

# 顺周期板块“次第开花” 基金经理热议风格转向

9月以来，部分顺周期行业密集走强引发市场关注，其中煤炭、有色、建材、钢铁等板块“次第开花”，煤炭板块涨幅超8%，2022年股基冠军黄海旗下多只产品纷纷“回血”，周期股的“金秋”似乎渐行渐近。A股风格是否将从成长股切换至周期股，对此有基金经理认为，“‘聚焦业绩’或将是A股后市的关键词”。

● 本报记者 刘伟杰



视觉中国图片

9月7日，多只煤炭、能源ETF成为市场为数不多的“翻红”品种。自9月以来，包括煤炭、有色、建材、钢铁等顺周期板块“次第开花”，不少板块近一周涨幅不菲。根据同花顺数据统计，截至9月7日收盘，自9月以来，煤炭开采加工板块累计收涨8.14%，有色矿业、家电、消费电子、酒店及餐饮板块均上涨约3%，建材、钢铁、汽车零部件等方向在此期间均有不俗表现。

近期，随着促消费、稳地产、活跃资本市场的相关政策逐渐落地，A股市场受到明显提振，“金九”行情得以展开，而周期股则成为行情的主角之一。

以消费电子为例，受近期华为新品手机热销的刺激，相关产业链市场表现不俗，包括广信材料、天迈科技、神宇股份、春兴精工、利通

当前，A股市场板块轮动加速。今年上半年以人工智能（AI）为代表的科技成长股受到市场热捧，持续狂奔，但三季度部分AI细分领域个股不断出现调整，顺周期板块“你方唱罢我登场”。

第三季度逐渐步入尾声，不少投资者热议A股市场风格是否会从以科技为代表的成长股切换至周期股，多位基金人士给出了不同的答案。

受益于板块近期表现，部分煤炭、基本金属、钢铁、家用电器等行业主题基金明显“回血”。Wind数据显示，截至9月6日，近一周有24只煤炭行业主题基金净值增长率累计超5%，而2022年股基冠军黄海管理的万家新利、万家精选、万家宏观择时多策略等多只基金净值增长率均超9%，领跑全市场。侯昊等掌舵的招商中证煤炭以近9%的净值增长率紧随其后。

电子、冠石科技、捷荣技术、华映科技、华体科技、华微电子、盛剑环境、深赛格等众多个股在9月6日竞相涨停。

煤炭股的强势表现也成为了市场亮点。山煤国际、潞安环能、晋控煤业、陕西煤业自9月以来均上涨超10%，山煤国际区间涨幅近16%，领先板块。该股自8月初以来

正圆投资一位基金经理表示，展望后市，金秋开工旺季、叠加库存与价格周期见底以及在政策支持背景下，四季度或将迎来政策发力、触底反弹和经济预期上行的利好共振窗口，市场有望回归基本面驱动的多头行情，“聚焦业绩”或将是四季度市场的关键词。

融智投资基金经理夏风光则认为，短期的走好并不意味着新周期的出现。在新旧经济周期交替当中，科

此外，有12只基本金属行业主题基金的期间净值增长率超5%，多只钢铁、家用电器等行业主题基金期间净值增长率约4%，其中鹏华中证A股资源产业、嘉实资源精选、华宝资源优选、国泰中证钢铁ETF、华宝生态中国、鹏华品质优选等产品明显“回血”。

新华基金权益投资部基金经理张大江表示，周期行业弹性回归的原因较多，而必要条件是经济周期

已上涨超30%。

百亿级私募正圆投资表示，政策协同发力叠加基本面修复，以及市场预期转暖等因素，成为本轮顺周期品种密集爆发的有力支撑。从数据上看，PMI连续三个月上涨修复，PPI也触底回升，指向经济基本面明显回暖，且政策协同发力也有望对其它经济数据以及商品价格起

技与成长是核心的推动力，而过去的历次经济周期都证明了这一点。如果市场随之形成重要底部，后续的演进应该是多层次多板块共同推进，核心主线依然离不开成长股。

在张大江看来，当成长股阶段性调整时，周期股近期集齐了“天时地利人和”利好因素，估值修复启动，这将成为周期股的“底气”所在。不过，周期股能“飞多高”，其斜率和节奏仍然有不确定性。

已接近中下游主动去库存末期，甚至出现主动补库存的初期迹象，在PPI趋势回升引领三季度周期行业的业绩修复后，这一趋势将会更加明显。

张大江进一步表示，在经济回升，预期和信心得到修复的背景下，此前被“过度低定价”的周期股踏上修复估值之路，本轮大宗商品反弹行情已经明确，但周期股行情还处于修复估值初期。

到较好支撑作用。

顺时投资权益投资总监易小斌表示，近期煤炭有色、石油石化以及钢铁等顺周期行业表现相对突出，与不久前的刺激政策出台密切相关。接连出台的政策组合拳筑牢“政策底”根基，PPI触底回升指向企业“业绩底”的确立，投资者应把握基本面因子拥抱“金九”行情。

易小斌表示，受今年的市场风格影响，市场的资金总是在寻找相对低位、估值较低或机构配置度较低的投资标的，当一季与AI相关的行业被拉高后，热钱在高位快速流出，慢慢又回流到相对传统的行业，这也是导致顺周期方向向短期表现较好的重要因素。在基本面走势仍有不确定因素背景下，A股市场的表现更多为“跷跷板效应”，每种风格都有机会，但持续性均不强。

## 新基金公司直面渠道尾佣压力

● 本报记者 王鹤静

数据显示，上半年，部分成立时间较短的外资独资、个人系、券商系基金公司支付给销售机构的客户维护费占基金管理费的比例（以下简称“尾佣比例”）依然保持在四成以上的较高水平。在业内人士看来，一方面，行业生态仍是卖方销售驱动；另一方面，新基金公司存在渠道话语权不足等问题，导致尾佣比例持续高企的情况出现。

在如今公募降费的大环境下，业内人士认为，除了行业生态加速由卖方销售驱动向买方投顾模式转化，新基金公司也要积极寻找和不同渠道平台的合作模式，最为关键的还是要提高自身的专业投研能力，丰富投资策略，扎实拓展产品布局，为投资者带来更好的投资持有体验。

### 尾佣比例持续高企

2023年上半年，近年来新成立的部分外资独资、个人系、券商系公募基金支付给销售机构的尾佣比例依然处于较高水平。

东方财富Choice数据显示，外资独资基金公司例如贝莱德基金、路博迈基金、富达基金，个人系基金公司例如汇泉基金、泉果基金、凯石基金、达诚基金，券商系基金公司例如东财基金、国融基金，以及朱雀基金等，2023年上半年支付的尾佣比例均高达40%以上，相比行业平均值25%，处于较高水平。

其中，朱雀基金、泉果基金2023年上半年的管理费收入分别为1.32亿元、1.12亿元，两家公司支付给销售机构的客户维护费分别为5942.79万元、5243.91万元，其主力产品包括泉果旭源三年持有期混合、朱雀恒心一年持有混合、朱雀产业臻选、朱雀企业优选等基金。

从2023年半年报、2022年年报、2022年半年报披露的最近三个报告期来看，部分新基金公司的尾佣比例持续高企，例如贝莱德基金、汇泉基金、凯石基金最近三个报告期的尾佣比例始终维持在45%以上，朱雀基金、达诚基金、东财基金最近三个报告期的尾佣比例也都保持在40%以上。

### 相对强势渠道话语权不足

从基金公司角度来看，尾佣比例高企的现象或与行业生态密切相关。某外资机构人士表示，国内的投资者更倾向于在平台型销售机构购买产品，选择基金公司直销的比重很低，导致银行、电商、券商等销售机构往往都有较强的话语权。

该人士还提到，国内渠道端采取的是卖方模式，即渠道向基金公司收费。而境外成熟市场多采取的是买方模式，基金公司收取的管理费较低，并且不需

## 顶流自购热度不减 “抄底自己”行为一致

● 本报记者 杨皖玉

上半年，葛兰、刘格菘、周蔚文、胡昕炜、周海栋等顶流基金经理持续加仓自己管理的基金。中国证券报记者发现，自去年下半年以来，顶流基金经理自购份额显著提高。其中，易方达基金陈皓在2022年下半年连续加仓自己管理的6只产品，自购份额超过300万份。刘格菘、刘彦春等人也在去年下半年开始大手笔买入自己管理的基金。

### 与基民利益深度绑定

最新自购数据显示，顶流基金经理与基民的利益愈发深度绑定。基金半年报显示，截至6月30日，全市场管理规模排名前十的基金经理合计管理规模近5425亿元，管理基金共计59只（不同基金份额合并计算）。其中，被基金经理本人自购的基金有48只；2022年末时，被自购基金有46只；2022年半年报时，有43只。

从买入份额来看，今年上半年，基金经理自购力度持续加大。葛兰加仓其管理的中欧研究精选，截至6月30日，自购份额在50万-100万份之间。周蔚文上半年加仓中欧明睿新常态，自购份额由之前的50万-100万份增加至超过100万份。刘格菘自购广发双擎升级超过100万份，此前刘格菘未有自购过该只产品。胡昕炜加仓汇添富消费升级，自购份额超过100万份，但他同时“一键清仓”了自己管理的汇添富稳健增长，2022年末时，胡昕炜持有这只产品的份额在0-10万份之间。周海栋同时加仓自己管理的华商

# 主动产品大举买入 ETF成机构必争之地

● 本报记者 万宇 张凌之

被动型基金正在被以主动管理见长的私募基金和外资机构大举买入。中国证券报记者发现，部分ETF前十大持有人中出现了多只知名私募以及外资机构管理的产品。周应波掌舵的运舟资本旗下两只产品大举买入嘉实科创芯片ETF，百亿级私募迎水投资旗下产品买入多只碳中和以及ESG主题ETF，百亿级私募思颀投资则对创业板和科创板相关ETF情有独钟。此外，外资机构桥水旗下部分产品也成为多只黄金ETF的前十大持有人。

在业内人士看来，主动产品重金买入被动型基金，最直接和重要的原因是ETF的工具性和便利性，使得基金经理可以快速高效地实现其投资目标。此外，投研资源有限、在震荡市出于产品流动性的考虑都成为了ETF受到机构热捧的重要原因。

### 主动基金成被动产品持有人

随着基金半年报的披露，部分ETF的前十大持有人中，出现多家私募机构产品。周应波掌舵的运舟资本旗下两只私募产品——运舟成长精选1号私募证券投资基金和运舟顺势2号私募证券投资基金分别位列嘉实科创芯片ETF的第五和第八大持有人，合计持有该ETF1.65亿份。

百亿级私募也成为ETF的座上宾，例如迎水投资旗下多只产品买入

多只碳中和以及ESG主题ETF。另一家百亿级私募思颀投资则对创业板和科创板相关ETF情有独钟。前十大持有人名单中出现思颀投资旗下产品的ETF有鹏华创业板50ETF、景顺长城创业50ETF、鹏扬双创50ETF基金、南方科创50增强策略ETF、鹏华科创50增强ETF。百亿级私募盈峰资本旗下三只私募产品均进入了嘉实中概互联网ETF前十大持有人名单。

不少外资机构旗下产品也大举买入ETF。桥水（中国）投资管理有限公司旗下产品现身多只黄金ETF。例如，华安黄金ETF前十大持有人中，桥水旗下产品占据两席，桥水全天候增强型中国私募证券投资基金三号和桥水全天候增强型中国私募证券投资基金二号分别持有该ETF8266.46万份和1442.51万份，分别位列第二和第五大持有人。易方达黄金ETF的前十大持有人中，桥水旗下三只产品分别位列该ETF第一、第三和第四大持有人；博时黄金ETF中，桥水旗下同样有两只产品进入该ETF前十大持有人名单。

此外，工银瑞信湾创100ETF第一大持有人为日本的大和资产管理株式会社旗下产品，持有份额1262.3万份；大和资产管理株式会社旗下产品同样进入工银瑞信科创ETF前十大持有人名单。

### 借助ETF实现投资目标

明明是主动管理的基金产品，为

何却大举买入被动产品？投资者不禁心生疑问。

“一位投资大师说过，指数可以战胜90%的投资者，虽然主动管理的基金力争当前10%，但至少先要保证不跑输市场。”一家私募基金负责人对中国证券报记者表示，作为基金经理，如果产品的底仓不配置指数产品，很难跟上市场的节奏。“事实上，今年的市场环境下，很多私募基金都以沪深300ETF做底仓。”他说。

“ETF是实现投资目标的工具，如果一个基金经理看好某个行业或赛道，买入ETF可以用最快的速度实现其投资目标，保证他可以及时跟上市场热点。”一位私募投资经理表示，如果看好某一行业，让交易员一一下单去买个股会比较慢，买入ETF可以提高投资效率。

另一位私募基金经理表示，以买入指数产品代替个股投资未来会成为很多私募基金的选择。对于公募基金来说，投研实力相对强大，投研团队人数多、覆盖领域广。作为私募基金，投研人员相对有限，很难覆盖所有行业。因此，当基金经理看好某一赛道时，可以通过购买被动产品来实现其投资目标。

事实上，买入被动产品并非不能体现私募基金的主动管理能力。“主观多头私募的基金产品，ETF只是占据仓位很小一部分的底仓，大部分仓位还是配置了个股，何况买入ETF也是基金经理研究分析后所作出的判断和操作。”北京某私募基金经理说。