

基金整体影响力正逐步下降

2006年至2007年随着经济进入低通胀、高增长时期,证券市场牛市的到来,基金进入高速增长与大扩容期,短短的2年牛市中规模大幅增加十几倍,在A股市场中话语权大增。而2009年以来随着后股改时期全流通的逐步实现,基金在A股市场的整体影响力正逐步下降。

◎长城证券 阎红 周涛 张新文



漫画 高晓建

三方面影响力下降

1、总市场份额下降。随着后股改时期非流通股解禁期的结束,2009年A股市场进入真正意义的全流通时期,2009年7月A股市场的流通股份超过50%,2009年10月解禁高峰过后A股市场的流通股份将超过70%,2010年底A股市场将有超过90%的股份流通,A股完全进入全流通时代。2009年基金占流通市值的比重,迅速由年初的20%下降至目前的14.56%左右,按照基金2009年半年报公布的持股份额规模估算,2009年底基金占A股市场流通市值的比重将下降到12.65%,2010年底将下降到8.97%。

2、占主要股指的比重下降。从基金持股市值占沪深300指数流通市值的比重来看,2007年底达到33.52%的峰值,按照基金2009年半年报公布的持股份额规模估算,2009年10月16日基金沪深300指数流通市值的比重下降到17.42%,2009年底将下降到14.67%。2010年底将下降到9.8%。从基金持股市值占上证50指数流通市值的比重来看,股改前2005年上半年达到33.74%的峰值,此后有所下降,在2006年下半年至2007年基金大幅扩容时期再度回升,2007年底再次达到接近峰值的32.32%的水平,此后一路下降。按照基金2009年半年报公布的持股份额规模估算,2009年10月16日基金占上证50指数流通市值的比重下降到14.10%,2009年底将下降到10.98%。2010年底将下降到6.56%。

3、对权重股的影响力下降。从基金持股市值占沪深300指数流通市值的前50%权重股的流通市值比重来看,2007年底之前一直保持在30%左右的水平,2007年底达到35.76%的峰值,按照基金2009年半年报公布的持股份额规模估算,2009年10月16日基金持股市值占沪深300指数流通市值的前50%权重股的流通市值比重下降到14.20%,2009年底将下降到9.24%。2010年底将下降到4.38%。从基金持股市值占上证50指数流通市值的前50%权重股的流通市值比重来看,基金影响力下降的幅度更为明显。股改前2005年上半年达到41.26%的峰值,此后有所下降,在2006年下半年至2007年基金大幅扩容时期多数时间保持在30%以上的水平,此后一路下降。按照基金2009年半年报公布的持股份额规模估算,2009年10月16日基金占上证50指数流通市值的前50%权重股的流通市值比重下降到8.67%,2009年底将下降到4.44%。2010年底将下降到1.05%。

产业资本话语权在提高

回顾A股市场18年历史,M1的增速和股指具有高度的相关性,而GDP的股指的相关性却不强。这一特性是由中国股市独特的制度设计及市场参与者共同决定。2008年以前,限售股未参与流通,换句话说产业资本未参与市场定价,股票市场主要由金融资本的力量决定,这也是M1与股指高度相关的根源,即“钱多了市场涨,钱少了市场跌”。全流通后,产业资本作为上市公司的大股东,相对于金融资本而言对股价具有更强的话语权。他们对于资产定价的看法,将对未来A股市场的估值产生深远的影响。在具体实现细节上,如果大股东认为

为股价高估,它可以选择减持或者再融资;如果大股东认为股价低估,它可以选择回购股票或者定向增发注入资产。股价处于高位的时候,往往是经济活跃时期,此时银行利率处于上升周期的中后段,采用债务融资相对不合算,而股价估值很高,采用股权融资相对上市公司而言成本更低。此时上市公司的实际控制人有强烈的股权融资倾向,表现形式为配股、定向增发、公开增发等。当股价处于低位时,大股东可以选择增持股份或将资产定向增发注入上市公司,等价于以资产为对价在低位增持股票。

由于进入壁垒和流动性等多种因素的影响,证券市场对于资产的定价与实体经济中的资产定价往往会出现一些偏离。上市公司的大股东提供了一定的套利机会。股权分置加大了金融资本与产业资本定价的偏离,全流通股的过程或将逐步修正这一偏离。期间对于产业资本来说或许存在一定的套利机会。举例而言,假设大股东抵押股票给银行融资1亿元,随后将这笔资金投入上市公司主业的上游项目。项目建成后,将其评估为2亿元。通过“定向增发融资收购大股东资产以延伸产业链”的方式,上市公司在资本市场融资2亿,并用于收购这2亿元资产。然后大股东拿回现金2亿现金后,连本带息还给银行1.1亿并解除股权质押。在这一过程中,大股东手持有的现金增加0.9亿。假设市场股票估值为Pb=4,则参与定向增发的投资者获得2/4=0.5亿股份,上市公司的所有原有股东享受账面(2-2/4)=1.5亿元资本公积。如果ROE=20%,则Pb=4对应的金融投资者的投资回报率为20%/4=5%,如果注入的项目每年盈利2000万,则账面ROE=10%,资本市场投资者乐意看到投资回报率为5%的股票资产中加入ROE为10%的资产。结果是,股票的每股净资产增加了,每股净利润增加了,股价顺理成章的上涨。

基金在引导资源配置上仍起一定作用

从全流通后的A股市场流通股持有结构来看,国有资本对市场的影响力增强。产业资本在全流通后,成为参与市场定价和个股定价的重要力量。基金的整体影响力下降,但在引导和优化社会资源配置方面仍然起到一定的作用。

全流通后基金对部分大股东控股程度较低的市场竞争型企业话语权有所上升。部分企业全流通或接近全流通后,基金的持有比重上升,成为实际意义上的代表公众投资者利益的大股东,对这些企业的市场定价和经营管理的话语权增加。如,目前A股市场中已经有101只股票的基金持有份额总值超过第一大股东持有的份额。其中金融服务业作为发展潜力巨大的第三产业的代表受到基金热捧;受惠于医改的医药行业的长期增长能力受到基金的肯定;此外部分优质商业和机械制造业等领域的优质上市公司有基金重兵把守。

全流通前基金受到同一基金公司旗下基金只能持有同一上市公司流通股份10%的持股比重限制,对于流通比重较小的优质上市公司的投资需求不能得到满足。全流通后,基金能够持有股份的绝对值增加,基金投资将更多流向优质企业,进而从行业景气度和个股成长性优先选择的角度引导社会投资流向,从而间接引导社会资金配置效率和市场投资理念。

基金产品竞争中促进创新

◎Morningstar 晨星(中国)研究中心 钟恒

今年以来,指数基金大行其道,发行呈现加速的态势,进入9月份更是批量发行。目前指数基金中以跟踪沪深300指数无论在规模还是数量上都独占鳌头。目前至少有12只跟踪沪深300的指数基金,其中今年发行的就已占8只。甚至有媒体报道称由于后期提交的沪深300指数基金产品方案同质性太高还被监管层劝退。不管怎样,无论是主动管理基金还是被动管理基金,人们总有些担忧基金同质化日趋严重会对基金行业发展前不利。

面对在市面上众多的同类产品,从同类竞争的角度来看,笔者认为这对基金的供应方(基金公司)和基金的需求方(投资者)可能有益,一定程度上也有利于促进基金的创新。

一般而言,在需求的带动下,一种产品的首次面世,生产商享受的是诱人的利润率,如果门槛不高且利润率可观,自然会吸引其他生产商入场,那么竞争是必然的结果。当市面上同类产品数量不断增多时,竞争也会越演越烈,此时利润率也随之降低。生产商为争取更多的客户,就需要不断研究消费者的需求,希望能第一时间推出符合市场要求的创新产品,又或者通过在原有产品基础上通过差异化设计、提高产品质量、实行售价优惠、加大广告投放等不同手段作为招徕。此时,得益最多的可能就是消费者,因为他们一方面在议价能力增大的情况下能以更低的价格买入更优质商品,另一方面也有机会尝试可能更适合它们需求的新产品。消费者对产品要求的提高也会造成同类产品的优胜劣汰,后继的产品自然会变得更细致,更符合消费者的需求。而在竞争中的胜出者们也继续给消费者带来更多的产品。

基金业也是一样。同质化产品的推出并不完全是坏事,它只是产品竞争过程中的一个环节。随着同类基金的不推出,可供投资者的选择也自然增多。投资者对基金的品牌、质量、价格等方面的提高,同类基金之间的竞争也会变得激烈。虽然,受中国资本市场的种种限制导致创新步伐的缓慢,但在有限资源的基础上,为在同类产品中吸引更多投资者的目光,产品设计的差异化或者创新成为突围的出路。这在当前的指数基金中也有所体现。以目前的沪深300指数基金为例,该指数应该是目前中国覆盖面较大,较具代表性,这也是中国推出此类产品较多的原因之一。面对同类竞争,公司在产品设计中加入了差异化特征,以打破沉闷同质化的竞争。例如嘉实、鹏华、建信等3至沪深300指数基金均可在二级市场交易。又如,在费率设计上,由于投资者选择指数时费用率应该是投资者考虑的主要方面之一,新推出的沪深300指数基金中,如华夏、易方达、银华在费率的设计上存在一定的优势。其中,前两者募集的规模在众多指数基金中脱颖而出,当然这也与其在投资者心中形象和较好渠道工作也有莫大关系。另外,国投瑞银推出的瑞和沪深300指数分级基金是中国第三只分级基金。其本质上是一只沪深300指数基金,但分级机制满足了对不同市场趋势预期的投资者的需求。

为提高竞争力,部分公司也推出更多跟踪不同指数的基金,例如汇添富上证综合指数、工银上证央企50指数,乃至博时正在研发的上证超大盘指数基金。这为投资者提供了更多选择。

总之,目前基金的同质化问题或许令人担忧,但市场规律也会令同质化减弱,并推出创新性产品满足市场的需求。当然,在市场规律发挥作用的过程中,可能会有时滞或者不尽如人意的地方,需要我们关注和努力降低其不良影响。