



# 中国基金业发展五大建议

□中国基金业金牛奖评选工作组(执笔 中国银河证券基金研究中心)

- ◆ 加强基金产品设计规划。一是对公募基金产品实行比较严格的分层管理;二是大力发展并强化标准基础产品,突出主动管理标准股票基金、主动管理标准债券基金,让股票的更“股票”,债券的更“债券”;三是推出资产配置产品指引,统一规范混合基金产品。
- ◆ 发挥专业机构投资者的买方角色。建议加强主动管理股票基金的发展,在行业发展导向上给予适度引导,在法规、政策、导向上给予优先与突出保障。建议适度优化“基金经理负责制”,增强公司与投研的风控力度,使基金管理公司作为一个整体,形成持续、稳定的投资理念与投资文化。
- ◆ 加强基金销售与营销的适当性管理,把合适的产品卖给合适的投资者。
- ◆ 进一步夯实基金估值、指标限制等基础性工作。建议进一步细化“双十”比例,堵上规则的漏洞。同一家基金管理人旗下所有主动管理基金与产品,持仓合并计算。对一家上市公司的持股,按照自由流通市值口径计算,控制在20%以内。
- ◆ 积极推动FOF发展,推动公募基金行业形成以公募FOF实现大类资产配置、以公募基金实现选股和投资组合管理的完整生态链,构筑满足中小投资者、高净值人群和专业机构投资者远、中、近期财富管理需求的有机网格。

2015年是我国资本市场不平凡的一年,也是股指异常波动的一年。在此背景下,基金行业在喜悲交加、冰火两重天的态势下,迎来了持续发展的一年。截至2015年12月31日,按照主代码口径,105家基金管理人共管理2683只公募基金,管理公募基金资产净值8.4万亿元,较2014年底增加近4万亿元。时隔8年之后,公募基金行业管理的有效资产净值(按管理费1.5%折算)首次超越2007年底的历史高峰。资产结构也发生了巨大变化,由“一股独大”到“货基占据半壁江山”。2015年99家基金管理人总计发行成立820只公募基金产品,首发募集资金规模高达1.64万亿,无论是数量还是规模均创历史纪录。这一年,有11家基金管理人首次开始管理公募基金。资产结构的分散化与均衡化,使得基金行业的发展呈现多元、互补的态势。

需要指出的是,公募基金管理人在公募基金业务发展的同时,在专户业务、企业年金、社保基金委托管理业务、海外业务、子公司业务等领域也迅速发展,不少公募基金产品设计源自非公募业务的灵感和创意,有的则是非公募产品的直接借鉴与参考,形成了以公募为核心的泛资管业务融合发展的可喜态势。

## 2015年基金业绩显著分化

2015年,成长风格的基金虽然经历了更大的波动,但全年业绩表现依然靓丽,大波动之后基金业绩也呈现出前所未有的大分化。标准股票型基金平均业绩大约49%左右。在纳入统计的703只主动投资股票方向基金中,有19只基金年度业绩超过100%,同时亦有9只基金年度收益为负。

从股票型基金的投资方式比较看,主动投资股票型基金整体大幅超越被动投资股票型基金的业绩。2015年指数基金资产净值5551.24亿元,较2014年资产净值规模下降372.88亿元。指数基金资产净值规模占公募基金的比例为6.60%,市场份额下降6.45个百分点。2015年指数基金数量继续快速上升,达到518只,数量

增加169只。

债券基金的业绩继续延续2014年的丰收局面,整体平均获得约10%的净值增长率。各主要类型债基业绩全面开花,唯独转债基金受股市影响全年净值下跌。开放式债基中二级债基表现最好,A类平均获得13.39%的净值增长率,长期标准债基全年也获得10.39%的平均净值增长率。

2015年QDII基金整体平均下跌3.09%,相对于投资国内市场的股基和债基,业绩暗淡失色。从投资区域来看,投资于美国市场纳指的5只基金涨幅居前,平均上涨超15%,投资于港股和新兴市场的基金收益普遍为负。从投资主题来看,油气资源、黄金和商品主题基金跌幅显

著。此外,值得一提的是,受人民币对美元贬值影响,以人民币计价的QDII基金份额收益显著高于以美元计价份额,收益增厚约6%左右。

多样化资产配置产品以及结构化产品依然是目前场内品种发展的两个重要方向。随着国内多层次资本市场的不断完善以及人民币国际化的推进,交易所依然为另类投资基金产品提供了宽广的创新发展空间。期末正常运作明细口径场内基金数量为655只,其中已上市基金596只,场内资产规模6,515.83亿元,场内份额规模2,377.58亿份。在品种结构上,温和流动性环境推动场内货币规模爆增六倍。分级份额基金场内份额规模和资产规模分别达1,230.99亿份和1,209.67亿元。

## 公募基金行业存在的问题

### 公募基金风格漂移

在本届金牛奖的评选过程中,我们发现一部分基金在投资运作上风格漂移的特征比较显著。

从全球来看,基金分类方法主要有事前法和事后法。事前法是指依据基金契约或基金合同来确定基金的类别。由于这类方法基本不考虑基金正式运作之后的投资组合特征,而在基金正式运作之前就确定了基金类别,故称为事前法。事前法体现了资产管理行业的诚信准则。事后法是指以基金投资组合实际状况为依据对基金进行类别划分,注重的是当前基金的资产配置状况。金牛奖评选的基金分类采用事前法,即根据基金招募说明书所确定的投资范围、投资比例、投资策略和业绩比较基准等因素确定基金分类,强调基金的契约精神。我们发现,一部分基金虽然没有突破投资限制,但是事实上是投资运作与契约规定的投资要素发生了较大的偏离。比如,本应做相对收益的基金,事实上变成了打新基金;本应全市场配置的基金,事实上变成了某类行业基金等等。

### 公募基金流动性遭遇挑战

对于公募基金特别是开放式基金来说,公允的估值和充分的流动性是十分重要的。过去一年,市场大幅波动,在始于6月中旬的去杠杆下跌行情中,基础市场千股跌停和千股停牌现象并存,公募基金的估值和流动性面临前所未有的考验。在10%的涨跌停板制度下,出现了个别基金(非杠杆基金)当日跌幅超过10%的现象。千股停牌,指数失真,估值失真,除了基础市场流动性缺失给基金估值带来的挑战外,部分基金和基金公司持仓高度集中,流动性面临考验。一些公募基金未经审慎风险评估,高比例集中持有创业板股票,在自身风险积聚的同时,也给市场造成了较大风险。从主动管理的股票基金看,公募股票基金大量持有中小板、创业板和主板中的中小股票,整个公募股票投资与其主流业绩基准沪深300指数差异较大。

### 标准股票基金数量偏少

2014年8月8日起实施的《公募证券投资基金管理暂行办法》第三十条规定“百分之八十以上的基金资产投资于股票的,为股票基金”。根据该条款,运作管理办法生效之前相当一部分股票投资比例下限为60%的股票基金不再符合股票基金的分类。法规给予一年的调整期,2015年8月,陆续有基金发布更名公告或契约修订公告。基金更名或修订契约,并未改变基金原有的投资策略。此次原标准股票型基金大批量成建制调整为混合偏股基金,是1998年以来我国基金行业规模最大一次的分类调整,有376只原股票基金调整为混合基金。由于调整对象是我国基金行业最重要、规模也最大的标准股票型基金,对基金销售、基金投顾、投资者服务等领域产生重大影响。股票持有比例不低于80%的标准股票基金只有130多只,加上20多只行业股票基金,主动管理的

### 主动管理股票基金的地位下降

基金持股市值占A股总市值比和自由流通市值比均大幅下降。截至2015年四季度末,基金持股市值1.8万亿元,占沪深自由流通市值比7.91%,持债市值再创新高。2009年底,基金持有A股市值1.88万亿元,占沪深总市值比7.80%,占沪深流通市值比12.43%,占沪深自由流通市值比21.59%。基金在沪深总市值和自由流通市值的占比均大幅度下降的情况下,无论是对上市公司的投票权,还是对二级市场的影响力均大幅下降,股市定价权旁落。这里面的原因比较复杂,既有股市中大股东话语权增加的原因,也有市场与社会逐步赎回股票基金的原因。但公募主动管理股票基金地位的下降,不利于股票市场专业机构投资者建设。

### 公募基金投资理念漂移

基金的股票投资已经与传统的价值投资理念差异较大,全行业投资风格逐步趋同为成长投资理念。截至今年2月29日,今年前两个月,公募股票基金净值平均下跌27%,超过上证指数和沪深300指数的跌幅,这还是考虑到一定的股票仓位,如果把股票仓位考虑在内,基金持有的股票平均下跌大约是35%左右。跟踪去年6-7月股市异常波动第一阶段基金业绩与主要指数变动,股票基金的净值暴跌幅度超过蓝筹股票,表明公募基金大量持有中小股票。公募基金的投资理念与“价值投资、理性投资、稳健投资、长期投资”的理念有比较大偏差,表明其正从事风险越来越高的股票投资。现在看,比成长投资理念还更进一步的,是风险投资理念,股票基金选股越来越PE/VC化。开放式股票基金的申购赎回特征和IPE/VC投资的封闭性、长期性特征存在较大的矛盾,在股市异常波动期间容易引发严重的流动性风险。

## 2015年各类型基金平均业绩

一级分类	一季度	二季度	上半年	三季度	四季度	下半年	全年
1 股票基金	23.29%	14.06%	40.90%	-28.27%	22.15%	-12.87%	23.60%
2 混合基金	27.40%	15.17%	47.15%	-21.11%	24.40%	-3.20%	42.31%
3 债券基金	2.76%	3.84%	6.70%	-0.28%	3.10%	2.68%	9.43%
4 其他基金	-1.93%	-0.50%	-2.42%	-1.80%	-3.25%	-4.99%	-7.29%
5 货币市场基金	1.12%	0.99%	2.11%	0.74%	0.73%	1.46%	3.58%
6 QDII基金	2.23%	0.97%	3.22%	-10.55%	4.89%	-6.14%	-3.09%
7 封闭式股票基金	25.88%	14.24%	43.89%	-21.58%	25.89%	-4.96%	36.97%
8 封闭式混合基金	13.40%	12.04%	28.36%	-4.26%	12.20%	7.05%	37.44%
9 封闭式债券基金	2.17%	3.35%	5.37%	3.29%	2.33%	5.66%	10.48%

2014年末各类型基金净值规模占比



2015年末各类型基金净值规模占比



## 关于基金行业发展的五点建议

虽然公募基金暴露出一些问题,但这些都是发展中的问题。基金行业学习、适应、调整的能力比较强,在此,我们就未来基金行业的发展提几点建议,供行业参考。

### 加强基金产品设计规划

基金行业发展分为业绩驱动、营销驱动、产品驱动三大驱动。从之前的“业绩好、基金好卖”到加大营销推广再到现在的设计开发,产品驱动已经进入独立、大规模推动行业发展的阶段,这是可喜可贺的。从实践看,完全按照所谓的市场需求来进行产品设计,容易形成“个体经济、整体不经济甚至负面”的后果,因此要加强顶层设计,加强对我国公募基金产品与资本市场、养老金的长期性、根本性、规律性的研究探索,主动加大长期性、规律性、标准化产品的“供给侧改革”。

1、对公募基金产品实行比较严格的分层管理。提倡标准化、规模化、社会化的目标,对公募基金产品实行适度分层管理。在大力发展标准化基础产品的同时,在另一个角度、另一个层面大力发展资产配置化产品,让基础产品标准化、简单化、可靠化,让资产配置产品走向理财产品,两大产品要有非常明确的区分。

2、大力发展并强化标准基础产品。突出主动管理标准股票基金、主动管理标准债券基金,让股票的更“股票”,债券的更“债券”,而不是“四不像”。股票基金80%的最低持股限制是法律法规要求,基金行业应鼓励自觉主动维持在90%左右,进一步减少仓位调整空间,推动基金管理人与股票投资团队聚焦股票选择与上市公司经营发展。

3、推出资产配置产品指引,统一规范混合基金产品。2015年打新基金数量大幅增加,并且规模较大,另外公募对冲基金也开始出现,其业绩比较基准并不是传统的股票指数与债券指数按照一定比例构成的复合业绩比较基准,而是银行定期存款收益,或者在银行定期存款收益基础上增加某个固定值,或者某个年化固定值。这些基金在投资运作中与混合基金中的偏股基金、灵活配置基金有较大区别,投资收益差异较大,净值波动特征差异也比较大。

### 发挥专业机构投资者的买方角色

建议加强主动管理股票基金的发展,在行业发展导向上给予适度引导,在法规、政策、导向上给予优先与突出保障。建议适度优化“基金经理负责制”,增强公司与投研的风控力度,使基金管理公司作为一个整体,形成持续、稳定的投资理念与投资文化。基金经理个体、局部、某个时间段的确有超额收益,但股票基金收益率曲线与沪深300指数收益率曲线经常相交就表明从长期和持续看,基金经理中长期业绩回报均值。股票基金长期业绩优异,到底是基金经理主观能动性优秀还是基金行业工业化选股的制度红利呢?我们分析认为既有基金经理的努力,也有行业的制度红利、产品设计红利等因素。基于这些思考,我们建议通过对异常波动期间公募股票基金暴露的严重流动性问题,以及今年年初以来股票基金净值迅速回撤的情况,基金管理公司对于股票投资进行改进与优化。如果主动管理股票基金发展没有较大突破,则表明我国大力发展专业股票机构投资者进程缓慢。专业投资机构不再存在,机会主义机构必将盛行,股市难免会大幅波动。

### 加强基金销售与营销的适当性管理

加强投资者适当性管理,把合适的产品卖给合适的投资者,是基金行业各参与方必须遵循的原则。从长期投资、理性投资、价值投资角度看,公募股票基金在过去10年平均年化收益率高达15%左右,但为什么老百姓赚钱不多甚

至还赔钱呢?就是因为进出时点不对。从10年这个看下来,还不如长期持有或者定投买入。因此有必要大力加强互联网建设,通过互联网把基金行业的规律特征、投资价值直接传递给客户,告诉客户这个行业长期的规律特征与内在价值,引导客户改变不切实际的理财观念,把朴素质的投资理念告诉客户。金融理财不是网上购物那么简单,金融理财是一个人甚至一个家庭,几十万、上百万的资产与资金,那就要非常谨慎与小心,一定要严格履行销售适当性,一定要把这个程序与流程履行到位。

### 进一步夯实基金估值、指标限制等基础性工作

股市异常波动期间,基金行业的估值体系和流动性管理遭遇巨大考验。上市公司大面积停牌,导致市场指数失真,也给基金的估值体系带来极大压力,并叠加巨额赎回的流动性考验。相对于市场上定期开放的理财产品,每日开放的公募基金对公允估值和流动性的要求更高,特别是在突发情况和极端市场环境下。我们建议监管部门进一步细化“双十”比例,堵上规则的漏洞。同一家基金管理人旗下所有主动管理基金与产品,持仓合并计算。对一家上市公司持有的持股,按照自由流通市值口径计算,控制在20%以内。每家上市公司的自由流通市值由沪深证券交易所提供给基金行业。当前在基金的每日净值计算上,主代码口径基金与明细口径基金出现不小的差异,有的基金基于一份基金合同项下,按照很多规则分出很多不同的份额,每个份额均计算净值,这些都给未来的评选工作增加了难度。另外,个别定制化基金在巨额申购与赎回的过程中,由于赎回费用处理的差异,出现了股票基金当日涨幅度远远超过10%的极端案例。

### 积极推动FOF发展

今年初,中国基金业协会就公募基金发展提出以下行业规划:“推动打开公募基金发展制度空间。鼓励理财机构发展公募FOF业务,推动商业银行等理财机构通过设立子公司专营公募FOF,发展标准化、净值型公募FOF产品,扩大公募基金长期资金来源,强化公募基金作为长期价值投资者的买方作用。推动公募基金行业形成以公募FOF实现大类资产配置、以公募基金实现选股和投资组合管理的完整生态链,构筑满足中小投资者、高净值人群和专业机构投资者远、中、近期财富管理需求的有机网格”。股票基金虽然日常波动比较大,但是从5年、7年、10年的中长期历史数据看,长期投资者实际上收益是不错的,也战胜了股市大盘,体现了一定的专业投资优势。但这种长期性与销售渠道的按照交易次数收取费用有时并不匹配,也需要销售机构进行更多的改革。FOF虽然是以产品形态出现,但不仅仅是产品,也是基金销售、基金咨询与投顾(即咨询服务)、基金账户管理(即代客操作)的自然延伸与升级升华,也是一个简单、稳定、可靠的中长期配置工具,是对在销售机构长期持有基金的投资者服务的工具化,也是对企业年金、职业年金等养老金间接进入资本市场提供服务的工具化。基础基金产品、基金销售、基金投顾、基金账户管理、FOF等共同组成一个完整的业态或者生态。

2015年公募基金行业发展保持了持续、稳定的良好状态。对于2016年,我们希望行业跟随基础市场的变化,以服务实体经济为出发点,以专业化精神为引领,继续保持高效率的专业化态势,更好地做好资产管理与财富管理。我们相信,我国公募基金行业明天会更好。(中国基金业金牛奖评选工作组由来自中国证券报、银河证券、海通证券、招商证券、天相投顾、上海证券报的评委组成。)