

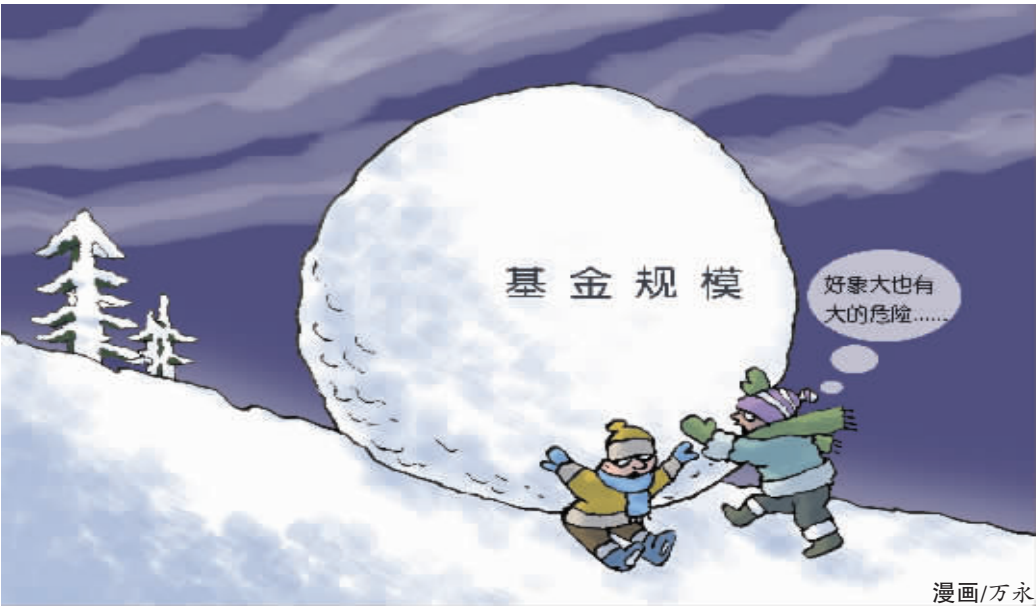
■ 水煮基金

# 基金“规模至上”应休矣

□ 本报记者 李良

大千快上,规模优先的指导方针,曾助力基金业资产管理规模短短数年便一路冲刺至三万亿元的巅峰,基金公司也在管理费收入上赚得盆满钵满。尽管近年来A股赚钱效应缺失,基金业过度疾奔带来的诸多隐忧渐渐暴露,但惯性使然,“规模至上”的思维依然深深烙印在基金公司股东和高管的脑海里。正因如此,虽然心中明了新基金发行容易陷入亏损泥沼,但许多基金公司却依然不惜铺张,不思恶性竞争的后果,扎堆将新基金发行潮推高一浪又一浪。

需要指出的是,虽然基金业“规模至上”观念如此深刻,但令基金业颇为丧气的是,尽管各家基金公司营销花样百出,绞尽脑汁拓展客户,但自2008年以来,基金业的资产管理规模竟是不升反降。基金产品数量近年来确实实现了跨越式发展,但单只产品规模和盈利贡献却不断下滑,而基金业所支付的人力成本和维护成本却与日俱增,基金业利润被渐渐摊薄。这种尴尬境地,让不少



基金业内人士开始反思:随着基金业资产管理规模扩张的边缘成本不断增加,“规模至上”发展路径是否已走到尽头?

事实上,已有基金公司高管指出,倘若不是监管层一直以来狠抓制度建设,严格执行信息披露制度和托管制度,有效控制行业风险,过去几年基金业粗放式扩张和行业内急功近利的浮躁

氛围,就有可能将基金业拖入银行业、券商业曾经经历过的大扩张后风险骤爆困境。可以预见的是,基金业高度市场化,一旦其陷入了风险集中爆发的困境,所遭受的损失也将比银行业和券商业大得多。从这个角度讲,此路对基金业“规模至上”发展路径进行反思十分必要。

虽然越来越多的业内人士

意识到“规模至上”的弊端,但短期内扭转基金业“规模至上”的观念却不是件易事。其中最核心的原因,是基金公司的收入依然与规模紧密相连,作为一个以盈利为经营目标的企业法人,基金公司将工作重点放在大力扩充规模上,也是常人之举。但基金业不得不直面的现实是,曾百试不爽的营销手段正逐渐失灵,并

且带来的负面因素更是直接增加行业费用以及降低行业在营销领域的话语权。因此,有基金业人士认为,追求规模的思路并没有错,但需要调整对规模增长的要求,以及改变规模增长方式“一条腿”走路的困境,从多个渠道寻求增量的拓展,尽量避免在存量领域的恶性竞争。

调整对规模增长的要求,其实已是各家基金公司的普遍共识,这一点,在中小基金公司中表现的尤为明显。东方基金公司总经理单宇就在日前举办的第九届中国基金业“金牛奖”中表示,要以平常心来面对市场的变化,不能患得患失,要坚信市场长期向好的大势。而在规模增长方式上,尽管营销的重要性仍难以替代,但重视业绩、提升服务等各种手段的分量近年来却不断增加,这显然会有助于基金业对“规模”二字的更深层次理解。除此之外,一个可喜的变化是,基金业已经将发展的眼光从单一的A股公募基金中跳出来,无论是已有专户业务、QDII、投资顾问,还是正在拓展的其他资产管理业务领域,都将有助改善基金业在规模发展上的困境。

■ 金牛观市

大成基金:市场尚需整固

大成基金认为,当前经济增速仍处于回落态势,而信贷数据也低于此前预期,综合来看,市场继续上行尚需时间整固。四月将至,随着上市公司年报和1季报的不断披露,基本面将成近期投资者关注的主线。此前公布的3月汇丰制造业PMI预览值意外回落,佐证了当前经济增速仍在下行。虽然由于采样等因素,此数据还有待检验,但总需求放缓的迹象已经在工业增加值和制造业投资这两方面表现出来。信贷方面数据难言乐观,2月新增贷款只有7000多亿元,低于此前市场预期,这可能是在经济增速放缓的大环境下,企业不敢贸然扩张产能和存货投资而使贷款需求不足的表现。综上所述,此前市场预期的一季度经济基本见底或将推迟来到,这种放缓趋势甚至可能延至下半年。在这种情形下,市场可能尚需时间整固,等待更多的政策利好信号和流动性的进一步改善。

兴业全球:行情依然寻底筑底

兴业全球认为,今年的市场是一个寻底筑底行情,对于2013年行情则比较乐观。随着时间过去,对于未来市场的判断会越来越清晰,如果认同2013年相对乐观的人越来越多,市场就有可能提前做出反应。从最近管理层一系列表态来看,IPO暂停或者放缓的可能性很小,甚至还可能加速,此外还有大小非减持以及各类再融资需要资金。而目前场内存量保证金也就1万亿左右,场外资金要入市成为增量资金,需要市场呈现持续的赚钱效应。对于全年行情,持相对谨慎的态度,在这种供求关系下,指望一个比较可观的单边上涨,起码在目前是看不到的。

■ 热点直击

2011年报出炉

## 基金稳健防御 择期反击

□ 本报记者 张鹏

64家基金公司旗下基金2011年报日前披露完毕,基金整体资管规模缩水、盈利水平下降的事实终被确认。偏股型基金成为亏损额激增、盈利水平锐降的主力。业内人士认为,目前,股票市场依然缺乏整体性投资机会,把握结构性机会尤为重要,坚持“稳健防御”、择期反击”是首选策略。此外,由于目前债券市场收益较为平坦化,中期债券可能投资价值更大。

弱市少输即赢

天相投顾数据显示,披露2011年报的64家基金公司旗下873(合并统计,下同)只基金2011年合计亏损5004.26亿元,创基金史上第二大年度亏损额。天相投顾数据还显示,披露2011年报的873只基金,在2011年中报时合计亏损额为1254.33亿元,而至年底则扩大至5004.26亿元,这意味着这些基金在2011年下半年亏损额是上半年亏损额的近3倍。从分类基金来看,偏股型基金是亏损额激增和收益锐减的绝对“主力”,开放式混合型基金紧随其后,而货币市场基金在去年“飘红”成为绝无仅有的市场亮点。

华夏基金总经理范勇宏认为:在困难的市场环境中,基金投资少输即是赢。战胜市场基准、相对排名领先,单就投资层面是说得过去的。但对希望得到

短期市场仍不乐观

今年以来市场大幅波动,基金面临市场环境险恶。基金从业人士认为,经济平衡减速态势明显,市场短期波动调整加大,应密切关注经济形势和货币政策走向对后市的影响。

兴业全球基金副总经理、投资总监王晓明认为,2012年经济继续下行、流动性逐步改善将是相对大概率格局,同时欧债危机的外部冲击压力仍将存在。在经济趋势和货币政策没有显著转向之前,股票市场依然缺乏整体性投资机会。广发基金副总经理易阳方认为,从长周期角度看,全球经济仍处于2008年以来的萧条阶段,需求刺激并未挽回经济颓势,债务率和财政政策空间限制将迫使全球经济加快转型,摆脱需求刺激的负面影响。在经济转型、政策思路转换的大背景下,未来国内政策可能出现被

动的对冲式调节,但力度、方向存在较大不确定性,全面的主动放松难以出现。”

对于本周四股指大幅回落,南方基金认为,经济复苏力度和政策放松力度低于市场预期是诱发市场回落的主要原因。在目前经济和政策预期的证伪阶段,对市场维持谨慎态度。大成基金则认为,综合近期数据,经济增速仍处于回落态势是市场延续调整的重要原因。短期而言,市场不会存在大级别行情。中长期来看,随着针对性的刺激经济政策渐渐出台,可能会对下半年的经济起到正面作用。

对于债券市场,上海证券基金分析师刘亦千表示,政策逐渐宽松将给债券市场带来利好。短期来看,由于前期涨幅已经可观,利率债和高信用债在消化一段时间之后将面临机会。从债券久期来看,由于目前债券市场收益率较为平坦化,中期债券可能投资价值更大,比如三至五年的债券。

把握结构性机会

天相统计数据显示,2011年基金净买入居前的品种为银行、地产等蓝筹股以及白酒、家电等消费股,净卖出较多的股票则为有色、水泥、煤炭等周期性较强的品种。而伴随近期市场震荡回调,盘面上板块轮动明显活跃,基金调仓可谓有得有失,这在一定程度上强化了

一些基金公司高管和基金经理对于把握结构性投资机会的预期。从现有的上市公司一季度业绩预告数据来看,消费板块业绩增速总体上比周期类行业仍较为稳定,因此重点看好消费板块相关个股。

在易阳方看来,市场可能出现结构性投资机会包括三个方面:一是增长相对确定行业的估值平移,银行、保险、煤炭、家电等行业的业绩仍能保持稳定增长,大消费行业也具有抵御周期风险的特征;二是财政投资发力的潜在受益行业,电网、通讯、水利、轨道交通、核电等领域可能因此获益;三是受调控影响估值触底的地产板块,随着政策放松预期以及地产企业对调控政策的适应,地产行业终归会回归正常化,其估值水平也将得到修复。他认为:应重点关注能长大的子行业中的优质企业,如与经济转型、提振内需有关的大消费行业。”

王晓明则认为,市场估值结构性差异显著,整体上应坚持稳健防御为前提,围绕经济转型进行资产配置,消费升级+新经济”将成为新一代成长股挖掘的战略性领域。不过,博时基金第三产业基金经理刘彦春表示,以往粗放的轮动策略可能会有问题,与其猜测政策何时放松和放松力度,不如花更多精力考察企业细节,那些在市场化竞争领域里打拼、具备核心竞争力的公司更有可能为投资者带来持续的投资回报。

■ 投基有道

## 理性看待沪深300ETF套利

□ 华泰联合 王群航

目前市场投资者群体按专业与否,可分为专业投资者和非专业投资者;按身份,可分为机构投资者和个人投资者;按资金实力,可分为大额投资者和中小投资者。之所以做这样的区分,是因为不同类型投资者对于ETF,尤其是沪深300ETF,应该有不同的投资理念、策略和方法。

套利交易属于专业、机构、大额投资者

华泰柏瑞沪深300ETF即将面世,市场上探讨最多的话题是由此带来的套利诱惑,尤其是那些基于其创新基础之上的全新套利愿景,归纳起来,除附着在ETF之上的那种传统一二级市场间套利交易之外,还有与融资融券结合在一起的期融ETF套利、与沪深300股指期货结合在一起的期现套利等。

基于ETF的、传统的一二级市场间套利 华泰柏瑞基金管理公司在接到客户委托指令后立即实时代买深市股票、转而开始套利交易流程之后,一二级市场之间的套利流程在理论上就已经可以充分实现。套利交易重要特征:快速“从现金到现金”,并且,如果市场条件允许,这样的交易在日内可以反复进行多次,也可以做高频交易。

与融资融券业务结合套利 融资融券业务与沪深300ETF套利结合起来,可以在“T+0”框架之下轻松快捷完成“从现金到现金”套利交易过程,例如: 1)融资交易,在溢价的情况下,相关的流程是:融入资金、买入一篮子成份股票、申购成为ETF、在二级市场内卖出ETF; 2)融券交易,在折价交易的情况下,相关的流程是:融入ETF、卖出ETF、将所得的资金买入一揽子成份股票,申购成ETF。这样的套利,对于一些中小投资者来说,似乎也可以考虑适度参与。

沪深300期现套利 当然,沪深300ETF目前给市场带来的最大兴趣点在于它能够给已经上市交易近两年的沪深300股指期货带来拟合度最好的现货标的,从而方便大家期现套利交易,并极大提高期现套利交易效率,从而强化股指期货的套期保值、价格发现等功能。沪深300ETF的推出,还将会进一步提高股指期货市场的联动性,减少期现套利中

■ 养基心经

## 长期持有并非简单持有

□ 吴学安

2011年以来,基金业批量发行不少遭遇“卖不动”的困扰,不断攀升的数量与持续下降的规模形成鲜明对比。业绩不理想、基金业绩频繁跳槽导致信任危机成为基金话语权下降的根源所在。虽说批量发行已成为基金业常态。然而,基金批量上市并没有带动投资者的参与热情,反而令新老投资者更为“眼花缭乱”,不佳的业绩表现令有过购买经历的基民纷纷退避三舍。

基金公司所谓的“专业运作、专家理财”与一般股民的成绩单差不多,甚至还不如一般股民。照得是大势好赚钱,大势不好赔钱,照样是“靠天吃饭”。基金告别“只涨不跌”无疑向基金持有人提出一个严肃的命题:基金是否可以长期持有”?而基金净值大幅缩水,更使投资者对于基金“只赚不赔”产生怀疑。

早在2007年3月中旬,连云港市民武先生投入15万元购买了三只基金,后虽然经历“5·30”大跌和七、八月涨势,都是一直“捂基不动”。可是,经过2008年股市大跌后,武先生发现,他买的这三只基金收益全部为负,即使经过2009年上半年较高级别的反弹:最好的一只基金的收益率在8%左右,第二只基金收益率为6%,而另一只基金不足2%,竟然低于银行利率。“买基金的时候,银行理财师叫我长期持有,不要像炒股那样把基金换来换去。”可武先生发现,自己购买的这三只基金在2007年10月中旬股市行情最好的时候,收益率全部超过了50%以上,最好的一只达到87%,尤其是经过2011年A股的只跌不涨,现在已缩水了一大半,他开始对

现货标的的跟踪误差,但同时也将会使得股指期货现无风险套利的竞争更加激烈。

套利有不确定性

关于华泰柏瑞沪深300ETF套利成本不确定性,我个人的看法是:

1)在沪深300指数里,深圳股票总市值所占的比重并不是很大,相关统计数据(成分股票调整日)显示,从2009年初至2012年初,过去四年里,历经八次调整,深市股票所占比重的平均值是24.85%,最高值是26.48%,最低值是23.46%,这就是说,深市股票总市值占沪深300指数成分股票总市值的比例一直徘徊在四分之一上下的水平。

2)对于现金替代部分,即由华泰柏瑞基金管理公司来代买深市股票这个过程,近似实时成交的概率比较大,总之,在一份四分之一左右的标的中,存在着一些较小范围或幅度的成本不可控因素,相对于整个套利资产来说,所占比重有可能会被降低。

尴尬套利现实

对于市场上目前关注最多的种种套利方式,大家不要忘记四点:

其一,做ETF套利有一个基本常识,即成份股票越少越容易。沪深300ETF的套利,将会涉及到300只标的证券,相关难度会更大,因此不排除很多原先的觊觎者会知难而退。

其二,就笔者所接触到的很多做专业套利交易的机构来看,真正在交易时间里做套利的人已经很少了,他们更多的是在做日内的趋势,这一点,恰好可以解释为什么每当市场出现单边上涨行情的当日最后半个小时,股指往往会上涨乏力、甚至掉头向下的原因,因为有利资金的平仓盘。

其三,在计算机技术的大力辅佐下,与各种套利有关的交易正越来越流程化,机器盯盘代替了人工盯盘,效率更高,可以套到了利润也随之越来越少,套利这种理论上风光的交易方式正在蜕变得越来越干瘪,可同时依然不可丢弃。

其四,就当前市场上各只ETF的套利实操效果来看,有这样两个显著特点,即流动性好的ETF,可以套利的机会不多;套利机会较多的ETF,流动性状况很差,根本无法很顺利地完成套利。

“捂基不动”投资策略产生动摇。

回过头来看,从2006年初启动的上一轮牛市行情时,以股票市场为主要投资对象的股票型、指数型、偏股型基金的平均净值增长率都连续翻番,让广大投资者赚得盆满钵盈。如果以100%的盈利幅度为例,投资者在当年这轮牛市行情伊始时投入1万元,到2007年行情最好时就可能变成4万元。但随着股市出现急剧下滑,由于基数变大,投资者只要亏损25%,就会亏损1万元,这无疑等于当初投入的本金。由此可见,所谓的“长期持有”并不是基金投资的唯一策略。

应该说,并非所有基金都适合长期投资。要知道,不同类型的基金具有不同的风险收益特征,适合不同的投资者在不同的市场环境下载投资。一般情况下,高风险高收益类基金产品不适合进行长期投资,低风险低收益类基金产品则可以长期持有。因此,基金投资者有必要密切关注相关信息,比如基金公司投资团队的变动、投资风格的演变等,根据这些基本面来考虑对基金的取舍。更重要的是,投资者在进行基金投资的时候,还应对市场的基本状况、发展趋势有一个基本的判断,如果市场中、长期发展趋势看好,相关种类的基金就值得长期投资。

股市波动是永远难以回避的,基金投资长期持有并非简单持有的。理财专家认为,基金投资理财师叫我长期持有,不要像炒股那样把基金换来换去。”可武先生发现,自己购买的这三只基金在2007年10月中旬股市行情最好的时候,收益率全部超过了50%以上,最好的一只达到87%,尤其是经过2011年A股的只跌不涨,现在已缩水了一大半,他开始对

安全第一/李明新

惭愧/夏明

恐惧/唐志顺

慢牛/因

中国人寿  
CHINA LIFE

## 中国人寿保险股份有限公司

### “国寿裕丰投资连结保险”单位价格公告

本次评估日期:2012年3月23日至2012年3月29日

账户名称	3月23日		3月26日		3月27日		3月28日		3月29日		投资账户设立时间
	买入价	卖出价	买入价	卖出价	买入价	卖出价	买入价	卖出价	买入价	卖出价	
国寿稳健债券	1.2535	1.2289	1.2538	1.2292	1.2540	1.2294	1.2539	1.2293	1.2539	1.2293	2008年5月4日
国寿平衡增长	1.1263	1.1042	1.1261	1.1040	1.1280	1.1059	1.1062	1.0845	1.1004	1.0788	2008年5月4日
国寿精选价值	0.8914	0.8739	0.8948	0.8773	0.8900	0.8725	0.8611	0.8442	0.8546	0.8378	2008年5月4日
国寿进取股票	1.3992	1.3718	1.4007	1.3732	1.4001	1.3726	1.3677	1.3409	1.3595	1.3328	2008年5月4日

以上数据由中国人寿保险股份有限公司提供

95519  
客服热线

www.e-chinalife.com