

# 暴利诱惑后会有期 影视基金悬崖起舞

## 高风险电影投资“繁而不荣”

□本报记者 张洁

一部成本6000万元的电影，经历8个月的投资制作之后，实现超过6亿元的票房回报。对PE来说，如果碰到这样的电影项目，会顿时觉得整个世界都是美好的。是的，这就是2014年暑期经纬创投成功参与韩寒导演的《后会无期》的真实写照。

中国目前已成为全球第二大电影消费市场，今年仅过了141天国内电影票房已成功突破100亿元大关。然而，在电影产业光环聚集、暴利诱惑的背后，极高的投入风险也让许多投资客不得不直面血本无归的结局。

“国内电影消费市场扩容，但国内电影优秀项目依然稀缺。”北京大学文化产业研究院副院长陈少峰告诉中国证券报记者，越过影视公司股权投资直投影视项目，回报虽然丰厚但风险也会加剧，这也反映出当下中国PE资本存在着急功近利、风险意识薄弱等诸多问题。

### 高风险无法抵御的暴利诱惑

是冲上云霄还是跌入谷底，电影投资终是一场无法预知结果的游戏。

年初《后会无期》开机，经历准备、拍摄、后期制作的全部过程，仅7个月的时间，电影已成功登陆各大影院。7月24日上映，首日票房达9580万元，3天创造2.2亿元，经纬创投更是赚的“钵满盆盈”。

这个暑期档，影院上映的影片中PE身影频频出现：博纳诺亚影视基金支持制作、包装及发行宣传的《白发魔女传》，还有同样获得PE支持的《神秘岛历险记2》。相比于多数“未曾

谋面”的国产电影来说，在院线上映意味着已成功了一半。

电影界从来不缺高额投资回报率的“神话”。斥资6000万元制作的《致青春》赢得7亿元票房；《西游·降魔篇》1.02亿元成本，换来12.37亿元回报；而《泰囧》更是以3000万元撬动12亿元的票房收入，刷新内地影史票房纪录，并创造出高达4100%的回报率。

不过，高回报的背后正是高风险。借用PE大佬IDG创投资本始合伙人熊晓鸽的一句话：投资跟拍电影一样，都是遗憾的艺术。投了赔了，那当时为什么投了？投了赚了，那当初为什么投少了？

“前两年，PE依赖的国内IPO退出渠道基本被封死，带有极佳退出通道的项目深受PE资本青睐。相比于IPO的资金冻结周期和浮盈比例，PE投资一部电影所达到的回报率远远高于前者。”一位PE业内人士告诉中国证券报记者。

“事实上，在中国影视作品投资中，40%亏损，40%持平，仅有20%可以获得盈利。”北京大学文化产业研究院副院长陈少峰说，PE资本越过影视公司直接投资项目，回报率会更高，但同时风险也加大。PE资本这样的选择，还是源于国内PE对预定回报急功近利、风险意识薄弱的原因。

基于现在越来越多的PE直投影视项目的现状，陈少峰教授认为，“中国很多影视基金不敢投资有风险的影视公司股权，于是会选择表现比较好的导演、制作团队进行投资，但是这样的投资是一次性的，80%的投资项目是没有回报的。”

这足以说明中国电影市场投资成本高、机

会少、风险大的现状。截至2014年6月30日，全国电影票房收入达137.43亿元，较去年同期增长25%。电影市场规模在越来越大的基数上保持如此高速的增幅令人欣喜，但同时，国产影片在全国票房中所占份额却由去年同期的62.3%下滑至今年的48.27%。

其实，在中国电影消费市场与日俱增的当下，电影市场却面临产业链利润不均、风控机制不健全、优质项目稀缺、发行市场局限等諸多掣肘。

“我猜得出这个故事的开始，却猜不出它的结局。”——趋之若鹜的影视基金热情如火投入，或者钵满盆盈，抑或血本无归，也是常态。

### “高门槛”亟需专业PE介入

“旋转着的，五彩缤纷的物质世界。等价交换的，最残酷的也最公平的寒冷人间。”《小时代》中的经典台词，告诉人们风险和收益总是如影随行，那么风险控制的最好办法，便是运用更加专业的管理团队。

面对影视行业的巨大利益诱惑，无数影视基金趋之若鹜，而PE资本为了更好地介入影视界投资，甚至会单独设立影视子公司，专业做影视的投融资项目。数据显示，截至2013年8月初，国内PE/VC设立的私募股权基金中，定位于影视行业投资的基金共有25只，目标规模为322.81亿元，平均单只基金规模为12.91亿元。

国内影视圈暴利吸引着PE资本纷纷献身，但其實真正能介入影视界的PE往往需要丰富的电影从业经验，同时又具备相应的金融知识。业内人士介绍，不同于电影制片方

引入的广告商投资客，PE会对电影制作全程进行监督和帮助制片部门合理调配资金，避免资金滥用。因此，在美国好莱坞，PE已逐渐成为电影投资的重要资金来源，即便是八大电影公司投拍的电影，也有近一半左右资金来自PE。

目前，中国影视产业比较活跃的私募基金主要有：IDG新媒体基金、中华电影基金、红杉资本、软银、A3国际亚洲电影基金、“铁池”私募电影基金等。国内影视企业中华谊兄弟、保利博纳、华策影视、华录百纳等均是引入私募股权基金至IPO的成功案例。

据介绍，影视基金投资有两种运作模式：一种是投资影视公司股权，另一种是直接投资影视项目。投资公司股权需要投资人对影视行业的要求高，投资金额也较大，周期较长；直接投资影视项目，可以将资金投资多部影视作品，既可以分散风险，又能保证一定比例的收益，因此机构更偏爱直接投资影视项目。

一位多年摸爬滚打在电影投资业的专业人士告诉记者，正因为基金的资金稳定性高、专一性强，对于一个成熟的市场来说，正是“各取所需”完美配合。事实上，一部电影的回报率少则一两年，多则五六年，还不包括长达50年的版权回报期。房地产蓬勃的时期，支持中国电影的资金很多来自于地产业，但由于资金流动性强、专业性弱，存在随时撤资的风险。正如前年股市的一波牛市行情，将这些热钱大量吸走了，不少电影宣告停拍。影视基金相对而言资金稳定性强，而且基金关注资金安全，而规范管理和财务制度正是娱乐行业最缺少的特质。

# 迷你基金挤占资源 基金人士呼吁“退市”

□本报记者 曹乘瑜

2013年以来，“宝宝”类互联网金融产品如雨后春笋出现，股权激励也开始破局，凸显出基金行业创新如火如荼，但是业内人士认为，在加快创新的同时，也应该关注到迷你基金的退出问题。8月7日，大成基金子公司、大成国际资产管理公司发布通告，将会结束在港交所上市的两只ETF基金的业务，这有利于迷你基金退市有利于建立健全基金产品市场的新陈代谢机制。

### 迷你基金占比17% 耗费大量资源

WIND数据显示，截至8月13日，市场共有

2300多只基金，其中有400只基金的规模低于5000万（A、B、C份额分别计算），占比17%左右。迷你基金占用了行业的人才、渠道、市场等诸多方面的大量资源，随着目前公募基金管理规模达3.61万亿元，超过2007年3.3万亿元的历史最高峰，基金存量突破2000只大关，对这些资源的需求也在不断扩大，在此背景下，如果能将迷你基金占用的资源让渡给更加符合市场需求的产品，将有利于行业的健康发展。

目前，阳光私募基金、银行理财产品等都有强制中止的先例，近年来在监管层“加强监管，放松管制”的思路下，基金业的市场化开始逐步推进，部分公募基金也做了基金“合并”、“基金”“转型”的有益尝试，但主动终止公募基金运作

还非常少，在内地发行的公募基金还没有先例。

### 对基金退市应持鼓励态度

8月7日，大成基金子公司、大成国际资产管理公司发布通告，将会结束在港交所上市的大成中证香港中资民企ETF<3022.HK>及大成中证香港中资央企ETF<3077.HK>，各子基金的基金单位将从2014年9月17日（即停止交易日）起停止交易。两基金资产净值均只有300万港元左右。

业内人士认为，在基金业逐步市场化的过程中，迷你基金终止运作是基金行业生态健康的表现，对此应该持鼓励态度。基金行业朝着更加市场化的健康方向发展，关键之一是鼓励市

场主体“吐故纳新”，即在持续提高基金公司自身创新动力和能力的同时，建立健全基金产品新陈代谢的市场化机制，达到资源有效配置、保持行业健康发展的目的。

在基金的退出机制上，新证券投资基金法给出“关停并转”的思路，细化了基金转换运作方式或合并的程序。日前，国务院发布资本市场新“国九条”，明确提出“完善退市制度”的改革目标；中国证监会也适时发布《关于大力推进证券投资基金行业创新发展的意见》，并正式推行产品注册制度，为今后一段时期内的基金行业未来发展指出了总体原则、主要任务和具体举措，有助于发挥市场机制在发展中的基础性作用。

## 新版监管评级办法“扶优限劣”

# 信托公司将迎评级大考

□本报记者 刘夏村

信托公司“分类经营”的标准是什么？新版《信托公司监管评级与分类监管指引》将给出更为明确的答案。

近日，2014年版《信托公司监管评级与分类监管指引(修订稿)》已下发部分信托公司，开始征求意见。据悉，这份从去年起就开始修订、经过几次较大变动的新版文件，对于此前备受关注的“分类经营”设定了明确的评价标准。业内人士认为，该文件除了对信托公司的经营范围产生影响外，还将结合新的净资本管理办法等规定，对信托公司的业务开展产生一定引导作用。

### 三大评级因素

这份尚在征求意见中的文件显示，信托公司的监管评级主要包括风险管理、资产管理及合规管理三方面。监管机构以审慎监管为基本

原则，开展单项要素评级和综合评级。

其中，单项要素的评级结果根据定量指标和定性因素的得分情况划分为1—6级。综合评级以合规管理要素为前提，统筹考虑资产管理 and 风险管理要素的评级结果。综合评级根据各要素的重要性和级别情况确定为1—6级，每个级别分别设A、B、C三档。

具体而言，风险管理要素主要评价信托公司治理结构的合理性、内控机制和风险管理体系的有效性、资本管理情况以及信托业务的风险管理情况等方面；资产管理要素主要评价信托公司的综合经营能力、信托业务经营和盈利能力、研发与创新能、营销能力及公司声誉管理能力等方面；合规管理要素主要评价信托公司合规管理体系的建设、对相关法律法规、公司制度和信托文件遵守的基本情况，以及是否存在因违法违规行为被采取监管措施、行政处罚或刑事处罚等情况。

## 诺安基金夏俊杰：

# 系统性反转仍待良机

□本报实习记者 宋春华

大盘蓝筹经历一轮的涨势凶猛的行情过后，进入高位盘整期，创业板指近两个交易日也出现小幅回落。诺安基金灵活配置混合基金经理夏俊杰认为，下半年，在经济改革方向确认、房地产市场趋势明朗之前，市场大的系统性机会出现仍需等候良机。但流动性逐渐转好，社会资金成本的下降以及“沪港通”等政策的实施，将对市场风格产生明显的影响。他表示，后市将在投资上优化配置结构，精选具有赚钱效应的个股，力争取得更佳收益。

### 寻找冰层下的岩浆

沪港通有望10月开启。“沪港通的预期是市场风格转变的重要推手，有利引导外资进入A股市场，价值型公司也受到外资偏爱，所以蓝

筹股的估值修复行情大概率上也能持续。”夏俊杰认为，“不过从本质上看，沪港通的开通更多的是加大了蓝筹股的波动率，从而吸引更多类型资金的关注。”

在具体投资中，夏俊杰表示，把握“安全边际”意义重大。“长期以来，它都是选择行业 and 个股的首要标准。”Wind数据显示，截至7月25日，夏俊杰管理的灵活配置混合基金自成立以来累计净值增长率达到94.2%，五年来同类可比基金中排名第一；今年以来总回报率为11.95%，在同类可比的157只基金中位居第5名。

夏俊杰认为，下半年可以关注传统领域里的改善机会。目前很多传统行业已无人覆盖，很少人关注基本面的变化，公司的战略转型也无人问津，导致股价处在慢慢寻底的熊途中，就像覆盖上了厚厚的冰层，毫无生机。不过这些冰层并非铁板一块，有些冰层下面甚至流淌着岩浆，

一旦外力发生改变，由于之前具有较高的安全边际，流淌的岩浆会冲破冰层，喷薄而出，其向上的爆发力可想而知。

以地产行业为例，夏俊杰分析，很多公司市值远远低于保守测算，如果公司长期没有拿地并且未来也没有拿新地的计划，那公司预期的现金流依然会很不错，成功转型的概率还是比较大。“应规避‘伪成长’的公司，特别是那些放弃自身主业，一味的高溢价收购市场追逐热点的公司，小心这类公司将来可能出现的大额的‘商誉减值’。”

### 系统性反转仍待良机

夏俊杰表示，目前市场的上涨还只能定义为反弹，当前还不具备形成系统性反转的基础。主要有两方面因素制约市场，一方面，房地产市场的演变格局是整个宏观经济最大的不确定性

因素，行业的较长周期调整可能才刚刚开始，而短期政策的扰动似乎也很难改变地产行业长期的运行格局，尽管行业最终实现软着陆的概率较大。但目前时点，投资者分歧仍较大，无法作出一致性判断，也就无法形成合力。

另一方面，反转行情应该是各个板块、行业均处于相对合理甚至低估的状态，但目前多数成长股还处于泡沫化阶段，这些股票未来的价值回归之路还很漫长。“不过，板块也会出现分化，极少数能穿越周期的公司会逐渐脱颖而出。”对于后市，夏俊杰认为，今后影响市场的因素主要有两大方面：一个是社会资金成本的走势；另一个是以地产为代表的未来中观数据的表现。“正如本轮蓝筹股反弹，地产股最先表现，也显示出地产是反应这两个因素的最敏感指标，或者说是先行指标，但这些都还需要更明确的数据佐证。”



## 余额宝“掌柜”王登峰：货基流动性更重要

在资金面相对宽松的环境下，理财产品收益集体走低，市场对宝宝类货币基金未来前景和余额宝投资策略是否改变较为关注。余额宝背后的货币基金——天弘增利宝货币基金经理王登峰表示，余额宝收益率是在向正常水平回归，近期的收益率为常态水平，并会维持较长时间，小惊喜或出现在季末和年末。他同时表示，不会因此调整投资风格和投向，风险控制是余额宝管理的第一要务。

由于未来市场整体资金仍较为充裕，短端货币市场利率将维持低位，短融收益率也将保持平稳，因此市场普遍预测货币基金收益将继续向常态水平回归。王登峰认为，个别时点资金利率存在超预期上行的可能，带动短融和存款收益率上行。对于余额宝收益回归常态，王登峰表示，并不会因此而改变投资风格，风险控制是余额宝管理的第一要务。未来他将继续严防流动性风险、信用风险和利率风险。2014年二季报显示，余额宝组合剩余额期限仅75天，不仅低于同行平均九十多天的水平，也远低于证监会对货币基金120天的上限要求。王登峰称，将充分发挥互联网货币基金大数据分析的优势，基于对未来申赎的预测，采用稳健的资产配置方式。

“货币基金的本质不在于你捕捉了哪些收益机会，而在于你规避了多少个风险点。”王登峰说，余额宝所面临的“节点”其实比普通的货币基金更多、更复杂，但是每一次都顺利通过，主要得益于“大数据分析+稳健的操作策略”。

王登峰同时介绍，未来会加强余额宝的生活消费属性和现金管理工具属性。围绕余额宝的新消费场景推出更多新玩法，将成为余额宝下一阶段产品创新的重点戏。例如今年上线的“0元购车”、余额宝购买淘宝旅行产品等。此外，天弘基金构建的“宝粉生态圈”也不断推出新玩法，旗下的宝粉网（baofen.cn）于8月7日起上线“点亮宝粉节，500万张余额宝收益翻倍卡免费拿”的大型互动活动，打造宝粉自己的专属节日。（曹乘瑜）

### 国金通用宫雪：

## 四季度行情将明朗

国金通用鑫安保本混合型基金经理任基金经理宫雪认为，宏观经济基本面向未完全企稳，股票投资仍存在不确定风险；信托类产品打破刚性兑付承诺，而债券投资周期过长，投资者对规避风险的心理需求增强，主动投资型保本基金彰显出良好的投资价值。

宫雪认为，近几个月PMI数据较为乐观并连续向上，但还是低于市场预期，整体依然没有达到基本面良好的程度。目前整体的资金面已趋于宽松，并驱动市场逐渐好转。但这也只是宏观经济阶段性反转，而不是整体趋势性的好转。此时A股上涨多是市场资金充裕，资金推动的股指上行。虽然目前股市大幅震荡，但预计由资金推动行情仍然可以期待，预计在四季度行情将会比较明朗。

不过，从市场反应可以看出，近期市场大幅波动也说明投资者对市场长期牛市的不确定性，也包括市场长期熊市后，投资者对风险的过度认知，基于此，保本型基金更受到投资者的追捧。

“基于市场对风险认知的现状，国金通用鑫安保本混基设计的初衷在于保本的同时抓住股票市场行情回升机会，并用股指期货方式对冲股票波动风险，达到最安全的投资保障。”宫雪称，国金通用鑫安保本在产品设计上做出了不少创新调整，包括在保本产品中引入指数产品、调整风险及固定投资比例以及缩短保本周期等，其宗旨就是在保本的同时实现最大的超额收益。

同时为对冲股票波动的风险，国金通用鑫安保本还引入沪深300股指期货，锁定下行风险，获取中证腾安价值指数相对沪深300的超额收益。其采用指数对冲的方法运作风险资产，相比传统的方法波动更小，增值的潜力更大。

另外，国金通用鑫安保本混基在风险和固定资产配置比例方面，做出了大胆的调整。“股票、股指期货等风险资产占基金资产净值的比例不高于60%；现金、银行存款、债券等安全资产占基金资产净值的比例不低于40%，颠覆多年来高低风险资产的配置比例4:6的惯例。”宫雪表示。

不同于目前大多数保本型基金3年的保本周期，国金通用鑫安保本将回避债券投资，保本周期缩短为一年，为市场同类产品最短，大大提升了基金的流动性。（张洁）

## “机构宝宝”问世

由民生加银基金牵手拜特科技和腾元公司三方联手推出“机构宝宝”，将带给庞大的机构客户群体一个崭新的产品及交易体验。

据了解，“机构宝宝”专门针对机构客户特性量身定制，通过余额宝理财模式引入企业财务运营管理中，满足机构客户大额资金对理财的特殊需求，即安全性、流动性、收益性的需求排序，并且首创预约申赎、资金归集等定制功能，更符合资金规模大、进出计划性等方面机构客户的特性。

业内人士表示，基金销售渠道存在便利性不足以及投资人购买方便程度有待升级等问题，尤其是机构客户的理财需求，一直是被忽略的巨大市场。据悉，拜特是国内资金管理信息化系统与服务提供商，客户群数量众多，拥有数家不同行业的客户。“机构宝宝”的推出，是民生加银基金联手拜特及腾元打造集团企业级互联网金融平台，三方共同合作为机构客户提供短期资金的现金管理服务。（朱茵 宋春华）