

短期排名下的“羊群效应”

◎见习记者 吴晓婧

2007年到2008年,基金行业经历了一波巨大的转折。因为表现不稳定,甚至对大盘追涨杀跌等问题,基金备受指责。在经历这次大的行业起伏后,部分基金经理在二季度也做出反思。不过,民族证券基金研究员申团营认为,问题主要还在于基金经理短期排名制所引发的隐性激励。

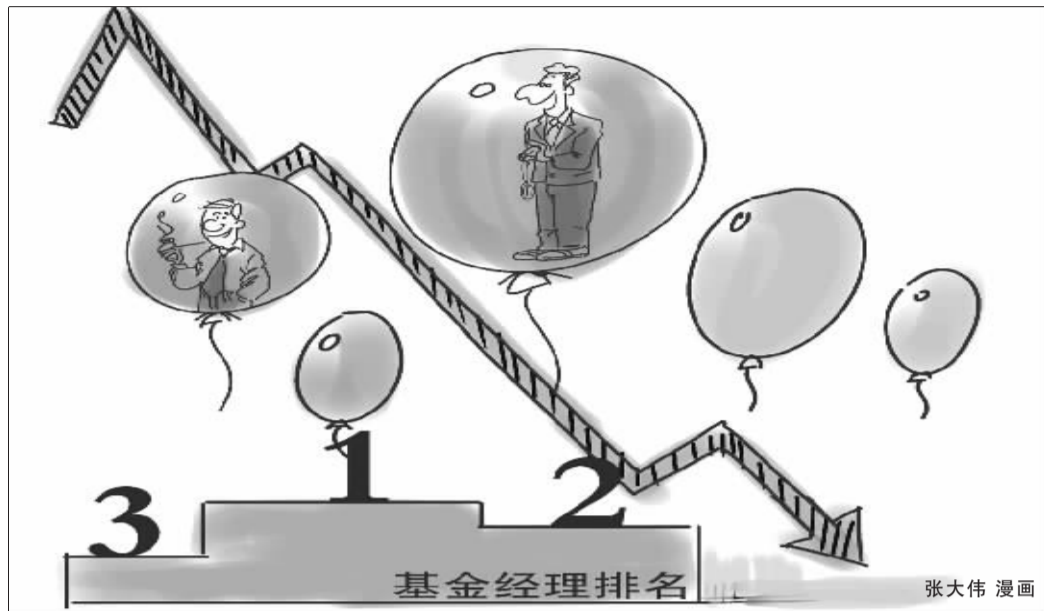
引发隐性激励

申团营认为,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。其中,显性激励来自于基金管理公司事先决定的费用提成计划,而投资者更大的权力体现在事后的隐性激励上。

事实上,面临着同质化现象相当严重的基金产品,部分投资者将基金经理的排名作为选择基金产品的首要考虑。所谓投资者的隐性激励,即投资者往往根据经理的定期排名表现来决定是申购还是赎回,从而影响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。

申团营对记者表示:“国内的基金经理的排名时间偏短,相比于国外成熟市场,其基金经理的排名一般是5年左右为周期。事实上,排名时间偏短,会导致排名的变动较大,而这对于投资者来说是有一定的误导性的。”

从短期来看,基金经理排名确实是波动较大。以某基金研究机构关于基金经理的一项排名来看,对比2007年6月29日到2008年6月



30日的基金经理排名(本期)与2007年年度的排名,当时获得三星级及以上评级的85位基金经理中有63位本期继续获得三星级及以上评级,占比达到74%,而其中2007年底获得五星级的14位基金经理中仅有8位本期继续获得五星级评级,占比仅达到57%。

投资显羊群效应

德圣研究中心首席分析师江塞春在其研究报告中指出:基金行业热衷于短期业绩排名的评价机制对于

基金的投资行为有巨大的副作用。基金经理对于排名的重视,导致其采取冒进的投资策略,只要趋势看起来还没有崩溃的风险,大胆的策略就是业绩排名的制胜点。一个显然的例子是,在2007年三季度新增资金快速涌入时,新基金的业绩冲动往往变成建仓速度的比拼。

事实上,无论是基金处于2007年高速扩张时期还是2008年备受质疑之时,短期的排名考核机制对于基金经理的负面影响都不可小觑。

2007年,当市场气氛一片狂热,甚至市场人士看到一万点时,保持冷

静比加入热潮要困难得多。江塞春指出,在这种情况下,即使有风险意识的基金管理人也不会冒过于偏离同行的风险。实际上,这损害了基金的投资独立性,也促使基金整体上在股市已经出现高估时仍然不断吹大泡沫。

而当进入2008年,在市场出现转折性风险时,相对排名的考核机制又让不少基金行动迟缓。只要不偏离同行太多,对于基金管理人而言中庸的策略就不会有太大的风险。投资目标和评价机制的不同让同样的基金经理在公募基金和私募基金中会采取不同的投资策略,即是一个明证。

每周基金视野

仓位调整基本结束 金融地产重获重视

◎联合证券 冷小梅

对政府宏观调控有信心

如果以油价为首的商品在3季度出现下跌,那么对像中国这样的以制造为主的国家来说,企业成本的降低的积极效应将得到体现(长信金利)。由于政府对经济具有强大控制力,相比经济下行风险,管理层近期还是更关注通胀走高的风险;紧缩程度可能比预期的要轻,加息这种政策应用可能比预期的要少(博时稳定价值/广发货币/宝康债券)。我国存在大量的外汇储备以及较大的财政盈余,即使在出现较恶劣的外部经济环境的条件下,我国也具有较强的应对能力(大成沪深300)。

银行就是对整个国民经济的一个组合,目前几乎所有的银行股价都已经和香港市场接轨甚至是倒挂,显然国外投资者比我们更为乐观(兴业全球视野)。当通胀压力趋缓,政策取向从“两防”转向寻求通胀与发展经济的平衡时,可能就是资本市场转折的契机(易方达)。通胀形势预计有所缓解,宏观调控力度或有放松。中小企业生存困难等已经引起高层重视,预期宏观调控中积极的财政政策将会逐步出现,市场将会出现一定的投资机会(南方基金/上投摩根/华宝兴业/中邮核心成长/东吴嘉禾优势精选/基金金鑫)。

弱势美元或继续施压

整体投资机会的来临仍需要等待宏观经济形势的明朗和投资信心的恢复(华夏大盘)。可能的机会来自于经济调控政策的放松,但是把投资建立在对政策的博弈的基础上是危险的,我们认为大的方向没有变化,经济在未来1-2年都是相对困难的时期(富兰克林国海中国收益)。

维持宏观经济“2008年是小考,2009年是大考”的判断,房地产开工面积增速大幅降低将带来对相关产业的较大冲击,美股走强似乎遥不可及,未来国内要素价格市场化改革必然对产业链下游利润造成进一步挤压(华安宝利配置/基金泰和)。

从中期看,由于全球经济紧缩和调整成品油,油价有可能在某个价格附近获得供求平衡;但从长期看,如果不能找到较大规模的新增原油供给,原油供求偏紧的状况将长期存在(博时精选)。上游价格的有效下降不但取决于中国反通胀的态度,而且也取决于发达经济体美国、欧洲等国家的反通胀的态度和力度。美国由于担心衰退,态度非常暧昧,因此弱势美元的态势不会轻易逆转(基金裕泽)。

金融地产有纠偏机会

在被统计的68只股票方向基金三季度看好的行业中,能源及新能源(32家)、内需消费品(27家)、金融(22家)、医药(20家)、商业零售(15家)、信息技术(13家)、房地产和化工(各11家)、节能减排主题(10家)、钢铁(6家)、机械和装备行业(5家)。我们在金融股下跌过程中进行了适当的增持(华宝兴业行业精选)。下一阶段金融、地产、机械等行业中的优质公司存在纠偏性的投资机会(南方高增长)。

嘉实视点

风险管理创造价值



◎嘉实基金投资流程与风险管理部总监 毕万英

基金公司的风险管理一直受到投资者的广泛关注,与资产规模、投资业绩等一并构成体现基金公司实力的主要因素。基金公司的风险管理通常包括合规、经营、道德、及投资等风险的监控和管理,其中投资风险直接影响基金资产规模和业绩,在基金公司的风险控制体系中占据重要地位。

一、投资风险是投资流程的重要组成部分

严格的投资风险有助于建立规范和纪律性的投资流程,是创造持续稳定的投资收益的重要保障。常见的投资风险可分为市场风险、流动性风险、投资研究与决策风险等。

1. 市场风险:包括系统性和非系统性风险。系统性风险主要指市场宏观因素的变化造成投资组合净值波动的风险。正常情况下,开放式

基金的系统性风险由大至小为指数型基金,股票型基金,配置型基金,债券型基金。根据晨星统计,今年上半年晨星(中国)股市指数下跌45.07%,同期开放式基金指数下跌33.94%,其中股票型基金指数下跌38.11%,配置型基金指数下跌31.13%。

系统性风险不能完全消除,常见控制措施之一是由公司投资决策委员会在对宏观面、政策面、技术面、资金面的分析基础上,确定下一阶段的股票投资比例限制指标,并要求基金经理在规定的范围内进行投资。

非系统风险是指单个或某一类投资品种所带来的风险,一般可以在基金组合中得到较充分分散和消除。但如果投资组合的结构与目标市场结构之间存在较大偏离,应按照规定或经投委会审批,只可在规定的偏离范围内进行投资,以更好地降低非系统性风险。

2. 流动性风险:是指投资组合过于集中造成短期难以变现,进而影响到赎回或调仓操作的投资风险。常见流动性风险管理主要是监控定量指标如组合股票数量、持股集中度、变现能力等,并要求投资组合的相应指标控制在一定范围内。基金公司也经常会对情景和压力测试来检验市场急跌、交易量急降及大额赎回等情景下应对流动性风险的准备情况。

3. 投资研究与决策失误风险:是指投资过程中投资策略或研究失误、或基准选择失等而导致的投资风险。加强投研队伍的专业素质建设,投资流程的制度化 and 规范化、以及加强投研队伍的绩效考核和激励机制等措施都可有效防范这一风险。

二、投资风险可以创造价值 从公司信誉和竞争力等无形价值资产角度考虑,良好的风险管理可以充分保护投资者利益,提高和维护公司信誉和投资者信任,有助于全面提高基金公司竞争力和资产规模。

从投资收益等有形价值角度考虑,投资管理本质上是一种寻找收益和风险平衡点的艺术和科学。好的投资组合是建立在对风险的充分理解和分散组合的基础上,对投资资金进行优化配置,使得组合承担的每一分风险都能创造最大的价值。近年来国际上流行的风险预算方法即是通过度量投资者的预期收益和风险,在资产和风格配置决策同时将风险分配给不同组合,并且根据预算的风险监测调整资产配置和组合管理人。这一过程的实质是通过风险模型帮助投资者建立优化组合,在可接受的风险水平下获得最大的收益。

三、投资风险有助于金融创新和金融市场健康发展

从历史上来看,股指期货和期

权等诸多金融创新都起源于风险管理的需求。美国上世纪六七十年代以共同基金为代表的机构投资者迅猛发展,市场份额从不到30%迅速增长到60%,规模迅速扩大的机构投资者对系统性风险的规避需求促成了股指期货的推出,有效地保证了美国金融市场的健康发展。

在美国等发达金融市场,系统性风险占投资风险50%以上,而在中国等新兴资本市场,系统性风险对证券和基金投资的影响显然要更大。基金公司等机构投资者必须面对对系统性风险防范这一艰巨任务。

我国基金行业管理规模从2005年底的4千多亿的到2007年底的3万亿,到2008年6月底的2万亿,市场的大幅波动带来的系统性风险损失巨大。在单边市场中缺乏股指期货等市场减震和稳定工具的情况下,为了降低系统性风险,机构投资者只能通过卖出股票来降低仓位,而市场下跌时这一操作无疑加重了市场的波动性和系统性风险。股指期货的推出将为机构投资者提供有效的风险管理工具。

