

# 剑指基金“高换手率”和“风格漂移”

## 证监会分类监管扶优限劣

本报记者 易妍君 广州报道

围绕促进公募基金行业高质量发展这一主线,突出“扶优限劣”导向的行业监管再度升级。

日前,证监会发布《机构监管情况通报》(2022年第4期)(以下简称《通报》),从正向激励和负面

### 区分实施鼓励性、审慎性措施

具体而言,监管将对符合相应条件的基金管理人采取创新产品或业务优先试点等鼓励性措施。

公募基金的投资水平、服务能力关系到资本市场的长远发展。通过分类监管,对基金公司赖以生存的产品发行环节进行“区别对待”,将督促基金公司高度重视自身能力的提升。

5月13日,证监会发布了新一期《通报》,主题为《优化公募基金注册机制 促进行业高质量发展》,以基金行业发展现状为背景,着重介绍了“分类监管、扶优限劣”的相关举措。

首先,《通报》指出,在现行分类注册的基础上,增加相应的考核指标,增强监管的针对性和及时性,强化产品注册与事中事后监管,特别是机构风险画像的联动机制,并在基金产品注册中依法区分实施鼓励性、审慎性和限制性措施。

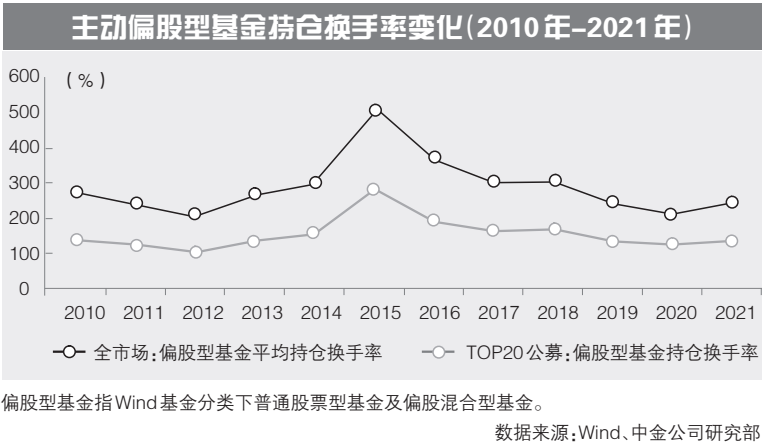
具体而言,监管将对符合相应条件的基金管理人采取创新产品或业务优先试点等鼓励性措施。这些条件包括6个方面,例如,管理能力强,管理基金产品中长期业绩较好,管理规模来自持续营销比例高;服务投资者能力强,投资者基金产品持有期限较长、主动采取优化费率,设计让利投资者等方式切实提高投资者获得感;管理能力与规模适配意识强,主动采取措施有效适配管理规模。

“这些鼓励性措施,实际上是对基金公司的发展方向(策略)做出相应指导和约束。”上述资深业内人士以“主动采取措施有效适配管理规模”为例谈到,“当市场向好时,一味地做大基金规模,对投资者不利。但过去股东下达的考核指标通常以规模为准,不少基金公司最终会选择遵循股东意志。今后,当有效适配管理规模成为一个

约束两个维度,进一步优化公募基金注册机制,以引导基金管理人提升专业能力,充分发挥公募基金的社会财富管理者功能和专业买方作用。

“早前已经有风声,要以证券公司为样本,对公募基金实施分类监管和扶优限劣措施。”一位资深业内

人士在接受《中国经营报》记者采访时指出,分类监管的目的是通过一些指标约束,引导基金公司实施健康的发展策略,而非一味地遵照股东或是董事会意志。他还谈到,分类监管意在鼓励优秀的基金公司实现更快更好的发展,但也将给中小公司带来较大的发展压力。



硬性指标,将影响基金公司的分类评分,那么股东层面就不得不转换考核思路,毕竟一旦错失创新业务的发展良机,或将损害基金公司的长远发展。”

与此同时,《通报》明确了实施审慎性措施的范围:对存在6种情形的基金管理人在法定注册期限内采取暂停适用快速注册机制、审慎评估、现场检查等审慎性措施。这6种情形涉及“管理能力弱,产品中长期业绩持续表现差,投资运作风险事件时有发生;长期投资理念弱,投资换手率高,‘风格漂移’问题突出;定价能力弱,新股发行报价明显不合理;服务投资者能力弱,‘赎回买新’等问题突出;产品开发能力弱,迷你基金、基金清盘、募集失败、已批未募产品变更注册数量较多”等内容。

毋庸置疑,此次监管毫不避讳地击中了基金行业存在的痛点问题。近年来,伴随基金行业竞争加剧,迷你基金、基金清盘数量也呈现出持续增长态势,这反映出行业中还存在少部分基金在产品规划、运作中未能找到自身的合理定位、未

能给客户带来合理的价值。

对此,天相投顾基金分析师杜正中指出,基金规模作为基金公司重要的运营指标之一,对基金公司的发展有着至关重要的作用,所以基金公司天然具有不断发行新基金扩大规模的动机,但过于激进的发行策略将可能导致投资者利益受损。此次“扶优限劣”将对基金行业生态起到积极的作用,基金公司将更加谨慎地发行产品,这一方面减弱了基金公司盲目扩大规模的动力;另一方面也让基金公司更加努力运营好已有产品,增加投资者体验。

此前有分析师曾告诉记者,一个长期理性健康的市场中,基金公司和渠道都应该从投资者长期利益出发,更加审慎地对待基金发行。

此外,对存在“最近一年内因重大违法违规行为、重大失信行为受到行政处罚或刑事处罚”等3类问题的基金管理人,监管方面将依法采取取消适用快速注册机制、全部或部分产品暂停受理、已受理产品暂缓注册等限制性措施。

### 细则评判标准待完善

截至2021年末,平均持仓换手率为246%,头部公司的持仓换手率则始终低于市场平均水平(2021年末为138%)。

在上述“扶优限劣”的大框架下,一些针对基金公司执业行为的评判标准仍有待完善。

以“投资换手率高,风格漂移问题突出”为例,在业内人士看来,对于基金投资换手率的评判,以及“风格漂移”的定义,需要市场形成一定的共识。

上述资深业内人士向记者分析,投资换手率高是基金行业长期存在的现象,这是多方面原因造成的:首先,其源自资本市场本身的投资机会变动愈发频繁;其次,A股市场长期以成长风格占优,使得公募基金的投资风格大都倾向于成长风格,由此当市场急剧变化时,天然促成了基金的高换手率;最后,无论是投资者还是基金公司,大家都希望基金产品能够在不同的市场环境中获得持续的回报,而市场不断在变化,无形中也就造就了基金的高换手率。“当然,也不排除一些基金经理比较擅长投机的交易方式,这种情况下的高换手率则另当别论。”他补充说。

不过,近年来,公募基金已比

较重视换手率问题,行业整体的换手率已有所下降。根据中金量化研究报告,自2016年以来,主动权益类产品换手率呈下降趋势,整体投资风格逐渐向长线投资过渡。截至2021年末,平均持仓换手率为246%,头部公司的持仓换手率则始终低于市场平均水平(2021年末为138%)。

同时,关于基金的“风格漂移”,也存在多种情形。前述资深业内人士认为,公募基金行业整体上并不存在广泛的“风格漂移”现象。一方面,市场上一些基金原本就是以行业轮动作为投资策略,这种情况下,风格漂移本身就是一种投资风格;另一方面,市场变化也可能带来基金风格的变化,比如一只基金长期坚守的领域,本来属于价值范畴,但由于投资者持续追捧,其估值越来越高,转而变成了成长风格。包括市场出现大行情、大趋势时,基金产品整体也会转向,但多数基金通常是对局部仓位做调整。

“这些情况下的风格变化,或许不能被归类为‘风格漂移’。”他进一步指出,当基金的持仓突然

### 着力提升投研核心能力

《意见》提到绩效考核与基金评价应提升长期业绩比重,弱化规模排名、短期业绩、收入利润等指标的考核比重,并着力提升投研核心能力。

除了在基金产品注册中依法区分实施鼓励性、审慎性和限制性措施,《通报》还提到:鼓励基金管理人守正创新,开发具有封闭锁定期产品、个人零售类中低波动型产品、养老投资产品、ESG产品、合理让利型产品,紧紧围绕更好满足居民多样化理财需求、服务实体经济、促进国家发展战略实施和共同富裕开展产品创新。

总体上,公募基金行业的分类监管已“箭在弦上”。上述《通报》提及,有关部门将持续提升常规产品注册效率,并按照公募基金创新产品注册工作流程,对基金管理人提交的产品创新方案加快评估论证,对能切实发挥公募基金功能作用、无法规障碍、风险可控、投资者保护有效的产品加快注册试点,对试点效果良好的产品加快试点转常规。

值得一提的是,此次优化基金注册机制也是落实《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》(以下简称《意见》)的具体表现。

4月26日,证监会发布《意见》,从机构协同、专业能力、行业生态、监管转型四大维度提出16条要求。《意见》提到绩效考核与基金评价应提升长期业绩比重,弱化规模排名、短期业绩、收入利润等指标的考核比重;着力提升投研核心能力,采取有效监管措施限制“风格漂移”“高换手率”等博取短线交易收益的行为;进一步发挥基金评价机构评价引领作用,引导投资者关注长期投资业绩、价值投资、理性投资,避免“盲目跟风追热点”。

这一系列举措无疑将对基金行业的发展带来深远影响。杜正中表示,从《通报》中可以看出,监管机构对“优秀基金公司”给出了

出现“调头式”的转换,比如六成以上仓位在消费领域的基金转为大比例持有TMT行业,这种持仓风格才应该被视为“风格漂移”。

基于上述分析,该人士指出,对于“基金换手率高、风格漂移”的评判,市场需要形成统一共识,如果形成了统一的标准,基金公司执行起来反而更容易。因为基金公司有着丰富的风控手段去约束和调整相关指标。打个比方,若是基金实际投向与基金名称或是基金合同约定的投资方向不一致,这类基金就属于“挂羊头卖狗肉”。

同时,“风格漂移”确定标准本身也存在难度。“目前,国内外的学术报告都曾谈到风格漂移和风格漂移带来的危害,但是对于究竟哪些情形属于风格漂移,并没有统一观点。”他谈到。

另外,他提及,近几年监管也非常关注大规模基金的问题,基金公司毫无节制地发展规模,尤其是单只基金或单一基金经理的管理规模,其能力能否与规模匹配,持续为客户带来价值,未来可能也会有一些相应的标准纳入考核。

一些判断依据,如管理能力、投资者服务能力、规模控制能力、创新能力和风控能力等方面,在这些方面表现较强的基金公司将被采取鼓励性措施,而与之相反则采取审慎性措施。这意味着监管机构对基金行业评价给出了更加细致的标准,有助于减少行业乱象,助力基金行业形成良性竞争局面。

另一方面,上述资深人士坦言,分类监管也将给中小基金公司带来巨大的发展压力。因为无论采取何种分类方法,投资业绩和规模一定是其中的重要因素。有了投资业绩和规模,基金公司才能获得持续性收入,继而实现有效的投资者服务,包括投资者教育活动等。在分类监管之下,中小基金公司的分类评分可能并不占优势,极有可能失去从事创新业务的资格,长期来看,不利于基金公司的发展。

## 证券公司开辟新蓝海:券结模式基金规模激增

本报记者 任威 夏欣 上海报道

5月16日,弘毅远方新经济动力C份额成立,该基金采取的交易模式为券商交易模式结算(以下简称“券结模式”)。

事实上,2022年以来,基金发行市场较为冷淡,但券结模式的新发基金却较以往出现了增长。

Wind数据显示,今年以来已有60只券结模式基金成立,累计募集规模接近300亿元。2021年新成立144只的券结基金,相较于前一年的62只,同比增长了132.26%,总规模超过3800亿元。

东方证券相关人士告诉《中国经营报》记者,券结基金会促进券商与基金公司深度合作。券商交易佣金的激励增加推动了基金与券商的深度绑定,券商的渠道资源向该产品倾斜,更注重保有量提升,促进行业健康发展。在券结模式下,客户长期持有基金和券商利益实现了统一,增强券商与管理人业务黏性,更注重后端持续性收入,有利于推进客户实践长期化的投资理念。

### 券结基金募集近300亿元

所谓券结模式,就是基金公司通过证券公司交易系统参与交易,证券公司交易系统对基金公司的交易指令进行验资验券、异常交易等合规性校验,并由券商负责结算。

而银行结算模式是公募基金管理人租用券商交易单元,使用券商在交易所的席位参与交易,交易指令直接发送至交易所,所以托管与结算都是由托管银行来承担。

由券商担任结算服务商,能够大幅提升基金资产交易结算的安全性,长期来看有利于明晰基金、券商等机构职责,规避基金交易风险。

2019年2月,中国证监会下发《关于新设公募基金管理人证券交易模式转换有关事项的通知》,明

### 券商交易佣金规模大增

另据记者了解,券结模式对券商及基金公司而言,在系统对接上有较高要求。

“招商证券在很早的时候已经对公司系统进行了升级改造,满足基金管理人对于系统的要求。此外,券结模式对券商的代销能力有较高要求,招商证券在财富管理代销产品业务中突出的销售能力,成为管理人在挑选合作券商时的突出优势。”孙江表示。

东方证券相关人士也表示,券结客户对技术支持有着极高的要求,公司具备专门针对公募基金券结客户的涵盖需求分析、系统测试、系统对接、交易支持等多方位服务的专业技术团队。技术保证打消了

确新设公募基金管理人采用新交易模式的试点工作已经正式转为常规,要求新设立公募基金管理人管理的基金新产品应采用新交易模式,并且鼓励其他公募基金管理人发行的新产品采用该模式。

弘毅远方基金相关人士对记者表示,公司积极响应监管层要求,目前已发行的募集公募基金产品均采用新交易模式进行运作。

2022年以来,基金发行市场较为冷淡,但券结模式的新基金较以往却出现了增长。Wind显示,今年以来已有60只左右券结模式基金成立,累计募集规模接近300亿元。

此外,不少老基金也在向券结模式转型,5月6日,新华灵活主题混合

型证券投资基金发布证券交易模式转换完成公告显示,为更好地满足投资者的需求,提高该基金的市场竞争力,已于2022年4月29日启动并完成证券交易模式的转换工作。

不过在券结基金中主要还是以中小基金公司为主。光大证券研报指出,中小基金公司相对来说获得银行营销支持的难度较大,券结模式能够有效推动券商和基金公司的合作关系,有助于中小基金新产品开拓市场。

据光大证券研究所统计,截至2021年12月24日,券结基金规模前五的公司为:睿远基金、蜂巢基金、朱雀基金、博道基金、中庚基金,分别为:600.23亿元、321.45亿元、266.58

元,公司利益与客户利益实现了统一,更有利于实践长期化的财富管理投资理念。

在排排网旗下融智投资基金经理胡泊看来,公募的券结模式中,公募产生的交易量全部会给到券结的券商,对于公募而言,有利于公募理清清楚整体的交易,也有助于公募和券商之间加深联系。对于券商而言,有助于券商跟公募共同合作的多元化,包括客户资源、衍生品服务等多方面的综合服务,有助于提升券商对公募基金的服务能力,所以对于有比较强的发展需求的基金可能会更加有利,也更有动力让他们去做券结模式。

弘毅远方基金表示,券商目前

亿元、264.59亿元、249.23亿元。

蜂巢基金相关人士表示,公司目前全部产品均采用券结模式。对于基金公司来说,在券结模式下,券商对产品的交易行为进行实时验资验券,有助于对公募基金异常交易行为的精确监控;其次,降低资金占用成本。采用券结模式的基金产品无需缴纳结算备付金、保证金,能够一定程度上降低资金占用成本。

在券商方面,东方证券相关人士表示,公司于2018年12月推进首只公募基金券结产品在公司开立账户。

截至目前,东方证券已与11家管理人开展券结业务,落地公募及专户产品114只,资产规模598亿

也由传统经纪业务转型财富管理业务,基金公司在此或可获得券商的全方位支持,加强双方的了解和合作。

“券结模式充分打通了券商、基金公司和客户的多方诉求,形成一个三方共赢的局面,对于券商意义重大。”东方证券相关人士告诉记者。

上述人士指出,券商结算模式有望带动券商经纪业务和托管业务的高效协同发展,推动券商打造交易、结算、托管、投研、代销一站式的机构主经纪商服务。在券商结算模式下,券商不再仅仅是公募基金的“通道”,而是真正为其提供销售、交易、结算、托管、研究等一系列综合服务,提升综合服务能力。

“券结基金的定制属性更强,可以为券商在财富管理方面提供更多的独家产品支持,也是券商财富管理理念的延伸。”东方证券相关人士还表示,券商可与基金投顾等业务深度融合,满足客户财富管理需求,拓展和夯实客户基础,助力财富管理转型。

从业务模式上来看,上述东方证券相关人士指出,券结基金可免除佣金分30%限额规定,这帮助券商在佣金分仓上实现大幅突破。券商佣金收入方面,券结业务可以把产品交易都放在进行结算的券商里,交易佣金规模将大幅增加,券结业务在佣金收入方面甚至可以算得上是“加杠杆”。