

消费主题基金受青睐

基金经理：消费板块或迎配置良机

□本报记者 李岚君 见习记者 魏昭宇

随着国庆长假后国内消费需求不断释放，消费主题基金受到越来越多投资者的关注与青睐。不少基金经理表示，作为近期被投资者热议的板块之一，消费板块的性价比优势逐渐凸显，目前交易拥挤度、业绩增速、估值和投资者情绪等多个指标均处在相对底部的位置，四季度有望为投资者带来更多结构性机会。

消费板块长期投资价值明显

尽管短期消费需求受到不利因素抑制，但多数基金经理认为这种情况不会持续。来自汇添富基金的基金经理胡昕炜近期在直播中表示，消费复苏确定性较高，近期消费的增长和发展都较为强劲，这充分显示了中国市场较大的消费潜力。伴随着股价的调整和高性价比的出现，消费板块的长期投资价值比较明显。

“谨慎而又乐观”是不少基金经理对四季度消费板块所持的态度。来自海富通基金的基金经理官衍海认为，消费仍具备较强的韧性和潜力，但疫情这一扰动因素不可忽视。来自兴证全球基金的基金经理董兰认为，2023年消费的同比边际改善概率较大。但考虑到当下大多消费行业的增长拉动力在结构升级，渗透率的量增驱动有限，因此结合宏观大环境对居民收入和未来预期的影响，她对改善的程度持谨慎乐观态度。

投资方向更加多元

针对未来消费投资的方向，胡昕炜表示，未来将沿着三个方向进行持续挖掘。一是消费结构升级。在消费的各个子行业，无论是可选消费品还是必选消费品，快速消费品还是耐用消费品，都出现消费结构逐年升级的趋势。二是中国品牌崛起。比如中国品牌在新能源汽车、服装、化妆品、医美等领域都展现了较好的品质。三是服务消费爆发。中国人均GDP刚刚

迈过1万美元门槛，从海外国家的发展历程来看，迈过1万美元门槛的时点往往也是服务消费爆发式增长的起点，所以像医美等服务消费领域还有很大的成长空间。

招商基金的基金经理侯昊认为，无论是白酒、食品饮料或者消费，大概率会出现边际环比改善，只是速度、方式和路径的问题。上海一家公募机构的基金经理也对记者表示，白酒行业，尤其是高端白酒企业，其抵抗风险的能力较强，四季度高端酒的市场将会展现更多刚性需求，而次高端酒的市场业绩将会分化得较为明显。

关于消费基金的布局，不少基金经理提示，要用长远的眼光看待消费赛道。“我们在分析一家消费公司时还是会牢牢立足于基本面，投资者也需要忍受短期的阵痛，用长远的眼光看待这一赛道。”某基金经理对记者说。此外，创金合信基金的基金经理陈建军提示，布局消费基金最重要的是严格意义上的消费基金，如果偏移太多其他行业，就和预期不匹配了。

品牌工程指数上涨1.05%

□本报记者 王宇露

节前一周（9月26日至9月30日）市场再度调整，中证新华社民族品牌工程指数（简称“品牌工程指数”）逆市上涨1.05%。从成分股表现来看，我武生物、迈瑞医疗和以岭药业等多只成分股表现强势。贵州茅台、五粮液、盐湖股份等不少成分股获北向资金净买入。展望后市，机构认为，当前中国股市处于历史上少有的“便宜”区域，投资者无需过于悲观，可重点关注低估值板块的价值重估、新老能源、成长性板块的价值发现等方向。

多只成分股表现强势

节前一周市场再度调整，上证指数下跌2.07%，深证成指下跌2.07%，创业板指下跌0.65%，品牌工程指数逆市上涨1.05%，报1728.14点。

从成分股表现来看，节前一周品牌工程指数多只成分股表现强势，尤其是医药生物行业成分股上演“大反攻”。具体来看，我武生物以17.93%的涨幅排在涨幅榜首位，迈瑞医疗上涨16.85%居次，以岭药业上涨13.01%，贝达药业和爱尔眼科分别上涨11.39%和11.17%，健帆生物上涨9.36%，洋河股份、爱美客、绝味食品涨逾7%，通策医疗、中国中免、恒瑞医药、五粮液、海天味业涨逾6%，片仔癀、贝泰妮、桃李面包和同仁堂涨逾5%。今年以来，安集科技上涨33.37%，中国软件和以岭药业均涨逾12%。

节前一周，北向资金净流入58.38亿元，品牌工程指数多只成分股获北向资金净买入。Wind数据显示，期间北向资金净买入贵州茅台24.11亿元，净买入五粮液13.32亿元，净买入盐湖股份和东方财富分别达7.83亿元和6.46亿元，净买入泸州老窖、恒瑞医药、海天味业均超过4亿元，净买入复星医药3.05亿元，净买入欧派家居、康泰生物、迈瑞医疗、中炬高新、健帆生物等多只成分股均超过1亿元。

未来市场值得期待

展望后市，仁桥资产总经理夏俊杰表示，未来的市场是值得期待的。未来，将出现两个周期的共振，即中国经济企稳周期与美国经济衰退周期的共振，市场将迎来业绩和估值的双击时刻。一方面，对中国而言，经济的企稳需要充足的流动性，也需要一些时间；另一方面，对美国而言，美联储对通胀的判断一直过于滞后，通胀必然会缓解，衰退也会从隐忧变为现实，届时，货币政策会再次宽松，全球流动性也会逆转。这两个完全不同的周期在未来某个时点一定会发生共振，资本市场也必然会发生激烈的反应。

中欧瑞博董事长吴伟志表示，中国可能是少数在这一轮美元升值周期中货币政策完全独立的国家。中国股市从数据来看，也处于历史上少有的“便宜”区域。因此，随着国内疫情缓解，服务业的复苏和就业的改善是可以清晰预期的。地产如果能够探底企稳，中国经济的基本面边际改善是大概率确定的。叠加中国资本市场估值已经调整到低位区，有可能中国资本市场会是全球最有韧性的。因此，虽然投资者短期内在一些外部因素未明朗之前仍然会谨慎，但是在这种环境下显然没有必要过于悲观，而是要积极寻找优秀公司。

具体到配置方向上，丰岭资本表示，目前保持中性偏积极的态度，重点关注三个方向：低估值板块的价值重估、新老能源、成长性板块的价值发现。

博时基金曾豪：

“进”攻核心竞争力 “退”守两大回撤体系

□本报记者 万宇 见习记者 张韵

资本市场从不缺乏参与者，如何在市场上找到自己的立足之道是每一个人局者都需要想明白的问题。近日，博时基金权益二部投资总监曾豪在接受中国证券报记者专访时表示，通过不断复盘，他终于找到适合自己的投资体系——寻找具备核心竞争力的企业，通过两大辅助体系严控回撤。进可攻，退可守，这使他更加从容地应对市场变化。

研究到投资的阵痛转型

曾豪介绍道，他最早在中信证券从事建材行业研究，2017年转型做投资。他表示，虽然十多年的研究经历培养了他择时、行业轮动的思维和寻求个股阿尔法的能力，但转型并不容易。“因为研究核心考量的是深度研究能力，但投资除了深度研究以外，还要有适合自己的投资理念和框架。”他告诉记者，开始做投资的前半年是他最煎熬的时刻。

直到2018年下半年，他开始静下心来反思自身的投资模式，复盘过去的研究和投资实践，最终发现，真正适合自己的模式是寻求具备核心竞争优势的龙头企业并伴随其成长，追求个股深度阿尔法。他介绍道，自从总结出这套投资框架后，他开始喜欢上通过复盘来不断完善投资框架。后来曾豪从深度阿尔法和左侧模式开始适度向右侧拐点投资偏移，并提升了投资的行业集中度，投资效率和进攻性得到增强。曾豪表示，今后会继续通过做加减法来完善投资框架，加法是扩展能力

圈，学习新领域，减法是阶段性放弃不符合自己投资理念的行业和个股。

最看重公司核心竞争力

曾豪强调，现阶段投资体系下，他最看重的是公司核心竞争力，包括综合成本、产品力和服务力。首先，要找综合成本最低的公司。他认为，经济进入平稳期后，很多行业需求进入平稳甚至下滑阶段，要想脱颖而出，公司成本要足够低。其次，公司产品要足够强。他认为，产品竞争优势强的龙头公司，无论研发水平还是产品口碑，都要领先同行，而且往往受到多数消费者的青睐。第三，公司的服务力要最强。他告诉记者：“像我之前长期重仓的CDMO、物业这些板块，就是把服务做到极致，这也是核心竞争力。”

此外，净资产收益率（ROE）、行业景气度也是曾豪选股时的重要考虑维度。他通常会过去三年ROE在10%以上的公司纳入选股范围，对于少部分投入产出错配的拐点型公司，他则更关注未来1-2年内的ROE水平，对当期值更包容。行业景气度上，他认为，今年市场基本是按照景气度投资，跟阿尔法关系不大。“在下行趋势行业里，很难找到好公司，即便公司的核心竞争力足够强。”曾豪称，他会通过一套包含业绩趋势、行业增速等八维度的比较模型对行业进行排序，选择未来3-5年的景气行业。

两大体系辅助回撤控制

在回撤控制上，曾豪表示，除了分散行业

配置外，他主要是借助行业择时和行业轮动这两大体系来进行辅助决策。

他将行业择时分为中长期和短期两大维度。中长期择时是3-4年，首要指标是流动性，“如果流动性出了问题，是需要空仓或者大幅减仓的”。另一个是风险溢价指标，即市盈率倒数与十年期国债收益率的标准差，他认为，若标准差大于2，说明风险收益较高，存在显著投资机会。短期择时是3-6个月，参考MA60指标，即个股收盘价高于六十日均价的比例，若指标超过90%，说明市场过热，应减仓；若低于10%，则可以加仓。曾豪认为，“MA60指标在震荡市里非常有效，但对于极端熊市是无效的。”

行业轮动上，曾豪倾向于参考风格摆动差指标。他认为，该指标代表着一种均值回归的思想，“在存量博弈的市场里，当一种风格大幅跑赢另一种风格时，若摆动差超过阈值，未来该风格的股票将有回调可能。”他说，通过回归分析可以计算出两种风格之间的摆动差阈值。不同行业间的阈值往往不一样，例如，成长风格和消费风格间的摆动差阈值是4.8%，而周期风格和消费风格间的阈值是6%。他解释道，“当成长股摆动差减去消费股超过4.8%的阈值上限时，说明成长股是过热的，应该减仓成长加仓消费。”另外，从尾部资产入手也是曾豪做行业轮动的重要方法，即先用尾部仓位布局一些风格板块个股，当整个板块涨到位时，把尾部仓位个股清掉，换仓另一风格股票。

富国基金专栏

债市受“扰动”但基本面预期不变，“固收+”从容应对

当前10年期国债利率已经下行至2.65%，突破当前的平台需要趋势性的催化：继续向下需要基本面预期进一步走弱，短期也尚难见到；大幅向上则需要俘获市场对政策动向和政策效果的一致认可，从而对偏弱的基本面重估。

截至9月末，债市面临了三点扰动：

一是季节性效应下资金面有收紧压力：季末时点，受银行考核、缴税缴款等因素扰动，银行间流动性边际会有一定的收紧压力，这种压力也往往会带动银行间资金价格季节性的抬升。不过与往年9月相比，当前资金价格仍处于相对低位，且上行幅度也低于往年同期。参考今年6月，我们同样也看到了资金面季节性的收敛以及资金价格的季节性抬升，但跨季后，随着这些压力的缓解，银

行间流动性重回宽松，资金利率也再度下行，市场彼时对央行政策的担忧也有所消除。

二是“稳增长”政策自7月末以来连续部署：一系列“稳增长”政策推出，随着时间推移，有望在经济数据体现，特别是8月社融数据亦有一定改善，9月PMI数据（周五公布）或有一定效果显现，公布前不排除市场围绕着PMI的好转预期定价。

三是美债利率突破3.7%，中美利差走阔至105bp。我们倾向于认为，外资机构流出债市压力边际影响有限，资金面缓步收敛而非收紧是更可能的情形。原因主要是外资在债市的占比仅为2.5%左右，而且自今年3月以来外资本就是持续流出，边际变化层面的影响有限。

但以上更多是“扰动”，从更深层次的逻辑来看，基本面预期未发生明显变化，地产方面，从销售端优化传递到施工端优化的逻辑链条较长：“居民信心提升→商品房销售改善→开发商销售资金来源优化→投资意愿增强”，链条的疏通需要一定的时间传导，后续核心依旧是关注政策的变化。

整体而言，低位震荡或仍是短期常态，后续突破的关键仍在于政策效果和潜在的政策动向。在这样的市场下，策略上，兼顾收益性和安全性，可关注哑铃型策略。即短端的高等级信用债+一部分的长端利率债，前者控制波动，后者以备后续市场有潜在的下行机会。而且即使利率上行，长端利率债的流动性较好，也能够迅速的调整组合策略。

当前股债均处于震荡的态势中“此起彼伏”，“固收+”不错过也不惧怕：对于股市而言，经过前期的快速修复后，近期进入到震荡的态势中。但在国内流动性充裕、经济缓慢修复的过程中，仍有望在结构中积极寻找机会。对于债市而言，资金面充裕，“宽信用”传导尚未完全畅通，在经济修复的过程中，不乏阶段性机会。在这种情形下，股债混搭的“固收+”，不惧单一资产的波动，也不错过潜在的上漲机会。

（内容来源于富国策略团队，数据来源于wind，时间截至2022年9月26日。）