

上半年基金规模缩水1500亿元 老基金二季度延续净赎回

上半年基金规模缩水1500亿元，老基金二季度延续净赎回。截至6月底，基金总资产规模为2.33万亿元，较年初减少1500亿元，缩水6.25%；其中老基金净赎回4700亿元，净赎回率为0.02%。

上半年基金规模缩水1500亿元，老基金二季度延续净赎回。截至6月底，基金总资产规模为2.33万亿元，较年初减少1500亿元，缩水6.25%；其中老基金净赎回4700亿元，净赎回率为0.02%。

证券时报记者 朱景锋

2009年和2010年，新基金分别共募集得3760亿份、3100亿份，但却无力阻止基金整体出现的赎回浪潮，两年时间基金份额不增反降，今年，新基金大量发行但规模滞胀的趋势仍在继续。

和过去出现的当年业绩优异的基金能获得大幅净申购不同的是，今年上半年在赚钱效应消失的情况下，这一规律部分失灵，排名最靠前的基金并没有获得太多关注，不过，一些业绩持续优异的基金却颇受投资者青睐。部分渠道优势突出的大公司借助密集的基金发行和老基金持续营销实现规模排名迅速上升。

老基金二季度继续遭遇赎回

二季度股市震荡回落，基民心态仍然不稳，各类型基金均出现净赎回，低风险基金赎回最严重，偏股型基金仅出现小幅赎回。据天相投顾对基金中期规模的统计显示，二季度老基金赎回达到470亿份，赎回比例达到2%，其中低风险的货币型基金和债券型基金净赎回比例最大，分别达到11.45%和8.22%，而上半年低风险新基金最热销，这显示出这类基金出现“赎回买新”的倾向。合格境内机构投资者(QDII)基金和保本基金份额缩水比例也较大，分别达6.13%和5.65%，股票型和混合型基金虽然也出现份额缩水，但缩水比例均不足1%。

就在一季度，各类老基金也都普遍净赎回，份额合计减少1100亿份，货币型基金和债券型基金同样赎回比例最大。

在经过上半年两个季度的净赎回之后，公募基金整体规模显著下降，据天相投顾统计显示，截至今年中期各类基金(不包括交易型开放式指数基金ETF)联接基金)总份额为

2.39万亿份，和去年底基本持平。不过，由于偏股基金净值普遍亏损，截至二季度末，各类基金资产净值规模为2.33万亿元，比去年底减少1500多亿元，缩水比例达6.25%。

与老基金份额缩水形成鲜明对照的是，上半年出现史上最为密集的新基金发行潮，106只新基金合计募集得1764亿份，虽然如此，新基金发行带来的增量仍无法抵消老基金的赎回量，总体份额继续维持滞胀势头。

据统计，在61家公司中，二季度老基金整体净申购的只有15家，占比约为四分之一，净申购比例最大的三家公司分别为汇丰晋信、国海富兰克林和国投瑞银，三家老基金份额分别增加了6.32%、5.87%和5.40%，据悉，汇丰晋信和国海富兰克林在二季度均对部分偏股基金实施了大比例分红持续营销措施，从而保持了老基金的份额稳定。诺安、东吴、工银瑞信和华夏等公司老基金也呈现小幅净申购。

和少数公司份额略增不同的是，大部分基金公司经历了份额缩水之痛，据统计，二季度老基金份额缩水比例超过5%的公司有15家，其中5家份额缩水超过一成，上海某小型公司份额减少16.7亿份，缩水比例达到31.7%，成为缩水最为严重的公司。

巨额赎回新基金竹篮打水

二季度，新基金再次成为赎回的重灾区，基金公司拼命募集的首发规模在打开赎回后迅速流失，基金公司落得个竹篮打水一场空。规模过小影响投资运作，基金“婴儿潮”造就的一大批“迷你”基金的命运堪忧。

新基金缩水比例触目惊心。上海一家中等规模公司3月底成立一只QDII基金首发规模为5.08亿份，打开赎回后到二季度末，该基金份额缩水到只有5969万份，已经接近5000万份的警戒线，缩水比例高达88.26%。

深圳一家大型公司3月成立的一只QDII基金首募规模为8.23亿份，到二季度末只剩下1.71亿份，缩水近八成。上海一家大型公司发行的某基金6月17日开放赎回，两周时间份额缩水47.78%。

业内人士表示，基金公司为了发行新基金投入大量资源，结果募得的资金在短时间又流失，可谓竹篮打水一场空。目前基金公司发行新基金已经成为一场无聊的资金腾挪游戏，在这个游戏中，基金公司成为最大受害者，陷入发一只赔一只，发的越多损失越大的境地。

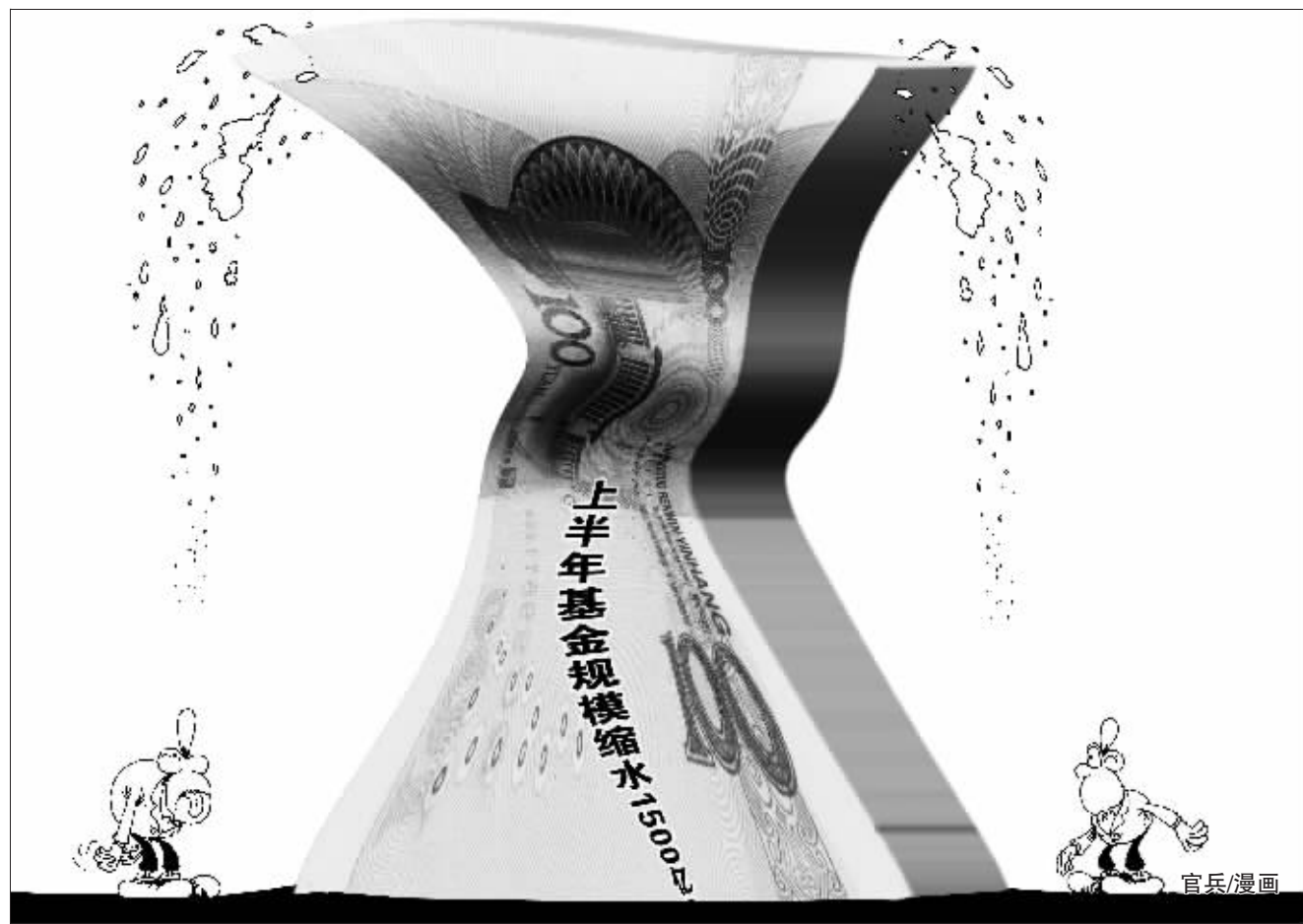
大部分新基金在开放赎回后遭到撤资从而沦为规模不足10亿份的“迷你”基金，这给投资和运营造成极大负面影响。据天相投顾统计显示，在截至二季度末的888只(A、B类分开计算)基金中，份额不足10亿份的多达400只，占比接近一半。400只迷你基金中又有140余只规模不足2亿份，规模过小对基金投资构成极大危害，基金经理无法实现组合配置和有效分散风险，单位份额费用又很高，各方面都会陷入被动。”对于迷你基金的命运，上海一分析师颇为担忧，他认为，从2008年开始的基金“婴儿潮”是造就“迷你”基金大量诞生的主要原因，如果发行依旧，基金业绩又没有起色，那会有更多的新基金加入“迷你”基金大军。

部分基金公司规模逆势增长

上半年南方隆元、鹏华价值和博时主题三只大型基金夺得股票型基金业绩前三甲，但这三只基金二季度规模并没有明显增加，南方隆元净申购比例仅为1.29%，鹏华价值和博时主题份额也分别增加1.22%和0.46%，短期优异业绩驱动规模增长的效果并不明显。

二季度规模增加迅速的则是持续营销的基金和部分业绩持续优异的老基金，国富成长二季度份额从1.83亿份增加到11.75亿份，份额增长了5.4倍，成为二季度偏股基金净申购之王，6月底实施的大比例分红持续营销是该基金份额逆势增长的主要原因。汇丰2016、泰达首选和汇丰龙腾二季度份额分别增加85%、70%和59%，这三只基金同样进行了净值归一的大比例分红营销。

部分基金凭借持续优异的业绩吸引了众多资金，诺安成长二季度规模增加11亿份，增长比例达54%，该基金去年表现突出，今年以来继续着稳定的表现，这成为该基金的最大卖点，因为大部分去年优异的基金在今年沉沦。博时特许、国投稳健、华安动态、华安配



今年中期规模前十大基金公司

公司名称	2011年中期		2010年底	
	净值规模	排名	净值规模	排名
华夏基金	2215.15	1	2247.13	1
嘉实基金	1446.20	2	1603.00	2
易方达基金	1411.26	3	1443.35	3
南方基金	1199.26	4	1156.86	5
博时基金	1097.40	5	1161.13	4
广发基金	1013.10	6	1036.28	6
大成基金	866.69	7	962.94	7
华安基金	738.10	8	798.67	9
银华基金	730.83	9	855.46	8
富国基金	641.01	10	621.73	10

数据来源：天相投顾 朱景锋制图

二季度净申购比例超过三成主动偏股基金一览

(单位：亿份)

名称	基金公司	基金类型	2011年中期份额	2011年1季度末份额	净申购	申购比例
国富成长	国海富兰克林	股票型	11.75	1.83	9.92	541.41%
万家引擎	万家	混合型	3.18	0.53	2.65	496.94%
汇丰2016	汇丰晋信	混合型	5.01	2.70	2.30	85.12%
泰达首选	泰达宏利	股票型	14.29	8.41	5.88	69.94%
汇丰龙腾	汇丰晋信	股票型	14.63	9.21	5.42	58.87%
诺安成长	诺安	股票型	31.70	20.59	11.12	53.99%
博时特许	博时	股票型	9.96	6.78	3.18	46.86%
海富通精选	海富通	混合型	132.70	94.25	38.45	40.80%
国投稳健	国投瑞银	混合型	32.41	23.47	8.94	38.10%
东吴进取策略	东吴	混合型	11.85	8.60	3.26	37.86%
中欧价值发现	中欧	股票型	3.96	2.90	1.06	36.46%
华安动态	华安	混合型	14.13	10.45	3.68	35.21%
宝盈资源	宝盈	股票型	3.80	2.83	0.97	34.34%
华安配置	华安	混合型	41.39	31.18	10.21	32.74%
富国中小盘	诺安	股票型	23.10	17.49	5.61	32.08%
富国天源	富国	混合型	10.33	7.84	2.49	31.81%

数据来源：天相投顾 朱景锋制图

■ 摩根天下 | J.P. Morgan View |

欧洲股市长线前景不俗

希腊政府的财政紧缩计划终于在日前涉险通过，负债沉重的希腊也因此暂时躲过破产厄运。不过，欧洲主权债务危机的前景并非从此一片光明。就在紧缩计划通过的同时，希腊全国上下发生大规模的罢工阴影，为紧缩计划的执行前景蒙上阴影。

事实上，由于欧洲主权债务危机始终未能获得妥善解决，今年以来欧洲股市反复波动。尽管欧盟力保欧元一体化的意愿相当强烈，短期内市仍将会受到债务危机的形势影响。

摩根资产管理认为，在这短期杂音的背后，欧洲股市其实拥有生产力改善和高素质出口货品需求殷切的优势。受到盈利增长强劲和估值合理的支持，区内长线前景不俗。短期内，愈来愈多的企业购并活动亦可望提供刺激作用，即使是周边市场也不乏具有吸引力的选股机会。

具体而言，欧洲股市目前有若干投资主题值得留意。首先，企业资产负债表的健康充裕。自从金融危机以来，企业一直利用边际利润的改善累积现金储备，形成资产负债表上的大量现金。这是对于2008年-2009年信贷突然冻结而作出的理性回应。不过，随着经济信心开始恢复，企业现已开始计划如何善用手上现金。

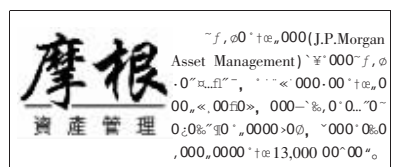
因此，我们预计资本开支将会上升，这将有助于支持未来两年的经济增长。收购合并活动亦已开始回升，但按过往水平衡量仍属低位。随着企业继续趁低吸纳资产，并购活动料将

更趋活跃。

其次，盈利预期保持良好。市场共识正预期2012年及2013年的盈利将继续稳固增长，而现行的盈利季节也令我们更加相信，这些预期相当合理。商品价格上涨不但影响消费，亦推高投入成本，这已在去年第四季导致若干企业发出令人失望的指引。不过，这种效应在今年第一季财报期间已经减退，而公司业绩亦再度超越预期，印证了欧洲企业生产力上升与成本管理较佳的优势。

再者，长线估值提供支持。根据席勒市盈率，现在的市场估值水平与历史相比并不昂贵。至于摩根士丹利综合估值指标，则反映估值与近期历史相比略为昂贵，但尚未到达战术性沽出水平。短期内，市场估值或已更为接近顶部，但长线估值仍具支持作用。我们相信，只要盈利增长保持良好，一旦股价回落仍可视为吸纳机会。

综上所述，我们认为，鉴于当局仍在寻求解决周边国家问题的方案，选股对于争取投资回报将十分关键。投资者不应简单地以同一准则衡量欧元区所有周边市场，而要仔细分析个别经济体系以至企业之间的分别。



长叶基金的投资法则——注重安全边际



钟恒

长叶合伙人基金公司(Longleaf Partners)是一家专注价值投资的基金公司。该公司自1987年以来仅成立了4只基金，管理规模超过15亿美元。据他们的描述，旗下基金会尽量选择除公司基本面良好外，内在价值低于市场价格至少40%的股票(即较大的安全边际)。一般情况下如果购买的公司股票价格与评估的内在价值相当，那么产生的收益只是普通的市场收益，而非相对于市场的超额收益。然而，对于长叶的基金经理，如Mason Hawkins和Staley Cates来说，击败市场才是他们的目标(他们的长期目标是通胀率+

10%的收益)，而要实现这个目标就需要坚持购买具有较大安全边际的股票。事实上，公司在其季度报告中会对旗下基金组合的价格对内在价值的比率(PV值)，通过该值不仅可以了解基金组合目前持仓整体的估值水平，同时结合其历史变化可以预测基金未来或者市场未来可能的表现。

为什么注重安全边际

作为价值投资的拥护者，长叶基金注重安全边际的主要原因有两个。其一是提升基金的复利效果。假设以低于内在价值40%买入股权成本(cost of equity)为10%的公司股票。

5年后，股价上升至低于内在价值10%的水平，那么该股每年可带来的收益将超过15%。第二个原因就是为降低风险。虽然低风险高回报与我们在教科书上所普遍认识的有点背道而驰，但是价值投资者认为两者其实是可以共存的。通过以低于内在价值的股价购入股票会在一定程度上为投入资本受亏损建立缓冲区，也是在对内在价值判断出现偏差时的一种补救办法。而当判断正确时，其收益是可以超乎想象的。

当然，价格下降至远离估计的内在价值时，价值投资者很容易跌入价值陷阱。正如2008年Bill Miller所碰到的情况，他似乎被看上去非常便宜的金股所吸引，最后面对的是巨额亏损和对自已过往投资策略的调整。而长叶也曾错误地购入通用汽车、戴尔、瑞银证券等股票。

如何使用PV值

无论是何种策略，是否为投资者改善收益才是最重要的。而长叶基金公布的PV值是否会带来投资策略上的指导意义呢?这可以引出两个问题。1)如果组合的PV值处于历史平均水平之上是否暗示将来收益不佳;2)反过来，如果低于平均PV值又是否意味着未来会有很不错的收益呢?

我们可以从长叶基金过往公布的组合PV值来观察。2003年，长叶基金的PV值处于较高的78%水平，接近1997年的80%水平。因此，长叶基金当时就决定关闭基金截至他们认为投资机会再次出现时才重新打开。过去，该基金

也曾在1995年-1998年和1999年-2000年关闭。的确，基金的表现关闭后并不理想，例如2003年-2007年，基金上涨10.5%，仅超过标普5000.1个百分点，如此少的差异对于他们来说并不算什么超额收益。又如2007年夏天，PV值上至79%至80%水平之间，在2008年，该基金损失50%。

因此，我们可以说PV比率较高，如70%或更高水平时，投资者要做好基金表现将会相对落后的心理准备。

相反，低PV比率则预示会有好收益。最近一次PV比率达到50%水平的是在2008年三季度。基金早在当年1月份就重新打开基金吸收新资金。很多投资者也认同了50%这个水平而申购基金。而事实上，2009年初的时候，PV值一度跌至35%的水平。但总体上，该基金在2009年和2010年都表现得很好，分别上涨超过50%和15%。

而在2011年一季度，基金公布PV值在60%以上的水平，处于历史平均水平。尽管基金经理Hawkins和Cates认为设定的目标(通胀+10%)仍然可以达到，但也承认以目前的PV值，未来数年要达到该目标的难度较大。

总体来看，尽管投资者除了PV值外还有许多其他指标指导投资，但过往历史数据可以反映PV值，也可以被投资者加以运用。例如，在PV值高的时候可以适当减轻长叶基金的权重，留意股市的风险是否过大;而在PV值较低的时候增持。

(作者单位：Morningstar晨星(中国)研究中心)