

21年基金创造利润2.1万亿元 机构持有占比高达64.87%

# 专业人士:公募基金需要供给改革

□本报记者 李惠敏 吴娟娟

银河证券基金研究中心4月14日发布的研究报告显示,过去11年,剔除货币基金,机构投资者从3919.83亿元增长到33491.38亿元,增加了29571.55亿元。截至2018年底,机构持有基金占比达到64.87%,个人占比仅为35.13%。对于机构占比不断增加的现象,专业人士表示,这表明基金行业需要进行一场供给改革,更好地践行普惠金融使命。

## 个人投资者持有货基较多

银河证券基金研究中心统计显示,2007年至2018年间,个人投资者持有基金从27725.62亿元最高点下降至18140.09亿元,减少了9586亿元;但同期机构投资者持有基金从3919.83亿元增长到33491.38亿元,增加了29571.55亿元。数据还显示,截至2018年12月31日,剔除货币基金,个人持有公募基金18140.09亿元,占比35.13%,机构持有33491.38亿元,占比64.87%。如果算上货基,统计全部公募基金,截至2018年12月31日,个人与机构投资者合计持有127520.33亿元。其中个人投资者持有基金市值65183.16亿元,占比51.12%;机构投资者持有基金市值62337.17亿元,占比48.88%。分析人士指出,由此可见,货基占据了个人投资者公募基金投资的较大比例。

天相投顾基金评价中心负责人贾志表示,公募基金做相对收益,是资产配置工具。但是,普通投资者没有资产配置能力,通常要等权益类公募基金累积了很高利润,有普遍的赚钱效应才会被吸引。遗憾的是,那个时点通常是高点。对于基金公司来说,出路无非如下:要么认真做工具,明确风格;要么就要在

| 基金持有人结构(剔除货币基金) |               |       |               |       |
|-----------------|---------------|-------|---------------|-------|
| 日期              | 个人投资者持有市值(亿元) | 占比(%) | 机构投资者持有市值(亿元) | 占比(%) |
| 2004-12-31      | 1403.45       | 56.01 | 1102.40       | 43.99 |
| 2005-12-31      | 1452.29       | 53.72 | 1251.06       | 46.28 |
| 2006-12-31      | 4084.64       | 65.92 | 2111.86       | 34.08 |
| 2007-12-31      | 27671.28      | 87.64 | 3900.93       | 12.36 |
| 2008-12-31      | 13137.11      | 86.37 | 2073.50       | 13.63 |
| 2009-12-31      | 19658.44      | 84.56 | 3588.48       | 15.44 |
| 2010-12-31      | 18386.63      | 81.76 | 4102.41       | 18.24 |
| 2011-12-31      | 14603.98      | 78.70 | 3952.66       | 21.30 |
| 2012-12-31      | 16195.19      | 75.40 | 5282.63       | 24.60 |
| 2013-12-31      | 16253.51      | 74.53 | 5554.15       | 25.47 |
| 2014-12-31      | 16132.02      | 68.85 | 7298.01       | 31.15 |
| 2015-12-31      | 18713.79      | 50.38 | 18434.77      | 49.62 |
| 2016-12-31      | 19331.88      | 43.99 | 24616.47      | 56.01 |
| 2017-12-31      | 18582.71      | 39.80 | 28106.22      | 60.20 |
| 2018-12-31      | 18140.09      | 35.13 | 33491.38      | 64.87 |

数据来源:中国银河证券基金研究中心

FOF产品发力,给投资者提供收益更稳健、产品波动更小的产品。未来,银行理财子公司投资方向多元,固收产品有传统优势,是公募基金最大的竞争对手。不过贾志认为,长期来看,中国老百姓也会像美国老百姓一样把钱交给基金公司打理。

## 海外居民理财首选公募基金

海外经验显示,随着资本市场机构化进

程推进,个人投资者料将逐渐从股市退出,公募基金将成老百姓理财主要工具。

美国投资公司协会(ICI)报告显示,美国居民主要将资产通过买基金等方式配置到股票、债券等市场上。美国家庭投资者持有大量的公募基金用来应对养老、收入下降、教育储蓄等问题。而且美国居民在投资公募基金方面大多有着不错的盈利体验。截至2017年年底,美国所有公募基金中,11%被美国机构

所持有,89%被家庭投资者所持有。

之所以个人投资者比例如此高,养老金功不可没。ICI统计显示,截至2017年年底,美国DC计划和IRA计划合计持有8.8万亿美元的共同基金,在美国全部共同基金总规模中占比达47%。

分析人士认为,中国公募基金个人持有比例料将呈现与海外类似的趋势。事实上,我国公募基金行业21年来,已经为投资者创造了可观利润。

银河证券基金研究中心数据显示,2007年至2018年尽管个人投资者从公募基金(剔除货基)撤走了近万亿元,但是同期公募基金为投资者创造了1.79万亿元的投资收益。若从1998年来统计,21年间公募基金产品累计利润总额达21110.90亿元,这也意味着在此期间公募基金为投资者共赚取21110.90亿元收益,年均收益1005亿元。

分基金类型看,21年间,混合基金贡献了一半利润,总额为10903.44亿元;货币市场基金利润总额达8726.74亿元;债券基金利润总额为3246.85亿元;股票基金和QDII基金利润总额分别为-1474.57亿元和-303.16亿元;其他基金利润总额为15.97亿元。公募基金作为专业资产管理机构在创造长期投资价值方面具有明显优势。

银河证券基金研究中心表示,中国公募基金作为普惠金融的工具还需进行一场供给改革,才能从老百姓那里吸引越来越多的增量资金。一方面,结合个人商业养老的递延税收政策,吸引老百姓资金流入并长期持有,在长期持有基金的基础上,为实体经济提供更多的长期资金,并优化老百姓的财富管理构成;另一方面,围绕如何吸引老百姓的长期资金来推进基金销售机构层面的改革。

# 新货基试点在即 短期或难有效嫁接需求

□本报实习记者 余世鹏

继推出首只“摊余成本法”债基后,市场期待已久的浮动净值型货基(又称“市值法”货基,以下统称新货基)也迎来进展。4月15日,中国证券报记者从业内证实,上周监管召集相关基金公司召开浮动净值型货基研讨会,并计划通过试点指引方式对该类产品的认申购门槛、投资比例等方面做出规定。业内人士分析认为,新货基与摊余成本法债基一脉相承,都是为了防范估值差异和流动性不匹配等潜在风险。但考虑到新货基的净值波动加大,加上今年货基收益率不断下行,新货基短期内或难有效嫁接市场需求。

## 认申购门槛在100万以上

所谓浮动净值型货基,是指根据公允价值计量原则采取盯市制度核算,基金份额净值不固定的货币基金产品。与传统货基相比,新货基的最大区别是其估值方式由摊余成本法改为市值法。因此,新货基不仅每个交易日可办理申购与赎回,其净值还会随资产价格的变化而发生波动,甚至会出现当日净值下跌情况。

实际上,早在2017年9月,监管部门出台的《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》就指出,单一投资者占比超过50%的货币基金,不得采用摊余成本法计价。随后,以2018年1月29日易方达上报的首只市值法货基为起点,新货基迎来一轮申报高潮。记者查阅证监会官网获悉,截至目前,有申报记录的35只新货基已全部获得受理,有34家获得首次反馈,且“申报-受理-反馈”的间隔一般在10

天左右。比如,今年1月31日申报的银河基金浮动净值型货基,分别在2月12日和2月25日获得受理和反馈。

此外,针对近日传出的“监管层召集相关基金公司召开浮动净值型货基研讨会”一事,记者从业内得以证实。“上周确实去开过会,主要是各个基金公司的产品部和投研人员,现场围绕下发的材料对浮动净值型货基进行讨论。从讨论情况来看,除了基金投资部分内容待定外,其他条款的内容都比较成熟了。”华南某大型公募相关人士对记者透露。

从传出的指引内容看,监管主要从申购额度、指标披露等方面对浮动净值型货基做出约束。比如,指引要求浮动净值型货基仅面向机构客户发售,且认申购金额在100万元以上,相关基金经理需具备5年以上货基管理经验。其次,为突出流动性风险提示,指引要求浮动净值型货基投资定期存款的比例不高于30%,除了在基金名称中使用“浮动净值型”等字样外,还应在招募说明书等文件中列明“购买该基金可能承担净值波动和本金亏损风险”等提示,且不得宣传每万份基金净收益和7日年化收益率等收益指标。另外,在极端情况下,基金管理人应当合理应用暂停赎回等流动性风险管理工具,在风险个券估值中充分考虑信用风险和流动性缺失的影响,避免投资者先赎占优。

## 旨在控制流动性风险

国内货基诞生于2003年,因一直使用摊余成本法估值,其净值波动相对平稳。但随着规

模迅速扩大,背后的兑付风险也在悄然积蓄。

“考虑到风险收益匹配要求,摊余成本法估值的货币基金不适合大规模扩张,需要与基金公司的风险准备金相挂钩,使其具备一定的风险承受能力。”鹏华基金稳定收益投资部总经理姜山在接受中国证券报记者采访时表示,在摊余成本法估值下,如果货基配置的资产久期较长,又遇上债市出现剧烈波动,则资产定价可能会出现较大偏离,进而造成实际变现价值和实际确认赎回价值之间产生较大差距,会给基金本身带来运作风险。

业内人士指出,当货基的实际净值比账面净值低0.5%及以上时,基金管理人需动用风险准备金或者自有资金来弥补潜在资产损失,以将偏离度控制在0.5%以内,但这种机制的风险也较明显。“货基规模过大,流动性隐患一直都有。转用市值法货基后,相信这个问题会有以明显缓解,但目前还没看到新批产品出来。”深圳某公募人士对记者表示。

虽然新型货基暂未获批,但同为转型重要部分的“摊余成本法定开债基”已于今年3月中旬获批,这无疑是稳定了货基的转型预期。

姜山指出,无论是摊余成本法货基还是短期理财债基,自身都隐含了估值差异和流动性不匹配的潜在风险。“因此,资产久期与基金赎回期限相匹配则是资管新规下产品转型的考虑方向,摊余成本法债基作为公募产品线的重要补充,取代货基的可能性并不高。”

## 短期难有效嫁接需求

随着申报数量增加和市场预期的持续酝

酿,业内认为,若浮动净值型货基得以面世,将很快成为基金市场的主流产品。但阶段性而言,浮动净值型货基短期内难以有效嫁接低风险偏好的传统货基需求。

究其原因,一方面,浮动净值型货基作为新产品,其净值的波动会比传统货基大,当前情况下难以被广大投资者接受。因此,存量的传统货基仍将是基金公司的规模主力。另一方面,今年以来权益市场持续走高,市场资金在风险偏好提升后分流现象明显,也使得货基自身的阵营出现一定松动。分析人士指出:“今年以来货币基金收益率下滑较多,使得其竞争力也随之下降,未来货基能否获得持续发展,要看渠道和市场等各方的接受度。”

中国证券投资基金业协会最新数据显示,截至今年2月底,我国货币基金规模为8.37万亿份,在整体13.76万亿份的基金总规模中占比60.83%,与去年同期的占比64.43%有所下降。同时,无论是节点统计或区间统计,货基收益率都在往下走。Wind数据显示,截至4月15日,市场整体货基的7日年化收益率的算术均值为2.47%。而在固收行情走强的2018年底和货基规模扩张高峰的2017年底,这一收益率均值分别为3.43%和4.67%。另外,从区间段来看,收益率下降趋势也同样存在。数据显示,今年以来,货基区间7日收益率均值为2.80,低于去年同期的4.24%。

综上所述因素,业内人士指出,存量的摊余成本法货基仍是基金公司当前推广主力,新货基试点如果得以落地,基金公司应该也会比较谨慎。

融通基金万民远:

# 坚守“另类”价值投资 长期看好医药前景

□本报记者 张焕的

近期,医药行业总体表现较好。融通健康产业基金经理万民远分析,近期医药股上涨,主要原因在于医药龙头公司的年报及一季度业绩预告普遍较好,同时医药行业也将是科创板的重头戏。

## 医药股估值相对合理

受益于医药行业的上涨,融通基金旗下的融通健康产业、融通医疗保健均表现不俗。今年以来,截至4月10日,融通健康产业、融通医疗保健分别获得47.53%、34.95%的收益,同期业绩比较基准分别上涨26.62%和30.87%。

融通健康产业之所以能够大幅跑赢业绩比较基准,万民远在归因时表示:“市场风险偏好提升,医药成长股大幅反弹,机构重点布局的创新药、低估值IVD、药店,以及疫苗等非药资产表现较好,且持股集中度较高,同时对受

医保政策影响的仿制药等配置较少。”

万民远认为,目前医药行业估值相对合理,乐观中保留一份理性,对该板块长期看好,但部分优质公司估值较高,短期弹性不大,适合以时间换空间。看好创新药、药店、疫苗及其他消费升级属性细分领域的成长性龙头公司。展望医药行业后市,万民远表示:“继口服制剂的一致性评价推出后,注射剂一致性评价工作有序推进,未来仿制药降价压力将持续存在,但医药行业长期前景依然乐观,医药行业将进入‘总量平稳增长,内部结构持续优化’的良性发展阶段,万亿市场不缺结构性机会,创新和产品更新是行业未来的出路,研发投入型企业中长期将胜出,行业格局利于龙头企业。”

## 做“另类”价值发现者

在投资中,万民远将自己的投资理念总结为守正出奇,坚持“另类”价值投资。万民远认

为,A股市场风格经常变换,但市场长期是有效的,题材炒作永远不可持续。

重仓持有已经被持续证明的优秀公司,并做时间的朋友是大家容易理解的价值投资,这是所谓的“守正”。但仔细梳理万民远管理的融通健康产业组合会发现,有些股票会感觉比较“偏”,既不像白马也不像大家眼中所谓的成长股。

关于价值投资,万民远有着自己的理解——并非买入大家耳熟能详的大白马才叫价值投资,也并非只有过去成长性好的公司才叫成长股,价值和成长只是公司所处的不同阶段,没有公司生来就是价值股,也没有公司会一直快速增长。

在万民远看来,好股票不分大小,大公司都是由小到大的,股票买入时的性价比很重要,以合理甚至低估的价格买入,这是万民远坚守的第一原则,所以融通健康产业组合整体估值相对偏低,但也并非简单的低估估

选股。万民远的策略是通过深入研究精选出那些即将戴维斯双击的低估成长股,这便是“出奇”。

在投资中万民远选择做时间的朋友,他认为,医药股值得也需要长期持有。万民远分析,无论是A股市场还是美股市场,医药行业都容易出现大牛股。因为医药行业过去一直都在高速增长,即便现在行业超万亿市场后总量增长放缓,也不缺结构性机会,现在大家所熟知的医药白马十几年前都是小公司。

集中重仓和长期持股是万民远投资组合的最大的特点。万民远介绍,研究清楚之后看好的公司就会重配,在基本面没有大的变化前长期持有,在基本面发生变化并造成股价大幅波动时,则会考虑择机卖出。在组合构建上,万民远则坚持逆向思维,人多的地方不去,产业趋势即方向优先,估值与成长匹配的成长为王,不追逐短期热点,提前预判,做孤独的“另类”价值发现者。

## 记者观察

# 基金成长股投资不能“唯业绩论”

□本报记者 李良

因经营违规被罚,某“优质成长股”近日骤然崩盘,连续两个跌停,七千余万股的封单让逾两百只公募基金猝不及防地被“深埋”。而一如既往,言及此次成长股“踩雷”,众多的基金经理异口同声地归咎于“黑天鹅”。

人们通常把不可预测、爆发后会引发重大负面影响的事件称之为“黑天鹅”事件。近年来,因为某些重大事项的突然发生,上市公司股价呈雪崩式下跌的现象时有发生,其中不乏诸多公募基金扎堆抱团中成长股。但有意思的是,无论是哪个个股爆雷,曾以“优质成长股”名义集体重仓的公募基金经理们都不会称,这是完全无法预测的“黑天鹅”事件——潜台词即是:不是我的投资能力不行,实在是因为不可抗力。

但基金重仓股的“爆雷”,真的只是因为不可抗力么?远的说,就以近日倒在舆论风暴下的某上市公司为例,其违规被罚的实质是长期经营不规范,此次过错只不过是推倒多米诺骨牌的那根手指而已。这样的行为,用不可抗力来解释实属牵强。又如去年大面积杀伤基金的疫苗股,此前关于高额销售费用的质疑和违法违规、行贿等负面新闻不少,但这却并不妨碍基金经理们配以极重的仓位。很显然,如果将疫苗股的暴跌简单归咎于“黑天鹅”,那是很难说服投资者的。

事实上,导致基金重仓股近年来频频“爆雷”的根本原因,并非“黑天鹅”,而是公募基金经理们对成长股投资过度热衷,并逐步形成了单纯的业绩导向指标——只要个股的业绩复合增长率达到目标,即可成为重仓的成长股。长此以往,冰冷的报表数据就成为唯一的取向,其他重要指标的忽视则习以为常——公司经营是否存在违法违规行为、是否存在经营数据造假可能、公司的社会形象是否存在瑕疵、公司管理团队是否遵纪守法等等。

糟糕的是,往往是那些被基金经理们忽视的重要指标,却在某一时刻成为引爆“地雷”的引线,令那些被追逐成长股的情绪推高的股价,被炸得体无完肤。从表象上看,这些指标的负面影响常常体现为突发事件,因此容易被视为“黑天鹅”。但从本质上来看,这些指标本就是公司内核的重要组成部分,它也是公司能否长期持续运营的重要“量尺”。所以,突发事件的偶然之中其实蕴藏着富有逻辑的必然。如果基金经理们在投资中不能重视这一点,那未来的成长股投资中,因此而“踩雷”还会时有发生。

换句话说,基金经理在成长股投资中,不仅要重视业绩复合增长的“量”,更要重视业绩复合增长的“质”,要多角度、全方位地分析业绩复合增长的构成,更全面地把握其中的风险因素,才能真正意义上地避免成长股投资频频“踩雷”。当然,要想做到这一点,无论是对基金经理,还是对基金公司,都需要深厚的沉淀,要有耐心、细心和决心。

其实,有不少资深基金经理深明此理,并据此指出,当前市场将成长股投资和价值股投资割裂为两种风格的做法,本质上是成长股视为短炒而价值股视为长投的策略,但这种做法并不值得提倡。有基金经理就直言,如果能在成长股投资中全方位地考虑上市公司成长性,选择那些真正具有可持续、稳定增长的上市公司,成长股投资就是价值投资。

# 华宝稳健养老FOF 18日起发行

□本报记者 徐金忠

养老投资日益成为投资人关注的热点话题。日前,华宝基金宣布,正式推出旗下首只养老目标基金——华宝稳健养老目标风险一年持有期混合型发起式基金中基金(FOF),该基金将于4月18日正式发售。据悉,华宝稳健养老基金为一款风险收益特征相对稳健,长期资产配置以非权益类资产为主、权益类资产为辅的基金,由华宝基金养老部副总经理刘翀担任基金经理,由公司副总经理李慧勇领衔的实力投研团队提供强力投研支持。

据悉,在当前“股市价值逐渐回归,债市低利率环境有望延续”的背景下,华宝稳健养老FOF相对稳健的资产配置,长期具有更高的收益风险性价比。据介绍,股债资产进行配比组合的产品收益风险优于单个资产,可以更好地贯彻华宝基金“稳见智,信达远”的投资风格,通过固定收益投资控制风险、增厚收益,通过权益投资提升组合的预期收益,股债组合能够提升夏普值,历史回测显示,华宝稳健养老采取的“2股8债”的组合夏普比率最优。

具体来看,从策略角度观察,华宝稳健养老FOF采用在股债大类配置、择时、基金甄选等方面都颇有特色。从资产配置比例框架考虑,华宝稳健养老FOF基于“2股8债”的最优组合配比,宏观研判则采用相关模型来检验宏观经济变量与股市之间的长短期协整关系,通过宏观因子的中长期协整关系的研判,对调整债券基金与股票基金的配置比例提供相应研究支持。

从资产配置比例调整考虑,华宝稳健养老FOF采用了“恒星主导、行星守正、卫星出奇”的综合策略。基于稳健性和安全性的考虑,基金将核心资产配置在债券类资产上,80%左右的资产配置债券类资产,奠定了FOF组合的安全垫。同时,基于“守正出奇”的投资理念,按照基础资产配置风险敞口较低且收益较稳定的资产标的的原则,给定权益类资产配置比例为10%-25%,以10%的稳健型权益类资产作为行星资产,原则上保持比例不变,具体资产标的实时调整,而25%权益类资产中剩下15%为卫星资产。若预期权益牛市,可将该15%卫星资产配置指数(增强)型基金;若预期权益熊市,可等比例复制行星资产以尽量避开冲击。在基金选择方面,华宝稳健养老FOF采用定量、定性相结合的路径,筛选最优质的标的基金。