

种子基金征求意见 公募热议保险期待

证券时报记者 杜志鑫 张哲

金融改革步伐马不停蹄，国内基金业的创新举措也是接连不断。备受关注的种子基金实施方案正在征求意见中，基金业对此展开了热烈的探讨。除了公募基金，保险机构等也对种子基金颇感兴趣。

公募保险各方期待

较早提出种子基金设想并参与种子基金课题的原国联安基金副总经理王峰表示，种子基金设立的目的主要是在孵化期内累积业绩表现、鼓励创新产品或达到最低预期规模等，以便在后续的公开募集过程吸引更多的资金，多数是由股东、基金管理公司或基金管理公司的雇员出资，也可能是小规模地向公众募集。

当时设立种子基金的初衷主要有两点：一是目前新发基金都是在讲一个莫须有的故事，没有任何历史业绩可以参考，做种子基金，就是要看看其最初的运作状况。二是目前基金越发越小，新基金发

行泡沫化程度日益严重。做种子基金，就是想让基金规模小一点，让它们慢慢长大，长大之后再正式面向公众发行。”他说。

事实上，累积业绩表现、鼓励创新产品、新基金发行去泡沫化，正是目前基金业亟需解决的几大问题，种子基金可谓生逢其时。上海一“老十家”基金管理公司总经理对证券时报记者表示，种子基金首先解决了基金首发注水的问题，让基金销售回归真实。为了2个亿规模下限去做无用功，不如放开下限做好业绩，从而做大规模，才是正路。”

对于种子基金，无论是否有发行种子基金的计划，基金公司普遍持正面反馈。记者采访了规模前十的两家基金公司和另外两家中小基金公司，他们暂时都没有发行种子基金的计划，不过他们普遍认为种子基金绑定了基金投资者和基金管理人的利益，有利于基金的发展。

值得注意的是，一位保险公司资产管理总经理非常看好种子基金，表示如果种子基金出来，会作为保险机构的配置：作为机构投资者，我们还是比较

看好这种激励机制和治理结构比较明确的产品。”

创新产品优良载体

深圳一家基金公司高管表示，推出种子基金对于创新产品来说是福音。作为创新产品，在最初阶段可能并不会获得市场认可，但是只要基金公司认为该产品有前景，基金公司就可以通过种子基金的方式推出，在推出新产品后，只要业绩好就打开做大，做不好就关掉，影响也不大。

而上海一家新公司的总经理则对记者透露，种子基金对于整个基金业都有莫大的好处，我们很欢迎，也一直在参与探讨研究，未来也打算依靠种子基金布局产品线以及尝试创新产品。”事实上，在基金业发展到困顿时期时，中小基金公司、尤其是新基金公司面临着更大的运营压力。一家中小公司发产品和维持日常运营，一年差不多要四五千万。种子基金问世后，新公司只要募集3亿元，就能够一次性配齐6只产品。



张常春/制图

种子基金五大问题待解

证券时报记者 张哲

尽管市场各方对种子基金持高度认同态度，但在具体的实施层面仍有诸多需要探讨的地方。

1 认购门槛是否过高

首先的争议点就是1000万元的最低种子认购门槛、20%比例以及基金经理是否参与。一位上海新基金公司的总经理表示，1000万元的种子认购门槛是否可以适当降低？新公司运营压力大，股东的支持也有限，全部是资本金认购的话压力较大。”此外，对于20%的比例，他也认为偏高，如果募集2亿元，种子基金就要认购4000万元，压力较大。

对此，深圳一家基金公司高管也持相同疑虑，种子基金只是规定了基金公司自有资金、员工认购以及基金公司股东出资金额不低于1000万元，认购基金比例不低于基金资产规模的20%，但是并没有规定种子基金的募集上限，如果在发行种子基金的时候，募集金额超过了5000万元，是否还算种子基金？”

2 20%出资比例如何分配

同时，20%的比例在股东、员工之间如何分配也是大家关心的问题。一位上海“老十家”基金公司总经理认为，具体比例应该是内部解决，预计大部分是股东注册资本金认购，不会让基金经理负担过重。基金经理投资过多自己管理的基金，对基金业绩没有好处。基金经理出资太多，与其说是利益绑定，不如说束缚和影响了基金经理正常的投资决策，国外的基金公司也不鼓励基金经理购买自己的基金。”

3 利益冲突利益输送难界定

关于种子基金和普通公募基金的利益冲突，征求意见稿也作出规定：基金管理公司采用种子基金形式发行新基金的，应当在基金运作过程中严格履行公平交易原则，充分防范利益冲突。”不过，公募基金人士则认为，防范利益冲突是关键，但是也面临业绩好被疑利益输送、业绩不好被人诟病的结局。此外，深圳基金公司相关人士还表示，与公募基金相比，种子基金经理也面临业绩考

核的问题，与该公司其他公募基金经理相比，是采取绝对业绩考核还是相对业绩考核的方法，在激励上又该采取何种措施，这些都是种子基金面临的问题。

4 三年锁定期是否太长

种子基金锁定3年，也是争议较大的一个点。上述新公司总经理认为，缩短至一到两年更合适。专业人士介绍，海外种子基金如果运行不好，就会随时被关闭掉，但根据种子基金实施方案征求意见稿，种子基金要运行3年后，如业绩不好或规模未获得持续增长，才会被关闭。

5 退出机制不易把握

同时，种子基金的退出机制也被指不具有操作性，征求意见稿中称，基金公司采用种子基金形式发行新基金的，应当在基金合同中约定，种子基金持有期限届满时，若基金规模未能获得持续增长，或基金业绩亏损时，基金合同应当自动终止”。一些基金人士认为，用“规模未能获得持续增长，业绩亏损”的描述较含糊，实际操作中不太容易把握。

国内外种子基金对比：公开募集时间是最大不同

证券时报记者 张哲 杜志鑫

种子基金在海外对冲基金中颇为流行，比如“对冲基金之父”阿尔弗雷德·琼斯会拿出一部分资金交给他认可的基金经理来打理，他拿出的这部分资金就是种子基金。美国共同基金中也有种子基金，目前国内种子基金借鉴了海外种子基金运作方式，不过从运行模式来看，并不一样。

深圳一家基金公司参与讨论了种子基金的高管表示，海外种子基金在发起成立之初并不公开运作，在积累了业绩和口碑之后，才对外公开发行募集资金，但我们即将推出的种子基金从一开始就是公开募集资金。

上海证券基金评价研究中心首席分析师代宏坤举例，2005年8月，特拉华投资公司公开发售特拉华小盘股核心基金，从其公布的数据上看，截至2005年10月11日，该基金5年的年化收益率达16%，位于同类基金的前15%，该基金实际上是从1998年底就

开始运作了。这种公开发售前先行运作的行为在美国的共同基金业是一种长期存在的策略，即对一个新的投资策略或选股模型采取投资一点资金试运作一段时间的办法，如果表现如预想般优秀，就公开发售；如果表现较差，就废弃这个基金。这种做法在美国的法律上也是许可的，根据1940年的投资公司法案，基金公司在向美国证券交易委员会(SEC)登记后，只要定向募集资金达到最低要求就可以成立并运作这只“孵化”基金了，等以后再公开发售。

在金融危机之后，很多对冲基金经理募集不到资金，于是一些大的金融机构也为对冲基金经理提供种子基金。黑石集团是全球最大的私人资本运营公司，该集团2007年针对8只对冲基金投资11亿美元种子基金，尽管在2008年1只对冲基金投资失败，但根据投资者的回馈，该集团的基金组合仍实现50%的回报。此外，诸如高盛、摩根士丹利这样的投资银行、私募股权公司以及更多大型投资平台都在为种子基金募集资金。

回归专业化市场化

证券时报记者 张哲

在美国，常有昙花一现的对冲基金及其基金经理人，2004年，美国有上千只对冲基金新成立，同时悄然关闭的对冲基金也有上千只。其中不乏年赚数十亿美金的吉姆·西蒙斯、约翰·保尔森等耳熟能详的职业经理人，也充斥不少投资失败的案例。不过，充分的市场化竞争却令这个行业愈加勃勃生机，也加速造就了一批优秀的职业经理人。

国内基金业来说，无论是监管信号的转变，还是行业发展本身的需要，种种迹象都在说明，基金业十多年旱涝保收的时代正在逐步淡去。随着未来行业创新的不断深入，市场化、专业化这两条被海外成熟市场验证过的路径将成为国内基金业的正途，国内基金市场化的最终，将是一切回归本源，回归资产管理的本源，回归投资的本源。

国内基金业这些年来走了一些弯路，有些事情做错了。”一家大型基金公司副总认为。比如，为了追求首发规模不惜重金收买渠道、拉拢帮忙资金大量注水，为了比拼规模大量发行新基金导致“赎回买新”日益严重等，均是与市场化、专业化背道而驰之举。

此时，种子基金来了，种子基金除了对于行业摒弃规模注水恶习有重要影响外，它更为深远的意义在于，回归到资产管理的本源，也就是业绩带动规模，走出了为规模而发行的误区。并且，创新类产品也能够通过种子基金的方式先做小型试点，而且还是关闭，最终交由市场选择。

诚然，任何一种改革都不可能解决所有问题，改革的过程中也不能避免出现新的问题，因此市场化的同时，也考验着行业风险控制、道德水平等隐性条件。如果说前十年是基金业的襁褓时期，那么下一个十年无疑是其蓬勃的少年时期，除了监管、扶持以外，更多需要的是给其不断“纠错”、自我成长的空间。

■数据看台 | Data Analysis |

基金经理一拖多 基金业绩一损俱损

今年以来表现落后一拖多基金及其重仓股				
基金简称	单位净值增长率(%)	基金经理	一季度末三大重仓股	
大成成长	0.74	周建春	康美药业	人福医药
大成回报	0.59	周建春	康美药业	人福医药
工银成长	-0.9	曹冠业	综艺股份	海大集团
工银主题	1.33	黄安乐	曹冠业	综艺股份
国富策略	-1.51	朱国庆	森马服饰	天地科技
国富潜力	1.39	朱国庆	恒瑞医药	浙富股份
国联安红利	-2.98	傅明笑	五粮液	国电南瑞
国联安稳健	-3.31	傅明笑	五粮液	国电南瑞
国联安优势	1.23	韦明亮	万科A	贵州茅台
国联安主题	1.92	韦明亮	万科A	双汇发展
国泰金鼎	-0.51	邓时锋	康美药业	恒瑞医药
国泰区位优势	-0.68	邓时锋	康美药业	阳光照明
华商策略	0	孙建波	国电南瑞	广汇股份
华商盛世	0.33	孙建波	国电南瑞	广汇股份
汇丰策略	-4.5	邵骥咏	伊利股份	双鹭药业
汇丰科技	-4.38	邵骥咏	长盈精密	伊利股份
汇丰先锋	-4.69	邵骥咏	伊利股份	双鹭药业
景顺增长	-1.34	王鹏辉	泸州老窖	汇川技术
景顺增长2	-1.47	王鹏辉	泸州老窖	汇川技术
景顺中小盘	0.63	王鹏辉	汇川技术	张家界
南方积配	0.19	李源海	贵州茅台	双汇发展
南方稳健	1.09	王鹏辉	贵州茅台	双汇发展
南稳贰号	1.29	李源海	贵州茅台	双汇发展
纽银策略	0.95	闫旭	五粮液	康得新
纽银新动向	-0.67	闫旭	华夏银行	龙元建设
上投阿尔法	0.27	王孝德	中航光电	中国水电
上投内需	1.22	王孝德	宇通客车	格力电器
上投大盘	1.97	罗建辉	贵州茅台	双汇发展
上投双核	1.77	罗建辉	贵州茅台	双汇发展
天弘精选	0.87	周可彦	高喜阳	双汇发展
天弘周期	0	高喜阳	广联达	泛牌舍得

数据来源：天相投顾、基金一季报 朱景锋制表

证券时报记者 朱景锋

在基金业人才荒的今天，由同一位基金经理同时管理多只基金的“一拖多”早已成为普遍现象。虽然也有王亚伟一拖二的成功案例，但投资上的同质化仍是基金经理“一拖多”的最大问题。

由于基金经理个人精力和能力限制，即使明知其管理的各只基金契约中规定的投资方向存在很大差异，但在实际投资中，无论是仓位、行业配置还是重仓股选择，同一位基金经理管理的多只基金都会存在极大的相似，甚至重合。这样的结果就是，一旦该基金经理对市场的判断出现错误，他管理的多只基金将一损俱损。

基金经理“一拖多”造成的投资同质化风险集中爆发，“一损俱损”的情况在今年以来大量出现。据天相投顾对主动型偏股基金今年以来业绩的统计，同一家公司业绩落后的基金往往被同一基金经理管理。

据天相投顾统计，截至上周五，今年以来沪深300指数累计上涨9.73%，同期456只主动型基金单位净值平均上涨4.3%，不及沪深300涨幅的一半。其中有115只涨幅不足2%，特别是有40只基金净值不涨反跌。证券时报记者分析这115只涨幅落后的基金发现，他们中有不少是被一家公司旗下同一位基金经理管理。

如汇丰晋信旗下汇丰先锋、汇丰策

略和汇丰科技单位净值分别下跌4.69%、4.5%和4.38%，排名倒数，而这3只基金均为邵骥咏一人管理。季报显示，这3只基金年初都保持了九成左右的高仓位，都重仓和超配了机械、信息技术和医药生物，重仓股也有相当重合，相似的配置导致了3只基金一起下跌。

大多数基金经理同时管理两只基金，傅明笑管理的国联安红利和国联安稳健单位净值分别下跌2.98%和3.31%；邓时锋管理的国泰金鼎和国泰区位优势单位净值分别下跌0.51%和0.68%；朱国庆管理的国富策略单位净值下跌1.51%，他管理的另一只基金国富潜力净值仅上涨1.39%；曹冠业管理的工银成长单位净值下跌0.9%，他和黄安乐共同管理的工银主题单位净值仅上涨1.33%；闫旭管理的纽银新动向单位净值下跌0.67%，纽银策略净值仅涨0.95%；孙建波管理的华商策略今年以来收益率为零，另一只基金华商盛世仅上涨0.33%。

还有一些基金经理管理的两只基金净值小幅上涨，周建春管理的大成回报和大成成长单位净值仅分别上涨了0.59%和0.74%；韦明亮管理的国联安优势和国联安主题单位净值分别仅上涨了1.23%和1.92%。

证券时报记者统计了14组同一位基金经理管理的基金在一季末的前三大重仓股，除了个别组之外，大部分一拖多基金的前三大重仓股相似度极高，俨然成了复制基金。

■摩根天下 | J.P. Morgan View |

欧元区短期面临挑战 长期安然无恙

莫兆奇

随着希腊当局宣布将重新举行大选，对欧元区前途的担忧再次笼罩全球市场。投资者担心，选举结果可能会导致希腊离开欧元区，并最终引发欧元区崩溃。摩根资产管理认为，以中长期而言，欧元以及欧洲货币联盟应可安然无恙。但短期内，欧洲股票以及欧元汇率确实面临挑战。

不过，近期的民意调查显示，希腊人民并不想离开欧洲货币联盟。事实上，81%的受访者表示希望能够留在欧元区。但随着希腊经济连续第四季倒退，希腊人也不想继续当前的紧缩措施。与此同时，法国的总统选举结果、西班牙的示威游行，以及德国的地方选举形势，也都反映紧缩政策在欧洲正越来越失去民众支持。

历史似乎正在重复自己的脚步。在欧元之前，欧洲国家曾经实施过欧洲汇率机制，各国以德国马克为核心。但在东西德统一之后，德国经济大幅增长并出现通货膨胀，德国央行因而被迫加息，令马克的汇率上升。与此同时，欧洲其他国家的经济却陷入困境，无法支持货币跟随马克升值，最终导致欧洲汇率机制瓦解。

20年后的今天，德国经济同样增长强劲，工资水平上升，而欧元区其他国家却处境艰难，其中尤以希腊的形势最为严峻。此外，各国在政治

方面的压力也与过去颇为相似。

尽管我们不能完全排除一两个成员国离开欧元区的可能性，但欧元区今时今日的命运和当年的欧洲货币机制存在本质不同，各成员国之间的经贸纽带远比以往更加密切。从1992年至2002年，欧元区内部贸易相对其与区外其他成熟国家的贸易平均增长7%至8%。这种前所未有的紧密关系说明，一旦欧洲货币联盟破裂，欧洲乃至世界都必须承受严重后果。因此，各国政府势必会采取各种措施来维护欧元区的稳定。

与此同时，随着中国综合实力的快速崛起，世界格局与过去相比也已发生了巨大变化。欧洲若想继续维持在世界经济和政治舞台上的话语权，就必须以一个整体而非四分五散的形式参与国际政治经济活动。

综上所述，尽管目前欧洲货币联盟正遭遇挑战，希腊大选可能会导致该国离开欧元区，但我们仍然认为欧洲货币联盟和欧元区会度过难关。考虑到短期内的不利因素，目前我们看淡欧元，对欧洲股票亦投资偏低比重。

(作者系摩根资产管理执行董事)

