

国金证券张剑辉：

高水位法为私募业绩报酬计提主要方式

□本报记者 吴娟娟

私募业绩报酬计提方式目前在行业引发广泛讨论。什么样的业绩报酬计提方式可兼顾私募公司发展和持有人利益？国金证券金融产品中心总经理张剑辉表示，高水位法是目前私募行业常见的业绩报酬计提方式之一。不同业绩报酬计提模式会对持有人收益产生不同的影响，在基金回撤较小的前提下，持有人持有期限越长，不同计提模式对持有人的影响越小。

高水位计提模式为主

中国证劵报：私募基金业绩报酬计提有哪些方式？

张剑辉：目前，国内私募行业应用的比较常见的业绩报酬收取模式，都是借鉴了海外对冲基金普遍采取的方式，通用分为扣减净值和扣减份额两种，其中由于大家对公募基金分红采用的扣减净值方式接触更多，加之日常信息披露以产品净值而非持有人持有市值为主的观测直观性，所以扣减净值的方式大家理解起来更为简易，相应的在实际中使用也更多。

在计提时间上，则分为开放日计提的高水位净值法以及赎回、分红时计提的区间法。高水位法采用多人多笔统一账户模式，即以产品累计净值作为所有持有人所有份额（可能不同时点申购）计提的唯一标准。由于处理方式简单，对TA登记要求较低，因此在国内私募行业发展初期即被广泛采用，尤其是在开放频率较高的产品中使用更多。

区间法是多人多笔多账户的计提模式，即不仅A持有人和B持有人要分别记账，而且A持有人的不同笔申购也要分别记账，最终根据每笔资金赎回或分红时的实际收益单独计提。区间法处理相对复杂，但近年来随着TA系统的逐



2019年二季度证券类私募行业情况				
市场概况	2019年6月底	2019年3月底	二季度增加值	一季度增加值
管理人（家）	8875	8934	-59	-55
基金数量（只）	38538	36235	2303	547
管理规模（万亿元）	2.33	2.11	0.22	-0.13

视觉中国图片 数据来源：中国证券投资基金业协会 格上研究中心

步强大而应用增多。此外，私募基金为了实现必要的经营现金流，在使用区间法计提模式时，一般都会约定分红时可以计提业绩报酬。

不同模式计提效果有异

中国证劵报：私募产品业绩报酬计提应遵循什么原则？

张剑辉：不管采取何种业绩报酬计提方式，都不应该存在事前有目的性损害持有人利益的情形。这是海外对冲基金和国内私募基金在设计业绩报酬计提方式时首先要考虑的因素。需要注意的是，不同计提模式下持有人被计提的业绩报酬费用可能会有区别。一般说来，投资者投资期限越长，产品回撤越小，不同业绩报酬计提模式产生的实际结果越趋同。

中国证劵报：同一计提模式下，不同时点进入的投资者被计提的业绩报酬会有怎样的区别？

张剑辉：例如，某私募产品业绩报酬采取高

水位法，假设私募管理人计提净值增长的20%而非超额业绩的20%，则持有人A认购该产品100万元，产品从面值1.00元上涨10%到第一个开放日的1.10元赎回，扣除业绩报酬后持有人A实际获得8%的收益，即8万元，私募计提业绩报酬2万元；持有人B同样认购该产品100万元，产品从面值1.00元上涨10%到第一个开放日的1.10元未赎回，私募计提业绩报酬2万元，后该产品第二个开放日净值赎回至0.95元时赎回，持有人B实际损失5%，即5万元（这里未考虑计提业绩报酬对基金净值的影响）；持有人C选择在产品第二个开放日净值赎回至0.95元时申购100万元，产品净值上涨10%至第三个开放日的1.045元赎回，由于净值不高于前期高点1.10元，因此私募不能计提业绩报酬，持有人C则获得10%收益，即10万元。可见，虽A、B、C使用同一业绩报酬计提模式，但是实际被计提的报酬是不同的。因为三者从不同的时点进入，但基金

管理人并未蓄意伤害谁。

中国证劵报：不同的计提模式对投资人会产生什么影响？

张剑辉：用上面的例子，我们来看另一种区间报酬计提模式。假定另一私募产品业绩报酬采取区间法，计提比例同为20%。持有人A认购该产品100万元，产品从面值1.00元上涨10%到1.10元赎回，扣除业绩报酬后持有人A获得8%的收益，即8万元，私募计提业绩报酬2万元；持有人B认购该产品，产品从面值1.00元上涨10%到1.10元未赎回，后该产品净值跌至0.95元时赎回，持有人B实际损失5%，即5万元，私募不收取业绩报酬；持有人C选择在产品净值跌至0.95元时申购100万元，产品净值上涨10%至1.045元赎回，扣除业绩报酬后持有人C获得8%的收益，即8万元，私募计提业绩报酬2万元。

比较这两种计提模式可见，持有人A在两案例中被计提的费用一样，相应的私募都在为持有人A的投资服务中获得了业绩报酬。持有人B在两案例中效果基本一样，但私募在案例1中获得了业绩报酬，在案例2中无业绩报酬；持有人C在案例1中效果好于案例2，相应私募在案例1中无业绩报酬，在案例2中则获得了业绩报酬。

尽力使不同模式越趋同

中国证劵报：投资人怎么做才能使业绩报酬计提最有利于自己？

张剑辉：投资期限越长，产品回撤控制得越好，不同模式间的效果差异会越小。产品设计时业绩报酬计提模式的选择，也会与产品开放频率、产品管理人、托管方TA系统等息息相关。投资人在投资时应当与私募基金充分沟通业绩报酬计提的方式可能对其造成的影响。同时，也要求管理人努力控制回撤，投资人则尽量长期持有。

国寿安保基金董瑞倩：坚持稳健投资风格 追求长期业绩优异

在第十六届中国基金业金牛奖评选中，国寿安保基金获评“固定收益投资金牛基金公司”。国寿安保基金固定收益投资总监董瑞倩表示，在强有力的团队支持下，坚持本金安全至上，坚守稳健的投资理念，是公司取得可投资优势的根本所在。依托国寿安保基金强大的投研能力和经验丰富的投资团队，基金经理能够相对准确地判断未来一段时期的债市趋势。对下半年债市，董瑞倩保持谨慎乐观的看法，建议严控信用下沉风险，控制信用组合久期，对中长期利率债进行波段操作。

强化团队力量 提高投资胜率

有着20余年证券从业经验的董瑞倩在职业生涯中，正如管理国寿安保尊享债券基金，截至2019年6月30日，自2014年7月成立以来A类份额累计净值增长率达72.26%，C类份额净值增长率达42.90%。

谈及国寿安保基金的投资优势，董瑞倩的第一反应是团队。她说：“公司在固定收益投资方面始终坚持本金安全至上，坚持稳健投资的理念，从风险控制性价比的角度出发选择最佳投资策略，以求业绩稳健增长，这是国寿安保基金突出的最主要因素。”同时她认为公司投研团队对政策的把握作用。她认为：“个人对市场的判断非专业因素和主观因素造成短期内的会有一些错误，但一个强大的团队可以犯错误的概率是很小的。公司是基金经理经验都很丰富，每个人擅长的领域不同，形成互补，比如擅长利率债、转债的，有在信用研究方面下功夫较多的，还有专注于外市市场的。在决策的策略制定中，基金经理会充分商量讨论，然后根据各户组合的情况相应的调整策略。”董瑞倩的投资决策近于纸上谈兵来执行

款，董瑞倩要求团队的基金经理在决策中应视为一个组合，慎重对待每一笔投资。她说：“基金经理应该敬畏市场、敬畏风险，保持很良好的心态，善于听取别人的建议和观点，不断反思与纠正，从而降低犯错误的次数。”

本金安全至上 坚守稳健投资

国寿安保基金固定收益的执行团队，董瑞倩表示，公司固收方面的投研能力已经形成了核心竞争力。通过自上而下和自下而上相结合的方法，能够相对准确的判断未来一段时期市场的走向，同时结合所管理产品的特性，制定一个相对比较合理投资策略。

“比如，在判断债券半年后即将面临的市场环境时，会积极防范久期风险，通过利率债提升组合总久期水平，在中市中可以拥有更大的久期-收益性价比。在经济基本面对债市利好或利空倾向性不明确的情况下，杠杆策略在资金面宽松时更有较为明显的优势。在保持组合中配置中低信用评级久期债的情况下，通过杠杆策略会产生超额收益。从更大的国寿收益产品视角看，若我们判断债市处于趋势性相对确定的上行时，在控制债券组合久期的同时，也将积极提升转债仓位水平以分享转债市场上游带来的收益。总而言之，国寿收益投资环境平等方便，鼓励理财基金主，即在债市市场环境中寻找投资风格最合适的领域，进行投资的决策。”董瑞倩说。

这些投资理念在国寿安保尊享债券基金的管理中得到了充分体现，董瑞倩进一步指出，在决策过程中也会充分分析历史行情，分析各类资产配置的最佳策略，确定各品种最佳的仓位水平，再进一步调整

非债结构和久期策略。“我们会根据收益曲线的形态，确定哪个品种具有较好的性价比，同时也会综合市场的偏好以及流动性等因素，制定在未来一段时期里比较合理的策略。”董瑞倩表示。

经历过债市牛熊转换的董瑞倩也坦言公募基金的回收管理环境已经发生了明显变化，她认为，过去可以下沉下沉评级、提档组合杠杆的方式来获取超额收益，这一投资策略在打破刚兑及金融供给侧改革的背景下被剥离。为积极应对新的潮流和市场环境，一方面要在识别信用风险方面更加深入和谨慎，另一方面国债资产积极参与投资提升胜率，必须更加重视组合管理的精细化，尽早发现市场的微妙变化，从而及时调整投资策略以积极应对。

在严控信用风险方面，董瑞倩介绍，国寿安保基金在成立之初就对信用风险的把控非常审慎，建立了非常完善的信息-风险评估制度，并设立专门的信用评级内部信用评级团队，对信用债进行内部评级。固收投资团队与信用评级团队属于两个不同的部门，从而保证了投资和信用评级工作的独立性。同时基金经理在参考信用评级团队观点的同时，也能通过频繁的沟通切磋，在投资决策和投资意向上传达或共识。

债市前景乐观 关注投资机会

展望下半年债市，董瑞倩表示，受有效需求不足及贸易摩擦影响，中国宏观经济增速跟随全球经济放缓下行，奠定了债券市场的长期牛市基础。通胀方面，CPI的上行并不具持续性，对年内债市的影响不大。政策方面，目前货币政策仍以宽信用、稳增长、防风险为主基调，以畅通经济循环支持改革为主要目标。在这一过程

中货币政策将保持充足的灵活性，资金面维持相对宽松状态。

就具体投资品种而言，董瑞倩认为，目前市场对信用风险已经有了更加深刻的认识，操作上一类地级以上不太可靠，信用债下沉的现象也会越来越严重。她表示，机构对信用债的风险偏好相比此前有所减退，目前三年以内的AAA债券信用利差和等级利差处于较低水平，利率保护伞相对比较薄弱，因此高等级的信用债对利率的表现会比特低等级的信用债好一些。

总体看，董瑞倩对下半年债市保持乐观的看法，建议严控信用评级下沉，控制信用组合久期，对中长期利率债进行波段操作。

—— 个人简介 ——

董瑞倩女士，硕士。现任国寿安保基金管理有限公司固定收益投资总监、投资管理部总经理、国寿安保尊享债券型证券投资基金、国寿安保尊信信用纯债债券型证券投资基金、国寿安保稳信混合型证券投资基金、国寿安保安吉纯债半年定期开放债券型发起式证券投资基金及国寿安保安裕纯债半年定期开放债券型发起式证券投资基金基金经理。曾任工银瑞信基金管理有限公司专户投资部基金经理，中银国际证券有限责任公司固定收益部副总经理、执行总经理。董瑞倩管理的国寿安保尊享债券型基金曾荣获《证券时报》颁发的“2016年度积极债券型明星基金”，在海通证券2019年5月1日发布的最新评级报告中被评为三年期五星评级；国寿安保安吉纯债半年定期开放基金荣获《证券时报》颁发的“2018年普通债券型明星基金奖”。