

中欧瑞博吴伟志：

投资中最困难的事，踏空后该怎么办？

“行情来了，却没赚到钱。”这是近期很多投资者内心无奈的独白。

对大多数投资者来说，在市场上涨时踏空带来的痛苦比在市场下跌时出现亏损更为强烈。这是“损失厌恶”的典型表现——投资者更痛苦于“本可赚到却未赚到”的心理损失。不仅如此，踏空者需要面对困难的抉择：指数相对阶段低位有了不小的涨幅，不买，怕市场继续上涨；买，又怕追高被套。

如何应对踏空这一课题，是专业投资者的一门必修课。成熟的投资者，往往不是那些永远精准预测市场的人，而是懂得如何在不确定性中调整心态、在情绪漩涡中保持清醒的人。

“在早期投资生涯中，我也曾经被这个问题深深困扰过。”中欧瑞博董事长兼首席投资官吴伟志坦言，“所幸我们已彻底解决了这道难题，不会再陷入类似的困境之中。”

当行情来了，为何会踏空？踏空后又该如何应对？吴伟志接受了中国证券报记者的专访，围绕投资者关心的诸多问题进行了深入解读。

● 本报记者 王雪青

投资者为何会踏空

中国证券报：近期，中国资本市场表现亮眼，但仍有部分投资者甚至是专业投资者没有获得与市场同步的收益。对于专业投资者来说，踏空是一种什么感觉？

吴伟志：对于持续专注于股市的专业与准专业投资者来说，踏空是一件非常痛苦的事。眼见别人纷纷赚了钱，有些还赚了大钱，而自己却踏空了，这种痛苦甚至比在弱势行情中亏钱还要难受。因为当市场走弱，大家普遍都亏钱，痛苦是共担的；但在强势行情里，“别人都在赚钱，而我却没赚到”，这种挫败感和心理落差特别强烈。

在我投资生涯的早期，这种情况不止一次上演过，的确非常“虐心”。所幸我们已彻底解决了这道难题，不会再陷入类似的困境之中。

中国证券报：业余投资者平时主要专注于自己的工作，对股市行情无法做到持续跟踪，踏空比较正常。专业投资者为什么会踏空？

吴伟志：专业投资者踏空的原因或许有很多，但最主要的可能是其中两点。

原因一，对市场走强缺乏信心。股市最重要的规律就是其周期性，强势和弱势行情会交替出现、周而复始，这也是中欧瑞博提出“四季理论”的根基。在经历漫长调整的过程中，每一次买入后若未能及时获利了结或是止损，往往亏损幅度会比较大。市场持续调整会强化一种共识，即只要经济没有显著改善，每一次上涨就只是反弹，是减仓离场的机会，而非强势行情的开端。当一致共识形成，并且多数投资者的行为也与这种共识匹配的时候，往往已接近变盘时刻。在上涨后期如此，下跌后期亦是如此。

由于对市场走弱缺乏信心，投资者面对市场初期的上涨，自然认为只是反弹，不敢参与。等到越来越多的股票持续上涨，市场上涨

高度远超自身预期时，才猛然惊觉，自己已经踏空了。

原因二，没有在个股或行业上做好充分的研究准备，缺乏“根据地”。我见过很多通过深度基本面分析、自下而上挖掘个股的成功投资者，他们基本不关心市场的强弱周期，而是专心研究个股，找到自己能力圈内能够理解的好公司。只要这些公司估值不高，就不理会市场涨跌而持续买入，越跌越买不止损。这一类投资者几乎不会出现踏空的苦恼，因为他们有自己的“根据地”；并且，能长期坚持这种风格的投资者，大多已经超越了“攀比”的心态。

为何我们的投研团队，无论市场上涨还是下跌，都是满负荷运转？原因就是，无论市场处于什么阶段，每一个研究员、每一个基金经理都必须有自己的“根据地”。

例如，优质创新药公司有哪几家？人工智能（AI）各个细分领域的龙头公司是谁？化工行业中哪几家公司更有竞争力？最值得投资的黄金股是哪几只？当每一位成员都有自己的“根据地”，那整个研究团队的“根据地”空间就会十分充裕，任尔驰骋。

早年屡次踏空的经验告诉我们，很多时候我们踏空了，除了对市场走强的信心回归偏慢之外，很重要的原因就是没有提前做好研究储备，没有“根据地”。即便看好市场，也不知道买什么行业和公司才好。如果能做到在市场最悲观时都保持信心，同时团队的“根据地”空间充裕，那踏空这件事，自然就与我们无关了。

正确认知市场调整

中国证券报：踏空后，要把握市场调整时的“上车”机会，对于投资者而言，应如何正确认知市场调整？

吴伟志：投资者对市场调整的认知要更加全面。何为市场调整？多数人的理解是宽基指

数出现较大幅度下跌。但是，在不同级别的行情中，调整的形态是丰富的，不是仅此一种。比如，风格轮动也是市场调整的重要方式。

宽基指数由所有行业组成，在强势行情初期的上涨中，往往不是全面普涨，而是少数基本面最优秀、投资者共识最先形成的行业或板块，率先成为领涨先锋。一轮大级别的强势行情中，领涨的行业或板块往往不会只有一个。以本轮行情来看，领涨的有创新药、AI产业链、贵金属、新消费、“反内卷”政策受益等多条主线。并且，这些主线也不是齐涨齐跌。由于场外有增量资金入市，虽然板块与个股会有轮动式调整，但是宽基指数更多时候呈现大涨小回、进三退一的局面。如果宽基指数出现深度调整，那么多数领涨板块的主升阶段可能已经过去了。

投资者还需要问自己一个问题：我们究竟是对宽基指数感兴趣，还是对市场中某些行业的公司感兴趣？多年的投资经验告诉我，投资者关心和想买的股票，与宽基指数的表现未必完全同步。宽基指数上涨时，你关心的股票未必会上涨；宽基指数调整时，你关心的股票未必下跌。因此，投资者等待的调整，或许不能完全等同于宽基指数的下跌。调整还有更多的存在形态，比如日内大幅换手震荡、风格轮动等都属于调整的形式。

对于调整，如果认知仅仅拘泥于指数系统性的较大幅度下跌，可能会错过关注板块或个股的真实调整。

中国证券报：结合近期的市场行情，你当前的投资策略是什么？

吴伟志：近期市场还是呈现比较健康的态势，成交量稍大，存在调整的可能。但是调整不可怕，可怕的是市场拐点出现。不过，现阶段我们还看不到市场拐点出现的迹象。在投资策略上依然会保持较高仓位运作，持仓结构也没有重大调整的需要，根据市场动向，及时微调、优化组合。

等待调整还是拥抱估值洼地

中国证券报：在强势行情中踏空后，是勇敢买入处于风口位置的行业优质标的，还是积极拥抱估值洼地，抑或空仓等待调整？

吴伟志：前两种路径看似大相径庭，但是本质上，共同点大于差异点。共同点是积极买入，差异点是有人“中流击水”，有人“守株待兔”。投资没有百分百正确的事。空仓等待调整，却是强势行情中最不可取的策略。

经历了多轮市场周期之后，我们明白了一个道理，强势行情中即便等待调整，也要高仓位运作。多年积累的经验告诉我们，所谓踏空，只是错过了一些领涨的行业与板块而已，还有很多在中周期或后周期发力的行业与标的，在等待我们的参与。

就好比农民，如果错过了水稻的插秧季节，难道要等待天气调整？还是抓紧时间播种其他农产品吧。如果水稻来不及了，种一些别的作物都可以，总比把农田闲置要好得多。闲置农田等待天气调整的结果只有一个，完美错过整个播种季节，颗粒无收。

对于投资者来说，颗粒无收还不算最悲惨的事。最悲惨的是，一路踏空下去，到了强势行情的后期，姗姗来迟者在人声鼎沸时入场，“低谷转身而去，顶峰慕名而来”的剧情很可能又一次上演。

所谓别的作物，即可以在农田播种的一些晚季节品种，正是股市里的估值洼地。那些最有共识的优质成长品种先涨，是形成全面大行情的前提条件和重要特征。当市场开始百花齐放的时候，我们要相信，每一朵花都有自己的四季，野百合也会有春天！

估值洼地品种最大的优点是足够便宜；那些聚光灯下的热门品种，行业景气、业绩亮眼，但是最大的缺点就是涨幅很大，估值不便宜了。孰优孰劣，见仁见智。

发挥长钱长投优势

险资系私募偏好大蓝筹

● 本报记者 王宇露

又一家险资系证券私募正式亮相。平安资管旗下恒毅持盈（深圳）私募基金管理有限公司近日完成登记，首期基金规模达300亿元。截至目前，险资系证券私募已达7家，试点金额合计2220亿元。

随着上市公司2025年半年报的披露，这些“巨无霸”长线资金的配置路径逐渐清晰——偏爱中国石油、中国神华、大秦铁路等能源、基建龙头，长期投资、价值投资的标签较为鲜明。

又有险资系证券私募完成登记

近日，又一家险资系证券私募完成私募基金管理人登记。中国证券投资基金业协会网站信息显示，8月29日，恒毅持盈（深圳）私募基金管理有限公司完成登记，其注册资本和实缴资本均为3亿元，由平安资产管理有限责任公司100%持股。

据了解，恒毅持盈将作为基金管理人向平安人寿定向发行契约型私募证券投资基金，首期基金规模为300亿元。基金将聚焦“长期投资、价值投资”的理念，重点布局符合政策导向和险资配置需要的优质上市公司。

保险资金长期投资改革首批试点于2023年10月获批。彼时中国人寿和新华保险作为首批试点机构，各出资250亿元，设立规模500亿元的公司制基金。今年1月，《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》印发，提出抓紧推动第二批保险资金长期股票投资试点落地，后续逐步扩大参与机构范围与资金规模。随后，人保寿险及人保资产获准以契约制基金方式参与第二批试点。

截至目前，已有7家险资系证券私募获批。保险资金长期投资改革试点已有三批，试点金额合计2220亿元。

最新持股动向曝光

根据中基协网站信息，目前已有6只险资系私募证券投资基金进入运作阶段，包括国丰兴华管理的鸿鹄志远基金一期、二期、三期1号、三期2号，泰康稳行一期基金和太保致远1号。随着上市公司2025年半年报披露，部分上述基金的持股情况浮出水面。

Wind数据显示，二季度末，国丰兴华鸿鹄志远二期私募证券投资基金新进成为中国石油A股第6大流通股东，持股超2.17亿股，按照二季度末股价计算，持仓市值约18.57亿元；另外，该基金新进成为中国神华A股第9大流通股东，持股超5200万股，按照二季度末股价计算，持仓市值约21.16亿元。

中国石化8月26日发布的《关于回购股份事项前十大股东和前十大无限售条件股东持股情况的公告》显示，截至8月21日，国丰兴华鸿鹄志远三期私募证券投资基金1号位列中国石化第8大股东，持股3.05亿股，对应市值超过17亿元。大秦铁路9月2日公布的相关回购公告显示，截至8月28日，鸿鹄志远三期1号新进成为第4大股东，持股2.98亿股，对应市值超19亿元。

此外，鸿鹄志远（上海）私募投资基金有限公司（即鸿鹄志远基金一期）二季度末继续出现在伊利股份、陕西煤业和中国电信的前十大股东之列，持股数量较上一季度保持不变。

长期价值投资标签鲜明

近日，新华保险发布的半年报披露了鸿鹄志远基金一期的部分经营情况。截至6月30日，其总资产达到571.12亿元，净资产556.84亿元；上半年营业收入12.03亿元，营业利润11.75亿元，净利润9.68亿元。

新华保险半年报披露，鸿鹄志远系列基金贯彻长期投资理念，通过低频交易、长期持有的方式获得稳健股息收益。今年5月，中国人寿方面也曾表示，鸿鹄基金三期将以一贯之地秉持市场化、法治化和“长钱长投”原则及方案框架，坚持保险资金长期资本属性，坚持以高质量发展理念看待资本市场大势。将投资并长期持有公司治理良好、经营运作稳健、股息相对稳定、股票流动性相对较好，且具备良好股息回报的大蓝筹股，进一步减少股价短期波动对保险公司财务报表的影响，促进实现长期、稳定、可持续的投资收益。

业内人士认为，险企通过设立私募证券投资基金的方式入市，有助于发挥险资长钱长投优势，支持资本市场。而长期投资、价值投资，是险资一以贯之的鲜明投资思路。

此前，太平资产也表示，设立私募证券投资基金基金公司，旨在积极响应保险资金长期投资改革试点。下一步，将严格规范基金运作管理，建立健全长周期考核机制和符合保险资金特性的投资策略，充分发挥保险资金长期资本、耐心资本作用，进一步加大长期资金对资本市场的投资力度，坚定服务国家战略、服务实体经济，更好发挥保险资金稳定器和压舱石作用。

掘金县域市场“新蓝海”

理财公司频频牵手地方农商行

● 本报记者 张佳琳

随着银行理财行业步入真净值化时代，渠道变革也在不断深化。激烈的市场竞争下，积极拓展代销“朋友圈”成为行业共识。如今，银行理财公司的代销渠道网络持续扩张。8月以来，农银理财、北银理财、上银理财等与多地农商行“官宣牵手”代销业务。

谈及理财公司争相抢占下沉市场的缘由，某华东地区理财公司负责人直言：“地方农商行是竞争激烈的理财市场中相对而言的‘蓝海区域’。此前出于人员数量、科技能力等因素，地方农商行未与太多的理财公司展开合作，基本处于刚开展或者拟开展代销业务的阶段。”

这场悄然兴起的浪潮背后，既是理财公司拓展增量市场的战略选择，也是农商行拓展多元化营收的务实选择。对于申请理财公司“入场券”无望的中小银行而言，由自主理财转向代理理财则是应对监管要求和市场竞争的现实路径。

多家理财公司人士告诉中国证券报记者，庞大的客户基础、较低的竞争强度和稳定的客户关系，让理财公司正加速与农商行合作，县域市场或成为银行理财行业下一轮规模增长的重要引擎。这片尚待开垦的沃土，对理财机构和代销银行而言究竟蕴藏着怎样的机遇与挑战，又将如何改变银行理财行业的整体格局？

理财公司瞄准下沉市场

在理财公司新增的代销合作银行名单中，

农商行的名字出现得愈发频繁。今年下半年以来，信银理财、渤海理财、北银理财、上银理财等理财公司陆续发布公告称，与农商行“牵手”开展代销业务。

8月28日，浙江衢州衢江农村商业银行股份有限公司发布公告称，与上银理财签署代理销售合作协议，上银理财新增为该行的代理销售合作机构。8月8日，衢江农商银行发布公告称，北银理财新增为该行的代理销售合作机构。此前，该行还与兴银理财、杭银理财、平安理财、信银理财等理财公司建立了代销业务关系。

不仅是股份行理财公司，城商行理财公司动作频频，国有行理财公司亦有所行动。

8月14日，农银理财发布公告称，为更好地服务客户，该公司与东莞农村商业银行股份有限公司签订《理财产品代理销售服务合同》，委托东莞农商银行代理销售该公司管理发行的理财产品。翻看东莞农商银行的代理理财合作机构公告，可以发现该行已与兴银理财、宁银理财、杭银理财等理财公司展开合作。

这波合作并非偶然。当行业逐渐步入真净值化时代，有观点认为，银行理财市场竞争将呈现“产品为王”与“渠道为王”并行的双轨格局。根据金融监管总局网站最新披露的数据，截至2025年二季度末，我国农村金融机构总资产规模约60.16万亿元，占银行业金融机构总资产的12.9%。这个庞大而分散的市场，或成为银行理财市场下一轮规模增长的重要引擎。

多家银行理财公司内部人士告诉中国证券报记者，当前三、四线城市及县域地区的居民收入水平逐步提高，理财意识逐渐增强，财富管理

需求正快速崛起，下沉市场将成为银行理财规模新的增长点。

“双向奔赴”拓展业务新引擎

“对理财公司而言，地方农商行凭借其本地化的客户优势，特别是在大型银行网点覆盖不足的地区，能够帮助理财公司快速拓展市场份额，触达更广泛的客户群体，同时降低区域集中风险，助力产品销售扩面增效。”某北部地区城商行理财公司人士对中国证券报记者表示，代理理财公司的产品可以为地方农商行丰富自身产品线，增加中间业务收入，提升客户黏性，避免客户流失。

今年6月成功开办代理理财业务的安徽凤阳农村商业银行表示，为更好地满足广大群众的多元化金融需求，为不同客户提供多样化的金融产品和服务，在监管机构指导及省农信社的推动下，该行成功开通了代理理财业务，代销兴银理财旗下净值型理财产品。

凤阳农商银行人士表示，此次业务的成功落地，一方面是该行在存款利率持续下行、“资产欠配”的背景下，为客户寻求存款替代的稳健型理财产品；另一方面，也是该行在原有代销保险、代销贵金属的基础上，拓展多元化营收的路径。

中国邮政储蓄银行研究员娄飞鹏告诉记者，当前银行理财规模增加明显，理财公司除母行销售渠道外，正积极拓展其他销售渠道。特别是农商行等中小银行为了提高市场占有率，在净息差处于低位，业绩承压的情况下，也在积极提高中间收入，丰富收入来源，有较大动力来代