## 规模、活跃度“双降” 处置细则料出台

# 分级基金消亡史正在上演

□本报记者 姜沁诗 万宇

分级基金新规正式实施已满一周年。虽然在资管新规正式出台后的首个交易日，分级A迎来了普涨行情，但这并不能改变分级基金新规实施后的一年来，其市场份额和活跃度急剧下降的趋势。与此同时，资管新规中规定，公募基金不得进行份额分级，因此业内已经默认分级基金将在过渡期结束之后“绝迹”于市场。不过，由于当前存续的产品数量过多，未来如何处理成为难题。

记者了解到，当前基金公司大多静观其变，不主动宣传分级产品，也不打算主动进行清盘或者转型。多家基金公司证实，针对当前存续的分级基金，未来将会出台统一的处理办法，目前还在等待更多处理细则落地。

### 规模、活跃度“双降”

在2017年5月1日正式实施的分级基金新规中，最主要的影响在于对投资者参与门槛的提高，投资者需前往营业部开通交易权限，且需满足申请权限开通前20个交易日名下日均证券类资产不低于人民币30万元的门槛。

在新规实施后的一年里，该类产品规模逐渐下降。Wind统计显示，截至4月底，分级基金总份额为888.53亿份，总规模为1315.84亿元。在新规实施后的一年时间内，分级基金总份额减少133.34亿份，总规模减少806.66亿元，分别缩水13.05%和38.01%。其中有5只基金规模减少超过50亿元，缩减幅度最大的分级基金一年间规模下降达159.11亿元。

规模萎缩让分级基金成了“迷你基金”的扎堆之地，规模低于2亿元的分级基金达61只，占比达41.49%，其中还有18只“迷你基金”规模不足5000万元，占比为12.24%。

与此同时，规模超过50亿元的分级基金目前市场上尚有6只，分别是富国中证军工、富国国企改革、富国创业板指数分级、鹏华中证国防、招商中证白酒和兴全合润分级，受益于军工板块的表现，富国中证军工成为规模最大的分级基金，最新份额92.08亿份，是目前唯一一只规模超百亿元的分级基金；而受益于去年以来“喝酒”行情，招商中证白酒成为过去一年规模增长最多的分级基金，基金规模净增46.26亿元。

在规模持续缩减的同时，分级基金市场成交趋于萎缩。Wind数据显示，4月成交量前十的分级B成交量为2.12亿手，占全部分级B市场成交量的88.05%；成交额前十的分级B成交额为151.52亿元，占比达86.55%。相反，月成交额不足1000万元的分级B基金数量多达53只。

多家基金公司人士分析，分级基金的总体规模和市场成交活跃度的下降属于意料之中。“30万门槛的限制使符合要求的投资者变少，分级基金会逐渐变成一个少数人参与的市场。”北京某基金公司人士表示。

盈米财富基金分析师陈善枫表示，未开通权限的投资者只能允许卖出或者合并A/B份额，直接影响了资金参与分级基金，导致分级基金规模下降。另外，新规实施以来，近一年的市场表现疲软，资金参与分级基金的动力也不足够，这也是规模下降的一个原因。

### 更多细则料出台

4月27日，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》正式发布，规定公募产品和开放式私募产品不得进行份额分级，而过渡期将于2020年年底结束。

针对这一规定，有券商分析认为，随着过渡期的临近，大部分分级基金或将逐步转型或退市（清盘），建议投资者警惕分级转型风险。而记者向多家基金公司了解，针对这一规定，虽然没有更为具体的说明，但是业内普遍默认分级基金将在资管新规过渡期结束之前逐步消失。

据Wind数据统计，在过去一年的时间里，已有4只分级基金清盘，10只转型。上述清盘的分级基金大多是因为规模触及了清盘线，而转型的分级基金则多是因为存续期已到，按规定要进行转型。

有基金公司人士透露，上述两种情况尚比较好处理，但市场上那些既没有规定的存续期、产品规模又远远超过清盘红线的分级产品，要选择主动清盘或者转型，操作起来其实非常困难。

按照规定，基金要提前清盘或者转型必须要召开基金份额持有人大会，必须要有代表1/2以上的基金份额持有人参加大会，而且还要求2/3以上参加大会的持有人表决通过。“分级产品的散户持有人太多了，持有人大会都很难召集。”该人士告诉记者，其公司旗下的分级基金产品，多数产品的持有人上万户，甚至还有的持有人超过40万户，实际操作难度很大。

统计数据显示，当前还在市场上正常运作的分级基金共有144只，其中仅有国富中证100和易方达中小板指数两只产品有约定的到期日，分别为2020年3月26日和2019年9月20日。而剩余的142只分级基金，平均的持有人户数都在3万以上，其中大于10万的基金有10只。这也意味着上述142只分级基金，在资管新规过渡期结束之前，将要面临逐步处理的难题。

“监管层将会针对存量的分级基金出台统一的处理办法。”另有基金公司人士告诉记者，“部分分级产品接近100亿元且散户较多，召集三类份额各自50%的持有人且2/3以上同意转型的可操作性不大，得等细则。”该人士表示。记者也向其他几家公司证实了这一说法，但具体如何操作、何时出台，暂时还不清楚。

### 建议规避分级基金

在资管新规正式出台后的首个交易日，分级A迎来普涨行情。据Wind数据统计，5月2日，市场上133只分级A中，有85只分级A折价幅度有所缩窄，其中以医疗、银行、保险等分级产品折价幅度缩窄较大。

记者了解到，资管新规的出台，其实也给分级A带来了一定投资机会。西南证券分析称，目前市场上大多数分级A处于折价交易状态，若以市价在二级市场买入，一旦分级基金转型或清盘，一般情况下分级A将以净值折算，这就获得了净值大于市价这一部分的超额收益。当然，这对于溢价分级A是不利的。

盈米财富基金分析师陈思贤分析，分级基金本身能适用的投资者范围较窄，其过度发展本身是由于投资者对分级子基金风险的忽视。在2014年、2015的A股牛市时，分级基金规模和数量激增，投资者只看到分级B的高收益，没有看到高杠杆下的高风险。市场下跌时，投资者撤出，存量的分级基金也难以承受突然的规模萎缩。

陈善枫表示，分级基金对于部分投资者的吸引力主要来自于其杠杆特性以及不可替代性，例如易方达重组分级、国泰深证TMT50指数分级等。但他也指出，随着资管新规的落地，公募分级产品将逐渐消失，另外随着指数基金的发展，分级基金的不可替代性也会被逐渐淡化。整体来看，建议投资者对分级基金进行规避。

# 第二批FOF成立在即 货基配置比例大幅减少

□本报记者 王蕊

中融量化精选混合（FOF）4月底结束募集。这意味着，如无意外，首只第二批获准发行的FOF将于近日正式成立，这也将是公募基金市场上第7只公募FOF。然而与此同时，去年曾引起市场热议的首批公募FOF，如今却面临着一季度全部亏损的窘境。业内人士认为，FOF的优势在于平滑风险以获得长期稳健的回报，因此在刚刚过完半年建仓期的当下，要对首批FOF的业绩表现做一个判断还为时尚早，需要更多的时间来进行验证。

### 首批FOF一季度收益告负

根据基金一季报，10只（分份额统计）首批公募FOF报告期内回报均为负，净值跌幅平均达1.37%，其中跌幅最大高达4.67%，另有两只FOF跌幅超过2.5%。

不过，从基金成立以来的净值表现看，截至5月2日，上述10只FOF中仅有3只累计净值增长为正，且涨幅不超过0.8%；其中跌幅最大的FOF自成立以来累计亏损7.11%。在第一批FOF中，华夏聚惠稳健目标（FOF）A目前业绩表现最佳，自去年11月3日成立以来，共获得0.78%的涨幅。

“当前首批FOF业绩表现不如预期，主要还是与市场行情有关。”华南某量化投资基金经理告诉中国证券报记者。她表示，这批基金在去年11月集中成立，随后市场就经历了一段时间的调整；1月股市大涨后随即又开始震荡回调，公募基金期间业绩普遍低于预期。

她提到，FOF的优势在于平滑风险以获得长期稳健的回报，因此在刚刚过完半年建仓期的当下，要对首批FOF的业绩表现做一个判断还为时尚早，需要更多的时间来进行验证。

某市场人士分析，5只风险偏低的产品净值损失幅度总体偏小，风险偏高的产品则净值损失幅度偏大。“但数据显示，低风险类FOF在1月23日至2月9日的13个交易日里的平均净值损失幅度达3.04%，对比年报披露的持仓明细，截至2017年年底，上述FOF持有高风险基金比例约为4%，按照这一配置，在上述13个交易日净值损失应明显低于实际水平。这说明，上述FOF大概率在一月中上旬进行了高风险基金的追高买入。”他称。

### 货基配置比例减少

查阅第二批公募FOF的公开资料，记者发现一个有趣的现象——相比于首批FOF大比例买入货基，第二批FOF投资货基的比例被严格限制在总资产的5%以内。根据《招募说明书》，不管是4月3日发行的中融量化精选混合（FOF），还是4月16日发行的前海开源裕源（FOF），均提到“货币市场基金的投资比例不超过基金资产的5%”。

前海开源裕源(FOF)拟任基金经理苏辛表示，设立5%的货基配置边界，更有利于基金管理人发挥资产配置能力，在权益投资上发力。与首批FOF相比，第二批FOF投资基金品种也将更为多样，回归资产配置本源。

事实上，不仅新发行FOF对货基的持有比例进行了限制，第一批FOF对于货基的“热情”也在逐渐消退。

根据2017年年报，有数据统计的两只FOF持有货基的比例分别为基金资产的77.94%和78.66%；而根据今年的一季报，上述两只FOF的前十大重仓基金中，货基持有比例仅为基金资产的38.68%和26.90%，虽仍远远高于5%，但持有比例已有了明显下降。

业内人士表示，这一变化或许暗示着市场投资偏好的改变。同时，鉴于前期管理层对于货基的监管趋严，或许可以初步判断，未来的公募FOF将较少配置货基。他指出，从专业化资产管理的角度来看，这将会给公募FOF的投资管理带来一定的难度，尤其是在股债双杀的市场背景下，FOF组合可能会像股票基金一样难以控制风险，不过历史上发生股债双杀的情况并不多见。

### 好FOF从选基开始

Wind数据显示，截至4月底，公募基金数量为4913只，若按照不同份额分别统计，则基金数量已高达7265只。而与此同时，A股市场仅有3513家上市公司，单从数量来看，选基难度明显高于选股。

苏辛指出，相比于国外市场，国内基金经理流动较为频繁、较难跟踪基金业绩的持续性，因此挑选基金需要长期且慎重的连续考察。据她透露，一只基金要进入核心标的池，通常需要研究员跟踪至少一个季度甚至一年以上，经过重重筛选，最终能进入核心池的基金数量不会超过50只。

也有业内人士认为，当前我国FOF投资团队普遍偏向量化研究，在基金主观研究的重视度尚有待提升。“FOF基金经理最好具有基金研究经历，深厚的基金研究功底非常有助于基金经理进行投资决策。”该人士提到。

苏辛还表示，我国的基金市场距离成熟阶段还有相当一段路要走，但这同时也是FOF发展的良机。“比如当前我国基金经理普遍存在变更频繁、业绩不稳定、‘一拖多’等问题，导致普通投资者很难从海量标的中选出好基金。此时FOF就是一个很适合低风险偏好的投资方式。”她指出，中国投资者普遍风险偏好较低，难以承受亏损，经常高买低卖，FOF的一项重要任务，就是帮助培养投资者的中长期投资理念。

# 资管新规明确杠杆比例 结构化委外仍存发展空间

□本报实习记者 吴玉华 本报记者 郭梦迪

日前发布的资管新规进一步明确了资管产品的杠杆比例限制。业内人士表示，此项规定对于高杠杆比例的结构化产品产生较大影响，但较之前的征求意见稿有所宽松。业内人士指出，这意味着未来具有分级安排的员工持股计划可以存续及新设，部分公司大股东也可以通过合理的分级安排定向增持。过去银行和非银机构开展的结构化委外产品仍有发展空间。

### 结构化委外仍存发展空间

控制资管产品杠杆水平是资管新规的一大要点。资管新规规定，公募产品和开放式私募产品不得进行份额分级，分级私募产品的总资产不得超过该产品净资产的140%。与此前的征求意见稿相比，正式落地的资管新规删除了原来“投资于单一投资标的私募产品（投资比例超过50%即视为单一）、投资债券、股票等标准化资产比例超过50%的私募产品不得进行份额分级”的规定。

兴业研究表示，删除相关规定意味着未来具有分级安排的员工持股计划可以存续及新设，部分公司大股东也可以通过合理的分级安排定向增持。华创债券团队认为，过去银行和非银机构开展的结构化委外产品仍有发展空间，但是由于对分级产品的比例限制，使得过去通过信托做的3:1的结构化委外已然面临调整压力。同时，过去的结构性非标产品，包括私募ABS产品等也面临结构重塑的要求。

### 强调金融机构自主管理

此外，资管新规充分考虑了市场需求和承受力，根据不同产品的风险等级设置了不同的负债杠杆，参照行业监管标准，对允许分级的产品设定了不同的分级比例。资管新规规定，分级私募产品应当根据所投资资产的风险程度设定分级比例（优先级份额/劣后级份额，中间级份额计入优先级份额）。固定收益类产品的分级比例不得超过3:1，权益类产品的分级比例不得超过1:1，商品及金融衍生品类产品、混合类产品的分级比例不得超过2:1。

上海一家量化私募人士表示，从资管新规来看，以后私募不能再通过5倍甚至10倍的超级杠杆放大投资风险和收益，同时从对不同类型产品的影响而言，对固定收益、类固收以及非标准化产品影响较大。

同时，资管新规还明确，发行分级资产管理产品的金融机构应当对该资产管理产品进行自主管理，不得转委托给劣后级投资者。分级资产管理产品不得直接或者间接对优先级份额认购者提供保本保收益安排。记者了解到，以前一些结构化产品中管理人只是名义上的管理人，即把实际上底层资产的投资决策权让渡给劣后投资人或者劣后投资人聘请的投资顾问。

业内人士指出，自主管理是指所有投资决策包括底层资产的投资决策要由管理人自己承担，而不是形式上的管理。进行自主管理既包括前台底层资产的投资，也包括运营和风险管理，将来劣后投资人只是纯粹的财务投资人，它不能取代管理人进行投资管理，这样也能避免劣后投资人通过劣后产品进行利益转移的诉求。

# 万家基金高源：今年A股风险偏好更为均衡

□本报记者 李良

白马股近期的剧烈震荡，是否意味着市场风险偏好已经转向？对此，万家新机遇龙头企业拟任基金经理高源在接受记者采访时表示，今年A股市场的风险偏好相对会更为均衡，去年市场“一边倒”倾向于白马股的局面会有所改变，中小盘成长股会有更多的投资机会出现。不过，无论是白马股还是中小盘成长股，投资者都需注意其内部的分化情况，注重自下而上的选股。

高源认为，在风险偏好更为均衡的背景下，只要外围扰动因素没有出现极端情况，目前指数所在的位置则较为安全，投资者可以找到确定性较高、盈利和估值相匹配的板块和个股，如近期走势颇为强劲的医药板块。“我们会在所有板块选出自己认为把握最大、确定性最高、估值匹配度较高的行业买入。”她说。

对于市场存在分歧的上市公司盈利前景，高源表示，自己对中国的中期经济状况表示乐观，现阶段企业盈利环比向下更多代表了库存周期的中期波动。高源认为，供给投资下降带来的中上游行业景气周期并未结束，假设库存的调整需要三个季度左右的时间，即在今年二季度末前后，可能会看到企业盈利水平的环比回升。但她也指出，这一判断仍需更强的信息来支撑和确认。

在对中国经济中期乐观的基础上，高源对于A股后市也持乐观态度。她指出，排除一些无法控制的因素，A股市场的方向将由两方面决定：企业真实的盈利情况和整个市场的估值水平。从今年2月至今，市场利率水平其实一直在下降，而估值水平与利率水平呈反比，这意味着利率水平下降的时候，对于提升市场估值有利。因此，综合估值和盈利两个角度来判断，A股市场目前具备投资价值。

## 余额宝开启分流模式 中欧、博时货基首批接入

□本报记者 李良 姜沁诗

“余额宝”平台将于5月4日正式开放，引入中欧滚钱宝、博时现金收益货币A两只新货基，开启了平台化运作的2.0时代。据悉，上述两只货基上线后，将“一键复制”余额宝所有功能，并且天天结算收益，有望大幅提升余额宝平台的用户服务体验。

中欧基金副总经理许欣表示，为了服务好余额宝客户，中欧基金已在投资管理、风险控制、技术服务等各方面，做了充分的准备。在投资管理方面，中欧基金成立了专门的投资策略小组，统一协调货币基金投资相关事宜。该公司还制定了一系列与流动性相关的风险管理措施，包括负债端管理、资产端管理、长期资金面分析和预警、当日流动性监控和预警等。在技术层面，目前，“余额宝”项目相关系统可以做到每秒处理万笔并发交易，保障交易在毫秒级别处理完毕，为可能出现的用户交易洪峰做好了充分的技术准备。此外，中欧基金还建立了大数据服务团队，包括产品经理、技术人员及数据分析师，力争通过数据分析，预测申赎情况，为滚钱宝收益率的平稳运行做好保障。

博时基金副总裁王德英表示，“蚂蚁金服是我们重要的战略合作伙伴。公募基金作为投资门槛最低的大众理财工具，天然承载着普惠金融的使命。我们作为专业资产管理机构，在TechFin日渐兴盛的背景下，借助蚂蚁金服的普惠金融服务平台和开放共享的金融生态系统，得以向更多的客户提供更多、更好的普惠金融产品和服务。“

## 富达投资郑任远：默认机制对养老金体系建设至关重要

□本报记者 叶斯琦

他山之石，可以攻玉。从境外成熟市场来看，养老金第二、三支柱建设并非一蹴而就，而是经历了很长的过程。日前，美国富达投资高级研究顾问郑任远在接受中国证券报记者专访时表示，美国的养老金体系是在不断摸索之中一步步发展起来的，包括默认机制在内的一些经验值得中国借鉴。

### 默认机制重要性凸显

谈及美国经验，郑任远表示，在建设养老金第二支柱初期，专家发现实际结果与最初设想存在很大差别，主要表现在：第一，参与率太低。数据显示，有资格投资养老金第二支柱的民众中，真正参与投资的比例只有约55%，换句话说，将近一半的工作人口没有主动存退休金。第二，理性的假设是基金越多越好，但实际情况是基金越多，民众参与率越低，且平均投资回报越低。

“美国的基金行业开始意识到，要求缺乏投资知识的普通民众主动选择基金，有些强人所难。”郑任远直言，业内人士开始转变思路，目标风险基金（TRF）随之出现。投资的本质还是风险报酬的互换，投资TRF，投资者只要选择自己希望承担的风险，投资决策就可以交给基金经理。

不过，一方面人们对自身风险承受能力的判断并非完全理性和准确的，另一方面静态的产品与养老金投资过程中长期动态的需求并不吻合，因此在1996年10月富达率先发展出划时代的产品——目标日期基金（TDF），并且广受欢迎，成为当前养老金投资的主流产品。在TDF中，风险将随着时间的推移自动减少。“惰性本是缺点，但通过产品结构设计，TDF把人类行为中的缺点变成了优点。”郑任远说。

至于民众参与率的问题，2006年美国出台了《养老金保护法案》，很好地解决这一问题。郑任远介绍，《养老金保护法案》中最重要的是设立了“三自动”：一是自动参加，即不需要进行额外登记，这解决了民众的惰性问题。建立自动参加制度之后，第二支柱的参与率很快提升到90%以上。二是自动投资，即该法案推出了养老金合格默认投资选择（QDIA），雇主可以免责将雇员的养老金投向指定产品。QDIA所包含的产品有目标日期基金、平衡基金、定制账户、稳定价值型产品（不超过120天）等六类美国劳工部认为符合规定的投资基金或产品，实际上90%以上的资金投资于目标日期基金。三是随着时间推移自动增加投资额度。

业内人士指出，QDIA帮助投资者克服人性惰性，引导养老资金投资于适合的、长期的退休储蓄产品，推动了个人养老金以及共同基金规模快速增长。

### 长线资金促进经济发展

业内人士表示，养老金和经济发展是相互促进的，养老金推动了经济发展，经济发展了又能给养老金投资带来更好的投资回报。

对此，郑任远进一步指出，“涓涓细流合起来就变成了长江大海。养老金给美国的资本市场带来了长期大量稳定的内生现金流。换句话说，养老金制度为美国经济带来了长期稳定的造血循环功能。在这个功能的基础上，40年来利率长期走低，促进整个资本市场不断成熟，形成了良性循环。建设第二、三支柱对中国发展同样具有重大意义。”

富达国际中国区董事总经理李少杰也表示，富达国际在中国的长期目标就是进入养老金市场。2004年，富达国际已经进入中国市场，2015年成立外商独资企业（WFOE），2017年拿到私募证券投资基金管理人资格。富达国际正在一步一步推进，为进入养老金市场做充分准备。