

PDF-CASE2016002

## 前海开源分级基金产品开发、投资者利益保护与市场环境之困<sup>1</sup>

### 案例正文

**摘要：**前海开源是一家成立近 3 年的公募基金管理公司。本案例以 2015 年中国证券市场上半年的单边大幅上扬牛市与下半年由牛市向熊市的快速切换为背景，集中分析了前海开源中航军工分级基金成立之后长达 6 个月建仓期的空仓运行与基金规模异常快速扩张这种强烈反差现象背后的深刻原因。本案例通过创新型分级基金的结构化设计、风险收益特征、套利机制发生条件及其后果的分析，目标是揭示基金管理公司在产品开发、基金销售过程中投资者利益保护、市场拓展与公司系统性风险控制之间的激烈冲突，深刻反思中国证券市场估值水平的合理性、基金发行制度与信息披露制度缺陷、投资者教育缺失下复杂性基金产品销售与投资者适当性之间的矛盾。

**关键词：**分级基金；风险控制；投资决策；基金监管；投资者利益保护

### 0 引言

2015 年 5 月的深圳早已骄阳似火。自去年 7 月份以来，中国证券市场正在上演一场如火如荼的大牛市，其快速拉升的火爆程度甚至超过了记忆中已渐渐远

---

1. 本案例由广东财经大学金融学院的袁赬、蒋永丹、李峥、翁文娟撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。

2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。

3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。

4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效。

去的上一轮股权分置改革引发的 2005-2007 年牛市。如往常一样，前海开源基金管理公司的联席董事长王宏远一早就来到公司设在深圳市福田区深南大道万科富春东方大厦的办公室。公司成立 2 年多以来，在全体员工的辛勤努力下，公司业务稳健增长，逐渐获得了市场的认可。

打开电脑，王总开始浏览最新的财经要闻。《每日经济新闻》一则公司新闻很快引起了他的注意，新闻标题赫然写着如下字样：《中航军工分级零仓位上市规模暴增》，自 5 月 20 日发表以后，陆续在《中国经济网》、《网易财经》、《东方财富网》与《和讯网》等国内权威财经门户网站转载。

自 1998 年加入南方基金开始，王总担任过基金经理、还曾被公派赴美国哥伦比亚大学留学并获得硕士学位。十几年来，王总已从一名普通的基金业从业者，成长为前海开源基金管理公司这家年轻公司的掌舵人。虽然王总早已习惯证券市场的波涛汹涌，但是看到这样的公司报道，心情也还是久久难以平静。

这一切，都是从公司最近对外公开的一则申明开始。这份申明显示，前海开源基金管理公司投资决策委员会的风险控制决定主要包括两点：第一、对于净值在 1.2 元以上的基金，鉴于其净值防守垫较充足，公司决议在合规及授权范围内，基金仓位及投资中小板、创业板股票的比例由基金经理本人谨慎自主决策；第二、净值在 1.2 元以下及在上证指数 4000 点区域及以上发行的新基金，单个基金持有中小板和创业板股票的合计比例不得超过基金净资产的 10%。

在一片唱多的市场狂热中，这样的申明显然显得非常另类。然而，创业板指数并未由于前海开源的风险警示而止步，反而在市场的一片质疑声中，不断狂飙，到 5 月 30 日更是冲破 3500 点大关，自年初以来涨幅高达 139.67%。

实际上，从今年 3 月份以来，公司投资决策委员会为了实现对市场系统性风险的有效控制，就已经决定了公司战略防守的整体部署。作为看空市场的极少数派，也许这个夏天注定是孤独的，不仅要面对来自于基金同行比较，面临市场拓展的困难；更难过的是，与高歌猛进的市场基准形成对照的是，公司权益类基金表现萎靡，想到托付于公司的投资者，王总不禁心头沉重起来，深深地吸了一口气……

## 1 竞争环境

公募证券投资基金是指通过公开发售基金份额募集资金，由基金托管人托管，由基金管理人管理和运作资金，为基金份额持有人的利益，以资产组合方式进行证券投资的一种利益共享、风险共担的集合投资方式。最早的基金究竟诞生于何时何地并没有一致的看法。一般认为 1868 年的英国的“海外及殖民地政府信托基金”是世界上第一支封闭式基金；而 1924 年诞生于美国的“马萨诸塞投资信托基金”是世界上的第一支开放式基金。

一百多年来，世界各国基金管理公司的生存法则与盈利模式一直没有改变。那就是，为客户提供持续的可比较的投资回报，从不断增长的管理资产中计提资产管理费。一个基金管理公司的客户基础与资产管理规模不仅是公司生存的基础，也是一个基金管理公司发展实力的集中体现。

### 1.1 基金管理行业背景

中国第一家基金管理公司国泰基金于 1999 年 3 月成立，自那算起，17 年来中国基金管理行业伴随中国证券市场的成长迅猛发展。截至 2014 年 12 月 31 日，包括尚未发行公募基金的基金公司 4 家，国内基金公司总数为 96 家，其中共有 55 家内资基金管理公司和 41 家中外合资基金管理公司。基金管理行业资产管理规模总计达到 44391 亿元。

时至今日，基金管理行业内部早已经过了跑马圈地的阶段，那些凭借多年产品设计、市场开发与业绩优势的基金管理公司地位已难以撼动。根据资产管理规模，排名前十位的基金管理公司分别是：天弘基金、华夏基金、工银瑞信、嘉实基金、易方达基金、南方基金、中银基金、广发基金与建信基金，其中天弘基金资产管理规模达到 5893 亿元，而建信基金的资产管理规模为 1168 亿元。

从资产集中度来看，基金管理公司发展表现出高度的不平衡性，公司实力之间的差距越来越大。截至 2014 年 12 月 31 日，前 5 家和前 10 家基金管理公司管理总资产占全部基金管理总资产的比例分别为 36.0 %和 52.3%。

### 1.2 前海开源基金管理公司

前海开源基金管理公司经中国证监会批准于 2013 年 1 月 23 日注册成立。公司经营范围：基金募集、基金销售、特定客户资产管理、资产管理和中国证监会许可的其他业务。

作为一家成立仅仅 3 年的基金管理公司，其发展愿景是立足国家金融创新合作区——深圳前海，依托深港紧密合作和融合发展，利用前海“特区中的特区”的区位优势和金融创新先行先试的政策优势，凭借完善的管理体制和创新的运营机制，吸纳海内外高端人才，全力打造专业化、创新型的现代财富管理机构，积极参与前海大开发和中国资产管理行业二次腾飞的潮流中<sup>2</sup>。

截至 2014 年 12 月 31 日，前海开源的资产管理规模为 19.77 亿元，在 94 家基金管理公司中排名第 73 位。

根据全市场基金发行统计，权益类基金的管理费计提比例大约为 1.5%，债券基金大致为 0.5-0.7%，货币市场基金大致为 0.3%。作为一家初创的基金管理公司，要吸引高端人才实现后发优势，必须提供有竞争力的收入。基金管理公司的主要成本为调研费用及高昂的人力资源成本。粗略估计，一家小型的基金管理公司，投资、研究成本及市场拓展的费用保守估计也在 0.5-1 亿元左右。

前海开源要实现保本，王总非常清楚，公司旗下的基金综合资产管理规模应该在 20-50 亿元左右。如何有效地提升公司基金资产管理规模，是前海开源迅速摆脱经营困境的唯一出路，也是王总所面临的当务之急。

## 2 中国证券市场运行态势

### 2.1 投资者结构

中国证券市场一直以来是一个以中小投资者为主体的市场。截至 2014 年 12 月 31 日，沪深两市投资者开户总数 2.43 亿户，其中上交所 1.23 亿户，深交所 1.20 亿户。沪深两市总市值达 37.25 万亿，然而全市场公募基金管理公司合计持有的股票市值仅仅为 15,373 亿元，仅占 A 股市场总市值的 4.1%。这决定了公募基金管理公司对于 A 股市场的话语权依然非常脆弱。

中小投资者作为最大的市场投资群体，受到羊群行为的影响，在牛市行情来临时，投资者蜂拥入市；而在熊市中，投资者仓惶出逃，助长了股市的暴涨暴跌（李志文等，2010）。研究表明，中小投资者缺乏对上市公司异质性信息的处理能力，股票涨跌表现出与大盘的高度相关性，同涨同跌形成共振效应，也让证券

---

<sup>2</sup> 详见公司官网<http://www.qhkyfund.com>。

市场点位高峰更高，低谷更低（Yu, Li & Tian, 2013）。统计数据也显示，无论从日、周、月收益率序列计算，1992-2014 年上证指数波动率都超过了 38%，而同期美国、日本、德国等成熟股市的波动率为 15-25%，即使韩国、印度、新加坡等较为成熟的新兴股市也仅为 25-35%（袁鲲等，2014）。

## 2.2 如火如荼的牛市

在中国证券市场这样一个高波动性的市场中，王总深知公司超常发展实现后来居上，必须紧紧利用牛市来临的机遇，迅速提高公司资产管理规模。可是这样的机会在哪里呢？

机会说来就来了！自从上证指数于 2007 年 10 月 16 日盘中创出 6124 点以来，市场一直处于缓慢下跌与间歇性盘整的状态之中，至 2014 年 7 月 1 日，上证指数收于 2050 点。然而，从 2014 年下半年开始，一波新的牛市似乎已经来临，至年底上证指数已经摸高到 3234 点，涨幅已高达 57.75%。

进入 2015 年以后，牛市的步伐并未停歇，相反，受到前期盈利的刺激，中小投资者蜂拥入市的现象再次出现。在短短的三个多月以后，即 2015 年 4 月 10 日，上证指数便一举突破了 4000 点整数大关。

随着市场的回暖，各大基金管理基金发行速度明显加快，基金发行规模也屡创新高。表 1 为 2014 第 2 季度至 2015 年第 1 季度单季新发基金数目与募集份额一览，其中 2015 年第 2 季度新发基金募集份额为 8812 亿份。

## 2.3 分级基金异军突起

基金大军中有一种创新品种异军突起，那就是分级基金。第一支标准意义上的分级基金是国投瑞银基金管理公司于 2007 年 7 月 17 日发起设立的瑞福分级基金，存续期内将基金份额分成预期收益与风险不同的两个级别，即优先级基金份额（简称“瑞福优先”）和普通级基金份额（简称“瑞福进取”）。两种份额配比为 1:1，分配收益时，优先满足瑞福优先的基准收益（一年定存利率+3%），剩余收益由瑞福优先和瑞福进取按 1:9 分配。若瑞福优先在存续期内出现本金损失，瑞福进取应以累计分红为限对瑞福优先的本金差额进行补偿。

表 1 20142Q-20151Q 新发基金数目（只）与募集份额（亿份）一览

	20142Q		20143Q		20144Q		20151Q		20152Q	
	数目	份额	数目	份额	数目	份额	数目	份额	数目	份额
<b>基金总体</b>	108	891	97	958	106	1700	132	2421	365	8812
股票型	15	55	13	162	14	311	27	688	33	1497
股票指数型	3	60	0	0	5	55	8	42	19	145
股票 ETF	5	23	3	15	2	17	6	140	11	95
<b>股票型总体</b>	23	138	16	177	21	383	41	870	63	1737
混合型	25	290	19	153	18	313	35	1170	122	4150
绝对收益	9	89	4	129	8	81	3	11	92	1873
<b>混合型总体</b>	34	379	23	282	26	394	38	1181	214	6022
债券基金	15	125	17	129	23	214	17	110	15	164
保本基金	2	11	5	55	2	9	6	53	9	167
货币基金	20	149	21	216	20	529	12	68	11	62
短期理财	1	2	6	16	0	0	0	0	0	0
QDII	1	2	2	14	4	16	7	19	3	44
分级基金	9	87	6	55.6	10	99	9	121	50	616
其他类型	0	0	1	2.9	0	0	0	0	0	0

注：1、债券型和货币市场收费模式不同的两只基金按照1只计算。

2、基金分类依据：根据《证券投资基金运作管理办法》中基金分类标准，以及基金最新更新的招募说明书；分类标准：以基金股票投资比例上下限为一级分类准则，以股票投资比例范围（投资上限一下限）作为次级分类准则；

3、分类规则：

- (1) 股票型基金开放式基金：股票投资比例下限 $\geq 60\%$ 的，为股票型基金
- (2) 股票指数型基金：以跟踪股票指数为主要投资策略的基金
- (3) ETF：投资股票的ETF 基金
- (4) 混合型开放式基金：投资于股票、债券和货币市场工具，并且股票投资和债券投资的比例不符合股票型开放式和债券型基金的，为混合型基金
- (5) 绝对收益基金：混合基金中以绝对收益率为业绩比较基准的开放式基金
- (6) 保本基金：附有保本承诺和保本期限条款的开放式基金
- (7) 债券型基金：基金债券投资比例下限 $\geq 80\%$ 的（相当于股票比例上限+现金比例 $\leq 20\%$ ），为债券型基金
- (8) 货币型基金：仅投资于货币市场工具的，为货币市场基金
- (9) 理财基金：与货币基金投资范围接近，每日公布万份收益和7 日年化收益率，定期开放的运作模式
- (10) 分级基金：包括所有类型的分级基金，分级基金的母基金、AB 份额计为1 只基金，AB 份额并入母基金合并统计。
- (11) QDII：经国家有关部门批准从事境外证券市场的股票、债券等有价证券业务的证券投资基金。
- (12) 其他类型：不能归入以上任何一类基金的，暂时归入其他类型。

继瑞福分级之后，2009 年基金市场上又出现两款结构化分级产品：长盛同庆与瑞和 300 分级。结构化分级产品在 2010 年以后迎来快速发展，截至 2014 年底，分级基金总数达到 116 只，份额总数为 1702 亿份。

结构化产品的核心设计在于把普通的证券投资基金划分为两部分：固定收益的 A 级（优先级）份额和带有杠杆的 B 级（进取级）份额。在优先满足了 A 级（优先级）份额的约定收益后，母基金的剩余收益或损失均由 B 级（进取级）享有或承担。对结构化产品而言，杠杆效应是其区别于常规产品的重要特征，而杠杆系数的大小取决于两级基金的份额划分比例和超额收益的分配比例。也可以说，A 级份额的约定收益构成了 B 级份额杠杆借贷的融资成本。

在不考虑超额收益的情况下，份额划分比例决定了高收益份额的杠杆比例。A 级所占比例越高，B 级的融资杠杆就越大。在偏股型基金中，A 级与 B 级的份额比例通常有 4:6、1:1 等结构，对应的 B 级杠杆比例分别为 1.67 倍和 2 倍。在一些债券型分级基金中，由于母基金的风险较低，还出现了 7:3、2:1、8:2 等结构，相应的 B 级杠杆比例较高，分别为 3.33 倍、3 倍和最高的 5 倍。

可以预见，在证券市场基准指数大幅上扬的过程中，分级基金中 B 级份额由于内嵌杠杆效应，其上涨幅度将会更大，分级基金将会受到激进型投资者的积极追捧。在 2014 年之前，分级基金平均每个季度发行规模在 100 亿份以内。但是随着牛市的来临，分级基金发行在 2015 年上半年，特别是第 1 季度受到投资者的热烈追捧，发行数目达到 50 只，发行份额为 616 亿份，如图 1。

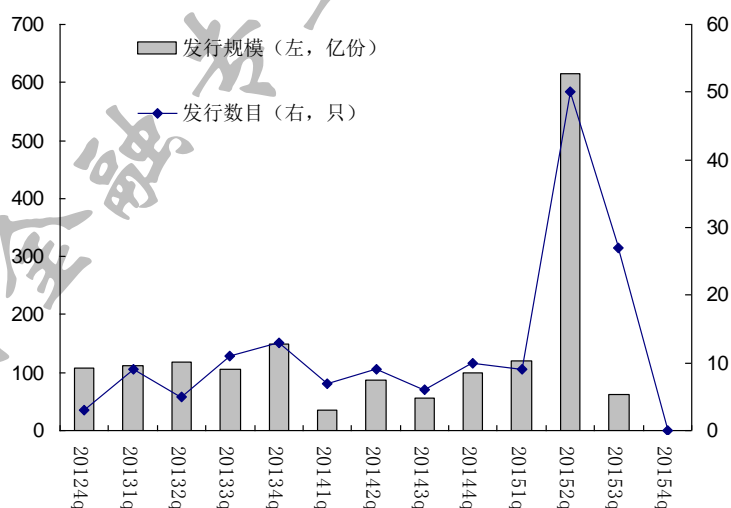


图 1 20124Q-20154Q 分级基金发行数量与规模变化

### 3 前海开源中航军工分级基金发行的“奇迹”

基金发行作为一种市场拓展行为，需要敏锐地捕捉市场热点，及时挖掘、迎合、引导并满足投资者的需要。为了抓住当前的牛市机遇，前海开源从 2014 年

下半年开始集中发行了数只偏股型基金，公司资产管理规模迅速扩大，如表 2。

表 2 截至 2014 年 12 月 31 日前海开源成立基金一览

序号	基金名称	基金成立日	发行总份额	投资类型
1	前海开源事件驱动	2013-12-19	128,523,463	混合型，灵活配置
2	前海开源可转债	2014-03-25	147,792,459	债券型
3	前海开源中证军工	2014-05-27	618,168,587	股票型，被动指数
4	前海开源沪深 300	2014-06-17	234,720,620	股票型，被动指数
5	前海开源大海洋	2014-07-31	655,022,368	混合型，灵活配置
6	前海开源新经济	2014-08-20	654,678,058	混合型，灵活配置
7	前海开源中国成长	2014-09-29	825,163,737	混合型，灵活配置

进入 2015 年以后，前海开源终于开始试水分级基金。公司第一支分级基金——前海开源中航军工于 2015 年 3 月 30 日正式成立，跟踪中证中航军工主题指数。该基金场外申购 2.12 亿份，场内申购 2.53 亿份，基金经理为薛波。与公司以前历次基金发行相比，中航军工的发行规模并无太大差异，似乎这又是一个普通的被动指数型基金。

### 3.1 前海开源中航军工分级基金建仓的困惑

中国现行基金发行制度既区别于严格的审批制，又有别于完全市场化的注册制或备案制，在本质上属于核准制。根据证监会网站的信息显示，前海开源中航军工分级基金的申报材料早于 2014 年 11 月 6 日得到证监会的受理，但直至 2015 年 3 月 16 日才获准发行，发售时间至 2015 年 3 月 24 日。虽然从向证监会递交申请材料到获准发行只有短短的 4 个多月时间，但是上证指数已从期初的 2426 点上涨到了 3787 点，涨幅达到 56.1%，中国股票市场的估值水平在此期间已经发生了巨大的变化。

面对来势汹汹的牛市，投资者对未来市场如何演变发生了巨大的分歧。

第一种观点以 2015 年 4 月 20 日的人民日报的署名文章《4000 点才是牛市的开始》为代表，这也代表了市场大多数投资者的认识。文章认为，这轮牛市有别于 2007 年的市场行情，背后的原因是中国发展战略的宏观支撑以及经济改革的内在动力，是可持续的。主要依据是：第一、从时间节点上看，中央在 2013 年 9 月提出了“一带一路”重大倡议，随后资本市场长达七年的熊市宣告终结。



第二、中国作为全球第二大经济体，政治稳定、社会安全、经济稳健、目标明确，蓝筹公司应该修复其在资本市场的合理估值。第三、相比其他国家，中国实体经济的升级转型不仅有“一带一路”建议所提供的外部市场空间，还有改革所能激发的内在活力。

当然，市场上也出现了不同的声音，尽管非常微弱，尤其以前海开源基金管理公司的联席董事长王宏远最具代表性。2015年5月21日，王总接受信息时报记者采访公开表示，近半个世纪以来，全球主要股市出现过1次超级泡沫和4次大型泡沫。1次超级泡沫是指目前时点上110倍市盈率估值的中国创业板指数；4次平均60~70倍市盈率估值的大型泡沫分别指1989年38000点时的日本日经指数、2000年5000点时的美国纳斯达克指数、2007年6000点时的上证指数以及目前点位的中国中小板指数。

王总预言，创业板、中小板泡沫随时会破灭，这也是王宏远首次公开前海开源基金管理公司对于市场未来走势的看法。同时他也披露了公司投资决策委员会的风险控制决定。主要包括两点：第一、对于净值在1.2元以上的基金，鉴于其净值防守垫较充足，公司决议在合规及授权范围内，基金仓位及投资中小板、创业板股票的比例由基金经理本人谨慎自主决策；第二、对于净值在1.2元以下及在上证指数4000点区域及以上点位发行的新基金，在完全符合法律法规及基金合同规定的前提下，为保护基金持有人的长期利益，贯彻监管机构关于理性投资、价值投资和多次风险提示的精神，单个基金持有所有中小板和创业板股票的合计比例不得主动超过该基金资产净值的10%。

### 3.2 前海开源分级基金仓位变动

那么，王宏远所执掌的前海开源基金管理公司是否做到了言行一致？这一点，我们可以从前海开源中航军工分级基金的仓位变化得以佐证。

前海开源中航军工分级基金2015年3月31日发布了基金合同生效公告：本基金已向中国证监会提交了验资报告，办理基金备案手续，并于2015年3月30日获书面确认，本基金《基金合同》自该日起正式生效。2015年4月15日发布了份额上市交易公告：基金份额发售结束后，场外认购的全部份额将确认为中航军工份额（代码：164402），又称为母基金；场内认购的全部份额将按照1:1的比例确认为两个子基金：中航军A份额（代码：150221）与中航军B份额（代

码：150222）。本基金基金合同生效后，中航军工份额接受场外、场内申购和赎回；中航军 A 份额、中航军 B 份额不接受单独申购、赎回，只能进行上市交易。

以上两份公告表明，中航军工已经成立并正式开始运作。此段时间内军工板块异常活跃，统计显示，从 2015 年 4 月 15 日至 2015 年 6 月 30 日，军工指数上涨了 30%，奇怪的是，前海开源中航军工分级基金的净值几乎没有发生变动，如图 2。

如果中航军工自成立之后开始买入股票以复制跟踪指数，那么基金净值不可能没有大幅变动。因此，可以判断，至少从 4 月 20 日开始，前海开源中航军工分级基金经理薛波就已经严格遵守了公司投资决策委员会的风险控制决定，基金募集资金并没有买入股票。

以上推测在 2015 年 7 月 20 日发布的中航军工基金中报也可以得到确认，截至 2015 年 6 月 30 日，前海开源中航军工分级基金的股票仓位为 2.71%，如表 3。

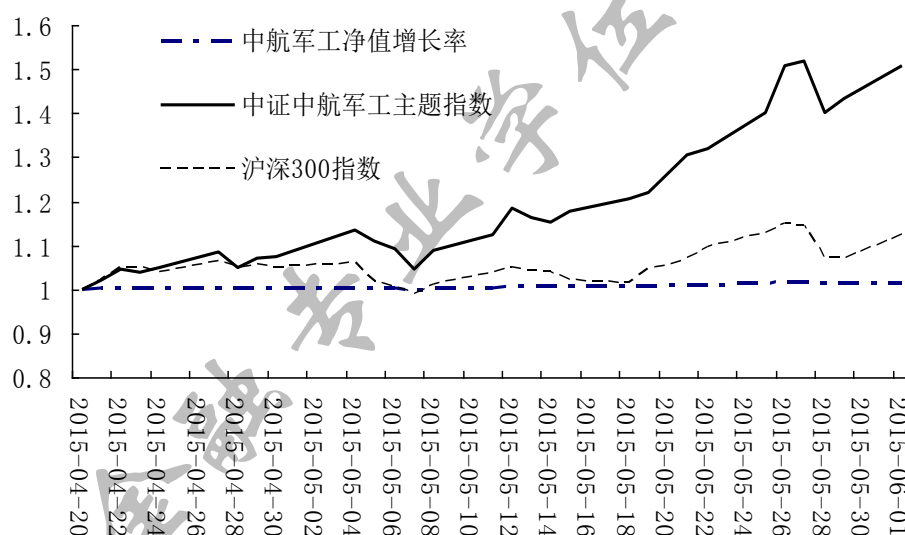


图 2 前海开源中航军工分级基金上市后净值增长情况

表 3 前海开源中航军工分级基金资产配置情况一览

报告期	2016 年第 1 季报	2015 年报	2015 年第 3 季报	2015 年中报
基金资产总值(元)	8,527,404,516	4,386,937,038	6,454,911,540	19,151,323,054
股票市值占比(%)	92.14	92.76	89.08	2.71
银行存款占比(%)	7.31	7.03	8.43	97.24
其他资产占比(%)	0.55	0.21	2.49	0.05
公告日期	2016/4/21	2016/1/22	2015/10/24	2015/7/20

### 3.3 意外:中航军工业绩与规模严重背离

作为基金经理，当对市场行情判断正确，为投资者获得超额收益时，理应得到市场的赞美；当对市场行情判断发生错误，投资者用脚投票而理应受到惩罚，这是基金管理行业的基本游戏规则。

自前海开源中航军工分级基金上市以后，基金业绩大幅跑输市场。面对望不到尽头的牛市，中航军工的零仓位让公司管理层与基金经理薛波每时每刻都承受着巨大的压力。

让他们始料未及的是，投资者对于前海开源基金的申购竟然异常踊跃。前海开源中航军工基金 2015 年中报显示，截至 6 月 30 日，基金总资产竟然已达到 191.51 亿元，见表 3。与 4 月 20 日的发行认购金额 5 亿元相比，短短 2 个月时间内，该基金规模接近增长了 20 倍，这不能不说是一个“奇迹”。而截至 6 月 30 日，前海开源基金管理公司管理的全部基金资产总值为 469.51 亿元，也就是说中航军工分级基金占整个公司基金资产总值的 38.55%。

是什么原因导致了这一“奇迹”的发生？是基金为投资者创造了超额收益吗？显然不是，基金自成立以后的几个月，该基金就基本上一直处于空仓状态，表明“基金经理什么事情也没有做”。是投资者认可前海开源在牛市背景下的“风险控制措施”？这显然也非常牵强。

客观地说，这是中小投资者在投资者教育严重缺失的情况下进行极端投机行为的一个典型案例。而这个事件的发生，需要三个基本条件：

第一、军工指数这一投资主题成为整个市场的热点。图 2 也表明，军工指数在不到两个月时间里涨幅超过 50%（2015 年 4 月 20-2015 年 6 月 1 日），军工板块的连续大幅上涨，军工板块股票的筹码变得非常稀缺，特别是军工分级基金 B 级份额上涨的幅度更大。由于前海开源并未建仓，以同类型的分级基金——富国军工指数分级基金为例，基于杠杆属性以及投资者对于后市行情的期待，其 B 级份额（代码：150182）同期的涨幅为 141.95%。

第二、前海开源中航军工分级基金整体溢价交易。作为一种被动型指数基金，中小投资者看到军工指数大幅上涨后，想当然认为前海开源中航军工分级基金净值也会大幅上涨，导致资金蜂拥而至，场内 B 级份额价格大幅上涨。然而，中航军工并未建仓，母基金净值并未上涨。这样就形成了场内 1 份中航军工 A 级份额

与 1 份中航军工 B 级份额的市场价格大幅高于 2 份中航军工母基金份额的净值。其中，2015 年 4 月 21 日中航军工整体溢价率高达 20.59%。

第三、套利投资者的存在。以机构投资者为代表的套利资金，在场外以净值申购 2 份母基金，转托管到场内申请分拆成 1 份 A 级份额与 1 份 B 级份额，然后以市价卖出。虽然需要 2 个交易日完成整个套利流程，但在大盘强烈向好的情况下，这种套利模式几乎没有任何风险。从母基金与子基金份额变动对比也可以看出，中航军工母基金变化不大，但是场内份额大幅变动也证实了套利投资者的存在，如表 4 所示。

表 4 前海开源中航军工分级基金母基金、A 级份额与 B 级份额比较

	中航军工（份）	中航军 A（份）	中航军 B（份）
2015-3-30	211,817,439.63	144,033,554	144,033,554
2015-6-30	133,416,256.94	8,722,295,278	8,722,295,278
2015-9-30	108,912,274.99	3,019,915,249	3,019,915,249
2015-12-31	217,515,496.58	1,737,219,371	1,737,219,371

因此，前海开源中航军工分级基金份额大幅增长这一“奇迹”确实是中小投资者非理性的疯狂投机与机构投资者训练有素的套利活动共同形成的结果。

#### 4 争论：行情踏空还是投资者利益保护

前海开源基金管理公司基于市场估值水平泡沫而制定的风险控制措施，导致前海开源中航军工分级基金自成立之后一直没有建仓，在疯狂的牛市背景下，其规模不降反升。截至 2015 年 5 月 21 日，前海军工份额、前海军工 A 级份额、前海军工 B 级份额总计达到 182.76 亿份。按此规模与每年 1%的管理费率，前海开源每年可以计提管理费达到 1.82 亿元，而以上尚未计入申购费用。

与套利资金盛享饕餮大餐相反，那些疯狂追捧军工指数分级基金的中小投资者大多是在高位买入，在套利资金将母基金转托管至场内市场分拆卖出之时，被迫低位卖出而沦为接盘侠。

这一现象引起了市场与媒体的普遍关注，也给公司管理层带来了巨大的压力，这也是我们看到的引言中的一幕。

##### 4.1 前海开源是否违反了基金发行的相关规定

前海开源中航军工分级基金成立之后数月内空仓运行，是否符合基金发行的相关规定？前海开源基金管理公司对此也进行了回应：公司关于中航军工分级基金的发行严格遵守了基金发行的相关规定。

根据《公募证券投资基金运作管理办法》（2014年7月7颁布，2014年8月8日正式施行）第31条规定：基金名称显示投资方向的，应当有百分之八十以上的非现金基金资产属于投资方向确定的内容。但该办法第34条也规定，基金管理人应当自基金合同生效之日起六个月内使基金的投资组合比例符合基金合同的有关约定。

前海开源中航军工分级基金2015年3月30日成立，理论上说该基金有6个月的建仓期，在此之前，股票零仓位并不违规。

有人认为，虽然空仓运行并不违规，但是在仓位未达标之前，公司就让中航军工A级份额与B级份额上市交易，是否恰当？也有人认为，相对于中小投资者，公司在基金仓位等信息上具有明显的信息优势，在明知中小投资者沦为接盘侠的情况下，没有及时进行信息披露，是否存在为了实现规模增长而牺牲中小投资者利益的动机？

应该说明的是，现行基金法律法规并未对以上问题作出任何规范。

#### 4.2 是行情踏空还是投资者利益保护

如同前文所述，前海开源已用仓位数据表明，早在2015年5月21日公开唱空之前，其就已经坚定“做空”数月有余了，尽管期间行情上涨却是如火如荼。这究竟是唱空，还是踏空？虽然新基金有6个月的建仓时间，但被动复制标的成份股的指数型产品建仓难度远低于主动型，而为了早日实现该类产品的工具性特征，指数型产品的快速建仓在业内早已是约定俗成之事，前海开源却刻意利用新基金规则“规避”建仓，也让人费解。

直到2015年5月21日，公司才出面澄清：为了保护投资者利益，基于公司投资决策委员会的风险控制决定，公司看空市场。这么重大的决定，也关系到投资者的切身利益，为什么不能更早申明？

市场人士也认为，当“踏空”在前，人们或许不得不思考王宏远此时唱空市场的背后深意。究竟是吸引眼球赢得市场口碑的营销行为，还是踏空之后利用市场影响力制造建仓机会？又或许这些都不是，其是真心出于对投资者的高度负

责，公开喊话给那些并未分享牛市利益的客户进行心理安慰？

《每日经济新闻》记者甚至在 5 月 20 日《中航军工分级零仓位上市规模暴增》一文中指出前海开源分级基金敢于空仓上市的深层原因：套利资金疯狂涌入，中小投资者沦为接盘侠，基金规模从不足 5 亿份暴增至至 68 亿份，公司狂敛管理费。

## 5 艰难抉择

更为尴尬的是，2015 年 4 月 16 日成立的前海开源中证健康产业指数分级的建仓态度：5 月 5 日其上市交易公告书所披露的股票仓位为零，所募集的资金全部作为银行存款。从其成立截至 5 月 20 日，母基金净值始终保持为 1.001 元，表明其不仅是空仓上市，上市之后空仓也已经一月有余。而同期其标的指数中证健康产业指数（代码：H30344）涨幅为 24.11%。

不仅如此，前海开源正在着手发行旗下第 3 只分级基金——前海开源中证大农业指数分级，发行时间为 5 月 21 日至 6 月 3 日。

如今老基金还未大幅建仓，新基金便已箭在弦上。对于前海开源来说，尤其是其前两只低仓及空仓上市的分级基金已经遭到业内专家、市场人士的诸多诟病，甚至在网上被公开呼吁“抵制申购”，或许本次发行也背负了不小的营销压力。

投资者普遍认为，如果公司不看好市场，为什么还这么急急忙忙推出这种高度相似的复杂性产品？这种自相矛盾的做法在公募基金发行史上也是相当罕见并且让人不解。

而对于公司管理者的王总来说，究竟该何去何从？

（案例正文字数：9,528）

## **The Dilemma of Structured Fund Development, Interest Protection of Investor and Market Environment of First Seafront Fund**

**Abstract:** First Seafront Fund is a fund management company, which has been founded for nearly 3 years. The case considers unilateral and sharp rise of Bull Market in the first half year of 2015 and fast switch from Bull Market to Bear Market in the second half year of 2015 in China securities market as the background, analyzes

the implicit profound reason for short position operation of position building period for six months after the foundation of Zhonghangjungong Structured Fund of First Seafront Fund and abnormally fast expansion of fund scale. Through the elaboration of structure design and risk return features of innovative structured fund, the occurrence condition and consequence of interest arbitrage mechanism, the case aims to disclosing the fierce conflict of fund management company on interest protection of investors, market expansion and company systematic risk control in the process of product development and fund sales and rethinks the rationality of valuation level of China securities market and defects of fund issuing system and information disclosure system under current supervision system and the contradiction between complicated fund product sale and adequacy of investors under the deficiency of investor education.

**Keywords: structured fund; risk control; investment decision; fund supervision; interest protection of investor**