



# 中国基金报



安信基金总经理刘入领：  
做价值投资的践行者 04

年内公募定增投资规模  
超去年全年3倍 02

创业板注册制平稳运行  
主题基金持续扩容 02

国内统一连续出版物号 CN 44-0186 邮发代号 45-22

## 沪深交易所发布公募REITs配套规则征求意见稿

公募REITs只差“临门一脚”，基金公司全方位备战

中国基金报记者 叶秋 张燕北

继证监会8月7日发布正式《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》之后，9月4日晚，上交所、深交所双双发布公募REITs业务相关配套文件的公开征求意见稿，以规范交易所基础设施基金份额发售、上市、交易、收购、信息披露、退市等行为，并要求相关意见和建议以电子邮件形式于9月15日前反馈。

实际上，自今年REITs业务的征求意见稿发布以来，有志于这一业务的基金公司都在积极“备战”。由于基础设施REITs业务有特殊性，基金公司要占据先发优势，不仅要比拼投行和股权项目的投资管理能力和资源，更要比拼股东的资源和实力。

### 沪深交易所同步发布公募REITs配套规则征求意见稿

9月4日晚，为保障基础设施REITs试点顺利开展，根据中国证监会《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》等法律法规、部门规章和规范性文件，上海证券交易所、深圳证券交易所均发布了公募REITs业务配套文件的征求意见稿。

两大交易所发布《公开募集基础设施证券投资基金业务办法(试行)征求意见稿》，主要是对业务全流程重要节点和关键环节进行规范，突出基础设施基金产品作为一个整体的监管要求，围绕“公募基金+基础设施资产支持证券”的产品结构，引导基金管理人和资产支持证券管理人在权责清晰的基础上强化工作协同，降低运营成本，压实中介机构责任，保护投资者合法权益。

具体来看，交易所的征求意见稿明确了申请条件、申请文件与审核程序；明确询价发售、上市及交易安排；强化管理人工作协同；明确基础设施基金存续期管理要求；明确新购入基础设施项目的工作程序；明确基础设施

基金的收购及份额权益变动要求；强化自律监管。其中规定，基础设施基金可以采取质押协议回购及交易所认可的其他方式进行交易，以及引入流动性服务机制，规定流动性服务商可以为基础设施基金提供双边报价服务，这两大设置让市场非常关注，这有助于提高REITs产品的吸引力。

为明确基础设施基金发售业务有关要求，保障基础设施基金试点平稳有序开展，两大交易所起草了相应的《公开募集基础设施证券投资基金业务指引(试行)征求意见稿》，主要对基础设施基金发售的询价、定价、战略配售、网下及公众投资者认购、份额确认与备案、扩募等事宜加以明确规范。其中，以认购价格计算的项目价值高于评估价20%以上，应披露原因；鼓励六方面专业投资者和配售对象参与战略配售”、认购不足可进行回拨”等条款是市场较为关注之处。

### 基金公司全方位备战

曾有机构预测，参考REITs发源地美国市场规模及GDP规模占比推算，中国公募REITs市场规模可达6万亿人民币，这一业务给公募行业带来新天地，也是目前市场最为关注的焦点，各大基金公司都在积极筹备，招聘人才、积极布局各种项目。市场也传出年内可能有首批相关项目落地的消息。

据中国基金报记者了解，已有不少基金公司将相关项目上报到发改委，业内也传出已经有首批试点REITs项目库名单的消息。从流程上看，相关项目上报流程是“省级发改委-国家发改委”，然后国家发改委组织证监会、交易所等进行筛选，确认首批项目的试点名单，并推荐至中国证监会。

从项目来源看，不少基金公司主要是两条路，一是参与公开项目招标，二是通过各自股东等资源禀赋寻找项目。从近期公开项目招标看，深圳地铁、安顺水务、中关村发展集

团等多个项目公布中标结果，多家基金公司及其子公司组成的联合体成功中标。

目前不少基金公司都已经设立了专门的团队运作。如博时基金与博时资本母子联动紧密配合，由旗下子公司博时资本主要负责底层资产和资产支持专项计划的相关业务，各业务部门抽调经验丰富的骨干人员形成REITs项目小组。

创金合信基金也已经引进专业人员并设立专门的REITs承做部门，并与股东方第一创业证券建立联合项目组，共同推动REITs产品的承做工作。

德邦基金总经理陈星德表示，一方面，公司从券商和实业招聘了专业的资产证券化项目承揽承做人员和不动产运营管理人员，组建专门REITs业务部；另一方面，公司已制定基础设施REITs管理制度和各项细则，明确了业务各环节操作规程。团队成员目前5人，包括从券商招揽的资产证券化项目承揽和承做人员，以及不动产运营管理人员。

美国的REITs涵盖的基础资产的范围特别广阔，既有基础设施类的公路、港口、仓库、信号塔等资产，也有商业类的商场、写字楼、景区，更有医院、养老院、监狱等设施。本次试点从基础设施类资产起步，未来随着试点深入，预计资产的类别也将逐步拓宽。”博时基金表示，截至今年初，全球共有40余个国家和地区已建立REITs市场，上市交易的REITs总市值约为2.1万亿美元。其中，美国上市REITs数量为234只，规模约1.1万亿美元。对比来看，我国庞大的不动产市场能够支撑REITs基金的潜在市场空间是万亿级别的，前景非常广阔。

公募REITs一方面为投资者提供了相对稳定收益的投资工具，也为基础设施建设提供源源不断的资金来源，发展前景非常广阔，但万事开头难，希望在积极稳妥推进本次试点的基础上，不断总结经验，完善方案设计。”红土创新基金固定收益部总监陈若劲表示。

【 特别策划 05 】

基金销售新规10月1日起施行

## 尾佣限高撼动销售格局 行业马太效应或加剧

近日，证监会发布《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》及配套规则，今年10月1日起施行。基金销售新规对尾随佣金设置了50%的上限。这一规定是否会影响基金销售，爆款基金还能不能不断涌现？中国基金报记者采访了多家公募，他们认为，多数基金公司的新基金发行不会受到明显影响，不过，与部分不符新规要求的独销机构的合作需要做出调整。

### 优胜劣汰加速 第三方机构寻求差异化发展

新规将加速基金销售机构的优胜劣汰，未来第三方机构势必要寻求特色发展道路。面对新规要求，基金销售机构需要尽快整改，加强基金销售综合服务能力建设。

### 股票ETF资金流向分化 机构择机布局细分品种

02

### 基金销售新规动了谁的奶酪？三方财富机构面临洗牌

03

### 券商“空袭警报”引热议 打破“抱团唱多”非易事

06

### 部分基金经理兼职公募专户 各公司看法不一

07

### 机构投资者的“心水基金”有哪些？

09

### 卖方唱空消费股？市场应该包容不同的声音

10

### 弱美元深刻影响全球投资

12

**机会宝**

2020年9月机会宝

**近期精彩活动**

- 9月7日(周一)
  - 金融期货硬核十讲·股指期货和期权交易策略
- 9月8日(周二)
  - 东北证券(000686)·观潮—东北证券2020年度秋季策略峰会
  - 洲明科技(300232)·实地调研
  - 西部矿业(601168)·2020年推介会
- 9月9日(周三)
  - 东北证券(000686)·东北证券2020年度秋季策略峰会—TMT论谈
  - 东北证券(000686)·东北证券2020年度秋季策略峰会—联合论坛
  - 中信建投(601066)·2020年度秋季资本市场峰会
- 9月10日(周四)
  - 金融期货硬核十讲·股指期货交易策略及基金产品设计

本版编辑：张洁 美编：叶育麟

# 年内公募定增投资规模达133亿 超去年全年3倍

中国基金报记者 李树超

在再融资新政、股市行情向好等利好因素促进下,公募定增投资规模激增。截至9月4日,今年以来公募基金定增投资总规模达到133亿元,同比增加6倍多,超出去年全年3倍以上。

## 年内公募定增账面价值133亿 同比激增6.3倍

今年2月14日再融资新规发布以来,基金参与定增的热情高涨。Wind数据显示,截至9月4日,今年以来已有275只基金参与了80家上市公司的定向增发,账面总价值达到132.78亿元,比去年同期激增6.3倍,并且超出去年全年公募参与定增投资总金额的3.32倍。去年全年仅103只基金参与定增,账面总价值30.75万元。

基金参与定增投资热情高涨,九泰基金定增投资中心总经理刘开运认为主要有几方面原因:一是再融资新政对定价、发行定价空间、锁定期等方面的调整,一定程度上改变了定增投资的收益风险比;二是定增参与主体增加,投资门槛降低;三是今年市场整体表现较好,定增投资赚钱效应显现。

财通基金副总经理汪海分析,定增作为细分领域投资策略被越来越多的机构接受,期货行业、境外资金、投连险产品、险资的港股量化产品等都在参与。

创金合信基金资管投资部副总监何媛认为,政策松绑叠加行业更加关注企业基本面,使得今年定增投资热度不减。实际上,政策松绑只是一个方面,公募基

金更多的还是看中企业的长期发展,希望以长期投资和价值投资的眼光挑选标的。前两年,上市公司通过定增融资渠道不通畅,很多中长期资金找不到好的标的。政策松绑后,可供选择的优质标的增多,投资者的积极性明显提高。”

除了投资端,上市公司通过定增融资的规模 and 比例也在复苏。Wind数据显示,截至9月5日,今年以来,共有192家上市公司定向增发融资总金额达到5398.83亿元,占股权融资总规模的49.76%,比去年提升5个百分点。而在2014年~2017年,定增融资在股权融资中占比一直保持在70%以上。再融资收紧后,2018~2019年度的占比分别跌落至62%和45%。

## 偏爱科技医药项目 优质项目的折价率收窄

在项目筛选上,目前基金公司参与较多的定增项目为科技、医药类企业。随着参与主体的增多,优质项目的定增折价率也在逐渐收窄。

在何媛看来,今年市场对科技和医药行业的关注度很高,这些行业的项目竞争激烈,折价率变小常态化。目前平均折价率在15%~20%,仍属于正常范畴。

汪海分析,关注度较高的白马股竞争激烈,并出现折价收窄的现象。医药、科技等企业的折价率收窄较为明显,这与机构投资者参与定增的动机有关。

根据财通基金的统计,截至8月28日,已完成6个月竞价定增98宗,平均

9月份以来基金参与上市公司定增投资情况

基金简称	股票简称	持股数量合计(万股)	账面价值(万元)
创金合信汇融一年定开A	数字政通	240.00	3,472.80
创金合信汇悦一年定开A	数字政通	128.00	1,852.16
嘉实事件驱动	格尔软件	6.48	235.53
兴全安泰平衡养老(FOF)	数字政通	16.00	231.52
兴全合泰A	数字政通	160.00	2,315.20
兴全沪深300指数增强A	数字政通	70.40	1,018.69
易方达3年战略配售	格尔软件	53.18	1,943.09
易方达均衡成长	格尔软件	64.83	2,355.27
易方达双债增强A	格尔软件	32.42	1,177.64
财通内需增长12个月定开	精工钢构	607.49	3,626.71
广发恒隆一年持有期A	精工钢构	65.56	391.37
广发趋势优选A	精工钢构	131.11	782.74
广发稳健优选六个月持有A	精工钢构	196.67	1,174.11
嘉实新添荣定开A	精工钢构	607.29	3,625.51

李树超 / 制表

折扣83.9折。其中,17只个股发行日折扣不足10%;56只个股折扣在10%~20%;25只个股发行日折扣超过20%。

在刘开运看来,科技、医药类上市公司实施定增融资公司较多,基金参与这两类公司定增融资也相对较多,但总体上仍较为分散,他预计发行折价可能会一直处在一个相对合理的范围。

## 3000点以上投资更趋谨慎

从投资时点看,在3400点附近震荡的市场,部分业内人士认为股市点位高,不少公司会更趋谨慎,会选择性参与,对

定增项目也更加注重精选投资。

何媛表示,根据历史经验看,3400点附近并不是一个很好的建仓点位。她认为,基金参与定增投资主要遵循三个原则——择时、折价和择股。目前市场点位已经不低,就更要关注折价率的控制和企业基本面的选择。点位低的时候可能是定增系统性的投资机会,点位相对高的时候就更需要精选投资,掌握建仓的节奏。

汪海表示,在当前市场震动波动的格局下,6个月竞价定增项目仍有较多值得关注的投资机会和优质标的。未来参与定增将从产业角度,挖掘、预判和选择

协同效应尽可能大的标的,对参与者构成、动机、行为进行分析,并选择合适的投资策略。

刘开运表示,目前来看,上市公司分化明显。一些公司静态估值较高,但业绩增长确定性也相当高,高估值能够通过高增长逐步消化。在定增标的的选择上,主要聚焦上市公司的基本面,核心关注点有三个:一是上市公司是否有一个好的商业模式,是否有较高的盈利能力,是否能够不断成长,所有这些归结为上市公司核心竞争力;二是上市公司是否拥有有效的治理机制;三是上市公司估值水平是否在合理区间。

# 创业板注册制平稳运行 主题基金持续扩容

中国基金报记者 张燕北

创业板注册制施行两周,市场整体表现平稳理性。多家受访公募认为,长期而言,在优胜劣汰机制下,市场资源配置会进一步合理。伴随创业板注册制的落地,公募积极推出相关产品,为投资者提供分享创业板改革红利的投资工具。

## 注册制改革平稳开局 慢牛基础进一步夯实

融通创业板指数基金经理蔡志伟表示,过去两周在新的交易制度下,创业板指震荡上行,累计上涨4.35%,成交量放大,市场活跃度有所提升。从个股层面看,9个交易日,共有45只个股以20%涨停收盘,平均每天有5只,相对创业板800多只股票而言,占比仅0.6%,整体状态比较理性。

但我们也注意到,部分小市值低价股存在过度投机炒作的情况,股价严重脱离企业基本面。这其中既有部分市场游资主动炒作的因素,也有大量中小投资者经不住诱惑盲目跟风的原因。”蔡志伟直言,创业板涨跌

停放宽至20%,一天最大波动可达到40%。对于一般投资者而言,切忌道听途说,跟风炒作。如果对企业基本面没有深入研究,盲目投机将面临巨大的下行风险。

富荣基金表示,公募基金更注重价值投资,注重个股基本面研究,注册制实行更有利于公募的投资风格。交易制度上的改变对公募基金的投资风格和交易方式影响不大。创业板实施注册制将为一些成长性良好的创新创业公司带来机遇,企业的好坏则由市场去判断。市场的优胜劣汰,创业板会和科创板一样出现分化,投资趋势会转向好企业,劣质公司则逐渐被边缘化,市场资源配置会进一步合理化。

蔡志伟表示,从半年报的业绩分析来看,代表成长股龙头的创业板指整体业绩增速优异,净利润累计增速由今年一季度的3.9%加速至31%,明显优于蓝筹白马沪深300的-17%,相对业绩优势显著。”

从相对估值的角度来看,创业板指在国际比较中具备更高的吸引力。市场流动性方面,全球流动性大宽松格局并未改变。增量资金而言,中国是今年全球少有经济能够实现正增长的

国家,而当前A股估值在国际比较中具有高性价比,预计下半年外资、机构和居民或将加速入市。”

蔡志伟认为,A股市场在企业基本面和市场资金面的共同推动下,未来仍有较好的投资机会。创业板指作为基本面增速最快的成长板块,预计或将有较好的表现。富荣基金表示,创业板配套的套保型金融工具有加速推进的基础,如此进一步提高创业板的定价效率,能够更好的夯实创业板慢牛行情的基础。

## 创业板主题基金扩容不断

伴随着创业板实行新的交易制度,相关主题基金也在持续扩容。多家基金公司积极申请创业板相关产品,既包括参与创业板战略配售的主题型基金,也有指数型基金。

基金募集申请公示显示,4只创业板两年定期开放混合型产品于近日获批,分别来自华夏、嘉实、民生加银、中银基金等4家基金公司。统计显示,这是创业板注册制改革后第3批获批的创业板战略配售基金。至此,已有12只与创业板注册制改革相配套基金

产品先后获批。Wind统计显示,截至9月4日,前两批获批的合计8只基金已经成立,首募规模合计132亿元,平均单只基金成立规模约17亿元。

除已经获批及发行成立的创业板基金外,还有多只主题基金在等待审批。证监会信息显示,截至8月底,已递交募集申请并获证监会接收材料的待批创业板相关产品还有6只。除工银瑞信基金于8月21日上报的工银瑞信创业板两年定期开放混合外,其余5只待批创业板产品均为指数基金,包括天弘创业板300ETF、博时创业板创新ETF、鹏华创业板指数LOF、浦银安盛创业板ETF、浙商创业板指数增强基金等。

华南一位大型公募产品部人士表示,为创业板注册制改革量身打造战略配售基金八成以上的非现金资产要投资创业板股票,是较为“纯正”的创业板基金。但由于参与战略配售有一定锁定期,投资者需要结合自身风险承受能力,选择优秀基金管理人旗下产品。相关指数产品值得关注。跟踪标的指数创业板ETF运作透明,管理费成本较低,投资者可以在一二级市场之间实现变相T+0交易。”

# 股票ETF资金流向分化 机构择机布局细分品种

中国基金报记者 孙晓辉

上周,A股市场继续震荡调整,股票型开放式交易型指数基金(ETF)的资金流向分化明显。芯片、证券等品种获得资金青睐,电子、新能源车等细分主题以及中证500、创业板等宽基品种遭到净赎回。

## 芯片证券等细分品种 持续获得逆势加仓

在上周的市场调整中,华夏基金旗下的芯片ETF成为吸金最多的品种,当周获净申购8.3亿份;以上周1.23元的均价估算,当周吸金超过10亿元。其中,9月3日、4日的净申购量分别为3.76亿份和2.88亿份。

据了解,该ETF成立于今年2月份,一季度末时规模达到近200亿份。之后随着市场调整出现缩水,二季度

末时份额降至不足130亿份。不过,进入下半年以来重又恢复吸金模式,累计净申购已超过42亿份。

国泰基金的证券ETF也受到资金青睐,上周获6.52亿份净申购;以1.2元的均价估算,上周单周吸金超过8亿元。至此,该ETF下半年以来已累计获得净申购58.87亿份,目前份额超过250亿份。

华宝基金的券商ETF上周获得了4亿份净申购,单周吸金超过4.5亿元。该ETF下半年以来累计获得29.67亿份净申购,最新规模超过148亿份。

此外,国联安旗下的半导体ETF、工银瑞信旗下的深红利、国泰旗下的芯片ETF上周都获得了1亿份以上的净申购;南方基金的证券ETF基金、银华旗下的创新药ETF、广发旗下的芯片ETF等也获得了较大份额的净申购。

同时,也有一批ETF处于资金流

出状态。博时旗下的央调ETF上周净赎回7.73亿份,华安旗下的创业板50ETF净赎回3.83亿份,华夏旗下的5G ETF净赎回2.32亿份。此外,华夏新能源汽车ETF、博时央创ETF、华夏四川国改ETF、南方中证500ETF、天弘500ETF基金、广发中证500ETF、易方达创业板ETF、华宝电子ETF、天弘电子ETF等净赎回都超过了1亿份。

## 机构择机布局细分品种

前不久披露完毕的基金半年报显示,机构投资者在上半年以加仓科技、消费、医药等细分领域品种为主,不少宽基指数品种的机构投资者占比出现明显下滑。

上半年,多只股票型ETF的机构投资者持有比例发生显著变化。如万家基金旗下的上证50ETF,机构投资者占比由2019年底的98.19%降至

40.38%。同期,富国旗下的上证指数ETF机构投资者占比由84.84%降至51.58%;中融旗下的央视50ETF的机构投资者占比由65.2%降至33.34%。

此外,华泰柏瑞旗下的中小盘ETF、广发旗下的工业ETF、嘉实旗下的富时A50ETF等机构投资者占比均出现明显降低。

不过,有不少机构投资者上半年对科技、消费、医药等细分品种进行了加仓,如浦银安盛旗下的高股息ETF,机构投资者占比由去年底的40.36%升至今年6月底的96.64%。同期,华泰柏瑞旗下的科技100ETF机构投资者占比由15.53%升至72.61%;嘉实基金的主要消费ETF机构投资者占比由0.41%升至65.1%。

此外,易方达旗下的医药ETF、富国旗下的消费50ETF的机构投资者占比分别由38.52%、6.15%升至64.53%和49.56%。

## 拥抱权益投资大时代

叶忻

回望2020年下半年以来的市场走势,6月底7月初,券商板块异军突起,非银金融行业4个交易日内的涨幅超过20%,带动大盘指数整体上涨超过15%。

很多市场参与者认为,这轮行情的演绎和2014年四季度上一轮牛市初期有很多相似之处。比如,经济基本面都难言理想,市场行情基本上不是盈利驱动;宏观经济的发动机和增速面临切换,GDP增速下降,经济结构亟需调整、驱动力亟需转换;流动性比较充裕,2014年时,央行数次降准和降息并创设了MLF等政策工具,而今年则是因为疫情进行了逆周期的政策对冲;资本市场基础设施和政策做了较长的铺垫和准备。

在分析时隔数年的两轮行情的时候,有一个差异需要特别重视,虽然都存在明显的存款搬家或理财搬家,但是驱动因素和发展趋势是不同的。

国民经济新旧动能转换需要良性发展的资本市场予以支持,在资本市场机制和政策愈发完善的背景下,居民资产配置的趋势正在发生剧变。首先,在“房住不炒”的政策基调下,绝大部分城市房产投资属性都受到极大地约束,房产不再是居民理想的投资标的,房地产行业也很难成为流动性的蓄水池;其次,在房地产被限制的背景下,以房地产信托为代表的“非标理财”规模急剧萎缩;第三,在低利率环境下,银行理财的资产端和负债端出现倒挂,必须拓展投资范围,增加股票等权益资产配置比例;第四,资管新规实施,各类理财产品净值化改造,叠加股市赚钱效应,居民储蓄正加速进入权益市场。

资本市场制度日益完善,科创板、创业板”、新三板精选层等陆续推出,构建了多层次的资本市场,提高了企业直接融资的效率;证券市场规则和国际接轨,吸引了很多具备国际竞争力和国家战略属性的优质公司回归;注册制和退市制度日益完善,提高了市场资源配置的效率。

结合居民的配置需求,成就更健全有效的资本市场,将造就权益配置大时代。若干年后,当我们回顾2019~2020年火热的基金市场时,会发现这只是居民权益投资大时代的开端。

(作者系农银永乐3个月持有(FOF)基金经理)(CIS)



# 基金销售新规动了谁的奶酪？三方财富机构面临洗牌

## 基金销售新规

中国基金报记者 房佩燕 任子青

近日,证监会发布《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》(以下简称《销售办法》)及配套规则,自2020年10月1日起施行。

《销售办法》第九条指出:独立基金销售机构是专业从事公募基金及私募证券投资基金销售业务的机构,独立基金销售机构不得从事其他业务,中国证监会另有规定的除外。”对此,业内解读,针对独立基金销售机构及背后第三方财富机构的监管力度加大,三方销售私募股权或受限制,这将净化市场销售环境,三方财富机构面临洗牌。

### 代销规模或断崖式下跌

对于相关规定,有不少业内人士解读为不得销售私募股权、创投类基金。那么,未来独立销售机构的路是否就此“封死”?

利得基金运营部负责人表示,《销售办法》第六章有一条单独规定,明确基金销售机构除开展公募基金销售业务外,依法从事私募基金销售业务的规定,参照适用本办法第三章、第四章的规定,法律法规及中国证监会另有规定的除外。所以,新颁布的办法是适用私募基金销售的,但是如果法律法规或证监会对私募基金销售有特别规定的,遵循相应的特殊规定。

某大型三方财富公司合伙人明确告诉记者,新规确实有这样的约束,也给了两年的过渡期安排。在过渡期内要求销售保有规模有序下降,即可以认为在过渡期内继续销售非新规规定的这些基金,但销售的规模要有所控制,在过渡期结束后,对保有的存量可以继续进行相应的客户服务和管理。

私募排排网合规风控总监祁红志指出,按照新规,独立基金销售机构确实是只准许销售公募和私募证券类基金,但留了“证监会另有规定的除外”这个口子,不排除关于销售股权和创投的规则出台后另有说法。不过,祁红志认

为,此举目的是为了防范风险,同时也对三方代销机构的专业能力提出了更高要求。

金斧子项目部表示,目前通过独立基金销售机构代销的PE/VC基金实际存量规模,至少在5000亿。在《销售办法》出台后,这个规模很可能出现断崖式下跌。

上述大型三方财富公司合伙人指出,目前私募基金募集有两种方式:一是代销,二是直销。销售新规对偏资管机构影响小一点,对于纯粹做代销的财富管理公司来说有相当的挑战。

诺亚正行基金销售公司总经理章嘉玉表示,对于诺亚控股及其高净值客户与所服务的机构投资人而言,影响不大。过去15年,诺亚已与国内头部私募股权管理人建立了深度的合作与信赖关系,未来将继续沿用过去的合作模式。

此外,对于一些股权类、创投类基金占比不太高的三方财富管理平台影响也不大。利得基金运营部负责人指出,在其代销结构中,股权、创投类基金除早期产品存续外,近年来少有代销股权和创投类基金,占比低于10%。

### 股权机构头部效应将加强

独销机构及其背后的高净值个人一向是私募股权市场的重要力量。华兴资本投资者关系负责人冯达指出,一级市场相对于二级市场,信息不对称更强。独立基金销售机构是很好的桥梁,能通过广泛的触达和专业的理财顾问服务实现销售。

时代伯乐投资管理总部副总裁陈骅表示,目前时代伯乐通过独立基金销售机构募资的比例相对较小,若真的“封口”,未来会更加侧重通过直销方式募资。

冯达指出,销售新规利好渠道和投研实力较强的中大型基金的发展,而中小基金未来可能更多的要靠业绩来提高销售。随着《销售办法》平稳落地,销售机构的运营将更加谨慎和规范,长期是利好整个募资市场的,也将使得资金向头部PE/VC机构集中。”

### 三方财富机构面临洗牌

据了解,目前我国有超过5000家财富管理公司,主营业务是代销基金等金融产品,但其中持有基金销售牌照的独立基金销售机构不到150家。

冯达认为,《销售办法》有助于净化市场环境,能更好地帮助投资人做管理人选择、管理人行为的监督,更好地保证投资人的权益。

上述大型三方财富公司合伙人认为,新规对整个行业来说门槛不低,除了全国性、头部的三方销售机构,一些地方的三方机构,可能无法满足资质要求出现行业较大的洗牌。

利得基金运营部负责人表示,新规的初衷是规范行业发展,消除行业乱象,受影响较大的,一类是不具备销售牌照的“擦边球”的公司,一类是在之前忽略销售适当性管理的公司。

章嘉玉也指出,新规体现了监管机构对于公募基金销售与服务渠道建设的重视,可以说是清理市场乱象、净化从业环境的重要举措。

金斧子项目部表示,此次新规监管导向即行业洗牌、优胜劣汰,提高牌照发放门槛,收窄基金销售的行业入口,同时,对存量基金销售机构续期灵活考核,提高行业集中度,打造头部力量,有利于促进直接融资比例提升,保障金融投资行业长期、健康、有序发展,对于老牌基金销售持牌机构将是利好。

# 律师热议基金销售新规：代销私募股权基金或受限

中国基金报记者 吴君

近期,《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》发布,引发私募圈关注,尤其是第九条规定独立基金销售机构(简称“独销机构”)仅能销售公募基金、私募证券投资基金。不少律师认为,目前来看独销机构未来代销私募股权基金或受限制。

### 代销私募股权基金或受限

《销售办法》第九条指出:独立基金销售机构是专业从事公募基金及私募证券投资基金销售业务的机构。独立基金销售机构不得从事其他业务,中国证监会另有规定的除外。”

北京金诚同达(深圳)律师事务所合伙人高毅超认为,根据新规,独销机构能且只能从事公募基金和私募证券投资基金产品的销售业务,除此以外的私募股权、创投类基金以及其他类基金不能再销售。对于此类存量业务,新规给予2年整改期,整改期内相关产品销售保有规模应当有序压降;整改期届满后,仅可为存量相关产品投资人已持有份额提供服务。

北京市盈科(深圳)律师事务所高级合伙人朱逸聪表示,新规基本将公募基金以及私募二级外的业务排除了,但对比此前的征求意见稿中关于独销机构的定义,正式落地的新规增加了标准化的私募二级市场产品,扩大了独销机构的代销产品范围。

不少律师认为,第九条中的“证监会另有规定的除外”应该是监管为后续政策的完善留出空间。

君合律师事务所合伙人谢青表示,证监会在2020年度立法工作计划里将《私募投资基金销售业务监督管理办法》列为需要抓紧研究、择机出台的法规,我们也了解到证监会和协会正在制定该等计划,尚不清楚是否会在私募销售办法中规定独销机构销售私募股权基金的相关资质要求。”

上海锦天城(广州)律师事务所高级合伙人秦政认为,根据2016年颁布的《私募投资基金募集行为管理办法》,私募基金可以由私募基金管理人直销,也可以找第三方机构代销,而代销机构的要求是:有证监会的基金销售业务资格+中基协会会员,而且私募募集办法规范的私募包括所有类型的私募,并未特别限制在私募证券领域。因此,未来独销机构能否代销私募股权等产品,还需要监管进一步明确。”

### 独销机构准入门槛提高

律师认为,第九条的规定表明监管收紧独销机构代销私募股权基金的思路,其谨慎态度有原因。

按照官方公布数据,持有基金销售牌照的机构除去银行、证券、保险(以及代理、经纪)公司,独销机构仅百余家,而中国有5000家第三方财富管理机构。

秦政认为,此次对独销机构的要求,可以看出证监会对收紧独销机构代销私募股权基金的监管思路已极为明确,虽然从金融产品的种类来说缩小了,但从长远来看有利于行业健康。

律师认为,未来对独销机构的门槛要求会比较高,《销售办法》在征求意见稿基础上对独销机构的股东设定了更为严格的要求。

谢青表示,《销售办法》进一步提升独销机构的注册门槛,将其注册资本不低于2000万元提升为净资产不低于5000万元;明确了对独销机构5%以上股东、控股股东以及境外股东的要求,并对控股股东提出三年股权锁定期要求;明确控股股东治理要求,对完善独销机构治理结构,保持其经营管理的独立性、推动其长期发展有切实可行的计划安排;对独销机构可能发生风险导致无法正常经营的情况,制定合理有效的风险处置预案。

高毅超认为,新规提高了准入门槛,实行一参一控的监管规定,设置股权锁定期,实施独销机构实际控制人监管,完善机构治理,提高新设分支机构的标准等,提高并细化监管要求和标准。

广东正大联合律师事务所律师许瀚认为,新规下未来独销机构主要有几方面变化:一是代销私募产品类型缩减,仅剩私募证券投资基金产品;二是对其5%以上股东和控股股东的要求较以往有提高;三是要求在章程中明确合规风控负责人,并对该岗位任职提出了明确的要求;四是应对所销售的私募基金准入出具专项合规和风险评估报告。

朱逸聪认为,新规引入了基金销售业务许可有效期延续制度,加强了独销机构准入与监管,规范了宣传内容,强制信息披露,限定了尾随佣金,指引销售机构与网络平台合作,上述举措对私募销售均有影响。对独销机构从产品类型、注册条件、股东门槛、关联交易限制、分支机构设立条件等方面提出更高要求,无疑将加速独销机构市场的洗牌与升级。

# 工商银行积极让利实体经济 上半年经营呈现四大亮点

8月30日,中国工商银行公布2020年上半年经营情况。今年上半年,工商银行经营亮点纷呈,在履行大行担当、让利实体经济的同时,统筹做好疫情防控、金融保障和经营发展工作,保持了稳健发展态势,部分财务指标甚至实现逆势增长。

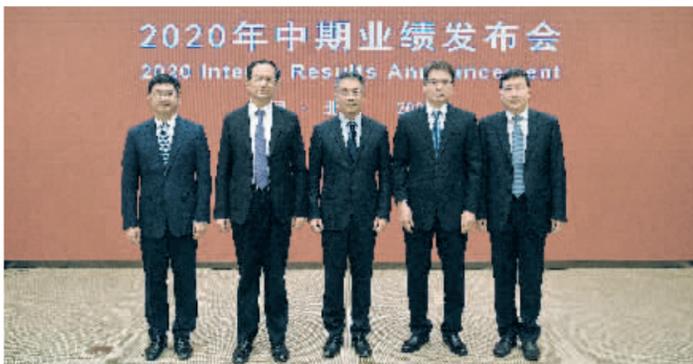
虽然上半年工商银行净利润同比下降,但在8月31日召开的“工商银行2020年中期业绩发布会”上,工商银行行长谷澍表示,上半年工行净利润下滑,并不是工行自身经营能力出了什么问题,而是工行认真落实国家有关政策要求,按照商业可持续原则,支持疫情防控,加大对实体经济让利,加快风险化解的结果,这是在实体经济面临疫情冲击时,作为大型银行应有的责任担当。

### 亮点1:积极让利实体经济 经营质效稳中有升

谷澍在发布会上表示,面临疫情大考,今年上半年工商银行一方面积极加大对实体经济的融资支持,努力保障实体经济资金需要;另一方面,切实加大对企业的让利和延本延息。

在与实体经济共担风雨的同时,工商银行依然保持了经营质效稳中有升的态势,部分经营指标甚至逆势增长。

据工商银行半年报,工商银行上半年实现营业收入4023亿元,同比增长2.1%;拨备前利润3148亿元,同比增长2.1%;净利润1498亿元,同比下降11.2%。此外,工行资产质量总体稳定,6月末不良贷款率1.5%,仅比上年末微升



工商银行2020年中期业绩发布会8月31日召开

0.07个百分点,而贷款逾期率比上年末下降0.23个百分点。

谷澍称,上半年工行经营呈现四个特点,即经营质效稳步提升,加大对实体经济的支持力度和让利幅度,未雨绸缪加大拨备力度,以及客户和科技优势进一步巩固。

工商银行取得的成绩也获得了国际机构的认可。工商银行今年连续8年蝉联英国《银行家》杂志“全球银行1000强”榜首,连续4年蝉联Brand Finance“全球银行品牌价值500强”榜首。

### 亮点2:高效支持复工复产 护航“六稳”“六保”

除疫情防控外,复工复产也是上半年备受关注的主题。在各地企业复

工的关键时期,工商银行扎实做好“六稳”工作,全面落实“六保”任务,持续加大对实体经济和金融供给。

在融资服务方面,工行上半年新增融资总量充足有力。上半年,工商银行境内人民币贷款新增1.1万亿元,同比多增3127亿元,增长7.3%,半年增量首破万亿。新增地方政府债投资4673亿元,主承销各类债券9111亿元,均居市场首位。

融资总量增长的同时,工行的信贷结构也在持续优化。上半年,工行中长期贷款增量占比77.5%。存量到期移位再贷1.12万亿元,通过存量与增量的统筹配置,增强了对新产业、新客户和新领域的支持力度。

此外,工行还高效支持疫情防控和复工复产,累计为复工复产领域提供融资支持1.2万亿元,其中贷款9447亿元。

对于国家政策支持的重点战略区域,

工商银行也加速布局。上半年,工行对京津冀一体化、长江经济带、粤港澳大湾区和成渝双城经济圈等国家战略区域贷款增加8407亿元,同比多增2520亿元,增量占境内分行全部新增贷款的77.5%。

### 亮点3:“第一个金银行”战略 深化落实

今年上半年,工行“第一个金融银行”战略在工行深化落实,工行上半年的整体转型成绩也可圈可点。

个人金融业务方面,上半年,工商银行个人客户净增超1400万户,个人客户总量达6.64亿户。互联网金融客户突破5亿户,月均活跃客户数在金融业中率先破亿,手机银行客户规模与活跃度市场领先。个人客户的存款、债券、投资等各类金融资产规模达15.5万亿元。个人金融板块营业贡献提升至近50%。

资管新规所要求的存量业务转型方面,工行目前也进展顺利。截至7月31日,工行存量理财产品共计持有非标资产约5000多亿元,比高点时压降了46%。

工行副行长廖林称,近期监管部门将资管新规过渡期延长一年,为工行存量产品非标资产处置提供了更加有利的窗口期。工行将按照最新监管指导意见,对理财业务整改转型方案不断进行测算和调整,有序推进存量理财业务的转型工作。”

聚焦国内的同时,工行也并未停下海外扩张的步伐。今年上半年,工行乌克兰分行、巴拿马分行先后获颁经营牌照。截至6月末,工行境外机构达到425家,覆盖

49个国家和地区,同时,通过战略投资南非标准银行,间接覆盖了非洲20个国家。

### 亮点4:强化不良资产管理

疫情发生以来,工行在积极支持实体经济发展的同时,风险管理也常抓不懈。

上半年,工行进一步强化全面风险管理。按照“主动防、智能控、全面管”原则,压实风险管理三道防线责任,完善“全球、全员、全程、全面、全新、全额”的风险管理体系,提升业务创新、发展速度与风控能力的匹配水平。

谷澍表示,在保持良好经营能力的同时,为应对未来经营的不确定性,工行前瞻性加大拨备计提力度,强化不良资产认定管理,稳妥有序加快不良资产处置,力争让风险应对走在市场曲线的前面。

在信贷风险控制方面,工行持续推进立体智能的信贷风险控制,实施“夯池、分区、分块”七彩虹立体智能信贷风险控制,把好“入口、闸口、出口”三道口,实施授信审批新观,完善信用风险缓释措施。

此外,工商银行还深入贯彻国家关于减轻企业还本付息资金压力的要求,积极为受困企业办理延期还本付息,全力推动企业复工复产提速扩面。

廖林称,目前全行资产质量管控有所承压,但是资产质量总体保持稳中可控的态势没有改变。同时,这次疫情也为商业银行提供了风险管控的现实场景和演练的机会,工商银行及时调整了风险策略和风险控制措施,效果良好。”(CIS)

安信基金总经理刘入领：

# 做价值投资的践行者

中国基金报记者 方丽 文建斌

2011年底设立、被行业称为“60后”（第60家以后成立）的安信基金，凭借“硬实力”在大资管竞争时代，闯出一条中小型公募的成长之路。

数据显示，安信基金成立近9年时间里，旗下公募基金总规模增长至660亿元，公司中长期业绩位居行业前列，更涌现出陈一峰、陈鹏、张竞、袁玮、聂世林等一批优秀基金经理。安信基金也在今年摘得“三年持续回报明星基金公司”奖，此奖项获评总数仅四个，含金量十足。

中国基金报记者日前专访了安信基金总经理刘入领。在他看来，安信基金能实现规模业绩双增长，是坚定践行价值投资理念使然，这也是安信基金未来持续发展的基石。他表示，公募基金正迎来“黄金时代”，安信基金将继续聚焦主动管理投资业务，锻造投研能力，坚持能力圈内做投资，并不断深化与扩大能力圈。

## 理念：践行价值投资

在安信基金内部，员工常常称呼总经理刘入领为“刘博”，这位经济学博士素以对价值投资的深度理解、对行业格局的宽阔洞察与稳健务实的工作作风闻名。

刘入领曾列出价值投资经典著作的书单鼓励公司全体员工阅读，加深每一位员工对此的理解。采访问，他谈及赛思·卡拉曼的《安全边际》、塔勒布的《随机漫步的傻瓜》、史文森的《机构投资者创新之路》等著作，这些书籍令他印象深刻，也有助于提升对价值投资、风险控制等内涵的精确理解。

自成立以来就定位于“价值投资践行者”，并在近9年运作实战中不断强化、演进，一整套自洽的价值投资理论已然成为安信基金投研的核心理念。据刘入领介绍，安信基金的价值投资框架有三大核心原则：一是相信股票有其“内在价值”并且能被研究发现及衡量；二是相信投资收益的根本来源是企业自身成长带来的利润增长，这两者是价值投资之“锚”。在此基础上，第三原则是价值投资要符合合理性框架，不能跟着“市场先生”的情绪走，面对市场短期非理性波动时要有“价值定力”，在市场风浪中坚守价值投资，不能跟风、不能风格漂移、不能丧失原则。

在我们的投资框架里，“安全边际”与“成长价值”同样重要。”刘入领强调，“我们既重视买得便宜，也重视上市公司成长性。”今年以来，安信基金有多只产品较好地抓住了成长股行情，如安信新回报和安信灵活配置，创造了良好的业绩。另一方面，在A股这一波极致的结构性行情中，涌现出不少涨幅凌厉的股票，部分科技类成长股出现泡沫化行情。安信基金基本不参与过热的成长股，坚定地风险控制放在第一位，背后的“定力”正是因为相信——成长投资绝对不是追逐市场的趋势投资，更不是“成三败七”的风险投资，而应该是看清成长逻辑的价值投资。

或许短期追进去也能获得较好业绩，但是背后冒了极大的投资风险，我们不靠承担过高的风险来获得短期的“高光”业绩，而要靠扎实的选股能力来为持有人创造长期回报。”刘入领说。

这背后，有着安信基金践行价值投资中长期有效的“反馈”。回顾2015年大牛市之际，上半年安信基金权益产品整体投资组合始终坚持价值投资，业绩排名一度略显靠后。然而一波牛熊转换之后，市场回归对基本面的关注，价值投资只会迟到不曾缺席，2015年至2017年安信基金主动权益基金业绩稳居行业前列。

投资不仅关乎知识，还关乎智慧、情绪控制、纪律。做价值投资要能坐冷板凳，坚持做正确的事。”刘入领总结道。

## 团队：“一花开五叶”

安信基金投研内部早已形成“一花开五叶”的格局。“一花”是指内部统一坚守“价值投资”理念，“五叶”是指“多种风格”——允许投资人员风格多元化。

刘入领表示，安信基金充分尊重投资人员自身专长和禀赋，允许多元化发展。团队内部既汇聚了价值投资宽基风格的陈一峰，深度价值的挖掘者袁玮，价值成长均衡的张竞、聂世林，也有偏成长型的选手陈鹏等。这些不同风格的基金经理都坚守价值投资理念，形成“一花开五叶，结果自然成”的格局。

基金经理风格多元化，能确保在任何市场风格中安信基金都有产品脱颖而出，也能更好满足各种不同类型持有人的需求。”刘入领表示，“一花五叶”同时起到了分散风险的作用，避免了公司产品集中于某一风格或者少数行业上。他介绍，今年安信基金偏成长风格的基金经理业绩领先，而偏周期的基金经理管理的产品因为“逆风”导致业绩排名不突出，但在同风格基金经理管理的产品中做到了业绩更好，持续获得机构投资者青睐。

为了保证基金经理坚持自己风格不漂移，

## “四类引擎”驱动业务发展

纯粹投资业绩驱动的业务，即追求阿尔法的产品，以优异业绩带动规模提升，有利于公司发展与品牌树立。“投资驱动”引擎是安信基金的立司之本。

“固收+”策略产品。力求风险可控，追求资产稳健增值。

机构合作产品。来自银行子公司、保险公司等机构的合作业务空间巨大，公募基金可以大有作为。

Smart Beta产品。立足于安信基金主动管理能力来布局，可将投资理念转化为指数产品。

安信基金总经理刘入领



安信基金加强了销售中台部门的实力，他们代表渠道和机构客户定期与投研人员做深度交流，了解基金经理的投资逻辑、方法论等，每年为基金经理至少做两次“画像”分析。通过这一过程，“逼迫”基金经理不断反思和完善自身的方法论，要求他们“想得通透、讲得明白”，这些工作客观上也促进了基金经理坚持与深化自己的投资风格。

在投研一体化上，安信基金也颇有特色。在研究员培养计划中，设计了“传帮带”的导师制，还针对投资领域的重要问题设置专场，由资深基金经理带领研究员做主题讨论，促进研究员加速从投资角度审视股票。据了解，安信基金旗下基金经理多是内部培养，内部关系非常融洽，也让投研团队交流沟通非常充分。

## 战略：不断扩大能力圈

“一方面要坚持在能力圈以内做投资，另一方面要不断深化与扩大能力圈。”刘入领表示，未来安信基金要进一步加强投研能力建设。

以主动管理见长的安信基金应如何持续扩大能力圈？刘入领表示，安信基金坚持价值投资，更偏爱自下而上精选股票，这种投资方式对研究平台的要求非常高，研究团队的基础设施“对于基本选股有着重要作用。安信基金一直以来就重视研究团队建设，相对基金同行“超配”研究员，构建了一支实力强大的研究队伍。未来在重点领域还将引入更多研究员，来支持和保障能力圈的扩大。

据记者了解，安信基金成立近9年，目前投研团队超过80人，对所有一级行业实现了研究全覆盖。值得一提的是，安信基金权益类基金规模处于行业中等水平，但是专职行业研究员达到24位，还有10余位投资人员兼任行业研究员，这样的人员规模超过公募基金行业研究员的平均配置，多年来保持“超配”状态。

以医药、TMT行业为例，安信基金在这两大领域均有4名研究员。实力雄厚的研究平台为投资提供强力支持，也给“自下而上”选股提供了源源不断的动力。刘入领介绍，未来安信基金还要招聘新的研究员，更希望招聘一些对投资有热情、高度自律的复合型人才，我更偏爱对投资有热情的人，这样的人不用扬鞭自奋蹄。”

此外，对于基金经理业绩考核，安信基金也始终坚持长期考核，并且考核周期越来越长。据悉，目前对基金经理采取的是三年滚动业绩考核，而明年就将采取五年滚动业绩考核。设置较

## 安信基金价值投资框架三大核心原则

一是相信股票有其“内在价值”并且能被研究发现及衡量。

二是相信投资收益的根本来源是企业自身成长带来的利润增长，这两者是价值投资之“锚”。

在此基础上，第三原则是价值投资要符合合理性框架。

长考核期限的目的在于，引导投资人员选股时立足长逻辑（比如经营逻辑、产业逻辑）而不是短逻辑，同时也避免投资行为的短期化。

刘入领认为，公募基金作为接受强监管并具有社会公器性质的特许行业，要严格控制在回撤，并凭借业绩的持续性充分发挥投资中复利的作用。

## 产品：建立四大引擎

在坚守价值投资理念的基础上，刘入领谈及安信基金未来业务发力点时，提到“四类引擎”驱动业务发展。

刘入领将安信基金的产品划分为四类，作为未来发力的落脚点。第一类是纯粹投资业绩驱动的业务，即追求阿尔法的产品，以优异业绩带动规模提升，显著有利于公司发展与品牌树立，对于基金经理而言也有名有利。在他看来，“投资驱动”这项引擎是安信基金的立司之本，未来要在既有基础上继续稳步推动。

第二类是“固收+”策略的产品。这类产品力求风险可控，追求资产的稳健增值，尽管短期内可能默默无闻，但长期口碑一旦形成，就会深受低风险偏好客户的喜爱。刘入领表示，目前正迎来这类产品发展的大机遇，随着资管新规的落地，银行理财替代需求十分旺盛，相当体量的追求稳健增值的资金也正在寻找新的投资标的。同时，目前债券的收益水平“绝对值”难以满足投资者理财需求，“固收+”类产品已迎来难得的发展契机。

在运作这类产品时，安信基金内部将这类产品称为“SCOP产品”，即特殊客户目标导向型产品（Special Customer-Oriented Products）。安信基金对这类产品已颇有积累，考核上就很有功力，主要考核三个维度：目标收益达成程度、回撤控制水平、每季度/月的正收益比例。“安信稳健增值”正是这类产品的代表作，目前已连续20个季度获得正收益，在整个行业同类基金中属于凤毛麟角。

第三类是机构合作产品。刘入领表示，目前来自银行子公司、保险公司等机构的合作业务空间巨大，公募基金可以大有作为，核心是根据客户需求做好每只产品，管好每一笔钱，形成良好市场口碑。

第四类是Smart Beta产品。据刘入领介绍，这类产品是立足于安信基金主动管理能力来布局，可将投资理念转化为指数产品，目前安信基金已储备了多款Smart Beta指数基金的产品设计。

## 机遇：公募基金正迎来黄金时代

2020年，基金行业迎来激情燃烧的时代，新基金发行首次超过两万亿，同时，7月底整个公募基金总规模也逼近17.69万亿。刘入领谈及行业发展时更是直言，公募基金行业正迎来三至五年的黄金时代。

刘入领看好公募基金前景主要是基于三大原因：第一，“房住不炒”已经上升到“国策”高度并有定力坚持，避免了全社会的资金继续大规模地涌入房地产市场；第二，资管新规既打破了信托的“刚兑”，也要求银行理财产品净值化，在经济学意义上降低了全社会的无风险收益率；第三，股票市场的再市场化”政策，去年以来监管部门实施了一系列措施，包括便利投资交易、强化退市机制、提高上市公司违法成本等。这三个因素极大地改善了权益基金发展的外部条件，加上居民理财需求越来越旺盛，综合作用使得今年新基金发行迎来大爆发。股票市场的再市场化”趋势目前还在进行之中，尚未结束。

作为资管行业老将，刘入领对市场也有深刻

认识，他认为A股市场未来结构性行情会持续；目前行业估值差异过于极端，存在风格收敛的压力，可能会出现风格切换；周期领域可能迎来阶段性机遇，但长期看，经过适当调整后，仍是科技行业的大机遇，一部分科技类上市公司有可能发展成“伟大企业”。立足基金行业来看，这种市场特点将给主动管理的权益基金带来巨大发展机遇。

市场向好的大趋势之下，吸引了国内外的优秀机构纷纷来抢滩分享中国的财富增长红利，基金行业面临着银行理财子公司、外资基金公司等机构的挑战。刘入领表示，因各自的资源禀赋不太一样，银行理财子公司和基金公司大概率会形成错位竞争、彼此合作的格局。“外资系”基金公司值得引起重视，这类机构拥有丰富的管理经验，具有全球资产配置优势，以及品牌上的巨大优势，随着未来逐渐在国内市场站稳脚跟，将拥有较强竞争力。对基金行业来说，市场化与规范化的进程也会由此加快，这会使得整个行业的业务标准有一定提升。

在这样的大环境下，安信基金面对机遇和挑战，大方向就是专心做好自己的事情。”刘入领表示，投研立司是安信基金一直以来的方向，未来还是会坚持价值投资，持续打造主动管理能力，争取给客户带来长期稳健的投资收益。他表示，希望在这一过程中，继续寻找到理念上志同道合的客户和渠道伙伴，共同前行。

## 呼吁：持续宣导价值投资理念

公募基金进入黄金时代，面对这一历史机遇更考验一位经营者的战略定力，在抓住机遇的同时还要能持续、健康、理性地长期发展。

正是基于这一定力，刘入领提出整个公募基金行业要共同努力来提高行业的形象，进一步改善基金公司的营商环境。他认为，行业可以从三个方面共同发力，表里如一地践行好价值投资理念，共同做大做强权益基金：

第一，持续深入宣传价值投资理念。刘入领介绍，安信基金近两年联合多家银行开展“时光相伴，价值同行”价值投资主题宣传活动，前后举办了逾百场，获得较好的反响。他强调，这一工作不能急功近利，不能指望短期效果非常明显，通过长期努力，每次能找到一些内心认同价值投资理念的客户，坚持下去，就会聚集越来越多这样的客户，形成一个良性循环。

第二，大力推进有封闭期的产品发行，争取让持有人有更好的盈利体验。中国基金业协会公布的数据显示，1998年~2017年中国偏股型基金年化收益率接近17%，但很多投资者盈利体验感并不强，出现这种体验落差的一个重要原因是基金持有时间过短，基民频繁交易、“高买低卖”，因此，必须在“把公募基金赚钱能力转化为投资者盈利体验”上下功夫。对此，刘入领认为，发行较长封闭期限的股票类基金能够较好地解决这个问题。安信基金也知行合一，今年发行的新基金产品中已经有不少是有封闭期限的产品，未来也将继续积极布局这一类产品，希望以此增强持有人的盈利体验。

第三，努力引导投资者建立正确的风险收益观。刘入领表示，应该千方百计地给客户灌输一个理念：风险和收益是正相关的。要获得高的收益就要承担高风险，如果不愿意承担高风险，那就应该接受比较低的收益。”他认为，这个宣传过程可能很漫长、很艰难，但一旦建立就能有效地解决投资者适当性问题，也能避免很多无谓的纠纷，为权益类基金和净值型产品的大发展提供良好的外部环境。

基金销售新规10月1日起施行

# 尾佣限高撼动销售格局 行业马太效应或加剧

中国基金报记者 方丽 李树超

近日,证监会发布《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》(下称“基金销售新规”)及配套规则,今年10月1日起施行。

基金销售新规对尾随佣金设置了50%的上限。这一规定是否会影响基金销售,爆款基金还能否不断涌现?中国基金报记者采访了多家公募,他们认为,多数基金公司的新基金发行不会受到明显影响,不过,与部分不符新规要求的独销机构的合作需要做出调整。

## 对新基金发行影响不大 或遏制赎旧买新

再过几周,基金销售新规就要正式实施。

中融基金、金鹰基金和华南两家基金公司都表示,销售新规对公司新产品发行计划暂无影响。公司将按照新规要求,按部就班做好产品发行工作。

北京一家中型公募市场部负责人表示,目前公司核心渠道的尾随佣金都不超过50%,新规对公司产品发行计划不会产生影响。

另外,新规针对独销机构5%以上股东提出资本实力等要求,部分基金公司表示将强化对独销机构的尽调,尽快实现销售渠道的规范化管理。

德邦基金表示,公司将强化对独销机构5%以上股东资本实力的尽调。对于不符合条件的独销机构不予准入,已准入机构将通知对方在过渡期限内尽快调整。

除了规范新基金销售外,多位业内人士认为,新规将有利于遏制基金销售过程中“赎旧买新”的不良现象。

国泰基金、金鹰基金都表示,新规将促进基金销售从过于注重销量,转为更多地注重产品的保有量,对于目前基金销售中“追逐爆款”、“赎旧买新”等情况或有遏制作用。

对此,华南某中型基金公司表示,新规代表了监管的导向,避免“赎旧买新”的短期交易行为,要求行业各方都要将投资者利益放在首位,通过激励机制、考核方向和销售服务手段等方面的配合,向投资者宣导长期投资的有效性和优势。

不过,也有业内人士认为新规对遏制“赎旧买新”作用有限。上述华南公募市场销售部总监助理表示,“赎旧买新”主要缘于销售机构KPI考核的快速增加和销售机构对申赎手续费的看重,短期内,新规很难对这一现象产生作用。

## 尾佣受限 不会影响爆款基金的出现

2020年爆款基金迭出,成为市场关注的焦点。然而从基金半年报可以看到,爆款基金客户维护费占比普遍偏高。销售新规“尾佣受限”,或对爆款基金的产生造成一些影响。但更多爆款基金靠的是过硬的业绩表现,所以,真正有实力的好产品仍会受到投资者的追捧。

华南一位公募市场销售部总监助理表示,基金销量的爆发主要跟市场情绪和市场对基金公司和品牌的认知度相关。客户维护费占比高,不排除销售机构在个别定制化产品上投入更多资源有意打造爆款的情况。限制客户维护费,销售机构想要打造爆款,对基金公司和产品本身的“流量属性”可能更加看重,因为越有流量的产品越能控制营销成本,最终可能导致爆款类型趋于集中,比如越来越集中在个别品牌管理人和基金经理身上。

中融基金表示,爆款基金的客户维护费占比偏高,并不意味着爆款出现的原因是较高的维护费。出现爆款基金的因素很多,除了客户维护费,还包括发行时的市场情况、基金经理历史业绩、基金经理和基金公司品牌等。新规的出台或会使得客户维护费相比之前有一定程度的下降,但是这并不意味着不会出现爆款基金。当然,主要依靠较高客户维护费而产生的爆款品种,在新规出台后还是会受到遏制的,这对基金销售市场的健康发展是有促进作用的。

德邦基金更是直言,短期内,银行很难找到公募基金权益基金的替代品,所以,号召力强的明星基金公司仍可能继续发出爆款基金。但银行出于利润不外流的考虑,会将资源更多地向自己控股的基金公司倾斜。

也有业内人士认为限制尾佣对爆款基金影响并不大。尾佣限高不会遏制爆款基



图虫创意/供图

金产生。爆款基金的主要推动因素是业绩,尾佣只是一部分原因。对于尾佣的收取,股份行、商业银行并不是最高的,强势的三方最高甚至有90%的尾佣。”北京某大型公募的业内人士直言。

爆款基金出现的原因在于业绩和品牌的吸引力及深入人心的宣传攻势,客户维护费其实没那么重要。”华南某中型基金公司人士说。

## 规范基金宣传推介 品牌和投教宣传将成重点

当前,基金宣传推介愈发活跃,新规的配套规则对基金宣传推介材料做出详细规定。

北京一家中型公募市场部负责人表示,此次独立发布的《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》(下称“基金销售新规”)即将施行。

中国基金报记者采访了多位基金销售机构人士,他们认为,新规将加速基金销售机构的优胜劣汰,未来第三方机构势必寻求特色发展道路。面对新规要求,基金销售机构需要尽快整改,加强基金销售综合服务能力建设。

# 优胜劣汰加速 第三方机构寻求差异化发展

中国基金报记者 刘芬 张燕北

《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》及配套规则(下称“基金销售新规”)即将施行。

中国基金报记者采访了多位基金销售机构人士,他们认为,新规将加速基金销售机构的优胜劣汰,未来第三方机构势必寻求特色发展道路。面对新规要求,基金销售机构需要尽快整改,加强基金销售综合服务能力建设。

## 新规加速独销机构优胜劣汰

基金销售新规明确了基金销售机构的准入和退出机制,向行业传达了一个清晰信号——“扶优限劣”,多家独立基金销售机构认为此举将加速销售机构间的分化。

盈米基金CEO肖雯表示,销售新规对基金销售机构的经营业务范围起到了正本清源的作用。在她看来,独立基金销售机构的经营范围是销售公募与私募产品,新规将促使销售机构将精力用在以公募基金为代表的标准资管产品的销售上,对基金销售机构将起到扶优劣汰的作用。

肖雯表示,之前的销售管理办法没有明确销售机构的退出机制,机构良莠不齐。新规的退出规则生效后,不符合要求的销售机构将被淘汰,专注从事公募、私募基金产品销售的机构将得到扶持,帮助优秀销售机构做大做强。

汇成基金表示,新规强化了基金销售活动的持牌准入要求,优化了销售机构准入及退出机制,让行业优胜劣汰、有进有出。长期来看,基金销售机构的综合实力将得到提升,合规经营与长期稳定展业的头部机构优势会更加明显。同时,也更有利于保护投资

者利益,有利于基金销售行业的良性发展,未来将出现类似公募行业的头部集中趋势。

基煜基金认为,销售新规的出台将优化基金行业生态。在可预见的将来,互联网独销机构将依靠流量保持明显优势,其它独销机构有望以特色化定位、精品化服务形成差异化竞争优势,部分有资源、有特色的机构也会加入进来,为行业注入新的活力。同时,部分没有实际开展业务的机构也会有序退出。

好买基金总经理陶怡表示,新规扶优限劣,一些仅持牌,却没有实质展业的公司会退出。未来将会有越来越多的独销机构,走自己的差异化道路。将自己的长板做得更长,而非跟随头部。

## 完善销售制度考核 带来发展新机遇

对于新规要求的销售考核制度完善,肖雯认为,针对互联网销售机构的作用越来越重要的现状,对于独立基金销售机构提出了更高的、更有针对性的设立标准和监管要求。同时,也强调了基金销售机构的从业规范,对风控更为重视。

基煜基金认为,新规要求的销售考核制度将促进基金销售机构回归业务本源,加强与投资者利益高于销售机构自身利益的商业模式,遏制部分销售机构无视客户利益,引导客户频繁申赎赚取手续费的行为。基煜基金已经建立了鼓励基金销售保有规模和投资人长期投资的考核激励机制,统筹长期激励和短期激励的利益关系。

陶怡表示,投资者在一定程度上会受到销售宣传的影响。新规对宣传和信息披露进行了严格限制,将有效引导基民树立正确的投资心态,采取正确的投资行为。

汇成基金表示,传统的基金销售通常会对新发基金有比较高的销售考核激

重对行业公信力及公司品牌、形象的宣传。这些对于强化投资者权益保护、优化基金市场生态、促进基金行业良性发展具有积极意义。

北京一家中型公募市场部负责人也称,新规的核心思想是:基金宣传推介材料应当加强对投资人的教育和引导,积极培养长期投资理念。这也为公募基金宣传提出了努力方向:致力于公司品牌塑造、注重产品长期业绩和公司可持续发展,长期的良好口碑才是公司乃至行业的立身之本。”

## 从靠佣金赢销量 到比拼业绩服务

新规对于尾随佣金设置了50%的上限,成为行业内最为关注的问题。中国基金报记者从行业了解到,尾随佣金新政影响很大,或改变行业的生态格局。一个靠拼尾随佣金比拼销量的时代结束,未来要比拼的是业绩和服务。

陶怡表示,投资者在一定程度上会受到销售宣传的影响。新规对宣传和信息披露进行了严格限制,将有效引导基民树立正确的投资心态,采取正确的投资行为。

汇成基金表示,传统的基金销售通常会对新发基金有比较高的销售考核激

的独销机构带来巨大的市场机会。

## 销售机构积极整改

基金销售机构表示将严格按照新规要求进行整改,完善考评制度,进一步加强基金销售综合服务能力建设。

基煜基金表示,针对销售新规对信息系统方面的要求,公司将及时进行系统改造。未来还将持续强化科技能力、研究能力、服务能力,为机构投资者提供以电子化交易管理、综合化账户服务和智能化投研支持为主要内容的综合服务。

汇成基金表示,现阶段有少部分代销产品的管理费分成大于30%,将根据新规进行调整,但总体影响不大。

此外,新规要求基金销售机构完善内部考核机制,将基金销售保有规模、投资人长期投资收益等纳入考核评价指标体系,并加大对存量基金持营、定投等业务的激励安排。

汇成基金表示,公司客户均为专业机构投资者,汇成销售团队激励政策以保有规模为基础对销售人员进行考核,鼓励销售人员引导客户长期持有基金;汇成基金不对客户经理施行一次性销售费用(人申购)激励,不鼓励销售人员引导客户进行频繁交易。

基煜基金几年前就实施了员工持股,对核心骨干员工实施长期激励。新规实施后,公司将更加坚定地坚持投资者利益优先原则,优化和完善内部考核激励体系,提升资管科技能力和综合化服务能力,为机构投资者创造更大的市场价值。

陶怡表示,投资者在一定程度上会受到销售宣传的影响。新规对宣传和信息披露进行了严格限制,将有效引导基民树立正确的投资心态,采取正确的投资行为。

汇成基金表示,传统的基金销售通常会对新发基金有比较高的销售考核激

行业内普遍预测“尾佣限高”将加剧销售资源向头部公募集中。华南一位基金公司市场人士表示,尾随佣金上限设到50%可能会弱化基金公司和渠道的谈判空间,品牌影响力强的基金公司将受益。未来中小型公募在基金销售方面需要更多的创新,与大中型基金公司抢资源越来越难。

此前中小公司支付给渠道的费用较高。销售新规实施,靠尾佣拼销量的时代或被终结,最终整个行业比拼的将是业绩和服务,这也是长期主义的一种体现,有利于行业的良性发展。”北京一家中型基金公司人士表示。

中融基金表示,目前部分基金公司支付的尾随佣金超过了50%,这种现象多出现在品牌和竞争力较弱的中小基金公司。新规或让这些基金公司短期面临更大的销售压力。但长期来看,对尾随佣金比例上限进行限制,能够使销售与资产管理环节双方的利益得到均衡,促进公募基金行业的长期健康发展。

金鹰基金零售业务部认为,设置50%的上限,更有利于行业长期健康发展,有利于基金公司集中精力做好业绩,避免销售上的不良竞争。中小型公募基金应该在产品和渠道上展开差异化竞争。

客户维护费比例上限控制在50%,意味着销售机构和基金管理人在管理规模的稳定发展上利益一致,将激发销售机构对增量客户及规模开发的积极性,对存量客户提升重保有重维护的责任感,真正遵从投资者利益优先原则,有利于培育投资者、基金管理人、销售机构这三方的利益趋同,促进行业生态的持续健康发展。”华南某中型基金公司人士说。

上述人士还表示,比拼产品和服务,赢得销售机构和投资者的认同显得更重要。基金销售新规要求销售机构在投资者购买基金前以书面形式向投资者揭示所购基金客户维护费水平,此举不仅使销售机构对基金管理人拥有选择权,投资者也会对比,掌握主动权。

国泰基金认为,设置尾佣上限,将促使基金公司把更多资源投向产品管理能力建设和投资者教育,有助于促进基金行业长期健康发展。

肖雯直言,以往,权益类基金的很多销售和渠道策略还不够完善,过于注重短期利益,忽略了长期和持续营销的力量。新规对基金销售机构考核长期保有规模,鼓励投资人长期持有等方面做了要求,改变了过往销售机构以产品为中心的情形,向以客户为中心转变。”

投资者只有意识到,投资是一个长期并且反人性的过程,才能避免追涨杀跌,改变买基金赔钱的体验。对于盈米基金来说,最终的目标是改变基金的销售模式,让客户接受基金组合交易、资产配置和长期投资的理念,改善投资者的持基体验,重塑基金销售产业链,真正实现业内的正循环,让权益类资产通过线上平台更好地卖出去。同时,提供可持续、可跟踪、可评价的基金投资解决方案,陪伴客户并帮助客户获得更好的回报,而不是让客户去追涨杀跌。”肖雯说。

基煜基金认为,遏制“追涨杀跌”的投资风格需要全行业共同努力。销售新规之下,基金费用会更加透明,配合买方基金投顾等业务的推进,基金销售机构的利益将与投资者利益趋于一致,引导销售机构以投资者利益为先,更有利于保护投资者,并引导理性投资。

汇成基金强调,要完全杜绝“追涨杀跌”,需要做好投资者教育,基金销售机构与基金管理公司共同努力,促进行业为基民财富稳健增值服务。

肖雯直言,以往,权益类基金的很多销售和渠道策略还不够完善,过于注重短期利益,忽略了长期和持续营销的力量。新规对基金销售机构考核长期保有规模,鼓励投资人长期持有等方面做了要求,改变了过往销售机构以产品为中心的情形,向以客户为中心转变。”

投资者只有意识到,投资是一个长期并且反人性的过程,才能避免追涨杀跌,改变买基金赔钱的体验。对于盈米基金来说,最终的目标是改变基金的销售模式,让客户接受基金组合交易、资产配置和长期投资的理念,改善投资者的持基体验,重塑基金销售产业链,真正实现业内的正循环,让权益类资产通过线上平台更好地卖出去。同时,提供可持续、可跟踪、可评价的基金投资解决方案,陪伴客户并帮助客户获得更好的回报,而不是让客户去追涨杀跌。”肖雯说。

基煜基金认为,遏制“追涨杀跌”的投资风格需要全行业共同努力。销售新规之下,基金费用会更加透明,配合买方基金投顾等业务的推进,基金销售机构的利益将与投资者利益趋于一致,引导销售机构以投资者利益为先,更有利于保护投资者,并引导理性投资。

肖雯直言,以往,权益类基金的很多销售和渠道策略还不够完善,过于注重短期利益,忽略了长期和持续营销的力量。新规对基金销售机构考核长期保有规模,鼓励投资人长期持有等方面做了要求,改变了过往销售机构以产品为中心的情形,向以客户为中心转变。”

# 券商“空袭警报”引热议 打破“抱团唱多”非易事

中国基金报记者 张莉

近期，一份有关消费股的唱空报告引来市场热议，而上周消费板块尤其是龙头白马集体调整的行情表现，更是让这份提前预判的报告备受关注。券商罕见发出“唱空”研报的背后，实际上也体现了投研市场的变化。

在券商人士看来，随着唱空报告逐步增多，资本市场的做空机制也有望逐渐成熟，行业整体的投研体系也将逐步趋于独立完整，投研分析师将更多基于价值判断出具研报，而并非被公司的佣金分仓利益机制所绑定。

## 券商唱空研报引热议

受A股市场机制影响，券商分析师和研究员们往往惯于唱多，“唱空”研报稀缺。不过，近年来，也有券商开始尝试出具“唱空”研报，引发市场和行业的关注。

在券商人士看来，唱空报告是投研体系不可或缺的重要组成部分。

联储资管投研部总经理袁东阳认为，并非所有的上市企业都具有投资价值，特别是随着注册制的推行，上市企业资质将更加良莠不齐，对差企业加以甄别后的唱空报告更能体现投研的客观性和独立性。

实际上，唱空报告的出现，可为做空操作提供重要指导，大大提高了投资策略的差异性，避免同质性策略导致风险累积，为资本市场健康发展助力。”袁东阳说。

某大型券商研究所机构销售人士认为，无论是唱多报告还是唱空报告，都是基于专业的研究逻辑和判断得出的结论，唱空报告的出现实际上也是投研回归本源，体现投研的价值，而不是被佣金分仓考核所绑定，这是投研行业的进步。只有准确把握公司的基本面，才能得出专业客观的结论，未来这样的报告应该会越来越多，不能以简单唱多或者唱空的结论一概而论。”

业内人士认为，唱空报告逐步增多，背后支撑的正是资本市场做空机制的逐步完善。数据显示，截至今年9月3日，沪深两市融券余额达到726亿，而2015年~2019年全年余额分别仅为30亿、35亿、45亿、67亿和138亿。

袁东阳表示，唱空报告增多体现了两种变化，一方面，做空机制日趋成熟，做空操作更为频繁，比如在做空操作规模急剧增加的情况下，券商研究便可从为机构提供做空策略服务中获得派点；另一方面，投研逐步向价值驱动转型，投资收益来源越来越倚重于企业基本面，研报自然会向研究企业基本面回归，并以能否甄别并筛选出最优秀标的进而帮助机构趋利避害作为衡量研报价值的最重要标准，在这个过程中，唱空研报就大有用武之地。

越来越多的券商人士认为，过去投研市场只唱多不唱空的情况存在扭曲现象，也会助推市场泡沫，而唱空报告的出现会有助市场趋于理性。

北京一大型券商研究所内部人士表示，唱空报告的增多，实际上意味着投研的市场化程度、投研行业的专业性、投研行业的差异化程度正在逐步增强。与唱多报告相比，写唱空报告的难度更高，对投研人员的综合素质要求也更高。此外，在行业整体唱多的大背景



下，沉下心来研究市场泡沫，偶尔出具看空报告，便能迅速抓住市场眼球。”

## 打破“抱团唱多”非易事

值得注意的是，目前投研市场的唱多报告依然显著多于唱空报告，打

破“抱团唱多”的行业格局并非易事。

上述大型券商研究所机构销售人士指出，券商研报一般需要向买方机构推销、路演，从而获得买方机构的派点佣金，卖方研究机构显然不愿意为了出具一份看空报告而得罪客户，以前甚至听说有分析师出了“看空结论”

# 上市公司与投研机构“相爱相杀” 重建信任是当务之急

中国基金报记者 章子林

“乐歌事件”刚刚过去一周，但余波仍在。这起事件表面上看是上市公司对投研机构的情绪宣泄，但背后是双方长久以来矛盾的积累，只不过这一次表现形式更为激烈。

多位受访人士表示，上市公司与上市公司的“矛盾”可能会长期存在。随着信息日趋透明，价值投资理念得到推崇，“不专业”的投研机构和“不懂资本市场”的上市公司将会被淘汰。

## 矛盾客观存在

联储资管投研部总经理袁东阳认为，这种现象是客观存在的，并且不是个例。在他看来，随着资本市场快速扩容，从业人员、机构和上市公司数量都出现爆发式增长，一方面，某些投研机构难以对上市公司进行持续、深入的跟踪和研究，导致某些研究结论不够专业；另一方面，部分上市公司的高管也确实不够了解资本市场。

深圳某券商研究所相关负责人表示，受考核机制和行业浮躁心态的影响，部分卖方研究员从“研究公司”变成“研究股票”，这种调研模式或者短期化功利现象，既不利于掌握公司基本面，也不利于发掘真正的投资价值。

一家大型券商消费行业研究员说，做实业出身的上市公司高管大多希望投研机构更多地关注公司的具体业务，

比如说多去探访车间等。但事实上，大多数投研机构的从业者本身就是超负荷工作，很难在这方面做到完美。

投研机构对效率和短期业绩的极致追求，上市公司高管对资本市场内在逻辑变化的不敏感，在一定程度上造成了双方之间关注点的落差。不过，多位受访人士表示，随着资本市场的日益成熟，这种矛盾会逐渐减少。

随着信息日趋透明，价值投资理念得到推崇，不专业的投研机构和不懂资本市场的上市公司，一定会在去伪存真的大浪潮中被淘汰。”袁东阳说。

现在越来越多投研出身的分析师或者投资经理会加入董秘或投资总监角色，实际上也是上市公司认识到资本市场背后逻辑的变化趋势。”上述深圳券商研究所相关负责人表示。

## 重建信任成当务之急

事实上，“乐歌事件”也使投研机构的价值受到质疑，特别是券商研报曾多次被“打脸”的背景之下，上市公司、买方和卖方机构之间的信任变得岌岌可危。

袁东阳认为，在追求短期业绩最大化、博眼球、赚吆喝、娱乐化等趋势下，投研机构很可能不会花功夫对上市公司进行长期、深入跟踪和研究，相反，报告可能来自于复制粘贴，甚至出自于实习生之手，而“翻车”现场常常出现“假专家”，也反映了投研机构与

直接被停止路演的情况。

深圳某私募基金投资总监指出，在投资圈的“食物链”中，卖方机构往往做的是纯属配合性工作，但研究员可获取丰厚的人脉资源和信息优势，从而增加市场话语权。即便发现调研的上市公司存在问题，也可能采取隐晦的手法或干脆忽略。一些研究员将更多精力放在运营一二级市场人脉、扩展口碑营销上，唱多意味着挖到了“牛股”。

在他看来，从券商经纪业务角度出发，研究员需要不断推荐股票让散户买入，进而活跃成交量。没有券商希望股民退出市场，经常发“卖出”评级的研报肯定会降低投资者热情，还有一定的政策风险。这也造成了“好股抱团推荐、烂票默不作声”的行业默契。

袁东阳表示，A股缺乏做空机制，在做多为主要策略的情况下，唱空报告即便正确也难以有效发挥价值。同时，价值投资理念未占主导的情况下，研报结论正确与否其实并不是大家最关心的，如果这些报告能提供投资机构与上市公司的沟通渠道，或者能提供更多信息，也仍能得到市场认可。”

在袁东阳看来，唱多、抬轿子多于唱空的现象，是券商研究所在特定市场环境中的“最优选择”，因此，若资本市场生态不发生改变，这种现象还将维持。

上市公司之间逐渐脱离、投研“闭门造车”的窘境。

深圳某私募基金投资总监直言，目前很多券商研报的内容水分多、干货少，对于买方机构来说，帮助决策的实际参考价值不大。

随着注册制改革顺利实施，投资者做出价值判断和投资决策更加依赖发行人信息，也对机构投资者的投研专业能力提出了更高要求。如何重新建立信任，成了摆在投研机构面前的一道难题。

一家券商通信行业研究员认为，避免“翻车”的唯一办法，就是提升自身的研究能力和专业水平，强化和上市公司的沟通，对产业的把握度也需要提升，用产业的眼光和公司管理的眼光评估公司价值，不弄虚作假、不急功近利。

袁东阳认为，要杜绝这种现象，除了相关部门加强监管、机构要更加自律以外，更重要的是树立研究驱动价值提升的核心地位，而不仅仅是作为上市公司与投资机构信息沟通的辅助性渠道。

事实上，监管机构也在积极行动，为上市公司和投研机构之间的良好沟通营造更加顺畅的环境。近日，中国证券投资基金业协会召集基金管理公司、私募证券投资基金及券商资管投研人员，围绕“加强从业人员调研规范，培育基金行业健康文化”召开座谈会，倡导从业人员坚持敬畏市场、尊重企业家精神，认真开展二级市场的投资调研工作。会议表示，将研究起草投资调研的最佳行为守则，促进基金行业稳健发展。

## 投研独立性受损 研究所亟待转型

中国基金报记者 李迪

近些年，随着研报数量的增多以及佣金分仓模式的盛行，“跟风发研报”、“独立性受损”等乱象也愈发突出。对于投研行业存在的诸多乱象，多位业内人士呼吁研究所应深化转型。

## “抱团”研报泛滥

在投资者眼中，券商研报是“专业”、“深度”的代名词，也是股民做投资决策的重要参考资料。但近些年来，随着券商研报数量的逐步攀升，投研观点“抱团”、“跟风”的现象也日益严重，部分分析师发布研报时也缺乏独立思考。

联储资管投研部总经理袁东阳认为，在大多数情况下，观点一致的“抱团”现象，可能的确是因为大家各自观点不谋而合，当然，也不能排除研究搭便车、非专业地开展研究等情形。

中银证券首席经济学家徐高认为，研究员对于市场走势、某个事件分析出现相似的观点或认同，这种情况非常正常，但是，优秀的研报一定有独到的见解和深度的分析，为投资提供有价值的内容。”

也有投资者认为，愿意潜心发掘挖掘低估值牛股的研究机构并不多，多数券商往往是在股票涨起来之后一拥而上开始覆盖，而在股票回调的时段，敢发报告唱多“黄金坑”的机构并不多。

开源证券研究所所长孙金钜指出，证券研究报告也有“二八法则”，前瞻专业的研究报告永远是市场上的最稀缺品。研究部门要摒弃过度追求数量甚至博取市场眼球的思维，应秉承专业的态度，采用严谨的研究方法和分析逻辑，在前瞻深度、专业质量上做文章，靠逻辑和数据说话。”

也有部分受访人士直言，“跟风”的本质是投研能力的不足。北京一券商研究所内部人士称，从根本上讲，券商研究员还是要修炼好内功，自己真正有实力，才会有拒绝跟风的勇气。

## 佣金分仓模式“绑架”投研

业内人士认为，在佣金分仓制度下，研究员在考核指标的压力下，研报报告的发布受到一定程度的限制。

袁东阳指出，派点、佣金分仓是投研机构主要的收入来源，不少研究员甚至都背负着佣金派点的业绩指标，在这种情况下，研报报告的独立性难免不受派点机构的影响，成为派点机构的发声人，这也是唱空报告之所以罕见的原因之一。”

某大型券商研究所机构销售人士直言，佣金分仓模式让券商投研和买方机构之间形成了利益绑定，造成传统内部投研的服务出现异化。同时，行业排名和内部考核的双重压力也令分析师的投研能力被市场化定价机制所绑架，这种买方机构交易和券商投研之间形成的互动，是主导券商投研方向的主要驱动力。很显然，这种模式并不利于投研的长期健康发展，投研整体需要进行转型。”

袁东阳指出，就投研转型而言，练好内功、提高投研能力，提高投研对投资的支撑能力，特别是对内服务能力，应该是转型的主要目标，投研收入来自于投资业绩分成的部分应该成为支柱。

上述大型券商研究所机构销售人士表示，从研究所业务来看，过去的佣金分仓模式虽然仍占主导，但业务已从单一走向多元。比如利用研究所牌照优势提供更多收费服务，或者行业所说的“软佣”，提供有偿的投研咨询项目服务。”

# 券商探索APP业务创新 助力财富管理转型

中国基金报记者 张莉

券商传统佣金模式日渐式微，资产配置服务越来越受重视，投顾业务的智能化和工具化也成为普遍趋势。今年以来，券商频频借助金融科技手段升级移动端创新业务，其中智能化资产配置平台打造成为重点内容。

在券商人士看来，互联网化和移动端使用习惯，正在改变理财客户的投资行为，金融产品服务日益需要根据客户多元化偏好进行细分匹配，智能投顾业务布局，实际上也将有望助力传统经纪业务向大财富管理业务转型。

## 券商探索APP业务创新

智能投顾逐渐成为券业转型和发展的趋势，如何打造优势和创新业务，成为市场的关注焦点。

日前，招商证券在移动端APP中推出了一款名为“招财智投”的智能化资产配置平台，用户输入理财目标和条件，即可一键生成资产配置方案。

更早之前，国泰君安也在君弘APP上推出“发现机会”功能，借助大数据、人工智能、推荐引擎等技术，向其线上海量用户推送个性化资讯推送

解读及独家分析模型，旨在满足投资者全球化配置需求。

平安证券则引入金融科技与量化模型技术，在系统中构建投资建议的股票白名单。通过这种方法，改变了投顾依赖主观经验为客户提供股票建议的服务流程，大幅提升了提供给客户的投资组合收益稳定性和收益表现。”平安证券经纪事业部投顾团队相关负责人表示。

## 助力财富管理转型

在金融科技的助力下，智能投顾的优势日益突出，这也促使不少机构逐渐

加大对智能投顾方面的投入和布局。

招商证券相关人士表示，新智能化资产配置平台的推出，不仅意味着公司财富管理的智能化、数字化、体系化建设进一步完善，也体现了券商的服务方式、范围、效率和体验都在移动互联网时代实现了质的飞跃。这是券商迈向财富管理升级的必然选择。

国泰君安相关人士表示，智能投顾服务平台核心在于通过提供线上的技术服务体系，服务于海量用户。智能服务通过科技赋能，借助线上服务边际成本为零的巨大优势，可有效弥补服务缺口、提升服务效率、防范服务风险。

平安证券经纪事业部相关负责人表示，推动智能投顾业务，除了提升服务质量和效率之外，还能通过集中管理和监控降低投资顾问的合规风险，打通中台业务的数据管理、加快数字化运营的进程。在国外券商竞相打出零佣金的营销策略背景下，通过推广智能投顾服务，还可以大幅提升综合服务能力，有利于提高服务定价的能力，加速财富管理业务转型。”

不过，智能投顾服务的升级并不意味着传统人工投顾价值的流失。券商人士认为，智能投顾业务的出现，可以扮演“数据助手”，为传统人工投顾提升服务质量给予较好的辅助。

# 部分基金经理兼职公募专户 各公司看法不一

中国基金报记者 陆慧婧

今年4月初基金业协会发布的《基金经理兼任私募资产管理计划投资经理工作指引(试行)》(以下简称“指引”),打破了此前公募基金经理、专户投资经理不得相互兼任的界限。指引已落地5个月,近期披露的基金2020年中报,透露了最新的基金经理兼任情况。

东方阿尔法精选基金的基金经理刘明目前兼任一只私募资产管理计划的基金经理,华泰柏瑞专户投资部两位投资经理也已开始管理公募产品。同时,部分基金公司也在紧锣密鼓筹备之中,据了解,一家大型基金公司指数基金经理即将兼任私募资管计划,还有基金公司的专户投资经理已完成基金经理考试,进入新产品上报阶段。

## 部分基金经理已完成兼任备案

东方阿尔法精选混合基金中报披露的兼任私募资产管理计划投资经理的基金经理同时管理的产品情况”显示,基金经理刘明目前在管包括东方阿尔法精选在内两只公募基金,此外他自今年5月25日起,还兼职了1只私募资产管理计划,公募基金管理规模13.75亿元,私募资管计划管理规模4.61亿元,合计管理规模18.35亿元。

华泰柏瑞激励动力混合基金中报也详细披露了基金经理的兼职情况。新进增聘的基金经理沈雪峰目前担任公司总经理助理兼专户投资部总监,截至报告期

末,除了公募产品之外,她目前还管理了6只私募资管计划,在管私募产品规模54.89亿元。近期,沈雪峰又陆续担任华泰柏瑞品质优选、华泰柏瑞优势领航混合两只新发公募基金的基金经理。

另据了解,华泰柏瑞积极成长混合基金新进增聘的公募基金经理——陆从珍也是专户部门的投资干将。她除了管理华泰柏瑞积极成长之外,还担任公司专户投资部投资总监。

国泰基金也披露了旗下几位公募基金经理的兼职情况。国泰成长优选混合基金的基金经理申坤除了管理公募基金之外,还在管一只超过40亿规模的“其他组合”。国泰民安养老目标日期2040三年持有期混合基金7月末刚刚卸任的基金经理邓时峰,此前在管公募基金时,也同时兼任了“其他组合”。有业内人士透露,目前部分基金经理兼任的社保组合也会列入“其他组合”之中。

指引中同时规定:完成规范后的证券公司大集合产品投资主办人员兼任私募资产管理计划投资经理的,参照本指引执行。”中信证券红利价值一年持有混合型集合资产管理计划2020年中报披露,基金经理刘琦目前在管1只公募基金、4只私募资产管理计划,另外还有21只“其他组合”,合计管理规模超过260亿元。

## 基金公司依旧看法不一

据记者了解,尽管已有基金公司开始先试先行,但目前业内对是否开



展公募专户兼任的看法不一,依旧取决于各家公司及基金经理自身的情况。

部分基金公司已在积极筹备公募专户互相兼任事宜,一位基金公司市场部人士透露,公司旗下一名基金经理已按照指引中的要求,将兼任可行性分析、合规审查、防范利益输送的制度安排等情况报告提供给基金业协会,并完成基金经理变更备案。公募是标准化产品,满足不了部分客户的定制需求。此外,这两

类产品客户的诉求不同,相比起公募基金,专户客户更注重绝对收益,这也是公司旗下基金经理兼任专户投资经理的原因。”上述基金公司市场部人士解释。

一位“私转公”基金公司人士表示,由于公司从私募基金转为公募基金管理公司,之前的私募产品已经转为专户运作。但当时专户及公募两个部门严格分离,专户投资经理若管理公募产品,必须先退出专户投资经理一职,而且要做到

持有人的同意才能变更。因此,公司部分投研骨干一直留在专户团队里。如今,公募、专户经理可以兼任,所在公司已经着手进行相关准备,部分拟兼任公募的专户投资经理已经完成基金经理考试。

沪上一位基金经理称,据其了解,部分基金公司考虑取消原来的专户业务部,改为由公募基金经理兼任。此前公募及专户部门设置了严格的防火墙,大部分优秀的投研人员更愿意做公募基金经理,这样可以积累公开业绩,相比之下,专户部门近年发展稍显落后,未来或考虑直接让优秀的基金经理管理专户产品。”

某次新基金公司基金经理反馈,指引规定,相互兼任的基金经理需具有5年以上权益类公募基金、权益类私募资产管理计划或年金社保组合的投资管理经验,自己的投资年限还不足5年,无法满足兼任要求,若未来满足条件,会积极考虑。毕竟公司刚起步,规模尚小,可以将已有的投资人员充分利用起来,兼任专户投资经理可以提取业绩报酬,对公募基金经理而言也有一定的吸引力。”

上海一位基金公司人士透露,从公司角度而言,让业绩好的投资经理管理更多的产品,显然可以给公司带来更多的收益。但目前指引中规定,对兼任基金经理实施收入递延支付机制,这一规定可能会对基金经理的兼任动力稍有影响。

不过,也有部分基金经理反馈,目前管理公募基金已经倾注很大的精力和时间,且两类产品策略和客户诉求并不完全相同,基金经理也有自己的能力圈,暂时不作兼任专户投资经理的考虑。

# 公募淘宝直播开启百日 内容趋向精细化

中国基金报记者 张燕北

距离支付宝五月底宣布打通淘宝直播已过百日,目前已有近五十家公募基金公司入驻支付宝理财直播平台,开启淘宝直播之旅。经过前期的摸索实践和经验积累,基金公司线上直播逐步常态化,也取得了一定成果。面对日渐拥挤的金融机构直播赛道,多家公募致力于打造栏目化、特色化深度内容,推动本公司直播向精细化运营迈步。

## 基金公司淘宝直播常态化

经过一段时间实践后,基金公司的淘宝直播正走向理性化、常态化。多家基金公司相关负责人普遍表示,相较于初期的“手忙脚乱”,当前公司开展淘宝直播活动已更能有条不紊。

沪上一位大型公募电商部相关人士表示,公司开展淘宝直播以来,一直在参考同业情况做一些栏目的调整和布局。比如在传统的下午晚上直播之外增设早间播报栏目,给运营同事增设IP人设,完善直播间布景,增加和用户的互动环节等。从直播效果来看,活动期间的互动量和观看量也不断创下新高。”

另一位小型公募市场总监直言,基金公司刚开始开展淘宝直播时,很多人认为这只是疫情期间一种非常态的品牌宣传及获客方式。但目前来看,直播已成为一种不可逆转的趋势,也逐渐成为基金公司的常态化项目。”

由于互联网时代流量稀缺,作为重要流量入口的线上直播是基金公司获取新客的主要渠道。”她进一步介绍道,公司的直播频率也有所提高,现在每周直播两次,三个多月以来已累计开展三十多场。

伴随着直播走向常态化,公募直播专业化水准也在快速提升。直播人员方面,团队从刚开始的不适应到现在基本能够做到平稳发挥。”上述公募市场总监直言。

华南一位大中型公募市场服务部副总监称,与之前试水期相比,大家的想法越来越多,也相对更有经验。优化直播流程的同时,主播们的镜头感也会更强,更能把控全场,与观众互动。对于发红包的节奏、不同时段的流量以及话题的热度等,公司也积累了一定经验。”

## 推动内容精细化和栏目化

多位受访人士表示,转化率仍

然不是基金公司最看重的因素,拉近与客户的距离、增加客户粘性才是直播的主要目的。目前随着越来越多玩家的加入,各家公募也从最初追求形式走向内容深化,探索更具特色的直播发展路径。

直播对我们而言,是一种与更广范围的客户直接面对面沟通的互动方式,我们希望以生动有趣的方式吸引更多的新投资者了解我们公司、了解基金投资、参与基金投资。”上述大型公募电商部相关人士称,现在直播进入红海时代,观众需求从“看热闹”到“看门道”,也督促基金公司在直播效果上推陈出新。未来,希望直播从追求内容形式到内容深化、精细化直播内容。

上述小型公募市场总监也表示,现在各家公募的淘宝直播已初步具有自己的特色和风格。所以我们内部讨论,数量和场次并非竞争重点,而是要把质量做好。我们希望能够按照自己的节奏,打造栏目化、特色化直播,先专注做好“内容”。由于发展路径比较清晰,目前直播成本总体可控。”

她坦言,转化率并非现阶段考虑的首要因素。以前基金公司主要通过文字的形式进行品牌曝光,但文字材料是有阅读门槛的。现在通过视频的方式,内容可以更立体化、生活化。”

上述大中型公募市场服务部副总

监直言,近期公司开展的一场科技主题基金相关直播转化率较之前明显上升。”在她看来,围绕科技、医药、消费等主题类产品的直播内容更贴近现实、易于理解,投资者也更容易接受相关领域投资逻辑,转化率会更高一些。但对于追求主动管理能力的基金公司而言,主题类产品数量有限,因此配合相关产品营销的直播转化率可能并不具备持续性。

记者注意到,作为最早一批进驻支付宝理财直播的基金公司,长安基金一直不遗余力地打造特色化栏目。公司《理财智囊团》栏目从春节以来每周更新1人物案例,将人物分类“标签化”,给生活中的典型画像人群指出理财误区,配合可视化的数据分析,并提供相应的实际解决方案。至今文字版栏目内容已发布20期,现在改成直播版,希望能打造成“特色栏目”。

在直播形式方面,基金公司也在积极探索多元化新玩法。日前景顺长城基金配合公司新品做了一场淘宝直播,首席分析师在直播间“在线拆机”,受邀大V体验购买流程,直播观看人次和点赞数均创下了“景顺直播间”开播以来的新高。上投摩根的“外艾直播间”同样为配合新品发行,推出一期沉浸式理财直播,邀请基金投资者与明星基金经理同框直播亮相。

## 无惧高位回落37%

## 超百家机构调研 眼药大牛股

中国基金报记者 江右

不到两年暴涨16倍,而后又跌落37%,眼药大牛股兴齐眼药一直颇受机构重视。上周,又有来自100多家各类机构的248位机构人士参与调研该公司,公司一款控制近视的滴眼液备受关注。

8月31日,兴齐眼药以电话会议形式召开中报业绩说明会,吸引了100多家机构关注与参会,其中包括易方达基金、华夏基金、南方基金、高瓴资本、高毅资产等国内外各类知名机构,不少公司更是多人参会,如南方基金6人参会,华夏基金4人参会。

8月27日兴齐眼药发布了半年报。公司表示,今年上半年营业收入2.36亿元,下降5.79%,主要是Q1受疫情影响,收入下滑,Q2已经恢复增长;实现归母净利润1.531万元,比上年同期增长167.48%。

对于参与调研的机构而言,最关注的还是该公司控制近视的阿托品滴眼液的情况和进展,这也是市场认为公司近两年股价暴涨的原因。

兴齐眼药在2018年10月股价最低跌至13.15元(前复权),而后开启狂飙突进的牛股征程,到2020年7月最高升至226.7元,不到2年的时间股价涨幅超过16倍,成为最近2年股价表现最为凶猛的股票之一。之后开始回落,最新股价为142.83元,从高位下来跌去37%。目前公司市值为118亿元。

关于政策对阿托品滴眼液临床及审批的影响,阿托品滴眼液2.4类新药后续进展,公司表示,正在开展临床试验的硫酸阿托品滴眼液也都是按照相关要求去做的,该临床试验正在进行中。目前政策的指导原则对于现有的临床试验进度没有影响。

对于市场空间,兴齐眼药并未说明,对于竞争则表示多几家更好。兴齐眼药表示,市场空间足够大,多有几家其实更好,只有兴齐一家是不够的。举个例子,OK镜市场目前有8个品牌,未来还要增加1-2个品牌,没有影响到它的销售。阿托品滴眼液能把市场不同人群覆盖,没用过OK镜的可以用阿托品。

国盛证券研报表示,阿托品滴眼液逐步放量。2020上半年,公司的医疗服务收入3748万元,同比增加436.77%。公司医疗服务包括门诊、住院以及产品销售,增量的主要来源是阿托品滴眼液的销售,据测算,阿托品滴眼液2020年上半年的销售在3000万左右。阿托品滴眼液2.4类新药目前正在III期临床入组阶段,预计年内完成入组,2023年前后获批上市。

除兴齐眼药外,上周绿盟科技、卓胜微也有超百家机构调研,圆通速递、TCL科技调研机构超过90家。

# 招兵买马提速 多家公募开启2021届校招

中国基金报记者 刘芬

相较往年10月、11月才开启的校园招聘季,今年9月基金公司已开启2021届的应届生储备人才“抢人大战”。受益于今年A股市场震荡回暖,汇添富、嘉实等多家基金公司加大了投研类岗位的校招;同时,基金直播战正酣,人工智能大发展,金融科技类岗位需求大增。

据不完全统计,目前率先启动校园招聘的基金公司易方达、汇添富、嘉实、富国等大中型公募。与往年不同的是,受疫情影响,基金公司今年的校招宣讲主要在线上开展,还有基金取消了宣讲环节,校招流程简化为简历投递、测评、面试、签发offer四步。

从已发布的2021届校园招聘公告来看,汇添富基金招聘人数最多,将招90多名应届毕业生,工作地点

覆盖上海、北京、深圳、广州、香港等地,开放了投研、市场、运营管理、信息技术四大类招聘岗位;其中,投研类岗位涉及行业分析师、固收分析师、基金研究分析师、衍生品分析师、指数与量化分析师、债券交易员、股票交易员、产品经理、战略发展经理等助理岗位。

易方达基金2021校园招聘金融科技专场开放了4个招聘岗位,分别为系统开发工程师、智能方案研究员、网络安全工程师、数据平台工程师,职位普遍要求硕士及以上学历,专业背景要求国内外知名院校的计算机、统计、数学、金融以及相关专业的。

富国基金2021届校园招聘开放了涉及投研、市场、技术等19个岗位,投研类主要招固定收益策略研究员、固定收益交易员、港股行业研究员,中后台岗位主要招

基金产品经理、合规管理经理、风险管理经理,科技类主要招聘数据开发工程师、基础架构运维工程师、信息安全工程师等。

嘉实基金2021届校园招聘开放了21个岗位,涉及研究类、市场类、金融科技类岗位方向。对于股票行业研究员,要求国内外重点高校的2021届硕士及以上学历,看重理工科、医学、临床医学或复合专业背景,要求英语流利。对于量化研究岗,要求2021届重点大学硕士毕业生,偏好金融、金融工程、数理统计、计算机等相关专业,要求熟悉组合投资、绩效评价和公司财务,具备机器学习、行为金融学、多因子选股、债券量化分析等。

综合来看,基金公司招聘主要集中在三大方向,一是投研类岗位,如研究员、交易员等,也有一些公司招聘热门的FOF研究员;二是市场类岗位,涉

及机构销售、渠道销售、电商运营等;三是金融科技类岗位,算法工程师、信息安全工程师等需求量较大。

从目前校招岗位的要求来看,硕士及以上学历基本属于标配,部分偏好国内外重点高校的2021届硕士及以上学历生,倾向于金融工程、数学、统计学、计算机科学等相关专业,而通过CPA(注册会计师)、CFA(特许金融分析师)等将优先考虑。

尽管基金公司的校园招聘公告均未透露薪酬情况,但比较有想象空间,且福利待遇也具有吸引力。比如,易方达基金给校招员工提供了舒适的宿舍,全天有保安值守,并有管家服务,离办公室仅3公里。业内人士表示,随着居民财富搬家进入权益市场,公募基金行业面临前所未有的高速发展契机,行业创新不断,基金圈2021届校园招聘岗位将更为多元。

广发基金孙迪：

# 看好行业基本面 积极拥抱周期核心资产

中国基金报记者 方丽

经济基本面在发生变化,伴随经济逐步恢复,周期行业的盈利出现一定程度的修复。”广发基金研究发展部总经理、广发资源优选基金经理孙迪认为,近期,市场出现风格切换的迹象,低估值、低涨幅、低机构持有比例的周期行业,在未来半年到一年,可能迎来较好的投资机会。

## 传统周期行业盈利逐步修复

进入下半年,市场风格、投资者的行为出现一些变化。高估值的科技、医药、消费涨幅加大,前期滞涨、市场关注度比较低的低估值周期品种出现补涨,估值极端分化的局面正在逐步缓解。在孙迪看来,这一切其实早有“征兆”。

“一方面,各行业的估值分化已经到了历史极值附近,热门行业的估值处于历史相对高位,估值继续提升的难度增加。另一方面,经济层面出现积极的变化,PPI触底回升,南华工业品指数、工业原材料指数、铜价、油价等大幅反弹;建筑钢材的成交量、水泥出

鹏扬基金施红俊：

# 聪明指数肩负为投资者赚钱的使命

中国基金报记者 李树超

用作投资标的的指数肩负着为投资者赚钱的使命,我们在布局指数产品时不会盲目追热点,而会站在一个更长的视角来看待问题,是否收益高一点,回撤小一点,让投资者能有更好的收益体验。”

从指数的生产者到指数基金的管理者,鹏扬基金数量投资部总经理施红俊对指数的理解更为透彻,也更具情怀,他想做的不仅是向投资者提供投资工具,还希望向投资者提供合理的资产配置建议,在合适的时点买入合适的产品。

## “聪明指数”超额收益明显 质量、成长因子贡献显著

作为中证500中盘里首只Smart Beta产品,跟踪“聪明指数”的鹏扬中证500质量成长指数基金超额收益明显。

谈及该产品超额收益的来源,施红俊表示,质量、成长是两个基本面因子,对基金超额收益贡献较大。其中,质量因子考查的是企业的盈利质量、盈利的稳定性等指标,成长因子考查的是企业的盈利增速以及与其估值的匹配程度。

鹏华基金伍旋：

# 静水流深的投资之道

中国基金报记者 方丽

鹏华启航两年混合拟任基金经理伍旋在投资上自带一种超脱市场的睿智,他始终坚持最纯粹的投资策略“好价格买到好企业”,注重稳健增长、估值合理、逆向投资、控制风险。

## 好价格买入好公司

伍旋的履历比较简单,他毕业于北京大学,曾任职中国建设银行,2006年6月加盟鹏华基金,历任研究部高级研究员、基金经理助理,现任权益投资一部副总经理,拥有近9年基金投资经验。

在近9年的市场厮杀之中,伍旋锻造了一套自己独特的投资原则和方法,他风险偏好非常低,强调投资中一定要相信常识、尊重常识,不要相信世界会轻易被颠覆”,他坚持持续关注“好公司”,但认为“好公司一定要有好价格”,更愿意在市场对好公司预期或者估值没有到非常充分时布局,通过时间的积累享受良好的复利回报。



孙迪

销量、水泥价格等高频数据,均明显好于往年同期水平。”孙迪表示。

据其介绍,上述这些变化,核心驱动因素是国内疫情得到有效防控,生产生活和各项经济活动逐步恢复正常,需求得到有效恢复,结合较为宽松的货币财政政策,预计下半年到明年中期是PPI持续回升的阶段,上市公司盈利增速跟随宏观经济逐季修复将是大概率事件。分行业看,上半年在疫情中受损的偏传统周期行业,盈利能力和利润增速也有望触底回升。

我倾向于认为,往后一段时间市场表现会相对均衡,甚至有可能低估值的周期和价值行业会有一段明显占优的阶段。”孙迪表示,周期性板块目前正处在低估值、低涨幅、低机构持仓

比例的“三低”局面。从中期来看,伴随PPI和工业企业盈利持续回升,市场极端的估值分化会逐渐收敛,投资风格和资产表现可能相对比较均衡,周期行业具有较好的配置价值。

## 积极拥抱周期核心资产

低估值周期板块的补涨机会,进入部分机构的视野。

孙迪表示,一方面,周期性行业中也有成长性不错的品种,市场空间大,市场占有率有望不断提升,盈利增长可以维持在20%以上的水平,估值和增速匹配度较高。另一方面,一些竞争格局较好的细分方向已经处在周期底部区域,随着需求的改善,行业开始出现持续提价的现象,景气向上的趋势明确,也会带来良好的投资机会。

相比稳定增长行业,周期行业的业绩持续性可能没有那么好,波动相对大一点,但在低估值、盈利修复的支撑下,现阶段具有较好的投资性价比。”基于对A股市场及周期性行业的上述判断,孙迪在未来一段时间的投资思路是积极拥抱周期核心资产。

该指数的基本面相对300与500均有优势,增速与创业板指最接近,目前权重行业依次为医药、食品饮料、电子、机械、传媒等,具备较好的长期投资价值。”施红俊说。

## 看好受益于经济复苏 且估值合理的股票

施红俊曾在中证指数有限公司研究开发部工作11年,2017年正式加盟鹏扬基金,现任鹏扬基金数量投资部总经理,鹏扬元量化、鹏扬中证500质量成长基金经理。

从指数生产者到指数基金管理者的职业经历,也让他对指数的理解更为深刻、透彻。

在他看来,虽然指数成千上万,各有不同的功能、不同的定位、不同的表现,但每条用作投资标的的指数都肩负着为投资者赚钱的使命;同时,他在指数研发过程中深度参与,指标计算的细节、各种参数设定都亲自反复测试,试图找出最佳方案,通过这样的过程,他对指数方案更具信心,力争给投资者提供更好的指数工具。

谈及当前时点的投资机会,施红

A股市场还是能找到一批即使在全球范围内,都具有极强竞争力的周期核心资产,盈利质量比较高、盈利稳定性比较强,有望获得比较好的Alpha。”具体而言,孙迪将分两条主线把握投资机会。一是寻找行业的Beta收益,积极挖掘供需格局改善、景气向上行业的Beta机会;二是在行业Beta的前提下,寻找中长期有Alpha的龙头公司。

谈及广发资源优选选股思路,孙迪介绍,他把周期核心资产分为三类:第一类是竞争格局清晰的周期白马股,这些龙头公司在产业布局 and 成本方面积累了很强的竞争优势和壁垒,盈利能力和盈利稳定性很强、现金流良好;第二类是在细分领域有很强竞争优势的周期成长股,大部分是大行业中的小公司,市场占有率有望持续提升,更多体现成长股的特征;第三类是估值和盈利能力处在底部区间,但改善趋势非常明确、未来有较大向上弹性的品种,可作为组合的卫星配置。

周期股投资和科技股、消费股不太一样,对于周期股,我们会更加关注宏观环境的变化,强调自上而下和自下而上结合,找到行业的Beta和个股的Alpha。”采访最后,孙迪总结道。

俊分析,未来3到6个月内,股市的机会要大于债券,但股市也会分化,受益于经济复苏且估值合理的股票会有更多机会。一是因为货币政策和财政政策的基调并没有变,货币政策不会更松,但远没有到转向的地步;另一方面,下半年经济仍然是处于复苏的态势,不管斜率是否趋缓,复苏阶段股票资产仍然是最受益的。

在这样的宏观大背景下,他认为投资上可以把握以下逻辑:一是国内大循环为主体,对应扩消费和新老基建;二是通胀预期上升,有色和上游资源会更加有机会;三是政策支持“两新一重”,对应的信息通信、新能源汽车、基建等。

作为一名指数基金经理,施红俊认为除了把指数基金管理好,紧跟指数,为投资者提供配置工具外,更重要的是从资产配置的角度,为投资者提供以指数基金为工具的配置建议。

从资产配置的角度,他认为沪深300、中证500、创业板指等核心资产指数是股票投资的“压舱石”;在宽基指数上,可以进一步选择相对基准有更高收益风险比的Smart Beta指数基金;最后还可以再配置一部分所谓风口的行业主题指数基金。

## 鑫元基金王美芹：震荡市关注“固收+”策略



王美芹

中国基金报记者 曹雯璟

鑫元安鑫回报混合基金拟任基金经理王美芹拥有16年金融从业经验,是一位基金投资老将,善于研判宏观经济大势,自上而下地把握市场,对风险控制尤其强调。此外,她强调回报和收益率的稳定性,在投资中坚守绝对收益理念。

## 偏债混合型基 包含配置思路

王美芹表示,“固收+”策略产品以固收打底、权益增强,寻找收益与风险的平衡,长期表现不俗。在市场波动加剧的背景下,下半年投资者可以重点关注“固收+”策略产品。据悉,已发行的鑫元安鑫回报混合基金正是一款“固收+”策略产品。该产品在股票、固定收益资产和现金等大类资产中灵活挖掘潜在投资机会,从而发挥“擅守能攻”的优势,实现基金资产的长期稳健增值。

王美芹认为,从偏债混合型基的风险收益目标设置来看,它更符合中国老百姓的基础资产配置需求,也符合现在的投资机构,特别像理财子公司类买方的需求。这类产品收益率相对高于债券型基金,波动率又低于股票型基金。从国际经验来看,30%权益+70%固收”或者40%权益+60%固收”的偏债混合型产品非常有生命力,是一个成熟的策略。从年化收益/年化波动的指标来看,30%权益+70%固收组合具备一定优势。王美芹告诉记者,按照历史数据回测,偏债混合类基金可以达到1.66的风险收益比,这意味着,每1%的波动,会给组合带来1.66的正向回报,从长期来看,是比较稳健的策略。

偏债混合型基金本身包含大类资产配置思路,可以有效应对经济波动,债券资产降低波动,而权益资产则增加收益。一旦市场出现大波动,投资者就会意识到,年化收益在6%~10%,波动能够控制在5%~10%水平的产品更适合普通家庭。”王美芹解释道。

## 配置信用债 股票着眼中长期

在做组合时会区分好三块风险来源,一是组合的久期风险,也就是长端利率所面临的风险,第二,组合的信用风险,第三,股票市场的波动风险。任何时候不承担超过两个风险。”王美芹强调,她要做的产品,能在波动性和收益性之间得到一个相对较优的平衡。基础理财需要一些产品的布局的,“固收+”产品正是在这样一种情形下产生。

谈到具体债券品种,王美芹表示,在债券方面,会深挖具有潜在价值的信用债品种,从而争取为组合收益做出更好的贡献。

在个股方面,王美芹表示,对于那些上半年已经涨幅较大的个股,后续会保持谨慎态度。她认为,三季度到年底,股市和债市会有一个再平衡的过程,股票震荡为主,指数波动空间不大,但一些高估值的个股可能会有较大波动。同时,随着科创板新股发行火热,创业板注册制启动,以及后续其他资本市场IPO方式或将改革,打新也成为热点。

值得一提的是,王美芹此前还有过一段渠道销售的从业经历,这在行业内基金经理中比较少见,正是这一段经历,使得王美芹更能体察持有人的心理感受,更注重追求绝对收益,把正收益作为首要目标,不过分注重短期的相对排名。

我希望提升投资者的投资体验,要让投资者觉得踏实。”王美芹说。

消费、大金融、制造业”上锻造出自己的能力圈。他管理基金持仓集中在大消费、大金融和细分制造业三大领域,既能精选成长赛道个股,又能掘金低估值领域。

## 短暂调整带来布局机遇

对于市场短期调整,伍旋并不悲观。在他看来,市场年内已积累了不菲的涨幅,部分行业估值水平偏高,货币和信贷政策上有一定边际收紧的迹象,这是导致近期调整的一大原因。然而,整体估值水平仍处在历史中位数附近,权益资产仍处在有利的位置。此外,基本面因素,国内宏观经济数据良好,工业生产稳中有升、中长期贷款保持扩张、出口受益于海外市场复工的推进,消费也有一定的改善迹象,CPI保持低位。从上市公司中报情况来看,疫情影响退坡,二季度基本面快速修复,全年盈利逐季改善的趋势不变。因此,他直言,短暂的市场调整正好带来加大权益资产配置的比较好的时机。

从A股中期市场机遇看,伍旋更

# 机构投资者的“心水基金”有哪些？

中国基金报记者 方丽

资本市场上，机构投资者往往在基金投资上拥有更为敏锐的嗅觉、更精准的判断，也更了解基金经理核心价值所在，因此，机构资金是较好的风向标。

中国基金报记者根据天相投顾统计的2020年基金半年报数据，通过基金持有人结构找出了机构的“心水基金”。这些数据，有助于作为小基民筛选基金的参考，尤其是对于重点品种，可供借鉴。

## 整体趋势： 减持股票 增持商品ETF

2020年上半年机构投资基金显示出两大明确的趋势：大方向上，机构投资者占比提升的品种有商品ETF、封闭式基金，而持有比例减少的股票型基金、QDII基金、传统封基、混合型基金等，值得投资者注意。

从2020年上半年市场情况看，权益类基金整体拥有较好表现，但机构持有占比“不增反降”，尤其是对股票型基金，持有比例和持有份额双双下滑，意味着在上半年这一行情中散户申购部分绩优基金的热情更高。天相投顾数据显示，对股票型基金，2020年机构持有人平均占比从去年底的42.18%下滑至6月底的36.75%，大幅下滑了5.43个百分点，同时上半年机构持有股票型基金份额也减少了24.03亿份。此外，对于混合型基金，6月底机构投资者持有比例较去年底下滑了0.26个百分点，但持有份额增了700.98亿份，显然上半年散户布局混合基金力度更强一些。

而出现份额和持有占比双升的是商品ETF，6月底机构持有人在商品ETF基金中平均占比为29.77%，较去年底提升1.72个百分点，上半年机构持有商品ETF份额也增长了12.45亿份。

机构投资者在2020年上半年增持最多的是债券型基金，上半年一口气增长了7410.27亿份，力度不小，而6月底持有比例也基本维持和去年底差不多水平，为90.26%。此外，上半年机构投资者还增持了1531.63亿份的货币基金。

## 股票型基金： 科技、消费等成为增持重点

机构对股票型基金的配置方向更

类型	2020年半年报			2019年年报			上半年变动比例	上半年份额变动情况(亿份)
	份额合计(亿份)	机构投资者持有份额(亿份)	比例	份额合计(亿份)	机构投资者持有份额(亿份)	比例		
FOF	453.44	28.38	6.26%	267.72	17.10	6.39%	-0.13%	11.28
封闭式(含创新型)含QDII	807.21	211.01	26.14%	1033.83	252.84	24.46%	1.68%	-41.83
其中:传统封基	0.30	0.27	89.41%	0.30	0.27	89.90%	-0.50%	0.00
QDII	1021.18	236.07	23.12%	759.10	197.22	25.98%	-2.85%	38.85
股票型	9009.69	3310.70	36.75%	7906.17	3334.72	42.18%	-5.43%	-24.03
混合型	17594.78	4633.70	26.34%	14785.68	3932.72	26.60%	-0.26%	700.98
货币基金	74701.50	26603.27	35.61%	70288.25	25071.63	35.67%	-0.05%	1531.63
债券型	44208.60	39902.66	90.26%	35997.48	32492.39	90.26%	0.00%	7410.27
商品ETF	170.83	50.85	29.77%	136.95	38.40	28.04%	1.72%	12.45

数据来源:天相投资 方丽/制表

值得投资者关注。在天相投资对141家基金公司旗下9615只基金(A/B/C分开)统计显示，机构上半年增持的对象主要是科技、消费等指数基金。部分绩优的股票基金也受到关注。

具体来看，若按照份额来计算，机构持有份额增加超过1亿份的达到86只。其中较多的是华夏中证5G通信主题ETF、华宝中证全指证券公司ETF、国泰中证全指证券公司ETF等，显示出机构对科技、券商风格指数的追捧。其他受到欢迎的是国联安中证半导体产品与设备ETF、汇添富移动互联、国泰智能汽车股票、工银文体产业股票、景顺沪港深精选股票、华安创业板50ETF、工银互联网加股票、信达澳银新能源产业股票、易方达消费行业、中庚小盘价值股票等。

从机构持有比例看，目前机构持有比例超过90%的产品达到94只，以指数基金为主。机构持有占比超过99%更是以指数型基金为主，除了沪深300、中证500等指数类产品外，还布局了华泰保兴多策略三个月定期开放、国投瑞银研究精选股票、博时量化价值股票C、华夏智胜价值成长股票C、信诚量化阿尔法股票、招商量化精选股票C、国富

健康优质、海富通量化先锋股票C、德邦量化优选股票C、北信研究精选股票，其中不少是量化基金，值得投资者关注。

## 混合型基金： 绩优基金+对冲产品受欢迎

虽然混合型基金在今年上半年机构持有占比小幅下滑，但是两类品种获得较大比例增持，一类是对冲产品，另一个是中长期业绩绩优品种。

海富通阿尔法A是今年上半年机构持有份额增加最多的一只混合型基金，6月底机构持有份额87.4亿份，较去年底一口气增持了63.96亿份。同时，机构对该基金持有比例上半年也提高近4个百分点。同样有些量化基金受到明显增持，如汇添富绝对收益策略定开混合A、广发对冲套利定开混合、富国绝对收益多策略定开混合、华泰量化绝对收益策略定开混合等。

业绩优秀的一批基金也获得机构的青睐。如易方达蓝筹精选、华安配置、交银数据产业灵活配置、中欧行业成长、易方达信息产业、富国天益价值，上半年机构持有份额增加超过10亿份。这些都是中长期优秀品种，其中张坤、王培等优秀基金经理也受到关注。此外，南方绩优成长混合A、兴全轻资

产混合、中欧新趋势混合E、泓德研究优选混合、易方达丰惠混合、万家行业优选混合、景顺精选蓝筹混合、融通景气A/B等也受到机构关注，都基本是行业内老牌的绩优基金。

值得一提的是，从机构增持份额超1亿份的846只基金中(各类型分开计算)，其中易方达旗下基金最多，达到48只，此外华夏、鹏华、富国、工银瑞信、汇添富、南方、广发、博时、中银、大成、嘉实、景顺长城、华安等基金公司也较多，显示出机构的偏好。

## 债券型： 绩优债基受欢迎

2020年债券基金表现平平，而受到机构欢迎的主要是长期业绩较好的债基品种。

若按机构持有份额计算，增持力度最强的是建信荣元1年定开债券、光大添天盈五年定开债券、易方达裕祥回报债券、兴业中债1-3年政策性金融债A、兴业稳康三年定开债券、华润润鑫债C、广发景宁纯债、银华远景债券、农银汇理金禄债券。从增持较多来看，不少绩优债基，如广发聚鑫、中欧双利债、易方达稳健收益等。

从机构投资者增持超10亿份的债券基金看，主要集中于易方达基金、南方

基金、华夏基金、广发基金、鹏华基金、博时基金、富国基金、中银基金、工银瑞信、中欧基金等。

## QDII基金： 债基+绩优基金增持较多

海外高收益债，以及业绩较好的QDII产品在今年上半年受到机构的喜爱的品种。

从机构持有份额增长情况来看，增持最多的是鹏华全球高收益QDII人民币，机构持有份额和持有比例均较去年底有所增加，其中上半年增持了9.15亿份。不仅这一只债券类QDII基金受到关注，长信全球债券人民币、华夏海外收益债A、汇添富精选美元债人民币A、嘉实新兴市场债、博时亚洲票息收益债券、银华美元精选债券、华夏大中华信用精选债等等都有明显增持，显然在今年上半年全球资产震荡之际，机构投资者看准了债券市场的投资机遇，集体性增持。

此外，易方达中证海外中国互联网50ETF、华安龙头ETF、富国中国中小盘混合QDII、上投中国生物医药混合QDII、汇添富全球消费行业QDII人民币A、广发纳斯达克100ETF等也受到了机构的追捧。这些产品可谓是机构真正的心水产品。

# 私募股权基金清算和展期 这些程序要关注

近期有些私募基金持有人因为产品展期、清算遇到的纠纷，将矛盾诉诸媒体，究竟清算和展期，必须遵循什么样的程序？

中国基金报记者 文建斌

私募股权投资基金主要投资未上市企业股权，以期通过IPO或并购等其他方式退出，实现资本增值。其产品投资期限相对较长，而当存续期届满时，并非所有产品均能正常获利退出，有的还会延长投资期限，因而其清算与展期的程序问题备受关注。

私募股权投资基金期限一般长达数年，这一方面是因为法律规定，另一方面是由于资金投资于企业股权，需要时间等待企业的成长来博得价值的增加。”广东融关律师事务所合伙人于雪飞律师介绍，私募股权基金的期限设置分为投资期、退出期、延长期，例如某基金期限为3+1+1年，那么其中3年为投资期，1年为退出期，1年为延长期。

## 清算可参照完整的步骤

私募股权投资基金进行清算，要履行哪些程序？

于雪飞介绍，清算一般有以下步骤：一是因清算事由的出现决定终止基金，比如基金存续期满且决定不展

期等；二是自基金合同约定的清算事由发生之日起30个工作日内，成立清算小组；三是清算组备案及清算公告，包括通知债权人也是在此环节进行；四是清算组核算、清理基金财产，包括接管公司、债权登记、变现基金财产等；五是清算组编制、实施清算方案并制作清算报告；六是向基金业协会申请基金清算备案；七是如果涉及合伙型或公司型基金产品，还要向工商主管部门申请注销登记。

而在市场上，除了正常届满清算以外，提前清算的情形也不少。于雪飞介绍，私募产品提前清算可分为主动提前清算和被动提前清算两种情况，提前清算的触发原因一般会在基金合同中预先设定。提前清算与正常清算流程上的差异，主要体现在提前清算必须召开投资人大会，而常规清算是否需要则视基金合同的约定而定。

除了提前清算和正常清算，私募股权投资基金期限届满时还有可能选择展期。

## 关于是否展期的意见函 不能取代投资人大会表决

在于雪飞看来，私募股权投资基金产品选择展期主要有以下原因，一是部分产品存在与市场定位之间的错位，需要通过展期与市场相匹配；二是部分产品是因项目原因无法预期退出比如投资标的未能实现IPO，或者大环境发生变化，像今年的疫情对很多企业产生了重大

影响，展期是基于对各方利益最大化考量后作出的决策。”

在展期的具体程序上，于雪飞以合伙型私募股权投资基金为例介绍说，其需要履行以下程序：一是召开合伙人会议，签署关于同意展期的决议；二是涉及合伙协议内容变动的，需要修改合伙协议并由投资人重新签署；三是涉及工商变更的还需完成登记；四是要在资管系统做重大事项变更，包括基金展期需上传新签署的基金合同以及变更决议文件等，合伙型基金展期涉及工商登记到期日变更的还需上传工商公示信息截图。

展期属于重大变更事项，程序问题尤为重要。一方面要遵循中基协的管理性规定，如备案、披露等；另一方面要遵守公司法、合伙企业法，以及基金合同的规定条款和程序，以保障展期的合法效力。”他特别指出，如果基金合同对于展期没有明确规定的，则需要按照公司章程或合伙协议来确定议事规则效力。对于投资者而言，签署决议文件和合同文件的过程应谨慎认真对待。

于雪飞介绍，作为基金的管理人，谨慎勤勉和不侵害投资者权利是重大的概括性法定义务，在召开关于展期的合伙人会议前，向投资人发送变更合同征询意见报告相关情况很有必要，但是该征询意见并非替代投资人大会的表决性程序，不能直接作为投资人大会表决意见”。

作为投资者，在私募股权投资基金展期运作期间，建议加强对产品的关注，及时留意基金产品公告，积极参与相关会议进行表决。如果需要补签相关合同时，应认真审查条款，以维护自己的合法权益。”他建议说。

# 恒生指数等调整成分股 港版纳指及相关产品受益

中国基金报记者 江右

9月7日，恒生指数公司系列指数季度调整正式生效，阿里、小米、美团等科网股将被纳入相关指数，这次新增纳入的科技股不少，推出一个多月的“港版纳指”恒生科技指数及相关产品将直接受益。

## 恒生指数等成分股正式调整

具体来看，恒生指数成分股数量将维持50只，新加入小米集团、药明生物及阿里巴巴，剔除信和置业、中国旺旺及中国神华H股。恒生中国企业指数将加入小米集团、美团点评、阿里巴巴，剔除国药控股、比亚迪股份、中信证券H股，成分股数量维持50只。恒生科技指数成分股不变，数量维持30只。

同时，恒生综合指数的成分股数量将由476只增加至485只。其中将有32只个股被纳入，新纳入个股，包含多只医药生物类个股，如信达生物、诺诚建华、沛嘉医疗、康方生物、康希诺生物-B等，神州租车、日清食品、九毛九等股票也在新增名单中；调出的股票包括中船防务H股、广深铁路股份等23只个股。

可以看出，恒生指数系列此次调整，调入的以科技、医药、消费等新经济类股票为主，调出的则多为传统行业股票。指数为被动型指数基金配置的依据，以及主动型基金的参考，而恒生综指的成分股，还是纳入港股通的主要依据。

中信证券表示，此次调整在一定程度上改善了恒生指数和国企指数以金

融地产为主的长期格局，同时带来被动资金的配置变动。截至2020年7月31日，被动式追踪恒生指数系列的产品资产管理总值约336亿美元，与恒生指数和恒生国企指数挂钩的交易所买卖产品的资产管理分别约197亿美元和54亿美元。

## 内地相关指数基金呼之欲出

7月27日，有着“港版纳指”之称的恒生科技指数正式推出，恒生科技指数成分股主要来自科技或创新领域的龙头，反映港股新经济的表现。推出1个多月来，已经上涨9.68%。

恒生科技指数成分股包括30只，其中阿里巴巴权重最高，占8.53%，腾讯次席占8.52%，美团位列第三占比8.33%，小米占8.11%，舜宇光学科技占比8.02%，这五大股票合计占比41.5%；此外还包括中芯国际、阿里健康、京东集团、金蝶国际、平安好医生、瑞声科技等。

目前港股市场已有跟踪恒生科技指数的ETF(交易型开放式指数基金)，南方东英恒生科技ETF已于8月28日在港交所上市交易，目前内地投资者尚没法直接买入该基金，内地的相关产品也在上报当中。

嘉实基金、博时基金、华夏基金、大成基金、华安基金等多家基金公司，目前都已正式上报恒生科技ETF(QDII)相关产品。此外专门投资港股通股票的嘉实港股通新经济、泰康中证港股通TMT主题基金重仓股主要都布局在新经济板块中，不少重仓股都是恒生科技指数成分股。不足的是，目前这两只基金的份额并不大。

卖方唱空消费股？

# 基金经理：市场应该包容不同的声音

中国基金报记者 刘芬

中国资本市场发展30年来，以券商为代表的卖方研究是资本市场中的一支重要力量，券商观点直接影响上市公司在市场的走势表现。近日，银河证券罕见公开唱空消费股，引发行业广泛关注，相关行业龙头股大幅下跌。对此，多位基金经理表示，买方有自己的独立判断能力，市场要包容不同的声音存在。

8月31日，银河证券在研报中公开表示，近期食品饮料持续走强，白酒、调味品等行业市盈率不断创近年新高，尽管我们在过去很长时间强烈推荐白酒调味品等消费股，但是我们不对当下创纪录的消费股再唱赞歌，因为创纪录估值意味着未来投资回报率下降。”银河证券公开唱空后，9月3日至4日，海天味业连续两天大跌，股价跌幅达13.95%，市值蒸发896.75亿元。

对于银河证券罕见公开唱空消费股，

北京某中型公募的消费主题基金经理认为，市场中有不同的声音是好事，市场也应该容忍不同的声音存在；作为基金经理，要有吸收不同声音的能力。对于当前部分消费股估值不断走高的现象，市场最终会给出合理的定价。

民生加银养老服务混合基金经理高松透露，大多数卖方目前公开观点还是看好消费板块，跟买方交流中并未表示看空。对于银河公开唱空消费，高松点赞，觉得挺好，市场需要独立多样的观点。”

一位有卖方研究背景的消费基金经理表示，卖方机构发出任何声音，背后都有一定诉求。现在是研究可以支撑投资的环境，买方都要有自己的独立判断能力，不需要卖方唱赞歌，对于进入投资组合的公司，面对各种卖方声音，买方面临的是解决投资决策的问题。

对于个别消费股龙头出现明显抱团现象，高松表示主要有三方面的因素：第



一，疫情下，消费板块尤其是食品细分行业，业绩亮眼；第二，海外疫情仍未缓解，部分投资者对具有全球化特征的科技板块仍有担心；第三，国际关系日趋紧张，科技板块受压，政策聚焦内循环经济。高松认为，

个别消费龙头标的已有明显泡沫，应回避。

华东某中型公募的投研人士表示，每个人的逻辑不一样，看好背后的逻辑不一样。现在的贵肯定是市场看好公司未来的发展，消费股中基本面好的和差

的会分化，贵有贵的道理，便宜有便宜的道理，便宜说明这个公司未来可能不会发展，竞争力受限，需求市场没了，再便宜也不会有人买。当前市场是比较瞩目的一两家公司，天天涨显得扎眼，看好的人，愿意真金白银买，也有不接受的人，坚持不买。有些涨背后是有原因的，不能笼统地说越来越贵，贵也会均值回归，涨到无法解释的话，也会均值回归。

对于消费股后市走势，上述北京中型公募的消费基金经理表示，消费升级仍是长期趋势，很多细分领域的渗透率都在提升，渗透率提升必然带动需求的增长，食品饮料都有不错的标的可挖掘。高松认为受众多因素影响，很难预测短期市场的表现，但要相信，中长期的市场一定会反映价值，后续消费股终将在某个时间、以某种方式发生调整，价值回归，落在投资上，着眼未来2-3年时间，挖掘业绩增长和估值合理匹配的细分行业和标的。

## 创业板注册制 VC/PE重新思考投资逻辑

中国基金报记者 莫琳

被称为“中国资本市场改革最后一场红利”的创业板注册制运行两周以来，新股在经历短暂的脉冲后，却走出了连续暴跌的行情，不少新股直逼发行价，大有“破发”的趋势。

如此始料未及的走势，让VC/PE们的狂欢瞬间冷静下来，重新思索原有投资逻辑的有效性。

### “18罗汉”整体跌幅超过35%

截至9月4日，共有21家注册制企业登陆创业板。其中，第一批上市的“18罗汉”中，锋尚文化最低下跌至142.52元，发行价为138.02元；美畅股份最低47.65元，发行价为43.76元；杰美特最低49.38元，发行价为41.26元。这三家新股离“破发”仅一步之遥。

其他18家注册制新股虽然距离发行价还有一段距离，但从上市后最高价算起至本周最低价，跌幅仍然惨重，多只个股跌幅超过50%。例如，卡倍亿9天狂泻59.83%；大宏立8天狂泻57.45%；圣元环保9天狂泻52.60%；康泰医学10天狂泻74.83%；太阳科技10天狂泻52.98%；蒙泰高新7天狂泻51.09%。9月1日上市的C大叶，4天暴挫54.23%；C迦南4天暴挫51.76%；C盛德4天暴挫54.78%。

## 超六成精选层挂牌企业上半年净利润正增长

中国基金报记者 楚深

新三板精选层是公募基金瞄准的一块新蛋糕。自今年6月12日首只新三板基金成立以来，多只公募基金已参与了多家新三板精选层公司战略配售。随着新三板精选层中报披露收官，这些获得公募战略配售的企业上半年表现情况也备受瞩目。

Wind数据显示，32家精选层挂牌企业上半年营收合计113.07亿元，平均值为3.53亿元，其中颖泰生物、贝特瑞、翰博高新的营收位列前三，分别为31.40亿元、15.65亿元和11.08亿元。位列第五位的连城数控和第六位的新安洁，营收分别为4.86亿元和3.55亿元。

在营收增速方面，32家企业中，共有15家在上半年的营业收入为正增长，其中微创光电同比增幅高达70.82%，艾融软件、观典防务、新安

洁等同比增幅均超过20%，颖泰生物同比增长16.13%，连城数控同比增长7.17%。贝特瑞则同比下降23.86%，公司表示，受新冠肺炎疫情在全球范围内大流行、国内动力电池市场的激烈竞争和补贴退坡等多重因素影响，公司下游的新能源汽车、消费电子等行业需求出现一定程度下降。

### IPO盛宴下 VC/PE重新思考投资逻辑

如果以上市日统计，今年上半年，A股首发企业数量达119家，同比增长80%，IPO募资总规模已达1392.7亿元，同比增长超过130%，创下5年以来的新高。

但是部分科创板企业股价破发，以及注册制新股连续暴跌，让对IPO盛宴抱有极高期望的VC/PE们开始冷静下来，以前像投行一样看项目，特别关注收入和利润。现在更重视公司的技术和商业核心能力。”

澳银资本董事长熊钢在近日举办的2020大湾区前海资本夏季论坛”上指出，注册制导致投资核心逻辑发生变化，向支持企业创新和价值投资转变，包括对风险的判断也会改变。

熊钢认为，在超短期，也就是两三个月、半年内的时间内，市场走势很难判断。但在中短期，也就是1-3年乃至5年的时间尺度上，应该是利空。原因是，随着退市制度的高效化和持续化，退市会越来越快，原有投资逻辑逐渐失效，个人投资者亏损将加剧。

达晨财智业务合伙人钱文晖认为，IPO有时候也是双刃剑，一旦为了IPO而IPO，会出现更大的陷阱。注册制之下的整个二级市场的估值分化

会加剧，这个时候要谨慎看待企业的价值。因为资本市场游戏规则的变化意味着，对于有未来良好前景、有技术含量，甚至是改革人类生活方式的科技类企业，应该给予它更高的估值，哪怕它目前在收入和利润上还没有达到相应的规模。

BV百度风投驻深圳代表李仁健则表示，注册制实行之后，在投资理念上最大的变化是：以前不爱听故事，现在特别爱听故事。”

原在中信资本担任执行董事的李仁健表示，以前做投资的时候特别关注收入和利润，把PE倍数压得死死的，DD（尽职调查）做得很细，每个订单都要去核。现在看项目必须有一个好故事，否则都不会去看那些数据。

璀璨资本创始合伙人吴晓丰认为，如果之前就投了很多项目，这个时候能上市就上市。但如果现在才开始投，想赶这一波红利，那就算了。因为这样的一个市场环境下，现在去追赶这一波IPO的机会，很可能是一个陷阱。

澳银资本执行总裁欧光耀透露，澳银资本过去几只清算基金中，有一只基金是没有一个项目IPO，但4年就回了本金，IRR在30%左右，也证明了其实IPO并不是唯一的退出途径。

创东方董事长肖水龙认为，虽然各家投资机构的策略不同，但是在注册制下，最终还是朝专业化、精细化发展，投资轮次也将前移，向早期投资靠拢，这将和国家政策引导的方向一致。

## 不良资产市场迎多个玩家 处置模式谋求创新

见习记者 王云龙

受新冠肺炎疫情等因素影响，上半年银行业新形成不良贷款较去年同期有所上升。数据显示，6月末我国商业银行不良贷款率1.94%，较年初上升0.08个百分点。不良率上升的同时，如何有效解决不良资产处置问题已迫在眉睫。

伴随着不良资产处置需求上升，今年上半年不良资产市场表现活跃。以银行系AMC为例，五家金融资产投资公司（即AIC）今年上半年净利润均实现增长。银行半年报显示，截至2020年6月末，中银投资净利润8.15亿元，同比增长262.22%；建信投资上半年实现净利润4.34亿元，同比增长159.88%；除此之外，工银投资、农银投资、交银投资上半年净利润分别为5.91亿元、3.25亿元、1.95亿元，同比增长62.36%、19.93%、21.88%。同时，今年5月，银保监会网站发布《关于金融资产投资公司开展资产管理业务有关事项的通知》，对AIC的资金募集、投资运作、登记托管信息披露与报送等提出了要求，明确了允许AIC开展资管业务。

另一方面，橡树资本旗下私募公

司Oaktree(北京)投资管理有限公司在8月18日备案登记成功，成为第28家外资私募。据了解，橡树资本是全球最大不良资产投资机构，在投资界被称为“困境资产投资之王”。

随着不良资产市场不断向前发展，一些创新型的不良资产处置模式应运而生。不良资产证券化就是其中代表，它指AMC将不良资产委托给信托公司，由信托公司将资产打包向投资者发行资产证券化产品，以不良资产的回收现金向投资者支付资产证券化产品的本金和收益。

中信建投杨荣指出，不良资产证券化从益处来看，最大的优势就是资本占用小，促进银行轻资产转型的推进，从资金提供方向业务平台方转变。此外，ABS作为标准化资产，符合资产新规要求，不增加银行非标准化资产占比。从弊端来看，主要有3点问题：一是封包期长、流程复杂；二是信息不对称、折价较高；三是规模和市场空间小。

另外，《中国地方资产管理行业白皮书（2019）》中指出，“互联网+不良资产处置”作为一种新兴的业务模式，为不良资产证券化提供了全新的处理方法。互联网与不良资产处置的结合为不良资产管理行业带来了更多机遇。

### 东方红资产管理投资者教育专栏

## 投资中需要保持一份钝感力

一直以来，权益类资产都是高收益、高波动的一种资产。股票市场的每一次震荡，都可能引起一些投资者的焦虑。现实中，很多投资者是市场“敏感人群”，因此耗费了高昂的交易和机会成本，以致于丢失了原本应取得的长期收益。

日本作家渡边淳一曾写过一本书——《钝感力》，里面提到过一个概念叫做“钝感力”。钝感力是我们赢得美好生活的手段和智慧，相比于激进、张扬和刚强，具有深厚钝感力的人更容易在竞争激烈、错综复杂的现代社会中生存，从而取得成功。

在同样变幻的投资市场中，钝感力是一种能够对抗市场波动的耐力和能力，让投资由繁化简、返璞归真。

投资这件事并不是越勤劳就越有收获。以2017年7月1日至2020年6月30日为区间来看，如果你是一个钝感型投资者，那么这3年以来，累计收益不会太差。自2017年7月1日至2020年6月30日，沪深300和偏股基金指数（代码930950）累计涨跌幅分别为13.56%、40.96%。如果投资者选到了不错的偏股基金，一直持有，收益是不错的。

如果你是一个敏感型投资者，那么你的择时能力将决定收益的高低，而我们都知择时的准确率很低。以2010年1月1日至2020年6月30日为测算区间，如果你在择时的过程中错过市场单日涨幅最高的3个工作日，最终投资沪深300指数将呈现负收益；一旦

投资者错过20个最佳交易日，无论投资沪深300还是偏股基金指数（代码930950）的最终收益都将变为负数。

上海证券交易所一组统计结果也显示择时在A股市场的无效性。2016年1月至2019年6月的统计区间内，无论投资者的资金体量如何，无论是个人投资者还是机构投资者，择时收益均为负值。投资正收益均是来自于选股带来的收益，而且很明显，机构投资者和公司法人投资者依靠精选股票带来的收益较为丰厚。

由此可见，择时并不能带来额外的收益，而且择时的机会成本很高，择时错误常常带来损失。

因此，在投资中投资者更需要保持一份钝感，而保持钝感的前提是个人的资产配置合理、资金投资期限较长，能够在市场浮沉时以静制动，在任何时候都坚定长期投资目标不动摇。

长期持有是最好的选择，投资者也可以选择借助一些“外力”来增加“钝感力”——基金定投就是其中一种方式。

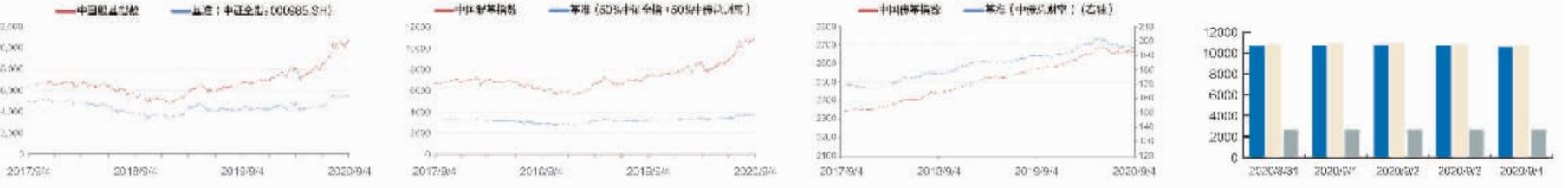
基金定投所能为投资者提供的“钝感力”主要来源于其定期定额的投资计划。基金定投以规则化的投资模式在市场相对低点吸收筹码，在市场相对高点赚取收益。相比一次投入的方式，定投虽然没有取得完全的胜率，但在时间区间较长的熊市或者震荡市中，定投表现更佳。

对于普通投资者而言，参与权益市场投资，无论是长期坚定持有，还是以定投平滑成本，都请多保持一份钝感，以不变应对市场的万变。（CIS）

数据

中国基金报-上海证券 开放式主动管理基金系列指数

Table with 4 columns: Index Name (e.g., 中国股指指数, 中国混基指数, 中国债基指数), Report (收报), Change (较前周), and Change Rate (周涨跌幅). Includes a legend for '上周各交易日收盘点位'.



公募基金排行榜

Table of top-performing funds categorized by 股票基金 (Equity Funds) and 混合基金 (Hybrid Funds), listing fund names and their percentage increases.

今年以来业绩领先基金

Table of top-performing funds since the start of the year, categorized by 纯债基金 (Pure Bond Funds), 二级债基 (Secondary Bond Funds), and QDII基金 (QDII Funds).

注:QDII基金数据截至9月3日,其他基金数据截至9月4日。

三年期业绩领先基金

Table of top-performing funds over a three-year period, categorized by 股票基金, 混合基金, 纯债基金, 二级债基, and QDII基金.

五年期业绩领先基金

Table of top-performing funds over a five-year period, categorized by 股票基金, 混合基金, 纯债基金, 二级债基, and QDII基金.

主动偏股基金十年期40强

Table listing the top 40 active equity-biased funds over a ten-year period, including fund names, managers, and performance metrics.

债券型基金十年期20强

Table listing the top 20 bond funds over a ten-year period, including fund names, managers, and performance metrics.

中国年金指数及生命周期系列指数表现



本周开始发行新基金一览

Table listing new funds starting this week, including fund names, launch dates, and managers.

上周发行成立新基金一览

Table listing newly issued and established funds last week, including fund names, issue sizes, and dates.

ETF资金流动风向标

Table showing ETF fund flow indicators, including fund names, weekly fund shares, and weekly inflows/outflows.

巴菲特布局日本 北向资金流入创纪录

# 弱美元深刻影响全球投资

中国基金报记者 姚波

自3月中旬触及高点以来,美元相对一篮子货币已下跌约8%。在经历了近十年的牛市、升值幅度超过40%之后,美元可能会走向长期下跌。由于美元是世界首要储备货币,其趋势的改变将深刻影响全球经济和投资布局。

中国率先控制新冠肺炎疫情,今年GDP将录得正增长并提供了债券的正收益,叠加美元贬值因素,大量资金开始流入中国市场,今年北向资金快速增长,外资持仓规模再创新高。同时,日元作为传统的避险货币,其资产也获得了巴菲特的青睐。也有机构看好新兴市场中的越南,认为在热钱流入下,其权益资产可能会产生赚钱效应。

## 弱美元将成为投资常态

自新冠肺炎疫情暴发以来,影响美元走势的四个因素已经从看涨转为看跌。

美联储已经转向零利率政策。为了应对新冠肺炎危机导致的经济增长放缓,美联储显著缩小了美国与其他主要国家的利率差距。更重要的是,美国实际利率经通胀调整后已经为负。在其他条件不变的情况下,较高的利率会使持有某种货币更具吸引力,零利率使持有美元的吸引力下降。此外,近日美联储转向所谓“平均通胀目标”,对待阶段性走高的物价不会立马推出紧缩货币政策,会开始接受超过容忍度的通货膨胀,这会促使“弱美元”持续。

同时,受新冠肺炎疫情的影响,美国的经济增长开始落后于其他主要经济体。美国对疫情反应迟缓,经济增长预期在全球主要经济体中落后。欧洲和中国的疫情似乎已经被控制,而美国的病例仍在增加。因此,美国经济复苏可能需要更长的时间,失业率更高,消费支出更弱。

政治不确定性上升。中美关系以及即将到来的总统选举,使美国的前景变得不那么确定,外国投资者可能开始回避在美国投资。尽管美元仍是全球动荡时期的避险货币,但在没有危机的情况下,其他国家的前景似

乎更可预测。

美国预算赤字上升,加上货币政策放宽,可能令美元承压。由于美国是一个净债务国,不断上升的预算赤字需要依靠外国融资来解决。从历史上看,不断上升的预算赤字常常是美元疲软的主要指标。未来十年,美国政府用外国资本来解决赤字问题,可能造成供需失衡,在没有加息的情况下,美元走软将使非美元资产更具吸引力。

## 买入日本为分散资金风险

对投资者来说,美元进一步走软的可能性凸显了持有全球多元化投资组合的价值。一个标志性事件就是长期看好美国资本市场的传奇投资人物开始转向非美元资产。在巴菲特90岁生日之际,他的投资控股公司选择买入了伊藤忠商事株式会社、丸红商事株式会社、三菱商事株式会社、三井商事株式会社和住友商事株式会社,显示这位一向青睐本土投资的老者开始布局全球。

到2020年年中,伯克希尔拥有1470亿美元的现金储备,占其市值的44%,而最近的这一举动相当于运用62.5亿美元资金。尽管占比不高,但这些日本股票的价格适中,尤其是相对于美国股票,其中一些公司的市盈率还不到10倍,甚至一些公司市值还可能低于净资产。这些公司历史悠久,多可追溯到19世纪末或20世纪初,在各行业中高度多元化,作为典型的大企业集团在亚洲有一段稳定的发展历史。与那些更专注于特定行业的公司相比,这类日本股票体现了良好的分散化投资原则。

在疫情爆发时,日本经济已经陷入衰退。在引入消费税后,2019年四季度和2020年上半年的GDP都出现了收缩。但在应对疫情方面,日本具有应对SARS等类似传染病的经验以及日本民众更愿意戴口罩,都是好兆头。

此外,日本对经济的财政刺激也要远高于一般发达国家。日本应对新冠肺炎疫情的财政刺激可能高达GDP的40%,而美国为15%,英国为9%。且这一空前的经济刺激似乎可能会一段时间内维持在非常高的水平上。

## 巴菲特转向日本 最大可能为汇率因素

人们下意识的反应是,巴菲特宣布持有日本五家主要贸易公司5%的股份,正是他标志性的“价值投资”,但也有观点认为,除了传统的低估值和分散投资外,这一举措是为了重新平衡伯克希尔过多的美元敞口,而日元是一个不错的选择。

日元已经被视为一种避险货币,可以为持有美元的投资提供短期风险对冲。如果11月的美国总统大选出现预期之外的事件,日元可能会派上用场。中期而言,如果新冠肺炎疫情持续下去,美国经济可能会再次走弱,控制疫情更好的日本经济有望更早复苏,持有日元资产的前景相对更乐观。除了有助于分散汇率风险,借鉴2000年科技股泡沫破灭的经验,日元资产还有助于对冲目前科技股出现大跌的风险,目前巴菲特的头号持仓就是苹果公司。此外,巴菲特的声誉良好,还可能会促使国际基金经理也跟随买入这些股票。

## 国际资本青睐中国

另一资本青睐地就是中国市场。随着我国进一步加大金融市场开放力度,全球巨头正加快在华布局力度。高盛和摩根士丹利获得了各自在华证券合资公司的多数股权。汇丰获得了其所属人寿保险公司的完全控制权。花旗银行获得了托管牌照。在资产管理公司中,贝莱德获准设立全资公司销售自己的共同基金,而Vanguard集团决定将其区域重心从香港迁至上海。咨询公司奥纬咨询预计,中国零售客户的可投资资产将从2018年的约24万亿美元增长到2023年的41万亿美元。

除了中国高速增长的资本市场和走强的人民币外,吸引海外资金的还有非常现实的因素:在目前的市场条件下,中国提供了全球主要经济体上罕见的两种东西,即正增长的GDP和正利率债券回报。

随着MSCI等全球指数编制机构将中国资产纳入其基准,截至6月底,外国投资者对中国股票和债券的持有

量分别比去年同期增长了50%和28%。数据显示,截至6月末,全部外资持股市值占A股总市值比重已达3.58%,外资持股规模约为2.5万亿元,其中69%为北上资金,31%为QFII/RQFII。8月份,海外投资者连续第21个月增持中国债券,至2.46万亿元,相较上年底增长31%。

A股市场上,北向资金累计净流入也可以作为一个鲜明的信号,受新冠肺炎疫情冲击3月出现资金流出,市场高位导致交易型资金在8月出现回撤外,今年仍是保持了资金的整体净流入。数据显示,今年前8个月北上资金累计净流入规模1265亿元,相比于2019年同期净流入1216亿元增加约4.03%。

摩根士丹利预计,未来10年,流入中国的投资资金将超过外国直接投资,累计将达到3万亿美元。2020年,海外机构将为中国带来超过1500亿美元的投资资金流入。到2021年至2030年,每年流入的资金会达到2000亿至3000亿美元。

## 越南成为新兴市场 重点关注对象

“弱美元”还将利于新兴市场资本市场的发展。一些机构认为在未来的3到5年内,新兴市场将显著跑赢发达市场,越南股市可能受益最明显。

2020年上半年受疫情影响,越南实际GDP录得1.8%增长,为十年来最低水平,但仍为全球上半年为数不多的几个保持正增长的经济体之一。彭博市场预计2020年全年越南实际GDP增速为2.8%。国泰君安越南研究团队预计2020年越南经济增速在3.5%~4.5%之间。

前期期货就指出,作为本次最主要的产能承接国,越南获益颇丰。事实上,越南可能重演2002年至2009年,由于外国直接投资大量增加,热钱在中国资本市场上泛滥的历史。由于中国的溢出效应相对于越南的体量较大,本轮美元弱势周期内,越南权益市场的收益可能远超预期。

国泰君安国际就指出,短期政府投资和外围市场较为激进的货币政策将为越南股市提供一定支撑。疫情后越南经济预计可恢复高速增长,加上政府大力发展股市的决心,可带来新一轮的增长契机。预计2021年越南主要指数较目前上涨21%。

## 热点直击

## 机构看涨人民币汇率

中国基金报记者 姚波

机构预计美元将在未来一两年走低,这可能是美元持续下跌的开始,美元最近的下跌已经将其拉回近5年的平均水平。不少机构认为,美元将进入周期性下跌。美元指数较2008年的低点上涨了40%以上,今年3月已是近期的第二高点,美元再跌5%至10%也不足为奇。

相比较,人民币走强的趋势越来越明显。自5月底以来,人民币兑美元已升值逾4%。全球投资银行纷纷上调对人民币汇率的预期。汇丰银行表示,预计到今年年底,人民币兑美元汇率将达到6.7,高于此前预测的6.95。摩根士丹利预计,到2021年底,人民币可能会升值至6.6。目前,人民币兑美元汇率接近6.85。

包括高盛、瑞士联合私立银行、西太平洋银行、荷兰国际集团等已经修正了他们对人民币汇率的预测,支持其走强。分析人士预计,最新提出的“双循环”战略,显示中国经济发展的战略重点,正加速从出口导向型转向内需驱动为主,意味着中国将倾向于稳定或升值人民币。

随着大量资金涌入,这些进入中国市场的外国投资会加速促进人民币的国际化。摩根士丹利分析师在近日发布的一份报告中预测,这会推动人民币成为仅次于美元和欧元的世界第三大储备货币。报告指出,目前人民币约占全球外汇储备资产的2%,但到2030年,这一比例可能会升至5%至10%,超过日元和英镑的水平。

不过,美元也不会在短期内失去其储备货币地位。这种规模的转变可能需要对全球金融体系进行重大变革,并需要一种可行的替代货币。欧元或许是一个竞争者,但其金融市场过于分散,无法满足全球投资者的需求。人民币目前尚不能自由交易,而且人民币只占全球金融交易的2%左右。在目前阶段下,美元仍可凭借其霸主地位,在不改变其储备货币地位情况下出现较大程度贬值。

# 全球主权基金对美股保持谨慎

中国基金报记者 曹雯璟

根据纳斯达克旗下数据平台EInvestment发布的最新数据,虽然美国股市在今年第二季度大幅度飙升,但是全球主权财富基金却对美国股市保持了谨慎。EInvestment数据显示,全球主权财富基金在二季度把84亿美元从美国股票市场转移到了其他地区,二季度末投资美国股市的资金只有7.04亿美元,同时,全球主权基金还卖出了60亿美元的美国固定收益产品。

全球主权财富基金避开美股的主要原因有两个,一是美国股市现在的估值已经处于非常高的水平,此外,美国11月即将举行大选,目前美国国内政治局势不明朗,大选后是否会出现一些不稳定局面,也是投资者们担心的。

## 疯狂的美股高处不胜寒

年初疫情爆发后,美国股市曾经一度大跌,在3月23日创出低点。但由于各国不断出台刺激措施,加上对新冠疫苗前景保持乐观,美股最近几个月以来不断上涨。标普500指数自3月低点来已经上涨了60%。这一轮美国股市快速上涨,拉动大盘的主要是所谓的FANG,也就是科技股龙头,包括苹果、亚马逊、微软、Facebook和谷歌母公司,这些公司的股价都屡创历史新高。这些公司上涨的主要原因是,大型科技公司持有大量现金,并且受益于新冠病毒疫情,投资者大量涌入这些公司的股票。

美国银行报告称,历史上破天荒的第一次,美国科技股的市值超过了9

万亿美元,这一数字比全部欧洲股市的市值总和8.9万亿美元还要高。而在2007年,全部欧洲股市的市值是美国科技股的4倍。而根据德勤最近的调查报告,北美地区155名CFO中,84%的CFO认为目前的美股价格过高了,只有2%的人认为美股便宜。这个比例是最近10年来的第二高。

根据美国银行统计,自从3月以来,纳斯达克100指数的市值每小时就增加16亿美元。从技术上看,以科技股为主的纳斯达克指数,上周高出200日均线30%,这是2000年来的最大偏离值。

摩根士丹利警告称,少数科技股龙头不可能无限上涨下去,股市可能很快大跌。

## 美国大选带来 诸多不确定性

美国大选11月初将举行,谁获胜将对今后美国的经济政策带来极大影响。而目前双方民调差距不大,全球主权财富基金在面对不确定性时,选择观望。

特朗普的经济政策是进一步减税,减税有利于美国富人阶级和大公司。而拜登的口号是,当选后将提高年收入超过40万美元人群的税收,把企业税从21%提高到28%,同时对公司的国外利润征收额外税收。

在货币政策方面,特朗普一直希望美联储放水,保持极低利率,而拜登可能倾向于控制过低利率。

不过,摩根大通报告称,拜登当选可能对股市更有利。拜登的政策建议,

包括增加基础投资、缓和全球贸易紧张局面、降低关税,以及提高最低工资标准等,有利于企业的营收,并抵消加税带来的影响。

此外,还有一些不确定性甚至可能发生在大选后。据CNN报道,对于特朗普而言,如果败选的话,他的财产和安全也将岌岌可危,一旦他失去总统权力,肯定会受到官方调查。有理由认为,大选后,如果任何一方不承认选举结果,将使美国政治局势更加动荡,这也会让投资者更加谨慎。

## 全球主权财富基金: 稳健的投资者

根据不同的职能,可以将全球主权财富基金分为四类:宏观经济稳定型、储蓄型、养老金储蓄型以及储备投资型。从这些职能看,全球主权财富基金的投资风格十分稳健,不会投资风险很高的资产。全球最大的主权财富基金挪威政府养老基金的管理者:首席执行官格兰德8月底在谈到下半年投资展望时表示,投资者面对着诸多不容忽视的变数,全球性的疫情依然存在,而且看上去依然没有得到有效控制,而疫苗的开发至今还没有走到真正取得成果的地步。这一表态体现了主权财富基金谨慎的策略。

而上周的事实证明,他们对美股的谨慎策略,也许是正确的,9月3日,纳斯达克100指数一度暴跌5.4%,创下自6月以来的最大跌幅,道指一度下挫超过1000点。恐慌指数(VIX)ze大涨26.46%,报33.6,创近3个月以来新高。

# QFII二季度新进151股 中国建筑被增持最多

27只个股获QFII持仓占流通股比例在5%以上,其中6股获QFII持仓比例在10%以上,除宁波银行等3只银行股外,QFII对传音控股、华熙生物和透景生命3只个股的持仓比例分别为13.00%、11.60%和11.14%。
---

中国基金报记者 楚深

上市公司半年报收官,QFII(合格境外机构投资者)持仓动向也一一曝光。Wind数据显示,截至8月31日,QFII出现在357家A股上市公司前十大流通股东序列,二季度末新进151股,增持91股,减持73股,42股持股数量未变动。

从持股数量上看,最受QFII青睐的个股分别是北京银行、南京银行、宁波银行,相较于一季末,QFII对这3只个股的持股数量均未发生变动。

二季末QFII持仓市值前五大的个股分别为宁波银行、中国太保、北京银行、美的集团和南京银行,可见金融类公司仍然是QFII的重点配置对象。其中中国太保为QFII二季度新进个股,花旗环球金融有限公司持有其5.14亿股,占总股本比例为5.37%。

医药板块是QFII的第二“水股”。恒瑞医药、爱尔眼科、药明康德分别位列QFII二季末持仓市值的第五至第八位,泰格医药位列第十位。其中药明康德在二季度被加仓2786.67万股。

在二季度新进个股中,除中国太保外,QFII还对12只个股新进持仓超过1000万股。其中,伊利股份、海康威视、方大炭素、顺丰控股、日照港、先导智能、大康农业等7股新进持仓规模超过1500万股。

此外,共有10股在二季度获QFII增持超过1000万股。其中,QFII对中国建筑、格力电器、药明康德、工业富联、北新建材、洲明科技、伟星新材等7只个股的加仓规模超过1500万股。获增持股份数最多的是中国建筑,二季末新加坡政府投资有限公司的持仓未变,瑞士联合银行集团加仓1.55亿股。

从QFII重仓个股的二季末持仓比例看,27只个股获QFII持仓占流通股比例在5%以上,其中6股获QFII持仓比例在10%以上,除宁波银行等3只银行股外,QFII对传音控股、华熙生物和透景生命3只个股的持仓比例分别为13.00%、11.60%和11.14%。

而从QFII的数量上看,共有194只个股有2家及以上QFII抱团。传音控股、安徽合力、泰格医药、启明星辰、飞科电器均有4家QFII“扎堆”,而乐普医疗更是同时被挪威中央银行、韩国银行、魁北克储蓄投资集团、鼎晖投资咨询新加坡有限公司、阿布扎比投资局、科威特政府投资局和中国澳门金融管理局等7家QFII抱团持有。