

# 第一章 证券投资基金概述

证券投资基金是一种实行组合投资、专业管理、利益共享、风险共担的集合投资方式。与股票、债券不同, 证券投资基金是一种间接投资工具。基金投资者、基金管理人和托管人是基金运作中的主要当事人。根据组织形式的不同, 基金可分为契约型基金与公司型基金; 根据运作方式的不同, 基金可分为封闭式基金与开放式基金。

## 第一节 证券投资基金的概念与特点

### 一、证券投资基金的概念

证券投资基金(简称“基金”)是指通过发售基金份额, 将众多投资的资金集中起来, 形成独立财产, 由基金托管人托管, 基金管理人管理, 以投资组合的方式进行证券投资的一种利益共享、风险共担的集合投资方式(见图 1-1)。

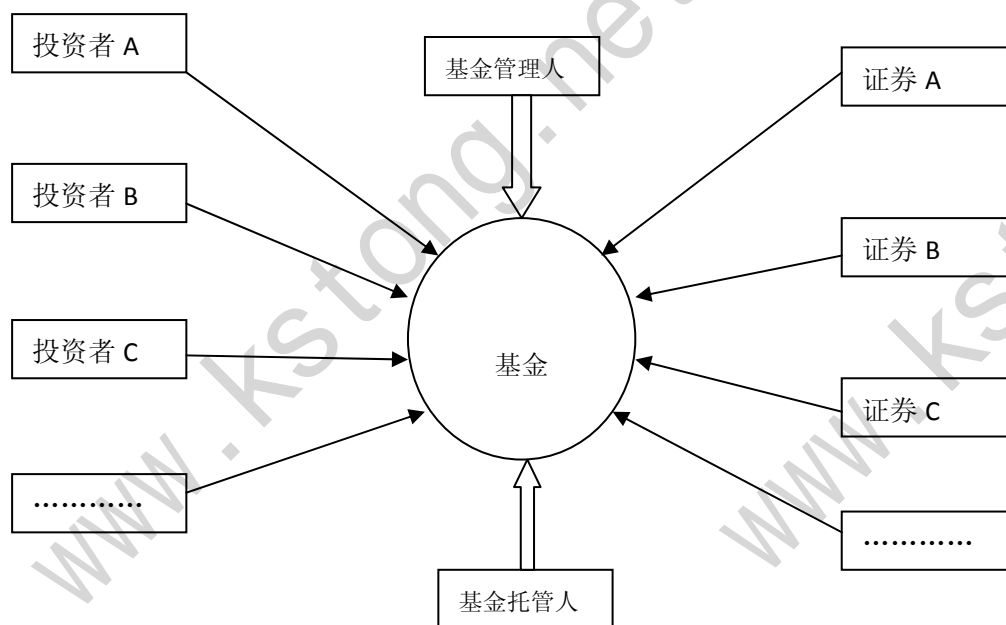


图 1-1 证券投资基金概念图示

证券投资基金通过发行基金份额的方式募集资金, 个人投资者或机构投资者通过购买一定数量的基金份额参与基金投资。基金所募集的资金在法律上具有独立性, 由选定的基金托管人保管, 并委托基金管理人进行股票、债券等分散化组合投资。基金投资者是基金的所有者。基金投资收益在扣除由基金承担的费用后的盈余全部归基金投资者所有, 并依据各个投资者所购买的基金份额的多少在投资者之间进行分配。

每只基金都会订立基金合同, 基金管理人、基金托管人和基金投资者的权利义务在基金合同中有详细约定。基金公司在发售基金份额时都会向投资者提供一份招募说明书。有关基金运作的各个方面, 如基金的投资目标与理念、投资范围与对象、投资策略与限制、基金的发售与买卖、基金费用与收益分配等, 都会在招募说明书中详细说明。基金合同与招募说明书是基金设立的两个重要法律文件。

与直接投资股票或债券不同, 证券投资基金是一种间接投资工具。一方面, 证券投资基金以股票、债券等金融证券为投资对象; 另一方面, 基金投资者通过购买基金份额的方式间接进行证券投资。

世界上不同国家和地区对证券投资基金的称谓有所不同。证券投资基金在美国被称为共同基金, 在英国和中国香港特别行政区被称为单位信托基金, 在欧洲一些国家被称为集合投资基金或集合投资计划, 在日本和中国台湾地区则被称为证券投资信托基金。

## 二、证券投资基金的特点

### (一) 集合理财、专业管理

基金将众多投资者的资金集中起来, 委托基金管理人进行共同投资, 表现出一种集合理财的特点。通过汇集众多投资者的资金, 积少成多, 有利于发挥资金的规模优势, 降低投资成本。基金由基金管理人进行投资管理和运作。基金管理人一般拥有大量的专业投资研究人员和强大的信息网络, 能够更好地对证券市场进行全方位的动态跟踪与深入分析。将资金交给基金管理人管理, 使中小投资者也能享受到专业化的投资管理服务。

### (二) 组合投资、分散风险

为降低投资风险, 一些国家的法律通常规定基金必须以组合投资的方式进行基金的投资运作, 从而使“组合投资、分散风险”成为基金的一大

特色。中小投资者由于资金量小, 一般无法通过购买数量众多的股票分散投资风险。基金通常会购买几十种甚至上百种股票, 投资者购买基金就相当于用很少的资金购买了一篮子股票, 在多数情况下, 某些股票下跌造成的损失可以用其他股票上涨产生的盈利来弥补, 因此可以充分享受到组合投资、分散风险的好处。

### (三) 利益共享、风险共担

证券投资基金实行利益共享、风险共担的原则。基金投资者是基金的所有者。基金投资收益在扣除由基金承担的费用后的盈余全部归基金投资者所有, 并依据各投资者所持有的基金份额比例进行分配。为基金提供服务的基金托管人、基金管理人只能按规定收取一定比例的托管费、管理费, 并不参与基金收益的分配。

### (四) 严格监管、信息透明

为切实保护投资者的利益, 增强投资者对基金投资的信心, 各国(地区)基金监管机构都对基金业实行严格的监管, 对各种有损于投资者利益的行为进行严厉的打击, 并强制基金进行及时、准确、充分的信息披露。在这种情况下, 严格监管与信息透明也就成为基金的另一个显著特点。

### (五) 独立托管、保障安全

基金管理人负责基金的投资操作, 本身并不参与基金财产的保管, 基金财产的保管由独立于基金管理人的基金托管人负责。这种相互制约、相互监督的制衡机制对投资者的利益提供了重要的保障。

## 三、证券投资基金与其他金融工具的比较

### (一) 基金与股票、债券的差异

1.反映的经济关系不同。股票反映的是一种所有权关系, 是一种所有权凭证, 投资者购买股票后就成为公司的股东; 债券反映的是债权债务关

系, 是一种债权凭证, 投资者购买债券后就成为公司的债权人; 基金反映的则是一种信托关系, 是一种受益凭证, 投资者购买基金份额就成为基金的受益人。

2. 所筹资金的投向不同。股票和债券是直接投资工具, 筹集的资金主要投向实业领域; 基金是间接投资工具, 所筹集的资金主要投向有价证券等金融工具或产品。

3. 投资收益与风险大小不同。通常情况下, 股票价格的波动性较大, 是一种高风险、高收益的投资品种; 债券可以给投资者带来较为确定的利息收入, 波动性也较股票要小, 是一种低风险、低收益的投资品种; 基金投资于众多金融工具或产品, 能有效分散风险, 是一种风险相对适中、收益相对稳健的投资品种。

## (二) 基金与银行储蓄存款的差异

截至目前, 由于开放式基金主要通过银行代销, 许多投资者误认为基金是银行发行的金融产品, 与银行储蓄存款没有太大区别。实际上, 两者有着本质的不同, 主要表现在以下几个方面:

1. 性质不同。基金是一种受益凭证, 基金财产独立于基金管理人; 基金管理人只是受托管理投资者资金, 并不承担投资损失的风险。银行储蓄存款表现为银行的负债, 是一种信用凭证; 银行对存款者负有法定的保本付息责任。

2. 收益与风险特性不同。基金收益具有一定的波动性, 投资风险较大; 银行存款利率相对固定, 投资者损失本金的可能性很小, 投资相对比较安全。

3. 信息披露程度不同。基金管理人必须定期向投资者公布基金的投资运作情况; 银行吸收存款之后, 不需要向存款人披露资金的运用情况。

## 第二节 证券投资基金的运作与参与主体

### 一、证券投资基金的运作

基金的运作包括基金的市场营销、基金的募集、基金的投资管理、基金资产的托管、基金份额的登记、基金的估值与会计核算、基金的信息披露以及其他基金运作活动在内的所有相关环节。

基金的运作活动从基金管理人的角度看, 可以分为基金的市场营销、

基金的投资管理与基金的后台管理三大部分。基金的市场营销主要涉及基金份额的募集与客户服务, 基金的投资管理体现了基金管理人的服务价值, 而包括基金份额的注册登记、基金资产的估值、会计核算、信息披露等后台管理服务则对保障基金的安全运作起着重要的作用。

## 二、基金的参与主体

在基金市场上, 存在许多不同的参与主体。依据所承担的职责与作用的不同, 可以将基金市场的参与主体分为基金当事人、基金市场服务机构、监管和自律组织三大类。

### (一) 基金当事人

我国的证券投资基金依据基金合同设立, 基金份额持有人、基金管理人与基金托管人是基金合同的当事人, 简称基金当事人。

1. 基金份额持有人。基金份额持有人即基金投资者, 是基金的出资人、基金资产的所有者和基金投资回报的受益人。按照《中华人民共和国证券投资基金法》(简称《证券投资基金法》) 的规定, 我国基金份额持有人享有以下权利: 分享基金财产收益, 参与分配清算后的剩余基金财产, 依法转让或者申请赎回其持有的基金份额, 按照规定要求召开基金份额持有人大会, 对基金份额持有人大会审议事项行使表决权, 查阅或者复制公开披露的基金信息资料, 对基金管理人、基金托管人、基金销售机构损害其合法权益的行为依法提出诉讼, 基金合同约定其他权利。

2. 基金管理人。基金管理人基金产品的募集者和管理者, 其最主要职责就是按照基金合同的约定, 负责基金资产的投资运作, 在有效控制风险的基础上为基金投资者争取最大的投资收益。基金管理人在基金运作中具有核心作用, 基金产品的设计、基金份额的销售与注册登记、基金资产的管理等重要职能多半由基金管理人或基金管理人选定的其他服务机构承担。在我国, 基金管理人只能由依法设立的基金管理公司担任。

3. 基金托管人。为了保证基金资产的安全, 《证券投资基金法》规定, 基金资产必须由独立于基金管理人的基金托管人保管, 从而使基金托管人成为基金的当事人之一。基金托管人的职责主要体现在基金资产保管、基金资金清算、会计复核以及对基金投资运作的监督等方面。在我国, 基金托管人只能由依法设立并取得基金托管资格的商业银行担任。

## (二) 基金市场服务机构

基金管理人、基金托管人既是基金的当事人, 又是基金的主要服务机构。除基金管理人与基金托管人外, 基金市场上还有许多面向基金提供各类服务的其他机构。这些机构主要包括基金销售机构、注册登记机构、律师事务所、会计师事务所、基金投资咨询公司、基金评级机构等。

1.基金销售机构。基金销售机构是受基金管理公司委托从事基金代理销售的机构。通常, 只有机构客户或资金规模较大的投资者才直接通过基金管理公司进行基金份额的直接买卖, 一般资金规模较小的普通投资者通常经过基金代销机构进行基金的申(认)购与赎回或买卖。在我国, 只有中国证券监督管理委员会(简称“中国证监会”)认定的机构才能从事基金的代理销售。目前, 商业银行、证券公司、证券投资咨询机构、专业基金销售机构以及中国证监会规定的其他机构, 均可以向中国证监会申请基金代销业务资格, 从事基金的代销业务。

2.注册登记机构。基金注册登记机构是指负责基金登记、存管、清算和交收业务的机构。其具体业务包括投资者基金账户管理、基金份额注册登记、清算及基金交易确认、红利发放、基金份额持有人名册的建立与保管等。目前, 在我国承担基金份额注册登记工作的主要是基金管理公司自身和中国证券登记结算有限责任公司(简称“中国结算公司”)。

3.律师事务所和会计师事务所。律师事务所和会计师事务所作为专业、独立的中介服务机构, 为基金提供法律、会计服务。

4.基金投资咨询机构与基金评级机构。基金投资咨询机构是向基金投资者提供基金投资咨询建议的中介机构; 基金评级机构则是向投资者以及其他市场参与主体提供基金评价业务、基金资料与数据服务的机构。

## (三) 基金监管机构和自律组织

1.基金监管机构。为了保护基金投资者的利益, 世界上不同国家和地区都对基金活动进行严格的监督管理。基金监管机构通过依法行使审批或核准权, 依法办理基金备案, 对基金管理人、基金托管人以及其他从事基金活动的中介机构进行监督管理, 对违法违规行为进行查处, 因此其在基金的运作过程中起着重要的作用。

2.基金自律组织。证券交易所是基金的自律管理机构之一。我国的证券交易所是依法设立的, 不以营利为目的, 为证券的集中和有组织的交易提供场所和设施, 履行国家有关法律、法规、规章、政策规定的职责, 实行



自律性管理的法人。一方面, 封闭式基金、上市开放式基金和交易型开放式指数基金等需要通过证券交易所募集和交易, 必须遵守证券交易所的规则; 另一方面, 经中国证监会授权, 证券交易所对基金的投资交易行为还承担着重要的一线监控职责。

基金行业自律组织是由基金管理人、基金托管人或基金销售机构等行业组织成立的同业协会。同业协会在促进同业交流、提高从业人员素质、加强行业自律管理、促进行业规范发展等方面具有重要的作用。

### 三、证券投资基金运作关系图

图 1-2 是我国证券投资基金运作关系图。从图中可以看出, 基金投资者、基金管理人与基金托管人是基金的当事人。基金市场上的各类中介服务机构通过自己的专业服务参与基金市场, 监管机构则对基金市场上的各种参与主体实施全面监管。

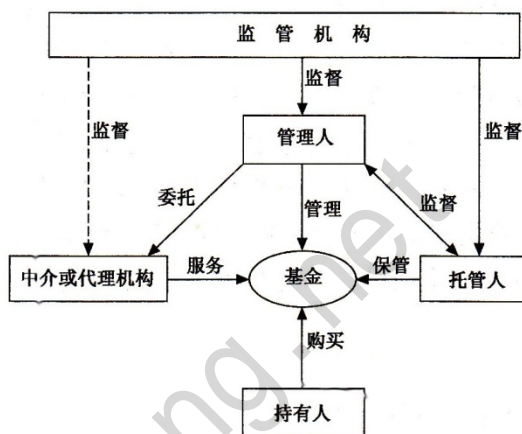


图 1-2 证券投资基金运作关系简图

### 第三节 证券投资基金的法律形式

依据法律形式的不同, 基金可分为契约型基金与公司型基金。目前, 我国的基金均为契约型基金, 公司型基金则以美国的投资公司为代表。

#### 一、契约型基金

契约型基金是依据基金合同而设立的一类基金。基金合同是规定基金

当事人之间权利义务的基本法律文件。在我国, 契约型基金依据基金管理人、基金托管人之间所签署的基金合同设立, 基金投资者自取得基金份额后即成为基金份额持有人和基金合同的当事人, 依法享受权利并承担义务。

## 二、公司型基金

公司型基金在法律上是具有独立法人地位的股份投资公司。公司型基金依据基金公司章程设立, 基金投资者是基金公司的股东, 享有股东权, 按所持有的股份承担有限责任, 分享投资收益。公司型基金公司设有董事会, 代表投资者的利益行使职权。虽然公司型基金在形式上类似于一般股份公司, 但不同于一般股份公司的是, 它委托基金管理公司作为专业的财务顾问来经营与管理基金资产。

## 三、契约型基金与公司型基金的区别

### (一) 法律主体资格不同

契约型基金不具有法人资格; 公司型基金具有法人资格。

### (二) 投资者的地位不同

契约型基金依据基金合同成立。基金投资者尽管也可以通过持有人大会表达意见, 但与公司型基金的股东大会相比, 契约型基金持有人大会赋予基金持有者的权利相对较小。

### (三) 基金营运依据不同

契约型基金依据基金合同营运基金; 公司型基金依据基金公司章程营运基金。

公司型基金的优点是法律关系明确清晰, 监督约束机制较为完善; 但契约型基金在设立上更为简单易行。两者之间的区别主要表现在法律形式的不同, 并无优劣之分。



## 第四节 证券投资基金的运作方式

依据运作方式的不同, 可以将基金分为封闭式基金与开放式基金。

封闭式基金是指基金份额在基金合同期限内固定不变, 基金份额可以在依法设立的证券交易场所交易, 但基金份额持有人不得申请赎回的一种基金运作方式。

开放式基金是指基金份额不固定, 基金份额可以在基金合同约定的时间和场所进行申购或者赎回的一种基金运作方式。这里所指的开放式基金特指传统的开放式基金, 不包括交易型开放式指数基金和上市开放式基金等新型开放式基金。

封闭式基金与开放式基金主要有以下不同:

1. 期限不同。封闭式基金一般有一个固定的存续期; 而开放式基金一般是无期限的。我国《证券投资基金法》规定, 封闭式基金的存续期应在 5 年以上, 封闭式基金期满后可以通过一定的法定程序延期。目前, 我国封闭式基金的存续期大多在 15 年左右。

2. 份额限制不同。封闭式基金的基金份额是固定的, 在封闭期限内未经法定程序认可不能增减; 开放式基金规模不固定, 投资者可随时提出申购或赎回申请, 基金份额会随之增加或减少。

3. 交易场所不同。封闭式基金份额固定, 在完成募集后, 基金份额在证券交易场所上市交易。投资者买卖封闭式基金份额, 只能委托证券公司在证券交易场所按市价买卖, 交易在投资者之间完成。开放式基金份额不固定, 投资者可以按照基金管理人确定的时间和地点向基金管理人或其销售代理人提出申购、赎回申请, 交易在投资者与基金管理人之间完成。

4. 价格形成方式不同。封闭式基金的交易价格主要受二级市场供求关系的影响。当需求旺盛时, 封闭式基金二级市场的交易价格会超过基金份额净值而出现溢价交易现象; 反之, 当需求低迷时, 交易价格会低于基金份额净值而出现折价交易现象。开放式基金的买卖价格以基金份额净值为基础, 不受市场供求关系的影响。

5. 激励约束机制与投资策略不同。封闭式基金份额固定, 即使基金表现好其扩展能力也受到较大的限制。如果表现不尽如人意, 由于投资者无法赎回投资, 基金经理也不会在经营与流动性管理上面临直接的压力。与此不同, 如果开放式基金的业绩表现好, 就会吸引到新的投资, 基金管理人的管理费收入也会随之增加; 如果基金表现差, 开放式基金则面临来自投资者要求赎回投资的压力。因此, 与封闭式基金相比, 一般开放式基金向基金管理人提供了更好的激励约束机制。

但从另一方面看, 由于开放式基金的份额不固定, 投资操作常常会受

到不可预测的资金流入、流出的影响与干扰,特别是为满足基金赎回的需要,开放式基金必须保留一定的现金资产,并高度重视基金资产的流动性,这在一定程度上会给基金的长期经营业绩带来不利影响。相对而言,由于封闭式基金份额固定,没有赎回压力,基金投资管理人员完全可以根据预先设定的投资计划进行长期投资和全额投资,并将基金资产投资于流动性相对较弱的证券上,这在一定程度上有利于基金长期业绩的提高。

## 第五节 证券投资基金的起源与发展

### 一、证券投资基金的起源与早期发展

证券投资基金是证券市场发展的必然产物,在发达国家已有上百年的历史。最早的基金究竟诞生于何时目前并没有一致性的看法。一些人认为,1822年由荷兰国王威廉姆一世所创立的私人信托投资基金可能是世界上最早的基金。但另一些人则认为,将不同投资者的资金汇集起来,进行分散投资的思想早在1774年就由一位名叫凯特威士(Ketwich)的荷兰商人付诸实践,其所创办的一只信托基金名称中就包含着“团结就是力量”的含义。但无论如何,封闭式的投资信托基金是在后来的英国生根发芽、发扬光大的,因此目前人们更多地倾向于将1868年英国成立的“海外及殖民地政府信托基金”(The Foreign and Colonial Government Trust)看作是最早的基金。

基金作为一种社会化的理财工具能够在英国落地生根和发扬光大与英国工业革命的发展密不可分。19世纪中叶时的英国经过第一次产业革命之后,工商业发展速度很快,殖民地和贸易遍及世界各地,社会和个人财富迅速增长,国内投资成本提高,于是许多商人便将私人财产和资金纷纷转移到劳动力价格低廉的海外市场进行投资,以谋求资本的最大增值。但由于投资者缺乏国际投资经验,对海外的投资环境缺乏应有的了解,加上地域限制和语言不通,无力自行管理。在经历了投资失败、被欺诈等惨痛教训之后,集合投资者的资金、委托专人经营和管理、分散投资的封闭式信托投资基金应运而生,并受到人们的欢迎。

早期的基金基本上是封闭式基金。1924年3月21日诞生于美国的“马萨诸塞投资信托基金”成为世界上第一个开放式基金。此后,美国逐渐取代英国成为全球基金业发展的中心。

1929年美国只有十多只开放式基金,而封闭式基金的数量则有700多只。但1929年的经济大危机与股市崩盘,使普遍进行杠杆操作的美国封闭式基金几乎全军覆没,而开放式基金则顽强地生存了下来。

美国基金投资者在经济大危机中损失惨重, 而且基金在操作中的投机行为也极大地影响了投资者的信心。为此, 美国监管部门开始对基金加强监管, 其中 1940 年出台的《投资公司法》与《投资顾问法》不但对美国基金业的发展具有基石性作用, 也对基金在全球的普及性发展影响深远。

## 二、证券投资基金在全球的普及性发展

美国是世界上基金业最为发达的国家, 下面我们主要以美国基金业的发展情况为主对证券投资基金在全球的普及性发展作简要介绍。

20 世纪 30 年代美国基金业的发展遭受重创后, 在接下来的四五十年代, 美国基金业的发展非常缓慢。60 年代尽管出现了短暂的股票基金发展热, 但由于 1969 年股票市场大熊市的到来, 投资者对基金的兴趣再次减退。

1971 年货币市场基金的推出为美国基金业的发展注入了新的活力, 基金开始受到越来越多的普通投资者的青睐。而 20 世纪 80 年代随着养老金制度改革以及随后 90 年代股票市场的持续大牛市使美国基金业的发展真正迎来了大发展的时代。截止到 2010 年末, 美国共同基金的资产有 11.8 万亿美元, 基金数量超过 1 万只。

从全球基金业的发展看, 20 世纪 80 年代以后, 随着世界经济的高速增长和全球经济一体化的迅速发展, 受美国与其他发达国家基金业的发展对促进资本市场的健康发展经验的启示, 一些发展中国家也认识到基金的重要性, 对基金业的发展普遍持积极的态度, 相继制定了一系列法律、法规, 使基金在世界范围内得到了普及发展。根据美国投资公司协会 (ICI) 的统计, 截至 2010 年, 全球共同基金的资产规模已达到 24.70 万亿美元 (见图 1-3)。

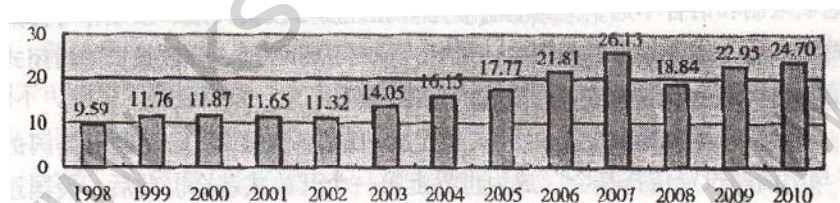


图 1-3 1998 ~ 2010 年全球基金业资产规模

资料来源: 美国投资公司协会

### 三、全球基金业发展的趋势与特点

#### (一) 美国占据主导地位, 其他国家和地区发展迅猛

目前, 美国的证券投资基金资产总值占世界半数以上, 对全球证券投资基金的发展有着重要的示范性影响。除欧洲、美国、日本外, 澳大利亚、拉丁美洲、亚洲新兴国家和地区, 如中国香港、中国台湾等地区以及新加坡、韩国等国家的证券投资基金发展也很快。随着数量、品种、规模的大幅度增长, 证券投资基金日益成为各国或各地区资本市场中的重要力量, 市场地位和影响不断提高。

#### (二) 开放式基金成为证券投资基金的主流产品

20 世纪 80 年代以来, 开放式基金的数量和规模增加幅度最大, 目前已成为证券投资基金中的主流产品。探究其中的原因, 开放式基金更加市场化的运作机制和制度安排是非常重要的因素之一, 其独特灵活的赎回机制适应了市场竞争的客观需要, 是金融创新顺应市场发展潮流的集中体现和必然结果。事实证明, 开放式基金更加全面的客户服务和更加充分的信息披露, 已经获得了基金投资者的广泛青睐。

#### (三) 基金市场竞争加剧, 行业集中趋势突出

在证券投资基金的发展过程中, 基金市场行业集中趋势明显, 资产规模位居前列的少数最大的基金管理公司所占的市场份额不断扩大。随着市场竞争的加剧, 许多基金管理公司不得不走上兼并、收购的道路, 这反过来进一步加剧了基金市场的集中趋势。

#### (四) 基金资产的资金来源发生了重大变化

个人投资者一直是传统上的证券投资基金的主要投资者, 但目前已有越来越多的机构投资者, 特别是退休基金成为基金的重要资金来源。比如, 美国允许雇主发起的养老金计划和个人税收优惠储蓄计划, 以共同基金为投资对象。在近 10 年中, 美国共同基金业的迅速发展壮大与退休养老金



快速增加紧密相关。

## 第六节 我国基金业的发展概况

我国基金业的发展可以分为三个历史阶段：20 世纪 80 年代末至 1997 年 11 月 14 日《证券投资基金管理暂行办法》（简称《暂行办法》）颁布之前的早期探索阶段、《暂行办法》颁布实施以后至 2004 年 6 月 1 日《证券投资基金法》实施前的试点发展阶段与《证券投资基金法》实施以来的快速发展阶段。

### 一、早期探索阶段

始于 20 世纪 70 年代末的中国经济体制改革，在推动中国经济快速发展的同时，也引发了社会对资金的巨大需求。在这种背景下，基金作为一种筹资手段开始受到一些中国驻外金融机构的注意。1987 年，中国新技术创业投资公司（中创公司）与汇丰集团、渣打集团在中国香港联合设立了中国置业基金，首期筹资 3900 万元人民币，直接投资于以珠江三角洲为中心的周边乡镇企业，并随即在香港联交所上市。这标志着中资金融机构开始正式涉足投资基金业务。其后，一批由中资金融机构与外资金融机构在境外设立的中国概念基金相继推出。

中国经济的快速发展也催生了中国证券市场的发展。上海证券交易所与深圳证券交易所相继于 1990 年 12 月、1991 年 7 月开业，标志着中国证券市场正式形成。

在境外中国概念基金与中国证券市场初步发展的影响下，中国境内第一家较为规范的投资基金——淄博乡镇企业投资基金（简称“淄博基金”），于 1992 年 11 月经中国人民银行总行批准正式设立。该基金为公司型封闭式基金，募集规模 1 亿元人民币，60%投向淄博乡镇企业，40%投向上市公司，并于 1993 年 8 月在上海证券交易所最早挂牌上市。

淄博基金的设立揭开了投资基金业在内地发展的序幕，并在 1993 年上半年引发了短暂的中国投资基金发展的热潮。1993 年下半年，经济发展过热引发了通货膨胀，政府加强了宏观调控。在这种情况下，投资基金的审批受到限制。1994 年后，我国进入经济金融治理整顿阶段。随着经济的逐步降温，基金发展过程中的不规范问题和积累的其他问题逐步暴露出来，多数基金的资产状况趋于恶化，在经营上步履维艰。中国基金业的发展因此陷于停滞状态。

相对于 1998 年《暂行办法》实施以后发展起来的新的证券投资基金（简

称“新基金”), 人们习惯上将 1997 年以前设立的基金称为“老基金”。截至 1997 年底, 老基金的数量共有 75 只, 筹资规模在 58 亿元人民币左右。

老基金存在的问题主要表现在以下三个方面: 一是缺乏基本的法律规范, 普遍存在法律关系不清、无法可依、监管不力的问题; 二是受地方政府要求服务地方经济需要的引导以及当时境内证券市场规模狭小的限制, 老基金并不以上市证券为基本投资方向, 而是大量投向了房地产企业等产业部门, 因此它们实际上是一种直接投资基金, 而非严格意义上的证券投资基金; 三是这些老基金深受房地产市场降温、实业投资无法变现以及贷款资产无法回收的困扰, 资产质量普遍不高。总体而言, 这一阶段中国基金业的发展带有很大的探索性与自发性。

## 二、试点发展阶段

在对老基金发展过程加以反思的基础上, 经国务院批准, 中国证监会于 1997 年 11 月 14 日颁布了《证券投资基金管理暂行办法》。这是我国首次颁布的规范证券投资基金运作的行政法规, 为我国基金业的规范发展奠定了规制基础。由此, 中国基金业的发展进入规范化的试点发展阶段。

在试点发展阶段, 我国基金业在发展上主要表现出以下几个方面的特点:

### (一) 基金在规范化运作方面得到很大的提高

在这一阶段, 为确保试点的成功, 监管部门首先在基金管理公司和基金的设立上实行严格的审批制。《证券投资基金管理暂行办法》对基金管理公司的设立规定了较高的准入条件: 基金管理公司的主要发起人必须是证券公司或信托投资公司, 每个发起人的实收资本不少于 3 亿元人民币。较高的准入门槛和严格的审批制度尽管不利于竞争, 但在保证基金的规范化运作上起到了良好的作用, 在很大程度上确保了基金的社会公信力。其次是明确基金托管人在基金运作中的作用。最后就是建立较为严格的信息披露制度。这些措施的实行, 有力地促进了我国基金业的规范化运作。



## (二) 在封闭式基金成功试点的基础上成功地推出开放式基金, 使我国的基金运作水平实现历史性跨越

1998 年 3 月 27 日, 经中国证监会批准, 新成立的南方基金管理公司和国泰基金管理公司分别发起设立了两只规模均为 20 亿元的封闭式基金——基金开元和基金金泰, 由此拉开了中国证券投资基金试点的序幕。在试点的第一年——1998 年, 我国共设立了 5 家基金管理公司, 管理封闭式基金数量 5 只, 募集资金 100 亿元人民币, 年末基金资产净值合计 107.4 亿元人民币。1999 年, 基金管理公司的数量增加到 10 家, 全年共有 14 只新的封闭式基金发行。

在封闭式基金成功试点的基础上, 2000 年 10 月 8 日中国证监会发布了《开放式证券投资基金试点办法》。2001 年 9 月, 我国第一只开放式基金——华安创新诞生, 使我国基金业发展实现了从封闭式基金到开放式基金的历史性跨越。此后, 开放式基金逐渐取代封闭式基金成为中国基金市场发展的方向。

## (三) 对老基金进行了全面规范清理, 绝大多数老基金通过资产置换、合并等方式被改造成成为新的证券投资基金

在新基金成功试点的基础上, 中国证监会开始着手对原有投资基金进行清理规范。1999 年 10 月下旬, 10 只老基金最先经资产置换后合并改制成 4 只证券投资基金, 随后其他老基金也被陆续改制为新基金。老基金的全面清理规范, 解决了基金业发展的历史遗留问题。

## (四) 监管部门出台了一系列鼓励基金业发展的政策措施, 对基金业的发展起到了重要的促进作用

鼓励基金业发展的政策措施包括向基金进行新股配售、允许保险公司通过购买基金间接进行股票投资等。对基金进行新股配售, 提高了基金的

收益水平, 增强了基金对投资者的吸引力, 对基金业的发展起到了重要的促进作用。允许保险公司通过购买基金间接进行股票投资, 使保险公司成为基金的最大机构投资者, 也有力地支持了基金业在试点时期的规模扩张。

## (五) 开放式基金的发展为基金产品的创新开辟了新的天地

在开放式基金推出之前, 我国共有 47 只封闭式基金。2002 年 8 月, 我国封闭式基金的数量增加到 54 只, 其后由于封闭式基金一直处于高折价交易状态, 封闭式基金的发展因此陷入停滞状态。与此相反, 开放式基金的推出为我国基金业的产品创新开辟了新的天地, 我国的基金品种日益丰富。这一阶段具有代表性的基金创新品种有: 2002 年 8 月推出的第一只以债券投资为主的债券基金——南方宝元债券基金, 2003 年 3 月推出的我国第一只系列基金——招商安泰系列基金, 2003 年 5 月推出的我国第一只具有保本特色的基金——南方避险增值基金, 2003 年 12 月推出的我国第一只货币型基金——华安现金富利基金等。

## 三、快速发展阶段

2004 年 6 月 1 日开始实施的《证券投资基金法》, 为我国基金业的发展奠定了重要的法律基础, 标志着我国基金业的发展进入了一个新的发展阶段。

自《证券投资基金法》实施以来, 我国基金业在发展上出现了以下一些新的变化:

### (一) 基金业监管的法律体系日益完善

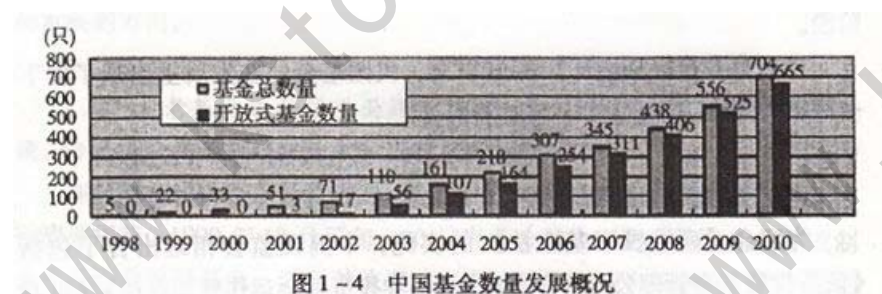
为配合《证券投资基金法》的实施, 中国证监会相继出台了包括《证券投资基金管理公司管理办法》《证券投资基金运作管理办法》《证券投资基金销售管理办法》《证券投资基金信息披露管理办法》《证券投资基金托管管理办法》《证券投资基金行业高级管理人员任职管理办法》等法规, 使我国基金业监管的法律体系日趋完备。

## (二) 基金品种日益丰富, 开放式基金取代封闭式基金成为市场发展的主流

《证券投资基金法》实施以来, 我国基金市场产品创新活动日趋活跃, 具有代表性的基金创新产品包括: 2004 年 10 月成立的国内第一只上市开放式基金 (LOF)——南方积极配置基金, 2004 年年底推出的国内首只交易型开放式指数基金 (ETF)——华夏上证 50ETF, 2006 年 5 月推出的国内首只生命周期基金——汇丰晋信 2016 基金, 2007 年 7 月推出的国内首只结构化基金——国投瑞银瑞福基金, 2007 年 9 月推出的首只 QDII 基金——南方全球精选基金 QDII 基金, 2008 年 4 月推出的国内首只社会责任基金——兴业社会责任基金, 2009 年 5 月推出 ETF 联接基金等。层出不穷的基金产品创新极大地推动了我国基金业的发展。

2007 年, 我国基金业的资产规模到达了前所未有的 3.28 万亿元人民币。

2003 年我国开放式基金的数量首次超过封闭式基金的数量。2004 年开放式基金的资产规模首次超过封闭式基金的资产规模, 其后开放式基金取代封闭式基金成为市场发展的主流。2010 年末我国的基金数量达到了 704 只。其中, 开放式基金的数量达到了 665 只 (包括 ETF 基金、QDII 基金), 开放式基金数量占基金全部数量的比例达到了 94.5%。2010 年年末, 我国基金资产净值为 2.52 万亿元, 其中, 开放式基金的资产净值占到全部资产净值的 95.2。图 1—4 是中国基金数量发展概况, 图 1—5 是中国基金规模发展概况。



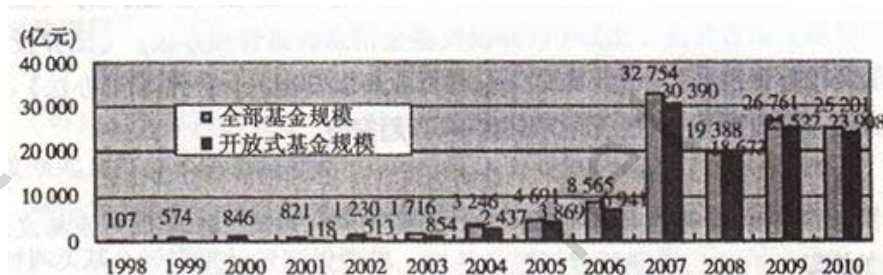


图 1-5 中国基金规模发展概况

### (三) 基金公司业务开始走向多元化，出现了一批规模较大的基金管理公司

目前，我国的基金管理公司除了募集、管理公募基金外，已被允许开展社保基金管理、企业年金管理、QDII 基金管理以及特定客户资产管理等其他委托理财业务，基金管理公司的业务正在日益走向多元化。随着市场的发展，市场上也涌现出一批管理资产规模较大的基金管理公司。图 1—6 是中国基金管理公司发展概况。截至 2010 年年末，我国的基金管理公司已有 63 家，有 7 家基金管理公司的基金管理资产超过了 1 000 亿元。

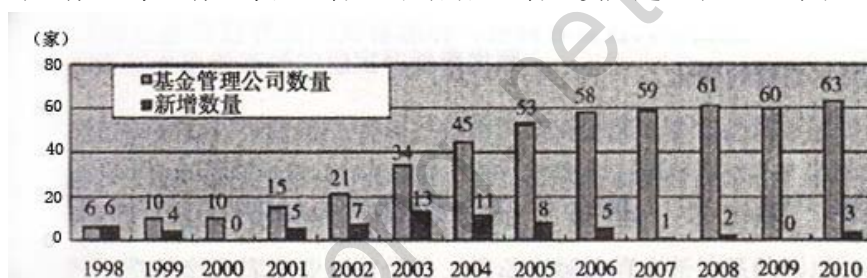


图 1-6 中国基金管理公司发展概况

### (四) 基金行业对外开放程度不断提高

基金行业的对外开放主要体现在三个方面：一是合资基金管理公司数量不断增加。我国第一家中外合资基金公司诞生于 2002 年末。截止到 2010 年末，我国共有 35 家合资基金管理公司。合资基金管理公司占到基金管理公司总数的 56%。合资基金公司带来的国际投资理念、风险控制技术和营销体系等，推动了国内基金业的发展和成熟。二是合格境内机构投资者

(QDII) 的推出, 使我国基金行业开始进入国际投资市场。自 2007 年我国首批推出 4 只 QDII 基金后, 至 2010 年年末共有 28 只 QDII 基金。三是自 2008 年 4 月起, 部分基金管理公司开始到香港设立分公司, 从事资产管理相关业务。2010 年年底, 在香港设立分公司的基金公司共有 12 家。

## (五) 基金业市场营销和服务创新日益活跃

基金业市场化程度的提高直接推动了基金管理人营销和服务意识的增强。如, 在申购费用模式上, 客户可以选择前端收费模式或后端收费模式; 在交易方式上, 可以采用电话委托、ATM、网上委托等。定期定额投资计划、红利再投资这些在成熟市场较为普遍的服务项目, 也越来越多地被我国基金管理公司所采用。

## (六) 基金投资者队伍迅速壮大, 个人投资者取代机构投资者成为基金的主要持有者

2006 年之前, 机构投资者持有开放式基金的比例在 50% 左右。

2006 年以来, 开放式基金愈来愈受到普通投资者的青睐。

2010 年年末, 我国开放式基金的账户数达到了 7714.6 万户, 基金资产约 80% 以上由个人投资者持有, 标志着我国证券投资基金的投资者结构发生了质的变化。

## 第七节 基金业在金融体系中的地位与作用

证券投资基金是一种集中资金、专业理财、组合投资、分散风险的集合投资方式。一方面, 它通过发行基金份额的形式面向投资大众募集资金; 另一方面, 将募集的资金, 通过专业理财、分散投资的方式投资于资本市场。其独特的制度优势促使其不断发展壮大, 在金融体系中的地位和作用也不断上升。

### 一、为中小投资者拓宽了投资渠道

对中小投资者来说, 储蓄或购买债券较为稳妥, 但收益率较低。投资



于股票有可能获得较高收益,但对于手中资金有限、投资经验不足的中小投资者来说,直接进行股票投资有一定困难,而且风险较大。在资金量有限的情况下,很难做到组合投资、分散风险。此外,股票市场变幻莫测,中小投资者由于缺乏投资经验,再加上信息条件的限制,很难在股市中获得良好的投资收益。证券投资基金作为一种面向中小投资者设计的间接投资工具,把众多投资者的小额资金汇集起来进行组合投资,由专业投资机构进行管理和运作,从而为投资者提供了有效参与证券市场的投资渠道,已经成为广大民众普遍接受的一种理财方式。

## 二、优化金融结构,促进经济增长

证券投资基金将中小投资者的闲散资金汇集起来投资于证券市场,扩大了直接融资的比例,为企业在证券市场筹集资金创造了良好的融资环境,实际上起到了将储蓄资金转化为生产资金的作用。近年来基金市场的迅速发展已充分说明,以基金和股票为代表的直接融资工具能够有效分流储蓄资金,在一定程度上降低金融行业系统性风险,为产业发展和经济增长提供重要的资金来源,以利于生产力的提高和国民经济的发展。

## 三、有利于证券市场的稳定和健康发展

证券投资基金在投资组合管理过程中对所投资证券进行的深入研究与分析,有利于促进信息的有效利用和传播,有利于市场合理定价,有利于市场有效性的提高和资源的合理配置。

证券投资基金发挥专业理财优势,推动市场价值判断体系的形成,倡导理性的投资文化,有助于防止市场的过度投机。

证券投资基金的发展有助于改善我国目前以个人投资者为主的不合理的投资者结构,充分发挥机构投资者对上市公司的监督和制约作用,推动上市公司完善合理结构。

不同类型、不同投资对象、不同风险与收益特性的证券投资基金在给投资者提供广泛选择的同时,也成为资本市场不断变革和金融产品不断创新的源泉之一。

## 四、完善金融体系和社会保障体系

通过为保险资金提供专业化的投资服务和投资于货币市场,证券投资



基金行业的发展有利于促进保险市场和货币市场的发展壮大, 增强证券市场与保险市场、货币市场之间的协同, 改善宏观经济政策和金融政策的传导机制, 完善金融体系。

国际经验表明, 证券投资基金的专业化服务, 可为社保基金、企业年金等各类养老金提供保值增值平台, 促进社会保障体系的建立与完善。

## 第二章 证券投资基金的类型

证券投资基金的一大特色就是数量众多、品种丰富, 可以较好地满足广大投资者的投资需要。科学合理的基金分类, 无论是对投资者正确选择基金, 还是对维护基金业的公平竞争, 都有重要的意义。掌握各种不同类型基金的概念, 认识主要基金类型的风险收益特征与分析方法, 是对从业人员的基本要求。本章在对不同类型基金进行介绍的基础上, 对股票基金、债券基金、混合基金、货币市场基金以及保本基金、交易型开放式指数基金等特殊类型的基金品种进行了重点分析。最后简要介绍了基金评价与基金评级的基本原理与方法。

### 第一节 证券投资基金分类概述

#### 一、证券投资基金分类的意义

随着基金数量、品种的不断增多, 对基金进行科学合理的分类, 无论是对投资者、基金管理公司, 还是对基金研究评价机构、监管部门来说, 都有重要意义。

对基金投资者而言, 基金数量越来越多, 投资者需要在众多的基金中选择适合自己风险收益偏好的基金。科学合理的基金分类将有助于投资者加深对各种基金的认识及对风险收益特征的把握, 有助于投资者做出正确的投资选择与比较。

对基金管理公司而言, 基金业绩的比较应该在同一类别中进行才公平合理。

对基金研究评价机构而言, 基金的分类则是进行基金评级的基础。

对监管部门而言, 明确基金的类别特征将有利于针对不同基金的特点实施更有效的分类监管。

#### 二、基金分类的困难性

科学合理的基金分类至关重要, 但在实际工作中对基金进行统一的分类并非易事。作为金融服务行业, 基金产业为不断满足投资者的需要, 基金产品创新的步伐从未停止, 没有一种分类方法能够满足所有的需要, 各

种分类方法之间不可避免地存在重合与交叉。

为统一基金分类标准, 一些国家常常由监管部门或行业协会出面制定基金分类的统一标准。如美国投资公司协会依据基金投资目标和投资策略的不同, 将美国的基金分为 33 类。不过监管部门或行业协会的分类标准往往不够精细, 无法满足投资者的实际投资需要。因此, 尽管存在不同的分类标准, 投资者仍会借助一些基金评级公司的基金分类进行实际的投资操作。

随着我国基金品种的日益丰富, 在原先简单的封闭式基金与开放式基金划分的基础上, 2004 年 7 月 1 日开始施行的《证券投资基金运作管理办法》, 首次将我国的基金类别分为股票基金、债券基金、货币市场基金、混合基金等基本类型。

### 三、基金分类

构成基金的要素有多种, 因此可以依据不同的标准对基金进行分类。

#### (一) 根据运作方式的不同, 可以将基金分为封闭式基金、开放式基金

封闭式基金是指基金份额在基金合同期限内固定不变, 基金份额可以在依法设立的证券交易所交易, 但基金份额持有人不得申请赎回的一种基金运作方式。

开放式基金是指基金份额不固定, 基金份额可以在基金合同约定的时间和场所进行申购或者赎回的一种基金运作方式。

#### (二) 根据法律形式的不同, 可以将基金分为契约型基金、公司型基金等

不同的国家(地区)具有不同的法律环境, 基金能够采用的法律形式也会有所不同。目前我国的基金全部是契约型基金, 而美国的绝大多数基金则是公司型基金。组织形式的不同赋予了基金不同的法律地位, 基金投资者所受到的法律保护也因此有所不同。

### (三) 依据投资对象的不同, 可以将基金分为股票基金、债券基金、货币市场基金、混合基金等

股票基金是指以股票为主要投资对象的基金。股票基金在各类基金中历史最为悠久, 也是各国(地区)广泛采用的一种基金类型。根据中国证监会对基金类别的分类标准, 基金资产 60% 以上投资于股票的为股票基金。

债券基金主要以债券为投资对象。根据中国证监会对基金类别的分类标准, 基金资产 80% 以上投资于债券的为债券基金。

货币市场基金以货币市场工具为投资对象。根据中国证监会对基金类别的分类标准, 仅投资于货币市场工具的为货币市场基金。

混合基金同时以股票、债券等为投资对象, 以期通过在不同资产类别上的投资实现收益与风险之间的平衡。根据中国证监会对基金类别的分类标准, 投资于股票、债券和货币市场工具, 但股票投资和债券投资的比例不符合股票基金、债券基金规定的为混合基金。

依据投资对象对基金进行分类, 简单明确, 对投资者具有直接的参考价值。

### (四) 根据投资目标的不同, 可以将基金分为增长型基金、收入型基金和平衡型基金

增长型基金是指以追求资本增值为基本目标, 较少考虑当期收入的基金, 主要以具有良好增长潜力的股票为投资对象。

收入型基金是指以追求稳定的经常性收入为基本目标的基金, 主要以大盘蓝筹股、公司债、政府债券等稳定收益证券为投资对象。

平衡型基金则是既注重资本增值又注重当期收入的一类基金。

一般而言, 增长型基金的风险大、收益高; 收入型基金的风险小、收益较低; 平衡型基金的风险、收益则介于增长型基金与收入型基金之间。根据投资目标的不同, 既有以追求资本增值为基本目标的增长型基金, 也有以获取稳定的经常性收入为基本目标的收入型基金和兼具增长与收入双重目标的平衡型基金。不同的投资目标决定了基金的基本投向与基本的投资策略, 以适应不同投资者的投资需要。

## (五) 依据投资理念的不同, 可以将基金分为主动型基金与被动(指数)型基金

主动型基金是一类力图取得超越基准组合表现的基金。

与主动型基金不同, 被动型基金并不主动寻求取得超越市场的表现, 而是试图复制指数的表现。被动型基金一般选取特定的指数作为跟踪的对象, 因此通常又被称为指数型基金。

## (六) 根据募集方式的不同, 可以将基金分为公募基金和私募基金

公募基金是指可以面向社会公众公开发售的一类基金。

私募基金则是只能采取非公开方式, 面向特定投资者募集发售的基金。

公募基金主要具有如下特征: 可以面向社会公众公开发售基金份额和宣传推广, 基金募集对象不固定; 投资金额要求低, 适宜中小投资者参与; 必须遵守基金法律和法规的约束, 并接受监管部门的严格监管。

与公募基金相比, 私募基金不能进行公开发售和宣传推广, 投资金额要求高, 投资者的资格和人数常常受到严格的限制。如美国相关法律要求, 私募基金的投资者人数不得超过 100 人, 每个投资者的净资产必须在 100 万美元以上。与公募基金必须遵守基金法律和法规的约束并接受监管部门的严格监管相比, 私募基金在运作上具有较大的灵活性, 所受到的限制和约束也较少。它既可以投资于衍生金融产品进行买空卖空交易, 也可以进行汇率、商品期货投机交易等。私募基金的投资风险较高, 主要以具有较强风险承受能力的富裕阶层为目标客户。

## (七) 根据基金的资金来源和用途的不同, 可以将基金分为在岸基金和离岸基金

在岸基金是指在本国募集资金并投资于本国证券市场的证券投资基金。由于在岸基金的投资者、基金组织、基金管理人、基金托管人及其他当事人和基金的投资市场均在本国境内, 所以基金的监管部门比较容易运用本

国法律法规及相关技术手段对证券投资基金的投资运作行为进行监管。

离岸基金是指一国的证券投资基金组织在他国发售证券投资基金份额, 并将募集的资金投资于本国或第三国证券市场的证券投资基金。

## (八) 特殊类型基金

1. 系列基金。系列基金又称为伞型基金, 是指多个基金共用一个基金合同, 子基金独立运作, 子基金之间可以进行相互转换的一种基金结构形式。

2. 基金中的基金。基金中的基金是指以其他证券投资基金为投资对象的基金, 其投资组合由其他基金组成。我国目前尚无此类基金。

3. 保本基金。保本基金是指一定的保本投资策略进行运作, 同时引入保本保障机制, 以保证基金份额持有人在保本周期到期时, 可以获得投资本金保证的基金。

4. 交易型开放式指数基金 (ETF) 与 ETF 联接基金。交易型开放式指数基金通常又称为交易所交易基金 (Exchange Traded Funds, ETF), 是一种在交易所上市交易的、基金份额可变的一种开放式基金 (ETF 交易模式见图 2-1)。ETF 最早产生于加拿大, 但其发展与成熟主要是在美国。ETF 一般采用被动式投资策略跟踪某一标的市场指数, 因此具有指数基金的特点。

ETF 结合了封闭式基金与开放式基金的运作特点。投资者既可以像封闭式基金那样在交易所二级市场买卖, 又可以像开放式基金那样申购、赎回。不同的是, 它的申购是用一篮子股票换取 ETF 份额, 赎回时则是换回一篮子股票而不是现金。这种交易制度使该类基金存在一级和二级市场之间的套利机制, 可有效防止类似封闭式基金的大幅折价。



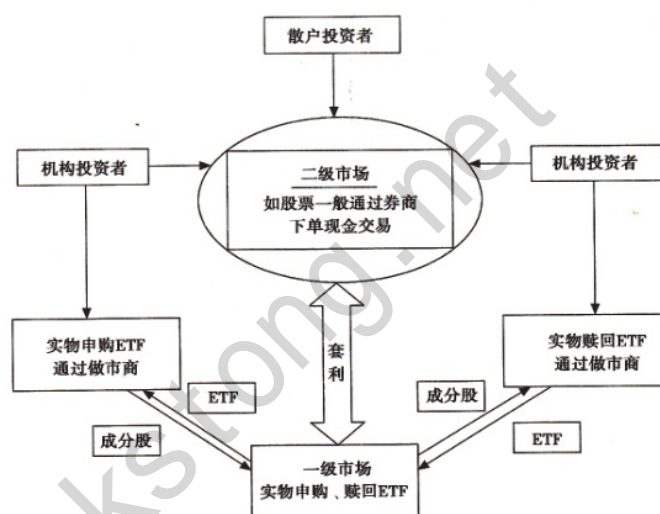


图 2-1 ETF 交易模式图

1990 年, 加拿大多伦多证券交易所 (TSE) 推出了世界上第一只 ETF——指数参与份额 (TIP<sub>s</sub>)。1993 年, 美国的第一只 ETF——标准普尔存托凭证 (SPDR<sub>s</sub>) 诞生, 其后 ETF 在美国开始获得迅速发展。根据美国投资公司协会的统计, 截至 2010 年年末, 美国共有 923 只 ETF 产品, 资产总值达到 9920 亿美元。ETF 已成为美国基金市场上成长速度最快的基金品种之一。

我国第一只 ETF 成立于 2004 年年底的上证 50ETF。截止到 2010 年末我国共有 20 只 ETF, 资产净值为 715 亿元人民币。

普通投资者尽管可以像买卖封闭式基金一样在交易所买卖 ETF, 但对未参与股票二级市场交易的投资者而言仍无法参与 ETF 投资。在这种情况下, 一种将其绝大部分基金财产投资于跟踪同一标的指数的 ETF (简称“目标 ETF”)、密切跟踪标的指数表现、采用开放式运作方式、可以在场外申购或赎回的、被称为“ETF 联接基金”的基金应运而生。

根据中国证监会的相关指引, ETF 联接基金投资于目标 ETF 的资产不得抵于基金资产净值的 90%, 其余部分应投资于标的指数的成份股和备选成份股以及中国证监会规定的其他证券品种。从性质上看, 可以将 ETF 联接基金看作是一种指数型的基金中的基金。

5. 上市开放式基金 (LOF)。上市开放式基金 (Listed open-ended Funds, LOF) 是一种既可以在场外市场进行基金份额申购、赎回, 又可以在交易所 (场内市场) 进行基金份额交易和基金份额申购或赎回的开放式基金。它是我国对证券投资基金的一种本土化创新。

LOF 结合了银行等代销机构和交易所交易网络二者的销售优势, 为开

放式基金销售开辟了新的渠道。LOF 通过场外市场与场内市场获得的基金份额分别被注册登记在场外系统与场内系统, 但基金份额可以通过跨系统转托管(即跨系统转登记)实现在场外市场与场内市场的转换。LOF 获准交易后, 投资者既可以通过银行等场外销售渠道申购和赎回基金份额, 也可以在挂牌的交易所买卖该基金或进行基金份额的申购与赎回。

LOF 所具有的转托管机制与可以在交易所进行申购、赎回的制度安排, 使 LOF 不会出现封闭式基金的大幅折价交易现象。

LOF 与 ETF 都具备开放式基金可以申购、赎回和场内交易的特点, 但两者存在本质区别, 主要表现在:

(1) 申购、赎回的标的不同。ETF 与投资者交换的是基金份额与一篮子股票; 而 LOF 的申购、赎回是基金份额与现金的对价。

(2) 申购、赎回的场所不同。ETF 的申购、赎回通过交易所进行; LOF 的申购、赎回既可以在代销网点进行也可以在交易所进行。

(3) 对申购、赎回限制不同。只有资金在一定规模以上的投资者(基金份额通常要求在 50 万份以上)才能参与 ETF 一级市场的申购、赎回交易; 而 LOF 在申购、赎回上没有特别要求。

(4) 基金投资策略不同。ETF 通常采用完全被动式管理方法, 以拟合某一指数为目标; 而 LOF 则是普通的开放式基金增加了交易所的交易方式, 它可以是指数型基金, 也可以是主动管理型基金。

(5) 在二级市场的净值报价上, ETF 每 15 秒提供一个基金参考净值报价; 而 LOF 的净值报价频率要比 ETF 低, 通常 1 天只提供 1 次或几次基金净值报价。

6.QDII 基金。QDII 是 Qualified Domestic Institutional Investors (合格的境内机构投资者) 的首字缩写。QDII 基金是指在一国境内设立, 经该国有关部门批准从事境外证券市场的股票、债券等有价证券投资的基金。它为国内投资者参与国际市场投资提供了便利。2007 年我国推出了首批 QDII 基金。

7.分级基金。分级基金又称为结构型基金、可分离交易基金, 是指在一只基金内部通过结构化的设计或安排, 将普通基金份额拆分为具有不同预期收益与风险的两类(级)或多类(级)份额并可分离上市交易的一种基金产品。

## 第二节 股票基金

### 一、股票基金在投资组合中的作用

股票基金以追求长期的资本增值为目标, 比较适合长期投资。与其他类型的基金相比, 股票基金的风险较高, 但预期收益也较高。股票基金提供了一种长期的投资增值性, 可供投资者用来满足教育支出、退休支出等远期支出的需要。与房地产一样, 股票基金是应对通货膨胀最有效的手段。

### 二、股票基金与股票的不同

作为一篮子股票组合的股票基金, 与单一股票之间存在许多不同:

1. 股票价格在每一交易日内始终处于变动之中; 股票基金净值的计算每天只进行 1 次, 因此每一交易日股票基金只有 1 个价格。

2. 股票价格会由于投资者买卖股票数量的大小和强弱的对比而受到影响; 股票基金份额净值不会由于买卖数量或申购、赎回数量的多少而受到影响。

3. 人们在投资股票时, 一般会根据上市公司的基本面, 如财务状况、产品的市场竞争力、盈利预期等方面的信息对股票价格高低的合理性作出判断, 但却不能对股票基金份额净值进行合理与否的评判。换言之, 对基金份额净值高低进行合理与否的判断是没有意义的, 因为基金份额净值是由其持有的证券价格复合而成的。

4. 单一股票的投资风险较为集中, 投资风险较大; 股票基金由于分散投资, 投资风险低于单一股票的投资风险。但从风险来源看, 股票基金增加了基金经理投资的委托代理风险。

### 三、股票基金的类型

股票可以根据所在市场、规模、性质以及所属行业等归结为几种主要类型。与此相适应, 可以根据基金所投资股票的特性对股票基金进行分类。一种股票可能同时具有两种以上的属性。类似地, 一只股票型基金也可以被归为不同的类型。

## (一) 按投资市场分类

按投资市场分类, 股票基金可分为国内股票基金、国外股票基金与全球股票基金三大类。

国内股票基金以本国股票市场为投资场所, 投资风险主要受国内市场的影响。

国外股票基金以非本国的股票市场为投资场所, 由于币制不同, 存在一定的汇率风险。

全球股票基金以包括国内股票市场在内的全球股票市场为投资对象, 进行全球化分散投资, 可以有效克服单一国家或区域投资风险, 但由于投资跨度大, 费用相对较高。

国外股票基金可进一步分为单一国家型股票基金、区域型股票基金、国际股票基金三种类型。单一国家型股票基金以某一国家的股票市场为投资对象, 以期分享该国股票投资的较高收益, 但会面临较高的国家投资风险。区域型股票基金以某一区域内的国家组成的区域股票市场为投资对象, 以期分享该区域股票投资的较高收益, 但会面临较高的区域投资风险。

国际股票基金以除本国以外的全球股票市场为投资对象, 能够分散本国市场外的投资风险。

## (二) 按股票规模分类

按股票市值的大小将股票分为小盘股票、中盘股票与大盘股票, 是一种最基本的股票分析方法。与此相适应, 专注于投资小盘股票的基金就称为小盘股票基金。类似地, 有中盘股票基金与大盘股票基金之分。

对股票规模的划分并不严格, 通常有两种划分方法: 一种方法是依据市值的绝对值进行划分。如通常将市值小于 5 亿元人民币的公司归为小盘股, 将超过 20 亿元人民币的公司归为大盘股。另一种方法是依据相对规模进行划分。如将一个市场的全部上市公司按市值大小排名。市值较小、累计市值占市场总市值 20% 以下的公司归为小盘股; 市值排名靠前, 累计市值占市场总市值 50% 以上的公司为大盘股。

## (三) 按股票性质分类

根据股票性质的不同, 通常可以将股票分为价值型股票与成长型股票。

价值型股票通常是指收益稳定、价值被低估、安全性较高的股票, 其市盈率、市净率通常较低。成长型股票通常是指收益增长速度快、未来发展潜力大的股票, 其市盈率、市净率通常较高。价值型股票的投资者比成长型股票的投资者一般表现得更有耐心, 更倾向于长期投资。与此相反, 一旦市场有变, 成长型股票的投资者往往会选择快进快出, 进行短线操作。

专注于价值型股票投资的股票基金称为价值型股票基金, 专注于成长型股票投资的股票基金称为成长型股票基金, 同时投资于价值型股票与成长型股票的基金则称为平衡型基金。价值型股票基金的投资风险要低于成长型股票基金, 但回报通常也不如成长型股票基金。平衡型基金的收益、风险则介于价值型股票基金与成长型股票基金之间。

在价值型与成长型分类之中还可以对股票的性质进一步进行细分, 从而会有各种不同的价值型基金与成长型基金。

价值型股票可以进一步被细分为低市盈率股、蓝筹股、收益型股票、防御型股票、逆势型股票等, 从而有蓝筹股基金、收益型基金等。蓝筹股是指规模大、发展成熟、高质量公司的股票, 如包括在上证 50 指数、上证 180 指数中的成分股。收益型股票是指高分红的一类股票。防御型股票是指利润不随经济衰退而下降, 可以有效抵御经济衰退影响的一类股票。逆势型股票是指价值被低估或非市场热点的一类股票, 往往是典型的周期性衰退公司的股票。专注于此类股票投资的基金经理期望这些股票能进入周期性反弹或其收益能有较大的改善。

成长型股票可以进一步分为持续成长型股票、趋势增长型股票、周期型股票等, 从而有持续成长型基金、趋势增长型基金等。持续成长型股票是指业绩能够持续稳定增长的一类股票; 趋势增长型股票是指波动大、业绩有望加速增长的一类股票; 周期型股票是指利润随经济周期波动变化比较大的一类股票。

#### (四) 按基金投资风格分类

一只小盘股既可能是一只价值型股票, 也可能是一只成长型股票; 而一家较大规模的大盘股同样既可能是价值型股票, 也可能是成长型股票。为有效分析股票基金的特性, 人们常常会根据基金所持有的全部股票市值的平均规模与性质的不同而将股票基金分为不同投资风格的基金, 如大盘价值型基金、大盘平衡型基金、大盘成长型基金、小盘价值型基金、小盘平衡型基金、小盘成长型基金等。图 2-2 直观地将股票基金按投资风格分为了九种类型。



成长	小盘成长	中盘成长	大盘成长
平衡	小盘平衡	中盘平衡	大盘平衡
价值	小盘价值	中盘价值	大盘价值

小盘                      中盘                      大盘

图 2-2 股票基金风格类型

需要注意的是, 很多基金在投资风格上并非始终如一, 而是会根据市场环境对投资风格进行不断的调整, 以期获得更好的投资回报。这一现象就是所谓的风格变化现象。

### (五) 按行业分类

同一行业内的股票往往表现出类似的特性与价格走势。以某一特定行业或板块为投资对象的基金就是行业股票基金, 如基础行业基金、资源类股票基金、房地产基金、金融服务基金、科技股基金等。不同行业在不同经济周期中的表现不同, 为追求较好的回报, 还有一种行业轮换型基金。行业轮换型基金集中于行业投资, 投资风险相对较高。

## 四、股票基金的投资风险

股票基金所面临的投资风险主要包括系统性风险、非系统性风险以及管理运作风险。

系统性风险即市场风险, 是指由整体政治、经济、社会等环境因素对证券价格所造成的影响。系统性风险包括政策风险、经济周期性波动风险、利率风险、购买力风险、汇率风险等。这种风险不能通过分散投资加以消

除, 因此又称为不可分散风险。

非系统性风险是指个别证券特有的风险, 包括企业的信用风险、经营风险、财务风险等。非系统性风险可以通过分散投资加以规避, 因此又称为可分散风险。

管理运作风险是指由于基金经理对基金的主动性操作行为而导致的风险, 如基金经理不适当地对某一行业或个股的集中投资给基金带来的风险。

股票基金通过分散投资可以大大降低个股投资的非系统性风险, 但却不能回避系统性投资风险, 而管理运作风险则因基金而异。

不同类型的股票基金所面临的风险会有所不同。如, 单一行业投资基金会存在行业投资风险, 而以整个市场为投资对象的基金则不会存在行业风险; 单一国家型股票基金将会面临较高的单一国家投资风险, 而全球股票基金则会较好地回避此类风险。

## 五、股票基金的分析

在投资股票时, 投资者通常可以借助每股收益、市盈率等分析指标对股票投资价值进行分析。同样, 对股票基金的分析也有一些常用的分析指标, 如反映基金经营业绩的指标、反映基金风险大小的指标、反映基金组合特点的指标、反映基金操作成本的指标、反映基金操作策略的指标等等。

### (一) 反映基金经营业绩的指标

反映基金经营业绩的主要指标包括基金分红、已实现收益、净值增长率等指标。其中, 净值增长率是最主要的分析指标, 最能全面反映基金的经营成果。基金分红是基金对基金投资收益的派现, 其大小会受到基金分红政策、已实现收益、留存收益的影响, 不能全面反映基金的实际表现。如果基金只卖出有盈利的股票, 保留被套的股票, 已实现收益可能很高, 但基金的浮动亏损可能更大, 基金最终可能是亏损的。因此, 用已实现收益不能很好地反映基金的经营成果。

最简单的净值增长率指标可以计算如下:

$$\text{净值增长} = \frac{\text{期末份额净值} - \text{期初份额净值} + \text{每份期间分红}}{\text{期初份额净值}} \times 100\%$$

净值增长率对基金的分红、已实现收益、未实现收益都加以考虑, 因此是最能有效地反映基金经营成果的指标。

净值增长率越高, 说明基金的投资效果越好。如果单纯考察一只基金本身的净值增长率说明不了什么问题, 通常还应该将该基金的净值增长率

与比较基准、同类基金的净值增长率比较才能对基金的投资效果进行全面评价。

## (二) 反映基金风险大小的指标

常用来反映股票基金风险大小的指标有标准差、贝塔值、持股集中度、行业投资集中度、持股数量等指标。

有的股票基金每年的净值增长率可能相差很大, 有的基金每年的净值增长率之间的差异可能较小。净值增长率波动程度越大, 基金的风险就越高。基金净值增长率的波动程度可以用标准差来计量, 并通常按月计算。在净值增长率服从正态分布时, 可以期望  $2/3$  (约 67%) 的情况下, 净值增长率会落入平均值正负 1 个标准差的范围内, 95% 的情况下基金净值增长率会落在正负 2 个标准差的范围内。

例如, 一只基金的月平均净值增长率为 3%, 标准差为 4%。在正态分布下, 该基金月度净值增长率处于 +7% ~ -1% 之间的可能性是 67%, 月度净值增长率在 +11% ~ -5% 之间的可能性是 95%。

股票基金以股票市场为活动母体, 其净值变动不能不受到证券市场系统风险的影响。通常可以用贝塔值 ( $\beta$ ) 的大小衡量一只基金面临的市场风险的大小。贝塔值将一只股票基金的净值增长率与某个市场指数联系起来, 以反映基金净值变动对市场指数变动的敏感程度。

$$\beta = \frac{\text{基金净值增长率}}{\text{股票指数增长率}}$$

如果股票指数上涨或下跌 1%, 某基金的净值增长率上涨或下跌 1%, 那么该基金的贝塔值为 1, 说明该基金净值的变化与指数的变化幅度相当。如果某基金的贝塔值大于 1, 说明该基金是一只活跃或激进型基金; 如果某基金的贝塔值小于 1, 说明该基金是一只稳定或防御型的基金。

$$\text{持股集中度} = \frac{\text{前十大重仓股投资市值}}{\text{基金股票投资市值}} \times 100\%$$

持股集中度越高, 说明基金在前十大重仓股的投资越多, 基金的风险越高。类似地, 可以计算基金在前三大行业或前五大行业上的行业投资集中度。持股数量越多, 基金的投资风险越分散, 风险越低。但持股过分分散, 也不利于基金业绩的提高。

### (三) 反映股票基金组合特点的指标

依据股票基金所持有的全部股票的平均市值、平均市盈率、平均市净率等指标, 可以对股票基金的投资风格进行分析。

基金持股平均市值的计算有不同的方法, 既可以用算术平均法, 也可以用加权平均法或其他较为复杂的方法。算术平均市值等于基金所持有全部股票的总市值除以其所持有的股票的全部数量。加权平均市值则根据基金所持股票的比例进行股票市值的加权平均。通过对平均市值的分析, 可以看出基金是偏好大盘股的投资、中盘股的投资, 还是偏好小盘股的投资。

同理, 可以用基金所持有的全部股票的平均市盈率、平均市净率的大小, 判断股票基金是倾向于投资价值型股票还是成长型股票。如果基金的平均市盈率、平均市净率小于市场指数的市盈率和市净率, 可以认为该股票基金属于价值型基金; 反之, 该股票基金则可以归为成长型基金。

### (四) 反映基金运作成本的指标

费用率是评价基金运作效率和运作成本的一个重要统计指标。

$$\text{费用率} = \frac{\text{基金运作费用}}{\text{基金平均净资产}} \times 100\%$$

费用率越低, 说明基金的运作成本越低, 运作效率越高。基金运作费用主要包括基金管理费、托管费、基于基金资产计提的营销服务费等项目, 但不包括前端或后端申购费、赎回费, 也不包括投资利息费用、交易佣金等费用。相对于其他类型的基金, 股票基金的费用率较高; 相对于大型基金, 小型基金的费用率通常较高; 相对于国内股票基金, 国外股票基金的费用率较高。

### (五) 反映基金操作策略的指标

基金股票周转率通过对基金买卖股票频率的衡量, 可以反映基金的操作策略。通常它可以用基金股票交易量的一半与基金平均净资产之比来衡量。用基金股票交易量的一半作分子的原因在于, “一买一卖”才构成一次完整的周转。周转率的倒数为基金持股的平均时间。

如果一个股票基金的年周转率为 100%, 意味着该基金持有股票的平均

时间为 1 年。低周转率的基金倾向于对股票的长期持有, 高周转率的基金则倾向于对股票的频繁买入与卖出。周转率高的基金, 所付出的交易佣金与印花税也较高, 会加重投资者的负担, 对基金业绩造成一定的负面影响。

## 第三节 债券基金

### 一、债券基金在投资组合中的作用

债券基金主要以债券为投资对象, 因此对追求稳定收入的投资者具有较强的吸引力。债券基金的波动性通常要小于股票基金, 因此常常被投资者认为是收益、风险适中的投资工具。此外, 当债券基金与股票基金进行适当的组合投资时, 常常能较好地分散投资风险, 因此债券基金常常也被视为组合投资中不可或缺的重要组成部分。

### 二、债券基金与债券的不同

作为投资于一篮子债券的组合投资工具, 债券基金与单一债券存在重大的区别。

#### (一) 债券基金的收益不如债券的利息固定

投资者购买固定利率性质的债券, 在购买后会定期得到固定的利息收入, 并可在债券到期时收回本金。债券基金作为不同债券的组合, 尽管也会定期将收益分配给投资者, 但债券基金分配的收益有升有降, 不如债券的利息固定。

#### (二) 债券基金没有确定的到期日

与一般债券会有一个确定的到期日不同, 债券基金由一组具有不同到期日的债券组成, 因此并没有一个确定的到期日。不过为分析债券基金的特性, 我们仍可以对债券基金所持有的所有债券计算出一个平均到期日。



(三) 债券基金的收益率比买入并持有到期的单个债券的收益率更难以预测

单一债券的收益率可以根据购买价格、现金流以及到期收回的本金计算投资收益率, 但债券基金由一组不同的债券组成, 收益率较难计算和预测。

(四) 投资风险不同

单一债券随着到期日的临近, 所承担的利率风险会下降。债券基金没有固定到期日, 所承担的利率风险将取决于所持有的债券的平均到期日。债券基金的平均到期日常常会相对固定, 债券基金所承受的利率风险通常也会保持在一定的水平。单一债券的信用风险比较集中, 而债券基金通过分散投资则可以有效避免单一债券可能面临的较高的信用风险。

三、债券基金的类型

债券有不同类型, 债券基金也会有不同类型。通常可以依据债券发行者(政府、企业等)的不同、债券到期日的长短以及债券质量的高低对债券进行分类。根据发行者的不同, 可以将债券分为政府债券、企业债券、金融债券等。根据债券到期日的不同, 可以将债券分为短期债券、长期债券等。根据债券信用等级的不同, 可以将债券分为低等级债券、高等级债券等。与此相适应, 也就产生了以某一类债券为投资对象的债券基金。

与股票基金类似, 债券基金也被分成不同的投资风格。债券基金投资风格主要依据基金所持债券的久期与债券的信用等级来划分(见图 2-3)。

高等级	短期高信用	中期高信用	长期高信用
中等级	短期中信用	中期中信用	长期中信用
低等级	短期低信用	中期低信用	长期低信用
	短期	中期	长期

图 2-3 债券基金风格类型

## 四、债券基金的投资风险

债券基金主要的投资风险包括利率风险、信用风险、提前赎回风险以及通货膨胀风险。

### (一) 利率风险

债券的价格与市场利率变动密切相关, 且呈反方向变动。当市场利率上升时, 大部分债券的价格会下降; 当市场利率降低时, 债券的价格通常会上升。通常, 债券的到期日越长, 债券价格受市场利率的影响就越大。与此相类似, 债券基金的价值会受到市场利率变动的影响。债券基金的平均到期日越长, 债券基金的利率风险越高。

### (二) 信用风险

信用风险是指债券发行人没有能力按时支付利息、到期归还本金的风险。如果债券发行人不能按时支付利息或偿还本金, 该债券就面临很高的信用风险。投资者为弥补低等级信用债券可能面临的较高信用风险, 往往会要求较高的收益补偿。一些债券评级机构会对债券的信用进行评级。如果某债券的信用等级下降, 将会导致该债券的价格下跌, 持有这种债券的基金的净值也会随之下降。

### (三) 提前赎回风险

提前赎回风险是指债券发行人有可能在债券到期日之前回购债券的风险。当市场利率下降时, 债券发行人能够以更低的利率融资, 因此可以提前偿还高息债券。持有附有提前赎回权债券的基金将不仅不能获得高息收益, 而且还会面临再投资风险。

## (四) 通货膨胀风险

通货膨胀会吞噬固定收益所形成的购买力, 因此债券基金的投资者不能忽视这种风险, 必须适当地购买一些股票基金。

## 五、债券基金的分析

分析股票基金的许多指标可以很好地用于对债券基金的分析, 如净值增长率、标准差、费用率、周转率等概念都是较为通用的分析指标。但由于债券基金的风险来源与股票基金有所不同, 债券基金的表现与风险主要受久期与债券信用等级的影响, 因此对债券基金的分析也主要集中于对债券基金久期与基金所持债券信用等级的分析。

一只债券基金的平均到期日只对债券平均偿还本金的时间进行考察, 因此并不能很好地衡量利率变动对基金净值变动的影响。久期是指一只债券贴现现金流的加权平均到期时间。它综合考虑了到期时间、债券现金流以及市场利率对债券价格的影响, 可以用以反映利率的微小变动对债券价格的影响, 因此是一个较好的债券利率风险衡量指标。债券基金的久期等于基金组合中各个债券的投资比例与对应债券久期的加权平均。与单个债券的久期一样, 债券基金的久期越长, 净值的波动幅度就越大, 所承担的利率风险就越高。久期在计算上比较复杂, 但其应用却很简单。要衡量利率变动对债券基金净值的影响, 只要用久期乘以利率变化即可。例如, 如果某债券基金的久期是 5 年, 那么, 当市场利率下降 1% 时, 该债券基金的资产净值约增加 5%; 而当市场利率上升 1% 时, 该债券基金的资产净值约减少 5%。因此, 一个厌恶风险的投资者应选择久期较短的债券基金, 而一个愿意接受较高风险的投资者则应选择久期较长的债券基金。

久期可以较准确地衡量利率的微小变动对债券价格的影响, 但当利率变动幅度较大时, 则会产生较大的误差, 这主要是由债券所具有的凸性引起的。债券价格与利率之间的反向关系并不是直线型关系, 而是一种凸线型关系。这样当利率变动幅度较大时, 以久期为代表的直线型关系就不能准确衡量债券价格的真实变动, 必须用凸性对其进行修正。

尽管久期是一个有用的分析工具, 但也应注重对债券基金所持有的债券的平均信用等级加以考察。在其他条件相同的情况下, 信用等级较高的债券, 收益率较低; 信用等级较低的债券, 收益率较高。

## 第四节 货币市场基金

### 一、货币市场基金在投资组合中的作用

与其他类型基金相比, 货币市场基金具有风险低、流动性好的特点。货币市场基金是厌恶风险、对资产流动性和安全性要求较高的投资者进行短期投资的理想工具, 或暂时存放现金的理想场所。但需要注意的是, 货币市场基金的长期收益率较低, 并不适合长期投资。

### 二、货币市场工具

货币市场工具通常指到期日不足 1 年的短期金融工具。由于货币市场工具到期日非常短, 因此也称为现金投资工具。货币市场工具通常由政府、金融机构以及信誉卓著的大型工商企业发行。货币市场工具流动性好、安全性高, 但其收益率与其他证券相比则非常低。货币市场与股票市场的一个主要区别是: 货币市场投资门槛通常很高, 在很大程度上限制了一般投资者的进入。此外, 货币市场属于场外交易市场, 交易主要由买卖双方通过电话或电子交易系统以协商价格完成。货币市场基金的投资门槛极低, 因此, 货币市场基金为普通投资者进入货币市场提供了重要通道。

### 三、货币市场基金的投资对象

按照《货币市场基金管理暂行规定》以及其他有关规定, 目前我国货币市场基金能够进行投资的金融工具主要包括:

- (1) 现金;
- (2) 1 年以内 (含 1 年) 的银行定期存款、大额存单;
- (3) 剩余期限在 397 天以内 (含 397 天) 的债券;
- (4) 期限在 1 年以内 (含 1 年) 的债券回购;
- (5) 期限在 1 年以内 (含 1 年) 的中央银行票据;
- (6) 剩余期限在 397 天以内 (含 397 天) 的资产支持证券。

货币市场基金不得投资于以下金融工具:

- (1) 股票;
- (2) 可转换债券;
- (3) 剩余期限超过 397 天的债券;

- (4) 信用等级在 AAA 级以下的企业债券;
- (5) 国内信用评级机构评定的 A—1 级或相当于 A—1 级的短期信用级别及该标准以下的短期融资券;
- (6) 流通受限的证券。

## 四、货币市场基金的投资风险

货币市场基金同样会面临利率风险、购买力风险、信用风险、流动性风险。但由于我国货币市场基金不得投资于剩余期限高于 397 天的债券, 投资组合的平均剩余期限不得超过 180 天, 实际上货币市场基金的风险是较低的。与银行存款不同, 货币市场基金并不保证收益水平。因此, 尽管货币市场基金的风险较低, 但并不意味着货币市场基金没有投资风险。

## 五、货币市场基金分析

### (一) 收益分析

货币市场基金的份额净值固定在 1 元人民币, 基金收益通常用日每万份基金净收益和最近 7 日年化收益率表示。日每万份基金净收益是把货币市场基金每天运作的净收益平均摊到每一份额上, 然后以 1 万份为标准进行衡量和比较的一个数据。最近 7 日年化收益率是以最近 7 个自然日日平均收益率折算的年收益率。这两个反映收益的指标都是短期指标。

1. 日每万份基金净收益的计算。根据中国证监会发布的《货币市场基金信息披露特别规定》, 货币市场基金日每万份基金净收益的计算公式为:

$$\text{日每万份基金净收益} = \frac{\text{当日基金净收益}}{\text{当日基金份额总额}} \times 10\,000$$

2. 最近 7 日年化收益率的计算。根据中国证监会发布的《货币市场基金信息披露特别规定》, 货币市场基金在计算和披露最近 7 日年化收益率时, 会由于收益分配频率的不同而有所不同。

$$\text{按日结转份额的 7 日年化收益} = \left\{ \left[ \prod_{i=1}^7 \left( 1 + \frac{R_i}{10000} \right) \right]^{\frac{365}{7}} - 1 \right\} \times 100\%$$

$$\text{按月结转份额的 7 日年化收益率} = \frac{\sum_{i=1}^7 R_i}{7} \times \frac{365}{10000} \times 100\%$$

其中,  $R_i$  为最近第  $i$  个自然日 (包括计算当日) 的每万份基金净收益。



在运用日每万份基金净收益指标和最近 7 日年化收益率指标对货币市场基金收益进行分析时, 应特别注意指标之间的可比性问题。实际上, 不同的份额结转方式使货币市场基金在收益指标上丧失了可比性。从日每万份基金净收益指标看, 按日结转份额的基金在及时增加基金份额的同时将会摊薄每万份基金的日净收益; 同时, 份额的及时结转也增加了管理费计提的基础, 使日每万份基金净收益有可能进一步降低。从最近 7 日年化收益率指标看, 按日结转份额的最近 7 日年化收益率相当于按复利计息, 因此在总收益不变的情况下, 其数值要高于按月结转份额所计算的最近 7 日年化收益率。

## (二) 风险分析

用以反映货币市场基金风险的指标有投资组合平均剩余期限、融资比例、浮动利率债券投资情况等。

1. 投资组合平均剩余期限。低风险和高流动性是货币市场基金的主要特征, 投资组合平均剩余期限是反映基金组合风险的重要指标。投资组合平均剩余期限越短, 货币市场基金收益的利率敏感性越低, 但收益率也可能较低。目前, 我国法规要求货币市场基金投资组合的平均剩余期限在每个交易日均不得超过 180 天。但有的基金可能会在基金合同中做出更严格的限定, 如投资组合平均剩余期限不得超过 90 天。因此, 在比较不同货币市场基金收益率的时候, 应考虑其投资组合平均剩余期限的控制要求。对于单只货币市场基金, 应特别注意其投资组合平均剩余期限的水平和变化情况, 以及各期间资产剩余期限的分布情况。

2. 融资比例。一般情况下, 货币市场基金财务杠杆的运用程度越高, 其潜在的收益可能越高, 但风险相应也越大。另外, 按照规定, 除非发生巨额赎回, 货币市场基金债券正回购的资金余额不得超过 20%。因此, 在比较不同货币市场基金收益率的时候, 应同时考虑其同期财务杠杆的运用程度。

3. 浮动利率债券投资情况。货币市场基金可以投资于剩余期限小于 397 天但剩余存续期超过 397 天的浮动利率债券。虽然其剩余期限小于 397 天, 但实际上该债券品种的期限往往很长 (如 10 年), 因此, 该券种在收益率、流动性、信用风险、利率风险等方面会与同样剩余期限的其他券种存在差异。在判断基金组合剩余期限分布时, 应充分考虑基金投资该类债券的情况。

## 第五节 混合基金

### 一、混合基金在投资组合中的作用

混合基金的风险低于股票基金, 预期收益则要高于债券基金。它为投资者提供了一种在不同资产类别之间进行分散投资的工具, 比较适合较为保守的投资者。

### 二、混合基金的类型

混合基金尽管会同时投资于股票、债券等, 但常常会依据基金投资目标的不同而进行股票与债券的不同配比。因此, 通常可以依据资产配置的不同将混合基金分为偏股型基金、偏债型基金、股债平衡型基金、灵活配置型基金等。

偏股型基金中股票的配置比例较高, 债券的配置比例相对较低。通常, 股票的配置比例在 50%~70%, 债券的配置比例在 20%~40%。

偏债型基金与偏股型基金正好相反, 债券的配置比例较高, 股票的配置比例则相对较低。

股债平衡型基金股票与债券的配置比例较为均衡, 比例大约在 40%~60%左右。

灵活配置型基金在股票、债券上的配置比例则会根据市场状况进行调整, 有时股票的比例较高, 有时债券的比例较高。

### 三、混合基金的投资风险

混合基金的投资风险主要取决于股票与债券配置的比例大小。一般而言, 偏股型基金、灵活配置型基金的风险较高, 但预期收益率也较高; 偏债型基金的风险较低, 预期收益率也较低; 股债平衡型基金的风险与收益则较为适中。

混合基金尽管提供了一种“一站式”的资产配置投资方式, 但如果购买多只混合基金, 投资者在各种大类资产上的配置可能变得模糊不清, 这将不利于投资者根据市场状况进行有效的资产配置。

## 第六节 保本基金

### 一、保本基金的特点

保本基金最大的特点是其招募说明书中明确引入保本保障机制, 以保证基金份额持有人在保本周期到期时, 可以获得投资本金的保证。根据中国证监会 2010 年 10 月 26 日公布的《关于保本基金的指导意见》, 现阶段我国保本基金的保本保障机制包括: (1) 由基金管理人对基金份额持有人的投资本金承担保本清偿义务; 同时, 基金管理人与符合条件的担保人签订保证合同, 由担保人和基金管理人对投资人承担连带责任。(2) 基金管理人与符合条件的保本义务人签订风险买断合同, 约定由基金管理人向保本义务人支付费用; 保本义务人在保本基金到期出现亏损时, 负责向基金份额持有人偿付相应损失。保本义务人在向基金份额持有人偿付损失后, 放弃向基金管理人追偿的权利。(3) 经中国证监会认可的其他保本保障机制。

为能够保证本金安全, 保本基金通常会将大部分资金投资于与基金到期日一致的债券; 同时, 为提高收益水平, 保本基金会将其余部分投资于股票、衍生工具等高风险资产上, 使得市场不论是上涨还是下跌, 该基金于投资期限到期时, 都能保障其本金不遭受损失。保本基金的投资目标是在锁定风险的同时力争有机会获得潜在的高回报。

保本基金从本质上讲是一种混合基金。此类基金锁定了投资亏损的风险, 产品风险较低, 也并不放弃追求超额收益的空间, 因此比较适合那些不能忍受投资亏损、比较稳健和保守的投资者。

### 二、保本基金的保本策略

保本基金于 20 世纪 80 年代中期起源于美国, 其核心是运用投资组合保险策略进行基金的操作。国际上比较流行的投资组合保险策略主要有对冲保险策略与固定比例投资组合保险策略 (Constant Proportion Portfolio Insurance, CPPI)。

对冲保险策略主要依赖金融衍生产品, 如股票期权、股指期货等, 实现投资组合价值的保本与增值。国际成熟市场的保本投资策略目前较多采用衍生金融工具进行操作。目前, 国内尚缺乏这些金融工具, 所以国内保本基金为实现保本的目的, 主要选择固定比例投资组合保险策略作为投资中的保本策略。

CPPI 是一种通过比较投资组合现时净值与投资组合价值底线, 从而动态调整投资组合中风险资产与保本资产的比例, 以兼顾保本与增值目标的保本策略。CPPI 投资策略的投资步骤可分为以下三步:

第一步, 根据投资组合期末最低目标价值 (基金的本金) 和合理的折现率设定当前应持有的保本资产的价值, 即投资组合的价值底线。

第二步, 计算投资组合现时净值超过价值底线的数额。该值通常称为安全垫, 是风险投资 (如股票投资) 可承受的最高损失限额。

第三步, 按安全垫的一定倍数确定风险资产投资的比例, 并将其余资产投资于保本资产 (如债券投资), 从而在确保实现保本目标的同时, 实现投资组合的增值。

风险资产投资额通常可用下式确定:

$$\begin{aligned}\text{风险资产投资额} &= \text{放大倍数} \times (\text{投资组合现时净值} - \text{价值底线}) \\ &= \text{放大倍数} \times \text{安全垫}\end{aligned}$$

$$\text{风险资产投资比例} = \frac{\text{风险资金投资额}}{\text{基金净值}} \times 100\%$$

如果安全垫不放大, 将投资组合现时净值高于价值底线的资产完全用于风险资产投资, 即使风险资产 (股票) 投资完全亏损, 基金也能够实现到期保本。因此, 可以适当放大安全垫的倍数, 提高风险资产投资比例以增加基金的收益。例如, 将投资债券确定的投资收益的 2 倍投资于股票, 也就是将安全垫放大 1 倍, 那么如果股票亏损的幅度在 50% 以内, 基金仍能实现保本目标。安全垫放大倍数的增加, 尽管能提高基金的收益, 但投资风险也将趋于同步增大; 但放大倍数过小, 则使基金收益不足。基金管理人必须在股票投资风险加大和收益增加这两者间寻找适当的平衡点。也就是说, 要确定适当的安全垫放大倍数, 以力求既能保证基金本金的安全, 又能尽量为投资者创造更多的收益。

通常, 保本资产和风险资产的比例并不是经常发生变动的, 必须在一定时间内维持恒定比例, 以避免出现过激投资行为。基金管理人一般只在市场可能发生剧烈变化时, 才对基金安全垫的中长期放大倍数进行调整。在放大倍数一定的情况下, 随着安全垫价值的上升, 风险资产投资比例将随之上升。一旦投资组合现时净值向下接近价值底线, 系统将自动降低风险资产的投资比例。

### 三、保本基金的类型

境外的保本基金形式多样。其中, 基金提供的保证有本金保证、收益

保证和红利保证, 具体比例由基金公司自行规定。一般本金保证比例为 100%, 但也有低于 100% 或高于 100% 的情况。至于是否提供收益保证和红利保证, 各基金情况各不相同。

## 四、保本基金的投资风险

1. 保本基金有一个保本期, 投资者只有持有到期后才获得本金保证或收益保证。如果投资者在到期前急需资金, 提前赎回, 则不享有保证承诺, 投资可能发生亏损。保本基金的保本期通常在 3~5 年, 但也有长至 7~10 年的。基金持有人在认购期结束后申购的基金份额不适用保本条款。

2. 保本的性质在一定程度上限制了基金收益的上升空间。为了保证到期能够向投资者兑现保本承诺, 保本基金通常会将大部分资金投资在期限与保本期一致的债券上。保本基金中债券的比例越高, 其投资于高回报上的资产比例就越少, 收益上升空间就会受到一定限制。

3. 尽管投资保本型基金亏本的风险几乎等于零, 但投资者仍必须考虑投资的机会成本与通货膨胀损失。如果到期后不能取得比银行存款利率和通货膨胀率高的收益率, 保本将变得毫无意义。投资时间的长短, 决定投资机会成本的高低。投资期限愈长、投资的机会成本愈高。

保本基金在投资到期后, 当基金份额累计净值低于投资者的投入本金时, 基金管理人或基金担保人应向投资者支付其中的差额部分。

## 五、保本基金的分析

保本基金的分析指标主要包括保本期、保本比例、赎回费、安全垫、担保人等。

保本基金通常有一个保本期。较长的保本期使基金经理有较大的操作灵活性, 即在相同的保本比例要求下, 经理人可适当提高风险性资产的投资比例。但保本期越长, 投资者承担的机会成本越高, 因此保本期是一个必须考虑的因素。

保本比例是到期时投资者可获得的本金保障比率。常见的保本比例介于 80%~100% 之间。保本比例是影响基金投资风险性资产比例的重要因素之一。其他条件相同下, 保本比例较低的基金投资于风险性资产的比例较高。

通常, 保本基金为避免投资者提前赎回资金, 往往会对提前赎回基金的投资者收取较高的赎回费, 这将会加大投资者退出投资的难度。

安全垫是风险资产投资可承受的最高损失限额。如果安全垫较小, 基



金将很难通过放大操作提高基金的收益。较高的安全垫在提高基金运作灵活性的同时也有助于增强基金到期保本的安全性。

## 第七节 交易型开放式指数基金 (ETF)

### 一、ETF 的特点

ETF 具有下列三大特点:

#### (一) 被动操作的指数型基金

ETF 是以某一选定的指数所包含的成分证券为投资对象, 依据构成指数的股票种类和比例, 采取完全复制或抽样复制, 进行被动投资的指数基金。ETF 不但具有传统指数基金的全部特色, 而且是更为纯粹的指数基金。

#### (二) 独特的实物申购、赎回机制

所谓实物申购、赎回机制, 是指投资者向基金管理公司申购 ETF, 需要拿这只 ETF 指定的一篮子股票来换取; 赎回时得到的不是现金, 而是相应的一篮子股票; 如果想变现, 需要再卖出这些股票。实物申购、赎回机制是 ETF 最大的特色, 使 ETF 省却了用现金购买股票以及为应付赎回卖出股票的环节。此外, ETF 有“最小申购、赎回份额”的规定, 只有资金达到一定规模的投资者才能参与 ETF 一级市场的实物申购、赎回。

#### (三) 实行一级市场与二级市场并存的交易制度

ETF 实行一级市场与二级市场并存的交易制度。在一级市场上, 只有资金达到一定规模的投资者 (基金份额通常要求在 50 万份以上) 可以随时在交易时间内进行以股票换份额 (申购)、以份额换股票 (赎回) 的交易, 中小投资者被排斥在一级市场之外。在二级市场上, ETF 与普通股票一样在市场挂牌交易。无论是资金在一定规模以上的投资者还是中小投资者, 均可按市场价格进行 ETF 份额的交易。一级市场的存在使二级市场交易价格不可能偏离基金份额净值很多, 否则两个市场的差价会引发套利交

易。套利交易会使得套利机会最终消失, 使二级市场价格回复到基金份额净值附近。因此, 正常情况下, ETF 二级市场交易价格与基金份额净值总是比较接近。

ETF 本质上是一种指数基金, 因此对 ETF 的需求主要体现在对指数产品的需求上。由一级和二级市场的差价所引致的套利交易则属于一种派生需求。与传统的指数基金相比, ETF 的复制效果更好, 成本更低, 买卖更为方便(可以在交易日随时进行买卖), 并可以进行套利交易, 因此对投资者具有独特的吸引力。

## 二、ETF 的套利交易

当同一商品在不同市场上价格不一致时就会存在套利交易。传统上, 数量固定的证券会在供求关系的作用下, 形成二级市场价格独立于自身净值的交易特色, 如股票、封闭式基金即是如此。而数量不固定的证券, 如开放式基金则不能形成二级市场价格, 只能按净值进行交易。ETF 的独特之处在于实行一级市场与二级市场交易同步进行的制度安排, 因此, 投资者可以在 ETF 二级市场交易价格与基金份额净值两者之间存在差价时进行套利交易。

具体而言, 当二级市场 ETF 交易价格低于其份额净值, 即发生折价交易时, 大的投资者可以通过在二级市场低价买进 ETF, 然后在一级市场赎回(高价卖出)份额, 再于二级市场上卖掉股票而实现套利交易。相反, 当二级市场 ETF 交易价格高于其份额净值, 即发生溢价交易时, 大的投资者可以在二级市场买进一篮子股票, 于一级市场按份额净值转换为 ETF(相当于低价买入 ETF)份额, 再于二级市场上高价卖掉 ETF 而实现套利交易。套利机制的存在将会迫使 ETF 二级市场价格与份额净值趋于一致, 使 ETF 既不会出现类似封闭式基金二级市场大幅折价交易、股票大幅溢价交易现象, 也克服了开放式基金不能进行盘中交易的弱点。

折价套利会导致 ETF 总份额的减少, 溢价套利会导致 ETF 总份额的扩大。但正常情况下, 套利活动会使套利机会消失, 因此套利机会并不多, 通过套利活动引致的 ETF 规模的变动也就不会很大。ETF 规模的变动最终取决于市场对 ETF 的真正需求。

## 三、ETF 的类型

根据 ETF 跟踪某一标的的市场指数的不同, 可以将 ETF 分为股票型 ETF、债券型 ETF 等。而在股票型 ETF 与债券型 ETF 中, 又可以根据 ETF 跟踪的

具体指数的不同对股票型 ETF 与债券型 ETF 进行进一步细分。如股票型 ETF 可以进一步被分为全球指数 ETF、综合指数 ETF、行业指数 ETF、风格指数 ETF（如成长型、价值型等）等。

根据复制方法的不同, 可以将 ETF 分为完全复制型 ETF 与抽样复制型 ETF。完全复制型 ETF 是依据构成指数的全部成分股在指数中所占的权重, 进行 ETF 的构建。我国首只 ETF——上证 50ETF 采用的就是完全复制。在标的指数成分股数量较多、个别成分股流动性不足的情况下, 抽样复制的效果可能更好。抽样复制就是通过选取指数中部分有代表性的成分股, 参照指数成分股在指数中的比重设计样本股的组合比例进行 ETF 的构建, 目的是以最低的交易成本构建样本组合, 使 ETF 能较好地跟踪指数。

## 四、ETF 的风险

首先, 与其他指数基金一样, ETF 会不可避免地承担所跟踪指数面临的系统性风险。其次, 尽管套利交易的存在使二级市场交易价格不会偏离基金份额净值太大, 但由于受供求关系的影响, 二级市场价格常常会高于或低于基金份额净值。此外, ETF 的收益率与所跟踪指数的收益率之间往往会存在跟踪误差。抽样复制、现金留存、基金分红以及基金费用等都会导致跟踪误差。

## 五、ETF 的分析

在投资 ETF 时, 投资者首先需要清楚 ETF 所跟踪的是什么指数, 而且对指数所含成分股的分析以及指数构建方法的了解都是不可缺少的。用于分析 ETF 的收益指标包括二级市场价格收益率、基金净值收益率。用于分析 ETF 运作效率的指标主要有折（溢）价率、周转率、费用率、跟踪偏离度、跟踪误差等。

ETF 的折（溢）价率与封闭式基金的折（溢）价率类似, 等于二级市场价格与基金份额净值的比值减 1。

折（溢）价率大于一定幅度时会引发套利交易。同时, 折（溢）价率也是一个反映 ETF 交易效率与市场流动性强弱的指标。

周转率通常用日或周表示, 等于 ETF 二级市场成交量与 ETF 总份额之比。

作为被动型的指数基金, ETF 的投资目标不是超越指数的表现, 而是希望取得与指数基本一致的收益, 因此基金收益与标的指数收益之间的偏离程度就成为评判 ETF 是否成功的一个指标。偏离程度越小, 说明 ETF 在

跟踪指数上表现得越好。偏离程度可以用跟踪误差与跟踪偏离度两个指标来衡量。

日跟踪误差=ETF 日净值收益率-标的指数日收益率

跟踪误差也可以用月、季等表示。

跟踪偏离度等于考察期内跟踪误差的标准差。

## 第八节 QDII 基金

### 一、QDII 基金

2007 年 6 月 18 日, 中国证监会颁布的《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》规定, 符合条件的境内基金管理公司和证券公司, 经中国证监会批准, 可在境内募集资金进行境外证券投资管理。这种经中国证监会批准可以在境内募集资金进行境外证券投资的机构称为合格境内机构投资者 (Qualified Domestic Institutional Investor, QDII)。QDII 是在我国人民币没有实现可自由兑换、资本项目尚未开放的情况下, 有限度地允许境内投资者投资境外证券市场的一项过渡性的制度安排。目前, 除了基金管理公司和证券公司外, 商业银行等其他金融机构也可以发行代客境外理财产品, 但我们这里主要涉及到的是由基金管理公司发行的 QDII 产品, 即 QDII 基金。QDII 基金可以人民币、美元或其他主要外汇货币为计价货币募集。

### 二、QDII 基金在投资组合中的作用

不同于只能投资于国内市场的公募基金, QDII 基金可以进行国际市场投资。通过 QDII 基金进行国际市场投资, 不但为投资者提供了新的投资机会, 而且由于国际证券市场常常与国内证券市场具有较低的相关性, 也为投资者降低组合投资风险提供了新的途径。

### 三、QDII 基金的投资对象

#### (一) QDII 基金可投资的金融产品或工具

根据有关规定, 除中国证监会另有规定外, QDII 基金可投资于下列金融产品或工具:

1. 银行存款、可转让存单、银行承兑汇票、银行票据、商业票据、回购协议、短期政府债券等货币市场工具。
2. 政府债券、公司债券、可转换债券、住房按揭支持证券、资产支持证券等及经中国证监会认可的国际金融组织发行的证券。
3. 与中国证监会签署双边监管合作谅解备忘录的国家或地区证券市场挂牌交易的普通股、优先股、全球存托凭证和美国存托凭证、房地产信托凭证。
4. 在已与中国证监会签署双边监管合作谅解备忘录的国家或地区证券监管机构登记注册的公募基金。
5. 与固定收益、股权、信用、商品指数、基金等标的物挂钩的结构性投资产品。
6. 远期合约、互换及经中国证监会认可的境外交易所上市交易的权证、期权、期货等金融衍生产品。

#### (二) QDII 基金不得有的行为

除中国证监会另有规定外, QDII 基金不得有下列行为:

1. 购买不动产。
2. 购买房地产抵押按揭。
3. 购买贵金属或代表贵金属的凭证。
4. 购买实物商品。
5. 除应付赎回、交易清算等临时用途以外, 借入现金。该临时用途借入现金的比例不得超过基金、集合计划资产净值的 10%。
6. 利用融资购买证券, 但投资金融衍生品除外。
7. 参与未持有基础资产的卖空交易。
8. 从事证券承销业务。
9. 中国证监会禁止的其他行为。



## 四、QDII 基金的投资风险

1. 国际市场投资会面临国内基金所没有的汇率风险。
2. 国际市场将会面临国别风险、新兴市场风险等特别投资风险。
3. 尽管进行国际市场投资有可能降低组合投资风险, 但并不能排除市场风险。
4. QDII 基金的流动性风险也需注意。由于 QDII 基金涉及跨境交易, 基金申购、赎回的时间要长于国内其他基金。

## 第九节 基金评价与投资选择

### 一、基金评价的概念与目的

基金评价就是通过一些定量指标或定性指标, 对基金的风险、收益、风格、成本、业绩来源以及基金管理人的投资能力进行分析与评判, 其目的在于帮助投资者更好地了解投资对象的风险收益特征、业绩表现, 方便投资者进行基金之间的比较与选择。

基金评价结果通常由基金评价机构制作与发布, 投资者可以方便地在报纸、网络中获取不同基金评价机构发布的基金评价结果。基金评价结果通常以基金评级的形式出现。基金评级常常以具有特定含义的符号、数字或文字等便于投资者理解的形式展示分析结果。

### 二、基金评价的三个角度

#### (一) 对单个基金的分析评价

对单个基金的分析研究通常是将其与同类基金进行比较, 考察其在相同市场环境下的业绩表现。这包括对基金业绩的计算、对基金风险的评估以及对业绩表现的归因分析等。对单个基金业绩的分析和研究主要采用定量分析方法。

## (二) 对基金经理的分析和评价

对基金经理的分析和评价主要是对其投资管理能力和操作风格进行考察和评估。这在一定程度上与对该基金业绩的分析和评价是一致的。但由于一只历史较长的基金可能有多任基金经理, 因此有时仅从基金业绩的维度很难评判一名基金经理长期和真实的资产管理能力。特别是当新基金成立时, 因为没有历史业绩, 很难进行相关分析, 这时就需要根据基金经理的过往业绩及投资风格对该基金的投资价值进行一定的评估。对基金经理的分析评价常采用定性研究的方法, 在研究中还应考虑其所在基金公司的投资文化和投资决策流程等, 因为这些因素会影响基金经理在基金管理中作用的发挥程度。

## (三) 对基金公司的分析和评价

对基金公司分析评价的意义在于公司平台会影响基金经理的投资管理。事实上基金业绩除反映基金经理的管理水平外, 在很多方面也反映了整个公司的综合实力。随着行业竞争的激烈和投资环境的日益复杂化, 仅靠基金经理个人能力很难保质业绩的长期稳定, 公司平台的作用日益明显。

# 三、基金评级

## (一) 基金评级方法

对基金的评级主要通过能反映基金风险收益特征的指标体系或评级模型对基金定期公布的数据进行分析, 并将结果予以等级评价。其通常的做法是:

1. 对基金进行分类。不同的基金因投资策略、投资范围及投资品种等的不同, 表现出不同的风险收益特征, 如果将这些基金放在一起直接比较, 会直接影响评级的有效性。基金评级是“苹果与苹果比”式的同类比较, 因此分类是评级的基础。
2. 建立评级模型。设计合理的指标体系, 并以此建立有效可行的评级模型是公正、客观评价基金的关键步骤。评级指标通常基于风险调整后收益的建立, 对风险的调整主要有两种方法。一种是通过杠杆的调整作用, 使基金的收益处于相同的风险水平, 常用的夏普指数、詹森指数和特雷诺

指数等就是此类调整的计算方法。另一种是建立在投资人风险偏好基础上的期望效用理论, 通过“惩罚风险”的方式获得风险调整后收益。

3. 计算评级数据。建立可靠、安全的数据库和高效的基金评级系统是快速、正确计算评级数据的保障, 也是进行客观、规范、持续评级的技术要求。

4. 划分评价等级。根据评级指标的计算结果, 制定等级设置规则, 对同类基金进行等级评价。目前常用的等级评价主要根据指标的排序范围设置为5个等级, 为方便投资者直观的了解, 有时采用星级标识, 如“五星级”、“四星级”等。

5. 发布评价结果。基金评级机构应以公开的方式向非特定对象发布评价结果, 公开形式包括通过报刊、电台、电视台、互联网等公众传播媒体形式或讲座、报告会、分析会、电脑终端、电话、传真、电子邮件、短信等形式。基金评价结果应当以基金评价机构的名义而并非基金评价人员的个人名义发布。

## (二) 评级结果的应用

基金评级是对基金过往业绩的一种评价, 正确合理地使用评级结果, 有助于投资者全面、迅速地了解基金过往的风险收益特征, 为选择基金管理人等提供有益的参考。但基金评级不是对基金未来业绩的预测, 并且不同的评级其理论依据和指标含义也不尽相同, 因此在使用各类基金评级结果时有下列建议:

1. 关注评价机构的合规性。根据《证券投资基金评价业务管理暂行办法》的规定, 基金评价机构应先加入中国证券业协会, 再向中国证监会报送书面材料进行备案。《证券投资基金评价业务管理暂行办法》对包括基金评级在内的基金评价业务作了严格规范, 投资者在参考评级结果时, 应首先考察评级机构及评级结果的合规性。

2. 侧重基金的长期评级。从海外成熟市场的经验看, 判断基金业绩优劣的时间跨度少应在36个月以上, 因此投资者应侧重36个月以上的业绩表现, 而不应过多关注基金单项指标的短期排名。

3. 避免在不同类基金中比较。基金的评级旨在反映基金经理的主动管理能力, 不同类型的基金在面对相同的系统风险时可能表现迥异, 但这种差异主要由两类基金不同的风险特征所致, 而不是由基金经理不同的主动管理能力所致。比如在降息的市场环境中, 许多债券基金的业绩表现好于股票基金, 但其中主要原因与基金经理的管理能力是无关的。因此, 我们不能说五星级的债券基金比四星级的股票基金更加优秀。

4. 正确理解等级高低的含义。基金评级对基金运作绩效的衡量大都基于风险调整后收益, 因此, 对基金的综合表现不能简单地从等级评价上判断, 获得同样等级评价的两只基金由于承担了不同的风险, 收益可能相差很大。获得较高等级评价的基金未必安全, 它本身可能是高风险的品种, 只是在承担风险的同时获得了较高的收益; 同时, 获较低等级评价的基金也不应被忽略, 低风险低收益特征的基金是稳健型投资者应关注的品种。

5. 不简单按评级买基金。基金评级是基于历史业绩的定量分析, 是对过往业绩的总结, 对基金定量的分析不能反映基金的所有特征。与基金业绩相关的因素处于不断变化之中, 如基金公司的管理团队、运营策略、基金经理的操作风格、市场条件等都是影响基金业绩的关键, 因此投资者不能用基金评级的高低作为基金投资的直接依据。《证券投资基金评价业务管理暂行办法》规定, 基金评级报告等文件也将声明评价结果并不是对未来表现的预测, 不应视作投资基金的建议。

6. 了解各种评级的特点。随着基金评级市场的发展和评级机构的增多, 各评级体系的评价原理和方法不尽相同, 一只基金在不同的评级体系中可能会获得不一致的评价, 此投资者在一定程度上需了解和比较各评级体系的原理与方法, 从而对评级结果有客观、理性的认识。

### (三) 基金评级的局限性

基于历史数据对基金进行定量的等级评价, 为审视基金过往业绩表现和基金经理投资管理能力提供了直观、明确的结论, 但基金评级也存在一些局限性, 在对基金的分析研究时还应采用多种手段和方法, 互相佐证和比较, 才能获得有价值的投资策略和品种选择。基金评级的局限性主要表现为:

1. 基金评级难有预测性。基金评级是对基金过去业绩的评价, 在基金业绩持续性不能得到有效验证之前, 基金的过往业绩不能保证未来表现, 基金评级对投资者的引导意义有限。
2. 基金评级只是对基金本身的评价, 并未兼顾到对基金公司投资能力的评价。
3. 基金评级考虑的是业绩的相对性, 而非业绩的绝对性, 五星级基金只是相对同类基金表现最好的基金而已。
4. 基金评级是对基金过去某一特定时期表现的评价, 随着时间的变化, 评级结果可能会发生很大变化, 这种变化并不具有可预测性。

## 四、基金评价业务规范

### (一) 基金评价业务原则

为规范基金评价业务, 中国证监会于 2009 年 11 月颁布了《证券投资基金评价业务管理暂行办法》, 要求以公开形式发布基金评价结果的机构在从事基金评价业务的过程中应遵循下列原则:

1. 长期性原则, 即注重对基金的长期评价, 培育和引导投资人的长期投资理念, 不得以短期、频繁的基金评价结果误导投资人。
2. 公正性原则, 即保持中立地位, 公平对待所有评价对象, 不得歪曲诋毁评价对象, 防范可能发生的利益冲突。
3. 全面性原则, 即全面综合评价基金的投资收益和风险或基金管理人的管理能力, 不得将单一指标作为基金评级的唯一标准。
4. 客观性原则, 即基金评价过程和结果客观准确, 不得使用虚假信息作为基金评价的依据, 不得发布虚假的基金评价结果。
5. 一致性原则, 即基金评价标准、方法和程序保持一致, 不得使用未经公开披露的评价标准、方法和程序。
6. 公开性原则, 即使用市场公开披露的信息, 不得使用公开披露信息以外的数据。

### (二) 禁止行为

任何机构从事基金评价业务并以公开形式发布评价结果的, 不得有下列行为:

1. 对不同分类的基金进行合并评价;
2. 对同一分类中包含基金少于 10 只的基金进行评级或单一指标排名;
3. 对基金合同生效不足 6 个月的基金(货币市场基金除外)进行评奖或单一指标排名;
4. 对基金(货币市场基金除外)、基金管理人评级的评级期间少于 36 个月;
5. 对基金、基金管理人评级的更新间隔少于 3 个月;
6. 对基金、基金管理人评奖期间少于 12 个月;
7. 对基金、基金管理人单一指标排名(包括具有点击排序功能的网站或咨询系统数据列示)的排名期间少于 3 个月;



8. 对基金、基金管理人单一指标排名的更新间隔少于 1 个月;
9. 对特定客户资产管理计划进行评价。

## 第三章 基金的募集、交易与登记

基金的募集是证券投资基金投资的起点, 基金的交易与申购和赎回为基金投资提供流动性, 份额的注册登记则在确保基金募集与交易活动的安全性上起着重要作用。运作方式不同的基金在募集、交易、申购和赎回等环节上也存在较大的差异。本章分别介绍基金的募集与认购、基金的交易与申购和赎回、开放式基金的登记与资金清算。

### 第一节 基金的募集与认购

#### 一、基金的募集程序

基金的募集是指基金管理公司根据有关规定向中国证监会提交募集申请文件、发售基金份额、募集基金的行为。基金的募集一般要经过申请、核准、发售、基金合同生效四个步骤。

##### (一) 基金募集申请

我国基金管理人进行基金的募集, 必须根据《证券投资基金法》的有关规定, 向中国证监会提交相关文件。申请募集基金应提交的主要文件包括: 募集基金的申请报告、基金合同草案、基金托管协议草案和招募说明书草案等。

##### (二) 基金募集申请的核准

根据《证券投资基金法》的规定, 中国证监会应当自受理基金募集申请之日起 6 个月内作出核准或不予核准的决定。基金募集申请经中国证监会核准后方可发售基金份额。

### (三) 基金份额的发售

基金管理人应当自收到核准文件之日起 6 个月内进行基金份额的发售。基金的募集期限自基金份额发售日开始计算, 募集期限不得超过 3 个月。

基金管理人应当在基金份额发售的 3 日前公布招募说明书、基金合同及其他有关文件。

基金募集期间募集的资金应当存入专门账户, 在基金募集行为结束前任何人不得动用。

### (四) 基金合同生效

1. 基金募集期限届满, 封闭式基金需满足募集的基金份额总额达到核准规模的 80% 以上、基金份额持有人不少于 200 人的要求; 开放式基金需满足募集份额总额不少于 2 亿份、基金募集金额不少于 2 亿元人民币、基金份额持有人不少于 200 人的要求。基金管理人应当自募集期限届满之日起 10 日内聘请法定验资机构验资, 并自收到验资报告起 10 日内, 向中国证监会提交备案申请和验资报告, 办理基金的备案手续。

中国证监会自收到基金管理人验资报告和基金备案材料之日起 3 个工作日内予以书面确认; 自中国证监会书面确认之日起, 基金备案手续办理完毕, 基金合同生效。基金管理人应当在收到中国证监会确认文件的次日发布基金合同生效公告。

2. 基金募集期限届满, 基金不满足有关募集要求的基金募集失败, 基金管理人应承担以下责任:

(1) 以固有财产承担因募集行为而产生的债务和费用。

(2) 在基金募集期限届满后 30 日内退还投资者已缴纳的款项, 并加计银行同期存款利息。

## 二、基金的认购

在基金募集期内购买基金份额的行为通常被称为“基金的认购”。

### (一) 开放式基金的认购

1. 开放式基金的认购步骤。投资人认购开放式基金, 一般通过基金管

理人或管理人委托的商业银行、证券公司等经国务院证券监督管理机构认定的其他机构办理。

认购开放式基金通常分开户、认购和确认三个步骤。

(1) 开户。拟进行基金投资的投资者, 必须先开立基金账户和资金账户。基金账户是基金注册登记机构为基金投资人开立的、用于记录其持有的基金份额及其变动情况的账户; 资金账户是投资人在基金代销银行、证券公司开立的用于基金业务的资金结算账户。

(2) 认购。投资人在办理基金认购申请时, 须填写认购申请表, 并需按销售机构规定的方式全额缴款。投资者在募集期内可以多次认购基金份额。一般情况下, 已经正式受理的认购申请不得撤销。

(3) 确认。销售机构对认购申请的受理并不代表该申请一定成功, 而仅代表销售机构接受了认购申请, 申请的成功与否应以注册登记机构的确认结果为准。投资者 T 日提交认购申请后, 可于 T+2 日起到办理认购的网点查询认购申请的受理情况。认购申请无效的, 认购资金将退回投资人资金账户。认购的最终结果要待基金募集期结束后才能确认。

2. 开放式基金的认购方式。开放式基金的认购采取金额认购的方式, 即投资人在办理认购时, 认购申请上不是直接填写需要认购多少份基金份额, 而是填写需要认购多少金额的基金份额。基金注册登记机构在基金认购结束后, 再按基金份额的认购价格, 将申请认购基金的金额换算成投资人应得的基金份额。

3. 开放式基金的认购费率和收费模式。《证券投资基金销售管理办法》规定, 开放式基金的认购费率不得超过认购金额的 5%。在具体实践中, 基金管理人会针对不同的基金类型、不同的认购金额设置不同的认购费率。我国股票基金的认购费率大多在 1%~1.5% 左右, 债券基金的认购费率通常在 1% 以下, 货币市场基金一般不收取认购费。

基金份额的认购通常采用前端收费和后端收费两种模式。前端收费是指在认购基金份额时就支付认购费用的付费模式; 后端收费是指在认购基金份额时不收费, 在赎回基金份额时才支付认购费用的收费模式。后端收费模式设计的目的是为了鼓励投资者能长期持有基金, 所以后端收费的认购费率一般设计为随着基金份额持有时间的延长而递减, 持有至一定时间后费率可降为零。

4. 开放式基金认购份额的计算。为统一规范基金认购费用及认购份额的计算方法, 更好地保护基金投资者的合法权益, 中国证监会于 2007 年 3 月对认购费用及认购份额计算方法进行了统一规定。根据规定, 基金认购费率将统一以净认购金额为基础收取, 计算公式为:

净认购金额 = 认购金额 / (1 + 认购费率)

认购费用 = 净认购金额 × 认购费率

认购份额=(净认购金额+认购利息)/基金份额面值

其中,“认购金额”指投资人在认购申请中填写的认购金额总额;“认购费率”指与投资人认购金额对应的认购费率;“认购利息”指认购款项在基金合同生效前产生的利息。

例 3-1: 某投资人投资 1 万元认购基金, 认购资金在募集期产生的利息为 3 元, 其对应的认购费率为 1.2%, 基金份额面值为 1 元, 则其认购费用及认购份额为:

净认购金额=10 000÷(1+1.2%)=9 881.42 (元)

认购费用=9 881.42×1.2%=118.58 (元)

认购份额=(9 881.42+3)÷1=9 884.42 (份)

投资人投资 10 000 元认购基金, 认购费用为 118.58 元, 可得到基金份额 9 884.42 份。

## (二) 封闭式基金的认购

封闭式基金发售方式主要有网上发售和网下发售两种。网上发售指通过与证券交易所的交易系统联网的全国各地的证券营业部, 向公众发售基金份额的发售方式。网下发售是指通过基金管理人指定的营业网点和承销商的指定账户, 向机构或者个人投资者发售基金份额的发售方式。

封闭式基金的认购价格一般采用 1 元基金份额面值加计 0.01 元发售费用的方式加以确定。拟认购封闭式基金份额的投资人必须开立深、沪证券账户或深、沪基金账户及资金账户, 根据自己计划的认购量, 在资金账户中存入足够的资金, 并以“份额”为单位提交认购申请。认购申请一经受理就不能撤单。

## (三) ETF 与 LOF 份额的认购

1.ETF 份额的认购。与普通的开放式基金不同, ETF 份额可以用现金认购, 也可用证券认购。现金认购是投资者使用现金认购 ETF 份额的行为; 证券认购是投资者使用指定的证券换购 ETF 份额的行为。

我国投资者一般可选择场内现金认购、场外现金认购以及证券认购等方式认购 ETF 份额。场内现金认购是指投资者通过基金管理人指定的发售代理机构以现金方式参与证券交易所上网定价发售; 场外现金认购是指投资者通过基金管理人及其指定的发售代理机构以现金进行的认购; 证券认购是指投资者通过基金管理人及其指定的发售代理机构以指定的证券进

行的认购。

投资者进行场内现金认购时需具有沪、深证券账户。投资者进行场外现金认购时需具有开放式基金账户或沪、深证券账户。投资者进行证券认购时需具有沪、深 A 股账户。

2.LOF 份额的认购。目前,我国只有深圳证券交易所开办 LOF 业务,因此,本部分有关 LOF 的介绍主要以深圳证券交易所 LOF 的相关规则为准。

LOF 份额的认购分场外认购和场内认购两种方式。场外认购的基金份额注册登记在中国结算公司的开放式基金注册登记系统;场内认购的基金份额登记在中国结算公司的证券登记结算系统。

基金募集期内,投资者可通过具有基金代销业务资格的证券经营机构营业部场内认购 LOF 份额,也可通过基金管理人及其代销机构的营业网点场外认购 LOF 份额。

场内认购 LOF 份额,应持深圳人民币普通证券账户或证券投资基金账户;场外认购 LOF 份额,应使用中国结算公司深圳开放式基金账户。

#### (四) QDII 基金份额的认购

QDII 基金份额的认购程序与一般开放式基金的认购程序基本相同,主要包括开户、认购、确认三个步骤。

QDII 基金份额的认购渠道与一般开放式基金类似。在募集期间内,投资者应当在基金管理人、代销机构办理基金发售业务的营业场所或按基金管理人、代销机构提供的其他方式办理基金的认购。

由于 QDII 基金主要投资于境外市场,与仅投资与境内证券市场的其他开放式基金相比,在募集认购的具体规定上有如下特点:

1.发售 QDII 基金的基金管理人必须具备合格境内机构投资者资格和经营外汇业务资格。

2.基金管理人可以根据产品特点确定 QDII 基金份额面值的大小。

3.QDII 基金份额除可以用人民币认购外,也可以用美元或其他外汇货币为计价货币认购。



## 第二节 基金的交易、申购和赎回

### 一、封闭式基金的交易

#### (一) 上市交易条件

封闭式基金的基金份额, 经基金管理人申请, 中国证监会核准, 可以在证券交易所上市交易。中国证监会可以授权证券交易所依照法定条件和程序核准基金份额上市交易。基金份额上市交易应符合下列条件:

1. 基金的募集符合《证券投资基金法》的规定。
2. 基金合同期限为 5 年以上。
3. 基金募集金额不低于 2 亿元人民币。
4. 基金份额持有人不少于 1 000 人。
5. 基金份额上市交易规则规定的其他条件。

#### (二) 交易规则

投资者买卖封闭式基金必须开立深、沪证券账户或深、沪基金账户及资金账户。基金账户只能用于基金、国债及其他债券的认购及交易。

个人投资者开立基金账户, 需持本人身份证到证券注册登记机构办理开户手续。办理资金账户需持本人身份证和已经办理的证券账户卡或基金账户卡, 到证券经营机构办理。每个有效证件只允许开设 1 个基金账户, 已开设证券账户的不能再重复开设基金账户。每位投资者只能开设和使用 1 个证券账户或基金账户。

封闭式基金的交易时间是每周一~周五(法定公众节假日除外) 9: 30~11: 30、13: 00~15: 00。封闭式基金的交易遵从“价格优先、时间优先”的原则。价格优先指较高价格买进申报优先于较低价格买进申报, 较低价格的卖出申报优先于较高价格的卖出申报。时间优先指买卖方向相同、申报价格相同的, 先申报者优先于后申报者, 先后顺序按照交易主机接受申报的时间确定。

封闭式基金的报价单位为每份基金价格。基金的申报价格最小变动单位为 0.001 元人民币, 买入与卖出封闭式基金份额申报数量应当为 100 份或其整数倍, 单笔最大数量应低于 100 万份。

沪、深证券交易所对封闭式基金交易实行与对 A 股交易同样的 10%的

涨跌幅限制;同时,与A股一样实行T+1日交割、交收,即达成交易后,相应的基金交割与资金交收在交易日的下一个营业日(T+1日)完成。

### (三) 交易费用

按照沪、深证券交易所公布的收费标准,我国基金交易佣金不得高于成交金额的0.3%(深圳证券交易所特别规定该佣金水平不得低于代收的证券交易监管费和证券交易经手费,上海证券交易所无此规定),起点5元,由证券公司向投资者收取。目前,封闭式基金交易不收取印花税。

### (四) 折(溢)价率

投资者常常使用折(溢)价率反映封闭式基金份额净值与其二级市场价格之间的关系。折(溢)价率的计算公式为:

$$\begin{aligned}\text{折(溢)价率} &= (\text{二级市场价格} - \text{基金份额净值}) / \text{基金份额净值} \times 100\% \\ &= (\text{二级市场价格} / \text{基金份额净值} - 1) \times 100\%\end{aligned}$$

当基金二级市场价格高于基金份额净值时,为溢价交易,对应的是溢价率;当二级市场价格低于基金份额净值时,为折价交易,对应的是折价率。当折价率较高时常常被认为是购买封闭式基金的好时机。但实际上并不尽然,有时折价率会继续攀升,在弱市时更有可能出现价格与份额净值同步下降的情形。

## 二、开放式基金的申购与赎回

### (一) 申购、赎回的概念

投资者在开放式基金合同生效后,申请购买基金份额的行为通常被称为基金的申购。

开放式基金的赎回是指基金份额持有人要求基金管理人购回其所持有的开放式基金份额的行为。

开放式基金的申购和赎回与认购一样:可以通过基金管理人的直销中心与基金销售代理人的代销网点办理。

## (二) 申购和认购的区别

认购指在基金设立募集期内, 投资者申请购买基金份额的行为。申购指在基金合同生效后, 投资者申请购买基金份额的行为。

一般情况下, 认购期购买基金的费率要比申购期优惠。认购期购买的基金份额一般要经过封闭期才能赎回, 申购的基金份额要在申购成功后的第二个工作日才能赎回。

在认购期内产生的利息以注册登记中心的记录为准, 在基金合同生效时自动转换为投资者的基金份额, 即利息收入增加了投资者的认购份额。

在购买过程中, 无论是认购还是申购, 在交易时间内投资者可以多次提交认购/申购申请, 注册登记机构对投资者认购/申购费用按单个交易账户单笔分别计算。不过, 一般来说, 投资者在份额发售期内已经正式受理的认购申请不得撤销。对于在当日基金业务办理时间内提交的申购申请, 投资者可以在当日 15:00 前提交撤销申请, 予以撤销; 15:00 后则无法撤销申请。

## (三) 申购、赎回的原则

目前, 开放式基金所遵循的申购、赎回主要原则为:

1. “未知价”交易原则。投资者在申购、赎回基金份额时并不能即时获知买卖的成交价格。申购、赎回价格只能以申购、赎回日交易时间结束后基金管理人公布的基金份额净值为基准进行计算, 这一点与股票、封闭式基金等金融产品的“已知价”原则进行买卖不同。

2. “金额申购、份额赎回”原则, 即申购以金额申请, 赎回以份额申请。

基金管理人可根据基金运作的实际情况依法对上述原则进行调整。在新规则开始实施前, 基金管理人必须依照《证券投资基金信息披露管理办法》的有关规定在指定媒体上公告。

基金管理人不得在基金合同约定之外的日期或者时间办理基金份额的申购、赎回或者转换。投资人在基金合同约定之外的日期和时间提出申购、赎回或者转换申请的, 其基金份额申购、赎回价格为下次办理基金份额申购、赎回时间所在开放日的价格。

#### (四) 申购、赎回的费用及销售服务费

1. 申购费用。投资者在办理开放式基金申购时, 一般需要缴纳申购费, 但申购费率不得超过申购金额的 5%。

和认购费一样, 申购费可以采用在基金份额申购时收取的前端收费方式, 也可以采用在赎回时从赎回金额中扣除的后端收费方式。基金产品同时设置前端收费模式和后端收费模式的, 其前端收费的最高档申购费率应低于对应的后端收费的最高档申购费率。

基金管理人可以对选择前端收费方式的投资人根据其申购金额适用不同的前端申购费率标准。

基金管理人可以对选择后端收费方式的投资人根据其持有期限适用不同的后端申购费率标准。对于持有期低于 3 年的投资人, 基金管理人不得免收其后端申购费用。

基金销售机构通过互联网、电话、移动通信等非现场方式实现自助交易业务的, 经与基金管理人协商一致, 可以对自助交易前端申购费用实行一定的优惠, 货币市场基金及中国证监会规定的其他品种除外。

2. 赎回费用。投资者在办理开放式基金赎回时, 一般需要缴纳赎回费, 货币市场基金及中国证监会规定的其他品种除外。赎回费率不得超过基金份额赎回金额的 5%, 赎回费总额的 25% 归入基金财产。

对于短期交易的投资人, 基金管理人可以在基金合同、招募说明书中约定按以下费用标准收取赎回费:

(1) 对于持续持有期少于 7 日的投资人, 收取不低于赎回金额 1.5% 的赎回费。

(2) 对于持续持有期少于 30 日的投资人, 收取不低于赎回金额 0.75% 的赎回费。

按上述标准收取的基金赎回费应全额计入基金财产。

基金管理人可以根据基金份额持有人持有基金份额的期限适用不同的赎回费标准。通常, 持有时间越长, 适用的赎回费率越低。

3. 销售服务费。基金管理人可以从开放式基金财产中计提销售服务费。例如对于不收取申购费(认购费)、赎回费的货币市场基金, 基金管理人可以依照相关规定从基金财产中持续计提一定比例的销售服务费。

#### (五) 申购份额、赎回金额的计算

1. 申购费用及申购份额的计算。按中国证监会 2007 年 3 月《关于统一

规范证券投资基金认(申)购费用及认(申)购份额计算方法有关问题的通知》规定,基金申购费用与申购份额的计算公式如下:

净申购金额=申购金额/(1+申购费率)

申购费用=净申购金额×申购费率

申购份额=净申购金额/申购当日基金份额净值

当申购费用为固定金额时,申购份额的计算方法如下:

净申购金额=申购金额-固定金额

申购份额=净申购金额/T 日基金份额净值

例 3-2: 某基金申购费率如下:

申购金额(含申购费)	前端申购费率
100 万元以下	1.2%
100 万元以上(含 100 万元)~500 万元以下	0.9%
500 万元以上(含 500 万元)~1 000 万元以下	0.6%
1 000 万元以上(含 1 000 万元)	每笔 1 000 元

假定 T 日的基金份额净值为 1.250 元。两笔申购金额分别为 100 万元和 1 000 万元,则各笔申购负担的前端申购费用和获得的基金份额计算如下:

(1) 申购 1: 申购金额 100 万元,对应费率 0.9%。

净申购金额=1 000 000÷(1+0.9%)=991 080.28(元)

申购费用=991 080.28×0.9%=8 919.72(元)

申购份额=991 080.28÷1.250=792 864.22(份)

(2) 申购 2: 申购金额 1 000 万元,对应费用 1 000 元。

净申购金额=10 000 000-1 000=9 999 000.00(元)

申购份额=9 999 000÷1.250=7 999 200.00(份)

2. 赎回金额的计算。赎回金额的计算公式为:

赎回总金额=赎回份额×赎回日基金份额净值

赎回费用=赎回总金额×赎回费率

赎回金额=赎回总金额-赎回费用

例 3-3: 假定某投资者在 T 日赎回 10 000 份基金份额,持有期限半年,对应赎回费率为 0.5%,该日基金份额净值为 1.250 元,则其获得的赎回金额为:

赎回总金额=10 000.00×1.250=12 500.00(元)

赎回费用=12 500.00×0.5%=62.50(元)

赎回金额=12 500.00-62.50=12 437.50(元)

即该投资人的赎回金额为 12 437.50 元。



## (六) 申购、赎回的登记与款项的支付

投资者申购基金成功后, 注册登记机构一般在  $T+1$  日为投资者办理增加权益的登记手续, 投资者在  $T+2$  日起有权赎回该部分的基金份额。投资者赎回基金份额成功后, 注册登记机构一般在  $T+1$  日为投资者办理扣除权益的登记手续。

基金管理人可以在法律法规允许的范围内, 对登记办理时间进行调整, 并最迟于开始实施前 3 个工作日内在至少一种中国证监会指定的信息披露媒体公告。

基金申购采用全额缴款方式。若资金在规定的时间内未全部到账, 则申购不成功。申购不成功或无效, 款项将退回投资者资金账户。

投资者提交赎回申请成交后, 基金管理人应通过销售机构按规定向投资者支付赎回款项。对一般基金而言, 基金管理人应当自受理基金投资者有效赎回申请之日起 7 个工作日内支付赎回款项。

## (七) 巨额赎回的认定及处理方式

单个开放日基金净赎回申请超过基金总份额的 10% 时, 为巨额赎回。单个开放日的净赎回申请, 是指该基金的赎回申请加上基金转换中的该基金的转出申请之和, 扣除当日发生的该基金申购申请及基金转换中该基金的转入申请之和后得到的余额。

出现巨额赎回申请时, 基金管理人可以根据基金当时的资产组合状况, 决定接受全额赎回或者部分延迟赎回。

1. 接受全额赎回。当基金管理人认为有能力兑付投资者的全额赎回申请时, 按正常赎回程序执行。

2. 部分延期赎回。当基金管理人认为兑付投资者的赎回申请有困难, 或认为兑付投资者的赎回申请进行的资产变现可能使基金份额净值发生较大波动时, 基金管理人可以在当日接受赎回比例不低于上一日基金总份额 10% 的前提下, 对其余赎回申请延期办理。对单个基金份额持有人的赎回申请, 应当按照其申请赎回份额占申请赎回总份额的比例确定该单个基金份额持有人当日办理的赎回份额。未受理部分, 除投资者在提交赎回申请时选择将当日未获受理部分予以撤销外, 延迟至下一开放日办理。转入下一开放日的赎回申请不享有赎回优先权, 并将以下一个开放日的基金份额净值为基准计算赎回金额。以此类推, 直到全部赎回为止。

当发生巨额赎回及部分延期赎回时, 基金管理人应立即向中国证监会

备案, 在 3 个工作日内在至少一种中国证监会指定的信息披露媒体公告, 并说明有关处理方法。

基金连续 2 个开放日以上发生巨额赎回, 如基金管理人认为有必要, 可暂停接受赎回申请; 已经接受的赎回申请可以延缓支付赎回款项, 但不得超过正常支付时间 20 个工作日, 并应当在至少一种中国证监会指定的信息披露媒体公告。

### 三、基金份额的转换、非交易过户、转托管与冻结

#### (一) 开放式基金份额的转换

开放式基金份额转换是指投资者将其所持有的某一只基金份额转换为另一只基金份额的行为。基金转换业务所涉及的基金, 必须是由同一基金管理人管理的、在同一注册登记机构处注册登记的基金。

基金的转换业务可视为从一只基金赎回份额, 我们称之为“转出”; 同时申购另外一只基金的基金份额, 我们称之为“转入”。基金转换转入的基金份额可赎回的时间为 T+2 日。

投资者采用“份额转换”的原则提交申请, 即在销售机构处以“份额”为单位提交转换申请, 以转出和转入基金申请当日的份额净值为基础计算转入份额。

由于不同基金的申购费率、赎回费率不同, 基金份额持有人进行基金份额转换的, 基金管理人应当按照转出基金的赎回费用加上转出与转入基金申购费用补差的标准收取费用。当转出基金申购费率低于转入基金申购费率时, 费用补差为按照转出基金金额计算的申购费用差额; 当转出基金申购费率高于转入基金申购费率时, 不收取费用补差。

此外, 基金份额的转换常常还会收取一定的转换费用。基金转换业务相比较赎回基金份额后再进行基金申购而言, 时间成本和交易费用都较低。

#### (二) 开放式基金的非交易过户

开放式基金非交易过户是指不采用申购、赎回等交易方式, 将一定数量的基金份额按照一定规则从某一投资者基金账户转移到另一投资者基金账户的行为, 主要包括继承、捐赠、司法强制执行和经注册登记机构认

可的其他情况下的非交易过户。

继承指基金份额持有人死亡, 其持有的基金份额由其合法的继承人继承。捐赠指基金份额持有人将其合法持有的基金份额捐赠给福利性质的基金会或社会团体的情形。司法强制执行是指司法机构依据生效司法文书, 将基金份额持有人持有的基金份额强制划转给其他自然人、法人、社会团体或其他组织。无论在上述何种情况下, 接受划转的主体应符合相关法律法规和基金合同规定的可持有本基金份额的投资者的条件。

办理非交易过户必须提供基金注册登记机构要求提供的相关资料。对于符合条件的非交易过户申请按基金注册登记机构的规定办理, 并按基金注册登记机构规定的标准收费。

### (三) 开放式基金份额的转托管

开放式基金份额转托管是指基金份额持有人申请将其托管在某一交易账户中的全部或部分基金份额转出并转入另一交易账户的行为。投资人可通过办理转托管业务, 实现其变更办理基金业务销售渠道(或网点)的需要。

目前, 国内开放式基金转托管业务的办理有两步转托管和一步转托管两种方式。两步转托管为基金持有人在原销售机构办理转出手续后, 还需到转入机构办理转入手续。一步转托管为基金持有人在原销售机构同时办理转出、转入手续, 投资人在转出方进行申报, 基金份额转托管一次完成。具体办理方法参照基金管理公司的有关业务规则以及基金代销机构的业务规则。

### (四) 基金份额的冻结

基金份额冻结指基金份额被设定为不能交易的状态。基金份额一旦被冻结, 投资人就不能再对冻结份额进行任何操作, 直至份额解冻。

通常, 基金注册登记机构只受理国家有权机关依法要求的基金份额的冻结与解冻, 以及注册登记机构认可的其他情况下的冻结与解冻。基金份额被冻结的, 被冻结部分产生的权益一并冻结。

## 四、ETF 份额的上市交易与申购、赎回

### (一) ETF 份额折算与变更登记

ETF 的基金合同生效后,基金管理人应逐步调整实际组合直至达到跟踪指数要求,此过程为 ETF 建仓阶段。ETF 建仓期不超过 3 个月。基金建仓期结束后,为方便投资者跟踪基金份额净值变化,基金管理人通常会以某一选定日期作为基金份额折算日,以标的指数的 1% (或 1%) 作为份额净值,对原来的基金份额进行折算。

ETF 基金份额折算由基金管理人办理,并由登记结算机构进行基金份额的变更登记。

基金份额折算后,基金份额总额与基金份额持有人持有的基金份额将发生调整,但调整后的基金份额持有人持有的基金份额占基金份额总额的比例不发生变化。基金份额折算对基金份额持有人的收益无实质性影响。基金份额折算后,基金份额持有人将按照折算后的基金份额享有权利并承担义务。

ETF 基金份额折算的方法如下:

假设基金管理人确定基金份额折算日 (T 日)。T 日收市后,基金管理人计算当日的基金资产净值 X 和基金份额总额 Y。

T 日标的指数收盘值为 I,若以标的指数的 1% 作为基金份额净值进行基金份额的折算,则 T 日的目标基金份额净值为  $I/1000$ , 基金份额折算比例的计算公式为:

$$\text{折算比例} = \frac{X/Y}{I/1\,000}$$

以四舍五入的方法保留小数点后 8 位。

折算后的份额=原持有份额×折算比例

例 3-4: 假设某投资者在基金募集期内认购了 5 000 份 ETF, 基金份额折算日的基金资产净值为 3 127 000 230.95 元, 折算前的基金份额总额为 3 013 057 000 份, 当日标的指数收盘值为 966.45 元。

$$\begin{aligned} (1) \text{折算比例} &= (3\,127\,000\,230.95 \div 3\,013\,057\,000) \div (966.45 \div 1\,000) \\ &= 1.07384395 \end{aligned}$$

$$(2) \text{该投资者折算后的基金份额} = 5\,000 \times 1.07384395 \approx 5\,369 \text{ (份)}$$

## (二) ETF 份额的上市交易

ETF 的基金合同生效后, 基金管理人可以向证券交易所申请上市, 上市后要遵循以下交易规则:

1. 上市首日的开盘参考价为前一工作日的基金份额净值;
2. 实行价格涨跌幅限制, 涨跌幅设置为 10%, 从上市首日开始实行;
3. 买入申报数量为 100 份及其整数倍, 不足 100 份的部分可以卖出;
4. 基金申报价格最小变动单位为 0.001 元。

基金管理人在每一交易日开市前需向证券交易所提供当日的申购、赎回清单。证券交易所在开市后根据申购、赎回清单和组合证券内各只证券的实时成交数据, 计算并每 15 秒发布一次基金份额参考净值 (IOPV), 供投资者交易、申购、赎回基金份额时参考。

## (三) ETF 份额的申购、赎回

投资者可办理申购、赎回业务的开放日为证券交易所的交易日, 开放时间为 9: 30~11: 30 和 13: 00~15: 00。在此时间之外不办理基金份额的申购、赎回。

投资者申购、赎回的基金份额须为最小申购、赎回单位的整数倍。一般最小申购、赎回单位为 50 万份或 100 万份。基金管理人有权对其进行更改, 并在更改前至少 3 个工作日在至少一种中国证监会指定的信息披露媒体公告。

ETF 份额的申购、赎回应遵循以下原则:

1. 申购、赎回 ETF 采用份额申购、份额赎回的方式, 即申购和赎回均以份额申请。
2. 申购、赎回 ETF 的申购对价、赎回对价包括组合证券、现金替代、现金差额及其他对价。
3. 申购、赎回申请提交后不得撤销。

ETF 的基金管理人每日开市前会根据基金资产净值、投资组合以及标的指数的成份股股票情况, 公布证券申购与赎回清单。投资者可依据清单内容, 将成份股股票交付 ETF 的基金管理人以取得“证券申购基数”或其整数倍的 ETF。以上流程将创造出新的 ETF 份额, 使得 ETF 份额总量增加, 称之为“证券申购”。证券赎回则是与之相反的程序, 使得 ETF 份额在总量减少, 也就是投资人将“证券申购基数”或其整数倍的 ETF 转换成证券申购、赎回清单的成份股票的流程。



对于上证 50 指数 ETF, “申购”是指用一篮子指数成份股股票换取一定数额的 ETF 份额。例如, 2008 年 5 月 8 日投资者可使用 121 手中国联通、64 手浦发银行、131 手建设银行等 50 只股票换取 100 万份 ETF 份额(即 1 个“最小申购、赎回单位”), 或者用 242 手中国联通、128 手浦发银行、262 手建设银行等 50 只股票换取 200 万份 ETF 份额(即 2 个“最小申购、赎回单位”)。

“赎回”的过程则相反, 是指用一定数额的 ETF 份额换取一篮子指数成份股股票。

ETF 的证券申购与赎回一般以证券交付。但为了在相关成份股股票停牌等情况下便利投资者的申购, 提高基金的运作效率, 也会采用现金替代的方式。

#### (四) 申购、赎回清单

1. 申购、赎回清单的内容。T 日申购、赎回清单公告内容包括最小申购、赎回单位所对应的组合证券内各成份证券数据、现金替代、T 日预估现金部分、T-1 日现金差额、基金份额净值及其他相关内容。

2. 组合证券相关内容。组合证券是指基金标的指数所包含的全部或部分证券。申购、赎回清单将公告最小申购、赎回单位所对应的各成份证券名称、证券代码及数量。

3. 现金替代相关内容。现金替代是指申购、赎回过程中, 投资者按基金合同和招募说明书的规定, 用于替代组合证券中部分证券的一定数量的现金。采用现金替代是为了在相关成份股股票停牌等情况下便利投资者的申购, 提高基金运作的效率。基金管理人在制定具体的现金替代方法时遵循公平、公开的原则, 以保护基金份额持有人利益为出发点, 并进行及时充分的信息披露。现金替代分为三种类型: 禁止现金替代、可以现金替代和必须现金替代。

(1) 禁止现金替代是指在申购、赎回基金份额时, 该成份证券不允许使用现金作为替代。

(2) 可以现金替代是指在申购基金份额时, 允许使用现金作为全部或部分该成份证券的替代, 但在赎回基金份额时, 该成份证券不允许使用现金作为替代。可以现金替代的证券一般是由于停牌等原因导致投资者无法在申购时买入的证券。对于可以现金替代的证券, 替代金额的计算公式为:

替代金额=替代证券数量×该证券最新价格×(1+现金替代溢价比例)

“最新价格”的确定原则为: ①该证券正常交易时, 采用最新成交价;



②该证券正常交易中出現涨停时, 采用涨停价格; ③该证券停牌且当日有成交时, 采用最新成交价; ④该证券停牌且当日无成交时, 采用前一交易日收盘价。

现金替代溢价又称为现金替代保证。收取现金替代溢价的原因是, 对于使用现金替代的证券, 基金管理人需在证券恢复交易后买入, 而实际买入价格加上相关交易费用后与申购时的最新价格可能有所差异。为便于操作吗, 基金管理人在申购、赎回清单中预先确定现金替代溢价比例, 并据此收取现金替代金额。如果预先收取的金额高于基金购入该部分证券的实际成本, 则基金管理人将退还多收取的差额; 如果预先收取的金额低于基金购入该部分证券的实际成本, 则基金管理人将向投资者收取欠缺的差额。

(3) 必须现金替代是指在申购、赎回基金份额时, 该成分证券必须使用现金作为替代。必须现金替代的证券一般是由于标的指数调整即将被剔除的成分证券。对于必须现金替代的证券, 基金管理人将在申购、赎回清单中公告替代的一定数量的现金, 即“固定替代金额”。

固定替代金额=申购、赎回清单中该证券的数量×该证券经除权调整的 T-1 日收盘价

4. 预估现金部分相关内容。预估现金部分是指为便于计算基金份额参考净值及申购、赎回, 代理证券公司预先冻结申请申购、赎回的投资者的相应资金, 由基金管理人计算的现金数额。

T 日申购、赎回清单中需公告 T 日预估现金部分。其计算公式为:

T 日预估现金部分=T-1 日最小申购、赎回单位的基金资产净值-

(申购、赎回清单中必须用现金替代的固定替代金额+申购、赎回清单中可以用现金替代成份证券的数量与 T 日预计开盘价相乘之和+申购、赎回清单中禁止用现金替代成份证券的数量与 T 日预计开盘价相乘之和)

其中, “T 日预计开盘价” 主要根据上海证券交易所提供的标的指数成份证券的预计开盘价确定。另外, 若 T 日为基金分红除息日, 则计算公式中的“T-1 日最小申购、赎回单位的基金资产净值” 需扣减相应的收益分配数额。预估现金部分的数值可能为正、为负或为零。

5. 现金差额相关内容。T 日现金差额而在 T+1 日的申购、赎回清单中公告。其计算公式为:

T 日现金差额=T 日最小申购、赎回单位的基金资产净值-(申购、赎回清单中必须用现金替代的固定替代金额+申购、赎回清单中可以用现金替代成份证券的数量与 T 日收盘价相乘之和+申购、赎回清单中禁止用现金替代成份证券的数量与 T 日收盘价相乘之和)

T 日投资者申购、赎回基金份额时, 需按 T+1 日公告的 T 日现金差额进行资金的清算交收。

现金差额的数值可能为正、为负或为零。

在投资者申购时, 如现金差额为正数, 则投资者应根据其申购的基金份额支付相应的现金; 如现金差额为负数, 则投资者将根据其申购的基金份额获得相应的现金。

在投资者赎回时, 如现金差额为正数, 则投资者将根据其赎回的基金份额获得相应的现金; 如现金差额为负数, 则投资者应根据其赎回的基金份额支付相应的现金。

## 五、LOF 份额的上市交易及申购和赎回

### (一) LOF 份额的上市条件

LOF 的上市须由基金管理人及基金托管人共同向深圳证券交易所提交上市申请。基金申请在交易所上市应当具备下列条件:

1. 基金的募集符合《证券投资基金法》的规定;
2. 募集金额不少于 2 亿元人民币;
3. 持有人不少于 1000 人;
4. 交易所规定的其他条件。

### (二) LOF 份额的交易规则

基金上市首日的开盘参考价为上市首日前一交易日的基金份额净值。基金上市后, 投资者可在交易时间内通过交易所各会员单位证券营业部买卖基金份额, 以交易系统撮合价成交。

LOF 在交易所的交易规则与封闭式基金基本相同, 具体内容如下:

1. 买入 LOF 申报数量应为 100 份或其整数倍, 申报价格最小变动单位为 0.001 元人民币。
2. 深圳证券交易所对 LOF 交易实行价格涨跌幅限制, 涨跌幅比例为 10%, 自上市首日起执行。

在日常交易中, 于 T 日闭市后, 中国结算公司深圳分公司根据 LOF 的交易数据, 计算每个投资者买卖 LOF 的数量, 并于 T 日晚根据清算结果对投资者的证券账户余额进行相应的记增或记减处理, 完成 LOF 份额的交收。T 日买入基金份额自 T+1 日起即可在深圳证券交易所卖出或赎回。

### (三) LOF 份额的申购和赎回

LOF 份额的场内、场外申购和赎回均采用“金额申购、份额赎回”原则, 申购申报单位为 1 元人民币, 赎回申报单位为 1 份基金份额。

申购、赎回流程如下:

1.T 日, 场内投资者以深圳证券账户通过证券经营机构向交易所交易系统申报基金申购、赎回申请; 场外投资者以深圳开放式基金账户通过代销机构提交基金申购、赎回申请。

2.T+1 日, 中国结算公司根据基金管理人传送的申购、赎回确认数据, 进行场内、场外申购、赎回的基金份额登记过户处理。

3.自 T+2 日起, 投资者申购份额可用。

### (四) LOF 份额的跨系统转托管

跨系统转托管是指基金份额持有人将持有的基金份额在基金注册登记系统和证券登记结算系统之间进行转登记的行为。

由于 LOF 份额是分系统登记的, 登记在基金注册登记系统中的基金份额只能申请赎回, 不能直接在证券交易所卖出; 登记在证券登记结算系统中的基金份额只能在证券交易所卖出, 不能直接申请赎回。

基金份额持有人拟申请将登记在证券登记结算系统中的基金份额赎回, 或拟申请将登记在基金注册登记系统中的基金份额进行上市交易, 必须先办理跨系统转托管, 即将登记在证券登记结算系统中的基金份额转托管到基金注册登记系统, 或将登记在基金注册登记系统中的基金份额转托管到证券登记结算系统。

目前, 基金份额的跨系统转托管需要 2 个交易日的时间, 即持有人 T 日提交基金份额跨系统转托管申请; 如处理成功, T+2 日起, 转托管转入的基金份额可赎回或卖出。

## 六、QDII 基金的申购与赎回

### (一)QDII 基金申购和赎回与一般开放式基金申购和赎回大体相似

1.申购和赎回渠道。QDII 基金的申购和赎回渠道与一般开放式基金基本相同,投资者可通过基金管理人的直销中心及代销机构的网点进行 QDII 基金的申购与赎回。基金管理人可根据情况变更或增减代销机构,并予以公告。

2.申购与赎回的开放日及时间。与一般开放式基金相同, QDII 基金申购和赎回的开放日也为证券交易所的交易日(基金管理人公告暂停申购或赎回时除外),投资者应当在开放日的开放时间办理申购和赎回申请。开放时间为 9:30~11:30 和 13:00~15:00。

3.申购与赎回的程序、原则、申购份额和赎回金额的确定、巨额赎回的处理办法等都与一般开放式基金类似。

### (二)QDII 基金申购和赎回与一般开放式基金申购和赎回的区别

1.币种。一般情况下, QDII 基金申购、赎回的币种为人民币;但基金管理人可以在不违反法律法规规定的情况下,接受其他币种的申购、赎回,并提前公告。

2.拒绝或暂停申购的情形。因为 QDII 基金主要投资于海外市场,所以拒绝或暂停申购的情形与一般开放式基金有所不同,如基金资产规模不可超出中国证监会、国家外汇管理局核准的境外证券投资额度等。

## 第三节 基金份额的登记

### 一、开放式基金份额登记的概念

开放式基金份额的登记,是指基金注册登记机构通过设立和维护基金

份额持有人名册, 确认基金份额持有人持有基金份额的事实的行为。基金份额登记具有确定和变更基金份额持有人及其权利的法律效力, 是保障基金份额持有人合法权益的重要环节。

## 二、我国开放式基金注册登记机构及其职责

我国《证券投资基金法》规定, 开放式基金的注册登记业务可以由基金管理人办理, 也可以委托中国证监会认定的其他机构办理。

### (一) 我国开放式基金的注册登记体系的模式

- 1.基金管理人自建注册登记的“内置”模式。
- 2.委托中国结算公司作为注册登记机构的“外置”模式。
- 3.以上两种情况兼有的“混合”模式。

### (二) 注册登记机构的主要职责

- 1.建立并管理投资者基金份额账户。
- 2.负责基金份额登记, 确认基金交易。
- 3.发放红利。
- 4.建立并保管基金投资者名册。
- 5.基金合同或者登记代理协议规定的其他职责。

## 三、基金份额登记流程

基金份额登记过程实际上是注册登记机构通过注册登记系统对基金投资者所投资基金份额及其变动的确认、记账的过程。这个过程与基金的申购、赎回过程是一致的, 具体流程如下:

T 日, 投资者的申购、赎回申请信息通过代销机构网点传送至代销机构总部, 由代销机构总部将本代销机构的申购、赎回申请信息汇总后统一传送至注册登记机构。

T+1 日, 注册登记机构根据 T 日各代销机构的申购、赎回申请数据及 T 日的基金份额净值统一进行确认处理, 并将确认的基金份额登记至投资者的账户, 然后将确认后的申购、赎回数据信息下发至各代销机构。各代销

机构再下发至各所属网点。同时, 注册登记机构也将登记数据发送至基金托管人。至此, 注册登记机构完成对基金份额持有人的基金份额登记。如果投资者提交的信息不符合注册登记的有关规定, 最后的确认信息将是投资者申购、赎回失败。

## 四、申购、赎回的资金结算

资金结算分清算和交收两个环节。清算按照确定的规则计算出基金当事各方应收应付资金数额的行为。交收是基金当事各方根据确定的清算结果进行资金的收付, 从而完成整个交易过程。

基金份额申购、赎回的资金清算是由注册登记机构根据确认的投资者申购、赎回数据信息进行的。按照清算结果, 投资者的申购、赎回资金将会从投资者的资金账户转移至基金在托管银行开立的银行存款账户或从基金的银行存款账户转移至投资者的资金账户。资金交收流程如图 3-1 所示。

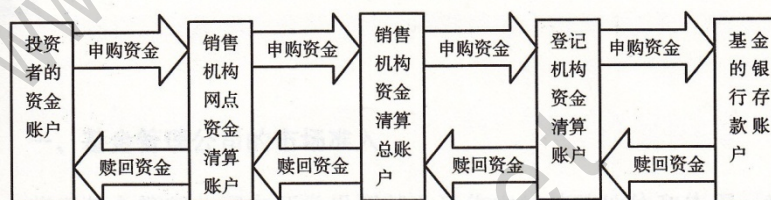


图 3-1 资金交收流程

由于基金申购、赎回的资金清算依据注册登记机构的确认数据进行, 为保护基金投资人的利益, 有关法规明确规定, 基金管理人应当自收到投资者的申购(认购)、赎回申请之日起 3 个工作日内, 对该申购(认购)、赎回申请的有效性进行确认。

目前, 我国境内基金申购款一般能在 T+2 日内到达基金的银行存款账户; 赎回款一般于 T+3 日内从基金的银行存款账户划出。货币市场基金的赎回资金划付更快一些, 一般 T+1 日即可从基金的银行存款账户划出, 最快可在划出当天到达投资者资金账户。



## 第四章 基金管理人

基金管理人基金的组织和管理者,在整个基金的运作中起着核心作用。它不仅负责基金的投资管理,而且承担着产品设计、基金营销、基金注册登记、基金估值、会计核算以及客户服务等多方面的职责,基金持有人利益的保护也与基金管理人的行为密切相关。基金管理费是基金管理人的主要收入来源。基金管理人只有以投资者的利益为重,不断为投资者取得满意的投资回报,才能在竞争中立于不败之地。依据我国《证券投资基金法》的规定,基金管理人只能由依法设立的基金管理公司担任。

### 第一节 基金管理人概述

#### 一、基金管理公司的市场准入

鉴于基金管理公司在证券投资基金运作中的特殊地位和作用,我国对基金管理公司实行较为严格的市场准入管理。

我国相关法规规定,基金管理公司的注册资本应不低于1亿元人民币。

1.基金管理公司主要股东(指出资额占基金管理公司注册资本的比例最高且不低于25%的股东)应当具备下列条件:

(1).从事证券经营、证券投资咨询、信托资产管理或者其他金融资产管理。

(2).注册资本不低于3亿元人民币。

(3).具有较好的经营业绩,资产质量良好。

(4).持续经营3个以上完整的会计年度,公司治理健全,内部监控制度完善。

(5).最近3年没有因违法违规行为受到行政处罚或者刑事处罚。

(6).没有挪用客户资产等损害客户利益的行为。

(7).没有因违法违规行为正在被监管机构调查,或者正处于整改期间。

(8).具有良好的社会信誉,最近3年在税务、工商等行政机关以及金融监管、自律管理、商业银行等机构无不良记录。

基金管理公司除主要股东外的其他股东,要求注册资本、净资产应当不低于1亿元人民币,资产质量良好,且具备上述第(4)项~第(8)项规定的条件。

2. 中外合资基金管理公司的境外股东应当具备下列条件:

(1) 为依其所在国家或者地区法律设立、合法存续并具有金融资产管理经验的金融机构, 财务稳健, 资信良好, 最近 3 年没有受到监管机构或者司法机关的处罚。

(2) 所在国家或者地区具有完善的证券法律和监管制度, 其证券监管机构已与中国证监会或者中国证监会认可的其他机构签订证券监管合作谅解备忘录, 并保持着有效的监管合作关系。

(3) 实缴资本不少于 3 亿元人民币的等值可自由兑换货币。

(4) 经国务院批准的中国证监会规定的其他条件。

3 中国香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾地区的投资机构比照适用上述对一般境外股东的规定。

## 二、基金管理人的职责

依据我国《证券投资基金法》的规定, 基金管理人只能由依法设立的基金管理公司担任。

基金管理人的职责主要有:

1. 依法募集基金, 办理或者委托经中国证监会认定的其他机构代为办理基金份额的发售、申购、赎回和登记事宜。

2. 办理基金备案手续。

3. 对所管理的不同基金财产分别管理、分别记账, 进行证券投资。

4. 按照基金合同的约定确定基金收益分配方案, 及时向基金份额持有人分配收益。

5. 进行基金会计核算并编制基金财务会计报告。

6. 编制中期和年度基金报告。

7. 计算并公告基金资产净值, 确定基金份额申购、赎回价格。

8. 办理与基金财产管理业务活动有关的信息披露事项。

9. 召集基金份额持有人大会。

10. 保存基金财产管理业务活动的记录、账册、报表和其他相关资料。

11. 以基金管理人名义, 代表基金份额持有人利益行使诉讼权利或者实施其他法律行为。

12. 中国证监会规定的其他职责。

从以上对基金管理人职责的规定中不难看出, 在整个基金的运作中, 基金管理人实际上处于中心地位, 起着核心作用。只有基金管理人才有权发售基金份额, 进行基金财产的投资管理。与基金募集与管理有关的其他事务性工作, 如基金份额的注册登记、基金资产的会计核算、基金的分红

派息、持有人大会的召集、基金服务机构的选择通常也由基金管理人承担。基金投资者投资基金最主要的目的就是要实现资产的保值、增值。基金管理人对此负有重大责任。基金管理人的投资管理能力与风险控制能力的高低直接关系到投资者投资回报的高低与投资目标能否实现。基金管理人的作用除了直接体现在业务覆盖的广度、深度以及资产的保值增值上外,还体现在其对基金持有人利益保护的责任上。基金管理人管理的不是自己的资产,而是投资者的资产,因此其对投资者负有重要的信托责任。基金管理人任何不规范的操作都有可能对投资者的利益造成损害。基金管理人必须以投资者的利益为最高利益,严防利益冲突与利益输送。

### 三、基金管理公司的主要业务

我国证券投资基金的管理人只能由依法设立的基金管理公司担任。最初我国基金管理公司的主要业务主要局限于对证券投资基金的募集与管理上。但随着市场的发展,目前除证券投资基金的募集与管理业务外,我国基金管理公司已被允许从事其他资产管理业务和提供投资咨询服务。基金管理公司已有向综合资产管理机构发展的趋势。

#### (一) 证券投资基金业务

证券投资基金业务主要包括基金募集与销售、基金的投资管理和基金营运服务。

1.基金募集与销售。依照我国《证券投资基金法》的规定,依法募集基金是基金管理公司的一项法定权利,其他任何机构不得从事基金的募集活动。能否将基金成功地推向市场并不断扩大基金财产规模,对基金管理公司的经营有着重要的意义。为成功进行基金的募集与销售,基金管理公司必须在市场调查的基础上进行基金产品的开发,设计出能够满足不同投资者需要的基金产品。

2.基金的投资管理。投资管理业务是基金管理公司最核心的一项业务。基金管理公司之间的竞争在很大程度上取决于其投资管理能力的高低。因此,努力为投资者提供与市场上同类产品相比具有竞争力的投资回报,就成为基金管理公司工作的重中之重。

3.基金运营服务。基金运营事务是基金投资管理与市场营销工作的后台保障,通常包括基金注册登记、核算与估值、基金清算和信息披露等业务。基金运营业务在很大程度上反映了基金管理公司对投资者服务的质量,对基金管理公司整个业务的发展起着重要的支持作用。

## (二) 特定客户资产管理业务

特定客户资产管理业务, 又称“专户理财业务”, 是指基金管理公司向特定客户募集资金或者接受特定客户财产委托担任资产管理人, 由商业银行担任资产托管人, 为资产委托人的利益, 运用委托财产进行证券投资的活动。2008年1月1日开始施行的《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》的规定, 符合条件的基金管理公司既可以为单一客户办理特定客户资产管理业务, 也可以为特定的多个客户办理特定客户资产管理业务。2009年6月1日起施行的《关于基金管理公司开展特定多个客户资产管理业务有关问题的规定》, 进一步为基金管理公司开展特定多个客户资产管理业务提供了指引。

特定客户资产管理业务的开放, 使我国基金管理公司在向综合资产管理公司转变上迈出了一大步。允许基金管理公司开展特定客户资产管理业务, 不但有助于基金管理公司扩大业务发展范围, 增强基金管理公司的实力, 也有助于为机构投资者等资金规模较大的投资者提供“量体裁衣”式的服务, 满足其个性化证券投资需求, 促进证券市场的稳定与健康发展。

## (三) 投资咨询服务

2006年2月, 中国证监会基金部《关于基金管理公司向特定对象提供投资咨询服务有关问题的通知》规定, 基金管理公司不需报经中国证监会审批, 可以直接向合格境外机构投资者、境内保险公司及其他依法设立运作的机构等特定对象提供投资咨询服务。基金管理公司向特定对象提供投资咨询服务不得有下列行为: (1) 侵害基金份额持有人和其他客户的合法权益; (2) 承诺投资收益; (3) 与投资咨询客户约定分享投资收益或者分担投资损失; (4) 通过广告等公开方式招揽投资咨询客户; (5) 代理投资咨询客户从事证券投资。

## (四) 全国社保基金管理及企业年金管理业务

根据《全国社会保险基金投资管理暂行办法》和《企业年金基金管理试行办法》的规定, 基金管理公司可以作为投资管理人管理社保基金和企业年金。目前, 部分取得投资管理人资格为基金管理公司已经开展了管理社会保险基金和企业年金的业务。

## (五) QDII 业务

符合条件的基金管理公司可以申请境内机构投资者资格, 开展境外证券投资业务。基金管理公司申请境内机构投资者资格应当具备下列条件:

1. 申请人的财务稳健, 资信良好。净资产不少于 2 亿元人民币; 经营证券投资基金管理业务达 2 年以上; 在最近一个季度末资产管理规模不少于 200 亿元人民币或等值外汇资产。
2. 具有 5 年以上境外证券市场投资管理经验和相关专业资质的中级以上管理人员不少于 1 名, 具有 3 年以上境外证券市场投资管理相关经验的人员不少于 3 名。
3. 具有健全的治理结构和完善的内控制度, 经营行为规范。
4. 最近 3 年没有受到监管机构的重大处罚, 没有重大事项正在接受司法部门、监管机构的立案调查;
5. 中国证监会根据审慎监管原则规定的其他条件。

## 四、基金管理公司的业务特点

基金管理公司在业务上具有以下一些特点:

1. 基金管理公司管理的是投资者的资产, 一般不进行负债经营, 因此基金管理公司的经营风险相对具有较高负债的银行、保险公司等其他金融机构要低得多。
2. 基金管理公司的收入主要来自以资产规模为基础的管理费, 因此资产管理规模的扩大对基金管理公司具有重要的意义。
3. 投资管理能力是基金管理公司的核心竞争力, 因此基金管理公司在经营上更多地体现出一种知识密集型产业的特色。
4. 开放式基金要求必须披露上一工作日的份额净值, 而净值的高低直接关系到投资者的利益, 因此基金管理公司的业务对时间与准确性的要求很高, 任何失误与迟误都会造成很大问题。

## 第二节 基金管理公司机构设置

有效的机构设置是实现有效管理的基础。图 4-1 是基金管理公司典型的机构设置图。



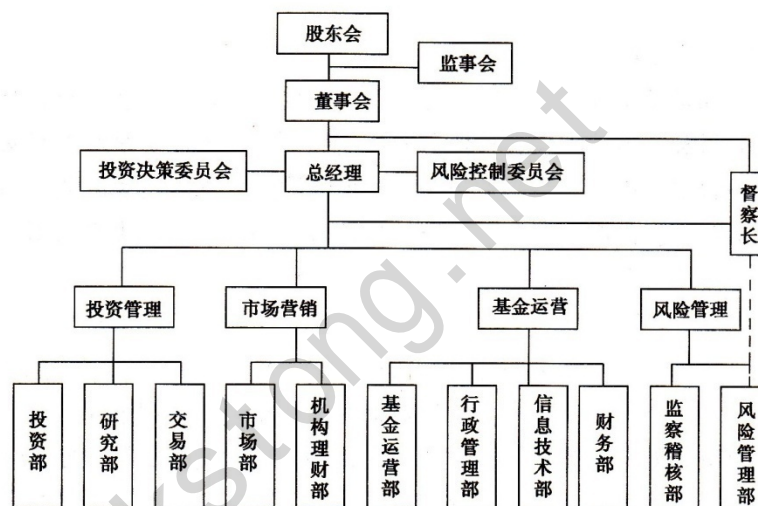


图 4-1 基金管理公司机构设置图

## 一、专业委员会

### (一) 投资决策委员会

投资决策委员会是基金管理公司管理基金投资的最高决策机构,是非常设议事机构,在遵守国家有关法律、法规、条例的前提下,拥有对所管理基金的投资事务的最高决策权。投资决策委员会一般由基金管理公司的总经理、分管投资的副总经理、投资总监、研究部经理、投资部经理及其他相关人员组成,负责决定公司所管理基金的投资计划、投资策略、投资原则、投资目标、资产分配及投资组合的总体计划等。具体的投资细节则由各基金经理自行掌握。

### (二) 风险控制委员会

风险控制委员会是非常设议事机构,一般由副总经理、监察稽核部经理及其他相关人员组成。其主要工作是制定和监督执行风险控制政策,根据市场变化对基金的投资组合进行风险评估,并提出风险控制建议。风险控制委员会的工作对于基金财产的安全提供了较好的保障。



## 二、投资管理部门

### (一) 投资部

投资部负责根据投资决策委员会制定的投资原则和计划进行股票选择和组合管理, 向交易部下达投资指令。同时, 投资部还担负投资计划反馈的职能, 及时向投资决策委员会提供市场动态信息。

### (二) 研究部

研究部是基金投资运作的支撑部门, 主要从事宏观经济分析、行业发展状况分析和上市公司投资价值分析。研究部的主要职责是通过对宏观经济、行业状况、市场行情和上市公司价值变化的详细分析和研究, 向基金投资决策部门提供研究报告及投资计划建议, 为投资提供决策依据。

### (三) 交易部

交易部是基金投资运作的具体执行部门, 负责组织、制定和执行交易计划。交易部的主要职能有: 执行投资部的交易指令, 记录并保存每日投资交易情况, 保持与各证券交易商的联系并控制相应的交易额度, 负责基金交易席位的安排、交易量管理等。目前, 有些公司出于更好控制风险的需要, 已将该部门划归基金运营体系, 从而加强了对投研部门的制衡。

## 三、风险管理部门

### (一) 监察稽核部

监察稽核部负责监督检查基金和公司运作的合法、合规情况及公司内部风险控制情况, 定期向董事会提交分析报告。监察稽核部的主要工作包括: 基金管理稽核, 财务管理稽核, 业务稽核(包括研究、资产管理、综合业务等), 定期或不定期执行、协调公司对外信息披露等工作。监察稽核部在规范公司运作、保护基金持有人合法权益、完善公司内部控制制度、

查错防弊、堵塞漏洞方面起到了相当重要的作用。

## (二) 风险管理部

风险管理部负责对公司运营过程中产生的或潜在的风险进行有效管理。该部门的工作主要对公司高级管理层负责, 对基金投资、研究、交易、基金业务管理、基金营销、基金会计、IT 系统、人力资源、财务管理等各业务部门及运作流程中的各项环节进行监控, 提供有关风险评估、测算、日常风险点检查、风险控制措施等方面的报告及针对性的建议。

## 四、市场营销部门

### (一) 市场部

市场部负责基金产品的设计、募集和客户服务及持续营销等工作。市场部的主要职能有: 根据基金市场的现状和未来发展趋势以及基金公司内部状况设计基金产品, 并完成相应的法律文件; 负责基金营销工作, 包括策划、推广、组织、实施等; 对客户提出的申购、赎回要求提供服务, 负责公司的形象设计以及公共关系的建立、往来与联系等。

### (二) 机构理财部

机构理财部是基金管理公司为适应业务向受托资产管理方向发展的需要而设立的独立部门, 它专门服务于提供该类型资金的机构。之所以单独设立该部门也是相关法律法规的要求, 即为了更好地处理共同基金与受托资产管理业务间的利益冲突问题。两块业务必须在组织上、业务上进行适当隔离。

## 五、基金运营部门

基金运营部负责基金的注册与过户登记和基金会计与结算, 其工作职责包括基金清算和基金会计两部分。

基金清算工作包括: 开立投资者基金账户; 确认基金认购、申购、赎

回、转换以及非交易过户等交易类申请, 完成基金份额清算; 管理基金销售机构的资金交收情况, 负责相关账户的资金划转, 完成销售资金清算; 设立并管理资金清算相关账户, 负责账户的会计核算工作并保管会计记录; 复核并监督基金份额清算与资金清算结果。

基金会计工作包括: 记录基金资产运作过程, 完成当日所发生基金投资业务的账务核算工作; 核算当日基金资产净值; 完成与托管银行的账务核对, 复核基金净值计算结果; 按日计提基金管理费和托管费; 填写基金资产运作过程中产生的投资交易资金划转指令, 传送至托管行; 根据基金份额清算结果, 填写基金赎回资金划转指令, 传送至托管行; 完成资金划转指令产生的基金资产资金清算凭证与托管行每日资金流量表间的核对; 建立基金资产会计档案, 定期装订并编号归档管理相关凭证账册。

## 六、后台支持部门

### (一) 行政管理部

行政管理部是基金管理公司的后勤部门, 为基金管理公司的日常运作提供文件管理、文字秘书、劳动保障、员工聘用、人力资源培训等行政事务的后台支持。

### (二) 信息技术部

信息技术部负责基金管理公司业务和管理发展所需要的电脑软、硬件的支持, 确保各信息技术系统软件业务功能运转正常。

### (三) 财务部

财务部是负责处理基金管理公司自身财务事务的部门, 包括有关费用支付、管理费收缴、公司员工的薪酬发放、公司年度财务预算和决算等。

## 第三节 基金投资运作管理

基金投资运作管理是基金管理公司的核心业务, 基金管理公司的投资

部门具体负责基金的投资管理业务。

## 一、投资决策

### (一) 投资决策机构

我国基金管理公司大多在内部设有投资决策委员会, 负责指导基金资产的运作, 确定基金投资策略和投资组合的原则。投资决策委员会是公司非常设机构, 是公司最高投资决策机构, 以定期或不定期会议的形式讨论和决定公司投资的重大问题。投资决策委员会一般由公司总经理、分管投资的副总经理、投资总监、研究总监等相关人员组成。

投资决策委员会的主要职责一般包括:

1. 制定公司投资管理相关制度, 包括投资决策、交易、研究、投资表现评估等方面的管理制度。
2. 根据公司投资管理制度和基金合同, 确定基金投资的基本方针、原则、策略及投资限制。
3. 审定基金资产配置比例或比例范围, 包括资产类别比例和行业或板块投资比例。
4. 确定基金经理可以自主决定投资的权限。
5. 审批基金经理提出的投资额超过自主投资额度的投资项目。
6. 定期审议基金经理的投资报告, 考核基金经理的工作绩效等。

### (二) 投资决策制定

投资决策制定通常包括投资决策的依据、决策的方式和程序、投资决策委员会的权限和责任等内容。在决策的制定过程中涉及到公司研究发展部、基金投资部、投资决策委员会和风险控制委员会等部门(见图 4-2)。

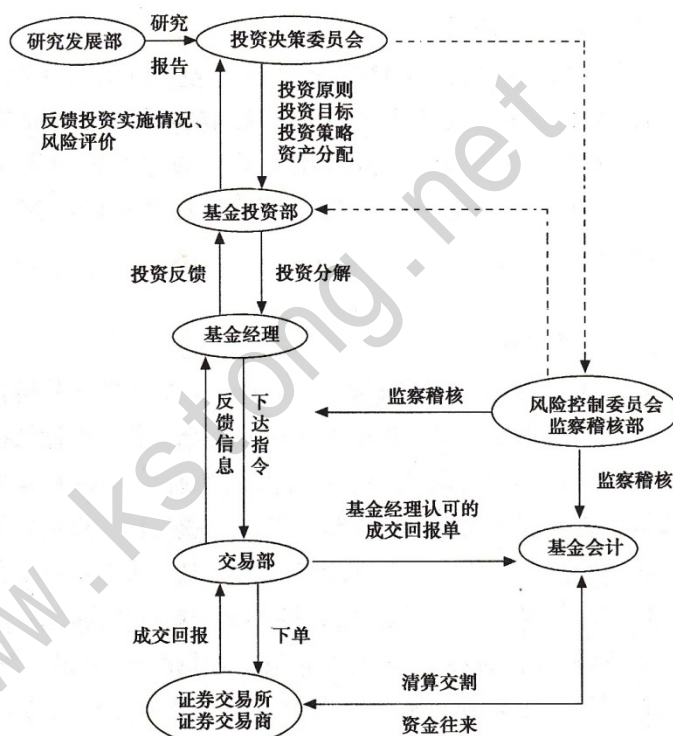


图 4-2 基金管理公司投资决策流程图

我国基金管理公司一般的投资决策程序是：

1. 公司研究发展部提出研究报告。研究发展部负责向投资决策委员会和其他投资部门提供研究报告。研究报告通常包括宏观经济分析报告、行业分析报告、上市公司分析报告和证券市场行情报告等。通常研究发展部负责建立并维护股票池。
2. 投资决策委员会决定基金的总体投资计划。投资决策委员会在认真分析研究发展部提供的研究报告及其投资建议的基础上，根据现行法律法规和基金合同的有关规定，决定基金的总体投资计划。
3. 基金投资部制定投资组合的具体方案。在投资决策委员会制定的总体投资计划的基础上，基金投资部在研究发展部研究报告的支持下，构建投资组合方案，对方案进行风险收益分析，并在投资执行过程中将有关投资实施情况和风险评估报告反馈给投资决策委员会。基金投资部在制定具体方案时要接受风险控制委员会的风险控制建议和监察稽核部门的监察、稽核。
4. 风险控制委员会提出风险控制建议。证券市场由于受到政治、经济、

投资心理及交易制度等各种因素的影响, 导致基金投资面临较大的风险。为降低投资风险, 风险控制委员会通过监控投资决策实施和执行的整个过程, 并根据市场价格水平及公司的风险控制政策, 提出风险控制建议。

### (三) 投资决策实施

基金管理公司在确定了投资决策后, 就进入决策的实施阶段。具体来讲, 就是由基金经理根据投资决策中规定的投资对象、投资结构和持仓比例等, 在市场上选择合适的股票、债券和其他有价证券来构建投资组合。投资决策是否合理有效地得到实施, 直接关系到基金投资效果的好坏和基金投资收益水平的高低。在具体的基金投资运作中, 通常是由基金投资部门的基金经理向(中央)交易室发出交易指令。这种交易指令具体包括买入(卖出)何种有价证券、买入(卖出)的时间和数量、买入(卖出)的价格控制等。可以说, 基金经理的投资理念、分析方法和投资工具的选择是基金投资运作的关键; 基金经理水平的高低, 直接决定了基金的投资收益。基金经理在实际投资运作中依据一定的投资目标, 构建合适的投资组合, 并根据市场实际情况的变化及时对投资组合进行调整。在实际操作中, 交易员的地位和作用也相当重要。基金经理给(中央)交易室的交易指令最终要由交易员负责完成。交易员接受交易指令后, 应当寻找合适的机会, 以尽可能低的价格买入需要买入的股票或债券, 以尽可能高的价格卖出应当卖出的股票或债券。交易员除了执行交易外, 还必须及时向基金经理汇报实际交易情况和市场动向, 协助基金经理完成基金投资运作。

## 二、投资研究

投资研究是基金管理公司进行实际投资的基础和前提, 基金实际投资绩效在很大程度上决定于投资研究的水平。

基金管理公司研究部的研究内容一般包括:

### (一) 宏观与策略研究

宏观与策略研究主要是针对国家宏观经济状况以及市场的研究, 提出资产配置建议。



## (二) 行业研究

行业研究的主体任务是对各个行业的发展环境进行评估, 提出行业资产配置建议。

## (三) 个股研究

个股投资价值判断是基金管理公司股票投资的落脚点, 基金经理主要

在个股投资价值报告的基础上决定实际的投资行为。

个股研究始于对行业内上市公司的初步筛选, 选出具有研究价值的公司以建立备选股票池。这主要是对行业内上市公司财务指标的横向比较, 以挑出行业内资产质量和利润成长性较好的公司。在股票池的基础上, 研究员必须对上市公司及其所在行业进行进一步的分析, 确定值得实地调研的公司。在具体进行公司调研之后, 分析师须拟订财务模型进行估值并完成投资报告。所有这些报告最后经部门讨论等方式通过后, 进入股票池。

对股票投资价值的估值, 最常使用四种估值方法, 分别为市盈率(PE)、市净率(PB)、现金流折现(DCF)以及经济价值对利息、税收、折旧、摊销前利润(EV/EBTDA)。对特定的价值型股票, 也会采用股息率的方法。对于成长型的股票, 每股盈余成长率则是最常用的辅助估值工具。此外, 对上市公司非财务指标也应该给予适当的关注, 尤其是公司治理结构和管理层素质, 因为它们是公司长期健康发展的重要保障。

以上主要介绍的是股票投资研究。就债券研究而言, 它主要侧重于债券久期的判断和券种的选择。研究员通过对宏观及利率走势的判断以及对长短期债券、不同信用等级债券利差的判断, 决定债券的久期策略, 然后再依券种的信用程度、流动性等指标以及一级和二级市场供需情况等提出分析报告。

在一般的情况下, 多数基金管理公司的研究工作均需要依靠大量的外部研究报告, 主要是作为卖方的证券公司的研究报告。其主要原因在于证券公司

与基金管理公司各自的资源优势不同, 而且基金管理公司的营运模式无法承担雇用大量研究人员的成本。外部研究机构和研究报告为基金管理公司的研究提供基础和平台, 而基金管理公司自身的研究重点在于以实际投资为导向的上市公司投资价值判断。内部和外部研究力量的交流和配合主要通过基金管理公司研究员定期或不定期与证券公司分析员电话和实地交流、共同调研、参加会议等方式进行。

### 三、投资交易

交易是实现基金经理投资指令的最后环节。按规定, 基金经理不得直接向交易员下达投资指令或者直接进行交易。投资指令应经风险控制部门审核, 确认其合法、合规与完整后方可执行。这样, 可实现决策人与执行人的分离, 防止基金经理决策的随意性与道德风险。

此外, 各基金管理公司设有中央交易室, 严格执行交易行为准则, 对基金经理的交易行为进行约束。同时, 各基金管理公司还设置了相应的证券交易技术手段, 以避免同一基金的交易账户对同一只股票既买又卖的反向报单委托行为。

### 四、投资风险控制

为了提高基金投资的质量, 防范和降低投资的管理风险, 切实保障基金投资者的利益, 国内外的基金管理公司和基金组织都建立了一套完整的风险控制机制和风险管理制度, 并在基金合同和招募说明书中予以明确规定。

第一, 基金管理公司设有风险控制委员会(或合规审查与风险控制委员会)等风险控制机构, 负责从整体上控制基金运作中的风险。

第二, 制定内部风险控制制度。主要包括: 严格按照法律法规和基金合同规定的投资比例进行投资, 不得从事规定禁止基金投资的业务; 坚持独立性原则, 基金管理公司管理的基金资产与基金管理公司的自有资产应相互独立, 分账管理, 公司会计和基金会计严格分开; 实行集中交易制度, 每笔交易都必须有书面记录并加盖时间章; 加强内部信息控制, 实行空间隔离和门禁制度, 严防重要内部信息泄露; 前台和后台部门应独立运作。

第三, 内部监察稽核控制。监察稽核的目的是检查、评价公司内部控制制度和公司投资运作的合法性、合规性和有效性, 监督公司内部控制制度的执行情况, 揭示公司内部管理及投资运作中的风险, 及时提出改进意见, 确保国家法律法规和公司内部管理制度的有效执行, 维护基金投资者的正当权益。

### 第四节 特定客户资产管理业务

特定客户资产管理业务是与证券投资基金在性质上存在较大差异的一种资产管理业务。允许基金管理公司开展具有私募性质的特定客户资产

管理业务, 在拓展基金管理公司业务范围的同时也对我国基金管理公司的规范运作与监管带来新的挑战。

## 一、开展特定客户资产管理业务的准入条件

基金管理公司开展特定客户资产管理业务应符合下列条件:

1. 净资产不低于 2 亿元人民币, 在最近一个季度末资产管理规模不低于 200 亿元人民币或等值外汇资产;
2. 经营行为规范, 管理证券投资基金 2 年以上且最近一年内没有因违法违规行受到行政处罚或被监管机构责令整改, 没有因违法违规行正在被监管机构调查;
3. 已经配备了适当的专业人员从事特定资产管理业务;
4. 已经就防范利益输送、违规承诺收益或者承担损失、不正当竞争等行为制定了有效的业务规则和措施;
5. 已经建立公平交易管理制度, 明确了公平交易的原则、内容以及实现公平交易的具体措施;
6. 已经建立有效的投资监控制度和报告制度, 能够及时发现异常交易行为;
7. 中国证监会根据审慎监管原则确定的其他条件。

## 二、特定客户资产管理产品的设立条件

基金管理公司既可以为单一客户办理特定客户资产管理业务 (俗称“一对一”业务), 也可以为特定的多个客户办理特定客户资产管理业务 (俗称“一对多”业务)。

基金管理公司为单一客户办理特定客户资产管理业务的, 客户委托的初始资产不得低于 5 000 万元人民币。为特定的多个客户办理特定客户资产管理业务是指向两个以上特定客户募集资金, 或接受两个以上特定客户的财产委托担任资产管理人, 由商业银行担任资产托管人, 为资产委托人的利益, 将其委托财产集合于特定账户, 进行证券投资的活动的资产管理业务。

基金管理公司从事多个客户特定客户资产管理业务, 应当向符合条件的特定客户销售资产管理计划。符合条件的特定客户是指委托投资单个资产管理计划初始金额不低于 100 万元人民币, 且能够识别、判断和承担相应投资风险的自然人、法人、依法成立的组织或中国证监会认可的其他特定客户。单一多个客户特定资产管理计划的委托人人数不得超过 200 人,

客户委托的初始资产合计不得低于 5 000 万元人民币, 中国证监会另有规定的除外。

### 三、特定客户资产管理业务规范

开展特定客户资产管理业务应符合以下规范:

1. 将委托财产交由具备基金托管资格的商业银行托管。
2. 从事特定客户资产管理业务, 资产委托人、资产管理人、资产托管人应当订立书面的资产管理合同, 明确约定各自的权利、义务和相关事宜, 资产管理合同的内容与格式由中国证监会另行规定。
3. 委托财产应当用于下列投资: 股票、债券、证券投资基金、央行票据、短期融资券、资产支持证券、金融衍生产品及中国证监会规定的其他投资品种。
4. 特定客户资产管理业务的管理费率、托管费率不得低于同类型或相似类型投资目标和投资策略的证券投资基金管理费率、托管费率的 60%。
5. 资产管理人可以与资产委托人约定, 根据委托财产的管理情况提取适当的业绩报酬。在一个委托投资期间内, 业绩报酬的提取比例不得高于所管理资产在该期间净收益的 20%。
6. 严格禁止同一投资组合或不同投资组合之间在同一交易日内进行反向交易及其他可能导致不公平交易和利益输送的交易行为。
7. 从事特定客户资产管理业务, 应当设立专门的业务部门, 投资经理与证券投资基金的基金经理的办公区域应当严格分离, 并不得相互兼任。
8. 不得采用任何方式向资产委托人返还管理费; 不得违规向客户承诺收益或承担损失; 不得将其固有财产或者他人财产混同于委托财产从事证券投资。
9. 不得通过报刊、电视、广播、互联网(基金管理公司网站除外)和其他公共媒体公开推介具体的特定客户资产管理业务方案。
10. 多个客户资产管理计划每年至多开放一次计划份额的参与和退出, 但中国证监会另有规定的除外。
11. 多个客户资产管理计划的资产管理人每月至少应向资产委托人报告一次经资产托管人复核的计划份额净值。

### 第五节 基金管理公司治理结构与内部控制

基金管理公司的治理结构有其自身的特点。基金管理公司和一般公司法人的不同之处在于: 基金管理公司所管理的基金财产是基于信托关系形

成的, 通常可以管理运作几十倍于自身注册资本的基金财产。由于基金管理公司肩负着受人之托、代客理财的重任, 因此, 完善的公司治理结构和有效的内部控制是保护投资者利益、确保基金安全运作的重要保障。监管部门对基金管理公司的公司治理结构与内部控制提出了一些更为严格的要求。

## 一、基金管理公司的治理结构

### (一) 总体要求

目前, 我国基金管理公司均为有限责任公司, 必须满足《中华人民共和国公司法》(简称《公司法》)对有限责任公司公司治理结构的规定, 例如股东会、董事会、监事会和经理各自的职责及其相互关系等。此外, 基金管理公司在治理结构上还必须遵守《证券投资基金法》《证券投资基金管理公司管理办法》和《证券投资基金管理公司治理准则(试行)》等的有关规定, 建立组织机构健全、职责划分清晰、制衡监督有效、激励约束合理的治理结构, 保持公司规范运作, 维护基金份额持有人的利益。

### (二) 公司治理的基本原则

1. 基金份额持有人利益优先原则。基金管理公司从公司章程、规章制度、工作流程、议事规则等的制定到公司各级组织机构职权的行使以及公司员工的从业行为, 都应当体现基金份额持有人利益优先原则。在公司、股东以及公司员工的利益与基金份额持有人的利益发生冲突时, 应当优先保障基金份额持有人的利益。

2. 公司独立运作原则。基金管理公司独立性的具体要求是: 公司及其业务部门与股东、实际控制人及其下属部门之间没有隶属关系; 股东及其实际控制人不得越过股东会和董事会直接任免公司高级管理人员; 不得违反公司章程干预投资、研究、交易等具体事务及公司员工选聘; 董事、监事之外的所有员工不得在股东单位兼职; 所有与股东签署的技术支持、服务、合作等协议均应上报, 不得签署任何影响公司独立性的协议等等。

3. 强化制衡机制原则。基金管理公司应当明确股东会、董事会、监事会(执行监事)、经理层、督察长的职责权限, 完善决策程序, 形成协调高效、相互制衡的制度安排。

4. 维护公司的统一性和完整性原则。公司应当在组织机构和人员的责



任体系、报告路径、决策机制等几个方面体现统一性和完整性。从董事会层面, 在制度建设过程中就应当保证公司的责任体系、决策体系和报告路径的清晰、独立。股东不得要求经理层或其他员工违反章程直接向股东或其他机构和人员报告基金财产运用具体事项, 不得要求经理层将经营决策权让渡给股东或其他机构和人员。从经理层面, 在职权范围内应保证公司经营活动独立、自主决策, 不受他人干预, 不得将经营管理权让渡给股东或者其他机构和人员。在公司文化层面, 应当构建公司自身的企业文化, 防止在内部责任体系、报告路径和内部员工之间出现割裂情况。

5. 股东诚信与合作原则。股东对公司和其他股东负有诚信义务, 应当承担社会责任。股东之间应当信守承诺, 建立相互尊重、沟通协商、共谋发展的和谐关系。具体要求主要有: 应当审慎审议、签署股东协议和公司章程等法律文件, 按照约定认真履行义务, 出现有关情形立即书面通知公司和其他股东。

6. 公平对待原则。公司董事会和管理层应当公平对待所有股东, 不得接受任何股东及其实际控制人超越股东会、董事会的指示, 不得偏向任何一方股东。公司开展业务应当公平对待管理的不同基金财产和客户资产, 不得在不同基金财产之间、基金财产与委托资产之间进行利益输送。

7. 业务与信息隔离原则。公司应当建立与股东的业务与信息隔离制度, 防范不正当关联交易和利益输送。在信息传递和保密方面, 股东不得直接或间接要求董事、经理层及其他员工提供基金投资、研究等方面的非公开信息和资料, 不得利用提供技术支持或者行使知情权的方式将非公开信息为任何人谋利或泄漏给任何第三方。在股东知情权方面, 既要求股东关注公司的经营运作情况及财务状况, 也要求股东按照相关法律、法规和公司章程的规定行使知情权, 不得滥用知情权。

8. 经营运作公开、透明原则。公司的经营运作应当保持公开、透明; 公司应当保障股东、董事享有合法的知情权, 如定期提供有关公司经营的各项报告; 公司还要依法认真履行信息披露义务。

9. 长效激励约束原则。公司应当结合基金行业特点建立长效激励约束机制; 同时, 营造规范、诚信、创新、和谐的企业文化, 从而留住人才, 保持公司的竞争能力。股东也应当尊重经理层人员及其他专业人员的人力资本价值。

10. 人员敬业原则。公司的董事、监事、高级管理人员的履职水平直接关系到广大基金份额持有人的利益。因此, 上述人员不仅要专业、诚信、勤勉、尽职, 遵守职业操守, 而且要以较高的职业道德标准和商业道德标准规范言行, 维护基金份额持有人的利益和公司的资产安全, 促进公司的高效运作。



### (三) 独立董事制度

基金管理公司应当建立健全独立董事制度。独立董事人数不得少于 3 人, 且不得少于董事会人数的 1/3。

董事会审议下列事项应当经过 2/3 以上的独立董事通过:

1. 公司及基金投资运作中的重大关联交易。
2. 公司和基金审计事务, 聘请或者更换会计师事务所。
3. 公司管理的基金的半年度报告和年度报告。
4. 法律、行政法规和公司章程规定的其他事项。

### (四) 督察长制度

中国证监会发布的《证券投资基金管理公司督察长管理规定》明确要求基金管理公司应当建立健全督察长制度。督察长是监督检查基金和公司运作的合法合规情况及公司内部风险控制情况的高级管理人员。督察长由总经理提名, 由董事会聘任, 并应当经全体独立董事同意。督察长负责组织指导公司监察稽核工作。督察长履行职责的范围, 应当涵盖基金及公司运作的业务环节。督察长发现基金和公司运作中有违法违规行为的, 应当及时予以制止, 重大问题应当报告中国证监会及相关派出机构。督察长享有充分的知情权和独立的调查权。督察长根据履行职责的需要, 有权参加或者列席公司董事会以及公司业务、投资决策、风险管理等相关会议, 有权调阅公司相关文件、档案。督察长发现基金及公司运作中存在问题时, 应当及时告知公司总经理和相关业务负责人, 提出处理意见和整改建议, 并监督整改措施的制定和落实。公司总经理对存在问题不整改或者整改未达到要求的, 督察长应当向公司董事会、中国证监会及相关派出机构报告。董事会应当建立和完善督察长考核制度。董事会对督察长的考核, 应当以基金及公司的合规运作情况及内部风险控制情况为主要标准。督察长的薪酬由董事会决定。公司应当保证督察长工作的独立性, 不得要求督察长从事基金销售、投资、运营、行政管理等与其履行职责相冲突的工作。公司总经理、其他高级管理人员、各部门应当支持和配合督察长的工作, 不得以涉及商业秘密或者其他理由限制、阻挠督察长履行职责。

## 二、公司内部控制

### (一) 内部控制的概念

内部控制是指公司为防范和化解风险, 保证经营运作符合公司的发展规划, 在充分考虑内外部环境的基础上, 通过建立组织机制、运用管理方法、实施操作程序与控制措施而形成的系统。基金管理公司内部控制包括内部控制机制和内部控制制度两个方面。内部控制机制是指公司的内部组织结构及其相互之间的运作制约关系; 内部控制制度是指公司为防范金融风险、保护资产的安全与完整、促进各项经营活动的有效实施而制定的各种业务操作程序、管理与控制措施的总称。

公司内部控制机制一般包括四个层次: 一是员工自律; 二是部门各级主管的检查监督; 三是公司总经理及其领导的监察稽核部对各部门和各项业务的监督控制; 四是董事会领导下的审计委员会和督察长的检查、监督、控制和指导。

公司内部控制制度由内部控制大纲、基本管理制度、部门业务规章、业务操作手册等部分组成 (见图 4-3)。

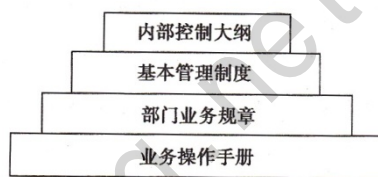


图 4-3 基金管理公司内部控制制度体系图

公司内部控制大纲是对公司章程规定的内部控制原则的细化和展开, 是各项基本管理制度的纲要和总揽, 明确内部控制目标、内部控制原则、控制环境和内部控制措施等内容。基本管理制度主要包括风险控制制度、投资管理制度、基金会计制度、信息披露制度、监察稽核制度、信息技术管理制度、公司财务制度、资料档案管理制度、业绩评估考核制度和紧急应变制度。部门业务规章是在基本管理制度的基础上, 对各部门的主要职责、岗位设置、岗位责任、操作守则等的具体说明。业务操作手册是各项具体业务和管理工作的运行办法, 是对业务各个细节、流程进行的描述和约束。主要业务手册有研究手册、交易手册、营销人员手册、信息技术手册、监察稽核手册和财务工作手册等。

为了加强基金管理公司内部控制, 促进公司诚信、合法、有效经营,

保障基金持有人利益, 2002 年 12 月中国证监会依据国家有关法律法规制定了《证券投资基金管理公司内部控制指导意见》, 具体规定了基金管理公司内部控制的目標、原则、基本要素和主要内容, 要求国内各基金管理公司结合自身的具体情况, 建立科学合理、控制严密、运行高效的内部控制体系, 并制定科学、完善的内部控制制度。

## (二) 内部控制的目标和原则

### 1. 基金管理公司内部控制的总体目标是:

(1) 保证公司经营运作严格遵守国家有关法律法规和行业监管规则, 自觉形成守法经营、规范运作的经营思想和经营理念。

(2) 防范和化解经营风险, 提高经营管理效益, 确保经营业务的稳健运行和受托资产的安全完整, 实现公司的持续、稳定、健康发展。

(3) 确保基金、公司财务和其他信息真实准确、完整、及时。

### 2. 基金管理公司内部控制应当遵循以下原则:

(1) 健全性原则。内部控制应当包括公司的各项业务、各个部门或机构和各级人员, 并涵盖到决策、执行、监督、反馈等各个环节。

(2) 有效性原则。通过科学的内部控制手段和方法, 建立合理的内部控制程序, 维护内部控制制度的有效执行。

(3) 独立性原则。公司各机构、部门和岗位职责应当保持相对独立, 公司基金资产、自有资产、其他资产的运作应当分离。

(4) 相互制约原则。公司内部部门和岗位的设置应当权责分明、相互制衡。

(5) 成本效益原则。公司运用科学化的经营管理方法降低运作成本, 提高经济效益, 以合理控制成本达到最佳的内部控制效果。

### 3. 基金管理公司制定内部控制制度应当遵循以下原则:

(1) 合法、合规性原则。公司内部控制制度必须符合国家法律法规、规章和各项规定。

(2) 全面性原则。内部控制制度必须涵盖公司经营管理的各个环节, 必须普遍适用于公司每一个员工, 不得留有制度上的空白或漏洞。

(3) 审慎性原则。公司内部的核心是风险控制, 制定内部控制制度要以审慎经营、防范和化解风险为出发点。

(4) 适时性原则。内部控制制度的制定应当具有前瞻性, 并且必须随着有关法律法规的调整和公司经营战略、经营方针、经营理念等内、外部环境的变化进行及时修改或完善。

### (三) 内部控制的基本要求

基金管理公司必须按照核定的业务范围和基金资产运作的业务特征建立架构清晰、控制有效的内部控制机制, 制定全面系统、切实可行的内部控制制度, 设立顺序递进、权责统一、严密有效的内部控制防线。

1. 部门设置要体现职责明确、相互制约的原则。各部门要有明确的授权分工, 操作相互独立; 各岗位职责明确, 有详细的岗位说明书和业务流程; 各岗位人员在上岗前要知悉并以书面方式承诺遵守, 在授权范围内承担责任; 建立重要业务处理凭据传递和信息沟通制度, 相关部门、相关岗位之间相互监督制衡。

2. 严格授权控制。严格授权要贯穿于公司经营活动的始终, 建立健全公司授权标准和程序, 确保授权制度的贯彻执行。公司各业务部门、分支机构和公司员工必须在规定授权范围内行使相应的职责。重大业务的授权要采取书面形式, 明确授权内容和时效, 对已获授权的部门和人员建立有效的评价和反馈机制。

3. 强化内部监察稽核控制。公司督察长和内部监察稽核部门要独立于其他部门, 要严格监察稽核的操作程序和组织纪律。监察稽核部门对各岗位、各部门、各机构、各项业务要全面实施监督控制, 通过定期或不定期检查内部控制制度的执行情况, 确保公司各项经营管理活动的有效运行。公司要建立有效的内部监控制度, 对内部控制制度的执行情况实行严格的检查和反馈, 并进行持续的监督, 保证内部控制制度落实。

4. 建立完善的岗位责任制度和科学、严格的岗位分离制度。在明确不同岗位的工作任务基础上, 赋予各岗位相应的责任和职权。明确划分各岗位职责, 建立相互配合、相互制约、相互促进的工作关系。重要业务部门和岗位应当进行物理隔离, 投资和交易、交易和清算基金会计和公司会计等重要岗位不得有人员的兼任。通过制定规范的岗位责任制度、严格的操作程序和合理的工作标准, 大力推行各岗位、各部门、各机构的目标管理。

5. 严格控制基金资产的财务风险。公司要建立完善的资产分离制度, 确保基金资产的安全完整。基金资产与公司资产、不同基金的资产和其他委托资产要实行独立运作, 分别核算; 对所管理的基金必须以基金为会计核算主体, 独立建账, 独立核算, 并采取适当的会计控制措施, 以确保会计核算系统的正常运转。必须采取合理的估值方法和科学的估值程序, 公允反映基金所投资的有价证券在估值时点的价值。公司必须建立严格的成本控制和业绩考核制度, 强化会计的事前、事中和事后监督。

6. 建立完善的信息披露制度。公司要设立专门的部门或岗位负责信息披露工作, 进行信息的组织、审核和发布, 保证公开披露的信息真实、准

确、完整、及时, 加强对公司信息披露的检查和评价, 对存在的问题及时提出改进办法, 对信息披露出现的失误提出处理意见, 并追究相关人员的责任。公司掌握内幕信息的人员在信息公开披露前不得泄露其内容。

7. 严格制定信息技术系统的管理制度。信息技术系统的设计开发要符合国家金融行业软件工程标准的要求, 编写完整的技术资料; 在实现业务电子化时, 应设置保密系统和相应控制机制, 并保证计算机系统的可靠性; 信息技术系统投入运行前, 要经过业务、运营、监察稽核等部门的联合验收。公司通过严格的授权制度、岗位责任制度、门禁制度、内外网分离制度等管理措施, 确保系统安全运行。

8. 建立科学严密的风险管理系统。风险管理系统包括两方面内容: 一是公司主要业务的风险评估和监测办法、重要部门风险指标考核体系以及业务人员的道德风险防范系统等; 二是公司灵活有效的应急、应变措施和危机处理机制。通过严密有效的风险管理系统, 对公司内外部风险进行识别、评估和分析, 及时防范和化解风险。

#### (四) 内部控制的主要内容

1. 投资管理业务控制。公司应当自觉遵守国家有关法律法规, 按照投资管理业务的性质和特点严格制定管理规章、操作流程和岗位手册, 明确揭示研究业务、投资决策业务以及交易业务等不同业务可能存在的风险并采取控制措施。

研究业务控制主要包括:

- (1) 研究工作应保持独立、客观。
- (2) 建立严密的研究工作业务流程, 形成科学、有效的研究方法。
- (3) 建立投资对象备选库制度。根据基金合同要求, 在充分研究的基础上建立和维护备选库。
- (4) 建立研究与投资的业务交流制度, 保持通畅的交流渠道。
- (5) 建立研究报告质量评价体系。

投资决策业务控制主要包括:

- (1) 投资决策应当严格遵守法律法规的有关规定, 符合基金契约所规定的投资目标、投资范围、投资策略、投资组合和投资限制等要求。
- (2) 健全投资决策授权制度, 明确界定投资权限, 严格遵守投资限制, 防止越权决策。
- (3) 投资决策应当有充分的投资依据, 重要投资要有详细的研究报告和风险分析支持, 并有决策记录。
- (4) 建立投资风险评估与管理制度, 在设定的风险权限额度内进行



投资决策。

(5) 建立科学的投资管理业绩评价体系, 包括投资组合情况、是否符合基金产品特征和决策程序、基金绩效归属分析等内容。

基金交易业务控制主要包括:

(1) 基金交易应实行集中交易制度, 将投资管理职能和交易执行职能相隔离, 基金经理不得直接向交易员下达投资指令或者直接进行交易。

(2) 公司应当建立交易监测系统、预警系统和交易反馈系统, 完善相关的安全设施。

(3) 投资指令应当进行审核, 确认其合法、合规与完整后方可执行。如出现指令违法违规或者其他异常情况, 应当及时报告相应部门与人员。

(4) 公司应当执行公平的交易分配制度, 确保不同投资者的利益能够得到公平对待。

(5) 建立完善的交易记录制度, 每日投资组合列表等应当及时核对并存档保管。

(6) 建立科学的交易绩效评价体系。

(7) 场外交易、网下申购等特殊交易应当根据内部控制的原则制定相应的流程和规则。

(8) 公司应当建立严格有效的制度, 防止不正当关联交易损害基金持有人利益。基金投资涉及关联交易的, 应在相关投资研究报告中特别说明, 并报公司相关机构批准。

2.信息披露控制。公司应当按照法律法规和中国证监会有关规定, 建立完善的信息披露制度, 保证公开披露的信息真实、准确、完整、及时。

公司应当有相应的部门或岗位负责信息披露工作, 进行信息的组织、审核和发布。

公司应当加强对公司信息披露的检查和评价, 对存在的问题及时提出改进办法, 对信息披露出现的失误提出处理意见, 并追究相关人员的责任。公司掌握内幕信息的人员在信息公开披露前不得泄露其内容。

3.信息技术系统控制。公司应当根据国家法律法规的要求, 遵循安全性、实用性、可操作性原则, 严格制定信息系统的管理制度。

信息技术系统的设计开发应该符合国家金融行业软件工程标准的要求, 编写完整的技术资料; 在实现业务电子化时, 应设置保密系统和相应控制机制, 并保证计算机系统的可稽性; 信息技术系统投入运行前, 应当经过业务、运营、监察、稽核等部门的联合验收。

公司应当通过严格的授权制度、岗位责任制度、门禁制度、内外网分离制度等管理措施, 确保系统安全运行。计算机机房、设备、网络等硬件要求应当符合有关标准, 设备运行和维护整个过程实施明确的责任管理, 严格划分业务操作、技术维护等方面的职责。



公司软件的使用应充分考虑软件的安全性、可靠性、稳定性和可扩展性, 应具备身份验证、访问控制、故障恢复、安全保护、分权制约等功能。

信息技术系统设计、软件开发等技术人员不得介入实际的业务操作。用户使用的密码口令要定期更换, 不得向他人透露。

数据库和操作系统的密码口令应当分别由不同人员保管。

公司应对信息数据实行严格的管理, 保证信息数据的安全、真实和完整, 并能及时、准确地传递到会计等各职能部门; 严格计算机交易数据的授权修改程序, 并坚持电子信息数据的定期查验制度。

建立电子信息数据的即时保存和备份制度, 重要数据应当异地备份并且长期保存。

信息技术系统应当定期稽核检查, 完善业务数据保管等安全措施, 进行排除故障、灾难恢复的演习, 确保系统可靠、稳定、安全地运行。

4. 会计系统控制。公司应当依据《中华人民共和国会计法》《企业会计准则》等国家有关法律法规, 制定基金会计制度、公司财务制度、会计工作流程和会计岗位工作手册, 并针对各个风险控制点建立严密的会计系统控制。

公司应当明确职责划分, 在岗位分工的基础上明确各会计岗位职责, 严禁需要相互监督的岗位由一人独自操作全过程。

公司对所管理的基金应当以基金为会计核算主体, 独立建账、独立核算, 保证不同基金之间在名册登记、账户设置、资金划拨、账簿记录等方面相互独立。基金会计核算应当独立于公司会计核算。

公司应当采取适当的会计控制措施, 以确保会计核算系统的正常运转。

(1) 公司应当建立凭证制度, 通过凭证设计、登录、传递、归档等一系列凭证管理制度, 确保正确记载经济业务, 明确经济责任。

(2) 公司应当建立账务组织和账务处理体系, 正确设置会计账簿, 有效控制会计记账程序。

(3) 公司应当建立复核制度, 通过会计复核和业务复核防止会计差错的产生。

(4) 公司应当采取合理的估值方法和科学的估值程序, 公允反映基金所投资的有价证券在估值时点的价值。

(5) 公司应当规范基金清算交割工作, 在授权范围内及时准确地完成基金清算, 确保基金资产的安全。

(6) 公司应当建立严格的成本控制和业绩考核制度, 强化会计的事前、事中和事后监督。

(7) 公司应当制定完善的会计档案保管和财务交接制度, 财会部门应妥善保管密押、业务用章、支票等重要凭据和会计档案, 严格会计资料的调阅手续, 防止会计数据的毁损、散失和泄密。

(8) 公司应当严格制定财务收支审批制度和费用报销管理办法, 自觉遵守国家财税制度和财经纪律。

5. 风险控制制度。公司应建立风险控制制度。风险控制制度由风险控制委员会组织各部门制定。风险控制制度由风险控制的机构设置、风险控制的程序、风险控制的具体制度、风险控制制度执行情况的监督等部分组成。

风险控制的具体制度主要包括投资风险管理制度、交易风险管理制度、财务风险控制制度、信息技术系统风险控制制度以及岗位分离制度、防火墙制度、反馈制度、保密制度、公平交易制度等程序性风险管理制度。

6. 监察稽核控制。公司应当设立督察长, 由总经理提名、董事会聘任, 报中国证监会核准。

督察长享有充分的知情权和独立的调查权。督察长根据履行职责的需要, 有权参加或者列席公司董事会以及公司业务投资决策、风险管理等相关会议, 有权调阅公司相关文件、档案。

督察长应当定期或者不定期向全体董事报送工作报告, 并在董事会及董事会下设的相关专门委员会定期会议上报告基金及公司运作的合法合规情况及公司内部风险控制情况。

公司应当设立监察稽核部门, 对公司经理层负责, 开展监察稽核工作。公司应保证监察稽核部门的独立性和权威性。

公司应当明确监察稽核部门及内部各岗位的具体职责, 配备充足的监察稽核人员, 严格监察稽核人员的专业任职条件, 严格监察稽核的操作程序和组织纪律。

公司应当强化内部检查制度, 通过定期或不定期检查内部控制制度的执行情况, 确保公司各项经营管理活动的有效运行。

公司董事会和经理层应当重视和支持监察稽核工作, 对违反法律法规和公司内部控制制度的, 应当追究有关部门和人员的责任。

## 第五章 基金托管人

基金托管人是证券投资基金的主要当事人之一。在基金运作中引入基金托管人制度, 有利于基金财产的安全和投资者利益的保护。基金托管人的职责主要体现在基金资产保管、基金投资运作监督、基金资金清算以及基金会计复核等方面。

## 第一节 基金托管人概述

### 一、基金托管人及基金资产托管业务

基金托管人是根据法律法规的要求, 在证券投资基金运作中承担资产保管、交易监督、信息披露、资金清算与会计核算等相应职责的当事人。根据我国法律法规的要求, 基金资产托管业务或者托管人承担的职责主要包括资产保管、资金清算、资产核算、投资运作监督等方面。

1. 资产保管, 即基金托管人按规定为基金资产设立独立的账户, 保证基金全部财产的安全完整。

2. 资金清算, 即执行基金管理人的投资指令, 办理基金名下的资金往来。

3. 资产核算, 即建立基金账册并进行会计核算, 复核审查管理人计算的基金资产净值和份额净值。

4. 投资运作监督, 即监督基金管理人的投资运作行为是否符合法律法规及基金合同的规定。

基金托管人的具体职责或业务内容, 因各个国家和地区法律法规的不同而存在差异。

基金托管人主要通过托管业务获取托管费作为其主要收入来源, 托管费收入与托管规模成正比。在一些国家和地区, 托管人也通过提供绩效评估、会计核算等增值性服务来扩大收入来源。

### 二、基金托管人在基金运作中的作用

基金托管人在基金运作中具有非常重要的作用, 主要体现在以下 3 个方面:

1. 基金资产由独立于基金管理人的基金托管人保管, 可以防止基金财产挪作他用, 有利于保障基金资产的安全。

2. 基金托管人对基金管理人的投资运作(包括投资对象、投资范围、投资比例、禁止投资行为等)进行监督, 可以促使基金管理人按照有关法律法规和基金合同的要求运作基金财产, 有利于保护基金份额持有人的权益。

3. 基金托管人对基金资产所进行的会计复核和净值计算, 有利于防范、减少基金会计核算中的差错, 保证基金份额净值和会计核算的真实性和准确性。

### 三、基金托管人的市场准入

各主要国家和地区的法律法规都对基金托管人的资格有严格的要求。从基金资产的安全性和基金托管人的独立性出发,一般都规定基金托管人必须是由独立于基金管理人并具有一定实力的商业银行、保险公司或信托投资公司等金融机构担任。

我国《证券投资基金法》第二十六条规定,基金托管人由依法设立并取得基金托管资格的商业银行担任。申请取得基金托管资格,应当具备下列条件,并经中国证监会和中国银监会核准:

- 1.净资产和资本充足率符合有关规定。
- 2.设有专门的基金托管部门。
- 3.取得基金从业资格的专职人员达到法定人数。
- 4.有安全保管基金财产的条件。
- 5.有安全高效的清算、交割系统。
- 6.有符合要求的营业场所、安全防范设施和与基金托管业务有关的其他设施。
- 7.有完善的内部稽核监控制度和风险控制制度。
- 8.法律、行政法规规定的和经国务院批准的中国证监会、中国银监会规定的其他条件。

由取得基金托管资格的商业银行担任基金托管人,主要出于以下考虑:一方面,商业银行具有网点、技术和人员优势,能够满足基金资金清算和划拨的需要;另一方面,商业银行具有健全的组织体系和风险控制能力,在现阶段有利于基金的规范运作。

上述准入条件中,第(1)条“净资产和资本充足率”是衡量银行信用风险和市场风险程度的基本标准,反映了银行的资产质量和承担风险的能力。第(2)条“设有专门的基金托管部门”,有利于在商业银行内部建立有效的“防火墙”。第(3)至第(7)条,分别从人员、技术、场所等角度规定了托管业务运作的软、硬件因素,有利于保证基金托管业务规范、安全、高效、准确的运作。

### 四、基金托管人的职责

《证券投资基金法》第二十九条对基金托管人应当履行的职责进行了明确规定:

- 1.安全保管基金财产。
- 2.按照规定开设基金财产的资金账户和证券账户。

3. 对所托管的不同基金财产分别设置账户, 确保基金财产的完整与独立。
4. 保存基金托管业务活动的记录、账册、报表和其他相关资料。
5. 按照基金合同的约定, 根据基金管理人的投资指令, 及时办理清算、交割事宜。
6. 办理与基金托管业务活动有关的信息披露事项。
7. 对基金财务会计报告、中期和年度基金报告出具意见。
8. 复核、审查基金管理人计算的基金资产净值和基金份额申购、赎回价格。
9. 按照规定召集基金份额持有人大会。
10. 按照规定监督基金管理人的投资运作。
11. 中国证监会规定的其他职责。

上述 11 项职责, 以“安全保管基金财产”为基础, 分别提出了托管人在账户开设、账户设置、档案保管、资金清算等方面的要求。“办理与基金托管业务活动有关的信息披露事项”和“对基金财务会计报告、中期和年度基金报告出具意见”, 明确了托管人是基金信息披露的责任主体或当事人之一, 进而对基金的各类财务报告和定期报告等信息披露文件有复核的责任。“复核、审查基金管理人计算的基金资产净值和基金份额申购、赎回价格”, 则赋予了托管人在净值和价格计算方面的复核或监督责任。也就是说, 托管人对基金运作要进行独立、专门的会计核算活动, 才能满足上述需要。“按照规定召集基金份额持有人大会”, “按照规定监督基金管理人的投资运作”, 也是托管人履行受托职责、监督基金运作、保护基金份额持有人权益的重要内容。概括而言, 基金托管人的职责主要有安全保管基金财产、完成基金资金清算、进行基金会计核算、监督基金投资运作等方面。

QDII 基金在境内募集资金, 境外进行投资, 其托管业务有一定的特殊性。境内托管银行一般委托境外机构担任次托管人, 由担任次托管人的境外托管人履行部分境外托管业务职责, 但托管业务的责任仍由境内托管人即主托管人承担。

## 五、基金托管业务流程

以开放式基金的托管为例, 按照业务运作的顺序, 在托管银行内部的基金托管业务流程主要分 4 个阶段: 签署基金合同、基金募集、基金运作和基金终止。

1. 签署基金合同阶段是基金托管人介入基金托管业务的起始阶段。在



这一阶段, 托管人与拟募集基金的基金管理公司商洽基金募集及托管业务合作事宜。如达成合作意向后, 双方草拟、共同签署基金合同(草案)、托管协议(草案), 提交监管机构评审。

2. 基金募集阶段是基金托管人开展基金托管业务的准备阶段。在基金募集期间, 基金托管人要进行基金托管业务的各项准备。该阶段的主要工作有: 刻制基金业务用章、财务用章, 开立基金各类资金账户、证券账户, 建立基金账册, 与管理人及注册登记机构进行技术系统的联调、测试, 将基金有关参数输入监控系统, 在募集结束后接受管理人按规定验资后的募集资金划入基金资金账户。如果基金募集不成立, 则由基金管理人承担将募集资金返还到投资人账户的职责。

3. 基金运作阶段是基金托管人全面行使职责的主要阶段。基金合同生效后, 基金管理人开始进行投资运作, 基金托管人也开始根据法律法规和基金合同等的规定, 进行各类托管业务的运作。托管人在该阶段的主要工作或业务内容有: 安全、独立保管基金的全部财产; 每个工作日进行基金资产净值计算与会计核算, 并与管理人核对; 根据管理人的指令办理资金划拨; 监督基金投资范围、投资比例、投资风格、关联交易等; 承担基金定期报告、招募说明书(更新)等信息披露文件的复核监督; 对基金费用提取、收益分配、基金份额持有人大会等业务的实施承担监督职责; 保管基金份额持有人名册、重要合同、有关实物证券、业务档案等。

4. 基金终止阶段是基金托管人尽责的善后阶段。在更换托管人或基金终止清算两种情形下, 根据法律法规的要求, 托管人要参与基金终止清算, 按规定保存清算结果和相关资料。

基金托管人的业务操作流程及主要工作内容见图 5-1。

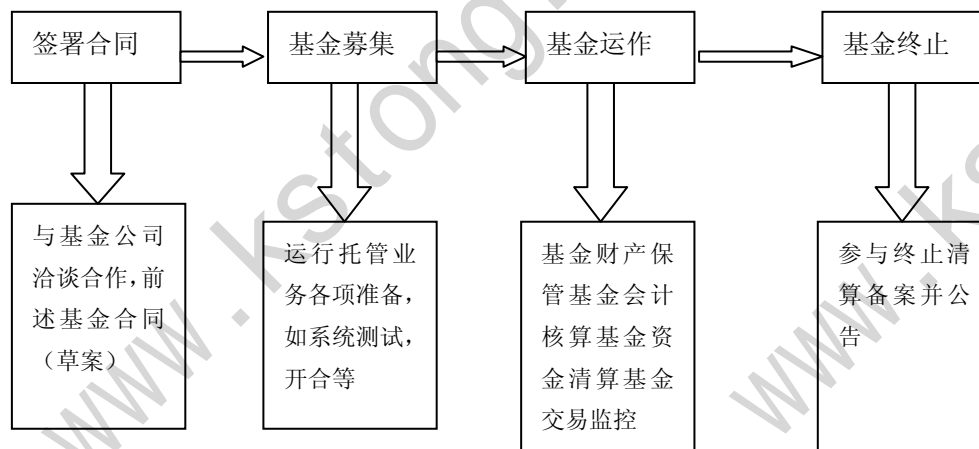


图 5-1 基金托管业务运作流程图



## 第二节 机构设置与技术系统

### 一、基金托管人的机构设置

《证券投资基金法》规定,基金托管人为履行职责,要设有专门的基金托管部门,并要求有安全保管基金财产的条件,有安全高效的清算、交割系统,有符合要求的营业场所、安全防范设施和与基金托管业务有关的其他设施,有完善的内部稽核监控制度和风险控制制度等条件。为此,各托管银行按照业务运作的需要,在内部均设立了专门的基金托管部或资产托管部。

为履行职责,托管银行在托管部一般都设立不同的处室来履行职责。尽管各个托管银行的内设机构在名称、数量、职责及岗位设置等方面不尽相同,但一般都包括了下列部门:

- 1.主要负责证券投资基金托管业务的市场开拓、市场研究、客户关系维护的市场部门。
- 2.主要负责基金资金清算、核算的部门。
- 3.主要负责技术维护、系统开发的部门。
- 4.主要负责交易监督、内部风险控制的部门

### 二、基金托管业务的技术系统

《证券投资基金托管资格管理办法》要求,基金托管人要有安全高效的清算、交割系统;基金托管部门有满足营业需要的固定场所,配备独立的安全监控系统;基金托管部门配备独立的托管业务技术系统,包括网络系统、应用系统、安全防护系统、数据备份系统;系统内证券交易结算资金在两小时内汇划到账,从交易所安全接收交易数据,与基金管理人、基金注册登记机构、证券登记结算机构等相关业务机构的系统安全对接等。据此,各托管银行都建立、完善了符合业务需要的机房系统、软件和硬件系统、数据传输系统等。

目前,各托管银行的基金托管业务技术系统主要有以下特征:

- 1.主要托管业务活动通过技术系统完成。基金会计核算、资金清算、投资监督等基金托管的主要业务活动都可以通过技术系统完成。
- 2.系统配置完整、独立运作。一般的托管银行都配置了托管业务主机系统、备份系统、数据接受系统、录音录像监控系统、安防系统、电源系统、资讯系统、资金划拨系统等,能够满足基金托管业务运作的需要。

3.系统管理严格。包括系统运行, 账户、密码的管理, 系统管理工作与安全审计, 数据备份, 系统应急与灾难恢复, 有害数据及计算机病毒预防、发现、报告及清除等, 都建立了相应的规章制度, 并通过专人管理。

4.系统安全运作。包括保证计算机系统及托管业务系统安全运行; 保证计算机软、硬件平台及环境变更的规范、正确和有效性; 保证计算机系统生产数据的安全, 防止生产数据被盗用、篡改或毁坏; 保证应用软件变更的规范性、正确性和有效性; 保证计算机网络安全运行, 网络传输的信息保密、完整以及不可否认; 快速排除计算机系统故障; 保证基金业务应用产品符合安全保密要求等, 能够从技术手段上保证基金托管业务的安全运作。

### 第三节 基金财产保管

#### 一、基金财产保管的基本要求

##### (一) 保证基金资产的安全

基金托管人的首要职责就是要保证基金资产的安全, 独立、完整、安全地保管基金的全部资产。《证券投资基金法》规定, 基金财产是独立于管理人、托管人的固有财产, 基金管理人、基金托管人不得将基金财产归入其固有财产; 基金财产的债权不得与基金管理人、基金托管人固有财产的债务相抵消; 不同基金财产的债权债务不得相互抵消。基金托管人必须将基金资产与自有资产、不同基金的资产严格分开。业务运作中, 要为基金设立独立的账户, 单独核算, 分账管理。不同基金之间在持有人名册登记、账户设置、资金划拨、账册记录等方面应完全独立, 实行专户、专人管理。

##### (二) 依法合规处分基金财产

基金托管人没有单独处分基金财产的权利。基金托管人要根据有关规定和基金管理人合法、合规的投资指令办理资金的清算、交割事宜。未接到交易所、登记结算公司的合法数据或者基金管理人的指令, 基金托管人不得自行运用、处分、分配基金的任何资产。同时, 对基金管理人非法的、不合规的投资指令, 托管人应当拒绝执行, 并提示管理人或向监管机构报

告。

### (三) 严守基金商业秘密

基金托管人要妥善保管基金投资及相关业务活动的记录、基金账册、报表等相关资料。除《证券投资基金法》、基金合同及其他有关法规另有规定外, 基金信息公开披露前应予保密, 基金托管人不得向他人泄露。

### (四) 对基金财产的损失承担赔偿责任

基金托管人在履行职责过程中违反法律法规或基金合同约定, 给基金财产或基金份额持有人造成损害的, 应对自身行为依法承担赔偿责任; 因与管理人的共同行为给基金财产或基金份额持有人造成损害的, 也应承担连带赔偿责任。

## 二、基金资产账户的种类与管理

基金托管人负责开立并管理基金资产账户。基金资产账户开立前, 托管人应刻制基金的印章和准备开户资料。基金资产账户主要包括银行存款账户、结算备付金账户和证券账户三类。

基金银行存款账户是指以基金名义在银行开立的、用于基金名下资金往来的结算账户。该类账户是托管人为办理资金清算需要而设立, 由托管人开立并管理。

货币市场基金和债券基金投资银行存款时, 在银行开立了银行存款账户。该类账户属投资类账户。

结算备付金账户包括中国结算公司上海结算备付金账户和深圳结算备付金账户。结算备付金账户是以托管人名义在中国结算公司上海分公司和深圳分公司分别开立的、用于所托管基金在交易所买卖证券的资金结算账户。托管人以基金名义设立结算备付金二级账户, 由托管人再与基金进行二级结算。

基金的证券账户包括交易所证券账户和全国银行间市场债券托管账户。交易所证券账户是指以托管人和基金联名的方式在中国结算公司开立的证券账户, 用于登记存管基金持有的、在交易所交易的证券。交易所证券账户包括上海证券交易所证券账户和深圳证券交易所证券账户。全国银行间市场债券托管账户是指以基金名义在中央国债登记结算有限公司开

立的乙类债券托管账户, 用于登记存管基金持有的、在全国银行间同业拆借市场交易的债券。

### 三、基金财产保管的内容

#### (一) 基金印章保管

基金托管人代基金刻制的基金印章、基金财务专用章及基金业务章等基金印章均由托管人代为保管和使用。保管好基金印章是保证基金资产安全的前提, 因此, 基金托管人必须加强基金印章的管理, 制定严格的印章管理制度。

#### (二) 基金资产账户管理

1. 基金托管人应做好基金资产账户的开立、更名、销户及资产过户等工作。

2. 托管人负责开立全部基金资产账户, 保证基金账户独立于托管银行账户; 不同基金的账户也相互独立, 对每一个基金单独设账, 分账管理。

3. 严格按照相关规定和基金管理人的有效指令办理资金划拨和支付, 并保证基金的一切货币收支活动均通过基金的银行存款账户进行。

4. 保证基金账户的开立和使用只限于满足开展基金业务的需要, 基金托管人和基金管理人不得假借基金的名义开立任何其他账户, 亦不得使用基金的任何账户进行基金业务以外的活动。基金托管人和基金管理人也不得出借和擅自转让基金的任何证券账户。

#### (三) 重要文件保管

基金托管人负责保管基金的重大合同、基金的开户资料、预留印鉴、实物证券的凭证等重要文件。

#### (四) 核对基金资产

为了保证基金资产账实、账证相符, 基金托管人必须定期核对基金全

部账户的资产状况。基金托管人一般通过计算机系统、电话银行、登陆上海PROP和深圳IST远程操作平台系统等方式对基金资产进行核对。核对的频率因账户特点和管理方式不同而有所差异。一般情况下,基金银行存款账户余额、基金结算备付金余额、基金证券账户的各类证券资产数量和余额等每日核对;基金债券托管账户在交易当日进行核对,如无交易每周核对一次。

## 第四节 基金资金清算

基金的资金清算依据交易场所的不同,分为交易所交易资金清算、全国银行间市场交易资金清算和场外资金清算三个部分。

### 一、交易所交易资金清算

交易所交易资金清算指基金在证券交易所进行股票、债券买卖及回购交易时所对应的资金清算。

交易所交易资金清算流程如下:

- 1.接收交易数据。T日闭市后,托管人通过卫星系统接收交易数据。
- 2.制作清算指令。托管人对当日交易进行核算、估值并核对净值后,制作清算指令,完成T日的工作流程。
- 3.执行清算指令。T+1日,托管人将经复核、授权确认的清算指令交付执行。
- 4.确认清算结果。基金托管人对指令的执行情况进行确认,并将清算结果通知管理人。

### 二、全国银行间债券市场交易资金清算

全国银行间债券市场交易资金清算包括基金在银行间市场进行债券买卖、回购交易等所对应的资金清算。

全国银行间债券市场资金清算的流程如下:

- 1.基金在银行间债券市场发生债券现货买卖、回购业务时,基金管理公司将该笔业务的成交通知单加盖公司业务章后发送基金托管人。
- 2.基金托管人在中央债券综合业务系统中,采取双人复核的方式办理债券结算后,打印出交割单,加盖基金资金清算专用章,传送基金管理公司,原件存档。

3.债券结算成功后,按照成交通知单约定的结算日期,制作资金清算指令,进行资金划付。

4.基金托管人负责查询资金到账情况,资金未到账时,要查明原因,及时通知管理人。

### 三、场外资金清算

场外资金清算指基金在证券交易所和银行间市场之外所涉及的资金清算,包括申购、增发新股、支付基金相关费用以及开放式基金的申购与赎回等的资金清算。

场外资金清算流程如下:

- 1.基金托管人通过加密传真等方式接收管理人的场外投资指令。
- 2.基金托管人对指令的真实性、合法性、完整性进行审核,审核无误后制作清算指令。清算指令经过复核、授权后,交付执行。
- 3.对指令的执行情况进行查询,并将执行结果通知基金管理人。

## 第五节 基金会计复核

目前,对于国内证券投资基金的会计核算,基金管理人与基金托管人按照有关规定,分别独立进行账簿设置、账套管理、账务处理及基金净值计算。基金托管人按照规定对基金管理人的会计核算进行复核,基金管理人负责将复核后的会计信息对外披露。基金托管人对会计核算进行复核的主要内容包括:基金账务的复核、基金头寸的复核、基金资产净值的复核、基金财务报表的复核、基金费用与收益分配的复核和业绩表现数据的复核等。

### 一、基金账务的复核

基金账务的复核指基金托管人以《证券投资基金法》《证券投资基金会计核算办法》等法律法规为依据,对管理人的账务处理过程与结果进行核对的过程。



## 二、基金头寸的复核

基金头寸指基金在进行交易后的所有现金类账户的资金余额。基金托管人在每个交易日结束后与管理人核对基金的银行存款账户和清算备付金账户余额, 并根据当日证券交易清算情况计算生成基金头寸。

## 三、基金资产净值的复核

基金资产净值的复核指基金托管人以《证券投资基金法》《证券投资基金会计核算办法》《关于进一步规范证券投资基金估值业务的指导意见》等法律法规为依据, 对基金管理人的估值结果即基金份额净值、基金份额累计净值以及期初基金份额净值进行的核对。

## 四、基金财务报表的复核

基金财务报表的复核指基金托管人对基金管理人出具的资产负债表、基金经营业绩表、基金收益分配表、基金净值变动表等报表内容进行核对的过程。

## 五、基金费用与收益分配的复核

对基金管理人按照《证券投资基金法》和基金合同等的要求, 计提管理人报酬及其他费用, 并对基金收益分配等进行复核。

## 六、业绩表现数据的复核

对披露的基金相关信息、基金宣传推介材料中登载基金业绩表现数据等进行复核和核查。

## 第六节 基金投资运作监督

### 一、基金托管人对基金管理人监督的依据

监督基金管理人的投资运作是保障基金资产安全、维护基金份额持有人利益的重要手段。在我国,基金托管人主要依据《证券投资基金法》《证券投资基金运作管理办法》、证券投资基金信息披露内容与格式准则第7号《托管协议的内容与格式》及其他有关法规和规范性文件、基金合同、基金托管协议等规定,对基金投资范围和投资对象、基金投融资比例、基金投资禁止行为等内容进行监督和核查。

基金管理人应积极配合和协助基金托管人的监督和核查,包括但不限于在规定时间内答复基金托管人并改正,就基金托管人的疑义进行解释或举证。对基金托管人按照法规要求须向中国证监会报送基金监督报告的,基金管理人应积极配合提供相关数据资料。

### 二、基金托管人对基金管理人监督的主要内容

#### (一) 对基金投资范围、投资对象的监督

监督基金的投资范围、投资对象是否符合基金合同及有关法律法规的要求。如基金合同明确约定基金的投资风格(如主要投资于大盘股票、基础行业股票、可转债或跟踪指数等)或证券选择标准,基金托管人应据以建立相关技术系统,对基金实际投资是否符合基金合同的相关约定进行监督,对存在疑义的事项进行核查。

#### (二) 对基金投融资比例的监督

监督内容包括但不限于:基金合同约定的基金投资资产配置比例、单一投资类别比例限制、融资限制、股票申购限制、法规允许的基金投资比例调整期限等。

### (三) 对基金投资禁止行为的监督

监督内容包括但不限于:《证券投资基金法》、基金合同规定的不得承销证券、向他人贷款或提供担保等。根据法律法规有关基金禁止从事的关联交易的规定,基金管理人和基金托管人应相互提供与本机构有控股关系的股东或与本机构有其他重大利害关系的公司的名单。

### (四) 对参与银行间同业拆借市场交易的监督

为控制基金参与银行间债券市场的信用风险,基金托管人应对基金管理人参与银行间同业拆借市场交易进行监督。控制银行间债券市场信用风险的方式包括但不限于交易对手的资信控制和交易方式(如见券付款、见款付券)的控制等。

### (五) 对基金管理人选择存款银行的监督

货币市场基金投资银行存款时,托管人和管理人根据法律法规的规定及基金合同的约定,要签署专门的补充协议,对存款银行的资质、利率标准、双方的职责、提前支取的条件及赔偿责任等进行规定。

实际运作中,托管人对基金管理人投资运作的监督有以下特点:一是不同基金类型监督的依据和内容不同,如货币市场基金与股票型基金的监督内容存在较大差异。二是日常运作中,托管人对基金管理人投资运作行为的监督主要是基金投资范围、投资比例、交易对手、投资风格等方面。三是根据投资需要和监管机构的要求,不断增加、完善监督内容。例如,近两年增加了对基金投资非公开发行股票等流通受限证券、权证产品、资产支持证券等的监督。四是场内交易主要通过技术系统实现,场外交易主要借助于人工手段完成。

## 三、监督与处理方式

基金托管人对基金管理人投资运作的监督,可以通过多种方式与手段进行。基本方式是通过技术和非技术手段监督基金投资比例、范围等,对发现的问题,采取定期和不定期报告形式提醒基金管理人并向中国证监会报告。

### (一) 电话提示

对所托管基金投资比例接近超标或者对媒体和舆论反映集中的问题等, 一般电话提示管理人。

### (二) 书面警示

对基金运作中违反法律法规或合同规定的, 如投资超比例、资金头寸不足等问题, 以书面形式对基金管理人进行提示, 督促并要求管理人改正。

### (三) 书面报告

对基金运作中严重违反法律法规或合同规定的, 例如资金透支、涉嫌违规交易等行为, 书面提示有关管理人, 并向监管机构报告。

### (四) 定期报告

1. 编制持仓统计表。每日对基金的持仓情况编制日报, 并向监管机构报告。

2. 基金运作监督周报。托管银行根据对基金运作的监督情况, 每周编制基金运作监督周报, 向监管机构报告。

另外, 托管银行还要向监管机构报送内部监察稽核报告。即每季度由托管人撰写内部监察稽核报告, 向监管机构报告。

## 第七节 基金托管人内部控制

### 一、内部控制的目标和原则

#### (一) 内部控制的目标

内部控制的目标是: 保证业务运作严格遵守国家有关法律法规和行业

监管规则, 自觉形成守法经营、规范运作的经营思想和经营风格; 防范和化解经营风险, 保证托管资产的安全完整; 维护基金份额持有人的权益; 保障基金托管业务安全、有效、稳健运行。

## (二) 内部控制的原则

1. 合法性原则。内部控制制度应当符合国家法律法规及监管机构的监管要求, 并贯穿于托管业务经营管理活动的始终。

2. 完整性原则。托管业务的各项经营管理活动都必须有相应的规范程序和监督制约; 监督制约应渗透到托管业务的全过程和各个操作环节, 覆盖所有的部门、岗位和人员。

3. 及时性原则。托管业务经营活动必须能在发生时准确、及时地记录; 按照内部控制优先的原则, 新设机构或新增业务品种时, 必须已建立相关的规章制度。

4. 审慎性原则。各项业务经营活动必须防范风险, 审慎经营, 保证基金资产的安全与完整。

5. 有效性原则。内部控制制度应根据国家政策、法律及经营管理的需要适时修改完善, 并保证得到全面落实执行, 不得有任何空间、时限及人员的例外。

6. 独立性原则。托管人托管的基金资产、托管人的自有资产、托管人托管的其他资产应当分离; 直接操作人员和控制人员应相对独立, 适当分离; 内部控制制度的检查、评价部门必须独立于内部控制制度的制定和执行部门。

## 二、内部控制的基本要素

内部控制的基本要素包括环境控制、风险评估、控制活动、信息沟通和内部监控。

### (一) 环境控制

环境控制构成托管人内部控制的基础。环境控制包括经营理念、内部控制文化、组织结构、员工道德素质等内容。



## (二) 风险评估

风险评估是指通过建立科学严密的风险评估体系, 对托管业务内、外部风险进行识别、评估和分析。

## (三) 控制活动

控制活动是指托管人通过制定完善的管理制度和采取有效的控制措施, 及时防范和化解风险。

## (四) 信息沟通

信息沟通是指托管人内部应当维护畅通的信息沟通渠道, 建立清晰的报告系统。

## (五) 内部监控

内部监控是指托管人通过建立有效的稽核监督体系、内部监控制度、稽核检查制度、内部控制制度的评审和反馈机制, 设置专业人员和独立的监察稽核部门, 对内部控制制度的执行情况进行持续的监督, 保证内部控制制度落实。

# 三、内部控制的主要内容

基金托管人内部控制的内容主要包括资产保管、资金清算、投资监督、会计核算和估值、技术系统五个方面。

## (一) 资产保管的内部控制

资产保管是基金托管业务的重要方面, 可能存在的风险包括: 各类账户开设不及时、不独立, 印章使用不规范, 重要合同没有按规定保管, 没有认真对账导致基金账务出现差错等。基金托管人应制定完善的基金资产

保管制度、操作流程和岗位工作手册, 并采取有效的风险控制措施。

1.基金托管人必须将基金资产与自有资产、不同基金的资产严格分开。基金托管人要为基金设立独立的账户, 单独核算, 分账管理。不同基金之间在持有人名册登记、账户设置、资金划拨、账册记录等方面应完全独立。

2.托管人不得自行运用、处分、分配基金的任何资产。

3.基金托管人应按照规定代基金开立银行存款账户、证券账户、清算各付金账户, 并安全保管基金印章、账户印鉴、证券账户卡和账户原始资料。

4.基金托管人应安全保管与基金资产有关的重大合同和实物券凭证。

5.基金托管人应建立定期对账制度, 定期核对全部账户资产, 保证账实、账账、账证相符。

## (二) 资金清算的内部控制

资金清算环节的主要风险点是基金资金清算和交收不及时, 从而延误成交时间。资金清算和交收没有及时进行会导致向基金或其他第三方赔偿利息, 被登记公司或中央国债登记结算有限责任公司强制罚款、罚息、强制卖券, 被监管机构通报批评、罚款或者其他方式的处罚等后果。

基金托管人应制定规范的基金资金清算制度、操作流程和岗位工作手册, 加强对资金清算工作的内部控制。具体措施有:

1.基金托管人应实行严格的岗位分离制度。在岗位分工的基础上明确各资金清算岗位职责, 严禁需要相互监督的岗位由一人独自操作全过程。

2.基金托管人应严格按照基金管理人的有效划款指令办理基金名下资金清算。没有基金管理人的划款指令不得办理基金名下资金清算。

3.建立复核制度, 形成相互制约机制, 防止差错的产生。

4.基金托管人应建立严格的授权管理制度, 在授权范围内及时、准确地完成基金清算, 确保基金资产的安全。

## (三) 投资监督的内部控制

基金投资监督环节可能出现的风险点主要是人为或系统原因对于基金管理人的投资违规行为未能及时发现、发现后未能有效制止。因此, 基金托管人应依据有关法规制定、完善投资监督制度和业务流程等, 对基金投资范围、基金资产的投资组合比例、基金投资禁止行为、基金资产核算、基金价格的计算方法、基金管理人报酬的计提和支付、基金收益分配等行

为的合法性和合规性进行监督和核查。基金托管人发现基金管理人的投资运作违法违规的, 应及时以电话或书面形式通知基金管理人, 并报告中国证监会。

#### (四) 会计核算和估值的内部控制

基金会计核算过程的主要风险点有核算办法不合理、没有严格按流程操作、核算数据错误等。基金估值过程中可能发生的风险点有估值计算方法错误、估值操作程序错误、估值系统参数设置或导入数据错误、业务人员恶意违规操作导致风险等。

基金托管人应依据《中华人民共和国会计法》《企业财务通则》《金融企业会计制度》《证券投资基金会计核算办法》等国家有关法律法规, 制定基金会计制度、会计工作操作流程和会计岗位工作手册, 并针对各个风险控制点建立以下会计系统控制措施:

1. 对所托管的基金应当以基金为会计核算主体, 独立建账、独立核算。基金会计核算应当独立于托管人的会计核算。
2. 建立凭证管理制度。通过凭证设计、登录、传递、归档等一系列凭证管理制度, 确保正确记载经济业务, 明确责任。
3. 建立账务组织和账务处理体系, 正确设置会计账簿, 有效控制会计记账程序。
4. 建立复核制度, 通过会计复核和业务复核防止会计差错的产生。
5. 采取合理的估值方法和科学的估值程序, 公允反映基金所投资的有价证券在估值时点的价值。
6. 建立严格的会计事前、事中和事后监督制度。
7. 制定完善的会计档案保管和财务交接制度。财会部门应妥善保管密押、业务用章、支票等重要凭据和会计档案, 严格会计资料的调阅手续, 防止会计数据的毁损、散失和泄密。

#### (五) 技术系统的内部控制

技术系统可能出现的风险点有基金清算、核算系统主机硬件系统故障, 软件系统、数据接受、交易监督控制系统故障, 录音录像系统故障等。更严重的可能会出现数据严重损坏、通讯中断等。因此, 托管人应做好以下工作:

1. 根据国家法律法规的要求, 遵循安全性、实用性、可操作性原则,

严格制定信息系统的管理制度。

2.技术系统的设计开发应该符合国家、金融行业软件工程标准的要求,编写完整的技术资料;在实现业务电子化时,应设置保密系统和相应控制机制,并保证计算机系统的可稽性;信息技术系统投入运行前,应当经过业务、运营、监察稽核等部门的联合验收。

3.通过严格的授权制度、岗位责任制度、门禁制度、内外网分离制度等管理措施,确保系统安全运行。

4.计算机机房、设备、网络等硬件要求应当符合有关标准,设备运行和维护的整个过程实施明确的责任管理,严格划分业务操作、技术维护等方面的职责。

5.软件的使用应充分考虑软件的安全性、可靠性、稳定性和可扩展性,应具备身份验证、访问控制、故障恢复、安全保护、分权制约等功能。

6.技术系统设计、软件开发等技术人员不得介入实际的业务操作。用户使用的密码口令要定期更换,不得向他人透露。数据库和操作系统的密码口令应当分别由不同人员保管。

7.应对信息数据实行严格的管理,保证信息数据的安全、真实和完整,并能及时、准确地传递到会计等各职能部门;严格计算机交易数据的授权修改程序,并坚持电子信息数据的定期查验制度;建立电子信息数据的即时保存和备份制度,重要数据应当异地备份并且长期保存。

8.技术系统应当定期稽核检查,完善业务数据保管等安全措施,进行排除故障、灾难降临的演习,确保系统可靠、稳定、安全地运行。

## 四、内部控制的制度建设

### (一) 建立完善的稽核监督体系

1.托管人内部应设立监察稽核部门,保证监察稽核部门的独立性和权威性;监察稽核部门具体执行监察稽核工作。

2.配备充足的监察稽核人员,严格监察稽核人员的专业任职条件,严格监察稽核的操作程序和组织纪律。

### (二) 明确监察稽核部门及内部各岗位的具体职责

稽核监督部门负责内部控制制度的综合管理,其主要职责是:

1.对各项业务及其操作提出内部控制建议并督促实施。

2. 独立检查和评价有关内部控制制度的合理性及相关业务活动的合规性。
3. 对涉及内部控制方面的问题进行专题检查及调查。
4. 对违反内部控制制度的单位或个人, 建议给予相应的纪律处分。
5. 健全完善内部控制制度的评审和反馈机制, 建立预测预警系统。

### (三) 严格内部管理制度

托管银行应建立、完善各类业务规章制度、工作流程等, 以保障基金托管业务规范、高效运作。根据有关规定, 托管银行在申请证券投资基金托管业务资格时都制定了系列管理办法或制度, 如证券投资基金托管业务管理办法、证券投资基金托管业务会计核算办法、证券投资基金托管业务内部控制制度、证券投资基金托管业务保密规定、证券投资基金托管业务信息系统安全管理规范、印章使用管理规定等。近几年, 根据法律法规的变化和托管业务的发展, 各托管银行对各项管理制度也及时进行了修订、补充和完善。



## 第六章 基金的市场营销

基金市场营销的内容主要包括目标市场与客户的确定、营销环境的分析、营销组合的设计、营销过程的管理四个方面。基金营销主要由基金管理公司内设的市场部门承担,也可以委托取得基金代销业务资格的机构办理。在基金营销过程中,基金销售机构必须注意遵循监管机构的规定,加强自身的合规性控制,规范营销人员的行为。

### 第一节 基金营销概述

#### 一、基金市场营销的含义与特征

##### (一) 基金市场营销的含义

证券投资基金的市场营销是基金销售机构从市场和客户需要出发所进行的基金产品设计、销售、售后服务等一系列活动的总称。

基金市场营销不能简单地等同于推销、销售或销售促进,而是包括了基金产品、价格、促销、市场定位等诸多活动。基金市场营销是围绕投资人需要而展开的,且市场营销的内涵是随着基金市场营销活动的实践而不断变化、发展的。

##### (二) 基金市场营销的特征

证券投资基金属于金融服务行业,其市场营销不同于有形产品营销,有其特殊性,主要体现在以下五个方面:

- 1.规范性。基金是面向广大投资者的金融理财产品,为了保护投资者的利益,监管部门从基金销售机构、基金营销人员、基金销售费用、基金销售宣传推介等多个角度制定了基金营销活动的监管规定。基金销售机构、基金营销人员在开展基金营销活动时,必须严格遵守这些规定。
- 2.服务性。基金是一种金融产品,投资者购买基金时无法体验实物,产品的品质也体现为基金未来的收益和营销人员的持续服务。为克服无形服务本身的困难,营销人员不但要向客户说明基金产品的本质,还必须以

高质量的服务、客户的口耳相传、公司的品牌形象宣传等, 增强可靠的信誉, 扩大客户基础。

3.专业性。基金是投资于股票、债券、货币市场工具等多种金融产品的组合投资工具, 客观上要求营销人员广泛了解和掌握股票、债券、货币、保险等各种金融工具, 在营销过程中将有关知识以服务的方式传递给投资者。与一般有形产品的营销相比, 基金对营销人员的专业水平有更高的要求。

4.持续性。基金营销作为一种理财产品服务, 不是一锤子买卖, 更需要制度化、规范化的持续性服务。只有优质的、持续性的营销服务才能不断扩大客户群体, 扩大基金规模。

5.适用性。基金销售机构在销售基金和相关产品的过程中, 应注重根据基金投资人的风险承受能力销售不同风险等级的产品, 把合适的产品卖给合适的基金投资人。基金销售适用性反应了从投资人的需要和实际承受能力出发向投资人销售合适的产品, 坚持投资人利益优先的原则, 也是监管机构对基金销售的要求。

## 二、基金市场营销的内容

基金市场营销主要是指开放式基金的市场营销, 其涉及的内容包括目标市场与客户的确定、营销环境的分析、营销组合的设计、营销过程的管理四个方面。

### (一) 目标市场与客户的确定

确定目标市场与客户是基金营销部门的一项关键性工作。只有仔细地分析投资者, 针对不同的市场与客户推出适合的基金产品, 才能更有效地实现营销目标。在细分市场上, 尽管基金面对的客户群体是缩小的, 但客户的忠诚度却是增大的。

在确定目标市场与客户上, 基金销售机构面临的重要问题之一就是分析投资人的真实需求, 包括投资人的投资规模、风险偏好, 对基金流动性、安全性的要求等因素。以机构投资者和个人投资者为例, 机构投资者投资额高, 投资目标比较明确, 对信息的需求比较细致, 通常要求专人服务, 营销成本低, 但服务成本较高。相反, 个人投资者投资额低, 投资目标比较模糊, 只需要概况性的信息, 一般不会要求专人服务, 营销成本高, 但服务成本低。根据投资人承受风险的能力细分客户, 也是确定目标市场的重要内容。

## (二) 营销环境的分析

营销环境是指基金销售机构进行基金营销的各种内部、外部因素的统称。对于基金营销而言, 营销环境既能提供机遇, 也能造成威胁。通常, 营销环境由微观环境和宏观环境组成。微观环境指与公司关系密切、能够影响公司客户服务能力的各种因素, 主要包括股东支持、销售渠道、客户、竞争对手及公众; 宏观环境指能影响整个微观环境的、广泛的社会性因素, 包括人口、经济、政治、法律、技术、文化等因素。在营销环境的诸多因素中, 基金管理人最需关注以下三个方面: 销售机构本身的情况、影响投资者决策的因素以及监管机构对基金营销的监管。

1. 销售机构本身的情况。公司股权结构、经营目标、经营策略、资本实力、营销团队等都会对基金营销产生重要的影响。

2. 影响投资者决策的因素。人们的金融产品选择依赖于两个因素: 外在和内在因素。外在因素如个人成长的文化背景、社会阶层、家庭、身份和社会地位。内在因素有心理上的, 如动机、感觉、风险承受能力、对新产品的态度等; 还有个人自身的因素, 如人生阶段、年龄、职业、生活方式和个性等。基金销售机构在进行基金营销时, 应对影响投资者决策的因素有深刻的认识与理解, 只有这样才能更有效地与投资者进行沟通。

3. 监管机构对基金营销的规范。规范基金营销的法律法规、部门规章对基金的营销有着重要的影响。基金销售机构只有注意遵循与营销有关的法律法规, 加强自身的合规性控制, 规范营销人员的行为, 才能有效地进行基金营销并获得投资者的信赖。

## (三) 营销组合的设计

营销组合的四大要素——产品 (Product)、费率 (Price)、渠道 (Place) 和促销 (Promotion) 是基金营销的核心内容。

1. 产品。产品是满足投资者需求的手段。基金销售机构只有不断提供能够满足投资人需求的多样化的基金产品供客户选择, 才能不断扩大业务规模。

2. 费率。根据法律法规的规定, 基金发行时的份额净值或价格是固定的, 因此, 基金交易价格主要反映在买卖基金时支付费用的高低, 或者说基金交易价格的核心是基金费用的高低。如开放式基金的费用主要包括管理费、托管费、认 (申) 购费、赎回费以及持续销售服务费等。基金管理人可以通过制定灵活的费率结构, 达到扩大基金销售规模的目的。

3.渠道。渠道的主要任务是使客户在需要的时间和地点以便捷的方式获得产品。

4.促销。促销是将产品或服务的信息传达到市场上,通过各种有效媒体在目标市场上宣传产品的特点和优点,让客户了解产品在设计、分销、价格上的潜在好处,最后通过市场将产品销售给客户。

尽管营销组合的四个要素本身都具有其重要性,但是一个营销战略是否成功最终取决于如何把各个要素有机地结合起来并使其互相协调。

#### (四) 营销过程的管理

为找到和实施适当的营销组合策略,基金销售机构要进行市场营销的分析、计划、实施和控制。

1.市场营销分析。基金销售机构要对有关信息进行收集、总结并认真评价,以找到有吸引力的机会和避开环境中的威胁因素。其内容包括:

(1) 收集、分析金融市场、相关基金产品、本公司以往的历史数据。

(2) 分析拟发行基金的目标市场。

(3) 评估外部因素和内部因素。外部因素主要指宏观因素,如经济发展趋势与结构、证券市场发展状况、法律法规及政策预期等;内部因素主要指微观因素,主要分析竞争者及竞争产品、主要的销售渠道和相关代销渠道的潜力等。

2.市场营销计划。营销计划是指将有助于公司实现战略总目标的营销战略形成具体方案。每一类业务、产品或品牌都需要一个详细的营销计划。营销计划应主要包括以下内容:计划实施概要、市场营销现状、市场威胁和市场机会、目标市场和可能存在的问题、市场营销战略、行动方案、预算和控制等(见表 6-1)。

表 6-1 市场营销计划

项目	内容
计划实施摘要	对计划中的主要目标和建议进行简短的概述,使相关部门和人员能快速地浏览整个计划的内容。
市场营销现状	有关基金市场,基金产品,竞争和销售的相关背景资料。
市场威胁和市场机会	识别基金产品可能面对的主要威胁和机会,目的是使公司管理部门预计会对公司产生影响的重要发展趋势。
目标市场和可能存在的问题	确定公司产品在销售,市场份额和利润方面的目标以及会影响这些目标问题
市场营销战略	提供将用于完成计划目标的主要营销方法和策略

行动方案	具体说明将要做什么, 谁去做, 何时做以及多少费用
预算	预计该计划财务开支的盈亏报表
控制	如何对计划的实施进行监控, 修正等

3. 市场营销实施。市场营销实施是指为实现战略营销目标而把营销计划转变为营销行动的过程, 包括日复一日、月复一月、持续有效地贯彻营销计划活动。市场营销系统中各个层次的人员必须通力合作以实施市场营销计划和战略。成功的市场营销实施取决于公司能否将行动方案、组织结构、决策和奖励制度、人力资源和企业文化等相关要素组合出一个能支持企业战略的、结合紧密的行动方案。

(1) 营销活动的成功执行需要一个详细的、把公司内外所有环节、人员和活动集中到一起的行动方案。

(2) 公司的组织结构在执行市场营销战略中发挥着巨大作用。

(3) 公司的决策和奖励制度, 即指导计划、预算、补偿等其他活动的操作程序, 也影响着市场营销的实施。

(4) 有效的实施还需要仔细制定人力资源计划, 在公司的各个层次都必须配备具有相应技能、动力和个人魅力的人员。

(5) 要想取得成功, 公司的营销战略还必须和企业文化相适合。企业文化是指公司人员共享的价值观念或信仰体系, 也即公司的集体特性和意义。一项对美国最成功企业的研究发现, 这些企业都围绕着强有力的、以市场为导向的任务建立了近乎狂热崇拜的企业文化。在沃马特连锁店、微软公司、宝洁公司等, “每一个职员都有一个强烈的意识, 即他们从心底里知道什么对他们的公司有利”。

4. 市场营销控制。市场营销控制包括估计市场营销战略和计划的成果, 并采取正确的行动以保证实现目标。控制过程主要包括以下四个步骤:

(1) 管理部门设定具体的市场营销目标, 通常对不同的营销活动或单独的项目, 如新基金的发行等制定不同的预算。

(2) 衡量企业在市场中的销售业绩, 检查销售时间表是否得到执行。

(3) 分析目标业绩和实际业绩之间存在差异的原因以及预算收支不平衡的原因等。

(4) 管理部门评估广告投入效果、不同渠道的资源投入, 及时采取正确的行动, 以此弥补目标与业绩之间的差距。这可能要求改变行动方案, 甚至改变目标。



## 第二节 基金产品设计与定价

基金产品是基金营销管理的客体, 基金产品本身是否适合基金投资者的需要在很大程度上决定了营销的效果。

### 一、基金产品的设计思路与流程

第一, 要确定目标客户, 了解投资者的风险收益偏好。一种或一类基金产品不可能满足所有投资者的需要。随着市场的发展, 投资者的需要也在不断细化。确定具体的目标客户是基金产品设计的起点, 它从根本上决定着基金产品的内部结构。

第二, 要选择与目标客户风险收益偏好相适应的金融工具及其组合。投资对象多元化是基金产品多元化的重要前提, 各类金融工具及其衍生产品的种类越多, 基金产品创新的空间就越大。

第三, 要考虑相关法律法规的约束。

第四, 要考虑基金管理人自身的管理水平。

第四点是对内部条件的考察, 而前面三点都是对外部条件的考察。不同的基金管理人有着自己的管理风格和特色, 有的擅长管理主动式股票基金, 有的擅长管理被动式股票基金, 有的擅长管理债券型基金等等。基金产品具体设计流程见图 6-1。从中可见, 基金产品设计包含三方面重要的信息输入: 客户需求信息、投资运作信息和产品市场信息。

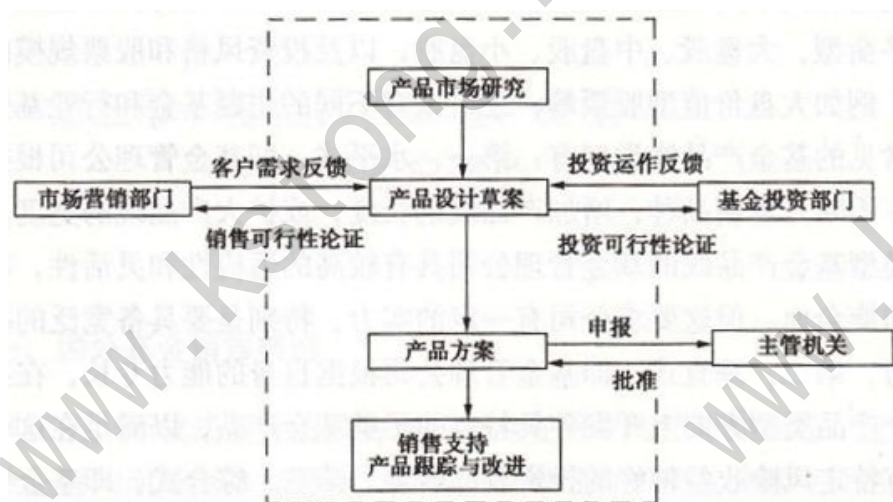


图 6-1 基金产品设计流程图



## 二、基金产品设计的法律要求

根据《证券投资基金运作管理办法》申请募集基金, 拟募集的基金应当具备下列条件: (1) 有明确、合法的投资方向; (2) 有明确的基金运作方式; (3) 符合中国证监会关于基金品种的规定; (4) 不与拟任基金管理人已管理的基金雷同; (5) 基金合同、招募说明书等法律文件草案符合法律、行政法规和中国证监会的规定; (6) 基金名称表明基金的类别和投资特征, 不存在损害国家利益、社会公共利益, 欺诈、误导投资者, 或者其他侵犯他人合法权益的内容; (7) 中国证监会根据审慎监管原则规定的其他条件。

## 三、基金产品线的布置

基金产品线是指一家基金管理公司所拥有的不同基金产品及其组合。随着基金产品的日益多样化和市场竞争的日益加剧, 基金管理公司根据自身的实际情况, 合理布置基金产品线就显得非常重要。通常从以下三方面考察基金产品线的内涵: 一是产品线的长度, 即一家基金管理公司所拥有的基金产品的总数。二是产品线的宽度, 即一家基金管理公司所拥有的基金产品的大类有多少。按国际惯例, 我们通常根据基金产品的风险收益特征将基金产品分成股票基金、混合基金、债券基金和货币市场基金四大类。三是产品线的深度, 即一家基金管理公司所拥有的基金产品大类中有多少更细化的子类基金。例如, 股票基金内部又可以划分为价值型、成长型、平衡型, 大盘股、中盘股、小盘股, 以及投资风格和股票规模的不同组合, 例如大盘价值型股票等, 还可以有不同的主题基金和行业基金等。

常见的基金产品线类型有: 第一, 水平式, 即基金管理公司根据市场范围, 不断开发新品种, 增加产品线的长度, 或扩大产品线的宽度。采用这种类型基金产品线的基金管理公司具有较高的适应性和灵活性, 在竞争中有回旋余地。但这要求公司有一定的实力, 特别是要具备宽泛的基金管理能力。第二, 垂直式, 即基金管理公司根据自身的能力专长, 在某一个或几个产品类型方向上开发各具特点的子类基金产品, 以满足在这个方向上具有特定风险收益偏好的投资者的需要。第三, 综合式, 即基金管理公司在自身的能力专长基础上, 既在一定的产品类型上做重点发展, 也在更广泛的范围内构建自身的产品线。

## 四、定价管理

基金产品定价就是与基金产品本身相关的各项费率的确定, 主要包括认购费率、申购费率、赎回费率、管理费率和托管费率等。认购费、申购费、赎回费是基金投资者在“买进”与“卖出”基金环节一次性支出的费用, 管理费和托管费是基金运作过程中直接从基金资产中支付的费用。

基金产品定价的首要考虑因素是基金产品的类型。一般来说, 从股票基金到混合基金、债券基金和货币市场基金, 各项基金费率基本上呈递减趋势, 这是由产品本身的风险收益特征决定的。

基金产品定价的第二个考虑因素是市场环境。市场竞争越激烈, 为有效获取市场份额, 基金费率通常会越低。我国基金业的发展历史也见证了这一点。同时, 竞争对手的定价行为也会在一定程度上影响产品费率的确定。

基金产品定价的第三个考虑因素是客户特性。一般来说, 客户规模越大, 其与基金管理公司就产品价格问题的谈判能力就越强, 通常也能得到更加优惠的费率待遇。

基金产品定价的第四个考虑因素是渠道特性。直销和代销渠道的基金产品费率是不相同的。由于销售成本等方面的差异, 通常直销渠道的产品费率更低。

## 第三节 基金销售渠道、促销、手段与客户服务

### 一、国外基金销售渠道

国际上, 开放式基金的销售主要分为直销和代销两种方式。直销是指不通过中介机构而是由基金管理人附属的销售机构把基金份额直接出售给投资者的模式, 一般通过邮寄、电话、互联网、直属的分支机构网点、直销队伍等实现。代销是一种通过银行、证券公司、保险公司、财务顾问公司等代销机构销售基金的方法。直销与代销各有特点, 如表 6-2 所示。

表 6-2 直销和代销的特点

	直销渠道	代销渠道
渠道构成	直属的销售队伍	独立的投资顾问
	直属的分支机构网点	银行, 券商的销售网络
	直接推销	基金超市
	通过邮寄, 电话, 互联网	折扣经纪人
渠道特点	对客户财务状况更了解, 对客户控制力较强	对客户控制力弱, 但有广泛的客户基础
	更容易发现产品或服务方面的不足	客户可得到独立的顾问服务
	易于建立双向持久的联系, 提高忠诚度	代销机构有业绩才有佣金, 基金公司不承担固定成本
	推销新产品更容易	商业对手对渠道的竞争提高了代销成本

一般而言, 不同国家的金融业传统和基金业发展水平不同, 会依赖于不同的基金销售渠道。

### (一) 商业银行

从历史上来看, 欧洲大陆的商业银行占据了基金销售的绝对市场份额。商业银行的典型行为是给潜在的客户销售本银行发起的基金(在欧洲大陆、英国或印度没有这方面的法律障碍)。近年来, 银行也开始向潜在客户提供更其他机构发起的基金产品, 以扩大客户的选择范围, 防止在本银行基金表现不佳的时候损害银行的客户基础。不过, 尽管经过大力宣传, 其他机构的基金销售所占比重依然很小, 商业银行自己的基金销售仍然占绝对比重。

在商业银行基金销售中, 定期定额投资计划占据非常重要的地位。它通常是指投资者向商业银行提交申请, 约定每期扣款时间、扣款金额、扣款方式和申购对象, 由银行于约定扣款日, 在投资者指定账户内自动完成扣款及基金申购。与传统的基金申购方式相比, 基金定期定额投资计划将基金投资行为程序化, 免去投资者多次申购的繁琐手续, 且具有风险控制效应、成本效应和复利效应等投资效果, 因此成为海外基金销售的主流模式。不仅如此, 商业银行还把定期定额基金投资计划由商业银行直接从银行账户扣款的方式, 扩展到信用卡扣款方式, 使客户享受先投资后付款的理财优惠, 大大提高了基金的吸引力。

## (二) 保险公司

保险公司一般具有强大的销售力量和网络渠道, 在推销保险产品的时候可以销售基金产品。但保险公司的销售渠道还没有成为一个开放式平台, 保险公司只是在销售自己产品的时候搭售其他基金公司的产品。

## (三) 独立的理财顾问

银行、证券公司、律师事务所、会计师事务所等作为理财顾问或金融规划师, 可以针对特定客户的需求, 提供独立的咨询服务, 将基金作为客户资产组合的一部分销售出去。美国和英国有很发达的独立理财顾问行业, 欧洲大陆目前已开始迅速发展, 而印度则刚刚开始。

## (四) 直销

直销是指基金管理公司将基金直接销售给公众, 而不经银行等中介机构进行的销售。直销一般通过广告宣传、直接邮寄宣传单、直销人员上门服务以及公司网站等方式使投资者与基金公司直接达成交易。

## (五) 基金超市

在美国, 基金超市蓬勃发展, 其基于因特网的销售平台使投资者在基金超市开一个网上账户, 就可以买卖超市内所有的基金。对投资者而言, 基金超市只需要很低的入门费甚至免费, 所以买卖基金比通过银行柜台、独立的投资顾问等承担的费用要低得多。对基金管理公司而言, 基金超市降低了基金销售费用, 简化了交易程序, 对投资者具有很大吸引力。

## 二、我国基金销售渠道的现状

目前, 我国开放式基金的销售逐渐形成了银行代销、证券公司代销、基金管理公司直销的销售体系。但与国外相比, 我国开放式基金销售还需要拓宽渠道, 加强服务。由于广大投资者对基金产品尤其是开放式基金还

比较陌生, 基金营销依赖银行、证券公司的柜台销售。充分挖掘代销渠道的销售潜力, 是基金管理公司的必然选择。银行和证券公司应在代销时根据自身的营销网络特点, 精耕细作, 开展充分发挥自己优势的特色营销。目前, 专业基金销售公司开始起步, 基金网上销售方兴未艾, 基金管理人在建设好现有渠道的同时, 纷纷加强新渠道建设, 为迎接更激烈的营销竞争做好准备。

## (一) 商业银行

在我国, 大众投资群体仍以银行储蓄为主要金融资产, 商业银行具有广泛的客户基础。选择大型国有商业银行作为开放式基金的代销渠道, 有利于争取银行储户这一细分市场。但是, 在现有开放式基金销售过程中, 商业银行主要是为基金的销售提供完善的硬件设施和客户群, 但是销售方式在一定程度上停留在被动销售的水平上, 为投资者提供的个性化服务与客户需求尚有一定差距, 直接影响了客户的投资热情。实际上, 投资者对营销渠道所提供的投资建议、服务质量的心理感受在其购买决策过程中的作用是不容忽视的。为此, 基金管理人必须加强与代销银行的合作, 通过对银行人员的持续培训, 组织客户推介会以及代销手续费的合理分配, 增强银行代销的积极性, 提高银行人员的营销能力。

## (二) 证券公司

证券公司的业务主要面向股票及债券市场, 其人员有关证券类产品的专业知识水平较高, 面对的客户主要是股民。针对投资意识较强的老股民群体, 利用证券公司网点销售基金是争取这类客户的有效手段。同时, 相比商业银行, 证券公司网点拥有更多的专业投资咨询人员, 可以为投资者提供个性化的服务。另外, ETF 和 LOF 等基金创新品种的推出, 使得证券公司可以发挥自己的交易服务优势, 在市场竞争中占据优势。证券公司要保证基金代销业务的持续健康发展, 有必要建立起以服务为中心、客户至上的运营模式, 首发销售与持续销售并重, 向客户提供能帮助其更好地实现理财目标的一系列服务。

## (三) 证券咨询机构和专业基金销售公司

在基金规模不断壮大、品种逐步增加的形势下, 对投资基金提供专业

咨询服务, 已经成为一种市场需求。顺应这种需要, 《证券投资基金销售管理办法》出台后, 证券投资咨询机构和专业基金销售公司开展基金代销业务成为监管机构鼓励的发展方向。专业营销人员可以为客户提供个性化的理财服务, 帮助投资者提高对基金的认识以及选择符合自身投资需要的基金品种。

#### (四) 基金管理公司直销中心

基金管理公司的直销人员对金融市场、基金产品具有相当程度的专业知识和投资理财经验, 尤其对本公司整体情况及本公司基金产品有着深刻的理解, 能够以专业水准面对专业化的投资机构、一般企业及个人等。虽然基金管理公司的直销队伍规模相对较小, 但人员素质较高, 可以加强与客户之间的沟通和交流, 提供更好的、持续的理财服务, 更容易留住客户并发展一些大客户, 形成忠实的客户群。

### 三、基金的促销手段

基金管理人在开发基金产品、制定合理的收费标准、安排向潜在客户的分销之后, 就必须与目标市场沟通, 告诉目标市场要提供的产品。通过人员推销、广告促销、营业推广和公共关系来达到沟通的目的, 这就是所谓的促销组合四要素。

#### (一) 人员推销

人员推销是一种面对面的沟通形式。为了获得最佳效果, 销售队伍的宣传推介必须与基金管理公司其他的沟通方式协调一致, 如广告、营业推广和宣传等。一般来说, 针对机构投资者、中高收入阶层这样的大客户, 基金管理公司可以通过直销队伍进行一对一的人员推销, 以达到最佳的营销效果。对代销渠道的客户经理, 基金管理公司应加强培训、沟通反馈、提供充足的宣传资料等, 调动其积极性。

#### (二) 广告促销

根据美国营销协会的定义, 广告是“由营利性和非营利性组织、政府



机构和个体以付酬的方式, 通过各种传播媒体, 在时间或空间安排通知和劝说性信息, 目的是向特定的目标市场成员或客户传达讯息以使他们相信其产品、服务、组织或构思”。广告的目的就是通知、影响和劝说目标市场。基金广告可以是品牌和形象广告, 也可以是基金产品广告和产品订购信息, 它能改变目标客户对公司本身和基金产品的知晓程度, 有利于销售人员更好地推介基金。广告通过各种媒体发送, 如印刷媒体、广播媒体、户外和公共交通广告、直接营销和网站在线服务等。

### (三) 营业推广

营业推广多属于阶段性或短期性的刺激工具, 用以鼓励投资者在短期内较迅速和较大量地购买某一基金产品。基金销售中常用的营业推广手段主要有销售网点宣传、举办投资者交流活动和费率优惠等。

1. 销售网点宣传。在销售网点可以通过张贴贴画, 发放宣传手册、宣传卡片以及其他可以吸引客户的材料, 达到吸引投资者注意的效果。

2. 投资者交流。基金销售机构针对保险公司、财务公司、工商企业等机构客户和公众客户, 可以通过召开研讨会、推介会等方式, 向特定的或不特定的客户群体传达投资理念和投资策略, 争取客户的认同, 以达到促销目的。尤其是新基金募集过程中, 基金销售机构要通过产品推介会、报刊或网上路演等方式, 组织基金经理与投资者的交流, 帮助投资者增进对公司投资理念和基金产品的理解。

3. 费率优惠。基金管理人一般在持续营销期间, 或者在不同的交易渠道间(如网上银行), 以更低的申购费率吸引客户, 前提是这种优惠应当在监管部门允许的范围内, 不能进行不正当的价格竞争。

### (四) 公共关系

公共关系所关注的是基金管理人为赢得公众尊敬所做的努力。这些公众包括新闻媒介、股东、业内机构、监管机构、人员、客户等。与媒体保持良好的关系对于处理危急情况十分重要, 因为处理这种情况的方式会影响公司的声誉和业务能力。加强与投资者的关系包括编制和发布年度、季度等报告, 进行客户交流等。

实际运作中, 销售网点宣传、举办投资者交流活动、费率优惠等措施往往同时采用, 这样有利于扩大营业推广的效果。

## 四、基金客户服务方式

客户服务是基金营销的重要组成部分, 通过销售人员主动及时地开发市场, 争取客户认同, 建立与客户的长期关系, 奠定有广度和深度的客户基础, 才能达到业务拓展和提升市场占有率的目标。为此, 基金管理人或代销机构通常设立独立的客户服务部门, 通过一套完整的客户服务流程, 一系列完备的软、硬件设施, 以系统化的方式, 应用以下七种方式来实现并优化客户服务:

### (一) 电话服务中心

电话服务中心通常以电脑软、硬件设备为后援, 同时开辟人工坐席和自动语音。一些标准化的答案如投资操作步骤、基金管理人相关介绍、基金普及知识等均可通过自动语音系统来提供。当然, 客户也可选择人工服务。客户服务人员将根据不同的客户类别接入相应的客户管理系统中, 并以最短时间提供客户所需要的查询、咨询、投诉、建议和其他个性化服务。与此同时, 在不影响服务质量的基础上, 客户服务人员会在提供服务的同时适当记录谈话资料, 建立相应的客户档案, 作为以后服务该客户时的参考, 也作为基金管理人对客户群统计分析和管理的依据之一。

### (二) 邮寄服务

基金管理人向基金持有人邮寄基金账户卡、交易对账单、季度对账单、投资策略报告、基金通讯、理财月刊等定期和不定期材料, 使客户尽快了解其投资变动情况, 理性对待市场行情的波动。

### (三) 自动传真、电子信箱与手机短信

这三种方式的服务具有一定的市场需求, 尤其在基金合同、招募说明书、定期公告与临时公告等方面。前两者特别适用于传递行文较长的信息资料, 而手机短信最重要的功能则在于发送字节较短的信息, 包括基金行情和其他动态新闻。当然, 这些功能的实现很大程度上依赖于强有力的系统支持。

#### (四) “一对一” 专人服务

专人服务是为投资额较大的个人投资者和机构投资者提供的最具个性化的服务。这类大额投资者大部分具有相当丰富的专业知识和投资理财经验, 尤其是机构投资者, 多数设有专门的投资部门或聘用专人跟踪自己的投资。他们需要与基金管理人进行充分的沟通, 并保持密切的联系, 需要持续的、专业化的服务。基金管理人一般会为其安排较固定的投资顾问, 从开放式基金销售前就开始一对一的服务, 并贯穿售前、售中和售后全过程。由于配有专人, 这部分客户通常能得到更充分和更及时的有效信息, 享受到更便捷、更完善的服务, 故而这类服务颇具量体裁衣的意味。

#### (五) 互联网的应用

通过互联网, 基金销售机构可以向客户提供容量更大、范围更广的信息查询(包括投资常识、股市行情、开放式基金的净值表现、客户账户信息等)、基金交易、即时或非即时的咨询、自动回邮或下载的服务, 并接受投诉和建议。另外, 通过互联网的友情网站链接, 客户可以方便地检索和查阅更多信息。

#### (六) 媒体和宣传手册的应用

基金销售机构会通过电视、电台、报刊等媒体定期或不定期地向客户传达专业信息和传输正确的投资理念。当市场出现较大波动时, 及时利用媒体的影响力来消除客户的紧张情绪, 让大众多了解市场, 可以减缓非理性行为的发生。宣传手册则可作为一种广告资料运用于销售过程中。在新的基金面市前, 对公司形象的宣传和对新产品的介绍是客户服务不可或缺的部分。

#### (七) 讲座、推介会和座谈会

讲座、推介会和座谈会都能为客户提供一个面对面交流的机会。由于参与者为数不多, 通常客户比较珍惜这些机会。基金销售机构也可以从这些活动中获取有价值的资料, 有效地推介基金产品, 并据此进一步改善客户服务。

## 第四节 基金销售机构的准入条件与职责

### 一、基金销售机构的准入条件

#### (一) 基本规定

《证券投资基金法》规定,基金管理人应当“依法募集基金,办理或者委托经国务院证券监督管理机构认定的其他机构代为办理基金份额的发售、申购、赎回和登记事宜”。《证券投资基金销售管理办法》规定:“基金销售由基金管理人负责办理;基金管理人可以委托取得基金代销业务资格的其他机构代为办理;未取得基金代销业务资格的机构不得接受基金管理人委托代为办理基金的销售。”上述规定表明,基金销售活动的业务主体是基金管理人,基金管理人当然地具有销售基金的职责。基金管理人可以委托取得基金代销业务资格的其他机构代为办理基金销售业务,基金管理人与被委托的其他销售机构是一种委托代理关系。

《证券投资基金销售管理办法》要求:“商业银行、证券公司、证券投资咨询机构、专业基金销售机构以及中国证监会规定的其他机构可以向中国证监会申请基金代销业务资格。”上述机构可以根据《证券投资基金代销业务资格申请材料的内容与格式》的要求,向中国证监会申请业务资格,在取得业务资格后方可接受基金管理人的委托,从事基金销售活动。

#### (二) 商业银行申请基金代销资格应具备的条件

《证券投资基金销售管理办法》第九条规定:“商业银行申请基金代销业务资格,应当具备下列条件:

- (一) 资本充足率符合国务院银行业监督管理机构的有关规定;
- (二) 有专门负责基金代销业务的部门;
- (三) 财务状况良好,运作规范稳定,最近三年内没有因违法违规行  
为受到行政处罚或者刑事处罚;
- (四) 具有健全的法人治理结构、完善的内部控制和 risk 管理制度,  
并得到有效执行;
- (五) 有与基金代销业务相适应的营业场所、安全防范设施和其他设  
施;
- (六) 有安全、高效的办理基金发售、申购和赎回业务的技术设施,

基金代销业务的技术系统已与基金管理人、基金托管人、基金登记机构相应的技术系统进行了联机、联网测试, 测试结果符合国家规定的标准;

(七) 制定了完善的业务流程、销售人员执业操守、应急处理措施等基金代销业务管理制度;

(八) 公司及其主要分支机构负责基金代销业务的部门取得基金从业资格的人员不低于该部门人员人数的二分之一, 部门的管理人员已取得基金从业资格, 熟悉基金代销业务, 并具备从事两年以上基金业务或者五年以上证券、金融业务的工作经历;

(九) 中国证监会规定的其他条件。”

### (三) 证券公司申请基金代销资格应具备的条件

《证券投资基金销售管理办法》第十条对证券公司申请基金代销业务资格的规定如下: “除具备本办法第九条第(二)项至第(九)项规定的条件外, 还应当具备以下条件:

(一) 净资本等财务风险监控指标符合中国证监会的有关规定;

(二) 最近两年没有挪用客户资产等损害客户利益的行为;

(三) 没有因违法违规行为正在被监管机构调查, 或者正处于整改期间;

(四) 没有发生已经影响或可能影响公司正常运作的重大变更事项, 或者诉讼、仲裁等其他重大事项。”

### (四) 证券投资咨询机构申请基金代销资格应具备的条件

《证券投资基金销售管理办法》第十一条, 对证券投资咨询机构申请基金代销业务资格规定如下: “除具备本办法第九条第(二)项至第(九)项和第十条第(三)项、第(四)项规定的条件外, 还应当具备下列条件:

(一) 注册资本不低于两千万元人民币, 且必须为实缴货币资本;

(二) 高级管理人员已取得基金从业资格, 熟悉基金代销业务, 并具备从事两年以上基金业务或者五年以上证券、金融业务的工作经历;

(三) 持续从事证券投资咨询业务三个以上完整会计年度;

(四) 最近三年没有代理投资人从事证券买卖的行为。”

## (五) 专业基金销售机构申请基金代销资格应具备的条件

《证券投资基金销售管理办法》第十二条, 对专业基金销售机构申请基金代销业务资格进行了规定, 指出: “除具备本办法第九条第(三)项至第(七)项、第十条第(三)项和第(四)项, 以及第十一条第(一)项和第(二)项规定的条件外, 还应当具备下列条件:

(一) 有符合规定的组织名称、组织机构和经营范围;

(二) 主要出资人是依法设立的持续经营三个以上完整会计年度的法人, 注册资本不低于三千万元人民币, 财务状况良好, 运作规范稳定, 最近三年没有因违法违规行受到行政处罚或者刑事处罚;

(三) 取得基金从业资格的人员不少于三十人, 且不低于员工人数的二分之一;

(四) 中国证监会规定的其他条件。”

在申请基金代销业务资格时, 申请机构应当按照中国证监会的规定提交申请材料。申请期间申请材料涉及的事项发生重大变化的, 申请人应当自变化发生之日起 5 个工作日内向中国证监会提交更新材料。中国证监会根据《中华人民共和国行政许可法》的规定, 受理基金代销业务资格的申请, 并进行审查, 依照审慎监管原则可以组织专家评审会对基金代销业务资格的申请进行评审, 作出批准与否的决定。一旦获得批准, 须办理工商变更登记的, 申请人应当在收到批准文件后按照有关规定向工商行政管理机关办理变更登记手续。

## 二、基金销售机构职责规范

《证券投资基金销售管理办法》及其他规范性文件对基金销售机构职责的规范主要包括:

1. 签订代销协议, 明确委托关系。在遵守法律法规、基金合同的前提下, 基金管理人委托代销机构办理基金的销售时, 应当签订书面代销协议, 明确双方的权利和义务。基于双方的委托代理关系, 基金管理人对代销机构从事基金销售活动负有监督检查义务, 如发现代销机构违规销售基金的应当及时予以制止。同时, 代销机构不得委托其他机构代为办理基金的销售。

2. 基金管理人应制定业务规则并监督实施。在基金销售时, 基金管理



人应制定合理的业务规则, 对基金认购、申购、赎回、转换、非交易过户等行为进行规定。基金管理人、代销机构按规定进行业务操作。为保护持有人的权益, 对资金归集、信息传输、销售服务等也应进行规范。

### 3. 建立相关制度。

(1) 基金管理人、代销机构应当建立健全并有效执行基金销售业务制度和销售人员的持续培训制度, 加强对基金销售业务合规运作和销售人員行为规范的检查和监督。

(2) 基金管理人、代销机构应当建立完善的基金份额持有人账户和资金账户管理制度、基金份额持有人资金的存取程序和授权审批制度。

(3) 基金管理人、代销机构应当建立健全档案管理制度, 妥善保管基金份额持有人的开户资料和销售业务有关的其他资料, 保存期不少于15年。

4. 严格账户管理。基金管理人应在有基金托管资格的商业銀行开立与基金销售有关的账户, 并由该銀行对账户内的资金进行监督。基金管理人应当将基金募集期内募集的资金存入专门账户, 在基金募集行为结束前, 任何人不得动用。

## 第五节 基金销售行为规范

对基金销售行为的规范包括对基金销售机构人员行为、基金宣传推介材料、基金销售费用、销售适用性反洗钱客户风险等级划分以及基金营销中的投资者教育等内容。

### 一、基金销售机构人员行为规范

《证券投资基金销售管理办法》及相关部门规章、规范性文件对基金销售机构尤其是人员行为主要规范如下:

1. 基金管理人、代销机构及其工作人员, 在基金的销售活动中应当遵守法律、行政法规和中国证监会的有关规定, 恪守职业道德和行为规范。

2. 基金管理人、代销机构及其工作人员在从事基金销售活动时, 不得有下列情形: 以排挤竞争对手为目的, 压低基金的收费水平; 采取抽奖、回扣或者送实物、保险、基金份额等方式销售基金; 以低于成本的销售费率销售基金; 募集期间对认购费打折; 承诺利用基金资产进行利益输送; 挪用基金份额持有人的认购、申购、赎回资金; 在基金宣传推介材料上采取不规范的竞争行为; 中国证监会规定禁止的其他情形。

3. 基金销售人员应依法为基金份额持有人保守秘密, 不得泄露投资者

买卖、持有基金份额的信息或其他信息。

4. 未经基金管理人或者代销机构聘任, 任何人员不得从事基金销售活动; 从事宣传推介基金活动的人员还应当取得基金从业资格。

## 二、基金宣传推介材料规范

基金宣传推介材料是指为推介基金向公众分发或者公布, 使公众可以普遍获得的书面、电子或其他介质的信息。具体包括: 公开出版资料, 宣传单、手册、信函等面向公众的宣传资料, 海报、户外广告, 电视、电影、广播、互联网资料及其他音像、通讯信息披露资料, 以及通过报眼及报花广告、公共网站链接广告、传真、短信、非指定信息披露媒体上刊发的与基金分红、销售相关的公告等可以使公众普遍获得的、带有广告性质的基金销售信息。

### (一) 基本要求

基金管理公司和基金代销机构应当在基金宣传推介材料中加强对投资人的教育和引导, 积极培养投资人的长期投资理念, 注重对行业公信力及公司品牌、形象的宣传, 并应符合法律法规的相关要求。

### (二) 基金宣传推介材料的禁止规定

基金宣传推介材料必须真实、准确, 与基金合同、基金招募说明书相符, 与备案的材料一致, 不得有下列情形:

1. 虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。
2. 预测该基金的证券投资业绩。
3. 违规承诺收益或者承担损失。
4. 诋毁其他基金管理人、基金托管人或基金代销机构, 或者其他基金管理人募集或管理的基金。
5. 夸大或者片面宣传基金, 违规使用“安全”“保证”“承诺”“保险”“避险”“有保障”“高收益”“无风险”等可能使投资者认为没有风险的词语。
6. 登载单位或者个人的推荐性文字。
7. 基金宣传推介材料所使用的语言表述应当准确清晰, 还应当特别注意:

(1) 在缺乏足够证据支持的情况下, 不得使用“业绩稳健”“业绩优良”“名列前茅”“位居前列”“首只”“最大”“最好”“最强”“唯一”等表述。

(2) 不得使用“坐享财富增长”“安心享受成长”“尽享牛市”等易使基金投资人忽视风险的表述。

(3) 不得使用“欲购从速”“申购良机”等片面强调集中营销时间限制的表述。

(4) 不得使用“净值归一”等误导基金投资人的表述。

### (三) 对宣传推介材料中登载基金过往业绩的规定

1. 基金宣传推介材料登载基金的过往业绩, 应当符合下列规定: 基金宣传推介材料可以登载该基金、基金管理人管理的其他基金的过往业绩, 但基金合同生效不足 6 个月的除外。基金宣传推介材料登载过往业绩, 基金合同生效 6 个月以上但不满 1 年的, 应当登载从合同生效之日起计算的业绩; 基金合同生效 1 年以上但不满 10 年的, 应当登载自合同生效当年开始所有完整会计年度的业绩, 宣传推介材料公布日在下半年的还应登载当年上半年度的业绩; 基金合同生效 10 年以上的, 应当登载最近 10 个完整会计年度的业绩。

2. 登载该基金、基金管理人管理的其他基金的过往业绩, 应当按照有关法律、行政法规的规定或者行业公认的准则计算基金的业绩表现数据, 并登载基金业绩比较基准的表现。引用的统计数据和资料应当真实、准确, 并注明出处, 不得引用未经核实、尚未发生或者模拟的数据。真实、准确、完整、合理地表述基金业绩和基金管理人的管理水平。基金业绩表现数据应当经基金托管人复核。

3. 基金宣传推介材料对不同基金的业绩进行比较, 应当使用可比的数据来源、统计方法和比较期间, 并且有关数据来源、统计方法应当公平、准确, 具有关联性。

4. 基金宣传推介材料附有统计图表的, 应当清晰、准确; 提及第三方专业机构评价结果的, 应当列明第三方专业机构的名称及评价日期。

5. 基金宣传推介材料应当含有明确、醒目的风险提示和警示性文字, 并使投资者在阅读过程中不易忽略, 以提醒投资者注意投资风险, 仔细阅读基金合同和基金招募说明书, 了解基金的具体情况。

6. 基金宣传推介材料不得模拟基金未来投资业绩。对于推介定期定额投资业务等需要模拟历史业绩的, 应当采用我国证券市场或境外成熟证券市场具有代表性的指数, 对其过往足够长时间的实际收益率进行模拟, 并

注明相应的复合年平均收益率。此外, 还应当说明模拟数据的来源、模拟方法及主要计算公式, 并进行相应的风险提示。

7. 有足够平面空间的基金宣传推介材料。应当参照《风险提示函的必备内容》在材料中加入完整的风险提示函。

风险提示函的必备内容如下:

(1) 证券投资基金(简称“基金”)是一种长期投资工具, 其主要功能是分散投资, 降低投资单一证券所带来的个别风险。基金不同于银行储蓄和债券等能够提供固定收益预期的金融工具, 投资人购买基金, 既可能按其持有份额分享基金投资所产生的收益, 也可能承担基金投资所带来的损失。

(2) 基金在投资运作过程中可能面临各种风险, 既包括市场风险, 也包括基金自身的管理风险、技术风险和合规风险等。巨额赎回风险是开放式基金所特有的一种风险, 即当单个交易日基金的净赎回申请超过基金总份额的 10% 时, 投资人将可能无法及时赎回持有的全部基金份额。

(3) 基金分为股票基金、混合基金、债券基金、货币市场基金等不同类型, 投资人投资不同类型的基金将获得不同的收益预期, 也将承担不同程度的风险。一般来说, 基金的收益预期越高, 投资人承担的风险也越大。

(4) 投资人应当认真阅读《基金合同》《招募说明书》等基金法律文件, 了解基金的风险收益特征, 并根据自身的投资目的、投资期限、投资经验、资产状况等判断基金是否和投资人的风险承受能力相适应。

(5) 投资人应当充分了解基金定期定额投资和零存整取等储蓄方式的区别。定期定额投资是引导投资人进行长期投资、平均投资成本的一种简单易行的投资方式。但是定期定额投资并不能规避基金投资所固有的风险, 不能保证投资人获得收益, 也不是替代储蓄的等效理财方式。

(6) 〈基金全称〉(简称“本基金”)由〈基金管理人全称〉(简称“基金管理人”)依照有关法律法规及约定发起, 并经中国证券监督管理委员会证监基金字[××××]××号文核准。本基金的《基金合同》和《招募说明书》已通过(指定报刊全称)和基金管理人的互联网网站(网站链接地址)进行了公开披露。

(7) 基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产, 但不保证本基金一定盈利, 也不保证最低收益。本基金的过往业绩及其份额净值高低并不预示其未来业绩表现(或基金管理人管理的其他基金的业绩不构成对本基金业绩表现的保证)。基金管理人提醒投资人基金投资的买者自负原则, 在做出投资决策后, 基金运营状况与基金份额净值变化引致的投资风险, 由投资人自行承担。

(8) 投资人应当通过基金管理人或具有基金代销业务资格的其他机

构购买和赎回基金, 基金代销机构名单详见本基金《招募说明书》以及相关公告。

#### (四) 基金宣传推介材料的报送

报送内容包括基金宣传推介材料的形式和用途说明、基金管理公司督察长出具的合规意见书、基金托管人出具的基金业绩复核函或基金定期报告中相关内容的复印件以及有关获奖证明的复印件。书面报告报送基金管理公司或基金代销机构主要办公场所所在地证监局。基金管理公司或基金代销机构应当在分发或公布基金宣传推介材料之日起 5 个工作日内递交报告材料。

### 三、基金销售费用规范

中国证监会关于基金销售费用的规范主要体现在 2004 年 7 月 1 日起施行的《证券投资基金销售管理办法》中。2009 年 10 月为进一步规范基金销售市场秩序, 完善基金销售费用结构和水平, 中国证监会又发布了《开放式证券投资基金销售费用管理规定》。

#### (一) 关于基金销售费用的一般规范

1.基金销售机构应当加强后台管理系统对费率的合规控制, 强化对分支机构基金销售费用的统一管理和监督。同时, 应当按照基金合同和招募说明书的约定向投资人收取销售费用; 未经招募说明书载明并公告, 不得对不同投资人适用不同费率。

2.基金管理人与基金销售机构应通过协议约定双方在申购(认购)费、赎回费、销售服务等销售费用的分成比例, 并据此就各自实际取得的销售费用确认基金销售收入, 如实核算、记账, 依法纳税。

3.基金销售机构的总部应在销售前与基金管理人签订销售协议, 约定支付报酬的比例和方式、销售费用的结算方式和支付方式等。也可以约定依据销售机构销售基金的保有量提取一定比例的客户维护费, 用以向基金销售机构支付客户服务及销售活动中产生的相关费用, 但客户维护费从基金管埋费中列支。同时, 基金管理人不得向销售机构支付非以销售基金的保有量为基础的客户维护费, 也不得在基金销售协议之外支付或变相支付销售佣金或报酬奖励等。



4.基金销售机构在基金销售活动中, 不得有下列行为:

- (1) 在签订销售协议或销售基金的活动中进行商业贿赂;
- (2) 以排挤竞争对手为目的, 压低基金的收费水平;
- (3) 擅自变更向基金投资人的收费项目或收费标准, 或通过先收后返、财务处理等方式变相降低收费标准;
- (4) 采取抽奖、回扣或者送实物、保险、基金份额等方式销售基金;
- (5) 募集期间对认购费用打折;
- (6) 其他违反法律、行政法规的规定, 扰乱行业竞争秩序的行为。

5.基金管理人应在招募说明书及份额发售公告中载明有关基金销售费用的信息:

- (1) 基金销售费用收取的条件、方式、用途和费用标准;
- (2) 以简单明了的格式和举例方式向投资人说明基金销售费用水平;
- (3) 中国证监会规定的其他有关基金销售费用的信息事项。

6.基金管理人应当在基金半年度报告和基金年度报告中披露从基金财产中计提的管理费、托管费、基金销售服务费的金额, 并说明管理费中支付给基金销售机构的客户维护费总额。

## (二) 关于基金销售费用结构和费率水平方面的具体规

### 范

1.基金销售费用包括基金的申购费(认购费)和赎回费。其中, 认购费和申购费可以采用在基金份额发售或者申购时收取的前端收费方式, 也可以采用在赎回时从赎回金额中扣除的后端收费方式, 但费率不得超过认购或申购金额的 5%。基金管理人可以对选择前端收费方式的投资人根据其申购(认购)金额的数量适用不同的前端申购(认购)费率标准, 也可以对选择后端收费方式的投资人根据其持有期限适用不同的后端申购(认购)费率标准。对于持有期低于 3 年的投资人, 不得免收其后端申购(认购)费用。

2.除货币市场基金及中国证监会规定的其他品种外, 赎回费不得超过基金份额赎回金额的 5%, 同时应当将不低于赎回费总额的 25%归入基金财产。对于投资于计提销售服务费的债券基金的投资人, 持有期少于 30 日的, 基金管理人可以在基金合同、招募说明书中约定收取一定比例的赎回费。

3.对于短期交易的投资人, 基金管理人可以在基金合同、招募说明书中约定按以下费用标准收取赎回费:



(1) 对于持续持有期少于 7 日的投资人, 收取不低于赎回金额 1.5% 的赎回费。

(2) 对于持续持有期少于 30 日的投资人, 收取不低于赎回金额 0.75% 的赎回费。

收取的基金赎回费应全额计入基金财产。

4. 除货币市场基金及中国证监会规定的其他品种外, 基金销售机构通过互联网、电话、移动通信等非现场方式进行销售时, 经与基金管理人协商一致可以对自助交易前端申购费用实行一定的优惠。

5. 基金份额持有人在同一基金管理人管理的不同基金之间进行转换时, 应当按照转出基金的赎回费用加上转出与转入基金申购费用补差的标准收取费用。当转出基金申购费率低于转入基金申购费率时, 费用补差为按照转出基金金额计算的申购费用差额; 当转出基金申购费率高于转入基金申购费率时, 不收取费用补差。

## 四、证券投资基金销售适用性

2007 年 10 月发布并实施的《证券投资基金销售适用性指导意见》, 围绕投资人需要, 从审慎调查、产品风险评价、基金投资人风险承受能力调查和评价等方面对销售机构的行为进行了规范, 并要求基金销售机构在实施基金销售适用性的过程中应当遵循投资人利益优先原则、全面性原则、客观性原则和及时性原则。

### (一) 审慎调查

基金管理人和代销机构在选择合作伙伴时, 要相互进行审慎调查。其中, 基金代销机构对基金管理人进行审慎调查, 要了解基金管理人的诚信状况、经营管理能力、投资管理能力和内部控制情况等。基金管理人对于基金代销机构进行审慎调查, 要了解基金代销机构的内部控制情况、信息管理平台建设、账户管理制度、销售人员能力和持续营销能力。双方可将调查结果作为是否选择对方进行合作或向投资人推介的重要依据。开展审慎调查应当优先根据被调查方公开披露的信息进行。

### (二) 基金产品风险评价

在销售基金时, 基金销售机构应当通过自身或第三方机构对基金产品

的风险进行评价。基金产品风险评价可通过基金产品的风险等级来反映,至少包括低风险等级、中风险等级和高风险等级三个层次。基金产品风险评价主要应依据以下因素:基金招募说明书所明示的投资方向、投资范围和投资比例,基金的历史规模和持仓比例,基金的过往业绩及基金净值的历史波动程度,基金成立以来有无违规行为发生。风险评价可作为向投资人推介的重要依据,风险评价方法及其说明应当通过适当途径向基金投资人公开。

### (三) 基金投资人风险承受能力调查和评价

基金销售机构应当建立基金投资人调查制度,对基金投资人的风险承受能力进行调查和评价。调查和评价应在基金投资人首次开立基金交易账户时或首次购买基金产品前进行。投资人风险承受能力主要包括保守型、稳健型和积极型三种类型。销售机构可以采用面谈、信函、网络等方式对基金投资人的风险承受能力进行调查。应当至少了解到基金投资人的投资目的、投资期限、投资经验、财务状况、短期风险承受水平、长期风险承受水平等。

## 五、反洗钱客户风险等级划分标准

为提高基金管理公司反洗钱工作的针对性和有效性,建立健全基金客户风险等级划分和管理体系,中国证券业协会发布了《基金管理公司反洗钱客户风险等级划分标准指引(试行)》。要求基金管理公司对客户在洗钱方面的风险等级进行划分,并根据客户风险等级的不同采取相应的身份识别和风险监控措施,以防范洗钱风险。

### (一) 原则和要求

基金管理公司应按照全面性、审慎性、持续性、保密性和分级管理的原则开展客户风险等级划分以及相应的风险监控工作。

基金管理公司应当建立健全客户风险等级划分的内部管理制度,并且有专门机构和人员负责客户风险等级划分、客户风险等级调整和客户信息审核等工作。

基金管理公司为客户开立基金账户时,应当进行客户身份识别和等级划分。与销售机构的销售代理协议中,也应明确投资人身份资料的提供内

容及客户风险等级划分方面的职责

## (二) 客户风险等级划分标准

基金管理公司应遵循“了解你的客户”的原则，在掌握客户的身份基本信息，了解交易目的、交易性质、实际受益人等基础上，进行反洗钱客户风险等级划分。

进行客户风险等级划分时，应综合考虑客户身份、地域、行业或职业、交易特征等因素。客户风险等级至少应当分为高、中、低三个等级。

1. 高风险等级客户。主要有：各类恐怖组织和恐怖分子、涉嫌洗钱罪的名单、被监管机构通报的、基金公司合理怀疑存在高度洗钱风险的客户等。

2. 中等风险等级客户。主要指：被基金管理公司报送过可疑交易的客户、基金管理公司有合理理由怀疑其存在一定洗钱风险的客户。

3. 低风险等级客户。即除高风险类客户和中等风险类客户之外的客户。

基金管理公司对于高风险等级的客户，至少每半年应进行一次审核，更新客户身份基本信息和相关信息；对于中等风险等级的客户，至少每年进行一次审核。基金管理公司应当在日常可疑交易分析和报送中密切关注高风险等级和中等风险等级客户的交易行为，针对客户交易活动制作监测断报告。

## 六、基金营销中的投资者教育

由于我国基金业发展历史较短，投资者对基金了解程度有限，因此投资者在基金投资上还存在着一定的认识误区或错误观念。例如：把基金当作存款或保险；把基金当股票炒作，频繁买卖；喜欢买新发行的基金；认为基金越便宜越好；只关注基金过往收益，忽略投资风险；喜欢频繁分红的基金等。

为加强基金投资者教育，在监管机构的倡导和组织下，基金管理公司和托管银行陆续通过网站、座谈会或报告会、柜台现场讲解等方式开展了形式多样的基金投资者教育活动。

进行投资者教育的主要目的是使投资者充分了解基金、了解自己、了解市场、了解历史、了解基金管理公司，改变认识上的误区，根据自己的投资偏好和风险承受能力，在适当的时机，选择合适的基金进行投资。

(1) 了解基金，即了解基金的运作原理与风险特征。证券投资基金

是一种分散投资, 投资者共享收益、共担风险的投资工具。不同的基金类型有不同的风险和收益, 并且风险与收益往往成正比。

(2) 了解自己, 即根据自身情况选择合适的基金产品。要从自己的年龄、家庭状况、收入水平、投资期限、投资目标、风险承受能力、投资偏好、期望回报率等方面出发, 选择适合自己的产品。例如, 对于年轻人而言, 如经济能力尚可, 家庭负担较轻, 投资期限长, 能承担较大的风险, 可选择股票基金; 对于中年人, 收入比较稳定, 但家庭责任比较重, 应在考虑投资回报率的同时坚持稳健的原则, 分散风险, 尝试多种基金组合; 对于老年人而言, 应以稳健、安全、保值为目的, 可选择货币市场基金、债券基金、保本型基金等安全性较高的基金产品。

(3) 了解市场, 即了解基金的盈利模式。开放式基金的价值取决于其投资标的物的价值。股票或债券市场有其自身的运作规律和特征, 基金管理公司主要是根据对市场和投资规律的理解和判断来制定相应的投资策略, 进行投资。

(4) 了解历史, 不仅包括对证券市场、基金市场发展历史的了解, 还应包括对不同投资理念的发展历史及其在不同市场时期的适用性的了解。要充分认识到, 没有只涨不跌的资本市场, 也没有稳赚不赔的金融投资产品, 以投机的方式参与市场的投资者, 其承受的投资损失可能更大, 恢复本金所花费的时间也可能更长。了解历史的目的是使投资人的行为更为理性。

(5) 了解基金管理公司, 即选择优秀基金管理公司的产品。应该选择投资团队优秀、基金业绩较好、产品风格比较稳定、持股集中度和换手率较低、信息透明度较高、注重投资者教育的基金管理公司的产品进行投资。

总之, 进行投资者教育活动, 在向投资人普及基金知识、充分揭示基金投资风险的同时, 目的是要培养投资者的理性投资行为, 使投资者与基金市场发展同步成熟。

基金投资者教育不是一次性的活动。在不同时期, 投资者会遇到不同的问题, 应不断更新投资者教育的内容和方式, 使投资者队伍日益成熟。

## 第六节 证券投资基金销售业务信息管理

为了规范证券投资基金销售业务的信息管理, 提高对基金投资人的信息服务质量, 促进证券投资基金销售业务的进一步发展, 2007 年 3 月中国证监会发布并实施了《证券投资基金销售业务信息管理平台管理规定》(简称《规定》)。《规定》从基金销售业务角度对基金销售信息和销售的技术

系统提出了标准化要求, 首次对基金销售业务信息管理进行了规范, 也是基金销售管理办法在技术或信息管理领域的深层次体现。

《规定》从总体上要求销售机构信息管理平台的建立和维护应当遵循安全性、实用性、系统化的原则, 并且满足以下 6 个方面的要求:

- (1) 具备《规定》所列示的各项基金销售业务功能。
- (2) 具备基金销售业务信息流和资金流的监控核对机制。
- (3) 保障基金投资人资金流动的安全性。
- (4) 具备基金销售费率的监控机制。
- (5) 支持基金销售适用性原则在基金销售业务中的运用。
- (6) 具备基金销售人员的管理、监督和投诉机制; 能够为中国证监会提供监控基金交易、资金安全及其他销售行为所需的信息。

基金销售业务信息平台主要包括前台业务系统、后台管理系统以及应用系统的支持系统。《规定》从前台业务系统、自助式前台系统、后台管理系统、监管系统信息报送和信息管理平台应用系统的支持系统五个方面明确了证券投资基金销售业务信息管理或信息系统的各项技术标准。

## 一、前台业务系统

前台业务系统主要是指直接面对基金投资人, 或者与基金投资人的交易活动直接相关的应用系统, 分为自助式和辅助式两种类型。自助式前台系统是指基金销售机构提供的, 由基金投资人独自完成业务操作的应用系统, 包括基金销售机构网点现场自助系统和通过互联网、电话、移动通信等非现场方式实现的自助系统。辅助式前台系统是指基金销售机构提供的, 由具备相关资质要求的专业服务人员辅助基金投资人完成业务操作所必需的软件应用系统。

前台业务系统应具备以下功能:

1. 提供投资资讯功能。主要包括: 基金基础知识; 基金相关法律法规; 基金产品信息, 包括基金基本信息、基金费率、基金转换、手续费支付模式、基金风险评价信息和基金的其他公开市场信息等; 基金管理人和基金托管人信息; 基金相关投资市场信息; 基金销售分支机构、网点信息。同时, 向基金投资人揭示信息来源和发布时间。

2. 对基金交易账户以及基金投资人信息管理功能。主要包括开户、基金投资人风险承受能力调查和评价、基金投资人信息查询、基金投资人信息修改、销户、密码管理、账户冻结申请、账户解冻申请等方面的功能。

3. 交易功能。应当具备基金认购、申购、赎回、转换、变更分红方式和中国证监会认可的其他交易功能。



4.为基金投资人提供服务的功能。主要包括:基金投资人持有的基金产品、份额、交易、净值等信息的查询,为基金投资人提供对账单,记录基金投资人投诉信息等。

## 二、自助式前台系统

针对销售机构的自助式前台系统,在满足上述要求的同时,还应当符合以下规定:

- 1.基金销售机构要为基金投资人提供核实自助式前台系统真实身份和资质的方法。
- 2.应当通过在线阅读、文件下载、链接或语音提示等方式,为基金投资人披露基金销售机构情况、开户协议等相关文档范本、投诉处理方式、相关风险和防范措施等信息。
- 3.为基金投资人开立基金交易账户时,应当要求基金投资人提供证明身份的相关资料,并采取等效实名制的方式核实基金投资人身份。
- 4.设定投资人单笔和每日累计可以认购、申购和赎回的最大金额。
- 5.为基金投资人提供自助式前台系统失效时的备用服务措施或方案。

## 三、后台管理系统

后台管理系统主要实现对前台业务系统功能的数据支持和集中管理。主要规范如下:

- 1.应当记录基金销售机构和基金销售人员的相关信息,具有对基金销售分支机构、网点和基金销售人员的管理、考核、行为监控等功能。
- 2.能够记录和管理基金风险评价、基金管理人与基金产品信息、投资资讯等相关信息。
- 3.后台管理系统应当对基金交易开放时间以外收到的交易申请进行正确的处理,防止发生基金投资人盘后交易的行为。
- 4.后台管理系统应当具备交易清算、资金处理的功能,以便完成与基金注册登记系统、银行系统的数据交换。
- 5.后台管理系统应当具有对所涉及的信息流和资金流进行对账作业的功能。



## 四、监管系统信息报送

基金销售机构应当向监管机构提供基金日常交易情况、异常交易情况、内部监察稽核报告、调查和评价基金投资人风险承受能力的方法等信息。基金注册登记机构应当提供每日基金交易确认情况, 并保证信息的真实性、准确性和完整性。

## 五、信息管理平台应用系统的支持系统

信息管理平台应用系统的支持系统包括数据库、服务器、网络通讯、安全保障等, 主要规范如下:

1. 对于关键的支持系统组成部分应当提供备份措施或方案。
2. 具有业务集中处理、数据集中存贮的技术特征。
3. 系统投入使用、系统重大升级、年度技术风险评估的报告应当报中国证监会备案。
4. 制定业务连续性计划和灾难恢复计划并定期组织演练。
5. 建立完善的监控体系, 对系统升级、网络访问、用户密码修改等重要操作, 进行记录。
6. 系统数据应当逐日备份并异地妥善存放, 系统运行数据中涉及基金投资人信息和交易记录的备份应当在不可修改的介质上保存 15 年。
7. 基金投资人身份、交易明细等敏感数据在公网的传输应当进行可靠加密。
8. 基金销售机构应当在系统开发和运行中采用已颁布的行业标准和数据接口。

## 第七节 基金销售机构内部控制

### 一、内部控制的概念、目标与原则

根据 2008 年 1 月起施行的《证券投资基金销售机构内部控制指导意见》, 基金销售机构内部控制是指基金销售机构在办理基金销售相关业务时为有效防范和化解风险, 在充分考虑内部和外部环境的基础上, 通过建立组织机制、运用管理方法、实施操作程序与监控措施而形成的系统。

基金销售机构内部控制的目标是: 保证基金销售机构经营运作严格遵

守国家有关法律法规和行业监管规则;防范和化解经营风险,提高经营管理效益,确保经营业务的稳健运行和投资人资金的安全;利于查错防弊,堵塞漏洞,消除隐患,保证业务稳健运行。

基金销售机构内部控制应履行健全性、有效性、独立性和审慎性原则。健全性原则,即内部控制应包括基金销售机构的基金销售部门、涉及基金销售的分支机构及网点、人员,并涵盖到基金销售的决策、执行、监督、反馈等各个环节,避免管理漏洞的存在。有效性原则,即通过科学的内部控制制度与方法,建立合理的内部控制程序,确保内部控制制度的有效执行。独立性原则,即基金销售机构内各分支机构、部门和岗位职责应保持相对独立,权责分明,相互制衡。审慎性原则,即制定内部控制应以审慎经营、防范和化解风险为目标。

## 二、内部环境控制

基金销售机构的内部环境控制,即对影响基金销售的各种环境因素进行的控制。主要包括:

- 1.建立科学的决策程序、高效的业务执行系统、健全的内部监督和反馈系统。
- 2.建立包括基金产品、投资人风险承受能力、运营操作等在内的风险评估体系,对内外部风险进行识别、评估和分析,及时防范和化解风险。
- 3.建立健全内部授权控制体系,加强对分支机构的管理,建立科学的聘用、培训、考评、晋升、淘汰等人力资源管理制度,制定切实有效的应急应变措施;同时,通过制度建设,防止商业贿赂和不正当交易行为的发生。

## 三、销售决策流程控制

- 1.自觉遵守国家有关法律法规和相关监管规则,建立科学的销售决策机制。

基金销售机构总部应在科学、客观研究评价基础上对本机构的总体销售策略、网点设置、基金产品、激励政策、合作的服务提供商做出决策,分支机构及销售应严格执行机构总部做出的销售决策。

- 2.对其销售分支机构的整体布局、规模发展和技术更新等进行统一规划,对分支机构的选址、投入与产出进行严密的可行性论证。

- 3.建立科学的基金产品评价体系,审慎选择所销售的基金产品,对基金产品的基本情况进行持续的跟踪和关注,并定期形成基金产品评价报告

备查。

4.选择的合作服务提供商应符合监管部门的资质要求,并建立完善的合作服务提供商选择标准和业务流程,充分评估相关风险,明确双方权利义务。

合作的服务提供商主要包括基金销售支付结算机构和基金销售资金账户开立银行等。

5.重大决策过程应留有书面记录,供监察稽核部门及监管机关等单位核查。

## 四、销售业务流程控制

1.制定完善的基金销售业务基本规程,对开户、销户、资料变更等账户类业务,认购、申购、赎回、转换等交易类业务及继承、捐赠、司法强制措施等被动接受类业务做出规定。

2.制定完善的基金销售业务账户管理制度,确保各类账户的开立和使用符合法律法规和相关监管规则,保证基金销售资金的安全和账户的有序管理。

3.制定完善的资金清算流程,确保基金销售资金的清算与交收的安全性、及时性和高效性,保证销售资金的清算与交收工作进行顺利。

4.制定客户服务标准,对服务对象、服务内容、服务程序等业务进行规范。

5.加强对宣传推介材料制作和发放的控制。宣传推介材料应事先经基金管理人员的督察长检查,出具合规意见书,并报中国证监会备案。

6.制定《投资人权益须知》,内容至少应当包括:《证券投资基金法》规定的基金份额持有人的权利,基金销售机构提供的服务内容和收费方式,投资人办理基金业务流程,基金分类、评级等的基本知识以及投资风险提示,向基金销售机构、自律组织以及监管机构的投诉方式和程序,基金销售机构联络方式及其他需要向投资人说明的内容。

7.建立完备的客户投诉处理体系。

8.建立严格的基金份额持有人信息管理制度、保密制度和档案管理制度。

9.建立异常交易的监控、记录和报告制度,重点关注基金销售业务中的异常交易行为。

## 五、会计系统内部控制

基金销售机构应依据国家有关法律、法规制定相关财务制度和会计工作流程, 并针对各个风险控制点建立严密的会计系统控制。基金销售机构应将自有资产与投资人资产分别设账管理。应规范财务收支行为, 确保各项费用报酬的收取符合法律法规的规定及销售合同、代销协议或合作协议的约定。应当采取适当的会计控制措施, 及时准确地完成资金清算, 确保投资人资产的安全。应在内部每日完成各销售网点与基金销售总部的信息与资金的对账, 在外部定期完成与客户和基金注册登记机构的信息与资金的对账。

## 六、信息技术内部控制

基金销售机构应建立信息技术内部控制制度。建立完整的信息管理体系, 设置必要的信息管理岗位, 对重要业务环节应当实行双人双岗。通过严格的授权制度、岗位责任制度、门禁制度、内外网分离制度等确保系统安全运行。保证信息数据的安全、真实和完整, 并能及时、准确地传递。系统数据应逐日备份并异地妥善存放。系统运行数据中涉及基金投资人信息和交易记录的备份应当在不可修改的介质上保存 15 年。

## 七、监察稽核控制

基金销售机构应设立专门的监察稽核部门或岗位, 就基金销售业务内部控制制度的执行情况独立地履行监察、评价、报告、建议职能。监察稽核人员应忠于职守, 廉洁自律, 客观公正, 依法稽核。监察稽核人员对于发现违法违规行为、异常交易情况或者重大风险隐患应当向基金销售机构管理层或监管机构报告。

## 第七章 基金的估值、费用与会计核算

在开放式基金的申购、赎回过程中, 确定基金的价格至关重要, 这就需要对基金所拥有的全部资产进行准确、公允的计量。在基金投资管理过程中, 为了反映基金的经营成果, 也必须对基金的经营活动及其结果系统地、连续地进行会计确认、计量、记录, 也就是进行会计核算。基金核算结果也是基金对外信息披露的主要内容之一, 是对基金运作进行监督的主要手段, 其重要性不言而喻。本章分三节分别讨论基金资产估值、基金运作的费用和基金会计核算。

### 第一节 基金资产估值

#### 一、基金资产估值的概念

基金资产估值是指通过对基金所拥有的全部资产及所有负债按一定的原则和方法进行估算, 进而确定基金资产公允价值的过程。

基金资产总值是指基金全部资产的价值总和。从基金资产中扣除基金所有负债即是基金资产净值。基金资产净值除以基金当前的总份额, 就是基金份额净值。用公式表示为:

基金资产净值=基金资产-基金负债

$$\text{基金份额净值} = \frac{\text{基金资产净值}}{\text{基金总份额}}$$

基金份额净值是计算投资者申购基金份额、赎回资金金额的基础, 也是评价基金投资业绩的基础指标之一。

#### 二、基金资产估值的重要性

由于基金份额净值是开放式基金申购份额、赎回金额计算的基础, 直接关系到基金投资者的利益, 所以要求基金份额净值的计算必须准确。

对于基金投资者来说, 申购者希望以低于实际价值的价格进行申购;

赎回者希望以高于实际价值的价格进行赎回;而基金的现有持有人则恰恰相反,希望流入比实际价值更多的资金,流出比实际价值更少的资金。因此,基金份额净值必须是公允的。

从广义上讲,每份基金都与基金的各项资产及各项负债按一定的比例一一对应,因此,投资者申购一份基金所付出的金额应该相当于在市场上按当前价格购买对应的资产,而赎回的投资者从基金中获取的金额也应是基金在市场上按当前价格出售相应资产的金额。这就是在估值过程中一般均采用资产最新价格的原因。否则,申购或赎回的价格错误将会引起基金资产的稀释或浓缩。

基金管理人为了提高基金业绩从而达到吸引投资者的目的,有可能操纵估值结果,从而造成资产估值不公允。因此,各国(地区)的监管机构对基金资产估值都非常重视。

### 三、基金资产估值需考虑的因素

#### (一) 估值频率

基金一般都按照固定的时间间隔对基金资产进行估值,通常监管法规会规定一个最小的估值频率。对开放式基金来说,估值的时间通常与开放申购、赎回的时间一致。目前,我国的开放式基金于每个交易日估值,并于次日公告基金份额净值。封闭式基金每周披露一次基金份额净值,但每个交易日也都进行估值。

海外的基金多数也是每个交易日估值,但也有一部分基金是每周估值一次,有的甚至每半个月、每月估值一次。基金估值的频率是由基金的组织形式、投资对象的特点等因素决定的,并在相关的发行法律文件中明确。

#### (二) 交易价格

当基金只投资于交易活跃的证券时,对其资产进行估值较为容易。这种情况下,市场交易价格是可接受的,也是可信的,直接采用市场交易价格就可以对基金资产估值。

当基金投资于交易不活跃的证券时,资产估值问题则要复杂得多。在这种情况下,基金持有的证券要么没有交易价格,要么交易价格不可信。

比如我国的银行间债券市场就会经常出现以下情况:某些证券品种交易次数很少,或者根本就没有交易;某些品种开始时有交易,但交易越来越



越少。在我国股票市场上也有过某些出现严重问题的股票。由于涨跌停板的限制, 一些股票会接连几个交易日封于涨跌停位置。

在上述情况下对基金资产进行估值就需要非常慎重, 其中证券资产的流动性是非常关键的因素。

### (三) 价格操纵及滥估问题

在对基金资产估值时还需注意价格操纵和滥估问题。例如, 某债券流动性很差, 基金管理人可以连续少量买入以“制造”出较高的价格, 从而提高基金的业绩, 这就是价格操纵。

而在对流动性差的证券及问题证券进行估值时需要有主观判断, 此时的主观判断如果由基金管理人来做出, 便为滥估提供了机会。

因此, 要避免基金资产估值时出现价格操纵及滥估现象, 需要监管当局颁布更为详细的估值规则来规范估值行为, 或者由独立的第三方进行估值。如果基金管理人通过估值技术获得所持有证券的公允价值, 基金托管人应对管理人所采用的估值技术的科学性、合理性、合法性等方面进行审查, 以保证通过估值技术获得的估值结果是公允的。

### (四) 估值方法的一致性及公开性

估值方法的一致性是指基金在进行资产估值时均应采取同样的估值方法, 遵守同样的估值规则。

估值方法的公开性是指基金采用的估值方法需要在法定募集文件中公开披露。假若基金变更了估值方法, 也需要及时进行披露。

## 四、我国基金资产估值实务

2006 年财政部颁布了新的企业会计准则体系, 2006 年 11 月 26 日中国证监会下发了《关于基金管理公司及证券投资基金执行〈企业会计准则〉的通知》(证监会计字[2006]23 号), 规定证券投资基金自 2007 年 7 月 1 日起执行新的《企业会计准则》。为规范基金各类投资品种的估值业务, 确保基金执行新会计准则后及时、准确地进行份额净值计价, 更好地保护基金份额持有人的合法权益, 中国证监会发布了《关于证券投资基金执行〈企业会计准则〉估值业务及份额净值计价有关事项的通知》, 对基金资产的估值做了明确规定。2008 年 9 月 12 日, 中国证监会发布了《关于进

一步规范证券投资基金估值业务的指导意见》，对基金估值业务，特别是长期停牌股票等没有市价的投资品种的估值等问题作了进一步规范。

## (一) 基金资产估值的责任人

我国基金资产估值的责任人是基金管理人，但基金托管人对基金管理人的估值结果负有复核责任。

为准确、及时地进行基金估值和份额净值计价，基金管理公司应制定基金估值和份额净值计价的业务管理制度，明确基金估值的原则和程序；建立健全估值决策体系；使用合理、可靠的估值业务系统；加强对业务人员的培训，确保估值人员熟悉各类投资品种的估值原则及具体估值程序；不断完善相关风险监测、控制和报告机制；根据基金投资策略定期审阅估值原则和程序，确保其持续适用性。

托管银行在复核、审查基金资产净值、基金份额申购和赎回价格之前，应认真审阅基金管理公司采用的估值原则和程序。当对估值原则或程序有异议时，托管银行有义务要求基金管理公司做出合理解释，通过积极商讨达成一致意见。

为提高估值的合理性和可靠性，行业还成立了基金估值工作小组。工作小组定期评估基金行业的估值原则和程序，并对活跃市场上没有市价的投资品种、不存在活跃市场的投资品种提出具体估值意见。基金管理公司和托管银行在进行基金估值、计算基金份额净值及相关复核工作时，可参考工作小组的意见，但是并不能免除各自的估值责任。

## (二) 估值程序

1. 基金份额净值是按照每个开放日闭市后，基金资产净值除以当日基金份额的余额数量计算。

2. 基金日常估值由基金管理人进行。基金管理人每个工作日对基金资产估值后，将基金份额净值结果发给基金托管人。

3. 基金托管人按基金合同规定的估值方法、时间、程序对基金管理人的计算结果进行复核，复核无误后签章返回给基金管理人，由基金管理人对外公布，并由基金注册登记机构根据确认的基金份额净值计算申购、赎回数额。月末、年中和年末估值复核与基金会计账目的核对同时进行。

### (三) 估值的基本原则

1.对存在活跃市场的投资品种,如估值日有市价的,应采用市价确定公允价值。估值日无市价的,但最近交易日后经济环境未发生重大变化,应采用最近交易市价确定公允价值。估值日无市价的,且最近交易日后经济环境发生了重大变化的,应参考类似投资品种的现行市价及重大变化因素,调整最近交易市价,确定公允价值。有充分证据表明最近交易市价不能真实反映公允价值的(如异常原因导致长期停牌或临时停牌的股票等),应对最近交易的市价进行调整,以确定投资品种的公允价值。

2.对不存在活跃市场的投资品种,应采用市场参与者普遍认同且被以往市场实际交易价格验证具有可靠性的估值技术确定公允价值。运用估值技术得出的结果,应反映估值日在公平条件下进行正常商业交易所采用的交易价格。采用估值技术确定公允价值时,应尽可能使用市场参与者在定价时考虑的所有市场参数,并应通过定期校验确保估值技术的有效性。

3.有充足理由表明按以上估值原则仍不能客观反映相关投资品种公允价值的,基金管理公司应据具体情况与托管银行进行商定,按最能恰当反映公允价值的价格估值。

### (四) 具体投资品种的估值方法

1.交易所上市、交易品种的估值。通常情况下,交易所上市的有价证券(包括股票、权证等)以其估值日在证券交易所挂牌的市价(收盘价)估值;交易所上市交易的债券按估值日收盘净价估值;交易所上市不存在活跃市场的有价证券,采用估值技术确定公允价值。交易所大宗交易方式转让的资产支持证券,采用估值技术确定公允价值,在估值技术难以可靠计量公允价值的情况下,按成本进行后续计量。

2.交易所发行未上市品种的估值。

(1)首次发行未上市的股票、债券和权证,采用估值技术确定公允价值,在估值技术难以可靠计量公允价值的情况下按成本计量。

(2)送股、转增股、配股和公开增发新股等发行未上市股票,按交易所上市的同一股票的市价估值。

(3)首次公开发行有明确锁定期的股票,同一股票在交易所上市后,按交易所上市的同一股票的市价估值。

(4)非公开发行有明确锁定期的股票,按下述方法确定公允价值:

①如果估值日非公开发行有明确锁定期的股票的初始取得成本高于

在证券交易所上市交易的同一股票的市价, 应采用在证券交易所上市交易的同一股票的市价作为估值日该股票的价值。

②如果估值日非公开发行有明确锁定期的股票的初始取得成本低于在证券交易所上市交易的同一股票的市价, 应按以下公式确定该股票的价值:

$$FV = C + (P - C) \frac{D_1 - D_r}{D_1}$$

式中:  $FV$ ——估值日该非公开发行有明确锁定期的股票的价值;

$C$ ——该非公开发行有明确锁定期的股票的初始取得成本(因权益业务导致市场价格除权时, 应于除权日对其初始取得成本做相应调整);

$P$ ——估值日在证券交易所上市交易的同一股票的市价;

$D_1$ ——该非公开发行有明确锁定期的股票锁定期所含的交易天数;

$D_r$ ——估值日剩余锁定期, 即估值日至锁定期结束所含的交易天数(不含估值日当天)。

3.交易所停止交易等非流通品种的估值。

(1) 因持有股票而享有的配股权, 从配股除权日起到配股确认日止, 如果收盘价高于配股价, 按收盘价高于配股价的差额估值。收盘价等于或低于配股价, 则估值为零。

(2) 对停止交易但未行权的权证, 一般采用估值技术确定公允价值。

(3) 对于因重大特殊事项而停牌股票的估值, 需要按估值基本原则判断是否采用估值技术。中国证券业协会基金估值工作小组介绍了此类股票常用估值方法, 包括指数收益法、可比公司法、市场价格模型法和估值模型法等, 供管理人对基金估值时参考。

4.全国银行间债券市场交易的债券、资产支持证券等固定收益品种, 采用估值技术确定公允价值。

## (五) 计价错误的处理及责任承担

1.基金管理公司应制定估值及份额净值计价错误的识别及应急方案。当估值或份额净值计价错误实际发生时, 基金管理公司应立即纠正, 及时采取合理措施防止损失进一步扩大。当基金份额净值计价错误达到或超过基金资产净值的 0.25%时, 基金管理公司应及时向监管机构报告。当计价错误达到 0.5%时, 基金管理公司应当公告并报监管机构备案。

2.基金管理公司和托管银行在进行基金估值、计算或复核基金份额净

值的过程中, 未能遵循相关法律法规规定或基金合同约定, 给基金财产或基金份额持有人造成损害的, 应分别对各自行为依法承担赔偿责任。因共同行为给基金财产或基金份额持有人造成损害的, 应承担连带赔偿责任。

## (六) 暂停估值的情形

当基金有以下情形时, 可以暂停估值:

1. 基金投资所涉及的证券交易所遇法定节假日或因其他原因暂停营业时。
2. 因不可抗力或其他情形致使基金管理人、基金托管人无法准确评估基金资产价值时。
3. 占基金相当比例的投资品种的估值出现重大转变, 而基金管理人为保障投资人的利益已决定延迟估值。
4. 如出现基金管理人认为属于紧急事故的任何情况, 会导致基金管理人不能出售或评估基金资产的。
5. 中国证监会和基金合同认定的其他情形。

## 五、QDII 基金资产的估值问题

### (一) 估值责任人

QDII 基金在我国是一个新生事物, 与境内的证券投资基金相比, 其运作链条较长, 参与机构较多, 其投资管理和运作目前仍在试行之中。

根据《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》的有关规定, 基金托管人在履行职责时应确保基金的份额净值按照有关法律法规、基金合同和集合资产管理合同规定的方法进行计算。在实践中, 基金管理公司是 QDII 基金的会计核算和资产估值的责任主体, 托管人仍负有复核责任。

### (二) QDII 基金份额净值的计算及披露

《关于实施〈合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法〉有关问题的通知》(证监发[2007]81号), 对 QDII 基金的净值计算及披露做了明确规定:

1. 基金份额净值应当至少每周计算并披露一次, 如基金投资衍生品,



应当在每个工作日计算并披露。

2. 基金份额净值应当在估值日后 2 个工作日内披露。

3. 基金份额净值应当以人民币或美元等主要外汇货币单独或同时计算并披露。

4. 基金资产的每一买入、卖出交易应当在最近份额净值的计算中得到反映。

5. 流动性受限的证券估值可以参照国际会计准则进行。

6. 衍生品的估值可以参照国际会计准则进行。

7. 境内机构投资者应当合理确定开放式基金资产价格的选取时间, 并在招募说明书和基金合同中载明。

8. 开放式基金净值及申购和赎回价格的具体计算方法应当在基金、集合计划合同和招募说明书中载明, 并明确小数点后的位数。

## 第二节 基金费用

基金运作过程中涉及的费用可分为两大类: 一类是基金销售过程中发生的由基金投资者自己承担的费用, 主要包括申购费、赎回费及基金转换费。这些费用直接从投资者申购、赎回或转换的金额中收取。另一类是基金管理过程中发生的费用, 主要包括基金管理费、基金托管费、信息披露费等。这些费用由基金资产承担。对于不收取申购费(认购费)、赎回费的货币市场基金, 基金管理人可以依照相关规定从基金财产中持续计提一定比例的销售服务费, 专门用于本基金的销售和对基金持有人的服务。

上述两大类费用的性质是截然不同的。第一类费用并不参与基金的会计核算, 而第二类费用则需直接从基金资产中列支。本节所述基金费用仅指第二类费用, 其种类及计提标准一般都在基金合同及基金招募说明书中明确规定。

### 一、基金费用的种类

下列与基金有关的费用可以从基金财产中列支:

1. 基金管理人的管理费。
2. 基金托管人的托管费。
3. 销售服务费。
4. 基金合同生效后的信息披露费用。
5. 基金合同生效后的会计师费和律师费。
6. 基金份额持有人大会费用。



7.基金的证券交易费用。

8.按照国家有关规定和基金合同约定, 可以在基金财产中列支的其他费用。

## 二、各种费用的计提标准及计提方式

### (一) 基金管理费、基金托管费和基金销售服务费

基金管理费是指基金管理人管理基金资产而向基金收取的费用。基金托管费是指基金托管人为基金提供托管服务而向基金收取的费用。基金销售服务费是指从基金资产中扣除的用于支付销售机构佣金以及基金管理人的基金营销广告费、促销活动费、持有人服务费等方面的费用。

1. 计提标准。基金管理费率通常与基金规模成反比, 与风险成正比。基金规模越大, 基金管理费率越低; 基金风险程度越高, 基金管理费率越高。不同类别及不同国家、地区的基金, 管理费率不完全相同。但从基金类型看, 证券衍生工具基金管理费率最高。如, 认股权证基金的管理费率约为 1.5%~2.5%; 股票基金居中, 约为 1%~1.5%; 债券基金约为 0.5%~1.5%; 货币市场基金最低, 管理费率约为 0.25%~1%。我国香港基金公会公布的几种基金的管理年费率为: 债券基金年费率为 0.5%~1.5%, 股票基金年费率为 1%~2%。在美国等基金业发达的国家和地区, 基金的管理年费率通常为 1%左右。但在一些发展中国家或地区则较高, 如我国台湾地区的基金管理年费率一般为 1.5%, 有的发展中国家或地区的基金管理年费率甚至超过 3%。目前, 我国股票基金大部分按照 1.5%的比例计提基金管理费, 债券基金的管理费率一般低于 1%, 货币市场基金的管理费率为 0.33%。

基金托管费收取的比例与基金规模、基金类型有一定关系。通常基金规模越大, 基金托管费率越低。新兴市场国家和地区的托管费收取比例相对要高。基金托管费年费率国际上通常为 0.2%左右, 美国一般为 0.2%, 我国内地及台湾、香港地区则为 0.25%。目前, 我国封闭式基金按照 0.25%的比例计提基金托管费; 开放式基金根据基金合同的规定比例计提, 通常低于 0.25%; 股票基金的托管费率要高于债券基金及货币市场基金的托管费率。

基金销售服务费目前只有货币市场基金和一些债券基金收取。费率大约为 0.25%。收取销售服务费的基金通常不收申购费。

2. 计提方法和支付方式。目前, 我国的基金管理费、基金托管费及基金销售服务费均是按前一日基金资产净值的一定比例逐日计提, 按月支付。

计算方法如下:

$$H = \frac{E \cdot R}{365}$$

式中: H——每日计提的费用;

E——前一日的基金资产净值;

R——费率。

## (二) 基金交易费

基金交易费指基金在进行证券买卖交易时所发生的相关交易费用。目前, 我国证券投资基金的交易费用主要包括印花税、交易佣金、过户费、经手费、证管费。交易佣金由证券公司按成交金额的一定比例向基金收取, 印花税、过户费、经手费、证管费等则由登记公司或交易所按有关规定收取。参与银行间债券交易的, 还需向中央国债登记结算有限责任公司支付银行间账户服务费, 向全国银行间同业拆借中心支付交易手续费等服务费用。

## (三) 基金运作费

基金运作费指为保证基金正常运作而发生的应由基金承担的费用, 包括审计费、律师费、上市年费、信息披露费、分红手续费、持有人大会费、开户费、银行汇划手续费等。按照有关规定, 发生的这些费用如果影响基金份额净值小数点后第 5 位的, 即发生的费用大于基金净值十万分之一, 应采用预提或待摊的方法计入基金损益。发生的费用如果不影响基金份额净值小数点后第 5 位的, 即发生的费用小于基金净值十万分之一, 应于发生时直接计入基金损益。

## 三、不列入基金费用的项目

下列费用不列入基金费用:

1. 基金管理人和基金托管人因未履行或未完全履行义务导致的费用支出或基金财产的损失。
2. 基金管理人和基金托管人处理与基金运作无关的事项发生的费用。
3. 基金合同生效前的相关费用, 包括但不限于验资费、会计师和律师

费、信息披露费用等费用。

### 第三节 基金会计核算

基金会计核算是指收集、整理、加工有关基金投资运作的会计信息, 准确记录基金资产变化情况, 及时向相关各方提供财务数据以及会计报表的过程。

基金管理公司是证券投资基金会计核算的责任主体, 对所管理的基金应当以每只基金为会计核算主体, 独立建账、独立核算, 保证不同基金在名册登记、账户设置、资金划拨、账簿记录等方面相互独立。同时, 由于基金托管人对基金管理公司计算的基金资产净值以及基金业绩报告负有复核责任, 因此基金托管人也需要对所托管的证券投资基金进行会计核算, 并将有关结果同基金管理公司相核对。

我国基金的会计年度为公历每年 1 月 1 日至 12 月 31 日。基金核算以人民币为记账本位币, 以人民币元为记账单位。

#### 一、基金会计核算的特点

##### (一) 会计主体是证券投资基金

会计主体是会计为之服务的特定对象。企业会计核算以企业为会计核算主体, 基金会计则以证券投资基金为会计核算主体。基金会计的责任主体是对基金进行会计核算的基金管理公司和基金托管人, 其中前者承担主会计责任。

界定这一会计主体的意义在于: 一是将证券投资基金的管理主体即基金管理公司的经营活动与证券投资基金的投资管理活动区别开来; 二是将基金管理公司管理的不同基金之间的投资管理活动区别开来。明确了会计主体, 就界定了从事会计工作和提供会计信息的空间范围。

##### (二) 会计分期细化到日

传统的会计分期一般以年度、半年、季度和月份为单位, 分期反映会计主体的财务状况。但对于证券投资基金来说, 这种期间的划分远远不能满足投资者的需要。因此, 从及时性原则出发, 基金会计期间划分必然更

加细化,即以周甚至日为核算披露期间。

目前,我国的基金会计核算均已细化到日。比如,开放式基金的申购和赎回逐日进行,逐日计算债券利息、银行存款利息等,逐日预提或待摊影响到基金份额净值小数点后第5位的费用,逐日对基金资产进行估值确认,货币市场基金一般每日结转损益等等。

### (三) 基金持有的金融资产和承担的金融负债通常归类为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和金融负债

根据《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》,金融资产在初始确认时划分为四类:以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、持有至到期投资、贷款和应收款项以及可供出售的金融资产。其中,以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产包括交易性金融资产和指定为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产。金融负债在初始确认时划分为两类:以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债和其他金融负债。其中,以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债包括交易性金融负债和指定为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债。

基金以投资管理为主要业务,其目的是在承受风险的同时获取较高的资本利得收益,投资管理活动的性质决定了其取得的金融资产或金融负债是交易性的;同时,对于开放式基金而言,其持有的金融资产必须能随时变现,以应对基金持有人赎回基金份额。因此,除非基金合同另有约定,基金持有的金融资产和承担金融负债通常归类为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和金融负债。

## 二、基金会计核算的主要内容

根据《证券投资基金会计核算业务指引》,基金的会计核算对象包括资产类、负债类、资产负债共同类、所有者权益类和损益类的核算,涉及基金的投资交易、基金申购和赎回、基金持有证券的上市公司行为、基金资产估值、基金费用计提和支付、基金利润分配等基金经营活动。

基金会计核算的内容主要包括以下几类业务:

## (一) 证券和衍生工具交易及其清算的核算

证券投资基金主要投资于政策允许范围内的有价证券和衍生金融工具, 包括股票、债券、资产支持证券、权证、远期投资等有价证券和衍生金融工具的买卖及回购交易等。

## (二) 持有证券的上市公司行为的核算

持有证券的上市公司行为是指与基金持有证券的上市公司有关的、所有涉及该证券权益变动并进而影响基金权益变动的事项, 包括新股、红股、红利、配股等公司行为的核算。

## (三) 各类资产的利息核算

主要包括债券的利息、银行存款利息、清算备付金利息、回购利息等。各类资产利息均应按日计提, 并于当日确认为利息收入。

## (四) 基金费用的核算

包括计提基金管理费、托管费、预提费用、摊销费用、交易费用等。这些费用一般也按日计提, 并于当日确认为费用。

## (五) 开放式基金份额变化的核算

开放式基金还须对基金份额的申购与赎回情况、转入与转出情况以及基金份额拆分进行会计核算。

## (六) 基金资产估值的核算

基金逐日对其资产按规定进行估值, 并于当日将投资估值增(减)值确认为公允价值变动损益。

## (七) 本期利润及利润分配的核算

这是指会计期末结转基金损益, 并按照规定对基金分红进行除权、派息、红利再投资等进行核算。证券投资基金一般在月末结转当期损益, 按固定价格报价的货币市场基金一般逐日结转损益。

## (八) 基金财务会计报告

根据有关规定, 基金管理公司应及时编制并对外提供真实、完整的基金财务会计报告。财务会计报告分为年度、半年度、季度和月度财务会计报告。半年度、年度财务会计报告至少应披露会计报表和会计报表附注的内容。基金会计报表包括资产负债表、利润表及净值变动表等报表。

## (九) 基金会计核算的复核

目前, 对于国内证券投资基金的会计核算, 基金管理人与基金托管人按照有关规定, 分别独立进行账簿设置、账套管理、账务处理。基金托管人按照规定对基金管理人的会计核算进行复核并出具复核意见。

# 第四节 基金财务会计报告分析

## 一、基金财务会计报告分析的目的

基金财务会计报告是指基金对外提供的反映基金某一特定日期的财务状况和某一会计期间的经营成果、现金流量等会计信息的文件。

财务会计报告包括会计报表及其附注和其他应当在财务会计报告中披露的相关信息和资料。基金财务会计报表包括资产负债表、利润表和净值变动表等报表。基金会计报表附注包括重要会计政策和会计估计、会计政策和会计估计变更以及差错更正的说明、报表重要项目的说明和关联方关系及其交易等内容。

从基金投资者的角度来看, 除了关注基金份额净值的增长所带来的投资回报外, 还需要分析能够引起基金份额净值变化的各种因素。通过对基金财务会计报告以及基金所披露的其他信息资料(如投资组合报告)的分



析, 能够更为深入地了解基金情况, 从而为投资决策提供参考。

一般而言, 基金财务会计报告分析可以达到以下目的: 评价基金过去的经营业绩及投资管理能力; 通过分析基金现时的资产配置及投资组合状况来了解基金的投资状况; 预测基金未来的发展趋势, 为基金投资者的投资决策提供依据。

## 二、基金财务会计报表分析

基金作为一种进行证券投资的资产组合, 与普通企业的财务会计报表的分析有很大的不同。不同类型的基金其分析的方法和内容也不一样。一般来说, 对股票基金及混合基金的财务会计报表的分析包括以下几方面:

### (一) 基金持仓结构分析

股票投资占基金资产净值的比例=股票投资/基金资产净值

债券投资占基金资产净值的比例=债券投资/基金资产净值

银行存款等现金类资产占基金资产净值的比例=现金类资产合计/基金资产净值

上述指标在基金定期报告的投资组合报告中披露。

在基金的定期报告中, 还披露股票投资在各行业的分布情况, 通过行业分布可以分析出基金的重点投资方向。

某行业投资占股票投资的比例=该行业股票投资市值/股票投资总额

在分析基金的持仓结构时, 还可以将基金持仓结构的变化与基准指数的变化进行对比分析, 从而了解基金的资产配置情况与能力。

在进行持仓结构的分析时应注意, 股票投资占基金资产净值的比例如发生少许变动, 并不意味着基金经理一定进行了增仓或减仓操作, 因为市场波动也可能引起计算结果的变动。例如, 期初某基金资产净值为 1 亿元, 股票市值 8000 万元, 现金 2000 万元。股票投资占基金资产净值的比例为 80%。期间基金经理未进行任何操作, 但由于期间市场波动, 期末股票市值变为 1.2 亿元, 基金资产净值变为 1.4 亿元(不考虑费用和份额等变动), 那么此时股票投资占基金资产净值的比例上升到了 85.7%。

### (二) 基金盈利能力和分红能力分析

在基金定期报告中, 基金一般会披露本期利润、本期已实现收益、加

权平均基金份额本期利润、本期加权平均份额净值利润率、本期基金份额净值增长率、期末可供分配利润、期末可供分配基金份额利润、期末基金资产净值、期末基金份额净值等指标。通过这些指标可以分析基金的盈利能力和分红能力。

### (三) 基金收入情况分析

基金收入包括利息收入、投资收益、公允价值变动损益和其他收入。其中, 利息收入包括存款利息收入、债券利息收入、资产支持证券利息收入和买入返售金融资产收入; 投资收益包括股票投资收益、债券投资收益、资产支持证券投资收益、衍生工具收益和股利收益。

对于证券投资基金来说, 这些收入是其份额净值变动的源泉, 通过分析基金的收入结构可以了解基金的投资情况。对于大多数投资者来说, 可能更关心基金份额净值及其变化情况, 而不太关心引起份额净值变化的收入结构, 这其实是一种误解。通过对基金收入来源的分析, 尤其是通过基金间收入来源结构的比较分析, 可以更为深入地了解该基金具体投资状况。

### (四) 基金费用情况分析

基金费用一般包括管理人报酬、托管费、销售服务费、交易费用、利息支出和其他费用。由于目前管理人报酬、托管费和销售服务费是按资产净值的一定比例计提支付, 在计算基金资产净值时已经将费用扣除, 大部分股票基金投资者对此并不太敏感。但对于货币市场基金及债券基金来说, 费用的高低对于基金净值有着较大的影响。

### (五) 基金份额变动分析

对于开放式基金来说, 基金的份额会随申购、赎回活动而变动, 基金在定期报告中一般会披露基金份额的变动情况和基金持有人的结构。通过对基金份额变动情况和持有人结构的比较分析, 了解投资者对该基金的认可程度。

一般来说, 如果基金份额变动较大, 对基金管理人的投资有不利影响; 反之则有助于基金投资的稳定。如果基金持有人中个人投资者较多, 则该基金的规模相对会稳定; 反之则基金规模不太稳定。但如果基金持有人中机构投资者较多, 表明机构比较认可该基金的投资。

## (六) 基金投资风格分析

不同基金有不同投资风格, 根据基金披露的投资组合情况可以从不同角度进行分析, 以了解基金的投资风格。

1. 持仓集中度分析。通过计算前 10 只股票投资市场占基金资产净值的比例可以分析基金是否倾向于集中投资。

2. 基金持仓股本规模分析。通过基金持有股票的股本规模分析, 可以了解基金所投资的上市公司的规模偏好。

3. 基金持仓成长性分析。通过分析基金所持有的股票的成长性指标, 可以了解基金投资的上市公司的成长性。

## 第八章 基金利润分配与税收

基金经营活动所产生的利润是基金利润分配的基础, 基金利润分配是基金投资者取得投资收益的基本方式。利息收入、投资收益及其他收入是基金的主要利润来源。不同类型基金在利润分配方式上有所不同。基金税收涉及基金作为一个营业主体的税收、基金管理人和基金托管人作为基金营业主体的税收以及投资者买卖基金涉及的税收三个方面。

### 第一节 基金利润

#### 一、基金利润

基金利润是指基金在一定会计期间的经营成果。利润包括收入减去费用后的净额、直接计入当期利润的利得和损失等。基金收入是基金资产在运作过程中所产生的各种收入。基金收入来源主要包括利息收入、投资收益以及其他收入。基金资产估值引起的资产价值变动作为公允价值变动损益记入当期损益。

##### (一) 利息收入

利息收入指基金经营活动中因债券投资、资产支持证券投资、银行存款、结算备付金、存出保证金、按买入返售协议融出资金等而实现的利息收入。具体包括债券利息收入、资产支持证券利息收入、存款利息收入、买入返售金融资产收入等。

##### (二) 投资收益

投资收益是指基金经营活动中因买卖股票、债券、资产支持证券、基金等实现的差价收益, 因股票、基金投资等获得的股利收益, 以及衍生工具投资产生的相关损益, 如卖出或放弃权证、权证行权等实现的损益。具体包括股票投资收益、债券投资收益、资产支持证券投资收益、基金投资收益、衍生工具收益、股利收益等。

### (三) 其他收入

其他收入是指除上述收入以外的其他各项收入, 包括赎回费扣除基本手续费后的余额、手续费返还、ETF 替代损益, 以及基金管理人等机构为弥补基金财产损失而支付给基金的赔偿款项等。这些收入项目一般根据发生的实际金额确认。

### (四) 公允价值变动损益

公允价值变动损益指基金持有的采用公允价值模式计量的交易性金融资产、交易性金融负债等公允价值变动形成的应计入当期损益的利得或损失, 并于估值日对基金资产按公允价值估值时予以确认。

## 二、与基金利润有关的几个财务指标

根据目前的有关规定, 以下几个指标与基金利润有关:

### (一) 本期利润

本期利润是基金在一定时期内全部损益的总和, 包括记入当期损益的公允价值变动损益。该指标既包括了基金已经实现的损益, 也包括了未实现的估值增值或减值, 是一个能够全面反映基金在一定时期内经营成果的指标。

### (二) 本期已实现收益

该指标指基金本期利息收入、投资收益、其他收入 (不含公允价值变动收益) 扣除相关费用后的余额, 是将本期利润扣除本期公允价值变动损益后的余额。

### (三) 期末可供分配利润

该指标是指期末可供基金进行利润分配的金额, 为期末资产负债表中未分配利润与未分配利润中已实现部分的孰低数。由于基金本期利润包括已实现和未实现两部分, 如果期末未分配利润的未实现部分为正数, 则期末可供分配利润的金额为期末未分配利润的已实现部分; 如果期末未分配利润的未实现部分为负数, 则期末可供分配利润的金额为期末未分配利润(已实现部分扣减未实现部分)。

### (四) 未分配利润

未分配利润是基金进行利润分配后的剩余额。未分配利润将转入下期分配。

## 第二节 基金利润分配

### 一、基金利润分配对基金份额净值的影响

基金进行利润分配会导致基金份额净值的下降。例如, 一只基金在分配前的份额净值是 1.23 元, 假设每份基金分配 0.05 元, 在进行分配后基金的份额净值将会下降到 1.18 元。尽管基金的份额净值下降了, 并不意味着投资者有投资损失。假设一个基金投资者在该基金中拥有 1000 份的基金投资, 分配前该投资者在该基金中的投资价值为 1230 元 ( $=1000 \times 1.23$ ), 分配后该投资者获得了 50 元 ( $=1000 \times 0.05$ ) 的现金分红, 其在该基金上的投资价值为 1180 元 ( $=1000 \times 1.18$ ), 与现金分红合计仍为 1230 元; 因此分配前后的价值不变。

### 二、封闭式基金的利润分配

根据《证券投资基金运作管理办法》有关规定, 封闭式基金的利润分配, 每年不得少于一次, 封闭式基金年度利润分配比例不得低于基金年度已实现利润的 90%。

封闭式基金当年利润应先弥补上一年度亏损, 然后才可进行当年分配。



封闭式基金一般采用现金方式分红。

### 三、开放式基金的利润分配

我国开放式基金按规定需在基金合同中约定每年基金利润分配的最多次数和基金利润分配的最低比例。利润分配比例一般以期末可供分配利润为基准计算。

开放式基金的分红方式有两种：

(1) 现金分红方式。根据基金利润情况，基金管理人以投资者持有基金单位数量的多少，将利润分配给投资者。这是基金分配最普遍的形式。

(2) 分红再投资转换为基金份额。分红再投资转换为基金份额是指将应分配的净利润按除息后的份额净值折算为等值的新的基金份额进行基金分配。

根据有关规定，基金分配应当采用现金方式。开放式基金的基金份额持有人可以事先选择将所获分配的现金利润，按照基金合同有关基金份额申购的约定转为基金份额。基金份额持有人事先未做出选择的，基金管理人应当支付现金。

### 四、货币市场基金的利润分配

《货币市场基金管理暂行规定》第九条规定：“对于每日按照面值进行报价的货币市场基金，可以在基金合同中将收益分配的方式约定为红利再投资，并应当每日进行收益分配。”

2005 年 3 月 25 日中国证监会下发的《关于货币市场基金投资等相关问题的通知》（证监基金字[2005]41 号）规定：“当日申购的基金份额自下一个工作日起享有基金的分配权益，当日赎回的基金份额自下一个工作日起不享有基金的分配权益。”

具体而言，货币市场基金每周五进行分配时，将同时分配周六和周日的利润；每周一至周四进行分配时，则仅对当日利润进行分配。投资者于周五申购或转换转入的基金份额不享有周五和周六、周日的利润，投资者于周五赎回或转换转出的基金份额享有周五和周六、周日的利润。

例如，假设投资者在 2005 年 4 月 8 日（周五）申购了份额，那么基金将从 4 月 11 日（周一）开始计算其权益。如果在 4 月 8 日（周五）赎回了份额，那么除了享有 4 月 8 日（周五）的利润之外，还同时享有 4 月 9 日（周六）和 4 月 10 日（周日）的利润，但不再享受 4 月 11 日的利润。

节假日的利润计算基本与在周五申购或赎回的情况相同。投资者在法

定节假日前最后一个开放日的利润将与整个节假日期间的利润合并后于法定节假日最后一日进行分配;法定节假日结束后第一个开放日起的分配规则同日常情况下的分配规则一样。投资者于法定节假日前最后一个开放日申购或转换转入的基金份额不享有该日和整个节假日期间的利润,投资者于法定节假日前最后一个开放日赎回或转换转出的基金份额享有该日和整个节假日期间的利润。假定5月1日至8日为法定休假日,2005年5月9日是节后第一个工作日,假设投资者在2005年4月29日(周五,节前最后一个工作日)申购了基金份额,那么基金利润将会从5月9日起开始计算;如果投资者在2005年4月29日赎回了基金份额,那么投资者将享有直至5月8日内该基金的利润。

### 第三节 基金税收

我国基金税收的政策法规主要体现在以下文件中:1998年发布的《关于证券投资基金税收问题的通知》,2002年发布的《关于开放式证券投资基金有关税收问题的通知》,2004年发布的《关于证券投资基金税收政策的通知》,2005年发布的《关于股息红利个人所得税有关政策的通知》《关于股息红利有关个人所得税政策的补充通知》,以及2008年发布的《关于企业所得税若干优惠政策的通知》。这些政策法规对基金作为一个营业主体的税收问题、基金管理人和基金托管人作为基金营业主体的税收问题与投资者买卖基金涉及的税收问题有明确的规定。

## 一、基金的税收

### (一) 营业税

对基金管理人运用基金买卖股票、债券的差价收入,免征营业税。《关于证券投资基金税收问题的通知》规定:“对基金管理人运用基金买卖股票、债券的差价收入,在2003年底前暂免征收营业税。”《关于证券投资基金税收政策的通知》规定:“自2004年1月1日起,对证券投资基金(封闭式证券投资基金、开放式证券投资基金)管理人运用基金买卖股票、债券的差价收入,继续免征营业税。”

以发行基金方式募集资金不属于营业税的征税范围,不征收营业税。

## (二) 印花税

根据财政部、国家税务总局的规定, 从 2008 年 9 月 19 日起, 基金卖出股票时按照 1% 的税率征收证券(股票)交易印花税, 而对买入交易不再征收印花税。

## (三) 所得税

对证券投资基金从证券市中取得的收入, 包括买卖股票、债券的差价收入, 股权的股息、红利收入, 债券的利息收入及其他收入, 暂不征收企业所得税。对基金取得的股利收入、债券的利息收入、储蓄存款利息收入, 由上市公司、发行债券的企业和银行在向基金支付上述收入时代扣代缴 20% 的个人所得税。根据财政部、国家税务总局《关于股息红利个人所得税有关政策的通知》(财税[2005]102 号)、《关于股息红利有关个人所得税政策的补充通知》(财税[2005]107 号), 对证券投资基金从上市公司分配取得的股息红利所得, 扣缴义务人在代扣代缴个人所得税时按 50% 计算应纳税所得额。

## 二、基金管理人和基金托管人的税收

基金管理人、基金托管人从事基金管理活动取得的收入, 依照税法的规定征收营业税。

基金管理人、基金托管人从事基金管理活动取得的收入, 依照税法的规定征收企业所得税。

## 三、机构投资者买卖基金的税收

### (一) 营业税

金融机构(包括银行和非银行金融机构)买卖基金的差价收入征收营业税, 非金融机构买卖基金份额的差价收入不征收营业税。

## (二) 印花税

企业投资者买卖基金份额暂免征收印花税。

## (三) 所得税

企业投资者买卖基金份额获得的差价收入, 应并入企业的应纳税所得额, 征收企业所得税; 企业投资者从基金分配中获得的收入, 暂不征收企业所得税。

# 四、个人投资者投资基金的税收

## (一) 印花税

个人投资者买卖基金份额暂免征收印花税。

## (二) 所得税

1. 个人投资者买卖基金份额获得的差价收入, 在对个人买卖股票的差价收入未恢复征收个人所得税以前, 暂不征收个人所得税。

2. 个人投资者从基金分配中获得的股票的股利收入、企业债券的利息收入、储蓄存款利息收入, 由上市公司发行债券的企业和银行在向基金支付上述收入时, 代扣代缴 20% 的个人所得税。证券投资基金从上市公司分配取得的股息红利所得, 扣缴义务人在代扣代缴个人所得税时, 按 50% 计算应纳税所得额。基金向个人投资者分配股息、红利、利息时, 不再代扣代缴个人所得税。个人投资者从基金分配中取得的收入, 暂不征收个人所得税。

3. 投资者从基金分配中获得的国债利息、买卖股票差价收入, 在国债利息收入、个人买卖股票差价收入未恢复征收所得税以前, 暂不征收所得税。

4. 个人投资者从封闭式基金分配中获得的企业债券差价收入, 按现行税法规定, 应对个人投资者征收个人所得税, 税款由封闭式基金在分配时依法代扣代缴。

5.个人投资者申购和赎回基金份额取得的差价收入,在对个人买卖股票的差价收入未恢复征收个人所得税以前,暂不征收个人所得税。

## 第九章 基金的信息披露

证券投资基金的一个突出特点就是透明度较高, 这主要得益于基金的强制信息披露制度。强制信息披露制度可以有效防止利益冲突与利益输送, 有利于投资者利益的保护。真实、准确、完整、及时的基金信息披露是树立整个基金行业公信力的基石。我国的基金信息披露制度体系分为国家法律、部门规章、规范性文件与自律性规则四个层次。基金信息披露主要包括募集信息披露、运作信息披露和临时信息披露。基金管理人、基金托管人是基金信息披露的主要义务人。

### 第一节 基金信息披露概述

#### 一、基金信息披露的含义与作用

基金信息披露是指基金市场上的有关当事人在基金募集、上市交易、投资运作等一系列环节中, 依照法律法规规定向社会公众进行的信息披露。

“阳光是最好的消毒剂。”依靠强制性信息披露, 培育和完善市场运行机制, 增强市场参与各方对市场的理解和信心, 是世界各国(地区)证券市场监管的普遍做法, 基金市场作为证券市场的组成部分也不例外。基金信息披露的作用主要表现在以下方面:

##### (一) 有利于投资者的价值判断

在基金份额的募集过程中, 基金招募说明书等募集信息披露文件向公众投资者阐明了基金产品的风险收益特征及有关募集安排, 投资者能据以选择适合自己风险偏好和收益预期的基金产品。在基金运作过程中, 通过充分披露基金投资组合、历史业绩和风险状况等信息, 现有基金份额持有人可以评价基金经理的管理水平, 了解基金投资是否符合基金合同的承诺, 从而判定该基金产品是否值得继续持有。



## (二) 有利于防止利益冲突与利益输送

资本市场的基础是信息披露, 监管的主要内容之一就是信息披露的监管。相对于实质性审查制度, 强制性信息披露的基本推论是投资者在公开信息的基础上“买者自慎”。它可以改变投资者的信息弱势地位, 增加资本市场的透明度, 防止利益冲突与利益输送, 增强对基金运作的公众监督, 限制和阻止基金管理不当和欺诈行为的发生。

## (三) 有利于提高证券市场的效率

由于现实中证券市场信息不对称问题, 使投资者无法对基金进行有效甄别, 也无法有效克服基金管理人的道德风险, 高效率的基金无法吸引足够的资金进行投资, 不能形成合理的资金配置机制。通过强制性信息披露, 能迫使隐藏的信息得以及时和充分的公开, 从而在一定程度上消除逆向选择和道德风险等问题带来的低效无序状况, 提高证券市场的有效性。

## (四) 有效防止信息滥用

如果法规不对基金信息披露进行规范, 任由不充分、不及时、虚假的信息得以传播, 那么市场上便会充斥着各种猜测, 投资者可能会受这种市场“噪声”的影响而做出错误的投资决策, 甚至给基金运作带来致命性打击, 这将不利于整个行业的长远发展。

# 二、基金信息披露的原则

基金信息披露的原则体现在对披露内容和披露形式两方面的要求上。在披露内容上, 要求遵循真实性原则、准确性原则、完整性原则、及时性原则和公平披露原则; 在披露形式上, 要求遵循规范性原则、易解性原则和易得性原则。

## (一) 披露内容方面应遵循的基本原则

- 1, 真实性原则。真实性原则是基金信息披露最根本、最重要的原则,

它要求披露的信息应当以客观事实为基础, 以没有扭曲和不加粉饰的方式反映真实状态。

2.准确性原则。准确性原则要求用精确的语言披露信息, 不使人误解, 不使用模棱两可的语言。

3.完整性原则。完整性原则要求披露所有可能影响投资者决策的信息, 在披露某一具体信息时, 必须对该信息的所有重要方面进行充分的披露, 不仅披露对信息披露义务人有利的正面信息, 更要揭示与投资风险相关的各种信息。该原则要求充分披露重大信息, 但并不是要求事无巨细地披露所有信息, 因为这不仅将增加披露义务人的成本, 也将增加投资者收集信息的成本和筛选有用信息的难度。

4.及时性原则。及时性原则要求公开披露最新的信息, 要求信息披露义务人应在法规要求的时限内尽快履行披露义务。例如, 当基金发生重大事件可能对投资者决策产生重大影响时, 基金管理人应在重大事件发生之日起 2 日内披露临时报告; 又如, 为了让投资者了解基金募集的最新信息, 基金管理人在基金成立后需要定期披露更新的招募说明书。

5.公平披露原则。公平披露原则要求将信息向市场上所有的投资者平等公开地披露, 而不是仅向个别机构或投资者披露, 不是针对不同投资者对信息进行选择性披露。

## (二) 披露形式方面应遵循的基本原则

1.规范性原则。规范性原则要求基金信息必须按照法定的内容和格式进行披露, 保证披露信息的可比性。

2.易解性原则。易解性原则要求信息披露的表述应当简明扼要、通俗易懂, 避免使用冗长费解的技术性用语。

3.易得性原则。易得性原则要求公开披露的信息容易被一般公众投资者所获取。例如, 我国目前基金信息披露采用了多种方式, 包括通过中国证监会指定报刊、基金管理人网站、中国证监会基金信息披露网站 ([fund.csrc.gov.cn](http://fund.csrc.gov.cn)) 披露信息, 将信息披露文件备置于特定场所供投资者查阅或复制, 直接邮寄给基金份额持有人等。

## 三、基金信息披露的禁止行为

为了防止信息误导给投资者造成损失, 保护公众投资者的合法权益, 维护证券市场的正常秩序, 法律法规对于借公开披露基金信息为名, 编制、传播虚假基金信息, 恶意进行信息误导, 诋毁同行或竞争对手等行为作出

了禁止性规定。具体包括以下情形:

### (一) 虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏

虚假记载是指信息披露义务人将不存在的事实在基金信息披露文件中予以记载的行为;误导性陈述是指使投资者对基金投资行为发生错误判断并产生重大影响的陈述。重大遗漏是指披露中存在应披露而未披露的信息,以至于影响投资者做出正确决策。此三类行为将扰乱市场秩序,侵害投资者合法权益,属于严重的违法行为。

### (二) 对证券投资业绩进行预测

对于证券投资基金,其投资领域横跨资本市场和货币市场,投资范围涉及股票、债券、货币市场工具等金融产品,基金的各类投资标的由于受到发行主体、经营情况、市场涨跌、宏观政策以及基金管理人的操作等因素影响,其风险收益变化存在一定的随机性,因此,对基金的证券投资业绩水平进行预测并不科学,应予以禁止。

### (三) 违规承诺收益或者承担损失

基金是存在一定投资风险的金融产品,投资者应根据自己的收益偏好和风险承受能力,审慎选择基金品种,即所谓“买者自慎”。一般情况下,管理人可以受托管理基金资产,托管人可以受托保管基金资产,但没有人可以替代投资者承担基金投资的盈亏。对于基金信息披露义务人而言,其没有承诺收益的能力,也不存在承担损失的可能。因此,如果基金信息披露中违规承诺收益或承担损失,则将被视为对投资者的诱骗及进行不正当竞争。

### (四) 诋毁其他基金管理人、托管人或者基金销售机构

如果基金管理人、基金托管人或者基金销售机构对其他同行进行诋毁、攻击,借以抬高自己,则将被视为违反市场公平原则,扰乱市场秩序,构成一种不正当竞争行为。

## 四、基金信息披露的分类

基金信息披露大致可分为基金募集信息披露、运作信息披露和临时信息披露。

### (一) 基金募集信息披露

基金募集信息披露可分为首次募集信息披露和存续期募集信息披露。首次募集信息披露主要包括基金份额发售前至基金合同生效期间进行的信息披露。在基金份额发售前, 基金管理人需要编制并披露招募说明书、基金合同、托管协议、基金份额发售公告等文件。当基金将验资报告提交中国证监会办理基金备案手续后, 基金还应当编制并披露基金合同生效公告。

存续期募集信息披露主要指开放式基金在基金合同生效后每 6 个月披露一次更新的招募说明书。由于开放式基金不是一次募集完成的, 而是在其存续期间不断进行申购、赎回, 这就需要针对潜在的基金投资者披露与后续募集期间相对应的基金募集、运作信息。

### (二) 基金运作信息披露

基金运作信息披露主要指在基金合同生效后至基金合同终止前, 基金信息披露义务人依法定期披露基金的上市交易、投资运作及经营业绩等信息。基金运作信息披露文件包括: 基金份额上市交易公告书、基金资产净值和份额净值公告、基金年度报告、半年度报告、季度报告。

### (三) 基金临时信息披露

基金临时信息披露主要指在基金存续期间, 当发生重大事件或市场上流传误导性信息, 可能引致对基金份额持有人权益或者基金份额价格产生重大影响时, 基金信息披露义务人依法对外披露临时报告或澄清公告。

## 五、XBRL 在基金信息披露中的应用

### (一) XBRL 简介

XBRL (Extensible Business Reporting Language, 可扩展商业报告语言) 是国际上将会计准则与计算机语言相结合, 用于非结构化数据, 尤其是财务信息交换的最新公认标准和技术。通过对数据统一进行特定的识别和分类, 可直接为使用者或其他软件所读取及进一步处理, 实现一次录入、多次使用。

### (二) 基金信息披露应用 XBRL 的意义

在基金信息披露中应用 XBRL, 有利于促进信息披露的规范化、透明化和电子化, 提高信息在编报、传送和使用的效率和质量。对于编制信息披露文件的基金管理公司及进行财务信息复核的托管银行, 采用 XBRL 将有助于其梳理内部信息系统和相关业务流程, 实现流程再造, 促进业务效率和内部控制水平的全面提高; 对于分析评价机构等基金信息服务中介, 将有望以更低成本和以更便捷的方式获得高质量的公开信息; 对于投资者, 将更容易获得有用的信息, 便于其进行投资决策; 对于监管部门, 借助于 XBRL 技术, 可以进一步提高研究的深度和广度, 提高监管效率和科学决策水平。

### (三) 信息披露中应用 XBRL 的概况

XBRL 自 1998 年诞生以来, 已获得迅速发展, 目前国际上各证券监管机构、交易所、会计师事务所、金融服务与信息供应商等已采用或准备采用该项标准和技术。例如, 2008 年 12 月美国证券交易委员会采纳了一项法规, 要求美国 500 家大型上市公司从 2009 年中期开始利用 XBRL 技术报送财务报告, 要求共同基金从 2011 年 1 月 1 日起利用 XBRL 技术报送基金招募说明书中的风险和收益信息。在我国, 上市公司自 2003 年年底就开始尝试应用 XBRL 报送定期报告, 至今已持续 7 年多时间, 基金自 2008 年也启动了信息披露的 XBRL 工作, 至今已实现了净值公告、季度报告、年度报告和半年度报告、部分临时公告的 XBRL 报送与展示。

## 第二节 我国基金信息披露制度体系

1999 年, 中国证监会发布实施《证券投资基金信息披露指引》, 并在此基础上构建了我国基金试点时期的信息披露制度法律框架。2003 年 10 月《证券投资基金法》颁布后, 为了适应基金市场不断发展的需要, 中国证监会对最初的基金信息披露制度进行了修订和补充, 并于 2003 年起先后发布了与《证券投资基金法》配套的一系列基金信息披露规章和规范性文件, 进而形成一套新的基金信息披露制度体系。我国基金信息披露制度体系可分为国家法律、部门规章、规范性文件与自律规则四个层次。

### 一、基金信息披露的国家法律

我国法律对基金信息披露的规范主要体现在 2004 年 6 月 1 日起施行的《证券投资基金法》中。《证券投资基金法》对公开披露基金信息的主要原则、披露文件类别、禁止性行为等都做了明确的规定。

《证券投资基金法》规定, 基金管理人、基金托管人和其他基金信息披露义务人应当依法披露基金信息, 保证所披露信息的真实性、准确性和完整性。基金信息披露义务人应当确保应予披露的基金信息在基金监管机构规定的时间内披露, 并保证投资者能够按照基金合同约定的时间和方式查阅或者复制公开披露的信息资料。

### 二、基金信息披露的部门规章

我国基金信息披露的部门规章主要是 2004 年 7 月 1 日起施行的《证券投资基金信息披露管理办法》。该办法对基金信息披露义务人进行了细化, 并对各类基金信息披露文件的披露时间、披露方式、披露事务管理等作了详细的规定。

### 三、基金信息披露的规范性文件

我国基金信息披露的规范性文件分为三类: 基金信息披露内容与格式准则、基金信息披露编报规则、基金信息披露 XBRL 模板和相关标引规范 (Taxonomy)。

基金信息披露内容与格式准则主要规范各类披露文件的内容与格式,



包括招募说明书、基金合同、托管协议、上市交易公告书、年度报告、半年度报告和季度报告的内容与格式等。

基金信息披露编报规则主要规范特定事项或特殊基金品种的披露, 包括主要财务指标的计算及披露、基金净值表现的编制及披露、会计报表附注的编制及披露、投资组合报告的编制及披露和货币市场基金信息披露特别规定等。

基金信息披露 XBRL 模板是根据我国会计准则和基金披露法规, 将各类披露文件进一步表格化, 并为各类信息元素加注 XBRL 编号。目前已发布净值公告、季度报告、半年度报告和年度报告、基金合同生效公告及 11 类临时公告披露的 XBRL 模板。《基金信息披露 XBRL 标引规范(Taxonomy)》是在 XBRL 国际组织最新的技术规范框架下, 根据我国会计准则和基金披露法规定义的词汇表, 于 2008 年由中国证监会发布实施的规范性文件。

## 四、信息披露自律规则

在证券交易所上市交易的基金信息披露应遵守证券交易所的业务规则, 如上海证券交易所和深圳证券交易所的证券投资基金上市规则。此外, ETF 相关信息披露义务人应遵守证券交易所有关 ETF 业务实施细则的规定, LOF 相关信息披露义务人还应遵守证券交易所有关 LOF 业务规则与业务指引的规定。

## 第三节 基金主要当事人的信息披露义务

在基金募集和运作过程中, 负有信息披露义务的当事人主要有基金管理人、基金托管人、召集基金份额持有人大会的基金份额持有人。他们应当依法及时披露基金信息, 并保证所披露信息的真实性、准确性和完整性。各基金当事人在信息披露中的具体职责如下:

### 一、基金管理人的信息披露义务

基金管理人主要负责办理与基金财产管理业务活动有关的信息披露事项, 具体涉及基金募集、上市交易、投资运作、净值披露等各环节。

1. 向中国证监会提交基金合同草案、托管协议草案、招募说明书草案等募集申请材料。在基金份额发售的 3 日前, 将招募说明书、基金合同摘要登载在指定报刊和管理人网站上; 同时, 将基金合同、托管协议登载在

管理人网站上, 将基金份额发售公告登载在指定报刊和管理人网站上。

2. 在基金合同生效的次日, 在指定报刊和管理人网站上登载基金合同生效公告。

3. 开放式基金合同生效后每 6 个月结束之日起 45 日内, 将更新的招募说明书登载在管理人网站上, 将更新的招募说明书摘要登载在指定报刊上; 在公告的 15 日前, 应向中国证监会报送更新的招募说明书, 并就更新内容提供书面说明。

4. 基金拟在证券交易所上市的, 应向交易所提交上市交易公告书等上市申请材料。基金获准上市的, 应在上市日前 3 个工作日, 将基金份额上市交易公告书登载在指定报刊和管理人网站上。

5. 至少每周公告一次封闭式基金的资产净值和份额净值。开放式基金在开始办理申购或者赎回前, 至少每周公告一次资产净值和份额净值; 开放申购和赎回后, 应于每个开放日的次日披露基金份额净值和份额累计净值。如遇半年末或年末, 还应披露半年度和年度最后一个市场交易日的基金资产净值、份额净值和份额累计净值。

6. 在每年结束后 90 日内, 在指定报刊上披露年度报告摘要, 在管理人网站上披露年度报告全文。在上半年结束后 60 日内, 在指定报刊上披露半年度报告摘要, 在管理人网站上披露半年度报告全文。在每季结束后 15 个工作日内, 在指定报刊和管理人网站上披露基金季度报告。上述定期报告在披露的第 2 个工作日, 应分别报中国证监会及其证监局备案。对于上市交易基金的定期报告, 需要在披露前报送基金上市的证券交易所登记, 由证券交易所进行事后审核。

7. 当发生对基金份额持有人权益或者基金价格产生重大影响的事件时, 应在 2 日内编制并披露临时报告书, 并分别报中国证监会及其证监局备案。对于上市交易基金的临时报告, 一般需在披露前报送基金上市的证券交易所审核。

8. 当媒体报道或市场流传的消息可能对基金价格产生误导性影响或引起较大波动时, 管理人应在知悉后立即对该消息进行公开澄清, 将有关情况报告中国证监会及基金上市的证券交易所。

9. 管理人召集基金份额持有人大会的, 应至少提前 30 日公告大会的召开时间、会议形式、审议事项、议事程序和表决方式等事项。会议召开后, 应将持有人大会决定的事项报中国证监会核准或备案, 并予公告。

10. 基金管理人职责终止时, 应聘请会计师事务所对基金财产进行审计, 并将审计结果予以公告, 同时报中国证监会备案。

除依法披露基金财产管理业务活动相关的事项外, 对管理人运用固有资金进行基金投资的事项, 基金管理人也应履行相关披露义务, 包括: 在基金季度报告中披露运用固有资金投资封闭式基金的情况; 持有封闭式基

金超过基金总份额 5% 的, 还应按规定进行临时公告; 拟申购、赎回开放式基金的, 或已投资其他公司管理的开放式基金的, 应按规定提前披露相关信息。

为了做好上述信息披露工作, 基金管理人应当在公司内部建立健全信息披露管理制度, 明确信息披露的目的、原则、方式、内容、程序等事项, 并指定专人负责管理基金信息披露事务。

## 二、基金托管人的信息披露义务

基金托管人主要负责办理与基金托管业务活动有关的信息披露事项, 具体涉及基金资产保管、代理清算交割、会计核算、净值复核、投资运作监督等环节。

1. 在基金份额发售的 3 日前, 将基金合同、托管协议登载在托管人网站上。

2. 对基金管理人编制的基金资产净值、份额净值、申购赎回价格、基金定期报告和定期更新的招募说明书等公开披露的相关基金信息进行复核、审查, 并向基金管理人出具书面文件或者盖章确认。

3. 在基金年度报告中出具托管人报告, 对报告期内托管人是否尽职尽责履行义务以及管理人是否合规守约等情况做出声明。

4. 当基金发生涉及托管人及托管业务的重大事件时, 例如, 基金托管人的专门基金托管部门的负责人变动、该部门的主要业务人员在 1 年内变动超过 30%、托管人召集基金份额持有人大会、托管人的法定名称或住所发生变更、发生涉及托管业务的诉讼、托管人受到监管部门的调查或托管人及其托管部门的负责人受到严重行政处罚等, 托管人应当在事件发生之日起 2 日内编制并披露临时公告书, 并报中国证监会备案。

5. 托管人召集基金份额持有人大会的, 应至少提前 30 日公告大会的召开时间、会议形式、审议事项、议事程序和表决方式等事项。会议召开后, 应将持有人大会决定的事项报中国证监会核准或备案, 并予公告。

6. 基金托管人职责终止时, 应聘请会计师事务所对基金财产进行审计, 并将审计结果予以公告, 同时报中国证监会备案。同基金管理人一样, 基金托管人也应建立健全各项信息披露管理制度, 指定专人负责管理信息披露事务。

## 三、基金份额持有人的信息披露义务

基金份额持有人主要负责与基金份额持有人大会相关的披露义务。根

据《证券投资基金法》，当代表基金份额 10%以上的基金份额持有人就同一事项要求召开持有人大会，而管理人和托管人都不召集的时候，代表基金份额 10%以上的持有人有权自行召集。此时，该类持有人应至少提前 30 日公告持有人大会的召开时间、会议形式、审议事项、议事程序和表决方式等事项。会议召开后，如果基金管理人和托管人对持有人大会决定的事项不履行信息披露义务的，召集基金持有人大会的基金份额持有人应当履行相关的信息披露义务。

另外，有时公开披露的基金信息需要由中介机构出具意见书。例如，会计师事务所需要对基金年度报告中的财务报告、基金清算报告等进行审计并出具意见，律师事务所需要对基金招募说明书、基金清算报告等文件出具法律意见书。此时，该类中介机构应保证所出具文件内容的真实性、准确性和完整性。

## 第四节 基金募集信息披露

基金合同、基金招募说明书和基金托管协议是基金募集期间的三大信息披露文件。

### 一、基金合同

基金合同是约定基金管理人、基金托管人和基金份额持有人权利义务关系的重要法律文件。投资者缴纳基金份额认购款项时，即表明其对基金合同的承认和接受，此时基金合同成立。

#### (一) 基金合同的主要披露事项

1. 募集基金的目的和基金名称。
2. 基金管理人、基金托管人的名称和住所。
3. 基金运作方式。
4. 封闭式基金的基金份额总额和基金合同期限，或者开放式基金的最低募集份额总额。
5. 确定基金份额发售日期、价格和费用的原则。
6. 基金份额持有人、基金管理人和基金托管人的权利、义务。
7. 基金份额持有人大会召集、议事及表决的程序和规则。
8. 基金份额发售、交易、申购、赎回的程序、时间、地点、费用计算

方式以及给付赎回款项的时间和方式。

9.基金收益分配原则、执行方式。

10.作为基金管理人、基金托管人报酬的管理费、托管费的提取、支付方式与比例。

11.与基金财产管理、运用有关的其他费用的提取、支付方式。

12.基金财产的投资方向和投资限制。

13.基金资产净值的计算方法和公告方式。

14.基金募集未达到法定要求的处理方式。

15.基金合同解除和终止的事由、程序以及基金财产清算方式。

16.争议解决方式。

## (二) 基金合同所包含的重要信息

基金合同包含以下两类重要信息:

1.基金投资运作安排和基金份额发售安排方面的信息。例如,基金运作方式,运作费用,基金发售、交易、申购、赎回的相关安排,基金投资基本要素,基金估值和净值公告等事项。此类信息一般也会在基金招募说明书中出现。

2.基金合同特别约定的事项,包括基金各当事人的权利和义务、基金持有人大会、基金合同终止等方面的信息。

(1) 基金当事人的权利、义务,特别是基金份额持有人的权利。例如,基金份额持有人可申请赎回持有的基金份额,参与分配清算后的剩余基金财产,要求召开基金份额持有人大会并对大会审议事项行使表决权,对基金管理人、托管人或基金份额发售机构损害其合法权益的行为依法提起行政诉讼等。

(2) 基金持有人大会的召集、议事及表决的程序和规则。根据《证券投资基金法》,提前终止基金合同、转换基金运作方式、提高管理人或托管人的报酬标准、更换管理人或托管人等事项均需要通过基金份额持有人大会审议通过。持有人大会是基金份额持有人维权的一种方式,基金合同当事人应当在基金合同中明确约定持有人大会的召开、议事规则等事项。

(3) 基金合同终止的事由、程序及基金财产的清算方式。基金合同一旦终止,基金财产就进入清算程序,对于清算后的基金财产,投资者是享有分配权的。对此,基金投资者需要事先了解,以便对基金产品的存续期限有所预期,对封闭式基金现行的价格水平有所判断,对基金产品的风险有所认识。



## 二、基金招募说明书

基金招募说明书是基金管理人为发售基金份额而依法制作的, 供投资者了解管理人基本情况、说明基金募集有关事宜、指导投资者认购基金份额的规范性文件。其编制原则是, 基金管理人应将所有对投资者做出投资判断有重大影响的信息予以充分披露, 以便投资者更好地做出投资决策。

### (一) 招募说明书的主要披露事项

1. 招募说明书摘要。
2. 基金募集申请的核准文件名称和核准日期。
3. 基金管理人、基金托管人的基本情况。
4. 基金份额的发售日期、价格、费用和期限。
5. 基金份额的发售方式、发售机构及登记机构名称。
6. 基金份额申购、赎回的场所、时间、程序、数额与价格, 拒绝或暂停接受申购、暂停赎回或延缓支付、巨额赎回的安排等。
7. 基金的投资目标、投资方向、投资策略、业绩比较基准、投资限制。
8. 基金资产的估值。
9. 基金管理人、基金托管人报酬及其他基金运作费用的费率水平、收取方式。
10. 基金认购费、申购费、赎回费、转换费的费率水平、计算公式、收取方式。
11. 出具法律意见书的律师事务所和审计基金财产的会计师事务所的名称和住所。
12. 风险警示内容。
13. 基金合同和基金托管协议的内容摘要。

### (二) 招募说明书包含的重要信息

作为投资者, 应对招募说明书中的下列信息加以重点关注:

1. 基金运作方式。不同运作方式的基金, 其交易场所和方式不同, 基金产品的流动性不同。例如, 封闭式基金主要通过交易所进行交易; 开放式基金主要在基金的直销和代销网点申购赎回; 而个别开放式基金品种, 如 ETF 既可在交易所上市交易, 也可在一级市场上以组合证券进行申购和赎回。此外, 不同运作方式的基金, 其运作特点也会有差异。例如, 开放



式基金的运作要保留一定的现金以应付赎回, 而封闭式基金组合运作的流动性要求会低一些, 两类基金的风险收益特征必然会有差异。

2. 从基金资产中列支的费用的种类、计提标准和方式。不同基金类别的管理费和托管费水平存在差异。即使是同一类别的基金, 计提管理费的方式也可能不同。例如, 有的管理人是每日计提管理费; 而有的管理人会在招募说明书中约定, 如果基金资产净值低于某一标准将停止计提管理费; 对于一些特殊的基金品种, 如货币市场基金, 其不仅计提管理费和托管费, 还计提销售服务费。所有这些条款是管理人计提基金运作费用的依据, 也是投资者合理预期投资收益水平的重要标准。

3. 基金份额的发售、交易、申购、赎回的约定, 特别是买卖基金费用的相关条款。例如, 不同开放式基金的申购费率、赎回费率可能不同。即使是同一开放式基金品种, 由于买卖金额不同、收费模式不同, 也可能适用不同的费率水平。有的基金品种, 如货币市场基金是不收取申购费和赎回费的。

4. 基金投资目标、投资范围、投资策略、业绩比较基准、风险收益特征、投资限制等。这是招募说明书中最为重要的信息, 因为这些信息体现了基金产品的风险收益水平, 可以帮助投资者选择与自己风险承受能力和收益预期相符合的产品。与此同时, 投资者通过将此信息同基金存续期间披露的运作信息进行比较, 可以判断基金管理人遵守基金合同的情况, 从而决定是否继续信赖该管理人。

5. 基金资产净值的计算方法和公告方式。由于开放式基金是按照基金份额净值进行申购、赎回, 而封闭式基金的交易价格一般也是围绕基金份额净值上下波动的, 因此, 基金资产净值与基金投资成本息息相关。对于投资者来说, 除了解基金估值的原则和方法外, 还应清楚基金资产净值的公告方式, 以便及时了解相关信息。

6. 基金风险提示。在招募说明书封面的显著位置, 管理人一般会作出“基金过往业绩不预示未来表现; 不保证基金一定盈利, 也不保证最低收益”等风险提示。在招募说明书正文, 管理人还会就基金产品的各项风险因素进行分析, 并列明与特定基金品种、特定投资方法或特定投资对象相关的特定风险。只有对投资基金的相关风险有清醒的认识, 投资者才能做出科学的选择, 才能放心地将资金交给管理人管理。即便是基金运作中出现亏损, 投资者也能理解和接受。对于基金管理人来说, 风险的充分揭示可以保证资金来源的稳定, 从而为基金运作提供基本保障。

7. 招募说明书摘要。该部分出现在每 6 个月更新的招募说明书中。主要包括基金投资基本要素、投资组合报告、基金业绩和费用概览、招募说明书更新说明等内容, 是招募说明书内容的精华。在基金存续期的募集过程中, 投资者只需阅读该部分信息, 即可了解到基金产品的基本特征、过

往投资业绩、费用情况以及近 6 个月来与基金募集相关的最新信息。

### 三、基金托管协议

基金托管协议是基金管理人和基金托管人签订的协议, 主要目的在于明确双方在基金财产保管、投资运作、净值计算、收益分配、信息披露及相互监督等事宜中的权利、义务及职责, 确保基金财产的安全, 保护基金份额持有人的合法权益。

基金托管协议包含两类重要信息: 第一, 基金管理人和基金托管人之间的相互监督和核查。例如, 基金托管人应依据法律法规和基金合同的约定, 对基金投资对象、投资范围、投融资比例、投资禁止行为、基金参与银行间市场的信用风险控制等进行监督; 基金管理人应对基金托管人履行账户开设、净值复核、清算交收等托管职责情况进行核查。第二, 协议当事人权责约定中事关持有人权益的重要事项。例如, 当事人在净值计算和复核中重要环节的权责, 包括管理人与托管人依法自行商定估值方法的情形和程序、管理人或托管人发现估值未能维护持有人权益时的处理、估值错误时的处理及责任认定等。

### 第五节 基金运作信息披露

基金运作信息披露文件主要包括净值公告、季度报告、半年度报告、年度报告以及基金上市交易公告书等。

#### 一、基金净值公告

基金净值公告主要包括基金资产净值、份额净值和份额累计净值等信息。封闭式基金和开放式基金在披露净值公告的频率上有所不同。封闭式基金一般至少每周披露一次资产净值和份额净值。对多数开放式基金(不包括 QDII 基金)来说, 在其放开申购、赎回前, 一般至少每周披露一次资产净值和份额净值; 开放申购、赎回后, 则会披露每个开放日的份额净值和份额累计净值。

## 二、基金季度报告

基金管理人应当在每个季度结束之日起 15 个工作日内, 编制完成基金季度报告, 并将季度报告登载在指定报刊和网站上。基金合同生效不足 2 个月的, 基金管理人可以不编制当期季度报告、半年度报告或者年度报告。

基金季度报告主要包括基金概况、主要财务指标和净值表现、管理人报告、投资组合报告、开放式基金份额变动等内容。在季度报告的投资组合报告中, 需要披露基金资产组合、按行业分类的股票投资组合、前 10 名股票明细、按券种分类的债券投资组合、前 5 名债券明细及投资组合报告附注等内容。

## 三、基金半年度报告

基金管理人应当在上半年结束之日起 60 日内, 编制完成基金半年度报告, 并将半年度报告正文登载在网站上, 将半年度报告摘要登载在指定报刊上。与年度报告相比, 半年度报告的披露主要有以下特点:

1. 半年度报告不要求进行审计。
2. 半年度报告只需披露当期的数据和指标; 而年度报告应提供最近 3 个会计年度的主要会计数据和财务指标。
3. 半年度报告披露净值增长率列表的时间段与年度报告有所不同。半年度报告既无需披露近 5 年每年的净值增长率, 也无需披露近 3 年每年的基金收益分配情况。
4. 半年度报告的管理人报告无需披露内部监察报告。
5. 财务报表附注的披露。半年度财务报表附注重点披露比上年度财务会计报告更新的信息, 并遵循重要性原则进行披露。例如: 半年度报告无需披露所有的关联关系, 只披露关联关系的变化情况, 又如, 半年度报告只对当期的报表项目进行说明, 无需说明两个年度的报表项目。
6. 重大事件揭示中, 半年度报告只报告期内改聘会计师事务所的情况, 无需披露支付给聘任会计师事务所的报酬及事务所已提供审计服务的年限等。
7. 半年度报告摘要的财务报表附注无需对重要的报表项目进行说明; 而年度报告摘要的报表附注在说明报表项目部分时, 则因审计意见的不同而有所差别。

## 四、基金年度报告

基金年度报告是基金存续期信息披露中信息量最大的文件。应当在每年结束之日起 90 日内, 编制完成基金年度报告, 并将年度报告正文登载于网站上, 将年度报告摘要登载在指定报刊上。基金年度报告的财务会计报告应当经过审计。基金份额持有人通过阅读基金年报, 可以了解年度内基金管理人和托管人履行职责的情况、基金经营业绩、基金份额的变动等信息, 以及年度末基金财务状况、投资组合和持有人结构等信息。具体而言, 基金年度报告的主要内容如下:

### (一) 基金管理人和托管人在年度报告披露中的责任

基金管理人基金年度报告的编制者和披露义务人, 因此, 管理人及其董事应保证年度报告的真实、准确和完整, 承诺其中不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏, 并就其保证承担个别及连带责任。为了进一步保障基金信息质量, 法规规定基金年度报告应经  $\frac{2}{3}$  以上独立董事签字同意, 并由董事长签发; 如个别董事对年度报告内容的真实、准确、完整无法保证或存在异议, 应当单独陈述理由和发表意见; 未参会董事应当单独列示其姓名。

托管人在年度报告披露中的责任主要是一些与托管职责相关的披露责任, 包括负责复核年报、半年报中的财务会计资料等内容, 并出具托管人报告等。

### (二) 正文与摘要的披露

为满足不同类型投资者的信息需求, 提高基金信息的使用效率, 目前基金年报采用在管理人网站上披露正文、在指定报刊上披露摘要两种方式。基金管理人披露的正文信息应力求充分、详尽, 摘要应力求简要揭示重要的基金信息。

相对于正文, 摘要要在基金简介、报表附注、投资组合报告等部分进行了较大程度的简化。这样, 普通投资者通过阅读摘要即可获取重要信息, 而专业投资者通过阅读正文可获得更为详细的信息。

### (三) 关于年度报告中的“重要提示”

表 9-1 基金净值表披露要求

披露项目	年度报告	半年度报告	季度报告
列表显示过往特定期间基金净值增长率及同期业绩比较基准收益率。	列表显示过往 3 个月, 6 个月, 1 年, 3 年, 5 年, 自基金合同生效起至今基金份额净值增长率及其与同期业绩比较基准收益率的比较。	列表显示过往 3 个月, 6 个月, 1 年, 3 年, 5 年, 自基金合同生效起至今基金份额净值增长率及其与同期业绩比较基准收益率的比较。	列表显示本季度基金份额净值增长率及其与同期业绩比较基准收益率的比较。
图示基金合同生效以来净值变动与同期业绩比较基准的变动。	折线图显示基金自合同生效以来基金份额净值的变动情况, 并与同期业绩比较基准的变动进行比较。		
图示基金年净值增长率及同期业绩比较基准的收益率。	柱状图显示基金过往 5 年(成立不满 5 年的, 图示基金自合同生效以来)每年的净值增长率, 并与同期业绩比较基准的收益率进行比较。	无	无

### (六) 管理人报告的披露

管理人报告是基金管理人就报告期内管理职责履行情况等事项向投资者进行的汇报。具体内容包括: 管理人及基金经理情况简介, 报告期内基金运作合规守信情况说明, 报告期内公平交易情况说明, 报告期内基金的投资策略和业绩表现说明, 管理人对宏观经济、证券市场及行业走势的展望, 管理人内部监察稽核工作情况, 报告期内基金估值程序等事项说明, 报告期内基金利润分配情况说明及对会计师事务所出具非标准审计报告所涉事项的说明等。

## (七) 基金财务会计报告的编制与披露

1.基金财务报表的编制与披露。基金财务报表包括报告期末及其前一个年度末的比较式资产负债表、该两年度的比较式利润表、该两年度的比较式所有者权益(基金净值)变动表。

2.财务报表附注的披露。报表附注的披露内容主要包括:基金基本情况、会计报表的编制基础,遵循会计准则及其他有关规定的声明、重要会计政策和会计估计、会计政策和会计估计变更以及差错更正的说明、税项、重要报表项目的说明、或有事项、资产负债表日后事项的说明、关联方关系及其交易、利润分配情况、期末基金持有的流通受限证券、金融工具风险及管理。基金财务报表附注主要是对报表内未提供的或披露不详尽的内容做进一步的解释说明。例如,对于按相关法规规定的估值原则不能客观反映资产公允价值、管理人与托管人共同商定估值方法的情况,报表附注中应披露对该资产估值所采用的具体方法。

## (八) 基金投资组合报告的披露

基金年度报告中的投资组合报告应披露以下信息:期末基金资产组合、期末按行业分类的股票投资组合、期末按市值占基金资产净值比例大小排序的所有股票明细、报告期内股票投资组合的重大变动、期末按券种分类的债券投资组合、期末按市值占基金资产净值比例大小排序的前五名债券明细、投资组合报告附注等。

基金股票投资组合重大变动的披露内容包括:报告期内累计买入、累计卖出价值超出期初基金资产净值 2%(报告期内基金合同生效的基金,采用期末基金资产净值的 2%)的股票明细;对累计买入、累计卖出价值前 20 名的股票价值低于 2%的,应披露至少前 20 名的股票明细;整个报告期内买入股票的成本总额及卖出股票的收入总额。披露该信息的意义主要在于反映报告期内基金的一些重大投资行为。

## (九) 基金持有人信息的披露

基金年度报告披露的持有人信息主要有:

- 1.上市基金前 10 名持有人的名称、持有份额及占总份额的比例。
- 2.持有人结构,包括机构投资者、个人投资者持有的基金份额及占总



份额的比例。

3. 持有人户数、户均持有基金份额。

当期末基金管理公司的基金从业人员持有开放式基金时, 年度报告还将披露公司所有基金从业人员投资基金的总量及占基金总份额的比例。

披露上市基金前 10 名持有人信息有助于防范上市基金的价格操纵和市场欺诈等行为的发生。由于持有人结构的集中或者分散程度直接影响基金规模的稳定性, 进而影响基金的投资运作, 因此法规要求所有基金披露持有人结构和持有人户数等信息。

## (十) 开放式基金份额变动的披露

基金规模的变化在一定程度上反映了市场对基金的认同度, 而且不同规模基金的运作和抗风险能力也不同, 这是影响投资者进行投资决策的重要因素。为此, 法规要求在年度报告中披露开放式基金合同生效日的基金份额总额、报告期内基金份额的变动情况(包括期初基金份额总额、期末基金份额总额、期间基金总申购份额、期间基金总赎回份额、期间基金拆分变动份额)。报告期内基金合同生效的基金, 应披露自基金合同生效以来基金份额的变动情况。

## 五、基金上市交易公告书

凡是根据有关法律法规发售基金份额并申请在证券交易所上市交易的基金, 基金管理人均应编制并披露基金上市交易公告书。目前, 披露上市交易公告书的基金品种主要有封闭式基金、上市开放式基金(LOF)和交易型开放式指数基金(ETF)。

基金上市交易公告书的主要披露事项包括: 基金概况、基金募集情况与上市交易安排、持有人户数、持有人结构及前 10 名持有人、主要当事人介绍、基金合同摘要、基金财务状况、基金投资组合报告、重大事件揭示等。

## 第六节 基金临时信息披露

### 一、关于基金信息披露的重大性标准

信息披露的标准在于使证券市场和投资者得到投资判断所需要的信息, 但又力图避免证券市场充斥过多的噪音, 避免投资者陷于众多细小琐碎而又无关紧要的信息中。为了实现这一标准, 信息披露中引入了“重大性”概念。

各国(地区)信息披露所采用的“重大性”概念有以下两种标准: 一种是影响投资者决策标准; 另一种是影响证券市场价格标准。按照前一种标准, 如果可以合理地预期某种信息将会对理性投资者的投资决策产生重大影响, 则该信息为重大信息, 应及时予以披露。按照后一种标准, 如果相关信息足以导致或可能导致证券价值或市场价格发生重大变化, 则该信息为重大信息, 应予披露。

### 二、基金临时报告

对于重大性的界定, 我国基金信息披露法规采用较为灵活的标准, 即影响投资者决策标准或者影响证券市场价格标准。如果预期某种信息可能对基金份额持有人权益或者基金份额的价格产生重大影响, 则该信息为重大信息, 相关事件为重大事件, 信息披露义务人应当在重大事件发生之日起 2 日内编制并披露临时报告书。

基金的重大事件包括: 基金份额持有人大会的召开, 提前终止基金合同, 延长基金合同期限, 转换基金运作方式, 更换基金管理人或托管人, 基金管理人的董事长、总经理及其他高级管理人员、基金经理和基金托管人的基金托管部门负责人发生变动, 涉及基金管理人、基金财产、基金托管业务的诉讼, 基金份额净值计价错误金额达基金份额净值 0.5%, 开放式基金发生巨额赎回并延期支付, 基金改按估值技术等方法对长期停牌股票进行估值等等。

### 三、基金澄清公告

由于上市交易基金的市场价格等事项可能受到谣言、猜测和投机等因素的影响, 为防止投资者误将这些因素视为重大信息, 基金信息披露义务

人还有义务发布公告对这些谣言或猜测进行澄清。具体地, 在基金合同期限内, 任何公共媒体中出现的或者在市场上流传的消息可能对基金份额价格或者基金投资者的申购、赎回行为产生误导性影响的, 相关信息披露义务人知悉后应当立即对该消息进行公开澄清。

## 第七节 特殊基金品种的信息披露

一些特殊的基金品种, 例如货币市场基金、QDII 基金、ETF, 它们在投资范围、会计核算或交易机制等方面有别于其他类型基金, 因此, 我国基金信息披露法规规定, 这些特殊的基金品种除遵循信息披露的一般规定外, 还应针对产品特性, 补充披露其他信息。本节主要介绍反映货币市场基金、QDII 基金和 ETF 特殊性的信息披露内容。

### 一、货币市场基金的信息披露

货币市场基金特有的披露信息包括收益公告、影子价格与摊余成本法确定的净值产生较大偏离等信息。

#### (一) 收益公告

货币市场基金每日分配收益, 份额净值保持 1 元不变, 因此, 货币市场基金不像其他类型基金那样定期披露份额净值, 而是需要披露收益公告, 包括每万份基金净收益和最近 7 日年化收益率。按照披露时间的不同, 货币市场基金收益公告可分为三类, 即封闭期的收益公告、开放日的收益公告和节假日的收益公告。

封闭期的收益公告是指货币市场基金的基金合同生效后, 基金管理人于开始办理基金份额申购或者赎回当日, 在中国证监会指定的报刊和基金管理人网站上披露截至前一日的基金资产净值、基金合同生效至前一日期间的每万份基金净收益、前一日的最近 7 日年化收益率。

开放日的收益公告是指货币市场基金于每个开放日的次日在中国证监会指定报刊和管理人网站上披露开放日每万份基金净收益和最近 7 日年化收益率。

节假日的收益公告是指货币市场基金放开申购赎回后, 在遇到法定节假日时, 于节假日结束后第二个自然日披露节假日期间的每万份基金净收益、节假日最后一日的最近 7 日年化收益率以及节假日后首个开放日的每

万份基金净收益和最近 7 日年化收益率。

## (二) 偏离度信息的披露

为了客观地体现货币市场基金的实际收益情况, 避免采用摊余成本法计算的基金资产净值与按市场利率和交易市价计算的基金资产净值发生重大偏离, 从而对基金份额持有人的利益产生不利影响, 基金管理人会采用影子定价于每一估值日对基金资产进行重新估值。当影子定价所确定的基金资产净值超过摊余成本法计算的基金资产净值(即产生正偏离)时, 表明基金组合中存在浮盈; 反之, 当存在负偏离时, 则基金组合中存在浮亏。此时, 若基金投资组合的平均剩余期限和融资比例仍较高, 则该基金隐含的风险较大。目前, 基金信息披露法规要求, 当偏离达到一定程度时, 货币市场基金应刊登偏离度信息, 主要包括以下三类:

1. 在临时报告中披露偏离度信息。当影子定价与摊余成本法确定的基金资产净值偏离度的绝对值达到或者超过 0.5% 时, 基金管理人将在事件发生之日起 2 日内就此事项进行临时报告。

2. 在半年度报告和年度报告中披露偏离度信息。在半年度报告和年度报告的重大事件揭示中, 基金管理人需披露报告期内偏离度的绝对值达到或超过 0.5% 的信息。

3. 在投资组合报告中披露偏离度信息。在投资组合报告中, 货币市场基金将披露报告期内偏离度绝对值在 0.25%~0.5% 间的次数、偏离度的最高值和最低值、偏离度绝对值的简单平均值等信息。

## 二、QDII 基金的信息披露

与普通基金仅投资境内证券不同, QDII 基金将其全部或部分资金投资境外证券, 管理人会聘请境外投资顾问为其境外证券投资提供咨询或组合管理服务, 托管人会委托境外资产托管人负责境外资产托管业务, 除现有法规规定的披露要求之外, 法规针对 QDII 基金投资运作上的特性, 还有其他一些特殊的披露要求。

### (一) 信息披露所使用的语言及币种选择

QDII 基金在披露相关信息时, 可同时采用中、英文, 并以中文为准, 可单独或同时以人民币、美元等主要外汇币种计算并披露净值信息。涉及

币种之间转换的, 应披露汇率数据来源, 并保持一致性。

## (二) 基金合同、招募说明书中的特殊披露要求

1. 境外投资顾问和境外托管人信息。基金管理公司在管理 QDII 基金时, 如委托境外投资顾问、境外托管人, 应在招募说明书中披露境外投资顾问和境外托管人的相关信息, 包括境外投资顾问和境外托管人的名称、注册地址、办公地址、法定代表人、成立时间, 境外投资顾问最近一个会计年度资产管理规模, 主要负责人教育背景、从业经历、取得的从业资格和专业职称介绍, 境外托管人最近一个会计年度实收资本、托管资产规模、信用等级等。

2. 投资交易信息。如 QDII 基金投资金融衍生品, 应在基金合同、招募说明书中详细说明拟投资的衍生品种及其基本特性、拟采取的组合避险、有效管理策略及采取的方式、频率。如 QDII 基金投资境外基金, 应披露基金与境外基金之间的费率安排。

3. 投资境外市场可能产生的风险信息, 包括境外市场风险、政府管制风险、政治风险、流动性风险、信用风险等的定义、特征及可能发生的后果。

## (三) 净值信息的披露要求

QDII 基金应至少每周计算并披露一次净值信息。如投资衍生品, 应在每个工作日计算并披露净值。QDII 基金的净值在估值日后 2 个工作日内披露。

## (四) 定期报告中的特殊披露要求

1. 境外投资顾问和境外资产托管人信息。在基金定期报告的产品概况部分中披露境外投资顾问和境外资产托管人的基本情况, 在定期报告的管理人报告部分中披露境外投资顾问为基金提供投资建议的主要成员的情况。

2. 境外证券投资信息。在基金投资组合报告中, QDII 基金将根据股票所在证券交易所的不同, 列表说明期末在各个国家(地区)证券市场的股票投资分布情况, 除股票投资和债券投资明细外, 还会披露基金投资明细及金融衍生品组合情况。

3. 外币交易及外币折算相关的信息。例如, 在报表附注中披露外币交易及外币折算采用的会计政策, 计入当期损益的汇兑损益等。

### (五) 临时公告中的特殊披露要求

当 QDII 基金变更境外托管人、变更投资顾问、投资顾问主要负责人变动、出现境外涉及诉讼等重大事件时, 应在事件发生后及时披露临时公告, 并在更新的招募书中予以说明。

## 三、ETF 的信息披露

针对 ETF 特有的证券申购、赎回机制, 以及一级市场与二级市场并存的交易制度安排, 交易所的业务规则规定了 ETF 特殊的信息披露事项。

1. 在基金合同和招募说明书中, 需明确基金份额的各种认购、申购、赎回方式, 以及投资者认购、申购、赎回基金份额涉及的对价种类等。

2. 基金上市交易之后, 需按交易所的要求, 在每日开市前披露当日的申购、赎回清单, 并在交易时间内即时揭示基金份额参考净值 (IOPV, Indicative Optimized Portfolio Value)。

(1) 在每日开市前, 基金管理人需向证券交易所、证券登记结算机构提供 ETF 的申购、赎回清单, 并通过证券交易所指定的信息发布渠道予以公告。对于当日发布的申购、赎回清单, 当日不得修改。申购、赎回清单主要包括最小申购、赎回单位对应的各组合证券名称、证券代码及数量等内容。

(2) 交易日的基金份额净值除了按规定于次日在指定报刊和管理人网站披露外, 也将通过证券交易所的行情发布系统于次一交易日揭示。

(3) 在交易时间内, 证券交易所根据基金管理人提供的基金份额参考净值计算方式、申购和赎回清单中的组合证券等信息, 实时计算并公布基金份额参考净值。可见, 基金份额参考净值是指在交易时间内, 申购、赎回清单中组合证券 (含预估现金部分) 的实时市值, 主要供投资者交易、申购赎回基金份额时参考。

基金管理人关于 ETF 基金份额参考净值的计算方式, 一般需经证券交易所认可后公告, 修改 ETF 基金份额参考净值计算方式, 也需经证券交易所认可后公告。

3. 对 ETF 的定期报告, 按法规对上市交易指数基金的一般要求进行披露, 无特别的披露事项。



## 第十章 基金监管

基金是面向社会大众销售的投资产品, 不断完善对基金活动的监管, 是保护广大投资者利益的重要保证。建立健全基金监管体系, 既是我国基金业规范运作的客观要求, 也是我国基金业快速、健康发展的重要保证。中国证监会在对我国基金的监管上负有最主要的责任。基金监管从内容上主要涉及对基金服务机构的监管、对基金运作的监管以及对基金高级管理人员的监管三个方面。

### 第一节 基金监管概述

#### 一、基金监管的含义与作用

基金监管是指监管部门运用法律的、经济的以及必要的行政手段, 对基金市场参与者行为进行的监督与管理。

基金监管对于维护证券市场的良好秩序、提高证券市场的效率、保护基金份额持有人利益均具有重大意义, 是证券市场监管体系中不可缺少的组成部分。由于基金这一投资工具的大众性, 世界各国(地区)普遍建立了一套行之有效的监管体系, 对基金采取相对严格的监管措施。监管体系由监管目标、监管原则、监管机构、监管对象、监管内容、监管手段等组成。

#### 二、基金监管的目标

基金监管的目标是一切基金监管活动的出发点。国际证监会组织(IOSCO)于1998年制定的《证券监管的目标与原则》规定, 证券监管的目标主要有三个: 一是保护投资者; 二是保证市场的公平、效率和透明; 三是降低系统风险。这三个目标同样适用于基金监管。同时, 考虑到我国资本市场正处于转型时期的新兴市场以及我国基金业自身所具有的特点, 我国基金监管还担负着推动基金业发展的使命。具体而言, 我国基金监管的目标包括:

## (一) 保护投资者利益

基金监管的首要目标是保护投资者利益。投资者是市场的支撑者, 保护和维持投资者的利益是我国基金监管的首要目标。只有在基金市场管理中采取相应的监管措施, 使投资者得到公平的对待, 维护其合法权益, 才能有力地促使人们增加投资。具体而言, 这一目标就是指要使基金投资者免受误导、操纵、欺诈、内幕交易、不公平交易和资产被滥用等行为的损害。

## (二) 保证市场的公平、效率和透明

监管部门应通过适当的制度安排, 保障交易公平, 使投资者能够平等地进入市场、使用市场资源和获得市场信息, 同时能发现、防止和惩罚操纵市场和其他导致市场交易不公平的行为。为保证市场的有效性, 监管部门应当保证市场信息公布及时、传播广泛并有效反映于市场价格中。监管部门应当推进市场的有效性, 保证市场高透明度。

## (三) 降低系统风险

该目标是指监管部门应当通过设定对基金管理机构的要求等措施降低投资者的风险。一旦基金管理机构及其他相关机构出现财务危机, 监管部门应当尽量减轻危机对整个市场造成的冲击。为此, 监管部门应当要求基金管理机构满足一定的运营条件以及其他谨慎要求, 当基金管理机构倒闭时, 客户可以免遭损失或者整个系统免受牵连。但是, 承受风险是投资的必然要求, 也是市场活跃的基础, 监管部门不能、也没有必要试图消除风险, 而应当鼓励人们进行理性的风险管理和安排, 要求投资者将承担的风险限制在能力范围之内, 并且监控过度的风险行为。

## (四) 推动基金业的规范发展

我国基金业的发展时间不长, 基金行业整体发展水平与世界上其他发达市场相比还有一定的差距。因此, 在加强对基金行业监管的同时, 要进一步发展我国的基金业, 在发展中求规范; 要更多地鼓励产品创新和业务创新, 并为一切推动基金业发展的行为创造良好的环境; 要更多地吸引外资, 引进国外的先进经验, 提升我国基金业的水平, 推动我国基金市场开

展公平、健康、有序的竞争，形成一个有效的基金市场。

### 三、基金监管的原则

#### (一) 依法监管原则

基金监管属于行政执法活动。监管机构作为执法机关，其成立由法律规定，其职权也是由法律所赋予的，因此，基金监管部门应树立依法监管观念。在基金监管活动中，严格遵守法律法规等的规定。既要依法履行监管职权，又要依法承担监管责任；既要尊重监管对象的权利，保护市场各方参与者的合法权益，又要做到不徇情、不枉法。

#### (二) “三公”原则

基金是证券市场的重要参与者之一，证券市场公开、公平、公正的原则同样适用于基金市场。公开原则要求基金市场具有充分的透明度，要实现市场信息的公开化。公平原则是指市场中不存在歧视，参与市场的主体具有完全平等的权利。公正原则要求监管部门在公开、公平原则的基础上，对被监管对象给予公正待遇。

#### (三) 监管与自律并重原则

在加强政府、证券主管机构对基金市场监管的同时，也要加强从业者的自我约束、自我教育和自我管理。国家对于基金市场的监管是市场的保证，而基金从业者的自律是市场基础。国家监督与自我监督、自我管理相结合的原则是世界各国（地区）共同奉行的原则，基金行业要建立并遵守自律守则。

#### (四) 监管的连续性和有效性原则

我国基金业正处于发展壮大的初期，基金监管应遵循连续性的原则，避免出现大起大落的情形，影响基金业的正常发展。在基金监管中还应坚持有效监管的原则，处理好监管成本与监管效益之间的关系，做到市场能

自身调节的, 不监管; 必须监管的, 应当在保证监管效益的前提下实现监管成本最小。

### (五) 审慎监管原则

审慎监管主要是针对基金管理公司清偿能力的监管, 旨在督促基金管理公司约束其风险承担行为, 避免产生因贪图高收益而过分冒险, 最终导致牺牲投资者利益和系统性风险的恶果。监管部门在市场准入监管以及持续性监管过程中, 都会运用审慎监管原则。例如, 在准入监管方面, 应就基金管理公司在防范和控制经营风险、确保业务的稳健运行和基金财产安全方面提出具体的监管要求和标准, 包括风险管理、内部控制、资产质量等方面的要求和标准。

## 四、基金监管法规体系

基金监管作为一种政府行政行为, 必须依法开展。基金监管的法规体系是基金监管体系的重要组成部分。我国基金业经过十余年时间的规范发展, 已经初步形成一套以《证券投资基金法》为核心、各类部门规章和规范性文件为配套、自律规则为补充的完善的基金监管法律法规体系 (见图 10-1)。

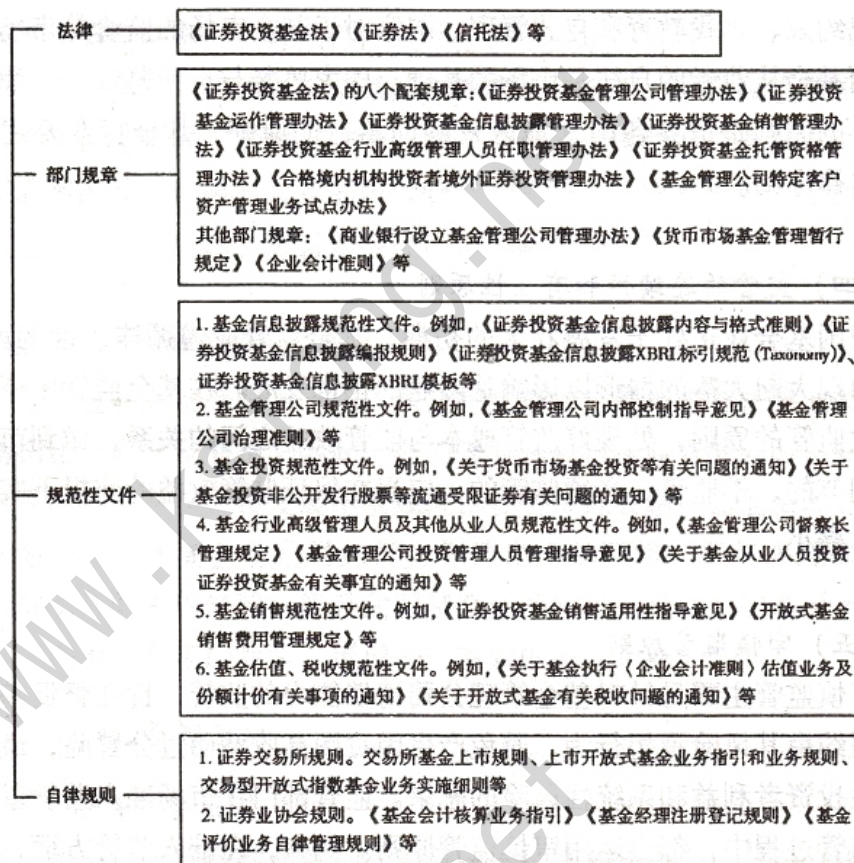


图 10-1 基金监管法律法规体系图

## 第二节 基金监管机构和自律组织

中国证监会是我国基金市场的监管主体,其依法对基金市场参与者的行为进行监督管理,在涉及个别监管事项上,如基金托管资格核准、商业银行设立基金公司的审核及监管等,则由中国证监会联合其他有关金融监管部门实施联合监管。中国证券业协会作为我国证券业的自律性组织,对基金业实行行业自律管理。证券交易所负责组织和监督基金的上市交易,并对上市交易基金的信息披露进行监督。

### 一、中国证监会对基金市场的监管

中国证监会内部设有基金监管部,具体承担基金监管职责。同时,为



充分发挥证券市场统一监管体系的优势, 中国证监会还通过授权各地方证监局承担一定的一线监管职责。

## (一) 基金监管部的职能及对基金市场的监管

中国证监会基金监管部的主要职能是: 负责涉及基金行业的重大政策研究, 草拟或制定基金行业的监管规则, 对有关基金的行政许可项目进行审核, 全面负责对基金管理公司、基金托管人及基金代销机构的监管, 对基金行业高级管理人员的任职资格进行审核, 指导、组织和协调地方证监局、证券交易所等部门对基金的日常监管, 指导、监督基金同业协会的活动, 对日常监管中发现的重大问题进行处置。

基金监管部主要通过市场准入监管与日常持续监管两种方式实现基金监管。

市场准入监管主要指对基金从业机构及高级管理人员的资格审核, 通过严格的市场准入, 从源头上控制整个行业运作风险、提高行业服务水平。

日常持续监管一般是对基金从业机构日常经营活动、相关人员从业行为、基金运作各环节的监管。日常持续监管方式主要有现场检查和非现场检查两种。非现场检查主要是通过报备制度, 由基金从业机构、证券交易所等机构向基金监管部定期或不定期报送各种书面报告, 基金监管部通过审阅并分析这些报告, 建设相关的监管信息分析预警系统, 及时发现并处理有关违规事件, 保证法规的有效执行。而现场检查主要是基金监管部组织对基金从业机构进行现场检查, 着重于从业机构内部控制、公司治理、财务状况等方面, 以更真实、深入地把握基金运作状况。现场检查主要侧重于对从业机构内部控制和财务状况进行检查, 督促从业机构提高遵规守信意识和风险控制水平。

## (二) 中国证监会各地方证监局对基金的监管

中国证监会各地方证监局主要负责对经营所在地在本辖区内的基金管理公司进行日常监管, 并负责对辖区内异地基金管理公司的分支机构及基金代销机构进行日常监管。具体承担以下监管工作: 负责辖区内基金管理公司开业申请和分支机构设立申请的现场检查工作, 负责核查辖区内拟任基金管理公司股东情况并出具意见, 负责审查辖区内基金管理公司设立办事处、变更和撤销分支机构和办事处以及董事、基金经理任免等事项, 负责辖区内基金管理公司管理基金存续期间的信息披露监管工作, 协助中国



证监会基金监管部开展以下工作：对辖区内基金管理公司管理基金的投资行为进行监管，对辖区内基金募集活动、基金份额交易活动进行监管，对基金管理公司的内部控制和公司治理进行监管，对辖区内基金管理公司高级管理人员的执业行为进行监管，对有关基金的违规违法行为的核查等。

## 二、协会的行业自律管理

目前我国基金行业的自律管理由中国证券业协会承担。我国基金行业最初是以相对松散的基金业联席会议的形式开展自律工作的。随着基金管理公司的增加和基金市场的发展，2001年8月，中国证券业协会基金公会成立。基金公会成立后在加强行业自律、协调辅导、服务会员等方面做了很多工作。2004年12月，中国证券业协会证券投资基金业委员会成立。该委员会作为基金专业人士组成的议事机构，承接了原基金公会的职能和任务，在中国证券业协会的领导下开展工作。该委员会于2007年更名为证券投资基金业专业委员会。同年，中国证券业协会设立了基金公司会员部，负责基金管理公司和基金托管银行特别会员的自律管理。

### （一）自律管理的方式与内容

基金行业自律管理的方式主要是制定行业自律规则和业务标准，加强会员管理，大力开展基金业宣传活动，树立行业形象，正确引导社会公众对基金市场的认识；建立行业从业人员教育培训体系，全面提高基金从业人员素质；加大研究力度，对关系基金业发展的重点、难点、热点问题进行深入研究，促进基金业的健康发展。

### （二）基金公司会员部的职责

基金公司会员部负责基金管理公司和基金托管银行特别会员的联络与业务交流工作；教育组织基金管理公司会员遵守证券法律、行政法规；组织拟订基金业自律规则和业务标准，并监督实施；协助基金业委员会工作；组织推动基金管理公司会员诚信建设，管理诚信信息；维护基金管理公司会员合法利益，反映会员呼声；负责基金业务数据统计分析；组织业界专家成立基金估值工作小组，指导行业估值业务；受理基金管理公司会员的投诉，并调解其纠纷；组织基金管理公司会员开展投资者教育工作等。

### 三、证券交易所的自律管理

证券交易所作为自律管理的法人, 依法对基金上市及相关信息披露等活动进行管理, 对基金在交易所的投资交易实行监控。

#### (一) 对基金上市交易的管理

我国沪、深证券交易所均制定了《证券投资基金上市规则》和其他类型基金的业务指引, 对在证券交易所挂牌上市的封闭式基金、交易型开放式指数基金、上市开放式基金的上市条件、上市申请、上市公告书、信息披露的原则和要求、上市费用等做出了详细规定。证券交易所通过制定这些规则, 对基金当事人实行自律管理。

#### (二) 对基金投资行为进行监控

证券交易所对基金投资行为的监控包括两个方面: 一是对投资者买卖基金交易行为的合法、合规性进行监控; 二是对证券投资基金在证券市场的投资行为进行监控。

为实现对基金投资行为的监控, 证券交易所建立了基金交易监控体系, 重点监控涉嫌违法违规的交易行为, 并监控基金买卖高风险股票的行为。证券交易所在日常监控中发现基金异常交易行为时, 将视情况采取电话提示、书面警告、约见谈话、公开谴责等措施, 并在采取相关措施的同时报告中国证监会。

### 第三节 基金服务机构监管

在基金市场上, 从事基金活动、为基金提供服务的所有组织和机构, 包括基金管理公司、基金托管银行、基金销售机构、基金注册登记机构、基金评价机构等, 都由中国证监会依法实施监管。

#### 一、对基金管理公司的监管

对基金管理公司的监管主要包括两方面: 一是市场准入等行政许可事

项的审批; 二是基金管理公司日常运作的持续监管。

### (一) 市场准入等行政许可事项的审批

中国证监会依法对基金管理公司提交的市场准入等行政许可事项进行审批, 主要包括: 基金管理公司的设立审批、基金管理公司申请境内机构投资者资格审批、基金管理公司重大事项变更审核、基金管理公司分支机构设立审核、基金管理公司股权处置监管等。

1. 基金管理公司设立审核。设立基金管理公司必须在股东资格、公司章程、注册资本、从业人员资格、内部制度、组织机构、营业场所等方面符合《证券投资基金法》和《证券投资基金管理公司管理办法》规定的条件, 并经中国证监会批准。中国证监会自受理基金管理公司设立申请之日起 6 个月内, 以审慎监管原则依法审查, 做出批准或不予批准的决定。中国证监会采取的审查方式包括:

- (1) 征求相关机构和部门关于股东条件等方面的意见。
- (2) 采取专家评审、调查核实等方式对申请材料的内容进行审查。
- (3) 自受理之日起 5 个月内现场检查基金管理公司设立准备情况。

商业银行申请投资基金管理公司, 在按上述规定向中国证监会提交申请之前, 须先按照规定向中国银监会报送材料; 中国银监会从商业银行总体风险监管的角度, 审查商业银行投资基金管理公司的资格, 依法出具商业银行可以对外投资的监管意见。

2. 基金管理公司申请境内机构投资者资格审批。基金管理公司申请境内机构投资者资格, 应在净资产、基金管理年限与管理规模、具有境外投资管理经验人员数量、公司治理与内部控制等方面符合《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》规定的条件, 并向中国证监会提交书面申请。

3. 基金管理公司重大事项变更审核。基金管理公司变更下列重大事项, 需自董事会或股东会作出决议之日起 15 日内, 报中国证监会批准:

- (1) 变更经营范围, 包括通过变更经营范围开展特定资产管理业务。
- (2) 变更股东、注册资本或者股东出资比例。
- (3) 变更名称、住所。
- (4) 修改章程。

4. 基金管理公司分支机构设立审核。基金管理公司可以设立分公司, 或者中国证监会规定的其他形式的分支机构。基金管理公司在中国境内 (不包括香港、澳门、台湾地区) 申请设立分支机构, 由分支机构拟设立地中国证监会地方证监局依法受理并作出相关行政许可决定。自 2008 年 4

月起,基金管理公司经中国证监会批准,可以根据自身业务发展需要到香港地区设立机构,从事资产管理类相关业务。

5.基金管理公司股权处置监管。中国证监会对基金管理公司股权处置进行监管,目的在于保证股权转让的有序进行,保护基金份额持有人的合法权益,鼓励有实力、讲诚信、负责任、有长期投资理念的机构参股基金管理公司。现行法规对基金管理公司股权处置作出如下规定:

(1) 在股权出让或受让方面,持有基金管理公司股权未满 1 年的股东,不得将所持股权出让;股东持有的基金管理公司股权被出质、被人民法院采取财产保全或者执行措施期间,中国证监会不受理其设立基金管理公司或受让基金管理公司股权的申请;出让基金管理公司股权未满 3 年的机构,中国证监会不受理其设立基金管理公司或受让基金管理公司股权的申请。

(2) 在持股主体的规范方面,基金管理公司股东不得为其他机构代持基金管理公司的股权,不得委托其他机构代持基金管理公司的股权;股东及其实际控制人不得以任何形式占用基金管理公司资产。基金管理公司股东的实际控制人发生变化的,该股东应在 10 个工作日内报告中国证监会。

(3) 当基金管理公司主要股东被采取责令停业整顿、指定托管、接管或撤销等监管措施,或进入破产、清算程序时,基金管理公司董事、高级管理人员、股东及有关各方应遵循相关要求。例如,基金管理公司董事应恪尽职守,维护公司稳定运行,维护基金份额持有人利益不受损害;公司高级管理人员应加强对基金营销、投资、交易、运营等业务的管理,保持公司稳定经营和独立运作;公司董事会和管理层应制定相应应急预案,对公司可能遇到的风险进行评估并确定应对措施;公司股东会或董事会讨论股权处置或高级管理人员变更等可能影响公司经营的重大事项,在相关会议召开前报告监管部门等。

在具体审核基金管理公司股权转让申请过程中,中国证监会可能就股权转让是否有利于公司长期稳定经营、保护基金份额持有人利益等征询独立董事意见,或者根据审慎监管原则要求股东及其实际控制人就有关事项做出承诺。

## (二) 基金管理公司的日常运作的持续监管

中国证监会对基金管理公司开展日常监管的主要对象是基金管理公司的治理情况、内部控制情况。

1.公司治理监管。现行法规在股东及股权比例、完善公司内部制衡机

制等方面进行了详细规范。

(1) 在基金管理公司股东及股权比例方面。监管法规要求设立基金管理公司必须由具备条件的金融机构作为主要股东; 一家机构或受同一实际控制人控制的机构参股基金管理公司的数量不得超过 2 家, 其中控股的数量不得超过 1 家; 基金管理公司股东不得持有其他股东的股份及权益, 与其他股东不得同属同一实际控制人; 限制各类股东的持股比例, 内资基金管理公司主要股东的持股比例上限为 49% 等。

(2) 在建立组织机构健全、职责划分清晰、制衡监督有效、激励约束合理的治理结构方面, 监管法规要求基金管理公司股东会、董事会、监事会或执行监事、经理层的职责权限明确, 既相互制约又相互协调。具体体现在:

第一, 明确股东会的职权范围和议事规则, 建立公司和股东之间的业务与信息隔离制度。股东不得越过股东会、董事会直接干预公司的经营管理或基金财产的投资运作, 不得在证券承销、证券投资等业务活动中要求基金管理公司为其提供便利, 不得要求公司直接或间接为其提供融资或担保, 不得直接或间接要求公司董事、经理层及公司员工提供基金投资、研究等方面的非公开信息和资料, 不得利用技术支持等方式将所获得的非公开信息为任何人谋利, 不得越过股东会、董事会直接任免公司的高级管理人员, 不得违反章程干预公司员工选聘等事宜, 公司除董事、监事之外的所有员工不得在股东单位兼职。

第二, 明确董事会的职权范围和议事规则: 董事会应按照法律法规和公司章程规定制定公司基本制度, 决策有关重大事项, 监督、奖惩经营管理人员; 董事会应当公平对待所有股东, 不得越权干预经营管理人员的具体经营活动; 董事会每年应至少召开 2 次定期会议。

第三, 董事应具有履行职责所必需的素质、能力和时间, 应关注公司经营状况, 对监督公司合规运作负有勤勉尽责义务; 董事长应注重公司的发展目标、长远规划, 不得越权干预公司经营管理活动, 对股东虚假出资、抽逃或变相抽逃出资、以任何形式占有或转移公司资产等行为以及为股东提供融资或担保等不当要求应予以制止。

第四, 公司应建立健全独立董事制度。独立董事人数不得少于 3 人, 且不得少于董事会人数的  $\frac{1}{3}$ , 董事会在审议公司及基金投资运作中的重大事项, 如重大关联交易、公司和基金审计事务、聘请或更换会计师事务所、基金半年报和年报时, 应经  $\frac{2}{3}$  以上独立董事同意。

第五, 明确规定监事会或执行监事的职权、人员组成、议事方式、表决程序等事项。公司监事会或执行监事应切实履行监督职责, 加强对公司财务、董事会履行职责进行监督。

第六, 明确经理层的职权。经理层人员应独立、合规、勤勉、审慎地



行使职权, 应保持公司内部机构和人员责任体系、报告路径的清晰和完整, 应按公司章程、制度和业务流程的规定开展工作, 不得越权干预基金投资、研究、交易等具体业务活动, 应公平对待所有股东, 公平对待公司管理的不同基金财产和客户资产。

第七, 建立健全督察长制度。督察长应由董事会聘任, 对董事会负责, 对公司经营运作的合法合规性进行监察稽核。督察长发现公司存在重大风险或者有违法违规行为, 应当向董事会、中国证监会和公司所在地证监局报告。

第八, 建立有效制度防范不正当关联交易。公司应定期和不定期对关联交易事项、关联人士、禁止从事的关联交易等进行检查。公司董事会就关联交易事项进行表决时, 有利害关系的董事应回避等。

2. 内部控制监管。中国证监会对基金管理公司内部控制情况的监督检查是日常监管的重点。监督检查的内容包括: 公司的内部控制机制是否科学合理; 内部控制是否体现了健全性、有效性、独立性、相互制约性和成本效益的原则; 控制环境、风险评估、控制活动、信息沟通和内部监控等基本要素是否达到要求; 投资管理、信息披露、信息技术系统、财务会计、监察稽核等业务环节是否按照法规标准和内部控制制度有效执行。为全面、及时了解基金管理公司及其基金业务的内部控制情况, 目前, 法规要求基金管理公司每年聘请有证券业务资格的会计师事务所对公司及基金主要业务环节的内部控制进行核查, 出具年度评价报告报中国证监会。

3. 经营运作。中国证监会在对基金管理公司的日常监管中, 还密切关注公司本身的日常经营运作及风险状况。例如, 中国证监会将关注基金管理公司是否以审慎原则经营运作, 按照规定提取风险准备金; 是否按照规定管理和运用固有资金; 是否建立有效的管理制度, 加强对分支机构的管理; 是否建立突发事件处理预案制度, 对发生严重影响基金份额持有人利益、可能引起系统性风险、严重影响社会稳定的突发事件, 按照预案妥善处理; 是否发生股东出资被司法机关采取诉讼保全措施、公司股东进入清算程序等对公司经营可能产生重大影响的事件。此外, 中国证监会每年还集中分析基金管理公司报送的公司年度报告, 及时掌握和评价公司的财务状况、盈利能力、股权结构、内部控制制度和人员情况等综合信息。

为增强基金管理公司风险防范能力, 中国证监会从 2006 年开始要求基金管理公司提取风险准备金。按现行法规规定, 基金管理公司应每月从基金管理费收入中计提风险准备金, 计提比例不低于基金管理费收入的 10%, 风险准备金余额达到基金资产净值的 1% 时可以不再提取。风险准备金使用后余额低于基金资产净值 1% 的, 基金管理公司应继续提取, 直至达到基金资产净值的 1%。风险准备金主要用于赔偿因公司违法违规、违反基金合同、技术故障、操作失误等给基金财产或基金份额持有人造成的损失。



该制度已成为保护基金份额持有人利益的重要措施。

### (三) 日常监督的主要方式与处罚措施

中国证监会对基金管理公司进行日常监管的主要方式包括非现场检查 and 现场检查。

1. 非现场检查主要以审阅基金管理公司报送材料的方式进行, 具体包括审阅并分析基金管理公司年度报告, 审阅会计师事务所出具的基金管理公司内部控制情况年度评价报告, 审阅基金公司定期报送的公司监察稽核报告以及不定期报送的重大事件临时报告等。

2. 现场检查主要是根据日常监管情况确定检查的对象、内容和频率。具体内容包括: 进入基金管理公司及其分支机构进行检查; 要求基金管理公司提供与检查事项有关的文件、会议记录、报表、凭证和其他资料; 询问基金管理公司的工作人员, 要求其对有关检查事项作出说明; 查阅、复制基金管理公司与检查事项有关的文件、资料, 对可能被转移、隐匿或者毁损的文件、资料予以封存; 检查基金管理公司运用电子计算机管理业务数据的系统等。现场检查之后, 中国证监会将向被检查的基金管理公司出具检查结论。

对违规或存在较大经营风险的基金管理公司, 中国证监会将依法责令整改, 暂停办理相关业务; 对直接负责的主管人员和其他直接责任人员, 一般将采取监管谈话、出具警示函、记入诚信档案、暂停履行职务、认定为不适宜担任相关职务者等行政监管措施。基金管理公司整改结束, 应当向中国证监会提交整改报告, 中国证监会将对其进行检查验收。

## 二、基金托管银行的监管

中国证监会对基金托管银行的监管可为市场准入监管和日常持续监管两个方面。

### (一) 市场准入监管

基金托管人资格由中国证监会、中国银监会核准。申请托管资格的商业银行须在资产质量、人员配备、办公硬件及系统软件、风险控制等方面符合《证券投资基金法》及《证券投资基金托管资格管理办法》等法律法规的规定。获得基金托管资格后, 商业银行可以承接基金的托管业务。同

时, 根据相关法规规定, 只有获得基金托管资格的商业银行, 才可以承接 QDII 基金和基金管理公司特定资产管理业务的托管。目前, 我国具有基金托管资格的商业银行有 18 家。

## (二) 日常持续监管

商业银行取得基金托管资格后, 其基金托管业务活动主要受中国证监会的监管。中国证监会对基金托管银行的日常监管主要包括基金托管职责的履行情况和基金托管部门内部控制情况两个方面。

1. 对履行基金托管职责的监督。主要包括:

(1) 在监督基金投资运作中, 是否在基金托管协议中事先与基金管理公司订明相关权责, 是否建立并及时维护相关监督系统, 是否在发现问题时及时提醒基金管理公司并报告中国证监会。

(2) 在办理基金的清算交割事宜中, 是否能保证清算的及时高效, 又保证基金财产的安全与独立。

(3) 在复核、审查基金管理公司计算的基金资产净值时, 是否科学评估基金采取的估值方法, 是否及时与基金管理公司核对; 在发现估值方法不能反映基金资产的公允价值时, 是否采取必要的手段。

(4) 在办理与基金托管业务相关的信息披露事项中, 是否及时、真实、准确、完整地履行信息披露业务, 是否在基金年度报告中的托管人报告中独立、客观地发表意见。

2. 对基金托管部门内部控制的监督。在日常监管中, 中国证监会密切关注基金托管银行是否建立了科学合理、控制严密、运行高效的内部控制体系。例如, 托管银行各机构、部门和岗位职责是否保持相对独立, 基金资产、托管银行自有资产、其他资产的保管和运作是否严格分离, 托管银行托管业务部门的岗位设置应当权责分明、相互制衡等。

与对基金管理公司的日常监管一样, 中国证监会主要通过审阅托管银行定期报送的报告以及对托管银行进行不定期现场检查等方式, 实现对托管银行的日常监管。

## 三、注册登记机构和基金销售机构的监管

### (一) 基金注册登记(简称 TA)机构的监管

封闭式基金在证券交易所的交易系统内进行竞价交易, 其登记业务同

上市公司的股票一样, 由中国证券登记结算有限公司办理。

开放式基金的登记业务同封闭式基金的情形有所不同。目前, 我国开放式基金的注册登记存在基金管理公司自建、外包给中国证券登记结算有限责任公司等不同模式。为了消除分散 TA 带来的行业信息安全隐患, 自 2010 年开始, 中国证监会积极推进开放式基金 TA 中央平台的建设, 启动基金 TA 数据的集中报送和备份管理。目前, 所有基金管理公司需要将每个交易日的基金 TA 数据集中报送至中国证监会行业数据中心进行备份管理。

## (二) 基金销售机构的监管

1. 市场准入。按现行法规规定, 开放式基金的销售业务由基金管理人负责, 基金管理人可以委托经中国证监会认定的其他机构代为办理。机构拟开办基金销售业务应当首先经中国证监会审核和批准, 取得基金代销资格。商业银行、证券公司、证券投资咨询机构、专业基金销售机构以及中国证监会规定的其他机构, 在资本充足率(或净资本、注册资本)、组织机构、治理结构与内部控制、营业场所、信息系统建设、业务管理制度、从业人员资格等方面符合法律法规规定的条件时, 可以向中国证监会申请基金销售业务资格。对于未取得基金销售业务资格而擅自开办基金销售业务的机构, 中国证监会将依法责令整改, 并处警告、罚款, 并对直接负责的主管人员和其他直接责任人员处以警告、罚款。

### 2. 日常监管。

(1) 基金销售机构内部控制监管。中国证监会对基金销售机构内部控制情况的监督检查是日常监管的重点。监督检查的内容包括: 销售机构的内部控制是否体现健全、有效、独立、审慎的原则, 控制环境、风险评估、授权控制、内部监控、危机处理等要素是否达到要求, 销售决策、销售业务执行流程、会计系统、信息技术、监察稽核等业务环节是否按照法规设立的标准和公司的内部控制制度有效执行。通过督促销售机构建立科学合理、控制严密、运行高效的内部控制体系, 目标在于促使基金销售机构合规运作, 提高风险防范意识, 及时查错防弊, 消除隐患, 确保销售业务的稳健运行和投资者资金的安全。

(2) 规范基金销售业务信息管理平台建设并实施检查。现行法规对基金销售机构内部的销售前台和后台业务系统、应用系统的支持系统、监管信息报送系统等的建设进行了规范, 其目的在于提升基金销售相关信息系统的安全性、实用性和系统化, 保障投资人资金流动的安全, 防止销售业务中的不正当竞争行为, 支持销售适用性原则的运用, 提高对基金投资人的信息服务质量。对于各销售机构信息管理平台的建设, 中国证监会及

其各地方证监局主要通过现场检查方式实施监督。

## 第四节 基金运作监管

中国证监会对基金运作的监管主要包括对基金募集申请的核准、基金销售活动的监管、基金信息披露的监管以及基金投资与交易行为的监管等。

### 一、对基金募集申请的核准

基金募集申请核准是基金运作的首要业务环节。对该项业务环节的监管, 各国(地区)的方式不同, 主要分为核准制与注册制, 两者在概念、适用范围、主要特点、优点、缺点等方面均存在较大的不同。注册制是指在强调充分披露信息的前提下, 基金在履行必要的报备手续后就可以进行基金募集的一种制度安排。核准制是指监管部门对基金的募集申请进行实质性审查的制度安排。

在我国, 资本市场的发展具有较明显的转轨经济和新兴市场的特征。在此背景下, 我国对基金募集申请实行的是核准制。现行法律法规赋予了中国证监会对基金募集申请履行集中统一监管的职责。中国证监会对拟任基金管理人提出的申请依法审查, 对符合条件的准予其从事基金募集、管理业务活动。

基金募集申请核准的主要程序和内容包括:

#### (一) 对基金募集申请材料进行齐备性和合规性审查

1. 募集申请材料的齐备性审查。中国证监会对报送的申请报告、基金合同草案、托管协议草案和招募说明书草案等必要文件是否齐备进行审查。

2. 募集申请材料的合规性审查。中国证监会根据有关法律法规所规定的基金募集申请条件进行审查, 作出受理或不受理的决定。审查主要涉及两个方面: 一是拟任基金管理人、基金托管人是否具备法规规定的条件; 二是拟募集的基金具备法规规定的条件, 至少包括:

- (1) 有明确、合法的投资方向。
- (2) 有明确的基金运作方式。
- (3) 符合法律法规关于基金品种的规定。
- (4) 不与拟任基金管理人已管理的基金雷同。
- (5) 基金合同、招募说明书等法律文件草案符合法律法规的规定。

(6) 基金名称表明基金的类别和投资特征, 不存在损害国家利益、社会公共利益, 欺诈、误导投资人, 或者其他侵犯他人合法权益的内容。

## (二) 组织评审会对基金募集申请进行评审, 最后作出核准或者不予核准的决定

中国证监会受理基金募集申请后, 根据审慎监管原则以及拟募集基金的有关具体情况决定是否组织评审会对基金募集申请进行评审。中国证监会自受理基金募集申请之日起 6 个月内作出核准或者不予核准的决定。

近两年, 中国证监会根据不同产品的种类, 进一步优化评审会等审核程序, 例如, 对 QDII 基金, 除创新、复杂产品外, 成熟产品不再组织境外专家进行评审。对于其他公募基金, 除重大创新产品外, 原则上不再组织评审会。

## (三) 简化产品审核程序, 实施分类审核制度

近年来, 中国证监会始终坚持以市场化改革为方向, 不断优化产品审核工作。从 2010 年开始, 中国证监会进一步简化基金产品审核程序, 对基金产品实行分类审核制度, 进一步发挥市场配置资源的基础性作用。基金管理公司结合市场情况和自身能力, 可以按照权益类产品与固定收益类产品(包括债券基金、货币市场基金和保本基金)、境内产品与境外产品(QDII 基金)、公募产品与特定资产管理计划、创新产品与成熟产品、指数类股票基金(含普通指数股票基金、交易型开放指数股票基金及其联接基金、指数增强型股票基金)与主动投资偏股类基金的分类。

## (四) 办理基金备案

获准发售基金份额之后, 基金管理人将在规定的募集期限发售基金份额。当募集的基金份额总额、基金份额持有人人数符合法律法规规定的基金设立条件, 基金管理人需按照规定办理验资和基金备案手续。中国证监会自收到基金管理人验资报告和基金备案材料之日起 3 个工作日内予以书面确认; 自中国证监会书面确认之日起, 基金备案手续办理完毕, 基金合同生效。

基金管理公司在申请获批 QDII 业务资格后, 可以向中国证监会报送



QDII 基金产品募集申请文件, 募集申请程序与普通基金基本相同。另外, 基金管理公司还需要根据市场情况、产品特性等在 QDII 基金的募集方案中设定合理的额度规模上限, 向国家外汇局备案, 并按有关规定到国家外汇局办理相关手续。在募集申请材料上, 除普通基金所要求的内容外, 还需要针对 QDII 基金的产品特性补充其他材料, 例如介绍境外投资市场及其风险的投资者教育材料、管理人与投资顾问签订的协议草案、托管人与境外托管人签订的协议草案等。

## 二、基金销售活动的监管

### (一) 基金销售监管的主要内容

基金销售活动监管所关注的内容主要涉及以下方面: 销售的基金产品是否经过核准以及销售主体是否具备相应资格; 基金销售过程中是否遵循适用性原则; 基金宣传推介材料的制作、分发和发布是否合规, 是否充分揭示相关投资风险。另外, 规范基金销售费用结构和费率水平, 规范基金评价业务也是近年来基金销售监管的重要内容。

1. 销售的基金产品是否经过核准以及销售主体是否具备相应资格。现行法规规定, 基金募集申请获得中国证监会核准前, 基金管理人、代销机构不得办理基金销售业务, 不得向公众分发、公布基金宣传推介材料或者发售基金份额。基金管理人委托其他机构办理基金销售业务的, 被委托的机构应当取得基金销售业务资格。未经基金管理人或者代销机构聘任, 任何人员不得从事基金销售活动。从事宣传推介基金活动的人员还应当取得基金销售从业资质或基金从业资格。基金管理人委托代销机构办理基金的销售, 应当与其签订书面代销协议。未经签订书面代销协议, 代销机构不得办理基金的销售。代销机构不得委托其他机构代为办理基金的销售。

2. 基金销售过程中是否遵循适用性原则。现行法规规定, 基金销售过程中, 基金销售机构应遵循投资人利益优先原则、全面性原则、客观性原则和及时性原则, 通过对基金管理人进行审慎调查, 对基金产品风险和基金投资人风险承受能力进行客观评价, 最后根据投资人的风险承受能力销售不同风险等级的产品, 把合适的产品卖给合适的基金投资人。

3. 基金宣传推介材料的制作、分发和发布是否合规, 是否充分揭示相关投资风险。现行法规规定, 基金销售机构应在宣传推介材料中加强对投资人的教育和引导, 积极培养投资人的长期投资理念, 注重对行业公信力及公司品牌、形象的宣传, 避免采用大比例分红等通过降低基金份额净值



来吸引投资人的营销手段, 以及有悖基金合同约定的暂停、打开申购等营销手段。宣传推介材料应有完整的风险提示。宣传推介材料使用的语言应准确清晰, 不得使用“坐享财富增长”“安心享受成长”“尽享牛市”等易使基金投资人忽视风险的表述, 不得使用“欲购从速”“申购良机”等片面强调集中营销时间限制的表述, 不得使用“净值归一”等误导基金投资人的表述。对于宣传推介材料的监管, 法规规定, 销售机构应在分发或公布基金宣传推介材料之日起 5 个工作日内向其主要办公场所所在地证监局报送以下材料: 宣传推介材料的形式和用途说明、宣传推介材料、基金管理人督察长出具的合规意见书、托管银行出具的基金业绩复核函或基金定期报告中相关内容的复印件以及有关获奖证明的复印件等。基金销售机构负责基金营销业务的高级管理人员还应对宣传推介材料的合规性进行复核并出具复核意见。

4. 规范基金销售费用结构和费率水平, 维护基金销售市场秩序。2009 年, 中国证监会发布《开放式证券投资基金销售费用管理规定》, 自 2010 年 3 月 15 日实施。按该规定, 允许基金管理公司自主选择对 1 周、1 个月内赎回的基金持有人设定较高的赎回费率标准, 并将此类赎回费全额计入基金财产。这主要是通过提高短期基金交易投资者的交易成本, 抑制短期资金套利行为。另外, 为了防范利益冲突, 鼓励持续营销, 该规定禁止基金管理公司向销售机构支付一次性奖励, 而允许基金管理公司依据销售基金的保有量, 向基金销售机构支付客户维护费(俗称“尾随佣金”), 用于客户服务及销售活动中产生的相关费用。

5. 规范基金评价业务, 引导长期投资理念。2009 年, 中国证监会发布《证券投资基金评价业务管理暂行办法》, 自 2010 年 1 月 1 日起施行。基金评价机构对基金进行评价并通过公开形式发布基金评价结果, 需遵守该规定的要求。按该规定, 中国证监会及其派出机构依法对基金评价业务活动进行监管, 基金评价机构应加入中国证券业协会, 并由协会依法对基金评价业务活动进行自律管理。基金评价机构应当将基金评价标准、评价方法和程序报中国证监会、中国证券业协会备案, 并通过协会网站、本机构网站及至少一家指定报刊向社会公告。该规定还列举了任何机构从事基金评价业务并以公开形式发布评价结果的禁止行为, 包括:

- (1) 对不同分类的基金进行合并评价;
- (2) 对同一分类中包含基金少于 10 只的基金进行评级或单一指标排名;
- (3) 对基金合同生效不足 6 个月的基金(货币市场基金除外)进行评奖或单一指标排名;
- (4) 对基金(货币市场基金除外)、基金管理人评级的评级期间少于 36 个月;

- (5) 对基金、基金管理人评级的更新间隔少于 3 个月;
- (6) 对基金、基金管理人评奖的评奖期间少于 12 个月;
- (7) 对基金、基金管理人单一指标排名(包括具有点击排序功能的网站或咨询系统数据列示)的排名期间少于 3 个月;
- (8) 对基金、基金管理人单一指标排名的更新间隔少于 1 个月;
- (9) 对特定客户资产管理计划进行评价。

## (二) 基金销售监管的主要方式

1. 通过督察长监督、检查基金销售活动。按现行法规规定, 基金管理人的督察长应当检查基金募集期间基金销售活动的合法、合规情况, 并自基金募集行为结束之日起 10 日内编制专项报告, 予以存档备查。在基金持续销售期间, 基金管理人的督察长应当定期检查基金销售活动的合法合规情况, 在监察稽核季度报告中做专项说明, 并报送中国证监会。

2. 对基金销售适用性原则应用情况进行检查与指导。中国证监会及其各地方证监局在对基金销售活动进行现场检查时, 将对基金销售适用性相关的制度建设、推动实施、信息处理和历史记录等进行询问或检查, 发现存在问题的, 将对销售机构进行必要的指导。

3. 宣传推介材料的报备监管。当基金销售机构未按规定报送宣传推介材料、实际宣传推介材料和上报材料不一致及出现其他违规情形时, 中国证监会及其证监局将根据违规程度依法采取行政监管或行政处罚措施, 包括: 提示销售机构改正; 出具监管警示函; 对在 6 个月内连续两次被出具监管警示函仍未改正的销售机构, 在分发或公布基金宣传推介材料前, 应事先将材料报送中国证监会, 报送之日起 10 日后, 方可使用; 责令销售机构整改、暂停办理相关业务、立案调查; 对直接负责的基金销售机构高级管理人员和其他直接责任人员, 采取监管谈话、出具警示函、记入诚信档案、暂停履行职务、认定为不适宜担任相关职务者等行政监管措施, 或建议销售机构免除有关高管人员的职务。

## 三、基金信息披露的监管

各国(地区)基金市场产生和发展的历史表明, 信息披露是基金市场建立和发展的基础, 信息披露制度是基金市场管理制度的基石。自 1998 年我国首只基金成立以来, 监管部门一直很重视对基金信息披露的监管。迄今我国已初步建立了既接近国际惯例又符合我国实践的基金信息披露制度, 基金信息披露监管已成为监管部门的工作重点。

## (一) 主要监管部门及其相应的职责

目前对基金信息披露进行监管的部门主要是中国证监会及其各地方监管局、证券交易所。从职责划分看, 中国证监会主要负责起草修订基金信息披露规范, 对基金募集申请材料中的信息披露文件进行审核, 对存续期基金的信息披露行为进行日常监督, 指导各地方监管局和证券交易所的监管工作等等。中国证监会各地方监管局根据中国证监会的授权, 对辖区内基金管理公司管理的基金在存续期间的信息披露进行监管。沪、深证券交易所则主要负责监管上市基金的信息披露。

## (二) 基金信息披露监管的原则和目标

基金信息披露监管的原则是以制度形式保证基金做到信息披露的真实、准确、完整和及时, 最终实现最大限度保护基金份额持有人合法权益的监管目标。

## (三) 基金信息披露监管的主要内容

1. 建立健全基金信息披露制度规范。根据基金市场发展的需要不断完善基金信息披露规范, 是基金信息披露监管工作的重要组成部分。经过十多年的努力, 目前已形成以《证券投资基金信息披露管理办法》为原则指导、以《证券投资基金信息披露内容与格式准则》为指南、以《证券投资基金信息披露编报规则》为特别补充、以《证券投资基金信息披露 XBRL 标引规 (Taxonomy)》和基金信息披露 XBRL 模板为技术操作指引的基金信息披露规范体系。

2. 基金募集信息披露监管。募集信息披露监管主要指: 对基金招募说明书、基金合同、基金托管协议等基金募集申请材料进行审核, 对基金份额发售至基金合同生效期间的信息披露行为进行监管, 基金合同生效后对定期更新的基金招募说明书进行形式审查。

3. 基金存续期信息披露监管。基金存续期信息披露监管包括: 基金合同生效后, 监管机构对基金上市交易公告书、基金净值公告、定期报告以及临时报告等信息披露文件的监管, 重点在于相关文件披露的及时性、信息披露是否存在虚假记载、误导性陈述以及重大遗漏。近年来, 信息披露监管还针对报告期内发现的基金违反法规或违反基金合同的情况, 加大监

管力度, 使不诚信的行为公之于众, 通过披露手段提升基金管理公司的自律意识。

目前, 按照基金监管职责分工, 中国证监会各证监局主要协助中国证监会基金部对辖区内开放式基金(不含 ETF)的存续期信息披露进行监管, 包括对开放式基金存续期间的定期报告进行合规性检查并出具意见报告中国证监会, 对临时报告、澄清公告的披露进行日常监管。而证券交易所则按照《证券投资基金上市规则》, 对在交易所上市基金的信息披露行为进行监管。例如, 对上市基金的定期报告进行事前登记、事后审查, 对基金临时报告进行事前审查, 并定期向中国证监会报送基金信息披露监管工作总结。

4.信息披露违规处罚。法律法规对基金信息披露违法违规行为作了严格规定并制定了处罚制度。对于信息披露义务人违反法律法规或者基金合同约定, 给基金财产或者基金份额持有人造成损害的, 中国证监会将依据法律法规对违规机构及其相关人员进行处罚。对于违规机构, 处罚类别有责令改正、没收违法所得、罚款和承担赔偿责任等; 对于违规机构直接负责的主管人员和其他直接责任人员, 处罚类别有警告、暂停或者取消基金从业资格、罚款、追究刑事责任。

## 四、基金投资与交易行为的监管

中国证监会对基金投资与交易行为的监管主要涉及两个方面, 即对投资组合合规守信情况的监管和对基金管理公司内部投资、交易环节相关内部控制制度健全及执行情况的监管。

### (一) 对投资组合合规守信情况的监管

监督基金按照法律法规、基金合同的约定谨慎勤勉地进行投资运作, 是中国证监会对基金进行日常监管的重要内容, 具体涉及投资范围、投资比例、回购交易和投资限制等事项。根据《证券投资基金法》《证券投资基金运作管理办法》等有关方面的规定, 基金投资组合的投资运作应符合以下有关方面的规定:

#### 1.投资范围的主要规定。

(1) 股票基金应 60%以上的资产投资于股票, 债券基金应有 80%以上的资产投资于债券。

(2) 货币市场基金仅投资于货币市场工具, 不得投资于股票、可转换债券、剩余期限超 397 天的债券、信用等级在 AAA 级以下的企业债券、

国内信用等级在 AAA 级以下的资产支持证券、以定期存款利率为基准利率的浮动利率债券。

(3) 基金不得投资有锁定期但锁定期不明确的证券。货币市场基金、中短债基金不得投资流通受限证券。封闭式基金投资流通受限证券的锁定期不得超过封闭式基金的剩余存续期。

## 2. 基金投资交易比例的规定。

(1) 如果基金名称显示投资方向的, 应当有 80% 以上的非现金基金资产属于投资方向确定的内容。

(2) 一只基金持有一家上市公司的股票, 其市值不得超过基金资产净值的 10%; 同一基金管理人管理的全部基金持有一家公司发行的证券, 不得超过该证券的 10%。完全按照有关指数的构成比例进行证券投资的基金品种可以不受以上比例限制。因证券市场波动、上市公司合并、基金规模变动等基金管理人之外的因素致使基金投资不符合有关投资比例的, 基金管理人应当在 10 个交易日内进行调整。

(3) 基金财产参与股票发行申购, 单只基金所申报的金额不得超过该基金的总资产, 单只基金所申报的股票数量不得超过拟发行股票公司本次发行股票的总量。

(4) 开放式基金应当保持不低于基金资产净值 5% 的现金或者到期日在 1 年以内的政府债券, 以备支付基金份额持有人的赎回款项, 但中国证监会规定的特殊基金品种除外。

(5) 基金管理人应当自基金合同生效之日起 6 个月内使基金的投资组合比例符合基金合同的有关约定。

(6) 一家基金公司通过一家证券公司的交易席位买卖证券的年交易佣金, 不得超过其当年所有基金买卖证券交易佣金的 30% (新成立的基金管理公司, 自管理的首只基金成立后第二年起执行)。

## 3. 基金参与银行间同业拆借市场交易的主要规定。

(1) 在全国银行间同业拆借市场进行债券回购的资金金额不得超过基金资产净值的 40%。

(2) 基金在全国银行间同业拆借市场中的债券回购最长期限为 1 年, 债券回购到期后不得展期。

## 4. 投资限制方面的规定。基金财产不得用于下列投资或者活动:

(1) 承销证券。

(2) 向他人贷款或者提供担保。

(3) 从事承担无限责任的投资。

(4) 买卖其他基金份额, 但是国务院另有规定的除外。

(5) 向其基金管理人、基金托管人出资或者买卖其基金管理人、基金托管人发行的股票或者债券。



(6) 买卖与其基金管理人、基金托管人有控股关系的股东或者与其基金管理人、基金托管人有其他重大利害关系的公司发行的证券或者承销期内承销的证券。

(7) 从事内幕交易、操纵证券交易价格及其他不正当的证券交易活动。

(8) 有关法律、法规禁止的其他活动。

#### 5. 货币市场基金投资的主要规定。

(1) 所投资银行存款的存款银行应当是具有证券投资基金托管人资格、证券投资基金销售业务资格或合格境外机构投资者托管人资格的商业银行。存放在具有基金托管资格的同一商业银行的存款, 不得超过基金资产净值的 30%; 存放在不具有基金托管资格的同一商业银行的存款, 不得超过基金资产净值的 5%。投资于定期存款的比例, 不得超过基金资产净值的 30%。

(2) 投资组合的平均剩余期限在每个交易日均不得超过 180 天。

(3) 不得与基金管理人的股东进行交易, 不得通过交易上的安排人为降低投资组合平均剩余期限的真实天数。

(4) 除发生巨额赎回的情形外, 货币市场基金的投资组合中, 债券正回购的资金余额在每个交易日均不得超过基金资产净值的 20%。因发生巨额赎回致使货币市场基金债券正回购的资金余额超过基金资产净值 20% 的, 基金管理人应当在 5 个工作日内进行调整。

(5) 持有的剩余期限不超过 397 天但剩余存续期超过 397 天的浮动利率债券的摊余成本总计不得超过当日基金资产净值的 20%。不得投资于以定期存款利率为基准利率的浮动利率债券。

(6) 投资于同一公司发行的短期融资券及短期企业债券的比例, 合计不得超过基金资产净值的 10%。因市场波动、基金规模变动等基金管理人之外的因素致使基金投资不符合上述比例的, 基金管理人应当在 10 个工作日内调整完毕。投资于同一商业银行发行的次级债的比例不得超过基金资产净值的 10%。

(7) 不得投资于股票、可转换债券、剩余期限超过 397 天的债券、信用等级在 AAA 级以下的企业债券等金融工具。

#### 6. 基金参与股指期货交易的主要规定。

(1) 基金参与股指期货交易, 应当根据风险管理的原则, 以套期保值为目的, 保本基金及中国证监会批准的特殊基金品种除外。

(2) 股票基金、混合基金及保本基金可以按照法规规定参与股指期货交易, 债券基金、货币市场基金不得参与股指期货交易。

(3) 基金参与股指期货交易, 除另有规定或批准的特殊基金品种外, 应遵守下列要求:



①基金在任何交易日日终, 持有的买入股指期货合约价值不得超过基金资产净值的 10%

②开放式基金在任何交易日日终, 持有的买入期货合约价值与有价证券市值之和, 不得超过基金资产净值的 95%。封闭式基金、开放式指数基金(不含增强型)、交易型开放式指数基金(ETF)在任何交易日日终, 持有的买入期货合约价值与有价证券市值之和不得超过基金资产净值的 100%。

③基金在任何交易日日终, 持有的卖出期货合约价值不得超过基金持有的股票总市值的 20%。

④基金所持有的股票市值和买入、卖出股指期货合约价值, 合计轧差计算)应当符合基金合同关于股票投资比例的有关约定。

⑤基金在任何交易日内交易(不包括平仓)的股指期货合约的成交金额不得超过上一交易日基金资产净值的 20%。

⑥开放式基金(不含 ETF)每个交易日日终在扣除股指期货合约需缴纳的交易保证金后, 应当保持不低于基金资产净值 5% 现金或到期日在 1 年以内的政府债券。封闭式基金、ETF 每个交易日日终在扣除股指期货合约需缴纳的交易保证金后, 应当保持不低于交易保证金 1 倍的现金。

⑦保本基金参与股指期货交易不受上述限制, 但应当符合基金合同约定的保本策略和投资目标, 且每日所持期货合约及有价证券的最大可能损失不得超过基金净资产扣除用于保本部分资产后的余额。担保机构应当充分了解保本基金的股指期货交易策略和可能损失, 并在担保协议中作出专门说明。

因证券期货市场波动、基金规模变动等基金管理人之外的因素致使基金投资比例不符合上述要求的, 基金管理人应当在 10 个交易日之内调整完毕。

## (二) 对基金管理公司内部投资、交易环节相关内部控制制度健全及执行情况的监管

2002 年年底, 中国证监会发布《证券投资基金管理公司内部控制指导意见》, 并于 2003 年开始实施。该指导意见对证券投资基金投资管理的程序、决策过程、投资相关环节、部门和人员的配置、相关人员的责任、权利和义务做了具体而明确的规定。具体说来, 在投资管理方面, 该指导意见要求建立投资对象备选库制度, 强调研究部门应根据基金合同要求, 在充分研究的基础上建立和维护备选库。在投资决策方面, 要求健全投资决

策授权制度, 明确界定投资权限, 严格遵守投资限制, 防止越权决策。投资决策应当有充分的投资依据, 其中明确了进行重要投资要有详细的研究报告和风险分析支持, 并有决策记录。

2007 年年底, 中国证监会发布《证券投资基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》。该办法要求基金管理公司应公平地对待所管理的不同资产, 建立有效的异常交易日常监控制度, 并定期向中国证监会报告。该办法规定, 除完全按照有关指数的构成比例进行证券投资的投资组合外, 严格禁止同一投资组合或不同投资组合之间在同一交易日内进行反向交易及其他可能导致不公平交易和利益输送的交易行为。该办法还规定, 基金管理公司从事特定资产管理业务, 应设立专门的业务部门, 投资经理与证券投资基金的基金经理的办公区域应严格分离, 并不得相互兼任。

2008 年 3 月, 中国证监会发布《证券投资基金管理公司公平交易制度指导意见》, 旨在进一步明确基金管理公司公平对待不同组合所应遵循的具体原则和方法。该意见提出, 基金管理公司应建立科学的投资决策体系, 通过客观充分的研究、确立并维护全公司以及不同组合的投资对象备选库和交易对手备选库、严格投资授权等程序, 实现决策的客观性和独立性, 在决策环节上保障各类组合得到公平对待。同时, 基金管理公司应实行集中交易制度, 建立和完善交易分配制度, 确保各组合享有公平的交易执行机会。基金管理公司公平交易制度的完善程度, 将作为监管部门评判公司诚信水平和规范程度、进行日常监管及做出行政许可的重要依据。

### (三) 基金投资交易监管的方式及违规处罚

目前, 中国证监会主要通过基金托管银行和证券交易所提交的定期、不定期报告掌握基金投资运作的合规守信情况, 并据以对重大违规问题进行处罚。同时, 中国证监会还根据托管银行、交易所、中国结算公司等机构报送的内部监管数据以及公开披露的基金信息等, 建立了基金投资监控的预警系统和分析系统, 以及时掌握基金投资状况及相关风险。

首先, 通过基金托管银行实现对基金投资的监管。当基金出现违反法律法规以及基金合同约定的事项时, 基金托管银行对基金管理人进行提示, 并给中国证监会提交临时报告, 中国证监会据以进行处理。另外, 托管银行还定期向中国证监会报送基金持仓日报、基金投资监控周报, 使中国证监会能实时掌握基金投资情况。针对公司存在的违规事项和风险事项, 中国证监会进一步加强对基金信息披露的监管以及对公司内部控制执行情况的现场检查。

其次, 通过交易所实现对基金交易的实时监控。目前, 证券交易所按

中国证监会要求建立基金交易监控体系, 重点监控以下涉嫌违法违规的交易行为: 单只基金的异常交易、同一基金管理公司不同基金或账户间的异常交易、不同基金管理公司账户间的异常交易、基金同股东等关联方账户间的异常交易、基金同可疑账户的异常交易、基金管理公司股东账户的异常交易等。此外, 交易所还监控基金买卖高风险股票的行为。交易所在日常监控中发现基金异常交易行为时将向中国证监会报告。

对于基金管理公司在基金投资过程中出现的违规失信行为, 中国证监会将依法对基金管理公司及相关责任人采取记入诚信档案等行政监管措施, 甚至采取行政处罚; 给基金财产或投资者造成损失的, 将由托管银行督促基金管理公司进行赔偿。监管部门将视投资交易违规情节的严重程度作出不同程度的处理。如属于偶然操作失误, 证券投资基金交易过程中存在少量的不规范交易行为, 由交易所及时电话通知, 给予提醒。如果交易金额较大, 且影响到其他投资者的市场判断, 交易所将向监管部门专项汇报; 监管部门根据情况决定是否进行调查, 也可直接约见基金管理公司高级管理人员进行谈话提醒。如果证券投资基金在投资过程中, 存在重大投资失误, 或涉嫌操纵市场价格, 或基金管理人进行重大关联交易, 或涉嫌用基金资产牟取个人私利, 或基金管理人存在重大渎职行为, 给基金持有人利益造成损害, 监管部门将进行专门调查。根据调查结果, 决定是否移交稽查部门立案调查。根据《证券投资基金法》及其他有关规定, 监管部门可以停止基金管理人的资格, 对从业人员可以给予暂停甚至取消从业资格、罚款、市场禁入等处罚。

## 第五节 基金行业高级管理人员和投资管理人员

### 监管

基金管理行业的最大特点是受人之托、代人理财。其委托代理机制强化了社会分工, 提高了投资效率, 但也可能产生严重的道德风险。因此, 需要保证基金行业高级管理人员、投资管理人员在公司运作和投资管理的决策与执行过程中, 始终以基金份额持有人利益最大化为唯一目标。

#### 一、基金行业高级管理人员监督

基金行业高级管理人员是指基金管理公司的董事长、总经理、副总经理、督察长以及实际履行上述职务的其他人员, 基金托管银行基金托管部门的总经理、副总经理以及实际履行上述职务的其他人员。

## (一) 加强对基金行业高级管理人员监管的重要性

把对基金高级管理人员的监管与业务监管结合起来, 齐抓共管, 具有重要的意义:

1. 有利于规范基金管理公司的运作, 保护基金份额持有人利益。
2. 有利于提高基金高级管理人员的执业素质, 加强职业道德教育, 促进其自律意识的发挥。
3. 有利于防范基金管理公司的经营风险, 及时发现、堵塞经营管理中的漏洞。
4. 有利于实现信息资源的高效集中与共享, 为全面、科学、动态的监管决策提供依据。

## (二) 对基金行业高级管理人员的资格管理

由于基金行业高级管理人员的素质高低直接关系到基金业的健康发展, 因此, 各国(地区)大都对基金行业高级管理人员实行了不同程度的资格管理。通常的管理手段包括资格考试、注册制度、持续教育计划和建立高级管理人员档案等。总的来说, 市场化程度越高的国家(地区), 其直接的人员监管手段使用得越少。激烈的市场竞争在很大程度上消化了监管的重负, 基金行业高级管理人员为赢得市场认同“惜名如金”, 因为任何一次侥幸心理都可能毁掉其苦心经营的职业生涯。这种市场声誉机制对于遏制基金行业高级管理人员的道德风险、促使其行为长期化起到了重要作用。尽管我国基金业发展的时间不长, 但目前我国对基金行业高级管理人员的资格管理也日趋成熟。按现行法规规定, 基金行业高级管理人员的选任或改任, 应报经中国证监会审核。基金管理公司的董事长和基金经理的任免, 也应当向中国证监会报告。基金管理公司董事的任免, 也应当向中国证监会报告。

1. 高级管理人员任职资格。申请高级管理人员任职资格应当具备下列条件:

- (1) 取得基金从业资格。
- (2) 通过中国证监会或者其授权机构组织的高级管理人员证券投资法律知识考试。
- (3) 具有 3 年以上基金、证券、银行等金融相关领域的工作经历及与拟任职务相适应的管理经历。督察长还应当具有法律、会计、监察、稽核、风险管理、审计等工作经历。

(4) 没有《公司法》《证券投资基金法》等法律、行政法规规定的不得担任公司董事、监事、经理和基金从业人员的情形。

(5) 最近 3 年没有受到证券、银行、工商和税务等行政管理部門的行政处罚。

2. 独立董事任职资格。法规对基金管理公司独立董事提出了较高要求, 包括:

(1) 具有 5 年以上金融、法律或者财务的工作经历。

(2) 有履行职责所需要的时间。

(3) 最近 3 年没有在拟任职的基金管理公司及其股东单位、与拟任职的基金管理公司存在业务联系或者利益关系的机构任职。

(4) 与拟任职的基金管理公司的高级管理人员、其他董事、监事、基金经理、财务负责人没有利害关系。

(5) 直系亲属不在拟任职的基金管理公司任职。

(6) 没有《公司法》《证券投资基金法》等法律、行政法规规定的不得担任公司董事、监事、经理和基金从业人员的情形。

(7) 最近 3 年没有受到证券、银行、工商和税务等行政管理部門的行政处罚。

### (三) 基金行业高级管理人员的基本行为规范

市场准入仅仅是对高级管理人员监管的第一步, 要保证基金行业高级管理人员在公司运作的实际过程中诚实守信、勤勉尽责, 就必须结合公司的日常运作, 加强对高级管理人员基本行为的规范。基金行业高级管理人员的基本行为规范包括:

1. 高级管理人员应当维护所管理基金的合法利益, 在基金份额持有人的利益与基金管理公司、基金托管银行的利益发生冲突时, 应当坚持基金份额持有人利益优先的原则。高级管理人员不得从事或者配合他人从事损害基金份额持有人利益的活动, 不得从事与所服务的基金管理公司或者基金托管银行合法利益相冲突的活动。

2. 高级管理人员应当具有良好的职业道德, 勤勉尽责, 切实履行基金合同、公司章程和公司制度规定的职责, 不得滥用职权, 不得违反规定授权他人代为履行职务, 不得利用职务之便牟取私利, 未经规定程序不得离职。

3. 基金管理公司董事应当按照公司章程的规定出席董事会会议、参加公司的活动, 切实履行职责。独立董事应当审慎和客观地发表独立意见, 切实保护基金份额持有人的合法权益。



4.基金管理公司总经理应当认真执行董事会决议,有效执行公司制度,防范和化解经营风险,提高经营管理效率,确保经营业务的稳健运行和所管理的基金财产安全完整,促进公司持续、稳定、健康发展。基金管理公司副总经理应当协助总经理工作,忠实履行职责。

5.基金管理公司督察长应当认真履行职责,对公司各项制度、业务的合法合规性及公司内部控制制度的执行情况进行监察、稽核。

6.基金托管银行基金托管部门的总经理、副总经理应当建立、健全本部门的各项业务制度和管理制度,确保本部门切实履行托管人职责,监督基金管理人的投资运作,保障基金财产的独立与完整。

7.高级管理人员和基金管理公司董事应当加强业务学习,跟踪行业发展动态,按照中国证监会的规定参加业务培训,不断提高管理水平和专业技能。

#### (四) 对基金管理公司督察长的监督管理

督察长是监督检查基金和基金管理公司运作的合法合规情况及公司内部风险控制情况的高级管理人员。督察长由总经理提名,董事会聘任,并应经全体独立董事同意。

1.督察长的职责。督察长负责组织指导公司监察稽核工作,其履行职责的范围涵盖基金及公司运作的业务环节。督察长的主要职责包括:

(1) 重点关注基金销售、投资、信息披露、运营各环节是否符合法律法规规定和基金合同约定,是否存在损害基金投资人利益行为和操纵市场等违法行为,重点关注基金管理公司的资产是否安全完整等。

(2) 监督检查基金管理公司内部风险控制情况,重点关注基金管理公司是否建立健全和有效执行各项规章制度,公司是否对各项业务制定和实施相应的风险控制制度。

(3) 对基金管理公司推出新产品、开展新业务的合法合规性问题提出意见。

(4) 关注基金管理公司员工的合规与风险意识,促进公司内部风险控制水平的提高及合规文化的形成。

(5) 指导、督促公司妥善处理投资人的重大投诉,保护投资人的合法权益。

(6) 定期或者不定期向基金管理公司的全体董事报送工作报告。

(7) 发现基金及公司运作中存在问题时,及时告知基金管理公司总经理和相关业务负责人,提出处理意见和整改建议,并监督整改措施的制定和落实;公司总经理对存在问题不整改或者整改未达到要求的,督察长



应向公司董事会、中国证监会及相关派出机构报告。

(8) 发现基金及公司发生违法违规行为, 基金及公司存在重大经营风险或者隐患等情况时, 及时向公司董事会、中国证监会及相关派出机构报告。

2. 督察长的执业素质和行为规范。督察长应具备有关法律法规规定的任职条件, 并有 3 年以上监察稽核、风险管理或者证券、法律、会计、审计等方面的业务工作经历, 诚实信用, 具有良好的品行和职业操守记录。

督察长履行职责应保持充分的独立性, 对基金及公司运作的合法合规情况以及公司内部风险控制情况做出独立、客观、公正的判断, 对与督察长本人有利益冲突的事项应当回避。督察长不得屈从于任何股东、董事、高级管理人员的压力或者受其他机构和个人的不当影响, 对侵害基金份额持有人利益的指令或者授意应当予以拒绝, 并及时向中国证监会及相关派出机构报告。

督察长不得有下列行为: 擅离职守, 无故不履行职责; 违反规定授权他人代为履行职责; 兼任可能影响其独立性的职务或者从事可能影响其独立性的活动; 对基金及公司运作中存在的违法违规行为或者重大风险隐患隐瞒不报或者做出虚假报告; 利用履行职责之便牟取私利; 滥用职权, 干预基金及公司的正常经营运作; 其他损害基金份额持有人或者公司利益的行为。

## (五) 对高级管理人员的监管手段

1. 高级管理人员所在单位以及监管部门的考核。法规规定, 基金管理公司和基金托管银行应当建立高级管理人员考核制度, 定期对高级管理人员进行考核, 建立考核档案。中国证监会定期或者不定期对高级管理人员考核档案进行检查, 对高级管理人员守法合规情况进行考核。基金管理公司还应建立对投资管理人的考核体系, 客观、科学地评价投资管理绩效。

对基金管理公司的督察长, 中国证监会将不定期组织相关法律法规及业务知识的培训和考试, 并将培训情况及考试成绩记入公司及督察长监管档案。督察长连续两次考试成绩不合格的, 中国证监会可建议公司董事会免除其职务。

2. 督察长发现异常情况及时报告。法规规定, 当出现以下可能影响高级管理人员或投资管理人正常履行职务的情形之一时, 督察长应当在知悉该信息之日起 3 个工作日内向中国证监会报告:

(1) 高级管理人员、投资管理人员因涉嫌违法违规被有关机关调查或者处理。

(2) 高级管理人员辞职、离职、丧失民事行为能力或者因其他原因不能履行职务。

(3) 高级管理人员拟因私出境 1 个月以上或者出境逾期未归, 投资管理人员拟离开工作岗位 1 个月以上。

(4) 高级管理人员直系亲属拟移居境外或者已在境外定居。

(5) 高级管理人员、投资管理人员在非经营性机构兼职等。

(6) 其他可能影响高级管理人员、投资管理人员正常履行职务的情形。

3. 中国证监会出具警示函, 进行监管谈话。当基金管理公司、基金托管银行基金托管部门或者其高级管理人员有以下情形之一的, 中国证监会依法对相关高级管理人员出具警示函、进行监管谈话:

(1) 业务活动可能严重损害基金财产或者基金份额持有人的利益。

(2) 基金管理公司的治理结构、内部控制制度或者基金托管银行基金托管部门的内部控制制度不健全、执行不力, 导致出现或者可能出现重大隐患, 可能影响其正常履行基金管理人、基金托管人职责。

(3) 违反诚信、审慎、勤勉、忠实义务。

(4) 中国证监会根据审慎监管原则规定的其他情形。

4. 中国证监会建议任职机构暂停或者免除职务。当高级管理人员有以下情形之一的, 中国证监会可以建议任职机构暂停或者免除其职务:

(1) 高级管理人员最近 1 年内被中国证监会出具警示函、进行监管谈话 2 次以上, 或者在收到警示函、被监管谈话后不按照规定整改。

(2) 最近 1 年内受到行业协会纪律处分、证券交易所公开谴责 2 次以上。

(3) 擅离职守。

(4) 向中国证监会提供虚假信息、隐瞒重大事项, 或者拒绝配合中国证监会履行监管职责的。

(5) 中国证监会规定的其他情形。法规规定, 对因上述情况被免职未满 2 年的人员, 基金管理公司及基金托管银行不得聘用其担任高级管理人员。

5. 离任审计、离任审查。法规规定, 基金管理公司应当建立高级管理人员、董事和基金经理的离任制度, 对离任审计、离任审查等事项做出规定。基金托管银行应当建立基金托管部门高级管理人员的离任制度, 对离任审计、离任审查等事项做出规定。基金管理公司董事长、总经理离任的, 公司应当立即聘请具有从事证券相关业务资格的会计师事务所进行离任审计。基金管理公司副总经理、督察长、基金经理离任的, 公司应当立即

对其进行离任审查。基金托管部门高级管理人员离任的, 基金托管银行应当立即对其进行离任审查。审计报告和审查报告应当报送中国证监会。在离任审计或者离任审查期间, 不得到其他基金管理公司、基金托管银行基金托管部门任职。

6.违法违规处理。法规规定, 高级管理人员、基金管理公司的董事或者基金经理违反法律、行政法规和中国证监会的规定, 依法应予行政处罚的, 依照有关规定进行处罚; 涉嫌犯罪的, 依法移送司法机关, 追究刑事责任。高级管理人员违反法律、行政法规和中国证监会的规定, 情节严重的, 依法暂停或者吊销高级管理人员任职资格。

## 二、基金管理公司投资管理人员监管

基金管理公司投资管理人员, 是指在公司负责基金投资、研究、交易的人员以及实际履行相应职责的人员。具体包括: 公司投资决策委员会成员, 公司分管投资、研究、交易业务的高级管理人员, 公司投资、研究、交易部门的负责人, 基金经理, 基金经理助理等。

### (一) 基金经理的任职资格

基金经理的任职应具备以下条件:

- 1.取得基金从业资格。
- 2.通过中国证监会或者其授权机构组织的证券投资法律知识考试。
- 3.具有 3 年以上证券投资管理经历。
- 4.没有《公司法》《证券投资基金法》等法律、行政法规规定的不得担任公司董事、监事、经理和基金从业人员的情形。
- 5.最近 3 年没有受到证券、银行、工商和税务等行政管理部门的行政处罚。

### (二) 基金经理注册制度

基金经理注册制度自 2009 年 4 月 1 日开始实施。按规定, 基金经理在任职前应当通过中国证监会或其授权机构组织的证券投资法律知识考试, 并通过所任职公司向中国证券业协会申请注册。基金经理发生变动的应当在规定时间内向中国证券业协会申请注册变更。公司不得聘用未通过证券投资法律知识考试、未在中国证券业协会注册的人员担任基金经理。

### (三) 投资管理人员的基本行为规范

1. 投资管理人员应当维护基金份额持有人的利益, 在基金份额持有人的利益与公司、股东及与股东有关联关系的机构和个人等的利益发生冲突时, 投资管理人员应当坚持基金份额持有人利益优先的原则, 不得利用基金财产或利用管理基金份额之便向任何机构和个人进行利益输送, 不得从事或者配合他人从事损害基金份额持有人利益的活动。

2. 投资管理人员应当严格遵守法律、行政法规、中国证监会规定及基金合同的规定、执行行业自律规范和公司各项规章制度, 不得为了基金业绩排名等实施拉抬尾市、打压股价等损害证券市场秩序的行为, 或者进行其他违反规定的操作。

3. 投资管理人员应当恪守职业道德, 信守对基金份额持有人、监管机构和公司作出的承诺, 不得从事与履行职责有利益冲突的活动。

4. 投资管理人员应当独立、客观地履行职责, 在作出投资建议或者进行投资活动时, 不受他人干预, 在授权范围内就投资、研究等事项作出客观、公正的独立判断。

5. 投资管理人员应当公平对待不同基金份额持有人, 公平对待基金份额持有人和其他资产委托人, 不得在不同基金财产之间、基金财产和其他受托资产之间进行利益输送。

6. 投资管理人员应当树立长期、稳健、对基金份额持有人负责的理念, 审慎签署并认真履行聘用合同。

7. 投资管理人员应当牢固树立合规意识和风险控制意识, 强化投资风险管理, 提高风险管理水平, 审慎开展投资活动。

8. 投资管理人员应当加强学习, 接受职业培训, 熟悉与证券投资基金有关的政策法规及相关业务知识, 不断提高专业技能。

### (四) 基金管理公司对投资管理人员的日常管理

现行法规详细规定了基金管理公司对投资管理人员的管理职责, 主要包括:

1. 建立健全聘用制度及离任管理制度。

(1) 公司应当建立科学合理的投资管理人员聘用制度, 对投资管理人员的聘任条件、聘任程序、聘任期限等作出明确规定。公司在聘任投资管理人员时, 应当充分了解拟任人选的工作背景、遵纪守法情况、诚信情况、从业资格、业务素质、工作能力及工作变动情况等, 对其能否胜任拟

任职岗位进行认真评估, 审慎作出聘用决定。公司聘用投资管理人员应签订聘用合同。公司应按照相关法律法规和规章的要求, 结合基金行业的特点认真研究、制订聘用合同的各项内容, 对双方的权利、义务、投资管理人员的聘任期限、投资管理目标与考核、保密事项、竞业禁止事项、违约条款等方面进行详细约定。

(2) 公司应当加强对投资管理人员离职的管理, 对投资管理人员解聘、辞职的程序、工作交接、离任审查等作出明确规定。公司应当依照有关规定及时对拟离职投资管理人员进行离任审查, 自其离职之日起 30 个工作日内为其出具工作经历证明及真实客观的离任审查报告或鉴定意见, 并采取切实有效的措施, 确保投资业务正常进行。投资管理人员提出辞职时, 应当按照聘用合同约定的期限提前向公司提出申请, 并积极配合有关部门完成工作移交。已提出辞职但尚未完成工作移交的, 投资管理人员应认真履行各项义务, 不得擅自离职; 已完成工作移交的投资管理人员应当按照聘用合同的规定, 认真履行保密、竞业禁止等义务。

(3) 公司应当及时披露基金经理的变更情况, 自公司作出决定之日起 2 日内对外公告, 并将任免材料报中国证监会相关派出机构。公司对外公告基金经理变更情况时, 至少应当包括以下内容: 基金经理变更原因; 新任基金经理的基本情况、工作经历、是否曾被监管机构予以行政处罚或采取行政监管措施, 如管理过公募基金还应详细列明其管理基金的名称及管理时间。基金经理应当督促公司及时披露本人任免情况。

(4) 公司聘用短期内频繁变更工作岗位的投资管理人员, 应当对其以往诚信记录等进行尽职调查, 并在签订聘用合同前书面报告中国证监会及相关派出机构, 说明尽职调查情况与拟聘用的理由。公司不得聘用从其他公司离任未满 3 个月的基金经理从事投资、研究、交易等相关业务。基金经理管理基金未满 1 年的, 公司不得变更基金经理。如有特殊情况需要变更的, 应当向中国证监会及相关派出机构书面说明理由。

## 2. 建立健全投资和研究内部控制制度和风险控制机制。

(1) 公司应当完善并严格实行投资分析和投资决策机制, 加强研究对投资决策的支持, 防止投资决策的随意性。公司应当建立完善投资授权制度, 明确界定投资权限, 防止投资管理人员越权从事投资活动。

(2) 公司应当建立健全投资风险控制机制, 设立专门机构, 配备专门人员, 制定相应的风险处置预案。

(3) 公司应当建立公平交易制度, 明确公平交易的原则及实施措施, 对反向交易、交叉交易及其他可能导致不公平交易和利益输送的异常交易行为加强跟踪监测、及时分析并按规定履行报告义务。公司在投资管理人员安排方面应当公平对待基金和其他委托资产。

## 3. 建立健全信息管理及保密制度。投资管理人员应当严格遵守公司信



息管理的有关规定以及聘用合同中的保密条款,不得利用未公开信息为自己或者他人谋取利益,不得违反有关规定向公司股东、与公司有业务联系的机构、公司其他部门和员工传递与投资活动有关的未公开信息。

4.建立健全记录和档案管理制度。基金投资标的物备选库的建立及变更、主要投资决策等事项应当有充分的依据和完整的记录,并按照规定期限予以保存。

5.建立健全利益冲突管理制度。公司应当加强对投资管理人员直接或者间接股权投资及其直系亲属投资等可能导致个人利益冲突行为的管理,按照基金份额持有人利益优先的原则,建立相关申报、登记、审查、管理、处置制度,防止因投资管理人员的股权投资行为影响基金的正常投资、损害基金份额持有人的利益。投资管理人员不得直接或间接为其他任何机构和个人进行证券投资活动,不得直接或间接接受证券公司、投资公司、上市公司等其他任何机构和个人提供的礼金、旅游服务等各种形式的利益。投资管理人员履行职责时,对可能产生个人利益冲突的情况应当及时向公司报告。除法律、行政法规另有规定外,公司员工不得买卖股票;直系亲属买卖股票的,应当及时向公司报备其账户和买卖情况。公司所管理基金的交易与员工直系亲属买卖股票的交易应当避免利益冲突。

6.建立健全对外宣传管理制度。公司应当加强对投资管理人员参与与履行职责有关的社会活动及会议的管理。未经公司允许,投资管理人员不得以公司或个人名义参加与履行职责有关的社会活动或会议。公司应当加强投资管理人员对外公开发表与基金投资有关言论的管理。投资管理人员不得误导、欺诈基金份额持有人,不得对基金业绩进行不实的陈述。

7.建立健全通信管理制度。公司应当加强对各类通信工具的管理,公司固定电话应进行录音,交易时间投资管理人员的移动电话、掌上电脑等移动通讯工具应集中保管,MSN、QQ 等各类即时通信工具和电子邮件应实施全程监控并留痕,录音、即时通信、电子邮件等资料应当保存 5 年以上。

8.建立健全代理人管理制度。公司应当加强对投资管理人员代表基金份额持有人对外行使权利的管理,制定相关制度,明确相应程序。投资管理人员受公司委托,以基金份额持有人的名义行使权利时应当遵守有关规定,不得利用履行职责之便获取不正当利益。

9.建立健全合规培训制度。公司应当加强对投资管理人员的合规教育,定期进行合规培训,提高其合规意识。每个投资管理人员每年接受合规培训的时间不得少于 20 小时。

10.建立健全代行职责制度。公司应当加强对其他人员代为履行投资管理人员职责的程序、职责范围等的管理。公司的紧急应变制度中应当包含投资管理人员不能正常履行职责时的处理方案,以保障基金财产不受损失。

公司应当严格执行其他人员代为履行基金经理职责的规定, 不得违反规定以任何理由安排不符合基金经理任职条件的人员实际履行基金经理职责。拟由其他人员代为履行基金经理职责时间超过 30 日的, 公司应当自决定之日起 3 个工作日内报告中国证监会相关派出机构, 并进行相关信息披露。

此外, 法规还要求基金管理公司建立客观、科学的投资管理绩效制度, 不断完善处境管理等制度。

## (五) 中国证监会的监管措施

1. 督察长遇到异常及时报告。按规定, 投资管理人员有下列情形之一的, 督察长应当在知悉该信息之日起 3 个工作日内向中国证监会相关派出机构报告:

- (1) 因涉嫌违法违规被有关机关调查或者处理;
- (2) 拟离开工作岗位 1 个月以上;
- (3) 在其他非经营性机构兼职;
- (4) 其他可能影响投资管理人员正常履行职责的情形。

如基金经理有上述情形的, 基金管理公司应当暂停或免去其基金经理职务。

2. 日常监管及违规时的处理。

(1) 日常监管。中国证监会及相关派出机构建立投资管理人员监管档案, 对投资管理人员的诚信状况、执业行为、任职和离职情况进行跟踪记录, 对基金经理进行任职谈话和离职谈话, 对变更频繁的投资管理人员及频繁调整基金经理的公司进行重点关注。对疏于投资管理人员管理、专业人员明显不足、基金经理调整频繁的公司, 中国证监会将对公司新业务的拓展和新产品的发行申请予以审慎对待。发现公司聘用不符合条件的基金经理, 将责令公司进行调整。

(2) 投资管理人员违规时的行政监管措施。投资管理人员违反诚信原则和职业道德、频繁变换公司、未能勤勉尽责的, 中国证监会将视情节采取记入诚信档案、监管谈话、出具警示函、暂停履行职务、认定为不适宜担任相关职务者等行政监管措施。

# 第十一章 证券组合管理理论

## 第一节 证券组合管理概述

证券组合管理理论最早由美国著名经济学家哈理·马柯威茨于 1952 年系统提出。在此之前, 偶尔有人也曾曾在论文中提出过组合的概念, 但经济学家和投资者一般仅致力于对个别投资对象的研究和管理。自此以后, 经济学家们一直在利用数量化方法不断丰富和完善组合管理的理论和实际投资管理方法, 并使之成为投资学中的主流理论之一。

### 一、证券组合的含义和类型

投资学中的“组合”一词通常是指个人或机构投资者所拥有的各种资产的总称。如果没有特别的说明, 证券组合是指个人投资者或机构投资者所持有的各种有价证券的总称, 通常包括各种类型的债券、股票及存款单等。

证券组合按不同的投资目标可以分为避税型、收入型、增长型、收入和增长混合型、货币市场型、国际型及指数化型等。

避税型证券组合通常投资于市政债券, 这种债券免交联邦税, 也常常免交州税和地方税。

收入型证券组合追求基本收益(即利息、股息收益)的最大化。能够带来基本收益的证券有付息债券、优先股及一些避税债券。

增长型证券组合以资本升值(即未来价格上升带来的价差收益)为目标。投资于此类证券组合的投资者往往愿意通过延迟获得基本收益来求得未来收益的增长。这类投资者很少会购买分红的普通股, 投资风险较大。

收入和增长混合型证券组合试图在基本收入与资本增长之间达到某种均衡, 因此也称为均衡组合。两者的均衡可以通过两种组合方式获得: 一种是使组合中的收入型证券和增长型证券达到均衡; 另一种是选择那些既能带来收益, 又具有增长潜力的证券进行组合。

货币市场型证券组合是由各种货币市场工具构成的, 如国库券、高信用等级商业票据等, 安全性很强。

国际型证券组合投资于海外不同国家, 是组合管理的时代潮流。实证研究结果表明, 这种证券组合的业绩总体上强于只在本土投资的组合。

指数化型证券组合模拟某种市场指数。信奉有效市场理论的机构投资者

者通常会倾向于这种组合, 以求获得市场平均的收益水平。根据模拟指数的不同, 指数化型证券组合可以分为两类: 一类是模拟内涵广大的市场指数; 另一类是模拟某种专业化的指数, 如道-琼斯公用事业指数。

## 二、证券组合管理的意义和特点

证券组合管理的意义在于采用适当的方法选择多种证券作为投资对象, 以达到在一定预期收益的前提下投资风险最小或在控制风险的前提下投资收益最大化的目标, 避免投资过程的随意性。

证券组合管理特点主要表现在两个方面:

1. 投资的分散性。证券组合理论认为, 证券组合的风险随着组合所包含证券数量的增加而降低, 尤其是证券间关联性极低的多元化证券组合可以有效地降低非系统风险, 使证券组合的投资风险趋向于市场平均风险水平。因此, 组合管理强调构成组合的证券应多元化。

2. 风险与收益的匹配性。证券组合理论认为, 投资收益是对承担风险的补偿。承担风险越大, 收益越高; 承担风险越小, 收益越低。因此, 组合管理强调投资的收益目标应与风险的承受能力相适应。

## 三、证券组合管理的方法和基本步骤

### (一) 证券组合管理的方法

根据组合管理者对市场效率的不同看法, 其采用的管理方法可大致分为被动管理和主动管理两种类型。

所谓被动管理方法, 指长期稳定持有模拟市场指数的证券组合以获得市场平均收益的管理方法。采用此种方法的管理者认为, 证券市场是有效市场, 凡是能够影响证券价格的信息均已在当前证券价格中得到反映。也就是说, 证券价格的未来变化是无法估计的, 以至任何企图预测市场行情或挖掘定价错误的证券, 并借此频繁调整持有证券的行为无助于提高期望收益, 只会浪费大量的经纪佣金和精力。因此, 他们坚持“买入并长期持有”的投资策略。但这并不意味着他们无视投资风险而随便选择某些证券进行长期投资。恰恰相反, 正是由于承认存在投资风险并认为组合投资能够有效降低公司的特定风险, 所以他们通常购买分散化程度较高的投资组合, 如市场指数基金或类似的证券组合。

所谓主动管理方法, 指经常预测市场行情或寻找定价错误的证券, 并

借此频繁调整证券组合以获得尽可能高的收益的管理方法。采用此种方法的管理者认为, 市场不总是有效的, 加工和分析某些信息可以预测市场行情趋势和发现定价过高或过低的证券, 进而对买卖证券的时机和种类做出选择, 以实现尽可能高的收益。

## (二) 证券组合管理的基本步骤

组合管理的目标是实现投资收益的最大化, 也就是使组合的风险和收益特征能够给投资者带来最大满足。具体而言, 就是使投资者在获得一定收益水平的同时承担最低的风险, 或在投资者可接受的风险水平之内使其获得最大的收益。不言而喻, 实现这种目标有赖于有效和科学的组合管理内部控制。从控制过程来看, 证券组合管理通常包括以下几个基本步骤:

1. 确定证券投资政策。证券投资政策是投资者为实现投资目标应遵循的基本方针和基本准则, 包括确定投资目标、投资规模和投资对象以及应采取的投资策略和措施等。投资目标是指投资者在承担一定风险的前提下, 期望获得的投资收益率。由于证券投资属于风险投资, 而且风险和收益之间呈现出一种正相关关系, 所以, 证券组合管理者如果把只能赚钱不能赔钱定为证券投资的目标, 是和不客观的。客观和合适的投资目标应该是在盈利的同时也承认可能发生的亏损。因此, 投资目标的确定应包括风险和收益两项内容。投资规模是指用于证券投资的资金数量。投资对象是指证券组合管理者准备投资的证券品种, 它是根据投资目标确定的。确定证券投资政策是证券组合管理的第一步, 它反映了证券组合管理者的投资风格, 并最终反映在投资组合所包含的金融资产类型特征上。

2. 进行证券投资分析。证券投资分析是证券组合管理的第二步, 是指对证券组合管理第一步所确定的金融资产类型中个别证券或证券组合的具体特征进行的考察分析。这种考察分析的一个目的是明确这些证券的价格形成机制和影响证券价格波动的诸因素及其作用机制; 另一个目的是发现那些价格偏离其价值的证券。

3. 构建证券投资组合。构建证券投资组合是证券组合管理的第三步, 主要是确定具体的证券投资品种和在各证券上的投资比例。在构建证券投资组合时, 投资者需要注意个别证券选择、投资时机选择和多元化三个问题。个别证券选择主要是预测个别证券的价格走势及其波动情况; 投资时机选择涉及到预测和比较各种不同类型证券的价格走势和波动情况(例如, 预测普通股相对于公司债券等固定收益证券的价格波动); 多元化则是指在一定的现实条件下, 组建一个在一定收益条件下风险最小的投资组合。

4. 投资组合的修正。投资组合的修正作为证券组合管理的第四步, 实



际上是定期重温前三步的过程。随着时间的推移, 过去构建的证券组合对投资者来说, 可能已经不再是最优组合了, 这可能是因为投资者改变了对风险和回报的态度, 或者是其预测发生了变化。作为对这种变化的一种反映, 投资者可能会对现有的组合进行必要的调整, 以确定一个新的最佳组合。然而, 进行任何调整都将支付交易成本, 因此, 投资者应该对证券组合在某种范围内进行个别调整, 使得在剔除交易成本后, 在总体上能够最大限度地改善现有证券组合的风险回报特性。

5. 投资组合业绩评估。证券组合管理的第五步是通过定期对投资组合进行业绩评估, 来评价投资的表现。业绩评估不仅是证券组合管理过程的最后一个阶段, 同时也可以看成是一个连续操作过程的组成部分。说得更具体一点, 可以把它看成证券组合管理过程中的一种反馈与控制机制。由于投资者在投资过程中获得收益的同时, 还将承担相应的风险, 获得较高收益可能是建立在承担较高风险的基础之上, 因此, 在对证券投资组合业绩进行评估时, 不能仅仅比较投资活动所获得的收益, 而应该综合衡量投资收益和所承担的风险情况。

## 四、现代证券组合理论体系的形成与发展

### (一) 现代证券组合理论的产生

1952 年, 哈理·马柯威茨发表了一篇题为《证券组合选择》的论文。这篇著名的论文标志着现代证券组合理论的开端。马柯威茨考虑的问题是单期投资问题: 投资者在某个时间(期初)用一笔自有资金购买一组证券并持有一段时期(持有期), 在持有期结束时(期末), 投资者出售他在期初购买的证券并将收入用于消费或再投资。马柯威茨在考虑这一问题时, 第一次对证券投资中的风险因素进行了正规阐述。他注意到一个典型的投资者不仅希望收益高, 而且希望收益尽可能确定。这意味着投资者在寻求预期收益最大化的同时, 也追求收益的不确定性最小, 在期初进行决策时必然力求使这两个相互制约的目标达到某种平衡。马柯威茨分别用期望收益率和收益率的方差来衡量投资的预期收益水平和不确定性(风险), 建立均值方差模型来阐述如何全盘考虑上述两个目标, 从而进行决策。推导出的结果是, 投资者应该通过同时购买多种证券而不是一种证券进行分散化投资。

## (二) 现代证券组合理论的发展

在投资者只关注期望收益率和方差的假设前提下, 马柯威茨提供的方法是完全精确的。然而这种方法所面临的最大问题是其计算量太大, 特别是在大规模的市场存在着上千种证券的情况下。在当时, 即使是借助计算机也难以实现, 更无法满足实际市场在时间上近乎苛刻的要求。这严重阻碍了马柯威茨方法在实际中的应用。1963年, 马柯威茨的学生威廉·夏普提出了一种简化的计算方法, 这一方法通过建立单因素模型来实现。在此基础上后来发展出多因素模型, 以图对实际有更精确的近似。这一简化形式使得将证券组合理论应用于实际市场成为可能。特别是20世纪70年代计算机的发展和普及以及软件的成套化和市场化, 极大地促进了现代证券组合理论在实际中的应用。当今在西方发达国家, 多因素模型已被广泛应用于证券组合中普通股之间的投资分配上。而最初的、更一般的马柯威茨模型则被广泛应用于不同类型证券之间的投资分配上, 如债券、股票、风险资产和不动产等。

早在证券组合理论广泛传播之前, 威廉·夏普、约翰·林特耐 (John Lintner) 和简·摩辛 (Jan Mossin) 三人便几乎同时独立地提出了以下问题: “假定每个投资者都使用证券组合理论来经营他们的投资, 这将会对证券定价产生怎样的影响?” 他们在回答这一问题时, 分别于1964年、1965年和1966年提出了著名的资本资产定价模型 (CAPM)。这一模型在金融领域盛行十多年。1976年, 理查德·罗尔对这一模型提出了批评, 因为该模型永远无法用经验事实来检验。与此同时, 史蒂夫·罗斯突破性地发展了资本资产定价模型, 提出套利定价理论 (APT)。这一理论认为, 只要任何一个投资者不能通过套利获得收益, 那么期望收益率一定与风险相联系。这一理论只需要较少的假定。罗尔和罗斯在1984年认为这一理论至少在原则上是可以检验的。

## 第二节 证券组合分析

### 一、单个证券的收益和风险

#### (一) 收益及其度量

任何一项投资的结果都可用收益率来衡量, 通常收益率的计算公式为:

$$\text{收益率} = \frac{\text{收入} - \text{支出}}{\text{支出}} \times 100\%$$

投资期限一般用年来表示; 如果期限不是整数, 则转换为年。

在股票投资中, 投资收益等于期内股票红利收益和价差收益之和, 其收益率 (r) 的计算公式为:

$$r = \frac{\text{期末市价总值} - \text{期初市价总值} + \text{红利}}{\text{期初市价总值}} \times 100\%$$

通常情况下, 收益率受许多不确定因素的影响, 因而是一个随机变量。我们可假定收益率服从某种概率分布, 即已知每一收益率出现的概率, 可用表 11-1 表示如下:

表 11-1 不同收益率对应的概率

收益率 (%)	$r_1$	$r_2$	$r_3$	$r_4$	.....	$r_n$
概率	$P_1$	$P_2$	$P_3$	$P_4$	.....	$p_n$

数学中求期望收益率或收益率平均数[E (r) ]的公式如下:

$$E(r) = \sum_{i=1}^n r_i p_i$$

例 11—1: 假定证券 A 的收益率分布如下:

收益率 (%)	-40	-10	0	15	30	40	50
概率	0.03	0.07	0.30	0.10	0.05	0.20	0.25

那么, 该证券的期望收益率为:

$$\begin{aligned} E(r) &= [(-0.4) \times 0.03 + (-0.1) \times 0.07 + 0 \times 0.30 + 0.15 \times 0.10 \\ &\quad + 0.3 \times 0.05 + 0.4 \times 0.20 + 0.5 \times 0.25] \times 100\% \\ &= 21.60\% \end{aligned}$$

在实际中, 我们经常使用历史数据来估计期望收益率。假设证券的月或年实际收益率为 $r_t$  ( $t=1, 2, \dots, n$ ), 那么估计期望收益率( $\bar{r}$ )的计算

公式为:

$$\bar{r} = \frac{1}{n} = \sum_{t=1}^n r_t$$

## (二) 风险及其度量

如果投资者以期望收益率为依据进行决策, 那么他必须意识到他正冒着得不到期望收益率的风险。实际收益率与期望收益率会有偏差, 期望收益率是使可能的实际值与预测值的平均偏差达到最小(最优)的点估计值。可能的收益率越分散, 它们与期望收益率的偏离程度就越大, 投资者承担的风险也就越大。因而, 风险的大小由未来可能收益率与期望收益率的偏离程度来反映。在数学上, 这种偏离程度由收益率的方差来度量。如果偏离程度用 $[r_i - E(r)]^2$ 来度量, 则平均偏离程度被称为方差, 记为 $\sigma^2$ 。

$$\sigma^2(r) = \sum_{i=1}^n [r_i - E(r)]^2 p_i$$

式中:  $p_i$ ——可能收益率发生的概率;

$\sigma$ ——标准差。

例 11—2: 假定证券 A 的收益率( $r_i$ )的概率分布如下:

收益率 $r_i$ (%)	-2	-1	1	3
概率 $p_i$	0.20	0.30	0.10	0.40

那么, 该证券的期望收益率  $E(r)$  为:

$$E(r) = [(-0.02) \times 0.20 + (-0.01) \times 0.30 + 0.01 \times 0.10 + 0.03 \times 0.40] \times 100\% \\ = 0.60\%$$

该证券的方差为:

$$\sigma^2(r) = (-0.02 - 0.006)^2 \times 0.20 + (-0.01 - 0.006)^2 \times 0.30 + \\ (0.1 - 0.006)^2 \times 0.10 + (0.03 - 0.006)^2 \times 0.40 \\ = 0.000444$$

同样, 在实际中, 我们也可使用历史数据来估计方差: 假设证券的月或年实际收益率为 $r_t$  ( $t=1, 2, \dots, n$ ), 那么估计方差( $s^2$ )的公式为:

$$s^2 = \frac{1}{n-1} = \sum_{i=1}^n (r_t - \bar{r})^2$$

当  $n$  较大时, 也可使用下述公式估计方差:

$$s^2 = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (r_t - \bar{r})^2$$

## 二、证券组合的收益和风险

我们用期望收益率和方差来度量单一证券的收益率和风险。一个证券组合由一定数量的单一证券构成, 每一只证券占有一定的比例, 我们也可将证券组合视为一只证券, 那么, 证券组合的收益率和风险也可用期望收益率和方差来度量。不过, 证券组合的期望收益率和方差可以通过由其构成的单一证券的期望收益率和方差来表达。以下讨论两种证券的组合。

### (一) 两种证券组合的收益和风险

设有两种证券 A 和 B, 某投资者将一笔资金以  $x_A$  的比例投资于证券 A, 以  $x_B$  的比例投资于证券 B, 且  $x_A + x_B = 1$ , 称该投资者拥有一个证券组合 P。如果到期时, 证券 A 的收益率为  $r_A$ , 证券 B 的收益率为  $r_B$ , 则证券组合 P 的收益率  $r_P$  为:

$$r_P = x_A r_A + x_B r_B$$

证券组合中的权数可以为负, 比如  $x_A < 0$ , 则表示该组合卖空了证券 A, 并将所得的资金连同自有资金买入证券 B, 因为  $x_A + x_B = 1$ , 故有  $x_B = 1 - x_A > 1$

投资者在进行投资决策时并不知道  $r_A$  和  $r_B$  的确切值, 因而  $r_A$ 、 $r_B$  应为随机变量, 对其分布的简化描述是它们的期望值和方差。投资组合 P 的期望收益率  $E(r_P)$  和收益率的方差  $\sigma_P^2$  为:

$$E(r_P) = x_A E(r_A) + x_B E(r_B) \quad (11.1)$$

$$\sigma_P^2 = x_A^2 \sigma_A^2 + x_B^2 \sigma_B^2 + 2x_A x_B \sigma_A \sigma_B \rho_{AB} \quad (11.2)$$

式中:  $\rho_{AB}$ ——相关系数

$\sigma_A \sigma_B \rho_{AB}$ ——协方差, 记为  $COV(A, B)$

例 11—3: 已知证券组合 P 是由证券 A 和 B 构成, 证券 A 和 B 的期望收益、标准差以及相关系数如下:



证券名称	期望收益率	标准差	相关系数	投资比重
A	10%	6%	0.12	30%
B	5%	2%		70%

那么, 组合 P 的期望收益为:

$$E(r_p) = (0.10 \times 0.30 + 0.05 \times 0.70) \times 100\% = 6.5\%$$

组合 P 的方差为:

$$\sigma_p^2 = 0.30^2 \times 0.06^2 + 0.70^2 \times 0.02^2 + 2 \times 0.30 \times 0.70 \times 0.06 \times 0.02 \times 0.12 = 0.0327$$

选择不同的组合权数, 可以得到包含证券 A 和证券 B 的不同的证券组合, 从而得到不同的期望收益率和方差。投资者可以根据自己对收益率和方差(风险)的偏好, 选择自己最满意的组合。

## (二) 多种证券组合的收益和风险

这里将把两个证券的组合讨论拓展到任意多个证券的情形。设有 N 种证券, 记作  $A_1$ 、 $A_2$ 、 $A_3$ ...、 $A_N$ , 证券组合  $P = (x_1, x_2, x_3, \dots, x_N)$  表示将资金分别以权数  $x_1$ 、 $x_2$ 、 $x_3$ 、...、 $x_N$ , 投资于证券  $A_1$ 、 $A_2$ 、 $A_3$ 、...、 $A_N$ 。如果允许卖空, 则权数可以为负, 负的权数表示卖空证券占总资金的比例。正如两种证券的投资组合情形一样, 证券组合的收益率等于各单个证券的收益率的加权平均。即: 设  $A_i$  的收益率为  $r_i$  ( $i = 1, 2, \dots, N$ ), 则证券组合  $P = (x_1, x_2, x_3, \dots, x_N)$  的收益率为:

$$r_p = x_1 r_1 + x_2 r_2 + \dots + x_N r_N = \sum_{i=1}^N x_i r_i$$

推导可得证券组合 P 的期望收益率和方差为:

$$E(r_p) = \sum_{i=1}^N x_i E(r_i) \quad (11.3)$$

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N x_i x_j \text{COV}(x_i, x_j) \quad (11.4)$$

$$= \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N x_i x_j \sigma_i \sigma_j \rho_{ij}$$

式中:  $\sigma_P^2$ ——证券组合 P 的方差;

$\rho_{ij}$ —— $r_i$ 与 $r_j$ 的相关系数 ( $i, j = 1, 2, \dots, N$ )。

由公式 (11.3) 和公式 (11.4) 可知, 要估计  $E(r_P)$  和  $\sigma_P^2$ , 当 N 非常大时, 计算量十分巨大。在计算机技术尚不发达的 20 世纪 50 年代, 证券组合理论不可能运用于大规模市场, 只有在不同种类的资产间, 如股票、债券、银行存单之间分配资金时, 才可能运用这一理论。60 年代后, 马柯威茨的学生威廉·夏普提出了指数模型以简化计算。随着计算机技术的发展, 已开发出计算  $E(r_P)$  和  $\sigma_P^2$  的计算机运用软件, 如 Matlab、SPSS 和 Eviews 等, 大大方便了投资者。

### 三、证券组合的可行域和有效边界

#### (一) 证券组合的可行域

1. 两种证券组合的可行域。如果用前述两个数字特征——期望收益率和标准差来描述一种证券, 那么任意一种证券都可用在以期望收益率为纵坐标和标准差为横坐标的坐标系中的一点来表示; 相应地, 任何一个证券组合也可以由组合的期望收益率和标准差确定出坐标系中的一点。这一点将随着组合的权数变化而变化, 其轨迹将是经过 A 和 B 的一条连续曲线, 这条曲线称为证券 A 和证券 B 的组合线。可见, 组合线实际上在期望收益率和标准差的坐标系中描述了证券 A 和证券 B 所有可能的组合。

根据式 (11.1) 和式 (11.2) 及  $x_A + x_B = 1$ , A、B 的证券组合 P 的组合线由下述方程所确定:

$$E(r_P) = x_A E(r_A) + (1 - x_A) E(r_B) \quad (11.5)$$

$$\sigma_P^2 = x_A^2 \sigma_A^2 + (1 - x_A)^2 \sigma_B^2 + 2x_A (1 - x_A) \sigma_A \sigma_B \rho_{AB} \quad (11.6)$$

给定证券 A、B 的期望收益率和方差, 证券 A 与证券 B 的不同的关联性将决定 A、B 的不同形状的组合线。

(1) 完全正相关下的组合线。在完全正相关下,  $\rho_{AB} = 1$ , 方程 (11.5) 和 (11.6) 变为:

$$E(r_P) = x_A E(r_A) + (1 - x_A) E(r_B)$$

$$\sigma_P = |x_A \sigma_A + (1 - x_A) \sigma_B| \quad (11.7)$$

假定不允许卖空, 即  $x_A \geq 0$ ,  $x_B \leq 1$ , 则:

$$E(r_P) = x_A E(r_A) + (1 - x_A) E(r_B)$$

$$\sigma_P = x_A \sigma_A + (1 - x_A) \sigma_B \quad (11.8)$$

因为,  $E(r_P)$  与  $x_A$  是线性关系, 而  $\sigma_P$  与  $x_A$  是线性关系, 所以,  $\sigma_P$  与  $E(r_P)$  之间也是线性关系。

因此, 由证券 A 与证券 B 构成的组合线是连接这两点的直线 (见图 11-1)。

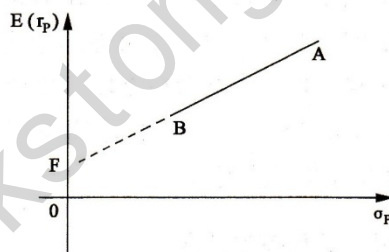


图 11-1  $\rho_{AB} = 1$  时的组合线

(2) 完全负相关下的组合线。在完全负相关情况下,  $\rho_{AB} = -1$ , 方程 (11.5) 和 (11.6) 变为:

$$E(r_P) = x_A E(r_A) + (1 - x_A) E(r_B)$$

$$\sigma_P^2 = x_A^2 \sigma_A^2 + (1 - x_A)^2 \sigma_B^2 - 2x_A(1 - x_A) \sigma_A \sigma_B \quad (11.9)$$

$$\sigma_P = |x_A \sigma_A + (1 - x_A) \sigma_B|$$

这时,  $\sigma_P$  与  $E(r_P)$  是分段线性关系, 其组合线如图 11-2。

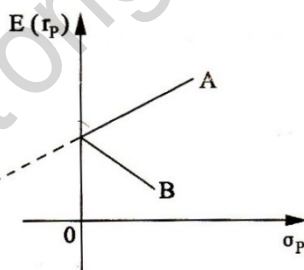


图 11-2  $\rho_{AB} = -1$  时的组合线

从图 11-2 可以看出, 在完全负相关的情况下, 按适当比例买入证券 A 和证券 B 可以形成一个无风险组合, 得到一个稳定的收益率。这个适当比例通过令公式 (11.8) 中  $\sigma_P = 0$  可得:

$$x_A = \frac{\sigma_B}{\sigma_A + \sigma_B}, \quad x_B = \frac{\sigma_A}{\sigma_A + \sigma_B}$$

因为 $x_A$ 和 $x_B$ 均大于0, 所以必须同时买入证券A和B。这一点很容易理解, 因为证券A和B完全负相关, 二者完全反向变化, 因而同时买入两种证券可抵消风险。所能得到的无风险收益率为:

$$E(r_P) = \frac{\sigma_B E(r_A) + \sigma_A E(r_B)}{\sigma_B + \sigma_A}$$

(3) 不相关情形下的组合线。当证券A与B的收益率不相关时,  $\rho_{AB} = 0$ , 方程(11.5)和(11.6)变为:

$$E(r_P) = x_A E(r_A) + (1 - x_A) E(r_B)$$

$$\sigma_P^2 = x_A^2 \sigma_A^2 + (1 - x_A)^2 \sigma_B^2 \quad (11.10)$$

该方程确定的 $\sigma_P$ 与 $E(r_P)$ 的曲线是一条经过A和B的双曲线, 如图11-3所示。

为了得到方差最小的证券组合, 对方程(11.10)求极小值:

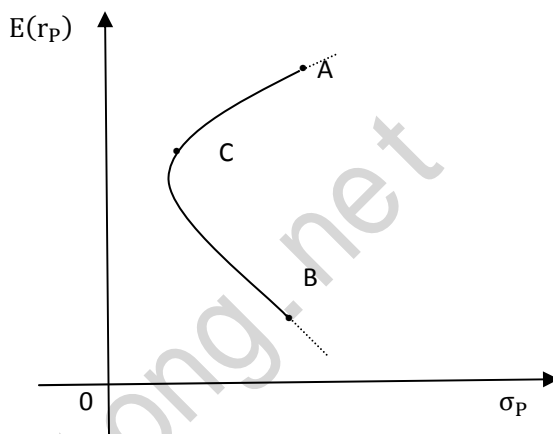


图 11-3  $\rho_{AB} = 0$  时的组合线

$$\frac{d\sigma_P^2}{dx_A} = 2x_A \sigma_A^2 - 2(1 - x_A) \sigma_B^2$$

令  $\frac{d\sigma_P^2}{dx_A} = 0$ , 解出 $x_A$ :

$$x_A = \frac{\sigma_B^2}{\sigma_A^2 + \sigma_B^2}$$

$$\text{同理, } x_B = \frac{\sigma_A^2}{\sigma_A^2 + \sigma_B^2}$$

显然有  $x_A \geq 0$ 、 $x_B \leq 1$ 。分别以  $x_A$  和  $x_B$  的比例买入证券 A 和 B, 可获得最小方差  $\frac{\sigma_A^2 \sigma_B^2}{\sigma_A^2 + \sigma_B^2} < \min(\sigma_A^2, \sigma_B^2)$ , 即可以通过按适当比例买入两种证券, 获得比两种证券中任何一种风险都小的证券组合。

图 11-3 中, C 点为最小方差组合。组合线上介于 A 与 B 之间的点代表的组合由同时买入证券 A 和 B 构成, 越靠近 A, 买入证券 A 越多, 买入证券 B 越少。而 A 点的东北部曲线上的点代表的组合由卖空 B、买入 A 形成, 越向东北部移动, 组合中卖空证券 B 越多; 反之, B 的东南部曲线上的点代表的组合由卖空证券 A、买入证券 B 形成, 越向东南部移动, 组合中卖空证券 A 越多。

(4) 组合线的一般情形。现在讨论一般的情况。在不完全相关的情形下, 由于  $0 < \rho_{AB} < 1$  方程 (11.5)、(11.6) 不会有任何简化, 方程 (11.5)、(11.6) 在一般情形下所确定的曲线是一条双曲线。相关系数决定结合线在 A 与 B 之间的弯曲程度。随着  $\rho_{AB}$  的增大, 弯曲程度将降低。当  $\rho_{AB} = 1$  时, 弯曲程度最小, 呈直线; 当  $\rho_{AB} = -1$  时, 弯曲程度最大, 呈折线; 不相关是一种中间状态, 比正完全相关弯曲程度大, 比负完全相关弯曲程度小。

从组合线的形状来看, 相关系数越小, 在不卖空的情况下, 证券组合的风险越小, 特别是负完全相关的情况下, 可获得无风险组合。在不相关的情况下, 虽然得不到一个无风险组合, 但可得到一个组合, 其风险小于 A、B 中任何一个单个证券的风险。当 A 与 B 的收益率不完全负相关时, 结合线在 A、B 之间比不相关时更弯曲, 因而能找到一些组合 (不卖空) 使得风险小于 A 和 B 的风险, 比如图 11-4 中  $\rho_{AB} = -0.5$  的情形。但图中  $\rho_{AB} = 0.5$  时, 得不到一个不卖空的组合使得其风险小于单个证券的风险。可见, 在不卖空的情况下, 组合降低风险的程度由证券间的关联程度决定。

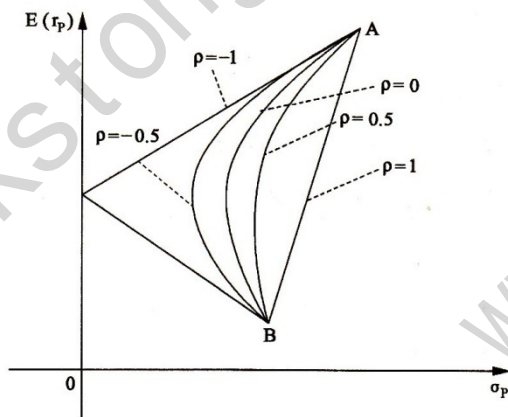


图 11-4 相关系数不同的证券组合



2.多种证券组合的可行域。在允许卖空的情况下, 如果只考虑投资于两种证券 A 和 B, 投资者可以在组合线上找到自己满意的任意位置, 即组合线上的组合均是可行的(合法的)。如果不允许卖空, 则投资者只能在组合线上介于 A、B 之间(包括 A 和 B)获得一个组合, 因而投资组合的可行域就是组合线上的 AB 曲线段。现在假设可供选择的证券有三种: A、B 和 C。这时, 可能的投资组合便不再局限于一条曲线上, 而是坐标系中的一个区域, 如图 11-5 所示。在不允许卖空的情况下, A、B、C 三种证券所能得到的所有合法组合将落入并填满坐标系中组合线 AB、BC、AC 围成的区域, 该区域称为不允许卖空时证券 A、B 和 C 的证券组合可行域。每一个合法的组合称为一个可行组合。为什么说图 11-5 中的区域都是可行组合呢? 区域内的每一点可以通过三种证券组合得到, 比如区域内的 F 点可以通过证券 C 与某个 A 与 B 的组合 D 的再组合得到。

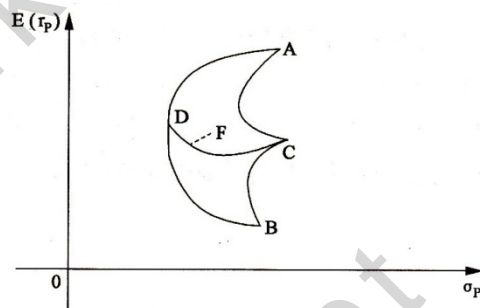


图 11-5 不允许卖空时三种证券组合的可行域

如果允许卖空, 三种证券组合的可行域不再是如图 11-5 所示的有限区域, 而是包含该有限区域的一个无限区域(图 11-6)。

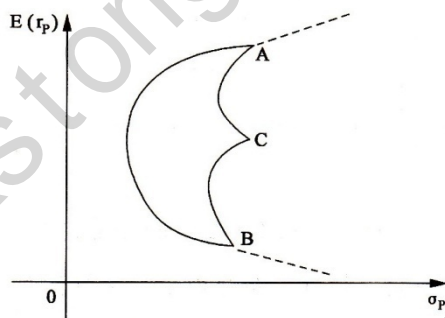


图 11-6 允许卖空时三种证券组合的可行域

一般而言, 当由多种证券(不少于三种证券)构造证券组合时, 组合可行域是所有合法证券组合构成的  $E-\sigma$  坐标系中的一个区域, 其形状如图 11-7 和图 11-8 所示。

由于求解可行域的公式具有如下形式:

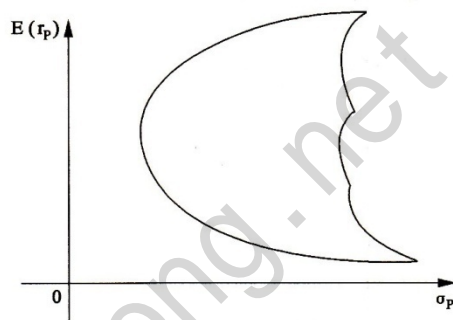


图 11-7 不允许卖空时组合的可行域

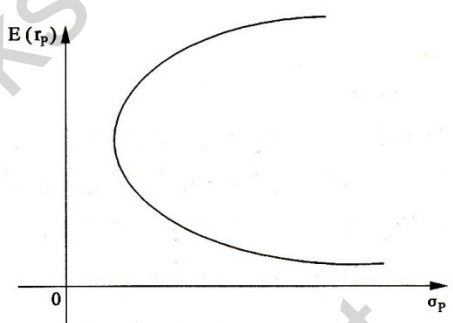


图 11-8 允许卖空时组合的可行域

$$\begin{cases} E(r_p) = \sum_{i=1}^n x_i E(r_i) \\ \sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n x_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{1 \leq i < j \leq n} 2x_i x_j \sigma_i \sigma_j \rho_{ij} \\ \sum_{i=1}^n x_i = 1 \end{cases}$$

因此, 可行域的形状依赖于可供选择的单个证券的特征  $E(r_i)$  和  $\sigma_i$  以及证券收益率之间的相互关系  $\rho_{ij}$ , 还依赖于投资组合中权数的约束。

可行域满足一个共同的特点: 左边界必然向外凸或呈线性, 即不会出现凹陷。图 11-9 左边界自 W 到 V 之间出现凹陷, 由于 W、V 是可行组合,

W 与 V 的组合也是可行的, 而 W、V 的组合线或是连接 W、V 的直线段, 或者是向外弯曲的曲线, W、V 的组合作为一个可行组合却落在图中区域的右边, 因而该区域不可能是一个可行域。

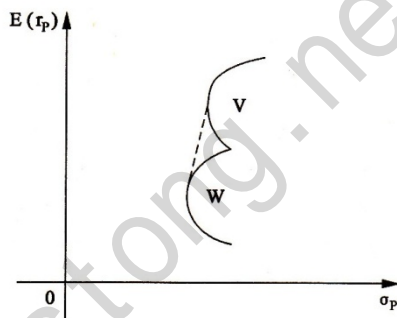


图 11-9 可行域外凸或线性

## (二) 证券组合的有效边界

证券组合的可行域表示了所有可能的证券组合, 它为投资者提供了一切可行的组合投资机会, 投资者需要做的是在其中选择自己最满意的证券组合进行投资。不同的投资者对期望收益率和风险的偏好有所区别, 因而他们所选择的最佳组合将有所不同。但投资者的偏好具有某种共性, 在这个共性下, 某些证券组合将被所有投资者视为差的, 因为按照偏好的共性, 总存在比它更好的证券组合, 就需要把公认为差的证券组合剔除掉。

大量事实表明, 投资者普遍喜好期望收益率而厌恶风险, 因而人们在投资决策时希望期望收益率越大越好, 风险越小越好。这种态度反映在证券组合的选择上可由下述规则来描述:

(1) 如果两种证券组合具有相同的收益率方差和不同的期望收益率, 即  $\sigma_A^2 = \sigma_B^2$ , 而  $E(r_A) \neq E(r_B)$ , 且  $E(r_A) > E(r_B)$ , 那么投资者选择期望收益率高的组合, 即 A。

(2) 如果两种证券组合具有相同的期望收益率和不同的收益率方差, 即  $E(r_A) = E(r_B)$ , 而  $\sigma_A^2 \neq \sigma_B^2$ , 且  $\sigma_A^2 < \sigma_B^2$ , 那么他选择方差较小的组合, 即 A。这种选择原则, 我们称为投资者的共同偏好规则。

人们在所有可行的投资组合中进行选择, 如果证券组合的特征由期望收益率和收益率方差来表示, 则投资者需要在  $E-\sigma$  坐标系的可行域中寻找最好的点, 但不可能在可行域中找到一点被所有投资者都认为是最好的。按照投资者的共同偏好规则, 可以排除那些被所有投资者都认为差的组合, 我们把排除后余下的这些组合称为有效证券组合。根据有效组合的定义,

有效组合不止 1 个, 描绘在可行域的图形中, 如图 11-10 粗实线部分, 它是可行域的上边界部分, 我们称它为有效边界。对于可行域内部及下边界上的任意可行组合, 均可以在有效边界上找到一个有效组合比它好。但有效边界上的不同组合, 比如 B 点和 C 点, 按共同偏好规则不能区分优劣。因而有效组合相当于有可能被某位投资者选作最佳组合的候选组合, 不同投资者可以在有效边界上获得任一位置。一个厌恶风险理性投资者, 不会选择有效边界以外的点。此外, A 点是一个特殊的位置, 它是上边界和下边界的交汇点, 这一点所代表的组合在所有可行组合中方差最小, 因而被称作最小方差组合。

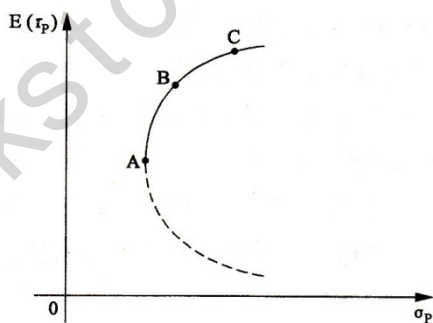


图 11-10 有效边界

## 四、最优证券组合

### (一) 投资者的个人偏好与无差异曲线

按照投资者的共同偏好规则, 有些证券组合不能区分优劣, 其根源在于投资者个人除遵循共同的偏好规则外, 还有其特殊的偏好。那些不能被共同偏好规则区分的组合, 不同投资者可能得出完全不同的比较结果。共同规则不能区分的是这样的两种证券组合 A 和 B:  $\sigma_B^2 < \sigma_A^2$  且  $E(r_B) < E(r_A)$ 。

如图 11-11, 证券组合 A 虽然比 B 承担更大的风险, 但它同时带来更高的期望收益率, 这种期望收益率的增量可认为是对增加的风险的补偿。由于不同投资者对期望收益率和风险的偏好不同, 当风险从  $\sigma_B^2$  增加到  $\sigma_A^2$  时, 期望收益率将得到补偿  $[E(r_A) - E(r_B)]$ 。这是否满足投资者个人的风险补偿要求因人而异, 从而投资者将按照各自不同的偏好对两种组合作出不同的比较结果。

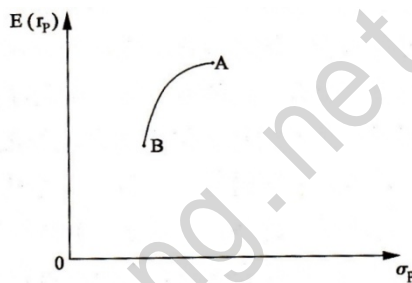


图 11-11 共同偏好规则不能区分的组合

投资者甲（中庸）认为，增加的期望收益率恰好能补偿增加的风险，所以 A 与 B 两种证券组合的满意程度相同，证券组合 A 与证券组合 B 无差异。投资者乙（保守）认为，增加的期望收益率不足以补偿增加的风险，所以 A 不如 B 更令他满意。投资者丙（进取）认为，增加的期望收益率超过对增加风险的补偿，所以 A 更令人满意。在同样风险状态下，要求得到期望收益率补偿越高，说明该投资者对风险越厌恶。上述 3 位投资者中乙最厌恶风险，因而他最保守；甲次之；丙对风险厌恶程度最低，最具冒险精神。

一个特定的投资者，任意给定一个证券组合，根据他对风险的态度，可以得到一系列满意程度相同（无差异）的证券组合，这些组合恰好在  $E-\sigma$  坐标系上形成一条曲线，我们称这条曲线为该投资者的一条无差异曲线。比如某个投资者认为，尽管图 11-12 中的证券组合 A、B、C、D、E、F 的收益风险各异，但是给他带来的满足程度相同，因此这 6 个证券组合是无差异的，选择哪一个投资都可以。

于是，用一条平滑曲线将证券组合 A、B、C、D、E、F 连接起来，就可近似看作为一条无差异曲线。当这样的组合很多时，它们在平面上便形成严格意义上的无差异曲线。

不言而喻，偏好不同的投资者，他们的无差异曲线的形状也不同。尽管如此，对于追求收益又厌恶风险的投资者而言，他们的无差异曲线都具

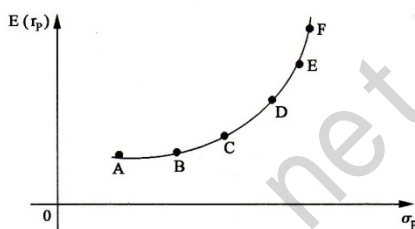


图 11-12 满意程度相同的证券或组合

有如下六个特点:

- (1) 无差异曲线是由左至右向上弯曲的曲线。
- (2) 每个投资者的无差异曲线形成密布整个平面又互不相交的曲线簇。
- (3) 同一条无差异曲线上的组合给投资者带来的满意程度相同。
- (4) 不同无差异曲线上的组合给投资者带来的满意程度不同。
- (5) 无差异曲线的位置越高, 其上的投资组合给投资者带来的满意程度就越高。
- (6) 无差异曲线向上弯曲的程度大小反映投资者承受风险的能力强弱。

在图 11-13 中, 某投资者认为经过 A 的那一条曲线上的所有证券组合给他的满意程度均相同, 因而组合 B 与 A 无差异; 组合 C 比 A、B、D 所在无差异曲线上的任何组合都好, 因为 C 所在的无差异曲线的位置高于 A、B、D 所在的无差异曲线。

图 11-14 是几个不同偏好的投资者的无差异曲线。图 (a) 的投资者对风险毫不在意, 只关心期望收益率; 图 (b) 的投资者只关心风险, 风险越小越好, 对期望收益率毫不在意; 图 (c) 和图 (d) 表明一般的风险态度, 图 (c) 的投资者比图 (d) 的投资者相对保守一些, 相同的风险状态下, 前者对风险的增加要求更多的风险补偿, 反映在无差异曲线上, 前者的无差异曲线更陡峭一些。



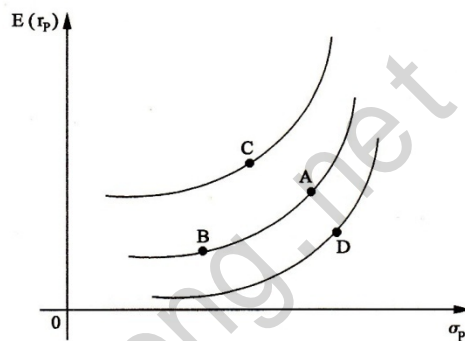


图 11-13 投资者的无差异曲线

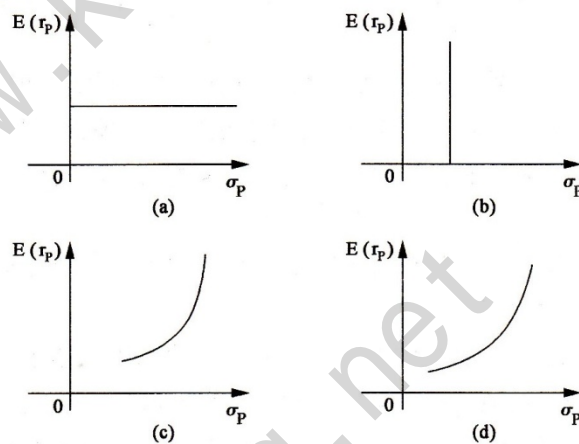


图 11-14 不同投资者的风险偏好

## (二) 最优证券组合的选择

投资者共同偏好规则可以确定哪些组合是有效的(即投资价值相对较高), 哪些是无效的(即投资价值相对较低)。特定投资者可以在有效组合中选择他自己最满意的组合, 这种选择依赖于他的偏好, 投资者的偏好通过他的无差异曲线来反映。无差异曲线位置越靠上, 其满意程度越高, 因而投资者需要在有效边界上找到一个具有下述特征的有效组合: 相对于其他有效组合, 该组合所在的无差异曲线的位置最高。这样的有效组合便是使他最满意的有效组合, 它恰恰是无差异曲线簇与有效边界的切点所表示的组合。

如图 11-15 所示, 投资者按照他的无差异曲线簇将选择有效边界上 B 点所代表的证券组合作为他的最佳组合, 因为 B 点使其在所有有效组合

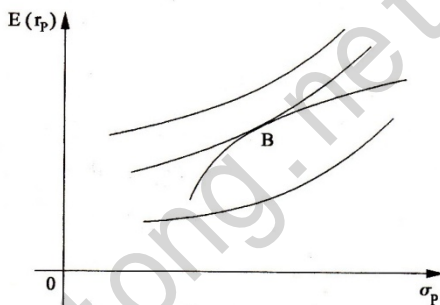


图 11-15 投资者的最优证券组合

中获得的满意程度最大, 其他有效边界上的点都落在 B 下方的无差异曲线上。不同投资者的无差异曲线簇可获得各自的最佳证券组合, 只关心风险的投资者将选取最小方差组合作为最佳组合。

### 第三节 资本资产定价模型

在前一节中, 研究问题的出发点是投资者应该怎样选择适合自己偏好的最优证券组合。在本节中, 研究问题的出发点则是, 如果投资者都按照上一节介绍的方法去选择投资组合的话, 这种集体行为会对证券价格产生什么样的影响, 从而建立了揭示均衡状态下证券收益风险关系经济本质的资本资产定价模型。

#### 一、资本资产定价模型的原理

##### (一) 假设条件

资本资产定价模型是建立在若干假设条件基础上的。这些假设条件可概括为如下三项假设:

假设一: 投资者都依据期望收益率评价证券组合的收益水平, 依据方差 (或标准差) 评价证券组合的风险水平, 并采用上一节介绍的方法选择最优证券组合。

假设二: 投资者对证券的收益、风险及证券间的关联性具有完全相同的预期。

假设三：资本市场没有摩擦。所谓“摩擦”，是指市场对资本和信息自由流动的阻碍。因此，该假设意味着：在分析问题的过程中，不考虑交易成本和对红利、股息及资本利得的征税，信息在市场中自由流动，任何证券的交易单位都是无限可分的，市场只有一个无风险借贷利率，在借贷和卖空上没有限制。

在上述假设中，第一项和第二项假设是对投资者的规范，第三项假设是对现实市场的简化。

## (二) 资本市场线

1. 无风险证券对有效边界的影响。在上述假设条件下，投资者面对的市场是一个存在无风险证券的市场，并依照马柯威茨理论构建最优证券组合。因此，投资者在均值标准差平面上面对的证券组合可行域及有效边界不再是纯粹由风险证券构成的，而是包含了无风险证券在内的具有如图 11-16 和图 11-17 所示几何形状的可行域及有效边界。

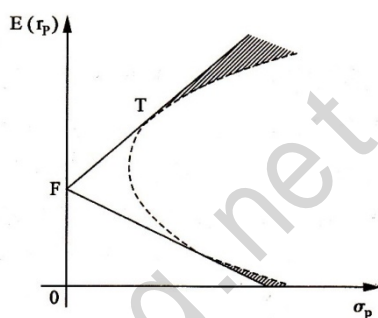
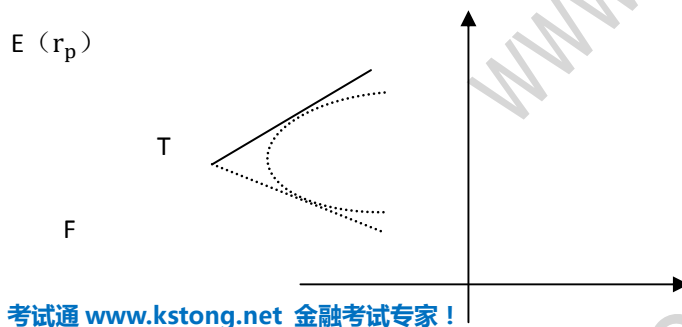


图 11-16 存在无风险证券时的组合可行域

在图 11-16 中，由无风险证券  $F$  出发并与原有风险证券组合可行域的上下边界相切的两条射线所夹角形无限区域（阴影部分），便是在现有假设条件下所有证券组合形成的可行域。

在图 11-17 中，由无风险证券  $F$  出发并与原有风险证券组合可行域的有效边界相切的射线  $FT$ ，便是在现有假设条件下所有证券组合形成的可



0  $\sigma_p$   
图 11-17 存在无风险证券时的有效边界

行域的有效边界。

在现有假设条件下, 证券组合可行域及有效边界之所以具有如图 11-16 和图 11-17 所示的几何特征, 即现有证券组合可行域较之原有风险证券组合可行域之所以扩大并具有直线边界, 主要基于如下两方面的原因:

一方面, 因为投资者通过将无风险证券 F 与每个可行的风险证券组合再组合的方式增加了证券组合的种类, 从而使得原有的风险证券组合的可行域得以扩大。新的可行域既含有无风险证券, 又含有原有风险证券组合, 也含因无风险证券 F 与原有风险证券组合再组合而产生的新型证券组合。

另一方面, 因为无风险证券 F 与任意风险证券或组合 P 进行组合时, 其组合线恰好是一条由无风险证券 F 出发并经过风险证券或组合 P 的射线 FP (图 11-18), 从而无风险证券 F 与切点证券组合 T 进行组合的组合线便是射线 FT, 并成为新可行域的上部边界——有效边界。

2. 切点证券组合 T 的经济意义。有效边界 FT 上的切点证券组合 T 具有三个重要的特征 (图 11-18): 其一, T 是有效组合中唯一一个不含无风险证券而仅由风险证券构成的组合; 其二, 有效边界 FT 上的任意证券组合, 即有效组合, 均可视为无风险证券 F 与 T 的再组合; 其三, 切点证券组合 T 完全由市场确定, 与投资者的偏好无关。正是这三个重要特征决定了切点证券组合 T 在资本资产定价模型中占有核心地位。为此, 下面将重点分析切点证券组合 T 的经济意义。

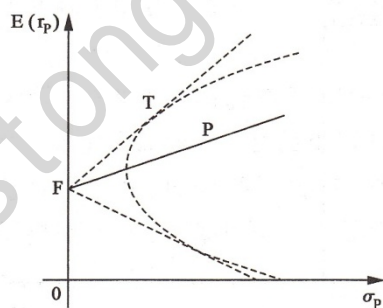


图 11-18 无风险资产与风险证券的组合线

首先, 所有投资者拥有完全相同的有效边界。由于一种证券或组合在均值标准差平面上的位置完全由该证券或组合的期望收益率和标准差所确定, 并假定所有投资者对证券的收益、风险及证券间的关联性具有完全相同的预期, 因此, 同一种证券或组合在均值标准差平面上的位置对不同

的投资者来说是完全相同的。由此可见, 所有投资者在均值标准差平面上面对完全相同的证券组合可行域, 进而面对完全相同的有效边界。也就是说, 所有投资者拥有同一个证券组合可行域和有效边界 (图 11-19)。

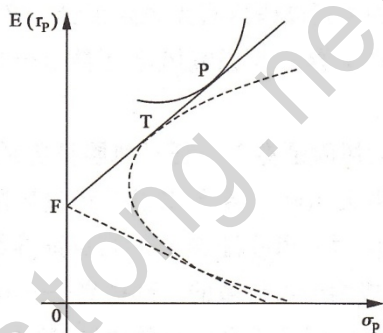


图 11-19 最优证券组合 P

其次, 投资者对依据自己风险偏好所选择的最优证券组合 P 进行投资, 其风险投资部分均可视为对 T 的投资 (如图 11-19 所示), 即每个投资者按照各自的偏好购买各种证券, 其最终结果是每个投资者手中持有的全部风险证券所形成的风险证券组合在结构上恰好与切点证券组合 T 相同。这是因为, 最优证券组合 P 恰好位于 F 与 T 的组合线上, 可视为无风险证券 F 与切点证券组合 T 的再组合。如果所选择的最优组合位于 F 与 T 之间, 表明他同时买入无风险证券 F 和切点证券组合 T; 如果所选择的最优组合位于 T 的右侧, 表明他将卖空无风险证券 F, 并将获得的资金与原有资金一起全部投资于风险证券组合 T 上。无论如何, 每一个投资者的最优证券组合中所包含的对风险证券的投资部分, 都可在形式上归结为对同一个风险证券组合——切点证券组合 T 的投资。这就意味着, 如果把投资者对自己所选择的最优证券组合的投资分为无风险投资和风险投资两部分的话, 那么风险投资部分所形成的证券组合的结构与切点证券组合 T 的结构完全相同, 所不同的仅是不同偏好投资者的风险投资金额 (即对切点证券组合的投资资金规模) 占全部投资金额的比例不同。正因为如此, T 被称为最优风险证券组合或最优风险组合。

最后, 当市场处于均衡状态时, 最优风险证券组合 T 就等于市场组合。所谓市场组合, 是指由风险证券构成, 并且其成员证券的投资比例与整个市场上风险证券的相对市值比例一致的证券组合。一般用 M 表示市场组合。根据定义, 如果市场上共有 n 种风险证券正在流通, 分别记为证券 1、证券 2、……、证券 n, 那么市场组合 M 中包含了这 n 种风险证券, 则风险证券 i 在市场组合 M 中的投资比例  $x_i$  为:

$$X_i = \frac{P_i Q_i}{\sum_{k=1}^n P_k Q_k}$$

式中： $P_i$ ——证券  $i$  的市场价格；

$Q_i$ ——证券  $i$  的流通股数。

由此可见，市场组合  $M$  是对整个市场的定量描述，代表整个市场。而在均衡状态下，最优风险组合  $T$  之所以等于市场组合  $M$ ，完全是依据下述两个事实：一方面，每个投资者手中持有的风险证券均以最优风险证券组合  $T$  的形式存在，所不同的仅是各自在  $T$  上投放的资金比例不同而已。当视全体投资者为一个整体时，每个投资者手中持有的最优风险证券组合  $T$  在形式上合并成为一个整体组合。这个整体组合在结构上与最优风险证券组合  $T$  相同，但在规模上等于全体投资者所持有的风险证券的总和。另一方面，在均衡状态下，投资者手中持有的风险证券必然是市场上正在流通的风险证券，反之亦然。此时，无论从资金规模上还是从结构上看，全体投资者所持有的风险证券的总和也就是市场上流通的全部风险证券的总和。这就意味着，全体投资者作为一个整体，其所持有的风险证券的总和所形成的整体组合在规模和结构上恰好等于市场组合  $M$ 。

综合以上两方面的分析，在均衡状态下，最优风险证券组合  $T$  就等于市场组合  $M$ 。

3. 资本市场线方程。通过上面的讨论，我们知道：在资本资产定价模型假设下，当市场达到均衡时，市场组合  $M$  成为一个有效组合；所有有效组合都可视为无风险证券  $F$  与市场组合  $M$  的再组合。

在均值标准差平面上，所有有效组合刚好构成连接无风险资产  $F$  与市场组合  $M$  的射线  $FM$ ，这条射线被称为资本市场线（如图 11-20 所示）

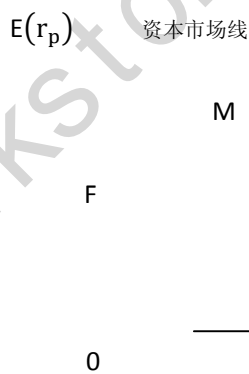


图 11-20 资本市场线

资本市场线揭示了有效组合的收益和风险之间的均衡关系，这种均衡



关系可以用资本市场线的方程来描述:

$$E(r_P) = r_F + \left[ \frac{E(r_M) - r_F}{\sigma_M} \right] \sigma_P \quad (11.11)$$

式中:  $E(r_P)$ 、 $\sigma_P$ ——有效组合 P 的期望收益率和标准差;  
 $E(r_M)$ 、 $\sigma_M$ ——市场组合 M 的期望收益率和标准差;  
 $r_F$ ——无风险证券收益率。

4. 资本市场线的经济意义。资本市场线方程对有效组合的期望收益率和风险之间的关系提供了十分完整的阐述。有效组合的期望收益率由两部分构成: 一部分是无风险利率  $r_F$ , 它是由时间创造的, 是对放弃即期消费的补偿; 另一部分则是  $\left[ \frac{E(r_M) - r_F}{\sigma_M} \right] \sigma_P$ , 是对承担风险  $\sigma_P$  的补偿, 通常称为风险溢价, 与承担的风险的大小成正比。其中的系数  $\left[ \frac{E(r_M) - r_F}{\sigma_M} \right]$  代表了对单位风险的补偿, 通常称之为风险的价格。

### (三) 证券市场线

1. 证券市场线方程。资本市场线只是揭示了有效组合的收益风险均衡关系, 而没有给出任意证券或组合的收益风险关系。下面, 我们首先建立任意单个证券的收益风险关系, 之后将其推广到任意证券组合。

由资本市场线所反映的关系可以看出, 在均衡状态下, 市场对有效组合的风险(标准差)提供补偿。而有效组合的风险(标准差)由构成该有效组合的各个成员证券的风险共同合成, 因而市场对有效组合的风险补偿可视为市场对各个成员证券的风险补偿的总和, 或者说市场对有效组合的风险补偿可以按一定的比例分配给各个成员证券。当然, 这种分配应按各个成员证券对有效组合风险贡献的大小来分配。不难理解, 实现这种分配就意味着在各个证券的收益风险之间建立了某种关系。

为实现这种分配, 首先要知道各个成员证券对有效组合风险的贡献大小。鉴于市场组合 M 也是有效组合, 因此将市场组合 M 作为研究对象, 分析 M 中各个成员证券对市场组合风险的贡献大小, 之后再按照贡献大小把市场组合的风险补偿分配到各个成员证券。

为能够分辨各个成员证券对市场组合风险贡献的大小, 我们自然要对衡量市场组合风险水平的指数——方差  $\sigma_M^2$  进行考察。数学上容易证明, 市场组合 M 的方差  $\sigma_M^2$  可分解为:

$$\sigma_M^2 = x_1 \sigma_{1M} + x_2 \sigma_{2M} + \cdots + x_i \sigma_{iM} + \cdots + x_n \sigma_{nM} \quad (11.12)$$

式中:  $x_i$ ——第 i 种成员证券在市场组合 M 中的投资比例;

$\sigma_{iM}$ ——第  $i$  种成员证券与市场组合  $M$  之间的协方差。

把市场组合的方差改写成公式 (11.12) 的形式, 就使我们能够清晰地从中分离出单个成员证券对市场组合风险的贡献大小。因为公式 (11.12) 中的  $x_i \sigma_{iM}$  可被视为投资比重为  $x_i$  的第  $i$  种成员证券对市场组合  $M$  的风险贡献大小的绝对度量, 而  $\frac{x_i \sigma_{iM}}{\sigma_M^2}$  便被视为投资比重为  $x_i$  的第  $i$  种成员证券对市场组合  $M$  的风险贡献大小的相对度量。

其次, 期望收益率  $[E(r_M) - r_F]$  可被视为市场对市场组合  $M$  的风险补偿, 也即相当于对方差  $\sigma_M^2$  的补偿, 于是分配给单位资金规模的证券  $i$  的补偿按其  $\sigma_M^2$  做出的相对贡献应为:

$$\frac{x_i \sigma_{iM}}{\sigma_M^2} [E(r_M) - r_F]$$

最后, 单位资金规模的证券  $i$  的补偿又等于  $[E(r_i) - r_F]$ , 其中  $E(r_i)$  表示证券  $i$  的期望收益率。于是有:

$$E(r_i) - r_F = [E(r_M) - r_F] \frac{\sigma_{iM}}{\sigma_M^2}$$

记  $\beta_i = \frac{\sigma_{iM}}{\sigma_M^2}$ , 则上述方程可改写为:

$$E(r_i) = r_F + [E(r_M) - r_F] \beta_i \quad (11.13)$$

该方程表明, 单个证券  $i$  的期望收益率  $[E(r_i)]$  与其对市场组合方差的贡献率  $\beta_i$  之间存在着线性关系, 而不像有效组合那样与标准差 (总风险) 有线性关系。因而从定价角度考虑, 单个证券的风险用  $\beta_i$  来测定更为合理。 $\beta_i$  有一个特殊的名称——证券  $i$  的  $\beta$  系数 (贝塔系数)。

对任何一个证券组合  $P$ , 设其投资于各种证券的比例分别为  $x_1$ 、 $x_2$ 、 $x_3$ 、 $\dots$ 、 $x_n$  则有:

$$\begin{aligned} E(r_P) &= x_1 E(r_1) + x_2 E(r_2) + \dots + x_n E(r_n) \\ &= x_1 \{r_F + [E(r_M) - r_F] \beta_1\} + x_2 \{r_F + [E(r_M) - r_F] \beta_2\} \\ &\quad + \dots + x_n \{r_F + [E(r_M) - r_F] \beta_n\} \end{aligned}$$

令  $\beta_P = x_1 \beta_1 + x_2 \beta_2 + \dots + x_n \beta_n$ , 称为证券组合  $P$  的  $\beta$  系数, 于是上述等式被改写为:

$$E(r_P) = r_F + [E(r_M) - r_F] \beta_P \quad (11.14)$$

显然, 公式 (11.3) 与公式 (11.14) 具有相同的形式。可见, 无论单个证券还是证券组合, 均可将其  $\beta$  系数作为风险的合理测定, 其期望收益与由  $\beta$  系数测定的系统风险之间存在线性关系。这个关系在以  $E(r_P)$  为纵坐标、 $\beta_P$  为横坐标的坐标系中代表一条直线, 这条直线被称为证券市场线 (如图 11-21 所示)。

当  $P$  为市场组合  $M$  时,  $\beta_P=1$ , 因此, 证券市场线经过点  $[1, E(r_M)]$ ;

当  $P$  为无风险证券时,  $\beta$  系数为 0, 期望收益率为无风险利率  $r_F$ , 因此证券市场线亦经过点  $[0, E(r_F)]$ 。

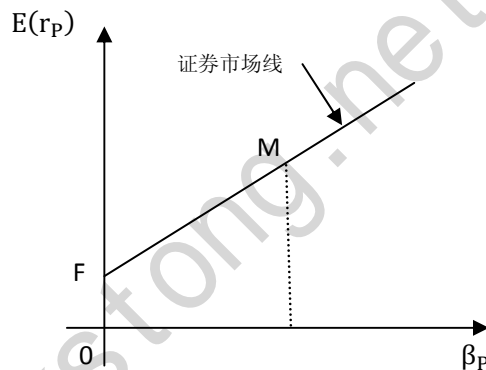


图 11-21 证券市场线

2. 证券市场线的经济意义。证券市场线方程 (11.14) 对任意证券或组合的期望收益率和风险之间的关系提供了十分完整的阐述。任意证券或组合的期望收益率由两部分构成:

一部分是无风险利率  $r_F$ , 它是由时间创造的, 是对放弃即期消费的补偿; 另一部分则是  $[E(r_P) - r_F]\beta_P$ , 是对承担风险的补偿, 通常称为“风险溢价”。它与承担的风险  $\beta_P$  的大小成正比。其中  $[E(r_P) - r_F]$  的代表了对单位风险的补偿, 通常称之为风险的价格。

#### (四) $\beta$ 系数的涵义及其应用

##### 1. $\beta$ 系数的涵义。

(1)  $\beta$  系数反映证券或证券组合对市场组合方差的贡献率。从公式 (11.12) 可以看出, 市场组合方差是市场中每一证券 (或组合) 与市场组合协方差的加权平均值, 加权值是单一证券 (或组合) 的投资比例, 因此  $\beta_P (= \sigma_{iM} / \sigma_M^2)$  可以作为单一证券 (组合) 的风险测定。

(2)  $\beta$  系数反映了证券或组合的收益水平对市场平均收益水平变化的敏感性。公式 (11.14) 可以改写为:

$$E(r_P) = r_F + \beta_P [E(r_M) - r_F]$$

上式可以改写为类似其他教材中提到的证券或组合的特征线:

$$r_P = \alpha_P + \beta_P r_M + \varepsilon_P$$

从该式可以看出, 证券或组合的收益与市场指数收益呈线性相关,  $\beta$  系数为直线斜率, 反映了证券或组合的收益水平对市场平均收益水平变化的敏感性。 $\beta$  系数数值绝对值越大, 表明证券或组合对市场指数的敏感性越强。

(3)  $\beta$ 系数是衡量证券承担系统风险水平的指数。按照特征线方程, 证券或组合的风险为:

$$\sigma_P = \beta_P^2 \sigma_M^2 + \varepsilon_P^2$$

很明显, 证券或组合的风险分为两部分, 其中 $\beta_P^2 \sigma_M^2$ 为系统性风险,  $\varepsilon_P^2$ 为非系统风险。因此,  $\beta$ 系数可以用来衡量证券承担系统风险的大小。

2.  $\beta$ 系数的应用。 $\beta$ 系数被广泛应用于证券的分析、投资决策和风险控制中, 主要有以下几个方面的应用:

(1) 证券的选择。证券选择的一个重要环节是证券估值。下文提到的资本资产定价模型的应用中就涉及利用 $\beta$ 系数这一重要参数进行估值。另外, 当市场处于牛市或熊市时, 投资者对证券的选择通常有不同的要求。一般而言, 当市场处于牛市时, 在估值优势相差不大的情况下, 投资者会选择 $\beta$ 系数较大的股票, 以期获得较高的收益; 反之, 当市场处于熊市时, 投资者会选择 $\beta$ 系数较小的股票, 以减少股票下跌的损失。

(2) 风险控制。由于 $\beta$ 系数是证券或组合系统风险的量度, 因此, 风险控制部门或投资者通常会利用 $\beta$ 系数对证券投资进行风险控制, 控制 $\beta$ 系数过高的证券投资比例。另外, 针对衍生证券的对冲交易, 通常会利用系数控制对冲的衍生证券头寸。

(3) 投资组合绩效评价。评价组合业绩是基于风险调整后的收益进行考量, 即既要考虑组合收益的高低, 也要考虑组合所承担风险的大小。

## 二、资本资产定价模型的应用

资本资产定价模型主要应用于资产估值、资金成本预算以及资源配置等方面。这里, 就资本资产定价模型在资产估值和资源配置两方面的应用做简要介绍。

### (一) 资产估值

在资产估值方面, 资本资产定价模型主要被用来判断证券是否被市场错误定价。

根据资本资产定价模型, 每一证券的期望收益率应等于无风险利率加上该证券由 $\beta$ 系数测定的风险溢价:

$$E(r_i) = r_F + [E(r_M) - r_F] \beta_i$$

一方面, 当我们获得市场组合的期望收益率的估计和该证券的风险 $E(r_i)$ 的估计时, 我们就能计算市场均衡状态下证券 $i$ 的期望收益率 $E(r_i)$ ; 另一方面, 市场对证券在未来所产生的收入流(股息加期末价格)有一个

预期值, 这个预期值与证券  $i$  的期初市场价格及其预期收益率  $E(r_i)$  之间有如下关系:

$$E(r_i) = \frac{E(\text{股息} + \text{期末价格})}{\text{期初价格}} - 1$$

在均衡状态下, 上述两个  $E(r_i)$  应有相同的值。因此, 均衡期初价格应定为:

$$\text{均衡的期初价格} = \frac{E(\text{股息} + \text{期末价格})}{1 + E(r_i)} \quad (11.15)$$

于是, 我们可以将现行的实际市场价格与均衡的期初价格进行比较。两者不等, 则说明市场价格被误定, 被误定的价格应该有回归的要求。利用这一点, 我们便可获得超额收益。具体来讲, 当实际价格低于均衡价格时, 说明该证券是廉价证券, 我们应该购买该证券; 相反, 我们则应卖出该证券, 而将资金转向购买其他廉价证券。

当把公式 (11.15) 中的期末价格视作未来现金流的贴现值时, 公式 (11.15) 也可以被用来判断证券市场价格是否被误定。

例 11-4: A 公司今年每股股息为 0.50 元, 预期今后每股股息将以每年 10% 的速度稳定增长。当前的无风险利率为 0.03, 市场组合的风险溢价为 0.08, A 公司股票的  $\beta$  值为 1.50。那么, A 公司股票当前的合理价格  $P_0$  是多少?

首先, 根据股票现金流估价模型中的不变增长模型, 得出 A 公司股票当前的合理价格  $P_0$  为:

$$P_0 = \frac{0.50}{k - 0.10}$$

式中:  $k$ ——必要收益率 (或风险调整贴现率)。

其次, 根据证券市场线有:

$$\begin{aligned} k &= r_F + [E(r_M) - r_F] \beta_P \\ &= 0.03 + 0.08 \times 1.50 \\ &= 0.15 \end{aligned}$$

最后, 得出 A 公司股票当前的合理价格:

$$P_0 = \frac{0.50}{k - 0.10} = \frac{0.50}{0.15 - 0.10} = 10 \text{ 元}$$

## (二) 资源配置

资本资产定价模型在资源配置方面的一项重要应用, 就是根据对市场

走势的预测来选择具有不同 $\beta$ 系数的证券或组合以获得较高收益或规避市场风险。

证券市场线表明, $\beta$ 系数反映证券或组合对市场变化的敏感性,因此,当有很大把握预测牛市到来时,应选择那些高 $\beta$ 系数的证券或组合。这些高 $\beta$ 系数的证券将成倍地放大市场收益率,带来较高的收益。相反,在熊市到来之际,应选择那些低 $\beta$ 系数的证券或组合,以减少因市场下跌而造成的损失。

### 三、资本资产定价模型的有效性

资本资产定价模型表明: $\beta$ 系数作为衡量系统风险的指标,其与收益水平是正相关的,即风险越大,收益越高。由于资本资产定价模型是建立在对现实市场简化的基础上,因而现实市场中的 $\beta$ 系数与收益是否具有正相关关系,是否还有更合理的度量工具用以解释不同证券的收益差别,就是所谓的资本资产定价模型的有效性问题。

最近几十年来,资本资产定价模型的有效性一直是广泛争论的焦点。最初测试表明, $\beta$ 系数与收益呈正相关,因而用 $\beta$ 系数度量风险具有合理性,尽管存在其他度量风险的工具(如变差能解释实际收益的差别)。然而,1977年,罗尔(R.Roll)指出,由于测试时使用的是市场组合的替代品,对资本资产定价模型的所有测试只能表明该模型实用性的强弱,而不能说明该模型本身有效与否。

### 第四节 套利定价理论

套利定价理论(APT)由罗斯于20世纪70年代中期建立,是描述资产合理定价但又有别于CAPM的均衡模型。简单地讲,它解决了这样一个问题:如果所有证券的收益都受到某个共同因素的影响,那么在均衡市场状态下,导致各种证券具有不同收益的原因是什么?从而揭示了均衡价格形成的套利驱动机制和均衡价格的决定因素。



## 一、套利定价的基本原理

### (一) 假设条件

与资本资产定价模型 (CAPM) 相比, 建立套利定价理论的假设条件较少, 可概括为三个基本假设:

假设一: 投资者是追求收益的, 同时也是厌恶风险的。

假设二: 所有证券的收益都受到一个共同因素  $F$  的影响, 并且证券的收益率具有如下的构成形式:

$$r_i = \alpha_i + b_i F_1 + \varepsilon_i \quad (11.16)$$

式中:  $r_i$ ——证券  $i$  的实际收益率;

$\alpha_i$ ——因素指标  $F_1$  为 0 时证券  $i$  的收益率;

$b_i$ ——因素指标  $F_1$  的系数, 反映证券  $i$  的收益率  $r_i$  对因素指标  $F_1$  变动的敏感性, 也称灵敏度系数;

$F_1$ ——影响证券的那个共同因素  $F$  的指标值;

$\varepsilon_i$ ——证券  $i$  收益率  $r_i$  的残差项。

假设三: 投资者能够发现市场上是否存在套利机会, 并利用该机会进行套利。

上述三个假设各有各的功能: 第一个假设是对投资者偏好的规范; 第二个假设是对收益生成机制的量化描述; 第三个假设是对投资者处理问题能力的要求。需要指出的是, 依据证券组合收益率的计算公式 (11.3) 和上述第二个假设中的公式 (11.16), 任何一个由  $N$  种证券并按比重  $x_1$ 、 $x_2$ 、 $\dots$ 、 $x_N$  构成的组合  $P$ , 其收益的生成也具有公式 (11.16) 所描述的形式, 即为:

$$r_P = \alpha_P + b_P F_1 + \varepsilon_P \quad (11.17)$$

式中:  $r_P$ ——证券组合  $P$  的实际收益率;

$\alpha_P$ ——因素指标  $F_1$  为 0 时证券组合  $P$  的收益率;

$b_P$ ——因素指标  $F_1$  的系数,  $b_P = x_1 b_1 + x_2 b_2 + \dots + x_N b_N$ , 反映证券组合  $P$  的收益率  $r_P$  对因素指标  $F_1$  变动的敏感性, 也称“灵敏度系数”;

$F_1$ ——影响证券组合  $P$  的那个共同因素  $F$  的指标值;

$\varepsilon_P$ ——证券组合  $P$  收益率  $r_P$  的残差项,  $\varepsilon_P = x_1 \varepsilon_1 + x_2 \varepsilon_2 + \dots + x_N \varepsilon_N$ 。

## (二) 套利机会与套利组合

通俗地讲, 套利是指人们不需要追加投资就可获得收益的买卖行为。从经济学的角度讲, 套利是指人们利用同一资产在不同市场间定价不一致, 通过资金的转移而实现无风险收益的行为。比如, 如果你发现某种邮票在上海的卖价为 1000 元, 而在深圳的买价为 1200 元, 那么你会在上海以 1000 元买下该邮票, 而后在深圳以 1200 元卖给他人, 从而赚取一定的收益。这种行为就是套利, 这种机会就是套利机会。

在套利定价理论中, 套利机会被套利组合所描述。

所谓套利组合, 是指满足下述三个条件的证券组合:

(1) 该组合中各种证券的权数满足  $w_1 + w_2 + \cdots + w_N = 0$ 。

(2) 该组合因素灵敏度系数为零, 即  $w_1 b_1 + w_2 b_2 + \cdots + w_N b_N = 0$ 。

其中,  $b_i$  表示证券  $i$  的因素灵敏度系数。

(3) 该组合具有正的期望收益率, 即  $x_1 Er_1 + x_2 Er_2 + \cdots + x_N Er_N > 0$ 。

其中,  $Er_i$  表示证券  $i$  的期望收益率。

套利组合的特征表明, 投资者如果能发现套利组合并持有它, 那他就可以实现不需要追加投资又可获得收益的套利交易, 即投资者是通过持有套利组合的方式来进行套利的。所以套利定价理论认为, 如果市场上不存在 (即找不到) 套利组合, 那么市场就不存在套利机会。

例 11-5: 假如市场上有三种股票, 每个投资者都认为它们满足单因素模型, 且具有以下的期望收益率和因素敏感度:

证券	$\bar{r}_i$ (%)	$b_i$
1	15	0.9
2	21	3.0
3	12	1.8

这些期望收益率和因素敏感度是否表示一种均衡状态? 如果不是, 股票的价格和期望收益率将发生什么变化来达到均衡? 首先, 我们看看这个证券组合是否存在套利机会。根据套利组合的三个条件, 一个套利证券组合 ( $w_1$ 、 $w_2$ 、 $w_3$ ) 应该符合:

$$\begin{cases} w_1 + w_2 + w_3 = 0 \\ 0.9w_1 + 3.0w_2 + 1.8w_3 = 0 \\ 1.5w_1 + 0.21w_2 + 0.12w_3 > 0 \end{cases}$$

显然, 满足这个方程的解有无穷多个, 任取其中一个解, 如:

$$(w_1, w_2, w_3) = (0.1, 0.075, -0.175)$$

这就是一个套利证券组合。这个套利证券组合能获得的期望收益率是:

$$\begin{aligned} & (0.15w_1 + 0.21w_2 + 0.12w_3) \times 100\% \\ &= (0.15 \times 0.1 + 0.21 \times 0.075 - 0.12 \times 0.175) \times 100\% \\ &= 0.98\% \end{aligned}$$

对于任何只关心更高回报率而忽略非因素风险的投资者, 这种套利证券组合是相当具有吸引力的。它不需要成本, 没有因素风险, 却具有正的期望收益率。

当我们仔细研究上述套利问题时可以发现, 如果没有其他限制, 无限地卖空证券 3 可以获得更多的期望收益率。事实上, 将方程组的  $w_3$  作为参数, 对前两个方程求解:

$$\begin{cases} w_1 + w_2 = -w_3 \\ 0.9w_1 + 3.0w_2 = -1.8w_3 \end{cases}$$

用消元法解得:

$$w_1 = -\frac{4}{7}w_3, \quad w_2 = -\frac{3}{7}w_3$$

因此, 只要满足下式, 就可以获得正的期望收益率:

$$\begin{aligned} 0.15w_1 + 0.21w_2 + 0.12w_3 &= \left(-0.15 \times \frac{4}{7} - 0.21 \times \frac{3}{7} + 0.12\right)w_3 = \\ &= -\frac{0.39}{7}w_3 > 0 \end{aligned}$$

很明显, 只要  $w_3 < 0$ , 该条件就能得到满足。当取  $w_3 = -2$  时, 代入上式知, 该套利组合的期望收益率是 11.14%; 而当  $w_3 = -10$  时, 该套利证券组合得到的期望收益率则高达 55.71%。

如果不能卖空, 情况就会不同, 这时对  $w_3$  就会有所限制。如果原有组合中投资者持有证券 3 的比例是 40%, 则在进行套利操作时, 投资者最多可以将手中的证券 3 全部卖出, 因此可以增加最多期望收益率的组合是:

$$w_1 = -\frac{4}{7}w_3 = \frac{4}{7} \times 0.4 = 0.23$$

$$w_2 = -\frac{3}{7}w_3 = \frac{3}{7} \times 0.4 = 0.17$$

$$w_3 = -0.4$$

也就是新的组合中不再持有证券 3, 增加持有证券 1 和证券 2, 比例分别为 23% 和 17%。进行上述操作后, 可以增加的期望收益率是:

$$(0.15w_1 + 0.21w_2 + 0.12w_3) \times 100\%$$

$$= (-0.15 \times \frac{4}{7} - 0.21 \times \frac{3}{7} + 0.12w_3) \times 100\%$$

$$= \frac{0.39}{7} \times 0.4 \times 100\% = 2.23\%$$

### (三) 套利定价模型

套利组合理论认为, 当市场上存在套利机会时, 投资者会不断地进行套利交易, 从而不断推动证券的价格向套利机会消失的方向变动, 直到套利机会消失为止, 此时证券的价格即为均衡价格, 市场也就进入均衡状态。此时, 证券或组合的期望收益率具有下述构成形式:

$$Er_i = \lambda_0 + b_{i1}\lambda_1 \quad (11.18)$$

式中:  $Er_i$ ——证券  $i$  的期望收益率;

$\lambda_0$ ——与证券和因素无关的常数;

$\lambda_1$ ——对因素  $F$  具有单位敏感性的因素风险溢价。

这一方程通常称为“套利定价模型”。

套利定价模型表明, 市场均衡状态下, 证券或组合的期望收益率完全由它所承担的因素风险所决定, 承担相同因素风险的证券或证券组合都应该具有相同期望收益率, 期望收益率与因素风险的关系可由期望收益率的因素敏感性的线性函数反映。

公式(11.18)是在假定市场上所有证券仅受到一个共同因素影响的前提下得出的。事实上, 在多因素共同影响所有证券的情况下, 套利定价模型也是成立的, 其一般表现形式为:

$$Er_i = \lambda_0 + b_{i1}\lambda_1 + b_{i2}\lambda_2 + \cdots + b_{iN}\lambda_N \quad (11.19)$$

式中:  $Er_i$ ——证券  $i$  的期望收益率;

$\lambda_0$ ——与证券和因素无关的常数;

$b_{ik}$ ——证券  $i$  对第  $k$  个影响因素的灵敏度系数;

$\lambda_k$ ——对因素  $F_k$  具有单位敏感性的因素风险溢价。

## 二、套利定价模型的应用

套利定价模型在实践中的应用一般有两个方面:

1. 事先仅是猜测某些因素可能是证券收益的影响因素, 但并不确定知道这些因素中, 哪些因素对证券收益有广泛而特定的影响, 哪些因素没有。于是可以运用统计分析模型对证券的历史数据进行分析, 以分离出那些统计上显著影响证券收益的主要因素。

2.明确确定某些因素与证券收益有关, 于是对证券的历史数据进行回归以获得相应的灵敏度系数, 再运用公式(11.19)预测证券的收益。

下面是一个例子。罗尔与罗斯利用套利定价模型对美国股票市场上市股票的影响因素进行了实证分离, 使用的数据是纽约股票交易所上市股票的日收益率数据, 样本区间从1962年7月5日到1972年12月31日。实证结果发现, 下述四个宏观经济变量影响证券收益: 工业产值指数、未预期的通货膨胀率、投机级债券与高等级债券收益率差额、长期政府债券与短期政府债券收益率差额。

假定通过回归分析得知某个证券A对上述四个因素的灵敏度系数依次为:  $b_1 = 1.2$ 、 $b_2 = -0.6$ 、 $b_3 = 0.4$ 、 $b_4 = 0.8$ 。已知无风险利率为5%; 工业生产增长从预期的4%升至6%; 通货膨胀率预期为3%, 实际为-1%, 投机级债券与高等级债券收益率差额为3%; 长、短期政府债券收益率差额为-2%。那么, 根据公式(11.19), 预期的证券A的收益率为:

$$0.05 + 1.2 \times 2\% - 0.6 \times (-4\%) + 0.4 \times 3\% + 0.8 \times (-2\%) = 9.4\%$$

在上述计算中, 公式(11.19)中的 $\lambda_0$ 视为无风险利率5%。

## 第五节 有效市场假设理论及其运用

### 一、有效市场的基本概念

有关有效市场假设理论(Efficient Market Hypothesis, EMH)的论述可以追溯到巴奇列(Bachelier, 1900)的研究。巴奇列认为, 商品价格是随机游走(Random Walk)的, 即价格变动是随机且不可预测的, 今日的商品价格是未来价格的最好预测。而现代文献中有关EMH的论述以美国芝加哥大学财务学家尤金·法玛对有效市场假设理论的阐述最为系统。有效市场假设理论认为, 证券在任一时点的价格均对所有相关信息做出了反应。股票价格的任何变化只会由新信息引起。由于新信息是不可预测的, 因此股票价格的变化也就是随机变动的。在一个有效的市场上, 将不会存在证券价格被高估或被低估的情况, 投资者将不可能根据已知信息获利。

有效市场理论下的有效市场概念指的是信息有效, 它既不同于通常所指的资源有效配置的帕雷托有效, 也不同于马柯威茨关于组合均值方差有效组合的概念。

在一个高度竞争的市场, 有效市场假定具有直观的合理性: 由于市场上存在大量的投资者, 这些投资者都在努力寻求一切获利机会, 都在把自己掌握的信息用于投资活动。因此, 人们有理由期待股票价格将充分反映所有已知信息, 新信息会立即在股票价格中得到反映。

尽管如此, 在市场是否有效的问题上, 争论一直在持续: 如果市场是有效的, 那么追求优越的投资表现就变得毫无意义。但反过来, 如果没有人去追求优越的投资表现, 市场就不可能变得有效。这就是所谓的“有效市场悖论”。

## 二、有效市场形式

市场不可能是严格有效的, 也不可能是完全无效的, 市场有效性只是一个程度问题。法玛首先将信息分为历史价格信息、公开信息以及全部信息(包括内幕信息)三类(参见图 11-22), 并在此基础上将市场的有效性分为三种形式: 弱势有效市场、半强势有效市场以及强势有效市场。图 11-22 中, 最外层的区域表示全部可获知的信息, 包括全部历史价格信息、全部公开信息以及内部信息、私人信息等所有可对证券价格带来影响的信息; 中间区域则仅包括全部公开信息; 最内层则包括了全部历史价格信息。三层信息的关系是外层信息包括了全部内层信息。

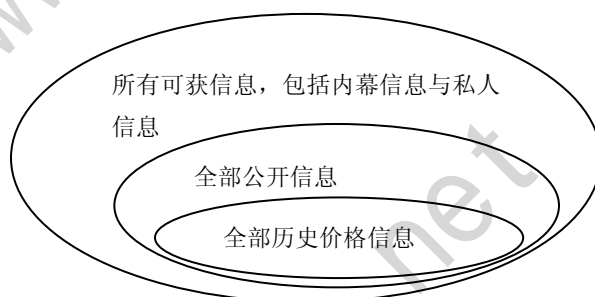


图 11-22 可获得信息分类

弱势有效市场假设认为, 当前的股票价格已经充分反映了全部历史价格信息和交易信息, 如历史价格走势、成交量等, 因此试图通过分析历史价格数据预测未来股价的走势, 期望从过去价格数据中获益将是徒劳的。也就是说, 如果市场是弱势有效的, 那么投资分析中的技术分析将不再有效。

半强势有效市场假设认为, 当前的股票价格已经充分反映了与公司前景有关的全部公开信息。公开信息除包括历史价格信息外, 还包括公司的公开信息、竞争对手的公开信息、经济以及行业的公开信息等。因此, 试图通过分析公开信息是不可能取得超额收益的。这样, 半强势有效市场假设又进一步否定了基本分析存在的基础。

强势有效市场假设认为, 当前的股票价格反映了全部信息的影响, 全部信息不但包括历史价格信息、全部公开信息, 而且还包括私人信息以及



未公开的内幕信息等。这是一个极端的假设, 是对任何内幕信息的价值持否定态度。

### 三、反应不足与反应过度

如果市场是严格有效的, 一旦有新信息出现, 证券价格就应立即作出一步到位式的正确反应。但实际上, 市场不会是严格有效的, 因此其对新信息的反应速度和程度就会存在不同。

图 11-23 针对一条利好信息的三种反应方式进行了说明。在有效市场下, 证券价格对新利好信息进行了迅速调整。但在无效市场下, 尽管证券价格的反应方向正确, 但却会出现过度反应或反应延迟情况。

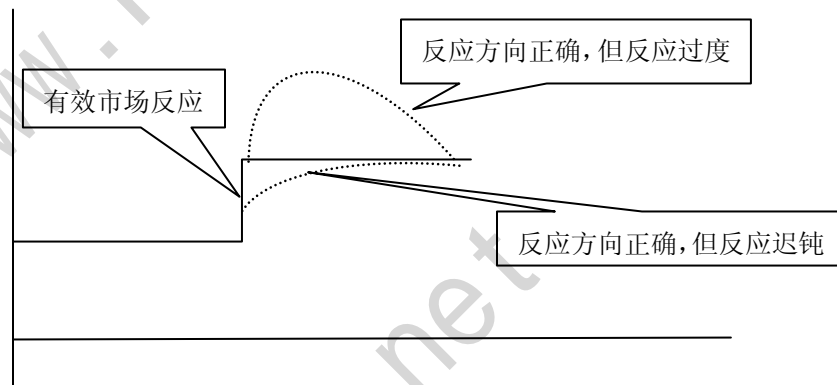


图 11-23 证券价格在有效与无效市场下对新信息的不同反应模式

### 四、市场异常现象

对有效市场理论的一大挑战来自一些无法解释的市场异常现象, 即表明市场无效。异常现象可以存在于有效市场的任何形式之中, 但更多的时候它们出现在半强势市场之中。市场异常可以被分为日历异常、事件异常、公司异常以及会计异常等。

#### (一) 日历异常

日历异常是一类与时间因素有关的异常现象。如, 周末异常, 指证券价格在星期五趋于上升, 在星期一趋于下降; 假日异常, 指在某假日前的

最后一个交易日有非正常收益等。

## (二) 事件异常

事件异常是与特定事件相关的异常现象。如, 分析家推荐, 指推荐购买某种股票的分析家越多, 这种股票价格越有可能下跌; 入选成分股, 指股票入选成分股, 引起股票价格上涨等。

## (三) 公司异常

公司异常是由公司本身或投资者对公司的认同程度引起的异常现象。如, 小公司效应, 指小公司的收益通常高于大公司的收益; 封闭式基金, 指折价交易的封闭式基金收益率较高; 被忽略的股票, 指没有被分析家看好的股票往往产生高收益; 机构持股, 指为少数机构所持有的股票趋于高收益。

## (四) 会计异常

会计异常是指会计信息公布后发生的股价变动的异常现象。如, 盈余意外效应: 实际盈余大于预期盈余的股票在宣布盈余后价格仍会上涨; 市净率效应: 低市净率公司的收益常常低于高市净率公司的收益; 市盈率效应: 市盈率较低的股票往往有较高的收益率。

# 五、有效市场理论对投资管理的影响

对市场有效性的看法, 直接影响投资策略的选取。如果认为市场是有效的, 那么就没有必要浪费时间和精力进行积极的投资管理, 而应采取消极的投资管理策略, 有效市场理论也就成为指数基金产生的哲学基础。如果认为市场是无效的, 那么积极的投资管理就有其重要的价值。

即使在有效市场中, 不同投资者的风险偏好不同, 仍需要选择适合自己的最优组合, 而有效的证券选择仍有利于风险的分散, 因此资产组合管理仍有其存在的价值。

## 第六节 行为金融理论及其应用

### 一、行为金融理论的提出

行为金融理论兴起于 20 世纪 80 年代, 并在 90 年代得到较为迅速的发展, 它是在对现代投资理论的挑战和质疑的背景下形成的。该理论以心理学的研究成果为依据, 认为投资者行为常常表现出不理性, 因此会犯系统性的决策错误, 而这些非理性行为和决策错误将会影响到证券的定价, 投资者的实际投资决策行为往往与投资者“应该”(理性)的投资行为存在较大的不同。因此, 建立在理性投资者假设和有效竞争市场的假设基础之上的现代投资理论, 也就不能对证券市场的实际运行情况做出合理的解释。

行为金融理论充分考虑了市场参与者心理因素的作用, 为人们理解金融市场提供了一个新的视角, 现已成为金融研究中非常引人注目的领域。但目前行为金融理论尚未形成一个完整的理论体系, 其研究仍主要集中于对一些市场异常现象的讨论上。

### 二、投资者心理偏差与投资者非理性行为

行为金融的研究表明, 投资者在进行投资决策时常常会表现出以下一些心理特点:

#### (一) 过分自信

投资者总是过分相信自己的能力和判断。过分自信常常导致人们低估证券的实际风险, 进行过度交易。

#### (二) 重视当前和熟悉的事物

人们总是对近期发生的事件和最新的经验以及熟悉的东西更为重视, 从而导致人们在决策和做出判断时过分看重近期事件和熟悉事物的影响。如, 投资者总是会对最近发生的事记忆犹新; 人们总是对经常看的股票进行投资, 并会认为这些股票的风险较小, 对不熟悉的股票、资产则敬而远

之等等。

### (三) 回避损失和“心理”会计

对于收益和损失, 投资者更注重损失所带来的不利影响, 而这将造成投资者在投资决策时主要按照心理上的“盈亏”而不是实际的得失采取行动。如, 投资者总是选择过快地卖出有浮盈的股票, 而将具有浮亏的股票保留下来。

### (四) 避免“后悔”心理

投资失误将会使投资者产生后悔心理, 对未来可能的后悔将会影响到投资者目前的决策。因此, 投资者总是存在推卸责任、减少后悔的倾向。委托他人代为投资、随大流、追涨杀跌等从众投资行为, 都是力图避免后悔心态的典型决策方式。

### (五) 相互影响

社会性的压力使人们的行为趋向一致。

行为金融理论认为, 正是由于投资者在进行投资决策时存在上述种种心理因素的影响, 从而也就使得证券价格的变化不同于现代金融理论和有效市场理论的推断。

## 三、行为金融模型

### (一) BSV 模型 (Barberis、Shleffer 和 Vishny 模型)

BSV 模型认为, 人们在进行投资决策时会存在两种心理认知偏差: 一是选择性偏差 (Representative Bias), 即投资者过分重视近期实际的变化模式, 而对产生这些数据的总体特征重视不够; 二是保守性偏差 (Conservative Bias), 即投资者不能根据变化了的情况修正增加的预测模型。

这两种偏差常常导致投资者产生两种错误决策: 反应不足或反应过度。

## (二) DHS 模型 (Daniel、Hirsheifer 和 Subramanyam 模型)

DHS 模型将投资者分为有信息与无信息两类。无信息的投资者不存在判断偏差, 有信息的投资者则存在着过度自信和对自已所掌握信息过分偏爱两种判断偏差。证券价格由拥有信息的投资者决定。

过度自信导致投资者不切实际地高估了自己对股票价值判断的准确性; 而过分偏爱自己所占有的私人信息往往使投资者对自己掌握的信息反应过度, 而对公开信息反应不足。在这两种判断偏差作用下, 就会导致股票价格短期过度反应和长期的连续回调。

## 四、行为金融理论对有效市场理论的挑战

除市场异常现象的存在对有效市场理论带来挑战外, 行为金融理论也对有效市场理论发起了挑战。

行为金融理论认为, 投资者由于受信息处理能力的限制、信息不完全的限制、时间不足的限制以及心理偏差的限制, 将不可能立即对全部公开信息做出反应。投资者常常会对非相关信息做出反应, 其交易不是依据信息而是根据噪声作出的。在这种情况下, 市场也就不可能完全有效。此外, 行为金融理论从投资者行为入手对许多市场异常现象做出了解释, 认为异常现象是一种普遍现象。这从另一个方面说明市场是无效的, 而不是有效的。

## 五、行为金融理论的应用

行为金融理论认为, 所有人包括专家在内都会受制于心理偏差的影响, 因此机构投资者包括基金经理也可能变得非理性。如基金经理也可能进行跟风操作, 以避免使自己过于与众不同, 进行追涨杀跌操作等。

行为金融的一个研究重点在于确定在怎样的条件下, 投资者会对新信息反应过度或不足。因为这些错误会导致证券价格的错定, 这就为采用行为金融式的投资策略奠定了理论基础: 投资者可以在大多数投资者意识到错误之前采取行动而获利。

过去投资者总是希望能够通过掌握比别人更多的信息获利, 但随着信息时代的到来, 运用这种方法获利变得越来越困难。然而行为金融则可以

利用人们的心理及行为特点获利。由于人类的心理及行为基本上是稳定的, 因此投资者可以利用人们的行为偏差而长期获利。



## 第十二章 资产配置管理

### 第一节 资产配置管理概述

#### 一、资产配置的涵义

资产配置是指根据投资需求将投资资金在不同资产类别之间进行分配, 通常是将资产在低风险、低收益证券与高风险、高收益证券之间进行分配。在现代投资管理体制下, 投资一般分为规划、实施和优化管理三个阶段。投资规划即资产配置, 是资产组合管理决策制定步骤中最重要的环节。对资产配置的涵义, 必须建立在对机构投资者资产和负债问题的本质、对普通股票和固定收入证券的投资特征等多方面问题的深刻理解基础上。在此基础上, 资产管理还可以利用期货、期权等衍生金融产品来改善资产配置的效果, 也可以采用其他策略实现对资产配置的动态调整。不同配置具有自身特有的理论基础、行为特征和支付模式, 并适用于不同的市场环境和客户投资需求。

#### 二、资产配置管理的原因与目标

资产配置是投资过程中最重要的环节之一, 也是决定投资组合相对业绩的主要因素。据有关研究显示, 资产配置对投资组合业绩的贡献率达到90%以上。一方面, 在半强势有效市场环境下, 投资目标的信息、盈利状况、规模, 投资品种的特征以及特殊时间变动因素对投资收益都有影响, 因此资产配置可以起到降低风险、提高收益的作用。另一方面, 随着投资领域从单一资产扩展到多资产类型、从国内市场扩展到国际市场, 其中既包括在国内与国际资产之间的配置, 也包括对货币风险的处理等多方面内容, 单一资产投资方案难以满足投资需求, 资产配置的重要意义与作用逐渐凸显出来, 可以帮助投资者降低单一资产的非系统性风险。

从实际的投资需求看, 资产配置的目标在于以资产类别的历史表现与投资者的风险偏好为基础, 决定不同资产类别在投资组合中所占比重, 从而降低投资风险, 提高投资收益, 消除投资者对收益所承担的不必要的额外风险。也就是说, 随着资产类别的组合方式日益多样化, 在同等风险的情况下, 全球投资组合应该能够比严格意义上的国内投资组合带来更高的

长期收益, 或者在风险水平降低的基础上提供相似的收益。反之, 当投资者因为受到对投资项目的限制而减少投资机会时, 他们只能运用该限制范围内的狭义市场投资组合, 其投资选择机会必然受到限制, 长期收益与风险状况也将受到不利的影响。

### 三、资产配置的主要考虑因素

资产配置过程是在投资者的风险承受能力与效用函数的基础上, 根据各项资产在持有期间或计划范围内的预期风险收益及相关关系, 在可承受的风险水平上构造能够提供最优回报率的资金配置方案的过程。一般来说, 提供最好的、具有长期收益前景的投资项目和市场是有风险的, 而具有最大安全程度的市场则只能提供相应的收益前景。资产配置作为投资管理中的核心环节, 其目标在于协调提高收益与降低风险之间的关系, 这与投资者的特征和需求密切相关。因而, 短期投资者的最低风险战略可能与长期投资者的最低风险战略大不相同。除此以外, 个人与机构投资者对资产配置也会有不同的选择。一般而言, 进行资产配置主要考虑的因素有:

#### (一) 影响投资者风险承受能力和收益要求的各项因素

包括投资者的年龄或投资周期、资产负债状况、财务变动状况与趋势、财富净值和风险偏好等因素。一般情况下, 对于个人投资者而言, 个人的生命周期是影响资产配置的最主要因素。在最初的工作累积期, 考虑到流动性需求和为个人长远发展目标进行积累的需要, 投资应偏向风险高、收益高的产品; 进入工作稳固期以后, 收入相对而言高于需求, 可适当选择风险适中的产品以降低长期投资的风险; 当进入退休期以后, 支出高于收入, 对长远资金来源的需求也开始降低, 可选择风险较低但收益稳定的产品, 以确保个人累积的资产免受通货膨胀的负面影响。随着投资者年龄的日益增加, 投资应该逐渐向节税产品倾斜。在整个投资过程中, 机构投资者则更着重机构本身的资产负债状况以及股东、投资者的特殊需求。

#### (二) 影响各类资产的风险收益状况以及相关关系的资本市场环境因素

这些因素包括国际经济形势、国内经济状况与发展动向、通货膨胀、

利率变化、经济周期波动和监管等。一般只有专业投资者和机构投资者会受到监管的约束。监管的各种法规、条例会随着时间的推移而变化, 在进行资产配置时必须充分考虑各种市场和监管因素的变化和影响。

### (三) 资产的流动性特征与投资者的流动性要求相匹配的问题

资产的流动性是指资产以公平价格售出的难易程度, 体现投资资产时间尺度和价格尺度之间的关系。现金和货币市场工具如国库券、商业票据等是流动性最强的资产, 而房地产、办公楼等则是流动性较差的资产。投资者必须根据自己短时间内处理资产的可能性, 建立投资中流动性资产的最低标准。

### (四) 投资期限

投资者在有不同到期日的资产(如债券等)之间进行选择时, 需要考虑投资期限的安排问题。

### (五) 税收考虑

税收结果对投资决策意义重大, 因为任何一个投资策略的业绩都是由其税后利润的多少来进行评价的。对面临高税率的个人投资者和机构投资者而言, 他们更重视在整个资产配置中合理选择避税或缓税的投资产品。

## 四、资产配置的基本步骤

一般情况下, 资产配置的过程包括以下几个步骤:

### (一) 明确投资目标和限制因素

通常考虑投资者的投资风险偏好、流动性需求、时间跨度要求, 并考虑市场上实际的投资限制、操作规则、税收等问题, 确定投资需求。

## (二) 明确资本市场的期望值

这一步骤包括利用历史数据与经济分析来决定投资者所考虑资产在相关持有期间内的预期收益率, 确定投资的指导性目标。

## (三) 明确资产组合中包括哪几类资产

确定具体的资产配置通常考虑的几种主要资产类型有货币市场工具, 即现金、固定收益证券、股票、不动产、贵金属等。资产配置过程如图 12-1 所示。

在这一资产配置过程中, 由于市场条件的变化和投资者的影响, 其内容会随情况的变化而变化, 但其中所涉及的决策原则和方法相对较为稳定。完整的资产配置过程不仅需要综合各方面的情况, 还需要根据情况的变化进行动态的调整。

系统化的资产配置是一个综合的动态过程, 它是在与投资者的风险承受能力一致、投资者(或资产所有者)长期成本最低、投资组合能够履行义务的基础上进行的理想化预测, 即集控制风险和增加收益为一体的长期资产配置决策。对于不同投资者来说, 风险的含义不同, 资产配置的动机不同, 因而资产配置也各不相同。

## (四) 确定有效资产组合的边界

这一步骤是指找出在既定风险水平下可获得最大预期收益的资产组合, 确定风险修正条件下投资的指导性目标。

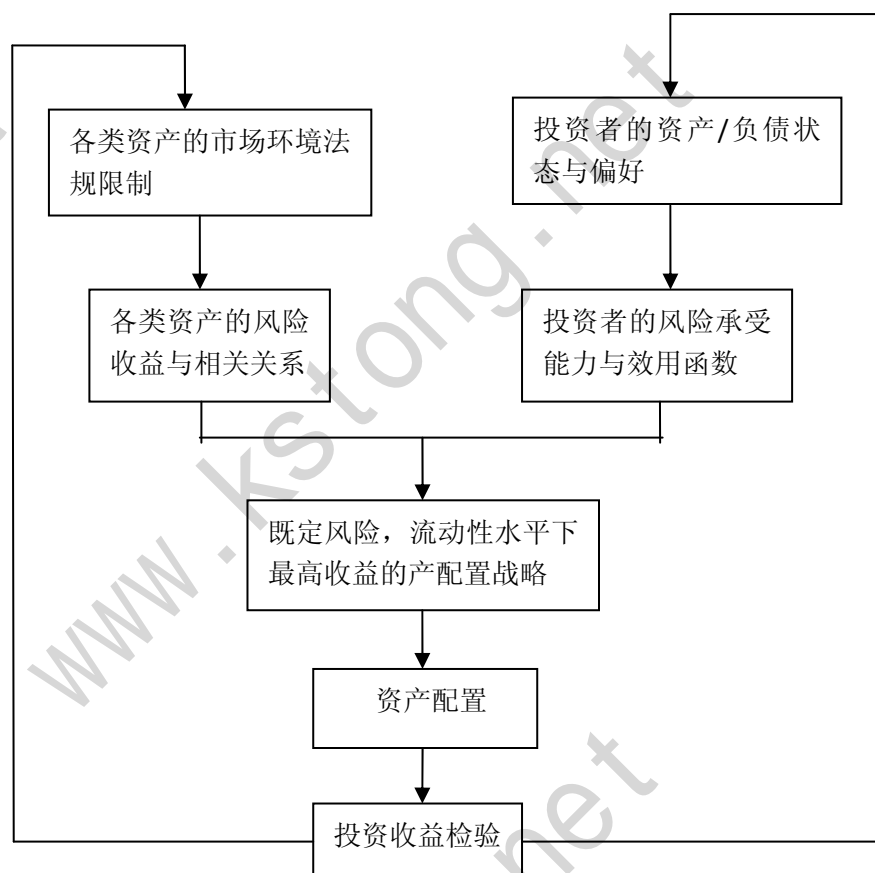


图 12-1 资产配置过程

### （五）寻找最佳的资产组合

这一步骤是指在满足投资者面对的限制因素的条件下，选择最能满足其风险收益目标的资产组合，确定实际的资产配置策略。

## 第二节 资产配置的基本方法

针对上述影响资产配置五个环节的主要因素，资产管理人需要采用相应方法加以对待，其中历史数据法和情景综合分析法是贯穿资产配置过程的两种主要方法。

## 一、历史数据法和情景综合分析法的主要特点

### (一) 历史数据法

历史数据法假定未来与过去相似, 以长期历史数据为基础, 根据过去的经历推测未来的资产类别收益。有关历史数据包括各类型资产的收益率、以标准差衡量的风险水平以及不同类型资产之间的相关性等数据, 并假设上述历史数据在未来仍然能够继续保持。在进行预测时一般需要按照通货膨胀预期进行调整, 使调整后的实际收益率与过去保持一致。

更复杂的历史数据法还可以结合不同历史时期的经济周期进行进一步分析, 即考察不同经济周期状况下各类型资产的风险收益状况及相关性, 结合对目前和未来一定时期内的经济趋势来预测各类型资产的风险收益状况及相关性。由此可见, 不同类型的资产在特定的经济环境中具有不同的表现, 而经济状况的改变将在很大程度上改变不同类型资产的绝对表现和相对表现。因此, 对历史资料进行细分, 可以使分析者正确地确认与未来最相关的历史资料构成, 并有助于确认未来可能发生的类似经济事件和资产类别表现。

### (二) 情景综合分析法

与历史数据法相比, 情景综合分析法在预测过程中的分析难度和预测的适当时间范围不同, 也要求更高的预测技能, 由此得到的预测结果在一定程度上也更有价值。一般来说, 情景综合分析法的预测期间在 3~5 年左右, 这样既可以超越季节因素和周期因素的影响, 能更有效地着眼于社会政治变化趋势及其对股票价格和利率的影响, 也为短期投资组合决策提供了适当的视角, 为战术性资产配置提供了运行空间。

运用情景综合分析法进行预测的基本步骤包括:

1. 分析目前与未来的经济环境, 确认经济环境可能存在的状态范围, 即情景。例如, 经济可能会出现的高速增长和低通货膨胀、反通货膨胀、通货紧缩、通货再膨胀、滞胀等状态。
2. 预测在各种情景下, 各类资产可能的收益与风险, 各类资产之间的相关性。例如利息率、股票价格、持有期回报率等。
3. 确定各情景发生的概率。
4. 以情景的发生概率为权重, 通过加权平均的方法估计各类资产的收



益与风险。

## 二、两种方法在资产配置过程中的运用

### (一) 确定投资者的风险承受能力

风险可以被定义为投资过程中任何不利后果的可能性。对于不同投资者来说, 只有那些可能导致长期策略发生变动的风险才是真正不受欢迎的。因此, 资产管理人和投资者都必须明确哪些风险所导致的结果是不能容忍的, 而除此之外的风险结果应该能被有耐心的投资者所容忍。一般而言, 划分系统风险和非系统风险采用的是历史数据法。

资产管理中最重要的一条规则就是在投资者的风险承受能力范围内运作。否则, 如果投资管理人的运作逾越了投资者的风险承受能力, 投资者将很容易失去信心, 甚至要求资产管理人放弃预定的投资战略, 这是对投资组合绩效的最大打击。因此, 在确定资产配置之前, 应该衡量投资者的风险承受能力。尽管测度投资者的风险承受能力是一个相当困难的工作, 但这条规则可以帮助投资者在投资策略经历暂时性困难时表现出应有的耐心。

采用历史数据分析方法, 一般将投资者分为风险厌恶、风险中性和风险偏好三种类型。不同类型客户对不同风险的容忍和承受能力是不同的, 其中包括投资组合的波动性、资产与负债的波动性是否能够匹配、组合实际收入的波动性等。一般情况下假设投资者是风险厌恶者, 则投资的风险和收益之间存在的正相关关系, 形成无差异曲线 (如图 12-2 所示)。

明确了风险和收益的正相关关系之后, 资产管理者必须进一步确定和量化风险。可采用的方法包括方差度量法、收益预期范围度量法和下跌概率法。其中, 方差度量法是最常见、最简便的风险度量方法。确定方差的主要方法包括历史数据法和情景综合分析法。

#### 1. 历史数据法。

$$\sigma^2 = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^n (R_t - \bar{R})^2$$

式中:  $R_t$ ——t 期内的投资收益率;

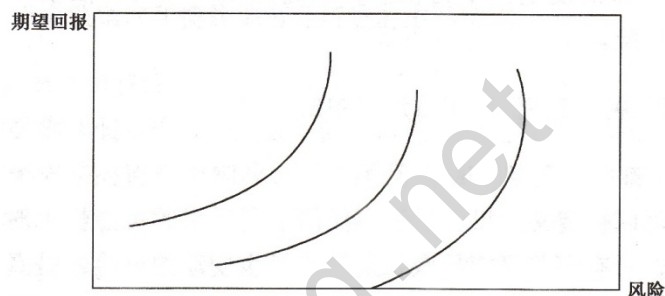


图 12-2 投资的风险和收益无差异曲线图

$\bar{R}$ ——平均投资收益率;

$N$ ——总体个数。

2. 情景综合分析法。

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n \{ [R_i - E(R)]^2 \cdot p_i \}$$

式中:  $R_i$ —— $i$  情形下的投资收益率;

$p_i$ —— $i$  情形发生的概率;

$E_R$ ——期望回报的投资收益率。

很显然, 能够容忍投资组合的波动, 或者愿意承担盈余波动的投资者将有机会选择更高收益的资产类别, 从而提高长期收益, 降低长期商业成本。

## (二) 确定资产类别收益预期

确定资产类别收益预期的主要方法包括历史数据法和情景综合分析法两类。

1. 历史数据法。

$$\bar{R} = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^N R_t$$

式中:  $R_t$ —— $t$  时期内的投资收益率;

$N$ ——总体个数。

2. 情景综合分析法。

$$E(R) = \sum_{i=1}^n (R_i \cdot p_i)$$

式中:  $R_i$ —— $i$  情形下的投资收益率;

$P_i$ —— $i$  情形发生的概率。

### 三、构造最优投资组合

在确定资产类别收益预期的基础上, 可以计算不同资产类别之间的相关程度以及不同资产之间投资收益率的相关程度 (即计算期望收益率、协方差和相关系数)。资产管理人还可以在每一风险水平上计算能够取得最高收益的投资组合的构成, 即构成资本资产定价模型中的有效市场前沿。

在考虑投资者的风险承受能力之后, 资产管理人就可以确定能够带来最优风险与收益的投资组合。风险承受能力较高的投资者将选择较高风险的投资组合, 他们为了获得较高的回报率而愿意容忍有较高的概率不能实现特定收益的最低回报率。另一方面, 风险承受能力较低的投资者将选择较低风险的投资组合, 他们可能对实现特定收益的最低回报率更为关注。

#### (一) 确定不同资产投资之间的相关程度

1. 历史数据法。

$$COV_{(1, 2)} = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^N [ (R_{t, 1} - \bar{R}_1) (R_{t, 2} - \bar{R}_2) ]$$

式中:  $R_{t, 1}$ ——资产 1 在  $t$  期间的投资收益率;

$R_{t, 2}$ ——资产 2 在  $t$  期间的投资收益率;

$\bar{R}_1$ ——资产 1 的期间平均投资收益率;

$\bar{R}_2$ ——资产 2 的期间平均投资收益率;

$N$ ——总体的个数。

2. 情景综合分析法。

$$COV_{(1, 2)} = \sum_{i=1}^n \{ p_i \cdot [R_{i, 1} - E(R_1)] [R_{i, 2} - E(R_2)] \}$$

式中:  $R_{i, 1}$ ——在  $i$  情形下资产 1 的投资收益率;

$R_{i, 2}$ ——在  $i$  情形下资产 2 的投资收益率;

$P_i$ —— $i$  情形发生的概率;

$E(R_1)$ ——资产 1 的期望投资收益率;

$E(R_2)$ ——资产 2 的期望投资收益率。

## (二) 确定不同资产投资之间的投资收益率相关程度

$$\rho_{1, 2} = \frac{\text{COV}(1, 2)}{\sigma_1 \cdot \sigma_2}$$

当  $\rho_{1, 2} = +1$  时, 说明两种资产的投资收益情况呈完全正相关关系,

$E(R)$  落在 L 线上 (见图 12-3);

当  $\rho_{1, 2} = -1$  时, 说明两种资产的投资收益情况呈完全负相关关系,

$E(R)$  落在直线 BC 和 CA 上;

当  $\rho_{1, 2} = 0$  时, 说明两种资产的投资收益之间没有任何相关关系。

一般情况下  $\rho \in (-1, 1)$  且  $\rho \neq 0$ , 即所有资产均为风险资产,  $E(R)$  落在曲线 AB 上

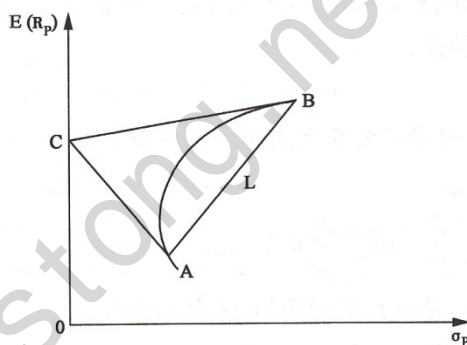


图 12-3

## (三) 确定有效市场前沿

明确了单一资产的投资收益率、风险这两者之间的相关程度以及与收益的相关关系, 则可计算资产组合的期望收益率和风险, 从而确定有效市

场前沿。具体计算方法如下:

1. 计算组合的期望收益率:

$$E(R_p) = w_1 E(R_1) + w_2 E(R_2)$$

式中:  $E(R_1)$ ——资产 1 的期望投资收益率;

$E(R_2)$ ——资产 2 的期望投资收益率;

$w_1$ ——资产 1 在资产组合中的比例;

$w_2$ ——资产 2 在资产组合中的比例。

2. 计算资产配置的风险:

$$\sigma_p^2 = w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + 2w_1 w_2 \sigma_1 \sigma_2 \rho_{1,2}$$

式中:  $\sigma_1$ ——资产 1 的投资收益风险度;

$\sigma_2$ ——资产 2 的投资收益风险度;

$\rho_{1,2}$ ——资产 1 和资产 2 的期望投资收益率相关度。

3. 确定有效市场前沿。在确定了资产组合的投资风险、期望收益率以及不同资产之间的投资收益相关度以后, 必须对所有组合进行检验, 找到在同一风险水平下能够令期望投资收益率最大化的资产组合, 或者是在同一期望投资收益率下风险最小的资产组合。所有满足这一要求的资产组合形成了有效市场前沿线。

需要指出的是, 上述构造最优资产组合的过程是只考虑资产类别范围时的过程, 而对于那些有负债的机构(如养老金计划等)来说, 在通过资产配置构建投资组合时应同时考虑负债。不同的负债特征可能会影响最终的资产配置结果。这一过程也被称为资产与负债最优化过程。

## 第三节 资产配置主要类型及其比较

### 一、资产配置的主要类型

资产配置在不同层面有不同含义。从范围上看, 可分为全球资产配置, 股票、债券资产配置和行业风格资产配置等; 从时间跨度和风格类别上看, 可分为战略性资产配置、战术性资产配置和资产混合配置等; 从配置策略上可分为买入并持有策略、恒定混合策略、投资组合保险策略和动态资产配置策略等。资产配置的战略性资产配置策略以不同资产类别的收益情况与投资者的风险偏好、实际需求为基础, 构造一定风险水平上的资产比例, 并保持长期不变。战术性资产配置则是在战略资产配置的基础上根据市场的短期变化, 对具体的资产比例进行微调。不同范围资产配置在时间跨度

上往往不同。一般而言, 全球资产配置的期限在 1 年以上; 股票、债券资产配置的期限为半年; 行业资产配置的时间最短, 一般根据季度周期或行业波动特征进行调整。从实际操作经验看, 资产管理者多以时间跨度和风格类别为基础, 结合投资范围确定具体的资产配置策略。

买入并持有策略属于消极型的长期再平衡策略, 恒定混合策略、投资组合保险策略和动态资产配置策略则相对较为积极。下面主要对这四种资产配置策略进行介绍。

## (一) 买入并持有策略

买入并持有策略是指按确定的恰当的资产配置比例构造了某个投资组合后, 在诸如 3~5 年的适当持有期间内不改变资产配置状态, 保持这种组合 (参见图 12-4)。买入并持有策略是消极型的长期再平衡方式, 适用于有长期计划水平并满足于战略性资产配置的投资者的。

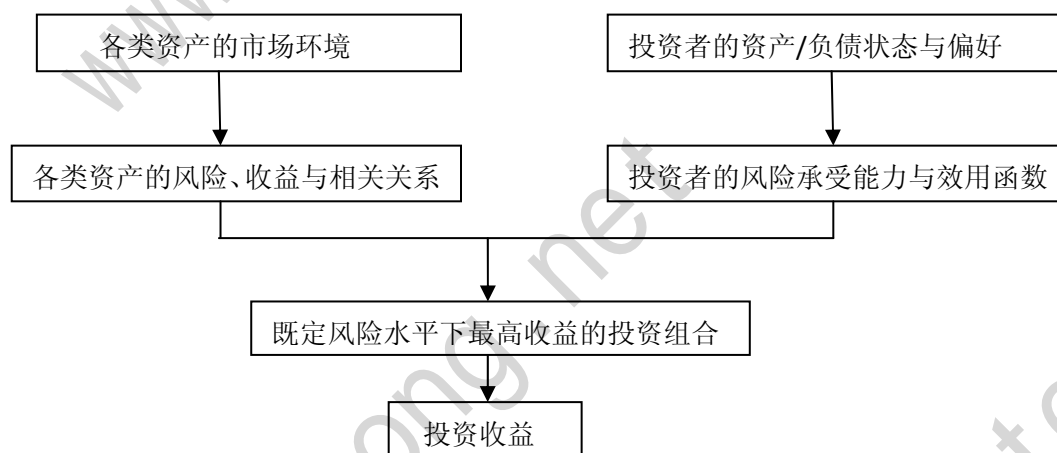


图 12-4 买入并持有策略

在该策略下, 投资组合完全暴露于市场风险之下, 它具有交易成本和管理费用较小的优势, 但也放弃了从市场环境变动中获利的可能, 同时还放弃了因投资者的效用函数或风险承受能力的变化而改变资产配置状态, 从而提高投资者效用的可能。因此, 买入并持有策略适用于资本市场环境和投资者的偏好变化不大, 或者改变资产配置状态的成本大于收益时的状态。

一般而言, 采取买入并持有策略的投资者通常忽略市场的短期波动, 而着眼于长期投资。就风险承受能力来说, 由于投资者投资于风险资产的



比例与其风险承受能力正相关，一般社会投资大众与采取买入并持有策略的投资者的风险承受能力不随市场的变化而变化，其投资组合也不随市场的变化而变化。因此，买入并持有策略的投资组合价值与股票市场价值保持同方向、同比比例的变动，并最终取决于最初的战略性资产配置所决定的资产构成（参见图 12-5）。投资组合价值线的斜率由资产配置的比例决定。

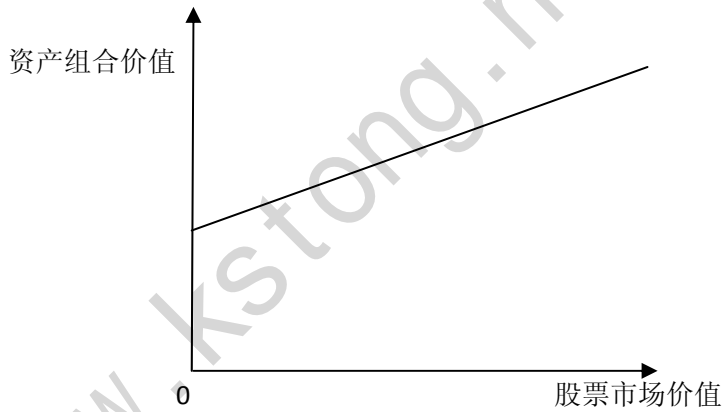


图 12-5 买入并持有策略图

（二）恒定混合策略

恒定混合策略是指保持投资组合中各类资产的比例固定。也就是说，在各类资产的市场表现出现变化时，资产配置应当进行相应的调整，以保持各类资产的投资比例不变（参见图 12-6）。

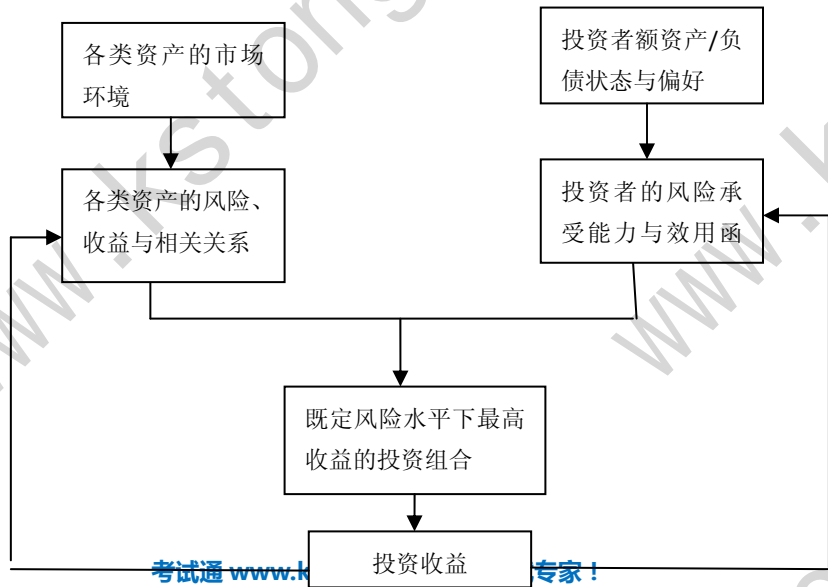


图 12-6 恒定混合策略

与战术性资产配置相比, 恒定混合策略对资产配置的调整并非基于资产收益率的变动或者投资者的风险承受能力变动, 而是假定资产的收益情况和投资者偏好没有大的改变, 因而最优投资组合的配置比例不变。恒定混合策略适用于风险承受能力较稳定的投资者, 在风险资产市场下跌时, 他们的风险承受能力不像一般投资者那样下降, 而是保持不变, 因而其风险资产的比例反而上升, 风险收益补偿也随之上升了; 反之, 当风险资产市场价格上升时, 投资者的风险承受能力仍然保持不变, 其风险资产的比例将下降, 风险收益补偿也下降。

如图 12-7 (A) 所示, 当市场表现出强烈的上升或下降趋势时, 恒定混合策略的表现将劣于买入并持有策略, 在市场向上运动时放弃了利润, 在市场向下运动时增加了损失。

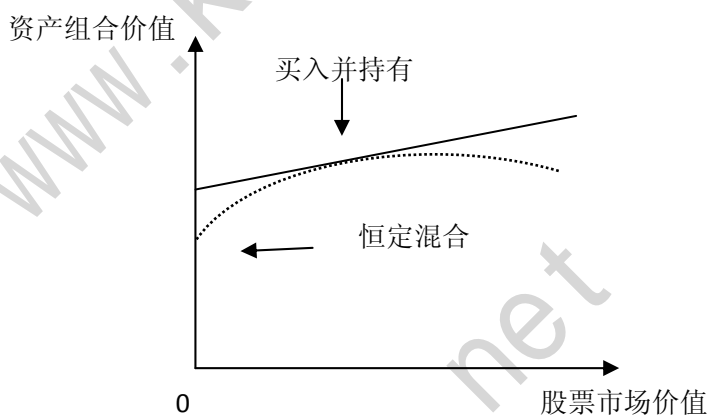


图 12-7 (A) 恒定混合策略支付图 (市场保持上升或下降趋势)

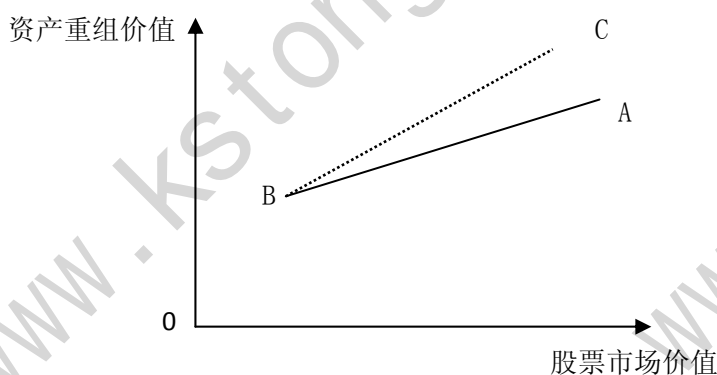


图 12-7 (B) 恒定混合策略支付图 (市场先下降后上升)

但是, 如果股票市场价格处于震荡、波动状态之中, 恒定混合策略就可能优于买入并持有策略。例如, 当股票市场下降从而增加股票持有比例

以保持资产配置比例不变之后, 由于股票市场转而上升, 投资组合的业绩因股票投资比例的提高而出现更快的增长。如图 12-7 (B) 所示, 投资组合价值首先因股票市场价值的下降而沿 AB 下降, 并同时提高了股票投资比例, 使投资组合线的斜率提高; 随着股票市场的回升, 投资组合业绩将沿着斜率更高的 BC 直线上升, 从而使恒定混合策略的表现优于买入并持有策略的表现。反之, 当股票市场先上升后下降时, 恒定混合策略的表现也将优于买入并持有策略, 见图 12-7 (C)。

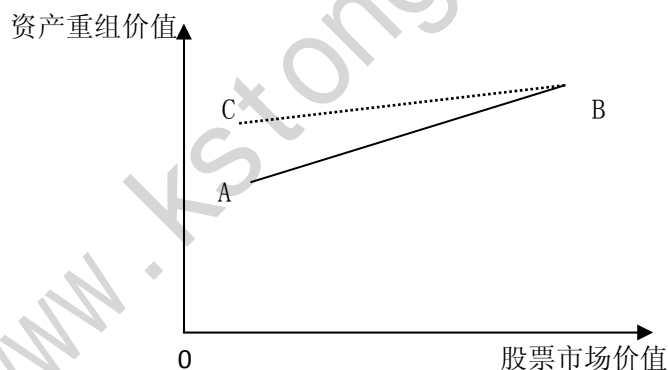


图 12-7 (C) 恒定混合策略支付图 (市场先上升后下降)

### (三) 投资组合保险策略

投资组合保险策略是在将一部分资金投资于无风险资产从而保证资产组合最低价值的前提下, 将其余资金投资于风险资产, 并随着市场的变动调整风险资产和无风险资产的比例, 同时不放弃资产升值潜力的一种动态调整策略。当投资组合价值因风险资产收益率的提高而上升时, 风险资产的投资比例也随之提高; 反之则下降。

投资组合保险的一种简化形式是固定比例投资组合保险 (Constant Proportion Portfolio Insurance, CPPI)。此外还包括以期权为基础的投资组合保险等形式。其主要思想是假定投资者的风险承受能力将随着投资组合价值的提高而上升, 假定各类资产收益率不发生大的变化 (见图 12-8)。

因此, 当风险资产收益率上升时, 风险资产的投资比例随之上升, 如果风险资产市场继续上升, 投资组合保险策略将取得优于买入并持有策略的结果, 如图 12-8 (A) 所示; 而如果市场转而下降, 则投资组合保险策略的结果将因为风险资产比例的提高而受到更大的影响, 从而劣于买入并持有策略的结果, 如图 12-8 (B) 所示。反之, 如果风险资产市场持续下

降, 则投资组合策略的结果较优, 如图 12-8 (A) 所示; 而如果风险资产市场由降转升, 则投资组合策略的结果劣于买入并持有策略的结果, 如图 12-8 (C) 所示。

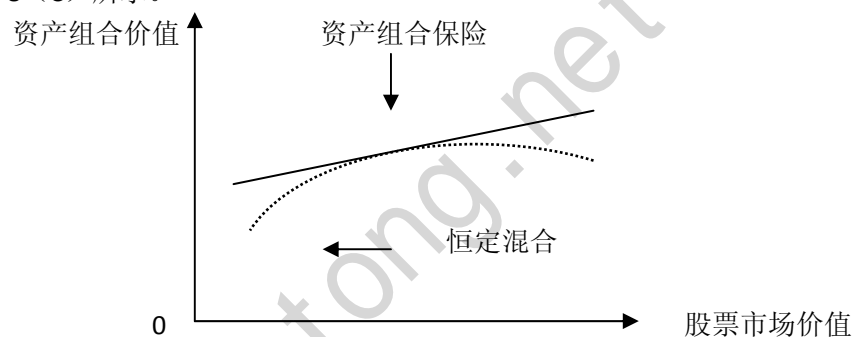


图 12-8 (A) 投资组合保险策略支付图 (市场保持上升或下降趋势)

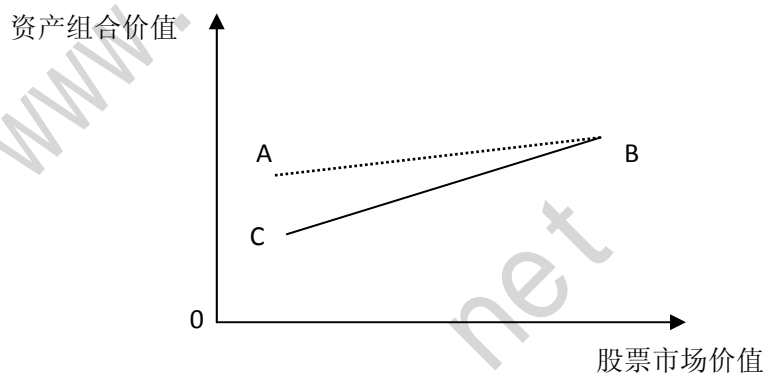


图 12-8 (B) 投资组合保险策略支付图 (市场先上升后下降)

与恒定混合策略相反, 投资组合保险策略在股票市场上涨时提高股票投资比例, 而在股票市场下跌时降低股票投资比例, 从而既保证资产组合的总价值不低于某个最低价值, 又不放弃资产升值潜力。在严重衰退的市场上, 随着风险资产投资比例的不断下降, 投资组合能够最终保持在最低价值基础之上。在股票市场急剧降低或缺乏流动性时, 投资组合保险

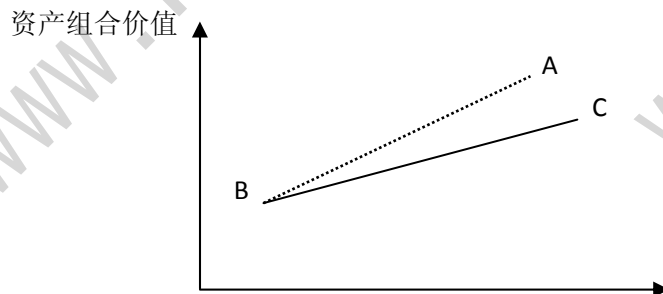


图 12-8 (C) 投资组合保险策略支付图 (市场先下降后上升)

策略至少保持最低价值的目标可能无法达到, 甚至可能由于投资组合保险策略的实施反而加剧了市场向不利方向的运动。

## (四) 动态资产配置策略

1. 动态资产配置是根据资本市场环境及经济条件对资产配置状态进行动态调整, 从而增加投资组合价值的积极战略 (见图 12-9)。

大多数动态资产配置一般具有以下共同特征:

(1) 一般是一种建立在一些分析工具基础之上的客观、量化的过程。这些分析工具包括回归分析或优化决策等。

(2) 资产配置主要受某种资产类别预期收益率客观测度的驱使, 因此属于以价值为导向调整的过程。可能的驱动因素包括以现金收益、长期债券的到期收益率为基础计算的股票预期收益, 或按照股票市场股息贴现模型评估的股票股息收益变化情况等等。

(3) 资产配置规则能够客观地测度出哪一种资产类别已经失去市场的注意力, 并引导投资者进入不受人关注的资产类别。

(4) 资产配置一般遵循回归均衡的原则, 这是动态资产配置中的主要利润机制。假设股票盈余收益与债券收益相比, 比正常水平高 2%, 我们可能期望再获得 2% 的额外收益 (高于债券收益), 超过历史上正常水平。反之, 如果市场回归正常关系状态, 股票盈余收益下降 (股票市场止跌回升) 1% 或债券收益上升 1% (债券收益令人失望地下跌) 时都可能出现这一现象。在这两种情况下产生的额外股票收益都远远超过债券 1% 的额外风险溢价。

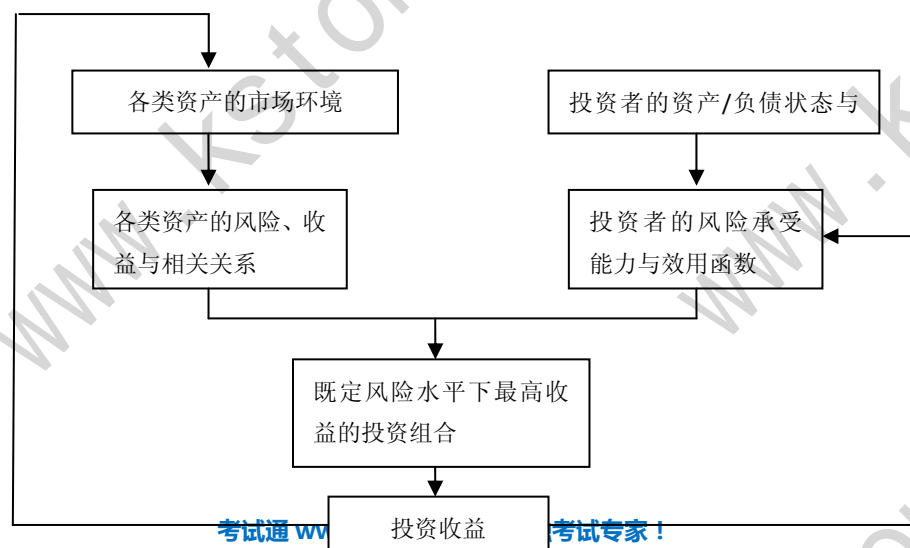


图 12-9 动态资产配置过程

大多数动态资产配置过程一般具有相同原则, 但结构与实施准则各不相同。例如, 一些动态资产配置依据的是各种预期收益率的简单对比, 甚至只是简单的股票对债券的单变量对比。其他配置则努力将情绪化措施或者宏观经济条件标准合并在内, 以提高这些价值驱动决定的时效性。另一些动态资产配置可能还包含技术措施。一般来说, 一些更为详细的办法经常比单纯的价值驱动模型更为优越。

动态资产配置的目标在于, 在不提高系统性风险或投资组合波动性的前提下提高长期报酬。这看上去与效率市场假说的风险与收益匹配的原则互相矛盾, 但当我们区别看待长期收益的改善与投资者的收益提高时可以发现, 收益率各不相同的资产管理战略将使不同类型投资者的效用(或舒适程度)最大化。

2. 当市场行情上涨时, 投资组合的财富也会增加。人们容易忘记的是, 财富的增加伴随着预期收益的减少。对于财富变化, 不同的投资者会表现出不同的反应。在最近的市场波动之后, 不同投资者对适当资产分配反应也不同。

(1) 一些投资者未受财富变动的影响。在财富变动时, 他们的风险承受能力不发生变化。这些人是真正的长期投资者。如果市场行情已经上涨, 那么预期收益率就已经下降。如果长期投资者的风险承受能力没有发生变化, 那么他们就会转而采取守势, 以应对降低了的预期收益率, 一切都未变化。这些人是动态资产配置的自然人选。随着近期市场下跌而来的较好的收益前景提高了预期收益率, 在风险承受能力不变的情况下, 该投资者应及时买入, 这是动态资产配置的一贯要求。

(2) 其他投资者对财富的近期变化稍微敏感。在财富增加时, 他们的风险承受能力提高了。同样, 市场下跌会削弱他们的风险承受能力, 尽管影响只是轻度的。对这些投资者来说, 近期下跌市场带来的最新较好收益前景几乎不足以使其回到静态搭配上。这些投资者是简单机械调整战略的自然人选。

(3) 另一类投资者则对近期市场行为较为敏感。在市场行情上涨时, 他们的风险承受能力提高, 但不足以让其接受市场上新增的风险。这些对风险极其敏感的投资者的最优战略是让资产配置随资本市场的变化而变化。市场下跌时, 他们的风险承受能力也在下降, 他们没有交易或资产配置的相应变化。

(4) 一些投资者对近期市场行为作出剧烈的反应。如果市场行情剧升, 他们的风险承受能力也急剧上升; 市场暴跌, 他们的风险承受能力也一落千丈。事实上, 这些投资者在市场下跌时就卖出, 在市场探底前大幅



度降低市场风险。这些投资者是投资组合保险战略的自然候选人, 严格执行“市场下跌时卖出、市场回升时买入”的规则。对于许多投资者来说, 动态资产配置可以提高长期收益而不增加投资组合风险的潜力, 但却是以低效用为代价的。只有当动态资产配置成为许多投资者不可接受的低效用战略, 收益的改善才能不导致投资组合风险的相应增加。

## 二、买入并持有策略、恒定混合策略、投资组合保险策略之比较

上述三类资产配置策略是在投资者风险承受能力不同的基础上进行的积极管理, 具有不同特征, 并在不同的市场环境变化中具有不同的表现, 同时它们对实施该策略提出了不同的市场流动性要求 (参见表 12-1)。

表 12-1 资产配置策略特征

资产配置策略	市场变动时的行动方向	支付模式	有利的市场环境	要求的市场流动性
买入并持有策略	不行动	直线	牛市	小
恒定混合策略	下降时买入, 上升时卖出	凹型	易变, 波动性大	适度
投资组合保险策略	下降时卖出, 上升时买入	凸型	强趋势	高

### (一) 支付模式

上述恒定混合策略和投资组合保险策略为积极型资产配置策略, 当市场变化时需要采取行动, 其支付模式为曲线。而买入并持有策略为消极型资产配置策略, 在市场变化时不采取行动, 支付模式为直线。恒定混合策略在下降时买入股票并在上升时卖出股票, 其支付曲线为凹型; 投资组合保险策略在下降时卖出股票并在上升时买入股票, 其支付曲线为凸型。

### (二) 收益情况与有利的市场环境

当股票价格保持单方向持续运动时, 恒定混合策略的表现劣于买入并

持有策略, 而投资组合保险策略的表现优于买入并持有策略。当股票价格由升转降或由降转升, 即市场处于易变的、无明显趋势的状态时, 恒定混合策略的表现优于买入并持有策略, 而投资组合保险策略的表现劣于买入并持有策略。反之, 当市场具有较强的保持原有运动方向趋势时, 投资组合保险策略的效果将优于买入并持有策略, 进而将优于恒定混合策略。

### (三) 对流动性的要求

买入并持有策略只在构造投资组合时要求市场具有一定的流动性。恒定混合策略要求对资产配置进行实时调整, 但调整方向与市场运动方向相反, 因此对市场流动性有一定的要求但要求不高。对市场流动性要求最高的是投资组合保险策略, 它需要在市场下跌时卖出而市场上涨时买入。该策略的实施有可能导致市场流动性的进一步恶化, 甚至最终导致市场的崩溃。1987 年美国股票市场中众多投资组合保险策略的实施就加剧了当时市场环境恶化的过程。

## 三、战术性资产配置与战略性配置之比较

### (一) 对投资者的风险承受和风险偏好的认识和假设不同

与战略性资产配置过程相比, 战术性资产配置策略在动态调整资产配置状态时, 需要根据实际情况的改变重新预测不同资产类别的预期收益情况, 但没有再次估计投资者偏好与风险承受能力是否发生了变化。也就是说, 动态资产配置实质上假定投资者的风险承受能力与效用函数是较为稳定的, 在新形势下没有发生大的改变, 于是只需要考虑各类资产的收益情况变化。因此, 动态资产配置的核心在于对资产类别预期收益的动态监控与调整, 而忽略了投资者是否发生变化。

在风险承受能力方面, 动态资产配置假设投资者的风险承受能力不随市场和自身资产负债状况的变化而改变。这一类投资者将在风险收益报酬较高时比战略性投资者更多地投资于风险资产。因而从长期来看, 他们将取得更丰厚的投资回报。

## (二) 对资产管理人把握资产投资收益变化的能力要求

### 不同

动态资产配置的风险收益特征与资产管理人对资产类别收益变化的把握能力密切相关。如果资产管理人能够准确地预测资产收益变化的趋势, 并采取及时有效的行动, 则使用动态资产配置会带来更高的收益。如果资产管理人不能准确预测资产收益变化的趋势, 或者即使能够准确预测但不能采取及时有效的行动, 则投资收益将劣于准确地预测并把握市场变化时的情况, 甚至很可能会劣于购买并持有最初的市场投资组合时的情况。因此, 运用动态资产配置的前提条件是资产管理人能够准确地预测市场变化, 并且能够有效实施动态资产配置投资方案。

## 第十三章 股票投资组合管理

股票投资组合管理是在组合管理投资理念的基础上发展起来的。分散风险和最大化投资收益是组合管理的基本目标。根据对市场有效性的不同判断, 股票投资组合管理又演化出积极型与消极型两类投资策略。积极型投资策略旨在通过基本分析和技术分析构造投资组合, 并通过买卖时机的选择和投资组合结构的调整, 获得超过市场组合收益的回报。消极型投资策略则以拟合市场投资组合为主要目的, 通过跟踪误差, 尽量缩小投资组合与市场组合的差异, 并以获得市场组合平均收益为主要目标。

### 第一节 股票投资组合的目的

股票投资管理是资产管理的重要组成部分之一。股票投资组合管理的目标是实现效用最大化, 也就是使股票投资组合的风险和收益特征能够给投资者带来最大的满足。因此, 构建股票投资组合的原因有二: 一是降低证券投资风险; 二是实现证券投资收益最大化。

组合管理是一种区别于个别资产管理的投资管理理念。组合管理理论最早由马柯威茨于 1952 年系统地提出, 他开创了对投资进行整体管理的先河。目前, 在西方国家大约有 1/3 的投资管理者利用数量化方法进行组合管理。构建投资组合并分析其特性是职业投资组合经理的基本活动。在构建投资组合过程中, 就是要通过证券的多样化, 将由少量证券造成的不利影响最小化。

#### 一、分散风险

股票与其他任何金融产品一样, 都是有风险的。所谓风险就是指预期投资收益的不确定性。我们常常会用篮子装鸡蛋的例子来说明分散风险的重要性。如果我们把鸡蛋放在一个篮子里, 万一这个篮子不小心掉在地上, 那么所有的鸡蛋都可能被摔碎; 而如果我们把鸡蛋分散在不同的篮子里, 那么一个篮子掉了不会影响其他篮子里的鸡蛋。资产组合理论表明, 证券组合的风险随着组合所包含的证券数量的增加而降低, 资产间关联性低的多元化证券组合可以有效地降低个别风险。

我们一般用股票投资收益率的方差或者股票的  $\beta$  值来衡量一只股票或股票组合的风险。通常股票投资组合的方差是由组合中各股票的方差和

股票之间的协方差两部分组成, 组合的期望收益率是各股票的期望收益率的加权平均。除去各股票完全正相关的情况, 组合资产的标准差将小于各股票标准差的加权平均。当组合中的股票数目  $N$  增加时, 单只股票的投资比例减少, 方差项对组合资产风险的影响下降; 当  $N$  趋向无穷大时, 方差项将趋近 0, 组合资产的风险仅由各股票之间的协方差所决定。也就是说, 通过组合投资, 能够减少直至消除各股票自身特征所产生的风险 (非系统性风险), 而只承担影响所有股票收益率的因素所产生的风险 (系统性风险)。

## 二、实现收益最大化

股票投资组合管理的目标之一就是在投资者可接受的风险水平内, 通过多样化的股票投资使投资者获得最大收益。从市场经验来看, 单只股票受行业政策和基本面的影响较大, 相应的收益波动往往也很大。在公司业绩快速增长时期可能给投资者带来可观的收益, 但是如果因投资者未观察到的信息而导致股票价格大幅下跌, 则可能给投资者造成很大的损失。因此, 在给定的风险水平下, 通过多样化的股票选择, 可以在一定程度上减轻股票价格的过度波动, 从而在一个较长的时期内获得最大收益。

## 第二节 股票投资组合管理基本策略

根据对市场有效性的不同判断, 可以将股票投资组合策略分为两大类: 一类是以战胜市场为目的的积极型股票投资组合策略; 另一类是以获得市场组合收益为目的的消极型股票投资组合策略。由于目标不同, 两类投资策略在构建投资组合、运作监测等方面都有各自不同的特点。

基金管理人在进行股票组合投资时, 首先应当决定投资的基本策略, 即如何选取构成组合的股票。基本策略主要是建立在基金管理人股票对市场有效性的认识上。

市场有效性就是股票的市场价格反映影响股票价格信息的充分程度。如果股票价格中已经反映了影响价格的全部信息, 我们就称该股票市场是强势有效市场; 如果股票价格中仅包含了影响价格的部分信息, 我们通常根据信息反映的程度将股票市场分为半强势有效市场和弱势有效市场。基金管理人按照自身对股票市场有效性的判断采取不同的股票投资策略: 消极型管理和积极型管理。

## 一、消极型管理是有效市场的最佳选择

如果股票市场是一个有效的市场, 股票的价格反映了影响它的所有信息, 那么股票市场上不存在价值低估或价值高估的股票, 投资者也不可能通过寻找错误定价的股票获取超出市场平均的收益水平。在这种情况下, 基金管理人不应尝试获得超出市场的投资回报, 而是努力获得与大盘同样的收益水平, 减少交易成本。

## 二、积极型管理的目标: 超越市场

如果股票市场不是有效的市场, 股票的价格不能完全反映影响价格的信息, 那么市场中存在着错误定价的股票。在无效的市场条件下, 基金管理人有可能通过对股票的分析及其良好的判断力以及信息方面的优势, 识别出错误定价的股票, 通过买入价值低估的股票、卖出价值高估的股票, 获取超出市场平均水平的收益率, 或者在获得同等收益的情况下承担较低的风险水平。因此, 在这种情况下, 基金管理人应当采取积极型管理策略, 通过挑选价值低估股票超越大盘。

## 第三节 股票投资风格管理

股票投资风格管理是基金经理人以股票的行为模式为基准确定基金投资类型的一种组合管理模式。具有相同特征的股票集合可以看作是股票市场中的子市场, 这些子市场的存在使得基金经理人可以根据不同股票集合的行为模式规划投资策略。常见的股票投资风格管理模式包括两大类: 消极型和积极型股票投资风格管理。

### 一、股票投资风格分类体系

股票市场上的基金经理人往往采取一些不同的投资策略, 这些策略逐渐演变成不同的投资类型。常见的投资类型是增长类股票投资和非增长类(或收益类)股票投资。此外, 还有按照公司规模划分的小型资本股票(通常称为小盘股)投资和大型资本股票(通常称为大盘股)投资等。

这些类型是按市场上不同行为模式的股票集合划分的。也就是说, 这些股票类型可以看作是股票市场的子市场。这些子市场的存在使得基金经



理人可以根据不同股票集合的行为模式规划投资战略。相应地, 在不同股票集合行为模式的基础上制定战略也使得投资者拥有更多的选择机会。

所谓股票投资风格分类体系, 就是按照不同标准将股票划分为不同的集合, 具有相同特征的股票集合共同构成一个系统的分类体系。因此, 股票投资风格的划分关键是对股票特征的把握和分类标准的选取。不同风格股票的划分具有不同的方法, 即使在同样风格股票的划分过程中也可能存在不同的方法。建立这样的风格分类体系并不是一项简单的工作, 事实上, 对股票进行风格划分的过程也正是基金管理人投资策略的形成过程。

## (一) 按公司规模分类

对股票按公司规模分类是基于不同规模公司的股票具有不同的流动性, 而股票投资回报往往和它的流动性存在一定关系的角度进行考虑的。从实践经验来看, 人们通常用公司股票的市场价值所表示的公司规模作为流动性的近似衡量标准。通常小型资本股票的流动性较低, 而大型资本股票的流动性则相对较高。股票投资收益是对投资者承担风险和放弃收益的综合补偿。鉴于小型股票的流动性偏低, 因此从长期来看, 小型资本股票的回报率实际上要比大型资本股票更高。

Rolf Banz 对 1926~1981 年间在纽约证券交易所上市股票的回报率进行了计算, 并按市场资本化价值总额对其排序, 结果发现小型资本股票的回报率要高于大型资本股票。Ibbotson 合伙人随后统计了两组资本总额最小的股票在 1982~1993 年间的业绩。综合这些研究结果, 发现这些资本总额最小的公司股票在 1926~1993 年间的平均年回报率为 12.4%, 而标准普尔 500 种股票指数的平均回报率为 10.30%, 前者高出后者 2.10%。而从赢利角度考虑, 标准普尔 500 种股票指数通常被划分到资本总额最大的组别, 被当作大型资本投资的主要代表指数。

虽然小型资本股票的回报率长期内较高, 但是在实践中人们也观察到, 小型资本股票无论是个体还是作为一个整体, 其波动性均很高。但若是把选取资本额较低的小公司股票战略和选取资本额较高的大公司股票战略结合起来, 就可以改进整个投资计划的风险回报情况, 这就是所谓的混合型战略。

因此, 按公司规模划分的股票投资风格通常包括: 小型资本股票、大型资本股票和混合型资本股票 3 种类型。美国的一家投资机构曾经选取组成 Russell3000 指数的 3000 家公司, 将其中最大的 600 家公司股票划为大型资本股票, 剩下的 2400 家公司划为中小型资本股票。通过对各组股票组合风险和收益的测量, 得到了如表 13-1 的结果。

表 13-1 各种投资战略的风险回报状况

特点	指数基金	大型资本股票战略	中小型资本股票战略	70%的大型资本股票和 30%的中小型资本股票战略
市场风险 ( $\beta$ )	1.00	1.00	1.25	1.08
跟踪误差 (标准误差)	0.50	3.50	10.00	5.00
期望的额外回报率% ( $\alpha$ )	0.00	2.00	3.00	2.20
期望回报率% (加总)	12.00	14.00	16.00	14.60

表 13-1 的统计结果进一步印证了中小型资本股票战略的风险高于大型资本股票战略。相应地, 其回报率也高于大型资本股票战略, 体现了高风险高回报的一般规律。另外, 混合型战略的收益和风险都介于中小型资本股票战略和大型资本股票战略之间。

## (二) 按股票价格行为的分类

按股票的基本特点进行分类是基于基本分析基础上的股票投资风格分类方法, 而观察股票价格的市场表现则可以使人们对股票运行形成更为直观的认识。因此, 通过分析股票在市场上的不同价格行为, 并以此作为分类标准似乎更加直观。按股票价格行为所表现出来的行业特征, 可以将股票分为增长类、周期类、稳定类和能源类等类型。其划分依据主要是各个股票之间的相关系数, 从而使每一类股票内部的相关系数均为正而且较大, 而不同类型的股票之间的相关性则不高。这种分析方法是用来确定股票的价格行为是否和增长类股票与非增长类股票 (周期类、稳定类、能源类股票) 的分类相一致。

对于股票价格行为的研究, 我们可以通过绘制各类股票的相关系数矩阵, 用群落分析方法进行分析验证。其基本思想是在计算了股票集合中每只股票与其他股票之间的相关系数后, 将相关系数为正并且最大的两只股票视为同类并合并为一组, 然后重新计算相关系数矩阵, 包括合并股票 (或群落) 与剩余股票 (或群落) 之间的相关系数。以此类推, 直到剩余股票 (或群落) 相关系数全部为负时结束。如果最后的剩余群落为增长类、周期类、稳定类和能源类, 则说明上述四个独立的类型可以解释该股票集合的数据。同一类型的股票表现出强烈的互动, 而在同一时间、不同类型的股票之间相关性很低, 走势互相独立。也就是说, 在该股票集合中进行这

样的划分是合理的。

### (三) 按公司成长性分类

按照公司成长性可以将股票分为增长类股票和非增长类(收益类)股票。通常,我们将增长类股票定义为增长速度超过经济发展速度的股票;收益类股票则是随经济发展速度同步增长的股票。为了便于分析,我们通常选取一定的指标来描述公司的成长性:(1)持续增长率,即净资产收益率乘以盈余保留率。(2)红利收益率。

持续增长率是对一家公司增长能力非常直接而且客观的度量,虽然在计算时经常会遇到会计数据不足的困难。相比较而言,红利收益率则更多地受到市场力量的影响,较少受到会计数据不足的制约。从红利收益率和市场对优秀增长类公司发出的价格信号来看,红利收益率通常和公司增长能力呈反向变化关系。在基金经理人利用持续增长率和红利收益率对公司的增长前景进行预测时,这两个变量应该是互补的,同时还必须注意它们之间的负相关关系。运用红利收益率和持续增长率这两个变量,我们可以将增长类股票和收益类股票进行简单划分。首先,我们估计增长类股票有较高的盈余保留率和赢利性(或是二者兼而有之);非增长类股票有较低的盈余保留率和赢利性。因此,我们预计具有高增长率的公司只会支付较低的红利。相对于股价的高增长而言,这类公司只会有较低的红利收益率。反之,非增长类公司支付较高的红利,相对于未反映出公司成长性的股价而言,将会有较高的红利收益率。

## 二、股票投资风格指数

股票投资风格指数就是对股票投资风格进行业绩评价的指数。比如,前面我们已经分析过,增长类股票和非增长类股票的基本特点有很大的不同,因而专门投资于增长类或收益类股票的经理业绩很大程度上取决于所选取股票类型的发展趋势。由此人们引入了风格指数的概念作为评价投资管理业绩的标准。

以公司成长性为标准设计的风格指数为例。在按照一定的指标,如市盈率和市净率指标将股票分为增长类和非增长类之后,就可以按照一定的权重构建指数,反映各自的回报情况。风格指数可以使基金经理更清楚地了解某类股票在一定时期内的走向,其所起到的作用就像对市场状况有广泛代表性的标准普尔 500 种股票指数一样。相应地,这些指数为精确地评估投资经理管理由增长类股票和收益类股票组成的投资组合的业绩提供

了一个标准。表 13-2 列示了将标准普尔 500 种股票按照增长类和收益类划分后的两组股票的年回报率对比情况。不同类型的股票指数是以总股本作为权重构建的, 分析比较了两类风格指数的年回报率情况。结果表明, 两组股票的回报率尽管在不同年份的表现各异, 但 13 年的平均回报率却基本一致, 分别为 16.50%和 16.60%。

**表 13-2 标准普尔 500 种股票类型指数的年回报率**  
(1979—1991 年)

年度	增长类大型资本股票 (%)	收益类大型资本股票 (%)
1979	15.70	21.10
1980	39.40	23.60
1981	-9.80	0.00
1982	22.00	21.00
1983	16.20	28.90
1984	2.30	10.50
1985	33.30	29.70
1986	14.50	21.70
1987	6.50	3.70
1988	11.90	21.70
1989	36.40	26.10
1990	0.20	-6.80
1991	38.40	22.60
平均年回报率	16.50	16.60

资料来源: S&P/BARRA。

### 三、股票风格管理

#### (一) 消极的股票风格管理及应用

所谓消极的股票风格管理, 是指选定一种投资风格后, 不论市场发生何种变化均不改变这一选定的投资风格。对于集中投资于某一种风格股票的基金经理人而言, 选择消极的股票风格管理是非常有意义的。因为投资风格相对固定, 既节省了投资的交易成本、研究成本、人力成本; 也避免了不同风格股票收益之间相互抵消的问题。

## (二) 积极的股票风格管理及应用

所谓积极的股票风格管理, 是通过对不同类型股票的收益状况做出的预测和判断, 主动改变投资组合中增长类、周期类、稳定类和能源类股票权重的股票风格管理方式。例如, 预测某一类股票前景良好, 那么就增加它在投资组合中的权重, 且一般高于它在标准普尔 500 种股票指数中的权重; 如果某类股票前景不妙, 那么就降低它在投资组合中的权重。这种战略可以称为类别轮换战略。相对于前面提到的消极战略来说, 这是一种积极的股票风格管理方法。

## 第四节 积极型股票投资策略

积极型股票投资策略是投资经理人在长期的实践摸索中逐步形成的多样化投资策略的集合表现形式, 在长期的发展过程中形成了各种不同的理论基础和具体的操作方法。归纳起来大致包括以下几种: 在否定弱势有效市场前提下的以技术分析为基础的投资策略, 如道氏理论、移动平均法、价格与交易量的关系等理论; 在否定半强势有效市场前提下的以基本分析为基础的投资策略, 如低市盈率法和股利贴现模型等; 结合对弱势有效市场和半强势有效市场的挑战, 人们提出的市场异常策略, 如小公司效应、日历效应等。

### 一、以技术分析为基础的投资策略

以技术分析为基础的投资策略是在否定弱势有效市场的前提下, 以历史交易数据(过去的价格和交易量数据)为基础, 预测单只股票或市场总体未来变化趋势的一种投资策略。所谓弱势有效市场, 就是证券价格充分反映了历史上一系列交易价格和交易量中所隐含的信息, 从而投资者不可能通过对以往价格进行的分析获得超额利润。也就是说, 要想获得超额回报, 就必须寻求历史交易数据以外的信息。而从技术分析的定義可以看出, 正是对弱势有效市场的否定才产生出以技术分析为基础的多种股票投资策略。



## (一) 道氏理论

道氏理论是技术分析的鼻祖, 在道氏理论之前技术分析还不成体系。美国人查尔斯·道是道氏理论的创始人。为了反映市场总体趋势, 他与爱德华·琼斯创立了著名的道-琼斯平均指数。查尔斯·道在出任《华尔街日报》的编辑期间, 他所写的评论逐步建立了关于股票市场总体发展趋势的理论。这些评论经过其合伙人汉密尔顿 (W.P.Hamilton) 的发展和雷亚 (R.Rhea) 的归纳, 形成了我们今天看到的道氏理论。道氏理论的最具历史价值之处并不在于其完整的技术体系, 而在于其精确的科学化的思想方法, 这是成功投资的必要条件。

道氏理论的主要观点有:

1. 市场价格指数可以解释和反映市场的大部分行为。这是道氏理论的核心思想, 其理论含义就是任何因素对证券市场的影响最终都必然体现在股票价格的变动上。因此, 只要对基于市场交易数据建立的市场价格指数进行分析就可以观察市场的大部分行为。目前世界资本市场应用最广泛的道-琼斯工业指数、标准普尔 500 指数、金融时报指数、日经指数等都是源于道氏理论的思想。

2. 市场波动具有三种趋势。道氏认为价格的波动尽管表现形式不同, 但是, 我们最终可以将它们分为三种趋势, 即主要趋势、次要趋势和短暂趋势。三种趋势的划分为其后出现的波浪理论打下了基础。

3. 交易量在确定趋势中的作用。在对股票价格未来走势进行预测时, 趋势反转点是做出判断的一个重要参考指标。而股票价格走势是暂时的调整还是趋势较长时间段的反转, 有的时候往往很难判别。在长期的实践中, 人们找到了一个很好的辅助参考指标——交易量指标。通过对交易量放大或萎缩的观察, 再配合对股票价格形态的分析, 增加了对趋势反转点判断的准确性。

4. 收盘价是最重要的价格。对于股票价格表现而言, 一般一天有几个比较重要的价格: 开盘价、收盘价、全天最高价、全天最低价。道氏理论认为在所有价格中, 收盘价最重要。

从操作效果来看, 道氏理论对大的趋势判断有较大的作用, 对短期波动的预测则显得无能为力。另外, 道氏理论的结论滞后于价格的缺陷也限制了该理论的广泛应用。



## (二) 超买超卖型指标

在道氏理论之后, 越来越多的投资经理注意到, 可以通过控制股价背离参考基准的幅度做出买入或卖出决定, 进而实现控制投资损益的目的。根据选定的参考基准和计算方法的差异, 相继出现了简单过滤器规则、移动平均法、上涨和下跌线以及相对强弱理论。其中, 以简单过滤器规则和移动平均法为代表。

1. 简单过滤器规则。简单过滤器规则是以某一时点的股价作为参考基准, 预先设定一个股价上涨或下跌的百分比作为买入和卖出股票的标准, 即如果股票价格相对于参考基准上升的幅度达到了预先设定的百分比, 就买入该股票; 而如果股票价格相对于参考基准下跌幅度达到了预先设定的百分比, 就卖出该股票。这一事先设定的股票价格变化的百分比就称为“过滤器”。它将股价上涨或下跌幅度达到标准的股票筛选出来作为投资组合的选择对象。而具体是选择 10%、20%, 还是其他的变动百分比, 则由投资经理自行确定。

简单过滤器规则无论从理论基础还是具体操作来看都比较简单而且直观, 但是在执行过程中, 基金经理人还必须考虑交易成本对投资收益的影响。在短期内股票价格波动较大的情况下, 依据简单过滤器规则可能经常会发出买入或卖出的信号, 而频繁操作的结果则可能产生较高的交易成本, 在影响投资收益的情况下, 也不利于投资组合的稳定。

另外, 在投资领域被广泛应用的止损定律与简单过滤器规则具有相同的理论基础, 即股价下跌 10% 或者某一个预先设定的百分比就卖出所持股票, 从而达到将损失控制在一定范围之内的目的。

2. 移动平均法。移动平均法其实质是简单过滤器规则的一种变形。它是以一段时期内的股票价格移动平均值为参考基础, 考察股票价格与该平均价之间的差额, 并在股票价格超过平均价的某一百分比时买入该股票, 在股票价格低于平均价的一定百分比时卖出该股票。

根据计算方式和选择参数的不同, 计算平均价的方式可以是简单移动平均, 也可以是对某一区间的价格赋予更大权重从而计算出综合的移动平均价。

移动平均法可以参考乖离率 (BIAS) 的计算公式来测定股价的背离程度。乖离率是描述股价与股价移动平均线距离远近程度的一个指标。BIAS 的计算公式为:

$$N \text{ 日乖离率} = \frac{\text{当日收盘价} - N \text{ 日移动平均价}}{N \text{ 日移动平均价}} \times 100\%$$

有关 BIAS 的书籍给出了依据乖离率确定买卖时机的一些参考数值, 仅

供参考。

(1)  $BIAS(5) > 3.5\%$ 、 $BIAS(10) > 5\%$ 、 $BIAS(20) > 8\%$ 、 $BIAS(60) > 10\%$ , 是卖出时机;

(2)  $BIAS(5) < -3\%$ 、 $BIAS(10) < -4.5\%$ 、 $BIAS(20) < -7\%$ 和  $BIAS(60) < -10\%$ , 是买入时机。

### (三) 价量关系指标

市场行为最基本的表现就是成交价和成交量。过去和现在的成交价、成交量涵盖了过去和现在的市场行为。技术分析就是利用过去和现在的成交量、成交价资料, 以图形分析和指标分析为工具, 解释预测未来的市场走势。在某一点上的价和量反映的是买卖双方在这一时点上共同的市场行为, 是双方的暂时均势点。随着时间的变化, 均势会不断发生变化, 这就是价量关系的变化。一般买卖双方对价格的认同程度通过成交量的大小得到确认, 认同程度大, 成交量大; 认同程度小, 成交量小。双方的这种市场行为反映在价、量上就往往呈现出这样的一种趋势: 价升量增、价跌量减。根据这一趋势规律, 当价格上升时, 成交量不再增加, 意味着价格得不到买方确认, 价格的上升趋势将会改变; 反之, 当价格下跌时, 成交量萎缩到一定程度就不再萎缩, 意味着卖方不再认同价格的继续下降了, 价格下降趋势将会改变。成交价、成交量的这种规律关系是技术分析的合理性所在。因此, 价、量是技术分析的基本要素, 一切技术分析方法都是以价量关系为研究对象的。用技术分析预测股票的价格走势时, 价量关系是一个重要的参考指标。成交量是推动股价上涨的原动力, 是测量股市行情变化的温度计, 通过其增加或减少的速度可以推断出多空之间的力量对比和股价涨跌的幅度。通常认为, 交易量和价格都上升是投资者对某只股票感兴趣而且这一兴趣将持续下去的信号。反之, 价格上升而交易量下降则是股票价格随后将下跌的信号。由此, 人们总结出逆时针曲线理论的八大循环, 即价稳量增、价量齐升、价涨量稳、价涨量缩、价稳量缩、价跌量缩、价格快速下跌而量小、价稳量增。葛兰碧在对成交量和股价趋势关系研究之后, 总结出九大法则, 被称为葛兰碧九大法则。

目前, 价量关系的对比分析已经成为技术分析的基本手段。

## 二、以基本分析为基础的投资策略

基本分析是在否定半强势有效市场的前提下, 以公司基本面状况为基础进行的分析, 其内容包括公司的资本结构、资产运作效率、偿债能力、

盈利能力和市场占有率等方面, 还可以通过同行业的横向或上下游的纵向比较加深对公司基本面的了解。

所谓半强势有效市场, 就是证券当前价格完全反映所有公开信息, 不仅包括证券价格序列信息, 还包括有关公司价值的信息、有关宏观经济形势和政策方面的信息。如果市场是半强势有效的, 那么仅仅以公开资料为基础的分析将不能提供任何帮助。因为针对当前已公开的资料信息, 目前的价格是合适的, 未来的价格变化依赖于新的公开信息。而基本分析是通过对公司基本面相关公开信息的分析来决定投资策略, 并获得超额利润的方法。因此, 基本分析一定是建立在否定半强势有效市场的基础之上的。目前国际应用较多的基本分析方法主要有以下几类:

### (一) 低市盈率 (P/E 比率)

选择“双低”股票作为自己的目标投资对象是目前机构投资者普遍运用的投资策略。所谓“双低”, 就是低市盈率、低市净率。市盈率是股票价格与每股净利润的比值, 市净率则是股票价格与每股净资产的比值。选择市盈率和市净率较低股票的理论基础在于, 这两类股票的股价有较高的实际收益的支持。也就是说, 这类股票价格被高估的可能性较低, 被低估的可能性则较高。选取这两个指标有利于投资经理筛选价值被低估或风险较小的股票。从目前世界市场的股价表现来看, 在美国曾一度出现的股市泡沫使得人们对高市盈率和市净率的股票缺乏投资信心。因此, 低市盈率指标受到普遍欢迎正是在股市过热之后, 投资理念向价值回归的一种表现。

### (二) 股利贴现模型

股利贴现模型 (Dividend Discount Model, DDM) 就是将未来各期支付的股利 (通常还包括未来某时股票的预期售价) 通过选取一定的贴现率折合为现值的方法, 考察即期资产价格与预期未来现金流量折现后的现值之间的差异, 即净现值 (NPV), 据此判断股票是否被错误定价。如果净现值大于 0, 即股票价值被低估, 应买入; 如果净现值小于 0, 即股票价格被高估, 应卖出。模型中的预期现金流量包括预期的股利支付和未来某时股票的预期售价。通常我们可以通过资本资产定价模型确定折现率, 并假定在全部期限内折现率保持不变。按照对未来股利支付的不同假定, DDM 可演化为固定增长模型、三阶段 DDM 或随机 DDM 等具体表现形式。

另外, 我们也可以从内含报酬率的角度来判断买入或卖出。内含报酬率就是在净现值等于 0 时的折现率, 它反映了股票投资的内在收益情况。如果内含报酬率高于资本的必要收益率, 则买入; 如果内含报酬率低于资本的必要收益率, 则卖出。

### 三、市场异常策略

除了前面我们介绍的积极型和消极型股票投资策略之外, 人们在长期的实践中发现, 具有某些特征的一类股票往往其收益表现会高于其他股票或市场总体水平。值得注意的是, 这些股票的共同特征不是基于公司基本面, 如业绩、行业特性、行业政策与行业周期, 也不能完全套用技术分析的指标做出解释。因此, 以这类特殊群体作为主要投资对象的策略通常称为市场异常策略。常见的市场异常策略包括小公司效应、低市盈率效应、被忽略的公司效应以及其他的日历效应、遵循公司内部人交易等策略。

#### (一) 小公司效应

所谓小公司效应就是我们在股票投资风格管理中曾经提到的, 以市场资本总额衡量的小型资本股票, 它们的投资组合收益通常优于股票市场的整体表现。一些研究成果支持了这一效应。表 13-3 列出了美国在 1963~1993 年间, 小型资本股票和大型资本股票在不同时间段的投资回报情况。从统计数据来看, 在大多数时间里, 小公司的投资回报要优于大公司。

表 13-3 大型资本股票和小型资本股票的业绩表现  
(1963—1993 年)

各个阶段	小型资本股票的回报率 (%)	大型资本股票的回报率 (%)
1963—1968 年	30.90	12.20
1969—1974 年	-13.60	-3.40
1975—1983 年	35.30	15.70
1984—1990 年	2.60	14.60
1991—1993 年	29.20	15.60

#### (二) 低市盈率效应

低市盈率效应是指由低市盈率股票组成的投资组合的表现要优于由

高市盈率股票组成的投资组合的表现。这与基本分析中的低市盈率指标基本吻合, 而这一观点也得到了一些研究的支持。通过对低市盈率股票的观察可以发现: 一方面, 这一类股票的市场价格更接近于价值, 或者出现价值被低估的情况; 另一方面, 这类股票往往是市场投资者关注较少的股票, 或者不是短期内的热点。而对于资本市场而言, 价格向价值回归是一种长期趋势, 而热点转换也是市场运动的规律, 因此价值被低估的、暂时性非热点的公司, 往往就是潜在的下一个热点, 而其股价上涨的空间和概率都比较大。

### (三) 日历效应

人们在长期的投资实践中发现, 在每一年的某个月份或每个星期的某一天, 市场走势往往表现出一些特定的规律。例如在过年前的一段时间里, 在假期消费心理和大资金回笼的影响下, 股价走势往往比较弱。因此, 一些有经验的投资经理会选择股价走势通常较好的时期, 某月或一个星期的某一天作为买入时点, 而在股价走势较弱的月份选择卖出。当然在具体操作中, 很多基金经理可能选择在行情到来之前的预先反应, 从而更好地把握投资机会。

### (四) 遵循内部人的交易活动

如果证券市场是一个完全有效的市场, 那么任何人无论通过何种途径都无法获得超过市场的回报。但实际上完全有效的市场是不可能或很难达到的目标, 因此我们通常所说的内部人往往可以利用其特殊地位提前于投资者获得公司尚未公布的信息, 或者掌握比普通投资者更多的信息, 并以此获得超额回报。正如我们所知道的那样, 一项信息只有在由少数人掌握的情况下才可能为其带来超额收益, 一旦信息被所有人获得, 则超额收益就会消失。而内部人正是掌握该信息的少数人, 因此有些投资者采取跟随内部人的方式实施其投资策略, 在有些时候也可以分享一部分超额收益。

## 四、各投资策略的比较及主流变换

以技术分析为基础的投资策略与以基本分析为基础的投资策略的区别主要包括以下几个方面:



## (一) 对市场有效性的判定不同

以技术分析为基础的投资策略是以否定弱势有效市场为前提的, 认为投资者可以通过对以往价格进行分析而获得超额利润; 而以基本分析为基础的投资策略是以否定半强势有效市场为前提的, 认为公开资料没有完全包括有关公司价值的信息、有关宏观经济形势和政策方面的信息, 因此通过基本分析可以获得超额利润。

## (二) 分析基础不同

技术分析是以市场上历史的交易数据(股价和成交量)为研究基础, 认为市场上的一切行为都反映在价格变动中; 基本分析是以宏观经济、行业和公司的基本经济数据为研究基础, 通过对公司业绩的判断确定其投资价值。

## (三) 使用的分析工具不同

技术分析通常以市场历史交易数据的统计结果为基础, 通过曲线图的方式描述股票价格运动的规律; 基本分析则主要以宏观经济指标、行业基本数据和公司财务指标等数据为基础进行综合分析。

从投资策略发展演变的过程来看, 技术分析和基本分析都曾经主导过一个时期投资分析的主流。从道·琼斯提出道氏理论以来, 技术分析得到了蓬勃的发展, 比较典型的如K线理论、切线理论、波浪理论等都是较为成熟而且应用广泛的技术分析理论。随着上市公司运作的逐步规范和投资理念的理性回归, 基本分析越来越受到投资者的关注, 股利贴现模型和市盈率等指标都得到了更为广泛的应用。

投资策略发展到今天, 以基本分析为主, 辅以技术分析, 也是投资策略的主流。以基本分析作为判断公司投资价值的基础, 以技术分析观察股价市场走势判断买卖时机, 两种分析方法的结合充分发挥了各自的优势。

## 第五节 消极型股票投资策略

消极型股票投资策略以有效市场假说为理论基础, 可以分为简单型和指数型两类策略。



## 一、简单型消极投资策略

简单型消极投资策略一般是在确定了恰当的股票投资组合之后, 在3~5年的持有期内不再发生积极的股票买入或卖出行为, 而进出场时机也不是投资者关注的重点。简单型消极投资策略具有交易成本和管理费用最小化的优势, 但同时也放弃了从市场环境变化中获利的可能。适用于资本市场环境和投资者偏好变化不大, 或者改变投资组合的成本大于收益的情况。

## 二、指数型消极投资策略

指数型消极投资策略的核心思想是相信市场是有效的, 任何积极的股票投资策略都不能取得超过市场的投资收益, 因此复制一个与市场结构相同的指数组合, 就可以排除非系统性风险的干扰而获得与市场相同或相近的投资回报。因此, 采取指数型策略的投资管理人并不试图用基本分析的方式来区分价值被高估或低估的股票, 也不试图预测股票市场的未来变化, 而是力图模拟市场构造投资组合, 以取得与市场组合相一致的风险收益结果。

### (一) 指数型投资策略的理论基础与实践基础

按照资本资产定价模型(CAPM), 在一个有效的市场中, 市场投资组合(即整个市场)为每单位风险提供了最大的收益, 所以基金管理人并不试图通过对信息的分析来寻找错误定价的股票, 也不去预测整个股票市场的走势并构造投资组合来利用这种走势获得超额回报, 而是希望设计一个股票投资组合, 该组合的波动能够复制市场投资组合的变动。这样, 他就能获得与市场投资组合相同的收益率。在实际操作中, 一般用股票价格指数来代表市场投资组合。所以, 基金管理人在实际进行资产管理时, 会构造股票投资组合来复制某个选定的股票价格指数的波动, 这就是通常所说的指数化策略。

在指数化策略中, 具体的股票价格指数的选择, 因基金合同所规定的投资范围和投资目标的差异而有所不同。如一般的股票投资基金可以选择反映整个股票市场价格变动的综合股价指数, 而小型公司投资基金可以选择小型公司股价指数作为参照指标。我国目前的几只证券投资基金在基金合同中并没有指明侧重某一类股票的投资, 因此基金管理人可以将反映整

个市场走势的综合指数作为参照指标。

从国外证券市场的实践来看, 指数投资基金的收益水平总体上超过了非指数基金的收益水平, 而这主要得益于两点: 一是市场的高效性。创立指数基金的理论基础是建立在有效市场学说基础上的随机漫步理论。这一理论认为市场上大多数投资者(包括专家)都不能战胜市场, 这也是大部分基金的收益不如指数基金的主要原因。二是成本较低。由于指数基金根据已有指数的构成建立投资组合, 并不需要基金经理投入过多的精力进行市场研判和个股筛选, 并且指数基金的操作策略是购买并持有, 不用经常换股, 因此指数基金的管理成本和交易成本都很低。

## (二) 跟踪误差问题

复制的投资组合的波动不可能与选定的股票价格指数的波动完全一致。即使在构造的股票组合中包括目标指数的所有成分股股票, 成分股股票的权数也会因为公司合并、股票拆细和发放股票红利、发行新股和股票回购等原因而变动, 而复制的投资组合不能对此自动调整, 更不用说复制的投资组合中包含的股票数目少于指数的成分股股票的情况了。所以, 跟踪误差是难以避免的。

为了尽量减少跟踪误差, 需要对复制的股票组合进行动态维护, 并为此支付相应的交易费用。一般来说, 复制的组合包括的股票数越少, 跟踪误差越大, 调整所花费的交易成本越高。因此, 基金管理人必须在组合包含的股票数和交易成本之间做出选择。

如果基金管理人希望复制的投资组合的股票数小于目标股票价格指数的成分股股票数目, 其可以使用市值法或分层法来构造具体的投资组合。所谓市值法, 即选择指数成分股股票中市值最大的部分股票, 按照其在股价指数所占比例购买, 将剩余资金平均分配在剩下的成分股股票中。而分层法就是将指数的成分股股票按照某个因素(如行业、风险水平 $\beta$ 值)分类, 然后按照各类股票在股价指数中的比例构造投资组合, 至于各类中的具体股票可以随机或按照其他原则选取。

## (三) 加强指数法

鉴于目前国际上很多国家的资本市场还无法达到强势有效市场的标准, 比如我国股市目前是一种弱势有效市场, 在这样的市场条件下, 投资者可以通过获取比别人更多的信息或掌握更多的技术来获得更高的收益。

这使得主动式的专家理财方式有可能比被动式的指数化管理取得更好的成绩。因此, 基金管理人试图将指数化管理方式与积极型股票投资策略相结合, 在盯住选定的股票指数的基础上做适当的主动性调整, 这种股票投资策略被称为加强指数法 (Enhanced Indexing)。

虽然加强指数法的核心思想是将指数化投资管理与积极型股票投资策略相结合, 但是加强指数法与积极型股票投资策略之间仍然存在着显著的区别, 也就是风险控制程度不同。加强指数法的重点是在复制组合的基础上加强风险控制, 其目的不在于积极寻求投资收益的最大化, 因此通常不会引起投资组合特征与基准指数之间的实质性背离。而积极型股票投资策略对投资组合与基准指数的拟合程度要求不高, 因此, 经常会出现与基准指数的特征产生实质性偏离的情况。

事实上, 加强指数法的出现也反映了投资管理方式的发展出现了新的变化, 即积极型管理与消极型管理开始相互借鉴, 甚至相互融合。市场的发展使得双方都意识到自身运作的局限性, 从而开始尝试借鉴和吸收对方的有效内容, 降低风险或提高收益。例如, 有的积极型股票投资管理者可能吸收了一部分指数化投资方式, 而有的消极型股票投资管理者可能在不偏离基本原则的基础上, 增加积极型投资管理的因素。

## 第十四章 债券投资组合管理

### 第一节 债券收益率及收益率曲线

#### 一、债券收益率的衡量

##### (一) 单一债券收益率的衡量

在对单一债券收益率的衡量上, 可以采用多种方法, 其中债券到期收益率是被普遍采用的计算方法。

债券到期收益率被定义为使债券的支付现值与债券价格相等的贴现率, 即内部收益率。债券的到期收益率被看作是债券自购买日起至到期日为止的平均收益率。对于一年付息一次的债券而言, 其计算公式为:

$$P = \frac{C}{1+y} + \frac{C}{(1+y)^2} + \cdots + \frac{C}{(1+y)^n} + \frac{F}{(1+y)^n}$$

式中: P——债券价格;

C——债券利息;

y——到期收益率;

n——到期年数;

F——债券面值。

已知债券价格、债券利息、到期年数, 可以通过试算法计算债券的到期收益率。

到期收益率的含义是将未来的现金流按照一个固定的利率折现, 使之等于当前的价格, 这个固定的利率就是到期收益率。这种方法虽然可以准确地衡量现金流量的内部收益率, 但是不能准确地衡量债券的实际回报率。付息式债券的投资回报主要由三个部分组成: 本金、利息与利息的再投资收益。在到期收益率的计算中, 利息的再投资收益率被假设为固定不变的当前到期收益率。但实际上, 收益率曲线在绝大多数情况下都是倾斜的, 而且市场时刻都在变化之中, 票息的再投资利率是变动的。另外, 到期收益率的计算没有考虑税收的因素, 当债券收益需要计算税款时, 要在票息中扣除税款再进行折现。

具体来说, 对于持有一定期限的债券来说, 我们可以根据假定的再投

资利率计算该债券的总的息票支付以及再投资收益, 同时根据计划投资期限到期时的预期必要收益率计算该时点上的债券价格, 两者之和即为该债券的总的未来价值, 并代入以下公式求得现实复利收益率:

$$\begin{aligned} \text{现实复利收益率} &= \left[ \frac{\text{总的未来债券价值}}{\text{债券的购买价格}} \right]^{1/n} - 1 \\ &= \left[ \frac{\text{总息票支付} + \text{再投资收益} + \text{债券价格}}{\text{债券的购买价格}} \right]^{1/\text{投资期限}} - 1 \end{aligned}$$

现实复利收益率也称为期限收益率, 它允许资产管理人根据计划的投资期限、预期的有关再投资利率和未来市场收益率预测债券的表现。其中, 利息再投资收益率是获取票息时的现实收益率, 而不是一个固定的数值。现实收益率来源于投资者自己对未来市场收益率的预期和再投资的计划, 虽然对未来市场收益率的判断存在较大的不确定性, 但通过对利率的预期与目前收益率曲线的分析, 并结合税收政策与自身的再投资计划, 可以得出比内含收益率更接近投资者实际情况的复利收益率。在现实复利收益率的计算中, 每位投资者对未来利率的预测与投资计划等各不相同, 所以很难得出市场普遍认可的结论。而到期收益率计算简便, 易于进行比较, 在交易与报价中可操作性较强, 在市场收益率曲线波动平缓且票息较低时, 潜在的误差较小。

## (二) 债券投资组合收益率的衡量

一般用两种常规性方法来计算投资组合的收益率, 即加权平均投资组合收益率与投资组合内部收益率。

1. 加权平均投资组合收益率。加权平均投资组合收益率是对投资组合中所有债券的收益率按所占比重作为权重进行加权平均后得到的收益率, 是计算投资组合收益率最通用的方法, 但其缺陷也很明显。例如, 对于一个计划投资期限为 2 年的投资者来说, 如果投资组合的 99% 都集中在 6 个月期的债券上, 使用加权平均的方式计算的投资组合收益率将很难对投资决策形成有效支持。

2. 投资组合内部收益率。债券投资组合的内部收益率是通过计算投资组合在不同时期的所有现金流, 然后计算使现金流的现值等于投资组合市场价值的利率, 即投资组合内部收益率。

与加权平均投资组合收益率相比, 投资组合内部收益率具有一定优势,



但投资组合内部收益率的计算需要满足以下两个假定, 这一假定也是使用到期收益率需要满足的假定, 即: (1) 现金流能够按计算出的内部收益率进行再投资。(2) 投资者持有该债券投资组合直至组合中期限最长的债券到期。

## 二、影响收益率的因素

债券投资收益可能来自于息票利息、利息收入的再投资收益和债券到期或被提前赎回或卖出时所得到的资本利得三个方面。因此, 息票利率、再投资利率和未来到期收益率是债券收益率的构成因素; 而基础利率、发行人类型、发行人的信用度、期限结构、流动性、税收负担等可能影响上述三个方面, 从而最终影响债券投资收益率。

### (一) 基础利率

基础利率是投资者所要求的最低利率, 一般使用无风险的国债收益率作为基础利率的代表, 并应针对不同期限的债券选择相应的基础利率基准。

### (二) 风险溢价

债券收益率与基础利率之间的利差反映了投资者投资于非国债的债券时面临的额外风险, 因此也称为风险溢价。可能影响风险溢价的因素包括:

1. 发行人种类。不同种类的发行人代表了不同的风险与收益率, 他们以不同的能力履行契约所规定的义务。例如, 工业公司、公用事业公司、金融机构、外国公司等不同的发行人发行的债券与基础利率之间存在一定的利差, 这种利差有时也称为市场板块内利差。

2. 发行人的信用度。债券发行人自身的违约风险是影响债券收益率的重要因素。如果国债与非国债在除品质外其他方面均相同, 则两者间的收益率差额有时也被称为品质利差或信用利差, 反映了国债发行条款与其他债券发行条款之间的差异。债券发行人的信用度越低, 投资者所要求的收益率越高; 反之则较低。

3. 提前赎回等其他条款。如果债券发行条款中赋予发行人或投资者针对对方采取某种行动的期权, 就将影响投资者的收益率以及债券发行人的筹资成本。一般来说, 如果条款对债券发行人有利, 比如提前赎回条款,



则投资者将要求相对于同类国债来说较高的利差; 反之, 如果条款对债券投资者有利, 比如提前退回期权和可转换期权, 则投资者可能要求一个小的利差, 甚至在某些特定条款下, 企业债券的票面利率可能低于相同期限的国债利率。

4. 税收负担。债券投资者的税收状况也将影响其税后收益率, 其中包括所得税以及资本利得税两个方面。不同的债券条款对于不同投资者来说意味着不同的税后收益率。例如, 零息债券没有利息支付, 其面值与发行价格之间的资本利得需要缴纳资本利得税, 而与投资者所处的所得税税收等级无关; 国债利息一般不需要支付所得税。

5. 债券的预期流动性。一般来说, 债券流动性越大, 投资者要求的收益率越低; 反之, 则要求的收益率越高。

6. 到期期限。由于债券价格的波动性与其到期期限的长短相关, 期限越长, 市场利率变动时其价格波动幅度也越大, 债券的利率风险也越大。因此, 到期期限对债券收益率也将产生显著影响, 投资者一般会对长期债券要求更高的收益率。

### 三、收益率曲线

例 14-1: 假定投资者对未来利率变动有准确的预期, 近 4 年的短期利率变化状况如表 14-1 所示。

表 14-1 1 年期债券利率变动表

第 n 年	n=0 (当期)	n=1	n=2	n=3
利率	8%	10%	11%	11%

考虑 1 年后付本金 100 元的零息债券的情况。由于利率为 8%, 其当前市场价格应为:  $100 \div 1.08 = 92.59$  (元)。同理, 2 年期零息债券的当前市场价格应为:  $100 \div 1.08 \div 1.10 = 84.18$  (元)。

以此类推, 可以计算出不同期限零息债券的价格与到期收益率 (参见表 14-2)。

表 14-2 不同期限零息债券的到期收益率

到期时间	价格 (元)	到期收益率 (%)
1	92.59	8.00
2	84.18	9.00
3	75.83	9.66
4	68.32	9.99

将不同期限债券的到期收益率按偿还期限连接成一条曲线, 即是债券收益率曲线, 它反映了债券偿还期限与收益的关系。理论上, 应当采用零息债券的收益率得到收益率曲线, 以此反映市场的实际利率期限结构: 由于付息债券的到期收益率计算中采用了相同的折现率, 所以不能准确反映债券的利率期限结构。

收益率曲线反映了市场的利率期限结构, 对于收益率曲线不同形状的解释产生了不同的期限结构理论, 主要包括预期理论、市场分割理论与优先置产理论。

### (一) 预期理论

预期理论假定对未来短期利率的预期可能影响市场对未来利率的预期, 即远期利率。根据是否承认还存在其他可能影响远期利率的因素, 可以将预期理论划分为完全预期理论与有偏预期理论两类。其中, 有偏预期理论相信还存在可以系统地影响远期利率的因素, 如市场流动性因素等。

完全预期理论认为, 远期利率相当于市场参与者对未来短期利率的预期, 流动性溢价为零; 而长期债券的收益率可以直接和远期利率相联系。由此推论, 上升的收益率曲线意味着市场预期短期利率水平会在未来上升, 水平的收益率曲线则意味着预期短期利率会在未来保持不变, 而下降的收益率曲线意味着市场预期短期利率水平会在未来下降。

有偏预期理论中, 最被广泛接受的是流动性偏好理论。它认为市场是由短期投资者所控制的, 一般来说远期利率超过未来短期利率的预期, 即远期利率包括了预期的未来利率与流动溢价。这种理论的基础是, 投资者在收益率相同的情况下更愿意持有短期债券, 以保持资金较好的流动性, 那么长期债券的收益率必然要在预期的利率基础上增加对流动性的补偿, 而且期限越长, 补偿也就越高。所以, 在大多数情况下, 流动溢价的存在使收益率曲线向右上方倾斜。

集中偏好理论是另一种有偏预期理论。它认为债券期限结构反映了未来利率走势与风险补贴, 但并不承认风险补贴也一定随期限增长而增加, 而是取决于不同期限范围内资金的供求平衡。集中偏好理论认为, 在一定的期限范围内, 资金供求的失衡将引导借款人与贷款人趋向于对自己有利的期限, 因而需要能明确反映对价格或再投资风险厌恶程度的合适的风险补偿, 而只有所有投资者都打算在近期卖掉其投资, 并且所有借款人都急于借到长期债务时, 风险补贴才必然随期限增长而增加。因此, 风险补偿将引导投资者改变其原有的对期限的喜好, 而收益率曲线的上倾、下降、

平稳甚至上凸都是有可能的。

## (二) 市场分割理论与优先置产理论

预期理论暗含着这样一个假定：不同期限的债券是可以互相替代的。而市场分割理论则认为，长、中、短期债券被分割在不同的市场上，各自有独立的市场均衡状态。长期借贷活动决定长期债券的利率，而短期交易决定了短期债券利率。根据市场分割理论，利率期限结构和债券收益率曲线是由不同市场的供求关系决定的。

市场分割理论具有明显的缺陷，持这种观点的投资者也越来越少。事实上，借贷双方在做出投资和筹资决定之前，都要比较长、短期利率和预期的远期利率，然后选择最有利的利率与期限。因此，不同期限的债券都在借贷双方的考察范围之内，这说明任何一种期限的债券利率都与其他债券的利率相联系，这种理论被称作优先置产理论。它认为债券市场不是分割的，投资者会考察整个市场并选择溢价最高的债券品种进行投资。

## 第二节 债券风险的测量

### 一、风险种类

#### (一) 利率风险

利率风险是由于利率水平变化而引起的债券报酬的变化，它是债券投资者所面临的主要风险。由于市场利率是用以计算债券现值折现率的一个组成部分，所有证券价格趋于与利率水平变化反向运动。在利率水平变化时，长期债券价格的变化幅度大于短期债券价格的变化幅度。

#### (二) 再投资风险

在债券投资分析过程中，我们通常都假设在此期间实现的利息收入将按照初始投资利率重新再投资，并没有考虑到再投资收益率实际上要依赖于利率的未来走势。在利率走低时，再投资收益率就会降低，再投资的风险加大；当利率上升时，债券价格会下降，但是利息的再投资收益会上升。

一般而言, 期限较长的债券和息票率较高的债券的再投资风险相对较大。

### (三) 流动性风险

流动性风险主要用于衡量投资者持有债券的变现难易程度。在实践中, 可以根据某种债券的买卖差价来判断其流动性风险的大小。一般来说, 买卖差价越大, 流动性风险就越高。在一个交易非常活跃的市场中, 债券交易的买卖差价通常很小, 一般只有几个基点。当然, 对于那些打算将债券长期持有至到期日的投资者来说, 流动性风险就不再重要。

### (四) 经营风险

经营风险与公司经营活动引起的收入现金流的不确定性有关。它可以通过公司期间运营收入的分布状况来度量, 即运营收入变化越大, 经营风险就越大; 运营收入越稳定, 经营风险就越小。经营风险被分为外部经营风险和内部经营风险。内部经营风险通过公司的运营效率得到体现; 外部经营风险则与那些超出公司控制的环境因素(如公司所处的政治环境和经济环境)相联系。

政府债券不存在经营风险; 高质量的公司债券的持有者承受有限的经营风险, 而低质量债券的持有者则承受比较多的经营风险。在极端的情况下, 低质量债券(垃圾债券)要求的收益率接近于权益所有者所要求的回报率, 因此又称为高收益债券。

### (五) 购买力风险

债券投资的名义收益率包括实际回报率和持有期内的通货膨胀率。由于通货膨胀率处于变化过程中, 因此, 投资者并不总能预料到通货膨胀率的变化程度。未预期的通货膨胀使债券投资的收益率产生波动, 在通货膨胀加速的情况下, 将使债券投资者的实际收益率降低。因此, 债券和其他固定收益证券, 如优先股, 易受到加速通货膨胀的影响, 即购买力风险的影响。但债券在通货紧缩时期或通货膨胀减速期是较具价值的投资。事实上, 在资产配置方案中, 固定收益证券的基本优点是在通货紧缩的条件下可以套期保值。

(六) 汇率风险

当投资者持有债券的利息及本金以外币偿还，或者以外币计算但换算成本币偿还的时候，投资者就面临着汇率风险。若外币相对于本币升值，债券投资带来的现金流可以兑换到更多的本币，从而有利于债券投资者提高其收益率；而当外币相对于本币贬值时，债券投资带来的现金流可以兑换的本币就会减少，这样将会降低债券投资者的收益率。

(七) 赎回风险

对于有附加赎回选择权的债券来说，投资者面临赎回风险。这种风险来源于三个方面：首先，可赎回债券的利息收入具有很大的不确定性；其次，债券发行人往往在利率走低时行使赎回权，从而加大了债券投资者的再投资风险；最后，由于存在发行者可能行使赎回权的价位，因此限制了可赎回债券的上涨空间，使得债券投资者的资本增值潜力受到限制。

二、测算债券价格波动性的方法

债券投资者需要对债券价格波动性和债券价格利率风险进行计算。通常使用的计量指标有基点价格值、价格变动收益率值和久期。

(一) 基点价格值

基点价格值是指应计收益率每变化 1 个基点时引起的债券价格的绝对变动额。我们知道，对于收益率的微小变动，不论是上升还是下降，特定债券的价格将大致呈相同幅度的百分比变动。因此，应计收益率每下降或上升 1 个基点时的价格波动性是相同的。

例 14-2：基点价格值的计算可以用表 14-3 为例来加以说明。每一种债券的初始价、应计收益率每增加 1 个基点后的价格（如从 9.00%到 9.01%）以及每一基点的价格值如表 14-3 所示。

表 14-3		不同债券品种的基点价格值		(单位：元)
债券	初始价格 (收益率为 9%)	应计收益率为 9.01%时的价格	基点价格值	

利率为 9%, 5 年期	100.0000	99.9604	0.0396
利率为 6%, 5 年期	88.1309	88.0945	0.0364
5 年期零息债券	64.3928	64.3620	0.0308
25 年期零息债券	11.0710	11.0445	0.0265

资料来源: Frank J.Fabozzi 著、袁东泽:《债券市场分析和策略》(中文版), 百家出版社 2002 年版, 第 77 页

## (二) 价格变动收益率值

投资者使用的另一个估算债券价格波动率的指标是价格变化的收益率值。要计算该指标, 首先需要计算当债券价格下降  $x$  元时的到期收益率值。新的收益率值与初始收益率(价格变动前的收益率)的差额即是债券价格变动  $x$  元时的收益率。其他条件相同时, 债券价格收益率值越小, 说明债券的价格波动性越大。

## (三) 久期

久期是测量债券价格相对于收益率变动的敏感性指标。其中最重要的一种久期是 1938 年弗雷德里克·麦考莱首先提出的麦考莱久期, 其次是修正的麦考莱久期。

假设市场中存在某种无内含选择权的债券, 半年付息一次。那么其价格计算公式为:

$$P = \frac{C}{1+y} + \frac{C}{(1+y)^2} + \cdots + \frac{C}{(1+y)^n} + \frac{M}{(1+y)^n}$$

式中:  $P$ ——债券价格;  
 $C$ ——半年债券利息;  
 $y$ ——应计收益率;  
 $n$ ——期数(年数 $\times 2$ );  
 $M$ ——到期值。

要确定当收益率微小变动时债券价格的变动值, 由上一公式可得:

$$\begin{aligned} \frac{dP}{dy} &= \frac{(-1)C}{(1+y)^2} + \frac{(-2)C}{(1+y)^3} + \cdots + \frac{(-n)C}{(1+y)^{n+1}} + \frac{(-n)M}{(1+y)^{n+1}} \\ &= -\frac{1}{1+y} \left[ \frac{C}{1+y} + \frac{2C}{(1+y)^2} + \cdots + \frac{nC}{(1+y)^n} + \frac{nM}{(1+y)^n} \right] \end{aligned}$$



这表明应计收益率的微小变动引起的债券价格的近似变动值。两边除以  $P$ , 则得出价格变动的百分比近似值:

$$\frac{dP}{dy} \cdot \frac{1}{P} = -\frac{1}{1+y} \left[ \frac{C}{1+y} + \frac{2C}{(1+y)^2} + \cdots + \frac{nC}{(1+y)^n} + \frac{nM}{(1+y)^n} \right] \cdot \frac{1}{P}$$

中括号内的部分是截至到期日时的债券现金流量的加权平均期限值。以括号内的部分除以价格, 即被称为麦考莱久期, 即:

$$\begin{aligned} \text{麦考莱久期} &= \frac{\frac{C}{1+y} + \frac{2C}{(1+y)^2} + \cdots + \frac{nC}{(1+y)^n} + \frac{nM}{(1+y)^n}}{P} \\ &= \frac{\sum_{t=1}^n \frac{tC}{(1+y)^t} + \frac{nM}{(1+y)^n}}{P} \end{aligned}$$

麦考莱久期和  $(1+y)$  的比率通常称为修正的麦考莱久期, 即:

$$\text{修正的麦考莱期} = \frac{\text{麦考莱久期}}{1+y}$$

附息债券的麦考莱久期和修正的麦考莱久期小于其到期期限。对于零息债券而言, 麦考莱久期与到期期限相同。

我们知道, 在所有其他因素不变的情况下, 到期期限越长, 债券价格的波动性越大。对于普通债券而言, 当其他因素不变时, 票面利率越低, 麦考莱久期及修正的麦考莱久期就越大 (这一特点不适用于长期贴现债券)。同时, 假设其他因素不变, 久期越大, 债券的价格波动性就越大。

从前面的公式可知, 麦考莱久期是每笔现金流量的期限按其现值占总现金流量的比重计算出的加权平均数, 它能够体现利率弹性的大小。因此, 具有相同麦考莱久期的债券, 其利率风险是相同的。这样, 麦考莱久期就可进一步用于对债券价格利率风险的管理。债券投资者可以选择到期期限与目标投资期不同的债券进行投资, 只要麦考莱久期与目标投资期相同, 就可以消除利率变动的风险, 这被称为利息免疫。

#### (四) 凸性

大多数债券价格与收益率的关系都可以用一条向下弯曲的曲线来表示, 这条曲线的曲率就是债券的凸性。由于存在凸性, 债券价格随着利率的变化而变化的关系就接近于一条凸函数而不是直线函数。

当收益率变动时, 用修正期限来计算的债券价格变动与实际的价格变动总是存在误差。当收益率降低时, 估算的价格上升幅度小于实际的价格上升幅度; 当收益率上升时, 估算的价格的下降幅度又大于实际价格的下降幅度。凸性的作用在于可以弥补债券价格计算的误差, 更准确地衡量债券价格对收益率变化的敏感程度。凸性对于投资者是有利的, 在其他情况相同时, 投资者应当选择凸性更高的债券进行投资。尤其当预期利率波动较大时, 较高的凸性有利于投资者提高债券投资收益。凸性的计算公式是:

$$CV = \frac{1 \times 2 \times PVCF_1 + 2 \times 3 \times PVCF_2 + 3 \times 4 \times PVCF_3 + \dots + n(n+1) PVCF_n}{PVTCF \cdot (1+Y/f)^2 \cdot f^2}$$

式中: CV——凸性;

PVCF——当期每笔现金流量的现值;

PVTCF——当期所有现金流量的现值总和;

Y——到期收益率;

f——债券每年的利息支付频率。

零息债券在期限范围内的凸性计算公式可以简化为:

$$CV = \frac{N(N+1)}{(1+Y)^2}$$

式中: CV——凸性;

Y——到期收益率;

N——零息债券的偿还期限。

以上的凸性计算公式适用于没有内含选择权的债券。对于普通意义上的债券(也包括内含选择权的债券), 可以用下面的公式来计算近似凸性值:

$$\text{近似凸性值} = \frac{P_1 + P_2 - 2P_0}{P_0(\Delta r)^2}$$

式中:  $P_1$ ——当收益率上升  $x$  个基本点时的价格;

$P_2$ ——当收益率下降  $x$  个基本点时的价格;

$P_0$ ——起始价格;

$\Delta r$ ——假定的收益率变化。

### 三、流通性价值的衡量

在债券流通市场中, 债券的变现能力是投资者关注的问题, 尤其是对于风险较高的长期债券, 流动性或变现能力是投资者规避投资风险的必要

条件。因此, 流通性较强的债券在收益率上往往有一定折让, 折让的幅度反映了债券流通性的价值。要衡量债券的流通性价值, 需要结合债券市场的具体情况, 将期限结构、信用等级等相似债券的收益率水平进行比较, 得出近似值, 然后通过观察债券市场的波动情况不断加以修正。

## 第三节 积极债券组合管理

### 一、水平分析

水平分析是一种基于对未来利率预期的债券组合管理策略, 其中一种主要的形式为利率预期策略。在这种策略下, 债券投资者基于其对未来利率水平的预期来调整债券资产组合, 以使其保持对利率变动的敏感性。由于久期是衡量利率变动敏感性的重要指标, 这意味着如果预期利率上升, 就应当缩短债券组合的久期; 如果预期利率下降, 则应当增加债券组合的久期。

对于以债券指数作为评价基准的资产管理人来说, 当预期利率上升时, 将缩短投资组合的持续期; 反之, 预期利率下降时, 将增加投资组合的持续期。如果投资者对投资组合的持续期与基准指数的持续期之间的差距不做出任何规定的话, 资产管理人就产生了对利率变动进行赌博的内在动力。按照对利率的预期来调整债券投资组合持续期, 将有可能给资产管理人带来出色的表现, 也有可能造成更大的损失。为了可能获得的超额收益, 资产管理人有动力对债券利率进行自身的预期, 即使这种预期在某些时候是错误的。

利率预期策略运用的关键点在于能否准确地预测未来利率水平。部分学术文献指出, 未来利率是难以准确预期的, 而且在利率预期策略下经风险调整后的超额收益也难以持续。

### 二、债券互换

债券互换就是同时买入和卖出具有相近特性的两个以上债券品种, 从而获取收益级差的行为。不同债券品种在利息、违约风险、期限(久期)、流动性、税收特性、可回购条款等方面的差别, 决定了债券互换的可行性和潜在获利可能。例如, 当债券投资者在观察 AAA 级和 A 级的债券收益时, 如果发现二者的利差从大约 75 个基点的历史平均值扩大到 100 个基点, 而投资者判断这种对平均值的偏离是暂时的, 那么投资者就应买入 A 级债

券并卖出 AAA 级债券，直到两种债券的利差返回到 75 个基点的历史平均值为止。在进行积极债券组合管理时使用债券互换有多种目的，但其主要目的是通过债券互换提高组合的收益率。

一般而言，只有在存在较高的收益级差和较短的过渡期时，债券投资者才会进行互换操作。过渡期是指债券价格从偏离值返回历史平均值的时间。收益级差越大，过渡期越短，投资者从债券互换中获得的收益率就越高。

债券互换的估价方法相当复杂。一种较简单的估价方法是投资期分析法。投资期分析法把债券互换各个方面的回报率分解为四个组成成分，它们所具有的风险是不同的——其中两种是确定性的，另两种是不确定性的。两种确定性的组成成分是源于时间成分和票息因素所引起的收益率变化；两种不确定性的组成成分是由于到期收益率变化所带来的资本增值或损失（收益成分）和票息的再投资收益。

总回报=时间成分+票息+收益成分+票息再投资收益

例 14-3：假设投资者购买 1 手债券 10 年之后到期，票息率 14.50%，每半年支付一次。目前的到期收益率是 13.00%，1 年后出售时的到期收益率是 11.00%。债券初始买入价格是 1081.22 元。1 年之后，到期收益率降为 11.00%，债券的价格提高到 1195.90 元，资本增值额为 114.68 元（=1195.90-1081.22）。

这项资本增值可以分解为两个部分：确定性的时间成分（假设到期收益率没有变化而仅仅由于时间变化而带来的收益）和由于到期收益率变化引起的不确定性成分。

如果到期收益率不变，9 年后到期的债券价格应该是 1077.17 元，较初始买入价下降 4.05 元（=1077.17-1081.22），这一数值即是指时间成分；而到期收益率变化所导致的不确定性资本增值即是 118.73 元（=1195.90-1077.17）。

同时，为了全面评价债券投资回报率，还需要考察票息和票息再投资收益。已知 1 年的票息总额是 145 元（=10×100×14.5%），当再投资收益率为 13%时，前半年的票息再投资收益为 4.71 元（=145÷2×13%×1/2）。

所有这四部分的投资回报相加，就得到总的回报率为 24.45%。

表 14-4 不同到期收益率和到期时间的债券价格分布表（单位：元）

到期收益率	票息率为 14.5%的债券，在各种不同的到期收益率和到期时间情况下的价格		
	到期时间		
	10 年	9.5 年	9 年
10%	1280.35	1272.52	1262.52
11%	1209.37	1203.72	1195.90

			↑
12%	1141.85	1139.10	1135.17
			↑
13%	1081.22	→1079.82	→1077.17
14%	1026.06	1025.78	1025.07

资料来源: M.Leibowitz, "Horizon Analysis for Managed Portfolios", Journal of portfolio Management, 1975, pp.23-34.

#### 1.确定性成分:

(1) 由于时间变动而引起的债券价格变动:

$$\frac{1077.17 - 1081.22}{1081.22} \times 100\% = -0.38\%$$

(2) 票息:  $\frac{145}{1081.22} \times 100\% = 13.41\%$

#### 2.不确定性成分:

(1) 由于到期收益率的变化而引起的价格变化:

$$\frac{1195.90 - 1077.17}{1081.22} \times 100\% = 10.98\%$$

(2) 票息再投资收益:  $\frac{72.50 \times 13\% \times 1/2}{1081.22} \times 100\% = 0.44\%$

3.总回报率:  $-0.38\% + 13.41\% + 10.98\% + 0.44\% = 24.45\%$

以投资期分析为基础, 可以分别讨论不同类型的债券互换: 替代互换、市场间利差互换以及税差激发互换。

### (一) 替代互换

替代互换是指在债券出现暂时的市场定价偏差时, 将一种债券替换成另一种完全可替代的债券, 以期获取超额收益。

例 14-4: 债券投资者持有一种期限为 30 年的国债 A, 票息率为 7%, 到期收益率为 7%。而市场上存在国债 B, 其到期收益率为 7.1%, 而其他方面如期限、票息率等与国债 A 完全相同。投资者预期债券定价的偏差是暂时的, 国债 B 的到期收益率最终将会从 7.1% 降到 7% 的水平。这时投资者就可以进行替代互换操作, 卖掉国债 A 而买入国债 B (参见表 14-5)。

表 14-5 替代互换举例

目前持有的国债 A: 30 年期, 票面利率 7%, 定价 1000 元, 到期收益率 7%, 每半

年付息。

作为替代互换对象的国债 B: 30 年期, 票面利率 7%, 定价 987.70 元, 到期收益率 7.1%, 每半年付息。

假定过渡期: 1 年

在投资利率: 7%

	国债 A	国债 B
债券投资额	1000 元	987.70 元
票息总额	70 元	70 元
票息在投资收益	1.23 元 ( $=35 \times 3.50\%$ )	1.23 元
年终总收入	1071.23 元	1071.23 元
收益总额	71.23 元	83.53 元
年收益率	7.00%	8.29%
替代互换的收益	129 个基点 (过渡期 1 年)	

资料来源: Sidney Homes and Martin Liebowitz, Inside the Yield Book, Prentice—Hall, Engle-wood Cliffs, N.J., 1972, pp.84

假设 1 年后国债 B 的到期收益率修正为 7%, 那么国债 B 所提供的年回报率是 8.29%, 而持有国债 A 的年收益率即为 7%。通过替代互换就可以获得 129 个基点的超额收益。

替代互换也存在风险, 其风险主要来自于以下方面: (1) 纠正市场定价偏差的过渡期比预期的更长。(2) 价格走向与预期相反。(3) 全部利率反向变化。

## (二) 市场间利差互换

市场间利差互换是不同市场之间债券的互换。投资者进行这种互换操作的动机是投资者认为不同市场间债券的利差偏离了正常水平并以某种趋势继续运行。与替代互换相区别的是, 市场间利差互换所涉及的债券是不同的。例如, 这种互换可能在国债和企业债之间进行。

市场间利差互换有两种操作思路: 其一, 买入一种收益相对较高的债券, 卖出当前持有的债券。其操作依据是预期市场间的债券利差会缩小, 新购买的债券价格相比于原先持有的债券具有更快的上升速度。其二, 买入一种收益相对较低的债券而卖出当前持有的债券。其操作依据是市场间的债券利差会延续原来的趋势继续扩大, 这样新购买的债券的价格会继续上升, 其到期收益率还将下降, 通过债券互换就能够实现更高的资本增值。

进行市场间利差互换时投资者也会面临风险, 比如过渡期会延长、新



买入债券的价格及到期收益率走势和预期的趋势不同等等。因此, 相比于替代互换, 市场间利差互换的风险要更大一些。

### (三) 税差激发互换

税收对债券投资收益具有明显影响。其影响的主要途径有: 债券收入现金流本身的税收特性不同(如国债与企业债的投资收益适用于不同的税率)、现金流的形式(如资本增值和利息收入作为不同形式的现金流要承担不同的税负)、现金流的时间特征(相同税率条件下, 越晚支付税收越好)。税差激发互换的目的就在于通过债券互换来减少年度的应付税款, 从而提高债券投资者的税后收益率。税差激发互换有多种类型, 其中之一是把免税的政府债券换成具有同等风险的应税企业债券, 以增加投资者的税后收益率。类似地, 当资本利得税率低于利息收入税率时, 面值接近的高票面利率债券可能被替换成大幅度折价出售的低票面收益率债券, 这样也能够获得更高的税后收益率。

## 三、应急免疫

应急免疫是 Liebowitz 和 Weinberger 于 1982 年提出的一种债券组合投资策略。下面举例加以说明。

例 14-5: 假定当前利率为 10%, 投资者的债券组合当前价值为 100 万元。投资者可以通过常规的利率免疫方法锁定收益率, 以在 2 年后使债券组合升值为 121 万元。但是投资者想在承担有限风险的前提下采用更积极的投资策略, 希望能够获得超过 121 万元的收益, 并同时要保证债券组合 2 年后的价值不低于 110 万元。由于在当前利率下只需要有 90.90 万元就可以在 2 年后增值到 110 万元, 因此投资者开始时可以承受一定的风险损失, 而不必立即采用利率免疫策略。

关键点是计算在当前利率水平下, 在特定期限需要锁定多少投资进行利率免疫, 才能够保证 2 年后最低组合价值为 110 万元。用  $T$  代表剩余时间,  $r$  代表任一特定时间的市场利率, 那么就必须保证在特定时间时投资者持有  $110/(1+r)^T$  万元的组合资产规模。这个值就是紧急免疫的触发点。如果组合资产规模始终在  $110/(1+r)^T$  万元之上, 那么就会采取积极的投资策略而不会采用利率免疫, 到期时的资产组合价值一定会多于 110 万元。一旦组合资产规模降到触发点, 积极的管理就会停止, 组合价

值将平滑地升到 110 万元的最终值。

## 四、骑乘收益率曲线

骑乘收益率曲线策略, 又称收益率曲线追踪策略, 可以视作水平分析的一种特殊形式。债券的收益率曲线随时间变化而变化, 因此债券投资者就能够以债券收益率曲线形状变动的预期为依据来建立和调整组合头寸。

经验显示, 收益率曲线的变化方式有平行移动和非平行移动两种。非平行移动又分为两种情况: 收益率曲线的斜度变化和收益率曲线的谷峰变动。一般认为, 较平缓的收益率曲线说明长期债券与短期债券之间的收益差额趋于递减, 而较陡峭的收益率曲线预示长短期债券之间的收益差额是递增的。

常用的收益率曲线策略包括子弹式策略、两极策略和梯式策略三种。其中, 子弹式策略是使投资组合中债券的到期期限集中于收益率曲线的一点, 两极策略则将组合中债券的到期期限集中于两极。这样, 债券收益率曲线的变动将带来投资组合的不同业绩表现, 投资者需要根据自身的需求和风险承受能力选择适当的投资策略。例如, 子弹组合是否能够优于两极组合将取决于收益率曲线的斜率, 当收益率曲线很陡时, 子弹组合的业绩才会经常优于两极组合。也可以对债券收益率曲线可能发生的变化进行情景分析, 以确定投资者最终将选择的投资策略。

当收益率曲线有正的斜率, 并且预计收益率曲线不变时, 长期债券的收益率较短期债券的收益率更高。这样, 骑乘收益率曲线的投资者可购买比要求期限更长的债券, 然后在债券到期前售出, 从而获得超额投资收益。

但是, 这种投资策略也会导致风险的提高。投资者必须权衡更高的预期收益与更高的价格波动风险, 以调整其债券投资组合。

## 第四节 消极债券组合管理

消极的债券组合管理者通常把市场价格看作均衡交易价格, 因此他们并不试图寻找低估的品种, 而只关注于债券组合的风险控制。在债券投资组合管理过程中, 通常使用两种消极管理策略: 一种是指数策略, 目的是使所管理的资产组合尽量接近于某个债券市场指数的表现; 另一种是免疫策略, 这是被许多债券投资者所广泛采用的策略, 目的是使所管理的资产组合免于市场利率波动的风险。

指数策略和免疫策略都假定市场价格是公平的均衡交易价格。它们的区别在于处理利率暴露风险的方式不同。债券指数资产组合的风险报酬结

构与所追踪的债券市场指数的风险报酬结构近似; 而免疫策略则试图建立一个几乎是零风险的债券资产组合。在这个组合中, 市场利率的变动对债券组合的表现几乎毫无影响。

F.M.Reddington 于 1952 年最早提出免疫策略, 他把免疫策略定义为: “资产投资以这样的方式进行, 在这种方式下, 已有商业免于受利率一般波动的影响”。

## 一、指数化投资策略

### (一) 指数化的目标和动机

指数化投资策略的目标是使债券投资组合达到与某个特定指数相同的收益, 它以市场充分有效的假设为基础, 属于消极型债券投资策略之一。这种策略虽然可以达到预期的绩效, 但往往放弃了获得更高收益的机会或不能满足投资者对现金流的需求。以下几种因素解释了债券指数化投资的动机: 第一, 经验证据表明积极型的债券投资组合的业绩并不好; 第二, 与积极型债券组合管理相比, 指数化组合管理所收取的管理费用更低; 第三, 选择指数化债券投资策略, 有助于基金发起人增强对基金经理的控制力, 因为指数化债券组合的业绩不能明显偏离其基准指数的表现。

### (二) 指数的选择

发达国家的债券市场有各种不同的债券指数, 投资者可以根据自身的投资范围等条件选择相应的指数作为参照物。例如, 在美国债券市场中, 机构投资者经常使用的三种综合类债券市场指数是莱曼兄弟综合指数、所罗门兄弟投资级债券综合指数和美林国内市场指数。

### (三) 指数化的方法

1. 分层抽样法。将指数的特征排列组合后分为若干个部分 (一些最常用的特征包括偿还期限、票息、修正期限、发行主体的类别、信用级别、现金流的特点等), 在构成该指数的所有债券中选出能代表每一个部分的债券, 以不同特征债券在指数中的比例为权重建立组合。

2. 优化法。用数学规划的方法, 在满足分层抽样法要达到的目标的同时

时, 还满足一些其他的条件, 并使其中的一个目标实现最优化, 如在限定修正期限与曲度的同时使到期收益最大化。

3. 方差最小化法。债券组合收益与指数收益之间的偏差称为追随误差, 为指数中每一种债券估计一个价格函数, 然后利用大量的历史数据估计追随误差的方差, 并求得追随误差方差最小化的债券组合。

以上三种方法中, 分层抽样法适合于证券数目较小的情况。当最为基准的债券数目较大时, 优化法与方差最小化法比较适用, 但后者要求采用大量的历史数据。

#### (四) 指数化的衡量标准

跟踪误差是衡量资产管理人管理绩效的指标。由于跟踪误差有可能来自于建立指数化组合的交易成本、指数化组合的组成与指数组成的差别、建立指数机构所用的价格与指数债券的实际交易价格的偏差等三个方面, 不同的组合构造方法将对跟踪误差产生不同的影响。

一般来说, 指数构造中所包含的债券数量越少, 由交易费用所产生的跟踪误差就越小, 但由于投资组合与指数之间的不匹配所造成的跟踪误差就越大; 反之, 如果投资组合中所包含的债券数量越多, 由交易费用所产生的跟踪误差就越大, 但由于投资组合与指数之间的配比程度的提高而可以降低跟踪误差。

#### (五) 指数化的局限性

指数化策略可以保证投资组合业绩与某种债券指数相同。该指数的业绩却并不一定代表投资者的目标业绩, 与该指数相比也并不意味着资产管理人能够满足投资者的收益率需求目标。例如, 养老金的目标在于有足够的资金按期偿付预定的债务, 指数化只能降低投资业绩劣于指数业绩的可能性; 但指数的收益率与发起人的债务之间并不一定有直接的联系, 也并不一定能够满足投资者的需求。

与此同时, 资产管理人在构造指数化组合时将面临其他的困难, 其中包括:

1. 构造投资组合时的执行价格可能高于指数发布者所采用的债券价格, 因而导致投资组合业绩劣于债券指数业绩。

2. 公司债券或抵押支持债券可能包含大量的不可流通或流动性较低的投资对象, 其市场指数可能无法复制或者复制成本很高。

3.总收益率依赖于对息票利息再投资利率的预期, 如果指数构造机构高估了再投资利率, 则指数化组合的业绩将明显低于指数的业绩。

## (六) 加强的指数化

加强的指数化是通过一些积极的但是低风险的投资策略提高指数化组合的总收益, 指数规定的收益目标变为最小收益目标, 而不再是最终收益目标。例如, 用两种或更多的债券组合成一种新的债券, 使之具有相同的修正期限, 但拥有更高的曲度。

## 二、满足单一负债要求的投资组合免疫策略

在投资者买入特定债券之后, 如果市场利率下降, 将导致债券价格上升, 但同时再投资收益率下降; 而当市场利率上升时, 债券价格将下降, 但再投资收益率上升。债券价格波动风险与再投资风险之间存在替代关系, 因此, 为了保证至少能够实现目标收益, 投资者应当构造买入这样一种债券: 当市场利率下降时, 债券价格上升带来的收益抵消再投资收益的下降导致的损失之后还有盈余; 当市场利率上升时, 债券的再投资收益的增加在抵消债券价格下降导致的损失之后还有盈余。这样, 不论市场利率如何变化, 都能够保证债券组合的收益率不低于目标收益。然而, 当且仅当收益率曲线是水平状态或收益率的任何变动都使收益率曲线平行移动(利率在所有期限点上以相同的基点上升或下降)时, 债券投资组合才能够免于市场利率波动的风险。如果市场利率的变化使得收益率曲线形状发生改变, 则与负债久期相匹配的债券投资组合就不能实现完全免疫。那么, 投资者此时构造债券投资组合的目标就是在最大限度避免市场利率变动影响的同时, 使实际收益低于目标收益的风险最小化。

为使债券组合最大限度地避免市场利率变化的影响, 组合应首先满足以下两个条件: 债券投资组合的久期等于负债的久期; 投资组合的现金流量现值与未来负债的现值相等。

在以上两个条件与其他方面的需求确定的情况下, 求得规避风险最小化的债券组合。规避风险是指在市场收益率非平行变动时, 组合所蕴含的再投资风险。规避风险由市场利率的波动和组合本身的风险特征构成, 在无法预期利率波动的形式时, 应尽量降低组合本身的风险特征。

零息债券的规避风险为零, 是债券组合的理想产品。在实践中, 零息债券的组合收益往往要低于付息债券的组合收益, 因此它要求有一个较低的目标收益率。



或有规避是一种常用的投资方法, 投资者首先要确定准确的规避收益, 然后确定一个能满足目标收益的可规避的安全收益水平。当实际收益高于目标收益时, 投资者可采取积极的投资策略, 争取获得更高的收益; 而当实际收益接近安全收益水平时, 投资者应立刻采取规避策略, 以保证获得目标收益。其间, 要有一个有效的检测程序, 确保至少能够实现安全收益。

### 三、多重负债下的组合免疫策略

多重负债免疫策略要求投资组合可以偿付不止一种预定的未来债务, 而不管利率如何变化。与满足单一时期现金流时所采取的规避策略基本相似, 多重负债下的组合免疫策略要求达到以下条件: 债券组合的久期与负债的久期相等, 组合内各种债券的久期的分布必须比负债的久期分布更广, 债券组合的现金流现值必须与负债的现值相等。

在上述三个条件满足的情况下, 用数学规划的方法求得规避风险最小化的债券组合。

### 四、多重负债下的现金流匹配策略

现金流匹配策略是按偿还期限从长到短的顺序, 挑选一系列的债券, 使现金流与各个时期现金流的需求相等。这种策略没有任何免疫期限的现值, 也不承担任何市场利率风险, 但成本往往较高。

与多重免疫策略相比, 现金流匹配没有持续期的要求, 但要求在利率没有变动时仍然需要对投资组合进行调整。同时, 两种策略的实施成本也有高低差异。现金流匹配策略为了达到现金流与债务的配比而必须投入高于必要资金量的资金, 这一部分超额资金将以保守的再投资利率进行再投资; 而多重时期免疫策略中, 所有的再投资收益率都假设固定在较高的目标收益率上。因此, 资产管理人需要在现金流匹配策略中无法和债务流匹配的风险与多重时期免疫策略中可能较低的成本这二者之间进行权衡。

### 五、投资者的选择

面对各种债券投资组合管理策略, 具体选择哪一种策略, 投资者需要根据市场的实际情况与自身需求来确定。



## (一) 经过对市场的有效性进行研究, 如果投资者认为市场效率较强时, 可采取指数化的投资策略

当投资者对未来的现金流没有特殊的需求时, 可根据自身可投资产品的范围以及其他要求, 确定作为参照的指数(投资期限、变现性、信用风险的控制等), 或者根据自身的情况建立一个独立的指数, 然后按照指数化投资的方法建立债券组合。同时, 建立组合的监控系统, 监控追随误差与信用风险的变化, 在适当的情况下还可采取加强指数化的策略, 进一步提高组合收益。

## (二) 当投资者对未来的现金流量有着特殊的需求时, 可采用免疫和现金流匹配策略

此匹配策略需要同时考察市场的流通性。良好的流通性是实施免疫策略的必要保证, 对于变现能力较差的债券, 一定要在收益上给予补偿。当市场收益率曲线出现非平行的变化时, 投资者需要对组合进行适当的调整, 以适应未来现金流的要求。在实施现金流配比策略时, 投资者往往要付出较高的成本, 并要求市场有丰富的债券品种, 且期限结构比较完整。

## (三) 当投资者认为市场效率较低, 而自身对未来现金流没有特殊需求时, 可采取积极的投资策略

实施积极的投资策略的关键在于投资者对市场利率水平的预期能力。投资者可根据未来预期与自身的风险承受能力建立债券投资组合, 灵活调整债券组合, 争取更大的收益。比如, 可根据市场间的差价进行套利, 或在风险不变的情况下通过债券替换提高收益或提高凸性。

## 第十五章 基金绩效衡量

### 第一节 基金绩效衡量概述

#### 一、基金绩效衡量的目的与意义

基金绩效衡量是对基金经理投资能力的衡量,其目的在于将具有高超投资能力的优秀基金经理鉴别出来。基金绩效衡量不同于对基金组合本身表现的衡量。基金组合表现本身的衡量着重在于反映组合本身的回报情况,并不考虑投资目标、投资范围、投资约束、组合风险、投资风格的不同对基金组合表现的影响。但为了对基金经理的投资能力作出正确的衡量,基金绩效衡量必须对投资能力以外的因素加以控制或进行可比性处理。

投资者需要根据基金经理的投资表现了解基金在多大程度上实现了投资目标,监测基金的投资策略,并为进一步的投资选择提供决策依据。投资顾问需要依据基金的投资表现向投资者提供有效的投资建议。基金管理人一方面为吸引基金投资会利用其业绩表现进行市场营销;另一方面会根据绩效衡量提供的反馈机制进行投资监控,并为改进投资操作提供帮助。管理部门从保护投资者利益的角度出发也会对如何恰当地使用绩效衡量指标进行规范。所有这些方面都依赖于对基金绩效的正确衡量以及对绩效信息的恰当利用。不言而喻,不正确的绩效信息以及对绩效信息的不恰当运用都会带来不利甚至灾难性的后果。

#### 二、基金业绩衡量的困难性与需要考虑的因素

基金绩效衡量的基础在于假设基金经理比普通投资大众具有信息优势。他们或者可以获取比一般投资者更多的私人信息,或者可以利用其独到的分析技术对公开信息加以更好的加工和利用。在这种假设的基础上,人们期望能够通过绩效衡量将具有超凡投资能力的优秀基金经理鉴别出来。但问题是要对基金经理的真实表现加以衡量并非易事。

第一,基金的投资表现实际上反映了投资技巧与投资运气的综合影响。绩效表现好的基金可能是高超的投资技巧使然,也可能是运气使然。理论上尽管可以通过统计方法对两种情况的影响作出一定的分析判断,但实际上很难将二者的影响完全区分开来。换言之,统计干扰问题很难解决。

在存在干扰的情况下, 要验证基金经理是否具有高超的投资技巧, 统计上需要有大量的观察值, 而这一要求在实际中往往很难得到满足。

第二, 对绩效表现好坏的衡量涉及比较基准的选择问题。采用不同的比较基准, 结论常常会大相径庭, 而适合基准的选取并不一目了然。

第三, 投资目标、投资限制、操作策略、资产配置、风险水平的不同往往使基金之间的绩效不可比。因此, 可比性问题常常使基金之间有意义的比较变得非常困难。

第四, 基金衡量的一个隐含假设是基金本身的情况是稳定的, 但实际上基金经理常常会根据实际情况对自己的操作策略、风险水平作出调整, 从而也就会使衡量结果的可靠性受到很大的影响。

此外, 衡量角度的不同、绩效表现的多面性(如既要评价组合表现的风险调整收益, 也要评价组合的分散性程度)以及基金投资是投资者财富的一部分还是全部等, 也都会使绩效衡量问题变得复杂化。

目前, 尽管在对基金绩效的衡量上各种技术和方法层出不穷, 但至今仍没有一个人们广泛认可的方法。为了对基金绩效作出有效的衡量, 下列因素必须加以考虑:

## (一) 基金的投资目标

基金的投资目标不同, 其投资范围、操作策略及所受的投资约束也就不同。例如, 债券基金型与股票型基金由于投资对象不同, 在基金绩效衡量上就不具有可比性。再例如, 一位仅可以进行小型股票投资的基金经理与一位仅投资于大型公司的基金经理也不具有可比性。因此, 在绩效比较中必须注意投资目标对基金绩效衡量可比性所造成的影响。

## (二) 基金的风险水平

现代投资理论表明, 投资收益是由投资风险驱动的, 而投资组合的风险水平深深地影响着组合的投资表现, 表现较好的基金可能仅仅是由于其所承担的风险较高所致。因此, 为了对不同风险水平基金的投资表现作出恰当的考察, 必须考察该基金所获得的收益是否足以弥补其所承担的风险水平, 即需要在风险调整的基础上对基金的绩效加以衡量。

### (三) 比较基准

从成熟市场看, 大多数基金经理人倾向专注于某一特定的投资风格, 而不同投资风格的基金可能受市场周期性因素的影响而在不同阶段表现出不同的群体特征。因此, 在基金的相对比较上, 必须注意比较基准的合理选择。

### (四) 时期选择

在基金绩效比较中, 计算的开始时间和所选择的计算时期不同, 衡量结果也会不同。一些公司常常会挑选对自己有利的计算时期进行业绩的发布, 因此, 必须注意时期选择对绩效评价可能造成的偏误。

### (五) 基金组合的稳定性

基金操作策略的改变、资产配置比例的重新设置、经理的更换等都会影响基金组合的稳定性。因此, 在实际评价中必须对这些问题加以考虑。

## 三、基金绩效衡量问题的不同视角

### (一) 内部衡量与外部衡量

基金公司可以利用详尽的持股与交易数据从内部对基金的绩效表现进行深入和符合实际的评价, 研究者、投资者以及基金评价机构只能依赖收益率等数据从外部对基金的绩效作出分析评判。

### (二) 实务衡量与理论衡量

实务上对基金业绩的考察主要采用两种方法: 一是将选定的基金表现与市场指数的表现加以比较; 二是将选定的基金表现与该基金相似的一组基金的表现进行相对比较。这些方法的优点是直观易行, 但在实际应用中也存在如何选取适合的市场指数, 如何对基金进行分组等问题的困扰。特

别是同组比较实际上存在同组基金风险一致的隐含假设。

与实务方法不同, 理论上对基金绩效表现的衡量则以各种风险调整收益指标以及各种绩效评估模型为基础, 理论方法一般均需要特定的假设条件。因此, 理论方法在应用上也存在一定的局限性, 其有效性也常常受到人们的怀疑。

### (三) 短期衡量与长期衡量

短期衡量通常是对近 3 年表现的衡量。长期衡量则通常将考察期设定在 3 年(含)以上。与成本理论中的短期最优不等于长期最优类似, 基金的短期表现与长期表现也常常不一致。一般认为, 基金投资是一项长期投资, 投资者更应注重基金在长期的一贯表现, 但实际上短期表现往往更会受到投资者的重视。

### (四) 事前衡量与事后衡量

事后衡量是对基金过去表现的衡量。所有绩效衡量指标均是事后衡量。过去的表现并不代表未来表现, 事后衡量的有用性常常受到置疑。对人们更有用的是对基金绩效的未来变化能够起到预测作用的事前绩效衡量, 但迄今为止还没有可靠的事前绩效衡量方法, 因此, 人们也只能将事后衡量的结果作为有效决策的出发点。

### (五) 微观衡量与宏观衡量

微观绩效衡量主要是对个别基金绩效的衡量。宏观绩效衡量则力求反映全部基金的整体表现。

### (六) 绝对衡量与相对衡量

仅依据基金自身的表现进行的绩效衡量为绝对衡量。通过与指数表现或相似基金的相互比较进行的绩效衡量则被称为相对衡量。收益、风险、风险调整收益指标均有绝对与相对之分。

## (七) 基金衡量与公司衡量

基金衡量侧重于对基金本身表现的数量分析。公司衡量则更看重管理公司本身素质的衡量。

## 第二节 基金净值收益率的计算

### 一、简单(净值)收益率计算

简单(净值)收益率的计算不考虑分红再投资时间价值的影响, 其计算公式与股票持有期收益率的计算类似:

$$R = \frac{NAV_t + D - NAV_{t-1}}{NAV_{t-1}} \times 100\%$$

式中:  $R$ ——简单收益率;

$NAV_t$ 、 $NAV_{t-1}$ ——期末、期初基金的份额净值;

$D$ ——在考察期内, 每份基金的分红金额。

例 15-1: 假设某基金在 2008 年 12 月 3 日的份额净值为 1.4848 元, 2009 年 9 月 1 日的份额净值为 1.7886 元, 期间基金曾经在 2009 年 2 月 28 日每 10 份派息 2.75 元, 那么这一阶段该基金的简单收益率则为:

$$R = \frac{1.7886 + 0.2750 - 1.4848}{1.4848} \times 100\% = 38.98\%$$

### 二、时间加权收益率

简单(净值)收益率由于没有考虑分红的时间价值, 因此只能是一种基金收益率的近似计算。时间加权收益率由于考虑到了分红再投资, 能更准确地对基金的真实投资表现做出衡量。

时间加权收益率的假设前提是红利以除息前一日的单位净值减去每份基金分红后的份额净值立即进行了再投资。分别计算分红前后的分段收益率, 时间加权收益率可由分段收益率的连乘得到:

$$R = [(1 + R_1)(1 + R_2) \cdots (1 + R_n) - 1] \times 100\%$$
$$= \left[ \frac{NAV_1}{NAV_0} \cdot \frac{NAV_2}{NAV_1 - D_1} \cdots \frac{NAV_{n-1}}{NAV_{n-2} - D_{n-2}} \cdot \frac{NAV_n}{NAV_{n-1} - D_{n-1}} - 1 \right] \times 100\%$$



式中:  $R_1$ ——第一次分红之前的收益率;

$R_2$ ——第一次分红至第二次分红期间的收益率,  $R_n$ 以此类推;

$NAV_0$ ——基金期初份额净值;

$NAV_1$ 、 $\dots$ 、 $NAV_{n-1}$ 分别表示除息前一日基金份额净值;

$NAV_n$ ——期末份额净值;

$D_1$ 、 $D_2$ 、 $\dots$ 、 $D_{n-1}$ ——份额基金分红。

例 15-2: 上例中, 假设已知该基金在 2009 年 2 月 28 日(除息前一日)的份额净值为 1.8976 元, 那么:

$$R_1 = \left( \frac{1.8976}{1.4848} - 1 \right) \times 100\% = 27.80\%$$

$$R_2 = \left( \frac{1.7886}{1.8976 - 0.2750} - 1 \right) \times 100\% = 10.23\%$$

因此, 该基金在该期间的时间加权收益率为:

$$R = [ (1 + 0.2780) (1 + 0.1023) - 1 ] \times 100\% = 40.87\%$$

可以看出, 在该例中, 由于第二段收益率为正, 考虑分红再投资的时间加权收益率在数值上也就大于简单收益率。

在时间加权收益率的计算上, 另一种更容易理解的方法是, 将分红转换成基金份额进行再投资。每单位 0.2750 的分红, 可以转换为 0.16948 份  $[= 0.2750 \div (1.8976 - 0.2750)]$  的基金。假设初期投资者持有一份的基金, 那么期末的投资价值将等于 2.0917 元  $(= 1.16948 \times 1.7886)$ , 基金在该期间的收益率为  $40.87\% [= (2.0917 \div 1.4848) - 1] \times 100\%$ 。

时间加权收益率反映了 1 元投资在不取出的情况下(分红再投资)的收益率, 其计算将不受分红多少的影响, 可以准确地反映基金经理的真实投资表现, 现已成为衡量基金收益率的标准方法。

### 三、算术平均收益率与几何平均收益率

在对多期收益率的衡量与比较上, 常常会用到平均收益率指标。平均收益率的计算有两种方法: 算术平均收益率与几何平均收益率。

算术平均收益率的计算公式为:

$$\bar{R}_A = \frac{\sum_{t=1}^n R_t}{n} \times 100\%$$

式中:  $R_t$ ——各期收益率;

$n$ ——期数。

几何平均收益率的计算公式为:

$$\bar{R}_G = \left( \sqrt[n]{\prod_{t=1}^n (1 + R_t)} - 1 \right) \times 100\%$$

式中:  $\Pi$ ——连乘符号。

例 15-3: 假设某基金第一年的收益率为 50%, 第二年的收益率为 -50%, 该基金的年算术平均收益率为 0, 年几何平均收益率为 -13.40%, 那么该用哪一个平均收益率呢?

假设最初在该基金上的投资为 100 元, 这 100 元投资 2 年后变为 75 元, 2 年累计亏损为 25%, 相当于每年亏损 -13.40%。可以看出, 几何平均收益率能正确地算出投资的最终价值, 而算术平均数则高估了投资的收益率。

一般地, 算术平均收益率要大于几何平均收益率, 每期的收益率差距越大, 两种平均方法的差距越大。

几何平均收益率可以准确地衡量基金表现的实际收益情况, 因此, 常用于对基金过去收益率的衡量上。算术平均收益率一般可以用作对平均收益率的无偏估计, 因此它更多地被用来对将来收益率的估计。

1 年以上的长期收益率往往需要转换为便于比较的年平均收益率。

例 15-4: 一个基金 3 年零 9 个月 (相当于 3.75 年) 的累计收益率为 25%, 那么该基金的年平均收益率则可以用几何平均收益率的公式计算如下:

$$R_G = \left[ (1 + 25\%)^{\frac{1}{3.75}} - 1 \right] \times 100\% = 6.13\%$$

需要注意的是, 对 1 年以下的收益率一般不进行年平均收益率的计算。

## 四、年 (度) 化收益率

有时需要将阶段收益率换算成年收益率, 这就涉及到年度化收益率 (简称 “年化收益率”) 的计算。年化收益率有简单年化收益率与精确年化收益率之分。

已知季度收益率, 简单年化收益率的计算公式如下:

$$R_{\text{年}} = \sum_{i=1}^4 R_i$$

式中:  $R_{\text{年}}$ ——年化收益率;

$R_i$ ——季度收益率。

已知季度收益率, 精确年化收益率的计算公式为:

$$R_{\text{年}} = \prod_{i=1}^4 (1 + R_i) - 1$$

例 15-5: 假设某基金每季度的收益率分别为: 7.50%、-3.00%、1.50%、9.00%, 那么不难得出简单年化收益率为:

$$R_{\text{年}} = 7.50\% - 3.00\% + 1.50\% + 9.00\% = 15.00\%$$

精确年化收益率为:

$$R_{\text{年}} = (1 + 7.50\%) (1 - 3.00\%) (1 + 1.50\%) (1 + 9.00\%) - 1 = 15.36\%$$

类似地, 可以将周收益率、月收益率转换为年化收益率。

### 第三节 基金绩效的收益率衡量

时间加权收益率给出了基金经理人的绝对表现, 但投资者却无法据此判断基金管理人业绩表现的优劣。基金表现的优劣只能通过相对表现才能做出评判。分组比较与基准比较是两个最主要的比较方法。

#### 一、分组比较法

分组比较就是根据资产配置的不同、风格的不同、投资区域的不同等, 将具有可比性的相似基金放在一起进行业绩的相对比较, 其结果常以排序、百分位、星号等形式给出。这种比较要比不分组的全域比较更能给出有意义的衡量结果。

分组比较的基本思路是, 通过恰当的分组, 尽可能地消除由于类型差异对基金管理人相对业绩所造成的不利影响。如由于股票市场周期性波动的影响, 一段时间以来, 增长型基金的表现普遍较好, 而价值型基金的表现较差。如果将它们分在一组比较, 价值型基金的相对表现就会普遍较差; 反之, 价值型基金的相对表现就会较好。这种由于市场原因而引起的业绩的相对变动将不利于对基金经理投资技巧高低的区分。

尽管分组比较目前仍然是最普遍、最直观、最受媒体欢迎的绩效评价方法, 但该方法在应用上却存在一系列潜在的问题。第一, 在如何分组上, 要做到公平分组很困难, 从而也就使比较的有效性受到质疑。第二, 很多

分组含义模糊, 因此有时投资者并不清楚在与什么比较。第三, 分组比较隐含地假设了同组基金具有相同的风险水平, 但实际上同组基金之间的风险水平可能差异很大, 未考虑风险调整因素的分组比较也就存在较大的问题。第四, 如果一个投资者将自己所投资的基金与同组中中位基金的业绩进行比较, 由于在比较之前, 无法确定该基金的业绩, 而且中位基金会不断变化, 因此也就无法很好地比较。第五, 投资者更关心的是基金是否达到了其投资目的, 如果仅关注基金在同组的相对比较, 将会偏离绩效评价的根本目的。

## 二、基准比较法

基准比较法是通过给被评价的基金定义一个适当的基准组合, 比较基金收益率与基准组合收益率的差异来对基金表现加以衡量的一种方法。基准组合是可投资的、未经管理的、与基金具有相同风格的组合。

一个好的基准组合应具有如下五个方面的特征:

- (1) 明确的组成成分, 即构成组合的成分证券的名称、权重是非常清晰的。
- (2) 可实际投资的, 即可以通过投资基准组合来跟踪积极管理的组合。
- (3) 可衡量的, 即指基准组合的收益率具有可计算性。
- (4) 适当的, 即与被评价基金具有相同的风格与风险特征。
- (5) 预先确定的, 即基准组合的构造先于被评估基金的设立。基准组合可以是全市场指数、风格指数, 也可以是由不同指数复合而成的复合指数。

与分组比较法一样, 基准比较法在实际应用中也存在一定的问题: 一是在如何选取适合的指数上, 投资者常常会无所适从, 因为要从市场上已有的指数中选出一个与基金投资风格完全对应的指数非常困难。二是基准指数的风格可能由于其中股票性质的变化而发生变化。如价值指数中的股票, 可能会变为成长型的股票, 如果不进行定期调整, 该指数就不适宜再作为衡量价值基金表现的基准继续使用。同样, 基金的风格也可能随时间的变化而变化。三是基金经理常有与基准组合比赛的念头。这方面主要存在两种做法: 一种是通过持有不包括在基准中的资产, 尽力在业绩上超过基准组合的表现; 另一种做法是尽力模仿基准组合, 而不思进取。四是公开的市场指数并不包含现金余额, 但基金在大多数情况下不可能进行全额投资, 这也会为比较增加困难。五是公开的市场指数并不包含交易成本, 而基金在投资中必定会有交易成本, 也常常引起比较上的不公平。

## 第四节 风险调整绩效衡量方法

### 一、对基金收益率进行风险调整的必要性

现代投资理论的研究表明, 风险的大小在决定组合的表现上具有基础性的作用, 这样直接以收益率的高低进行绩效的衡量就存在很大的问题。表现好的基金可能是由于所承担的风险较高使然, 并不表明基金经理在投资上有较高的投资技巧; 而表现差的基金可能是风险较小的基金, 也并不必然表明基金经理的投资技巧差强人意。风险调整衡量指标的基本思路就是通过对收益加以风险调整, 得到一个可以同时考虑收益与风险的综合指标, 以期能够排除风险因素对绩效评价的不利影响。

### 二、三大经典风险调整收益衡量方法

#### (一) 特雷诺指数

第一个风险调整衡量方法是由特雷诺 (Trenor, 1965) 提出的, 因此也就被人们称为特雷诺指数。特雷诺指数给出了基金份额系统风险的超额收益率。用公式可表示为:

$$T_p = \frac{\bar{R}_p - \bar{R}_f}{\beta_p}$$

式中:  $T_p$ ——基金  $p$  的特雷诺指数;

$\bar{R}_p$ ——考察期内基金  $P$  的平均回报率;

$\bar{R}_f$ ——考察期内平均无风险收益率;

$\beta_p$ ——基金  $P$  的系统风险。

从几何上看, 在收益率与系统风险所构成的坐标系中, 特雷诺指数实际上是无风险收益率与基金组合连线的斜率。

可以根据特雷诺指数对基金的绩效加以排序。特雷诺指数越大, 基金的绩效表现越好。图 15-1 中, 基金组合  $C$  的特雷诺指数大于基金组合  $A$ , 因此基金组合  $C$  的绩效也就优于基金组合  $A$ 。因为只要以无风险利率  $\bar{R}_f$  借入一定量的资金并投资于  $C$ , 就可形成与基金  $A$  具有相同系统风险水平但收益率却高于基金  $A$  的投资组合  $C^*$ 。

根据  $SML$  线, 那些位于  $SML$  线之上的基金的特雷诺指数大于  $SML$  线的斜率  $T_m = \bar{R}_m - \bar{R}_f$ , 因而表现要优于市场组合; 那些位于  $SML$  线之下的基

金组合的特雷诺指数小于 SML 直线的斜率, 表现也就比市场组合要差。图 15-1 中, 基金 A 的绩效要优于市场组合, 而基金 B 的绩效则比市场表现要差。

例 15-6: 假设基金 A、基金 C 的季度平均收益率分别为 2.5%、2%, 系统风险分别为 1.20、0.80, 市场组合的季平均收益率为 2.2%, 季平均无风险收益率为 0.65%, 则不难得到, 基金 A、基金 C 的特雷诺指数分别等于 1.54、1.69, 市场指数的特雷诺指数为 1.47, 因此基金 C 的表现要好于基金 A, 它们的表现都要好于市场的表现。

特雷诺指数用的是系统风险而不是全部风险, 因此, 当一项资产只是资产组合中的一部分时, 特雷诺指数就可以作为衡量绩效表现的恰当指标

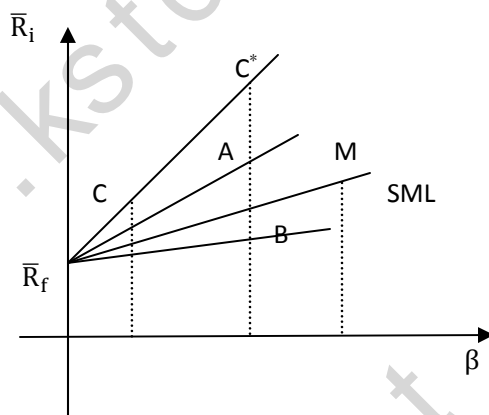


图 15-1 SML 线与特雷诺指数

加以应用。

特雷诺指数的问题是无法衡量基金经理的风险分散程度。β 值并不会因为组合中所包含的证券数量的增加而降低, 因此当基金分散程度提高时, 特雷诺指数可能并不会变大。

## (二) 夏普指数

夏普指数是由诺贝尔经济学得主威廉·夏普于 1966 年提出的另一个风险调整衡量指标。夏普指数以标准差作为基金风险的度量, 给出了基金份额标准差的超额收益率。用公式可表示为:

$$S_P = \frac{\bar{R}_P - \bar{R}_f}{\sigma_P}$$

式中:  $S_P$ ——夏普指数;

$\bar{R}_P$ ——基金的平均收益率;



$\bar{R}_f$ ——基金的平均无风险利率;

$\sigma_p$ ——基金的标准差。

分别以月度、季度计量可得到基金的月夏普指数、季夏普指数等。为便于比较, 通常情况下夏普指数以年或年化数据进行计算, 这时标准差也要进行相应的年化处理:

$$\sigma_{\text{年化}} = \sigma_{\text{周}} \times \sqrt{52} = \sigma_{\text{月}} \times \sqrt{12} = \sigma_{\text{季}} \times \sqrt{4}$$

式中:  $\sigma_{\text{周}}$ 、 $\sigma_{\text{月}}$ 、 $\sigma_{\text{季}}$ ——周、月、季标准差。

从几何上看(见图 15-2), 在收益率—标准差构成的坐标系中, 夏普指标就是基金组合与无风险收益率连线的斜率。

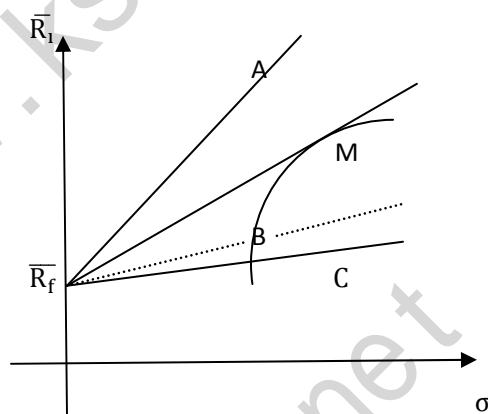


图 15-2 夏普指数图示

可以根据夏普指数对基金绩效进行排序, 夏普指数越大, 绩效越好。图 15-2 中, 资本市场线的斜率代表了市场组合的夏普指数。基金组合 C 的夏普指标小于资本市场线的斜率, 因此其绩效劣于市场组合的绩效。相反, 基金组合 A 的绩效则要好于市场组合。

夏普指数调整的是全部风险, 因此, 当某基金就是投资者的全部投资时, 可以用夏普指数作为绩效衡量的适宜指标。

### (三) 詹森指数

詹森指数是由詹森 (Jensen, 1968, 1969) 在 CAPM 上发展出的一个风险调整差异衡量指标。

根据 CAPM, 在 SML 线上可以构建一个与施加积极管理的基金组合的系统风险相等的、由无风险资产与市场组合组成的消极投资组合。詹森认

为将管理组合的实际收益率 ( $R_p$ ) 与具有相同风险水平的消极 (虚构) 投资组合的期望收益率  $[E(R_p)]$  进行比较, 两者之差可以作为绩效优劣的一种衡量标准, 即:

$$\alpha_p = R_p - E(R_p)$$

实际应用中, 对詹森指数的最佳估计可以通过下面的回归方程进行:

$$R_{pt} - R_{ft} = \hat{\alpha}_p + \hat{\beta}_p(R_{mt} - R_{ft})$$

或有:

$$\hat{\alpha}_p = R_p - [\bar{R}_f + (\bar{R}_m - \bar{R}_f)\hat{\beta}]$$

式中:  $R_{mt}$ ——市场指数收益率;

$R_{ft}$ ——无风险收益率;

$\hat{\alpha}_p$ —— $\alpha_p$  的最小二乘估计;

$\hat{\beta}_p$ —— $\beta_p$  的最小二乘估计。

如果  $\hat{\alpha}_p = 0$ , 说明基金组合的收益率与处于同等风险水平的被动组合的收益率不存在显著差异, 该基金的表现就被称为是中性的。只有成功地预测到市场变化或正确地选择股票, 或同时具备这两种能力, 施加积极管理的基金组合才会获得超过 SML 线上相应组合的超常绩效表现, 这时  $\hat{\alpha}_p > 0$ ; 而  $\hat{\alpha}_p < 0$  则表示基金的绩效表现差强人意。

从几何上看, 詹森指数表现为基金组合的实际收益率与 SML 直线上具有相同风险水平组合的期望收益率之间的偏离 (见图 15-3)。

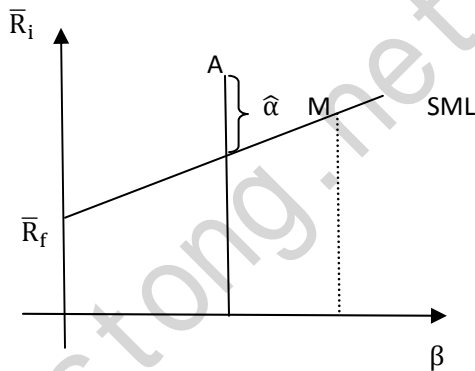


图 15-3 詹森指数图示

### 三、三种风险调整衡量方法的区别与联系

夏普指数与特雷诺指数给出的是单位风险的超额收益率, 因而是一种比率衡量指标, 而詹森指数给出的是差异收益率。比率衡量指标与差异衡量指标在对基金绩效的排序上有可能给出不同的结论。如图 15-4 所示, 用特雷诺指数评价基金 A 和 B, 结论是基金 B 的绩效优于基金 A; 但用詹森

指数衡量, 基金 A 则要好于基金 B。

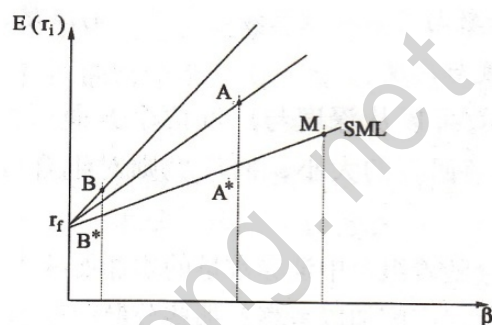


图 15-4 比率与差异衡量指标对基金绩效的不同评价

### (一) 夏普指数与特雷诺指数尽管衡量的都是单位风险的收益率, 但二者对风险的计量不同

夏普指数考虑的是总风险 (以标准差衡量), 而特雷诺指数考虑的是市场风险 (以 $\beta$ 值衡量)。当投资者将其大部分资金投资于一个基金时, 那么他就会比较关心该基金的全部风险, 因此也就会将标准差作为对基金风险的适宜衡量指标。这时, 适宜的衡量指标就应该是夏普指数。当投资者不仅仅投资于无风险证券和单一基金组合, 所要评价的投资组合仅仅是该投资者全部投资的一个组成部分时, 就会比较关注该组合的市场风险, 在这种情况下,  $\beta$ 会被认为是适当的风险度量指标, 从而对基金绩效衡量的适宜指标就应该是特雷诺指数。

### (二) 夏普指数与特雷诺指数在对基金绩效的排序结论上有可能不一致

一般而言, 当基金完全分散投资或高度分散, 用夏普比率和特雷诺比率所进行的业绩排序是一致的。但当分散程度较差的组合与分散程度较好的组合进行比较时, 用两个指标衡量的结果就可能不同。两种衡量方法评价结果的不同是由分散水平的不同引起的。一个分散程度差的组合的特雷诺指数可能很好, 但夏普指数可能很差。此外, 二者在对基金绩效表现是否优于市场指数的评判上也可能不一致。由于二者提供了关于业绩不同但

相互补充的信息, 因此应同时使用。

### (三) 特雷诺指数与詹森指数只考虑了绩效的深度, 而 夏普指数则同时考虑了绩效的深度与广度

基金组合的绩效可以从深度与广度两个方面进行。深度指的是基金经理所获得的超额回报的大小, 而广度则对组合的分散程度加以考虑。

组合的标准差会随着组合中证券数量的增加而减少, 因此夏普指数可以同时组合的深度与广度加以考察, 那些分散程度不高的组合, 其夏普指数会较低。相反, 由于特雷诺指数与詹森指数对风险的考虑只涉及到 $\beta$ 值, 而组合的 $\beta$ 值并不会随着组合中证券数量的增加而减少, 因此也就不能对绩效的广度做出考察。

### (四) 詹森指数要求用样本期内所有变量的样本数据进行回归计算

这与只用整个时期全部变量的平均收益率(投资组合、市场组合和无风险资产)的特雷诺指数和夏普指数是不一样的。

## 四、经典绩效衡量方法存在的问题

### (一) CAPM 的有效性问题的有效性问题

建立在 CAPM 模型基础上的三大风险调整收益衡量指标的有效性, 在很大程度上要依赖于 CAPM 的有效性, 而 CAPM 可能并不是一个正确的定价模型, 如果是这样的话, 以 $\beta$ 为基础的绩效衡量就是不合适的。

### (二) SML 误定可能引致的绩效衡量误差

建立在 SML 之上的詹森指数和特雷诺指数都要求一个市场组合, 但在实际应用过程中只能选择一个准市场组合作为市场组合的替代品。以替代

品作为市场组合进行绩效评价, 绩效排名可能不同于真实市场组合下的排名。

### (三) 基金组合的风险水平并非一成不变

当基金经理预期市场有向好的走势时, 基金经理会提高组合的平均 $\beta$ 值, 增强组合对市场组合的敏感性; 当预期市场走势向弱时, 则会降低组合的平均 $\beta$ 值, 增加债券的购买或现金的储备。这样, 很多管理组合的风险水平实际上会处于不断的调整状态。因此, 用历史数据对组合风险的估计可能与组合目前的风险水平出入很大, 这样, 绩效评价结果的可靠性就会受到很大影响。再比如, 在两个时间段中, 基金经理可能会采取不同的投资策略, 从而使得基金在两个时间段的标准差不同, 这时如果对这种策略的改变视而不见, 将两个阶段合并考察, 夏普指数将不再有效。

### (四) 以单一市场组合为基准的衡量指标会使绩效评价有失偏颇

建立在 CAPM 之上的三大经典的评价指标都立足于与市场组合表现相联系的单一基准组合的比较, 因而被统称为单一基准的绩效评价方法。用单一基准组合并不能对组合的绩效进行正确的评价。

例如, 用主要由大公司的股票构造的上证 180 指数的表现来衡量完全由投资于小公司股票的基金组合的表现, 可能会得到南辕北辙的结论。在这种情况下, 我们无法确定正值的詹森指数究竟是源于基金经理的优秀选股能力, 还是因为小型公司股票作为一个整体在这一阶段的表现好于主要由大公司的股票构造的 180 指数。也就是说, 这时对基金组合适宜的评价基准应该是小公司股价指数的表现, 而不是与其表现不相干的 180 指数的表现。当基金组合中包含不同的资产类别时, 如同时投资于股票和债券的平衡型基金, 使用单一市场指数对组合绩效表现加以评价也是不适宜的, 这时用多因素模型则更具合理性。

## 五、风险调整收益衡量的其他方法

建立在 CAPM 之上的三大经典风险调整绩效衡量方法, 为有效衡量基金的绩效表现提供了重要的途径。在此基础上, 基于对风险的不同计量或

调整方式的不同, 其他一些风险调整衡量方法也相继被提了出来, 并在实践中得到广泛的应用。

## (一) 信息比率

信息比率 (IR) 以马柯威茨的均异模型为基础, 可以用以衡量基金的均异特性。其计算公式如下:

$$IR = \frac{\bar{D}_p}{\sigma_{DP}}$$

式中:  $D_p = R_p - R_b$ , 是基金与基准组合的差异收益率;

$\bar{D}_p = \bar{R}_p - \bar{R}_b$ , 是差异收益率的均值;

$$\sigma_{DP} = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^T (D_{pt} - \bar{D}_p)^2}{T-1}}, \text{ 是差异收益率的标准差。}$$

基金收益率相对于基准组合收益率的差异收益率的均值, 反映了基金收益率相对于基准组合收益率的表现。基金收益率与基准组合收益率之间的差异收益率的标准差, 通常被称为“跟踪误差”(Tracking Error), 反映了积极管理的风险。信息比率越大, 说明基金经理单位跟踪误差所获得的超额收益越高。因此, 信息比率较大的基金其表现要好于信息比率较低的基金。

## (二) $M^2$ 测度

尽管可以根据夏普指数的大小对组合绩效表现的优劣加以排序, 但夏普指数本身的数值却难以加以解释。为此, 诺贝尔经济学奖获得者 France Modigliani 与其孙女 Leah Modigliani (1997) 提出了一个赋予夏普比率以数值化解释的指标, 即  $M^2$  测度的指标:

$$M^2 = \bar{R}_{p*} - \bar{R}_m = S_p \sigma_m + R_f - \bar{R}_m = \frac{\sigma_m}{\sigma_p} (\bar{R}_p - R_f) - \bar{R}_m + R_f$$

式中:  $M^2$ ——测度;

$\bar{R}_p$ 、 $\bar{R}_{p*}$ ——基金 P 在  $\sigma_p$  与  $\sigma_m$  水平下的平均收益率;

$\sigma_p$ 、 $\sigma_m$ ——基金 P 和市场组合 M 的标准差;

$R_f$ ——无风险收益率。



图 15-5 是 $M^2$ 测度的图示。

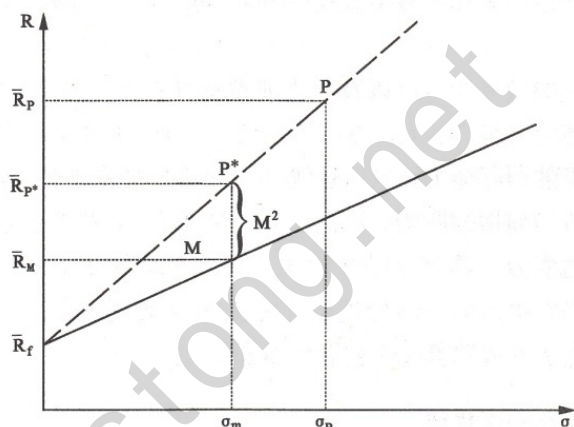


图 15-5  $M^2$ 测度的图示

这一方法的基本思想就是通过无风险利率下的借贷，将被评价组合（基金）的标准差调整到与基准指数相同的水平下，进而对基金相对基准指数的表现作出考察。由于 $M^2$ 测度实际上表现为两个收益率之差，因此也就比夏普指数更容易为人们所理解与接受。不过， $M^2$ 测度与夏普指数对基金绩效表现的排序是一致的。

## 第五节 择时能力衡量

### 一、择时活动与基金绩效的正确衡量

在用特雷诺指数和詹森指数对基金绩效进行衡量时，存在一个隐含假设，即基金组合的 $\beta$ 值是稳定不变的。但实际上，基金经理常常会根据自己对市场大势的判断而调整现金头寸或改变组合的 $\beta$ 值。在这种情况下，采用特雷诺指数和詹森指数往往不能对基金的投资能力做出正确的评判。

基金经理的投资能力可以被分为股票选择能力（简称“选股能力”）与市场选择能力（简称“择时能力”）两个方面。所谓选股能力，是指基金经理对个股的预测能力。具有选股能力的基金经理能够买入价格低估的股票，卖出价格高估的股票。所谓“择时能力”，是指基金经理对市场整体走势的预测能力。具有择时能力的基金经理能够正确地估计市场的走势，因而可以在牛市时，降低现金头寸或提高基金组合的 $\beta$ 值；在熊市时，提高现金头寸或降低基金组合的 $\beta$ 值。

## 二、现金比例变化法

在市场繁荣期, 成功的择时能力表现为基金的现金比例或持有的债券比例应该较小; 在市场萧条期, 基金的现金比例或持有的债券比例应较大。现金比例变化法就是一种较为直观的、通过分析基金在不同市场环境下现金比例的变化情况来评价基金经理择时能力的一种方法。为便于说明, 这里将债券等同为现金, 并以债券指数的收益率作为现金收益率, 只考虑基金在股票与现金资产之间进行资产的转换。

使用这种方法, 首先需要确定基金的正常现金比例。正常现金比例可以是基金投资政策规定的, 也可以评价期基金现金比例的平均值作为代表。实际现金比例相对于正常现金比例的偏离即可以被看作主动性的择时活动所致, 进而可以用下式衡量择时活动的“损益”情况:

$$\text{择时损益} = (\text{股票实际配置比例} - \text{正常配置比例}) \times \text{股票指数收益率} \\ + (\text{现金实际配置比例} - \text{正常配置比例}) \times \text{现金收益率}$$

例 15-7: 假设某季上证 A 股指数的收益率为 10%, 现金(债券)的收益率为 2%。基金投资政策规定, 基金的股票投资比例为 80%, 现金(债券)的投资比例为 20%, 但基金在实际投资过程中股票的投资比例为 70%, 现金(债券)的投资比例为 30%, 则可以根据上式得到该基金在本季的择时效果:

$$\text{择时损益} = (70\% - 80\%) \times 10\% + (30\% - 20\%) \times 2\% \\ = -1\%; +0.20\%; = -0.80\%$$

可以看出, 由于在该季股票市场相对于现金(债券)处于强势, 但基金却减少了在股票上的投资, 保留了更多的现金比例, 因此其错误的择时活动导致了基金市场时机选择的损失。

## 三、成功概率法

成功概率法是根据对市场走势的预测而正确改变现金比例的百分比来对基金择时能力进行衡量的方法。由于股票市场的涨跌概率大约各占 60% 与 40%, 因此一个没有任何市场预测能力的基金经理, 如果总是将市场看作牛市, 其正确预测市场的概率将高达 60%。为了对这种衡量偏误加以纠正, 使用成功概率法对择时能力进行评价的一个重要步骤是需要将市场划分为牛市和熊市两个不同的阶段, 通过分别考察基金经理在两种情况下的预测能力, 从而对基金的择时能力做出衡量。

设  $P_1$  表示基金经理正确地预测到牛市的概率,  $P_2$  表示基金经理正确地预测到熊市的概率, 成功概率可由下式给出:

成功概率 =  $(P_1 + P_2 - 1) \times 100\%$

例 15-8: 假设在 20 个季度内, 股票市场出现上扬的季度数有 12 个, 其余 8 个季度则出现下跌。在股票市场上扬的季度中, 择时损益为正值季度数有 9 个; 在股票市场出现下跌的季度中, 择时损益为正值季度数为 5 个, 计算该基金的成功概率。

由条件可得:  $P_1 = 9 \div 12 = 0.750$ ,  $P_2 = 5 \div 8 = 0.625$

因此, 成功概率 =  $(0.750 + 0.625 - 1) \times 100\% = 37.50\%$

这一数字明显大于零, 因此可以肯定该基金经理具有优异的择时能力。

## 四、二次项法

一个成功的市场选择者, 能够在市场处于涨势时提高其组合的  $\beta$  值, 而在市场处于下跌时降低其组合的  $\beta$  值。因此, 对一个成功的市场选择者而言, 其  $\beta$  值可表示为:

$$\beta_{it} = \beta_i + \gamma_i(r_{mt} - r_{ft})$$

正值的  $\gamma_i$  表明, 组合经理能随市场的上涨(下跌)而提升(降低)其组合的系统风险。将上式带入单因素詹森指数模型, 就得到了一个带有二次项的、可以将詹森的总衡量分解为选股能力  $\alpha$  和市场选择能力  $\gamma_i$  的模型:

$$r_i - r_f = \alpha + \beta_i(r_m - r_f) + \gamma_i(r_m - r_f)^2 + \varepsilon_i$$

原假设是  $\gamma_i = 0$ 。如果  $\gamma_i > 0$ , 表明基金经理具有成功的市场选择能力。也就是说, 一个成功的市场选择者能够在市场高涨时提高组合的  $\beta$  值, 在市场低迷时降低  $\beta$  值。

二次项法是由特雷诺与玛泽(Masuy)于 1966 年提出的, 因此通常又被称为“T-M 模型”。

## 五、双贝塔方法

亨芮科桑(Henriksson)和莫顿(Merton)于 1981 年提出了另一种相似却更为简单的对选股和择时能力进行估计的方法。他们假设, 在具有择时能力的情况下, 资产组合的  $\beta$  值只取两个值: 市场上升时期  $\beta$  取较大的值, 市场下降时期  $\beta$  取较小的值。于是, 莫顿和亨芮科桑通过在一般回归方程中加入一个虚拟变量来对择时能力进行估计:

$$r_i - r_f = \alpha + \beta_1(r_m - r_f) + \beta_2(r_m - r_f)D + \varepsilon_i$$

这里,  $D$  是一个虚拟变量。当  $r_m > r_f$  时,  $D=1$ ; 当  $r_m < r_f$  时,  $D=0$ 。 $\varepsilon_i$  是零均值的随机残差。如果  $\beta_2$  为正, 说明存在市场选择能。 $\alpha$  用来衡量经理的

选股表现。这样, 基金的 $\beta$ 值在市场下跌时为 $\beta_1$ , 在市场上扬时为 $\beta_1 + \beta_2$ 。因此, 这种方法被称为“双 $\beta$ 模型”或“H—M 模型”。

T—M 模型和 H—M 模型关于选股和市场选择的表述很相似, 只是对管理组合的 SML 的非线性做了不同的处理。

## 第六节 绩效贡献分析

对基金绩效表现优劣加以衡量只是问题的一个方面, 而人们对造成基金收益率与基准组合收益率之间收益差别的原因更感兴趣。这就是绩效贡献(归因或归属)分析所要回答的问题。

基金管理者一般既需要在股票、债券、货币市场工具等大类资产方面做出关于资产配置的方向性决定, 又需要在资产配置的基础上进行细类资产的选择, 如在股票投资方面进行行业的选择, 在债券投资方面进行短、中、长期债券的选择等, 最后还必须进行具体证券的选择, 如个股的选择等。研究业绩贡献的目的就是把总的业绩分解为一个一个的组成部分, 以考察基金经理在每一个部分的选择能力。

### 一、资产配置选择能力与证券选择能力的衡量

基金在不同资产类别上的实际配置比例对正常比例的偏离, 代表了基金经理在资产配置方面所进行的积极选择。因此, 不同类别资产实际权重与正常比例之差乘以相应资产类别的市场指数收益率的和, 就可以作为资产配置选择能力的一个衡量指标。类似地, 基金在不同类别资产上的实际收益率与相应类别资产指数收益率的不同, 代表了基金经理在证券选择方面所进行的积极操作的贡献。因此, 基金在不同类别资产上的实际收益率与相应类别资产指数收益率的差乘以基金在相应资产的实际权重的和, 就可以作为证券选择能力的一个衡量指标。

假设在一个考察期, 基金 P 包括了 N 类资产, 基金在第 i 类资产上事先确定的正常的(政策规定的)投资比例为 $w_{bi}$ , 而实际的投资比例为 $w_{pi}$ 。第 i 类资产所对应的基准指数的收益率为 $r_{bi}$ , 基金在该类资产上的实际投资收益率为 $r_{pi}$ 。

根据投资组合收益率的计算公式, 在考察期内基金 P 的实际收益率可表示为:

$$r_p = \sum_{i=1}^N w_{pi} r_{pi}$$

基准组合的收益率可表示为:

$$r_b = \sum_{i=1}^N w_{bi} r_{bi}$$

$(r_p - r_b)$  代表了基金收益率与基准的差异收益率。资产配置效果 (贡献) 可由下式给出:

$$T_p = \sum_{i=1}^N (w_{pi} - w_{bi}) r_{bi}$$

当  $T_p > 0$ , 说明基金经理在资产配置上具有良好的选择能力; 反之, 则说明基金经理在资产配置上不具有良好的选择能力。资产配置实际上反映了基金经理对各个市场走势的预测能力, 因此资产配置能力实际上反映了基金在宏观上的择时能力。

证券选择效果 (贡献) 可由下式给出:

$$S_p = \sum_{i=1}^N (r_{pi} - r_{bi}) w_{pi}$$

同样,  $S_p > 0$ , 表示基金经理具有良好的证券选择能力。

不难验证有:

$$r_p - r_b = T_p + S_p$$

**例 15-9:** 假设某基金的投资政策规定基金在股票、债券、现金上的正常投资比例分别是 80%、15%、5%, 但基金季初在股票、债券和现金上的实际投资比例分别是 70%、20%、10%, 股票指数、债券指数、银行存款利率当季度的收益率分别是 10%、4%、1%, 那么, 资产配置贡献可计算如下:

$$\begin{aligned} T_p &= (70\% - 80\%) \times 10\% + (20\% - 15\%) \times 4\% + (10\% - 5\%) \times 1\% \\ &= -0.75\% \end{aligned}$$

由于基金降低了在股票上的投资比例, 而股票在当季却表现出强势。因此, 错误的资产配置拖累了基金的整体表现。

## 二、行业或部门选择能力的衡量

用与考察基金资产配置能力类似的方法, 可以对基金在各类资产内部细类资产的选择能力进行进一步的衡量。这里仅在股票投资上对基金在行业或部门上的选择能力进行说明。

假设在一个考察期内, 基金 P 在第 j 个行业上的实际投资比例为  $w_{pj}$ , 而第 j 个行业在市场指数中的权重为  $w_j$ , 第 j 个行业的行业指数在考察期内的收益率为  $r_j$ , 那么, 行业或部门选择能力则可以用下式加以衡量:

$$T = \sum_{j=1}^n (w_{pj} - w_j) r_j$$

从基金股票投资收益率中减去股票指数收益率, 再减去行业或部门选择贡献, 就可以得到基金股票选择的贡献。