



非银金融行业投资策略报告： 由美国共同基金发展史看我国 公募基金光明前景



资金净流入与资产增值推动美国八九十年代共同基金规模迅速增长，近 20 年规模增长主要靠净值上涨驱动。我国资本市场发展阶段、机构化进程与美国八九十年代较为相似，彼时美国共同基金的成功经验对我国资管机构规模发展有一定的借鉴作用，并可以在估值方面给予我们启示。美国共同基金规模变化主要由两个因素驱动：一方面源自投资组合中有价证券的自我增值；另一方面源自投资者的资金净流入（新发基金及投资者净申购带来的增量资金）。我们复盘美国共同基金发展史，可以将其大体划分为三段时期，第一段是 1980-2000 年间，美国经济繁荣发展，资产端、资金端双扩容，共同基金规模增长来自资金大幅流入和资产增值两方面的共同作用，也是美国养老金大发展黄金时期；第二段是十年震荡期，2001 年到 2002 年，美股科技股崩盘，尽管资金仍然流入，但共同基金规模罕见缩水，2003 年到 2007 年股市复苏回归正轨。2008 年金融危机令共同基金规模再次锐减 2.5 万亿美元至 10.1 亿美元。第三段是 2009 年后，经济复苏，市场稳定发展，2020 年底共同基金规模达 23.9 万亿美元，2000 年后共同基金数量稳定，规模增长主要靠净值驱动。

以普信和 DFA 为代表的主动管理基金、Vanguard 为代表的被动基金的成功经验值得我国资产管理公司借鉴。普信坚持主动投资，在被动管理浪潮下，仍能保持资金净流入，主要由于公司坚持以客户长期利益为核心的投资理念获得投资者认可，品牌效应日趋显著；普信投研实力雄厚，投资管理团队经验丰富，建立长期激励机制，业绩长期保持行业领先水平，驱动规模稳定增长，盈利能力突出。DFA 投资策略基于有效市场理论之上，

以学院研究为指导，通过构建个性化因子来补偿 CAMP 中 Beta 未能反映的市场风险因素，取得超额收益。此外，低成本管理和分散化投资理念赋予 DFA 长期领先业绩表现，并通过与具备同样投资理念的投顾合作获得客户长期陪伴。2008 年后 DFA 持续获得资金净流入。Vanguard 则顺应被动指数化基金浪潮，以持有者利益为先，具备低费率绝对优势。此外，Vanguard 以客户需求细化产品线，立足服务，赢得客户信赖。我们认为，美国优秀资管机构得以胜出主要得益于 1) 研究主导，投研团队长期稳定，2) 将对投资者的信托责任置于规模扩张之上，销售理念和投资理念契合，3) 低成本运营，给予投资者更大获利，4) 以需求导向设计产品，产品线多样化，5) 重视长期业绩考核激励机制。

我国公募基金发展迅速，头部基金公司各显神通，做大做强。近五年来伴随资本市场发展，我国公募基金资产净值增长迅猛，头部基金公司虽然整体较稳定，但由于各公司战略和发展重心不同，不乏异军突起者。易方达基金风格多元、股债双强，每条赛道都有好手、允许多种风格共存是易方达的鲜明特点，为投资者持续创造了丰厚回报。中欧基金旨在打造“聚焦长期业绩的主动投资精品店”，“用长期业绩说话”的品牌理念深入投资者内心。公司投研架构极具特色，基金经理根据自己的特长和性格找到自己的领域不断精进，公司才慢慢走出一条多策略精品店之路——从“牛人大本营”逐渐走向“黄金战队”。

优秀的主动资管公司应享受估值溢价。市场普遍对资管公司采用 P/E

估值，普信过去十年保持在 16 倍左右，贝莱德过去十年 PE 中枢在 17 倍左右。我们认为，由于资管行业。从资管行业的商业模式来看，以普信为例，公司收入主要来自于 AUM 带来的投资咨询收入（相当于国内管理费收入），占比超过 90%，P/AUM 更能反应资管公司的价值。从 P/AUM 来看，近十年，普信金融 P/AUM 始终高于被动为主的贝莱德，截至 2021 年底，专注于主动投资的普信金融 P/AUM 估值为 0.0262 倍，高于被动为主的贝莱德 0.0139 倍。普信自 1984 年上市至今，股价上涨了 287 倍，远超同期的标普 500 上涨的 24.09 倍，时代红利和投资能力转化的资产增值驱动规模上涨，直接表现在股价上有可观的超额收益。

投资评级：我国资本市场处于资产端扩容、居民存款搬家、养老金等长线资金带来增量资金入市的红利期，机构仍然拥有资金优势和信息优势，主动权益基金跑赢沪深 300 指数占比超过 50%，我国公募基金 2021 年 AUM 同比增速达 26.93%，高于 1980-2000 年美国共同基金 AUM 年复合增速的 22%，我们有理由相信我国公募基金在财富管理大背景下将加速扩张，市值将出现较大增长。在我国居民财富搬家、养老金即将快速扩容的背景下，应重视优质公募基金全带给券商的市值贡献，建议和积极布局公

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_38642

