

Product Innovation of China's Mutual Fund

Yixuan CAI, Feng XU

School of Economics and Commerce, South China University of Technology, Guang Zhou, China

Email: maplexu@scut.edu.cn

Abstract: Mutual fund has been growing rapidly in China recently. However it encountered many obstacles so that product innovation is very urgent for the industry. The paper studies the existing product innovation of China's mutual fund. Emphasis is on the analysis of investment value of the first multiple-class fund of China, *i.e.* Ruifu multiple-class fund of UBS SDIC. The paper concludes that multiple-class fund has many advantages over traditional fund and should be the future trend of product innovation of China's mutual fund.

Keywords: mutual fund; product innovation; China

我国基金产品创新研究

蔡逸轩, 徐枫

华南理工大学, 经济与贸易学院, 广州, 中国, 510006

Email: maplexu@scut.edu.cn

【摘要】 我国基金业在快速发展的同时存在着非常多的问题, 亟需产品创新。论文分析了我国目前的创新型基金, 重点分析了我国第一只结构化分级基金—国投瑞银瑞福分级基金的投资价值, 指出结构化分级基金相对于传统基金具有很多优势, 是我国基金产品创新的发展方向。

【关键词】 基金; 产品创新; 结构分级

1 我国基金业现状与主要的产品创新

我国基金业虽然起步较晚, 但在监管层大力发展机构投资者的政策指导下, 取得了突飞猛进的发展。据统计, 2002年以后行业年平均增长速度达到了87%。截至2009年底我国共有基金管理公司60家, 管理基金543只, 份额规模合计23,120.36亿份, 资产净值合计23,043.76亿元, 其中股票方向基金共有315只, 资产净值合计12798.74亿元, 沪深A股流通市值合计44419.11亿元, 股票型基金占比为28.81%。基金已经成为我国证券市场最主要的机构投资者, 对我国证券市场的发展起着十分重要的作用。

但是, 在繁荣的背后, 我国基金业面临着越来越多的挑战: (1) 产品同质化现象严重, 难以满足投资者需求; (2) 业务种类单一, 行业面临生存困境; (3) 营销主要依赖渠道, 制约了行业的良性发展; (4) 基金公司分化格局凸显, 整合压力加大; (5) 封闭式基金持续折价, 且折价率持续保持在20%以上。

由于我国基金行业面临的诸多挑战, 为了保持我国基金行业的持续健康发展, 基金行业创新迫在眉睫, 尤其是基金产品创新显得更为重要。

从基金产品的条款来看, 截至2009年5月底, 我国目前市场上创新型基金的产品总共有5只: 其中最引人注目的是2只创新型分级基金: 瑞福分级和长盛同庆, 这两只基金在发行时都遇到了火爆认购; 此外, 还有2只拥有救生艇条款的创新型基金: 建信优势和大成优选; 1只另类债基: 富国天丰。

1.1 建信优势

建信优势的创新体现在救生艇条款的引入, 即当基金运作满一年后, 如果连续60个交易日折价率都大于15%, 基金管理人将召开基金份额持有人大会, 审议将基金转换为上市开放式基金(LOF)。而且, 建信优势的管理费较低, 其上市交易前的年管理费率为1%, 上市交易后的年管理费率为1.25%, 低于惯用的管理费率。

1.2 大成优选

大成优选在引入救生艇条款的同时, 还进行了基金管理人激励制度的创新, 即基金管理人可比照基金净值增长率超过可提取业绩报酬的收益率(至少6%)

部分的 10% 提取业绩报酬。同时，基金管理人设立专门的业绩风险准备金，并每月从已提取的上月基金管理费中计提 10%，用于在基金净值增长率低于业绩比较基准增长率超过 5% 时弥补持有人损失。

1.3 富国天丰

该基金的特色主要体现在三个方面：1) 3 年封闭运作：富国天丰在封闭期内投资比例可达 100%，能较大比例配置于高收益率债券获取超额收益，避免了大额申购资金、套利资金在短期内对基金收益的摊薄。2) 交易型债基：该基金成立后不能通过银行柜台赎回，只能在二级市场卖出，除非该基金在成立一年后因折价率连续 50 个交易日超过 10% 而转为 LOF 基金，或者该基金在成立满三年自动转成 LOF 基金后，持有人才能通过银行柜台赎回。3) 定期分红：基金合同生效后 6 个月后，若富国天丰基金在每月最后一个交易日收盘后每 10 份基金份额的可分配收益高于 0.05 元，则须将不低于 50% 的可分配收益进行分配。这只基金在 2009 年已经进行了 3 次收益分配。

2 我国首只结构分级型基金——瑞福分级基金投资价值分析

国投瑞银瑞福分级股票型证券投资基金于 2007 年 7 月 17 日正式成立，其中，瑞福优先总份额为 2,999,836,696.31 份，瑞福进取总份额为 3,000,496,238 份。两级份额为 1:1.000219859。具有瑞福优先收益稳，瑞福进取收益高的收益特点。

国投瑞银瑞福创新基金首次在国内运用分级设置原理，将一只基金根据投资者风险偏好差异理论，划分出瑞福优先和瑞福进取两个风格迥异的级，实现不同的回报和收益。与此同时，瑞福分级基金通过基金收益分配的安排，将基金份额分成优先级基金份额和普通级基金份额，其中，基金的收益分配优先满足瑞福优先的基准收益，超出瑞福优先基准收益分配的剩余部分由瑞福优先和瑞福进取按照 1:9 的比例共同参与分配。基金为瑞福优先的基准收益实现及其投资本金的安全提供以下三方面的保护机制：(1) 基准收益差额累积弥补机制。(2) 强制分红机制。(3) 有限的本金保护机制，使瑞福优先既能像股票型基金一样投资股市、分享大牛市的收益，又能像债券型基金一样获取相对固定的定期回报。而瑞福进取利用杠杆投资原理，而且一旦基金整体收益超过基准收益，瑞福

进取的持有人便可获得按照 9:1 的比例获取超额收益分配，从而可能消除折价甚至出现溢价，实现超额回报。

2.1 瑞福优先投资价值分析

2.1.1 本金保护机制带来套利机会

2009 年 4 月 30 日，瑞福分级基金的净值为 0.65 元，已触发瑞福优先的本金保护机制，因瑞福进取的分红使每份瑞福优先获得了最高为 0.225 元的潜在本金亏损保护，故瑞福优先的参考净值为 0.875 元。但由于基金合同的规定：当基金份额净值小于基金份额面值时，瑞福优先的申购与赎回价格都等于基金份额净值，假设 2009 年瑞福优先打开申购赎回时，市场情况和目前一样（即瑞福分级的净值为 0.65 元），投资者可以以 0.65 元的价格买到价值 0.875 元的瑞福优先，次日即可实现帐面收益 34.62%。

根据我们的计算得到，即使投资者在 2477.57 点（对应瑞福分级基金净值为 0.65 元）买入指数型基金（看涨市场中指数型基金的收益超过普通的股票型基金，故选择指数型基金表示投资者投资普可以达到 45.46%，高出同期指数型基金 31.81%；通股票型基金可能获得的最大收益），到 2815.85 点只可以上涨 13.65%，若持有瑞福优先收益率却只有上证指数上涨到 3600 点左右时，指数型基金的收益才可以和瑞福优先的收益率持平；当上证指数超过 3600 点时，持有指数型基金的收益将会超过投资瑞福优先。

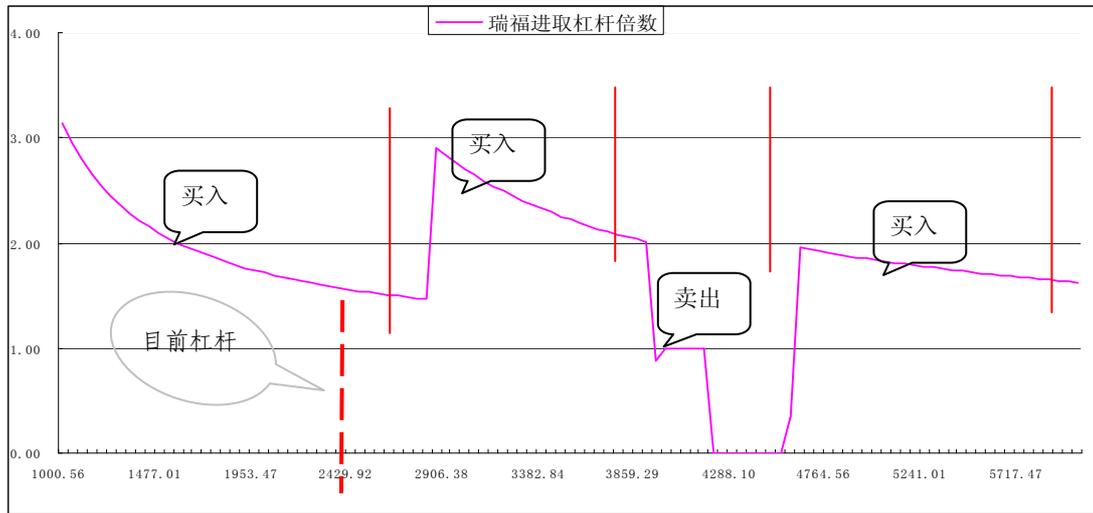
2.1.2 基准收益优先弥补、共享超额收益

瑞福优先的年基准收益率为 1 年期银行定期存款利率加上 3%，由于受金融危机的影响，我国央行已多次下调利率，故瑞福优先 09 年的参考基准收益率也在下降，2009 年已经由基金成立时的 6.06% 降至 5.25%，但仍高于目前 5 年期固定收益类金融工具收益率。

2.2 瑞福进取投资价值分析

2.2.1 瑞福进取杠杆分析

瑞福分级基金每天公布三个净值：瑞福分级基金份额净值、瑞福优先基金份额参考净值、瑞福进取基金份额参考净值。瑞福分级的基金份额净值反映基金的整体运作情况，瑞福优先与瑞福进取的参考净值分别反映两级的到期清算价值，即按照基金合同规定的收益分配原则进行计算的结果。为直观地揭示出不同



Data Source: UBS SDIC. Data of September 30, 2009 as Basis.

数据来源：国投瑞银基金公司；以 2009 年 9 月 30 日的数据为基点测算。

Figure1 . Simulation of the Leverage Change of Ruifu Jinqin Fund with Shanghai Composite Index
图 1. 瑞福进取杠杆倍数随上证指数变化模拟测算图



Data Source: UBS SDIC. Solidline curve is Market Price of the Fund. Dotted line is Reference Net Asset Value of the Fund.

虚线表示进取净值走势，实线表示进取市价走势。

数据来源：国投瑞银基金公司；统计区间为 2007 年 9 月 21 日至 2009 年 4 月 30 日。

Figure 2. Comparison of Reference Net Asset Value of Ruifu Jinqin Fund with Its Market Price
图 2. 瑞福进取参考净值与市价的关系

市场情况下瑞福进取相对于瑞福基金的杠杆倍数变化，本文对其进行了测算。以 2009 年 9 月 30 日的数据为基准，当日上证指数为 2779.43，瑞福分级净值为 0.749 元，瑞福进取净值为 0.778 元。假设瑞福基金的股票仓位是 80%，可测算出当瑞福基金净值不断上涨时，瑞福优先与瑞福进取两级的净值变动情况，以及不同净值分别对应的上证指数点位。

2.2.2 瑞福进取折溢价分析

瑞福进取自上市以来，长期出现溢价交易的局面，最高溢价水平达 108.06%（2008-10-28）。图 2 展示了自 2007 年 9 月 21 日瑞福进取上市以来的净值、市价之间的关系。当虚线处于实线上方的时候，表明瑞福进取在溢价，虚线处于实线下方的时候表明瑞福进取在折价。

从图 2 中可以看到, 2009 年以来, 瑞福进取的实际溢价率一致在下降, 而理论溢价率也在一直下降, 表明瑞福进取目前理论上是折价的。从图 2 中可以看出: 瑞福进取的实际溢价率和瑞福进取的市价变动并不是一一对应的, 反而是瑞福进取的理论溢价率和市价变动较一致。例如在 2008 年 4 月份和 8 月份, 瑞福进取的理论溢价率都是当时的最低点, 随后瑞福进取的市价出现了 2 轮大幅反弹, 涨幅最高达 50% 左右。反观目前瑞福进取的理论溢价已降到历史的最低点, 瑞福进取的市价会不会像前 2 次一样出现大幅反弹? 我们还不确定, 但建议投资者可以关注瑞福进取的交易机会。

3 我国基金产品创新展望

结构分级型基金细化了投资者的需求, 根据投资者风险偏好差异理论, 将一只基金划分出两个风格迥异的级——优先级基金份额和普通级基金份额, 实现不同的回报和收益。其中, 基金的收益分配优先满足普通级基金份额基准收益, 超出基准收益分配的剩余部分由比例共同参与分配。而优先级基金份额利用杠杆投资原理, 而且一旦基金整体收益超过基准收益, 优先级基金份额的持有人便可获得按照高比例获取超额收益分配, 从而实现超额回报。结构分级基金这种风险收益相差悬殊的特性, 迎合不同风险偏好的投资者需求, 使它们在产品发行时都得到了火爆认购。

结构分级型基金将成为中国创新型基金发展的主流, 对照国外成熟市场模式, 尤其是美国基金业发展路径后, 我国结构分级型基金产品创新最为可行的是细化投资者需求、创新交易模式两大方面。在细化投资者需求创新中, 根据产品风险差异性, 进一步细化投资者需求, 充分满足投资者风险管理需求的异质性。在交易方式创新中, 两类创新最具潜力: 一类是指数化投资, 即指数型和 ETF 基金借助指数类别及投资者

大幅扩充前提下获得数量和规模上的大发展; 另一类是传统产品运用新型投资技术改变其业务模式, 如产品结构分级、量化投资、对冲技术、挂钩商品或篮子股票等产品投资技术的引入。

产品创新已经成为基金行业持续发展的推动力, 我国 11 年的基金业的发展史也是一部产品创新史。产品创新不断推动市场细分, 而市场细分的深化亦能推动需求的持续增长。在满足投资者需求的同时, 产品创新本身所迸发出的生产力和生命力, 往往能进一步激发市场潜在的需求。同时, 创新亦可有效拓宽行业产品外延, 提高公司乃至行业的竞争力。

致 谢

论文获得了国家大学生创新性实验计划 (091056136) 和华南理工大学大学生创新实践项目的支持, 特此表示感谢!

References (参考文献)

- [1] Yu L, Wang B, Fan Z J. Study on stock investment funds' performance evaluation. Transaction of Shanghai University of Science and Technology, 2005, 27(2): 167-171.
朱淑珍, 金融创新与金融风险——发展中的两难, 复旦大学出版社, 2002 年.
- [2] Han Z X, Liu B. Comparative performance appraisal for closed-end funds based on data envelopment analysis. Management Review, 2003, 15(12): 17-21.
王雪松. 从美国基金业的创新趋势看中国基金业的未来发展 [J]. 中国金融, 2007 (4) .
- [3] Ma L J, Wu J, Cheng X J. Investment funds performance assessment approach based on DEA. Value Engineering, 2003, 4: 63-65.
巴曙松, 陈华良, 王超. 基金业重构价值链 [J]. 新财富, 2006 (7)
- [4] Wang Ping. The Global Fund to industry changes and Enlightenment to China [J]. Finance teaching and research, 2007 (4)
王平. 全球基金业的变迁及对我国的启示 [J]. 金融教学与研究, 2007 (4)
- [5] Peng Xue Feng. From the U.S. sub-prime mortgage crisis, look at the risk management of financial innovation [J]. China's money market, 2008 (12)
彭雪峰. 从美国次贷危机看金融创新的风险管理 [J]. 中国货币市场, 2008 (12)