

# 从量增到质升 关注“品质消费”投资机遇

□东方基金权益研究部总经理、  
东方品质消费拟任基金经理 王然

经历了春节后的调整，随着宏观数据以及市场预期的恢复，前期持续调整的核心资产，如白酒、医药等消费龙头接连反弹。面对消费品行情的上攻，不少投资者也重燃对大消费投资的热情。

4月份以来的这波反弹行情有两大驱动因素：宏观层面，4月份金融数据反映的经济和政策特征没有发生显著变化，二季度开始，流动性边际收紧的节奏相对温和，因此市场进入到恢复的阶段，对高估值品种相对友好；微观层面，4月份是年报披露期，消费品公司整体财务质量、增速也基本符合市场预期，企业经营层面面临的风险可控，因此出现了4月份以来的消费反弹行情。

从长期来看，消费领域将是未来经济增长的重要驱动力。消费升级将进入快车道，“内循环”概念的提出也为中长期扩大内需指明方向。优质消费资产因其宽阔的“护城河”，能保持较长时期的“造血”能力，在一定程度上可以穿越经济周期，成为中长期复合投资回报率较高的品种，因此看好这部分资产的中长期配置价值。不过，中短期仍需警惕的是，部分优质核心公司股价虽然经历了春节后的大跌，但在反弹后股价再次创出新高，估值水平已经并不低，投资者还需谨慎把握。

2021年全年，在疫情后的企业盈利恢复与流动性回归正常化的大背景下，投资者仍须在盈利提升与估值下压两者中寻找平衡点。要做好消费品投资，笔者建议可以把握三大主线：

第一条主线是我们熟知的传统优质消费白马，经过前期估值的消化和绩优的业绩表现，目前股价已经出现了一定的反弹，短期来看估值仍不占优，需要以时间换空间，从长期



角度来看，这部分资产仍然是核心资产，代表了行业的方向，适合从更长时间维度进行仓位配置。

第二条主线是近两年层出不穷的新兴消费领域，比如需求旺盛的医美、化妆品、宠物、智能家电等领域。从生命周期角度来看，这些行业依靠产品的创新、渠道的赋能，增长动能强劲，是值得关注的行业，且伴随相关上市公司的上市，认知差会带来预期差与估值体系的变化，存在一定的投资机会。新兴消费能更好地满足人民日益增长的对美好生活的需要，也是对资本市场的有益补充，使消费品

行业呈现百花齐放的态势，短期内不会对传统消费行业造成冲击。

第三条主线是后疫情时代出行消费的复苏，这是较为短线的投资机会，相关行业复苏节奏和力度所形成的预期差是影响行情变化的主要因素，而节奏和力度又往往与节假日相关性较大，呈现脉冲式波动。在出行相关的子行业中，酒店、免税的行业格局和中长期逻辑较好，可择机关注。

此外，当前市场日益加剧的消费分级现象，也催生了诸多新主题。即伴随信息化和网络化的推进，消费者认知的差异化、社交环境的差异化等因素导致消费需求的多样化，这就要求我们对消费者画像有更深层次的认识。因此，围绕“品质消费”出现了一系列投资机会。

笔者认为，消费升级既可以是同品类产品的品牌化、高端化，也可以是便利化、智能化品类对传统品类的迭代。而“品质消费”的字面意思是对高质量的产品和服务的消费，这既可以是消费品牌化的体现，也可以是高性价比的体现。“品质消费”不能等同于消费升级。

“品质消费”主题主要是指受益于中国经济可持续增长、经济结构转型和居民可支配收入水平提高，消费结构升级趋势之下，消费者对产品品质和服务质量的追求逐渐提高，从而带来相关消费行业的投资机会。相关主题行业包括但不限于：食品饮料、纺织服装、个人护理、家电、定制家具、汽车、医疗服务、教育、体育、休闲娱乐、社会服务、绿色消费、时尚消费等。

笔者认为，消费者追求的已经不是产品的量而是质，也就是产品品质和服务品质，因此，能够满足这些消费者需求的公司值得去挖掘。另外，从财务指标上，我们追求较高盈利质量的公司，以期能够获取中长期的盈利确定性。

## 判断市场“水温” 灵活调整股债配置节奏



□浦银安盛基金FOF业务部总监 陈曙光

资本市场起起落落，如何保持投资的节奏感？作为FOF基金经理，笔者认为从今年行情整体来看，组合投资将会是一个偏谨慎与乐观的阶段，市场不会像2018年那样单边下行，但全年趋势性上涨的可能性也较低。因此，组合投资的基金经理能够充分发挥对市场“水温”的判断，灵活调整股债配置节奏，有望在今年市场中取得良好成绩。

### 关注回撤与波动

相对于收益回报，在投资中更需要关注回撤和波动的作用，任何投资有收益就会有回撤，关键是如何去管理和运用回撤。对于投资来说，波动和回撤太大，会使得投资者很难坚持持有。虽然拉长长时间来看，基金产品的长期回报不错，但是对于提前离场的投资者而言，意义却并不大。所以笔者认为，投资组合要尽可能把回撤和波动控制在很小的范围内。

在股票市场上每个人都想买在最低点，卖在最高点。举个例子来说，大盘1664点只有1秒钟，6124点也只有1秒钟，想实现在1664点买，在6124点卖出，是几乎不可能实现的。笔者在投资上是一个左侧投资者，不去追求最后一轮上涨，在感受到市场风险的时候，就会适度降低仓位，尽可能减小市场调整对组合的伤害。比如运用“固收+”策略，通过大部分的固收资产投资，为组合追求一个稳定的收益基础，同时我们利用对市场的前瞻判断，灵活进行波段操作，在回撤控制得当的基础上，去挖掘一些市场风格变化的机会、权益市场阶段性机会，让组合可以追求更好的回报水平，是有可能为投资者提供稳定收益的。

综合而言，组合投资的基金经理能够充分发挥对市场“水温”的专业判断，灵活调整股债投资节奏，保持健康的心态，有望为投资者提供长期较好的回报。

### 市场稳定性有所提升

在经历前期的快速调整之后，部分投资者心里可能会出现担忧，但笔者认为，今年不会出现单边下跌的极端行情。首先我们观察近一年多以来，无论是北向资金、新增公募基金，还是证券新增开户，都向A股注入了很多新增血液，给予了市场很强的支撑；随着疫苗接种的普及，中国经济与全球经济都在复苏；外部扰动虽有升温迹象，但相较于2018年来说，投资者信心更足。因此，今年虽然不会是趋势向上的大牛市，但也不会出现2018年那样的单边下跌。

债市方面，今年的债市应该维持一个平稳的收益区间，自去年5月以来，中国债市收益率已经连续上涨近一年，空间上继续调整的可能并不大。近期流动性边际收紧、美债收益率上行，债券市场也并没有出现较大幅度的下跌，这也说明市场的稳定性有所提升。

面对这样的股债市场，总体来看今年还是存在投资机会的。投资者要以谨慎做多的心态应对市场变化。即市场出现上涨时，投资要更加慎重，市场下跌后，反而可以相对乐观地应对。

笔者认为，什么时候开始投资都不晚，特别是对于一年持有期的“固收+”FOF产品，当投资者对资金的流动性要求不高，即有充足资金考虑投资时，可以坚持长期投资，基金是适合长期坚持的一种投资方式。在投资基金时，不应因市场波动与否而改变投资计划，当时间维度拉长，任何短期波动幅度都可能被“抚平”。

## 成长投资中的产业周期

□富国通胀通缩主题基金经理 曹晋

从2012年开始接触投资，在做研究员的阶段就特别偏好成长股。随着时间的积累，笔者逐渐发现优秀的成长股都是时代的产物，很多个股的成长性都反映了当时的时代背景。如果用一个具象的方式描述时代背景，就是产业周期。

过去两年，全球性的流动性宽松和低利率环境推升了资本市场，很多基金投资者在投资中不仅获得了不错的收益，也收获了新的投资理念。一时间，投资成长雪厚的长周期行业理念甚嚣尘上，大家都希望去做时间的朋友。但是很多优秀的高增长企业都存在自身成长边界，再成长雪厚的行业都有逃不开的产业周期。

作为基金经理，翻阅上市公司年报是笔者每到财报季的家庭作业。然而，相比点评当期的财报，随着时间的积累，一份历史产业周期同位置的年报能提供更多的预见性。比如目前市场两极分化严重，部分具备长期成长预期的企业估值处在历史高位。

但从历史财报中我们发现，过去确实没有行业能够一直保持高速发展，包括金融、地产、大消费、互联网等。以白酒行业为例，早在2013年，在中国经济转型调整的大环境和市场消费回归理性等因素的影响下，行业遇到深度调整期，“高速发展后的深度调整，是市场发展的客观规律。”在过去几年的发展中，白酒行业始终面临若干挑战，如产能过剩、消费需求变化、原材料及人工成本上升等，各种挑战甚至愈演愈烈，但从结果来看，目前这个行业大部分企业都在周期平均市盈率的高点位置。

在一个产业周期中，成长股的估值波动其实非常剧烈。使用周期平均市盈率是一个比较好的估值方法。那如何从产业周期的角



度看待周期平均市盈率？

耶鲁大学经济学教授罗伯特·希勒曾经提出利用过去10年的平均收益来计算市盈率。从历史上来看，周期平均市盈率（CAPE）和美国十年期国债收益率成反比关系，即国债收益率越低，CAPE越高。比如2000年，科技泡沫时期，标普的CAPE达到创纪录的44倍。为什么要引入CAPE的概念，因为市场总是喜欢用最近一年的动态市盈率来给企业估值，并且认为这种高景气度能够长期持续下去。相反周期平均市盈率对长期走势展望有更客观的预见性。在产业周

期早期，往往企业的动态市盈率相对较低，反映投资者的预期回报率并不高。随着产业周期由修复转向蓬勃发展，动态市盈率会不断跟随业绩上修而出现“戴维斯双击”，但此时投资者的预期回报由于线性思维也在上升，相反潜在盈利空间却在极速缩小。周期平均市盈率能更加客观地了解投资标的的性价比。

最后，基金经理经常会困扰于随着经济体量越来越大，很多行业发展趋近于饱和，挖掘产业投资机会的难度增加。正如上文提到，如果要摆脱线性思维，去挖掘产业机会，一定要注重时代的变革。

抓住长期产业投资机会，一定要关注受益于时代变革带来的新变化。未来站在产业周期的角度来看，技术升级和消费升级仍然处在长周期成长赛道中。一方面，科技的螺旋式发展进入崭新的发展阶段；从最早PC时代的多人对应单台终端，慢慢过渡到移动互联网时代的单人对应多台终端，再到未来多台终端对应多台终端。科技互联进入新的爆发阶段。比如家电、汽车、可穿戴甚至工厂里的设备、机械都在互联互通，交互计算。另一方面，中国已经逐步进入老龄化社会，参考日本当年的经验，抗老龄化行业正在蓬勃发展。比如当前逐渐兴起的健身、医美、护肤等行业，代表新型健康消费理念的益生菌、代餐、代糖也开始逐步深入人心。

在一个信息爆炸的时代，尽管专业投资者能通过孜孜不倦地努力去找到被低估的股票。但是，目前信息传播的速度和深度，已经很难复制深度价值时代那种被长期低估的投资标的。很多公司会一时被低估，但也会很快被修正；而一些看起来长期低估的股票，可能都有自身长期的问题。从投资的角度来看，长期成长股仍是我们投资的主要方向。