

发挥专业能力 助力科创发展

□鹏华基金稳定收益投资部总经理 姜山

作为今年资本市场最受关注的焦点之一，科创板将成为我国多层次资本市场重要新生力量。公募基金作为资本市场的重要机构投资者，通过积极布局科技创新主题的公募基金产品，充分发挥专业投资者力量，为个人投资者参与科创板提供较好的投资选择；亦助力科创产业的崛起与发展，更好地服务实体经济发展。

公众对科创板投资常常只关注到50万元账户日均资产、24个月的显性门槛，却忽视了科创板不以盈利为核心、市价发行、以科技创新等高新技术企业为上市主体，对专业投资能力提出较高要求的隐性门槛，只盯着投资收益，却对投资风险重视不足。

科创板市价发行制度，突破了旧有的以盈利为基础的上市审核体制，对于公司估值定价提出了新的挑战，因此更需要具有长期询价定价专业能力的专业投资者参与其中，以促进科创板的合理定价；同时科创板企业集中于科技创新领域，坚持面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求，主要服务于符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业，基金管理人在科创领域的投研实力和对成长性企业的甄选能力，将对此类产品业绩至关重要。

科创板实施注册制，建立了以信息披露为核心的审核问询机制。资本市场的核心是定价，科创板试点注册制则将定价权完全交给市场，使之成为2019年资本市场最重要的改革。注册制的推行需要依赖一系列的制度措施予以配合，核心是信息披露。在注册制下，监管部门只需保证公司披露信息的真实性，不对拟发行的证券作实质性价值判断，不做信用背书，投资者自行判断证券的实质价值，对投资者专业投资能力提出了更高要求。

科创板的新股申购广受关注，其参与方式包含三类：战略配售、网下询价申购、网上申购。战略配售中“战略”二字源于“和发行人具有长期战略合作关系的大型企业或其下属企业”，上



市公司希望通过分享股票长期收益，在发行过程中绑定上下游公司，这是“战略配售”的内在含义，希望投资者能够从长期投资的角度来参与科创板投资。不同于主板只有在公开发行股份数量超过4亿股才可使用战略配售，在科创板所有新股均可使用战略配售，战略配售投资者是科创板投资者重要构成。

根据科创板新股申购规则，战略配售投资者应当具备良好的市场声誉和影响力，具有较强资金实力，个人投资者无法直接参与战略配售。战略配售投资者不得参与配售企业网下/网上新股申购，必须使用自有资金，不得接受他人委托或者委托他人参与，这就是说个人投资者不能通过专户形式参与，除公募基金或高管、核心员工资产管理计划可通过集合形式参与战略配售外，一般的个人投资者只能通过公募基金参与科创板战略配售。

在询价对象方面，科创板询价对象以机构为主导，不包括个人投资者，主要包括基金、证券、信托、财务公司、保险、QFII、私募等专业投

资机构，而目前已有的主板、中小板、创业板，询价对象既包括上述机构，也包括个人投资者。总体而言，科创板新股发行询价机制主要呈现三个特点：淡化市盈率、市场化定价、向机构倾斜。

目前市场上可投资科创板的基金主要分为三类：现有的公募基金；科技创新主题基金；战略配售基金。根据规定，公募基金参与科创板战略配售，基金类型应该为封闭式运作基金，包括封闭式基金、定期开放基金、“先封后开”基金的封闭期，基金合同中投资策略包括战略配售策略，股票持有期不得少于12个月，同时满足“双一”限制，即：证券投资基金应当以基金管理人的名义作为1名战略投资者参与；同一基金管理人仅能以其管理的1只证券投资基金参与战略配售。第一类和第二类基金可以参与网下/网上新股申购，不可参与战略配售；而参与战略配售的基金不再参与网下/网上新股申购。综合而言，三类基金均有其投资优势，投资者可以根据需求选择。

交易机制上，科创板采用T+1交易，上市五个交易日不设涨跌幅限制，后面设置20%涨跌幅限制。设立竞价交易与大宗交易环节，以及盘后固定交易价格，提供盘后的流动性。更宽的涨跌幅限制对投资者的投资纪律提出了更高要求。投资者在科创板投资时应注意风险适配，风险是影响投资最重要的因素之一。赚钱固然重要，但是控制波动同样重要，强调风险补偿和风险管理，看重组合的稳定收益和回撤。

设立科创板并试点注册制是提升服务科技创新企业能力、增强市场包容性、强化市场功能的一项资本市场重大改革举措。通过发行、交易、退市、投资者适当性、证券公司资本约束等新制度以及引入中长期资金等配套措施，增量试点、循序渐进，新增资金与试点进展同步匹配，力争在科创板实现投融资平衡、一二级市场平衡、公司的新老股东利益平衡，并促进现有市场形成良好预期，成为中国多层次资本市场重要增量改革。公募基金亦将通过所拥有的专业投资能力，为科创板的良好开局和长期发展贡献出自己的一份力量。

守正出奇 挖掘医药板块优质个股

□博时医疗保健混合基金经理 葛晨

投资不是短跑比赛而是马拉松，我们希望能通过深入的基本面研究，通过可复制的方法论，将每次操作的胜率稍稍提高一点，积少成多获得优秀的长期回报，谈及医药股投资，笔者认为，医药行业是一个长期稳定增长的行业，具有较为确定的长期收益，未来医药板块增长点较为确定，尤其是考虑到目前外部局势扰动和国内经济周期压力，医药板块吸引力上升。

医药行业增长前景较为明确

在经营指标、竞争格局等其他因素近似的情况下，医药板块的估值普遍略高于普通消费品，一方面源于其壁垒，另一方面就是因为其长期成长空间——随着人口老龄化和经济/社会发展阶段的提升，医疗支出在全部消费支出中的占比将确定性提升。医药行业是一个长期稳定增长的行业，具有较为确定的长期收益。

对于未来，医药行业的增长点主要有三个，一是医保内市场的结构性变化，包括疗效导向的创新药及产业链、性价比导向的仿制药一致性评价；二是医保外市场的自费可选医疗消费，如部分眼科、口腔、体检、医美等；三是全球视角下的中国优势，比如工程师红利和产业链优势，具体如医疗设备、CRO/CDMO 行业等。

而从短期来看，考虑到目前外部局势扰动和国内经济周期的压力，医药板块无疑仍是最具吸引力的板块之一。尤其是二季度到三季度可能有一批新的政策出台，包括第二批“4+7”带量采购、新一轮医保目录调整等，总体方向仍然是朝着提升医疗质量、增强居民获得感的大方向发展，符合这一趋势的板块和个股或将有较好的表现。



抓准周期 灵活而动

尽管医药板块长期向好，但过去几年中该板块也出现了剧烈的波动，与市场对其防御属性的普遍认知似乎存在偏差。

对此，笔者认为，医药的防御属性是指医药行业整体经营的稳定性较高，较少受到经济周期的波动影响。但从股票角度来说，医药股的股价除了与公司经营有关，还与市场风险偏好、流动性、筹码结构等各种宏观微观的因素密切相关——同样一个稳定成长的标的对于投资者的吸引力，在不同经济周期下是不一样的，而当这些资金进出医药板块的时候，也就带来了医药板块估值的潮涨潮落。

显然，基金经理在投资时除了需要考虑医药行业自身的情况外，还要考虑外围行业的变

化，结合在一起才能抓准医药行业的估值波动周期。

此外，在医药板块内部，也同时存在进攻性很强的科技板块，比如精准医疗，以及周期性很强的原料药板块，如维生素，这也要求基金经理根据不同的市场环境做出不同的组合配置。

守正出奇 以时间换空间

在构建组合的时候，笔者既注重“自上而下”判断行业的长期趋势、确定持仓主体结构，从而在中长期的维度上跑赢行业基准，同时也要“自下而上”地分析具体个股的经营情况，寻找股价驱动力和预期差，以获得超额收益。

具体到个股选择，笔者对于龙头公司或是成长企业并没有特别的偏好，龙头公司是已经过市场考验和验证过的优秀标的，更为市场所熟知和认可，这类公司通常代表了行业发展方向，因此是研究和投资医药行业的基础；而龙头公司也是从小做大成长起来的，所以寻找优秀的潜力股是获得超额收益的重要来源。在不同的风险偏好、政策导向等市场环境下，笔者会根据两者的不同特点作出取舍，争取做到守正出奇。

而在当下的震荡市里，市场没有明确方向，板块没有明确主线，短期热点也缺乏持续性，很容易因为操作和持仓结构的偏离而出现较大回撤或跑输基准。在这种情况下，通常可以选择的避险操作包括维持中性仓位，降低持股集中度，降低持仓Beta或增加alpha从而用时间换空间，持有自己能力圈内的股票并尽量减少不必要的操作。这些做法的核心目的是在不确定的市场中减少犯错的机会，但缺点是在市场给出明确方向性信号前，较难跑出超额收益。就个人而言，笔者主要采取调整持仓结构、控制仓位、精选熟悉的个股等方式来避险。

日经225指数 是投资日本的风向标



□华安基金总经理助理、指数与量化投资部总经理 许彦

在投资中，我们常常采用组合投资的方法来分散风险。借用有效组合理论，投资者根据自己的风险偏好在有效边界上找到有效组合，以寻求在风险一定情况下的最大期望收益。

而真正实现资产的最优配置，却并非是简单的理论模型可以解决的，这背后涉及从宏观到微观的各方因素。对于普通投资者而言，甄选多只个股构建适当分散的投资组合更为困难，需要耗费大量的时间和精力，不妨通过持仓透明、风险分散的指数基金作为资产配置的工具，参与到组合投资中。

通过各类别、各层面的指数基金参与组合配置可以帮助投资者获取贝塔收益，在充分分散的情况下，投资者仅需承担市场的系统性贝塔风险。这很好地解决了主动投资阿尔法收益与风险不稳定的问题，持仓透明的指数基金更适合作为普通投资者介入资产配置的工具。

ETF是指交易所交易基金，ETF本身是一个开放式基金，同时又具备了在二级市场像股票一样交易的功能。由于ETF的投资标的一般是某一个指数，所以大部分ETF都是指数基金。指数基金因为具备费率低、公开透明、风险分散、紧跟指数走势等优点，被越来越多的投资者认可并使用。今年5月24日，包括华安基金在内的首批4只投资日本市场的ETF正式获批，而日经225指数是投资日本的风向标。

日经225指数是由《日本经济新闻社》在1979年推出的在东京证券交易所第一市场交易的225种股票为样本股的价格指数。日经225指数是日本经济的风向标，也是亚洲市场最重要的股指之一。该指数每年调整一次，指数的编制方法与世界上最古老的道琼斯工业平均指数相似，即价格加权而非市值加权。

日经225指数成分股的市值覆盖了东京证券交易所上市公司总市值的60%以上，具有非常好的市场代表性。该指数具有以下特征：

一是业绩驱动收益表现，估值处于历史低位。以日经225指数为例，过去六年指数整体营业利润的增长达到了172.4%，2011年以来日经225指数的营业利润率从6.19%上升至2018年的8.98%。股票市场作为经济的先行指标，也走出了长牛行情。2012年以来日经225指数上涨123.92%，年化收益为13.25%，跑赢同期欧美和A股市场主流指数。从估值角度看，指数PE15.89倍，PB1.6倍，处在历史分位数14%的位置；横向比较低于MSCI发达市场指数，处于全球估值水平的洼地。

二是重要行业竞争力高，一网打尽知名上市公司。权重分布方面，日经225指数中代表新兴行业的行业权重更高，而金融权重较低。其中，信息技术（总市值占比8%）、医疗保健（总市值占比8%）的权重则分别达到16%和12%，这些行业代表了过去日本经济发展最具有竞争力的行业。其成份股包含了不少耳熟能详的优秀企业，比如软银集团、迅销公司、全家便利店等。

三是指数走势与A股相关性低，可降低组合投资风险。日经225指数与A股指数的相关系数仅为0.49，在过去不同的历史年度与A股走势形成了良性互补，使用该指数产品进行资产配置，能够显著降低投资组合的风险，是值得配置的发达市场的核心资产之一。

四是日元是避险货币，对冲全球经济风险。日元历来和瑞士法郎、美元一起被认为是全球三大避险货币之一。特别是全球风险事件发生时，投资日元具有一定的风险对冲功能。