

# 关于封闭式基金折价的探讨

叶宇

(厦门大学金融系, 福建 厦门 363105)

**摘要:** 封闭式基金折价之谜一直是金融界争论激烈的问题, 而对与中国发展不完善的资本市场来说, 这一谜题又是如何产生的呢? 本文将通过分析封闭式基金在我国产生高折价的原因, 以及创新型基金的推出, 来分析封闭式基金在中国的解决方案, 即封闭式基金在中国的未来。

**关键词:** 封闭式基金折价; 创新性基金

## 1 封闭式基金折价之谜

在封闭式基金的交易过程中, 交易价格高于或低于其净资产价值的现象被称为封闭式基金溢价或折价交易。这在现实交易中, 是经常发生的。很显然, 折价现象违背了金融学的“一价定律”, 被学术界称为“封闭式基金折价之谜”。

封闭式基金折价的主要谜点包括: (1) 封闭式基金在首次上市时通常出现 10% 左右的溢价, 但在 3-6 个月后会以 10% 左右的折价进行交易 (2) REM 投资者知 PA UQ 价发行的封闭式基金在一段时日以后便会出现折价, 那么为什么投资者还会购买溢价发行中的封闭式基金 (3) 封闭式基金的折价幅度较大表现出时变性和较强的持续性, 而且有均值回复现象 (4) 封闭式基金的价格比其净资产价值波动剧烈 (5) 当未来的总体经济状况较差时, 封闭式基金的折价幅度较大 (6) 当封闭式基金清盘或转为开放式基金时, 单位基金的价格将会上扬趋近于其单位净资产价值, 折价将会减小或消失。

封闭式基金折价现象在很多国家都存在, 我国封闭式基金近年来折价尤为严重。考察国内外的封闭式基金可以发现, 大部分封闭式基金在折价进行交易, 因果近五年来封闭式基金折价率从 15% 下降到 8% 左右, 美国近五年来封闭式基金折价率维持在 5% 以内, 国内封闭式基金折价率远高于国外, 最高时达 50%, 近期在 30% 上下徘徊。至 2006 年 10 月底, 平均折价率在 35% 以上。近几个月以来随着中国股市的空前繁荣, 封闭式基金的折价率有所下降。但至 2007 年 2 月 2 日, 51 只封闭式基金的整体折价率仍在 30% 以上。

## 2 我国封闭式基金高折价现象的原因分析

### 2.1 封闭式基金的制度缺陷引起有效需求的下降

开放式基金规模是可变的, 投资者可以随时赎回基金单位。相比之下, 封闭式基金规模固定, 并有明确的存续期, 这就导致了投资者如果想放弃或追加投资, 只能通过二级市场卖出或买入。当基金经营状况良好或市场对基金有利时, 基金管理公司无法通过扩募来获得更多的资金, 同样, 一个业绩低下的基金也不能通过降低其管理的资产规模对其进行惩罚。

开放式管理者的收入来源与基金的盈亏息息相关, 因为开放式基金一旦经营不理想, 投资者将要求赎回, 经营资产规模的下降就会使管理人的收入也随之下降。而对封闭式基金而言, 基金管理人的管理费是按净值固定费率提取, 基金亏得再多, 基金公司包赚不赔, 这实际上是一种对管理人缺乏激励机制的制度缺陷。投资者因此会“重开放轻封闭”, 有效需求相当一部分转移到开放式基金上, 使封闭式基金折价率进一步加深。

### 2.2 交易成本影响基金资产变现预期

由于基金购买和卖出股票时一方面需要付出佣金, 另一方面还包括卖出股票导致股价下跌带来的净值损失及冲击成本, 但与基金大规模买入股票会导致股价上升的增值能立刻表现在净值上相比, 基金在未来卖出股票带来的净值下跌只有在卖出

这一过程完成后才会反映在净值中。因此, 折价率是二级市场上对这种交易成本带来损失的提前反应。

另一方面, 基金资产变现时会发生一定的交易费用, 造成投资收益率下降。在这种情况下, 即使未来基金的出售价格等于现在的净资产股价, 投资者也是得不到回报的。因此, 在通常情况下, 理性投资者会选择以低于估计净值的价格投资于封闭式基金, 其折价部分可被视作抵偿市场的交易成本。

### 2.3 封闭式基金缺乏有效的利益监督机制

由于契约型基金没有董事会, 其监督责任完全落在托管人身上, 但实际上这种监管对封闭式基金业绩表现起到的作用很小。相比之下, 开放式基金可以通过赎回形成对管理公司的压力, 形成对管理层的有效监督。在这种监督机制下, 封闭式基金的投资者若不满意基金的业绩回报, 只能以“用脚投票”的方式卖出基金单位, 而买家愿意接受的价格中预扣了监管机制失衡可能带来的损失, 造成折价成交。

### 2.4 受市场供求关系的影响

如果理性的投资者认为基金管理者不会给他们带来正的收益, 就会卖出这些业绩不好的基金。由于近年来开放式基金的后来居上, 业绩优于封闭式基金, 加上开放式基金可随时赎回, 导致投资者也更偏向于开放式基金。这种供求关系的变化导致受到市场冷落的封闭式基金产生了折价现象, 这也是经济学最基本原理供求关系决定价格的反应。

## 3 封闭式基金的未来 - 创新型基金

尽管封闭式基金存相比较开放式基金存在着许多的缺陷, 我们不能就因此而放弃它的投资, 因为封闭式基金具有其独特的优势, 是开放式基金无法比拟的。例如: 资产规模稳定, 利于长期投资, 基金持有人的费用低廉。投资者可以选择买卖时机和成交价格以及其投资的资产流动性低但收益高的特点等等。因此, 我们的正确做法应当是积极进行相应的制度改进和品种创新。因此一些创新型基金的出现更好地适应了封闭式基金的操作模式。

国投瑞银瑞福分级基金的推出, 对创新做出了全新的积极尝试。一方面, 对封闭式基金产品进行了分级设计, 优先级份额剔除了能够享受到基准收益优先分配和超额收益分享权利外, 还在优先级份额的基准收益进行分配后, 基金剩余收益中的绝大部分将归普通股级份额所有, 在此机制下, 普通股级份额的收益将得到有效地放大, 从而极大地抑制了可能出现的交易折价。

目前, 国投瑞银、大成、易方达、华夏、工银瑞信已经上报了创新基方案, 另有 16 家公司与交易所就创新型封基的设立工作进行了沟通论证。从首批创新型封基的方案来看, 各家方案都具备一定特点。这些方案都突出了对投资者利益的保护。在设计思路上, 创新型封基与开放式基金之间的投资管理地位将保持平衡, 以便二者形成良好的竞争格局, 更好地解决以前颇受争议的封基利益输送及边缘化问题, 以及折价率, 分红等投资者重点关

# 关于我国货币政策中介目标的思考

李思远

(山东大学经济学院, 山东 济南 250100)

**摘要:** 伴随经济不断开放发展, 西方国家逐步放弃货币供应量中介目标, 选择利率作为中介目标。目前我国仍以货币供应量作为中介目标, 但随着中国加入 WTO 金融市场, 金融中介机构对外开放以后, 中国是否也应放弃货币供应量选择利率作为中介目标值得探讨。

**关键词:** 货币政策中介目标; 货币供应量; 利率

货币政策中介目标是中央银行为实现货币政策最终目标而选择作为调节对象的目标。中介目标之所以重要, 在西方货币理论看来主要有两点原因, 一是人们长久以来认识到货币政策作用机理具有滞后性和动态性, 因而有必要借助于一些能够较为迅速地反映经济状况变化的金融或非金融指标, 作为观察货币政策实施效果的信号; 二是为避免货币政策制定者的机会主义行为, 因此需为货币当局设定一个名义的锚, 以便社会公众观察和判断货币当局的言行是否一致。

货币政策中介目标的选择主要是依据一国经济金融条件和货币政策操作对经济活动的最终影响确定的。由于货币政策中介目标具有特殊的传导机制和调控作用, 可为货币政策的实施提供数量化的依据, 因此, 准确地选择货币政策中介目标, 是实现货币政策最终目标的重要环节。

## 1 美国的货币中介目标演变

20 世纪 70 年代以来, 美国联邦储备银行基本上接受了货币主义的“单一规则”, 以货币供应量作为对经济进行宏观调控的主要手段; 90 年代美国预算平衡案的通过在相当程度上削弱了财政政策对经济实施宏观调控的作用。这样, 货币政策就成为美国政府对经济进行调控的主要工具。

1993 年 7 月 22 日, 美联储主席格林斯潘突然出人意料地宣布, 美联储决定放弃实行了十余年的以调控货币供应量来调控经济运行的货币政策规则, 而以调整实际利率作为对经济实施宏观调控的主要手段。这就是现在美国金融界的“泰勒规则”。

分析美国从“单一规则”向“泰勒规则”过渡, 原因主要有二: 一是 20 世纪 60 年代中期以来, 规模日益增大的“金融创新”浪潮, 使得货币供应的定义和统计变得日益困难。二是 20 世纪 70 年代末以来, 以离岸金融和跨国银行活动为主导, 国际上也掀起

了金融自由化的浪潮。国际间资本流动与 70 年代相比有跳跃性增长, 尤其是短期资本流动和外汇交易增长更为迅速。这些资金流动对各国货币政策的实施, 进而对宏观经济的运行, 造成了巨大的不确定性影响。正是基于上述原因, 美国货币当局从原来稳定货币增长的“单一规则”继而转向“单一规则”和以利率为指针的“泰勒规则”相结合的宏观调控。事实上, 从 1993 年泰勒规则提出, 美国宏观经济在通胀率和失业率“双低”的情况下持续稳定增长, 以泰勒规则为理论指导的美联储作为货币政策的制定和实施者功不可没, 也从实践层面证明了泰勒规则的政策效果。

## 2 现阶段货币总量作为我国中介目标的缺憾分析

目前在我国, 通常以货币供应量 M2 为货币政策中介目标的主要观测对象。但货币供应量作为中介目标的有效性在减弱的事实却是不可忽视的。笔者对货币供应量中介目标的分析如下:

首先, 货币供应量统计中, 遗漏了两项内容: 一是国内金融机构外汇存款; 二是外资金融机构存款。有关数据说明这两项内容所涉及的金融业务量(以资产度量)占国内全部金融业务量的 14%, 对于货币供应量中介目标的实现会产生一定的影响。由于我国经济正处于体制转型过程中, 外资银行的进入也会削弱中国货币政策的控制力。因为外资银行的资金主要来自国际金融市场, 与国内金融机构相比较, 它们受到货币政策的影响和约束较小。如果国内货币政策从紧时, 外资银行可能从其他渠道回避管制。

加入 WTO 后, 尤其金融市场、金融中介机构对外开放后, 外资银行的业务扩展会继续改变中介目标作用的有效性, 第一, 金融市场对外开放后, 外资银行会不断把金融创新输入到中国,

注的问题。

新型封闭式基金的具体成型方案是: 在期限上不得超过五年; 在规模上, 目前申报的基金公司大多将规模限制在 40 亿份左右; 在交易方式上, 将具有半封闭半开放的特点, 当持续折价率达到一定幅度, 例如超过 10% 时, 创新封闭式基金持有人可以选择赎回。有关业内人士认为, 一旦方案通过, 则意味着停滞达 5 年之久的封闭式基金发行将再度启动。

创新型封闭式基金在设计方案中引入了“救生艇条款”, 即一旦基金的折价率超过了某一范围就将自动放开赎回。创新型封闭式基金将具有半封闭半开放的特点, 基金公司将在产品合同中做出与折价率相关的承诺。同时, 为提高透明度, 创新型封闭式基金将改变现在每周公布一次净值的做法, 改为每日公布净值, 而且投资管理干部的选拔将公开透明, 其他方面的信息辟谣也更加及时和充分, 比如说设计方案还对基金积极分红做了明确规定。这也形成了创新型封闭式基金的投资优势。

新型封闭式基金的创新可以体现在以下几个方面: 首先, 完善基金治理结构, 明确规定持有人大会的召开时间, 确保持有人大会能够使基金法赋予的权利。其次, 创新型封闭式基金很可能将适度放宽投资限制, 扩大投资标的物的选取范围。第三, 投资比例限制适度放宽。第四, 可以设计成“半封半开”或其他创新交易模式, 通过定期适度转开开放降低折价率, 改善其流动性。第五, 缩短存续期限。第六, 降低固定费率, 提高业绩报酬, 从而督促管理人勤勉尽职。

## 参考文献:

- [1]唐雪芹. 封闭式基金 - - 较高安全边际的长期投资品种, 财政金融.
- [2]王晓宇, 王磊. 封闭式基金折价问题分析.
- [3]顾会鑫. 透过高折价现象看我国封闭式基金的未来发展, 金融与经济, 2007, 6.