

基金理财的多彩世界-3

李曜 教授
(金融学院)

第三讲：基金的募集设立、定价、交易与费用

• 一、开放式基金的申购/赎回

- 1、定义：申购是指投资者到基金管理公司或选定的代销机构开设基金账户，按照规定的程序申请购买基金单位。
- 赎回是指投资者把手中持有的基金单位，按规定的价格卖给基金管理人并收回现金。

- 2、申购、赎回价格的确定：
 - 申购： $NAV + \text{申购手续费}$ ；
 - 赎回： $NAV - \text{赎回手续费}$ 。
 - 实际中，并非直接从NAV中加减费用
- **外扣法和内扣法的比较**
- 例题：**基金申购、赎回、转换的举例**

二、开放式基金的定价方法

- 已知价/未知价法
- 已知价：事前价（backward price），也称历史计价（historic price）。
- 未知价：事后价（forward price），也称预约计价。
- 讨论：已知价和未知价的内在区别？选择何种计价方法？为什么？

三、申购赎回的一些术语和做法：

- 1、基金的自行封闭、限制申购 或 暂停申购：

举例：

(1) 发行时限制上限——华安创新（首只开放式）；
牛市盛行的做法（2007，2015，2020，2025），

“日光基”

(2) 自行封闭——如当前有1年期、3年期等封闭期的基金（交银施罗德瑞和3年封闭期基金，2022.2-2025.2）

(3) 暂停申购——事件因素暂停（如2006/2/16-20，中石化要约收购事件影响，博时精选等暂停申购）

齐鲁石化为例

- 根据2006年2月15日中国石油化工股份有限公司董事会决议，中国石化决定全面要约收购中国石化齐鲁股份有限公司所有流通股。中国石化按**每股10.18元**的价格收购齐鲁石化流通股股票35000万股，占齐鲁石化已发行股份比例的17.95%。本次要约收购齐鲁石化流通股的资金总额为35.63亿元，要约收购的期限为要约收购报告书公布之日起的30个自然日。
- 2006/2/7，**收盘价8.18元**，2/8—2/16，股票停牌。
- 2/17（周五），股票复牌，2/17，2/20两日涨停，2/21，股价10.00元。

齐鲁石化的大股东（2005/6/30）

股东名称	持股数(股)	比例(%)	性质
中国石油化工股份有限公司	1,600,000,000	82.05	国有法人股
博时价值增长证券投资基金	17,850,000	0.92	A 股流通股
中信经典配置证券投资基金	15,940,000	0.82	A 股流通股
上证 50 交易型开放式指数证券投资基金	10,350,000	0.53	A 股流通股
安顺证券投资基金	8,880,000	0.46	A 股流通股
博时精选股票证券投资基金	7,140,000	0.37	A 股流通股
易方达 50 指数证券投资基金	6,690,000	0.34	A 股流通股
富国天瑞强势地区精选混合型开放式证券投资基金	5,050,000	0.26	A 股流通股
长盛动态精选证券投资基金	5,060,000	0.26	A 股流通股
徐瑛	4,320,000	0.22	A 股流通股

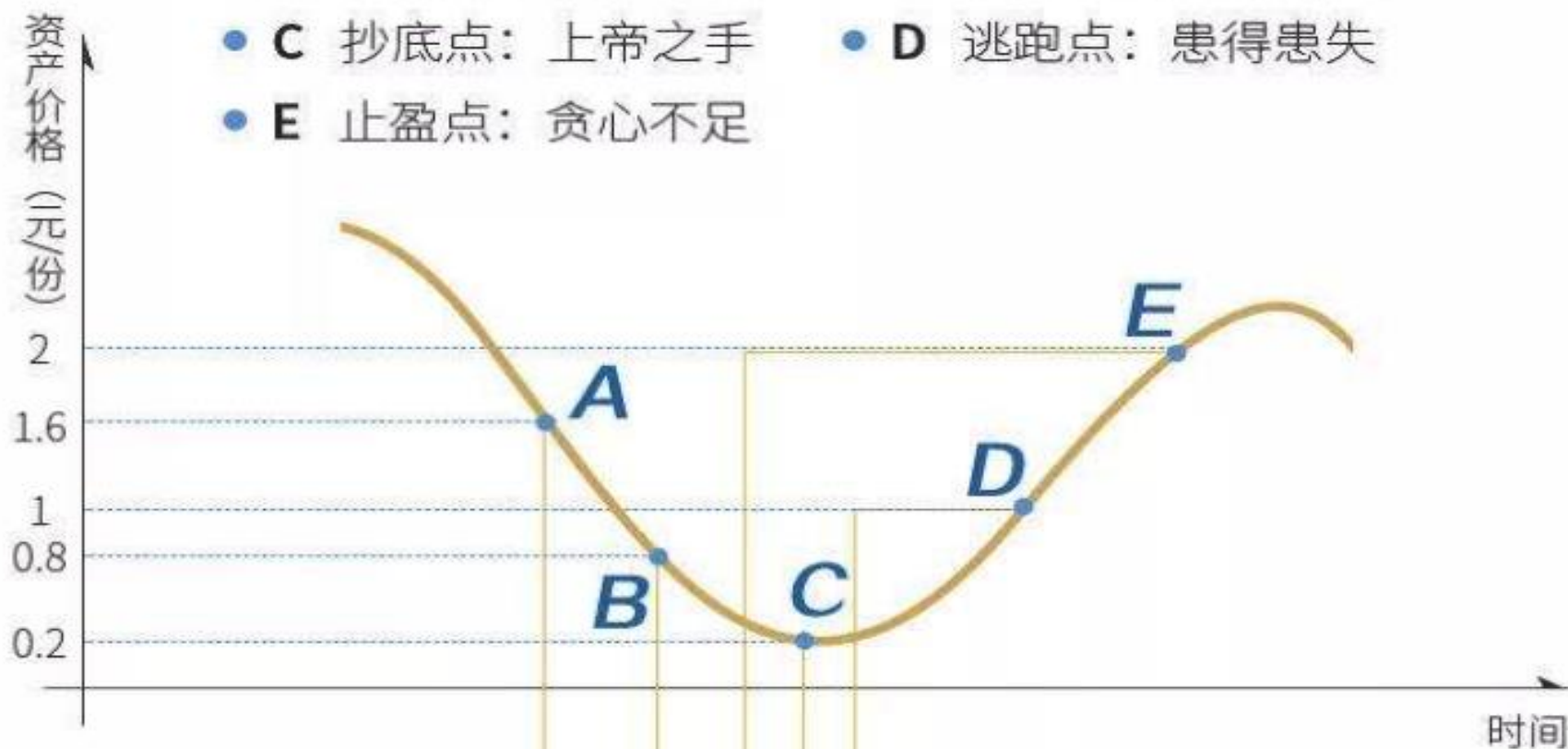
- 2006/2/16——2/20，博时价值、博时精选两只开放式基金暂停申购。（2/16，中石化公布要约收购方案日，齐鲁石化等尚未复牌交易）。
- 富国动态平衡2006/2/17—2/20，暂停申购。
- 博时价值为例，在齐鲁石化、扬子石化上，持股2400多万股，占基金净值的8%，要约价格使得基金净值可上升2分钱。
- 暂停申购，使得投机者无法获得套利机会。

- 2、自动投资计划——又称“定期定额投资计划”
 - 定期储蓄式的基金购买方法/平均成本法。
- 讨论：关键的优势？
 - **（基金平均购买成本与基金平均净值的关系）**
- 案例：自动投资计划举例分析

没纪律是投资的敌人/克服人心的贪婪和恐惧

没纪律是投资的敌人

- **A** 买入点：寻寻觅觅
- **B** 犹豫点：焦虑杀跌
- **C** 抄底点：上帝之手
- **D** 逃跑点：患得患失
- **E** 止盈点：贪心不足



智能定投

- 案例一：招商银行推出的智能定投

- 1、招行所有代销的基金均可实现基金“智能定投”；
- 2、扣款日期及扣款周期均可任意选择，可以设定每月任意一天为扣款日期，更自由决定扣款周期，比如每隔1个月、每隔2周、每隔5天；
- 3、客户可以根据自己的理财目标设置投资日期、扣款期数、累计扣款金额三种终止条件任选。
- 4、可以修改、追加、暂停、取消基金“智能定投”业务，一切根据客户的需求而定；
- 5、客户可以到招行各银行网点办理，也可通过网上银行、电话银行自助渠道轻松办理。

“智能定投”相伴，精彩人生每一步

- 招行的宣传口号：

- “炫彩人生”——月光一族，参加定投积少成多。 18~25岁
- “浪漫人生”——上班一族，参加定投省时省事。 26~30岁
- “和美人生”——幸福一族，参加定投教儿育女。 31~45岁
- “丰硕人生”——成功一族，参加定投健康养老。 46~55岁

- 案例二：智能定投升级版

- 博时基金公司于国内首家推出“定期不定额”，每月投资金额根据市场指数的波动自动调整，涨时少买、跌时多买。
- 设定高中低三档每月扣款金额，每月实际扣款日系统自动计算 **“前一工作日上证指数与上证指数十年均线的比值X”**， $X \geq 1.1$ ，按低档金额扣款； $1.1 > X > 0.9$ ，按中档金额扣款； $X \leq 0.9$ ，按高档金额扣款。
- 每月投资100元起，费率六折起，多种银行卡，多种扣款选择。
- 农行卡、招行卡、浦发卡。每月8日、18日、28日任选一个日期作为扣款日。

- 案例三：工行“基智定投”

- 工商银行主导的“基智定投”活动。
- 定时不定额：定投额度将以基准金额为基础，随指数变化而上下浮动。
- 除了传统的基金定投应有的可供选择的“定投周期”、“每月申购日期”，以及“定投年限”（目前有三种，分别为3年、5年、8年）等基本项目外，投资者还需要设定一个定投的基准金额，然后还要选定一个比较基准指数和一个比较基准均线。

- 假设投资者以“定时不定额”方式投资兴业社会责任基金，首先，他要选择一个比较基准指数，目前系统提供**上证综指、深证成指、上证180指数、深证100指数、巨潮300指数**；然后，选择比较基准均线，系统默认的是180日均线（另一个可选择项是30日均线）；再次，系统将对投资者设定的扣款日的前一个交易日的指数与180日均线进行比较，计算出偏离度，并判断这一数值落在系统设定的哪一个偏离区间，然后系统将根据这个偏离区间对应的扣款比率进行扣款。
- 以上证180为例，当指数和均线形成**负偏离关系**，即指数低于180均线，且偏离度为0~5%时，扣款比率为投资者设定的定投数额的110%；偏离度为5%~10%时，扣款比率为120%；偏离度为10%~15%时，扣款比率为130%；偏离度超过15%时，扣款比率为140%。当指数和均线形成**正偏离关系**时：偏离度为0%~15%时，扣款比率为投资者设定的定投数额的90%；偏离度为15%~50%时，扣款比率为80%；偏离度为50%~110%时，扣款比率为70%；偏离度超过110%时，扣款比率为0%。

• 如何?

- 案例四——智赢定投（华安基金公司）

- 智赢定投——高抛低吸：核心策略可以概括为“涨时了结，跌时多买”，能够根据投资人定投计划的投资收益情况，自动实现适时获利了结，或适时加大投资力度。当定投计划盈利达到一定程度时，“涨时了结”能够帮助投资人规避后续可能的下跌风险；当定投计划亏损达到一定程度时，“跌时多买”可以更好地起到摊低成本的效果，提升后续盈利的概率。
- 趋势定投——追涨杀跌：一般没有

- 2020/9，除一折特惠的“固收+”类基金产品以外，
中国银行从7月起推出为期五个月的“基金定投节”
活动，联合18家公司精选20只产品，活动期间定投
费率三折优惠。另外，中行手机银行还为客户提供多
达4000余只基金产品，申购费率可享六折优惠，客
户可根据自身投资需求审慎购买。
- 除基金产品外，近期升级的中行手机银行“财富频
道”，还为客户提供“中银慧投”、中银理财、账户
贵金属、外汇买卖等丰富、专业、智能的个性化资产
配置服务，满足不同客户的财富管理需求。

- 基金定投（定期定额投资计划）
- 与基金的**投资顾问服务**，或称“智能投资”等，还是不同的。——涉及选择基金和基金组合，这个选择基金的话题，后续再讲！



长期持有与基金收益（早期历史数据）

持有时间（H）	平均收益率	客户数	占客户比
H<半年	8.33%	21004	33.57%
[半年，1年)	8.49%	12475	19.94%
[1年，1.5年)	14.19%	6166	9.86%
[1.5年，2年)	17.16%	3087	4.93%
[2年，	58.80%	17881	28.58%

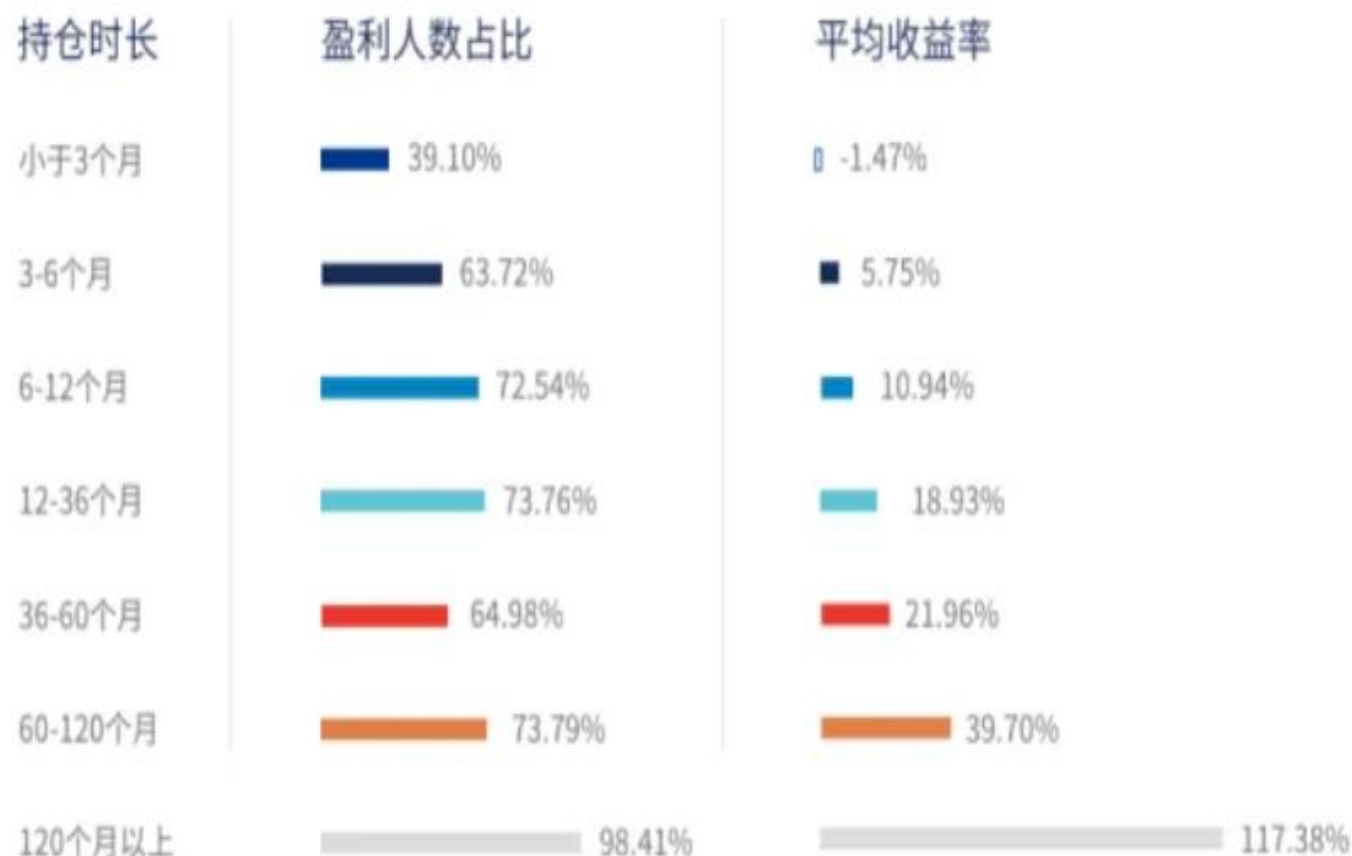
截至到2006年6月30日，最初投资广发聚富（2003-12-3）的全部62564个客户的统计数据。

- **投资广发聚富基金收益最高的是持有时间最长的客户群！**
- 2005-7中旬到9月中旬，是当年股市波动明显的时段。统计发现，在投资聚富基金的全部**101595**个客户中：
 - 在最低点1012点前后三天（7/15-7/19）申购基金的客户有172个，占0.172%；
 - 在最高点1220点前后三天（9/16-9/20）赎回的客户有405个，占0.405%。
 - 在低点申购的172人与高点赎回的405人中，只有**2**人是相同的。

- **“要在市场中准确地踩点入市，比在空中接住一把正在下落的飞刀更难！”——华尔街流传**
- **基金市场中的一语成讖：“基金赚钱，投资者不赚钱！”**

- 根据2021年10月20日，由景顺长城基金、富国基金、交银施罗德三家基金管理公司联合研究制作、并携手中国证券报联合出品的《公募权益类基金投资者盈利洞察报告》，基金持有人实际获得的收益=基金的收益+基民的行为损益，在2016-2020年5年期间，投资者由于投资行为，将最终的投资收益拉低了11.61%，基民的操作给收益带来的损耗接近60%。
- 要想把基金的业绩实实在在转换为基民的收益，减少在牛市顶点追入、低点卖出这一行为至关重要。
- 阅读该报告
(<https://zhuanlan.zhihu.com/p/425896540>)，亦见canvas平台。

图14 截至2021年一季度末不同持仓时长的客户收益情况

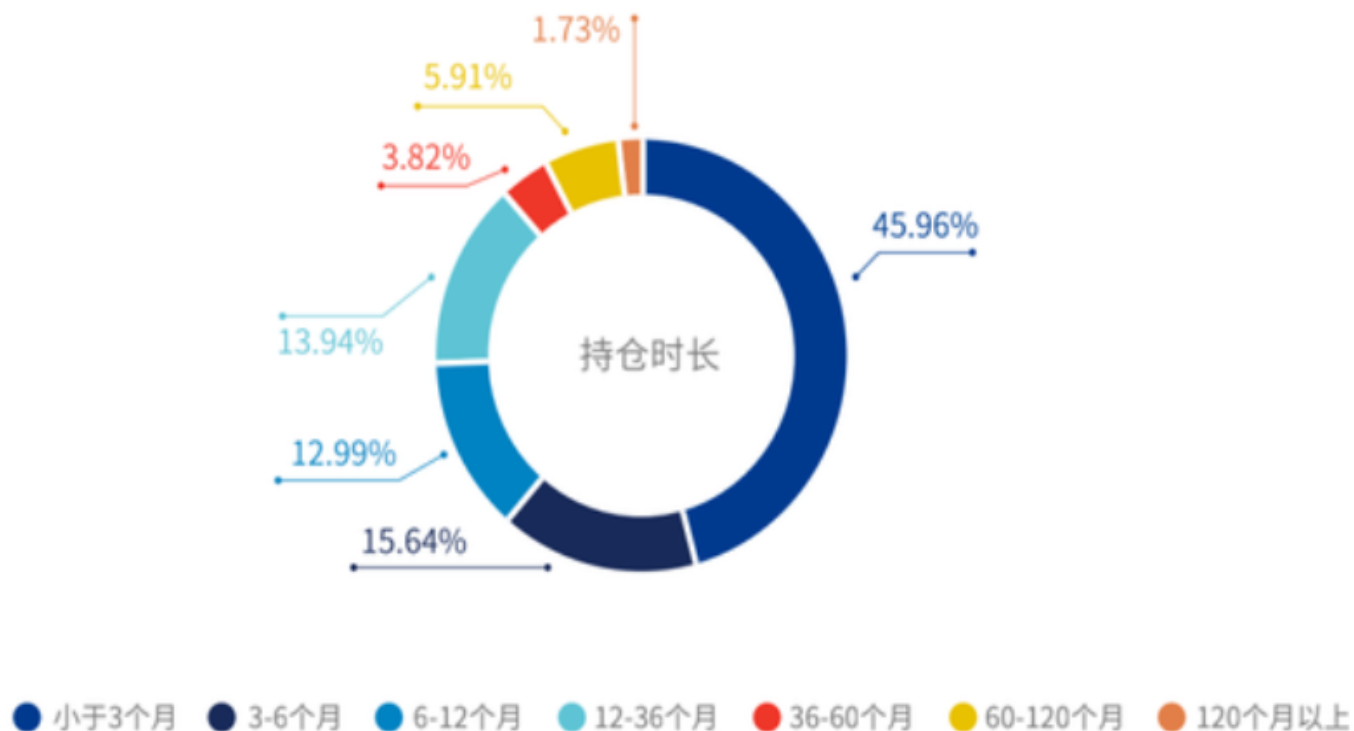


数据来源：景顺长城基金、富国基金、交银施罗德基金，统计区间为公司成立以来至2021年3月31日。

*注：持有时长指标对应的是客户单个渠道单只基金的持有时间，故上表收益率数据表示客户在不同渠道购买过的每一只基金获得的收益情况。

不过，虽然盈利水平与持仓时长正相关，但是客户占比却与持仓时长大致呈负相关。有45.96%的客户持仓时长不到3个月，共61.6%的客户持仓时长都在半年以内。只有11.46%的客户能够持有基金超过3年，能够持有基金超过十年的只有1.73%。

图15 截至2021年一季度末不同持仓时长的客户人数占比



基金定投注意的事项

- (1) 选合适的基金产品——波动大，如指数型、偏股型基金等
- (2) 及时止盈
 - 定投**止盈不止损**，达到目标，及时卖出。
 - 定投与“一把梭”：一把梭，即一次性全部投资，只适合于单边上涨市场。在非单边上涨的其他情形下，定投都更好

• 3、自动再投资计划（红利再投资）

收入分配的一种形式：现金、红利再投资。

“在美国有这样一个例子：假如你在1925年用1美元投资标准普尔500种股票指数，并把全部红利再投资，到1997年末你会拥有1828.33美元。如果你不将收益再投资，原始投资的收益仅仅建立在股票升值上，则到1997年末你拥有的财富为76.07美元”。——参见玛丽·罗兰（Mary Rowland）著：《投资共同基金》，中信出版社2007年版，第53页。

国内情况：

“股票基金红利再投资比例的实证研究”（徐端丰毕业论文，2007）

• 4、申购与赎回的时间间隔

避免过快赎回和频繁赎回。

(1) 赎回费设置

首次发行后的闭锁期（建仓期）：一般为3个月，最长6个月。
建仓期后，申购赎回之间的时间间隔，一般为T+2。

- **惩罚性赎回费率**：（持有不足7日，赎回费率1.5%；持有不足30日，赎回费率0.75%）
- 长期持有，赎回费率优惠（鼓励推迟赎回）

• (2) 赎回限制

- 一年持有期基金/三年持有期基金等

- **例：广发聚荣一年持有期混合型基金（2020.6.30）**

本基金持有一年以上不收取赎回费。

本基金每个开放日开放申购，但投资人每笔认购/申购的基金份额需至少持有满一年，在一年持有期内不能提出赎回申请。

- **5、巨额赎回**

单个开放日，要求净赎回份额超过基金份额事先规定的比例时，称基金发生了巨额赎回。

我国《基金运作管理办法》：基金总份额的10%。

- **巨额赎回的处理**

四、基金交易中的几个问题（异象）

“恐高症”

- 原始股效应；高抛低吸、把基金当股票
- 基金公司应对恐高症的策略（历史上出现过）：
 - 1、基金大比例分红；
 - 2、基金分拆——类似股票分拆
2006年，富国天益价值试点
 - 3、基金复制
2006年，南方稳健成长试点：第一支克隆基金
- 问题：原因、效果如何？

• 大比例分红的利弊？

- 分红的时机选择非常重要。
- 如果市场处于上扬行情中，基金大比例分红，意味着或多或少、情愿不情愿都要进行减仓，抛掉手上的股票以兑现红利。分红以后，净值降低，如果引来大量新资金，那么基金还要重新建仓，不仅提高了持股成本，还会进一步摊薄了原持有人的利益。从过往数据来看，**上扬市场行情中选择高分红的基金涨势往往不如没有高分红行为的基金。**相反情况下，基金实行大比例分红，不仅可以部分规避下跌风险，还可以借机调整仓位，甚至摊薄持股成本。
- **2009年4月，大量股票型基金进行分红**

- “诺安平衡业绩下滑完全是2007年多次大比例分红所致，每次大比例投资分红都会迫使基金经理卖出大量的投资组合，在基金持续营销结束后再匆忙建仓。公司单纯为了扩大基金份额而多次大比例分红的做法，对这只原来的明星王牌基金业绩表现构成致命伤害。”
- 截至2007年12月31日，与2006年底的基金份额和资产规模对比，**诺安平衡基金份额扩大了12.7倍**，基金资产规模扩大了5.58倍，从19.95亿增加至131.30亿；**诺安股票基金份额扩大了74.11倍**，资产净值扩大了101.32倍，从4.05亿增加至414.35亿；**诺安价值基金份额增长了1.25倍**，资产净值规模扩大了1.43倍，从77.01亿增加至187.05亿。

- 诺安公司2007年基金分红信息显示：诺安平衡基金累计三次大比例分红，每10份基金份额共分19.75元；诺安股票基金累计两次大比例分红，每10份基金份额共分17.59元；诺安价值连续两次大比例分红，每10份基金份额共分9.45元。
- 由于公司在2007年为了促销多次大比例分红，导致基金经理每次都不得不先卖出大批股票组合，然后还得匆忙建仓，最终严重影响净值排名。到年底时，公司考核时丝毫不考虑多次大比例分红因素影响，给予基金经理考核不及格的评价。

• ——诺安异象，2008-7

基金拆分

- **从本质上说，基金份额的拆分并不一定对持有人有利或有害。**

- 2006年7月17日，富国天益拆分，其单位净值由1.60元左右降为1.00元，份额从2季度末的6亿份窜升至38亿份，增幅达到530%。
- 之后各大基金公司纷纷效仿。
- 2006年12月21日，大成精选拆分。份额从3亿猛增至91亿，增幅高达30倍。
- 2007年1月26日，交银精选正式拆分。为了防止基金份额过大，他们首次提出了“按比例确认”的方法进行申购。规定基金总份额不超过100亿份。以此限制基金申购规模。结果新增资金90亿元。
- 2007年2月，易方达积极成长拆分，规定上限，新增资金70亿元
- 2007年3月26日，宝康消费品拆分，规定上限，新增资金70亿元。
- 2007年3月19日，景顺优选拆分，规模上限为80亿元。
- 2007年3月22日，招商成长拆分，上限90亿。

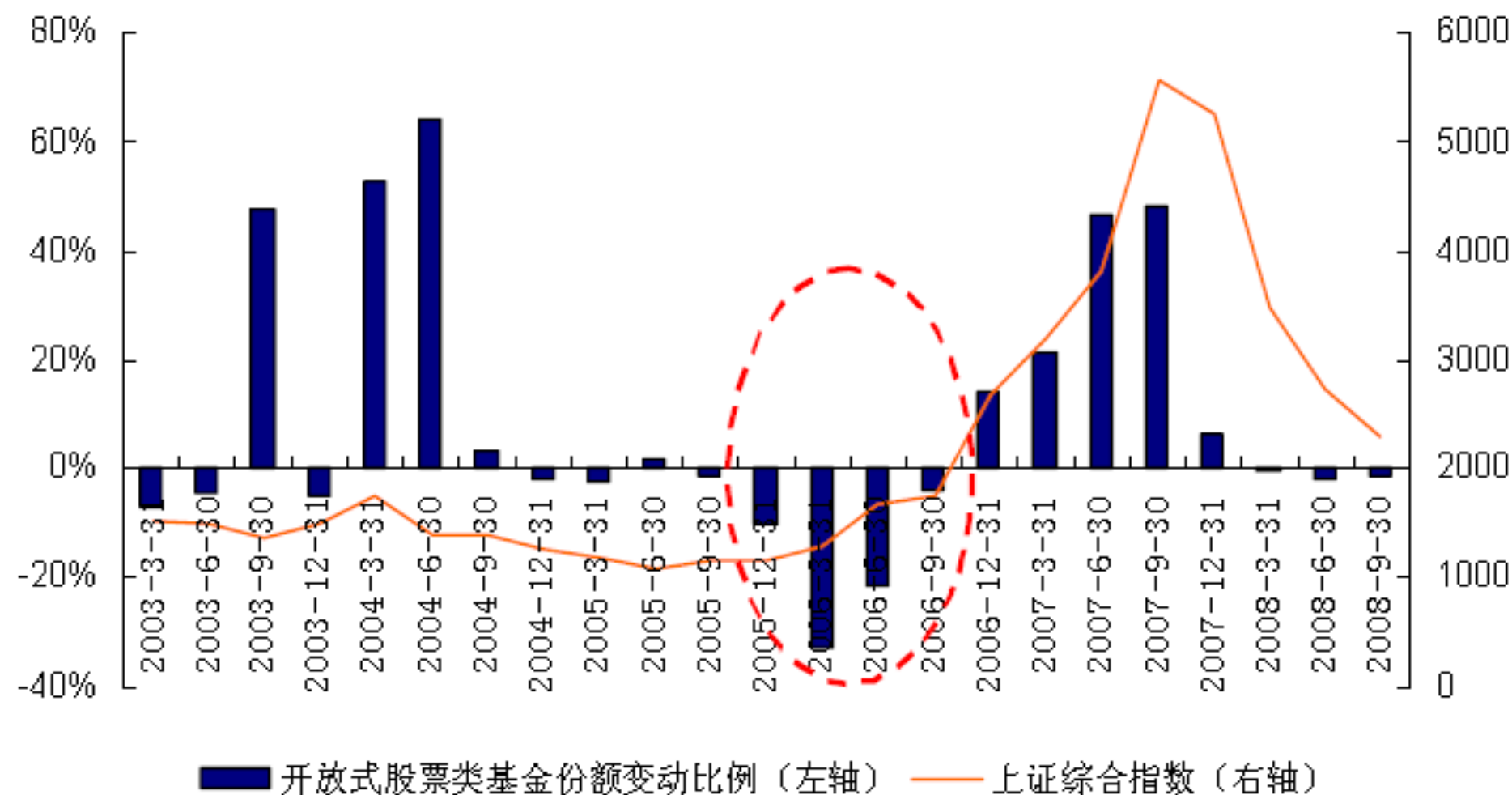
寓言：朝三暮四

基金赎回的外部效应

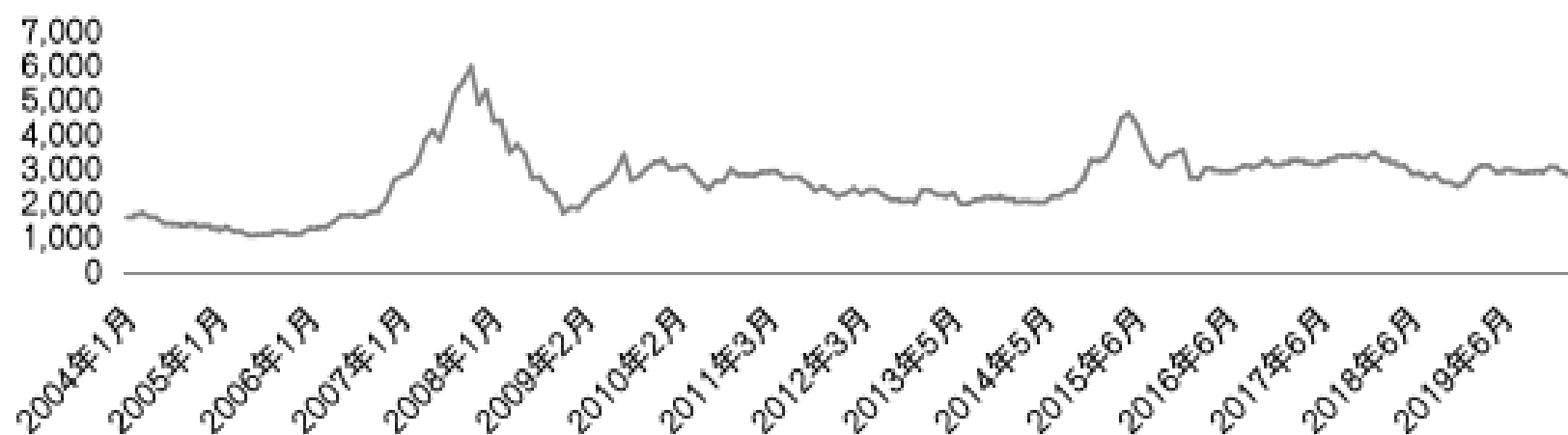
- 研究论文

- 1、李曜, 于进杰, “开放式基金赎回机制的外部效应”, 《财经研究》2004年第12期;
- 2、陆蓉, 陈百助, 徐龙炳, 谢新厚. 基金业绩与投资者的选择——中国开放式基金赎回异常现象的研究. 《经济研究》, 2007年第 6期.

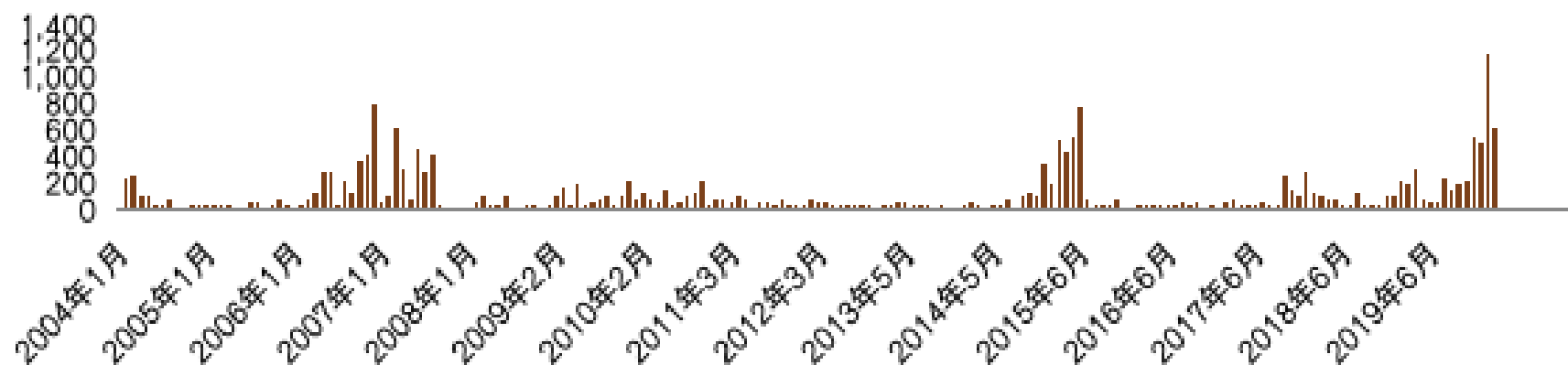
散户化特征使得基金规模变动与股市周期有一定滞后性



上证综指



股票型+偏股混合型基金发行份额



数据来源: WIND

为了真实展现客户交易行为与市场行情的相关性，我们将三家公司客户的申赎数据进行了整合，结果显示，客户的交易行为与市场行情显著相关。

图17 三家公司基金季度买卖情况与沪深300指数走势对比



数据来源:Wind,统计近15年,2006年1月4日(2006年第一个交易日)至2021年一季度末沪深300指数(000300.SH)每季度末当日收盘价;景顺长城基金、富国基金、交银施罗德基金三家基金公司同期按季度合计基金买入金额(包含认购、申购、转换入、定期定额申购)及卖出金额(包含赎回、转换出)。

五、基金的募集设立

(一) 基金的发起人

封闭式基金：证券公司、信托投资公司、基金管理公司——一般以此三者为主发起人；

封闭式基金发起人要求必须认购基金一定份额。（如3%）

开放式基金：发起人均为基金管理公司。发起人可以认购也可以不认购基金份额。

发起式基金

- 基金管理公司必须认购一定规模的基金份额，并限制流通
- 基金公司在募集资金时，**发起人用自有资金购买的新基金金额不少于1000万元，并承诺持有期限不少于3年**，同时外部的募集金额不低于5000万元，基金份额持有人不少于200人，符合以上条件的就可以成立发起式基金。发起式基金，等于降低了基金成立的“门槛”。
- —— **《基金运作管理办法》要求开放式基金最低募集2亿元资金方可成立。**

- 2012年6月，证监会向各基金公司下发通知，将增设发起式基金审核通道，简化审核程序，并优先审核（将从普通基金的3个月审核期减少为1个月的审核期），这意味着我国的发起式开放式基金开始出现。
- 发起式基金的出现及其在中国证监会的快速审核，标志着我国基金发行监管从“核准制”向“注册制”的逐步转变。

- (二) 基金募集

封：

确定承销公司——主承销商；

选择招募方式——上网发行；

公布招募说明书——招募宣传；

开：

目前，基金市场上主要是开放式基金的募集

- (1) 募集规模上限；（一般不设上限，特殊基金或特殊时期，会设置50亿元、20亿元、80亿元、100亿元等各类上限）
- (2) 首次发行认购费率；（1%）
- (3) 最低投资金额限制；
- (4) 首次发行期。一般一个月，热销时期会缩短，甚至出现“日光基”；冷销时期，发行期会延长

- (三) 开放式基金的销售（直销）与代理销售（代销）

- 1、代销——传统代销渠道：银行、券商特别是大型银行和大型券商
- 2、代销——电子商务，始于中小银行
 - (1) 银基通：例如华安——“到账快” “花钱少” “不操心” “随您换”（最佳基金电子商务--华安基金的早期宣传语）
 - (2) 银联通（兴业银行、广发银行等）：[银银平台](#)
 - **(3) 第三方支付平台**——汇付数据、银联通、通联、易宝支付、 微信理财通、支付宝
- 3、直销：基金管理公司

所有的基金公司目前都有电子直销，并成为基金销售的主要渠道

• 4、新型代销机构——独立第三方代销机构

- 2012年2月，中国证监会正式批准首批独立基金销售牌照，四家机构获批，一直缺乏监管的基金销售行业终于迎来“正规军”。
- 之后：**好买基金网**、诺亚正行、东方财富下设的**天天基金网**、众禄投顾、数米基金/**蚂蚁财富**、同花顺、上海长量信息科技有限公司、北京展恒、上海基德、**雪球网**。
- 另有一些证券咨询公司获得代销资格（天相、深圳新兰德等）；
- 目前，**一百多家第三方基金代销机构**

- 第三方代销机构的生存？竞争优势？
- 导购角色
- 如数米基金网（www.fund123.cn）创办于2006年，注册资本为5000万元，是国内第一批面向个人投资者的基金垂直网站。数米基金网的网站注册用户近300万人。获批后将改名为“数米基金销售有限公司”，并推出基于互联网的网上基金交易服务，提供“一站式”金融理财顾问服务。
- 目前改名“蚂蚁财富”，成为蚂蚁金融集团成员

举例：广发基金的平台

(<https://trade.gffunds.com.cn/login>)

[忘记密码](#) | [立即注册](#)

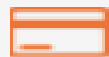
点击登录按钮视为同意[用户服务协议](#)、[隐私政策](#)

登 录



[微信登录](#) | [手机短信登录](#) | [基金账号登录](#)

在以下平台买过广发基金产品，[首次登录](#)请点击图标激活账号



银行、券商



天天基金



支付宝/蚂蚁财富



微信理财通



广发证券易淘金



苏宁零钱宝



百度金融



其他合作平台

- 2022年度基金销售认 / 申购金额中，**商业银行渠道**占比最高，为41.06%，且自2017年以来占比连续提升；其次为**独立基金销售机构渠道**（以下简称“独销渠道”），占比27.50%，该渠道自2018年以来占比连续提升；再次为**直销渠道**，占比18.60%，且自2017年以来占比连续下降；**证券公司渠道**占比为12.13%，较上年略有提升（见图2-62）。
- 截至2022年末，**直销渠道**保有规模占比最高，为40.85%，但呈现逐年下降趋势；其次为**商业银行渠道**，占比26.17%，较上年略有下降；再次为**独销渠道**，占比22.34%，该渠道自展业以来保有规模占比连续提升；**证券公司渠道**保有规模占比为10.07%，较上年略有提升（见图2-65）。

——《证券投资基金业年报2023》

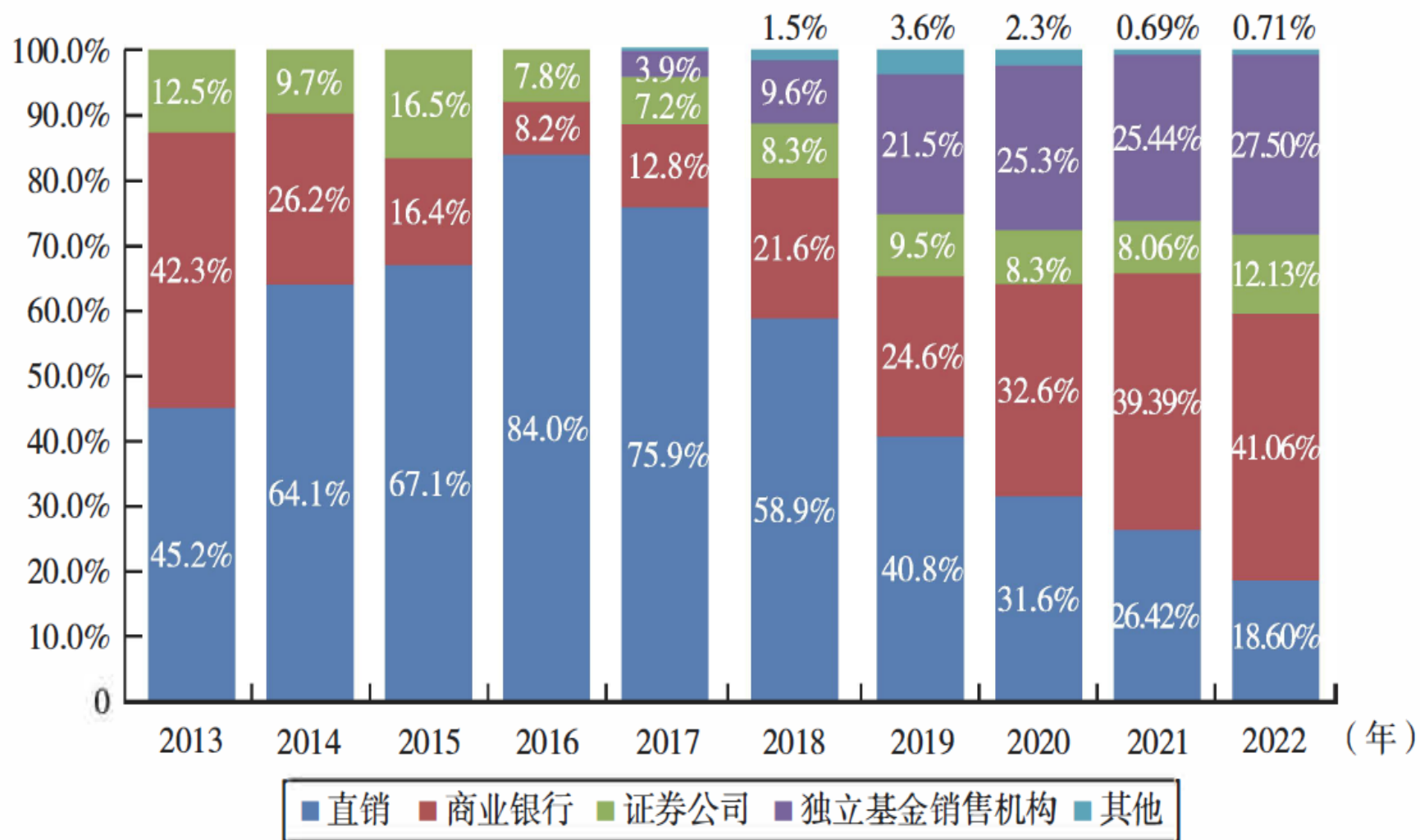


图 2-62 基金认 / 申购渠道占比情况

资料来源：中国证券投资基金业协会。

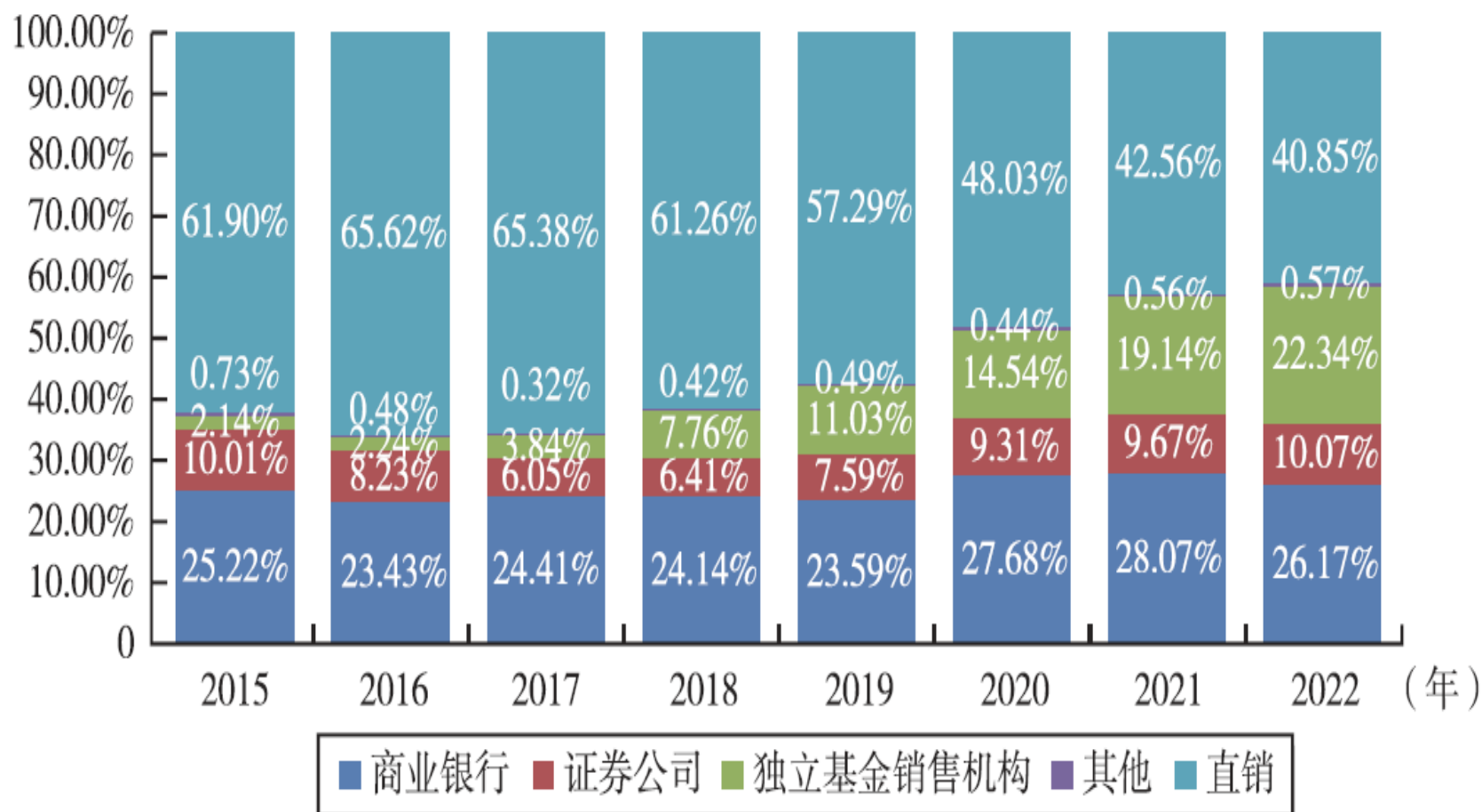


图 2-65 各渠道基金销售保有规模占比情况

资料来源：中国证券投资基金业协会。