

# 大规模基金是怎样炼成的



漫画 高晓建

◎Morningstar 晨星(中国)研究中心 梁锐汉

规模是个总会引人注目、惹人争议的话题,不管在哪个方面。规模意味着影响力,意味着你无法不去正视的力量,例如那些规模最大的企业、高度傲世的摩天大楼,似乎没有办法是世人所不迷恋、所不追求的:那里仿佛意味着权利、荣耀和功绩。虽然在很多时候,我们不知道规模是创造了价值还是毁灭了价值。

基金业同样很难摆脱这个逻辑。基金公司在追求着资产规模(AUM)的最大化,单只基金也在吸引着资金的净流入。虽然我们一直在提示甚至警告,资产规模的增长必须重视持有人的利益,如果这些“衣食父母”们吃了亏、赔了钱,管理人也只能“吃不了兜着走”。对于那些资产规模庞大的基金,尤其在基金经理此前缺乏运作如此庞大资金经验的时候,我们关注的其中一个焦点就是资产规模的膨胀是否影响了基金的业绩。当然也有管理人意识到资产规模的膨胀主动关闭基金,这会让他们在信托责任上赢得投资者的赞赏与加分。

从另外一个角度看,很多大规模基金的散户化特征也非常明显,这可以从持有人的数量和人均份额来评估。在国内市场,许多大规模基金的背后是规模最大的基金持有人群体,这些基金业绩的好坏可能影响着这些持有人的“房子梦”、“汽车梦”、“退休梦”和家里小孩的“大学梦”等,可以说,这些基金极大地影响了整个基金业创造财富的能力,也跟数量庞大的持有人的福利息息相关。为此,我们筛选出30只资产规模最大、两年以上业绩记录的主动管理型股票基金,来看一下这个基金业中让人难以忽视的群体。截至2009年三季度末,这30只基金的资产规模合计达到4454亿元,占同期公募基金业2.3万亿资产的19%,占股票型基金整体资产的比重就更大了。其中,资产规模最大的易方达价值成长混合,资产规模达到274亿元,资产规模最小的广发小盘成长股票105亿元。

大规模基金是怎样炼成的?观察上述基金我们认为其“长胖”的因素可能包括:首先是良好的业绩吸引着资金的净流入,在这些大规模基金中我们可以看到那些中长期业绩良好、投资风格稳健的基金的身影。这也是业界和监管层所希望看到的:一个正向的反馈机制对行业的长期健康发展不无裨益;然后是数年中投资中的资本增值,截至今年12月16日,国内股票型基金两年平均年化回报率为-7%左右,三年年化回报约25%,而那些同时享受了2005年末开始的牛市的基金收益更为丰厚;还有一些更多得力于销售方面的刺激,如募集规模就已经不小或者通过大比例分红、拆分等持续营销手段来“人工增肥”。下面我们了解一下这些基金。

## 星级和业绩

整体上看上述基金最近两年的风险调整后回报处于同类基金的中游偏上水平,反映这些基金在2008和2009年牛熊转换的大动荡中表现相对稳健。截至12月16日,30只基金的晨星两年评级中,五星的基金4只,四星的10只,三星的12只,两星和一星的分别为3只和1只。从这个角度看,投资表现对资产规模的正面影响相对明显。简单看业绩方面,截至今年11月末的两年回报,有15只基金排在同类的前三分之一,而排在末三分之一的只有3只。如此庞大的资产规模是否会拖累基金业绩?这是一个富有争议,却不会有标准答案的问题。这和基金经理的投资风格、基金的投资范围和流程等有很大的关系。对主动管理股票基金而言,过于庞大的资产规模确实会损害到投资操作的灵活性,考虑到中国基金业的高换手率更是如此。

## 基金经理

基金经理无疑是投资者在选择基金时最为关注的因素之一,对主动管理的基金更是如此。作为基金的核心掌舵人,基金经理的投资思路和策略直接影响到投资人的钱袋。就中国这样新兴而年轻的基金业,我们已经不止一次地看到优秀基金经理的离去导致绩优基金的陨落。这些大规模基金对基金公司意义重大,我们希望看看基金公司为这些基金安排的掌舵人有什么特点。首先是大部分的基金经理都有着相对丰富的投资经验,部分甚至是基金公司的投资总监等投研部门的负责人。此外,30只基金中只有6只基金实行双基金经理或多基金经理制——似乎和投资者印象中的多基金经理制越来越流行大相径庭,有24只基金或80%实行单基金经理制。这也表明,或者资产规模的扩大并没有让基金公司扩充基金经理团队,或者是在现有的规模下单个基金经理制依然游刃有余。对照国外的大规模主动型基金,实行单基金经理制的也非常的普遍,这种简单、原始的制度安排依然有着强大的生命力。而且国外在实行多元投资人制度比较典型的也就是美洲基金,但这种管理团队需要有成熟的考核机制作为基础。另外一个让我们关注的也就是国内基金业普遍存在的问题,基金经理频繁更换直接影响了投资团队的稳定。30只基金自成立以来仅有6只基金没有出现基金经理离职。

## 费率和申购状态

费率在上述基金中并没有出现明显的差异,这也和中国基金业的整体状况相符:同类基金几乎不存在费率差异化竞争。从国外的经验看,有些基金会随着资产规模的增长主动调低管理费,而一些资产规模小的主动型基金却收取高昂的费率,甚至要比中国的同类高很多。费率扁平化一个原因可能是差异化竞争的缺失,此外还可能和中国自身的市场环境相关。从长期来看费率对基金的业绩影响甚大,在反映到投资者回报方面更是如此,但中国市场暴涨暴跌的特点让投资人更多的关注市场走势和基金的投资团队,这些更多地决定了基金的收益水平,而且市场的大幅波动可以让同类基金拉开非常大的差距(相对成熟市场),费率对收益率的影响比成熟市场要小,特别06年至今的市场走势如此大起大落足以让很多投资者忽视基金的价格。

从申购状态看,处于关闭状态的只有少数几只,大多数基金依然欢迎资金的流入。基金处于开放状态所暗示的信息应该是:基金经理的投资运作游刃有余而且市场上还有很多投资机会。但事实果真如此吗?我们会发现某些信托责任良好、长期业绩优秀的海外基金即使资产规模不大,在基金经理没有发现足够投资机会或者认为市场已经出现泡沫的时候仍然选择关闭基金。但中国市场却让人感到困惑:在上证综指6000点上方的时候很多基金依然大力吸引资金的流入并维持高仓位,也有基金一直处于关闭状态甚至在2008年熊市的谷底时也没有打开申购。

回顾国外的主动型的大规模基金,前华尔街传奇基金经理彼得·林奇此前管理的富达麦哲伦基金是令人印象深刻的一只,甚至可以毫不讳言地说是国内大规模基金的学习榜样。如果没有辉煌的业绩,麦哲伦基金不足以成就林奇的传奇;没有其庞大的规模(超过100亿美元,当时规模最大的基金),为庞大的持有人群体创造的巨额财富,麦哲伦基金同样不足以成就林奇的传奇。巴菲特曾说“滚雪球”的秘诀之一在于找一个很长的坡,对于中国基金经理来说,他们所处的市场应该是世界上最好的坡之一。

## 基金仓位监测报告

### 上周三分之二基金小幅加仓

◎浙商证券研究所金融工程部

根据浙商证券基金智库基金投资选择系统的测算,305只偏股型开放式基金的平均仓位上周小幅增长,由前一周的80.25%上升至80.91%,平均仓位的加仓幅度为0.66个百分点。剔除各类资产市值波动对基金仓位的影响,基金整体表现为主动加仓,主动加仓的幅度为1.52个百分点,主动加仓的基金在基金总数中的占比为72.79%。上周股票市场快速下跌,上证综指跌幅超过4%,然而基金整体却出现逆势主动加仓,且采取加仓策略的基金比例较大,在一定程度上说明大部分基金对后市看法并不那么悲观。最近几周,基金的仓位调整一直领先于市场的走势,上周基金逆势加仓,本周主要股指会不会出现反弹,我们拭目以待。

从上周基金主动性调仓幅度的分布情况来看,加仓幅度在0%~5%之间的基金占比达到61.31%,超过半数,加仓幅度在5%~10%的基金占8.85%,有2.62%的基金加仓幅度在10%以上。

与此同时,有23.93%的基金减仓幅度在0%~5%。此外,减仓幅度在5%以上的基金占比不到3%。综合来看,选择加仓的基金占整体数量的比例为72.79%,较前一周有大幅度的增长。

从全部偏股型基金的仓位分布来看,与前一周相比,高仓位(90%以上)基金、中仓位(70%~80%)的基金和中高仓位(80%~90%)的基金数量均小幅增加,而中低仓位(60%~70%)的基金数量则出现下降。综合来看,上周仓位在80%以上基金占全部偏股型基金的比例为62.74%,较前一周变化不大。此外,我们还观测到,有21.97%的基金仓位接近募集说明书中所述的配置上限,与前一周相比上升了4.26个百分点,同时,有0.33%的基金仓位接近募集说明书中所述的配置下限,说明在基金整体选择加仓的同时,有部分基金选择了较为激进的仓位配置策略。

按投资类型划分,上周股票型基金的平均仓位从85.07%升至85.74%,较上一周加仓0.67个百分点,剔除各类资产市值波动对基金仓位的影响,股票型基金主动性加仓达1.38个百分点,主动加仓的基金占比为68.79%;混合型基金的平均仓位从73.93%升至74.58%,同样也出现主动性加仓,主动加仓幅度为1.71个百分点,主动加仓的基金占比为78.03%。按晨星基金类型划分,股票型基金、积极配置型基金以及保守配置型基金的平均仓位分别为85.40%、70.92%和40.45%,股票型基金、积极配置型基金和保守配置型基金分别主动性加仓1.56个百分点、1.48个百分点和0.80个百分点。

将基金最新公布的净值规模大小排序,我们将基金分为大盘基金(前1/3的基金)、中盘基金(中间1/3的基金)和小盘基金(后1/3的基金)。上周大盘基金的平均仓位为84.10%,比前一周主动加仓1.32个百分点;中盘基金的平均仓位为81.99%,比前一周主动加仓1.85个百分点;小盘基金的平均仓位为76.78%,较前一周主动加仓1.40个百分点。

按基金最近一年的业绩表现排序,我们将业绩表现最好的前1/3的基金称为绩优基金,中间1/3的基金为中等基金,后1/3的基金为普通基金。上周绩优基金的平均仓位为85.07%,较前一周主动加仓1.36个百分点;中等基金的平均仓位为82.89%,较前一周主动加仓1.83个百分点;普通基金的平均仓位为74.71%,较前一周主动加仓1.38个百分点。