

■ 公募基金的工具属性评级系列专题(二)

# 十字路口 工具属性评价先行

□ 海通证券研究所金融产品研究中心

近十年,美国出现了主动股票型基金净流出,而指数产品净流入的格局。美国主动股票型基金的主动管理程度正在下降,而与此同时,美国的指数共同基金和ETF正在快速发展,整体呈现出工具化的发展特征。本文将从国内公募基金行业出发,分析国内股混型基金的发展现状以及开展工具属性评价对于国内基金市场的意义。

## 国内主动股混型基金发展困境

过去十年,国内主动股混基金规模停滞,占比下滑。无论在销售端、投资端还是在客户终端看来,权益产品发展均陷入了僵局。

### 1、销售难:规模停滞 小微频现

2008年以后,国内公募基金整体增长速度较快。但在公募基金爆发式增长的背后,货币基金和债券型基金等固收类产品成为主要推动力。而股混型基金则与固收型基金形成强烈反差,尽管基金数量快速上升,但占比却不断下滑,在2015年后还出现了绝对规模的萎缩。过去十年,权益基金在销售端几乎没有形成规模扩张,甚至被固收品种蚕食了部分规模。

销售难的另一表现也直观反映在个基层面,体现为有越来越多的基金成为“小微基金”。整体来看,大量产品业绩不佳、缺乏明显特点、产品风格不稳定、销售制约等因素都是导致小微基金比例上升的原因。

### 2、投资难:择时困难重重 超半数基金无法跑赢基准

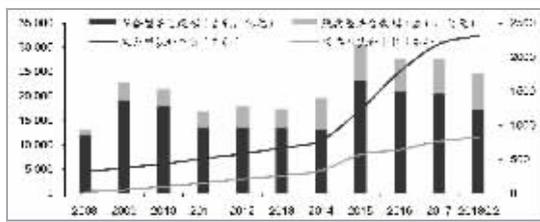
我们统计了最近2年混合型基金和股票型基金的业绩分布,观察到混合型基金的平均收益率低于主动股票型基金。可以看到,混合型基金处在负收益率的比例明显高于主动股票型基金,而收益率超过20%的基金中,主动股票型基金的占比则又明显高于混合型基金。从算数平均值来看,主动股票型基金的平均收益率为7.58%,而混合型基金仅为3.32%。

事实上,混合型基金的特点就在于其股票仓位限制较为灵活,基金经理可以择时的空间更大;而主动股票型基金的股票仓位非常高,基金经理可以择时的余地比较小。下面我们通过一个简单的统计结果来观察混合型基金在择时上是否有效果。过去两年市场震荡幅度比较大,我们统计了各类主动股混型基金在过去两年中的季度股票仓位变化情况,可以看到,混合型基金的季节度股票仓位变化比例明显高于主动股票型基金。但从最近两年的累计收益来看,仓位变化越大的基金类型,累计收益率越低。这说明从平均意义来看,混合型基金在择时或起到了一定的负面效果。

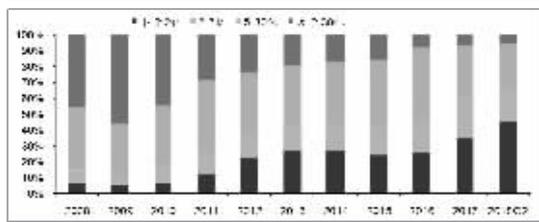
除了在择时方面困难重重,我们还发现跑赢基准也并非易事。我们考察股票仓位较高的基金相对于业绩比较基准的超额收益情况。这里我们选择成立满足27个月的主动股票管理型以及强股混合型基金进行分析。从样本基金最近两年的累积收益率与业绩比较基准的收益率来看,仅有不到45%的基金能够超越业绩比较基准。

因而,从投资层面,基准设置不合理以及寄予过大空间让基金经理择时,也使得基金经理投资难度加大。在养老金和FOF投资时代,对风险管理的需求甚至超过了对收益的追求,因此机构投资者会更倾向于配置风格稳定的基金产品,而对于基金经理来说,应该将更多的精力放在更加擅长的选股增强收益上而非不擅

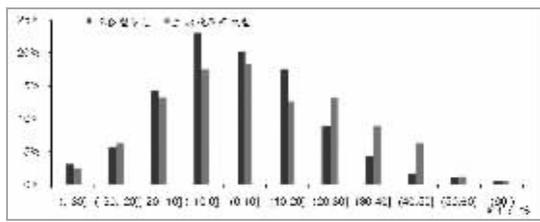
我国股混型基金的规模和个数(2008-2018Q2)



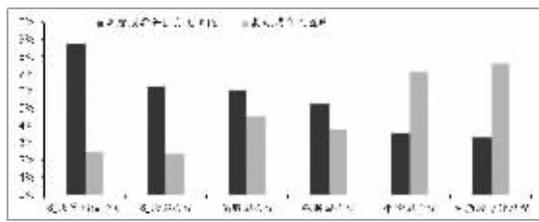
股混型基金的规模占比分布(2008-2018Q2)



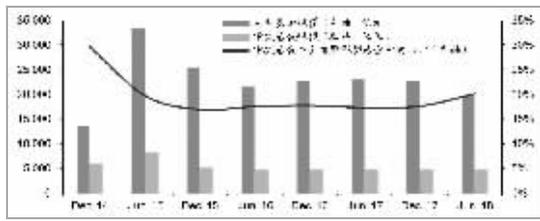
主动股票型和混合型基金的最近两年的业绩分布(截止至2018Q2)



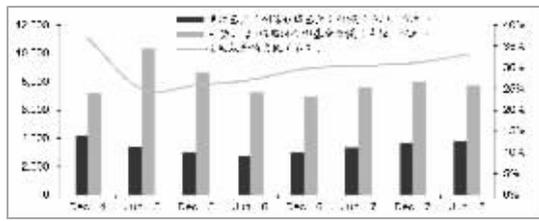
主动股混型基金最近两年季度仓位变化均值与累计收益率(截止至2018Q2)



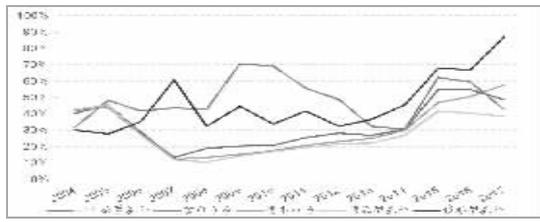
股票指数基金在全部股混型基金中的规模占比(2014-2018Q2)



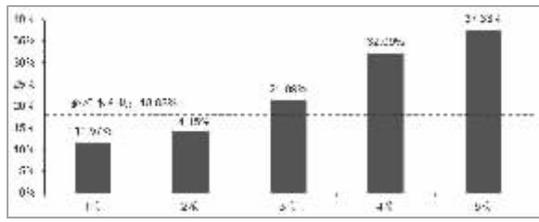
股票指数基金在全部股混型基金中的规模占比(2014-2018Q2)



中国公募基金机构投资者占比(2004-2017)



工具属性产品中机构投资者占比



资料来源:Wind,海通证券研究所

长的择时或者择风格上。

### 3、客户难:业绩分化叠加风格漂移 难于挑选

基金个数的大量扩容难免会使基金的表现良莠不齐。对投资者来说,这就意味着更难挑选到业绩优秀的基金。同时,市场上部分主动股混产品与基准的跟踪误差较大。根据2018年二季度公募基金的工具属性评级报告,在我们的评级样本中的主动股票开放型和强股混合型基金中,有近30只产品净值与业绩基准在过去两年的年化跟踪误差超过了15%,在同类样本基金中占比超过8%。较大的跟踪误差进一步说明了管理人并不重视业绩比较基准,或者业绩基准与基金经理的实际操作风格并不匹配。

此外,也有部分基金为了追求短期业绩,主动将风格偏离业绩比较基准的现象。尽管主动的风格漂移短期可能会带来一定的收益,但从长期来看,由于蕴含了较多的主观择时或者择风格判断,一旦基金经理判断与市场不符就可能会有较大的回撤。另外,从风险角度来看,对于投资者来说,如果看好小盘基金,但是产品却把风格偏移到了大盘风格上,会为投资带来未知的风险。

相比主动权益基金处于困境,国内被动权益产品的发展环境又如何呢?

## 国内指数股票型基金发展趋势分析

1、指数基金规模占比比较低,但有上升趋势

我们将股混型基金分为被动指数型基金和主动管理型基金两类,其

中被动指数型基金包括复制股票指数型、增强股票指数型、股票ETF和股票ETF联接基金四类,而主动管理型基金则包括主动股票开放型以及全部的混合型基金分类。截至2018年二季度末,指数基金的规模约为4900亿元,主动基金的规模约为1.95万亿元,指数基金在全部股混型基金中的占比约为20%。从过去三年的情况来看,指数基金的占比从2014年底的30%一路下滑到2015年底的17%,在经过了2年左右的徘徊后,2018年二季度其占比再次有上升的迹象。

### 2、近年来机构大量布局指数产品,完善旗下指数产品线

从2016年至2018年二季度末,市场上共发行了157只股票指数基金(包含ETF联接基金,剔除多份额,不含QDII和商品指数基金),募集总规模超过800亿元。随着养老金和FOF纷纷开闸,指数产品愈发受到机构投资者的重视,因此大型基金公司纷纷完善旗下的指数产品线布局。其中比较典型的基金公司包括华夏、南方、广发等。整体来看,更加全面和细分的指数产品布局是未来的发展趋势。

## 国内公募基金或站在工具属性发展的十字路口

从上述的分析不难发现,国内主动权益基金处于困境,而被动产品短期相对发展较快,事实上,我们认为国内公募环境正在逐步发生变化,而这些因素的变化,或会促使国内权益产品逐步呈现工具化投资属性。

### 1、养老金助推

从美国养老金发展的经验来看,在401K条款对于养老产品的税收政策支持政策下,DC计划资产规模发展迅猛,并逐渐成为美国养老市场的主流模式,截至2017年底,DC规模已达到7.7万亿美元,占整个养老金市场比重超过27%。这一方面为美国共同基金引入了大量“长期资金”,另一方面也推动了以指数和ETF为代表的、具有配置属性的工具型产品迎来了迅猛的发展。

我国的养老体系处于相对初级的发展阶段,仍以第一支柱为主导,第二支柱和第三支柱占比较低。随着我国人口老龄化的加剧,养老金压力继续增加,养老目标产品的重要性将会更加凸显。

证监会于2018年2月11日公布的《养老目标证券投资基金指引(试行)》中规定,养老目标基金应当采用FOF形式或证监会认可的其他形式运作,要求重点考察基金的风格特征稳定性,且被投资基金应当满足风格清晰、中长期收益良好、业绩波动性较低等要求。同时,养老目标基金以追求养老资产的长期稳健增值为目的,需要成熟稳健的资产配置策略,因此,风格清晰、具有工具属性的基金产品将会更受养老目标基金的青睐,而公募基金将逐渐演变为一种投资工具,以稳定的复制或超越基准指数的表现为目标。同时,养老目标基金存在一定的示范作用,将会引导投资者配置工具属性较强的产品。

### 2、机构投资者占比提升

从美国共同基金的投资者结构来看,如果把养老金看作机构投资

者,那么机构投资者在资本市场基金(债基+股基+混合型基金)中占比超过60%。而从2008年以来,我国公募基金市场上的机构投资者占比也整体稳步提升。2008年底,我国公募基金中的机构投资者占比仅20%左右,而到2017年底,机构投资者占比已经接近50%。股混型基金中,机构投资者的占比也从2008年的不足10%提升到了40%。未来随着养老金的入市,机构投资者的占比还有进一步发展空间。

### 3、机构投资者青睐工具属性较强的产品

根据2018年二季度公募基金的工具属性评级报告,我们发现机构投资者更加青睐工具属性高的基金。在评级样本为增强股票指数型、主动股票开放型以及强股混合型基金中,获得五星评级的基金在2017年底的机构投资者占比的平均值为37.33%,而一星基金的平均机构投资者占比仅为11.57%,两者相差25个百分点。这也说明很多机构资金已经开始关注风格稳定、超额收益稳定的基金。

综上所述,我们认为当前我们国家的公募环境已经站在了公募基金工具属性变革的十字路口。这里的工具型产品不仅包括指数型基金,同时也包括风格特征明确确定的主动管理型产品。从配置的角度来说,指数型基金持仓透明,交易机制灵活,可以满足机构的配置需求;从收益的角度来说,相对于业绩比较基准有稳定超额收益的主动管理型产品价值更加明显。因此,未来指数基金以及风格稳定的主动产品将会有较大的发展潜力。

## 开展公募基金的工具属性评价的意义

首先,对于机构投资者而言,我国公募基金数量相当庞大,一般的机构投资者投研能力相对有限,很难全覆盖市场上所有的基金产品。相较于市场上已有的评价方式,工具属性评价从跟踪误差、信息比率、相对基准的最大回撤率、基金经理稳定性等多个方面对基金进行综合评价,能够更加准确的分析公募基金的风险和获取超额收益能力,为机构投资者提供更加高效的择时支持,同时也为其提供了风险收益特征较为明确的基金池。

其次,工具属性评价重点关注基金与业绩比较基准之间的差异,对公募基金进行工具属性的评级,有助于约束产品按照基金契约运作,促使基金保持一致的策略和稳定的风格,可以为投资者提供“言行一致”的投资名单,便于普通投资者筛选。

再次,工具属性评价可以引导合理的基金经理考核机制。工具属性评价可以将基金经理追求相对+绝对收益的矛盾行为简化为紧跟基准指数、专注超额收益的投资策略,使得基金经理无需进行低效的择时操作,坚持自己的投资计划,从本源处减小基金经理的业绩压力,进而提升其投资效率。

最后,目前公募基金市场上虽然已经较为重视风险调整后的收益,但是市场上还存在产品风格与业绩比较基准大幅偏离的现象,对于基准的重视程度还有待进一步提升。工具属性评价可以进一步明确基准对于投资组合的风险暴露情况和获取稳定超额收益能力的作用,强化公募基金市场的基准理念,引导基金行业遵循基准的发展。