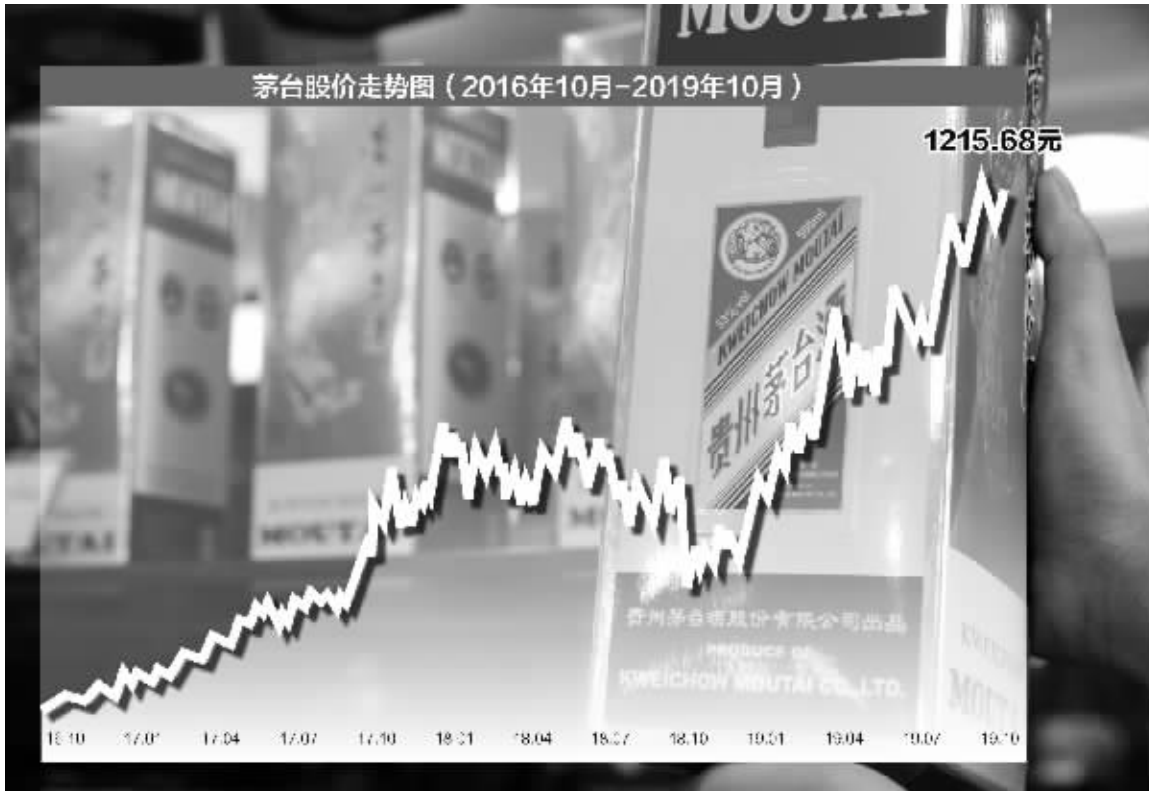


股价超千元的白酒龙头，动辄几百元的硬科技5G产业公司，这些股价不断上涨的投资标的引来市场关注。对于看似不断推高的核心资产估值问题，作为普通投资者究竟是应该谨慎卖出，还是解放思想？

对此，中国证券报记者采访了部分公募基金投研人员。在他们看来，当前市场对于核心资产的估值容忍度确实有一定提升，其中的原因来自于存量经济时代的龙头效应，以及外资助推的作用。应该具体问题具体分析，看似高企的股价背后，核心资产整体上而言估值仍然算合理，但这并不代表没有卖点，需要对其长期保持跟踪关注。



新华社图片 制图/王建华

估值容忍度明显提升

公募基金重构核心资产战略

□本报记者 张焕昀

容忍度提升

估值容忍度明显提升，很多投研人员有此同感。博时基金宏观策略部表示，投资者对优质企业的估值容忍度在不断提升，希望以合理乃至偏高的价格买入优质公司的股票大有人在。南方基金医药组认为，市场对于优质企业的估值容忍度确实在持续提升，目前投资人对经济增长新常态背景下的优质标的存在惜售心理。由于标的稀缺，投资者对这些核心资产的增长可持续性也有较强信心，愿意以时间换空间。金信稳健策略拟任基金经理吴清宇表示，在目前的宏观经济背景下，市场对于优质企业是给予估值溢价的，这也是市场发挥资源配置作用的具体体现。但这种容忍，是否意味着核心资产估值已经高估？博时基金宏观策略部认为，核心资产是今年A股投资的关键词，反映了在经济增速下行期与经济结构转型期，市场或者投资者预期与认知的不断收敛。提到股市里的核心资产，一般存在三条规律：一是核心资产的估值肯定是贵的，而且会越来越贵；二是核心资产的梯队将会不断变换，有些股票会掉队，也有些股票会逆袭；三是核心资产更多的是趋势概念。对于归类为核心资产的股票，结构性高估肯定存在，但也可以理解。

双主因推动

背后的原因何在？存量经济阶段的龙头效应带来的估值溢价，以及外资所代表的价值投资体系推动是重要原因。融通基金权益投资总监邹曦表示，对A股市场的复盘可以看出，在2016年之前，并未存在明显的核心资产效应。如果把申万二级行业中收入前两名的公司按市值加权做成一个指数，在2016年之前并未明显跑赢上证综指，在2016年之后，跑赢的幅度和趋势极为明显。当然，2016年之后，陆股通的开放为核心资产带来了充足的海外增量资金，推动了核心资产效应的发酵。但是，基于投资学的基本逻辑，邹曦认为，中国经济进入存量经济阶段是A股市场核心资产兴起的基本前提，海外资金推动只是外部因素。邹曦表示，在存量经济状态下，各种因素都趋向于促使具有持续盈利增长的公司实现估值提升，这是核心资产效应的本质。可以说，核心资产就是重估中国存量经济的具体体现。博时基金宏观策略部认为，外资更能驱动中国核心资产的估值，原因在于他们的认知、视角、投资

策略及考核期限与大部分内资机构投资者存在显著差异。外资有跨国别股票投资的长期经验，他们更关注行业龙头，更倾向布局当地市场有性价比及特点的股票资产。并且在考核激励、投资期限等制度背景及知识禀赋的差异下，他们对A股市场的短期波动、主题与潮流的炒作难以把握，对企业的业务性质、竞争能力、公司治理等较为确定的方面，反而更加看重并不会做长期跟踪。这也就意味着境内投资者对外资就该亦步亦趋，外资对公司基本面的跟踪和把握能力，并不会整体超越境内机构投资者。南方基金宏观组则认为，一是外资并没有一概而论地推高所谓核心资产的估值；二是外资和内资的背景、运作模式、目标函数等不同，其投资行为是符合其各项约束条件和利益诉求的，只是可能与通常认知不一致，使市场认为他们“推高”了估值；三是如果真的存在外资推高估值的作用，那么也是对中国相关资产的重新定价，应该更多看到其积极意义和影响。

“卖点”何在

那是否意味着核心资产可以一直持有，一劳永逸？

外资青睐高ROE企业股票

□本报记者 吴娟娟

11月以来，伴随着MSCI第三次扩容日临近，北向资金强劲流入。11月1日至7日，Wind数据显示，北向资金已经净流入196.35亿元。这些资金流入后都在买什么？机构人士认为，短期来看，以北向资金为代表的外资将根据公司的财务状况、高配高ROE（净资产收益率）的企业股票。以ROE锚定核心资产世诚投资表示，在与海外投资者的互动中发现，海外投资者也使用核心资产一词。海外投资者所理解的核心资产是什么？与境内投资者理解的核心资产是否一致？中信证券通过对800万条北向资金的托管数据进行分析得出，托管于外资银行、券商的北向资金更倾向于长期投资。托管于外资银行的资金倾向于配置高ROE的股票。托管于外资、内资、港资银行的北向资金持有的股票按持仓比例加权后的ROE分别为18.5%、18.0%和14%，而托管于外资、内资、港资券商的股票加权平均ROE为17.9%、14.2%和14.3%。ROE体现的是公司赚钱能力。外资在投资A股时将ROE作为股票的核心指标，这与外资长期持有的投资风格相关。此外，服务了QFII十多年的六合投资合伙人曾生曾撰文指出，一定程度上这是不得已而为之。早些年，外资负责A股投资的人比较少，向国外总部汇报的周期很长。如果买小股票，遭遇风

险事件，来不及跟总部汇报，而得不到总部的指示就没有办法作出重要的投资决策。因此，行业龙头就成了外资首先覆盖的公司。这些年积累下来，这些公司也成了外资跟踪时间最长、了解最深的公司，除了自身的禀赋，部分公司也认为目前多数行业正在形成寡头格局的情形。风格偏好并非一致部分投资者认为，在经济周期后期，市场会给确定性较高的估值溢价，ROE是较好的选择标的指标。近日标普道琼斯指数在北京举行的因子投资分享会上认为，依据美国情况来看，在增速放缓的阶段，质量因子会表现出众。ROE也是质量因子的一个重要指标，注重盈利指标也是经济行至此处的选择。明晟MSCI的研究表明，质量因子在A股的表现近两年有显著提升。值得注意的是，外资风格偏好也并非都一致。目前有数百家外资机构获得QFII额度，22家外资机构已经在境内备案成为私募管理人，这些外资的投资偏好各有不同。例如，景顺投资表示，目前更倾向于依据低波动和高分红这两个指标在A股寻找确定性。中长期看好高成长公司，包括但不限于科技医疗企业。综合多家外资观点可见，目前外资拥护的核心资产为高确定性资产。而对估值敏感的外资，在这些资产变得过热时，也会选择离场。

基金投顾业务隐现“费率战”

□本报记者 张凌之
实习记者 王宇露

随着基金投顾业务正式起航，五家投顾试点机构已经开始积极展开筹备工作。近日，南方基金发布了旗下基金投顾业务投顾管理服务收费收费标准及费率优惠公告，从其收费结构来看，基金公司开展投顾服务更鼓励投资者购买自家产品。

业内人士认为，投顾服务的推出本质上就是要改变以销售为导向的业务模式，其核心在于与客户沟通的陪伴式服务。

投顾服务费率0.1折

近日，南方基金发布了旗下基金投顾业务投顾管理服务收费收费标准及费率优惠公告，公告显示，南方基金提供了三种投资组合策略，按照投顾账户资产总额的一定比例收取投顾管理费，收费标准分别是：绝对收益策略系列，0.8%/年；股债配置策略系列，1.0%/年；多因子策略系列，1.5%/年。同时，南方基金推出了费率优惠活动，自投顾业务上线起至2019年12月31日止，电子直销平台投顾业务投顾管理服务费率实行0.1折优惠。

在业内人士看来，0.1折的费率相当于在投顾推广阶段几乎是免费的。此前，中欧钱滚滚相关业务负责人就表示，收取的投顾顾问费将抵扣客户的基金交易费用，在法律法规允许的范围内，尽力避免因为组合调仓所产生的额外成本。在市场推广期，或考虑合理的费率折扣来降低客户体验门槛。

再看一下目前已经在三方销售平台入驻的财经大V的收费模式，据财经大V望京博格介绍，目前他们相当于一个方案提供商，80%的收入来自方案服务费，其余20%则来自销售基金的尾佣。未来，在收费模式上，争取100%来自

中欧基金销售子公司许欣：

用“滴水穿石”精神发展基金投顾

□本报记者 张凌之

对于多数基金投资者来说，基金投顾业务是一个新鲜事物，但在中欧钱滚滚的业务版图中，它早已熟练于员工心中。

作为中欧旗下基金销售子公司，中欧钱滚滚执行董事许欣告诉中国证券报记者，为提升客户盈利体验，中欧基金旗下专业的基金销售子公司，在2016年就已推出“水滴智投”服务。目前已上线“水滴智投”和“水滴养老”两大产品线，其自主研发的智能投顾系统获15项著作权和一项专利。

许欣表示，基金投顾业务的发展空间很大，但需要经历一个从无到有的艰难过程。市场的培育需要“客户第一”的核心价值观，也需要“滴水穿石”的奋斗精神。“提升客户盈利体验的道路漫长，我们刚刚启航，希望通过长时间的努力，提升普通客户购买基金的盈利体验，探索基金投顾服务的商业模式，并为推动公募基金行业从单一产品的销售走向资产综合配置服务，尽自己一份努力。”

有备而战

10月25日，包括中欧钱滚滚在内的5家机构首批获准开展基金投顾业务试点。事实上，在此之前，其子公司就做了很多基于“提高客户盈利体验”的探索尝试。

许欣向记者展现了一组数据，清晰地揭示了中欧钱滚滚近年来在“为客户赚钱”这件事上所做的努力：公司于2015年设立，2016年便推出“水滴智投”服务；截至2019年6月30日，平台上线4年多来，在钱滚滚有过投资行为的所有客户中，盈利客户占比达到87%，定投开通率超过50%，由于良好的客户体验，客户的复购率超过90%；中欧互联网业务从零起步，截至目前，中欧基金互联网个人客户已达1286万人，资产管理规模达到1081亿元。

透过这组数据，追寻中欧基金销售子公司这几年的发展历程，投资者会发现，他们已经悄然做了很多事情：搭建了自己的数据仓库，组建了专门的数据分析团队进行梳理和分析，并已经找到了一些影响客户投资体验的关键“节点”，有助于真正做好用户的投资陪伴和投后管理；组建了具备自主研发能力的技术团队，以及对金融产品

客户支付的方案服务费，同时慢慢减少平台与推荐组合的绑定，也取消与客户跟投规模的绑定。

应注重陪伴式服务

值得注意的是，南方基金发布的公告显示，对投顾账户中投资本公司自有产品部分，对应的规模不重复收取与规模挂钩的投顾管理费。投资者管理型投顾账户通过本公司电子直销平台交易的本公司自有产品部分，不另收取申购费和赎回费。

这意味着，基金开展投顾服务更鼓励投资者购买自家产品，那投顾服务是否真的有效？

在望京博格看来，目前投顾试点是5家大的基金公司，其产品线较为齐全，主推自家产品也没有问题。但投资者长期还是要看业绩，只有一个组合满足了客户的需求，客户满意了才可能会继续投。

某智能投顾平台相关人士李一鸣（化名）表示，在传统的销售模式下，基金公司以销售规模为目标，卖掉产品之后就不会再为客户提供后续服务，但投资顾问服务事实上是从卖掉产品之后才开始的一项工作。投顾服务的推出，本质上是要改变以销售为导向的业务模式，打破客户利益无人管、买方利益最大化的模式。把这件事交给基金公司，从利益上来说是比较难摆脱销售导向的，所以必须得让利益不相关或者利益少相关的其他机构来做。

望京博格指出，中国基金业有一个现象就是基金赚钱而基民不赚钱，原因有两点：一是基金费率较高；二是投资者资金进出时机不合理，在高位进入、低位卖出，而后的影响更大。在他看来，仅提供投资组合、开展费率优惠并不能完全解决问题。投顾跟客户的沟通，不仅要提供投资方案，还要让客户能坚持方案，这是一个长期陪伴的过程。

和客户具有洞察力的专业产品经理团队；中欧基金研究平台、量化团队及资产配置团队长期为子公司提供专业的研究支持，从专业机构投资者的角度优选基金产品，提供大类资产配置研究、基金研究。这些研究成果和服务实践，为子公司开展基金投顾业务提供了强大的研究支持。

“中欧钱滚滚将探索以互联网的手段，为普通客户提供专业化、标准化和个性化的投顾服务。”许欣表示，“目前，子公司已为投顾业务配置了专业的产品研发及投资管理、算法研究、产品及客户行为分析团队、系统建设及客户服务团队。”

“全市场”格局

值得注意的是，中欧钱滚滚开展基金投顾业务试点，是站在“全市场”的高度来进行的。许欣表示，钱滚滚基金筛选立足全市场，而非只是中欧基金自己的产品，进入基金备选池均需经过筛选，标准是统一的。

“已组建了独立的投资决策委员会，建立基金产品的备选库制度，对每一只进入优选池的产品及相关基金管理人实施标准化、流程化的尽职调查，形成评估报告，对于产品出入备选库及组合策略的产生均经投资决策委员会审议。”许欣说。

而对于基金投顾业务的发展，许欣也有自己独到的见解。他认为，基金投顾业务需要具备三个能力：专业投资能力、高质量服务能力和系统建设能力。其中，在专业投资能力中，资产筛选能力和资产配置能力是投顾服务的核心竞争力，为不同风险偏好、投资目标的用户提供符合他们需要的投资策略，在此基础上提升账户整体绩效，为客户带来更好的投资体验。

而对于市场关心的投顾费用问题，许欣表示，长期来看，可以通过客户长期持有的资产规模来收取一定的投顾费用，成为真正的客户代理，保证投顾、客户及销售机构的长期利益一致。此外，投资顾问费可以抵扣客户的交易费用，在法律法规允许的范围内，尽力避免因为组合调仓而产生的额外成本。在市场推广期，或将考虑合理的费率折扣来降低客户体验门槛，让更多的普通客户可以体验并接受这一新的服务方式。

大成养老2040三年基金尚琼：

市场低位布局股债投资机会

□本报记者 张焕昀

养老投资春风化雨，基金产品也在点滴积累，回馈投资者。截至11月初，今年6月成立的大成养老2040三年持有期混合FOF（基金中的基金）已经为持有人获得不错的回报。基金经理尚琼表示，产品取得优异成绩的重要原因，是在建仓初期低位布局了成长领域的投资机会。从当前时点来看，股市与债市估值合理，建议投资者可以选择专业的基金来投资。

低位果断布局

“我认为核心因素是在建仓初期，抓住了权益资产在市场低位布局的机会。”谈到取得优异业绩的原因，尚琼表示。大成养老2040三年的2019年三季报显示，该基金自2019年7月中旬逐步建仓。在此后的约一个月，因担忧全球经济衰退等不利因素的影响，全球各类资产尤其是股票市场出现大幅波动。鉴于当时较低的估值水平和悲观的市场情绪，尚琼

在权益资产配置上采取了相对积极的建仓策略，主要侧重配置了当时预判相对高景气、低估值的电子、通信、计算机等偏成长型基金，以及部分高弹性的宽基和行业指数基金。在9月中上旬市场情绪偏乐观时合理减仓兑现了部分收益。

“便宜就是硬道理。”尚琼表示，建仓期内果断加仓的原因是市场整体估值相对偏低，安全边际较高。而谈到进行自上而下的宏观判断心得时，她认为：“危机机相伴而生，最好的投资回报都是在市场没那么好的情况下做出的。”

具体到操作层面，如何去甄选低估值、高景气的TMT（科技、媒体和通信）偏成长基金产品呢？尚琼表示，首先是分析基金的历史业绩、最新持仓等客观数据和信息，初步判断是否重仓TMT板块。再结合基金经理擅长领域和投资履历，综合历史表现、风险控制等因素筛选符合投资目标的基金。

股债均有投资机会

不俗表现的背后，是实力强大的团队做基础。据悉，