

中國公募基金規模太小，總淨值尚不及中國GDP的15%；單個基金公司規模同樣很小，缺乏足夠的專業人才及規模效應。截止2020年11月底，中國股票基金淨值佔比僅為10.08%，它不僅離2012年底中國股票基金淨值佔比40.04%相差甚遠，而且離美國股票淨值佔比平均水平55%的差距更大。

# 中國宜大力發展股票基金



▲中國公募基金是A股「去散戶化」的生力軍，未來十年至少應該擴容十倍。

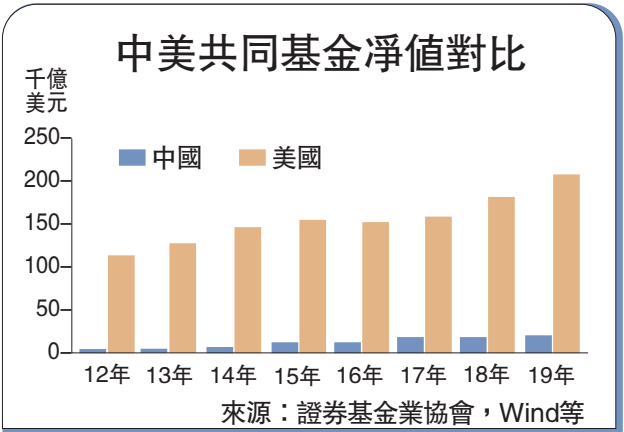
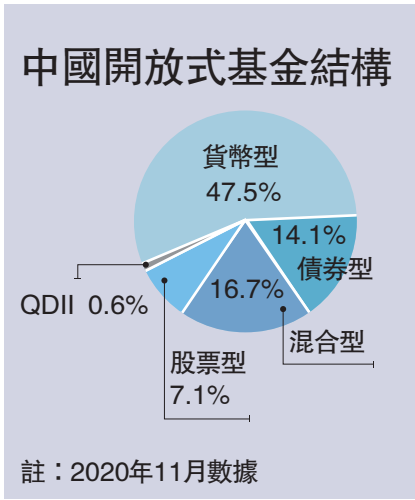
**見微知市**  
**董登新**  
武漢科技大學  
金融證券研究所所長

眾所周知，公募基金是唯一以「證券投資」為主的金融機構，它是真正意義上的「投資專家」，是典型的組合投資者和長期機構投資者。一國公募基金發展水平與實力的象徵，主要有兩個：一是公募基金規模與佔比，尤其是佔GDP的比重，更能反映其基金市場規模大小；二是股票基金的規模與佔比，尤其是股票基金淨值佔公募基金的比重，更能反映一國基金公司與基金經理的經營管理水平與持續穩健盈利的能力。因此，股票基金是公募基金的實力與標桿。

## 佔GDP比例嚴重偏低

以美國為例，2019年底，美國共同基金總淨值為21.29萬億美元，與美國GDP基本相當。其中，股票基金淨值佔比為53.43%，混合基金淨值佔比為7.41%，二者合計超過60%。反觀中國公募基金，則差距十分巨大。2019年底，中國公募基金總淨值為14.77萬億元（人民幣，下同），佔GDP比重不足15%。其中，股票基金淨值佔比不足10%，僅為8.8%；混合基金淨值佔比為12.8%，二者合計為21.6%。

事實上，在最早有官方詳細數據可查的2012年，股票基金仍是中國公募基金的主體，2012年底中國公募基金總淨值僅為3.62萬億元，其中，股票基金淨值佔比卻高達40.04%，混合基金淨值佔比高達19.7%，二者合計接近60%，幾乎達到了美國今天的高度。2012年底，中國貨幣基金淨值僅為0.57萬



元，佔比不足20%。

但隨著2013年「餘額寶」的橫空出世，中國貨幣基金發生了爆炸性革命，它是一場貨幣基金對股票基金的「革命」，大批「寶寶們」應運而生，如雨後春筍，隨著「低風險」貨幣基金的野蠻生長、快速擴容，股票基金節節敗退，不堪一擊。

2013年底，貨幣基金淨值佔比大幅上升至25%，而股票基金淨值佔比降至36.5%，混合基金淨值佔比為18.74%。

2015年底，貨幣基金高奏凱歌，其淨值佔比突破50%大關，佔52.93%；而股票基金淨值佔比猛跌至9.12%，跌破10%，股票基金「敗走麥城」；混合基金淨值佔比則提高至26.54%。

2016年底，由於債券市場火爆，債券基金淨值佔比上年同期上升七個百分點，高達15.55%；而貨幣基金淨值佔比暫時降至46.77%；但由於股市暴跌的影響，股票基金淨值佔比進一步降至7.71%；而混合基金淨值佔比也較上年降了5個百分點，為21.93%。

2018年底，貨幣基金淨值佔比為58.44%，逼近60%，創下歷史最高紀錄；股票基金淨值佔比進一步降至6.33%，創下歷史最低紀錄；混合基金淨值佔比再次大幅降至10.44%，創下自2012年以來最低紀錄。債券基金淨值佔比再次升高至17.36%。

由於貨幣市場收益率不斷走低，而股票基金績效逐漸轉好，2019年底，貨幣基金淨值佔比猛降至48.19%；股票基金淨值佔比首次回穩，並提高至8.8%；混合基金淨值佔比也回升至12.79%。不過，債券基金淨值佔比進一步升至18.73%，創下自2012年以來歷史最高紀錄。

截至2020年11月底，貨幣基金淨值佔比暴降至41.38%，而股票基金淨值佔比則繼續升至10.08%，混合基金淨值佔比更大升至21.29%；債券基金淨值佔比打回至13.6%。

出現，才有了後來貨幣基金的火爆與狂奔。其次，正是以餘額寶為代表的寶寶們將無數草根、屌絲的零星、小額資金匯聚在一起，既成就了中國貨幣基金的規模擴張，更成就了公募基金規模的快速膨脹。

貨幣基金之所以能「打敗」股票基金，最重要的原因之一，就是當時銀行協議存款的高利率環境，使得餘額寶有着比經常虧損的基金更穩定的、透明的預期收益率。相反，股票基金的業績表現卻屢屢令人失望。此外，還有一個客觀原因，A股是一個典型的「散戶市」，股票交易的90%左右是由散戶「高頻短炒」完成的，這樣的投資者結構容易導致兩個後果：其一，牛市散戶一哄而上，一步到位；熊市散戶一哄而散，熊途漫漫。市場頻繁暴漲暴跌，很難有從容慢牛、長牛。其二，散戶將基金當股票短炒，而基金公司也被迫入鄉隨俗，將自己變成一個「大散戶」；牛市申購熊市贖回，基金完全股票化。

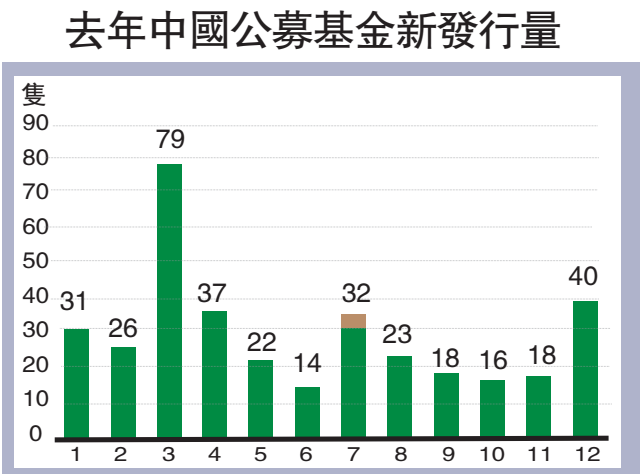
正因如此，基金炒股的業績與股民炒股類似，牛市賺、熊市虧。於是，股民說：基金不過是一個「大散戶」，將自家的錢交給基金炒股虧損，還不如自己玩、自己虧得痛快。因此，股民不再信任基金，更多的股民更願意進股市親自搏殺，即便炒股虧損，也不願交給股票基金，為此，股票基金逐漸被市場淘汰出局。

有人說：市場是不可戰勝的；也有人說：市場是可以戰勝的。對於公募基金而言，不論是被動管理型基金，抑或是主動管理型基金，都需要一流的專業人才，這是基金至勝的法寶。尤其是股票基金更需要頂尖的專業人才團隊來運作，它不僅經營成本高，而且管理風險大，正因如此，它才是公募基金的脊梁。唯有以股票基金為主體的公募基金架構，才是資本市場所需要的中流砥柱，而貨幣基金、債券基金大多屬於低風險、低成本基金，而且不能進入股市；指數基金則屬於被動型管理基金，其業績完全取決於標的指數的質量與表現，任人擺布。

因此，早在三年前，筆者就提出了一個大膽的政策主張：我們要大力發展股票基金，在未來十年，中國公募基金至少應該擴容十倍，第一目標是公募基金總淨值突破100萬億元，股票基金淨值盡早突破50萬億元。這將是中國股市「去散戶化」的生力軍。

去散戶化任重道遠

很顯然，貨幣基金「打敗」股票基金，具有兩大重要歷史意義：首先，餘額寶真正開啟了中國「普惠金融」的大門，它讓理財草根化，理財不再是「高大上」的代名詞。餘額寶誕生前，中國貨幣基金一直徘徊在三五千億之間，直到眾多「寶寶們」的



## 加密資產公司迎上市潮

**鏈能講堂**  
**付鏡**  
國際新經濟研究院  
高級研究員

彭博社近日報道指，在股票市場掀起的IPO熱潮已經蔓延到了加密資產行業，據Renaissance Capital等機構的信息，目前，至少八家加密貨幣公司正在計劃進行IPO，包括Coinbase、eToro、MicroBT、Gemini、Bitfury等。美聯儲印鈔放水，比特幣突破新高，機構在投資組合中增加甚至重倉BTC，在此背景下，加密資產行業和「上市」這兩個字的距離越來越近。上市對於加密資產企業而言，意味着獲得傳統金融圈的認可，也有了更高的「合規度」。

目前成功IPO上市的加密交易平台寥寥無幾。主要有三個原因：首先，現有監管規則不適用於加密資產行業，監管沒有依據；其次，出於對反洗錢、反恐融資的考慮，以美國SEC為代表的監管機構對加密創新（風險）管理嚴苛，難以放行；第三，加密貨幣波動性大、風險多，比特大陸、億邦國際等礦機公司多次申請上市沒有成功。

因此，一些企業選擇了另類上市方式。2020年12月8日，Coinbase通過推特高調宣布，已經向SEC遞交了S-1表格，並且希望SEC審核通過，讓其能進行公開募股。2020年7月，路透社報道Coinbase在籌備上市時就稱，它有可能跳過IPO，選擇直接上市。直接上市和IPO的區別是，直接上市不需要承銷商，可以節省高達上億美元的承銷費用。直接上市也不發行新股，不從市場籌集資金，所以原股東的股票價值不會被攤薄，而且交易沒有鎖定期。據外國媒體報道，去年12月Coinbase公司估

## Coinbase簡介

- 成立於2012年，現時擁有超過3500萬用戶，是美國最大的加密貨幣交易平台
- 2020年12月18日以秘密形式提交IPO申請，估值750億美元

值為280億美元，而最近的報告稱其市值高達750億美元。

另外一種上市方式是SPAC，全稱是Special Purpose Acquisition，也就是「特殊目的收購公司」，這是由共同基金、對沖基金等募集資金而組建上市的「空殼公司」。這個「空殼公司」的目的是尋找一家有着高成長發展前景的非上市公司，並與之合併上市。Bakkt於今年1月份宣布，將要和空白支票公司VPC Impact Acquisition合併上市，其實就是在通過SPAC的方式尋求上市。Bakkt一直和合規有很強的關聯性。2019年，Bakkt推出了首個合規的以實物交割的比特幣期貨產品。Bakkt的母公司，洲際交易所ICE創始人Jeffrey Sprecher的妻子一直活躍於政界。據外國媒體報道，Bakkt公司估值為20億美元。

## 有悖「去中心化」初衷

而對於加密資產公司而言，上市後持續合規也是非常重要的課題。監管機構通常要求上市公司對風險點進行事無巨細的披露，如近期美國監管提案提到上市公司要對自託管錢包相關的交易、用戶信息等進行定期報告。

當然，相關上市公司的增加，代表加密資產行業將迎來更廣泛的接受度。但加密資產的「初心」是去中心化、技術改變世界，試圖跳出現有的監管框架。甚至，之前ICO（首次通證發行）或者STO（證券化通證發行）被視作是IPO的替代。加密資產行業公司選擇通過傳統金融市場上市，代表其創始團隊、合夥人對「初心」的取捨，以及對現實的「妥協」。而當同一行業的許多公司同時公開上市時，就是在告訴投資人，行業經營者意識到他們的估值很高。



▲美聯儲印鈔放水，比特幣不斷創新高。



## 疫戰下的市場曙光

**樓市新態**  
**汪敦敏**  
祥益地產總裁

執筆時傳來好消息，廣東省2020年GDP超11萬億人民幣，與加拿大、俄羅斯、韓國體量相若，而廣州白雲機場成為了2020年全球客流量最高的機場，這是中國防疫成功的最佳佐證。在疫情之下，內地的經濟表現不俗，香港則需要加倍努力。香港在一連串的内憂外患之下得到中央大力支持，在動盪中仍能保持金融中心的地位。保金融中心地位即是保資金繼續雲集香港，加上低息年代，香港約45萬左右供樓家庭都會直接享受低息，500萬貸款的月供對比去年同期就

少了約2500元，對普羅大眾來說比政府派錢更實惠。

當然，保持金融中心地位也令到股票市場興盛。恒指在2020年12月22日至2021年1月25日，共上升了4000多點。以近期股市市值計算，按照散戶比例粗略估計，人均股票市值增加約80萬元。

在修例風波和疫情爆發之後，減息環境與股市上漲，香港得以保持元氣。社會的確存在貧富懸殊現象，但不是經濟結構的崩壞。筆者認為，對於因失業及結業潮而受影響的人，我們應該要多些照顧及支援的。疫苗方面，內地防疫成功，國產疫苗其實已有絕對的安全性給市民使用，本港應該將相關程序從簡，爭取時間和提高效率抗疫。



▲恒指在2020年12月22日至2021年1月25日，共上升4000多點。