

公募基金：把握符合转型逻辑投资机会

□本报记者 叶斯琦

公募基金人士日前在接受中国证券报记者采访时表示，中国宏观经济表现优于市场此前预期。预计社会融资余额增速有望在一季度企稳回升。中国经济正从原来以资本推动的外生增长，走向以科技和人力资本推动的内生增长。

结构性增长令人欣喜

泰达宏利首席策略分析师、基金经理庄腾飞表示，近段时间，宏观经济数据陆续出炉，总体来看好于预期。如商务部发布的进出口数据等，虽有春节错位的基数影响，但也体现出在外围因素缓和的环境下，外贸领域存在的压力得到一定程度缓解。在金融融资数据方面，根据目前了解到的情况来看，1月银行信贷草根数据、信用债融资数据、票据融资数据等都比较高，应该说2018年12月市场对经济预期相对悲观，但当前的数据情况比预想的好。

“尤其值得重视的是，我们预计社会融资余额增速有望在2019年一季度企稳回升，这将极大地提振实体经济和国内外资本市场对中国经济增长的信心。”庄腾飞说。

博时基金首席宏观策略分析师兼多元资产管理部总经理魏凤春也表示，中国经济表现出较强的韧性，政策面对应于外围因素的处理及时、得当，避免了中国经济在国际环境发生重大变动的情况下失速。

展望未来中国经济前景，魏凤春表示，从总量来看，中国经济增速或会逐步向下，短期经济增速以6.5%为中轴，中期以6%为中轴，这符合经济发展规律。但是应该看到，中国经济的结构性增长非常令人欣喜。中国正从原先以资本推动的外生增长，走向以科技和人力资本推动的内生增长。

庄腾飞同样认为，中国经济本身具有很强的活力和韧性。这一方面是由于中国经济层次明显。中国一线城市的发展水平和海外发达国家接近，但三四线城市发展空间巨大，中西部基础设施的完善以及县域区域消费市场的成熟还有很大空间。随着互联网产业发展，商业信息流更加完备、更加扁平化，三四线城市和县域地区的消费品牌也将趋于成熟，一线城市的生活方式和品牌消费正在传导到三四线城市和县域地区；再匹配中西部地区基础设施的完善，中国经济的多层次性将带来中国经济持续发展的原动力。在这一过程中，每个细分行业的优秀公司和品牌企业都具备很大成长性。另一方面，京津冀、长三角、粤港澳大湾区等区

域的中心城市发展，同样将带动周边城镇发展，引领区域发展和产业创新升级，给中国经济带来巨大活力。

长期持有优质标的

谈及资本市场的机会，魏凤春认为，市场经历去年的大幅调整之后，目前出现反弹。一方面，支撑市场继续稳健增长的因素，如企业盈利等还需进一步夯实。另一方面，应该看到

□本报记者 叶斯琦

农历新年过后，中国经济又一次站在新的起点。种种迹象表明，新的积极因素正在出现。节后前几个交易日的开门红带来融融暖意，已经折射出市场各方对中国经济的信心。其实，机构人士已从2019年开年以来的数据动向中窥见了这一点，他们认为，中国经济发展有活力、有韧性、长期向好的格局没有改变。

经济数据超预期

2月14日，中国海关总署公布的数据显示，2019年1月份进出口数据双双超预期。按美元计，出口同比增速9.1%，预期为-3.3%，前值为-4.4%；进口同比增速-1.5%，预期为-10.2%，前值为-7.6%。

星石投资首席执行官杨玲在接受中国证券报记者采访时表示，短期进出口等数据超预期，将会逐步修正市场前期对数据大幅下滑预期。“由于全球经济疲软等因素的影响，市场对进出口数据乃至整个经济的预期非常低，甚至认为会大幅下滑。1月份进出口数据虽然部分能被春节因素解释，但是并不能改变数据超预期的改善。虽然不能简单地通过单月的数据对于未来做出判断，但一定程度上可以修正过度悲观的预期，对于资本市场将会产生明显的提振。”杨玲说。

乐瑞资产宏观总监韩迪在接受中国证券报记者采访时亦表示，从短期角度来看，当前中国经济形势出现积极变化。虽然2018年宏观上信用条件有所收紧、广义流动性水平边际紧缩，微观上企业部门融资难、融资贵问题有所增多，但在政策前瞻性微调推动下，从2018年年底、2019年年初开始，这

由于内外部冲击导致的市场大幅调整或已大概率不复存在。不过，他提醒道，脱离基本面的增长也需要警惕。他认为，应该坚持价值投资，符合中国转型逻辑、代表中国未来产业的优质标的，值得长期持有。

庄腾飞认为，资本市场的机会要从两个角度看：一是经济中长期基本面；二是流动性环境，或者说资金供需情况。他分析，首先，从基本面角度来看，传统经济增长框架下，经济发

经济数据超预期提振市场信心

一情况已经开始出现持续的、较为明显的积极改变。

韩迪分析，这一方面是由于2018年二季度以来，央行前瞻性进行货币政策微调，使得商业银行超额准备金的可得性、稳定性以及资金成本都持续明显改善。另一方面，针对当前货币政策传导机制存在的堵点，监管部门针对性地推出了一系列措施，例如央行调整MPA考核细则、增大再贷款再贴现额度、推进CRM等债券信用风险缓释工具发展；又如监管部门鼓励商业银行通过优先股、可转债、永续债等多渠道补充资本金，并通过创设互换工具等方式为银行发行永续债提供支持等，这些措施有助于改善金融机构负债稳健性、资本充足水平，并改善金融机构风险偏好。在一系列努力下，货币政策传导机制面临的问题持续出现改善。

韩迪进一步指出，数据显示，近期以信用债发行规模、新增企业存款、社会融资规模、贷款利率等一揽子指标刻画的中国广义流动性水平开始出现持续明显边际改善。流动性因素对中国经济和资本市场的影响预计将逐步转为正向。“虽然短期内经济仍存在放缓惯性，但若当前信用扩张能够持续，中国经济或在2019年年中触底回升。”他判断。

活力强韧性足

从中长期角度看，机构人士普遍认为，中国经济保持韧性、稳中向好，产业结构转型升级的基本格局没有改变。韩迪表示，这一格局体现为中国经济产业结构继续积极转变、服务业增速持续高于传统工业部门、居民消费对经济增长贡献日趋显著。而在工业部门内部，装备制造、集成电路、新能源汽车、工业机器人等高端制造领域总体增速也

展既需要人力、资本等要素增长，又需要制度创新。中国依然具备很大的要素增长和制度创新空间。因此，中国经济基本面中期仍然具备很强动力，这是资本市场信心的核心来源。其次，从流动性的角度来看，目前国内外中长期资金正在持续流入中国资本市场，尤其权益市场，以分享中国实体经济成长的成果。“综上所述，我们对中国资本市场中长期稳健发展前景具有很强的信心。”庄腾飞说。

快于平均水平。

杨玲认为，中国经济有活力、有韧性。首先，政策逆周期调节不断加码，货币政策和财政政策“组合拳”发力。2018年12月的中央经济工作会议首次提出“逆周期调节”这一重要的政策节点之后，一系列具有系统性和协调性的政策落地，内部压力改善，经济有望见底。财政政策上，相比往年，2019年的积极财政政策发力更早，有望成为今年稳增长的主要发力点。货币政策上，开年以来央行推出了全面降准、定向降息以及普惠金融定向降准扩围等系列措施。未来央行有望继续通过政策工具继续保持流动性合理充裕，引导广谱利率的下行。

其次，全球流动性边际宽松信号出现。此外，外围因素有望得到缓解，为“系统性和协调性”的政策组合拳落地提供了有力的外部环境，市场信心在逐步恢复。

在这一背景下，资本市场机会如何？对此，韩迪认为，伴随供给侧结构性改革深入推进，中国企业的盈利能力已经出现系统性修复，考虑到估值水平较低，A股长期配置价值十分显著，牛市开启的时点取决于市场对主要不确定性的消化节奏。如果广义流动性水平能够持续明显改善，A股开启牛市的概率将快速提高，有望逐步迎来“中长期配置价值凸显、短期新增资金不断流入”的新局面。目前来看，越来越多信号指向信用条件和广义流动性继续改善。

杨玲也认为，A股最糟糕的时刻已经过去，以科技类别为核心的成长股机会最大。一是成长股有估值修复的动力；二是产业升级是长期方向性的发展；三是2019年宏观环境有利于成长股的表现，在经济逐步见底、利率下行和风险偏好有望回升的背景下，科技股的弹性将最大。

多家基金欲跟进ETF降费

□本报实习记者 余世鹏

日前，平安基金推出低至0.15%费率率的ETF产品引来市场热议，多家公司表示也要“跟进”降费。业内人士表示，“降费”只是表层现象，并非ETF发展的“牛鼻子”。实际上，ETF费率会随新技术运用和成本控制逐步走低，也会吸引更多增量资金入场。但出于现实的成本等因素考虑，国内ETF的整体降费尚需时日。

打响降费“第一枪”

2月12日，平安创业板交易型开放式指数证券投资基金（下称“平安创业板ETF”）发布公告称，该产品的管理费为0.15%/年，托管费率为0.05%/年。“这个消息出来后，很快就在业内引起激烈讨论，目前很多家公司都表示‘跟进’降费。”某中型公募人士对记者透露。

东方财富Choice数据显示，目前市场上共有157只股票型ETF，其中年度管理费超过0.5%的有150只，同时有154只产品的托管费率超过0.1%。另外，从历史上看，自2004年华夏上证50ETF成立以来，期间除了易方达沪深300发起式ETF的管理费和托管费为0.2%/年+0.1%/年外，完全面向市场的ETF产品费率基本保持“管理费0.5%/年+托管费0.1%/年”的水平。

对公募而言，ETF费率相比其他基金类型并不高，这次为何会牵动敏感神经？有业内人士对记者直言，国内ETF发展时间不长，目前基本是同质化状态，因此费率对机构的市场开拓尤为重要。另外，在2018“ETF大年”背景下，ETF产品依然是机构2019年抢市场的主要利器，因此都有降低费率的冲动，“平安基金此举等于是打响了降费第一枪。”

记者了解到，包括本次热议的平安创业板ETF在内，大力发展ETF实际是平安基金近年来的市场策略的重要部分。截至去年底，平安基金共有8只ETF和3只ETF联接产品（规模达133亿元），在全行业排名第九，涵盖A股宽基指数、主题指数等5大类。

降费符合发展趋势

据了解，国内ETF费率水平目前为海外成熟市场的十倍水平，的确存在明显下浮空间，这也符合ETF发展趋势。

某券商人士介绍，ETF是被动投资工具，与主动股票型基金相比，具有管理成本低、规模效应明显等特点，费率水平也一般低于主动股票型基金。此外，从海外ETF产品发展经验看，基金公司持续降低费率以适应市场及投资者偏好的变化，已经成为指数型产品市场发展的重要特征。对当前A股而言，ETF产品费率的适当降低有利于吸引更多长期配置型资金入场，既可带来更多活水，也能优化市场投资结构，有利于市场长期稳定。

另有业内人士认为，费率降低不是为了低价竞争，而是新技术运用的“副产品”。作为工具型产品，指数基金对目标指数的跟踪误差水平，才是衡量基金运作能力的核心指标。

据悉，平安基金依托平安集团科技优势，此前已自主开发出名为“Oceanus海神系统”的ETF指数投资辅助系统。该系统24小时全流程监控，可为ETF投研、投资、风控、绩效管理提供一站式技术支持。目前，平安基金的ETF产品大多会用到这个系统，其中，基于smart beta策略，平安基金早在去年12月就成立发行了两只以活跃度及利差为筛选因子的债券ETF。

上述中型公募人士对记者分析到，平安基金这一费率毕竟是通过监管审批的，虽然引起市场议论，但应该不会做出修改。同时，他还透露到，虽然给予通过审批，但监管本意并不鼓励用低费率做产品营销，以防引发不良竞争。

普遍降费尚需时日

与国外同行发展不同，国内公募的降费一直以来都并非易事。

一般说来，市场竞争主体的增加会降低产品费率，成熟市场甚至可做到零费率。比如，国际知名金融机构富达投资去年宣布推出0费率的指数基金，成为首家无管理费基金公司。但在国内，虽然偶有个别机构推出“0申购”活动优惠，但因成本与监管等因素，国内股基、债基、混基的申购费约为1.5%、0.8%、1.2%左右。就这点而言，ETF的费率并不算高。

业内人士分析称，国内ETF处于起步阶段，若将产品设计到运营等各方面成本纳入考虑，单只ETF产品要实现盈利，规模起码要跨过30亿-50亿元这一阶段。但目前国内股票型ETF平均规模约为22亿元，除了华夏和南方个别百亿级别的产品外，绝大部分产品的规模处于均值以下，更谈不上实现盈利。

据记者了解，深圳某合资小公募自2012年左右成立以来，就计划复制外方股东的海外投资优势，在国内推行指数化打法。但长期以来，因脱离国内市场环境和滞后于风格切换，该公司至今未能形成明显气候。“国内公募发展更多是跟随市场风格变化做顺势投资，目前还不具备做大被动量化的条件，但关键点不是费率，而是盈利手段和对冲工具等方面的缺乏。”该公募机构的总经理此前对记者表示。

但对投资者而言，费率不应成为其困扰因素。某市场人士对记者表示：“对广大基民而言，费率下降的确是一项普惠福利，但综合来看，费率只是选择产品的衡量因素之一，关键还是在长期投资收益和基金分红。因此，长期来看，基民应更关注基金公司稳健性和基金经理投资风格等因素，而不是费率因素。”

冷静看待限售股解禁 机构紧盯公司基本面

□本报记者 李惠敏

春节后首周，Wind数据显示，两市共计47家公司的限售股解禁上市流通，解禁市值超千亿元。对此，机构人士认为，在市场有所回暖的背景下，限售股解禁对投资者偏乐观的情绪影响不大，不同机构的减持意愿也有分歧。针对未来A股市场的解禁占比中多数为中小市值个股，少数为蓝筹白马股，机构表示，选股的核心关注点仍为公司基本面。

对市场情绪影响不大

Wind数据显示，2月11日-2月15日，两市共有47家上市公司的限售股陆续解禁。整体来看，合计解禁股份数量约为113.40亿股，若结合2月1日收盘价来看，47只个股解禁的总市值超千亿元。据了解，作为2月解禁最大的一周，即使放至全年来看，2019年也仅有9周解禁市值超千亿元，下个单周解禁市值超千亿元的时间为4月份第三周。

不仅是近期A股解禁量较大，未来市场还将继续遭遇限售股解禁带来的压力，这对市场有何影响？一位公募基金经理表示，解禁并不会对市场造成实质影响。从历史来看，解禁与市场

吻合度较低，并不是解禁高峰时市场下跌就多。目前大部分解禁是通过大宗交易和阶段性批量的方式交易。但也需注意股东是否会实际减持，若出现实际减持一定程度会造成流动性冲击，出现短期负面影响。

按萃投资基金经理金超表示，整体看，解禁对市场来说影响不大。一方面，解禁金额主要集中在几只股票中，申万宏源、养元饮品、华西证券，解禁金额均超70亿元。解禁金额较大的个股受减持新规的影响无法大规模减持；而解禁金额小的个股可被市场消化。另一方面，结合一周市场回暖表现看，解禁并未对市场产生情绪影响。煜德投资研究部总经理冯超亦表示，目前解禁属于2015年牛市前后并购的集中解禁到期，投资者对于涉及解禁的个股，特别是解禁股票占比较大的个股一般会相对谨慎；减持压力相对较大的个股则会被投资者回避。

减持意愿现分歧

具体至解禁类型方面，包括定向增发机构配售股份、股权激励限售股份、首发原股东限售股份和追加承诺限售股份上市流通等类型。其中，定增限售股和首发限售股占比较多，尤其是定增限售股，47只解禁个股中共有

33家解禁类型为定向增发机构配售股份，占比超七成。

解禁收益方面，不少定向增发解禁的股票出现亏损。Wind统计数据 displays，剔除无解禁收益的13家公司，面临解禁的34家公司中有21家公司出现解禁收益亏损，包括信邦制药、西水股份、天宝食品、南京新百、养元饮品、利亚德和大洋电机等。受定增解禁股的股价下跌影响，曾经以折价保护、高安全垫著称的定增主题基金也普遍业绩表现不佳，规模萎缩。

在此情况下，机构是否会实施减持？对此，某公募基金经理表示，理性的机构大概率将逐步卖出，毕竟市场尚未步入真正牛市。不过，在冯超看来，目前整体的估值相比一年前下跌明显，机构减持的动力则相对弱。但部分项目为此前通过结构化产品使用杠杆参与定增的机构，因为产品到期仍有较强的减持意愿。金超亦表示，除部分定增解禁股需要减持外，鉴于当前市场位置和估值较低且有企稳反弹的迹象，机构减持动力相对来说较小。

基本面仍是核心因素

少数派投资分析，未来A股市场解禁个股中，多数为中小市值个股，大盘蓝筹占比较小。

基金公司积极布局

事实上，公募基金从2018年下半年开始积极布局可转债基金。wind数据显示，2018年下半年以来，包括广发基金、南方基金、工银瑞信基金等多家大型基金公司在内的基金公司相继成立了11只可转债基金。此外，易方达基金等公司还发行了易方达鑫招利混合基金，可把0-95%的资产配置于可转债，布局可转债意图明显。

机构人士预计，经济将在下半年阶段性企稳，资产配置的天平随之会向股票倾斜。作为股、债两市的连通器，可转债既可以持债到期获取固定收益，也可以在股市向好时分享股票上涨收益，是经济复苏拐点附近、大类资产切换期的合适标的。另外，相比纯债市场，可转债市场回报来源更多，获利空间更大；相比股票市场，

数据显示，超过1500亿市值的公司未来2年的解禁总市值为5600亿元，剔除宁德时代1200亿元的原始股东解禁，仅有4400亿元的可解禁市值，占总解禁市值整体5.4万亿元的比重非常小。

对此，金超表示，解禁只是影响股价的因素之一，而且不是决定性因素。现阶段中小创表现相对较好，但长期看好大盘蓝筹股。若出现股东解禁减持，股价将产生一定的拖累，对估值较低的个股来说可能出现较好的买入机会。

冯超亦表示，出发点仍是对于公司基本面的判断。解禁的个股也可能因为解禁而为长期投资者提供配置的机会。目前看，大多数中小创的个股的业绩并不及预期，特别是很多对赌期结束或者即将结束的并购重组个股，可能出现未来业绩持续不及预期；而优质的蓝筹个股若估值水平合适，则具有长期配置价值，优质蓝筹存在通过大宗交易折价配置的机会。

上述公募基金经理称，以投资视角来审视，确定性最强、盈利能力最突出、竞争优势最显著的公司，伴随着充裕的自由现金流与良好的持续分红记录，长期看，即使情况恶劣，这些公司的最终回报将显著优于其他资产。

可转债基金净值“水涨船高” 基金公司积极布局

□本报记者 万宇

随着A股市场“开门红”，可转债也迎来一波上涨行情，可转债基金净值普涨。wind统计显示，市场上79只可统计的可转债基金中（A/B/C类分开统计，下同），78只基金今年录得正收益。机构人士表示，可转债风险相对可控，而且可转债当前溢价估值偏低，具有性价比，处于配置良机。

10只收益率超过9%

截至2月14日，上证综指今年以来涨幅达9.05%。伴随着A股市场的反弹，可转债市场也涨势喜人，从1月30日开始，中证转债指数连续7个交易日上涨，截至2月14日收盘，中证转债指数报304.08点，突破一年新高，2019年涨幅达8.76%。

在可转债市场稳步上扬的带动下，可转债基金也“水涨船高”，净值普涨。Wind统计显示，截至2月13日，市场上79只可统计的可转债基金中，78只可转债基金今年以来录得正收益，这79只可转债基金今年以来的平均收益率达到了5.93%。

Wind数据显示，截至2月13日，有10只可转债基金今年以来的收益率超过9%，其中，今年以来净值增长率最高为两只分级基金——银华中证转债指数增强B和东吴中证可转换债券B，截至2月13日，今年以来的净值增长率分别为36.38%和29.55%。

在重仓债券方面，从2018年底数据看，光大转债为包括银华中证转债指数增强B和东吴中证可转换债券B在内的多只绩优可转债基金的第一大重仓可转债券，另外，国君转债、三一转债等标的出现在多只绩优可转债基金的重仓名单中。