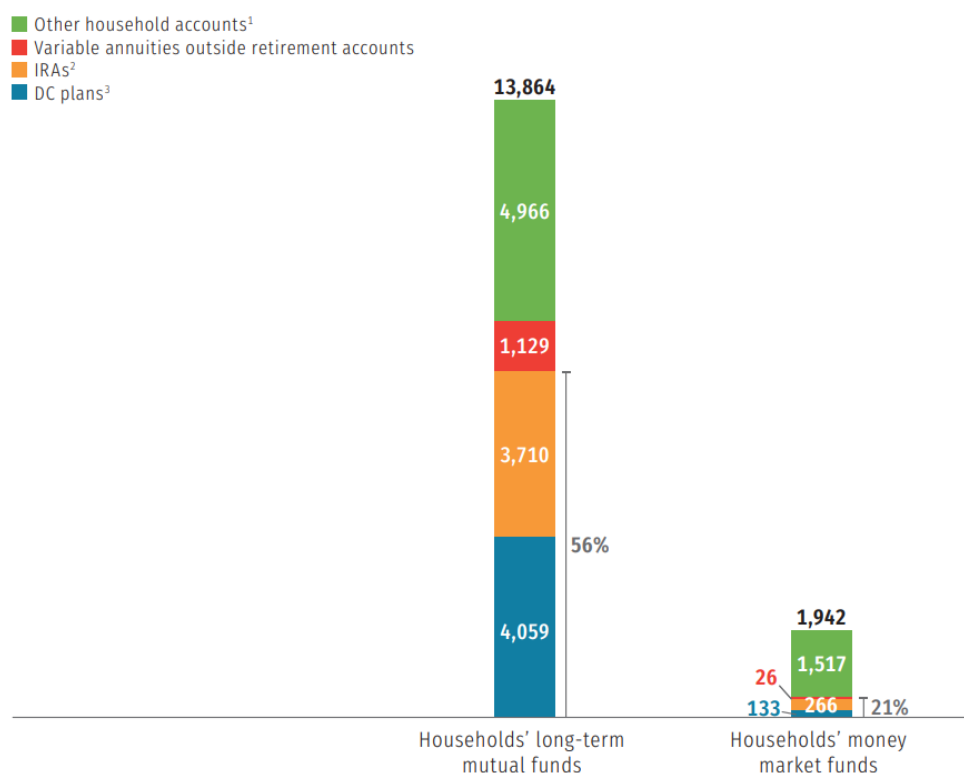
数据来源:ICI

（三）各类养老金已成为共同基金最主要的资金来源

根据 ICI 统计，2018 年底，美国共同基金（不含 ETF）的规模为 18.7 万亿美元，其中 13.9 万亿为美国家庭所持有。从这 13.9 万亿美元的构成来看，IRA、DC 计划、可变年金等

各类养老金计划持有金额为 8.9 万亿美元，其余为家庭通过其他账户所持有。

图 5-2：2018 年底美国家庭持有共同基金的构成情况



图表来源：ICI

（四）基金整体费率逐年降低成为行业发展的另一个主要趋势

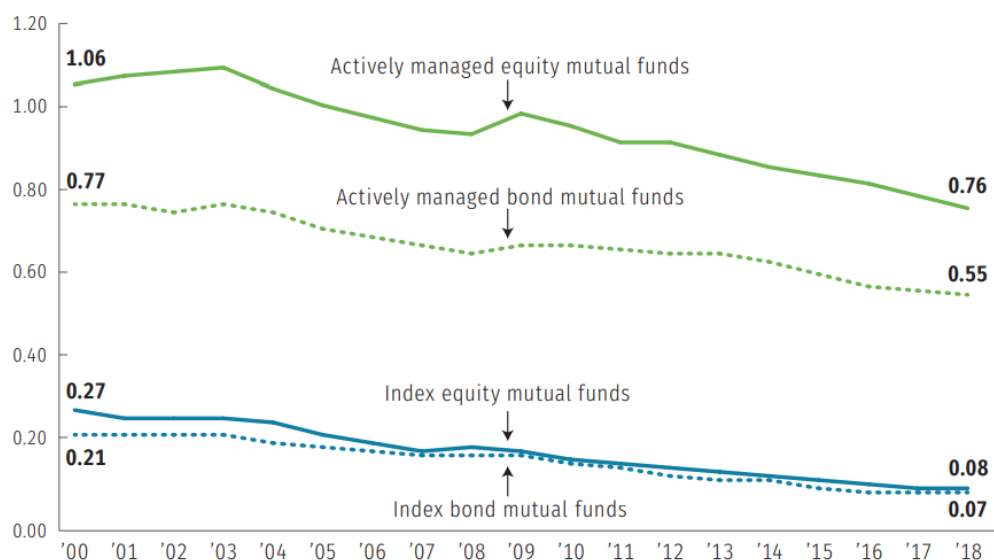
近二十年来，基金整体费率整体下降已成行业趋势。具体而言：

1、共同基金方面

共同基金方面，无论主动基金或是被动基金，其整体的费率（expense ratio）均呈现明显的下降趋势。主动管理的权益基金，平均费率由 2000 年的 1.06% 下降到了 2018 年的 0.76%，主动管理的债券基金，平均费率由 2000 年的 0.78% 下降到了 2018 年的 0.55%。而被动基金的费率下降得更为明

显，被动权益基金和被动债券基金的费率目前已分别降低到了万分之八和万分之七。

图 5-3：2000-2018 年美国各类共同基金的费率



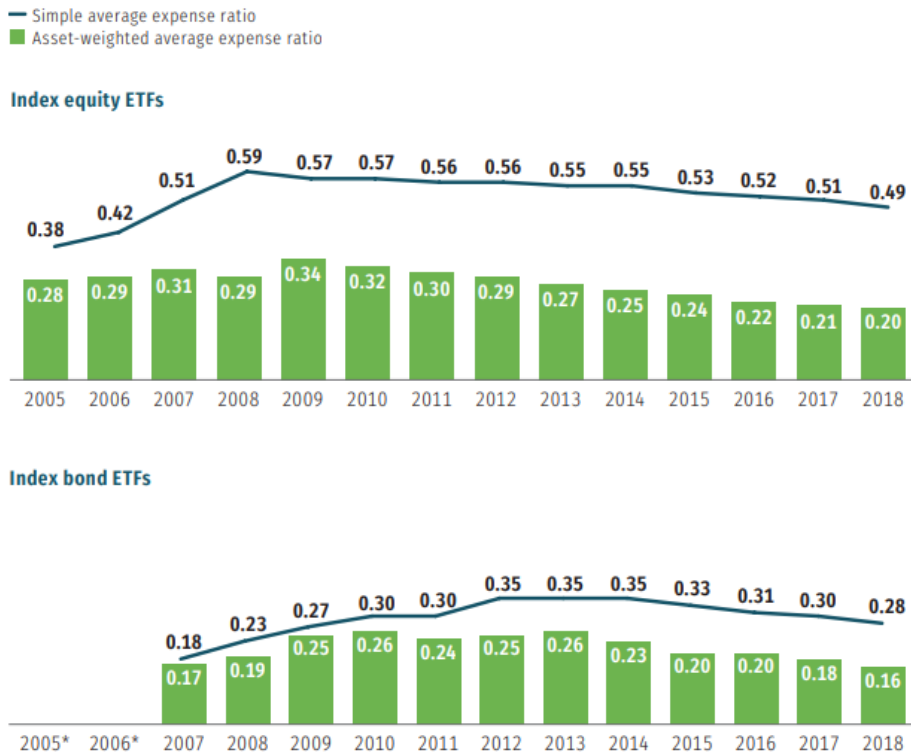
图表来源：ICI

注：费率采用资产加权方式进行平均。上述费率统计不包括基金中基金的费率。

2、ETF 方面

与共同基金的费率持续下降的趋势不同，ETF 的费率出现了先升后降的趋势，但近年来，无论是资产加权平均费率，还是简单算术平均费率，权益 ETF 和债券 ETF 的费率均呈现下降趋势。目前，权益 ETF 的平均费率（资产加权平均）为 0.20%，债券 ETF 的平均费率（资产加权平均）为 0.16%，远高于普通指数基金。这也可能是近年来美国 ETF 与指数基金出现并驾齐驱状况的原因之一，毕竟虽然指数基金的流动性不如 ETF，但费率较 ETF 有明显优势。

图 5-4：2000-2018 年美国各类 ETF 费率



图表来源：ICI

注：不包括 ETF 的 ETF。

（五）三家公司均抓住了行业趋势带来的发展机遇

权益产品方面，三大资产管理公司仍然是以权益产品（无论主动还是被动）为主。具体见本文第一章。

被动产品方面，贝莱德尽管不是业内第一个布局 ETF 的公司，但它通过并购抓住了 ETF 的发展机遇，并通过成批布局 ETF 产品，建立全面的 ETF 产品线，巩固了其在 ETF 产品方面的地位；先锋是最早发现指数投资机会的基金公司，虽然进入 ETF 行业较晚（约翰·伯格最初对 ETF 不看好，直到 2004 年先锋才布局了其第一批 ETF），但由于当时 ETF 还未形成寡头垄断格局，先锋利用自身在指数方面累计的强大投资能力、规模和客户资源，ETF 业务发展很快就跟上了竞争对手的步伐；道富环球是美国 ETF 的先行者，尽管产品线并

不如贝莱德全面，但其仍然是美国三大 ETF 巨头之一（贝莱德、先锋、道富环球）。

低费率基金方面，由于机构对于基金费率的敏感性，以及 ETF 或指数基金的同质化特性（跟踪同一标的指数的 ETF 或指数基金），贝莱德、先锋和道富环球纷纷通过低费率基金参与竞争、争夺竞争对手的市场份额。其中，先锋更是低费率基金的倡导者，产品费率远低于市场平均水平，甚至主动基金的费率也是非常低的，大部分主动债券基金费率在 0.23% 以下，主动股票基金费率在 0.55% 以下，低于行业平均水平。

养老理财方面，上述资产管理公司都非常重视养老理财业务，并基本建立了比较完善的目标日期、目标风险基金的产品线（道富环球目前仅有目标日期产品线）。

二、国内基金公司与境外领先资产管理公司的差异

（一）国内基金公司组织形式以有限责任公司为主

境外资产管理公司的组织形式较为多样，如贝莱德是上市的股份有限公司；道富环球是上市公司全资子公司；先锋的组织形式更为特殊，其股东为旗下共同基金。相比而言，国内基金公司的主要组织形式为有限责任公司，少量公司为股份有限公司（如南方、银华等），且均未上市。多样化的组织形式有助于资产管理公司形成多元化的战略思路和发展路线。

一方面，上市资产管理公司能够方便的运用并购等资本运作方式，扩大公司资产管理规模，完善公司产品线，拓展公司业务等战略目标，有助于资产管理公司快速建立相关领

域的竞争能力——比如通过并购迅速打入境外市场等。

另一方面，先锋的持有人模式股权结构下不存在私人股东，更像一个非盈利性质的协会组织，公司股权由所管理的基金所有，而各基金则由基金持有人拥有，公司营运费用由所管理的基金按比例分摊，除去管理人报酬和其他费用外，基金投资净利润全部返还基金投资者，不存在额外的股东利润，因而先锋基金可以保持极低的费率，公司利益与客户利益完全一致，这无疑带来了极高的客户忠诚度。

（二）国内基金公司发展路径以追求全能化发展路线为主

激烈竞争趋势下，市场集中化、头部化会成为趋势，定位清晰的机构将获得更多发展空间。国内基金公司发展路径比较单一，规模较大的基金公司目前仍然以追求全能化发展路线为主，相比而言，境外领先资产管理公司形成了五种不同的发展模式。

一是全能主动管理模式（如贝莱德、道富环球），凭借齐全的业务牌照，丰富产品线，广泛的渠道资源，布局资管全链条、产品全覆盖，发挥规模效应，满足各层次客户综合需求，成功的关键在于打造扎实稳定的投研能力、在细分领域领先，以及通过并购快速扩大规模、整合优势资源。

二是 Beta 工厂模式（如先锋），主要发展 ETF 等被动产品，通过规模和成本优势以及持续创新赢得竞争。

三是精品资管模式（如桥水），以某一擅长投资领域立足于市场，例如主动管理型、指数投资型、量化投资型、货币理财型等优势领域，主要面向机构投资者或者高净值个

人。

四是财富管理模式（如美林），直接面向个人投资者，对客户有深入的理解，能够提供定制化的资产配置建议。

五是解决方案专家（如罗素），专注提供多资产策略、组合构建、投资经理挑选、投研能力建设、财富管理、IT 和运营支持等在内的一站式解决方案服务。

（三）国内基金公司产品形态以契约型基金为主

证券投资基金最早是以契约型基金形式发展的，以英国为典型代表。后来，公司型基金在美国获得极大发展，并逐渐被其它国家引入，形成了公司型基金和契约型基金并行发展的格局，目前我国在公司型基金的立法和行政法规上尚存空白。

公司型基金（Corporate Funds）是指依据公司法组建股份有限公司，通过发行股票来募集投资者的资金，并运用于证券投资，以股利形式对投资者进行分配的一种基金形式，其设立一般需在工商管理部门以及证券交易委员会注册。

公司型基金的优势在于基金持有人可以“用手投票”。契约型基金和公司型基金的比较显示，公司型基金的最大优势就是其多了投资公司这一制度设计：一是使得基金持有人拥有“用手投票”的权利，从而使得基金持有人的权益得到了有效保护；二是投资公司处于运作中心，而基金管理人和基金托管人处于被选择的地位，因此具有更为灵活的激励和约束机制；三是作为独立的法人主体，可在必要时向银行借款，便于公司扩大资产规模或者解决资产的短期流动性问

题，避免规模变动对基金投资的影响，以及增加基金抗风险的能力。

公司型基金的不足之处在于运作成本的增加、同样面临委托代理问题。相比契约型基金，公司型基金的运作成本高出许多，主要包括监督成本、信息收集成本和激励成本。其中监督成本指的是为保证和发挥董事会的监督作用，对董事会的董事和独立董事专门支付的薪水等成本；信息收集成本指的是为了搜集与决策相关的信息所付出的成本；激励成本指的是为了保证基金管理人、董事与公司型基金利益一致所支付的成本。

除此之外，公司型基金同样面临监督管理人监督失效，基金持有人（股东）对基金的重大决策事项的投票权流于形式，以及投资者利益受到损害时，无法直接起诉基金管理人或基金托管人等问题。

（四）国内基金公司在产品类型上仍存在提升空间

与前述资产管理公司相比，国内基金公司在大的产品类型方面，已经非常齐备，但在部分产品类型上仍然存在提升空间：

1、养老金对接产品方面

国内的目标风险、目标日期基金目前还处于起步阶段，目前尚未有基金公司完成目标风险、目标日期基金的完整布局，而在境外，比如先锋、贝莱德等公司都拥有一个或数个系列的目标风险、目标日期基金，布局已经较为完全。部分基金公司以指数形式布局其目标日期基金，比如贝莱德就有Ishares target date ETF 系列。

2、货币基金方面

美国货币基金根据投资范围可以分为优质货币基金和政府债券货币基金两类，根据估值方法可以分为摊余成本法货币基金和市价法货币基金；但国内的货币基金以摊余成本法估值为主、市价法估值尚处起步阶段。此外，从投资范围的角度，我国货币基金都类似于美国的优质货币基金，没有政府债券货币基金。

3、根据基金规模收取阶梯管理费率率的基金

在管理费方面，国外存在根据基金规模收取阶梯管理费率的基金。规模越大，因规模效应管理成本应该是下降的，这是符合逻辑的。贝莱德有多只这样的产品。而国内基金一般收取固定管理费，无法体现规模对费率的影响（当然，国内尾随佣金的普遍存在，这种收费模式的推出可能存在一定阻力）。

贝莱德旗下多只基金（如 BlackRock Core Bond Portfolio、BlackRock Credit Strategies Income Fund 等）根据基金规模的变化收取不同的管理费，如采取以下费率结构：

表 5-2：贝莱德部分基金的阶梯管理费率结构

日均资产净值	管理费率
低于 10 亿美元	0.550%
10-20 亿美元	0.500%
20-30 亿美元	0.475%
高于 30 亿美元	0.450%

而国内的阶梯费率基金则是根据业绩变化而收取不同的管理费率。

4、高收益债券基金方面

高收益债券基金是债券基金中一个较为重要的细分类型，基本上前述资产管理公司都有自己的高收益债券基金品种。但目前这一品种在国内是比较缺失的。

5、多空对冲型基金方面

贝莱德推出了若干只采取市场中性策略（如：Blackrock Event Driven Equity Fund）或者 Long-short 策略的基金（BlackRock Global Long/Short Credit Instl、BlackRock Global Long/Short Equity Instl）。其采取的策略都是在做多某些股票（或债券）的同时，做空另一部分，从而期望可以获得做空和做多双边收益。但不同的是，市场中性策略对整个市场的风险暴露上是接近于零的，而 LONG/SHORT 策略整体仍然是保留了多头头寸。富达也曾经推出过 130/30 基金，但由于业绩表现糟糕导致规模大幅缩水，最终被关闭。目前国内也有一些采取市场中性策略的基金，但产品类型及策略的多样化方面仍有待进一步提升。

（五）国内基金公司金融科技运用还处于起步阶段

金融科技对包括大资管行业在内的各个金融领域渗透，驱动效能提升和业态变革。以贝莱德为例，其高度重视金融科技投入，维持技术领先地位。早期芬克在第一波士顿的失败经历使其把为客户进行风险管理与创造回报的重要性视为同等重要，贝莱德每年会将营业收入的 10%以上用于科技投资，2019 年末技术投入费用为 2.89 亿美元，占比近 16.4%。在公司内部，贝莱德围绕核心系统阿拉丁推出包括投资解决方案在内的一系列技术支持平台，成立数字财富集团以深化

与财富管理合作伙伴的关系，建立人工智能实验室，制定 Tech2020 规划等。在公司外部，贝莱德通过深度合作、收购、提升内部创新能力等方式不断扩展科技能力边界，例如收购 FutureAdvisor、投资 Scalable Capital 等机器人投顾，减少人力成本，增加 ETF 分销渠道。相比而言，大多数国内基金公司尚未建立有效的资产管理信息系统，风险管理仍然较为初级和低效，学习境外基金公司建立以资产管理为核心的系统，将信息、技术、人员高效连接，可帮助投资机构实现有效的风险管理、提高交易效率和扩大投资规模，加速智能投顾推行。

第六章 结论

公募基金作为资产管理细分领域，对内面临银行理财子公司、券商资管等竞争。作为金融开放的前沿阵地，对外面临海外基金巨头抢占市场。行业如何发展，机构如何定位，成为共同面临的问题。贝莱德、先锋、道富环球三家公司在美国共同基金发展浪潮下的崛起可以给我国公募基金行业的发展提供重要借鉴。

回顾三家公司的发展历程可以得到五点启示：一是发展路径多样化，境外领先资产管理公司形成了全能主动管理、Beta 工厂、精品资管、财富管理、解决方案专家共五种不同的发展模式，各家公司各有侧重、各具特点。二是发展手段多元化，除了通过提供优质投研服务扩大规模，还利用并购等资本运作手段，快速实现业务规模、条线扩张。三是产品类型高度细分，各家公司在权益、债券、货币、商品、资产配置细分领域均布局了不同投资类型、投资策略的产品，主动与被动齐头并进。四是高度重视养老金对接产品布局，各家公司都拥有一个或数个系列的目标风险、目标日期基金，布局已经较为完全。五是推动金融科技在全业务领域的深度运用，建立以资产管理为核心的系统，通过人工智能、云计算、大数据、区块链等领先科技，为金融行业深度赋能，构筑以客户体验为核心，以大数据为基础，以技术为驱动的金融业新业态。

近年来，国内基金公司着力发展权益类基金，不断提高研究能力、丰富产品类型、优化投资结构、强化长期业绩导向，管理规模、投研能力均有了显著提升，但与世界领先资

产管理公司相比，在发展路径、产品类型、业务模式、金融科技等方面仍有提升空间，行业发展任重而道远。

【本文由中国证券投资基金业协会资产管理业务专业委员会委员单位广发基金管理有限公司撰写，协会资管产品部陈艺成校稿】