



北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

金融前沿对话

2020 年第 4 期 总第 51 期



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

主办单位：北京大学汇丰金融研究院

院长：海闻

执行院长：巴曙松

秘书长：本力

编辑：鞠琳琳（执行） 曹明明 方增豪 朱伟豪

北京大学汇丰金融研究院简介

北京大学汇丰金融研究院（The HSBC Financial Research Institute at Peking University，缩写 HFRI）成立于 2008 年 12 月，研究院接受汇丰银行慈善基金会资助，致力于促进金融学术研究、金融市场运行、金融机构监管、金融政策决策之间的交流互动；立足粤港澳大湾区，以全球视野，构建开放的金融专业交流平台，使金融教学与金融研究相互带动，通过编辑出版专业刊物、发布专业研究报告、举办专业讲座、组织前沿学术会议等多种形式，为区域金融发展和国家金融决策提供积极的智力支持，努力将北京大学汇丰金融研究院打造成为聚焦市场前沿的金融专业智库。

北京大学汇丰金融研究院院长为北京大学校务委员会副主任、北京大学汇丰商学院院长海闻教授，执行院长为中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长巴曙松教授。

美国资产管理业趋势分析

【对话主持】

巴曙松（北京大学汇丰金融研究院执行院长、中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长）

【特邀嘉宾】

夏晴曦（美国卫士人寿高级董事总经理）

本主题是对美国资管行业未来几年趋势的看法和分析。从大的方向上来讲，我认为美国资管行业未来 5-10 年呈现五大趋势：

第一，从生态角度看，指数基金会继续崛起，同样因为这个原因，整个行业的管理费会继续下行。由此，预计会出现一个很大的挑战，即所谓的阿尔法与贝塔的分离。

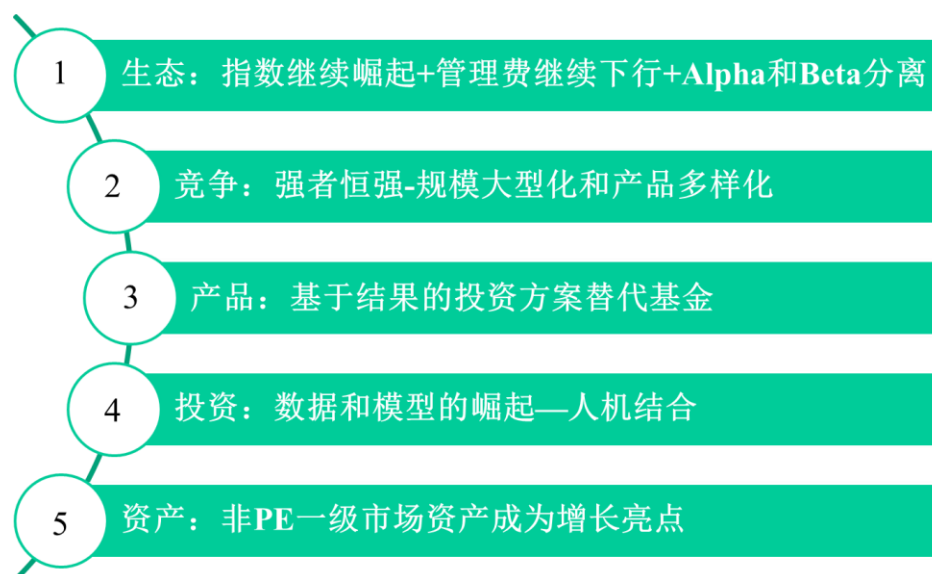
第二，从竞争角度看，会出现强者恒强，也就是头部企业的优势会越来越明显，而且产品多样化的要求以及生存的要求也越来越重要。

第三，从产品角度看，基于结果的投资方案，比如多资产基金、资产配置产品等，将会替代一般的基金，成为销售的热点和重点。

第四，从投资角度看，数据和模型的崛起将会改变以前以基本面为主的投资方向和风格，以后基金要想获得成功必须做到人机的高效结合才有竞争力。

第五，从资产类别角度看，我认为非 PE 的一些一级市场，或者

是 private assets 应该会成为增长的亮点。



趋势一：指数基金继续崛起+管理费继续下行+Alpha 与 Beta 分离

1. 指数基金继续崛起

如图 1 所示，全球排名前三的基金公司分别是 Blackrock、Vanguard 和 State Street，它们都是以指数基金为主要产品。其中，Blackrock 的 AUM 指数基金占比大概是 65%，Vanguard 的 AUM 指数基金占比大概是 75%，State Street 的 AUM 指数基金占比大概是 90%。由此可以看出，指数基金在美国资管业中完全处于绝对优势的一个地位。

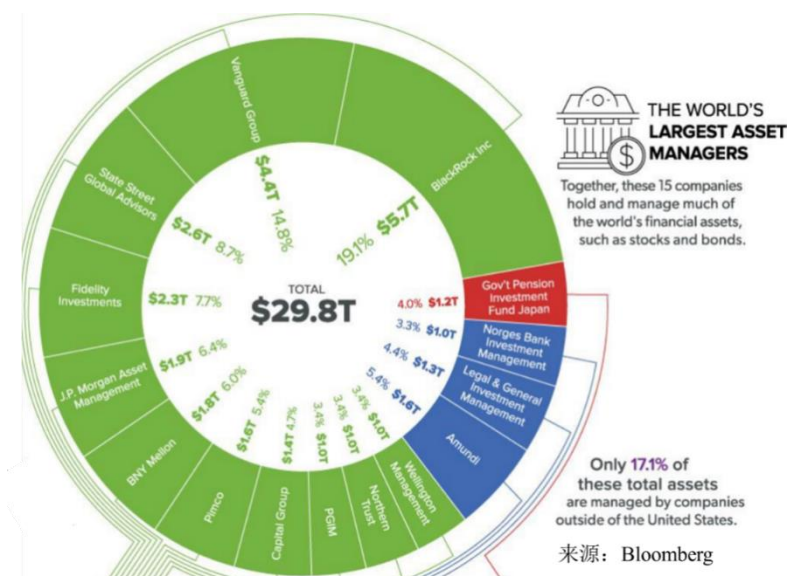
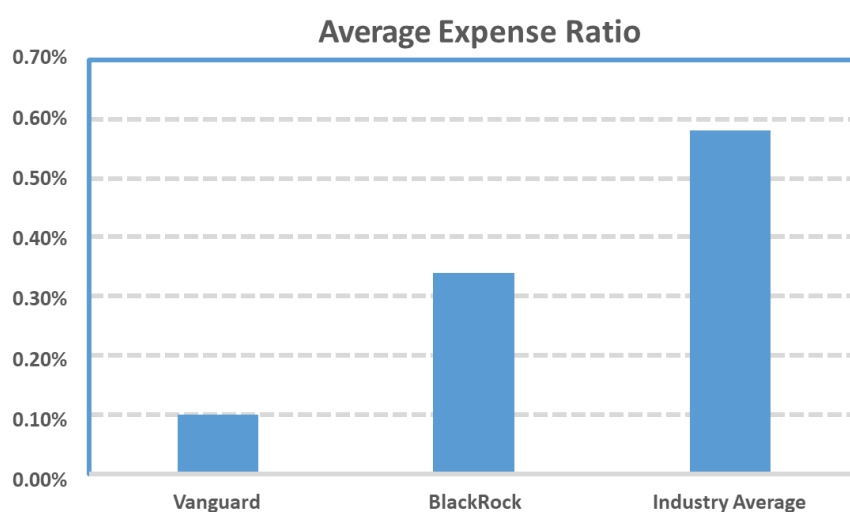


图 1

2. 管理费继续下行

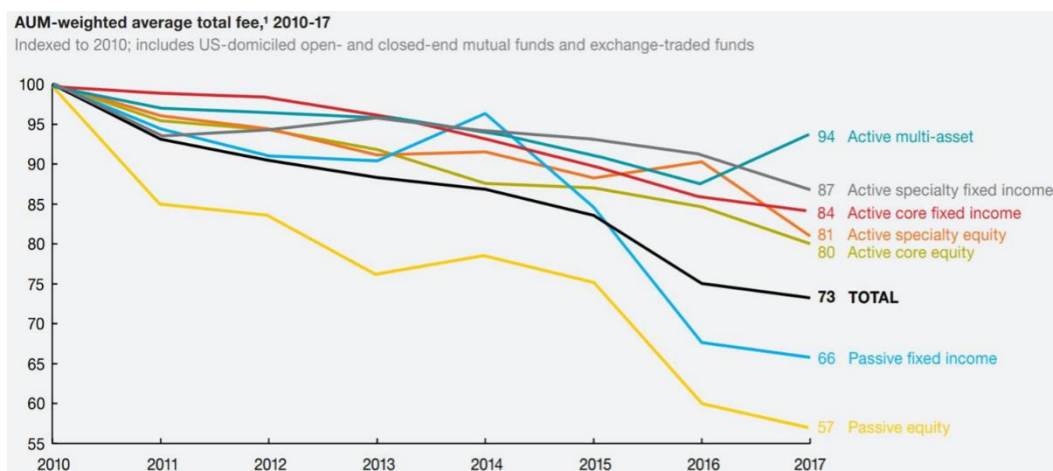
指数基金的强势地位将促使整个行业的管理费继续下降，例如 Vanguard 现在的平均管理费用已降低到 10 个基点左右。相对而言，资管行业管理费用的平均值还很高，因而指数基金的崛起将会给整个行业的管理费带来很大的下行压力。



来源: Vanguard, ETF.com, Blackrock

图 2

具体来看，如图 3 所示，过去八九年资管行业的平均管理费一直都处于下降趋势，其中以指数基金下降最多。从 2010 年至 2017 年，整个资管行业的平均管理费下降了 25%，股票类产品的管理费基本下降了一半，固收类产品的管理费下降了 1/3 左右，主动权益产品的管理费也下降了 20% 左右。一个有趣的现象是管理费下行最少的是所谓的多资产产品。这一现象与该产品的需求上升有直接关系，这是另外一个趋势，后面会继续具体讨论。



来源：Strategic Insight

图 3

另外一个现象是虽然指数基金的管理费下降很多，但是因为它的资产流入很强，所以从营收的角度来讲，实际上资管公司的营收是可以持平的。对于主动权益类产品，实际上它的资产是净流出的，但它的管理费也下行了将近 20% 左右。假如美国股票市场最近几年没有持续上涨，实际上这一类主动权益基金公司的营收压力会很大。所以，

主动权益类产品最近几年能够表现不错、并且能够维持比较高的利润率，原因在于美国整个股市一直在上涨，因而它们的 AUM 也跟着上涨，但是它的自然增长实际上是没有的。

还有一个现象是指数基金的崛起，或者指数基金销售量的关键和管理费。从图 4 可以注意到，指数基金销售量前 10 名有 4 只富达基金公司发行的基金，而富达基金实际上是一家以主动投资为主的基金公司。此外，前 10 种其他 6 只基金都是 Vanguard 公司发行的。之所以出现这种现象，原因在于富达公司在 2018 年引入了所谓的零费率基金，其指数基金的费率比 Vanguard 还要低，从而立刻反映到其销售量的增加。

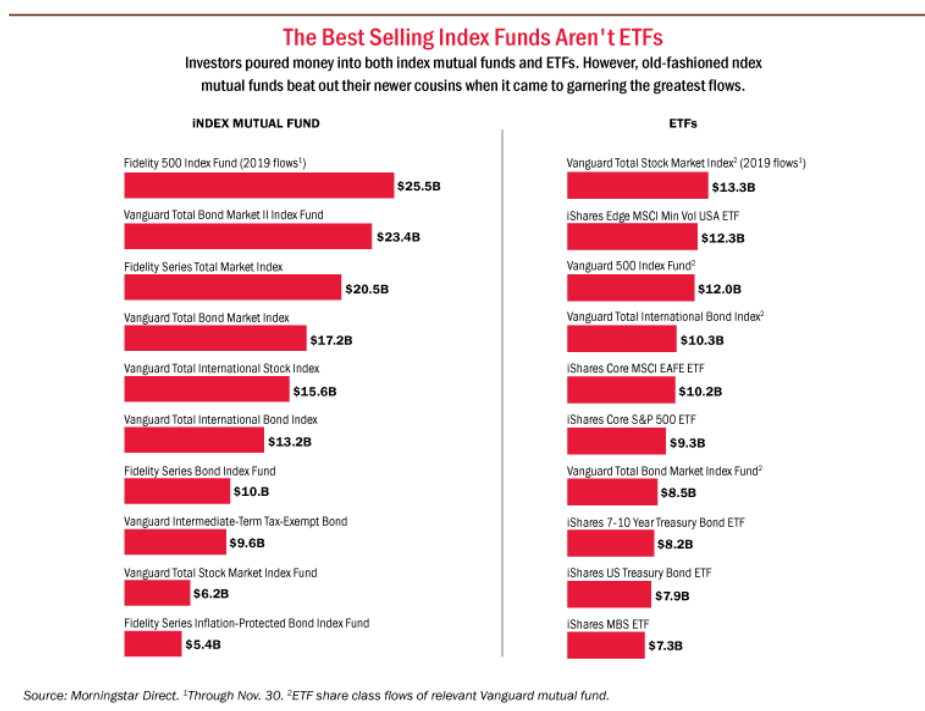


图 4

3. Alpha 与 Beta 分离

随着指数基金市场份额的不断增长，以及指数基金管理费的下降，对主动的非指数基金的一大影响是导致所谓的阿尔法与贝塔的分離。指数基金的管理费下降得越多，那么主动基金想要在剔除管理费以后，跑赢指数基金的要求就越高。如果主动基金的跟踪误差很低，那么在费后基本上没有希望跑赢指数。也就是说，由于贝塔越来越便宜，最直接的结果就是剔除管理费后的阿尔法越来越难产生，因而所谓的低跟踪误差主动基金的长期存活的可能性越来越低。

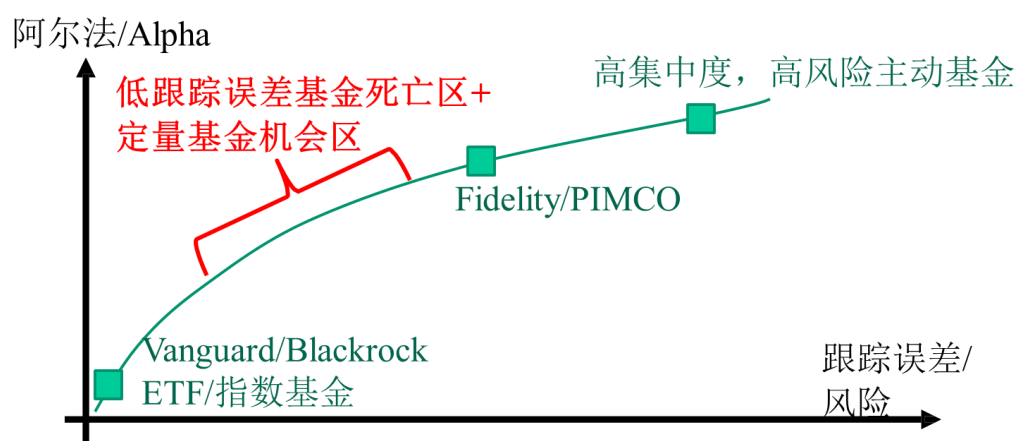


图 5

因此，未来资管行业在某种意义上会呈现一个两极化的分布。如图 5 所示，左边的基金就像 Vanguard 和 Blackrock 公司一样集中做指数，基本上没有阿尔法，并且零跟踪误差。这样的基金会占据越来越大的市场份额。与此对应的是右边的基金能够在主动基金领域有比较好的绩效，并且其资产组合将会更加高度集中。例如一些权益类产品，其持有的股票数量为 10 只到 15 只，一些垃圾债产品，其持有大概 50 个垃圾债公司，这种基金就是所谓的高度集中或者 high-conviction 基

金。对于这种风险比较高的主动基金，依然有很多客户愿意给它们投资。

另外一个趋势是低跟踪误差基金死亡区域（图 5 中红色箭头标识部分）会不断扩大。从某种意义上来讲，一只主动基金必须与像 Vangurad 和 Blakcrock 等指数基金的差异非常大，它的产品才有存活力。如果是所谓的 *call the index*，即跟指数基金的差别不是特别大，那么这些基金都会死亡。

同时，在所谓低跟踪误差基金死亡区域中存在一个机会，即定量基金在这个区域比较有机会。实际上在权益类产品的领域中，已经出现了所谓的 *Smart Beta* 类基金，也就是低费指数增强类基金。在这个区间，我认为这类基金能有所作为，因为这类基金的管理费可以做得比较低。

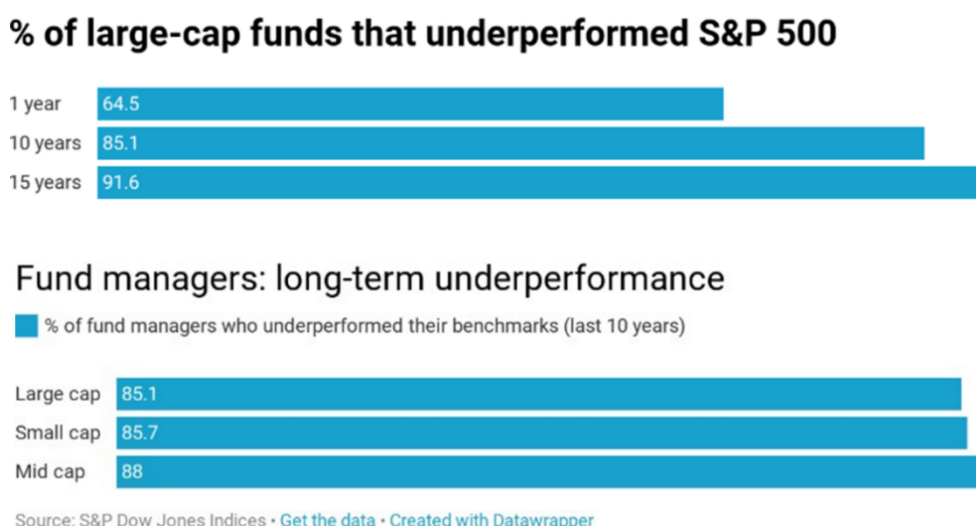


图 6

图 6 说明了低费指数基金崛起以后，除去管理费后的阿尔法机会越来越少。从图 6 可以看出，在过去 15 年，只有 8%左右的基金跑赢

了大盘指数，而且这个现象还在不断扩大，不仅是大盘股，包括小盘股和中盘股也出现了同样的现象。

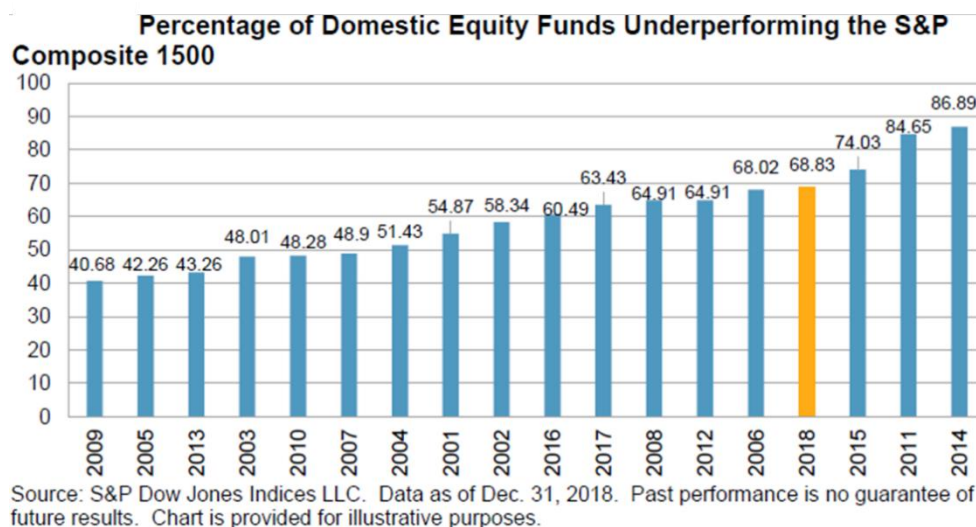


图 7

图 7 说明阿尔法减少这一趋势还在不断扩大。从图 7 可以看出，在过去 20 年左右，主动基金相对绩效最差的 4 年都是在过去 10 年内发生的。所以从一个投资者的角度来讲，假设你只有 10% 的概率买中一只主动基金可以跑赢指数，因此巴菲特也建议一般的个人投资者应该买低费的指数基金，因为从统计学的角度来讲这完全是合理的。



图 8

图 8 是一张很有意思的图。图 8 展示的是过去 15 年内，Vanguard 增长因子基金与另一家 1000 多亿美元的主动大盘基金的收益比较。可以看出，它们的吻合度相当高。但是，从管理费用来讲，如果你作为投资者，为什么要买很贵的主动基金呢？而且需要提醒的是，这家基金是历史上非常成功的一个大盘股的基金。因此，图 8 是对主动权益基金过去及未来所处困境的一个写照。这些所谓的 Smart Beta 的 ETF 的存在，使得以前一些通过超配这些因子的主动基金，以及基于基本面的主动基金越来越难做，阿尔法也越来越难产生。

总结一下，我认为跟踪误差低于 3%，或者管理费超过 50 个基点的主动基金，从长远来看将会很难存活。主动基金的竞争力必须逐渐往高集中度高风险的方向走，然后中间的这个区域就会成为定量基金的一个机会。其中一个比较有意思的现象是，在权益类产品类别里，实际上聪明贝塔这个产品的成长已经很明显了。

趋势二：强者恒强，规模大型化和产品多样化

第二个趋势是强者恒强，即头部企业会以更快的速度蚕食市场份额。

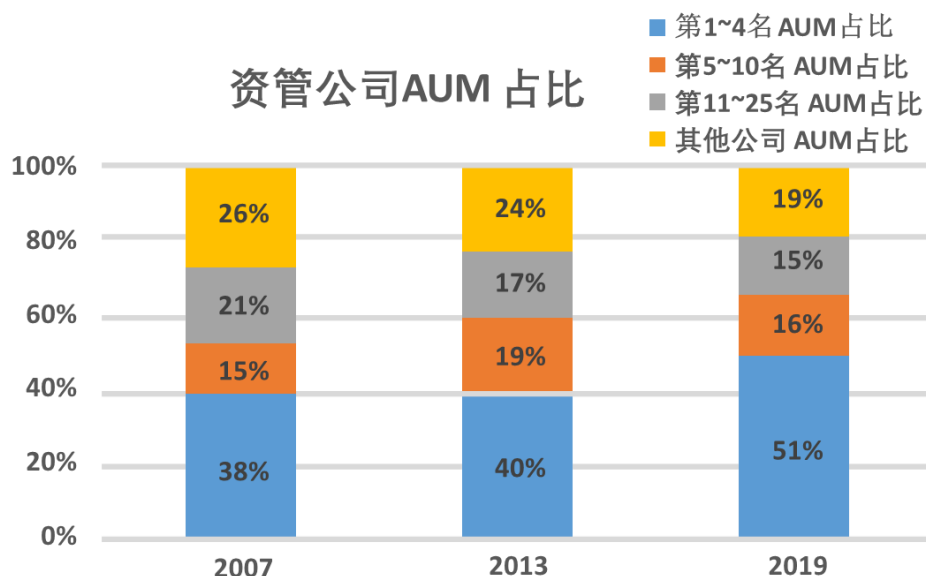


图 9

从图 9 可以看出，前 4 名资管公司的市场份额占比从 2013 年到 2019 年高速增长，而其余公司的市场份额占比都在下降。最近这几年出现了一个有趣的现象，即把 Vanguard 公司的净流入拿走以后，基本上整个行业的净流入就接近于零了。

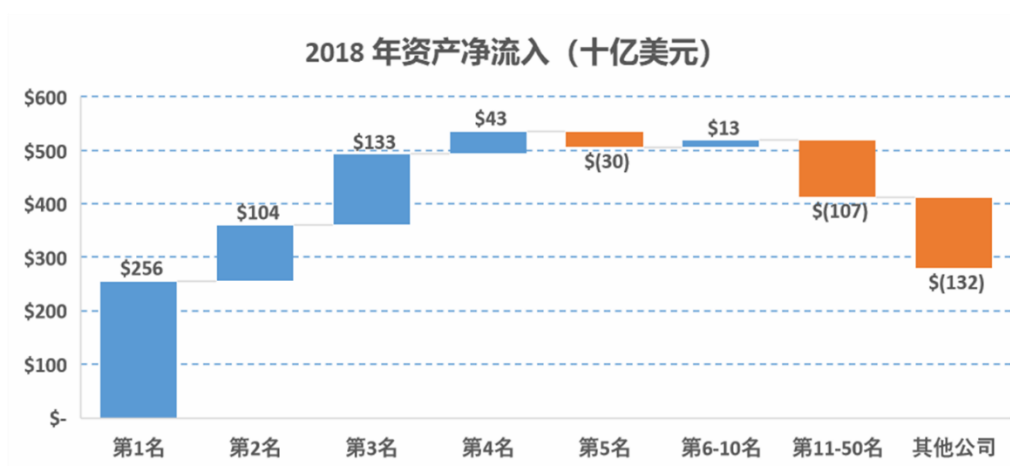


图 10

从图 10 也可以看出，除了前 4 名在 2018 年有资产净流入之外，剩下的所有其他公司平均来讲基本上都是净流出。在这样的一个格局下，头部企业越来越强，规模越来越大，加之前面提到的阿尔法与贝塔的分离、管理费的不行，我认为未来的一个趋势是中小规模的资管企业将很难存活。未来 5 年到 10 年，如果美国出现经济萧条，会有相当多的中小型资管公司要么被兼并，要么无法存活。并且，这也要求这些中小型资管公司的规模必须要大，同时产品要多样化。

最近美国资管市场有一个并购的例子，并购方的 CEO 在谈到并购的原因时提到，未来资管企业的 AUM 必须要达到 1 万亿美元，才可能有可持续的竞争力。我比较赞成他的观点，原因有两个。一是只有拥有足够的规模才有实力保证投研的投入，从而在竞争激烈的环境中保持阿尔法的可持续性以及提供多样化产品的能力。前面提到获取阿尔法将会越来越难，如果投研的投入不够，阿尔法就更难保持。所以，基于行业的观察，我认为每个分析师所负责公司的合理数目应该不超过 30 家。因为如果真正要做很好的研究，由于每个季度都有报表和新的信息出来，每个季度分析师可以真正花在做研究上的时间也不多；所以如果他负责深挖的公司数目超过 30 家，实际上是不可能做到深挖的。而一个足够好的投资团队需要 150 位研究员、分析师和风险经理，以平均 60 万美元的费用，每年需要投入将近 1 亿美元。对于一个中型的 AUM 达 500 亿的资管公司，投研费用就已经相当于

0.2%的管理费。与之对比，Vanguard 的平均管理费只有 0.1%。二是只有拥有足够的规模才能支持多样化的产品结构，也才可能在高度不确定的环境中保持相对稳定的产品销售和营业收入。有些中小资管企业的产品比较单一化，如果这类产品不属于热门产品，销售上不去，或者销售往下走，就会对公司的生存产生很大的压力。

趋势三：基于结果的投资方案替代基金

第三个趋势是以投资方案为核心的产品将会替代传统的基金销售，这是最新的产品设计和产品销售的方向。这个趋势应该跟美国的人口变化有一定的关系：千禧一代不太喜欢自己花太多时间来考虑买哪只基金、买哪只股票这样的事情，他们希望的是你能给他提供一个方案，而不需要他自己太多的介入。也就是说，客户告诉他的投顾要达到什么目的，比如说攒钱买房或者攒钱退休，然后投顾就基于这个目的给他提供设计，或者资管公司帮他设计资产配置，这是一个很新的趋势。

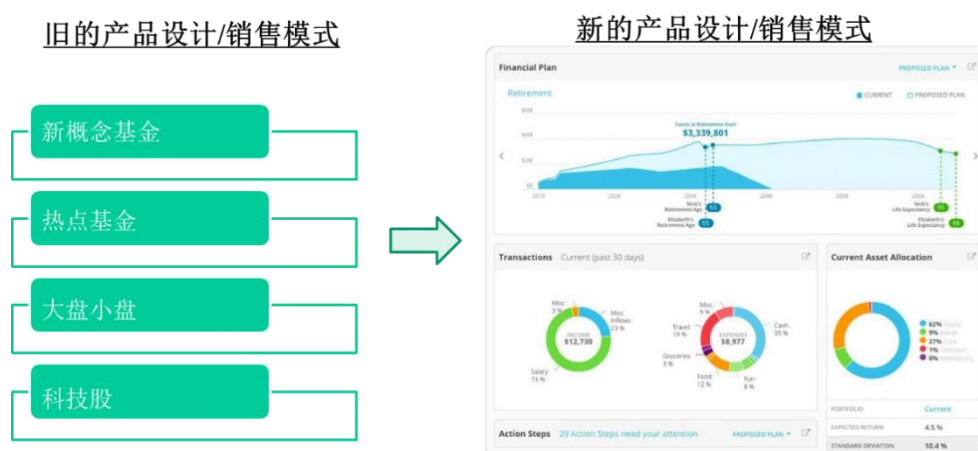


图 11

以下是几个具体的例子。Blackrock 通过所谓的模型组合提供投资方案。在很多情况下，Blackrock 会给客户提供免费的模型组合，只要客户愿意在他的组合里全部使用 Blackrock 的基金。很多富达公司的主动权益产品实际上是净流出，但是它有一个部门的资产流入很强，就是所谓的 Strategic Advisor's Managed Accounts。该部门负责的就是提供上述个性化的投顾服务，每年都有几百亿美元的净流入。另外，Vanguard 每年都有接近 1 万亿美元的资产配置类或方案类的产品。

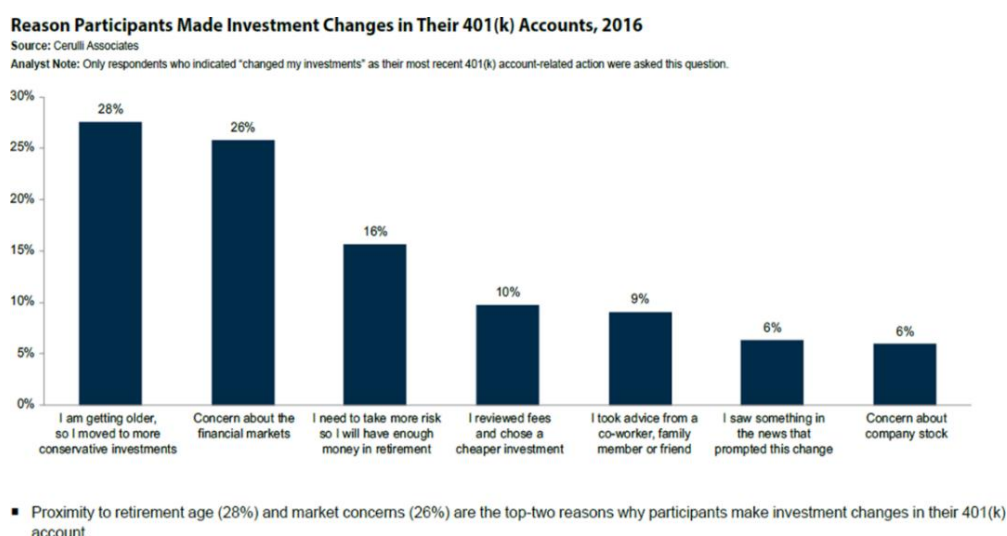


图 12

图 12 是关于退休投资者最需要帮助的服务的客户调查。很多客户的回答都是合理的资产配置是他们最需要帮助的一个方向。

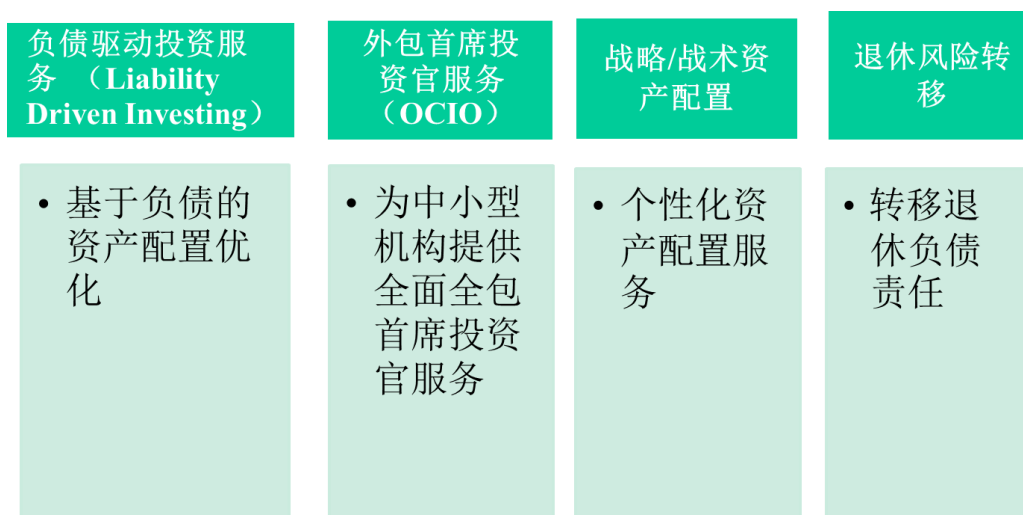


图 13

从投资方案的产品设计来讲，实际上不仅个人投资者有这一类需求，很多机构投资者也对这种服务有比较高的需求。比较常见的就是所谓的负债驱动投资服务，例如很多退休基金需要其他公司协助做资产负债管理。另外一种类型就是所谓的外包首席投资服务官类服务。同时，我认为在未来 10 年这也会是一个高增长的行业，因为很多中小机构没有相应的能力，但是资产配置和负债管理却是很重要的议题。

趋势四：数据和模型的崛起——人机结合

第四个趋势是人机结合，数据和模型的重要性会不断提高。图 14 列出了一些基本面+人脑的优势和大数据+模型的优势。

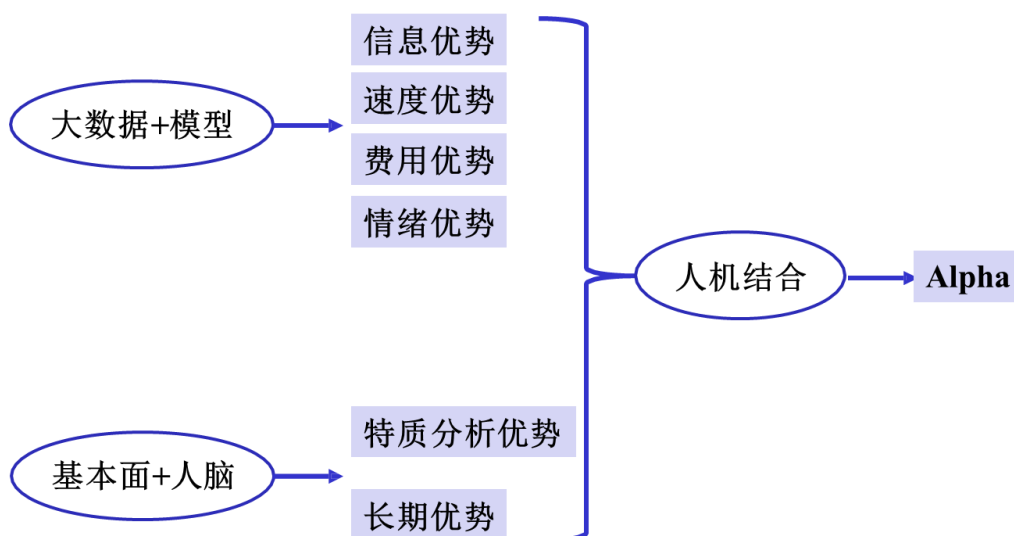
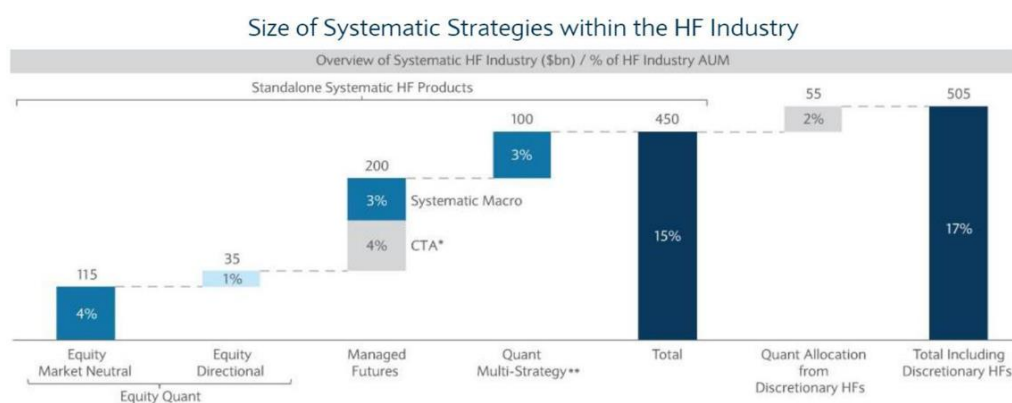


图 14

数据和模型的两个明显优势是信息和速度的优势。另外一个优势是费用方面的优势，因为用机器和数据做量化投资比用人做同类投资的费用会低很多。还有一个优势是情绪优势，比如通过模型和机器可以避免一些行为金融的问题。当然，“基本面+人脑”其实还是有它独特的优势，比如说所谓的特质分析优势，即个股的风险分析等。



Source: 2017 HFI, HFR, review of manager marketing materials and publicly available documents, Strategic Consulting analysis.

* CTA – Commodity Trading Advisor; ** We estimate that 70-80% of these strategies are managed futures, with the remainder in EMN.

图 15

事实上，所谓的人机结合，或者数据和模型的崛起已经出现在权

益类产品中。包括 Blackrock 在内的很多大型基金公司已逐渐用模型来替代一些基本面分析为主的主动管理基金经理，或者是把投资的流程做得更加量化。我认为对冲基金行业是使用数据和模型的领先者，美国最成功的几家对冲基金实际上都是定量基金，例如 Renaissance Technology, DE Shaw, AQR, Two Sigma 等。图 15 显示，对冲基金行业有超过 15% 的基金都是采用定量管理。

Symbol	ETF Name	Total Assets (\$MM)
VTV	Vanguard Value ETF	\$49,192.72
IWF	iShares Russell 1000 Growth ETF	\$45,751.04
VUG	Vanguard Growth ETF	\$41,808.15
IWD	iShares Russell 1000 Value ETF	\$39,186.63
VIG	Vanguard Dividend Appreciation ETF	\$36,571.19
USMV	iShares Edge MSCI Min Vol USA ETF	\$30,214.05
VYM	Vanguard High Dividend Yield ETF	\$24,875.22
IVW	iShares S&P 500 Growth ETF	\$23,747.35
SDY	SPDR S&P Dividend ETF	\$18,724.08
DVY	iShares Select Dividend ETF	\$17,497.58

图 16

从另外一个维度看，如图 16 所示，2018 年规模排名前 10 的因子 ETF 加在一起共有 3000 亿美元左右的体量，而这些基金的大多数管理方式实际上都是定量。

我认为资管公司必须做到人机结合主要有以下两个原因：

首先，主动定量基金有费用优势。例如，Vanguard 集团权益投资组的名字就叫做“定量权益组”，也就是说它的投资方式是非常量化的。因此，借助定量管理，30 多个基金经理分析师可以管理超过 3

万亿美元的指数基金和超过 500 亿美元的主动权益基金，因而效率很高、费用很低。另外，我认为在投资级债券领域也会有类似的现象发生。

其次，每天都有涉及宏观、卫星、交易、社交网络的海量数据产生，如果没有一个很成熟的数据模型，以及高效及时的投资流程可以处理这些数据，那么与其他公司相比就会失去竞争力。而且，从某种角度上说，我认为在过去这一两年，自然语言处理可能是机器学习范畴中进步最大的一个领域。自然语言处理将来在投资领域会有很大的应用，因为传统的定量模型对一些即时信息的反应敏感度不高，但是借助自然语言处理的功能，可以弥补传统定量基金在定量策略上的一个很大缺陷。

最后，我认为债券类产品的定量化会是未来 5 到 10 年的一个发展亮点。

趋势五：非 PE 一级市场资产 (Private Assets) 成为增长亮点

目前，全世界宏观经济呈现零利率、负利率趋势。与此同时，由于人口老龄化，退休产品和固收产品的需求将会持续增长。所以，我认为非一级市场资产可能会成为一个增长亮点。

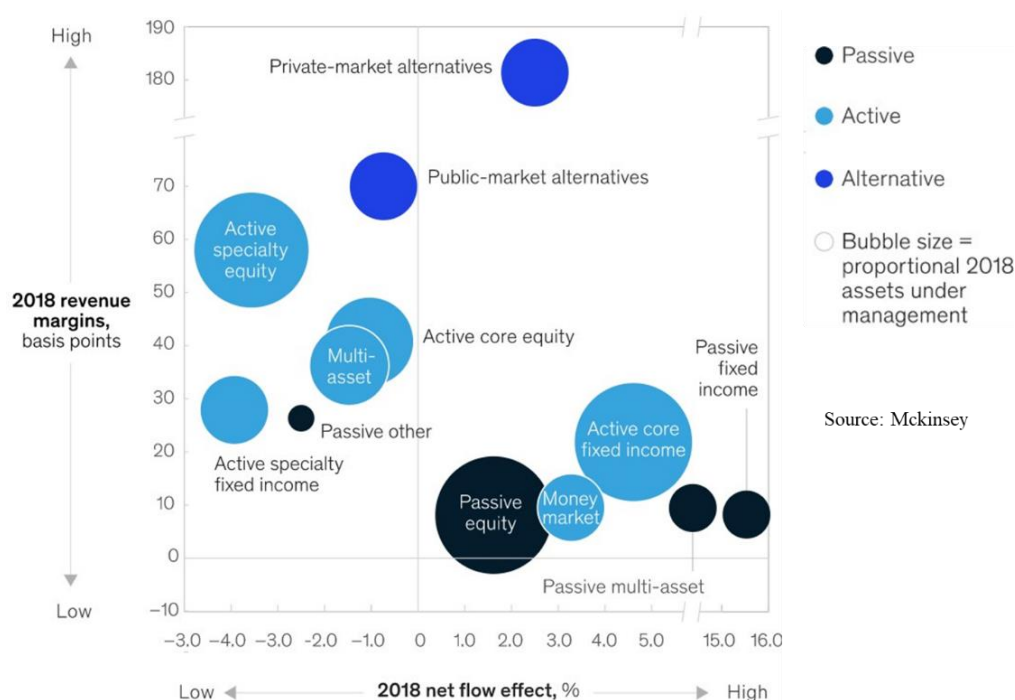


图 17

图 17 展示了 2018 年不同资产类别的盈利和资产净流入（流出）所占的百分比。其中，图 17 最上面一个蓝色的点就是所谓的 **Private Assets**，这个点说明 **Private Assets** 的利润率很高，而且从资产流入流出的角度来看也有比较好的净流入。

我认为以下几个因素使得 **Private Assets** 会成为增长亮点。第一个因素是前面提到的退休基金保险公司和很多退休以后的婴儿潮投资者对利率收入的要求。第二个因素是在低利率环境的情况下，对于 **Private Assets** 中权益类和债券类的资产（例如私人房地产、其他实物资产、PE 和私人企业债务等）会有比较高的需求。第三个因素是这些产品从收益的角度来讲，也提供所谓的流动性风险溢价。虽然最近风险溢价越来越低，但是从长远来讲，我认为风险溢价还会继续存在，

正因为这个原因，也会有很多投资者会对这类资产有兴趣。

另外，像 BlackStone, Apollo 等公司已经开始收购小型保险公司以接手相应的资产。然后，他们把这些资产投入到一些 Private Assets 上面。除了这些大的 PE 公司有管理能力能够操作 Private Assets，实际上有些中大型的美国保险公司也有专门的投资团队，他们对这一类的资产也有管理能力。所以，我认为这一类资产的增长还是可以预期的。

问答环节：

Q1: 目前顶尖的资管公司除了抓住了 ETF, Low fee 和 solutions 的大趋势，在公司文化、管理、或是产品上还有其他成功的经验可以分享吗？

A1: 我认为这是一个很有意思的视角。从体制上来讲，Vanguard 能够获得成功的一个很大的基点是，它是基金持有人作为股东的基金，也就是说这个公司是没有股东来赚钱的。所以从管理费的角度来讲，基本上没有人可以和他竞争，这是 Vanguard 在体制上一个很独特的竞争优势。

从文化上来讲，我认为以前那种靠明星基金经理来打天下的情形在未来将会很难持续。首先，前面提到过未来的方向将通过 solution business 来作为产品销售的重点；其次从数据和模型的角度来讲，这种靠基本面明星经理的做法，个人认为是不可持续的。

Q2: 美国目前股市下行风险有多大？资产管理市场中，中小企

业出现洗牌的格局大概何时出现？

A2: 关于美国股市。我认为很难讲，因为一方面从基本面来看，美国的经济应该还不错，所以美国股市应该是有支撑的。但是，最近这几个月股市情绪很乐观，所以从这个角度来讲，如果有一定的调整也是正常的。这只代表我个人的看法。

关于中小企业洗牌。我认为只要有经济危机，或者是股市下行，权益类产品或者垃圾债产品下行 30%，在这种情况下，中小型资管公司会有非常大的压力。目前，中小资管公司的洗牌已经开始出现，这一两年有不少中小资管公司在 shop around。

Q3: 能否谈谈头部资产管理公司最新资产配置的分析框架结构？

A3: 我个人的经验觉得，从市场配置的角度来讲，会逐渐系统化和因子化。系统化是运用更多的数据和模型，因子化以前是看资产类别的定价模型，但现在的一个转变是从资产类别到所谓的因子类别，比如说主要看增长和通胀这两个因子来决定配置的方案。

另外，因为现在资产的 solution business 或者是资产配置产品也算所谓的机构投资产品，它的客户都是机构或者企业的高管。所以，他们对可持续的投资流程的要求越来越高。

Q4: 能否详细介绍保险公司在资管方面的现状，以及与 Vanguard, Fidelity 等比较的优劣势？

A4: 我认为保险公司有几大特色。首先是保险公司，特别是人寿保险的资产非常稳定，也就是说它的客户将资产（保险合同）撤走的

可能性是比较小的。所以它的资产都是所谓的长期资产。因为这个原因，从资产配置的角度来讲，它在 **private assets** 上的投入比较多，比如 **PE**、私人商业资产或者私人企业债。所以，我认为如果资管公司未来有洗牌的话，评级比较高的保险公司完全有可能成为资管公司的买家。

其实保险公司是很好的生意，巴菲特也是凭保险起家的。另外，现在很多 **PE**，像 **Blackstone**，都在买保险公司，我觉得也是跟保险公司负债端的久期比较长有关系。

本文根据北京大学汇丰金融研究院执行院长巴曙松教授发起并主持的“全球市场与中国连线”第三百一十四期（2020年1月14日）内容整理而成，特邀嘉宾美国卫士人寿高级董事总经理夏晴曦先生。

夏晴曦先生现任美国卫士人寿高级董事总经理，负责领导公司的定量投资，资产负债管理和投资机器学习等团队。夏先生同时兼任 Brandeis 大学金融实践教授。之前夏先生分别在美国 Fidelity Investment（富达投资）任资产配置首席策略师负责超过三千亿美元的退休资产主动配置推荐，以及在 Vanguard 集团任 principal 并负责债券定量研究团队及管理近十亿美元对冲基金。夏先生拥有麻省理工学院工程博士及金融科技证书。夏先生曾在 Boston College 和中欧国际商学院任客座教授。

【免责声明】

“全球市场与中国连线”为中国与全球市场间内部专业高端金融交流平台。本期报告由巴曙松教授和王志峰博士共同整理，未经嘉宾本人审阅，文中观点仅代表嘉宾个人观点，不代表任何机构的意见，也不构成投资建议。

本文版权为“全球市场与中国连线”会议秘书处所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复印、发表或引用本文的任何部分。



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

