

# 封闭式基金： 掀起创新浪潮

Close-ended Fund:

## Raise Innovation In The Investment Market

当开放式基金几乎一统天下时，国内仅有的几十只封闭式基金曾一度遭到市场的冷遇。而在近期连续的震荡行情之中，封闭式基金的表现尤为抢眼，其稳固的收益带给投资者一种“吹尽黄沙始见金”的惊喜。一时间，封闭式基金成为人们热烈追捧的对象。

众所周知，不能随时赎回和封闭期限过长是封闭式基金投资的软肋。但是，相对于开放式基金所面临的散户主导压力而言，封闭式基金具有规模、投资方向和品种上相对稳定的巨大优势，这足以让基金公司在没有赎回干扰的情况下，放眼长远，制定完整的投资策略，获取长期收益。加之折价率居高不下，也让投资者尝到封闭式基金的更多甜头。

当封闭式基金独特价值被人们普遍认同之时，封闭式基金数量的稀少让投资者感受到“僧多粥少”的困扰。今年以来证

券市场和基金发行的火热，使得监管部门有意控制了基金发行的节奏，但监管部门却非常鼓励封闭式基金的创新，原有的封闭式基金也在积极探索新的发展思路。

近期，基金公司的一系列动作让人瞩目：在国投瑞银和大成基金相继公布创新封基方案后，国内首家银行系基金工银瑞信基金管理公司近日也召开创新型封闭式基金研讨会，提出了该公司新的基金设计构想。此外，建信基金和华夏基金等基金公司的相关创新产品方案也已经上报给中国证监会，越来越多的基金公司加入这场“发新狂潮”之中。种种迹象似乎都表达着一个主题——国内基金业在封闭式基金创新品种的引领下，可望迎来从封闭式基金到开放式基金，再到创新型基金的第三次基金创新浪潮。

封闭式基金的魅力何在，创新会带给投资者哪些收益等都将成为本期聚焦讨论的话题。



张春旭



蔡文



杨书明



杨菲

# 张春旭：

## Talk About The Close-ended Fund

# 透视封闭式基金

开放式基金随时面临着赎回压力,而封闭式基金不能随时被赎回,无需保留一定的现金,其募集得到的资金可全部用于投资,这样基金管理公司便可据以制定长期投资策略,取得长期经营绩效。



张春旭

当开放式基金受到广大投资者热烈追捧之时,封闭式基金由于较大的折价率致使其价值目前仍然处于被低估的状态。没有接触过封闭式基金的投资者迫切地希望了解这一特殊的投资品种。笔者试从封闭式基金的概念入手,依次阐述封闭式基金与开放式基金的区别、适合人群以及如何投资等方面的知识,使您对封闭式基金有一个初步的认识。

### ■ 视点一：明晰概念 ■

根据基金是否可以赎回,证券投资基金可分为开放式基金和封闭式基金。开放式基金,是指基金规模是变化的,可以随时根据市场供求情况发行新份额或被投资人申购和赎回的证券投资基金。封闭式基金,是相对于开放式基金而言的,是指基金规模在发行前已经确定,在发行完毕后的存续期限内,基金规模固定不变的证券投资基金。

例如,在深交所上市的基金开元,1998年设立,发行额为20亿基金份额,存续期限(封闭期)15年。也就是说,基金开元从1998年开始运作,期限为15年,运作的额度20亿,在此期限内,投资者不能申购基金份额,也不能赎回资金,但可以通过二级市场买卖基金份额。

## ■张春旭■

毕业于沈阳大学理财学专业，五年个人理财工作经验。2006年6月通过中国金融理财标准委员会金融理财师（AFP）资格考试，并于同年11月获得国际金融理财师（CFP）资格认证。现任中国工商银行沈阳南湖科技开发支行个人理财中心理财经理，擅长为客户提供全方位的理财服务，并对基金投资有着独到的见解。

我国封闭式基金单位的流通方式采取在证券交易所挂牌上市的交易办法，投资者买卖基金单位，都必须在二级市场上进行竞价交易。

### ■ 视点二：区别于开放式基金 ■

开放式基金的规模不固定，基金管理公司可根据发展要求追加发行，而投资人也可以申购和赎回基金，申购、赎回价格等于现期基金资产的净值，即现期基金单位份额的资产扣除负债和管理费后的净值。

由于投资者可以自由地加入或退出这种开放式投资基金，并且对投资者的人数也没有限制，所以国外又将这类基金称为共同基金，大多数的投资基金都属于开放式基金。

封闭式基金发行总额有限制，一旦完成发行计划，基金公司就不再追加发行。投资者也不可以进行申购和赎回，但基金单位可以在证券交易所公开转让，其转让价格由市场供求关系决定。两者的区别如下：

1. 基金规模的可变性不同。封闭式基金已发行的基金单位在存续期限内不能被投资者申购和赎回，虽然特殊情况下此类基金可以进行扩募，但扩募应具备严格的法定条件。因此，在正常情况下，基金规模是固定不变的；而开放式基金所发行的基金单位是可随意申购和赎回的，导致基金规模每日均发生不断地变化。换言之，开放式基金始终处于“开放”的状态，这是封闭式基金与开放式基金的根本差别。

2. 存续期限不同。封闭式基金均有明确的存续期限（封闭期），在我国不得少于5年，一般为10至15年。封闭式基金到期后召开持有人大会，进行解散或转为开放式基金，今年我国已经有多只封闭式基金到期后转为开放式基金。而开放

式基金没有固定的存续期限，在没有出现必要的解散条件的情况下，开放式基金可以一直运作下去。

3. 基金单位的交易价格不同。封闭式基金因在交易所上市，其买卖价格受市场供求关系影响较大。当市场供小于求时，基金单位买卖价格可能高于每份基金单位资产净值，这时投资者拥有的基金资产就会增加；当市场供大于求时，基金价格则可能低于每份基金单位资产净值，投资者拥有的基金资产就会减少，封闭式基金的交易价格经常偏离其单位净值。而开放式基金的买卖价格是以基金单位的资产净值为基础计算的，可直接反映基金单位资产净值的高低，因此，在不考虑费用的情况下，开放式基金的价格与价值是相统一的。

4. 买卖基金的费用不同。投资者在买卖封闭式基金时与买卖上市股票一样，也要在价格之外付出一定比例的证券交易税和佣金；而投资者在购买开放式基金时需交纳认购费或申购费，在赎回基金时需交纳赎回费。

5. 基金单位的买卖途径不同。封闭式基金发起设立时，投资者可以向基金管理公司或销售机构认购；当封闭式基金上市交易后，投资者又可委托券商在证券交易所（二级市场）按市价买卖。而投资者在投资开放式基金时，可以随时向基金管理公司或销售机构（一般为商业银行）申购或赎回。

6. 基金的投资策略不同。由于封闭式基金不能随时被赎回，无需保留一定的现金，其募集得到的资金可全部用于投资，这样基金管理公司便可据以制定长期投资策略，取得长期经营绩效。而开放式基金必须保留出一部分现金，投资于变现能力强的资产（一般为货币市场），以便应付投资者随时赎回，而不能将全部资金用于长期投资。开放式基金随时面临的赎回压力，使基金管理人更加注重流动性等风险管

理，要求基金管理人具有更高的投资管理水平。

7. 所要求的市场条件不同。封闭式基金规模较小而且固定，适用于金融制度尚不完善、开放程度较低且规模较小的金融市场。而开放式基金正好相反，基金的灵活性较大，资金规模伸缩比较容易，所以适用于开放程度较高、规模较大的金融市场。

8. 交易价格决定因素不同。封闭式基金交易价格受市场供求关系等因素影响较大，不完全取决于基金资产净值。开放式基金的价格则是严格由基金单位净值所决定。

9. 分红方式不同。封闭式基金采取现金分红方式，将红利直接以现金的形式计入投资者的资金账户。开放式基金有现金分红和红利再投资两种分红方式，投资者可以自由选择分红方式。如果投资者不进行选择，默认的分红方式为现金分红。一般而言，长期持有开放式基金，选择红利再投资比选择现金分红会有更高的回报。

10. 信息披露方式不同。封闭式基金单位资产净值每周至少公告一次。而开放式基金单位资产净值每个开放日都要进行公告。

11. 面临风险不同。封闭式基金面临折价的风险，目前大部分封闭式基金都有较高的折价率。开放式基金没有折价的风险。

12. 资金到账时间不同。封闭式基金卖出后资金在T+1日可以使用。开放式基金成功赎回的款项将在T+7或T+5个工作日之内划入基金持有人的账户，货币市场基金一般为T+2个工作日进账。

### ■ 视点三：投资人群 ■

由于封闭式基金在二级市场上交易，一天之中会有不同的交易价格，其波动幅度和频率要远大于开放式基金，因此不太适合刚刚入市、风险意识不强的投资者，而适合具有一定投资经验的投资者。刚入市、风险意识不强的投资者建议先从投资开放式基金入手。

封闭式基金由于具有独特的优势，值得投资者关注。首先，相对于开放式基金而言，封闭式基金资金周转快，开放式基金赎回一般需要5个工作日，而封闭式基金可以于二级市场上在交易时间内随时卖出。其次，目前的封闭式基金有较大的折价率，就中长期持有来说，封闭式基金的收益率可能会高于开放式基金。

投资封闭式基金适合两类人群，第一，具备一定投资经

验的投资者，通过购买封闭式基金降低股市投资风险，把购买封闭式基金当作购买指数，在指数相对低的时候买入，这样投资者风险会略微降低，还可以分享股票市场的增长收益；第二，中长期持有投资者，不必关注它某个交易日的涨跌，持有封闭式基金一直到封闭式基金的存续期结束或者转为开放式基金。这样，投资者在选择封闭式基金的时候，将封闭式基金的到期时间与自己的计划投资期限结合起来，根据计划持有时间的长短选择不同到期期限的封闭式基金。

### ■ 视点四：投资原则 ■

目前，封闭式基金具有较高的折价率，说明其极大的市场潜力和投资机会。投资者在投资封闭式基金时，需要掌握以下一些投资原则。

第一，注意选择小盘封闭式基金，特别是要注意小盘封闭式基金的持有人结构和十大持有人所占的份额。如果基金的流通市值非常小，而且持有人非常分散，则极有可能出现部分主力为了争夺提议表决权，进行大肆收购，导致基金价格出现急速上升，从而为投资者带来短线快速盈利的机会。

第二，注意选择折价率较大的基金。因为封闭转开放以后，基金的价格将向其价值回归，基金的投资收益率将在很大程度上取决于其折价率，折价率越大的基金，价值回归的空间相应的也越大。

第三，要适当关注封闭式基金的分红潜力，选择分红潜力大的基金，单位净值高出其面值幅度越大的封闭式基金分红潜力越大。由于封闭式基金有着较高的折价率，而分红的依据是其单位净值而非交易价格，因此分红会给封闭式基金的持有人带来更高的回报。

第四，关注基金重仓股的市场表现和股市未来发展趋势。如果未来行情继续向好，基金重仓股涨势良好，会带动基金的净值的快速增长，从而带来基金市场交易价格的快速上涨，基金的投资价值也得到快速提升。

第五，投资封闭式基金要克服暴利思维。如果基金出现快速上涨行情，要注意获利了结。按照折价率进行计算，如果封闭式转开放的话，其未来的理论上升空间为其折价的空间，当基金上涨幅度过大，接近或到达理论涨幅时，投资者要注意获利了结。



蔡 文：

Close-ended Fund: Find The Balance Between Profit And Risk

## 封闭式基金：寻求收益与风险的均衡点

目前交易的封闭式基金中，仍有十余只基金将在2007年和2008年到期，届时绝大多数基金都会由封闭式基金转换为开放式基金，转型后基金将按净值进行申购和赎回，这样基金净值和交易价格之间的差额，就可变为收益，完成套利过程。



经历了2006到2007年红红火火的大牛市，我想基金一词对于中国的广大投资者来说早已不是什么陌生的词汇了。而对于工行的理财金账户专属客户来说，在各自的理财经理的帮助下，这一年以来也普遍收获喜人。

然而，作为有着投资意向、并且具备一定理财前瞻性的优质客户而言，获取高额的收益只是我们理财目标的一个部分，如何使自己的理财计划更合理更科学，才是一个成熟投资者应当给予更多关注的话题。

分散风险，获取报酬，使自己选定的投资组合能够有效满足不同时期的需求，这是我们对理财这个概念的简单界定。尽可能了解更加广泛的投资产品，根据自身特点权衡众多产品的利弊，找出最适合自己的投资组合，这才是所谓科学健康的理财观。

笔者要谈的是近期受到热情关注的封闭式基金，简单来讲，封闭式基金是指发行单位数固定，在发行期满或基金规模达到预定规模后，便不再接受投资人的申购或赎回的基金形态。一般封闭式基金的交易须透过集中交易市场撮合，其交易的流程与股票买卖相同。

那么，与其他的投资产品相比，封闭式基金在收益和风

## ■ 蔡 文 ■

2004年毕业于南开大学金融学专业, AFP, 现担任中国工商银行陕西西安东大街支行个人客户经理, 发表理财文章数篇, 并在东大街支行组织的理财讲座中多次担任主讲。

险这两个基本点上究竟表现如何呢?

### ■ 锁定收益 ■

封闭式基金投资收益的高低, 主要取决于两个方面: 一是基金本身净值的增长, 二是二级市场交易价格与基金净值之间的差异。简单来讲, 封闭式基金的价值核心首先在于其基金本质, 其次才是封闭性质所带来的折价率。如果基金本身业绩太差, 那么它的投资价值也会大打折扣, 同时, 基金价值还来源于基金管理人的水平和能力。

以这一观点为基础, 结合当前市场的特点, 我们来做以下的相关讨论:

#### 1. 牛市行情的背景优势

随着当前投资市场的火爆, 基金的专业理财优势正在逐步得到彰显。从近一年的数据来看, 基金重仓股和基金净值的表现都相当不错。在这样的背景下, 封闭式基金由于不存在申购赎回所造成的份额变动, 因而可以比开放式基金持有更多仓位, 并且在持股的稳定性方面也更具主动权。从牛市行情的历史经验来看, 长期稳定持有股票能获取更大收益。因此, 封闭式基金的获利空间很值得期待。

对于封闭式基金来说, 尽管短期内净值与价格会出现背离现象, 但从长期讲, 两者的关系一定是正相关的, 相信净值的上涨必然也会带来价格的活跃与提升。从历史数据来看, 在1999年至2001年的牛市行情中, 封闭式基金的二级市场价格也经历了强劲的涨升。

#### 2. 高折价率为投资者提供了套利机会

近期封闭式基金分红和套利为市场所关注, 那么什么是封闭式基金的套利呢? 由于在交易所交易, 故封闭式基金交易价往往与基金净值不一致。交易价高于基金净值时为溢

价, 低于基金净值时为折价。国内的封闭式基金基本上为折价交易, 幅度大小用折价率表示, 由于折价交易, 一旦“封转开”, 将为投资者带来套利机会。

目前交易的封闭式基金中, 仍有十余只基金将在2007年和2008年到期, 届时绝大多数基金都会由封闭式基金转换为开放式基金, 转型后基金将按净值进行申购和赎回, 这样基金净值和交易价格之间的差额, 就可变为收益, 完成套利过程。

目前, 我国封闭式基金的加权平均折价率在36%以上, 相对于成熟市场10%左右的折价幅度仍明显偏高。这与封闭式基金持有人过分集中以致流动性十分有限、基金公司在不同基金之间进行利益输送从而导致重开放、轻封闭等有着直接的关系。

但是应该看到的是, 从政策与投资环境来看, 这一现象正在从根本上得到扭转。首先, 投资董事会的成立在制度上为封闭式基金持有人提供了监督管理人行为的依据。这将抑制基金公司的暗箱操作、利益输送行为, 重开放式、轻封闭式的作法会从根本上得到改变。其次, 从投资群体来看, 过去由保险公司一统天下的局面正随着QFII的广泛介入而得到改变, 外来资金的加入将为封闭式基金的交易带来新鲜血液, 流动性偏弱的现象会得到相应改善。机构投资者尤其是外国资金的进入还会在投资理念上给我们带来先进的模式, 短线投机的操作方式将更多地为长线投资所取代。因此, 从获利角度来说, 封闭式基金未来发展的空间相当广阔。

### ■ 认清风险 ■

#### 1. 封闭式基金的投资者风险

在美国, 封闭式基金的股东被称为糟糕业绩的套牢者(prisoners of poor performance)。为什么这么说呢?

封闭式基金的约束和激励机制存在缺陷

与开放式基金相比，封闭式基金管理者没有赎回和流动性压力，同样也就缺乏扩大规模的激励。如果基金投资者对基金管理不满意，也只能在二级市场转让而不能向基金管理人赎回自己的基金份额，不影响基金管理者所管理的基金规模和相应的基金管理费收入。

对于开放式基金，一方面基金的赎回为基金管理人带来了非常大的压力。如果投资者对基金管理者的表现不满意可以采取消极的办法，赎回自己的资金，如果赎回量较大，则直接影响基金管理者的收益。当出现了较大的净流出，就可能引发流动性问题，即不能保证赎回请求；另一方面，投资者可以随时购买基金，基金份额的可增加性为基金管理者提供了激励。基金开放所提供的激励和约束使开放式基金管理者更注重改善管理，提高业绩，降低费用，保证投资者利益。

而与开放式基金相比，封闭式基金管理者没有赎回和流动性压力，同样也就缺乏扩大规模的激励。如果基金投资者对基金管理不满意，也只能在二级市场转让而不能向基金管理人赎回自己的基金份额，不影响基金管理者所管理的基金规模和相应的基金管理费收入。同样，基金份额的固定性也不增加基金管理人的收益。

封闭式基金的管理人没有并购市场压力

普通公司与封闭式基金类似，投资者不能赎回自己的投资。但是，普通公司却存在一个并购市场，并购市场为公司经理层增加了压力。如果公司经营不好，股东可能采取积极的干预行动，要求管理层改善经营管理，或者更换经理层。于是经营不善的公司往往成为收购的目标，一旦公司被收购，公司的控制权被转移，那么经理层的更换则是理所当然的了。这种接管市场压力的存在可以时常提醒经理层要努力经营，提高经营业绩，从而提高公司价值。一般来说，经营业绩不好的公司在股市上的表现就差，经营业绩好的公司股票价格就高，相应地收购好公司的成本要高得多。但是在封闭式基金中，没有这样一个并购市场，即很少有一只经营不好的基金被另外的基金收购或合并的事件发生，因此，基金管理者可以生活得高枕无忧，逍遥自在。

## 2. “封转开”的陷阱

与封闭式基金相比，开放式基金具有优胜劣汰，高透明度、高流动性等多方面的优点，因而能够满足不同投资者的投资需求。在一片看好开放式基金的情况下，国家倾向于鼓励开放式基金的发展，因此，为了“顺应市场趋势的需要”，封闭式基金正在一步步地向转变为开放式基金的方向发展，此举自然具备一定的积极意义。然而应该看到的是，这“封转开”的举动同时也蕴藏着很大风险。

一般来说，寻求开放的封闭式基金主要目的是消除贴水，因为相当数量的封闭式基金的投资者主要还是为了实现资本利得，如果封闭式基金长时间贴水，这些投资者的投资目标就难以实现。经验表明封闭式基金的市场价格在开放后的短期内会有较大的上扬，所以推动封闭式基金开放可以使这部分投资者大获全胜，至少可以全身而退。一般来说封闭式基金寻求开放不会是因为基金收益不佳，许多封闭式基金的收益水平丝毫不逊色于开放式基金。希望基金进行开放式转变的“股东”一般认为他们的“股份”与基金的净资产相比，明显被低估了。

另一方面，我们知道，开放式基金在决定其投资策略和投资方向时，必须始终考虑到股东的赎回风险，因此，转变后的原封闭式基金有可能改变原有的投资方式，增加所持有的现金资产，或者极力追求短期收益以保证投资者投资额的稳定。这个风险因素很可能使此基金改变原有的投资方式，而采取更为保守规避风险的投资策略。封闭式基金转变为开放式基金后，很可能是既丧失了原有的封闭式基金的一些优势，又不能如愿以偿的受益于开放式基金热潮，导致赔了夫人又折兵，得不偿失的凄凉境地。

# 杨书明：

## Close-ended Fund Shows Its Advantage In The Fluctuant Market

# 震荡市场，封闭式基金投资优势凸现

相对于被市场热捧的开放式基金而言，封闭式基金有点“养成深闺无人知”的感觉，但它在市场震荡中的优异表现，也越来越吸引广大投资者的目光。



杨书明

随着股票市场去年井喷式行情的爆发，截至今年六月，股指已从1100多点运行到了4000点的高位。今年以来，随着投资者对市场的长期看好及对短期内调控的恐惧，使得股市几乎每个月都有一次较深的下探回调。回顾今年上半年的行情，积极向上是主调，但震荡时时伴随，尤其是进入3600点的高位区，股指震荡的幅度进一步加大。

从我国目前经济发展的整体状况来看，预计2007年国民经济仍会保持10%左右的增长速度。2008年奥运会的召开，必定会带动中国经济的快速发展。高盛公司发表的研究报告显示：奥运会将增加主办国公众信心，由此提升消费，相关的各类设施投入及效率提升也将持续增长，这些可能以显著增长的总体需求影响到股市。从以往11届奥运会的经验显示，在奥运会前一年举办国的股指平均增长了25%。目前，诸如人民币升值、货币流动性过剩、国民经济高增长、上市公司业绩大幅提高、股改后上市公司隐性财富显性化、国民的理财意识觉醒等，推动中国股市长期上升趋势的引擎依然强劲。但不可否认，在指数过快上涨的过程中，市场也积累了明显的结构性矛盾，随着获利盘的增多及国家宏观调控（如加息等）的预期，阶段性的震荡不可避免。

在震荡市场中，挑选优质避险投资品种是稳健投资者面临的



## ■杨书明■

经济学学士，中级经济师，CFP，中国工商银行理财专家组分析员。1994年毕业于中国人民大学，十余年来在中国工商银行先后从事会计、企业信贷、统计、个人消费信贷、个人理财等工作，现任中国工商银行海南分行营业部贵宾理财中心负责人，曾先后获得全国金融五一劳模、知识型员工、全国先进个人等荣誉。

重要问题。对于个人投资者而言，在自身挑选优质股票能力有限的情况下，投资于基金是个不错的选择。基金是专家理财，拥有专业的投资和研究团队，由众多的券商研究团队为其提供咨询服务，还有众多的研究员进行宏观经济、投资策略和上市公司等方面的研究，对上市公司持续性的实地调研使得基金能够及时了解上市公司的情况，并据此做出投资决策。而普通投资者在专业化水平、资金实力和信息渠道等各方面都处于劣势，即使买到了很好的股票，一旦碰上较大幅度的调整，也很容易被清洗出局，很难跑赢基金。

封闭式基金，是相对于开放式基金而言的，是指基金规模在发行前已确定，在发行完毕后和规定的期限内（我国一般是五年）基金规模固定不变的投资基金。由于封闭式基金成立之后不能赎回，除了成立之时投资者可以在交易所或者指定单位购买之外，成立后投资者只能在证券公司通过交易所平台像买卖股票一样买卖。相对于被市场热捧的开放式基金而言，封闭式基金有点“养成深闺无人知”的感觉。但它在市场震荡中的优异表现，也越来越吸引广大投资者的目光。在“5.30”调整中，封闭式基金整体下跌仅10%左右，体现了良好的抗跌性，成为资金理想的避风港。而在6月5日以来的大盘恢复性上涨中，封闭式基金整体表现也异常突出，截至6月18日，上证封闭式基金指数上涨37%，深证封闭式基金指数上涨39%，远远超过上证综指16%和沪深300指20%的涨幅。封闭式基金有如此优异的表现，跟它所具有的以下优势是分不开的。

## ■业绩优良■

统计数据显示，封闭式基金今年一季度实现310亿元的净收益，超过去年全年248亿元的净收益。这表明在一季度股指大

幅震荡上行过程中，封闭式基金实现了较大的收益，平均每10份封闭式基金已经具备了4元以上的分红潜力。一季度末存续的44只封闭式基金中有31只基金的净收益超过2006年全年净收益。据悉，今年一季度封闭式基金净收益额最多的是基金普丰，实现16.72亿元巨额收益，远远超过了该基金2006年全年6.64亿元的净收益，平均每10份实现收益5.572元。从单位净收益来看，小盘封闭式基金表现领先，基金科汇以每10份9.158元的净收益名列榜首，再加上2006年年度分红剩下的每10份0.3元的可分配收益，该基金一季度末实际可分配收益已经达到每10份9.5元左右。买入一只封闭式基金，在资本收益率的指标方面已远超过买入一只优质蓝筹股。

2006年的牛市环境使得封闭式基金在中期即积累了较为丰厚的收益，但是实际进行中期收益分配的基金很少，其中“一年分配一次”的合同条款成为部分基金不进行中期分红的理由。目前基本上全部封闭式基金均把这项条款修改为“一年至少分配一次”，从法律上消除了中期分红的障碍。加大的分红预期和值得期待的分红金额也将刺激封闭式基金行情的走好。

## ■品种稀缺■

封闭式基金的规范化发展始于1998年，截至2002年9月，国内已募集成立并挂牌上市的封闭式基金达54只，筹资总额达817亿元，但此后没有新的封闭式基金发行。自2001年9月首只开放式基金成立以来，基金市场日益向开放式基金一统天下的局面倾斜，封闭式基金被逐步边缘化。在2006年首只封闭式基金到期后，到目前为止已有14只封闭式基金成功转型为开放式基金。今年共有19只封闭式基金已经到期或者即将到期，规模115亿份；2008年将有6只封闭式基金到期，规模42亿份。封闭式基金逐渐变成稀有的

投资品种,也将越来越受到市场的关注。

### 价值洼地

国内封闭式基金普遍折价率比较高,2002年到2005年,国内封闭式基金平均折价率为36%;2006年,在A股市场涨幅超过100%的情况下,封闭式基金平均折价率仍然超过21%。目前封闭式基金虽大涨,但折价率仍然平均达到20%,部分大盘基金的折价率接近30%,在目前A股市场几乎没有低企的板块背景下,封闭式基金的折价率赋予该板块极强的价值洼地效应。与开放式基金发行时投资者疯狂“打新基”的行动相比,封闭式基金折价卖,有的甚至打到了“七折”以下,其投资价值不言自明。这也难怪有的业内人士指出,在4000点之上,封闭式基金与大多数投资品种相比,其价值明显相对突出。

一般情况下,在市场走强的阶段,封闭式基金折价率都会收窄。另一方面,股指期货推出的各项准备工作正紧锣密鼓的进行,而股指期货推出后必然会彻底改变封闭式基金高折价率的历史。股指期货为市场提供了风险管理的有效工具,机构投资者可以通过买入高折价率的封闭式基金,同时卖空股指期货,实现几乎无风险的套利操作。随着时间的推移,封闭式基金甚至可能改变折价交易而进入溢价交易状态。随着对其重仓持有股改停牌的S双汇复牌后走势的良好预期,基金鑫鑫在6月15日收盘溢价5.68%,出现了四年来的首例溢价交易。

### 资金规模稳定

近期以来,基金业一个奇怪的现象就是基民挟持了开放式基金经理,基金经理丧失了投资主动权。这种现象是由开放式基金的性质决定的,在基金财富效应明显的时候,各路基民一拥而入,基金规模迅速膨胀,基金经理不得不迅速建仓,但一旦有风吹草动,很多不成熟的基民又一拥而出,基金经理只有抛出股票来应对大量赎回,在此过程中,对市场形成了很大冲击,也对开放式基金的业绩产生了较大的影响。

相对于开放式基金面临的散户主导压力而言,封闭式基金具有规模稳定,投资方向和品种稳定的特点,并且不受基金赎回变现的影响,更容易获得长期稳定的投资收益。封闭式基金在一定时期内规模固定,不需要应对投资者的申购和赎回的申请,基金

投资不会受到投资者进出的影响,没有变现压力,可以一直保持较高的投资比例,甚至不持有现金,灵活利用多种投资方法,集中投资于具有较好投资价值的资产。为了满足投资者赎回要求,开放式基金需要将一些证券资产在短时间内变现,这在两方面给基金造成损失:一是买卖次数增加带来交易成本上升;二是短时间内变现资产可能会使资产折价出卖。而封闭式基金由于没有赎回压力,因此交易次数和换手率均少于开放式基金,投资运作成本也更低。因此封闭式基金与开放式基金相比,投资效率更高,在中长期投资方面优势明显。自2004年下半年以来,封闭式基金的业绩表现远远超出开放式基金。

### 交易成本低

封闭式基金在二级市场交易,不需要缴纳印花税,具有成本低廉的特点。自今年五月底印花税上调至0.3%以来,投资封闭式基金买进卖出成本不超过0.6%,相当于投资股票成本的一半。相对于开放式基金短期买卖双向接近2%的手续费,封闭式基金投资成本方面的优势更为明显。

### 政策面趋好

2007年5月30日公布的《2006年中国金融市场发展报告》提出“支持证券公司进行产品、服务和组织创新,丰富基金产品类别,稳步推进封闭式基金转型的创新”。在明确的政策导向下,即将推出的创新型封闭式基金中的多项“救生艇”计划,即一旦基金的折价率超过了某一范围,就将自动放开赎回——将兑现存高折价封闭式基金起到一个正面的引导作用,进而刺激其二级市场价格表现以降低折价率。创新型封闭式基金的推出或将成为封闭式基金本轮行情中的一个触发点。截至2007年6月1日,28只非到期概念基金折价率为32.85%。价值的低估、政策面较为明确的态度下创新型封闭式基金推出可能产生的正面引导和刺激作用使得目前高折价封闭式基金具有较大的收益想象,投资价值凸现。

在震荡市场之中,具有优良业绩、价值洼地、品种稀缺、投资成本低等特色的封闭式基金是一个低风险高收益投资品种,投资者选择折价率高和业绩表现优秀的封闭式基金进行长线投资,将会获得丰厚的回报。

杨 菲：

Innovative Close-ended Fund

# 投资新势力：创新型封闭式基金

创新型封闭式基金的投资更为灵活，投资标的物可以从股票、债券、货币市场工具扩展到权证、资产支持证券化产品、股指期货与期权产品，将来甚至可以投资外汇、房地产、黄金等金融产品。



杨 菲

2006年11月，在第31次基金业联席会议上，证监会主席尚福林指出，鼓励推出创新型封闭式基金产品，做优做强基金业。在随后召开的全国证券期货监管工作会上，证监会主席尚福林又强调要稳妥推进封闭式基金转型与创新。

在管理层的大力推动下，中国基金行业对此进行了积极有效的探索，并取得了实质性进展。2007年6月26日，我国首只创新型封闭式基金——国投瑞银瑞福分级股票型证券投资基金通过了中国证监会相关部门的审批。可以预见，在目前基金市场产品创新贫乏、特征雷同的背景下，创新型封闭式基金的推出将成为基金业内新的关注点，如何发展创新型封闭式基金也将成为业内焦点话题。

## ■ 封闭式基金发展瓶颈 ■

从我国基金业近几年的发展情况来看，封闭式基金因制度的缺陷，长期受到高折价率的困扰，发展几乎停滞。在开放式基金获得大发展的同时，封闭式基金占全部基金资产净值的比例已经降到20%以下，逐步沦为边缘化基金产品。概括起来，其存在的问题主要有以下几点。

**■杨 菲■**

2003年毕业于首都经济贸易大学，2007年开始在对外经济贸易大学攻读MBA，现就职于中国工商银行个人金融业务部，主要负责代理基金业务培训，基金业务信息平台维护推广，广发、南方等10家基金管理公司日常维护及基金产品营销工作。

**1. 长期高折价交易**

相比美国等成熟市场封闭式基金10%的平均折价率水平，我国封闭式基金净值与其二级市场交易价格之间长期存在大幅折价。自2002年到2005年，国内封闭式基金平均折价率为36%。2006年，在股票市场步入牛市，上证指数涨幅超过122%的情况下，封闭式基金的平均折价率仍然超过20%，内在价值与市价的巨大偏差导致封闭式基金投资者遭受了不菲的损失。

**2. 市场认同度差**

由于封闭式基金在投资范围、投资比例等方面没有体现出产品优势，缺乏有效的激励约束机制，并且对高折价交易缺乏有效的应对措施，没有形成有效的持有人利益保护机制，因此给基金持有人的利益造成了较大伤害，导致市场认同度较差。

**3. 品种单一，缺乏有效创新**

国内封闭式基金主要为股票型基金，业务品种比较单一，2002年下半年后更是停止发行。相比2001年以来蓬勃发展的开放式基金，封闭式基金多年以来缺乏突破性创新，这一方面是市场约束形成的，另一方面也与监管部门对封闭式基金的政策导向有关。

**4. 规模逐步萎缩**

自2002年8月起，国内封闭式基金的发行已经停顿4年多时间，占基金总规模的比例不断下降。2006年8月，基金兴业实施“封转开”以后，封闭式基金迎来了“封转开”的高潮。截至目前，已有14只封闭式基金转化为开放式基金，整个封闭式基金市场的规模成逐步萎缩态势，尚处存续期的封闭式基金已不足40只。

**5. 封闭期过长**

我国现存的封闭式基金封闭期绝大多数为15年。在封闭期内，基金规模固定，投资者不能赎回，只能通过二级市场将基金卖出，因此弱化了基金份额持有人对基金管理公司的制约。而封闭期过长，导致基金管理人忽视基金持有人的需求，这种机制加剧了封闭式基金在二级市场的折价。

**■ 封闭式基金突出优势 ■****1. 资产规模固定，有利于保证基金风格的稳定性和延续性**

相对于开放式基金，由于封闭式基金无申购赎回之扰，基金管理人可以更好地坚持自己的投资理念，有利于实施最优的投资策略，保证基金风格的稳定性和延续性。例如，可以对流动性不是很好的成长股加大投资，而不用过多的从流动性角度选股。同时，在市场剧烈波动阶段，封闭式基金可以帮助基金投资者克服一些情绪化投资行为，抑制助涨助跌现象的发生，减少因申购赎回对基金所持证券的冲击。

**2. 投资范围更广泛**

除了一般开放式基金所涉足的对象外，封闭式基金可以参与投资流动性较低但潜在收益较大的投资品种，从而开发出开放式基金不可复制的特色产品，这些投资对象是封闭式基金提高收益水平的重要方面。相比之下，国内开放式基金因受市场波动影响，规模变化较大，所以对流动性要求较高，一般不会参与或只能少量参与。

**3. 杠杆操作优势**

封闭式基金可以通过融资借贷来做杠杆化投资操作，这一优势也是开放式基金所不可比拟的。采用这种策略的基



随着创新型封闭式基金发行大幕的拉开，部分独具特色的创新型封闭式基金将通过结构化处理、投资范围调整及明晰的市场定位将自身与开放式基金区别开来，从而赢得自己特有的客户群体。

金，大多引入了结构化分级的产品模式，进而衍生出形式多样、能满足特定投资者风险收益偏好的基金产品。

#### 4. 交易灵活、成本低廉

封闭式基金在费用种类及费用数额上，均少于开放式基金。如无赎回费、转换费，交易佣金也少于开放式基金。

### ■ 独具特色的创新模式 ■

创新型封闭式基金是指在原有封闭式基金的基础上，通过完善基金产品结构、治理结构，突出封闭式基金的优势，克服封闭式基金部分缺陷的一种新型封闭式基金。从目前的创新型封闭式基金设计方案来看，各家基金管理公司的创新方案各具特色，例如，国投瑞银瑞富基金的“结构化分级”、工银瑞信红利基金的“开放式基金封闭式运作”、大成优选基金的“救生艇条款”。但是从大方向来看，主要集中在以下几个方面。

#### 1. 产品创新

第一，投资范围上适度放宽。创新型封闭式基金的投资将更为灵活，投资标的物可以从股票、债券、货币市场工具扩展到权证、资产支持证券化产品、股指期货与期权产品，将来甚至可以投资外汇、房地产、黄金等金融产品。同时，投资比例限制也将适度放宽，可以不受原有封闭式基金20%的国债投资限制，也无需保留类似开放式基金最低5%的现金配置，股票投资比例上限可到100%，给予基金管理人更大的运作空间，便于最大限度地提高投资的效率。

第二，产品结构创新。部分创新型封闭式基金借鉴美国封闭式基金的发展经验，将基金份额分为优先级和普通级，以此对基金风险收益进行重构。当基金获得收益后，先满足优先级份额的基准收益分配（例如一年定期存款收益+3%），超出优先份额基准收益的剩余部分，由优先份额和普通份额按比例进行分配。在

此收益分配安排下，优先份额以较低比例的超额收益分配权换取优先获得基准收益的分配权，从而呈现出较低收益和较低风险的综合特征。普通份额则通过对优先份额的基准收益分配权的让渡，获取较高比例的超额收益分配权，从而呈现出高收益和高风险的综合特征。

第三，缩短存续期限。目前多个创新型封闭式基金的封闭期定为5年，较原有封闭式基金15年的封闭期大幅缩短。工银瑞信基金管理公司即将推出的工银瑞信红利基金设定的基金存续期仅为1年，为封基的最短封闭期，并且该基金一年后转为开放式基金，体现出了“被动式长期持有”和“开放式基金封闭式运作”的设计特色。

第四，加强分红。由于封闭式基金存在折价交易的现象，部分创新型封闭式基金计划通过增加分红的频率与分红的数量，让投资者通过分红增加投资收益。此外，增加基金分红，还可以在在一定程度上降低基金本身的运作风险。经验研究表明，风险越低，二级市场折价幅度越小，折价幅度降低亦可为投资者增加投资收益。

第五，品种创新。国内现有封闭式基金均为股票型基金，只能满足对高风险产品有需求的投资者需求，而缺乏满足低风险客户需求的债券型封闭式基金。可以看到，随着我国大力发展债券市场及衍生产品市场，债券型封闭式基金有可能成为创新型封闭式基金新的着陆点。除此之外，随着我国逐步放开资本管制，广大投资者将有机会参与国际票据市场、股票市场，全球配置基金也将因此获得大发展，如果基金采取开放式结构，频繁的申购与赎回将会导致基金运作成本提高，从而影响基金的投资收益。相比之下，采取封闭式结构，基金份额的固定性和基金资产的相对固定性更有利于基金的投资运作，因此封闭式的海外投资基金也会获得相应的发展。

## 2. 制度创新

第一，设置“救生艇条款”，抑制高折价率的发生。很多创新型封闭式基金将产品设计成“半封半开”或其他创新交易模式，即基金合同中设置了“救生艇条款”，一旦基金的折价率超过了某一范围或满足一些其它条件，基金就将自动放开赎回或转为开放式基金，从而达到抑制封闭式基金高折价率，改善流动性的目标。

第二，完善激励约束机制，督促管理人勤勉尽职。基金管理公司运作开放式基金的利益在于管理规模最大化，而封闭式基金管理规模固定，因此在激励约束机制上明显缺失，所以部分创新封闭式基金设计方案提出通过业绩报酬以及提取业绩风险准备金解决这一问题，并且对提取业绩报酬和风险准备金的条件进行了严格的规定。即在基金运作业绩突出时，可以提取业绩报酬；当基金管理人运作差强人意，提取一定的风险准备金以弥补持有人的损失，为持有人提供保

障，从而形成对基金管理人的有效激励和约束。

第三，完善治理结构，提高基金持有人话语权。针对持有人对原有封闭式基金在治理结构方面的问题。部分创新型封闭式基金可以通过每年召开基金份额持有人大会，建立基金管理人、基金托管人和基金持有人的协商机制，从而为基金份额持有人监督基金运作提供了制度保障，可以看作是对完善封闭式基金治理结构的有益尝试。

随着创新型封闭式基金发行大幕的拉开，部分独具特色的创新型封闭式基金将通过结构化处理、投资范围调整及明晰的市场定位将自身与开放式基金区别开来，从而赢得自己特有的客户群体。但是由于其创新点较多，并且在很多方面与原有封闭式基金及开放式基金存在不同，所以在投资之前，投资者还需详细阅读基金相关法律文件，或者征求银行理财经理的投资建议，选取符合自己投资目标及风险收益定位的创新型封闭式基金。

## 财富宝典

### 股市中的QFII持股是什么？

QFII是英文Qualified Foreign Institutional Investors (合格的境外机构投资者) 的简称。在QFII制度下，合格的境外机构投资者(QFII) 将被允许把一定额度的外汇资金汇入并兑换为当地货币，通过严格监督管理的专门账户投资当地证券市场，包括股息及买卖价差等在内的各种资本所得经审核后转换为外汇汇出，实际上就是对外资有限度地开放本国证券市场。

根据中国人民银行与中国证监会联合发布的《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》，QFII的投资范围包括：在证券交易所挂牌交易的A股股票、国债、可转换债券、企业债券及中国证监会批准的其他金融工具。作为一项制度，它指的是我国相关管理部门允许经核准的外国机构投资者在一定的监管和限制下，把外币转化为人民币，并通过专门账户投资于当地证券市场；投资者的资本所得与股息等获利经批准后方可汇出我国。在我国目前货币市场尚未完全开放的情况下，QFII作为一种过渡性的、低风险的模式，对我国证券市场渐进性的开放正发挥着独特的作用。

我国QFII制度有以下的特点：

一是引入QFII制度的跨越式发展，一步到位。按照国际上的一般经验，资本市场的开放要经过两个阶段，在第一阶段可以先设立“海外基金”（台湾的模式）或者“开放型国际信托基金”（韩国模式）；而这一阶段台湾用了7年，韩国也用了11年。我国则是绕过第一阶段，一步到位，其后发优势不可估量。

二是QFII准入的主体范围扩大、要求提高。新兴资本市场的国家和地区为了加大监管和控制的力度，普遍以列举的方式明确规定了何种类型的境外机构投资者可以进入本国或本地区，此外，对QFII的注册资金数额、财务状况、经营期限等等有较为严格的要求。与此相反，我国对QFII主体范围的认定比较宽泛，而且赋予了境外投资者更多的自主权。然而，我国从保障国内证券市场的稳定和健康发展出发，对注册资金数额、财务状况、经营期限等指标的要求方面有了进一步的提高。

在一般情况下，QFII所做的持股都比较有战略眼光，代表了部分光明资金在国内资本市场的主流投资方向，作为一般投资者应该对QFII的持股加以必要的关注。