小规模基金业绩“爆发”

科创板打新成基金净值增长利器

□本报记者 李惠敏 林荣华

本周科创板整体保持强势，截至7月31日，本周以来平均涨幅达16.21%。在公募人士看来，科创板上市首日表现就已超出预期，“打新红包”的丰厚出乎意料。银河证券基金研究中心的基金业绩评价日报显示，7月22日科创板上市首日，净值增长率在2%-5%（不含5%）的基金有530只；5%-7%（不含7%）的基金有46只；7%-10%（不含10%）的基金有5只。

在赚钱效应下，7月22日以来新增152只公募基金加入科创板打新队伍。多位公募基金经理表示，更加重视科创板打新带来的收益。询价时除了关注企业基本面，还会研究投行的报价分位数，努力提高询价命中率。此外，对于网下打新被抽签锁定的科创板打新持股，相关基金经理也开始关注潜在的流动性风险。

基金打新收益颇丰

科创板上市首日的表现令公募基金网下打新获利颇丰，也吸引了更多的新基金。Wind数据显示，截至7月31日，7月22日以来新增152只公募基金宣布可投资科创板股票，其中包括银华深证100ETF、华宝上证180价值ETF、华宝中证银行ETF等指数基金。此前，已有逾千只基金公告可投资科创板股票。

虽然科创板打新有望增厚基金业绩，但考虑到网下申购同样存在上限，在同为有效报价且顶格申购的条件下，科创板打新对不同规模的基金业绩拉动并不相同。Wind数据显示，微芯生物网下发行最高申购量680万股，以20.43元的发行价计算，顶格申购所需规模为1.39亿元；柏楚电子网下发行最高申购量300万股，以68.58元的发行价计算，顶格申购所需规模为2.06亿元。因此，若基金规模远大于网下顶格申购所需规模，网下打新对业绩的拉动并不明显。事实上，上周净值涨幅达11.32%的金信智能中国2025，最新规模仅为1.93亿元，该基金共获配了18只科创板个股，合计获配金额823.36万元。

在业内人士看来，部分打新业绩良好的小规模基金，今年业绩将显著提升，并且很难排除这一因素对业绩排名的影响。某券商系基金经理说：“根据测算，科创板打新基金规模在一个亿左右的收益率是最优的，所以今年绝大多数规模在一个亿附近的基金排名会有比较大的提升。假设今年有100家科创板企业上市，若都能打中，可增厚15%-20%的收益，对基金产品排名有很大影响。目前，市场上混合、股票型基金产品基本都会参与打新，不过规模大的基金相对吃亏，但也没有什么比较好的办法去解决对排名的影响问题。”

北京基金经理李坤（化名）也表示，从目前情况来看，科创板新股对基金规模相对小的产品业绩贡献较多。

把脉报价分位数

科创板赚钱效应明显，是否会引发公募基金改变参与询价的策略？除了企业基本面，更多基金经理开始研究投行的报价分位数，努力提高询价时的命中率。

前述券商系基金经理表示，从目前看，科创板打新市场仍相对火热，参与打新的基金净值涨幅甚至有超过7%的。因此，公募基金参与热情更高，给出的报价也偏乐观。事实上，第二批科创板公司的询价较第一批已有小幅上涨。他进一步表示：“虽然同一机构可以报三个不同价格，但这三个报价相对较接近，在询价策略上，大多数公募目前均是在投行提供的价格区间寻找分位数，很少会根据基本面定价，这样可以提高被抽中的概率。”

李坤指出，科创板第一批25家公司上市后涨幅较大，对基金业绩增厚比较显著，后期询价水涨船高有一定市场化因素影响。从参与数量与报价来看，市场对近期3只科创板新股的热情较之前更高。

也有基金经理表示，会综合基本面估值和投行报告等多维度研究报价。某中型基金公司基金经理表示，先由研究员对标的进行分析，根据估值模型及已上市企业中同类型企业目前的估值水平，综合考虑给出合理估值的价格区间；参考投行给出的投资价值报告所认为的合理区间，进行综合比较后，选出三个可能的价格，供基金经理参考；最后，由基金经理选择具体申报价格。“如果价格过低或过高均会被直接剔除，所以必须控制在合理范围内，报价才能成功。”

北京某公募基金经理王磊（化名）则强调，虽然前期赚钱效应显著可能提高后期机构报价时的估值区间，但这是一个博弈过程，报价过低、过高都会被剔除，一味求高未必就能命中。

关注锁定股的流动性风险

在享受打新红利的同时，相关基金经理也开始关注潜在流动性风险，尤其是网下打新被抽签锁定的科创板打新持股。

王磊表示，从科创板首批25家公司的上市表现看，涨幅远超预期。但基金经理需要注意流动性风险，若基金净值短期涨得太多，部分投资者可能会赎回。根据《关于促进科创板初期企业平稳发行的行业倡导建议》，相关部门以摇号抽签方式抽取6类中长线资金对象中10%的账户，中签账户的管理人承诺中签账户获配股份锁定，持有期限为自发行人股票上市之日起6个月。这意味着，被锁定的股票仓位在现阶段投资者赎回时无法卖出。

王磊进一步指出，考虑到6个月后被锁定的个股可能出现估值回归，因此如遇投资者赎回，很大程度上相当于在现阶段股价处于高位时“变现”了被锁定的打新个股。不过，整体上影响不大，因为被锁定的打新持仓占比不会很大。

李坤则表示，针对锁定的科创板股票，管理人会参考相应的估值模型，对其公允价值做适当修正。王磊则认为，对于网下打新锁定的股份，虽然未来收益可能会打折扣，但不至于重新估值，毕竟每天都有市场价格，与股票停牌不一样。

也有公募人士提醒，随着科创板询价的估值有所抬高，以及上市个股数量增多，打新回报可能降低。此外，如果A股主板走出上升趋势，吸引力会更强，也可能削弱科创板打新回报。对于主动型基金而言，不应该把科创板打新收益当成主要策略，这部分收益不可测而且难以持续，机构投资者对这部分收益认可度也不会很高，重在参与而已。

ETF发行细分市场 “弯道”难“超车”

□本报记者 李良

指数基金近年快速扩容，其中ETF是一个耀眼的品种。百亿元规模ETF的频频出现，让这个拥有多种“工具化”特性的产品，悄然成为各家基金公司逐鹿的对象。

一个明显的现象是，在多数宽基指数ETF几乎开发殆尽的背景下，多数基金公司在ETF产品中的竞争更多围绕“弯道超车”的思路，着力挖掘细分市场的潜力——新发ETF所跟踪的指数中，越来越多地出现行业指数和主题指数的面孔，其中不少指数有着明显的定制痕迹。

但从实际效果来看，在ETF的竞争中，“弯道”很难“超车”。以最近两个月的数据为例，Wind数据显示，从6月1日至7月31日，两月间ETF新基金成立数量达20只，但首募额却是冰火两重天：排名前列的ETF首募即有72亿元的规模，但排名靠后的基金却在2亿元的成立红线附近徘徊，一些较为糟糕的联接基金首募额甚至只有数千万元。

博弈激烈

日前，富国中证军工龙头ETF首募72.02亿元、汇添富中证长三角一体化发展ETF首募64.29亿元的消息接连传来，无疑再度激发了意欲博弈ETF市场的基金公司的雄心壮志。

上海某中型基金公司量化市场部负责人向记者表示，从海外市场经验来看，市场成熟度到一定阶段，被动指数型产品的发展必然掀起一个浪潮，而作为工具型产品，ETF相较于普通指数型基金拥有更多优势，确实值得基金公司大力发展。但他同时指出，与普通偏股型基金不同，基金公司搭建ETF平台的初始成本较高，因此，必须有足够的规模效应才能实现持续发展。但在基金产品数量已经过度泛滥的背景下，如何快速到达规模的临界点，却成为许多意欲发展ETF的基金公司的痛点。

事实上，在现有ETF市场中，优质的指数资源大部分被瓜分，如上证50指数、沪深300指数、创业板指数等，都已经出现了百亿级的龙头产品，基本奠定了市场的格局。后续发行此类ETF产品的基金公司，大多以惨淡成立而告终，解决痛点只能另辟蹊径。

指数差异化的布局，是一些基金公司给出的新策略。近年来，一些细分指数，如行业指数、主题概念指数层出不穷地面世，基金公司便据此发行ETF产品，希望通过细分市场竞争不够充分的格局，来实现弯道超车。但从实际情况来看，正如前文数据所揭示的，由于这些细分指数的影响力太小，受众面窄，大多数此类ETF的发行并不理想。

手段各异

不过，另辟蹊径中，依然有些基金公司勾画出新蓝图。

如借道上市公司股东的曲线减持，成为部分基金公司发展ETF的新手法。近年来，首发规模较大的ETF产品中，有不少规模其实来自于成分股的大股东用所持股票“换购”。由于这种以单一股票申购获得ETF份额的方式，只能在ETF的首发中实现，因此，从某种程度而言，这类ETF新基金的“定制”味道颇浓。对于基金公司来说，用这种手法可以实现双赢：上市公司股东进行了实质性的套现，而基金公司获得较大规模的ETF产品。

利用做市商活跃二级市场，借助ETF交易中的套利机会来吸引资金驻留，也是部分ETF能够保持较大规模的策略之一。某业内人士表示，对于大资金而言，ETF二级市场交易的活跃度非常重要，其“工具”的功能能否实现，流动性是很重要的指标，这会形成一个虹吸效应，规模越大的ETF产品，未来会受到更多机构资金的青睐。

中融基金赵菲：

外资流入仍有空间

□本报记者 李惠敏

近日，在由新华网投资者教育服务基地、金牛理财网联合推出的金牛直播栏目中，中融基金经理赵菲表示，目前外资持有A股的规模已直逼公募基金持股规模，未来外资流入仍有巨大增量空间。在A股加速机构化的过程中，指数基金具有投资价值，未来可以定投方式参与。

赵菲表示，2017年以来，外资加速流入A股，主要有两方面原因：第一，此前A股在全球市场中被大幅低配，随着陆港通的开通和入场渠道的拓宽，外资开始加速流入A股，而A股逐步纳入MSCI、富时等国际指数，资本市场对外开放也明显提速；第二，过去两年A股市场连续调整，与全球市场横向比较，A股估值水平具备相对优势，也成为推动外资流入的重要因素。

赵菲强调，在机构投资者为主的市场中，由于机构间信息获取能力和投资能力相当，市场有效性更强，所以机构希望通过捕捉市场非有效信息赚其他机构的钱实际上并不容易。“过去十多年，市场一大常态是主动型基金大概率跑不赢指数基金。”

对于市场未来走势，他认为，目前以沪深300为代表的大盘指数估值已回归至历史中位数附近，而以中证500为代表的小盘股指数估值仍在历史低位区间。同时，A股的整体估值在世界范围内仍属价值洼地。在他看来，指数基金仍具有投资价值。“未来市场不确定性较强，指数基金投资仍以定投方式为宜，长期来看，也可摊低成本，平滑风险。其中，ETF基金相对于其他指数基金，在费率上优势更明显。”他说。

长线布局绩优股与科技股迎机遇

□本报记者 余世鹏

7月收官，A股延续震荡盘整态势，但随着科创板的加入，A股的结构性行情已从消费食品板块转移到了科技蓝筹上来。基金分析人士指出，随着减税降费效果凸显，已有部分股票出现投资机会，当前或是长线布局红利增长股与科技股的较佳时机。

结构性行情生变

7月沪指累计下跌1.56%。Wind数据显示，7月份北上资金合计交易额为7023.08亿元，超过6月份的6983.21亿元。其中，7月份北上资金净流入120.25亿元，延续了6月以来的净流入态势。

“市场当前缺乏明显提升投资者风险偏好的因素，A股预计仍在区间震荡。”基岩资本副总裁范波对记者表示，自今年二季度上到3200点回调后，沪指一直在2800点至3000点之间横盘。但在震荡过程中，A股的结构发生了较大变化。比如，之前市场结构性亮点在于白酒和家电龙头股，但近期转移到了市值在100亿元-500亿元或500亿元-1000亿元之间的科技蓝筹上来。

Wind数据显示，Wind半导体成分股7月平均涨幅为4.55%，明显跑赢大盘；25只科创板新股累计涨幅均值更是达到179.06%。前海联合基金投研部相关人士指出：“科创板个股受到市场热情追捧，主要在于标的质地较为稀缺。涨幅靠前的公司大多具备处于成长期行业、当期净利润预计同比较高、高研发占比等基本特征。后续随着波动率降低，质优股估值因素将会强化，有望成为科创龙头个股。”

前7月北向资金流向（单位：亿元）

月份	交易额	买入额	卖出额	净流入额
7月	7,023.08	3,571.66	3,451.41	120.25
6月	6,983.21	3,704.62	3,278.59	426.03
5月	8,684.52	4,073.89	4,610.63	-536.74
4月	11,158.06	5,489.04	5,669.01	-179.97
3月	11,539.96	5,791.76	5,748.20	43.56
2月	6,020.66	3,312.29	2,708.37	603.92
1月	4,781.65	2,694.27	2,087.39	606.88

数据来源/Wind

两大因素定调向好预期

上述前海联合基金投研部相关人士分析指出，A股走势将与两大因素密切相关：一是宏观经济增速能否企稳，这主要取决于消费、科技与先进制造等行业能否实现高质量增长；二是减税降费能否持续显效，切实降低企业成本，以带动盈利基本面回暖。

深圳某公募分析人士指出，上半年主要宏观经济指标保持在合理区间，推动高质量发展的积极因素在增多，这表明经济政策仍在保持定力，继续强调经济高质量发展。范波指出，经济层面的改善是个渐进过程，但政策的预期向好，会带来投资者情绪的持续回升。“‘货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕’的表述，表明货币政策的基调未变，未来资金面维稳意图会凸显，预计流动性将继续保持稳定，A股不会再回到熊市。”

另外，上述公募分析人士指出，上半年减税降费政策已有实质性效果，预计下半年仍要继续用足空间。国家税务总局减税办常务副主任、收入规划核算司司长蔡自力近日表示，今年上半年全国累计新增减税降费11709亿元，其中减税10387亿元（其中，增值税改革减税4369亿元、小微企业普惠性政策减税1164亿元）。“减税效果已开始体现在上市公司业绩中了。”范波指出，7月中旬以来，创业板整体业绩预报显示出明显改善迹象，“在宽货币、减税降费等逆周期政策环境下，特别是考虑到政府持续对中小微企业进行各项政策支持，成长股的业绩出现了一定的边际改善。”

“当前，有不少上市公司已出现投资机会。从长期看，阶段性底部也是进行布局的好时机。”华南某基金经理表示，目前减税降费效果逐步显现，将带动上市公司盈利逐步回升，“预计在今年三季报或2019年年报数据中将有明显体现。因此，具备红利增长特征的绩优个股已具备配置价值，即便短期内可能出现波动，但长期回归基本面后，往往会实现不俗的超额收益。”

“A股不会再回到熊市，未来市场将会更加重视科技股，但需要在中性震荡格局中等待业绩面改善，进而寻找结构性机会。”范波指出，不仅经济转型需要科技创新，科技创新趋势下的融资手段，也会更加强调股权融资。因此，科创类个股将因此受益。

■ 华泰柏瑞基金ETF专栏——

公募基金参与转融通业务风险可控，利好指数基金长期发展

华泰柏瑞指数投资部总监 柳军

日前上交所公布第二批获得转融通证券出借业务资格的公募基金名单，包括了华泰柏瑞等四家公司，截至发稿日，获得该资格的基金公司已增至十家。我们认为，转融通证券出借业务的有效开展能够解决转融通业务中券源不足的问题，有助于完善市场的定价机制和提升市场的定价效率，同时也能部分覆盖基金运作中的成本、起到收益增厚的作用，从而有助于提高公募基金尤其是ETF产品的竞争力，引导更多中长期资金入市。

公募基金参与转融通证券出借业务，是指基金以一定的费率通过证券交易所综合业务平台向中国证券金融股份有限公司（简称中证金）出借证券，中证金公司则到期归还所借证券及相应权益补偿并支付费用。公募基金出借证券获取的收益归基金资产即基金持有人所有。此外，根据国家有关部门发布的《公开募集证券投资基金参与转融通证券出借业务指引（试行）》第五条，ETF及相关联接基金可依据法律法规的规定和基金合同、招募说明书的约定，参与出借业务，这意味着在法律程序上公募基金参与转融通的便利程度得以大幅提升。

柳军

针对基金参与证券出借业务时因产品巨额申赎而出现的流动性风险，国家有关部门在上述《指引》中对于ETF及其联接基金参与证券出借业务进行了特别的规定，主要包括：（1）出借证券资产不得超过基金资产净值的30%，出借期限在10个交易日以上的出借证券应纳入《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》所述流动性受限证券的范围；（2）交易型开放式指数基金参与出借业务的单只证券不得超过基金持有该证券总量的30%；其他开放式股票指数基金、交易型开放式指数基金的联接基金参与出借业务的单只证券不得超过基金持有该证券总量的50%；（3）证券出借的平均剩余期限不得超过30天，平均剩余期限按照市值加权平均计算。不同规模和不同持有人结构的公募基金可以根据风控要求设置不同的出借比例上限，可以降低证券出借带来的流动性风险，而《指引》规定的比例上限较低，整体风险可控。

我们认为，上述规定为ETF及联接基金产品日常运作建立了一道防火墙，将有效地规避ETF及联接基金出现大额赎回时对产品运作的风险。此外，法规要求参与证券出借业务的ETF及联接基金需满足最近6个月内日均基金资产净值不得低于2亿元，这一参与门槛能防止规模较小的基金在规模异常变化时给产品运作带来的不利影响，从而在制度上保障了基金持有人利益，控制了潜在风险。

对手方风险是公募基金参与转融通证券出借业务的另一个风险。根据国家有关部门《转融通业务监督管理试行办法》和沪深交易所《转融通证券出借交易实施办法（试行）》，转融通证券出借交易中的借入人是中国证券金融公司，也是唯一的借入人。尽管证券出借存在约定申报和非约定申报两种申报模式，但基金参与证券出借的对手方仅有证券金融公司一家，业务中的对手方风险是证券金融公司出现经营风险时可能产生的违约风险。中国证券金融公司是经国家有关部门决定设立的，其组织形式为股份有限公司，注册资本不少于人民币60亿元，目前注册资本已增至1,500亿元。作为证券出借业务的中央对手方，证券金融公司一方面具有雄厚资本金实力和强大融资能力，另一方面，证券金融公司在开展转融通业务时，向证券公司收取一定比例的保证金，作为业务风险前置防火墙，同时为了防止转融通业务中证券公司违约风险传导到证券金融公司，在转融通制度安排中也建立了保证金信托财产和互保机制，确保出借人的利益不受损失。

综上所述，公募基金参与证券出借业务从持有人利益角度出发具有较强的可行性，并未改变基金的原有风险收益特征，此类业务收益可预期、风险较低且可控。公募基金是转融通业务的重要参与方，转融通业务的开展有利于股票定价趋于合理、提高资本市场的稳定性以及促进长期投资理念的践行。

展望未来，指数基金尤其是ETF产品将成为公募基金参与转融通业务的主力品种之一，通过指数基金参与转融通出借券源，能够增厚基金收益，提高产品竞争力，利好指数基金（包括ETF及其联接基金）的长期运作和长远发展。华泰柏瑞作为业内首批发行ETF产品的基金公司之一，旗下拥有市场上规模最大且流动性最好的沪深300ETF和多只SmartBeta策略ETF，保持着十三年无差错运营的记录，未来将在严控风险和做好流动性管理的前提下积极参与转融通业务，切实保障持有人利益，助力我国资本市场健康向上发展。

—企业形象—
华泰柏瑞基金 Huatai-PineBridge Investments

地址：北京宣武门西大街甲97号 邮政编码：100031 电话：编辑部63070386 发行部63070326、63070324 广告部63072603 传真：编辑部63070483、63070480 广告部63071029 零售价格：4.00元 广告许可证：京西工商广字0019号