

创业板试点注册制提高优质股溢价

机构强化价值投资 游资“打板”迎挑战

“4月27日，中央全面深化改革委员会第十三次会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》。受此影响，4月28日A股创投板块大幅高开，券商板块也整体上涨。基金人士表示，创业板试点注册制改革，现阶段分流资金的效应并不明显，未来创业板新股上市将更活跃。同时，随着壳股估值缩水、垃圾股成交量萎缩，优质股将更受机构青睐。”

□本报记者 林荣华 李惠敏

资金分流不明显

4月28日，创投板块大幅高开，九鼎投资、中迪投资、华控赛格、创业黑马等一字涨停。券商板块也整体上涨，华鑫股份涨幅超6%，南京证券、东方财富等涨幅超3%。

上述两大板块上涨是受益于27日晚间中央全面深化改革委员会第十三次会议审议通过的《创业板改革并试点注册制总体实施方案》。为贯彻落实这一总体方案，证监会发布了相应的四部规章制度，向市场公开征求意见，创业板试点注册制改革正式启动。

博时创业板ETF基金经理尹浩表示，创业板注册制的推出，体现了监管层对创业板股票“宽进严出”的优胜劣汰制度安排，将引入更多具有成长性的创新创业企业，同时完善退市制度，加大劣质企业出清力度，推动创业板的健康发展。

重阳投资指出，在发行制度上，创业板改革借鉴了科创板试点注册制的核心制度安排。区别在于，创业板注册制不再要求券商对其保荐的项目进行强制跟投，而仅对未盈利、红筹架构、特殊投票权以及高价发行的几类

公司采取强制跟投。

当前市场最关心创业板改革并试点注册制是否会产生资金分流。对此，北信瑞丰基金表示，创业板实施注册制后，制度上与科创板非常接近，创业板将与科创板一起，上承主板，下接新三板精选层，构成我国多层次资本市场中非常重要的一环，长期会吸引更多资金进入。

私募排排网研究员刘有华表示，目前科创板上市企业已突破100只，资金分流效应并不明显。监管层也一直在引导更多资金入市，包括外资、险资以及养老金等，所以创业板试点注册制，对资金的分流效应不会明显。

游资“打板”新挑战

创业板改革并试点注册制后，新上市公司上市前五日将不设涨跌幅限制，之后涨跌幅限制从目前的10%调整为20%。正式实施时，存量也调整至20%。这意味着，个股的极限波动值变大。之前，在10%的涨跌幅限制下，“地地板”可赚22.22%、“天地板”可亏18.18%。之后，在20%的涨跌幅限制下，“地地板”可赚50%、“天地板”可亏33.33%。对此，业内人士认为，这将对游资“打板”带来新挑战，但对于机构投资者，从中长期看，其产品净值波动反而会变小。

重阳投资表示，在交易制度上，创业板借

鉴科创板在涨跌停限制、盘后定价交易等方面的措施。而据统计，科创板开市以来，99家上市公司平均触发涨跌停板的概率仅为0.74%。这意味着此前游资普遍采用的“打板”吸引跟风盘的策略有效性大大降低，这有利于净化市场投资环境，提高市场定价效率。对于机构投资者而言，北信瑞丰基金表示，短期尤其是实施初期，产品净值波动将加大，但从中长期看，涨跌幅的放开会使创业板股价更快地反映基本面和信息产生的各种变化，持续提升创业板股票的流动性，个股和组合的波动率反而会不断收敛，产品净值的波动幅度也会变小。

利于价值投资

业内人士普遍认为，随着创业板注册制的推出，未来壳资源的价值将受到抑制，垃圾股成交量也进一步萎缩，优质股更受机构青睐。尹浩表示，注册制推行后，质量较低的壳公司将被快速出清，投资者将更加关注公司质地，优质龙头效应将进一步被强化。

泓德基金表示，创业板注册制有利于由存量市场博弈转向做大整体创业板市值规模，并“优化”吸纳资金的效益，但也会加速优胜劣汰的过程。从指数角度来说，没有涨跌幅限制的美股及港股反而比A股波动更小，

但在个股角度，极端情况下会有较大波动。长期来看，注册制将逐步带领A股向成熟市场的投资理念靠拢，博弈思维将淡化，利于长期机构资金沉淀在资本市场上。

有基金经理表示，创业板改革并试点注册制后，一方面，创业板新股供应会有所增加，将使优质标的更加稀缺，机构抱团的情况可能更加明显；另一方面，未来A股市场将更加注重价值投资，对公募基金的价值投资也会更有利。事实上，近年来，由于龙头股优势持续凸显，价值投资理念逐渐深入人心，A股有效性提升，机构选股的标的重合已很普遍。与此同时，机构投资者的定价能力也有所提升。

北信瑞丰基金表示，实施创业板注册制，尤其是涨跌幅放大后，创业板整体风险将加大。对于创业板股票的投资，机构会更加谨慎，在风控上将比照科创板，制定更加严格的措施，如持仓比例、个股上限等都会有严格限制，同时更倾向于精选个股，长期投资。

北信瑞丰基金表示，未来市场会有越来越多的“大象飞起”，个人投资者要摒弃炒小炒新的主题概念炒作方式。注册制后上市公司数量越来越多，现有的行业龙头将相对更加稀缺，它们会在现有基础上产生一定的估值溢价，这会带来整个证券市场估值体系结构性的变化。

公募行业马太效应凸显

强势机构多产“带货王”

□本报记者 徐金忠

随着基金一季报的披露，基金经理的“带货”能力显现。数据显示，截至今年一季度末，有463位基金经理管理基金总规模超过百亿元。主动权益类基金中，知名基金经理刘格松、董承非、张坤、刘江、刘彦春等管理规模均在百亿元以上。与此同时，也有基金经理的管理规模缩水，甚至走向“迷你化”。

公募基金经理“带货”能力分化，是基金行业马太效应的反应。在这样的背景下，基金经理也有多样的生存状态，有的愿意走向风口浪尖，争做名人；有的则选择看淡规模，寻找自己合适的管理状态。基金业内人士认为，在基金行业的发展过程中，不可避免会有人会被淘汰，但也有足够的包容性，让行业存在多元的生存状态。

463位基金经理管理规模超百亿

Wind数据显示，截至今年一季度末，463位基金经理管理的基金总规模超过百亿元，较2019年末增加35位。其中，有56位基金经理管理总规模新晋百亿元，有21人管理总规模跌下百亿关口。

值得关注的是，管理总规模过千亿元的基金经理有42位，较2019年末增加4位。其中，天弘基金的王登峰，在余额宝等货币基金收益不断下滑的情况下，一季度仍将管理规模提升了1624.37亿元，目前管理基金总规模13703.23亿元。

指数和ETF基金显然是规模增长的重要来源。以华夏基金的基金经理张弘弢为例，虽然一季度管理规模有所降低，但是仍达到了868.81亿元，其管理的基金产品包括华夏中证500指数增强、华夏沪深300ETF、华夏上证50ETF、华夏医药ETF等。华夏基金的另一位基金经理赵宗庭一季度末的管理规模达到604.41亿元，其目前管理的基金产品有华夏国证半导体芯片ETF、华夏野村日经225ETF、华夏消费ETF、华夏沪深300ETF等。

另外，华泰柏瑞基金的基金经理柳军，其一季度末管理规模达517.24亿元。柳军旗下也是清一色的ETF产品，如华泰柏瑞中证科技ETF、华泰柏瑞沪深300ETF、华泰柏瑞中证500ETF、华泰柏瑞上证红利ETF等。国泰基金的基金经理艾小军管理451.36亿元资金，主要来源于国泰中证计算机ETF、国泰CES半导体ETF、国泰沪深300指数、国泰中证军工ETF等。

数据显示，管理规模排名靠后的大部分是新任基金经理，但也有一些老牌基金经理管理规模缩水。这其中，有些是基金经理工作重心转移所致，也有不少是市场用脚投票的结果。

“带货王”与强势机构互相成就

进入2020年，携2019年良好投资业绩的主动权益类基金的基金经理新产品爆款连连，存量基金也备受追捧。这便是一些知名基金经理管理规模大增的原因。

广发基金的基金经理刘格松一季度末管理规模达695.81亿元，相比去年年末大幅增加486.74亿元。目前，刘格松管理着7只基金，包括广发小盘成长混合（LOF）、广发科技先锋混合、广发科技创新混合、广发多元新兴股票等等。兴证全球基金（原兴全基金）的基金经理董承非虽然只管理着兴全新视野定开混合和兴全趋势投资混合（LOF）两只产品，但其总管理规模达到了331.24亿元。排在两人之后的百亿基金经理还有张坤（易方达基金）、刘江（汇添富基金）、刘彦春（景顺长城基金）、乔迁（兴证全球基金）、纪玲云（易方达基金）、姚飞军（招商基金）等。

可以看到，“出产”这些“带货王”基金经理的多是行业中的强势头部机构，“带货王”和强势机构互相成就。

“目前环境下，固收类基金产品的管理规模还受其他因素影响，指数和量化投资领域特别是ETF基金领域也有弯道超车的机会，但是主动权益类产品基本就是大机构的天下。大机构成就管理大体量资金的基金经理，逻辑就是这么直白。”华宝证券基金研究人士表示。

基金行业众生相

针对基金经理“带货”能力分化、行业马太效应凸显，基金业内人士认为，基金业的发展不可避免地会淘汰一些选手，但也有足够的包容性，让行业呈现多样的生存状态。

“行业优胜劣汰是必然的，包括基金产品和基金经理。从严格意义上来讲，市场不需要很多同质化的基金产品和基金经理。事实上，实际的投资业绩也显示出一些基金经理的投资能力在持续性等方面存在不足。那么，在资管行业供需关系发生变化的大背景下，供给和产能的结构性调整 and 出清也是必然的。”有基金公司分管市场的副总经理表示。

而作为基金经理，对管理规模的追求也因人而异。有主动权益基金产品的基金经理表示，自己管理的合适规模在50亿元（单只基金产品）以下。“对单只基金产品的规模，我希望在50亿元以下，而且也不希望同时管理多只类似的产品。因为我认为自己的管理能力和策略容量是有限的，超出限后，将降低投资效率。”上海一家基金公司基金经理直言。当然，也有基金经理认为管理资金规模的大小，是自己管理能力的体现。“有大数据资金进来，证明市场认可你的投资能力，如果因此需要拓宽投资的能力圈，那么就去做。”一位基金经理表示。

找准定位 提升核心竞争力

中基协召开中小基金管理公司座谈会

□本报记者 张凌之

为探讨中小基金管理公司的发展路径，促进公募基金行业健康有序发展，中国证券投资基金业协会（以下简称“协会”）于2020年4月27日召开行业座谈会，来自11家中小基金管理公司的代表参会。其中，上海、深圳的基金公司通过视频参加会议。会议由协会副会长郑富仕主持，证监会机构部相关负责人及有关处室人员参加会议。

参会行业机构就中小基金公司的业务发展和外部环境等问题进行了深入交流。与会代表表示，目前行业部分中小基金公司尤其是新设公司，在业务发展过程中遇到品牌知名度不高、技术系统等运营成本较高、分销渠道与合作对象拓展困难等问题，面临较大竞争压力。与会代表同时表示，会以积极心态对待市场竞争，夯实发展基础，找准自身定位，不断提升投资管理的核心竞争力，练好内功，

建立优势，实现突破。此外，参会机构也希望监管机构与行业协会能够给予中小基金公司更多支持，并提出相关意见建议。

证监会机构部负责人对与会代表提出的问题与意见逐一进行了交流与回应，并表示，目前我国公募基金行业正面临重大的发展机遇，潜力巨大，证监会将围绕“壮大市场中长期投资力量、为投资者创造长期财富效应”目标，持续完善制度，优化规则，支持创新，积极推进

抄底变“坑杀” 原油基金投资者遭遇至暗时刻

□本报记者 徐金忠

近期原油价格走势让大家刷新了对商品价格的认知。不过，原油市场扰动的绝不仅仅是中行原油宝这样的投资产品，油气类、商品类ODII基金一季度被抄底资金大额申购，如今看来，这些协会也并不成功。

油价再度重挫

国际油价本周再度重挫。4月27日，国际油价美油6月合约跌逾20%。由于实物原油库存继续攀升，紧张不安的投资者纷纷逃离原油期货，截至4月27日收盘，纽约商品交易所6月交货的轻质原油期货价格下跌4.16美元，收于12.78美元/桶，跌幅为24.56%。6月交货的伦敦布伦特原油期货价格下跌1.45美元，收于19.99美元/桶，跌幅为6.76%。

消息显示，美国依旧不断增加的库存使得储油设施的储存空间进一步缩小。根据美国能源信息协会的数据，在截至4月17日的一周中，美国库存增加1500万桶，至5.186亿桶。其中，美国重要原油中心俄克拉荷马州“库欣”的储

油量一周内增长了约10%。

美国官方数据显示，库欣的库容已占用70%，但来自市场贸易商们的反馈表示，这并不准确，因为剩下的库容已经被油企预订一空。有分析师认为，库欣地区将在5月上半月就达到库存满载的状态，比此前预测的还要快。

鉴于此，海外有分析师认为，下个月可能看到负100美元的油价。“油价仍然面临众多压制因素。目前来看，价格形成机制属于巨震后的调试阶段，不能轻言油价的企稳回升。但是油价下探的底线在哪里？现货和期货的价格表现具体怎样？目前还是一个未知数。”有基金经理指出。

抄底者众多

现在看来，就算是投资原油基金的投资者，也觉得自己的如意算盘已经被无情嘲弄。“本来觉得是一次底部明确、上行空间充足的抄底，却变成了持续的暴击。”油气基金投资者小谭（化名）告诉中国证券报记者。

事实上，像小谭这样的抄底者不在少数。一季度，大量投资者冲入油气类和商品类基金。以嘉实原油基金为例，一季度基金份额的

增幅高达3266.62%。此外，华安标普全球石油基金一季度的基金份额增幅也高达1214.35%。需要说明的是，这些油气类ODII基金背后所投资的标的并不相同。如南方原油基金一季度末的持仓中，就是清一色的原油相关ETF基金，华安标普全球石油基金则重仓石油相关个股。

而今年以来净值大幅下跌的国泰大宗商品基金主要投资各类大宗商品，比较基准是国泰大宗商品配置指数(全收益指数)，这个指数包含原油、贵金属、基本金属和农产品等多种大宗商品。一季度末，该基金前十大持仓中有6只为原油ETF基金，USO、UCO、DBO、BRNT、OIL、USL等均在其前十大持仓之列，其中前四只原油ETF占基金资产净值比均在10%以上。资料显示，USO被动持有很多美国原油近期合约。

遭遇多重风险

不过，对于这些，小谭们根本没有认真的研究，他们的投资怀着“质朴”的想法：海外原油崩了，赶紧去抄底，而公募基金相对风险小，那么就跟着基金买。至于买哪些基金，看名字吧，基金名称中带“油气”、“石油”类的就买。

现在的市场到底底部了吗？

□兴证全球基金 文倩玉

无法进行良好的购买。投资者的目标应该是进行大量的好买卖，而不仅仅是少数完美的交易。

事实上，投资者每天都面临着“双重风险”——损失资金的风险和错失机会的风险。

理论上，你可以消除其中一个，但不能同时消除两个。此外，消除一个会让你完全暴露在另一个风险敞口下。小编开头提到的两个朋友，高点一举满仓和完全捂紧钱包的两个人，其实都把自己完全暴露在某一端的风险敞口之下。

格低廉、风险规避高深、普遍恐惧），其侵略性应该增强。这个过程应该是逐步的，而不是全有或全无的问题。

避免满仓杀进杀出的一个方式就是进行动态的仓位管理。对于普通投资人来说，有两个简单的方法，都值得借鉴。

第一，恒定比例资产配置法。这一策略最早出自巴菲特特老师格雷厄姆，在《聪明的投资者》一书中，格雷厄姆建议“多数读者可以按50-50配置（股票与债券）”，在此原则下股票资产和债券资产各占50%，当市场进一步上涨导致股票资产占比达到55%时，将12%的股票卖掉买入债券，以重新获得50-50的平衡比例，相反，如果股票市值比例降到45%时，卖出12%的债券，同时买入股票以重新获得各占50%的配置比例。”

这个简单的方法可以让投资者有纪律地“低买高卖”，平衡某类资产因上涨或下跌过多导致的单边风险。当然，投资者可以根据自己的风险偏好设定其他的固定比例，如40-60、30-70等。

第二，增量定投法。这一方法有点像是把择时带到定投之中，在低位买得多、高位买得少。举个例子，如果把上证综指3000-3500点作为一个基准，随指数下跌或上涨来增加或减少投资金额比例。比如2000点以下，就用3倍于基准时的资金量去投资。



“我之前在高点买了一只科技主题基金，现在亏了快20%了，你说要不要割肉？”

“你说说低买入，你觉得现在够低了不？我现在抄底会不会抄在半山腰？”

近期小编身边无论处于什么状态的投资者都非常纠结，此前高点入场面对浮亏不知道是该不该割肉，手握现金的又不知道现在是不是进场时机。

他们心中不约而同的问题都是，跌了这么多，现在的市场真的是底部了吗？事情会不会比我们想的还坏？

关于寻找底部的问题，在4月初的投资者备忘录中，美国投资大师、《周期》一书作者霍华德·马克斯谈到了他的观点，他认为，坚持等待底部过去、市场开始上涨后才进行交易并不是个好主意，因为这意味着：

你愿意错过最低点

你愿意错过卖方紧迫性最强的那段时间

完美是善的敌人。”同样，等待跌势可能会使投资者