

大机构动手布局 ETF两日吸金逾87亿

□本报记者 林荣华 叶斯琦

5月8日，在全球市场普跌的情况下，A股主要指数亦悉数下跌，延续了5月以来的大幅波动格局。不过，部分ETF却显示出资金抄底迹象。以5月7日净值计算，本周前两日ETF获资金净流入约87.55亿元。

业内人士认为，ETF逆市吸金，其背后或是有包括险资在内的大机构的追捧。中国证券报记者了解到，机构人士虽然谨慎应对市场波动，但对后市并不恐慌。不少机构认为，下方关键点位有强支撑，下跌之后将迎来加仓机会。

ETF强势吸金

截至8日收盘，上证综指、深证成指、创业板指、上证50分别下跌1.12%、0.96%、1.48%、1.71%。东方财富网数据显示，北向资金5月8日再次出现大幅净流出，净流出超过46亿元。

不过，部分ETF显示出资金抄底迹象。5月7日，A股小幅反弹，投资于A股的ETF份额继本周一(6日)增加21.34亿份后，再度增加16.55亿份，以5月7日净值计算，两日内资金净流入约87.55亿元。Wind数据显示，本周前两个交易日，华夏上证50ETF资金净流入23.54亿元，华夏沪深300ETF资金净流入18.61亿元，南方中证500ETF资金净流入18.54亿元。

事实上，抄底ETF的资金自4月22日大盘调整以来便持续不断。Wind数据显示，4月22日至4月底，权益类ETF份额逆势增长44.27亿份，占当月ETF份额增长总额的47.51%，主要宽基指数ETF份额也有所增长。整个4月，权益类ETF份额大增93.19亿份。以4月30日净值计算，4月份华夏上证50ETF和工银上证50ETF合计吸金34.93亿元，相关沪深300ETF吸金69.61亿元，相关中证500ETF吸金35.19亿元，相关创业板ETF吸金5.17亿元，共有约144.90亿元资金流入上述宽基指数ETF，结束了宽基指数ETF在2月、3月的净流出。

其中，隐约可见长线资金布局的身影。例如，国寿安保沪深300ETF在4月1日至4月11日份额增长31.17亿份，增幅达191.25%，并在随后市场的连续下跌中份额保持平稳。2018年年报数据显示，截至2018年年底，国寿安保沪深300ETF的机构投资者持有份额占比为97.72%，个人投资者持有份额占比仅为2.28%。业内人士预计，近期宽基指数

ETF份额的增长中应该不乏机构投资者入场。另有业内人士称，部分份额增长明显的ETF，背后或是包括险资在内的大机构资金在流入。

公募基金2018年年报数据显示，机构投资者在2018年下半年也曾大量增持主要指数ETF。数据显示，2018年年中至2018年底，机构投资者增持华夏上证50ETF份额达33.04亿份，增持华泰柏瑞沪深300ETF份额达28.51亿份，增持华夏沪深300ETF份额为14.69亿份，增持嘉实沪深300ETF份额为12.85亿份，增持南方中证500ETF份额为16.03亿份。从前十大持有人看，上述ETF增持机构中保险机构、券商、信托产品大量现身。

从新成立的大型ETF看，机构投资者也占主角。例如，成立于2018年12月7日的工银瑞信上证50ETF，成立时规模即达113.43亿元。其上市交易公告书显示，截至2019年2月27日，机构投资者持有的基金份额占比98.08%；个人投资者持有的基金份额占比仅为1.92%。基金场内份额前十名持有人均为机构投资者，其中保险资金大量现身。

下方料有支撑

面对市场波动，相聚资本金融工程部总经理何淼在接受中国证券报记者采访时表示，市场从4月中旬开始的下跌，是对年初以来快速上涨的修复，当前出现的新变化加剧了这一过程，市场情绪的平复需要等待基本面的和技术两方面信号。基本面主要等待外围环境有一个相对明确的结果，而技术面需要看到成交回归平稳，波动率有所下降。在此之前，市场仍可能处于较高波动的状态，建议投资者控制仓位在能够承受较高波动的水平，避免随着短期市场波动追涨杀跌造成损失。

实际上，不少机构看好关键位点的支撑力度。某大型公募基金策略分析师表示，目前市场下行的空间并不大，看好沪指在2800点左右的支撑。虽然外部因素存在不确定性，但总体向好的趋势并没有改变。

另有私募基金判断，到6月底之前，行情料震荡筑底，但应该不会回到年初的低点。下半年机会值得关注，以格力电器为标杆的国企混改有望引领市场。

何淼认为，从中期来看，经济平稳复苏的趋势仍在，外部不确定性的增加降低了政策进一步趋紧的可能性，从业绩和估值两方面看后续仍比较正面，市场驱动力将由上半年的估值提升转向业绩增长。建议投资者在市场调整过程中调整持仓，增持一些业绩增长明确、质地优秀的公司。

本周前两个交易日主要指数ETF份额变化			
证券代码	基金简称	基金份额变化 (亿份)	资金净流入 (亿元)
510050.SH	华夏上证50ETF	8.43	23.54
510330.SH	华夏沪深300ETF	5.01	18.61
510310.SH	易方达沪深300ETF	3.88	6.26
510500.SH	南方中证500ETF	3.49	18.54
510560.SH	国泰安保中证500ETF	2.40	2.54
512500.SH	华夏中证500ETF	1.88	4.63
159915.SZ	易方达创业板ETF	4.68	6.74
159949.SZ	华安创业板50ETF	2.12	1.10
159952.SZ	广发创业板ETF	1.34	1.17
数据来源:wind, 资金流入以5月7日净值估算			

上投摩根朱晓龙：

权益资产具备长期价值

□本报记者 李良

针对A股市场近期的剧烈波动，上投摩根研究总监、上投摩根策略精选基金的基金经理朱晓龙认为，波动是股市发展中正常的一部分。过去一年中国市场的变化更应让市场提振信心：经济增长的韧性很强，结构转型更加坚定、经济抵御风险能力提升、市场估值合理。

朱晓龙分析，相较2018年，当前投资者可以从四个方面看到中国权益资产的长期价值：第一，无论是从一季度GDP数据还是最新发布的PMI数据，以及来自其它方面的数据都显示，中国经济有较强的韧性，这会支撑权益资产的长期价值；第二，在一季度GDP

数据分解中，消费对经济增长的贡献达到65%以上，而投资和出口的比重也更加合理，这说明中国经济结构转型的趋势不变，效果也在逐渐显现；第三，经历此前的调整，整个中国经济抵御风险的能力也大为提升；第四，今年以来，A股市场明显上涨，但整体估值仍处于合理区间，在市场大幅波动之后，长期的估值优势更加显著。

基于上述原因，朱晓龙明确指出，面对市场的短期波动，投资者应更加关注市场的长期价值和投资机会。投资者可以通过对经济周期自上而下的分析和研究，利用资产的多元配置和行业均衡配置，在严控组合波动的背景下，更好地追求长期回报。此外，还可以采用高股息策略进行布局。

贵州茅台三交易日遭北上资金减持40亿元

机构:短期担忧估值透支 长期逻辑不变

□本报记者 李惠敏 林荣华

A股市场整体回调叠加成立营销公司的影响，贵州茅台股价再度下跌。5月8日，原本奔向千元股价的贵州茅台收盘于884.40元，下跌0.63%，盘中甚至一度跌至860元。与此同时，近3个交易日以来，贵州茅台更是遭遇北上资金减持约40亿元。对此，机构人士表示，贵州茅台成立营销公司后，应重点关注其给销售公司的出厂定价。从股价来看，短期可能出现估值透支的情况，但茅台的护城河非常宽，长期看好逻辑不变。

北上资金减持茅台

5月8日，贵州茅台开盘下跌3.37%，截至收盘，贵州茅台股价报884.40元，下跌0.63%。同花顺数据显示，截至5月8日，本月以来贵州茅台所属的饮料制造板块下跌3.89%，同期沪深300指数下跌6.28%，显著跑赢大盘。不过，作为白酒龙头股的贵州茅台却下跌9.20%，不仅跑输板块涨幅，也跑输大盘。

资金流向方面，最近3个交易日，北上资金减持贵州茅台约40亿元。Wind数据显示，北向资金在5月6日和5月7日分别减持156.40万股和137.51万股贵州茅台，以本周三(8日)收盘价计算，减持金额约为25.99亿元。港交

所数据显示，5月8日，北向资金对贵州茅台的买入金额为11.48亿元，卖出金额为24.97亿元，净卖出额为13.49亿元。本月以来，北向资金净卖出贵州茅台约39.48亿元。

事实上，自4月24日贵州茅台盘中创下990元的历史最高价以来，截至5月7日，北向资金累计减持489.82万股贵州茅台。同时，Wind数据显示，公募基金在一季度末持有贵州茅台4765.72万股，较2018年底减少132.95万股。

实际上，引发贵州茅台股价下跌的一个重要因素是茅台集团成立营销公司一事。5月5日，贵州茅台集团营销有限公司揭牌成立，新设立的集团营销公司是茅台集团的全资子公司，将重在“用好增量、管好存量、加强管控、统筹市场”，构建顺应发展要求的营销体系。

出厂定价成关键点

目前来看，市场对此并不买账。针对成立销售公司带来的影响，部分买方机构重点关注茅台给销售公司的出厂定价。

一位资深基金经理表示，对公司未来潜在的关联交易和利益分割存在一些疑问。因此，短期茅台需经受治理结构质疑的拷问。“成立‘贵州茅台集团营销有限公司’很大程度上是利空，因为该公司的存在，会切割

公司渠道差价带来的长期提价空间。不过目前公司给其出厂定价还不确定，尚无法定论，若成立，每年超一百多亿元的关联交易难以避免。”

津京资本投资经理吴悦风表示，市场包括机构均认为该营销公司属于中性小幅偏利空的影响。一定意义上来说，茅台做到如今的位置，与其产品质量和渠道营销团队的关系密不可分。而营销公司成立后，也许会对营销团队进行重新梳理，所以市场普遍担心会对公司销售以及团队稳定性产生影响。

在另一位资深私募人士看来，短期可能存在一定扰动，需等待茅台公司的回应。相关营销公司成立后，若定价权方面可以确定，实际对公司营销渠道的治理层面存在利好。目前市场对茅台存在一定分歧，但有争议的公司才是值得关注的好公司。

长期逻辑不变

事实上，贵州茅台股价在去年便因三季度业绩不及预期出现下挫。有业内人士表示，除了对设立销售公司的担忧，短期可能出现估值透支也是不容忽视的因素。

北京某私募基金经理指出，如果盈利预期太满，或者说未来几年的业绩表现很难再继续大幅超预期，那么其估值就可能透支未来几年的发展空间。这时如果出现暂时性的

盈利不及预期，虽然是企业经营过程中的正常现象，但很可能会下杀估值。上海某公募基金分析师认为，白酒龙头股一季报确实超预期。但如果估值上过于抢跑未来盈利，那么股价波动可能因此变大。

值得注意的是，中金公司发布研报称，因估值提升和盈利调整，看好茅台结构升级，上调目标价26.3%至1250元。该目标价属于创新高后的价格。对此，机构人士表示，虽然短期担忧贵州茅台出现估值透支，但整体而言长期逻辑不变。吴悦风指出，长期来看，以上影响并不改变茅台本身产品的口碑和品质以及市场认可度，贵州茅台的护城河很宽。上述资深基金经理亦表示，整体来看，贵州茅台的长期逻辑没问题，目前股价仍有所低估。

“对于我们深挖基本面的私募机构来说，相比二三线白酒公司的业绩不稳定，贵州茅台多年来业绩稳定，当前股价下跌也是择机‘上车’的好机会。我们长期看好茅台。”上述私募人士说。北京某公募基金经理亦指出，剔除现金资产后，茅台的净资产收益率比直观表现更高，创造收益的能力很强。从该角度看，茅台等超级龙头股的价值是长期被低估的。因此，未来茅台股价再创新高也并不意外，但是股价上升可能是螺旋式上升的过程。

情况下，绩优基金面临的情况更加复杂。“基金产品规模的快速攀升，带来不小的管理难度。如果说3亿—5亿元的规模，基金经理还可以大方向采用跟随策略，部分个股进行增强收益，而到了二三十亿元甚至更大规模的时候，就不能简单跟随，而是需要确立自己的风格，而且需要在部分个股上更精更专，一两只个股踩节奏，对于基金业绩的增厚将相当有限。而大类配置、权益组合等，必须是重中之重。”有混合型基金的基金经理表示。

在市场宽幅震荡之际，操作难度可想而知。“另外，基金规模不仅与基金管理难度、投资人利益等密切相关，还与基金公司的管理费用、基金经理的激励措施等紧密相关。对于一季度业绩表现出色的基金而言，基金公司和基金经理面对规模的‘诱惑’很难拒绝，而且基金合同等的设计也不允许他们那样做。但是对于新增的规模，如何做好风险和收益的平衡、基金管理人如何在为更多的投资者代客理财时取得稳健优异的业绩，是一个考验专业水平的问题。”银河证券基金分析人士表示。

华泰柏瑞牛勇：

企业盈利存改善空间

□本报记者 黄淑慧

4月以来，A股市场由前期的快速上涨转入震荡格局，投资者亦对市场后续的上涨动能心生疑虑。华泰柏瑞投资研究部投资总监助理、华泰柏瑞基本面智选基金拟任基金经理牛勇接受中国证券报记者专访时表示，当前经济复苏信号开始出现，考虑到减税作用以及经济复苏的影响显现，乐观预计2019年企业盈利前景将有明显改善。与此同时，市场估值修复到合理的位置但并未被显著高估，随着经济复苏的进一步确认，市场估值水平仍有上行空间。

经济复苏周期开启

对于当前的宏观经济走势，牛勇具体分析表示，3月份PMI回升至50.5，结束了2018年8月以来的下降趋势，且环比回升幅度在过去几年里处于高位，意味着这不仅仅是季节性反弹；PMI分项中生产指数回升最多，显示企业在宏观预期稳定下复工明显。4月PMI较3月小幅回落0.4个百分点，仍位于荣枯线以上。

从3月份社融数据也可以看到，在货币政策避免“大水漫灌”但维持略偏松的环境下，企业和居民中长期贷款明显复苏，当月分别新增超过6500亿元和4600亿元，货币传导机制正逐步被打通。另外一些数据也能验证经济正在复苏，如3月工业增加值同比增速反弹至8.5%的高位，较1—2月累计增速提高3.2个百分点。必须消费品回升明显，与经济周期相关性更强的可选性消费也有所回升，除了汽车降幅收窄尚没有增速转正外，其他包括家电、家具、建材等均出现较为明显的复苏迹象。

对于房地产销售的回暖，牛勇说，3月份以来，占比超过30%的一线地产销售额增速显著回升；三四线地产销售目前仍存在不确定性，主要在于棚改效应后，三四线地产销售面临高基数的压力，不过历史上一二线销售增速具备一定领先效应。

综合以上诸多指标，牛勇认为，当前处于经济复苏周期的开始阶段，考虑到上市公司盈利底相对于经济底有一定的滞后期，预计2018年四季度和2019年一季度将是盈利增速下滑最快的阶段，从今年二季度开始单季度增速逐季恢复概率较大。

他进一步表示，减税为主的积极财政力度逐步加大，2019年继续减税费目标2万亿元，将影响到上市公司损益表。据卖方研究机构测算，2019年上市公司在减税下的利润改善将超过2000亿元，占全部利润比例约6.0%。“减税对企业利润的贡献，叠加经济复苏的推动力，预计2019年A股盈利增速能够达到5%—10%。”牛勇表示。

优选头部公司

基于对经济复苏的预期，牛勇表示，依旧看好后阶段市场表现，尤其是与经济基本面相关度高的行业，如可选消费、一二线地产板块等。至于部分人士所担心的CPI上行问题，他认为，猪肉价格对于CPI的拉动是局部性的，PPI增速仍在0附近，价格温和上涨伴随着企业盈利复苏，从大类资产配置角度而言是利好权益类资产的时期。

对于未来选股的方向，牛勇表示，看好行业优质头部公司的表现，选择基本面改善品种。头部公司由于在行业的优势地位，衰退周期盈利相对较好并借机扩大份额，复苏周期中更容易获得行业机会。“实际上我们发现，机械、水泥等行业的一些龙头公司，体现出了相当强的抗周期能力。而随着经济企稳复苏，这类公司又能进一步分享经济复苏所带来的弹性。”

他同时表示，各行业中由于治理改善、技术进步、需求改善、重要收入等带来的基本面改善机会，也可能提供超额收益机会，包括需求持续扩张的新兴行业如新能源汽车等。

值得一提的是，牛勇具有量化投资背景，因此未来投资中将运用定量选股与定性分析相结合的选股方法。他表示，华泰柏瑞基本面智选基金会挖掘受经济周期与市场环境影响相对较小，并在各行业内普遍有效且长期稳定的基本面选股指标，重点关注三类指标：一是盈利能力，通过净资产收益率(ROE)、毛利率、净利率等指标选择盈利能力较强、在行业内部具备竞争优势的上市公司；二是成长及稳定性，主要通过上市公司营业收入、经营性净现金流、净利润等经营数据的长期增长率选择具有业绩持续成长性以及稳定性的上市公司；三是市场预期与评价，包括市场一致预期对上市公司的评级，以及上市公司被主流卖方覆盖的机构数量等综合指标，选择评级较高且公司治理良好的上市公司。

霍华德·马克斯：

长期看好中国

□本报记者 王辉

在全球股市再度出现大幅波动的背景下，5月8日，美国投资大师、橡树资本(1995年创立，目前管理资产规模约为1200亿美元)创始人霍华德·马克斯携新书《周期》在上海陆家嘴举办了其今年在中国的首场公开秀——“问道·周期”。

在本场由“聪明投资者”主办的见面会上，对于目前世界经济和全球金融市场整体所处的“周期”，霍华德·马克斯较为审慎地表示：“目前我们正处于2008年次贷危机以来本轮上行周期的末端。”不过，他也同时表示，类似美国股市等市场的上行期有时会长达9到14年，并没有固定期限，未来总是充满不确定性。另一方面，即使本轮全球上行周期确定结束，未来金融市场也未必会重演过往几次的危机，即并不一定会以非常极端的资产价格急速下跌这种方式来呈现。此外，对于中国，霍华德·马克斯强调，他对于中国经济、中国股市和中国房地产市场的前景仍然保持长期看好的观点。

对于当前全球周期的思考，霍华德·马克斯表示，目前全球大部分地方的资产价格都已经超过了内在价值，但超过内在价值的资产价格并不意味着明天一定会跌下来。有些资产价格在过度定价之后，未来可能会进一步过度定价。

资料显示，目前橡树资本管理资产规模约为1216亿美元，其中71%是债权投资，公司不良债权投资管理规模居全球第一。过去22年间，橡树资本的平均年化回报高达19%，与巴菲特掌管的伯克希尔·哈撒韦公司过去50多年的业绩基本相当。

负重前行 绩优基金遭遇规模“烦恼”

□本报记者 徐金忠

近期市场出现调整，中国证券报记者采访一季度绩优基金发现，绩优基金正在迎来良好业绩表现后的规模“烦恼”。多位一季度业绩领先的权益投资基金经理表示，在一季度业绩光环之下，市场资金大额申购相关产品，使得基金在市场调整之际，仍需对新增规模做出相应安排。负重上阵，让绩优基金经理颇感压力。

绩优基金规模攀升

Wind资讯数据显示，相比去年年底，一季度权益类基金收益排名前20位的基金产品整体规模攀升121亿元，增长幅度达89.96%。绩优基金的“吸金能力”可见一斑。

从规模增长的绝对值来看，部分指数型权益基金规模增长数额较大，例如国泰中证全指证券公司ETF一季度末基金资产净值为55.36亿元，而去年年末这一数据是25.85亿元，一季度新增规模为29.51亿元；华宝中证

全指证券ETF一季度新增规模为1453亿元。从规模增幅来看，国泰融安多策略、银华农业产业、前海开源价值成长、前海开源恒远等主动权益类产品增幅居前。

绩优基金规模的攀升，对于基金经理来说，实有不小的压力。观察上述主动权益绩优基金发现，一季度不少绩优基金在权益资产方面已经进行了“降档”，多只基金的股票仓位有所下降。

“一方面是规模快速放大后，配置节奏相对滞后；另一方面是基金经理主动控制，因为基金规模急剧放大后，对市场走势的研判以及对新增资金的风险偏好等，都需要做平衡处理，控制仓位，把握节奏，是比较好的选择。”有基金经理表示。

中国证券报记者采访了解到，不少一季度绩优基金进入4月以来，规模仍在不断增长，特别是4月中旬市场盘整之前，仍有大量新增资金申购相关绩优基金。“公司并未做主动推介，但是市场对产品的关注度高，基金规模继续攀升。不过，此时基金经理更趋谨慎，

不希望出现绩优基金业绩反转的‘魔咒’。”有基金公司市场部门人士说。

管理难度增大

进入5月，市场出现宽幅调整，但是公募对于市场整体乐观。例如国泰基金认为，市场中长期可为。展望未来，国泰基金认为市场逻辑逐步从分母流动性转向分子盈利，相对看好5G、新能源汽车、计算机等板块的绩优成长，以及受益于利率调整的保险板块。浦银安盛基金认为，经过短时间的急跌，市场风险逐步释放。展望后市，浦银安盛认为聚焦景气、立足中长期是穿越波动的主要办法，未来将继续重点关注金融、消费、光伏、农业、半导体等行业的机会。财通基金认为，市场中长线逻辑依旧不变。随着经济大概率于二季度见底，企业盈利最晚将于三季度出现边际改善，将支撑市场重拾升势。

尽管对于市场中长期走势积极乐观，但是对于绩优基金来说，优异业绩之后的成绩保持，仍有不小的压力。特别是在规模激增的