

# 对我国现阶段“基金热”的思考

林文<sup>1</sup> 王劲波<sup>2</sup>

(1. 厦门大学 经济系, 福建 厦门 361005; 2. 厦门大学 计划统计系, 福建 厦门 361005)

**摘要:**我国证券投资基金发展迅速,对资本市场的规模壮大与结构调整深具意义,但近期渐露过热迹象。研究从现阶段“基金热”的成因和“基金热”背后存在的问题进行探讨,并通过保持基金发展的节奏协调、完善基金发展的制度环境等方面提出政策建议。

**关键词:**证券投资基金; 基金热; 基金规模; 制度环境

**中图分类号:** F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1008-4428 (2004) 06-0046-03

今年年初是基金发行史上最为密集的季节,单只基金的发行记录屡被刷新,发行总额不断推高。历来是每年3月份才开始进入销售黄金季节的基金市场提前启动,2月份9只新开放式基金同时发行。一个月同时发行9只基金,而且在许多大城市出现了排队认购的情况,这在中国证券市场历史上是破天荒的第一次。开放式基金首发规模纪录不断被改写。年初成立的博时现金收益基金首发规模达62.85亿份基金单位,创下2001年第一只开放式基金成立以来首发规模最高。这个纪录很快被南方现金增利基金创造的首发规模80.49亿份基金单位打破。而到3月上旬,海富通收益增长基金首发规模达到了约131亿份基金单位,中信经典配置基金首发规模超过了110亿份基金单位,双双成为中国首次突破百亿份基金单位的基金。今年一季度证券市场的亮点无疑是证券投资基金热销。2004年可以说是中国的“基金年”。

## 一、“基金热”的原因

1、从国家的宏观经济方面来看,2003年中国的经济增长达到了9.1%,超过了大多数人的预期。同时,来自国家有关部门的预期,2004年中国经济增长将达到8.5%。对于宏观经济的良好预期,使民众对2004年的股市充满信心。同时,国务院发布的《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》极大地增强了广大居民对证券市场和基金理财的信心。该意见提出:要鼓励合规资金入市,支持保险资金以多种方式直接投资资本市场,逐步提高社会保障基金、企业补充养老金、商业保险资金等投入资本市场的资金比例。要培养一批诚信、守法、专业的机构投资者,使基金管理公司和保险公司为主的机构投资者成为资本市场的主导力量。广大居民透过该意见嗅到了中国股市牛市的气息,感受到了政策对机构投资者的支持力度在加大,增强了对基金理财的信心。对于股市的良好预期,使得与其相关的基金产品亦受到关注。而对于普通老百姓来说,前几年的大盘惨跌又使其对直接进入股市裹足不前,基金就自然成为他们

间接入市的渠道。据资料显示,银华保本基金持有者中95%以上是个人投资者,而海富通受益增长基金持有者中个人投资者的比例为90%左右,南方现金增利基金95%以上为个人投资者认购。

2、央行的《货币政策执行报告》指出:2004年同比价格上涨的递延效应为2.2%,也就是说,2004年就是没有任何新的涨价因素,全年物价上涨也会达到2.2%。而实际上,2003年前八个月我国居民的消费价格总水平同比持续小幅增长,但从9月份开始快速上升,持续到今年一月份,CPI同比增幅已达到3.2%。而目前的银行一年期存款利率为1.98%,考虑到20%的利息所得税和物价上涨的因素,实际利率为-1.616%(即 $1.98\% \times 0.8 - 3.2\%$ )。这意味着自1996年以来,中国首次出现存款实际负利率的状况。按目前11万亿的银行存款计算,每年大约有200亿的财富从存款者手上流失。这种情况的出现使得一部分人开始重新考虑他们的资金流向。他们也许不会把所有的资金投资于股市,但一定份额的投资于股市还是可能的。可是由于大部分人缺乏投资股市的经验,或没有时间,他们可能更倾向于购买基金产品。因为在理财技巧方面,个人投资者的非专业性和信息不对称,在基金公司强大的理财专家团队面前,尤其显得先天不足。

3、从基金方面来看,在2003年的低迷的股票行情中,基金在跟券商,私募基金,信托等理财机构的博弈中表现异常抢眼,成功地导演出一轮基金行情,几乎所有的基金业绩都大涨,令人对基金的理财能力大为侧目。统计显示,从2003年1月3日至2004年2月13日以股票为主要投资方向的开放式基金单位净值平均增长了29.52%,基金的赚钱效应和管理能力得到了较高的认同。同时,近几年来,基金不遗余力地宣传自己,树立理财专家的形象,大力鼓吹价值投资的理念,这些理念深受中小投资者的欢迎,加上年底的蓝筹股行情,价值投资理念逐步的被投资者接受,成为投资理论的主流。此外,开放式基金较其他机构公开透明的信息披露制度也令投资者放心许多。近几年来,基金整体形象健康,有力地树立投资者对开放式基金的信心。经过监管层多

**作者简介:**林文(1973-),男,福建平潭人,厦门大学经济系研究生,福建师范大学福清学院讲师。研究方向:世界经济,国际投资方向。王劲波(1978-),男,湖南益阳人,硕士,厦门大学计划统计系助教。研究方向:信息处理,统计与数据挖掘。

年来的大力扶持,到2004年初基金的整体规模已经超过2000亿人民币,这使得基金已经成为证券市场上最大的机构投资者,其声音开始成为市场的主流。

4、从老百姓方面来看,除了利率问题外,中国的投资领域相对狭小,炒楼和炒外币都是小圈子的行当,行规尚未明确。而投资实业,除了缺乏经验外,投资环境的不健全也是原因之一,现阶段国家对民间投资的优惠政策还不是很完善,保护不力。所以,面对如此的现状,投资基金或股市不失为一个办法。同时,这与投资者理财观念的转变也有关,越来越多的百姓开始相中专家理财。

## 二、“基金热”的冷思考

可以说,20世纪90年代以来,随着中国证券市场的迅速发展,人们对投资基金的期望也逐步提高。为了促进证券投资基金的早日出台,无论是学界的研讨,还是业界的提倡,无不是强调证券投资的正面效应而忽略其负面影响,无不是强调投资基金经理的社会道德责任而忽略了他们的个人利己行为,从而使得国人对投资基金的认识陷入了严重的误区。其代表性的观点有:一是认为发展证券投资基金,可以保障股市运行的稳定,变股市的“投机”性质为“投资”性质;二是认为发展证券投资基金,可以有效分散股市的风险;三是认为专家运作的收益将高于股民个人投资的平均收益;四是认为证券投资基金,是股市的主要机构投资者,为此,要改变中国股市投资者的结构,要发展中国的证券市场,就必须发展证券投资基金。但是,这些宣传与提倡则让国人陷入了不可理喻的认识误区。宣传误导令基金表现名不符实。

### 1、证券投资基金本身并不具有稳定股市的功能

证券投资基金作为一个营利性机构,它要生存就必须在基金的运作过程中获得利润。基金在投资股市运作中,其主要收入实际上来自于股票买卖差价。如果股指或股价基本不波动,那么,基金就无法从股票交易中获得差价收入,也无法以其收益水平来吸引投资者。因此,从其本性上,基金既不具有股市“稳压器”的功能,也不可能为“稳定”股市而放弃可得交易差价。反之,基金为了获得更大的利润,可能还会对股市的波动起到推波助澜的作用。

### 2、证券投资基金本身并不具有分散股市风险的功能

从系统风险来说,证券投资基金既没有能力,也没有工具和责任来分散股市的系统风险。在系统风险发生时,“泥菩萨过江,自身难保”,它们能临阵“逃走”,算是万幸。当它们预期到系统风险将要发生,而据此将其股票大量卖出时,这并非分散股市风险,只不过促使系统风险提前发生。对于股市的非系统风险来说,证券投资基金也是无法分散的。比如,当基金预期到某只股票将大幅下落时,它肯定不会集中资金大量购入以缓解其下落速度,反之,一定会利用可能的时机售出其股票。

### 3、事实上,投资基金的收益不一定会高于股民投资的平均收益

以1998年新设的5只基金收益情况分析为例,可以看到,1999年5月至6月间,沪深股指分别上涨了32.4和43.9,而同期5只基金净值仅增长了30.2;2000年1月与1999年12月相比,沪深股指分别增长了1.1和2.8,而基金净值非但没有增长反略有下降;2000年3月,沪深股指与1999年12月相比,分别上升

了32和38.6,而同期的基金净值仅上升了30.9。值得注意的是,基金净值在这一时期的增长,在一定程度上,还得益于有关的“优惠”政策。如若将这些因素去掉,则基金净值的增长幅度可能更低。这说明,那种认为专家操作从而基金净值的增长一定能够“跑赢”股市的观点,是缺乏充分根据的。实际上,各只基金受不同因素所制约,其操作业绩差别甚大。即使在发达国家,也不是每家基金的资产净值增长率都能高于股市平均市盈率的。更不用说,一些基金在经营中亏损倒闭。如美国长期资产管理公司的危机、索罗斯量子基金陷入困境等等。

### 4、基金规模的增大趋势,会导致基金管理的难度在水涨船高

基金规模过大从长期来说未必是合适的,基金的规模应当与它的投资范围、投资品种相适应,比如B股基金如果发个10亿美金非把市场炒翻了不可。这里面有两个层面的问题,其一是基金经理的能力能否有效运作大规模基金;其二是可供基金选择的投资品种能否为超大规模基金带来稳定的收益。基金公司的收益通常不跟其管理基金的业绩直接挂钩,而是按照管理基金的规模来提取固定管理费,规模越大意味着基金公司的收益越大。所以,基金公司往往将首发规模大视作成功的标志,然而越大的基金运作越困难,想获取收益难度就越大,基金公司片面追求规模其实是对持有人利益的不负责。

总之,基金公司一再强调产品的低风险和确保资金的安全性,但对投资者来讲一旦购买了基金成为持有人,基金公司能否履行这个承诺往往取决于其自觉行为。开放式基金虽有完善的信息披露制度和内控制度,但无论是美国,还是在台湾、香港都发生过共同基金内部人员侵害基金持有人利益的案件。基金要持久地存续下去,发行只是开始,更大的挑战在后头。事实上,2004年的个人投资者与2003年的个人投资者有着本质的区别,去年的个人投资者在股市低迷时购买基金,是一批冷静、理性和成熟的投资者。今年的个人投资者抢购基金的行为呈现出一种冲动和非理性。他们现在出于冲动可以抢购基金,而一旦基金的业绩达不到他们的预期,不理性的赎回也随时会发生。2003年开放式基金“赎回风暴”可能会重演,而这次唱主角的可能变成个人投资者。所以说,基金热对基金公司是暂时的胜利、长远的挑战。

## 三、发展我国基金的有关建议

面对当前滚滚而来的“基金热”,我们应充分尊重客观经济规律,力免过热、太热。在保持清醒、冷静头脑的同时,应继续富有热情地爱护与支持证券投资基金来之不易的发展势头,这是证券市场发展的必然选择。我们还应当以积极的态度,积极创造条件,以稳扎稳打的策略,大力推进基金的发展。

### (一)保持基金发展的节奏协调。

国外共同基金的发展,起步虽早(1924),但取得显著发展则在三、四十年之后。目前,国外共同基金的发展规模与融资功能,在资本市场与货币市场上已达到了难以置信的地步,以至于有的经济学家发出了“基金的兴起是否能够取代商业银行”的感叹。但罗马并非一天建成,纵观其产生发展的整个过程,即使是执全球共同基金牛耳的美国,其发展也是采取了渐进模式与适宜节奏。

从表一中可以看出,虽然到2000年底美国的共同基金已经

表一 1929-2000年美国投资基金的发展

年份	1929	1940	1950	1960	1970	1980	1990	1994	1999	2000
基金个数	19	68	98	161	361	564	3081	5330	7791	8171
资产总额(亿美元)	1.4	4.5	25	170	476	1348	10652	21554	68463	69652
十年增长率(%)	—	221	456	580	180	183	690	—	—	554
平均资产规模(亿美元/个)	0.07	0.07	0.26	1.06	1.32	2.39	3.46	4.04	8.79	8.52

表二 1998-2002.8我国证券投资基金的发展

年份	1998	1999	2000	2001	2002.8
基金个数	5	22	33	51	59
资产总额(亿元)	107.4	484.2	845.9	818.0	1020.0
平均增长率(%)	—	351	75	-0.03*	25
平均资产规模(亿元/个)	21.48	22.00	25.63	16.04	17.29

\*:2001年为负数,既有股市大跌的因素,又有分红派现一百多亿元的因素。

发展到数量多达8171只,资产接近7万亿美元(远远超过其国内3.2万亿银行存款)的庞大规模,但因其耗时70余年,年增长率也只有区区的0.009%,单个基金的资产规模也不大,平均仅为8.52亿美元(在1999年前,单个基金规模则更小,仅为2-3亿美元)。①而反观我国(见表二),规范化的证券投资基金起步于1998年,经过不足5年时间的发展,基金规模已急剧膨胀。至2002年8月,基金数量多达59个,资产总额飙越千亿,年均增长率高达14.77%,此比率竟是美国的1723倍!单个基金的平均资产也达17.29亿元,相当于美国上个世纪80-90年代的水平。②到2003年底,我国已有基金管理公司34家,管理证券投资基金95只,基金规模达到1650.09亿份。这种超长规、跳跃式的发展速度,在市场初期基数较小时尚可理解,但到一定阶段再保持此高速度,则既不符合我国经济增长的实际情况,又不符合市场发展的内在规律。"欲速不达"是所有经济活动必须避免的客观规律,对我国年轻的基金业来说,需要的不是大干快上,而是走脚步稳健、节奏协调的可持续发展之路。

## (二)完善基金发展的制度环境。

我国证券市场设立10多年来,不少系统性风险与非系统性风险均源于其根本的制度缺陷——上市公司股权严重分裂的制度安排,而这决不是仅靠发展证券投资基金就能解决的。新制度经济学认为,制度框架是一个经济体长期增长的决定性因素,是一个市场发育成熟的关键所在。对于我国特定的"新兴"+"转轨"的证券市场来说,实现由不成熟向成熟转变的关键是建立基于市场保障体系的制度框架。

(1)积极创造条件,稳步推进基金发展。首先,努力创造使基金能够获得更大发展的法律环境。《证券投资基金法》的颁布并实施将为基金行业发展打开广阔空间。基金法的有关制度安排,将起到推动合规机构投资的发展、保护投资者权益、鼓励基金产品创新等方面的作用。其次,努力创造良好的市场环境。一是适时推出指数期货,通过期货的价格发现功能,以减少盲目性,减少基金的动荡;二是继续发展保险市场、股票市场,从而为基金创造良好的市场生存环境。

(2)政策上鼓励支持基金的发展。基金多样化才是基金市场充满活力的源泉。只有在政策上积极鼓励基金品种创新,才能吸引众多的投资者,引导他们将储蓄转化为投资;才能促进基

金管理人之间激烈的竞争,优胜劣汰;才能引入大批机构投资者,使资金分散,降低市场投机的可能性,营造投资氛围。

(3)加强市场监管。信息披露是敦促基金管理公司向公众提供有效信息,接受监管的最直接途径。要严格要求各基金的年报、中报按照"三公"原则和相关会计制度要求进行规范处理,督促各基金管理公司修改有关信息披露的内容、格式和具体标准,聘用会计、律师等中介组织对信息的可靠性做权威认证,加强其准确程度。此外,还有赖于外部监管力度的加强。证监会也需加强在基金具体运作中的监管,如对大额交易对手进行调查和监控等,变被动的、应付突发事件的监管为经常性的、主动的监管;托管机构要改变"无为而治"的现象,采取由基金持有人或监管机构而非基金管理公司选择托管人的方法,或者增加"基金管理人选择托管人的限制条款",使托管人真正成为"三权制衡"中的重要一角。同时,行业公会和社会公共基金评级机构要尽快成立,以完善基金监管体系。

(三)引进国外成熟的管理理念,主要是风险管理技术,最大限度地防范风险。

基金管理人应科学设计基金的费率结构,控制投资者的赎回行为。在收费结构上应采取多样化的策略,比如可以根据申购情况或市场行情采取变动的前端费用,以排除那些流动性较高的投资者,稳定基金持有人的心态,控制他们的赎回行为。同时,强调理财顾问的作用,努力培育投资者的理财观念。

## (四)实施国际化发展战略。

要切实提高国内基金的竞争力,还需实行"请进来"的发展战略,积极开展中外投资基金业的合作活动,使国内的基金管理公司学习到国外先进的管理制度与经验,借鉴他们的产品设计和销售模式以及投资理念和技巧等,全面提高管理水平。

## 注释:

①资料来源:表中前三行数据来源于William J. Baumol ETC: "The Economics of Mutual Fund Markets: Competition Versus Regulation", Kluwer Academic Publishers, 1990.

②《中国证券报》,2002年8月19日。

## 参考文献:

- [1] 曾康霖. 基金的兴起是否能取代商业银行[J]. 财贸经济, 2002, 7.
- [2] 刘传葵, 王晓宇. 基金市场2004年展望[J]. 资本市场杂志, 2004, 2.
- [3] 顾纪生. 对我国证券市场"基金热"的冷思考[J]. 现代经济探讨, 2002, 11.
- [4] 张元教, 肖孟珍. 伞型基金发展的经济学分析[J]. 经济论坛, 2004, 2.
- [5] 傅殷才. 制度经济学派[M]. 武汉: 武汉出版社, 1996.
- [6] <http://cn.biz.yahoo.com>
- [7] <http://info.news.hc360.com>