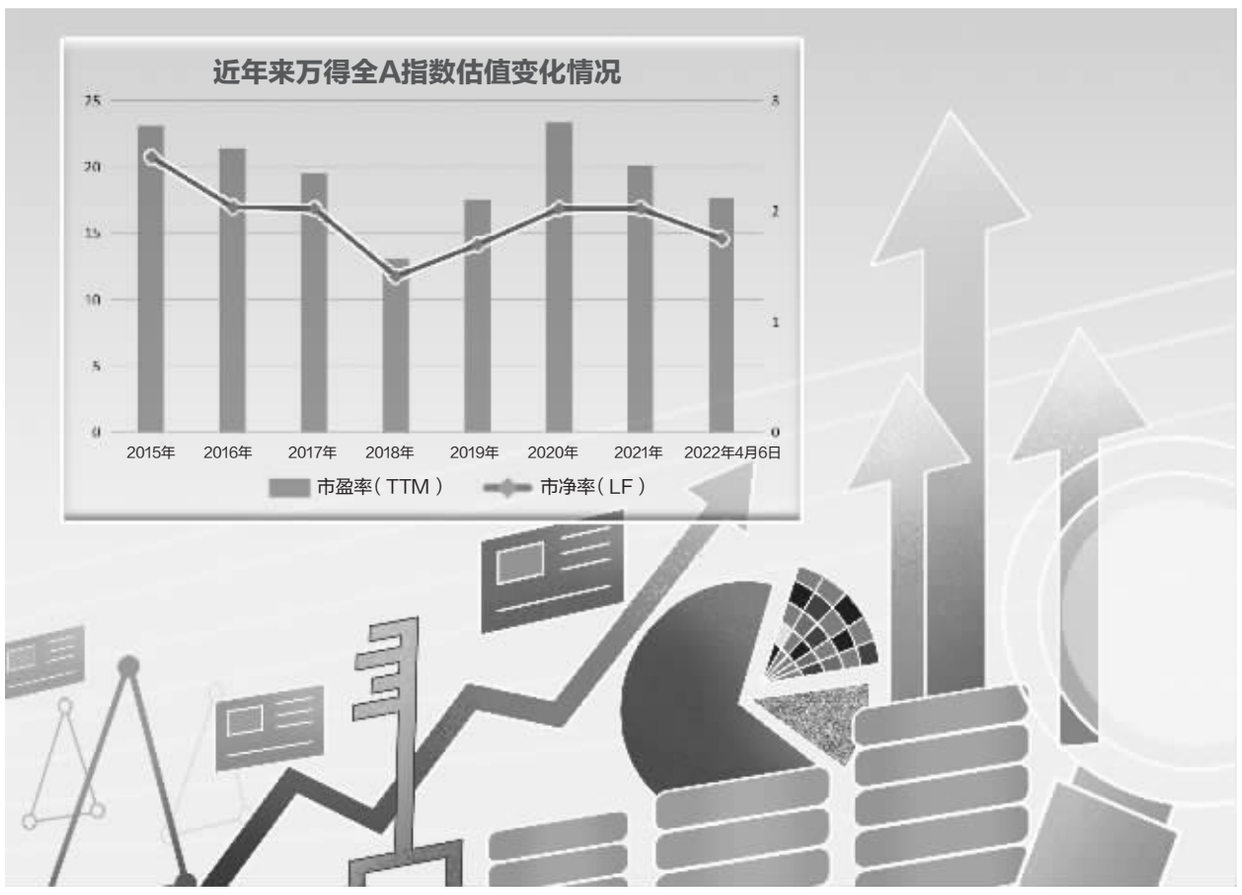
公募耐心“磨底” 二季度结构性行情可期

经历了一季度的震荡调整后，对于二季度A股市场行情，公募基金普遍表示，对“磨底”行情需要有耐心，目前A股市场估值已在历史低位，在后续行情中，稳增长仍将是市场主线，结构性机会值得期待。

● 本报记者 万宇 徐金忠



视觉中国图片 数据来源/Wind

经济基本面受关注

4月6日，A股市场维持弱势震荡走势，钢铁、房地产等板块涨幅居前，电力设备、电子等板块跌幅居前。

目前，经济基本面是公募机构关注的核心问题之一。汇丰晋信基金研判宏观经济指出，经济增长依然承压，但高端制造业景气度持续。具体来看，国内经济增速自2021年二季度开始承压，2022年一季度仍呈现逐渐放缓的趋势。往后看，汇丰晋信基金表示，在疫情反复影响经济和外需走弱的背景下，二季度经济增速仍将承压，但也要看到政府对于全年经济增长有积极的目标，并采用各项有力措施去对冲。由此判断，下半年经济将在稳增长政策见效后逐渐企稳。

平安基金指出，稳增长政策将加速发力。受疫情与地缘冲突持续扰动影响，国内经济存在压力，3月PMI已降至荣枯线下，但也加大了后续政策放松的空间和动力。

“市场底”有望逐步确立

公募基金如何看待二季度市场投资机会？

“市场底” 成为公募基金关注的重点。永赢基金指出，3月市场回调后，已经集中反映了部分宏观不确定性，估值也回到了历史低位，长期投资价值正在逐步显现。从股票市场的性价比指标——股权风险溢价（ERP）看，当前市场总体的性价比已与近年来的底部（2016年、2018年、2020年）时相近，或意味着进一步下跌空间已经较为有限。目前“政策底”已经出现，困扰市场的流动性负反馈已经被打破，类似于前段时间的大幅下跌阶段可能已经结束，市场将处于阶段性“磨底”阶段。

广发基金表示，“政策底”往往领先于“市场底”，在积极政策信号不断释放的过程中，市场有望逐步确立底部，当前的A股已经具备比较好的中长期配置价值。4月进入季报期，预计股价会向基本面回归。

汇丰晋信基金认为，调整过后，目前A股的风险溢价水平明显回升。其中，中证800指数风险溢价已经接近1倍标准差，创业板指则在0.5倍标准差左右震荡，显示市场估值已经到了历史相对低位，投资价值较年初有了显著提升。后续随着外围风险因素的消除或落地，经济逐步企稳回升，以及市场流动性恢复常态，市场的估值有望逐步向中枢回归。

当然，市场的修复不可能一蹴而就。金鹰基金表示，市场在经历前期大幅回调后，从对比历史估值和股债性价比角度，当前权益市场处于底部区间，进入中期配置窗口，已不必过度悲观。只不过股指的修复难以一蹴而就，需等待国内经济基本面企稳、美联储紧缩预期消化等影响A股市场运行的重要基本面出现实质性变化。

科技及消费板块获青睐

在具体的投资方向上，科技、消费、房地产板块是基金普遍看好的方向。

前海开源基金在二季度投资策略中表示，从各行业来看，结合去年四季度经济发展情况和政策预判，消费、周期、制造业、房地产板块整体给予超配评级，其它板块给予标配评级。

“一季度市场估值明显回落，后续对行情的期待可以更加积极一些，我们也看到了越来越多的公司已经出现了较好的投资价值。市场风格或更加均衡，过去一年表现较差的价值股有望继续估值修复，同时受外围因素影响较小的优质成长股也有望继续表现亮眼。二季度不乏结构性机会，包括受益稳增长政策的地产和金融板块、能源基建和数字基建相关的新能源和计算机板块、受益通胀的农业和能源板块。”汇丰晋信基金表示。

百嘉基金基金经理黄艺明表示，看好科技与消费板块，阶段把握价值股估值提升机会。他认为，科技创新方面，芯片、分立器件、光伏、汽车电子、创新药研发等科技产业链相关公司在行业高景气度、产业运用及企业适配场景不断扩大背景下，2022年有望维持高景气度；以折叠屏、元宇宙消费电子等创新带动的硬件、新材料也处在行业景气高增长期。扩大内需方面，伴随疫苗接种大幅上升、消费复苏，食品饮料、餐饮旅游、医疗服务等行业2022年景气有望环比上行。此外，以低估值、高股息率为代表的金融、建筑龙头公司增长韧性强，稳定度高，在社会融资增速有望企稳上行的背景下存在阶段性估值提升机会。

金鹰基金同样看好科技、消费和地产板块的机会。金鹰基金表示，在一季报密集披露期，关注估值具有性价比的科技板块，包括新能源产业链中下游环节（光伏组件、光伏辅材、电池、风电零部件），以及高增长不断验证的军工、半导体板块。在消费方面，受益于国内新冠检测、特效药市场需求释放的医药板块，以及存量继续处于去化阶段的养殖板块都有投资机会。此外，在稳增长主线下，基建链、银行地产链仍将有估值修复的机会，还可关注偏中上游的建材、钢铁板块。

埋伏翻倍股 顶流基金经理“擒牛”有方

● 本报记者 王宇露

Wind数据显示，今年一季度共出现21只翻倍股（不包含一季度上市新股），集中在房地产、建筑装饰和医药生物等行业，均为中小市值股票。其中，汇通集团、海辰药业等个股获知名基金经理提前“埋伏”，浙江建投、吉翔股份等翻倍股的机构投资者名单中也出现多只基金。

中小市值公司居多

Wind数据显示，截至3月31日收盘，今年一季度有多只翻倍股涌现。若剔除一季度上市的新股，股价涨幅超过100%的股票共有21只。

其中，涨幅最高的是浙江建投，一季度累计涨幅达到374.20%。资料显示，浙江建投以基础设施股权投资、资产经营、设施运营、项目建设与工程管理等为主业，业务范围涵盖了道路、桥梁、房地产开发等领域。截至4月6日收盘，浙江建投总市值为316.72亿元。

汇通集团以369.39%的涨幅位居一季度涨幅榜第二位，吉翔股份也涨逾300%，位居第三位。此外，天保基建、*ST实达、中国医药涨幅也都超过200%。

从市值来看，这些翻倍股多为中小市值上市公司，仅平煤股份、中国医药和浙江建投最新市值超过300亿元，其余18只翻倍股市值均不足250亿元。

基金经理提前布局

从申万一级行业来看，房地产和建筑装饰是一季度翻倍股比较集中的行业，信达地产、中交地产、天保基建和海泰发展均属于房地产行业，浙江建投、汇通集团、杭州园林则属于建筑装饰行业。此外，尽管今年以来医药板块波动剧烈，但仍然涌现出不少牛股，中国医药、拓新药业、美诺华、海辰药业均是医药生物行业的翻倍股。

值得注意的是，已有不少基金在去年末提前布局这些翻倍股，若没有卖出则收获颇丰。

一季度上涨369.39%的汇通集团是一家以公路、市政、房屋建筑工程施工及相关建筑材料销售、勘察设计、试验检测等为主营业务的建筑公司。截至去年末，易方达基金萧楠和张清华、广发基金刘格菘、景顺长城刘彦春和杨锐文、中欧基金葛兰和曹名长等知名基金经理管理的产品，均持有该股。此外，多家基金公司旗下基金也在汇通集团的机构投资者名单中。

集医药研发、生产和市场营销为一体的国家级高新技术企业海辰药业一季度上涨175.05%，汇添富基金、中庚基金、融通基金和创金合信基金旗下多只基金持有该股。截至去年末，知名基金经理中庚基金丘栋荣管理的明星产品中庚小盘价值持有海辰药业11.60万股。

中国医药是科工贸一体化的大型综合性医药企业集团，经营领域涉及天然药物、医药化工、医疗器械、综合贸易四大领域。一季度，中国医药上涨207.87%，该股同样获得多只基金青睐。南方基金、工银瑞信基金、富国基金旗下均有多只基金持有该股。

此外，浙江建投、吉翔股份、天保基建等一季度翻倍股，其去年末的机构投资者名单中也均出现了基金的身影。

尾随佣金“限高” 基金代销江湖迎变局

● 本报记者 王宇露

日前，方正富邦中证500ETF联接基金发布2021年年报。这只规模仅524万元的基金，2021年的管理费为1541.75元，支付给销售渠道的客户维护费（俗称“尾随佣金”）达到了13915.91元，是管理费的9倍。基金年报显示，客户维护费超过管理费的基金多达254只。2021年基金公司支付的客户维护费总额达408.62亿元，68.24%的同比增幅高于同期管理费的增幅，存量老基金的尾随佣金普遍提升。

“限高”未“限量”

天相投顾数据显示，截至2021年末，公募基金总规模突破25万亿元。基金公司在2021年共获取管理费收入超1400亿元，首次突破千亿元大关，同比增幅约52%。

不过，管理费并没有全部纳入基金公司囊中，银行、第三方平台等销售渠道都要分一杯羹。在基金规模大幅增长的背景下，基金公司支付的客户维护费迅速膨胀。天相投顾数据显示，2021年全年，剔除2021年年报没有客户维护费的996只基金，纳入统计的158家基金公司共向销售机构支付客户维护费408.62亿元。

2020年10月1日起，新的《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》及配套规则（简称“销售新规”）正式施行。新规要求，对于向个人投资者销售所形成的保有量，客户维护费占基金管理费的约定比率不得超过50%，对于向非个人投资者销售所形成的保有量，客户维护费占基金管理费的约定比率不得超过30%。

不过，“限高” 似乎并未能起到“限量” 的作用。相比于2020年的242.88亿元，2021年客户维护费大幅增长68.24%，远高于同期管理费的增幅。从客户维护费占管理费的整体比重来看，2021年这一比例是28.62%，较2020年的26.10%也有所提升。

老基金尾佣提升

尾随佣金“限高”实施一年多以来，一些此前尾随佣金占管理费比例高于50%的基金，纷纷下调至50%以下。例如，天相投顾数据显示，中欧基金旗下中欧启航三年持有期A在2020年的尾佣比例为70.61%，2021年下降至48.22%；工银瑞信基金旗下工银瑞信互联网加2020年尾佣比例为57.39%，2021年下降至45.70%。一些基金尾佣比例大幅下降，例如鹏华弘康A的尾佣比例从2020年的77.58%下降至2021年的27.83%。

尾佣“限高”的影响正在持续发酵，一些新变化悄然发生。

业内人士介绍，2010年以前发行的老基金产品尾随佣金比例普遍较低，近年来新发基金的尾随佣金比例普遍提高。随着销售新规实施，为了对冲尾随佣金下降的影响，部分银行与基金公司商议调高成立较早的存量老基金的尾随佣金。

中国证券报记者梳理发现，一些规模较大的老基金，尤其是主动权益类基金，尾随佣金普遍有所提升。例如，2006年成立的景顺长城新兴成长，2020年尾佣比例为31.14%，2021年提升至37.54%；成立于2005年的富国天惠精选成长A，2020年尾佣比例为25.13%，2021年提升至30.94%；2006年成立的银华富裕主题，尾佣比例也从2020年的23.57%提升至2021年的27.72%。

部分基金的尾佣比例高得惊人。天相投顾数据显示，根据基金2021年年报，共254只基金的尾随佣金占管理费的比例超过100%，高尾佣基金以ETF联接基金为主。除了前文提到的方正富邦中证500ETF联接基金外，华夏中证浙江国资创新发展ETF联接A、南方中证全指房地产ETF联接A、银华中证5G通信主题ETF联接A等基金尾佣比例都高于700%。一位基金人士介绍：“联接基金尾佣比例高，主要是因为其管理费率较低，且为了避免双重收费，管理费的收取基准通常是‘基金资产净值减去基金财产中目标ETF份额所对应资产净值’，相当于联接基金大部分资产都没有收取相应的管理费。”

此外，还有部分基金中基金（FOF）尾佣比例较高。例如国寿安保策略优选3个月持有、汇添富聚焦价值成长三个月持有、富国鑫旺稳健养老一年等产品2021年的尾随佣金也超过管理费。

第三方机构规模增长迅猛

从基金公司的情况来看，中小型、个人系、次新基金公司的尾随佣金占管理费比例相对较高，如贝莱德基金、汇泉基金、兴证证券资管、朱雀基金、达诚基金、凯石基金等，这些公司2021年尾随佣金占管理费比例均超过45%。

一位基金人士表示，随着新基金尾随佣金比例“限高”，老基金尾随佣金比例提升，销售渠道“重首发、轻持营”的模式或发生改变，能在一定程度上减少渠道引导客户“赎旧买新”的情况。记者了解到，去年部分公募对绩优老基金实施“二次首发”，即对已发行的产品进行短期大规模的重点营销，属于持续营销的一种。而为了配合二次首发，基金公司会适当调整代销渠道尾随佣金，比如把尾随佣金比例从平常的35%提升为45%，以提高激励力度。

有业内人士认为，随着尾随佣金的“限高”，业绩将成为真正的“试金石”，那些业绩不够突出、靠尾随佣金营销的产品将面临挑战。

此外，基金人士表示，未来基金公司在渠道上的竞争或走差异化道路。尾随佣金限高等因素，或使银行对券商结算模式基金更为开放，券商在撬动银行代销上能动性更强。有观点认为，由于银行一般由客户经理负责销售，与互金这类网络平台的获客成本不一样，因此支付给银行的尾随佣金会高于第三方代销机构，“限高”或许会是对第三方平台的利好。不过，也有业内人士认为，银行在基金代销方面的主导地位依然难以撼动，这与投资者的习惯和心理息息相关。

随着尾随佣金“限高”，基金代销江湖是否会迎来变局？对此，从中国证券投资基金业协会1月28日公布的2021年四季度末基金销售机构保有规模百强名单中或许可见一斑，招商银行以7910亿元的规模位居股混基金保有规模排行榜第一，蚂蚁基金以12985亿元位居非货币基金保有规模排行榜第一。值得一提的是，与2021年一季度首次公开保有规模数据相比，蚂蚁基金非货币基金保有规模猛增4084亿元。天天基金则超越工商银行，股混基金和非货币基金保有规模均位列第三位。第三方代销机构规模增长迅猛，在榜单前40名中共有8个席位。

基金销售机构公募基金销售保有规模

机构名称	股票+混合基金保有规模（亿元）	非货币市场基金保有规模（亿元）
招商银行股份有限公司	7910	8701
蚂蚁（杭州）基金销售有限公司	7278	12985
上海天天基金销售有限公司	5371	6739
中国工商银行股份有限公司	5356	5963
中国建设银行股份有限公司	4055	4545
中国银行股份有限公司	3366	4997
交通银行股份有限公司	2823	3043
中国农业银行股份有限公司	2183	2253
上海浦东发展银行股份有限公司	1722	1764
中国民生银行股份有限公司	1658	1707

数据来源/中国证券投资基金业协会 截至2021年四季度末

找准发力点 稳增长新举措料持续出台

（上接A01版）刘向东建议，下一步稳增长重点在于稳定市场预期，应进一步丰富对稳增长和稳预期有利的政策工具，评估优化收缩性政策的施策方向、范围及效果，包括及时调整、修正收缩性政策举措。此外，相关部门的施策要做到规范、透明、可预期，保持政策连续性和稳定性，营造良好稳定的市场预期。

“经济在企稳过程中，稳增长政策发力仍在路上。”招商基金研究部首席经济学家李湛认为，一方面，降息仍存可能，MLF预计会超额投放。另一方面，基建成为投资端发力重点。此外，房地产调控政策继续以“一城一策”方式优化。

德邦证券首席宏观经济学家芦哲认为，基建发力是今年经济增长最重要的支撑，今年基建增速预计能达到5%至7%。

金融稳定法草案征求意见稿公布

（上接A01版）在金融风险化解方面，草案征求意见稿提出，金融机构发生监管指标异常波动等风险情形的，国务院金融管理部门应当提出风险警示，可以约谈董事、监事、高级管理人员、主要股东、实际控制人，责令限期整改；逾期未改正，或者监管指标恶化、危及自身或者金融市场稳健运行的，国务院金融管理部门可以区别情形按照职责分工采取措施。

织密织厚金融安全网

为健全我国的金融安全网，增强我国应对重大金融风险的能力水平，草案征求意见稿明确建立金融稳定保障基金，作为国家重大金融风险处置后备资金。

借鉴国际通行做法，基金由向金融机构、金融基础设施等主体筹集的资金以及国务院规定的其他资金组成，由国务院金融委统筹管理，用于具有系统性影响的重大金融风险处置。必要时人民银行再贷款等公共资金可以为基金提供流动性支持，基金应当以处置所得、收益和行业收费偿还再贷款。

同时，草案征求意见稿明确由国务院规定金融稳定保障基金筹集、管理和使用的具体办法，为今后进一步发挥金融稳定保障基金的作用留出制度空间。金融稳定保障基金与既有的存款保险基金和行业保障基金双层运行、协同配合，进一步筑牢我国金融安全网。

国务院近日印发的《关于落实〈政府工作报告〉重点工作分工的意见》明确，9月底前完成金融稳定保障基金筹集相关工作。

专家认为，设立金融稳定保障基金，有利于织密织厚金融安全网，有助于全天候维护我国金融体系平稳运行。同时，通过向金融机构和金融基础设施适度筹集设立金融稳定保障基金，未雨绸缪做好及时应对化解重大金融风险的准备，既不影响当前金融业服务实体经济的能力，又能防止个别机构经营失败造成风险外溢，保障金融服务连续性。