

腾安基金刘明军： 避免成为追涨杀跌“帮凶”

□本报记者 吴娟娟

公募基金行业一大难题是基金赚钱基民不赚钱。腾安基金销售公司董事长刘明军认为，破解这一难题首先需要好的产品，好的产品是只要投资者长期持有，赚钱概率就会高。刘明军表示，好的平台要为投资者把关，基金销售如果辅以投资顾问服务，可以避免成为基民追涨杀跌的帮凶。

寻找反映经济发展的指数

有没有一只指数基金，基民无论在什么时间入场，只要持有时间够长，最后一一定是赚钱的？刘明军认为，如果没有这样的基金，就很难说服个人投资者买指数基金。他认为美国被动投资的发展基于两点：一是市场有效性高，凭借主动管理获取Alpha的难度很高，因此低费率被动投资基金受到欢迎；二是诸如标普500指数一直创新高，如果投资者长期持有股票指数基金赚钱的概率高。

“我们的GDP长期保持高速增长，为什么股指10年之后回到原点？这说明股指没有反映经济增长。如果投资者买了指数基金拿了5年没有赚到钱，怎么说服他去买指数基金？”刘明军认为A股市场应该有一个宽基指数一直创新高。

要找到这样一只指数，需要重新定义指数。他认为在非有效市场，股票的市值与上市公司盈利增长脱节，导致市值大的公司未必对GDP贡献大。“目前宽基指数中的大市值公司中，银行占比很高，但是银行对GDP增速的贡献并不是最大的。按照市值加权的指数，往往难以反映GDP增长。A股指数不能像标普500那样屡创新高，不是经济问题，而是编制指数的方法需要改进”。刘明军表示，目前部分基金公司跟指数机构合作已经推出了锚定GDP增长的指数，这个指数的目标就是与中国经济同步增长。

结合顾问服务是趋势

美国最大的共同基金Vanguard集团曾在研究报告中指出，好的基金产品是投资者能拿得住的产品。反之，即便产品的收益惊艳，但是由于回撤较大投资者难以长期持有，这就不能算是好产品。刘明军认为好的基金产品需要满足六大条件：历史长期业绩优秀；熊市跌得少；出现回撤之后，净值能回来；可以不断创新高；用户从任何时点进去持有一段时间之后赚钱的概率大；盈利的用户占比高。这些特征决定着用户是不是能拿得住基金，而只有用户拿得住的才是好基金。

据了解，理财通作为腾讯的基金销售平台，其用户数已超过1.5亿，资金保有量超过6000亿元。强大的流量效应下，理财通成了基金公司竞争的渠道。由于基金销售收入与销售规模挂钩，卖得越多收入越高。这种情况下，销售平台为什么还要提供顾问服务？刘明军认为，基金销售与顾问服务结合是趋势，否则容易沦为基民追涨杀跌的“帮凶”。销售平台为用户把关，一方面要为客户挑选好的产品，让用户有更好的投资体验，严格控制目标风险、风险预算、风险平价等，这有助于降低择时难度，用户长期持有。定期分红、定期开放赎回，但每日可申购可定投的基金也是提升盈利概率改善用户体验的一种较好的方式。另一方面，也要引导投资者理性投资的过程，销售须结合顾问服务。

买方顾问任重道远

刘明军认为，买方投顾问向投资者收费，将利益绑定在一起，可引导投资者理性投资，进而促进市场生态改变。海外资管机构经验显示，向买方提供解决方案已经成为资管业务之外的有益补充。例如，贝莱德在2018年的年报中指出，2018年技术服务板块贡献了7.85亿美元营收。截至2018年年底，其投资风控平台“阿拉丁”以及贝莱德的数字财富管理技术已经遍布全球50多个国家，数以千计的财富顾问在使用这些技术，服务的终端客户超过百万名。刘明军认为，顾问服务也将成为未来基金行业盈利的重要增长点。

他认为基金行业正在朝这个方向发展驶进。货基的发展促成了居民从储蓄到现金管理的转型。接下来有一些投资者会更进一步，从现金管理走向投资管理，打破刚兑或加速这个过程。目前资金面宽松，货基收益下降，打破刚兑之后，有些投资损失浮现。这时投资者会意识到投资是专业的事情，投资顾问的价值会逐渐被认识到。但这个过程难以一蹴而就，用户的行为改变需要时间。“比如给用户提供了一个组合建议，这个组合大盘涨了100%的时候，它只涨了60%。但是大盘跌了40%的时候，它只跌了20%。这个组合算下来是比大盘表现更好的，但投资者必须经历一轮涨跌才能感受到。”

刘明军表示，投资顾问是改善基金行业生态的一个手段，但投资顾问制度的建立需要权衡保护投资者和鼓励服务创新。

公募涉足股票出借 融券池扩容

□本报记者 李良

《公开募集证券投资基金参与转融通证券出借业务指引（试行）》上周末出炉。此前因股市巨震戛然而止的公募基金“股票出借”业务，终于正式放行。根据新规，主要有三类基金产品可参与“股票出借”业务，即以一定的费率通过证券交易所综合业务平台向中国证券金融股份有限公司出借证券。而经过中证金融的转融通服务后，投资者可以从证券公司手里以“融券”的方式获得公募基金所出借的股票。

业内人士认为，由于可融股票数量过少，长期以来两融业务中“融券”占比极小，并不能起到平衡市场估值的作用。但公募基金加入“股票出借”业务后，可融股票数量会大幅增加，粗略统计，仅指数基金理论上可提供的“股票出借”上限就高达约1800亿元，是当前融券余额的约20倍。这将在未来重构“两融”业务的生态。

记者统计发现，六类指数基金将会成为“股票出借”业务的主力军，这些指数基金成份股以蓝筹股为主，因此蓝筹股的潜在“融券”量级将会增至千亿元。这些指数中，部分成份股高度重叠，个股的潜在“融券”力量更高，这或许有利于合理估值的持续。

“融券池”扩容

根据指引的第五条，可以参与股票出借业务的基金包括以下：处于封闭期的股票型基金和偏股混合型基金；开放式股票指数基金及相关联接基金；战略配售基金；中国证监会认可的其他基金产品。

上海某基金公司投资总监向记者表示，考虑到目前公募基金行业整体偏高的换手率状况，以及战略配售基金权益仓位偏低的现状，未来真正能够提供大量股票出借业务的基金产品，只能是开放式股票指数基金和联接基金。对于规模达到一定程度，日常申购甚至短期大额赎回不会导致规模剧烈变动的指数基金，完全可以按照指引的规定，将所持有的股票足额出借，从而提升基金产品的业绩。

“完全复制指数的指数基金尤其是挂牌交易的ETF产品，基本不存在主动交易股票的需求，因此，就会被动沉淀大量长期持有的成份股。而出借这部分成份股，只要控制好流动性风险，几乎就是无本生意。在当前同质化竞争严重的环境下，指基不可能不去争取这部分收益率。”该投资总监说。

记者根据WIND数据统计，按照“最近6个月内日均基金资产净值不得低于2

规模百亿元以上的部分指数基金		
证券简称	跟踪指数代码	资金资产净值(亿元)
南方中证500ETF	000905.SH	491.12
华夏上证50ETF	000016.SH	473.70
华泰柏瑞沪深300ETF	000300.SH	363.23
华夏沪深300ETF	000300.SH	260.36
嘉实沪深300ETF	000300.SH	260.03
易方达创业板ETF	399006.SZ	218.63
博时央企结构调整ETF	000860.CSI	209.42
华安上证180ETF	000010.SH	198.39
嘉实沪深300ETF联接(LOF)A	000300.SH	172.65

数据来源：WIND，截至6月20日

亿元”的规定，符合该要求的基金产品超过200只，合计资产净值规模近6000亿元，根据新规中“出借证券资产不得超过基金资产净值的30%”的要求，理论上可出借的极限值在1800亿元左右。

高估值蓝筹或承压

需要指出的是，从资产净值规模上来看，目前公募基金行业的指数基金产品主要分布在六类指数中，而这六类指数的成份股中，重叠了许多蓝筹股，且按权重计算占比比较高，因此，从理论上分析，未来公募基金“股票出借”业务的重头戏，将会在这些蓝筹股上开演。

WIND统计显示，这六类指数分别是沪深300指数、中证500指数、上证50指数、创业板指数、上证180指数以及中证央企结构调整指数。

根据公募基金业内人士建议，充分考虑到流动性风险因素，记者以6月23日时点规模在10亿元以上的指数基金为分析对象，则有105只指基产品成为样本。WIND数据显示，这105只指基的资产净值总规模为5600亿元，其中，跟踪沪深300指数的指基产品总规模达到1793亿元，跟踪中证500指数的达到820亿元，跟踪上证50指数的达到601亿元，跟踪创业板指数（含创业板50）的达到427亿元，跟踪上证180指数的达到294亿元，跟踪中证央企结构调整指数的达到431亿元。这六类基金合计规模为4366亿元，占5600亿元的比例高达78%。

仔细分析这六类指数的成份股则会发现，它们基本上都由蓝筹股组成。其中高权重个股呈现高度重合的状态，主要是大盘蓝筹股，也包括部分中盘蓝筹股。如果以4366亿元的总规模计算，以30%的最高出借比例预估，这六类指基潜在的股票出借上限可达1200亿元左右。对于那些重

叠的成份股来说，其实际有可能承受的“融券”数量会以倍数增加。

“这意味着，如果这类蓝筹股估值超出市场心里水平，在市场情绪高涨时出现明显的估值泡沫，那么，就会有相较于其他个股更加强大的‘做空’力量出现，从而压制估值泡沫，平衡市场的估值水平。”上海某股票型基金的基金经理对记者表示，“这对长期价值投资其实是利好。”

构建“两融”新生态

一个可预见的未来是，随着公募基金踏足股票出借业务，目前“两融”格局中融资一家独大的现象有望彻底改变，融券业务有可能快速壮大，而融资融券之间的平衡点，也会随着市场牛熊转换而发生变化。

WIND数据显示，截至上周四，两市的融资余额超过9000亿元，但融券余额却仅有约90亿元，二者相差近百倍，若指数基金大幅出借券源，融券规模或迎十倍以上扩容。造成这种现象的主要原因，在于可融股票的数量太少，无法满足市场需求。上海一家券商营业部的负责人向记者表示，对于估值过高的个股，投资者融券的需求其实很强烈，但却很难获得充足的股票来源，所以，融券做空的机制形容虚设。该负责人认为，随着指数基金成为稳定的股票出借来源，未来这种情况会大幅改观。

一位基金经理则向记者表示，随着融券的股票来源充裕，未来A股市场“伪白马”、“伪成长”个股会更容易暴露，其股价的波动也会更加剧烈。“从此前爆雷的部分股票中可以发现，流通股东中会出现大量指数基金。出于复制指数的原因，这些指基的持仓被动锁住，但如果它们进行了股票出借，则会有更强大的做空力量倒逼这类个股提前出清。”该基金经理说，“很显然，指数基金有动力赚这笔钱。”

大限将至 迷你分级基金整改转型提速

□本报记者 万宇

自2017年分级基金新规正式实施开始，分级基金消亡史便开始上演。去年，一行两会又发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，要求总规模在3亿份以下的分级基金需在今年6月底之前完成整改，分级基金整改加速。

迷你基金扎堆

2007年，国内首只分级基金国投瑞银瑞福分级基金诞生，分级基金正式登上舞台，但由于运作方式复杂等原因，分级基金的发展在最初几年一直不温不火。自2014年开始，在市场赚钱效应的带动下，分级基金快速扩容，并于2015年年中规模达到最大。

2017年5月，分级基金新规正式实施，新规提高了投资者参与的门槛，要求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。去年4月，一行两会发布的《关于规范金融机

构资产管理业务的指导意见》又规定，公募产品和开放式私募产品不得进行份额分级。

一系列对分级基金的新规让该产品在近几年规模逐渐下降，规模萎缩让分级基金成了“迷你基金”的扎堆之地。Wind统计显示，截至6月19日数据，目前市场上的126只分级基金中，规模低于3亿元的分级基金有70只，占比达55.56%，其中有18只规模不足5000万元，占比为14.29%。与此同时，规模超过50亿元的分级基金尚有8只，规模最大的是鹏华中证国防，规模达80.08亿元，也是目前市场上唯一规模超过80亿元的分级基金。

转型和清盘加速

根据监管部门对分级基金整改工作的安排，总规模在3亿份以下的分级基金需在今年6月底之前完成整改，总份额在3亿份以上的分级基金，则要在2020年底之前完成清理。

转型、提前终止、取消分级运作成为

基金业针对“分级基金不进行份额分级”要求而采用的三种方案。随着迷你分级基金大限将至，不少基金公司都加速推进分级基金的转型工作。根据证监会6月14日最新公布的基金变更注册情况，截至6月6日，共有20只分级基金已提交变更程序。其中，选择转型为指数基金的分级基金占了大多数，如大成中证互联网金融指数分级拟变更为中证1000指数增强型基金，招商可转债分级拟变更为可转债分级LOF，信诚中证500指数分级基金拟变更为中证500指数增强型LOF。

此外，还有部分分级基金选择清盘，选择清盘的分级基金包括建信中证互联网金融指数分级、银河沪深300成长增强指数分级等。

公募基金业内人士认为，分级基金对于部分投资者的吸引力主要来自其杠杆特性以及不可替代性，如易方达重组分级、国泰深证TMT50指数分级等，但随着指数基金2018年以来的快速发展，分级基金的不可替代性将逐渐淡化，分级基金也将在过渡期结束后退出历史舞台。