

把握三大技术趋势 基金看好创新药“中国超市”

一面是“电子群开始研究创新药”，一面是知名基金经理喊出“创新药的泡沫远比不上轮CXO(医药外包)大”，高歌猛进的“吃药”行情站在了分歧的十字路口。

今年以来，创新药尤其是港股标的强势上涨，带动基金水涨船高，年内收益率最高的汇添富香港优势精选A大涨78.8%，长城医药产业精选A、永赢医药创新智选A、华安医药生物A等多只医药主题基金年内涨幅超60%，创新药已然成为今年基金业绩的“胜负手”。

面对火热行情，分歧的声音开始出现。在专业投资人眼中，当前创新药投资的逻辑支撑何在？技术脉络和投资主线如何把握？估值泡沫的衡量标尺又是什么？中国创新药在全球产业链中的地位究竟如何？记者采访了多位医药基金经理，详解创新药的投资主线。



价值发现与价格发现“双击”

在多位受访基金经理看来，今年波澜壮阔的创新药行情，源于一场价值发现和价格发现的“戴维斯双击”。

汇丰晋信医疗先锋基金经理李博康认为，近期创新药表现亮眼，主要受到两个方面影响：一方面，年初以来，人形机器人、人工智能等科技领域的进展和讨论度的提高，使得市场的风险偏好上行，以及对于中远期定价的接受度更高；另一方面，创新药行业自身的发展速度在今年以来不断加速验证，包括研发阶段的数据读出，商业化放量的验证，出海合作的密集落地等，让市场愈发清晰地看到了国产创新药的质量和效率，同时也被国际合作伙伴给予了更加乐观的定价。

华安医药生物股票基金经理桑翔宇进一步详细阐述了中国创新药内部的蝶变，他认为，近期创新药板块表现比较突出，核心在于市场对于被低估的中国优质创新药资产的价值发现：

一是政策的极大支持。此前全链条支持创新药发展文件给予了创新药企业最大力度的支持，首发定价政策打开了创新药定价天花板。

二是中国创新药迎来“DeepSeek时刻”，工程师红利带来产业能力实质性提升。经过多年孵化，中国在大型分子时代已经实现弯道超车，2020年时，全球5000万美元以上BD(商务拓展，通常指药企之间通过授权、合作开发等方式共享创新药研发管线)来自中国的产品仅占5%，而这一比例在2024年提高到了30%，今年一季度进一步增至40%。中国创新药特别在ADC(抗体偶联药物)、双抗、TCE(T细胞衔接器)等领域已经具备全球一线竞争力。

三是全球MNC(跨国药企)面临未来十年的专利悬崖，抢购中国资产。2025年开始，全球MNC的核心产品陆续面临专利到期后的专利悬崖问题，同

时美国可能要降药价，对于企业来说，补充管线同时降本增效最好的方式是购买中国创新药资产。

四是今年创新药产业基本兑现度高。ASCO(美国肿瘤学大会)国产重磅品种较多且数据普遍较好，未来BD预期强烈，金额可能持续超预期。

平安医疗健康基金经理周思聪总结认为，2025年是国内创新药行业的“三个元年”——收入放量元年、盈利跨越元年和估值抬升元年，中国创新药将迎来“戴维斯双击”。

把握三大技术脉络选股

不过，创新药产业复杂，不仅内部差异巨大，且热点层出不穷，对普通投资者来说有很高的参与难度。

桑翔宇认为，当前，创新药有三大技术脉络，投资者可以跟着技术趋势去做投资判断。一是ADC是化疗的升级；二是双抗IO(免疫治疗)是PD1(一种在免疫细胞上表达的蛋白质)的升级；三是TCE是CarT(一种肿瘤治疗方法)的平替。

在把握技术发展脉络的基础上，投资者可以自下而上选股寻找超额收益，但由于创新药壁垒较高，细分行业较多且行业之间差异较大，对于非医药专业的投资者，借道医药基金布局或许能够更好地参与医药板块的投资机会。

李博康表示，创新药自下而上的选股确实具有一定的专业壁垒。比如在分析的过程中，通常需要考虑靶点的潜在有效性和安全性，跟踪临床的进展，预判、解读每个阶段的临床数据，上市的成功率等；同时，也要考虑针对适应症的市场规模，现有和未来的竞争格局，上市后的放量曲线等；必要的时候，也需要借助产业科学家、医生等多方的反馈，去判断一款产品的潜力。

“自上而下的选股层面，我们会倾向于选择研

发实力和执行力‘双强’的公司，尤其是平台型公司。另外，从行业节奏来看，我们倾向于抓住如ASCO等行业催化密集的窗口期进行紧密观察。对于优质管线而言，数据读出也许仅仅是加速成长的拐点，伴随着临床效果的验证，海外的潜在合作，以及相应的股价弹性是可以期待的。”李博康表示。

超预期验证应享有更高定价

不过，今年以来，创新药已经积累了较大涨幅，三生制药、荣昌生物、科伦博泰生物等多只个股股价翻倍，市场上关于估值泡沫、投资风险的担忧声音越来越多。

比如，融通医疗保健基金经理万民远关于“创新药的泡沫远比不上轮CXO泡沫大”的言论，便在市场引发了广泛讨论。他随后又更为详细地表达了对创新药的观点：“得益于政策支持、技术突破与国际化布局，中国创新药产业趋势长期向好，这也是国内医药投资最重要、弹性最大的主线之一。但随着越来越多的资金涌入创新药上市公司，部分资金可能会忽略创新药企业背后风险。个别上市公司股价虚高，甚至出现了估值泡沫。”

但永赢医药创新智选基金经理单林却认为，创新药是目前医药所有细分赛道中，中期维度基本面相对更好、逻辑更顺的板块，当下的创新药或许类似于2018—2019年的CXO，新药行情有望具备中期持续性。

另一位创新药研究人士也向记者表示，创新药行业的投资本质是“高风险、高回报”的科技博弈，其价值实现高度集中于“潜在重磅药物出现—专利期内商业化成功”这一窗口期，是一场捕捉阶段价值爆发的概率游戏。

“我们不否认创新药是现在最肥美的鱼，但高

风险高回报的特性使其与传统的买入并长期持有价值投资模式存在差异，对投资的时点把握、风险管理提出了更高要求。所以我们现在的做法是不买管线早期的，只挑有双抗药物进入FDA(美国食品和药物管理局)优先审评的药企，进行分散配置。”上述人士进一步表示。

李博康则相对乐观，他认为，创新药的研发本就具有不确定性、脉冲性和爆发性，即具备“高科技”属性。因此，在验证尤其是超预期的验证后，理应享有更高的定价。

“以临床的推进为例，通常情况，一起国内的三期临床可能需要3年以上的时间，期间可能发生各种不确定的风险，导致临床进展的延期甚至失败。随着越来越多的公司熬过了不确定性最大的临床二期乃至三期的阶段，交给市场一份优秀的疗效数据时，理应给予更高的定价；尤其是当看到这些优秀的研发成果扎堆出现，并且陆续获得海外合作方的青睐时，我们可以对于中国创新药整体的研发实力、研发效率、研发成功率，乃至行业的爆发力有更高的信心。”李博康表示。

因此，李博康认为，当前时点，创新药的涨幅确实比较可观，伴随ASCO的圆满落幕，短期可期待的行业性的剧烈情绪催化相对有限，接下来可能会出现一定的分化，但验证临床效果，尤其是数据超预期的管线，可以期待未来趋势向上的成长曲线，以及附带的出海弹性。“我们依然强调临床数据的超预期是上调市场空间的起点，绝非终点。”李博康说。

创新药“中国超市”可期

站在市场分歧的十字路口，或许，投资者只有抛开短期涨跌，站在全球创新药竞争格局上进行审视，才能不被市场裹挟，找到中国创新药的真正坐标。

“我们非常认可，中国创新药企业已经迎来了自己的‘DeepSeek时刻’，这一次是中国创新药产业系统性能力的提升。”桑翔宇表示，“大分子时代，中国不仅工艺优化能力极强，完整的产业链配套使得国内企业制造成本仅为美国企业的1/4左右，而且中国的双抗药物探索走在了前列，已经引领了新技术趋势。”

周思聪则认为，国内创新药企业已经在过去十年经历了从规则遵守者到规则挑战者，再到规则制定者的三个重要阶段。近年来，国内创新药企业开始在原有治疗领域开辟全新赛道，并且集体跨越盈亏平衡线，这与国际成熟药企的发展轨迹相似，一旦突破这个关键节点，有望开启长期上行趋势。

李博康认为，未来几年，市场最惊喜，也是最容易理解和看到的现象是，越来越多的创新药公司开始交出业绩答卷，且趋势向好。这既来自优质管线放量的确定性，也来自支付体系对于创新产品的支持，本质是患者的未满足临床需求得到了更好地满足。

“立足全球，我们认为国内创新药的国际竞争力不断加强是必然的趋势。由于海外跨国药企在未来3—5年内面临非常多的核心产品专利到期后销售额快速下滑，即‘专利悬崖’的压力，因此和中国创新药的合作也将成为他们重要的、常态化的选择，创新药‘中国超市’的概念将会在未来几年持续得到验证。”李博康说。

据《证券时报》作者：许诺

理财风向

严禁送实物发加息券 银行揽储合规闸门收紧

银行“花式”揽储将迎来整治，6月9日，记者从知情人士处获悉，近期，地方监管部门明确多项禁止性规定，为银行揽储行为戴上“紧箍”，并要求相关违规业务在2025年底前稳妥退出。此次监管禁令覆盖范围广泛且细致，不仅禁止银行通过手工贴息、发放加息券等方式变相抬高存款利率，还对赠送实物、与互联网平台合作发放会员福利等揽储行为亮明“红线”。

地方监管叫停“花式”揽储

近年来，随着存款利率下行，银行揽储压力增大，各类“花式”揽储手段层出不穷，从送米面粮油到送潮玩盲盒，从手工贴息到与互联网平台合作发福利等，此次地方监管通知明确了多项禁止性规定。

在禁止手工贴息和发放加息券方面，地方监管明确，不得通过手工贴息、发放加息券等方式吸收存款，并给出存量业务2025年底前稳妥有序退出的“时间表”。

在过往的银行揽储竞争中，手工贴息现象较为隐蔽，部分银行在与大客户协商时，通过手工操作，在正常利息之外额外补贴利息，以吸引大客户将资金存入，本质上就是手工贴息，使得客户存款利率“明降暗升”。2024年4月，市场利率定价自律机制发布《关于禁止通过手工贴息高息揽储 维护存款市场竞争秩序的倡议》明确，银行应将手工贴息纳入监测管理范围，严禁通过事前承诺、到期手工补付息等方式，变相突破存款利率授权要求或自律上限。

而发放加息券更是常见且隐蔽性强的违规揽储方式。部分银行借助手机银行App、官方网站、社交媒体平台等，以弹窗广告、推送消息等形式，向潜在储户宣传加息券活动；储户在购买存款产品时，使用加息券可使原本的存款利率大幅提升，

变相抬高存款产品收益。

在实物赠送和与互联网平台合作发放福利方面，监管要求同样十分严格。此前，银行通过赠送实物礼品来吸引储户存款的现象屡见不鲜，从传统的米面粮油、小家电，到如今的潮玩盲盒等热门IP产品。此外，也有银行与互联网平台合作，为存款客户提供会员权益等福利，以此增强客户吸引力，这种做法也较为普遍。

对此，地方监管要求，不得通过赠送实物、与互联网平台合作发放会员福利等方式吸收存款，并规定涉及上述违规揽储行为的产品需立即暂停发售，相关宣传展示物料要同步清理下架。对于存量业务，需在2025年底前稳妥有序退出。

中国企业资本联盟副理事长柏文喜指出，此次地方监管禁令是监管力度和执行层面的本质性升级，明确禁止了手工贴息、发放加息券、赠送实物、与互联网平台合作发放会员福利等多种变相高息揽储手段，相较于以往，监管范围更广、更细致。监管部门通过堵住规则漏洞、消除灰色操作空间，减少银行间因争夺资金而抬高成本的现象，避免系统性风险积累。

加强对揽储行为的合规管理

近年来，市场利率整体呈现下行态势，贷款市场报价利率历经多次下调，推动贷款利率不断走低，这使得银行资产端的收益空间被逐步压缩。为了维持既定的盈利水平，银行必须稳定负债端，确保能够获取充足且低成本的资金来源。然而，存款利率的下降让银行传统的揽储方式吸引力大不如前，储户的资金开始流向理财、基金等收益更为可观的投资领域，这无疑加大了银行揽储的难度。

在争夺有限存款资源的过程中，部分银行不惜采用各类违规手段来招揽储户。特别是中小银行，由于在品牌影响力、网点覆盖范围等方面与大型银行相比存在明显劣势，为了扩大存款规模，容易出现“花式”揽储行为。

在禁止行为清单中，地方监管还规定，不得对未约定期限的保证金存款、定期存款等提前支取(随存随取)部分靠档计息或仍按原定期期限计息，或对整存整取定期存款提前付息；不得发行或销售“假结构性存款”“伪结构性存款”高息维护客户；不得通过存款产品向关联方等进行利益输送；不得通过超客户实际融资需求发放贷款形成资金趴账、办理无真实贸易背景的“低风险”业务、“循环质押”、以贷转存等操作虚增存款数据；不得将同业存款计入一般性存款核算虚增存款数据；不得通过理财产品倒存虚增存款数据。前两项的整改要求为，相关产品立即暂停发售，宣传展示同步清理下架，存量业务2025年底前稳妥有序退出，后四项的要求则是立即整改到位。

柏文喜强调，变相高息揽储行为会扰乱正常的存款市场竞争秩序，导致市场利率信号失真。如果大量银行采用高成本揽储手段，可能会导致整个银行业的负债成本上升，进而影响银行的流动性、资产质量。此次禁令由地方金融监管部门下发，体现了地方监管与市场利率定价自律机制等的协同监管，增强了监管的执行力。执行层面给出了明确的存量业务退出时间表，为银行提供了清晰的整改方向和时间限制。

面对监管政策收紧，银行需摒弃以往依赖高成本、违规揽储手段的做法，回归业务本源，通过提升服务质量和产品创新来吸引储户。在产业经济资深研究人士王剑辉看来，银行不应单纯依赖营销手段，而需聚焦产品供给质量的提升。他强调，价格竞争属于初级竞争手段，银行若想实现长远发展，核心在于切实改善服务供给质量，推出具备市场竞争力的产品。同时，在营销层面也需拓展思路，通过多元化策略实现业务扩容。

“银行应利用大数据分析客户需求和行为，为产品创新和营销提供数据支持，根据客户的风险偏好、资金需求等特点，制定差异化的定价策略。同时，建立健全内部管理制度，加强对揽储行为的合规管理，防止违规操作。”柏文喜如是说道。

据《北京商报》作者：宋亦桐

加速上新和扫货ETF 私募年内备案量激增45%

市场行情保持较高热度，私募证券行业迎来新一轮产品备案热潮。

私募排排网数据显示，今年前5个月私募行业累计备案私募证券产品达4361只，较去年同期增长45.03%；5月单月备案产品数量达到870只，同比增幅高达77.19%。

上海一位机构人士告诉记者，私募产品供给端发力的主要驱动因素是A股市场企稳回升，在人工智能、新消费、创新药等赛道接连活跃背景下，市场风险偏好显著提升。

“监管环境持续优化也是私募新发市场回暖的一大主因。”融智投资FOF基金经理李春瑜认为，随着私募行业合规体系的进一步完善，信息披露透明度提高，运作规范性增强，为市场参与方提供了更加稳定、可预期的发展环境。

具体看来，本轮私募备案热情持续始于3月，每个月新发同比均有增加。

其中，3月份私募备案数量1043只，较2月的546只增长约一倍，同比增幅更是高达89%；4月备案数量达到1170只，成为年内备案数量最高的月份。此外到了5月，私募备案数量达到870只，尽管较4月峰值有所回落，但同比仍增长约八成。

从策略分布上来看，股票策略占据主导地位。据私募排排网数据显示，今年以来备案的私募证券产品中，股票策略产品达2749只，占比高达63.04%。

其次是多资产策略和期货及衍生品策略，备案数量分别为646只和510只，各占总量的14.81%和11.69%。相比之下，组合基金和债券策略的市场热度相对较低，年内备案数量均未突破200只，两者合计占比不足10%。

细分看来，主要布局股票策略的是量化私募机构，年内备案产品达1339只，占到备案量化产品总量的69.38%。其中，指数增强策略(股票量化多头)年内备案产品850只，占到备案股票量化产品总量的63.48%。“这说明经历关税冲击后，不少机构更坚定看好市场，市场情绪持续回暖。”上述机构人士称。

据《第一财经日报》作者：齐琦