IPO不再稀缺 套利空间缩窄

全面注册制力促股权创投归本溯源

“追风口、追热点式的投资模式将很难奏效”“我们未来两年拟上市的企业有百余家，要抓紧加强对企业的分类管理。”部分私募股权机构相关负责人日前接受中国证券报记者采访时表示。

2月2日，中国证券报记者采访十余家私募股权机构了解到，在近两年募资难、退出难的背景下，全面实行注册制这一消息令行业振奋，这意味着投资机构退出的主渠道畅通，资金周转效率提高。同时，摆在十三万亿一级市场面前的，还有一二级市场价差缩小的必然规律，如何提升更早发现价值的能力，如何挖掘企业长期成长的潜力等新挑战。

● 本报记者 杨皖玉

视觉中国图片

执中ZERONE数据显示，近十年间，参与A股IPO的PE/VC（私募股权创投机构）从2012年的75家增加到2022年的972家。2022年A股IPO总数为428家，这意味着每一家企业IPO背后或有两家以上PE/VC参与投资。从回报均值来看，近十年里，通过A股IPO退出，私募股权创投基金回报均值最高可达16倍，最低也有6倍。

IPO是我国私募股权创投基金退出的主渠道。

“国内一级市场对于IPO的退出依赖比较高，通过IPO的退出占比在60%至70%。”上海科创基金总裁杨斌对中国证券报记者表示。

毅达资本董事长应文禄认为，全面注册制下企业上市渠道更加畅通、预期更加明确、审核注册更加透明高效，将畅通创投行业退出渠道、优化“募投管退”自循环能力，增强LP（有限合伙人）信心，促进创投行业进一步发挥加油站功能，加速产业转型升级。

不少投资人也告诉记者，全面注册制下，企业IPO常态化，投资的“风口”也会变得难追了。

“2015年之前，很多通过IPO的退出都是赚差价的模式，投的时候10倍估值，上市了变成20倍、30倍，但现在来看，这种模式越来越少，也越来越不奏效。”天堂硅谷资管管理合伙人蔡晓非表示。

深创投相关负责人认为，全面实行注册制后，私募股权创投基金退出时的收益可能不及以往核准制下的收益。一级市场过往过高的估值可能造成估值倒挂，甚至上市可能带来一级市场过高估值的“泡沫戳破效应”。

归根到底，就是IPO不再稀缺了。

“从经济学的原理来看，当企业IPO确定性增加、速度提升时，一二级价差缩小是合理的，理性的估值下移也在情理之中。而对于投资机构来说，资金周转效率也会提高，企业IPO后，机构退出的资金能够投入到新的项目投资中。”杨斌表示。

全面注册制之下，PE/VC要面对的不仅有一二级市场价差缩小这个客观规律，当IPO数量增多，PE/VC还要面对如何做好企业管理，把握上市时机、挖掘企业持续增长的潜力等多重考验。

“投资IPO企业数量多少不再能完全说明机构的业绩和能力。”盛世投资管理合伙人陈立志表示。

面对一二级市场价差缩小这个问题，杨斌认为，PE/VC要更早去投，要投小，提高更早发现价值的能力，因为越早投资在时间上的保护垫就会越厚。深创投相关负责人表示，私募股权创投行业应加强天使基金、天使母基金、专业化创投基金的发展，并通过税收优惠等方式，引导创投机构加强早期科技型企业投资。

“注册制改革的本质是把选择权交给市场，审核全过程公开透明，接受社会监督，强化市场约束和法治约束。”证监会有关部门负责人说。

在这一背景下，企业上市过程中的规范化、上市后的强监管等新格局都需要PE/VC随之做出改变。

杨斌表示，上海科创母基金共有近70只子基金，未来两年将有百余家企业计划上市。他需要和团队进一步完善企业上市过程中的治理，比如对于保荐人等中介机构的选择，企业上市前的尽调和规范辅导，以及后续信息披露和合规经营等，这些都会影响到企业上市的质量。

“对PE/VC把握二级市场退出时机提出更高要求。特别对于周期性较强的行业，需要预判‘申报—发行—退出’期间可能历时多年的周期波动。”深创投相关人士说。

一般来说，企业上市后PE/VC所持有的股票都有6个月不等的禁售期。杨斌认为，PE/VC要从存量中发现潜在价值，不仅判断企业上市那一瞬间的价值，应该以更长的维度评价企业上市的表现。

证监会有关部门负责人表示，全面注册制下，要促进上市公司优胜劣汰。

在不少投资人看来，二级市场优胜劣汰的加速也会促进一级市场投资生态的完善。

紫荆资本汪澍表示，二级市场一旦形成优胜劣汰的循环，一些运作下游上市公司的并购重组业务可能会兴起，从而打通一级市场和二级市场之间的另一条退出路径。比如，中下游公司的“壳资源”被用来做并购重组交易。

中关村大河并购重组研究院院长王雪松为记者列举了一个数据，注册制试点落地实施后的2019年至2021年三年间，中国新经济并购市场的交易笔数持续大幅增加，占国内并购交易数量的占比已稳定在20%左右。“并购重组是新经济上市公司重要的发展途径。”她说。

“全面注册制后，地方政府‘保壳’的行为将失去土壤，退市机制顺畅建立起来，进而给并购基金带来并购投资机遇。”湖南大学金融与统计学院教授刘健钧表示，并购基金主要并购上市公司存量股权，故与主板市场的联系最为紧密。实行全面注册制以后，被并购企业二次上市也将变得便利，因而通过主板市场退出的通道也将变得更加通畅。

紧抱A股核心资产 外资信心足“买买买”

● 本报记者 葛瑶

近期，北向资金加速涌入，刷新了沪深港通开通以来的多项纪录，增持方向上，仍是紧抱A股核心资产，瞄准贵州茅台和宁德时代迅猛加仓。

外资人士表示，农历新年对中国股市来说是一个好年。预计2023年中国经济和企业盈利增长的前景较好，看好中国股票投资领域中的结构性投资机会。

加速涌入

2023年1月，北向资金史无前例地加速涌入，单月净流入高达1413亿元，刷新沪深港通开通以来的单月净流入纪录，遥遥领先2021年12月890亿元的净流入。

从增持方向来看，北向资金依然拥抱A股核心资产。近三个月，北向资金买入最多的是两大“顶流”贵州茅台和宁德时代，合计买入均超160亿元。此外，中国平安、招商银行等金融板块个股，以及以五粮液、中国中免为代表的消费股均获得较多资金流入。

海外资管巨头旗下的中国基金同样瞄准“茅”“宁”加仓。摩根大通旗下的摩根基金-中国A股机遇A(累计)人民币去年四季度连续加仓贵州茅台，在2022年11月建仓后，12月继续大幅增持茅台，截至去年12月末，持仓市值达11.78亿美元。此外，该基金2022年12月还增持了宁德时代、美的集团等。

值得注意的是，近期外资和内资交易情绪一热一冷；面对贵州茅台和宁德时代的态度也同样出现分歧。最近公布的公募2022年四季报显示，近期被北向资金狂买的贵州茅台和宁德时代，在去年四季度遭到公募基金大幅减持，贵州茅台四季度期间被卖出超百亿元，宁德时代被卖出超77亿元。不过，内外资在一些股票上也达成了一致，北向资金增持较多的中国平安、五粮液、招商银行、中国中免等，也是公募基金增持的热门股票，位列公募增持榜单前五十。

看好中国经济增长前景

同时，外资借道海外ETF，不断加仓中国资产。海外最大中国股票ETF——安硕MSCI中国ETF（MCHI）1月期间累计“吸金”超5亿美元。时间拉长看，去年11月初该ETF便呈现资金流入态势，截至今年1月底，已经累计流入近14亿美元。安硕MSCI中国ETF（MCHI）最新规模一路狂飙至92.84亿美元，折合人民币约626亿元。

“从1月22日开始的农历新年，对中国股市来说应该是一个好年。”德国资产管理公司DWS亚太区投资总监Sean Taylor预计，2023年中国经济和企业盈利将比2022年明显好转。

外资乐观的底气来源于中国较强的经济增长动能。Taylor预计，2023年中国企业有大约15%的收益增长，应该能确保股市向好。同时，A股公司估值具有吸引力。

“我预计，从2023年第二季度甚至会更早开始，中国经济数据会向好。”Taylor表示，2023年，中国相关部门将推出系列措施支持经济，尤其是消费回升和服务业复苏将推动经济增长。“中国政府在推动投资，重点是扩大基础设施，推动低碳经济发展，并有望增加对太阳能和风能的投资。城市化仍是经济增长的重要动力之一。”

瞄准结构性投资机会

具体到看好的投资行业，外资在中国股票投资领域看到了结构性投资机会。威灵顿投资股票投资组合经理张博（Bo Meunier）认为，许多中国公司有望从与全球能源转型相关的强劲需求中获益，包括太阳能供应链中的供应商和电动汽车供应链的参与者。医疗保健领域方面，二三线城市医院和医疗服务质量有望提高，这将有利于服务中国国内市场的本土医疗器械制造商。此外，行业整合也将创造投资机会。例如，快递行业在完成大规模并购整合后，留下的企业利润率将显著提高。

在景顺投资高级基金经理刘徽看来，医疗、风电和光伏产业链在2023年同样会有比较好的投资机会。具体来看，2023年，医疗服务子行业和医疗器械子行业会有较大恢复。风电行业经过去年第四季度大幅调整后，估值具备吸引力。此外，中国企业在光伏行业全产业链各个环节都有很大竞争优势，随着上游硅料产能扩张，硅料价格下降，下游的光伏装机有望快速推进。

高配医药行业 部分基金开年“丰收”

● 本报记者 魏昭宇

2023年以来，生物医药板块表现较好。Wind数据显示，1月份，申万生物医药指数区间涨幅超过5%。受益于板块指数上涨，多只以医药为投资主题的基金在近一个月交出亮眼的“业绩答卷”，如圆信永丰医药健康、永赢医药创新智选混合发起等多只基金的区间回报率超过10%。

板块表现亮眼

2023年，医药板块保持上涨态势，1月份申万生物医药指数区间涨幅超过5%。部分以医药为投资主题的基金也取得不错成绩。Wind数据显示，1月份，圆信永丰医药健康、永赢医药创新智选混合发起、宝盈医疗健康沪港深股票、申万菱信医药先锋股票等多只权益类产品的区间回报率超过10%。

公募基金行业对医药板块的重视，从2022年四季度的行业增配数据中可以窥见。华安证券报告显示，细看中信30个行业的公募基金持仓占比，配置比例上升幅度最大的行业为医药行业，在2022年四季度末的配置比例为12.29%。具体到热门主题赛道，创新药板块在公募基金配置比例由三季度末的3.5%上升至四季度末4.3%，医疗器械板块配置比例略有下降，由三季度末的2.8%下降至四季度末的2.6%。

天相投顾数据显示，2022年四季度的4755只积极投资偏股型基金的前五十大重仓股中，有8只生物医药类股票，分别为药明康德、迈瑞医疗、爱尔眼科、泰格医药、爱美客、康龙化成、恒瑞医药、通策医疗。

平安证券在报告中表示，不少以医药为投资主题的基金也在2022年四季度受到FOF基金经理青睐。比如，相比2022年三季度末，融通健康产业灵活配置混合成为2022年四季度FOF重仓增持数量最多的主动权益类基金。同时，华宝中证医疗ETF等多只医药类ETF也成为了FOF基金经理偏爱的配置产品。

医药投资或迎大周期起点

2023年生物医药板块的投资前景如何，成为许多投资者关心的问题。近期，不少基金经理给出了相关看法。

从整体估值角度看，安信医药健康股票的基金经理池陈森表示，站在当前时点，比较看好2023年医药板块表现。一方面，医药板块的估值和全市场基金医药配置依然处在历史底部区域；另一方面，在疫后复苏和新冠诊疗新增需求双重叠加下，医药能够回到比较快的成长轨道。

从中长期视角来看，天弘医疗健康基金经理郭相博对医药板块投资充满信心。他认为，2023年很可能是医药投资新的大周期起点。

展望医药板块在港股的表现，汇丰晋信基金海外投资部总监、基金经理程彧认为：“国内创新药IND（上市前的临床试验）数量快速增长，从2017年的483件增长至2021年的1821件，复合增速约为40%。同时前期压制行业估值的因素，如美元融资环境收紧等，都迎来不同程度缓解。相对看好港股医药的高景气度持续性及估值修复空间。”

具体到细分行业，融通健康产业灵活配置混合的基金经理万民远看好医药行业的两大方向——创新和疫后修复。他表示，在创新方面，主要关注创新药和创新器械。在疫后修复方面，首先是线下的零售药房等；其次是消费场景相关的延迟满足，比如医美、近视手术、注射生长激素等；再次是原料药中成药领域，上游原材料成本价格处在高位，未来会慢慢呈现下降态势。

绩优基金频发限购令 不再追捧“大规模”

● 本报记者 张韵

近日，在A股市场有所回升的行情下，多只绩优基金“闭门谢客”。2022年度冠军基金万家精选宣布自2月2日起暂停100万元及以上的单日申购，招商竞争力混合一个月内连发三次限购公告，限购金额从10万元降低至1万元。

业内人士认为，基金规模的快速增加会对中小盘风格为主的基金经理带来更高挑战。整体而言，绩优基金限购更多是出于保业绩的需要，而在单位净值较高时限购也能够避免追高资金的受损。中国证券报记者在采访调研中发现，基金公司与投资者对“大规模”基金的态度正在逐渐回归理性。

多只绩优基金启动限购

2月2日，2022年度冠军基金经理黄海管理的万家精选暂停大额申购，单日单个基金账户申购上限为100万元（不含）。招商竞争力混合宣布自2月1日起“拒绝”超过1万元的大额申购，这已是该基金近一个月以来连续第三次限购，限购金额不断降低。

天天基金网显示，截至2月1日收盘，连发三次“限购令”的招商竞争力混合近三个月以来的涨幅超过30%，位居同类基金的前0.5%。继2022年11月30日恢复大额申购以来，该基金单位净值呈现持续增长态势，基金规模“水涨船高”。2022年四季报显示，该基金规模已达到61.75亿元，较三季度末增加一倍。

此外，长城双动力混合、安信民稳增长混合、融通健康产业灵活配置混合、长信稳健成长混合、国联安小盘精选等多只业绩表现较为亮眼的基金也纷纷在近日宣布暂停大额申购，在近期的回升行情下，选择暂且“闭门谢客”。

中国证券报记者从多方渠道处了解到，部分绩优基金近期有大量新增资金涌入，甚至有的基金规模已突破百亿元。业内人士认为，绩优基金“闭门谢客”很大程度上是为了保业绩。因为大量新资金涌入，容易摊薄原持有人的基金收益，且当行情处在高位时，往往不是特别合适的建仓时机，容易降低投资性价比。当净值上涨到一定阶段后，可能有更大的回调风险，限购可以避免追高资金受损。

限购基金多重仓中小盘股

2022年四季报显示，近期限制大额申购的绩优基金中，多只基金的前十大重仓股以中小市值公司为主。以万家精选、招商竞争力混合为例，Wind数据显示，截至2月2日收盘，这两只基金的前十大重仓股中，超过半数个股的总市值在1000亿元以下。同样于近期宣布限购的长城双动力混合、融通健康产业灵活配置混合、国联安小盘精选等更是典型的中小盘基金，其中多只重仓股市值甚至不足100亿元。

多位业内人士认为，在基金规模快速扩张的过程中，中小盘风格为主的基金经理或更容易被影响。华南某公募基金经理表示，对于中小盘基金而言，规模扩大会导致基金对单个个股的购买比例降低，这在起初可以通过多购买几只股票来解决，但规模过大之后可能会对基金运作产生较大影响。

此外，基金规模的扩大也会对中小盘风格基金经理的投研能力提出更高要求。业内人士说，规模越大往往需要基金公司和基金经理股票研究能力跟得上，股票池覆盖标的足够多。只有这样，基金经理才能够更充分地利用好新增资金，在优质个股筛选和投资上有的放矢。

规模执念渐趋淡化

中国证券报记者在采访调研中发现，与以往利用绩优基金冲规模有所不同，如今基金公司对规模的态度似乎正逐渐回归至更为冷静的状态。

华南某公募基金人士表示，从近年部分大规模基金表现来看，当基金规模过大时，确实会对基金调仓操作造成一定掣肘，尤其当规模超过基金经理能力范围时，可能带来难以预料的净值大幅波动，给基金公司带来负面影响。这种情况下，基金公司宁愿放弃一些规模收入，也要控制过多资金涌入可能产生的风险。

越来越多的投资者似乎也不再一味追捧大规模基金。以招商竞争力混合为例，2月1日的最新限购公告发布前，就有不少投资者在该基金的贴吧上主动呼吁限购，并对基金规模迅速增大表示担忧。

长江证券表示，限购有利于化解基金“船大难掉头”问题，避免基金经理因流动性放弃一些投资机会，影响基金收益，也有利于改变过往投资者随意进出的高频交易心理，让基金持有人更珍惜已有的持仓份额。

也有业内人士透露，需要警惕限购被部分基金公司用来作为一种“饥饿营销”的手段。

信达澳亚基金经理李淑彦认为，规模增加确实会对业绩造成压力，但规模其实并无绝对的合适标准，它还和基金经理投资方法论有关。如果更关注公司基本面和长期发展潜力，规模半径可以拓得更宽；但如果关注的是短期行业的景气度，就更适合灵活的小规模基金。