

# 基金销售费用新规三大难题待解

证券时报记者 刘宇辉 张哲

为规范基金销售市场秩序,完善基金销售费用结构和水平,促进基金行业健康发展,上周证监会发布《开放式证券投资基金管理费用管理规定》(征求意见稿)。由于包括了给予尾随佣金合法化和禁止一次性激励以规范销售秩序,对短期基金交易者征收惩罚性赎回费以遏制短期投机,和鼓励后端收费模式以引导投资人长期投资等重要内容,这一销售费用新规一经推出即引发业内广泛关注。

但正如证监会在起草说明书中所言,基金销售渠道结构不均衡,商业银行由于网点优势占有较高市场份额,其他销售渠道未形成合理的、可持续的盈利模式,多元化、多层次的基金销售渠道体系尚未形成。因而未来相当长时期内银行仍将垄断基金销售,正是由于渠道垄断这一根本性原因,销售费用新规可能难以立竿见影。

## 取消一次性激励 尾随佣金会否此消彼长?

管理层销售新规可谓“石激起千层浪”,草案一出争议四起。对基金公司而言,在目前银行强势的背景下,一次性激励的取消在不少人看来对基金公司是个利好。然而,业内对于尾随佣金是否因一次性激励的取消而“此消彼长”的猜想和争议不断。

目前,新发基金IPO期间基金公司需要支付给银行渠道的费用包括:认购费、一次性激励以及尾随佣金。其中,一次性激励和尾随佣金合计占销售费用的近一半,如果基金公司谈判时一次性激励的比例高,那么取消一次性激励对银行的影响无疑巨大。

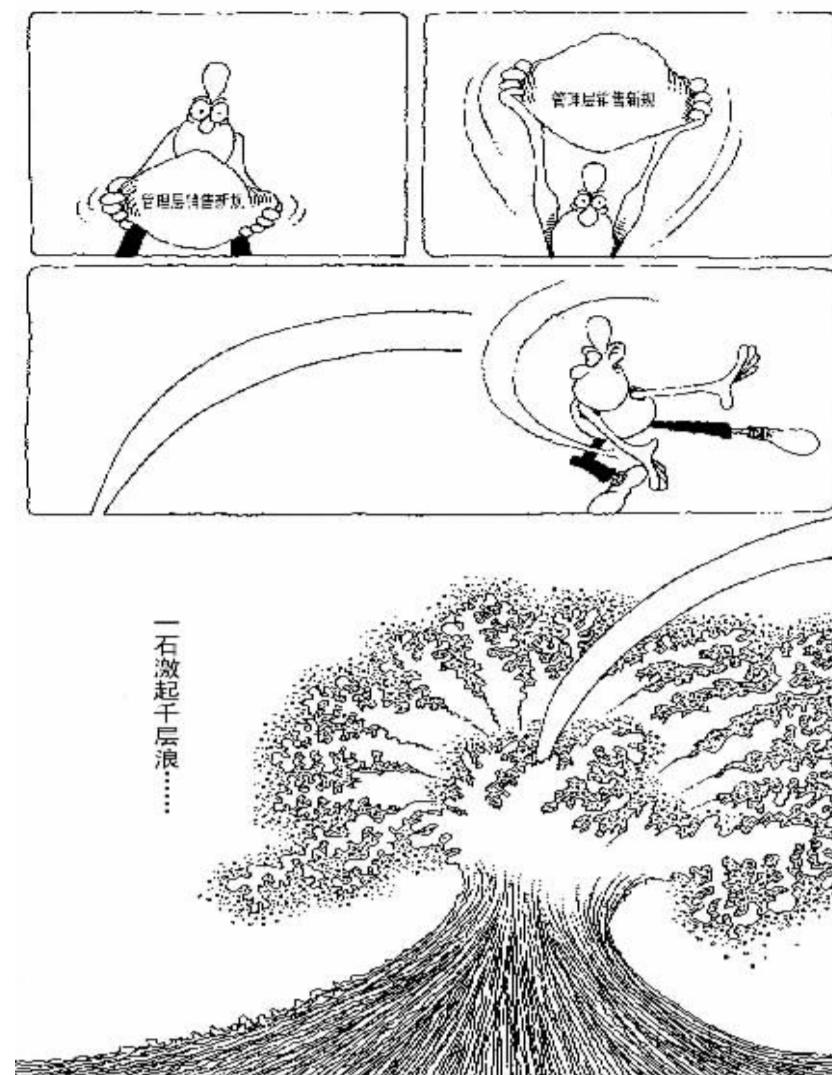
根据记者近日对多位基金一线销售骨干的采访发现,尾随佣金是否会上涨,取决于基金公司、合作银行、合作关系等多方面的因素。业内销售方面的资深人士对记者透露,各个机构代销的收费方式都不同,比如券商有别于银行。而即使是银行之间,大银行和小银行的方式也不同,比如有些大银行在与大基金公司的合作中,本来就只收取尾随佣金,不收一次性奖励,取消的话影响不大,但对于一些中小基金公司来

说,日子不会好过。”

据了解,一般基金公司在和银行渠道谈判的时候,基金公司会倾向于一次性激励的比重多一些,尾随佣金少一些,因为后者是按今后日常保有量计算,而前者是冲击首发规模。有些谈判时把这两部分谈一个金额,取消一次性激励对那些本身谈判能力弱的中小基金公司而言,今后销售压力很大。”

同时,根据草案第十八条,基金管理人应当在每季度的监察稽核报告中列明基金销售费用的具体支付项目和使用情况以及从管理费中支付的客户维护费总额。”这意味着,基金公司用于基金销售的尾随佣金将彻底“大白天下”。

对此,业内资深人士认为,在目前销售格局下,银行渠道强势不改。销售新规草案一定程度抑制了银行利益,不排除有些银行走其他“灰色通道”。以前基金公司可以通过搞活动、发礼品等方式激励渠道,今后这种行为肯定行不通。但也不排除个别的公司通过其他监管不到的方式进行。”



## 鼓励后端收费 基金公司知易行难

为了引导投资人长期投资的理念,证监会在销售费用新规中鼓励基金公司采取后端收费模式,即申购费(认购费)可以采取在基金申购(认购)时收取的前端收费模式,也可以采取在赎回时从赎回金额中扣除的后端收费模式。虽然最高档前端收费通常低于最高档后端收费,但随着投资者持有时间的延续,手续费会不断降低,持有三年以上甚至可以为零,可以降低

基金长期投资人的交易成本。

但基金公司市场部人士却对未来基金公司普遍采取后端收费并不抱太大期望。其中最根本的原因是在后端收费模式下,申购费要在投资者赎回基金时才收取,对银行来说一方面有太多不确定性因素,另一方面银行也承担了较大的“时间成本”,因此在实际操作中,基金公司要向银行等渠道替投资者垫付申购费用,这就意味着

实行后端收费的基金越多,募集规模越大,基金公司向银行等销售渠道支付的垫付费用就越多。对中小公司来说,这无疑是非常沉重的财务负担。

在沉重的财务压力下,基金公司开通后端收费的积极性较低,一些基金公司甚至曾迫于压力停止了契约中规定的后端收费模式。据统计,在目前成立的500多只基金中,开通后端收费模式的基金仅有50只左右,约占基金总数的十分之一。这也就意味着,大部分基金未开通后端收费。而在基金规模爆发式增长的2007年,一些中小公司公告暂停了原本采取的后端收费模式,包括汇丰龙腾、

新华分红、长信金利、长信银利、长信增利和中海红利等基金,据悉,部分原因是不堪垫付申购费压力,不得已而为之。

另据分析,在目前开通后端收费的基金,大多是拥有渠道优势或具有一定谈判权的大型公司旗下基金。今年发行的新基金很少采取后端收费模式。

因此,基金公司人士认为,由于银行因其网点优势在未来基金销售中仍将进一步占有较高市场份额,又由于后端收费模式对银行渠道利益将造成一定的损害,致力于鼓励投资人长期投资的后端收费模式大规模普及的可能性微乎其微。

## 收取惩罚性赎回费 基金或难形成“统一战线”

为抑制短期交易,销售费用新规还专门增列了短期交易的赎回费,即允许基金管理人自主选择对持有期少于一周、一月的基金持有人设定较高的赎回费率标准,分别不低于赎回金额1.5%或0.75%,并将此类赎回费全额计入基金财产。这一规定被业内人士看成为遏制短炒基金而征收的惩罚性赎回费。

证监会在解释这一规定时表示,当前部分投资人将基金作为投机品种进行频繁申购赎回,一些机构投资人运用资金优势进行短期套利,影响了基金管理人的投资运作,损害了基金长期投资人的利益。证监会同时认为,过度交易行为通常会摊薄长期投资人的既有收益,还可能会干扰基金经理正常管理其投资组合。证监会还表示,由于《管理规定》要求持有期在30日以内的赎回费全部计入基金财产,为此对大部分坚持长期投资的持有人来说还可从中获益。

据了解,国内对于通过短期交易基金进行套利的关注起因于股改,虽然股改已近完成,但短期交易行为仍将长期存在。部分具有市场研判能力

的大型投资机构往往会在市场相对低位申购基金,继而在相对高位抛售锁定收益。”深圳一基金公司市场部人士表示。由于这些机构资金量大,其短期投资行为确实对基金的正常运作带来了一定的负面影响,打乱了基金经理的投资节奏。对这部分资金进行遏制显然是必要的。

但是,该人士也不无担忧地指出,由于惩罚性赎回费只是证监会的允许性而非强制性规定,基金公司或难以形成针对短期投资者的“统一战线”,因为短期投资者大部分是资金实力雄厚的机构,基金公司在新基金发行时大多依靠机构帮忙,如果因为征收惩罚性赎回费得罪了这些机构,未来中小公司新基金发行将更加困难。

在操作层面上,未来新基金在契约中加入这一规定问题不大,但基金公司是否有权利对老基金契约中加入这一条款仍存争议。如果新基金有惩罚性规定而老基金没有的话,这对遏制短期投资行为并无裨益。因此,除非是证监会强制性地要求所有基金修改契约加入惩罚性规定,否则还存在操作层面的难题。

●摩根“投资通天下”

## 谁将下一个加息?

10月初,澳大利亚央行突然将利率由3厘调高至3.25厘,使得该国成为自金融海啸爆发以来,20国集团当中首先采取加息行动的国家。澳大利亚加息之后,关于各国可能会逐渐收紧银根的猜测甚嚣尘上。市场预期,各国央行会在未来12个月内退出目前积极宽松的货币政策。期货市场则预计,明年美联储会加息0.95厘,欧洲央行将加息0.85厘,而英伦银行也会加息0.70厘。

在所有议论当中,投资者最感兴趣的话题之一,可能就是预测在澳大利亚之后,下一个将轮到哪国央行收紧银根。摩根资产管理认为,要解答这个问题,主要看三项准则:即过去一年的复苏程度;银行体系仍然承受的压力;以及通缩压力是否沉重。

我们分析认为,从迄今为止的迹象来看,最有机会提前退出当前极为宽松措施的国家有澳大利亚(现已开始加息)、挪威、加拿大及新西兰。这是因为,这四个国家的银行体系都未受到去年金融危机的全面冲击。除此以外,澳、挪、加、新四国也都是主要的商品生产及出口国。这些国家过去五年在贸易条款方面有所得益,令其得以免受全球经济放缓的通缩力量影响。

根据同样的准则也可分析

得出,英国会在这四国之后收紧银根,但美国、日本和欧元区却将是最后采取行动的主要经济体。不过,这些结论必须面对特定因素的质疑。第一,英美银行体系目前仍然承受沉重压力,因而导致两国央行比较不愿意加息。第二,财政整顿的时间也会对加息的幅度和时间影响深远,这种情况在即将举行大选的英国格外明显。

第三,假如总体通胀率反弹,那么也会对以总体通胀率(而非核心通胀率)为调控目标的央行影响较大,比如欧洲央行就是其中之一。反弹会促使欧洲央行提前收紧银根,但却会引起在衰退中首当其冲的爱尔兰、西班牙及希腊等国强烈反对。

整体而言,我们认为商品国家会在2010年上半年收紧银根。但由于英国、美国和欧元区的经济预料只会温和复苏,因此这三大经济体都难望在短期内加息。不过相比而言,欧洲央行仍有机会在美联储和英伦银行之前收紧银根,时间则可能是接近2010年底。

摩根

资产管理  
隶属于摩根大通集团,是全球最大资产管理公司之一,拥有两个世纪的卓越投资管理经验,现于世界各地管理资产12,000亿美元。

## 美国基金经理正对美元失去信心?

Morningstar晨星(中国)研究中心 梁锐汉

彼此之间的信任。

跟长叶合伙人国际基金相似,Tweedy, Browne基金一直在完全对冲环球价值基金的在海外投资的经济风险,并且一直表示相信该策略的优势。然而上周却是峰回路转,一位Tweedy的人士表示公司将发行一只环球价值基金的复制基金,唯一的区别是后者将不进行汇率风险对冲,以便投资者根据个人需要选择。

Tweedy人士对此给出的解析和长叶基金相仿,越来越多的投资者喜欢选择不对冲汇率风险的投资组合。而且这不是第一只不对冲汇率风险的Tweedy基金。2007年9月份发行的Tweedy, Browne世界高股息收益率价值就采用了不对冲汇率风险的策略。

这些知名基金开始放弃之前所一直奉行的对冲汇率风险策略的行为,可能让市场开始担心美元正被基金经理们抛弃,正如绝大多数美国国际股票基金都不对冲汇率风险,甚至有更多的基金加入这一阵营。但在2007年到2008年初,当时美元也是出奇的弱势,但是有相当数量的国际基金却毫不考虑改变对冲汇率风险的投资策略,奥克马克国际和道奇·考克斯国际就是其中的典型。所以,现在就下结论美元正被共同基金集体抛弃未免过早。

### 业绩驱动的方向?

客观来看,美元的国际货币地位开始下滑、美元弱势的情况已经持续出现了多年,虽然在某些时段美元会出现短



暂的回升,有相当部分的观察家表示美元的弱势在长期里仍将持续。长叶和Tweedy都将此作为其调整旗下基金汇率风险对冲策略的重要理由,虽然并非是直接原因。无论如何,我们都很难想象有如此多的基金公司基于当前的趋势和时髦的策略(这些有可能是为了迎合大众扩张资产规模)来做出重要的投资决策。

从另外一个角度看,美元的弱势对持有人的投资心理产生了阴影,不难理解他们有着希望改变汇率风险对冲策略的要求,这些诉求显然对基金公司产生了压力。就上述几只之前一直对冲美元汇率风险的基金,长期业绩一直表现良好,当然如果它们采取和竞争对手一样的汇率策略那基金的回报无疑更加耀眼。

投资者或者投资顾问要求基金汇率策略的改变是否明智呢?就像硬币有正反面一样,认为未来会依照历史进行延续的猜测是具有风险的,而在错误的时间改变策略风险更高。

### 结语

对于希望投资于国际股票基金并且免疫于汇率风险的投资者而言,Tweedy最初的环球价值基金和互惠欧洲人都是他们的选择,另外一只包含指数跟踪策略和复杂债券投资策略的配置基金,PIMCO国际股票增强回报策略也对冲绝大部分外汇头寸的风险。无论是否选择对冲汇率风险,投资者都应该根据个人的投资需求三思而后行,而不是被“美元将继续长期弱势”的论点所绑架。