

# “入池”标准各异 红利基金“同名不同命”

今年以来,A股市场红利风格持续走强,红利主题基金凭借震荡市中相对稳健的收益表现,获得了投资者的持续关注,成为了权益市场的拥挤方向。虽然同样采取红利策略,但这些红利主题基金今年以来以来的业绩表现却呈现出明显的分化,收益率首尾相差已突破40个百分点。

通过对比收益率差距显著的红利主题基金,中国证券报记者发现,这些基金的红利股“入池”标准、红利因子权重以及行业偏好等都不尽相同。结合今年的行情表现,业内人士表示,配置电力、公用事业、交通运输以及港股红利资产的基金收益表现突出,而配置小市值风格、消费、信息技术等板块的基金表现则不尽如人意。

在红利资产的行业配置上,相关机构建议,不仅要看法行业过去几年的基本面是否符合红利特征,还要考虑行业当前整体的股息率水平与估值走势,判断当下定价的状态。此外,对于行业未来长期基本面也要进行预判,如未来是否能够具有盈利稳定、格局优化、分红水平上行等优势。

●本报记者 王鹤静

## 收益分化显著

今年以来,大热的红利主题基金吸引了投资者的广泛关注,各家基金公司也抢抓机遇,积极布局相关权益产品。

Wind数据显示,截至6月18日,目前市场上共有127只权益基金(不同份额合并计算)以红利主题指数作为业绩比较基准,其中接近四分之一的产品在年内成立,被动产品相比主动产品在数量上占据明显优势。

在梳理此前成立的存量产品时,中国证券报记者发现,同样以红利主题指数为业绩基准,但这些基金今年以来的收益表现却呈现出较大分化。截至6月17日,今年以前成立的红利主题基金年内收益率首尾相差已超过40个百分点。

主动权益基金方面,尤宏业管理的工银红利优享A年内收益率高达23.37%,领跑红利主题基金,姜诚和王桃共同管理的中泰红利价值一年持有、孙彬管理的富国红利A、唐雪倩管理的华宝红利精选A、张明管理的安信红利精选A等年内收益率也在13%以上。而国联智选红利A、中海分红增利、浦银安盛红利精选A等年内下跌超10%。

此外,红利主题的指数基金收益情况同样出现了较大的分化。跟踪恒生港股通中国央企红利、红利低波、红利指数,标普



视觉中国图片

中国A股大盘红利低波50、300红利低波等指数的基金年内收益率普遍超过12%,而跟踪消费红利的指数基金今年以来回撤超6%,跟踪深证红利、红利质量、红利低波100、红利潜力等指数的基金今年以来收益率不足5%。

## 红利股“入池”标准不尽相同

以收益情况差距显著的主动权益基金为例,中国证券报记者通过翻阅基金合同发现,不同红利主题基金对于红利股的“入池”标准不尽相同。

例如,工银红利优享、浦银安盛红利精选对于红利股的筛选标准包括了过去3年内至少有2次分红、预期公司具有高于市场平均水平的股利收益。此外,工银红利优享的筛选标准还包括过去1年的年度股息率不低于同期一年期定期存款的收益率;浦银安盛红利精选则要求上市时间不足3年至少有1次现金分红,同时关注具有良好投资价值的新股。

由于投资范围囊括了港股通投资标的,工银红利优享在今年以来的港股反弹中收获了显著的超额收益。结合其2024年一季度末的持仓来看,该基金重仓的华润电力、华电国际电力股份等港股标的年内累计涨幅高达40%以上。

基金经理尤宏业在今年一季报中表示,该基金因为主要投资于有红利属性的基础设施行业获得了超额收益,火电、水电、核电、高速公路、通信运营商等具有稳健和高分红特点的行业表现较好。此外,该

基金通过港股通较大比例地投资港股的基础设施行业,港股此类公司的估值显著更低,更具性价比。

浦银安盛红利精选的重仓标的则更倾向成长风格,今年一季度末的前十大重仓股包括新诺威、阿特斯、康冠科技等医药、光伏、电子板块个股,拖累其业绩表现。并且,其前十大重仓股市值普遍较小,最新市值均在500亿元以下。

年内收益情况不佳的国联智选红利采取的是量化形式,红利股“入池”标准为A股市场上剔除上市未满一年、ST及\*ST股票之后最近一年现金股息率排在50%的股票。今年一季度,该基金前十大重仓股市值多数在100亿元以上。并且,近年来该基金调仓十分频繁,每个季度前十大重仓股几乎全部“翻新”。2023年一季度,该基金的重仓股还出现了人工智能(AI)主题标的。

## 行业选择影响较大

通过对年内收益情况不佳的部分红利主题基金持仓因子暴露情况进行分析,天相投顾基金评价中心发现,大部分基金的红利股支付率因子和派息率因子均相对较大,绝大部分持仓也主要集中于红利类资产,业绩表现不尽如人意在很大程度上要归因于对行业的选择。

“从持仓集中度来看,一些红利主题基金在行业上持仓相对集中,比如集中配置电力、公用事业、交通运输,大幅增厚了组合收益。此外,港股红利风格年内表现较好,一些红利主题基金同样配置了较大比

例的港股,收益表现突出。排名靠后的基金可能偏配了小市值风格、消费、信息技术等相关板块,这些板块今年都有一定程度的下跌。”盈米基金研究员李兆霆表示。

虽然今年以来红利风格整体走强,但红利主题基金业绩大幅分化背后,显示红利因子在实际投资过程中遭遇了差异化应用。汇成基金研究中心表示,与指数严格的投资范围和编制规定不同,主动权益基金的基金经理对红利股的定义存在差异。

一方面,部分基金经理关注当下分红水平较高的资产,而部分基金经理关注潜在分红水平较高的资产。另一方面,部分基金经理可能只关注红利因子,因此赋予红利因子的权重较高,部分基金经理可能还同时关注公司质量、景气度等因素。

在实际操作中,基金经理对于红利、高股息的定义和标准可能不尽相同,因此在红利风格不占优时,排排网财富管理师姚旭升表示,部分主动型红利主题基金可能会通过配置成长性较强、股息率不太高的标的,旨在获取一定的超额收益。

不过,红利因素只是影响股价涨跌的因素之一,其他因素也会带来较大影响。具体到红利资产的行业筛选,富国基金建议,可重点考虑以下要素:一是看行业过去几年的基本面是否符合红利特征,如盈利较为稳定、资本开支持续下行、分红比例不断抬升等;二是考虑行业当前整体的股息率水平与估值走势,判断当下定价的状态;三是要对行业未来长期基本面进行预判,如未来是否能够维持盈利稳定、格局优化、分红上行等。

# 扩容与清盘并行 马太效应考验ETF运营能力

●本报记者 杨皖玉

近日,多只ETF集中触发基金合同终止情形。仅6月18日,就有3只ETF及其联接基金因规模过小触发基金合同终止情形。

一季度末,我国ETF规模达到1.96万亿元,季度增速21.3%。在ETF大发展的背景下,业内人士认为,ETF市场呈现强者恒强的格局,行业竞争加剧,同质化严重,缺乏先发优势和规模优势的ETF清盘现象将持续上演。在行业存量博弈的背景下,ETF运营的重要性日益提升。一方面,基金公司可以布局场外ETF联接基金,丰富客户结构,形成新的规模增长点;另一方面,应由集中销售向资产配置生态转变,构建ETF高质量运营生态的高效互动机制。

## ETF屡屡清盘

6月17日,华泰柏瑞基金发布华泰柏瑞疫苗ETF清算报告。公告称,截至5月28日,该基金已连续50个工作日基金资产净值低于5000万元,触发基金合同终止情形。根据基金合同约定,华泰柏瑞基金决定终止华泰柏瑞疫苗ETF基金合同,并对基金的基金

财产进行清算。

公告显示,华泰柏瑞疫苗ETF成立于2022年8月,最后运作日的基金份额共1770.75万份,当年该ETF发行时共募集了4.9亿份。

Wind数据显示,截至6月18日,2024年以来ETF清盘数量达15只(不同份额合并计算)。此外,近几日,与ETF相关的清盘提示性公告集中披露。据不完全统计,近3个工作日,发布“可能触发基金合同终止情形的提示性公告”的ETF及其联接基金近15只。

“2024年以来,ETF清盘数量相较于以往呈现增多趋势,但并未超过往期峰值。”天相投顾相关负责人向中国证券报记者表示,从清盘的直接原因来看,多以基金规模过小无法继续运营的合同约定为主要原因,而这可能由于ETF跟踪指数较为冷门,产品表现不佳等因素造成。

## 行业马太效应显现

Wind数据显示,截至一季度末,ETF规模达到1.96万亿元,季度增速21.3%。“面对ETF市场持续扩容,产品的同质化现象也日益凸显。”某公募高管对中国证券报记

者表示,市场资金向具有先发优势、规模优势等头部ETF产品集中的现象愈演愈烈,非龙头产品逐渐迷你化,导致清盘ETF数量增多。

盈米基金研究员冯梓轩表示,有些基金公司,可能也会为了差异化需求去积极创新ETF品种,但有些产品可能缺乏长期的业绩参考,一旦其走势与预期相差较大,就容易导致规模缩水从而面临清盘。

天相投顾相关负责人称,尽管目前ETF正处于快速发展阶段,但由于主流宽基指数产品市场格局较为稳固,市场逐步呈现马太效应,后进者竞争压力较大;而如果选择主题行业类的ETF,又可能因跟踪指数市场认可度不够或同类产品竞争压力太大,导致产品规模过小,从而导致最终清盘。

## 探索“投顾+ETF”

在强者恒强的市场格局下,对于那些没有先发优势的ETF来说,如何做好产品运营成为摆在各家基金公司面前的迫切问题。

天相投顾相关负责人认为,ETF属于工具型的产品,由于ETF不以超额收益为主要

目的,这与很多投资者的投资目标不一致,而对于其配置功能来说,缺乏相关知识的投资者认可度可能还不够高。此外,ETF主要份额集中在场内交易,对于一些没有场内账户的投资者来说难以直接参与。

“ETF运营的关键在于抓住或创造机会,吸引客户并推动规模增长。成功与否既取决于自身策略,也考验全链条整合资源、协同作战的能力。”上述公募高管认为,一方面,基金公司可以通过布局场外的ETF联接基金,丰富客户结构,提升ETF的流动性,实现场内外联动,找到新的规模增长点;另一方面,建议由集中式销售向资产配置生态转变,构建ETF高质量运营生态的高效互动机制。由重“投”轻“顾”向重“投”重“顾”转变,能够解决投资者卖方市场模式中投资决策难、市场波动引起焦虑和缺乏个性化的痛点,叠加ETF低成本、分散化、透明度和灵活性等特点,未来“投顾+ETF”或将成为财富管理领域主流模式之一。

冯梓轩认为,基金公司可以借助第三方买方投顾平台构建和客户的互动机制,提供高质量的伴随式服务,甚至建立ETF的生态圈去集中运营和联动,最终提升产品的运营效果。

# 田志祥:我如何看待历史上的4次债基净值回撤(三)

□兴证全球基金固定收益部 田志祥

通过复盘2013年以来债市的四轮调整,我们总结债市调整的因素包括以下两个方面:其一,经济基本面或预期发生了变化,通胀、房价等因素成为监管关注重点;其二,当债市杠杆较高或者非理性繁荣,监管思路及行为可能会主动调整。这两个因素都有可能触发货币政策边际收紧,资金利率边际抬升,进而导致债券收益率上行,债券价格下跌。

此外,如果不是正常的经济波动,大家对于经济预期没有那么一致的时候,即使基本面变化可能也没有这么大的影响。但如果经济一致预期比较强,或者金融机构的一致性行为导致债券多头拥挤,这个时候再出现反转的话,回撤可能就比较大了。

但我们也要注意到一个比较有意思的变化,总体来看,回撤幅度正在逐次变小,为什么呢?我们认为可能是金融机构的谨慎程度上升了。

一方面,在经历了历史上这种比较大的波动之后,基金公司在净值波动方面的风险控制可能更加严格了;另一方面,可能和债基的持有人结构变化有关,越来越多的个人投资者参与债基投资,这也要求债基基金经理们越来越重视波动和回撤。我刚入行时,债券基金产品里长久期的信用债是比较常见的,但现在个人投资者占比比较大的一些产品,久期可能就比较短,因为个人投资者比较难以接受较大的波动和回撤。

整体来说,债券投资中最大的风险肯定是信用风险,这是要严控的,因为债券投资者比较关注波动,一旦出现信用风险,就会带来很大的问题。控制信用风险,一方面是严格的准入,精选类等等作为备选,我们的信评团队会进行充分的事前研究。公司内部具有分行业的企业信用评级体系,以及相对于外部评级标准更具差异化、区分度的评级体系。买入后我们会日常跟踪持仓债券,并且与信评团队保持交流互通。

另一方面,在投资端我们会去做一些分散化配置,控制品种集中度。尽管长下限时债券整体具有一定同质性,但投资组合中的控制多元化一点,分散一点,也能够使回撤表现好一点。

此外,还要严控利率风险,我们会在利率绝对水平较低或者利率大幅快速下行时适当降低久期,或配置一些波动较小的品种或浮息债,降低组合β。

一个很普遍的规律是,市场上涨的时候信用利差是收窄的,跌的时候信用利差是走阔的,所以我自己信用利差收窄到比较低水平的时候,就会把一些信用债换成利率债,这也是一种预防性的防守措施。

如最近的一次,我在2022年7-8月信用利差很低时,将组合中一部分信用债替换为了利率债。利率债后续的表现确实相对好一些。同年12月

因利率回调导致债市负反馈时,虽然承受了一定的压力,但考虑到当时的债券市场对绝对收益率和信用利差的历史分位数来看都还比较有吸引力的,还是坚持拿住等到了之后的反弹。

回到给投资者的建议,首先,我们可以观察到,现在普通投资者对绝对收益类产品的投资热情很高,比如大家在买债基、买理财、抢国债等,大家对确定性的追求似乎前所未有。如果能够长期持有,可能没有太大问题。但是就怕在短期时点买进去,然后买了一只波动比较大的产品,出现拿不住的情况。当前债券市场收益率较低,大家想理性看待债券产品过业绩,调整预期。

此外,也是我认为是重要的一点,投资者应根据个人的风险偏好和投资目标,选择合适的债券基金类型。例如,风险偏好较低的投资者可能更适合选择中短久期的纯债基金,而愿意承担更高风险的投资者可以选择久期更长一些的产品。虽然相对来讲,债券基金风险较低,但仍存在净值波动的风险。投资者需要对可能出现的情况有一定的预期。

怎么做这个匹配?如果想买一只债基,可以看看它过往2年的回撤情况,2022年可能回撤幅度,正常情况下可以参考2022年8-10月这个阶段的回撤幅度,可以评估一下如果你买进去,立刻发生这样幅度的一

个回撤,你还能不能拿得住。

风险提示:兴证全球基金承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金财产,但不保证基金一定盈利,也不保证最低收益,投资者应当认真阅读基金合同、招募说明书等基金法律文件,了解基金的风险收益特征,并根据自身的投资目的、投资期限、投资经验、资产状况等判断基金是否和投资人的风险承受能力相适应。自主判断基金的投资价值,自主做出投资决策,自行承担投资风险。我国基金运作时间较短,不能反映市场发展中的所有阶段。基金管理人管理的其他基金的业务或基金管理人管理的其他基金的业务不构成基金业绩表现的保证。观点仅代表个人,不代表公司立场,观点具有时效性,仅供参考,不作为投资建议。基金投资须谨慎,请审慎选择。

兴证全球基金 基金获得感专栏

# 公平对待持有人 多只定开债基暂停运作

●本报记者 张凌之 万宇

今年以来,红塔红土盛兴39个月定开债、格林泓裕一年定开债等4只定期开放债券型基金公告暂停运作。暂停运作是定开债基的惯常操作,这类基金采用封闭运作与定期开放相结合的方式,在封闭期内采用摊余成本法估值。

业内人士表示,摊余成本法估值的债基给了客户更好的投资体验,但这种估值方法也加剧了产品的流动性风险暴露,而有些情况下的暂停运作反映了基金公司确保公平对待持有人。

## 四只基金暂停运作

近日,红塔红土基金公告称,红塔红土盛兴39个月定开债截至第一个开放期最后一日(即2024年5月31日)日终,其基金资产净值加上本基金开放期最后一日交易申请确认的申购确认金额及转换转入确认金额,扣除赎回确认金额及转出转出确认金额后的余额低于5000万元。根据基金合同的约定,基金管理人决定于本基金第一个开放期到期后暂停运作,即暂停进入下一封闭期。本次开放期到期日的下一工作日,投资人未确认的申购申请对应的已缴纳申购款项将全部退回;对于开放期最后一日日终留存的基金份额,将全部自动赎回,且不收取赎回费。

暂停运作在基金行业内并不多见,但今年以来,Wind显示,除了红塔红土盛兴39个月定开债外,还有3只基金暂停运作,分别是长城嘉裕六个月定开债、汇安恒利39个月定开、格林泓裕一年定开债,分别于4月19日、4月17日、3月8日发布公告宣布暂停运作。

而2023年全年,仅有国联安6个月定开债公告暂停运作。此外,格林泓裕一年定开债等4只基金恢复运作。

2018年曾出现多只基金密集暂停运作的情况,彼时多只短期理财基金因整改要求暂停运作。短期理财基金是2012年起的一种创新产品,特指针对短期理财市场的创新债券基金。但按照资管新规规定,产品投资的金融资产坚持公允价值计量原则,鼓励使用市值计量,采取摊余成本法估值的短期理财基金的运作模式很难延续,多只短期理财基金在2018年被要求整改,华安月月鑫短期理财债券等多只短期理财基金以暂停运作的方式进行了整改。

## 三种情形

中国证券报记者采访多位资深业内人士了解到,暂停运作是定开债基的惯常操作,这类基金采用封闭运作与定期开放相结合的方式,在封闭期内采用摊余成本法估值。一般定开债都会在合同中约定,出现三种情况时,可以暂停基金运作,且无需召开持有人大会。

“首先是根据市场情况决定暂停或恢复。”一位业内资深律师表示,第一种情形是,每个封闭期到期前,基金管理人有权根据市场情况、基金的投资策略等决定是否进入开放期。基金管理人决定暂停进入下一开放期的,基金将在封闭期结束之日的下一个工作日将全部基金份额自动赎回。

“其次是持有人太少或规模太小,也可以先暂停运作。”这就是今年以来暂停运作的其中三只基金的情形:在开放期最后一日日终,如果基金的基金资产净值加上基金开放期最后一日交易申请确认的申购确认金额及转换转入确认金额,扣除赎回确认金额及转出转出确认金额后的余额低于5000万元或基金份额持有人数量不满200人的,基金管理人有权决定是否进入下一封闭期,具体安排以基金管理人公告为准。基金管理人决定暂停进入下一封闭期的,投资人未确认的申购申请对应的已缴纳申购款项将全部退回;对于当日日终留存的基金份额,将全部自动赎回。

同时,以上两种情形为避免基金份额持有人利益因基金份额净值的小数点保留精度受到不利影响,基金管理人可提高该封闭期结束之日的下一个工作日或该开放期最后一日的基金份额净值的精度。

第三种情形则是基金封闭期到期日因部分资产无法变现或无法以合理价格变现导致基金部分资产尚未变现的,基金将暂停进入下一开放期,封闭期结束的下一个工作日,基金份额应全部自动赎回,按已变现的基金财产支付部分赎回款项,未变现资产对应赎回款延缓支付,待该部分资产变现后支付剩余赎回款。赎回价格按全部资产最终变现净值确定。基金管理人就上述延缓支付部分赎回款项的原因和安排在封闭期结束后的下一个工作日发布公告并提示最终赎回价格与封闭期到期日的净值可能存在差异的风险。

## 确保公平

事实上,债券基金的估值方法包括市值法与摊余成本法。市值法一般是根据持有债券的市值进行估值,如果债券在市场上价格大涨,投资这只债券的基金净值也会跟着大涨,如果债券在市场上价格下跌,基金净值也会跟着下跌。市值法能够准确地反应基金的当前市场价值,但净值也会随着债券市场价格波动而波动。

“但若买入一只使用摊余成本法进行估值的债券,并持有其至到期,且这只债券到期顺利兑付本息的话,那么在债券到期日之前,购买这只债券而获得的每日的收益率是可以预期的固定值。这种估值方法,反映到基金产品的净值上,主要体现在净值波动极小、基本没有回撤等特征。”一位债券基金经理表示。

看起来,摊余成本法估值的债基似乎给了客户更好的投资体验,但使用摊余成本法进行估值也加剧了产品的流动性风险暴露。“此前,不少基金公司凭借摊余成本法估值的债券基金,募集到了较大规模的资金,但如果不同阶段持有,也可能因此造成投资者之间的不公平。”一位资深律师举例说:“如果投资者A持有了第一个封闭期,某只顶层债券没有爆雷,持有到期后赎回,投资者B进入,但在投资者B进入时底层某只债券爆雷,这就造成了投资者之间的不公平。”

而定开开放债基的暂停运作,也是为了防止不公平对待持有人。事实上,2018年—2019年期间,监管层要求对短期理财债券基金进行整改、转型,并暂停发行使用摊余成本法进行估值的货币市场基金。根据资管新规的要求,对资管产品实行净值化管理,要求产品净值生成应当及时反映基础金融资产的收益和风险,坚持公允价值计量原则,鼓励使用市值计量。