

Sri

中国基金市场现金流面临“断流”?

针对股票型基金现金流的分析表明,年度看,现金流状况总体良好;分季看,现金流状况逐渐恶化,目前已经接近零点。从基金持有成本角度看,当前市场已经运行到了一个非常敏感的区域,短期内市场进一步的运行方向将决定众多基金持有人的行为。

人物志



付强 安信证券首席基金工程师、博士

付强

基金市场现金流是基金规模变化的主要因素之一,它与股票市场的状况具有非常高的关联度;同时,在基金实际持股占A股流通市值比例高达近30%的情况下,基金现金流的规模和方向又会在很大程度上影响,甚至在特定时期决定股票市场的运行趋势。鉴于当前中国基金市场上股票和混合型基金占比高达95%,并且与股票市场的表现直接相关,所以我们将重点研究这两类基金现金流的变化情况。

基金现金流年度数据良好,季度数据堪忧

自2004年我国开放式基金大发展以来,从年度数据看,股票型基金的申购、赎回和净申购的绝对规模和相对比率基本呈现不断上升的趋势。2004年,股票型基金的申购和赎回规模分别为391亿份和484亿份,2007年分别增长到16331亿份和8910亿份,增长率分别为41倍和17倍;申购率和赎回率则相应地从48%和60%增长到236%和129%。而净申购率却因2006年牛熊市的转换而发生了转折性的变化,2004-2006年,股票型基金每年都遭遇净赎回,净赎回的规模在100-200亿份左右,净赎回率为10-20%左右。2007年

情况发生逆转,当年股票型基金终于一扫历史阴霾,从净赎回变为净申购,而且是7421亿份的巨额净申购,净申购率高达107%(见图1)。

与年度数据的上行趋势几乎相反,近一年内的季度数据基本呈下行趋势,该趋势一直延续到2007年四季度,该季股票型基金虽然获得1022亿份的净申购,但净申购率异常快速地降至个位数8%,这是一年以来的新低,过去三个季度分别为63%、44%和26%。其中,申购率和赎回率分别降至27%和18%,均是一年来新低,但申购率下降的幅度远远大于赎回率。这些情况表明,在四季度股票市场的动荡中,基金持有人对股票型基金的热衷程度发生了比较明显的降温。2007年四季度混合型基金现金流的变化趋势和格局与股票型基金如出一辙,净申购率降至不到1%(见图2)。2007年四季度低风险基金相对更得到基金投资者的青睐。当季债券型基金的净申购量为120亿份,净申购率提高到24%,基本恢复到上半年的水平。2007年四季度货币型基金也一举扭转了过去两年净赎回的惨境,当季净申购量达到523亿份,净申购率高达62%,基本恢复到2005年来的历史性高水平。

2007年新发基金的总规模达到了5790亿元,为历史最高水平,但它对基金市场整体以及基金现金流的贡献度却历史性地退居老基金的净申购之后,虽然这种变化的背后有监管机关调控新基金发行节奏的痕迹,但这种行政性因素并不足以左右基金市场现金流内部发生的深刻的结构性变化,这种变化就是:随着基金市场总规模的日益庞大,新基金发行对行业规模的贡献度将自然下降,而老基金的现金流和市值变化对行业规模贡献度将自然上升,这是基金市场自身发展的必然。从这个意义上说,即使监管机关对新基金发行有序放行,为考察行业规模和现金流,我们依然要将更多的目光投向老基金。

从季度数据考察,新发基金同样出现了老基金现金流类似的下滑格局。剔除与国内股票市场不发生直接关系的QDII和债券基金,那么新基金发行从2007年三季度开始就出现了比较明显的下滑。2007年三季度基金发行总份额为1700亿,但剔除QDII和债券基金后是

1098亿,大大低于二季度1614亿的水平。2007年四季度基金发行总份额为1187亿,剔除QDII和债券基金后仅为552亿,又大大低于三季度1098亿的水平。

股票市场波动加剧,基金持有人行为谨慎

2007年中国股票市场在整体大牛市的背景下依然发生了三次非常显著的市场调整,它们分别起始于2月27日、5月30日和11月17日。这三次市场调整,调整幅度逐次加深,调整时间逐次延长。在这三次调整的相应季度内,基金持有人每次的赎回量基本稳定在2000亿份略多的水平,而申购量上却出现了比较明显的变化。在2.27调整中,市场经过短短5天的调整即上行,基金持有人的信心很快得以恢复,当季出现近3000亿的申购,导致净申购855亿,净申购率为26%;在5.30调整中,市场调整的幅度加深、时间拉长,但持有人也许受到上次调整快速上升经验的启示,申购量达到近4400亿,净申购超过2000亿,净申购率为39%;在10.17调整中,市场调整的幅度进一步加深、时间进一步拉长,调整的幅度一度超过了牛熊市的分水岭20%,当季基金申购量较二季度下降了近1200亿,而由于基金总规模的上升,这导致净申购率快速下降到8%。

上述状况说明,基金持有人对市场短期波动情况比较敏感,从申购和赎回的具体情况看,似乎申购行为对短期市场波动更为敏感。虽然在这三次市场波动中,基金持有人历次均保持了对股票型基金的净申购,但随着市场逐渐进入高位,市场调整愈演愈烈,基金持有人的行为明显更为谨慎。

一亿基金持有人未来何去何从既决定基金命运,也影响市场方向

根据上述针对股票型基金现金流的分析,年度看,现金流状况总体良好;分季看,现金流状况逐渐恶化,基金持有人的投资态度日益谨慎。就未来而言,基金现金流的最主要变数是当前一亿基金持有人如何处理其手中持有的

三亿基金资产的问题,尤其是,如果股票市场发生趋势性逆转,他们会已持基金采取什么行为。为了回答该问题,我们需要做进一步的分析。

从历史数据看,我国基金持有人对存量偏股型基金的基本态度是:熊市下净卖出。2004年开放式基金阶段性大发展后的两年熊市中,偏股型基金的年度份额变化率分别是-5%和-18%。这两年,几乎所有的基金持有人都处在亏损被套的境地。在熊转牛的第一年,偏股型基金的年度份额变化率也是负值-16%,这部分赎回主要发生在2006年一季度基金净值从水下浮出水面,基金持有人面临长期被套后保本出局机会时。

从上述历史情况推断,假设未来股票市场发生趋势性逆转,那么几乎可以肯定的是:基金持有人将采取净赎回的态度。就此简略的结论,我们还需要从几个方面进行更精细的考察,一是当前的持有人结构,二是当前持有人的行为理念与行为模式,三是当前持有人的持有成本。

首先,当前基金持有人结构与两年前大相径庭。2006年前,股票型基金大约半数机构所持有,到2006年中,个人持有人占比上升到四分之一,2006年下半年以来,个人占比快速大幅上升到90%。据中国证券业协会2007年四季度的调查统计,在当前一亿左右的基金个人户中,月均固定收入在2千元以下投资者所占比例为25.4%,月均固定收入在2千至5千元之间的投资者所占比例50.6%,可见这是一个中低收入者的群体,他们抵抗市场风险的能力普遍较低,这部分持有人未来如何行为将成为决定全局状况的关键。

其次,虽然当前基金持有人结构发生根本性变化,但基金持有人的基本投资理念与历史比并没有发生我们所预期的良性变化,甚至更为恶化。还是根据中国证券业协会的上述调查:在持有动机方面,51%的基金持有人选择长期持有,稳定增值,给自己养老,29%的持有人觉得最近股市行情好,自己不会股票投资,委托专家理财,这是一种捕获短期市场机会的心理;在行为模式方面,2004年-2006年个人基金投资者每户每年基金赎回笔数在0.4左右,机构投资者平均每户每年赎回笔数为0.6左

右。从这个角度看,机构与个人的行为模式并没有根本的差异,均是短期投资。2004年-2007年股票基金平均持有周期逐年下降,分别为20个月、18月、14个月和9个月。

第三,基金持有人的持有成本对他们们的行为选择也具有非常重要的影响。从行为金融学的角度看,通常投资者易于在市场价格跌至自己的成本线前保持沉默;当市场价格跌至其成本线(或回升至成本线)时,不少投资者会选择保本出局,这是典型的保本情节;而当市场价格进一步下降时,会有投资者害怕亏损加大而出局。2004年-2006年上半年,中国基金持有人的行为在很大程度上体现了上述规律。为分析当前基金持有人的持有成本,我们建立了该成本与沪深300指数的对应关系(因为与沪深300指数的对应关系(因为与沪深300指数的关联度更大),数据显示,当前有20%-30%的基金持有人已经亏损或处在成本线附近(见图3),市场当前的位置对众多基金持有人来说已构成了重大的心理考验,而假设考验后的结果是出局,那么毫无疑问,市场也将难以支撑,因为基金实际持股已占自由流通市值的30%左右,而且所持股票多为占市场指数权重高的蓝筹股。

综合上述三方面针对基金持有人的具体分析,我们认为市场已经运行到了一个非常敏感的区域,短期内市场进一步的运行方向将决定众多基金持有人的行为。而假如市场出现的是长期趋势的逆转,那么基金市场现金流将注定出现长期外流的情况。即使是在基金市场高度发达、基金持有人理念高度成熟的美国,面对长期下跌的市场,基金持有人也是选择净赎回。整个1970年代直到1980年代初,在市场长期萧条的背景下,美国股票型基金的现金流不论是在市场短期上升期和下降期均是净流出。相对而言,美国基金投资者对短期市场波动的抗干扰能力较强。例如1994年墨西哥比索危机引发美国道琼斯工业指数3月23日到4月4日下跌了7.1%,而股票型基金的净赎回仅为0.4%。即使在1997年东南亚金融危机中,美国基金持有人面对更为激烈的市场波动表现得依然镇定。1997年10月27日,道琼斯工业指数一天下跌了554点,而持有人的净赎回率仅为0.1%。

图1 中国股票型基金年度申购赎回情况

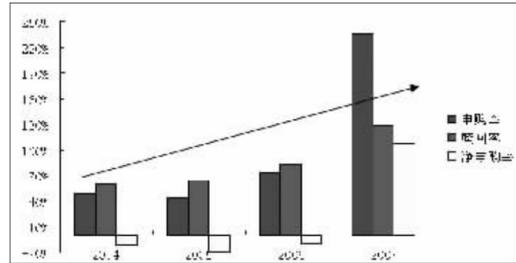


图2 中国股票型基金2007年季度申购赎回情况

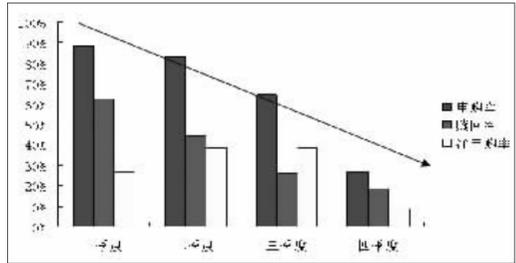
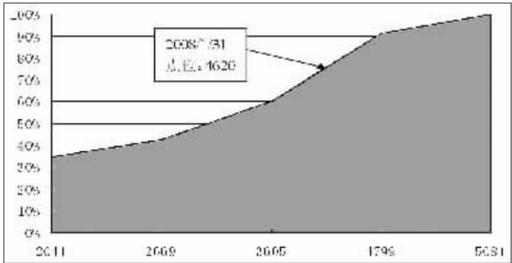


图3 中国股票型基金持有人的持有成本结构(对应沪深300)



次贷危机实质是全球金融市场一次大洗牌

刘勰

美国次贷危机在2007年底,先后以花旗银行等金融机构爆出巨亏消息,引发了全球股市动荡,自然也波及了中国A股市场。那么,对美国而言,引爆此次信贷危机的目的何在?其真实后果又将如何?不观察其财政金融等主要经济指标,是很难明白其战略意图的。

次贷危机为消除美国“双赤字”创造了重要的金融条件

美国自1971年出现对外贸易逆差以来,30多年挥之不去,而且愈演愈烈。2005年贸易逆差7167亿美元,占GDP比重达5.8%;2006年美国贸易赤字更是创了7636亿美元新高。因此,要减轻“双赤字”负担,美元必须贬值。根据美国财政部公布的数据显示:2007年度财政赤字为1628亿美元,比2006年2482亿美元下降34.4%,与2004年度的4130亿美元财政赤字相比,更是大幅度下降。与此同时,美国国会预测局预测,美国政府财政赤字在2008年度,要下降到1550亿美元,并计划在2012年消除财政赤字,恢复盈余。要减轻并消除“双赤字”,靠什么呢?

这次次贷危机像是“双赤字”在住房领域的表现,其实病根不在次贷,而在“双赤字”,即贸易赤字和财政赤字,经过次贷危机爆发和恶化,美元顺理成章地连续大幅度贬值,为根本减少“双赤字”创造了重要的金融条件。

为什么这么说呢?因为美国的外债接近其GDP的100%,且几乎全部以美元标价,而美国的国外资产约占其GDP70%,当然这70%是以外国货币标价。如果美元贬值10%,那么世界其他地区流入美国的净财富将约占美国GDP的5%,这基本上能够抵消掉美国的贸易赤字。

显然,美国的“双赤字”在改善中。美国很清楚,美元的特权和国际货币地位,不允许美元长期贬值。因此,白宫认为,美国经济不会衰退,2009年美国经济增长恢复正常。这将预示着美国房地产市场低潮和次贷危机不久便会结束。

现在一边倒的美元危机论,诱导外国投资者过度减持美元,也许是美国所乐见的。这几乎等于是一次洗牌,有利于美国完全走出“双赤字”困局。而美国经济增长如果在未来两年步入新的发展期,那么,对敏感的金融市场来说,资金很可能会回流美国市场,在不久的将来,美国很可能是回报最高的市场。这是很

值得注意的金融战略。

次贷危机是一场全球格局下的金融资本大博弈

据德意志银行统计数据显示:2007年底,美国次债总额为1.5万亿美元。据有关机构分析,次贷风险较高的结构性产品接近50%,约7500亿美元,而标准普尔公司表示,与次贷相关的亏损将超过2650亿美元。从这些数据看,与美国45万亿美元的金融市场规模相比,次贷危机可能造成的损失,并不如人们渲染的那么大。

而西方发达国家中央银行,因美国次贷危机爆发注入的流动性,注资超过1万亿美元。为进一步刺激消费和投资,稳定金融市场,保持经济活力,美国国会还通过实施1460亿美元的财政刺激方案,真是货币和财政政策双管齐下,不遗余力。

那么,美国次贷危机真的造成了流动性不足吗?作为衡量流动性的关键指标M2,美联储最新货币报告显示:从2006年年末次贷风暴开始到2007年底,M2中间值同比增速从4.7%攀升到6.2%,其中2007年9月份增速为6.7%,这说明美国的货币创造功能本身没有

问题。再考虑西方发达国家中央银行大规模注资和放松银根的行为,美国市场流动性紧缺,岂不是无稽之谈?

这次美国次贷危机爆发,西方发达国家中央银行毫不犹豫地解囊相助,几乎没有什么门槛和任何附加条件。这与以往阿根廷、墨西哥和东南亚爆发金融危机时,对遭受危机国家提出苛刻条件予以提供援助,并干预危机的处理,形成鲜明对照。

西方发达国家为什么要这么做呢?可能与全球格局下金融资本大博弈有关,美欧日等发达国家强强联手,把握市场的主导权,而金融大博弈的对手又是谁呢?很值得思考。

次贷危机将使发展中国家和新兴市场经济国家经济更艰难

始于2001年以来的货币拯救行动,引发了全球流动性持续泛滥,成就了今天百元的石油,千元的黄金,万元的铜。随着次贷风暴愈演愈烈,新一轮货币拯救行动又开始了,美元、欧元、日元等西方发达国家中央银行,向市场再次大量注入投放货币,岂不是孕育着更大的流动性过剩吗?

中央银行向商业银行注资行为,理论上具有货币创造功能。大家知道美国金融市场发育成熟完善,对于金融市场这1万亿美元,保守地估计可以产生5倍以上的放大效应。这次美元货币乘数效应可能会在6至12个月被有效释放出来。那么,在目前全球7.5万亿美元的流动性基础上,再增加5万亿美元,意味着流动性更加过剩。

而随着美国次贷危机的恶化,美国开始新一轮加息,以促进信贷扩张,提高金融体系的投融资效率。所以1月22日,美国出台了20多年来最大75个基点的降息,1月31日又再降50个基点。美国联邦基金利率自去年9月从5.25%降至目前的3%,造成高息货币大涨。

目前人民币利率4.14%,美元利率3%,利率114个基点。中美货币利率倒挂,又成为国际投机资本(热钱)继续涌入中国的催化剂。在美元持续贬值的情况下,人民币升值幅度将大大超过去年,并有望对各个主要货币出现全面升值。

在加息预期和人民币加快升值的背景下,人民币资产和作为人民币资本品的中国股市,将成为全球为数不多的避风港,更多热钱流入中国,使流动性过剩问题进一步恶化,进而使得中国资

基金规模变化既靠现金流也依靠市值

不论对于基金行业总体,还是对于某只具体基金而言,以基金资产净值来衡量,在某个时间周期内其规模变化主要受两方面因素的影响:

一是净现金流,即一定时期内流入基金资产的现金减去流出的现金,现金流入包括新发基金募集的资金和对老基金的申购金额,现金流出包括对老基金的赎回金额和基金分红;

二是未分配投资收益,即留存于基金资产中的未分配给基金持有人的投资收益(包括已实现收益和浮动盈亏)。从过去五年的基本规律看,我国开放式基金规模成长逐渐从过去几年的单靠净现金流、尤其是新发基金的单引擎驱动过渡到净现金流和未分配投资收益双引擎驱动的时代。

剔除基数太小的行业起步阶段的头两年,2003年和2004年开放式基金的规模成长主要受益于净现金流,该两年净现金流分别达到了277亿和1128亿,而未分配投资收益则分别为15亿和-136亿,与当年年初的行业规模相比,净现金流的贡献度分别达到了67%和159%,而未分配投资收益的贡献度则分别为4%和-19%。

2005年市场处在总体熊市中,该年货币市场基金大放异彩,而股票型基金则出现相对停滞状况,由此非货币开放式基金的净现金流和未分配投资收益的绝对规模比较小,对行业规模变化的贡献度也大幅萎缩至4%和12%。

2006年开始起势的股票市场一举改变了过去三年基金规模变化的基本结构,未分配投资收益对行业成长的贡献成为与净现金流等量齐观的因素,当年未分配投资收益与净现金流的规模分别达到了1067亿和1535亿,对行业规模的贡献度分别为54%和78%,而2007年上半年,二者分别创下历史性的5969亿和4786亿的高水平,对行业规模的贡献度则分别达到了130%和105%。

基金行业规模成长的内在结构性变化既是基金持有人选择的结果,也是基金管理公司行为的结果,但根本上是为行业发展阶段所决定的。

在净现金流和未分配投资收益这两个驱动行业规模变化双引擎的关系上,后者不仅占据了数量上更为主要的地位,而且从规模变化的发生机制上看它起着更为重要的作用,因为未分配投资收益直接决定了股票市场的状况,它代表了基金持有人的盈亏,通常未分配投资收益的起伏也会伴随净现金流的进出。

本市场的变局因素不断增加。凡此种种,都将使中国经济面临的外部环境变得更加复杂,经济驾驭难度增大。

由此来看,美国降息和西方发达国家的注资与宽松的货币政策,加大了全球流动性过剩,并在新兴国家又一次引发了新的流动性过剩,催生了新的资产泡沫,并造成了新的经济问题。这也许是其金融战略的要害所在。

通过以上对次贷危机的分析,可以发现,美国经济现在是有策略的“假衰”,美国经济可能在今年下半年出现反弹。所以,现在特别要注意美元在今后某个时间段里突然走强。而强势美元的直接后果,是发展中国家和新兴市场经济国家将要为此次次贷危机“买单”。这是20年前日本经济曾经遭遇过的,因为资本出入有时如潮水一样迅速。对此,我们不得不防。

(作者系华林证券研究所副所长)