

再临2800关口 多空交战震荡市

# 知名私募“倒金字塔”型加仓

□本报记者 徐文擎 林荣华

中秋节前接连三天的上涨，让A股创下2016年3月以来最大周涨幅，市场情绪明显好转。不过，9月25日A股再次震荡走低。机构人士认为，当前影响市场走势的因素复杂多变，但越是此时越应该抓住投资的本质，在市场点位较低、隐含收益率较高之时，“人手”优质标的。记者获悉，有知名百亿私募今年以来采取“倒金字塔”型加仓策略，年初仓位较轻，近期趁几轮下跌反而加重了仓位。部分着眼长期投资的公募更表示“不着急的钱可以随便买白马龙头股”。不过，也有部分机构认为，中秋节前的一轮上涨料是年内最大幅度的一波反弹，可趁反弹减仓，巩固收益。

## “倒金字塔”型加仓

“淡水泉、星石、重阳、华夏未来等知名私募，仓位一直较高，对市场长期走势维持乐观。也有部分私募降低仓位，但仓位不是特别低，六成左右。当然也有空仓的，但占比不到10%。”面对近期市场走势，某资深业内人士表示，“维持高仓位的私募规模都比较大。从过往经验来看，多是价值投资的践行者。”

另一基金人士表示，某知名百亿私募今年以来采取“倒金字塔”型加仓的方法，年初轻仓，近期趁市场走低加重了仓位，“节前的反弹他们肯定是吃到了，但这不是关键，关键是这些大私募的动作反应了他们对未来市场的态度。在市场点位比较低、隐含收益率较高的时候，仓位高是一个比较好的策略。同时从过去的运作模式和经验看，他们曾屡屡受益于这个模式，因此也坚持。”

“有的人说他们‘靠信仰’，但其实不然，很多大机构是从微观、中观、宏观各个层面考虑后，得到相互印证的结果，才会采取‘长线’策略。”上述资深业内人士称，也有部分机构趁反弹减仓，但这更多是从博弈的角度获利了结。而如果仅靠博弈，规模上往往会遇到瓶颈。某公募投资总监更表示：“市场跌到现在这个位置，不着急的钱可以随便买白马龙头股。”好买基金数据显示，上周偏股型基金整体小幅加仓1.51%，当前仓位65.05%。其中，股票型基金仓位上升0.87%，标准混合型基金上升1.59%，当前仓位分别为93.47%和61.64%。上周，基金配置比例位居前三的行业是石油石化、电力及公用事业和农林牧渔，配置比例居后的三个行业则是建筑、建材和钢铁。

## 反转尚需时间

不过，在2800点的关口，机构观点难以达

成一致。“市场反弹的主要原因是外部部分利空兑现。”某私募基金人士表示，“当然，目前市场对外部利空的预期已经比较充分，不排除实际发展好于预期，出现预期差。但是，内部因素尚未看见很大的改变，市场信心整体还比较低迷。”具体操作上，他说：“我们的仓位本来就不高，近期随着市场连续反弹做了进一步减仓。原因是之前底部加的仓位实现了小幅盈利，但考虑到市场对国内经济预期仍然偏向悲观，对反弹的力度和可持续性不敢抱有太大期望，因此及时落袋为安。”

北京某中型私募业内人士称正在考虑调仓，“近期市场反弹，涨幅较大的多为权重股和低估值的超跌股，但年初以来选股注重选择与经济弱相关的板块，因此持仓一直偏向大消费板块。但是，由于前期涨幅较大，因此大消费板块的估值优势目前在整个A股中并不十分明显，本轮反弹也没有很突出的表现。目前正在考虑是否进行适当的调仓，将仓位换到估值更低、盈利可持续性更强、同样和宏观经济弱相关的个股上。”

另外，最近一个月公募调研的次数呈现较为明显的震荡走低趋势，上周仅为200余次，远低于8月底的600余次。

“近期内外利空因素虽然趋于平和，市场对利空消息的反应也呈现出边际递减，但考虑到年初至今市场基本处在单边下行趋势，整体信心比较脆弱，因此当前走势尚难言反转。从过往经验看，指数走势呈现V型反转并不多见，较长时间的磨底震荡更为常见。”某公募基金经理强调，“底部区间是比较确定的，但目前要证伪过度悲观的预期，尚需数据和时间的进一步验证。”

## 把握经济调整长期趋势

“在市场底部，最有效的投资策略是选择坚定持有能够具备持续增长的好公司，享受未来盈利的增长。”星石投资组合投资经理袁广平称，更应该把握好经济结构调整的长期趋势，选择持续扩张的新兴产业和份额不断提高的优质公司，例如受益于制度变革的医药生物、技术领先的互联网、高端制造业以及新能

源汽车产业链等，模式创新性的新零售和品牌垄断的大众消费品领域等。

朱雀投资表示，A股市场反弹有望持续，但走势或有反复，市场对于经济基本面和流动性的担忧还未完全消除，加上外围扰动因素面临长期化趋势，市场全面反弹的难度不小。不过，上周大涨显示市场对于逐步累积的政策利好及基本面低位企稳可能性开始给予正面回应。受益于国内宏观政策边际转向，在去杠杆大通道中的“稳杠杆”下，已经持续调整数周的A股市场有望出现一次“再平衡”。另外，富时罗素指数纳入A股时点临近，外部资金的持续流入增强了A股市场的反弹力度。加上减税和刺激消费政策托底，风险偏好提振可以带来一定程度上的估值修复。对价值投资者而言，市场已进入长期布局的区间。配置上应当淡化指数与结构，集中精力自下而上把握优质公司的投资机会。朱雀投资将优化组合结构并进行积极投资，维持对新能源、新能源车、现代农业、高端装备、生物医药、消费升级与新零售、金融、TMT等行业的看好。

## 大消费再获政策助力

# 私募继续看好消费板块结构性机会

□本报记者 王辉

上周四(9月20日)《关于完善促进消费体制机制 进一步激发居民消费潜力的若干意见》出台，以完善消费体制，激发消费潜力。结合近期A股市场整体市况，来自私募机构的最新观点认为，消费领域再度获得政策重点关注和支持，对于高端的国产消费和服务，以及前期销售欠佳的汽车、手机等行业，有望带来结构性投资机会。

## 消费股再度逞强

来自A股市场的最新市况显示，自9月18日沪深股指阶段性探底成功以来，白马蓝筹等权重板块持续震荡扬升，大消费板块也成为近几个交易日A股市场的主要领涨板块之一。

来自财汇大数据终端的统计数据显示，截至9月25日收盘，在大消费相关行业板块中，酿酒、旅游、食品饮料、汽车类、家用电器等五大消费行业，9月18日以来的最大区间涨幅分别达到9.85%、9.45%、8.32%、6.47%和6.34%。其中，洋河股份、口子窖、比亚迪、上汽集团、格力

电器等白酒股、汽车股、家电股整体股价表现显著强于两市主要股指，并在很大程度上带动上证50、沪深300等权重股指的上涨。

朱雀投资分析，在A股估值整体处于底部区域的情况下，此次上涨主要受益于“刺激消费+减税”的共同作用。本次有关提振消费的指导文件正式发布之后，市场正在预期可能会进一步出台针对家电、汽车等消费的刺激措施，从而引发汽车、家电和快递等行业股票受到热捧。而大消费板块的结构性强势，也大大修复了前期过度悲观的市场预期。此外，鼎锋投资也分析表示，相关政策提出壮大消费增长点、深化收入分配制度改革，显著提振了前期持续萎靡的市场情绪。

## 料现结构性投资机会

对于高层定调刺激消费发力，未来更长一段时间内可能对A股市场产生的影响，目前私募机构认为，相关刺激消费的政策有望对市场带来持续积极影响，在某些具体行业方面也将带来结构性投资机会。

美港资本创始人陈龙表示，本次消费提

振政策对大消费领域的主要正面影响，预计将主要体现在对高品质消费领域的引导上。具体来看，国内消费品供应端近年来通过持续深化改革，一批能够提供高品质消费品和高品质服务解决方案的中资品牌与公司已经茁壮成长，未来将“逐渐成势”。而过去较长一段时间内，高品质消费品的需求端，由于受诸多限制，未能与供应端形成良性匹配。本次意见出台，将对国民高品质消费供需链的衔接释放和发展进程有较大帮助，并对A股相关上市公司基本面带来长期积极影响。

在具体主题和行业方面，陈龙则表示个性化消费、高品质消费，以及价值位上移的高性价比消费，未来将为A股相关龙头企业带来更大的市场空间和成长机会。此外，随着未来中高端消费品的国产化，药品、医械、保健品、护理品等医疗健康消费，汽车、高级家用设备等高级耐用生活用品消费，以及高价值金融服务消费，都将在A股市场相关行业带来较好的投资机会。朱雀投资也指出，新能源汽车、现代农业、生物医药、新零售等行业和主题，有望在消费提振的政策中持续获益，相关优质上市公司值得持续看好。

# “入富”在即 外资乐观布局A股

□本报记者 吴娟娟

成功入摩之后，A股再次闯关。9月25日，富时罗素在官方网站宣布，将在北京时间27日(周四)早晨7:30宣布是否将A股纳入富时罗素全球指数中富时罗素新兴市场指数(简称“入富”)。记者了解到，相较于内地投资者，外资对A股态度更为乐观，部分外资考虑逢低布局A股。

## 增量资金或与入摩相当

据了解，富时罗素指数公司将以三种方式之一来决定A股在富时新兴市场指数中的权重：若其按照QFII/QOFII总额度分配权重，则A股的配置权重为4.67%；不考虑额度限制分配权重，A股的配置权重为24.75%；个性化定制分配权重。因尚不明确富时罗素将以何种方式计算A股的权重，A股将获得多少增量资金也要等周四早晨才能揭晓。而英国富时集团首席执行官麦思平(Mark Makepeace)8月中旬接受采访时表示，如果富时罗素新兴市场指数确定纳入A股，那么A股权重占比可能较MSCI新兴市场指

数更大。不过，广发证券认为，由于跟踪富时罗素指数的资金总量不及MSCI，短期看与MSCI新兴市场指数纳入A股时引入的增量资金相当。

麦思平表示近年来中国市场释放了积极信号：正在坚定不移地推进对外开放政策，MSCI纳入A股检验了深港通、沪港通机制的有效性，这表明跟踪富时罗素新兴市场的投资者也可以使用这个机制布局A股。谈及部分A股上市公司任性停牌问题，麦思平表示会将这些公司排除在外，并表示暂不考虑纳入CDR。

## 外资乐观布局

香港行健资管CEO颜伟华表示，外资对A股市场的态度比境内投资者更积极。现在A股纳入国际大型指数的趋势已经形成，加仓A股是迟早的事。从他们观察来看，部分外资加仓意愿已经显现，有的已经在行动。颜伟华强调，“入富”是长期利好，预计并不会在短期内带来很大的实际影响。一方面，A股纳入国际性大型指数的趋势早已明确，逐步实现并不会给市场带来惊喜；另一方面，预计“入富”也会循序渐进，短期内实际带来的资金量很难对整体股市有巨大

的推动作用。未来数月将会是一个“空窗期”，市场会比较波动，但当刺激经济措施的效力逐步发挥，经济数据最终会转好，近期短期的波动反而会带来机会。不过他 also 坦言，近期内外部的不确定性也令部分外资迟疑。

富达国际基金经理宁静表示，中国的情况总是有机遇有挑战，宜采取逆向投资。在内外因素不确定的情况下，A股估值重返历史平均水平，预计短期波动持续，但非必需消费品、金融和工业股存在机会。

瑞银资产管理(上海)基金经理楼超表示，随着采取措施缓解融资环境和稳定增速，总体货币政策趋向稳健。经过去产能和结构调整，部分行业以及主要国有企业的业绩将有所提升。

言起投资CEO言程序也表示，目前A股的估值较低。今年MSCI纳入A股之后，来自欧美的资金倾向于逢低布局。从这个意义上来说，目前不宜对A股悲观。目前全球资金涌向美国市场，这种状况持续已久。但需要注意的是，目前美国的ETF是非常拥挤的投资工具，一旦市场产生波动，ETF将加剧波动，投资者需要考虑到这一层风险。

## 巨头已斩获先机

2015年5月26日，富时罗素指数公司宣布启动将中国A股纳入富时全球股票指数体系的过渡计划。富时罗素指数公司专门为A股设计了临时过渡指数，包括富时新兴市场含A股指数、富时环球含A股指数等。部分资管公司已经通过类似指数配置A股，全球资管巨头领航投资(vanguard)便是最知名的例子。vanguard率先采用富时新兴市场全指数(含A股)推出了相应的领航富时新兴市场ETF，截至目前，该ETF的净资产为828.85亿美元，其中A股市场市值占36.4%。

德意志银行在9月中旬发布的一份研究报告称，在沪港通、深港通机制下，北上投资者持续加仓A股，北上投资者目前持有的A股市值占A股整体的浮动市值之比已至历史新高。在内地投资者交易相对冷清的情况下，北上投资者的重要性凸显。“入富”之后，外资在A股市场的重要性上升。麦思平表示，随着国际投资者对A股卷入程度加深，部分A股公司的公司治理也将受到越来越严格的监督，有助于A股市场形成健康生态。

## 孔军升任中邮基金总经理

□本报记者 李惠敏

9月25日，中邮创业基金发布高级管理人员变动公告，宣布原公司副总经理孔军升任公司总经理一职，董事长曹均不再担任公司总经理职务，孔军的上任日期是9月21日。

公告显示，孔军先后任职于中国人民大学财政系、中国对外经济贸易信托投资公司、光大南方公司部门经理、长城证券总经理助理兼北京营业部总经理、首创证券有限责任公司总经理助理、首誉光控资产管理有限责任公司总经理。今年5月22日起任中邮创业基金副总经理，并于9月21日升任中邮创业基金总经理。

## 新华MSCI

# 中国A股国际ETF发行

□本报记者 李惠敏

今年以来A股震荡回调，市场人气低迷，不过指数基金规模却逆势增长。WIND数据显示，截至9月19日，指数基金规模达4035亿份，较2017年底增加500多亿份。在此背景下，新华MSCI中国A股国际ETF于9月26日起发行。该ETF跟踪的MSCI中国A股国际指数聚焦于大市值蓝筹、行业龙头，覆盖全面，投资者可通过网上现金认购、网下现金认购和网上股票认购三种方式认购。

据了解，新华MSCI中国A股国际ETF紧密跟踪MSCI中国A股国际指数，该指数包含A股全部被纳入MSCI新兴市场指数后，被加入到MSCI中国指数A股的部分，目前共计418只成分股，可受益于A股纳入MSCI指数体系进程。从行业来看，MSCI中国A股国际指数行业分布相对均衡，其中不乏众多业绩优异、具有良好成长潜力的龙头企业。

分析人士称，近期部分场内ETF份额逆势增加，一方面说明机构投资者对当前A股底部区域的认可，另一方面也说明随着A股开放程度提升，外资比例提高，A股投资风格、投资者结构正在发生变化，低费率、运作透明的指数基金更受到成熟的机构投资者认可。当前A股指数点位不高，估值水平又处于低位，长期配置价值凸显。

## 工银目标收益

# 一年定开债基开放申购

□本报记者 林荣华

受益于债券牛市行情催化，今年以来债券基金业绩表现亮眼。银河证券数据显示，截至9月14日，债券基金年内平均回报为2.84%，超出同期股票基金平均逾20%，其中定开债基凭借创新封闭运作优势，业绩尤为出众。例如工银目标收益一年定开净值涨4.6%，工银信用纯债一年定开净值更是上涨6.7%，居同类前三，今年以来定开标准债基和定开普通债基整体平均净值增长率分别为4.25%、3.21%，均显著高于债券基金平均水平。

业内人士认为，定开债基整体收益较好或源于两方面：一是定期开放债券基金采用“封闭运作+定期开放”模式，封闭期内基金经理投资不会受到申购赎回影响，有利于保持投资策略的一致性和维持组合的稳定性；二是普通开放型债券基金的杠杆率不能超过140%，而定开债基封闭期杠杆率可达200%，有利于在债券牛市争取更高收益。

据了解，工银目标收益一年定开于9月25日至10月29日进入第4个开放期。该基金为浮动费率债券基金，管理费率与业绩挂钩，每个封闭期内如果低于业绩基准则免收管理费。

## 32名投资者走进兴全基金

□本报记者 黄淑慧

作为兴全基金成立十五周年系列活动的重要组成部分，来自全国各地的32名投资者日前受邀参与“兴好有你”走进兴全活动，与兴全基金的管理层和基金经理们展开面对面交流。

据了解，此次活动通过前期一个多月的征集，按照持有兴全基金旗下产品收益、持有时间以及持有产品数量等三个维度分别设立“收益达人”、“长情达人”、“聚力达人”奖项，其中有投资者从兴全基金发行的第一只产品就买入并持有至今；有投资者持有兴全趋势投资基金实现12年12倍的收益；有投资者持有兴全基金旗下产品的数量超过10只……

兴全基金董事长兰荣强调，投资者的信任与托付让团队深感责任重大，无论任何时刻公司都将始终把持有人利益放在首位。未来也会继续如此，不断深化责任意识，继续打造优质的投资管理能力这一核心竞争力，为更多的投资者提供优质高效的资产管理服务。

兴全基金总经理庄园芳表示，未来兴全基金会始终坚持两个不变，即持续打造优质研发能力的传统不会改变，公司的责任文化不会改变。公司将将人才建设作为工作重点，打造一个可以自己培养，能够吸引优秀人才，多元、包容且业内领先的研发团队，致力于为客户实现良好的回报。

此次“兴好有你”走进兴全是兴全基金成立十五周年的系列活动之一。资料显示，兴全基金成立于2003年9月30日，成立十五年间，兴全基金力争将每一只产品都打造成精品，虽然平均每年发行基金产品数量仅为1.5只，管理规模依旧近2800亿元，累计荣获41次金牛奖，持有人数量达到千万级。

□兴全基金 蒋寒尽

月饼可能是少有的“热量高、价格贵，但几乎人人都吃”的一种甜点。市场上的月饼种类越来越多，价格也越来越贵，制作成本不过几元钱的月饼，单价却能卖到几十甚至上百元。为什么月饼可以自抬身价？

## 附加价值：吃的是“团圆”

从配料上来看，月饼=面粉+糖+油，食用价值基本与馒头油条差不多，那为什么月饼可以卖到如此昂贵，馒头油条却只能在制作成本上实现轻微的溢价呢？一个重要的原因就在于月饼不只是食物这么简单，它还被赋予了特殊的含义。中秋节合家团圆，在一轮圆月下共享月饼，这是自古以来的文化传统，月饼所蕴含的“幸福团圆”的美好寓意，这种附加价值是馒头油条无法替代的，所以即使再贵，消费者也有购买的欲望。一旦带上了这种附加价值，月饼的销售价格自然就可以远远高于制作成本了。

## 支付意愿：高心理价位

现代社会，月饼除了品尝，还承担了重要的“礼尚往来”功能，而且后者的占比正变得越来越高。也就是说，月饼对于消费者的使用价值从简单的“食用”拓展到了“社交和人情”。根据微观经济学的理论，消费者最多愿意为某件商品支付多少价格，取决于该产品在其心中的价值量。馒头油条的使用价值仅仅是饱腹，而且替代品非常多，所以消费者的心理价位和支付意愿只能是几元钱。而月饼一旦被赋予送礼功能，购买者就会衡量其社交属性背后的人情价值，500元的月饼即使其制作成本不到50元，只要大家都认可其500元的市场价值，消费者也会乐于支付高额溢价。馒头油条因为不具备礼品功能，所以只能获得稍高于制作成本的定价。

## 品牌溢价：月饼界的奢侈品

中秋节前夕，各类月饼厂家都推出了自己的产品，呈现在消费者眼前的月饼品种繁多，有平凡

普通的“性价比之王”，也有高大上的“明星月饼”，价格差异悬殊，除了在用料和造型上稍有差异外，品牌溢价在其中起到了关键性的作用。

这几年，月饼中不仅仅只是传统糕点的天下了，各类国际奢侈品企业也纷纷开始涉足“网红月饼”，抓住中秋节令好一波赚眼球。他们的月饼可真的是别出心裁，匠心独运。由于月饼本身的口味和形态实在很难做出创意，所以这些奢侈品品牌选择了在包装上各显神通。

另外，商家的营销策略也会影响月饼的定价，很多高端月饼品牌会在中秋节前推出“限量版月饼”，限制生产数量和销售期限，以达到“饥饿营销”的目的。这一招对于追求独特性和新鲜感的年轻人来说很有效果，同时也是送礼的一种不错选择。

## 月饼券：食物证券化

最后要提的一个概念是“月饼券”。如果收到一盒月饼作为礼物，那处理办法要么是自己享用，让月饼结束它的历史使命，或者就是转送

给他人。但如果收到的是月饼券，通过折价出售的方式可以实现资产变现，月饼券因而具备了流通功能，对于持有人来说这种流动性是非常有吸引力的。所以相对于直接送月饼，月饼券正越来越受到广大消费者的欢迎。

对于高需求、高溢价、消费者价格弹性低的月饼市场，有读者可能会问，生产月饼的厂商岂不是可以轻松赚取巨额利润？问题在于这样的现象级好事并非天天都有，一年最多也就持续1个月，所以虽然月饼业务的毛利率非常高，但利润总额还是有限的，否则就会有更多厂商涌入，当逐渐出现供给过剩的时候，月饼可能会面临价格下跌的风险了。

