

浅读《推动公募基金高质量发展行动方案》

基金分析专题报告(深度)
证券研究报告

金融产品研究部
分析师：张剑辉（执业 S1130519100003）
zhangjh@gjzq.com.cn

三年蛰伏筑高质量拐点，一以贯之塑全新生态链

读《方案》总体感受：从根本上扭转经营理念可能的偏差

《方案》明确强化监管分类评价的引导作用，将过往基金公司股东与基金投资者间利益目标可能存在的错位转化为股东长期利益和短期利益间的平衡，淡化短期利益换取长期高质量发展，从根本上扭转经营理念可能的偏差。《方案》提及“完善基金公司治理，充分发挥国有大股东在公司治理架构中的功能”，后续国有大股东也有望发挥表率作用。

基金公司：强化整体投研、拓展策略宽度，设立专职部门拓展财富管理职责

《意见》明确提到包括“平台式、一体化、多策略”投研体系建设，一方面支持基金经理团队制管理模式，以整体而非个体能力去驱动基金公司乃至整个行业的更平稳发展，另一方面强调多策略发展，结合“加大含权中低波动性产品、资产配置型产品等创设力度，促进权益投资、固收收益投资协调发展”，对于优质头部公司进行多策略协调发展提出要求。中小基金公司在特色化经营基础上，也有必要在强化核心投研能力建设的前提下，逐渐延展策略产品线布局。

《方案》对提升投资者服务水平也提出了明确的要求。基金公司一方面需要加强对销售机构的赋能，甚至重新筛选经营理念匹配度更高的合作机构，另一方面也非常有必要设立有效衔接基金经理或者投研团队与基金投资者（包括销售机构）的投资者服务部门，该部门兼具对内部产品线（或者说基金经理）的理解、必要的投研能力和对客户需求或服务的理解，甚至研发必要的基金产品长期投资策略，携手销售机构共同增进投资者获得感。

基金产品：含权量上升，关注中低波含权&ETF 及场外指基&主动浮动费率产品，产品经理作用提升

公募基金产品的总含权量预计上升，其是考虑当前以 A 股/H 股为代表的权益资产相较债券资产的长期性价比，这也会促进未来三年公募产品总含权量的提升。

中低波含权产品预期迎来发展契机。零售客户端中低波含权产品保有量相对低、中低波区间产品线相对稀疏的背景，也给中低波含权产品留下增长空间。

ETF 及场外指数产品有望继续保持高速发展，在场内 ETF 基金公司头部特征愈发明显的情况下，当前不具备竞争优势的基金公司选择发力场外指数产品不失为一种竞争策略。

新发主动权益产品可以预见以与基金投资者利益捆绑更紧密的浮动费率产品或创新产品唱主角，产品设计上或可以考虑通过不同份额设置不同持有期的设计满足投资者的不同需求，或通过设置“软锁”条款兼顾投资者临时性资金需求。产品经理职责不仅是迎合市场需求变化前瞻性地设计产品布局，同时包括业绩比较基准的有效选取，对基金经理投资策略或方法画像进行刻画、进而设计适配基金经理的基金产品等等，作用将大幅提升。

基金经理：强化业绩比较基准作用，超额回归真实但更合理，投资长期化及降低偏离

《方案》对于强化业绩比较基准的约束作用和对基金经理的考核要求同样具有一致性，业绩比较基准的作用不言而喻，这会让基准的选择更加严格和更具约束力，基金经理相对业绩比较基准的超额更“真实”、也需要更合理看待后续超额较过去 20 多年的均值的收敛现象。同时，基金经理的投资整体也将逐渐进一步的长期化，风格漂移受到限制，相应的基金产品对基准相关权重股的配置比例整体预计将适度提升（偏离会降低），进而阶段牵引市场的风格或特征。

销售机构：督促基金销售行为长期化

《方案》要求建立基金销售机构分类评价机制，且有针对性地增加了首发产品因素、投资者持有期限和定投业务规模等考量因素，促进基金销售行为的长期化。

风险提示

资本市场改革推进节奏不确定；权益市场极端波动风险；基金相关信息及数据仅作为基金研究使用，不作为募集材料或者宣传材料；本文涉及所有基金历史业绩均不代表未来表现。



《推动公募基金高质量发展行动方案》发布

5月7日，中国证监会印发《推动公募基金高质量发展行动方案》（下称《方案》）。《方案》在肯定公募基金行业过往“在服务实体经济与国家战略、促进资本市场改革发展稳定、满足居民财富管理需求等方面”发挥积极作用同时，也直击行业发展中存在的“经营理念有偏差、功能发挥不充分、发展结构不均衡、投资者获得感不强”等问题。

《方案》共涉及7大方面、25条举措，旨在通过包括“优化基金运营模式，建立健全基金公司收入报酬与投资者回报绑定机制”、“完善行业考核评价制度，全面强化长周期考核与激励约束机制”、“大力提升公募基金权益投资规模与占比，促进行业功能发挥”、“促进行业高质量发展，加快建设一流投资机构”、“守牢风险底线，提升行业发展内在稳定性”、“强化监管执法，将‘长牙带刺’落到实处”等方面的多措并举，为公募基金实现行业高质量发展指明方向。

一方面，《方案》精神及举措需要反复消化，短期无法深入领会，另一方面，《方案》提出的众多举措，还需要通过现行法规的修订或配套法规来细化明确，甚至通过跨监管或者说行业体系的协同，相关后续内容规定等也尚不得知，因此本文仅粗浅谈谈初读《方案》后的部分理解和感受，涉及基金公司治理、基金产品发展、基金经理投资、销售机构等几个方面。

读《方案》总体感受：从根本上扭转经营理念可能的偏差

《方案》贯穿基金公司治理、基金运营模式、基金投资研究、产品布局与创新、绩效考核评价、投资者服务、基金销售机构以及行业文化建设等整个行业生态链、涉及行业内包括管理层、基金经理、基金销售服务等所有人员。更为重要的是，各环节逻辑目标高度一致，即“以投资者为本”、“以投资者最佳利益为核心”。而且，《方案》与去年出台的《关于加强证券公司和公募基金监管 加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见》节奏基本同步，力争用三年左右时间，扎实推动各项政策举措落地见效，形成行业高质量发展的“拐点”。

对于过往基金公司股东与基金投资者间利益目标可能存在错位的现象，《方案》明确强化监管分类评价的引导作用，将前述错位转化为股东长期利益和短期利益间的平衡，淡化短期利益换取长期高质量发展，从根本上扭转经营理念可能的偏差。同时明确基金公司股东和董事会对公司高管的考核中，降低规模排名、收益利润等经营指标考核权重，基金投资收益指标（涵盖基金产品业绩和投资者盈亏情况）权重不低于50%。而且，《方案》第13条提及“完善基金公司治理，充分发挥国有大股东在公司治理架构中的功能”，后续国有大股东也有望发挥表率作用。

基金公司：强化整体投研、拓展策略宽度，设立专职部门拓展财富管理职责

上节已经提到基金公司治理层面，本部分主要谈谈基金公司经营层面：

- 1、基金产品业绩来自于优秀、扎实的投研团队。《方案》明确强化基金公司核心投研能力的建设，并建立基金公司投研能力评价指标体系，引导基金公司持续强化人力、系统等资源投入。同时，在核心投研能力建设的方向或思路，《意见》明确提到包括“平台式、一体化、多策略”投研体系建设，一方面支持基金经理团队制管理模式，以整体而非个体能力去驱动基金公司乃至整个行业的更平稳发展，另一方面强调多策略发展，结合第16条提及的“加大含权中低波动性产品、资产配置型产品等创设力度，促进权益投资、固收收益投资协调发展”，对于优质头部公司进行多策略协调发展提出要求。对于中小基金公司在特色化经营的基础上，也有必要在强化核心投研能力建设的前提下，逐渐延展策略产品线布局。
- 2、在努力改善基金产品业绩的同时，《方案》对提升投资者服务水平也提出了明确的要求，包括“积极推动基金公司着力提高对各类中长期资金的服务能力”，以及出台《证券基金投资咨询业务管理办法》《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定》促进基金投顾业务规范发展。结合基金公司绩效考核机制（含对基金公司高管和基金经理等）改革思路，以及基金销售机构分类评价机制的相关约定要素，基金公司一方面需要加强对销售机构的赋能，部分中长期资金也需要借助销售机构去服务，甚至重新筛选经营理念匹配度更高的合作机构，另一方面也非常有必要设立有效衔接基金经理或者投研团队与基金投资者（包括销售机构）的投资者服务部门，该部门兼具对内部产品线（或者说基金经理）的理解、必要的投研能力和对客户需求或服务的理解，甚至研发必要的基金产品长期投资策略，携手销售机构共同增进投资者获得感。对于优质头部基金公司而言，甚至如第17条提及的“支持优质头部基金公司促进资产管理和综合财富管理能力的双提升”，将此投资者服务部门上升至综合财富管理的高度。

基金产品：含权量上升，关注中低波含权&ETF及场外指基&主动浮动费率产品，产品经理作用提升

《方案》精神指引下，未来三年从基金产品设计或基金产品结构角度看，可能会有如下变化：

- 1、公募基金产品的总含权量预计上升。《意见》开篇提到发展结构不均衡的问题，同时也多处提及权益或主动权益类基金，并在第10条、第11条明确提及推动和支持权益类基金发展及创新，以及将权益类基金占比纳入监管分类评价。产品含权量提升会加大波动，可能会阶段干扰基金投资收益指标，二者发展之间有一个平衡，综合《意见》精神预期平衡点会适度偏向促进含权量的提升。尤其是考虑到当前以A股/H股为代表的权益资产相较债券资产的长期性价比，这也会促进未来三年公募产品总含权量的提升。
- 2、结合上条理解，中低波含权产品预期迎来发展契机。零售客户端中低波含权产品保有量相对低、中低波区间产品线相对稀疏的背景，也给中低波含权产品留下增长空间。



- 3、在权益类产品中,ETF及场外指数产品有望继续保持高速发展,在场内ETF基金公司头部特征愈发明显的情况下,当前不具备竞争优势的基金公司选择发力场外指数产品不失为一种竞争策略。
- 4、《方案》第1点就提及“对新设立的主动管理权益类基金大力推行基于业绩比较基准的浮动管理费收取模式,对符合一定持有期要求的投资者,根据其持有期间产品业绩表现确定具体适用管理费率水平”,“在未来一年内,引导管理规模居前的行业头部机构发行此类基金数量不低于其主动管理权益类基金发行数量的60%;试行一年后,及时开展评估,并予以优化完善,逐步全面推开”。结合《方案》精神,尤其是在过去两三年市场周期特征不利于主动权益基金经理发挥、基金投资者对主动权益产品信心重述的情况下,新发主动权益产品可以预见将与基金投资者利益捆绑更紧密的浮动费率产品或创新产品唱主角。纵观浮动费率产品过往的发展,一定程度上受制于硬性长持有期限的束缚,新的产品设计上或可以考虑通过不同份额设置不同持有期的设计满足投资者的不同需求,或者通过设置“软锁”条款兼顾投资者可能的临时性资金使用需求。
- 5、产品经理岗作用大幅提升。产品经理的职责不仅是迎合市场需求变化前瞻性地对产品进行设计布局,同时包括业绩比较基准的有效选取,对基金经理投资策略或方法画像进行刻画、进而设计适配基金经理的基金产品等等,而且产品设计的效果将直接影响基金经理的绩效考核,也将得到基金经理更主动的配合。

基金经理：强化业绩比较基准作用，超额回归真实但更合理，投资长期化及降低偏离

《方案》对于强化业绩比较基准的约束作用和对基金经理的考核要求同样具有一致性。一方面,“制定公募基金业绩比较基准监管指引,明确基金产品业绩比较基准的设定、修改、披露、持续评估及纠偏机制,对基金公司选用业绩比较基准的行为实施严格监管,切实发挥其确定产品定位、明晰投资策略、表征投资风格、衡量产品业绩、约束投资行为的作用”,另一方面,“对三年以上产品业绩低于业绩比较基准超过10个百分点的基金经理,要求其绩效薪酬应当明显下降;对三年以上产品业绩显著超过业绩比较基准的基金经理,可以合理适度提高其绩效薪酬”。

因此,业绩比较基准的作用不言而喻,这会让基准的选择更加严格和更具约束力,基金经理相对业绩比较基准的超额更“真实”、同时也需要更合理看待后续超额较过去20多年的均值的收敛现象。从另一角度看,基金经理的投资整体也将逐渐进一步的长期化,风格漂移受到限制,相应的基金产品对基准相关权重股的配置比例整体预计将适度提升(偏离会降低),进而阶段牵引市场的风格或特征。

另外,《方案》提及基金产品业绩比较基准的修改、持续评估及纠偏机制,不排除后续存量基金产品会修订业绩比较基准。

销售机构：督促基金销售行为长期化

《方案》要求建立基金销售机构分类评价机制。并将权益类基金保有规模及占比、首发产品保有规模及占比、投资者盈亏与持有期限、定投业务规模等纳入评价指标体系。与基金公司的监管分类评价相比,基金销售机构很有针对性地增加了首发产品因素、投资者持有期限和定投业务规模,促进基金销售行为的长期化。

而且,将分类评价结果与销售机构公司层面的产品准入、牌照申请、创新业务等方面关联,进而督促和促进销售机构积极践行《方案》精神,助力推动公募基金高质量发展。

风险提示

1. 资本市场改革推进节奏不确定;
2. 权益市场极端波动风险;
3. 基金相关信息及数据仅作为基金研究使用,不作为募集材料或者宣传材料;本文涉及所有基金历史业绩均不代表未来表现。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究