

安信基金张翼飞：

看好权益资产及可转债投资机会

□本报记者 张韵

在2022年震荡行情下，主动含权基金业绩普遍欠佳，百亿元规模基金亦不例外。2022年各季度末基金规模均超百亿元的主动含权基金中，仅有安信稳健增值实现正收益。

日前，安信稳健增值基金经理张翼飞在接受中国证券报记者独家采访时表示，对投研独立性、价值和价格投资、分散投资、流动性的坚持是得以在2022年实现正收益的重要原因。展望2023年，他认为，权益资产整体潜在回报率处于比较乐观的状态，看好权益资产、可转债的投资机会。

坚持投研独立性

Wind数据显示，2022年主动含权基金（普通股票型、偏股混合型、平衡混合型、灵活配置型等）业绩普遍欠佳，各季度末规模均超百亿元的主动含权基金中，仅有安信稳健增值实现正收益，收益率1.57%。

“2022年确实是比较艰难的一年。横向来看我们最终实现了正收益，我相信长期以来坚持的投资理念和投资框架发挥了良好的作用。”张翼飞表示，在投研上，他一直信奉“坚持投研独立性”的理念，并强调独立并不是一定要和市场主流观点不一样的标新立异，而是能够在喧闹的市场中保持自己不被干扰的、冷静的思考，探求事物的本来面目，评估各种情景发生的概率分布，不盲目跟风，也不怕坐“冷板凳”。他说：“事实上，我们去年的重仓板块既有热门板块，也有冷门板块。”

具体投资上，张翼飞表示，“我们主要从事对价值的投资，但并不排斥对价格的投资。”在他看来，价值是资产未来全部现金流的折现，其中包含对不确定性的考虑。他说，对于资产接下

来的涨跌与否，基金经理通常难以做出准确判断，但是对资产当前估值高低的判断则相对容易。他认为，综合价值与价格的判断后找到的那些真正“值”的资产，即便在市场走弱的时候，通常也会跌得比较少。

回撤控制在张翼飞的基金管理中占据重要地位。接受采访时，张翼飞多次强调其团队在基金运作中对风险控制的谨慎态度。他说，即使是可以修复的回撤，对于退出持有的客户来说，也可能造成不可修复的损失。因此，即使很看好一项资产，他们也会尽可能保持必要的风险分散。张翼飞回忆2022年债券投资时说道，2022年债券资产的静态收益率较低，短久期、高收益债策略其实是很有诱惑力的，只要不遇到信用风险，产品净值会呈现非常好的收益波动比。不过经过慎重考虑后，他们还是拒绝了这一策略，因为暂未发生的风险也是风险。

重视资产流动性

规模困境成为近年来基金行业颇受关注的话题。张翼飞作为百亿元规模基金经理中的一员，截至2022年末，旗下管理规模超500亿元，其管理的安信稳健增值曾在一年时间里规模增加超100亿元。

据了解，张翼飞最早于2015年5月25日开始管理安信稳健增值，2017年12月26日迎来搭档李君。2021年，安信稳健增值规模增势显著，由2020年末的31亿元快速飙升至2021年末的超180亿元。

在谈及规模骤增对该基金运作的影响时，张翼飞表示，总体来说，影响可控。权益资产方面，由于其投资主要聚焦于中大盘价值股，整体



投资框架是以持有为主、交易为辅，买入并持有具有投资价值的组合，不十分依赖于频繁交易，所以影响并不大。纯债方面，张翼飞表示，他们倾向于配置信用风险低、流动性好的利率债和高等级金融债，因此在日常增减仓上也没有太大问题。

至于如何应对“规模困境”，张翼飞对投资资产流动性的思考提供了一定借鉴意义。他认为，对流动性的坚持，实际上也是对能动性的坚持。只有有流动性的投资组合，才能够便捷地纠错、改善。“很多时候，亏钱并不是没有发现错

误，而是发现了错误之后，由于流动性的缘故无能为力，尤其是管理规模比较大的时候。而没有挣到钱，通常也不是因为没有发现机会，而是在发现机会的时候，由于流动性的缘故无法及时调整。”张翼飞说道。

港股市场具吸引力

对于2023年的市场行情，张翼飞表示，比较看好权益资产的投资机会，认为之前的短期影响已经在估值水平上有了充分甚至过度的反应，未来，权益资产整体潜在回报率将处于比较乐观的状态。

分市场来说，张翼飞表示，看好2023年港股、可转债的投资机会。

他认为，2023年大概率是中国经济显著复苏的一年。对于海外资金来说，要参与到中国经济复苏浪潮中，港股市场是非常好的投资工具。而且，当前港股相对于A股的折价，仍处于历史上比较显著的状态。

可转债方面，张翼飞认为，这一类型资产较有吸引力，尤其是大盘可转债。他认为，2022年四季度后期，可转债资产出现明显调整，部分大盘可转债的纯债收益率甚至超过了相同主体、相同期限的纯债资产。中小盘可转债的转股溢价率也出现了比较明显的回落。也就是说，可转债资产的吸引力不仅来自权益资产的潜在机会，也来自可转债资产与权益资产的相对关系所带来的获利空间。

张翼飞表示，可转债投资还可以根据基金规模进行适配性参与。30亿元左右规模的基金一般可以比较充分地参与中小盘可转债的投资交易，对于百亿元规模以上的基金而言，则可以适当参与大盘可转债的投资。

■ 广发言 | 以时间的名义

广发基金张东一：烟火气渐浓 消费回暖了吗

刚刚过去的这个春节，市场对消费的预期得到了明显的扭转。

春节档国内电影票房67.58亿元，同比增长11.89%；假期全国国内旅游出游3.08亿人次，同比增长23.1%；实现国内旅游收入3758.43亿元，同比增长30%；七天假期，全国春运客流量超2亿人次……烟火气回来了，人山人海回来了，消费暖了，市场的信心也回来了。

对此，资本市场的反应更早：沉寂了近两年的消费板块也重新活跃起来，尤其是港股消费板块表现更为突出。Wind显示，自去年11月1日至今年1月30日的这3个月时间里，恒生消费指数上涨了45.83%，中信消费指数上涨20.99%。

许多人忍不住问：“消费的春天重新到来了吗？消费会以怎样的路径复苏？哪些细分行业和公司有较好的投资机会？”自2008年人行以来，消费是我持续跟踪和研究的一大板块。今天，我想和大家一起聊聊关于消费的一点看法。

消费会以什么样的路径复苏

过去两年，在疫情影响、经济增速下滑、美联储加息、海外地缘冲突等多重因素影响下，消费板块表现低迷，尤其是对于离岸市场的港股，消费板块更是出现了多轮大幅回调。

2021年以前，必选消费被视为市场的防御性品种，当经济增长低迷，资本市场出现回调时，消费往往会因其弱周期属性而表现得较为抗跌。通常而言，当估值回到相对低位、预期有较好的中长期回报时，就会有资金基于长期空间进行布局，他们坚信当经济周期走向复苏，就能获得不错的投资回报。然而，曾经有效的历史经验，在过去两年间，几乎都是失效的。

从中信编制的4大板块指数的表现来看，2021年初至2022年11月末，消费（CIO05919.WI）是近两年期间表现最差的板块，近两年累计跑输万得全A指数约15个百分点。从四大板块历年的表现排序来看，消费作为历史上四大板块里的优等生，此前从未连续两年排在4大板块中靠后两位，这次的表现属于首次。

去年末，随着防疫政策的优化调整以及海外加息进入尾声等，港股和A股的机构重仓股开始出现上涨，以消费为代表的板块大幅上扬。从基本层面分析，2023年的消费将以什么样的路径复苏？

我们来看看美国、欧洲、亚洲多国疫后消费复苏路径：政府防控政策逐渐放松→人员流动与新增确诊脱离相关性，人员流动逐渐恢复→消费数据逐步恢复。做了大规模财政刺激的美国，消费板块的盈利恢复仅用了1



广发基金国际业务部基金经理 张东一

年时间；欧洲各国则分别用了5-8个季度不等；亚洲各国用了两年及以上，当前仍在恢复进程中。从消费内部结构看，各国皆是商品消费复苏早，复苏斜率高（不管该国是否做了大规模的财政刺激）；服务消费复苏慢，复苏斜率低。

在消费的修复过程中，疫情受损的细分行业大概率会迎来超额收益期，以高盛封控指数大幅下行作为起点，消费数据基本修复、高盛封控指数下行至底部作为终点或者略领先该时点，持续时间约2-3个季度，最大超额收益约15%~25%；行情演绎的早期，可选商品型消费行业如汽车、家电、家居可能反弹幅度大，行情演绎的后期服务型消费行业如航空、酒店、餐饮可能反弹幅度大。

为何消费格外受外资青睐

伴随防疫政策的优化调整，沉寂了近两年的消费板块近期又重新活跃起来。值得注意的是，在本轮的消费反弹行情中，外资表现得尤为积极。从持仓来看，A股大消费和港股，向来是外资参与度高、持仓重的标的。换句话说，对于外资来说，可以在多国别进行投资，在参与中国市场权益投资的时候，首先选择的是中国相对全球来说具有比较优势的资产，以及长期股权回报率可期的资产。

所以，过去当这种国别级别的贝塔风险出现时，对于境外资金来说，个股阿尔法变得并不那么重要，他们会选择全面降仓权益资产。而当情况出现变化后，港股和A股外资的重仓股开始出现趋势性上涨。这种现象的背后，往往是因为消费是较为优质的中国资产。

为什么外资青睐中国的消费及相关行业的投资？主要原因是在我们过去的经济增长红利期中，我们人均收入水平的快速增长。第二，我们是少有的大人口基数下的全国统一大市场。在品牌化进程中，大部分的海外品牌在国内可以得到更好的品牌溢价。这些因素共同作用，使国内市场成为全球消费品投资的沃土。我们的消费品企业也在很多领域逐步成长为全球规模领先的企业。

第三，从估值水平来看，A股的大消费和港股，不管是品牌消费品，还是医药服务或者是互联网行业，都经历了接近两年的大幅调整，曾经享受估值溢价的消费行业，估值已经“平易近人”。港股的整体估值更是处于历史低点。截至2022年末，恒指2022年预测市盈率为10.8倍，大约处于2008年以来均值下方的位置。从股债性价比来看，恒指市盈率倒数与10年期国债、美债收益率的差值目前依旧处于历史最高水平附近。两者综合意味着港股估值处于底部区间。

随着防疫政策的调整，宏观经济会出现较好的向上弹性。而这也给境外资金投资中国权益资产带来信心，有利于港股的整体估值走出历史底部，也有利于外资持股较多的A股板块的上涨。

沿着前面提到的逻辑，我所管理的可投港股的组合在去年三季度末加仓了消费产业链，例如，受益于地产竣工的定制家具，受益港股估值修复的港股互联网、创新药；受益于疫情政策调整的可选消费。

消费的出路在哪里

最近3个月，消费股迎来一波反弹行情，但市场对于消费的复苏仍有分歧。比如有一种说法认为，持续的消费低迷，不是疫情管控的原因，而是三年疫情期间居民收入下降，消费力不足。也有说法认为，如今制造业投资放在更重要的位置，消费有可能会被挤压。

那么，是不是居民收入下降，并由此导致压制消费的发展？一个官方公开数据阐释的事实是，2020年以来的三年里，居民储蓄率不断上升，处于异常高的水平。然而，本轮超额储蓄并非收入增加带来的，根据我们研究团队的研究，中国的人均可支配收入是低于历史中枢的，且其中主要是工资性收入的负向缺口较大。本轮超额储蓄是由于收入和消费支出双降，同时消费支出下降更多带来的。因此，这是本轮消费下滑的症结所在。

但还有另一个证据是，每年年底向来是银行客户提

前还房贷的高峰期，但在2022年年底想要申请提前还贷变得比较“困难”，因为还贷客户数量超载，有的银行提前还贷的预约客户数已经排队到2023年6月。结合这两点来看，消费的低迷，并不是因为居民没钱消费，而是消费支出本身下降得更快，比收入下降得更快。

居民是否消费，一方面与收入有关，另一方面也与个人偏好、社交场景、文化等有关。举个例子，一个人的消费欲望与他的社会接触面有极大的正相关关系，你要走出家门去参加聚会，才会需要与聚会有关的一切，包括衣服、鞋子、背包、饰品、餐厅、交通工具等等。一个人要接触朋友同事，才会注意到闺蜜买了新包包、同事买了新车、邻居小孩上了新的培训班，这些会不断刺激新的消费行为发生。而在过去三年，这样的社交频次是大幅减少的。

另外，在大力发展制造业的阶段，消费是否也会受到影响呢？每逢处于地产和投资向上的周期里，我们似乎都要讨论消费会不会被挤压，或者消费股是否还有投资价值的问题。从结果上看，在地产和投资周期向上的周期里，也是消费旺盛向上的周期。与此相对应，当汽车、家电和电子消费品的消费周期向下时，后面紧随的也是制造业投资回报率的下行周期。投资，尤其是先进制造业投资，可以更好地解决就业和收入水平的问题，这是消费能力的保证。我们早已过了资本稀缺，需要牺牲消费提高储蓄降低投资成本的阶段。

更进一步说，在经济增长的“三驾马车”里——出口、投资、消费，本质上都属于“消费”，出口是国外的消费，政府投资形成的公共产品以税收的形式附加在商品价格上，最终也是要被消费掉的。因此，只有消费有了一定的体量和增速，这些制造业的投资、制造业的产能、制造业的先进，才能体现其最终的价值。

最近，我们也观察到很多消费子行业出现了明显回暖的信号，例如，春节返乡潮带来地县城市消费数据反弹超预期；黄金珠宝店增速区间在10%-15%，好于之前预期水平；体育服饰普遍出现农历历年同比口径下的高增长；三四线消费的白酒数据也普遍好于预期。

基于以上分析，我们坚信，消费的长期价值是显而易见的，而在后疫情时代，消费会重新焕发生机。

基金经理简介：张东一，14年证券从业年限，6.5年公募投资经验。现任广发基金国际业务部基金经理，管理广发估值优势、广发聚优等基金。

（风险提示：文章涉及的观点和判断仅代表投资经理个人的看法。本文仅用于沟通交流之目的，不构成任何投资建议。投资有风险，入市须谨慎。）