

大力拓展险资客户 基金代销业务格局生变

◎记者 朱妍

跨过快速发展期、陷入“红海”竞争的机构端基金代销业务，正在迎来新的发展重点。面对市场波动，过往主攻银行理财子公司的机构代销业务，开始将视线投向保险等属性更为长期、稳健、价值的资金。

基金机构代销业务竞争加剧

“基金机构代销业务的门槛较低，同业竞争的队伍也在不断扩充，目前已经跨过了第一阶段的快速发展期，进入了第二阶段的‘红海混战期’。”某独立基金销售机构人士小邹说。

去年四季度以来，A股市场波动，导致主打机构客户的基金代销机构的保有规模随之摇摆。Choice 数据显示，近一年以来，截至 11 月 15 日，偏股基金指数下跌逾 10%，债券基金也经历了调整。部分主攻机构端基金代销业务的第三方机构，三季度末最新保有规模仍未回到去年同期水平。

业内人士认为，造成这种情况的核心原因在于各代销机构面对的大多是以银行理财等为主的短期资金。

2018 年资管新规发布后，银行理财转向净值化管理，基金机构代销业务因此快速发展。尤其是在 2021 年过渡期结束后，以银行理财子公司为主的资管机构对公募基金的配置需求越来越大，促使基金机构代销业务进入快速发展期。“但是，近年来随着市场波动加剧，一些银行理财子权益投资业绩不佳，资金呈现‘快进快出’风格，且产品净值化后，理财赎回行为也对基金销售保有规模产生冲击。”小邹说，资金短期属性较为明显。

能否在基金机构代销业务竞争加剧的



当下，找到更适合的资金，守住并拓展销售保有规模的行业占比，成为了诸多代销机构探寻的共同课题。相对更为稳健的长线机构资金，也因此进入了不少代销机构的视野。

保险长线资金助力突围

“我们面向保险资管的机构代销业务虽然一直都在开展，但占比不高。有的代销机构可能本来就在保险这一领域有不小的布局，所以去年末以来受到的影响相对较小。今年以来，不少同行发力争取保险客户，这成为当下阶段的一种新出路。”有基

金机构代销业务人士说。

小邹认为，相较市场上的其他资金，保险资金具有规模较大、期限较长，以及追求价值投资和长期收益的特点。在市场波动较大时，这类长线资金往往表现比较稳健，不会在很短的时间内大额赎回，甚至会抓住市场过度反应的机会进行加仓，其持仓保持相对稳定。因此这类客户今年成为了基金机构代销业务中的“香饽饽”。

不过，上述代销业务人士表示，保险机构的专业性和科技能力都很强，也有既定的投资思路，并不容易争取，同业竞争压力很大。

大力拓展险资客户，究竟是机构代销业务的阶段性选择，还是长期新趋势？业内人士认为，每家公司情况不同。有些是将保险客户当作长期客户来发展和维护，有些只是为了应对今年的机构代销环境。

“但如果代销机构能更多地引入长期资金，自身业务规模的稳定性自然会有很大改善，有利于长期稳定发展。”该业内人士说，当下市场波动较大，基金机构代销业务发展整体受到了一定掣肘，但随着经济复苏、市场转暖，行业或迎来更好的发展前景。当下应优化资金结构，提升服务品质，抓紧练好内功。

机构动向

机构热议风格切换 看好成长板块后市

◎记者 赵明超

距离年底仅一个多月，从往年的市场走势看，年底市场经常会发生风格切换。过去一个月来，TMT 板块表现抢眼，建筑地产表现欠佳，前期表现较好的石化、煤炭等高分红板块遭遇回调，从机构观点看，受外部冲击趋弱，内部政策发力、市场估值较低等多种因素推动，投资者市场风险偏好有望提升，低估值的成长板块有望迎来较好布局机会。

富国基金数据显示，过去10年中，A股市场有8年在年底出现了成长与价值风格的切换现象。

在富国基金看来，市场风格体现在市场大势和行业表现上。按照投资属性可分为价值与成长风格，按照市值特征可分为大盘与小盘风格，按照行业属性则可分为周期、消费、金融和科技等。

当受到同样宏观、中观变量影响的行业和

个股整体走强，投资者根据这一类走强股票的特性再去挖掘其他行业类似标的，上涨行情在此类标的中扩散，从而推动这种“风格”演绎至极致。

从过去几年的市场表现看，年底往往会走出风格切换行情，这是受多方面因素驱动：一是产业发展趋势，2013年至2015年，受智能手机加速渗透影响，移动互联网受市场追捧，成长风格占优；二是政策因素，2016年至2018年，政策发力供给侧改革，价值股开始占优，2019年至2021年新能源板块强势崛起，核心资产受到追捧，市场风格也随之轮动。今年初以来的轮动行情，则主要受AI板块带动，TMT板块受到追捧。

“从目前演绎路径看，接下来市场还有望走出风格切换行情，过去几个星期来的市场走势，或是这种风格切换的预演。”沪上某公募基金经理表示，在他看来，上半年受到市场追捧的 AI 概念股，在三季度

表现欠佳，不少个股股价跌到本轮行情的起点，但 AI 板块依然是最明确的产业趋势之一，海外不断有创新应用出来，A 股市场往往会对外外标的进行映射，在当前市场宽松环境下，成长板块有望演绎出一轮行情。

从市场驱动逻辑看，上述基金经理表示，当前正处于三季报披露完毕、年报未出的业绩空窗期，受海外冲击趋缓、国内利好政策不断出台等利好因素影响，成长板块的优势更大一些，“从美国最新经济数据看，美债下行的确定性增强，明年随着核心通胀继续回落，美联储将重新进入宽松周期，叠加国内的宽松货币环境，看好成长板块的交易性机会”。

对于具体的布局方向，摩根资产看好处于业绩底、政策底、估值底“三底”叠加的医药行业。主要逻辑是，从政策层面来看，集采、谈判降价、医疗反腐等影响已经

逐渐被定价，今年以来政策鼓励创新的趋势越发明显，行业反腐有助于削弱渠道力，更加鼓励创新，这有助于提升国内医药企业竞争力，好的产品有望获得更多的市场和政策激励；从板块估值看，当前申万医药生物行业动态市盈率不足 30 倍，处在历史 14%分位数；从触发因素看，年底往往催化剂较多，例如临床数据、医保谈判、潜在的海外授权等都有望催化创新药板块的行情。

华安基金看好数字经济相关行业的机会。受华为和小米等新机发布驱动，叠加 AI 新技术的创新，消费电子行业景气度有望持续提升。在通信板块，政策正在推动专用卫星终端和大众消费型卫星终端的综合使用，多家厂商积极布局卫星通信手机，手机直连卫星终端商业模式成熟，卫星应用有望迎来广阔发展。在传媒板块，近期迎来互动游戏和短剧等事件催化，投资者风险偏好提升，同样有望迎来较好的布局机会。

中信保诚基金江峰： 坚持逆向投资 关注小盘股投资机遇

◎记者 陆海晴

在今年以来的行情中，部分基金的净值“逆势飞扬”。江峰管理的中信保诚多策略混合即是如此，基金净值屡创新高，他是如何做到的？投资是认知的变现。梭树资本创始人霍华德·马克斯说：“成功的投资不在于‘买好的’，而在于‘买得好’。”江峰深以为然，在他看来，这要求适当逆势投资，以较低的价格买入优质公司。

落实到实践中，江峰利用 PB-ROE 框架来评估较高收益风险比的行业和公司。具体来看，PB（市净率）指标基于公司账面价值，强调稳定性好，与行业景气度匹配度较高。其中，PB 较低时往往意味着行业处于周期底部，而后随着竞争对手的退出，行业供求关系改善，行业景气度有所提升，最终实现盈利估值双升。

“但是仅利用 PB 进行估值还不够，还需要结合盈利指标对公司基本面深入考察，这样有助于规避个股风险，挖掘真正有潜力、超预期的行业 and 个股。”在具体的选股上，江峰重点关注盈利能力较强、持续性较强的公司，以及盈利能力有反转预期的公司，同时尽力规避 PB 过高、盈利能力弱化的公司。

在行业选择上，江峰会对不同行业进行估值比较，并关注隐含预期回报，在估值与预期差之间进行权衡。从行业偏好上来看，江峰认为消费、医药行业都是长坡厚雪的板块，上述两个行业拥有众多细分子行业，或蕴藏较多投资机会。

此外，从中信保诚多策略混合过往持仓来看，较多时候重点配置小盘股，并且持仓相对较为分散。截至三季度末，中信保诚多策略混合前十大重仓股合计持仓市值占基金净值比在 10%左右。“我在中信证券投行部工作多年，深度参与过定增投资相关的业务，上述从业经历让我受益颇多，也对中小企业的成长有了更深刻的理解。市场对于大市值公司往往研究较为充分，而对中小市值公司的关注度相对低一些，从而也更容易‘翻到石头’。此外，当前市场环境利于小盘股表现，同时，小盘股整体估值仍处于较为合理的区间。”江峰说。

就投资组合的搭建而言，江峰强调适度逆向投资，即在市场情绪低迷时主动出击，寻找合适的投资标的，在市场情绪相对较为高涨时，则要保持清醒，避免追涨杀跌，损耗投资收益。在股票仓位的控制上，江峰也更为谨慎。梳理定期报告可见，中信保诚多策略混合股票仓位基本保持在 60%至 80%，江峰会建立一个信号监测体系，做好仓位动态应变的准备。

在采访的过程中，江峰多次提及，控制回撤，提高投资者持有体验。“我的投资目标是保持基金净值相对稳定，尽可能降低投资组合的波动，从而给投资者带来较好的投资体验。这需要不断优化方法论，动态调整组合，力求获得长期稳定的回报。”江峰说。

从中信保诚多策略混合基金业绩来看，截至 11 月 15 日，基金净值又一次创下新高，且今年以来收益率达到 19%，在市场 7000 多只混合型基金中排名进入前 50。业绩与规模也形成良性循环，截至三季度末，中信保诚多策略混合规模从二季度末的 3.11 亿元增至 7.96 亿元。为维护基金的稳定运作，保护投资者利益，11 月以来中信保诚多策略混合连续两次发布限购公告。

安信基金池陈森： 医药行业吸引力显著提升 明年成长性可期

◎记者 何瀚

A股市场中，医药行业被视为长坡厚雪的赛道，医药基金经理人才辈出。安信基金基金经理池陈森从卖方研究到买方投研转型后，于 2021 年正式管理医药主题基金。Choice 数据显示，截至 11 月 13 日，池陈森自 2021 年 1 月 12 日管理安信医药健康以来，投资回报率达到 28.23%，展现出较强韧性。

池陈森倾向于均衡投资，注重个股的投资性价比。“我会积极挖掘低估值、高增速的高性价比标的，在行业配置上相对均衡，尽量做好组合的回撤控制。”池陈森说。

在池陈森看来，选对方向和精选个股，是其追求超额收益的核心。一般会采用自上而下、自下而上相结合的方式，挑选出行业周期、企业生命周期、市场周期共振的标的。

具体来看，行业周期属于战略层面，根据细分产业的周期变化、景气预期去判断，相对重仓有预期差的行业，但整体行业配置相对均衡，一般单一细分子行业不超过 30%；企业周期属于战术层面，通过分析企业自身的成长曲线，判断企业的真实成长周期，在线性外推的市场上寻找预期差；市场周期属于交易层面，对市场周期、估值进行投资管理，会在左侧接近右侧的地方买入。池陈森表示，为了追求长期超额收益，需要用相对低的价格买入好公司，但是不希望花太多时间等待价值发现。价值发现的时间过长，一方面会降低预期收益率，另一方面会有更多不可预测的情况发生。“尊重二级市场，长期跟踪行业、个股的认知变化，力争在认知拐点发生前买入。”

池陈森对医药行业较为乐观。首先，医药行业经过充分调整，估值处于底部区域，机构持仓维持在历史低位，“现阶段，医药行业具有较大吸引力。展望明年，有望看到行业更好的成长性，景气度的比较优势也会更加明显”。

景气度方面，药品销售、设备采购、门诊量等院内市场逐步恢复，景气度持续向上；需求方面，在老龄化进程中，医药需求的确定性较强，有望在经济复苏后保持快速增长。

谈及长期成长方向，池陈森认为，医药领域存在创新升级、消费升级、制造升级三大成长方向。“市场对于创新升级、消费升级理解比较充分，这两个领域的估值水平相对合理，而对制造升级的挖掘并不充分。”在制造领域，池陈森认为，需求持续旺盛且支付能力有限的背景下，医药制造领域降本、提质将是持续的方向，国产替代、国际化均有很大的成长空间，相关个股具有较好的成长性。