

# 基金托管:双寡头格局形成 基金分仓:研究实力占主导 基金评价:看不见的大战场

## 基金产业链生态全揭秘

证券时报记者 刘宇辉 荣 篱

托管费、交易佣金、基金投资咨询费……随着公募基金“江湖地位”不断提升,随之也派生出了一系列的“产业”,而且这些“产业”的竞争有日趋激烈的苗头,与此同时的问题也开始出现,更让人遗憾的是,在日益激烈的竞争中,真正的“出资人”——普通投资者并没有享受到竞争带来的好处。



### 基金托管

#### 双寡头格局形成 中小银行举步维艰

基金托管市场在今年发生重大变化,凭借连续两年新基金托管数居业内第一,建设银行托管的基金总数量已经赶上了龙头老大工商银行,实现了平起平坐。从而基金托管市场真正形成了双寡头垄断的局面。

2007年底时,工商银行托管基金总数为82只,而建设银行托管数仅为62只。在托管净值规模上,工行托管基金净值达到9726.17亿元,市场份额为29.69%,建设银行托管基金净值为7483.32亿元,市场份额为23.04%,落后工行6.65个百分点。

自2008年以来,建设银行在新基金托管市场全面发力,新基金托管增长迅猛,特别是在去年基金销售异常艰难的情况下,建设银行依然对新基金托管给予了高度重视,尽管首发规模不大,但建行奉行种子基金策略,只求成立不求规模,当年成立的94只新基金中,建设银行托管了32只,工行只托管了25只,到去年底时,建行与工行托管基金数量的差距缩小到了13只。

今年以来股市好转,建行托管新基金势头更加强劲,据统计,截至上周五,今年以来共有75只新基金募集成立,其中

中托管在建行的新基金达29只,而托管在工行的新基金仅为24只,建行与工行托管基金总数的差距进一步缩小到了8只。

而在目前已经获批但尚未成立的18只新基金中,托管行为建行的达到了10只,托管行为工行的却仅有2只,这样,随着这些新基金在今年陆续成立,建设银行托管的基金总数将首次赶上甚至有望超过龙头老大工商银行。两者合计托管规模占据了市场的半壁江山。

据业内人士透露,建行之所以在基金托管市场能用两年时间实现赶超工行,最重要的有两个原因,一是工行对基金公司的整体实力有较高的要求,一些业绩和实力平平的中小公司难以获得和工行在新基金托管方面的合作,工行依然注重同传统大中型基金公司的合作;另一方面,建行对基金公司的要求相对较低,在得不到和工行的合作情况下,和建行合作成了各基金公司的最优选择。

与建行和工行在基金托管市场的攻城拔寨相比,处于第二梯队的中国银行、农业银行和交通银行在新基金托管业务方面增长平稳,而中小型股份制银行受制于储蓄规模和网点数量,在基金托管市场上依然举步维艰,难以获得基金公司的青睐,在今年成立的75只新基金中,招行、兴业银行和深发展银行仅获得一单托管业务,其他股份制银行如光大、浦发、中信、华夏、民生等银行在今天的基金托管市场上尚未实现零的突破。



### 基金分仓

#### 研究实力占主导 两大怪现象长期存在

由于基金公司在交易所并没有自己的交易席位,庞大的基金资产需要租用

券商的专用席位以保证每日的交易需求。基金给予券商的交易佣金分仓成了各大券商努力争夺的大蛋糕。目前,基金分仓市场已经形成了研究实力决定分仓份额的局面,但个别公司分仓偏向关联方券商和频繁交易做交易量两大不合理现象仍然存在。

研究实力是各大基金公司决定交易分仓量的最主要考察因素,基金近几年半年度报告和年度报告显示,中金公司、中信证券、申银万国等业内公认研究实力最强、市场影响力最大的大券商已经牢牢占据基金分仓前三强地位。基金2009年报就显示,上半年近百家券商获得30.53亿元交易佣金量,中信证券以2.21亿元的佣金收入位居第一名,中金公司和申银万国证券分别获得2.14亿和2.12亿元的分仓,位居第二和第三名。而在去年,中金公司分仓收入排名第一,中信证券和申银万国分列二、三位。

除了这三家券商,上半年分仓收入位居前十的国泰君安、招商证券、安信证券、海通证券、国信证券、高华证券、中信建投等均是研究实力较强的券商。研究实力强的券商获得较多分仓和多数基金公司采取的租用基金交易专用席位的标准相吻合。如华夏策略基金契约中就规定,提供研究报告的质量和数量、研究报告被基金采纳的情况、因采纳其报告而为基金运作带来的直接效益和间接效益以及避免或减少的损失等是最重要的交易席位选择标准。

对于租用交易席位,证监会明确有明确要求,即基金管理公司应选择财务状况良好,经营行为规范,研究实力较强的证券公司,向其租用专用交易席位。

尽管在整体上,研究实力卓著的大券商分得了交易佣金的大头,但在一些基金公司中却存在着向关联方倾斜和频繁交易做交易量的现象。这种现象在券商控股的基金公司中较为普遍地存在。如深圳一家中等券商控股的基金公司旗下的大部分基金均将主要分仓量给了自己的券商股东,其中一只股票基金将

56.07%的股票交易额给了控股股东,上海一家大型公司旗下5只偏股基金中有4只分仓第一名是自己的券商股东,其中这家券商股东在一只基金中的交易份额占比达到惊人的63.88%,而中金和中信等一线券商只占了不足10%。

和分仓向大股东倾斜相并列的另一大怪象是基金在某一时间段内频繁买入和卖出同一只股票,如上海某只股票基金上半年累计买入某只股票达期末净值的12.51%,同时累计卖出同一只股票占期末净值的13.24%,某基金经理认为基金频繁买入卖出同一只股票的原因主要是一些基金经理追随市场做趋势投资,经常性地进行加仓和减仓所致。但在这种同一只股票上做巨额交易仍使业内人士产生对这类基金为关联方券商或利益相关券商做交易量的极大嫌疑。



### 基金评价

#### 看不见的大战场 服务何时转向中小投资者

日前,《证券投资基金评价业务管理暂行办法(征求意见稿)》发布,这在业内引起不小的震动,也使市场将目光投向了这条在基金产业链中不太为人关注的大战场。

在普通投资者的眼光看来,基金评价业务可谓相当“清水”;评价机构免费发布,媒体也免费刊登;虽说也是基金产业链中的一环,但无甚利益。以晨星为例,它在国外的主要赢利模式是向投资者收费,但在目前,普通个人投资者仍然是免费获得很多晨星投资的资讯。

事实上,基金研究评价已经开始有相当的产出,但收入来源并不是普通投资者,而是机构客户。有基金公司人士透露,多家基金研究评价机构都在为机构客户,

特别是保险公司提供投资咨询,在其报告中甚至提供投资组合建议,这些报告都是以收费形式出现。此外,也有基金研究评价机构为基金公司做旗下基金业绩的归因分析报告,与此同时,也有机构投资者委托研究机构对基金公司进行专项调查,而这些都是收费服务。现在看上去很热闹的基金评级、基金评价不过是个宣传,真正“来钱”的是向机构客户提供的这些服务。”某基金公司人士如此评价。相比之下,虽然数据的准确性都有问题,但从产品、服务的成熟度上说,各研究评价机构还是有较大差别的。

虽然目前基金研究机构很难从普通投资者身上“赚钱”,但各种各样的尝试始终没有停止过。以银河证券为例,该公司推出的封闭式基金交易宝、价值宝等产品,以封闭式基金的研究为基础向投资者提出建议,其对证券公司直接的利益就是活跃封闭式基金的交易,增加佣金收入。

天相投资顾问公司的努力方向则是第三方销售机构,该公司一直致力于其在基金研究方面的优势与基金销售结合,向普通投资者提供专业的理财服务,而这正是国外第三方销售机构的生存之道。事实上,天相投顾的这一努力可能是打破在基金销售中“银行一家独大”,投资者利益得不到保护的途径之一,但到目前为止,虽然天相投顾已是多只基金的代销机构,但离打破垄断还有相当大的距离。

虽然基金研究评价的市场还很小,但在专业人士看来,目前在市场上占有一席之地各家机构都有“硬”伤。有人士认为,基金研究评价机构最为重要的条件之一就是独立性,而现在的基金研究机构都与基金公司有着千丝万缕的业务联系,比如基金销售、卖研究报告以获得基金交易分仓等等,这就使其独立性大成问题;而还有一些机构在没有证券投资咨询业务资格的情况下却在做基金投资咨询,其业务在缺乏监管的情况下是否能保证规范运作,这些都值得业内关注。

竞争真是个好东西,老百姓从中受惠。随着公募基金“江湖地位”不断提升,随之也派生出了一系列的“产业”,而且这些“产业”的竞争有日趋激烈的苗头,然而无论基金衍生行业的竞争多残酷激烈,对于普通投资人来说,该掏的钱一分不少,服务却未见明显提高。

## 他们的竞争 与我何干?

荣 篱

又到季节变化时,喜欢扮靓的姑娘们又到倾巢出动“淘货”的时候了,而此时商家也大打促销战,同在深圳华强北的茂业、天虹都在狂推优惠活动,平时完全不打折的几个名牌服装也打出“5折”甚至“4折”——竞争真是个好东西,老百姓从中受惠。但是,在由基金派生出的产业链中,虽然也看到券商与券商在竞争、银行与银行在竞争,但真正的出钱者——普通投资者却很难从这越来越激烈的竞争中体会到明显的得益。原因何在?

理论上说,银行与银行之间的竞争应该带来的是对投资者的服务越来越好,因为银行的利润直接来自投资者买基金的多少。现实情况却并非如此,一来基金卖多卖少有点“靠天吃饭”,行情好卖得就好,行情差卖得就差,银行对投资者的服务并非决定因素;二来,更要命的是,银行拿多拿少是靠与基金公司的谈判。

如果说银行与银行间的竞争没给投资者带来太明显的受益的话,券商与券商之间的竞争可能还会让投资者受损。众所周知,基金公司跟券商都有分仓协议,这一协议中是否有“交易量”的要求?如果有,那么基金为了达到这一要求进行的无效交易则增加了投资者的成本,直接带来净值损失。

对于投资者而言,最有可能获益的是利益与投资者保持一致的“第三方销售”的充分竞争。可惜的是,第三方销售目前还在萌芽状态,脆弱之极,连从销售市场中分一杯羹都谈不上,更别提行业内的竞争。

于是,无论基金衍生行业的竞争多残酷激烈,对于普通投资人来说,该掏的钱一分不少,服务却未见明显提高。

## ●摩根“投资通天下”

### 日本进入新时代

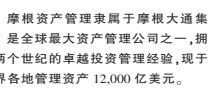
上周末结束的日本大选,结果正如人们所料,民主党获得压倒性的胜利。在总共480席次的众议院当中,民主党获得308席,而自民党仅获得119席,标志着自民党长期执政的时代至此告终。

在政策方面,民主党与自民党的不同之处在于,前者认为以前日本经济过度依赖出口,未来应更重视刺激内需尤其是私人消费,从而使经济发展更加平衡。围绕这项目标,民主党表示,将把施政重点放在直接对民众进行财富转移方面,具体措施包括育儿津贴、免费义务教育、医疗补助、公路收费减免、汽油税减半等,以期鼓励日本家庭增加消费。

根据民主党的竞选政纲,摩根资产管理预计,该党在此次大选获胜之后很可能将提出特别预算案,上述的部分措施最快可能将在本年度内实施,对于2009财年下半年和2010财年的民间消费将有正面帮助。

至于本次大选结果对于日本股市的影响,由于未来一年日本内需经济的各个层面将是政府最主要的施政重点,中小型企业有望成为主要受惠者。另外,在投资气氛方面,上次(2005年9月)众院改选小泉领导的自民党大胜后,日经225指数随后至年底涨幅超过25%。因而此番日股在短期内也有机会上演类似的“庆祝”行情。不过,中长期日股的涨势能否延续,还有赖于日本经济与企业盈利能力能否真正走向复苏。毕竟在激情之后,投资者还是要看到深

亮的成绩单



# 晨星美国国内股票基金经理英雄辈出

Morningstar晨星(中国)研究中心 钟 恒

每年,美国晨星都会挑选出在不同投资范畴中优秀的基金管理人员并进行颁奖,今年也不例外。谁是2009年晨星美国国内股票基金经理奖的竞争者呢?就让我们先来看看晨星美国分析师心中的至爱。

布鲁斯·贝尔科维奇和他的Fairholme团队:虽然基金去年也面对净值亏损29.7%的压力,但值得安慰的是基金去年优于业绩基准和同类平均(大盘平衡型),且基金今年以来截至8月末涨幅超过27%,这不仅超越标普500指数的15%的涨幅,而且也使大部分其同类基金望尘莫及,在同类中排名前6%。这样优秀的业绩并不是偶然的,基金经理由1999年开始接手管理基金以来业绩已非常优秀,除2003年落后于标普500指数外,其余年份均击败指数,长期以来呈现高风险高收益的特征,但基金投资者创造的超额收益完全弥补了投资者所承受的风险。晨星美国基金分析师对Bruce的评价就是跟着现金走的人,即重视公司自由现金流

比例。

管理 Artisan 中盘价值基金的 James Kieffer, Scott Satterwhite 和 George Sertl; Kieffer 和 Scatterwhite 在投资方面均有丰富的经验,投资较高成功率较高。虽然该基金业绩并没有 Fairholme 的出众,但在其所属的中盘价值类基金中也获得晨星3.5年的五星评级。另外,基金主动关闭,不再接收外来资金以免影响基金的操作,这是个很好的决定,起码可以保护现有持有人利益。截至今年8月末,基金获得超过25%的收益,排在同类基金的前1/4,也超过标普500指数超过12个百分点。这都得益于基金重仓持有的科技股。长期来看,基金经理策略具灵活性,且能持续找到拥有较好商业模式的公司而估值较便宜的公司股票。另外,该团队也较倾向在因为暂时问题而被严重低估的公司股票中淘金。

威廉·布莱尔小盘成长型基金的 卡尔·布鲁尔和他的团队:该基金今

年以来的优异表现不禁令人羡慕。截至八月底,该基金今年以来收益达54%,在同类基金中排名前1%,同时也超越标普500指数38个百分点。如此涨幅也大幅弥补了其去年高达46.85%的下跌,使其近一年的亏损大幅收窄至2%。这均得益于基金经理的资产配置和个股选择。该基金6月持有的 Jarden Corporation、VistaPrint, Ltd. 和 Imax Corporation 的涨幅已超过100%。虽然基金近年波动较大,庆幸的是持有人对基金的粘性较强;反映投资者持有基金实际收益的投资者收益表现较好,显示基金持有人在基金表现相对较差的2007、2008年仍没有退场,两年的坚持终于在今年得到回报。而两位基金经理在小盘或超小盘股的投资上有相当丰富的经验。

FPA Crescent 的 Steve Romick; Steven Romick 在1993年接管这只属于稳健配置型基金,到现在已经有16个年头,其长期表现在同类基金中均获得不错的评价。今年

以来截至8月底,基金获得了18%的收益,在同类基金基金中排名前20%,而且基金的长期业绩并不逊色。Steve 的投资策略灵活,不会局限于既定资产配置比例,而是在不同市场之间寻找更有投资价值的一方,并在资产配置中进行积极调整。例如去年末该基金在低位增持了部分高收益债券,而这些债券在今年为基金的收益贡献不少。正如我们晨星美国对其的评价:基金经理的组合并不适合那些追随风格单一的投资者,但这种另类的品种确实值得持有。

Thornburg Value 的 Bill Fries、Connor Browne 和 Ed Maran:虽然该基金去年跌幅达41%,但今年的收益令人振奋。截至8月底,今年以来获利33%,在所属的大盘平衡型基金中排名前4%,主要得益于在软件和媒体板块的投资。虽然基金主要投资大盘股,但投资团队也不会放过中盘股的投资机会。另外,基金也持有较同类更多的海外股票,这与基金经理 Bill Fries 在海外投资有丰富的经验

有关。集中持股也是基金的又一特征,组合中一般持有40至50只股票,数量只是同类基金的三分之一。另外,基金的管理团队比较稳定性,这为基金的操作和长期业绩优异提供稳定支持。

普信新美国成长基金的 Joe Milano:自2002年管理基金以来,该基金在相对回报方面交出较好的成绩单。截至8月底,基金3.5年回报分别在所属的大盘成长型基金中排名前5%和15%。像其他普信旗下基金一样,公司着眼长期表现,给予基金经理 Joe 较大的发挥空间。他喜欢选择高质量、具广阔发展前景但又被市场抛弃的公司股票;反向操作在市场上是孤独的,但 Joe 就有这份魄力与市场对抗。他也给予 Joe 较大的弹性,宁愿牺牲短期的收益来获得长期增值。正因为 Joe 采用的策略,在2008年市场大跌时,Joe 看准时机积极调整组合,此举也为其今年以来表现突出打下基础。