

## Fund

3

# 基金创新 开启长线资金入市阀门

市场讨论数年的封闭式基金改革于上周正式启航。7月10日,国投瑞银旗下的首只创新基金瑞福优先份额在工商银行首发。其后两日,瑞福进取份额的网下与网上发售也悉数展开,并于当日以数倍认购金额的火爆态势结束募集。7月12日,首家银行系创新基金——工银瑞信红利股票基金发售。创新基金的密集推出甚至导致渠道紧张,工银瑞信不得不暂别老东家工商银行,转投建行渠道。来自公司方面的消息显示,首家创新型封闭式基金大成优选股票型证券投资基金也将于本月中下旬拉开首发帷幕。这是封闭式基金产品沉寂五年之后,首次登台亮相。

新一轮基金发行高潮正在到来。与以往不同,此轮发行潮既有开放式基金,也有创新封闭式基金,更有混合了两者特点的新产品。对于高位震荡的A股市场而言,此举意味着输入数百亿的理性资金,并将逗留数年。

“继1998年首只封闭式基金面世,2001年首只开放式基金推出后,中国基金业正迎来第三次发展浪潮。”中投证券分析师丁俭如此对上海证券报表示。

◎见习记者 郑焰



张大伟 制图

## 国投瑞银:激进与保守并存

国投瑞银基金公司此番推出的瑞福基金封闭期为五年,由瑞福优先、瑞福进取两级份额构成,募集比例各为30亿,到账资金合并运作。瑞福进取在交易所上市交易,优先份额则每年开放一次,集中申购赎回。优先与进取两级份额分别针对稳健型投资者与风险偏好型投资者。

在收益方面,瑞福优先每年可享受6.06%的基准收益,若当年分配不足,可追溯其他年份分配。超出基准收益的部分由每份瑞福进取与每份瑞福优先按9:1的比例分配。瑞福优先还专门设定了收益/本金保护机制,以保证收益。

值得注意的是,在这项设计中,瑞福进取首次体现了融资功能,6.06%相当于其支付给优先份额的利息。由于杠杆效应,其在牛市中极有可能获得超额收益,在熊市环境下跌幅也很有可能超过大市。

记者从国投瑞银基金公司获悉,7月9日开始发售的国投瑞银瑞福

分级基金在一周之内连过优先份额银行发售、进取份额网下发售、进取份额网上发售三关,瑞福优先和瑞福进取分别顺利达到预期的30亿份规模。对此,国都证券分析师姚小军认为,作为国内首只体现杠杆效应的创新基金产品,大家都对瑞福进取寄予了较高预期。他的很多客户与同事便参与了此次进取份额申购。

参与发行的证券公司人士对记者说,市场的“追新”热潮,并非一时冲动的蜂拥而至,而是该产品的独特创新设计以及精准的客户定位,让投资者耳目一新的同时,也真正让投资者实现了各取所需。

而银河证券分析师王群航则认为,事实上,瑞福优先份额由于其较高的安全边界,对银行固定存款产品有一定的替代效应。只要该基金资产整体收益超过3.03%,优先份额的投资者就可以稳获6.06%的基准收益。“在这个意义上,瑞福优先可以作为资产配置的工具。”王群航表示。

## 工银瑞信:将封闭期延长至一年

与相对复杂的基金瑞福不同,工银瑞信红利股票型基金更像一个有一年封闭期的开放式基金。一年后该基金自动转为开放式基金。并且,封闭期内基金股票仓位可以达到100%。为了提高收益分配水平,该基金每年最多可分红6次。工银红利基金经理拟由杨建勋和研究总监詹粤萍共同担当。

从首发日的情况来看,当日工银瑞信红利申购金额达15亿人民币,接近预计60亿规模上限的1/4。公司方面表示,在目前的市场条件下,这一情况并未出乎意料,还算乐观。在上海陆家嘴某金融机构工作的杨先生于12日上午在建设银行上海商城路支行处申购了10万工银瑞信红利基金。他表示,在目前震荡行情下,自己购买的基金收益已经超过股票,并且坚信一年内牛市方向不变,100%股票仓位的收益应该有其优势。“当然,

一年内我也不等钱用,所以不是很在意封闭期。”他说。另据该行工作人员透露,尽管销售情况不错,但相比而言,目前投资者显然更青睐业绩与流动性均有保障的开放式老基金。

工银瑞信红利基金拟任基金经理杨建勋则表示,工银红利基金创新的封闭管理模式,保证了基金规模的稳定性,无需被动接受规模变化的影响,与传统开放式基金相比,他相信自己的投资管理将更加自如。

“由于流动性管理问题,目前股票型基金的仓位不可能超过95%,而工银瑞信红利的仓位理论上可达100%。假设牛市预期不变,基金操作不出现错误,一年的封闭期又保证了管理者可以较好地贯彻投资理念,那么一年之后,该基金的收益率极有可能好于目前市面上的大多数传统基金产品。”银河证券分析师王群航对上海证券报表示。

## 大成基金:治理结构是关键

与前两家创新型产品相比,大成优选作为首只真正意义上的创新封闭式基金的推出,无疑对于此番封闭式基金改革更具意义。大成优选预计首发50亿份规模,封闭期5年。公司于2006年8月开始创新产品研发,至今获批推出,历时近一年。

据大成基金规划发展部总监助理支兆华介绍,此次大成优选的创新核心在于治理结构。首先,大成优选每年必须由管理人组织召开一次持有人大会,以保护持有人利益。此前封闭式基金产品的持有人大会,由投资者自发组织,且无强制规定,往往流于形式,除了封转开的持有人大会,其余时间几无召开可能。“投资者可以在会议上各抒己见,讨论修改章程,这对管理人来,压力

是相当大的。”支兆华表示。

其次,大成优选还设立了激励约束机制。基金管理人提取管理费的一定比例作为业绩风险准备金,如收益超过基准一定份额,则可在固定费率的基础上增收一定的业绩报酬以示鼓励;如管理不当,则需把业绩风险准备金划归基金财产,弥补持有人损失。业绩风险准备金和业绩报酬制度已在社保基金与企业年金管理中应用,此番是第一次引入公募基金管理。

“在我看来,改善封闭式基金治理结构是大成优选基金最核心的创新内容。它把基金管理人与持有人的利益捆绑在一起,就像上市公司股改一样,改变了封闭式基金管好管坏一个样的局面。我相信由此激发出的创造力是无穷的。毕竟,对

于基金公司而言,返还管理费可不是一件小事。”中投证券分析师丁俭表示。

其次,大成优先的股票投资上限可达100%,另设立每年至少两次、每次至少60%的强制分红政策,以期降低折价。如果这些政策都不生效,该基金连续50个交易日折价超过20%,则可触发“救生艇”条款,强行封转开。

“根据过去五年的数据测算,触发这一条款的可能性为20%。一方面,这保证了最坏情况下的持有人利益能够得到保证;另一方面,在多数情况下基金还可以保持封闭式运作方式,使持有人能够充分享受封闭式基金规模固定、投资运作不受投资者进出影响、投资效率较高的制度优势。”支兆华表示。

## 改革何去何从

事实上,如何解决高折价,发展日益萎缩的封闭式基金板块,已经成为公募基金发展的瓶颈。“任何一个健康的金融市场,都需要各类产品以一定比例健康发展。如果封闭式基金的高折价问题不解决,纷纷到期封转开,那么几年之内,这一产品将在中国资本市场上消亡。而公募基金助涨助跌的效应得不到遏制,在中国这样一个投机氛围浓厚的散户市场上,这是相当不利的。”中投证券分析师丁俭表示。

自1998年基金开元问世以来,证券市场诞生了第一只封闭式基金,此后共发行了54只封闭式基金,总规模为817亿份,2001年以来,封闭式基金持续受到高折价的困扰。

2006年起,首只到期封闭式基金兴业开启了“封转开”闸门。此后关于封闭式基金何去何从的问题,一直成为研究界与管理层讨论的焦点。但及至此番创新改革启动前,封转开似乎仍是唯一的出路。目前已有14只封闭式基金转

为开放式,照次趋势,如不改革,封基难逃消亡的命运。

大成基金公司2006年下半年开始着手解决旗下第一只封闭式基金景业的到期问题。在与持有人沟通的过程中,公司发现很多个人投资者和大型机构投资者都对这一产品将消亡表示惋惜。“我们意识到,封闭式基金尽管存在问题,但仍有其优点与生命力。”支兆华说。

“首先,封闭式基金规模稳定,不会面临频繁申购与赎回的问题,这也意味着封闭式基金可以投资一些短期不被看好,但增值潜力广阔的产品,以期获得更高的收益率。”支兆华表示。据了解,当大额赎回发生时,开放式基金经理有可能被迫首先出售流动性最好的产品,这也意味着最为市场看好,收益可能最大的产品被首先卖掉;而当大额申购发生时,假设一只基金的原定规模是20亿,股票仓位是100%,当它的规模短时间内迅速扩张到100亿,股票仓位便被稀释至20%,老持有人的收益率由此被

大大摊薄了。

“上半年开放式基金申购7000亿,赎回7000亿,这事实上对于老持有人而言是相当不利的。对于公司而言,也面临着巨大压力。”支兆华表示。“我看,现在对于开放式基金而言,真正的投资总监是散户,持有人让他们买就得买,让卖就得卖。”丁俭笑言。

但是,此番改革究竟能否成功降低封闭式基金的折价率,对目前的封闭式基金存量改革又有何意义,一切都还是问号。

银河证券分析师胡立峰认为,此次大成优选的推出,意味着封闭式基金转型与创新进入了“开弓没有回头箭”的阶段。该基金能否顺利发行,上市之后能否确保不折价甚至适度溢价,这一系列问题都取决于现有封闭式基金能否消灭折价。

“目前对创新改革的普遍预期,建立在现有封闭式基金存量改革必将推进的基础上。但从目前来看,一切还未明朗。”国都证券分析师姚小军表示。