

Fund



张大为 制图

从激励机制 解决当前基金发售难题

◎民族证券 申团营

6月和7月发售的股票型基金共有9只(含有一只ODII),混合型基金共有7只。另外,广发基金管理公司旗下的第9只基金产品,即广发核心精选股票型基金日前获得证监会批准,并将于6月12日正式发售。工银瑞信基金管理公司旗下的工银大盘蓝筹基金也已正式获批,将于近期发行,该基金属于股票型基金。股票型基金中,宝盈资源优选提出了120亿份的募集目标;富兰克林国海深化价值和新世纪优选成长均提出了100亿份的募集目标。混合型基金中,泰信优势增长灵活配置也提出了100亿份的募集目标。

今年以来,管理层通过不断地提高开放式基金的发行力度以稳定股票市场。然而自3月份以来,市场对基金的投资热情却快速降温。根据万得资讯,3月份有3只股票型基金和8只债券型基金募集完毕,其中3只股票型基金共募集155亿元,平均募集份额为51.7亿份。4月份有5只股票型基金和7只债券型基金募集完毕,其中5只股票型基金共募集70亿元,平均募集份额为14亿份,5月份5只股票型基金共募集34亿元,平均募集份额为6.89亿份;5只混合型基金共募集39亿元,平均募集份额为7.78亿份。从上述募集情况来看,无论是基金募集总额还是平均募集份额都呈严重下滑的状态。另外,在募集周期上,2007年许多基金在募集的第一天就呈现超额申购,而目前有些基金却不得不延长募集时间。

那么,造成这种局面的原因何在呢?关键在于投资者对基金投资的信心不足,这种信心不足来源于以下四个方面。第一,未来我国宏观经济面临通胀的压力,使得A股未来走势不明朗。自从我国2001年加入世贸组织,由于我国劳动力富余、土地、资源价格相对较低以及内需增长相对较低使得

我国出口呈现强劲增长并推动了我国经济在低通胀的环境下强劲增长。尤其是2004年以来,我国贸易顺差迅速增加,外汇储备也快速增长。2007年由于美国次贷危机,美联储开始不断加息,而我国为了避免经济过热在不断升息。2007年底人民币利率超过美元利率,再加上人民币的逐步升值,这种利差收益以及汇率收益驱使热钱涌入我国,从而导致流动性过剩。由于流动性过剩以及近期国际市场食品、能源和资源类商品价格连续大幅攀升,加大了我国通货膨胀的压力。虽然政府对粮食、成品油、电力、天然气等产品和服务的价格实施价格管制,目前的通胀水平尚未完全显现,但这种通胀压力依然较大。最近金融管理层强调反通胀是目前货币政策最重要的目标。央行自2007年12月将一年期贷款利率升至7.47%后,由于担心中美利差过大等原因,一直到目前尚未进一步的加息,而是不断提高人民币存款准备金率。我国人民银行宣布在2004年4月25日人民币存款准备金率由7%提高到7.5%以来,随后不断的上调人民币存款准备金率,直至2008年4月25日存款准备金率升至16.5%。虽然央行还可以通过公开市场业务减少货币供给量,但央行须承担较高的操作成本。未来有可能会进一步通过提高存款准备金率以抑制通胀。第二,开放式偏股型基金在2008年1月初(或自2008年1月后成立之日起)至5月底的平均复权净值下跌了22.5%,下跌幅度较大。基金净值的损失使得基金投资者面临损失,从而打击了投资信心。第三,自去年第四季度以来,尤其是今年第一季度,基金的投资虽然产生了损失,但基金管理公司却取得了较高的收入,这无疑使得基金投资者的情绪受到了影响。第四,一些明星经理向私募等跳槽以及基金经理的年轻化使得基金投资者对基金产生了不信任感,这也降低了基金投资者对基金的投资

热情。

我国基金表现不稳定,抱团取暖,甚至对大盘助涨杀跌的问题根源还在于基金的激励结构上。对于基金的激励,基金经理不但面临显性激励还面临着隐性激励,显性激励来自于基金管理公司事先决定的费用提成计划,目前的费用提成计划是基金经理按照基金的净资产额提取一定的比例,这是一种线性激励契约,这是事先确定的。投资者更大的权力体现在事后的隐性激励上,他们往往根据经理的定期排名表现决定是申购还是赎回,从而影响着基金经理和公司的收益,甚至基金经理的续聘和基金的生存,因此隐性激励比显性激励更具有影响力。由于基金经理只承担有限责任,因此,基金经理在激烈的排名竞争中有激励通过加大投资组合的风险来获取投资组合的预期收益。在期初,基金经理采取的投资策略是任意的,但是到一定时间以后,他们采取的投资策略就不是任意的,尤其是临近考评期末时,排名领先的基金经理往往采用低风险投资策略以保持成绩,而排名落后的基金经理则会采用高风险策略,力图博取更高的收益以提高排名,这反过来也会激励排名领先的基金经理采取高风险投资策略,这无疑抬高了基金的投资风险,一旦股市回调,必然会给投资者带来投资损失。为了改善这个风险过度的激励问题,首先,对基金采取较合理的激励计划,降低以基金资产规模提取管理费的比例,提高基于风险调整的阿尔法的奖励比例。由于阿尔法反映的是剔除了贝塔因素的基金投资组合超额收益率,因此,可以更合理地反映基金经理的选股能力;其次,对基金的投资组合设立风险阈值,避免基金的过度冒险行为;最后,基金管理公司继续完善治理结构,把投资者的利益放在首位,因为基金毕竟是受投资者的委托的。

挑选美国指数基金成本和结构是关键

◎晨星(中国)研究中心 钟恒

众所周知,指数基金通常是被动地跟踪一个特定指数,并按照指数中成份股及其所占指数的比例来构造基金的投资组合。晨星数据显示,到目前为止,包括传统指数基金和增强型指数基金大概有超过2100只散布在全球各地,其中,超过50%在美国注册。

相对于主动型基金,指数基金投资组合的组建和投资策略较简单,但它们的业绩并不亚于主动型基金——至少在美国市场是如此。另外,投资者无需过分担心由于基金经理更换或投资策略的改变会影响基金表现。传统的指数基金投资组合的变动一般会根据被跟踪指数成份股的变化进行调整。相对主动型基金来说,投资风格和组合较稳定。投资者在挑选时不需要经过像主动型基金复杂的挑选过程。

随着指数基金的不断发展和创新,指数基金在选择上变得更多元化,投资者在挑选指数基金时需注意的地方也相应增多。

基金费率是关键

首先,如果两只基金的类别是一样,投资策略相似,而且基金经理能力相当,投资者自然会挑选费率较低的,而投资者所省下的资金则增加了实际投入基金数额。对于指数基金,由于指数基金的被动投资特点,其费率较主动型基金低。根据晨星数据,现在在美国注册的指数基金的平均净费率率为0.77%,仅是美国的主动型基金平均净费率的二分之一。

虽然如此,这仅是相对而言。投资者挑选指数基金时,费用其实是其中重要考量对象。如果两只指数基金跟踪同一指数,即基金的组合应基本一致,表现也应相似。而且指数基金对基金经理能力的要求并没有主动型基金高。在这种情况下,费用则成为投资者选择指数基金的重要参考之一。

虽然仅从费率看似并未给投资者省下多少,但从长期来看,这个数字可以影响投资者的最终收益。例如,用10000美元分别投资于Victory股票指数基金和先锋500指数基金,为期9年。两者都是跟踪标普500综合指数的基金。但费率上却相差较大,前者为0.81%,而后者仅0.15%。在过去9年里,投资前者可获10906美元,而后者则由于费率低廉,获额外的673美元的收益。一般投资者的投资额远超过此数字,可以想像,费率的不同可以使投资者的收入发生较大差别。

隐藏成本需发掘

其次,在招募说明书或者工作报告中所公布的费率其实并不能完全反映全部的费用。在基金操作中也涉及了其他成本,如基金买卖股票的交易费用、券商的佣金和由于买卖股票而引致市场波动而造成的成本。这些都会对基金业绩造成负面影响。

明显地,基金过多交易都会增加基金操作成本。投资者可能认为这大多会在主动型基金中出现,但随着指数基金的创新,一些基金的交易变得活跃起来。如跟踪标普

500/花旗纯成长型指数的Rydex大盘成长型基金在2007年做了大量衍生品交易,当年换手率就达1029%。投资者应尽量避免投资于此类基金,即使是主动型基金,如此高换手率也应警惕。

指数成份股变更通常会给指数基金制造一定成本。指数如标普系列指数通常是运用定量和定性去分析股票特征,并由委员会作决定成份股的调整。这样,市场较难预测指数成份股的变动,使股票价格在合理区间平滑波动。而另外一些指数成份股的变更则更多地依赖定量分析来实现,透明度相对较高,如Russell系列指数就是其中一种;其在每年年中会对指数调整。但这种透明度在某种程度上会增加交易成本。原因是,熟悉指数参数的投资者可以较容易地判断指数成份股的变化,并超前买入,从而推高股票价格。这样就会增加指数基金的更替成份股的成本。有研究报告显示,每年因此给指数基金增加的成本大概为1.3%。虽然Russell系列指数现在设立了缓冲区以减慢成份股的变更速度,但其所使用方法较高的透明度不能排除投资者仍可从获利,而增加基金交易成本。

指数结构不能忽视

另外,随着指数基金的发展,一些创新型指数基金不断出现。除成本外,投资者也应对指数基金组合的构建方法予以重视。如运用杠杆的ProFunds和Rydex反转系列基金,其走势与所跟踪的指数完全相反,但这种基金的操作相对困难,经营成本较大,因而费率也较高。

除此以外,近年也出现了许多跟踪较另类或者覆盖行业范围较窄的指数基金。理论上,这类基金可为投资者提供额外收益,即投资者可以灵活利用此类基金在不同周期轮动性来获得更高收益。但事实上并非如此顺利。例如,由于水资源日渐短缺问题,与水资源相关公司受市场关注逐渐增大,但在整体市场悲观的状态下,跟踪与水相关公司的Claymore标普环球水指数基金截至今年5月15日也出现2.3%的亏损。同样地,跟踪与跑车受欢迎程度相关的企业的StockCar股票指数基金今年以来业绩也较令人失望。即使从长远角度看,过去3至5年年化收益均落后标普500综合指数许多。

但市场上也有一些是值得关注的创新基金。例如Bridgeway蓝筹35指数基金是跟踪公司自行编制,由市值最大的35只蓝筹股组成的指数,并对所持股票分配同等比例。这样可以减轻由于价格偏高或者权重偏大的成份股股价波动带来的影响。同时也可减少交易成本。基金在每个季度初重新调整组合的同时,也允许组合的股票在各个季节之间进行调整。

总之,虽然指数基金在选择过程中相对主动型基金没有太多复杂程序,但投资者可以选择跟踪大指数的基金,尤其是把指数基金作为核心组合,大指数基金应为首选。理由是大指数覆盖的行业和股票较多,能有效地分散非系统风险,避免受个别行业周期性影响。另外,还应从其费用、可能隐含的成本及其组合的构建原理等方面来选择适合自己的指数基金。