

周期行情渐入佳境 公募缘何缺席

近期，周期股行情可圈可点。数据显示，截至4月8日收盘，自2022年1月1日以来，A股全市场涨幅最高的板块为石油石化，其次为煤炭板块，有色金属等板块也收获较大涨幅。

那么，公募基金在周期股投资上，有没有占得先机？中国证券报记者统计发现，近年来，公募基金的持股集中在景气成长赛道，而在周期品种方面长期低配。从公募基金的重仓股名单中，更是可以看到基金公司主动在周期股方向大举“退让”。

究其原因，中国证券报记者采访了解到，一方面是周期股本身的特性，例如周期波动大，难以进行长期布局；另一方面，更为主要的是，公募机构在长期的市场风格化中，习惯了成长投资、景气投资，集中的抱团布局意味着放弃了行业和风格的配置和轮动。

不过，多家基金公司表示，近期已在资产配置、风格轮动、行业组合方面投入更多精力，避免持续出现类似周期股行情这样“热闹都是别人的”情况，真正夯实全市场投资能力。

● 本报记者 张凌之 徐金忠



视觉中国图片

被遗忘的周期股

公募基金2023年年报已经披露完毕。从对A股的整体配置来看，截至2023年底，公募对电子、医药、食品饮料和电力设备四大板块的持仓占比位于前四，合计占比46.54%，这四大板块成为公募基金的“压舱石”。另外，从A股市值的行业分布对比来看，公募主要超配的行业有电子、医药、电力设备等；主要低配的行业有石油石化、银行等。

不难看出，无论从重仓持股还是超配行业来看，公募基金当前偏爱高成长的赛道投资，而对于石油石化等周期性行业则处于低配状态。事实上，从2013年开始，公募基金就开始不断增持科技和新能源方向，这一趋势从2019年开始更加明显。

通过富国星投顾问统计的公募基金重仓行业的变迁，可以发现，2003年公募基金重仓的行业分别为公用事业、交通运输、汽车、钢铁、银行、石油石化、机械设备、食品饮料、医药生物；2005年，公募基金重仓的行业出现了银行、地产、石油石化、基础化工等周期性行业；2007年，银行、地产、非银金融、钢铁、煤炭、基础化工、有色金属等周期性行业占据公募基金持仓的“大半壁江山”；2009年和2011年，公募基金的重仓行业中均有银行、非银金融、地产、煤炭等周期板块。

变化从2013年开始，当年，公募基金重仓的前十大行业中，出现了计算机和电子板块；自此之后的2015年、2017年、2019年、2021年和2023年，公募基金的前十大重仓行业中均有电子、计算机等高成长板块；2015年和2019年，传媒板块也现身公募基金重仓的行业中。

公募基金重仓行业的变迁具有明显的时代烙印。就重仓行业变迁的脉络而言，从本世纪初的“五朵金花”，到“四万亿”刺激下的金融地产和“煤飞色舞”，到移动互联网浪潮下的TMT，到消费升级与能源革命背景下的大

消费和新能源，再到人工智能（AI）引领的科技股，时代的浪潮一浪接一浪。

然而，有着时代烙印的公募重仓行业变迁，却不代表着公募能永远踩准节奏。2022年开始的一轮市场调整，新能源、医药等成长赛道偃旗息鼓，而煤炭、有色金属等板块却脱颖而出。Wind数据显示，截至2024年4月8日收盘，自2022年1月1日以来，阶段涨幅最高的板块为石油石化，涨幅高达101.97%，紧随其后的是煤炭板块，涨幅达90.14%，银行、有色金属两板块涨幅分别为31.81和23.48%。

从公募基金重仓股情况来看，近十年公募前十大重仓股名单发生了巨大变化，昔日备受追捧的金融和地产股（如中国平安、万科A）等，已经悄然被新能源、科技、医药等新兴赛道股所替代。

截至2023年末，全市场规模超百亿元的基金共有29只，其中，5只产品名称中包含“成长”二字，3只名称中包含“新能源”，2只名称中包含“趋势”二字，还有名称中包含“消费”“医疗”等的成长赛道型产品。这意味着，市场头部的基金产品大部分布局在高成长赛道，并未跟上周期股的节奏。

中国证券报记者观察发现，在这一轮周期股的行情中，不少投资者在社交平台留言，希望寻找合适的基金产品，把握周期股行情。一些投资者直言，目前只有一些指数类工具可以利用，主动管理型的周期股投资基金产品相对较少。

为何与“热闹”无缘

“周期股的热闹主要是别人的！”上海的一位基金经理黄宇（化名）感叹。据黄宇介绍，自己在管产品的最新持仓绝大部分还是聚焦成长机会，“周期股的配置，一直较低，春节假期以来做了些加仓，但是不敢多加”。

据黄宇介绍，自己所在的基金公司，已经没有专门的周期股研究团队。因为所在平台

规模有限，以资源股为代表的周期股研究放在了电新研究员覆盖范围内。“公司的考虑是电新行业，涉及到大量的资源品，特别是在光伏、新能源等产业链的上游，就主要是各种资源品。猪周期等相关研究则在消费组之下。”黄宇表示，电新研究员的挖掘自然较少集中在上游资源品领域，因此在周期股上的研究基本属于放任的状态。

基础研究不足，如果有较强的总量研究和组合配置能力，也可以及时调动外部研究资源。可惜，黄宇所在机构也没有采取相应措施。反而因为消费、医药、科技等景气赛道的市场热度高，所以机构投资组合配置也主要是这“三角”之间进行轮动组合。“景气赛道是市场的选择，在这些方向上进攻，事半功倍。”有基金经理曾这样说。此前以全市场选股能力为标签的从业时间较长的基金经理，在近年来极致的市场风格中，已很难再坚持自己的风格。在他们看来，周期股的投资逻辑本身与成长股逻辑大相径庭，如果同时在周期和成长上做布局，投资组合会有“左手搏右手”的撕裂感。

这是公募基金机构多数无缘周期股行情的大图景。当然，也有基金经理指出，以周期股配置作为观察基金机构的全市场轮动能力，有失偏颇。因为周期股本身的周期属性强、波动大，过于集中的投资很难长期坚持。

不能有明显短板

业内人士表示，大量公募基金产品错失以资源股为代表的周期股行情，向公募行业提出了值得思考的问题。“热闹都是别人的”，这样的情况不能持续在公募基金的投资中出现。

私募积极看多周期股后市

● 本报记者 王辉

受中国经济稳步复苏、美联储政策预期等因素影响，多类大宗商品价格近期持续上涨。其中，国际金价迭创新高，油价逐步逼近每桶90美元。从当前多家一线私募对于大宗商品市场以及周期行业的中长期展望来看，“积极看多”成为主流看法。私募人士表示，机构投资者整体对于资源品种、周期股长期低配，从近期市场的交易行为看，资源品种以及周期股或有“资金进一步驱动”的投资机会。

多因素引发行情

截至4月9日国内商品期货市场收盘时，上海期金主力合约在近一个半月左右时间劲升约15%，国际原油、上海期铜主力合约价格的阶段性涨幅均超10%，升势为近年来罕见。对于相关资源品种近期价格的急升，私募业内整体研判认为，相关驱动力量来自多个方面。

畅力资产董事长、投资总监李晓辉称，相关大宗商品价格急涨主要源于两大方面。首先，中国经济稳健复苏，需求增长带动了相关大宗商品价格的上涨。其次，美联储政策预期出现不确定因素，但全球流动性环境相对宽松，也对大宗商品价格形成了支撑。另外，全球央行持续增持带动了黄金现货持续不断的买盘力量。

其他私募分析人士还特别强调了地缘局势、美国债务过度扩张、全球经济回暖等方面的因素。悟空投资宏观首席研究员古嘉渝称，除中国经济复苏等因素外，今年以来，海外制造业周期回暖、欧美制造业PMI底部反弹，市场对全球经济可能进入新一轮补库周期存在积极预期。另外，去年四季度以来，铜等工业金属出现一些供给干扰因素，2024年全年供需平衡的预期逐渐转向“缺口预期”。同时，近期市场对地缘风险担忧程度上升，也推动了油价和金价的上漲。

世诚投资资深分析师章诗颖进一步表示，金、铜、油之间的联动性较强。从近期价格表现最为强势的黄金来看，近两个月国际金价明显脱离了实际利率的定价框架，而这主要源于避险情绪和发达经济体二次通胀预期驱动。同时，在需求侧，在“去美元中心化”、美国债务持续扩张的背景下，全球央行正成为重要的边际购金力量。

机构普遍低配

从投资者博弈的层面来看，受访私募普遍认为，在本轮行情之前，国内机构投资者乃至海外机构对相关资源品种和周期股明显低配。

古嘉渝认为，以3月初为时间边界，在本轮金、铜、油急涨之前，“国内机构对黄金、有色品种的配置力度不高，而这轮行情的上涨从某种程度上也使得一些被逼空的机构去进行配置”。从海外的黄金ETF持仓看，机构投资者整体“缺席了这轮金价上涨，甚至是在上涨过程中呈现偏流出的态势”。对于铜等其他商品类ETF，古嘉渝表示，在本轮行情之前机构的整体配置规模也相对不多。

上海某宏观对冲策略私募负责人表示，从公开持股信息来看，除中国海油、紫金矿业、老凤祥等数只白马股之外，在2024年之前，国内私募等机构投资者在有色、油气等资源类个股上已连续多年低配。在本轮行情中的交易更多是“短期集中买入”，这也是导致近期不少资源股股价放量急涨的关键原因。该私募人士认为，预计在相关龙头股单日成交额出现天量之前，行情仍有延续性，仍然有资金进一步驱动的投机机会。

宝晓辉进一步表示，截至目前，不少公募基金在黄金等ETF的配置已经逐渐占据重要的位置。尽管不同类型投资者之间将存在一定博弈，但总体来看，机构投资者在本轮资源品种、周期股行情的进一步演绎上，将占到主导地位。

看好部分上游品种

目前私募业内积极看多中线周期行情。名禹资产认为，今年以来国内经济整体磨底上行，先前偏于谨慎的预期正逐渐修正；同时，近期美国非农就业数据超预期，全球制造业PMI低位复苏，正使得全球金融市场再通胀交易预期发酵。从行业企业业绩有望超预期的角度来看，看好部分上游资源品种，包括铜铝等有色品种及石油石化等方向。名禹资产同时认为：“受益供给约束和全球制造业复苏，需求边际好转带来的部分商品价格持续上行状况可能还将长时间延续。”

宝晓辉表示，整体继续看好资源品种和A股周期股的投资机会，当前一段时间预计仍是较好的布局时机。随着经济复苏和需求增长，相关资源品种和周期股有望进一步走强。

章诗颖提示，3月以来申万有色金属行业指数持续上涨，龙头股的市盈率已经从10-12倍拉升到15倍以上。在此背景下，建议投资者着眼于公司的基本面和估值合理性，同时关注潜在的机会和风险。

古嘉渝认为，从中期维度看，如果美联储进入“预防式降息”且经济实现软着陆，同时国内经济增长动能不断恢复，资源品种的需求方面预计向好发展。资源品种价格和周期股已经经历快速上涨，在后续整固消化之后，会增加相关投资方向的投入。

大手笔投资黄金ETF 桥水获利颇丰

● 本报记者 王宇鑫

近日黄金价格连续飙升。近期出炉的基金2023年年报显示，全球对冲基金巨头桥水持续看好黄金资产。自2022年中以来，桥水旗下的桥水（中国）一直坚持持有黄金ETF，随着黄金步入一轮上涨周期，黄金ETF水涨船高，桥水（中国）在该类ETF上获利已超过约3亿元。展望后市，机构认为，短期的较快上涨可能会引发技术层面的调整，国际金价未来波动幅度可能加剧，但从长期来看，本轮黄金上涨周期可能尚未落幕。

桥水重仓黄金ETF

近期，随着公募基金2023年年报的披露，基金持有人情况曝光。3只黄金ETF的年报显示，桥水（中国）旗下产品继续坚定持有黄金ETF。

博时黄金ETF年报显示，2023年末，桥水

全天候增强型中国私募证券投资基金三号、桥水全天候增强型中国私募证券投资基金一号、桥水全天候增强型中国私募证券投资基金二号分别持有4662.48万份、929.42万份、871.06万份，分列除ETF联接基金之外的第一、第二、第四大持有人。

上述三只“桥水系”基金同样出现在易方达黄金ETF2023年末的前十大持有人名单中，分别持有3159.35万份、570.18万份和468.10万份。此外，桥水全天候增强型中国私募证券投资基金三号还持有8266.46万份华安黄金ETF。根据三只ETF最新收盘价计算，桥水（中国）持有的黄金ETF市值高达9.87亿元。

事实上，上述产品2022年半年报显示，桥水（中国）旗下产品首次出现在上述黄金ETF前十大持有人中，合计持有超过2.1亿份。截至2023年年末，除了华安黄金ETF因前十大持有人持有份额增长而导致桥水（中国）两只产

品从前十大持有人中消失外，其余黄金ETF中，桥水（中国）旗下产品持有份额均保持不变。

2022年6月30日，华安黄金ETF、易方达黄金ETF、博时黄金ETF收盘价分别为3.82元、3.78元和3.82元。截至2024年4月3日收盘，上述ETF期间涨幅均超过36.8%。若桥水（中国）旗下产品保持2022年中的初始份额持有不变，则当前持有市值合计达11.15亿元，获利超过3亿元。若以当前年报中披露的情况来计算，桥水（中国）旗下产品的获利也至少达到2.66亿元。

金价有进一步上涨可能

自2月底以来，国际金价经历了数月的震荡整理后，迎来了新一轮的上涨。在避险情绪升温等多重因素的支撑下，金价再度刷新历史新高。如何理解近来金价的飙升？

华夏基金表示，一般来说，影响金价的主

要因素通常包括美元指数、风险事件、实际利率水平、通胀率以及黄金市场的供需状况等几个关键维度。展望后市，短期的较快上涨可能会引发技术层面的调整，导致国际黄金价格震荡加剧，但从长期来看，本轮黄金的上涨周期可能尚未落幕。

具体来说，华夏基金分析称，第一，尽管阶段性的预期时常回摆，但美联储降息的大方向已经“尘埃落定”，历史复盘来看，在美联储降息周期开启之后的6个月里，黄金的表现在大类资产中排名靠前；第二，海外长期通胀中枢可能难以快速回落；第三，近年来海外风险事件不断，全球经济政策不确定指数中枢走高，也为金价高企提供了空间；第四，各国央行减持美国国债，转而增持黄金，与此同时，数字货币也在崛起，这两股力量汇聚，共同推动着“去美元化”的浪潮，成为金价长期表现的潜在催化劑。

费雪的杠杆

兴证全球基金市场部 张月

手资料，以此为基础，他一边投资一边宣扬自己的投资方法论。1920年代，美国股市起飞，先期的投入为费雪带来了丰厚的收益，他看好拥有创新产品的初创公司，把前期投资的所有收益和股息重新投入快速上涨的股市中，并动用杠杆，押注美国经济增长。

1929年费雪认为“股市已经来到一片永久性的高地”。然而，众所周知，这一年的秋天美股开始急转直下，从9月初到11月底，道琼斯工业指数下跌了超过1/3，以此为起点，美国随之也遭遇了大萧条。

费雪的杠杆，使他的投资风险进一步暴露，在道琼斯工业指数从1929年9月的380点一直下跌到1932年夏天的40多点的期间，费雪依然确信市场会反弹，并多次预判这场金融危机正在“从无序中走出来”，于是他继续加大对股票市场的赌注。然而市场并未朝着费雪预测的方向发展，他重仓的股票，股价从58美元，在几个月后跌到28美元，费雪借了更多的钱继续买进，股价很快跌至1

美元，他的投资血本无归，并身陷债务。

费雪教授将悲愤转化为力量，在随后的几年间写出了一批高质量探讨大萧条的著作，包括《繁荣与萧条》《大萧条的债务通货紧缩理论》。即便如此，费雪仍然负债高筑，房租也成了问题。1935年，耶鲁大学买下了费雪教授的房子，以低价再租给他。直到1947年费雪教授以八十八高龄去世，他仍然留有75万美元的负债，约相当于今天的近1000万美元。

费雪以前瞻的视角透视了宏观经济，以数学的方式使经济学变成了一门更精密的学科，但这并没有使他在投资中立于不败。有评论认为费雪的价值观使他坚信只要有足够的统计数据，任何问题都有科学的解释，在投资中他也坚信数学和理性的力量，然而市场必定有非理性的成分，甚至个人局限理性的加持也会导致群体性的偏差。另一个层面而言，即使拥有足够的数据库，拒绝接受数据给我们呈现的东西，也可能导致人们误判方向。以20世纪20年代作为投资的开端，费雪并不算赶上了好时

机。当然，他押注初创公司辅以杠杆的投资策略从今天来看本身就是相对脆弱的，即没有遭遇大萧条，如遇到波动行情，杠杆加大了风险暴露，亏损也是大概率事件。

风险提示：本文为投资者教育资料，仅用于为投资者提供丰富的、多角度的投资者教育素材，非营销材料，亦非对某只证券或证券市场所做的推荐、介绍或预测。本文内容不应被依视为预测、研究或投资建议，也不应该被视为购买、出售任何证券或采用任何投资策略的建议。投资需谨慎。

