

银华基金肖侃宁：

# 养老投资要看长远 积累长周期投资胜率

中国基金报记者 李树超  
见习记者 张玲

业中性和分散投资，构建出长期持续战胜偏股基金指数的投资组合。

在分散投资方面，他会选择最具景气度的若干行业，以行业景气度、净利润增速等符合公司成长价值的基本面指标，将资金配置到好的资产上。从养老金这类长周期投资的角度考量，源于企业基本面长期成长带来的回报最能经得起时间的考验。

在投资目标确定后，他会根据大类资产配置确定权益投资比例，并采取价值增长线的方式，阶段性地针对稳健资产提供的收益，倒算出权益资产能够承受的风险。而稳健资产提供的安全垫，也为权益投资限制了风险敞口，通过有纪律性的投资操作，严控下行风险，大概率让资产在价值增长

线的轨道中运行。

在子基金构建中，他会通过仓位控制、选择着重爬坑能力强的策略型基金经理、基于景气度排序的赛道型资产选择等，获得产品的阿尔法收益。

FOF投资的核心是筛选基金经理。肖侃宁把权益基金经理细分为三类：灵活配置型的基金经理、赛道型基金经理和绝对回报型的基金经理，并根据市场环境变化，为基金的稳健增值搭配不同类型的子基金，以完成大类资产配置的目标。

## 明年市场或分两大阶段 看好消费、医药、新能源

肖侃宁表示，即将发行的银华尊颐稳健养老目标基金将延续上述投资理念，为中低风险投资者提供长期稳健回报。他会以15%的权益资产为中枢构建组合，力争实现年化4%~6%收益、最大回撤为2%波动特征的养老产品，力求实现低波动的稳健收益。

对于明年市场可能发生的变化和投资布局，肖侃宁分别对权益类市场和债券市场进行了详细的解读。

权益类市场方面，他表示，明年将

湘财基金肖超虎：

# 盈利改善 看好消费股机会



中国基金报记者 王云龙

“消费板块今年经历了大幅调整，从目前情况看，板块估值基本进入合理区间。展望明年甚至未来三到五年，在盈利修复和改善背景下，消费板块还有很大的配置价值。”湘财长兴基金经理肖超虎向记者表示。具体而言，他相对看好游戏、白酒、食品、出行相关及家电等细分领域的投资机会。

## 关注行业景气度和个股竞争力

肖超虎将自己的投资框架总结为两条主线：自上而下选择景气度向上的行业和自下而上选择竞争力不断增强的个股。

从行业景气度看，肖超虎指出，可以从两个方面考虑：第一种是需求端特别强劲，如许多新消费品类，在其景气度高、需求好的时候，更值得关注，但其行业格局未必稳定，一旦增速放缓，估值和业绩都会承压；第二种着眼于行业格局改善因素，要么出于供给收缩，要么来自集中度提升。

从自下而上角度出发，肖超虎表示，观察一家企业的核心竞争力，关键要判断这家企业的市场份额是否在持续提升，“最佳状态是在市场份额提升过程中伴随着企业盈利能力的改善，还有一种通过价格竞争扩大市场份额，这种方式比较考验企业的成本控制能力。”此外，企业的管理能力也很重要，需要综合考量。

对于估值，肖超虎认为需要动态观察、评估。“当前市场环境下，要适当下沉估值，我会更偏向于赚盈利增长的钱；当宏观环境发生变化，板块估值水平不再承压时，我对估值的容忍度也会有所提升。”

在持仓风格上，肖超虎始终保持“分散+均衡”的特征。他坦言，对波动和回撤的容忍度相对较小，因此，个股集中度相对适中。肖超虎将其持仓风格形容为“哑铃式”持仓，“持仓着重于两端，一端是基于自上而下和自下而上结合、估值处于合理水平，值得中长期布局的股票组合；另一端是基于高景气、高增长逻辑筛选出的个股，这一部分持仓反映的是组合的进攻性和锋利度，作为‘奇兵’存在，换手率也会相对高一些。”

## 消费板块中长期配置价值凸显

“尽管今年消费板块表现并不太好，但展望明年甚至未来三到五年，在盈利修复和改善背景下，消费板块仍具有很大潜力。”在肖超虎看来，消费板块经历了大幅调整后，估值已基本进入合理区间，中长期配置价值将逐渐凸显。

肖超虎指出，消费在需求端将会逐渐恢复，同时PPI未来从高点回落，将会在一定程度上缓解企业成本端的压力，而近期部分企业开始提价，将改善企业盈利。

肖超虎相对看好游戏、白酒、食品、出行相关以及家电等领域的投资机会。他表示，随着游戏行业产品生命周期逐渐进入上升通道，行业估值有望修复；白酒板块，在龙头高端、次高端白酒行情之后，无论是从估值还是行业景气度看，区域白酒可能迎来“双升”机会；调味品、休闲食品等食品板块，当提价成为常态后，企业业绩将会迎来修复；经历疫情之后，出行板块供给端逐渐出清，一旦需求改善，板块将会出现向上弹性；家电板块，小家电目前更具投资优势，一方面小家电今年的业绩和估值都曾大幅下调，另一方面小家电受地产下滑冲击相对较小，产品的使用周期也更短，明年需求改善的确定性会更高。

“整体来看，估值下沉、降低组合中高估值部分的配置比例，寻找景气度改善的行业，关注更长周期的供给端优化，这些将是我明年投资中重点考量的因素。”肖超虎说。

景顺长城ETF投资部总经理汪洋：

# 增强型ETF比拼的是持续获取阿尔法能力

中国基金报记者 方丽



汪洋介绍，与现有普通指数增强基金相比，增强型ETF有四大优势：一是突破了现有场外指数增强基金95%的仓位限制，最高股票仓位可接近100%，极大提高了资金利用效率；二是基金费用参考ETF设置，较普通指数增强基金更低；三是可以在二级市场直接交易，降低因基金申赎带来的成本不确定性；四是持仓更透明，每日披露持仓。

“增强型ETF是从传统ETF向主动型ETF发展的重要一步。”汪洋提及海外市场表示，美国近三年最火的正是主动型ETF，其增速大约是常规ETF的三倍左右。

数据显示，主动管理ETF在海外

市场运营多年，已经是比较成熟的投资产品。以美国市场为例，自2008年3月发行全球首只债券增强策略ETF，截至2020年底，美国市场主动管理ETF总规模已突破1700亿美元。

谈及选择中证500指数的原因，汪洋表示，目前这一指数基本面改善和较低的估值让其投资价值凸显。Wind数据显示，11月16日，中证500指数市盈率为20.02倍，处最近10年以来4.86%的分位数，安全边际较高。

## 增强型ETF比拼的是业绩

与普通指数增强产品类似，增强型ETF的核心也是做指数增强。汪洋直言，如果说过去ETF竞争比拼的是公司营销推广能力，那么，增强型ETF最终比拼的将是业绩。

“这一产品要求不仅要有超额收益，而且要能持续获得超额收益。”汪洋表示，对于景顺长城而言，公司ETF业务平稳运作已经超过8年，同时景顺长城具备优秀的主动和量化投资能力，是其增强型ETF产品，长期获取

稳健收益的最核心的动力源泉。

景顺长城中证500增强策略ETF如何做增强？汪洋介绍，量化增强策略主要通过量化多因子长期稳定的风险溢价和适当的风险控制措施，生成主动投资组合，以追求超越标的指数的业绩水平。

汪洋尤其提及，量化增强策略从市场估值、盈利、质量、成长等多维度对企业进行数量化抽象并进行评估，从而构建相应的因子库；根据因子的经济逻辑及基本面驱动逻辑，对因子进行选择；同时根据市场经济周期及因子自身的周期性，适当地动态调整因子权重，以期获得更好的风险调整后收益；根据因子的选择，对股票进行因子打分排序，并构建量化增强投资组合。通过多因子组合构建的量化增强策略可以既获取各个因子的长期风险溢价，又通过多因子组合的方式降低风险水平。

汪洋坦言，常规来看，ETF规模非常重要，规模越大代表投资者群体越大，通常流动性也会相应大一些，但增强型ETF最终还是以业绩取胜的产品，其规模大概率跟它持续获得超额收益的幅度去做正向的挂钩。

嘉实基金梁铭超：

# 兼顾价值与成长 差异化配置增强组合张力

中国基金报记者 孙晓辉



来越少，更多是从面状机会下沉到线条或点状的机会，因此，他更多时间也是通过自下而上选取内在价值较高、竞争力突出、发展路径清晰的好公司，以合适的价格买入。

“我们选取的公司偏中早期，选择能在长期有前景的方向上做难而正确事情的优秀公司，长期关注竞争格局有不断集中趋势、容量较大、有孕育大型企业潜力的赛道。”据梁铭超介绍，他会重点从企业基本面变化角度进行考量，从估值、盈利增长等方面选择性价比较高的标的，比如，潜在标的三年复合收益率目标至少要达到15%。

梁铭超强调可复制、可预期的增长，重要持仓强调调的成长持续性和

确信度，而其背后的支撑因素则是经过验证的企业家精神和优秀的公司治理。

在他看来，做主动投资最为关键的就是了解投资标的，大家比拼的也是谁更接近真相。“市场波动不是风险，真正的风险是在投一家公司时没有做好功课，对它不够了解，导致真正的波动出现时，分辨不出只是波动还是长期永久性的损失，这才是最大的风险。”

## 差异化配置增强组合张力

梁铭超的持仓风格均衡，价值与成长兼顾，在资产配置、行业配置和个股选择上不走极端，在组合再平衡中遵循循序渐进的原则，强调新进入品种的差异化，能在成长性、安全性或风格上对现有组合形成改良和补充，以保持组合风格的动态平衡，尽力保证市场环境和风格不对组合产生极端影响。因此，他的持仓组合方差很大，其中，既有估值偏高的个股，也有很便宜的个股，内部有着很强的张力。

展望明年，梁铭超表示，随着经济持续见底，逆周期的政策托底会越来越明晰。在这样的预期下，市场估值

下行空间有限。不过，由于有些行业仍面临基本面调整风险，市场依然以结构性机会为主。“我们的组合会从中观角度选择进入时点，来做差异化配置。比如，受益于政策放松的阶段性逆周期品种会率先进入组合，一些先于宏观经济见底的早周期品种，明年也会优先配置，晚周期品种则会待经济见底后布局。”

梁铭超表示，未来依然看好新能源、先进制造、新消费三大核心赛道。其中，在能源大变革背景下，新能源行业长期发展的可见性依然很高，行业向上的驱动力也很明确，但从目前估值体系来看，明年有可能从今年的全局性机会过渡到结构性机会。

“还有一类是今年不太好，但随着一些压制因素消失或政策边际变化，明年会迎来拐点性机会，其中主要集中在中游制造端。”梁铭超表示，无论是从估值还是盈利角度考量，制造板块都会是明显优先配置的方向之一。

“接下来可能是消费，在经济见底的过程中，偏传统消费部分从基本面短周期边际变化来看仍处于偏左侧，需要等到合适的价格出现或基本面风险出清后，才会提升到优选配置序列。”他说。