

从“追光”到“耕田” 公募逆势布局效果初显



视觉中国图片 制图/王力

“光”与“田”收益分化明显

相近的成立时间，不同的行业选择，带来了明显的收益分化。

Wind数据显示，截至9月15日，今年6月16日成立的汇添富中证畜牧养殖产业ETF联接A，回报率约为9%；仅晚一天成立的某科创人工智能ETF回报率却为-24%，两者相差高达33个百分点。

另一组对照，6月22日成立的广发国证粮食产业ETF联接A，截至9月15日的回报率超8%；而6月24日成立的某人工智能ETF，回报率却接近-23%，相差31个百分点。

今年5月20日，一只跟踪国证粮食产业指数的ETF与一只跟踪上证科创板人工智能指数的产品同日成立。截至9月15日，两只产品的回报率相差20个百分点，相对冷门的粮食ETF规模仅为AI产品的三分之一，但其阶段性收益却明显领先于后者。

需要注意的是，成立日期接近不等于同步完成建仓，不同产品的投资范围和运作方式也有差异。不过，这些同期产品的表现说明，发行时的市场关注度与后续投资回报不能简单画上等号，有时甚至呈现相反的关系。

公募提前落子

收益逆袭的背后，是部分公募基金公司在市场承压阶段提前落子。

格上基金数据显示，今年前8个月，畜牧养殖、食品、工程机械等相对冷门的方向出现多家基金管理人集中布局的现象。例如，永赢、景顺长城、汇添富、广发、华泰柏瑞、易方达、南方等基金公司发行了畜牧养殖或农牧渔主题ETF，发行份额在2.02亿份至7.81亿份之间；易方达、富国、前海开源、华夏等基金公司成立了食品指数产品，发行份额在2.27亿份至3.36亿份之间；此外，工程机械、有色金属等方向也有多只新品发行。

行业关注度较低时，新产品如何落地？发起式产品成为部分基金公司的选择。例如，今

年成立的汇添富中证畜牧养殖产业ETF联接、广发国证粮食产业ETF联接等均作为发起式基金；石油天然气、工程机械及医疗方向也有相关产品落地。其中，鑫元国证石油天然气指数发起式基金成立时募集总份额约为102163万份，管理人固有资金认购占比接近98%。

在业内人士看来，选择发起式产品，既有对布局时点的判断，也有对募集难度的考量。

支撑逆势布局的，是基金管理人对于产业变化的持续跟踪。今年6月，发起式产品中中欧港股医药成立。当时，中欧基金医药投研团队认为，经过近一年的调整，创新药相关指数基本回落至2025年行情启动前的水平，但政策支持、研发进展、出海授权及商业化盈利，仍是支撑创新药投资价值的主线。随后，港股医药品种在7月迎来一轮反弹。

新发之外，存量产品的持续营销也在吸引投资者逆势参与。

今年5月和6月，科技板块表现突出，红利板块承压。天弘基金数据显示，这两个月，天弘中证央企红利50指数的持有人户数合计逆势增长38%。基金定期报告显示，今年上半年该产品持有人户数大幅增长，截至今年6月底达到11.3万户。

市场冷清时，基金管理人投资者的沟通并未暂停。6月底、7月初红利板块下跌期间，天弘基金邀请基金经理发表观点，并通过官方播客“人间钱话”推出专题，从“红利为什么跌”切入，讨论投资方法与配置逻辑，在调整期为投资者提供持续的解读与交流。

从推出产品到解释波动，逆势布局正在向持有环节延伸。持续的沟通与陪伴，有助于投资者理性看待短期起伏，为长期持有及更好的投资回报创造更好的条件。

逆势布局更需理性和耐心

部分产品取得相对收益、部分机构用户数逆势增长，是否意味着基金发行销售正在减少对热点的追逐？

天相投顾基金评价中心认为，今年公募基金发行呈现出追逐热点有所降温、提前布

局类产品发行量增加的结构变化，但尚未形成全面转向，不同参与主体的投资者需求仍存在分化。具体来说，银行、券商等渠道更关注持有体验和长期配置价值，流量型渠道仍较依赖热门主题；机构资金对低估值、红利等布局的接受度提升，个人投资者仍较看重短期赚钱效应。

“逆势发行的收益相对优势是真实存在的，但逆势发行并不保证赚钱。”格上基金研究员毕梦婷表示。如何判断一个冷门行业值得布局？“不能只看‘跌得多’。”毕梦婷认为，需要同时观察行业长期需求、利空定价、竞争格局，以及订单、库存、毛利率等指标的改善情况。仅仅跌幅大、估值低，并不足以构成逆势布局的理由。

逆势销售之所以知易行难，还涉及考核与资源分配。在毕梦婷看来，销售渠道的考核往往关注短期销量、客户转化率及佣金收入，热门产品有近期赚钱效应，推荐时沟通成本较低；逆势布局的产品则需要更多解释，买入后若继续下跌，还会增加后续服务压力。

一位公募基金行业人士坦言，发起式基金可以缓解募集难题，却需要占用公司自有资金，更考验内部共识。基金公司必须接受部分低位布局的产品可能长期不到行情、业绩和规模难以起色，甚至自有资金出现亏损的结果，并据此设置合理的考核机制。

怎样把逆势销售做得更有效？天相投顾基金评价中心认为，不能简单把冷门赛道推向市场，更重要的是在产品选择、销售节奏和投后陪伴上做好衔接；逆势销售的关键，是让投资者在买入前了解风险与周期，并在持有期持续获得信息和判断依据。

毕梦婷认为，逆势销售需要多管齐下：在产品选择上，避免盲目布局单一冷门行业的高波动主题产品，可优先选择底层逻辑清晰、利空已经充分释放的板块；在产品设计上，可以控制仓位弹性，采用发起式基金、基金管理人自购等方式，降低对大规模首发资金的依赖；在销售节奏上，减少对短期集中大额募集的追求，探索分阶段投入，做好投资者的预期管理。

国联安基金呼荣权：

“趋势+周期”布局消费赛道

●本报记者 魏昭宇

在消费资产被持续低配的当下，国联安基金的基金经理呼荣权却在那些不被关注的角落，看到了投资机会。健康食品悄然崛起、低度酒饮加速占领市场、宠物功能粮渗透率提升、IP潮玩平台爆发……这些细分赛道，或因产品创新，或因渗透率提升，或因场景扩张，依然保持着对位数的收入增长，清晰地改写着市场关于“消费只剩价值、没有成长”的刻板印象。

呼荣权在接受中国证券报记者专访时表示，低仓位、低预期、低估值构成了逆向布局的安全垫。在消费赛道的布局中，他坚持以“趋势+周期”的框架，挑选“短期有业绩、长期有逻辑”的成长消费，力争为投资者提供兼具弹性与抗跌性的消费类股票组合。

短期有好业绩 长期有好逻辑

“美国消费股常常依靠寡头垄断长期走牛，但国内多数行业很难形成持续的垄断，竞争格局在不断演进迭代。因此，‘趋势投资+周期博弈’成为重要的买入思路。”呼荣权认为，目前赚钱的机会主要有两类：一是产业趋势确立时顺势参与，比如过往的光伏，以及近期的AI，一旦供需共振，就会出现估值与业绩的双击；二是行业供需周期见底时布局，等待修复兑现，而当前消费正是典型的周期底部行业。

在选股上，呼荣权始终坚持“短期有好业绩、长期有好逻辑”的核心标准。他认为，成长股需要具备高天花板、低渗透率、产品容易被接受并能成为爆款、未来有提价空间等特征。

他的持仓逻辑清晰地体现了这一框架。比如，他长期持有某细分健康食品龙头，正是看中健康化长期渗透的大逻辑，且该公司短期业绩持续兑现。再如，他配置某酵母龙头，一方面是原料成本下行带来利润弹性，另一方面是酵母蛋白替代乳清蛋白、承接减重药物带来的蛋白补充需求，从而打开了第二增长曲线。此外，他还布局了某黄酒及某低度酒龙头，顺应的是低度化、健康化与全国化的行业趋势。呼荣权特别表示，在下行情很难找到完美的成长股，但“周期底部+成长弹性”的选股标准，能够让股价的上行空间变得更加可观。

不做市场的对抗者

当然，消费赛道目前的整体疲弱仍是不争的事实，在行业的趋势性下行中，不去做市场的对抗者，这也是过去几年呼荣权的基金经常维持相对较低仓位的原因。但在去年底，呼荣权对2026年消费基本面审慎偏积极，于是选择了加仓。然而，今年上半年AI的赚钱效应过于强烈，资金从消费与红利品种中抽出，某红利指数单月跌幅约15%，消费品种下跌的程度也超出了预期。

面对这种极端情况，呼荣权进行了积极的结构切换。“因为高端白酒具备较强抗跌性，我一季度增加了配置力度并将其作为重要的组合底仓。随后在二季度整体超跌中，减持了一些品种，换入了更便宜、弹性更大的底部成长标的，比如宠物、低度酒、健康食品等赛道股。”此外，呼荣权还如在港股市场中茶饮、潮玩IP平台等新消费标的进行了布局。

透过现象看本质。呼荣权并非仅关注一家企业的财报数据，而是善于观察数据背后的经营状况。例如某宠物食品龙头今年受高端线价格战影响，利润有所下滑，但收入仍然保持双位数增长，国内市占率居首。呼荣权按照收入与常态利润进行评估后，将利润的短期扰动视为买点，把握了阶段性的布局机会。对于某食品公司，呼荣权也能够快速捕捉到其短期交易性机会，在利好数据兑现后果断降低仓位。

从总量思维切换至结构思维

在呼荣权看来，消费当前已经运行到周期底部区域，宏观上，国内经济延续回稳向好的趋势，扩大内需和居民收入改善的中长期举措持续发力，制造升级、机电与汽车等出口保持韧性，整体宏观环境为消费修复提供了更平稳的底座。筹码上，近年主动权益对大消费配置水平持续回落，食品饮料等子行业的公募配置比例处于历史低位，部分头部消费基金为应对业绩压力增加其他高弹性资产敞口，“一致性低配、低关注、低预期”恰恰是底部的重要特征。交易结构上，上半年AI产业趋势强、赚钱效应集中，资金阶段性从消费和红利品种中抽出，而随着高弹性科技方向进入业绩验证期、交易拥挤度释放，资金再平衡空间打开，消费的抛压逐步减轻、修复阻力显著下降。

传统消费方面，他并不悲观。以白酒为例，呼荣权认为行业正从粗放扩张走向质量提升，头部企业的品牌、渠道、治理优势进一步凸显。近年渠道去库存、价格重估、直营与数字化运营推进，龙头公司经营更稳健；部分全国化名酒通过梳理渠道、优化产品和强化合规，有望在调整到位后轻装上阵。他特别提到，白酒虽总量进入成熟阶段，但低度化、年轻化、区域酒全国化仍有文章可做。整体看，传统白酒方向不是没有投资机会，而是从“买赛道”变成“选公司”，头部集中、结构升级、现金流稳定，酒类股票仍是消费基金底仓的重要来源。

大众品一端，他更看重健康化与功能化带来的重估。比如，某健康食品公司受益谷物替代、低糖低脂和低线城市渗透，收入与利润保持良性增长；口腔护理、卫生用品等细分龙头则凭借产品升级、渠道下沉和品牌年轻化，在成熟品类里拿到较多的市场份额。呼荣权说，这类公司不一定讲“颠覆式故事”，但胜在需求刚性、迭代可控、估值经过前期消化，放在周期底部配置，安全边际和成长性都更平衡。新兴消费亦充满广阔的投资机遇。比如，有茶饮品牌通过健康果饮、低糖选项和供应链标准化加速下沉，同时用咖啡等第二曲线拓宽时段与客群，门店模型在行业洗牌后更高效。

“很多投资者还停留在旧框架里，觉得消费就是看总量、看白酒、看宏观周期。其实现在更多要看结构。”呼荣权表示，随着居民收入水平提升、消费场景恢复和线上线下融合加深，健康消费、悦己消费等都在释放增量。叠加可能的政策层面的加持，以及消费场景创新和下沉市场的挖掘，优质消费企业的长期空间将更加广阔。

私募五大策略业绩分化 量化多头领跑

●本报记者 王辉

8月A股市场震荡反弹，带动私募产品净值普遍修复。第三方机构私募排排网数据显示，截至8月31日，在该平台有业绩记录的12597只私募产品8月平均收益率达4.53%，今年以来的平均收益率提升至4.99%，超六成产品实现正收益。五大策略表现显著分化：8月股票策略以5.44%的平均收益率领跑，多资产策略、组合基金策略、期货及衍生品策略的平均收益率分别为3.84%、3.47%和3.14%，债券策略当月的平均收益率为0.44%。更值得关注的是股票策略内部的结构性分化——量化多头单月平均收益率达9.71%，年内收益率由负转正至6.62%，而主观多头8月平均收益率仅3.82%。有私募人士表示，这种分化的本质是各策略贝塔来源不同，并非简单的“谁强谁弱”。

量化领跑 主观分化

股票策略内部的分化，是8月私募业绩最大的看点。其中，量化多头的表现相对突出。数据显示，其8月平均收益率达9.71%，在股票策略各子策略中大幅领跑；凭借这一表现，量化多头1至8月的平均收益率修复至6.62%，正收益产品占比达77.24%。相比之下，主观多头股票策略的8月平均收益率仅3.82%，今年以来的平均收益率为5.71%，正收益产品占比为56.55%。

融智投资FOF基金经理李春瑜对此的归因是“贝塔修复+风格均衡”的共振。他分析，7月量化多头策略超额收益快速回撤，属于阶

段性扰动而非模型失效，根源在于当月市场较为极端的风格切换和交易拥挤引发的连锁反应。当市场环境恢复正常后，超额收益迎来自然修复。8月市场风格从极致集中回归均衡，成交从集中于少数个股向全市场扩散，量化策略通过分散选股重新捕捉到阿尔法。

好买基金研究中心研究员蔚立柱则从三个维度解释了8月主观多头表现不尽如人意的原因：一是7月回撤后仓位与持仓结构偏防守，回补节奏慢于量化；二是赛道仍高度分化，AI硬件与科技的修复和各类不同资产的再平衡并存，集中持仓容易“踏错半拍”；三是在半年报验证阶段，市场叙事向业绩切换，选股容错率下降，持股集中度高的组合波动更大。

格上基金研究员蒋睿表示，8月大类资产呈现“权益修复、债市震荡偏强、商品分化但有趋势行情”的格局，权益资产在7月成长赛道大幅回调后迎来阶段性修复，小盘明显强于大盘。不同行情特征直接影响各策略的业绩表现，这也解释了为何覆盖全市场的量化策略在8月的市场修复中弹性更大。

有私募人士分析，量化与主观的分化并非“谁替代谁”，而是两种策略在不同市场环境下的适应性差异。上半年极致抱团行情中，量化分散持股反而更容易变成“分散踏空”；8月风格回归均衡后，量化的覆盖面优势重新显现，而主观多头则需要更精准的赛道判断才能跟上节奏。

控制回撤成关键词

从业绩归因转向策略运作，一个投资关键词浮出水面：控制回撤。

李春瑜表示，当前市场轮动快、持续性弱，各类投资策略运作的核心在于“控制回撤前提下的适应性”。具体而言：主观多头需降低单一赛道暴露、提升调仓灵活性；量化多头关键是超额稳定与风格敞口管控；CTA策略（管理期货策略）需警惕低波动品种的拥挤；多资产与FOF类策略应发挥配置价值，通过低相关资产平滑组合波动，而非追求单边进攻。

蔚立柱认为，目前主观私募的整体仓位把控转向中性偏积极，同时留有加仓空间，以应对外部利率、地缘等不确定性因素扰动；同时在组合配置上需要更加均衡——例如，以景气科技和出海制造为进攻端，以红利和部分金融消费为平衡端，控制单一“叙事敞口”。

蒋睿观察到，目前主观多头私募普遍认为AI产业链“叙事未破”，但市场关注点已从“需求是否增长”转向“资本开支由谁承担、回报如何”，对相关产业链的选股要求明显提高。这一变化决定了AI相关配置的内部结构正在调整，同时非AI板块关注度有所提升。蒋睿认为，目前应重点围绕估值、业绩与风险因素的匹配审慎评估。

在CTA策略方面，蒋睿表示，目前宏观对冲及CTA策略的管理人相对看好年底前商品市场的结构性机会，比如供需错配下原油价格上涨及厄尔尼诺气候下的农产品相关机会。

另有私募人士表示，当前各类策略的运作共性，不是追求单边进攻，而是在不确定性中保持适应性。控制回撤不是消极防御，而是为下一阶段的进攻保留弹药。