

# 基金行业发展对基金评价的挑战

□中国基金业金牛奖评选工作组(执笔 海通证券)

我国基金行业发展不断提速。截至2014年12月底,我国境内共有基金管理公司95家,管理资产合计66811.36亿元。其中,管理的公募基金1897只,规模为45353.61亿元,数量与规模较2013年底分别增加22.23%和51.07%,而非公开募集资产规模21457.75亿元,较2013年底增加75.99%。一方面,基金产品不断创新,投向更加细化,品种更加丰富;另一方面,基金公司也在日趋激烈的行业竞争中谋求个性化发展,行业的发展创新对于基金评价带来重大的挑战。无论是评级还是评奖,我们的视野与方法都需要有所改变,与时俱进,才能让对基金的评价更加全面、细致。同时,考虑到目前我国的评级机构发展还不够成熟,如何能够在变化中生存并发展壮大,也是我们不断探索的重点。

2014年底基金行业发展情况

类别	基金数量(只)	份额(亿份)	净值(亿元)	基金数量(只)	份额(亿份)	净值(亿元)
	(2014/12/31)	(2014/12/31)	(2014/12/31)	(2013/12/31)	(2013/12/31)	(2013/12/31)
公募基金	1897	42011.99	45353.61	1552	31179.84	30020.71
封闭式基金	134	1253.71	1363.79	137	2121.81	2150.84
开放式基金	1763	40758.28	43989.82	1415	29058.03	27869.87
其中:股票型	699	10772.46	13142.02	611	11722.02	10958.45
其中:混合型	395	5525.28	6025.23	287	5919.76	5626.59
其中:债券型	409	3039.7	3473.4	341	3176.76	3224.84
其中:货币型	171	20804.36	20862.43	94	7478.71	7475.9
其中:QDII	89	616.48	486.75	82	760.78	584.09
非公开募集资产	-	-	21457.75	-	-	12192.39
合计	1897	42011.99	66811.36	1552	31179.84	42213.1

注:数据来源:证券投资基金业协会。  
非公开募集资产指的是基金管理公司受托管理社会保障基金、企业年金和特定客户资产管理计划,不包括基金管理公司子公司管理的资产。

## 基金行业创新对基金评价的挑战

### 基金创新要求分类更加细化

在年轻的中国资本市场中,公募产品的创新步伐始终推进较为缓慢。随着2013年证监会举起“创新”大旗,近两年基金行业创新产品推出的节奏明显加快,产品类型得到极大的丰富与补充。

其中,主要的几类创新产品包括:行业、主题工具类产品:契约规定基金需要有较高比例投资特定行业/主题,因此业绩表现与行业、主题相关性高。投资者如果看好某行业或主题投资机会,可以选择具备该行业内持续稳定获得超额收益能力基金经理管理的主动行业、主题基金,或者被动行业、主题指数型产品进行配置。

采用对冲策略的绝对收益型产品:由于2010年颁布的《证券投资基金从事股指期货交易指引》中规定公募基金卖出股指期货合约比例不得超过基金持有股票总市值的20%,使得采用对冲策略的公募基金产品迟迟无法推出,但随着对冲策略在私募以及专户中的成功,加之市场对于绝对收益产品的需求与日俱增,监管层开始试点放开部分公募产品投资股指期货的范围,公募市场对对冲策略产品千呼万唤始出来。

0-95%灵活混合型产品:基金股票投资比例最低可以降低到0,最高可提升至95%,赋予基金经理极大的投资操作空间。同时,0-95%灵活混合型基金与保本基金满足打新条件,且费率相对一般保本基金低一些,很多公司将此类产品定位为打新专用工具。

FOF:2014年8月新的《基金运作管理办法》给FOF产品面世的可能。区别于现有基金

产品主要投向股票、债券等基础资产,FOF产品80%以上的资产需要投向公募基金,即运作一个基础资产组合的组合。

各种创新产品的出现,满足了投资者不同的细分需求。产品属性的差异,使其不能简单在原有的基金大类中进行评价,需要在做评价之前要事先做好分类工作。

### 基金创新要求 评价方法创新、指标设计科学化

创新是未来公募基金发展的趋势,不断涌现的细分类型产品,其独特的产品属性和风险特征,决定传统的评价方法对其不再适用,需要针对不同的产品设计相应合理科学的评价指标。

例如主动管理行业、主题基金:行业、主题基金受契约影响较大,重点需要考察行业获取超额收益的难易程度以及基金经理是否有行业投资能力,因此在设计评价指标的时候,需要综合分析行业获取超额收益难易程度,以及基金相对行业获取正向超额收益的持续性。

绝对收益产品:以追求绝对收益为投资目标,适合中低风险偏好投资者持有,因此重点考察回撤和波动情况。

### 非公募产品需求提升亟需评价支持

近年来,新成立的公募基金公司越来越多,与老公募基金相比,新基金公司的发展模式和策略大相径庭。比如,从业务发展方向来看,有

些新成立的基金公司更加注重专户业务的发展,有些基金公司则大力发展子公司业务。

基金公司/子公司专户业务发展飞速。根据中国基金业协会公布数据,截至2014年底,基金公司专户业务管理资产规模1.22万亿元(不含基金公司管理的社保基金及企业年金资产),较2013年底增加7501亿元,增长158%;基金子公司专户存续产品(包括专项资产管理业务和特定资产管理业务)达9389只,管理的资产规模达3.74万亿元,较2013年底增加2.77万亿元,增幅达285%,全年日均增长2307亿元。基金子公司的管理费收入快速增长,全年累计达43.09亿元,为2013年收入的4.3倍,少量子公司的收入甚至超越母公司收入。

基金公司/子公司专户业务结构发生变化。从产品投向上来看,截至2014年底,受刚性兑付危机、经济下滑等市场因素以及监管因素的影响,投向房地产、工商企业等实体经济较大领域的产品规模分别为8544亿元和7154亿元,占比从年初29%、33%分别降至年底23%、19%。从资金来源来看,随着一对多产品规模占比的下降,个人资金规模占比逐步降低,2014年底个人资金规模占比2013年底下降7.9个百分点。从管理方式来看,基金子公司合作管理类和主动管理类产品管理资产规模合计1.51万亿元,占比40.4%;通道产品管理资产规模2.23万亿元,占比59.6%。目前新三板投资、并购重组、资产证券化、对冲基金等是很多基金子公司正在重点发展的新业务,以期摆脱对通道业务的依赖。

大量新业务正在形成,产品业绩等信息并未对外披露,在评价基金公司时,评价指标如何兼顾是评价机构应该思考的问题。

## 非公开募集产品需求提升亟需评价的指导与支持



## 基金评级机构生存发展模式探索

行业快速发展,竞争日趋激烈,作为基金评级机构,也需要顺应市场,在变化中谋求生存与发展。我们提出两种模式供大家思考和讨论。

### 模式一:建立中国式评级巨头

在美国,惠誉、穆迪和标准普尔三大评级机构一直被看作是金融市场的“看门人”,他们亮出的AAA评级被视为安全投资的黄金标准。在我国,未来当基金评价范围覆盖各类金融投资产品,对产品的评价结果尽可能全面细致,能够在一定程度上对投资有指导作用的时候,评价也将成为各种金融投资产品非常重要的组成部分。专业评级机构在产品发行、销售时,本着客观公正独立的原则出具评级意见,引导投资者进行投资。

为了实现这一目标,可以采取以下的措施:

1) 铸就评级机构专业性及不可或缺性。  
目前除获得评价业务资格的7家评级机构外,市场上还有很多机构在发布各式评价报告,评价业务、操作欠规范。为了体现评级机构的专业性,提高评价结果指导投资的有效性,应减少市场上各种产品评价噪音干扰,还市场和投资者一个干净良好的投资环境。

2) 建议专户等向评级机构披露数据  
一方面,投资者对于非公开募集产品需求的提升亟需评价的指导与支持;另一方面,从基金评价业务自身发展来看,大资产管理行业发展也需要评价业务覆盖更多更全的产品种类。因此,是否可以建议私募、券商集合理财、专户等非公开募集产品向特定评价机构披露数据,或者由协会向特定评价机构披露数据,在方便评价机构研究、评定产品的同时,也有助于投资者了解产品,选择投资品种,避免信息不对称带来投资风险,实现双赢。

3) 基金销售机构必须引用评级机构的评级结果。  
在美国,评级机构在产品销售时出具评级意见,投资者投资那些评级较高的产品,一定程度上有助于投资者获得相对稳定的收益。较高的评级相当于是对管理人长期取得稳定良好业绩能力的肯定。在建立起一套行之有效的评价方法后,这种模式同样适用于中国,届时基金产品发行及销售机构通过引用评级机构的评级结果,为投资者投资提供安全指引。

4) 鼓励基金销售机构在销售基金时,引用评级机构编制的投资者调查问卷以及各类基金的风险评级。

金融产品都有自己的风险属性,适合不同风险承受能力的投资者持有,在产品发行和销售过程中,需要注意明确投资者风险偏好,从而推荐风险匹配的产品进行投资。目前很多销售机构都有自己的调查问卷,但一方面问卷设计不够深入细致,无法明晰刻画投资者风格及偏好;另一方

面,销售机构往往为了让投资者自由购买产品,引导其填写有助提升风险偏好的问卷答案。

因此,建议基金销售机构在销售基金时,引用评级机构编制的投资者调查问卷以及各类基金的风险评级,从专业角度匹配投资者风险偏好以及投资风格,更好地指导投资。

当然,“惠誉”、“穆迪”和“标准普尔”的权威地位并不是一天形成的,除了评级体系经历较长时间市场的考验,评级结果可以为投资提供安全指引外,还需要得到产品发行、销售机构的大力支持,帮助其在竞争中生存下来,并且不断发展壮大。

### 模式二:评价机构发展多维业务

模式一可行的前提条件在于基金评价确实能够较为全面细致地对产品进行刻画分析,支持投资,能够让投资者持续稳定赚钱。但这一前提条件其实并不容易达到。一方面,我国投资者教育力度不够,绝大多数人买基金都还是依据过往业绩,但过去并不代表未来,依据历史业绩排名买基金被证实收益并不理想;另一方面,目前的基金评价也仅仅是对于过往业绩的总结分析,虽然评价还结合了对于风险等因素的考察,但星星的投资方式收益也并不显著,评价结果如何能够更好地为投资所用,方法和指标还需要进一步修改和完善。

对比海外,借鉴晨星海外的盈利模式,收益主要源自数据服务以及投资管理两方面,基金评级结果也并未收取费用,属于一项公益性工作,而真正让其盈利的是基于评价业务,累积的数据、经验,进而发展起来的如研究、投资支持等增值服务。

例如,未来随着基金产品数量大幅增加,投资者在各式各样基金中选择标的难度不断增大,对于FOF产品的需求日益旺盛,评价机构可以承接对如主要投向公募基金的养老金、公司企业年金计划等的投资支持工作,并以此盈利。一方面,从产品选择来看,较之单一基金公司只了解旗下产品特点,评价机构属于独立第三方,其对于产品的覆盖面更全更广,能从专业角度全市场筛选公募基金产品进行投资;同时,基金评价机构基于自身评价业务发展,累积了大量的数据和经验,并形成了对于产品、管理人相对成熟完善的分析方法,能够帮助投资者完成对基金产品/管理人的净值调查,给出有助于进行投资决策的客观公正的评价分析结果。另一方面,由于基金评价的方法和体系是对外公示的,评价结果有理有据,可供查证,评价机构进行投顾业务与原有评价业务并不冲突,期间不会牵扯利益问题,有助于维护评价机构独立客观公正的形象地位。(中国基金业金牛奖评选工作组由来自中国证券报、银河证券、海通证券、招商证券、天相投顾、上海证券的评委组成。)

## 评价与投资不匹配

### 评价需要与投资相结合

现有的评价针对的是产品过往业绩,但历史业绩无法预示未来。现有的评价主要针对基金产品,且对于主动管理型基金而言,评价的内容仅限于分析基金过往业绩、风险调整收益、波动等指标。但历史业绩表现好的基金未来是否一定能有很好的收益呢?各家评级机构通过分析基金过往业绩表现给出评级,投资者购买其中评级高的基金,是否就有高收益?其实并不尽然。

基金管理人业绩的核心。事实上,对于主动管理型基金而言,其操作配置直接反映基金经理的投资理念和偏好,因而业绩表现也与基金经理息息相关。结合我国实际情况来看,A股市场风格切换频繁,热点主题多变,一方面基金经理投资管理风格相对稳定,在变化的市场中,存在短期市场风格与基金经理配置风格背离的可能,只是投资业绩存在波动性;另一方面,我国基金经理变更频繁,2014年有一大批基金经理离职,这些都会对基金业绩产生直接且巨大的影响。

契约因素需要考虑。近年来基金产品发展趋向工具化,以应对投资者细分需求,行业基金就是一个典型。对于投资者来说,具有相同收益的一只行业基金与一只全市场选股的基金,是否具有同样的投资价值 and 风险收益特征?答案当然是否定的。原因就是行业基金的业绩很大程度上取决于行业整体表现,当行业受到市场热捧时,板块整体上涨,其中个股也

会不同程度受益,虽然行业基金的基金经理具有一定行业内选股能力,但相较而言,行业基金获取高业绩相对还是会容易一些;但当行业整体表现低迷时,要在其中选出优质个股,获取较高收益,更考验基金经理投资能力。

过往的研究表明,依靠历史业绩、“数星星”等模式投资基金,业绩并不理想,是否可以考虑改进一下评价维度,让评价的结果向投资靠近?例如,增加从风格方面、管理人等方面进行评价,选出价值、成长风格市场中优秀的、特定行业内表现优秀的以及一些操作均衡灵活,在各类风格、行业热点切换中均有出色表现的基金管理人或产品,做好相应信息披露,投资者可以根据自己的需求和判断,有针对性地选择相应风格、行业热点下的优秀基金产品进行投资。

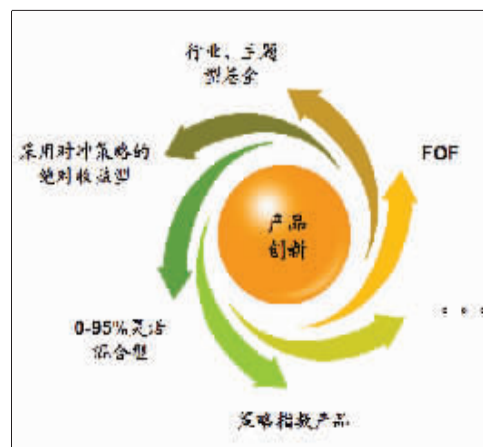
### 评价对象需要更加全面

由于公募基金披露业绩和

持仓数据较为规律齐全,评价机构针对此类产品已经形成一套相对合理有效的研究评价方法,但对于阳光私募及券商集合理财,仅披露业绩数据,但频率并不统一,且不披露持仓情况,还有就是基金公司专户、银行理财产品,更是无从获取相关产品信息,市场对于这些产品的研究也少之又少。

在资产管理行业大发展的背景下,近年来各类金融投资理财产品的发展非常迅速,基金评价机构应拓宽产品覆盖范围,为投资者提供更全面的投资参考。数据的问题确实是影响评价业务范围拓宽的一个重要阻碍,需要首先被解决。

### 基金分类更加细化



### 拓宽产品覆盖范围

