

繁荣不够踏实 未来略显渺茫

——保本基金发展的现状与未来

□济安金信基金评价中心 王群航 李泓然 戴彤彤

眼下，保本基金正在成为市场的焦点和亮点，原因在于他们的发行情况总体表现良好。从数量来看，今年以来新发行的保本基金已经达到20只。对照图一，今年的后10个月里如果还能够照此速度发行下去，那么，保本基金的年发行数量将超过100只；从成立规模来看，今年以来新成立的基金共有93只，平均规模为9.87亿元，而分类型来看，16只保本基金的平均成立规模为32.47亿元，77只其它类型基金的平均成立规模仅为5.18亿元。

那么，这种盛况还能持续多长时间呢？

保本基金大跃进

保本基金为什么会如此受欢迎？原因有四：

(一)“我国的公募基金是一个健康的行业，是我们经济生活中最规范、最透明、制度化建设较完善的一个行业”。(摘自王鸿嫔《选一条人少的路走》序一，序作者：孙杰。)

(二)随着网络技术的发展，投资者近几年对于公募基金有了更多的了解。这其中，客观来看，还是要以天弘余额宝对于公募基金概念的普及居功至首，因为该基金的投资者户数实在太多。

(三)基础市场背景的衬托。这个背景，一方面是银行存款利率水平的不断下降，另一方面，是股市行情风险的大爆发，投资者有强烈的避险、保值、增值需求。保本基金在一定条件下保证本金安全，内在价值相对凸显。

(四)业绩。图二展示的是保本基金自诞生以来在各个自然年份中的平均业绩，其中，2014年、2015年的平均净值增长率分别为18.03%和19%。保本基金如此稳定的、良好的业绩，对于投资者的吸引力很大。

始终没有沸腾的热潮

通过表一、表二这两份表格，我们可以对保本基金2015年以来的发展情况做一次尽量全面的回顾和分析。

总体来看，保本基金处于稳定的发展格局。保本基金的大发展实际上是2015年下半年之后的事情(参看表一)。2015年总计成立了37只保本基金，其中有26只是下半年成立的，而今年前两个月就已经成立了16只。去年上半年成立的11只保本基金的平均规模为15.99亿元，去年下半年成立的保本基金平均规模是27.14亿元，今年16只新基金的平均成立规模为32.47亿元，三个阶段的发展情形是稳健的步步高状态，表面形态良好。

另一方面，保本基金的募集效率仍有缺憾。对于保本基金这种良好的发展态势，我们还可以换个角度来观察，即它们的募集效率：实际成立规模与预设募集上限规模的对比。去年上半年、下半年以及今年前两个月，保本基金在这三个时段里的募集效率分别为57.29%、75.45%、82.86%。对此，我们可以从两个角度来评价：第一，募集效率的确在稳步提高；第二，从全市场

的角度来看，它们一直都没有全面达到募集目标。如果说募集效率在99%以上为达标的话，即使是今年以来，也仅有6只基金完成了任务，另10只基金没有完成预设的募集目标任务。

此外，保本基金的赎回情况已经标准化显现。观察赎回，只能是去年成立的基金。对此，从其资产规模变动情况来看，上半年成立的产品平均下降了5.82%，下半年成立的仅仅下降了0.02%，其中，资产规模下降速度超过10%的3只基金全部是2015年上半年成立的，2015年第三季度成立的基金，也有相对较高的赎回比例。尽管保本基金的赎回费率很高，但是投资者对于保本基金的赎回还是开始显现，总体情况与基金成立时间的长短成正比，如此可以折射出赎回者的信心是多么的坚定：即使赎回费率高于常规标准至少4倍(因为保本基金的绩效变动很小，故资产规模略有误差，但总体上可以反映市场现实)，也要赎回。

为什么会那么热销？因为前两年的业绩。为什么又会有赎回？除了极少数投资者的确可能有特殊原因之外，绝大多数人应该还是对于保本基金的业绩不满意，或者更为准确地说，应该是没有达到与前期业绩对比之后所产出的较高预期。参看上述表格，2015年成立的保本基金，当年的平均净值增长率为0.76%，这些基金截至今年2月24日的平均净值增长率为0.27%，盈利因为股市下跌而减少；今年成立的新保本基金，成立以来的平均净值增长率为0.09%，因为年初熔断暴跌的风险它们没有赶上。

因为对于既有的业绩不满意，就必然会有赎回，即使是绩效表现相对较好的基金，如中融安保本，成立以来的净值增长率为1.6%，但其净值规模还是下降了23.27%，若更为准确地从份额规模的角度来看，则是下降了24.48%，将近四分之一了。

保本基金收益率与股市有限正相关

起起伏伏的历史业绩。通过图二，我们可以对保本基金在中国公募基金市场自诞生以来的业绩情况有一个全面的了解，其主要特征有两个：第一，收益率与股市行情的波动成有限的正相关关系；第二，之所以是“有限的”，是因为涨的时候保本基金可以涨得较多，跌的时候能够跌得较少。以此为基础，保本基金占基金资产的比例不低于30%；股票、权证、国债期货、股指期货等风险资产占基金资产的比例不高于70%。”我们认为，这种做法值得商榷。

但是，由于保本基金是对于认购并持有期满的资金提供保本待遇，因此，观察保本基金的总体收益，要跨年来看，并且主要是从任何一个连续三年的角度来看：都是正收益。因此，刚刚投资保本基金的人，不要对初期业绩那么急。(历史上，三年期是主流。今年，期限多了一些，但三年期依然是保本基金的主

要类型，今年以来已经发行和即将发行的20只新保本基金里，三年期的有11只，两年半的有2只，两年期的有7只。)

我们知道，保本基金的运作策略与收益结构。保本基金都是在运用CPPI策略进行投资，即通常要根据市场的走势与基金的净值水平来动态调整风险资产与稳健资产在基金组合中的配置比例，通过对稳健资产的投资实现保本周期到期时投资本金的安全，通过对风险资产的投资寻求保本周期内资产的稳定增值。在此情况下，保本基金初期通常要努力做出安全垫，因此，前期的收益通常不会很高。以三年期限的保本基金为例，按照半年一个时间段，在其运作的六个时段里，第三至第五段是理论上的获利较多时期，之后，就要为到期做准备了。

总体来看，保本基金的收益主要来源与股市行情的上涨相关。近两年，保本基金的收益还有一个新的、重要的来源，即打新。但是，随着打新政策的调整，这一块收益已经几乎归零，那么，未来的股市行情运行趋势，将是保本基金超额收益的唯一来源。

新产品冷热不均

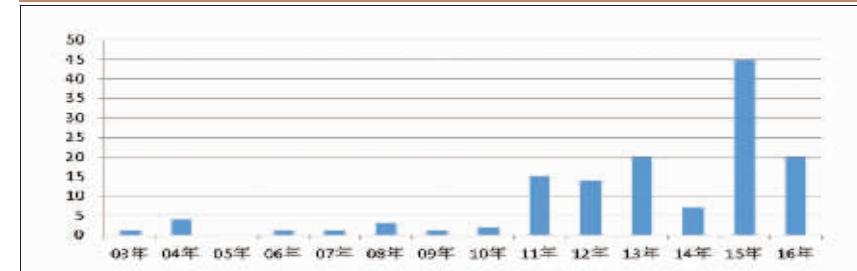
目前的现实是，保本基金新产品冷热不均。按照一般性的投基理念，具有良好历史业绩的基金应该更好销售，但在保本基金方面的现实并非如此，有的甚至恰恰相反，例如，银华保本2004年3月2日成立，是国内第一只名为“保本”的基金，四朝老基，成立以来的累计净值增长率达到125.73%（截至2016年1月25日），每个保本周期平均有22.574%的收益，每年平均有7.02%的净值增长。但就是这样的一只产品，其第五个保本周期过渡期申购，几乎用完了整个募集期限，于上周三刚刚提前两天结束募集。

此外，今年的新保本基金也并非全都热卖。今年成立的16只保本基金，有6只用满了预设的发行期限，1只延期，一日售罄的仅有2只，两天结束发行的仅有1只。

近期产品设计有放大风险的苗头。保本基金的标准化资产配置比例预设区间是：股票等资产不高于40%，债券等资产不低于60%。但是，近期或许是由于业绩的压力，个别基金开始有放大风险的苗头，如有一只保本基金，“债券和定期存款等稳健资产占基金资产的比例不低于30%；股票、权证、国债期货、股指期货等风险资产占基金资产的比例不高于70%。”我们认为，这种做法值得商榷。

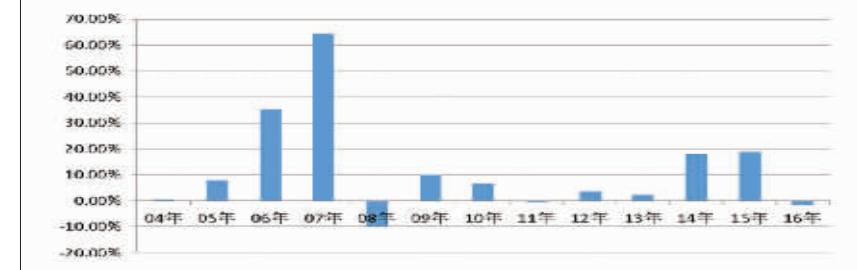
值得关注的是，自去年以来，保本基金提出创新的“目标收益率”。我们认为，这个创新没有意义，不值得作为是否投资的参考依据。在此，我们想提醒已经持有具有这种噱头的保本基金投资者，未来一旦相关基金真的达到了各自确定的目标收益率，请立即自行赎回。因为提前结束的清算周期极有可能会比较长，大概半年左右。

图一：各年新发行的保本基金数量



全部图表数据来源：济安金信基金评价中心 数据截止日期：2016年2月26日

图二：保本基金在过往各个年份里的平均净值增长率



数据截止日期：2016年2月19日

表一：2015年成立的保本基金相关情况

基金名称	成立日期	预设规模(元)	成立规模(元)	募集效率	2015年末规模(元)	2015年净值增长率	成立以来净值增长率	年内规模变动幅度
中融国安保本	2015-02-12	1,000,000,000	583,193,767.89	58.32%	447,505,985.59	1.60%	1.60%	-23.27%
华富旺财保本	2015-03-16	1,000,000,000	317,721,268.43	31.77%	317,608,398.93	0.00%	-1.80%	-0.04%
中海安鑫宝1号保本	2015-04-03	1,500,000,000	238,602,520.44	15.91%	243,164,281.48	1.90%	1.20%	1.91%
银河泽利保本	2015-04-09	3,000,000,000	2,988,454,525.12	99.62%	2,682,312,742.39	-1.00%	-1.30%	-10.24%
博时招财一号大数据保本	2015-04-29	4,000,000,000	1,353,010,620.65	33.83%	1,336,226,870.94	-1.20%	-1.00%	-1.23%
天弘普惠养老保本	2015-05-27	2,700,000,000	439,059,829.53	16.26%	454,484,893.43	3.51%	3.40%	3.51%
华安新机遇保本	2015-05-27	5,000,000,000	3,583,397,121.18	71.67%	3,193,244,610.04	2.80%	-1.10%	-10.89%
南方丰合保本	2015-05-29	3,000,000,000	2,982,917,327.01	99.43%	2,698,668,666.37	1.40%	1.00%	-9.53%
交银施罗德荣和保本	2015-05-29	2,000,000,000	1,971,186,670.30	98.56%	1,833,047,176.67	-2.60%	-2.80%	-7.01%
国投瑞银招财保本	2015-06-03	5,000,000,000	2,604,299,055.26	52.09%	2,391,364,297.47	1.50%	0.60%	-8.18%
东方赢家保本	2015-06-12	1,000,000,000	527,894,278.79	52.79%	533,070,952.41	0.98%	1.67%	0.98%
招商安益保本	2015-07-14	5,000,000,000	1,666,482,590.47	33.33%	1,609,037,011.68	2.80%	2.80%	-3.45%
长城久惠保本	2015-07-27	3,000,000,000	2,975,442,218.70	99.18%	2,927,147,589.24	3.10%	0.20%	-1.62%
国投瑞银境盈保本	2015-08-26	5,000,000,000	4,029,115,901.83	80.58%	4,002,930,494.43	1.70%	0.70%	-0.65%
华安新乐享保本	2015-09-10	5,000,000,000	2,989,632,166.92	59.79%	2,942,484,123.31	1.50%	-1.40%	-1.58%
中融安盈二号保本	2015-09-25	1,100,000,000	247,376,790.22	22.49%	247,959,538.07	2.40%	2.30%	0.24%
天弘鑫安宝保本	2015-10-23	2,000,000,000	739,354,674.96	36.97%	745,895,876.55	0.88%	0.67%	0.88%
国投瑞银境盈保本	2015-10-28	4,000,000,000	714,993,873.32	17.87%	721,762,826.51	0.90%	0.60%	0.95%
南方顺达保本	2015-10-28	3,000,000,000	2,979,388,098.06	99.31%	2,997,305,903.85	0.60%	0.40%	0.60%
建信安心保本二号	2015-10-29	5,000,000,000	4,963,743,518.79	99.27%	5,040,503,454.22	1.60%	0.20%	1.55%
长城久祥保本	2015-11-09	3,000,000,000	2,979,229,136.34	99.31%	2,954,539,767.00	0.10%	0.40%	-0.83%
中信建投稳利保本2号	2015-11-11	2,000,000,000	1,835,493,174.70	91.77%	1,845,603,333.00	0.60%	0.80%	0.55%
创金合信聚财保本	2015-11-16	1,000,000,000	280,328,286.75	28.03%	283,850,077.00	1.30%	0.30%	1.26%
华安益安保本	2015-11-16	5,000,000,000	4,962,707,278.30	99.25%	4,985,088,126.00	0.50%	0.20%	0.45%
新华阿鑫二号保本	2015-11-19	3,000,000,000	1,146,566,354.54	38.22%	1,148,557,008.00	0.20%	0.00%	0.17%
南方顺康保本	2015-11-26	2,500,000,000	2,485,009,259.77	99.40%	2,496,730,588.00	0.50%	0.30%	0.47%
国泰新目标收益保本	2015-12-02	3,000,000,000	2,976,965,254.17	99.23%	2,981,671,116.00	0.20%	-0.40%	0.16%
诺安利鑫保本	2015-12-02	5,000,000,000	4,951,381,587.94	99.03%	4,958,541,911.00	0.10%	-0.30%	0.14%
诺安景鑫保本	2015-12-08	5,000,000,000	4,974,728,646.63	99.49%	4,979,793,961.00	0.10%	-0.40%	0.10%
招商境远保本	2015-12-15	5,000,000,000	4,929,813,126.38	98.60%	4,932,808,229.00	0.10%	0.30%	0.06%
博时境源保本	2015-12-18	3,000,000,000	2,994,631,044.77	99.82%	2,997,052,082.00	0.10%	-0.10%	0.08%
南方瑞利保本	2015-12-23	1,500,000,000	1,491,463,370.57	99.43%	1,491,859,815.00	0.00%	-0.10%	0.03%
招商安弘保本	2015-12-29	5,000,000,000	3,410,985,262.67	68.22%	3,411,074,080.00	0.00%	0.30%	0.00%
国投瑞银瑞兴保本	2015-12-29	2,500,000,000	1,998,026,446.34	79.92%	1,998,008,032.00	0.00%	0.20%	0.00%
国泰鑫保本	2015-12-30	3,000,000,000	2,989,945,669.07	99.66%	2,989,890,785.00	0.00%	0.00%	0.00%
华安乐惠保本	2015-12-30	5,000,000,000	3,573,973,943.33	71.48%	3,573,922,400.00	0.00%	0.20%	0.00%
中海顺鑫保本	2015-12-30	3,000,000,000	1,261,537,096.13	42.05%	1,261,535,713.00	0.00%	0.30%	0.00%

业绩数据截止日期：2016年2月24日 制表：戴彤彤，李泓然

表二：2016年成立的保本基金发行情况

基金名称	成立日期	预设规模(亿元)	成立规模(亿元)	募集效率	预设发行起始日期	预设发行终止日期	预设发行工作日(天)	实际发行终止日期	是否提前结束发行	是否延长募集期限	实际发行募集期限工作日(天)
建信安心保本三号	2016-01-04	50	49.78								