

“茅台信仰”还能坚守如初吗？ 基金经理：投资者无需自乱阵脚



2015年以来
贵州茅台K线走势

“近期茅台批价下跌的触发因素是电商环节的冲击，根本原因还是短期供需的错配。作为贵州省的重要国企，茅台每年都有不低的增长要求，2024年规划收入增速15%，不低的供给增速叠加2024年较为疲软的消费需求，导致茅台批价下行较多。茅台批价在高位震荡已经持续数年，金融属性一般是在其上涨期比较突出，震荡期则变弱。”

图虫创意/供图

证券时报记者 赵梦桥 吴琦

A股历史虽短，却从不缺“信仰”，只是太多太多的“信仰”终究难抵牛短熊长，唯独茅台一直笑傲江湖，在多次大幅回撤之后仍能收复失地，曲折上行。因此，尽管几度饱受质疑，但茅台作为“信仰”的很多重仓者早已赚得盆满钵满。

这一次，情况是否真的不同以往？过去两个月，茅台的低迷表现有目共睹，月度跌幅分别为3.38%、9.28%，特别是6月24日开盘直接低开3.26%，这惊魂一跳难免让“茅台信仰”更趋摇摆。对于投资者而言，是该坚守不渝还是改弦更张？

茅台批价缘何下挫 基金经理理性分析

近期，茅台酒遭遇了近年来最大的一次价格跳水危机。6月24日，2024年散瓶飞天茅台批发参考价跌破2100元，来到2080元的历史低点，由此也引发茅台股价急跌。

虽然飞天茅台的市场指导价仅有1499元/瓶，但2022年之前其市场价一直维持在3000元/瓶，未开封整箱每瓶价格则为3300-3400元，这两年也一直维持散装2700元、整箱3100元左右的价格。

华北专注消费赛道的某基金经理对证券时报记者表示，茅台批价下挫的深层次原因主要有四个方面：一是白酒行业目前处于弱周期的调整期，消费环境的弱势叠加前几年行业产能的无序扩张，导致供需关系发生变化，批价承受压力；二是全球经济形势的不确定性、国内经济环境的变化等，都可能影响投资者情绪和市场预期，进而影响茅台批价；三是政府对酒类市场的监管政策调整和税收政策变化等；四是竞争格局发生变化，其他高端白酒品牌崛起并

对市场进行争夺，茅台的市场竞争压力增大。

一位关注茅台的基金经理也表示：“据我观察，去年开始飞天茅台以外的部分产品有以价换量的趋势。电商和黄牛因素只是催化剂，茅台产品价格本身有再平衡需求，公司并没有迅速采取大力度的手段去维持批价。”

多数业内人士认为，茅台市场价下跌，反倒有利于开瓶率上升。

“由于对黄牛手上有多少库存难以判断，所以恐慌性抛售下酒价会跌到多少还很难说。可以参考的是，上次调整是从2012年最高2700元/瓶一直跌到2016年的900元/瓶附近。虽然跌幅较大，但后来也几乎都涨回来了，收复失地。茅台酒价的每一次调整，就是一次黄牛库存流向真正喝酒人之酒杯的过程。”某私募基金总经理说。

当然，也有乐观的观点认为，短期来看，茅台批价可能仍会面临一定的下行压力，这是多重因素共同作用的结果。然而，从中长期来看，茅台作为高端白酒的龙头品牌，其稀缺性和品牌价值依然显著，因此批价下探的空间或有限。

即便如此，东方港湾董事长但斌也表示，茅台的市场化定价不应过高。

至诚资产总经理、基金经理郭达伟认为，考虑茅台产量不断增长，飞天茅台的价格并不宜过高，能让比较富裕的中产在结婚、大寿等人生重要时刻都能够喝得起、消费得起很重要，这会极大地增厚茅台的消费群体。因此，这个价格在1500~1800元区间比较合适，当然最终价格还是由消费市场的需求决定，但出厂价到市场真实零售价的价差要合理，黄牛才会因为没有暴利而退出炒作，“酒是拿来喝的而不是拿来炒的”。

但斌也曾多次提到茅台酒价格的“双轨制”问题，他认为现在出厂价偏低，市场价则偏高。

茅台供需错配 金融属性渐淡

暂停翼风375ml茅台酒的数字藏品合成行权、收紧部分省份1499元直营团购供应、12瓶装飞天茅台将取消投放、飞天茅台开箱政策将取消、15年陈年茅台以及精品茅台暂停发货……在稳定价格的工具箱中，贵州茅台似乎有很多张牌可以打。

显然，上述控货保价的措施可以给市场带来积极信号。数据显示，6月25日以来，2024年散瓶飞天茅台批发参考价逐步回升，最新价格重新站上2300元，茅台的投资者也长舒一口气。

实际上，更多的投资者认为，茅台酒价格的下跌是其金融属性弱化的体现，背后则是供需的错配。

“茅台的稳健经营、业绩的持续增长及其在白酒行业中的独特地位，都使得它在一定程度上被认为是具有抵抗周期波动的金融属性。”上述关注茅台的基金经理表示。

对于茅台的金融属性，郭达伟认为，“因为没有市场化定价，加上茅台酒久放会变得更好喝、更值钱的特点，所以具备很强的金融属性。黄牛在酒价上涨的时候增加库存，大跌的时候则恐慌性抛售，黄牛的存在也会加大茅台酒价格的波动幅度。”

华南某基金经理表示，近期茅台批价下跌的触发因素是电商环节的冲击，根本原因还是短期供需的错配。作为贵州省的重要国企，茅台每年都有不低的增长要求，2024年规划收入增速15%，不低的供给增速叠加2024年较为疲软的消费需求，导致茅台批价下行较多。茅台批价在高位震荡已经持续数年，金融属性一般是在其上涨期比较突出，震荡期则变弱。

在博时基金权益投资部基金经理王诗瑶看来，高端白酒的金融属性只在个别品牌上有所体现，但近几年也明显下降，基本回归消费属性。

“茅台信仰”坚守与否 冷静和理性不可或缺

在A股历史上，有太多的“信仰”横空出世却又隐入尘烟，比如“五朵金花”、中国平安、万科等，唯独茅台久经考验。也正是凭借这一韧性，茅台长期位居公募、私募等机构的第一大重仓股。

不过，长牛之后的茅台已在年K线上“横盘”三年之久，难免让坚定的价值投资者也心生疑虑。尤其是，茅台股价今年内已经下跌超过13%，距2021年初的“核心资产”高位则回撤了35%。在此境况下，“茅台信仰”还能坚守如初吗？

上述关注茅台的基金经理表示：“整体而言，茅台批价的波动对公司直

接业绩的影响有限，但会通过影响市场预期作用于公司估值。同时，批发价格的下降可能引起投资者对公司前景的担忧，进而对股价产生压力。”

上述华北专注消费赛道的某基金经理认为，之所以成为“信仰”，主要系茅台的多项指标符合公募基金的选股逻辑。首先，茅台的稀缺性和高端定位是其备受青睐的原因之一。由于茅台酒的生产工艺独特且产量有限，使得茅台酒具有极高的稀缺性。这种稀缺性不仅提升了茅台酒的市场价值，还为其在高端白酒市场中树立了标杆地位。

同时，茅台的高端定位也满足了消费者对高品质白酒的需求，进一步巩固了其在市场中的地位。其次，茅台的财务状况稳健，盈利能力持续增强。近年来，茅台通过不断优化产品结构、拓展销售渠道和加强成本控制等措施，实现了营业收入和净利润的稳步增长。这种稳健的财务状况和强大的盈利能力，为茅台在资本市场上的表现提供了有力支撑。

此外，机构投资者对茅台的看好也与当前的市场环境和投资策略有关。在震荡的市场环境下，机构投资者更加注重寻找具有稳定增长潜力和良好防御性的投资标的。最后，市值和流动性也是助力茅台成为机构重仓股的重要因素。茅台作为A股市场的重要标的，其庞大的市值意味着较高的市场影响力和号召力；同时，良好的流动性也使得机构投资者能够轻松进出市场，实现资金的灵活配置。

郭达伟认为，从保守的角度出发，更应该选择茅台，逻辑是茅台没有市场化定价，出厂价跟市场价之间存在很大的安全垫空间。虽然酒价大跌，但对公司的经营影响有限，只要公司的业绩能稳住，股价自然会回到合理水平。

一位持仓10年以上的“茅粉”对证券时报记者表示，最近茅台酒批价下跌是市场价的下跌，引发了投资者心理预期的悲观。实际上，茅台出厂价并不受影响，公司股价的下跌只不过是投资者担忧市场下跌引发茅台销量下跌而已，这种担忧是暂时的。她认为，短期波动谁都无法避免，但无论是从消费市场角度还是估值角度来分析，茅台的长期投资价值是确定的。

上述华南某基金经理也表示，市场中存在分歧意见是很正常的，投资者无需自乱阵脚。在任何投资领域，不同的投资者基于自身的风险偏好、投资理念和资金状况，都会形成不同的看法和判断。这并不意味着某一方的观点就是错误的，反而体现了市场的多样性和包容性。

据此，投资者坚守“茅台信仰”与否，最需要做的是冷静和理性。一方面，可以通过深入研究市场动态、分析企业财报等方式，增强对公司的理解；另一方面，也要学会倾听不同的声音，从中汲取有益的信息和建议，以便更好地完善自己的投资策略。

公募总规模突破31万亿 主动权益反降逾三成

证券时报记者 余世鹏

公募基金总规模突破31万亿元，备受市场关注，而主动和被动投资基金出现的结构背离，也同样不容小视。

证券时报记者统计发现，从2022年至2024年5月末，在公募基金整体规模屡创新高的背景下，主动权益基金规模却下降了超过30%。受访人士分析，主动权益基金规模下降，和市场行情等因素有关。这种状况的持续存在，也反映了更深层次的问题——市场对公募基金的主动投资能力并未完全信任。

主动权益持续下降

根据基金业协会发布的最新数据，固收类产品的爆发是基金总规模突破31万亿元的主要因素。和4月末数据相比，债券基金规模从6.14万亿元增至6.46万亿元，货币基金规模从13.43万亿元增至13.67万亿元，两者规模合计增逾5000亿元。与此同时，股票基金和混合基金的规模均有所下降，前者从3.18万亿元降至3.14万亿元，后者从3.72万亿元降至3.66万亿元。

“公募基金整体管理规模突破31万亿元，这是非常亮眼的总量数据。但从结构来看，主要贡献是债券基金和货币基金，5月股票型基金和混合型基金的规模均较4月下降。再往前看，实际上从2021年末或2022年初开始，主动权益基金规模一直延续下降态势，下降幅度还不小。”某中小公募高管对证券时报记者说。

根据同花顺iFinD统计数据，从2022年1月末至2024年5月末，股票型基金规模从2.41万亿元增至3.14万亿元（产品数量从4056只增至5024只）。不过，如果仅统计其中的主动股票型开放基金，其规模实际上是从1.3万亿元降至8943.89亿元，下降幅度达31.2%。之所以出现这种反差，是因为期间股票型ETF的规模从0.97万亿元增至1.84万亿元，其他非ETF的股票指数与增强指数基金也有所增长。

同期，混合型基金规模从5.67万亿元降至3.66万亿元，下降幅度达35.45%。综合来看，在公募基金整体规模突破30万亿元并屡创新高的背景下，主动权益基金规模不升反降，降幅超过了30%。

市场信任度仍承压

不难发现，在总规模超31万亿元的背后，公募基金的主动投资和被动投资呈现了明显的“背离”状态。值得提及的是，这种背离是在近几年迅速形成的，与主动权益基金的亏损困境不无关系。

以今年上半年的情况为例，数据显示，上半年共有1403只主动权益基金实现正回报，占比32.67%；2885只主动权益基金处于亏损状态，占比67.19%。其中，有1271只主动权益基金净值跌幅超过10%，净值跌幅超过20%、30%的主动权益基金则分别有259只、21只。重仓小市值股票的基金，上半年业绩惨遭垫底，计算机、医药生物、传媒等赛道的主题基金业绩惨淡。

“主动权益基金规模的下降幅度是较为明显的，如果抛开这一视角，仅从总规模上去看待公募基金的发展，是片面的。”上述某中小公

募高管表示，主动权益基金规模下降，直接原因是市场行情不佳导致基金净值下降，由此带来基金份额赎回。短期来看，这种状况暂时得不到明显缓解，公募基金主动投资能力的市场信任度仍将承受压力。

基金投资业绩的持续亏损，实际上还会在其他方面形成相关反应。今年4月，虽然债券基金和货币基金助推公募整体规模突破30万亿元，但相对于居民存款余额，公募基金规模的增速仍显得逊色。上海某公募人士直言，特别是2022年以来，在A股表现欠佳期间，存款规模增量远高于公募基金规模增量。该公募统计的数据显示，2021年12月末、2023年12月末，公募基金整体的增量规模分别为0.5万亿元、1.6万亿元，储蓄存款余额规模增量则分别达到17.8万亿元、16.7万亿元。

提升主动管理能力

针对上述现象，某公募人士也发出了“灵魂之问”——公募基金的专业资产管理能力，到底应该体现在什么地方？

该人士认为，从基金业乃至整个资本市场共识来看，公募基金最重要的专业能力，是主动管理能力。“公募基金这几年发展迅速，从规模上看早已是‘资管领头羊’，在专业能力上是否也应与保险、银行理财有所区别？如果仅体现在被动投资上，特别是近期市场热门的ETF，那公募基金的专业色彩必然会黯淡许多，也会比较尴尬。”他说。

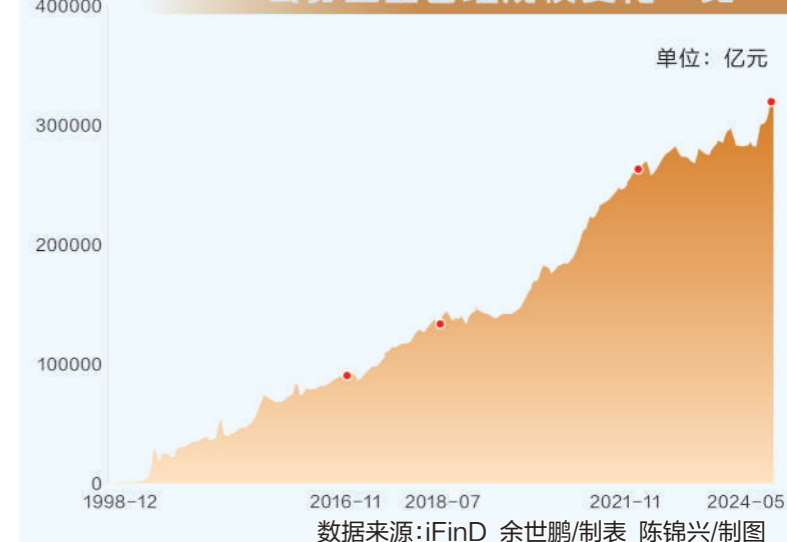
“主动管理能力是公募基金公司的核心竞争力，甚至是立足之本。”某中型公募总经理对证券时报记者称，从过往的行业数据来看，如果基金公司投资业绩排名达到前1/4分位，管理规模的增长会明显高于行业平均水平。此外，在股票供给明显增加之下，主动投资管理能力的提升对投资者创造价值的重要性，将会更加凸显。

纵观公募基金26年的发展，第一个“十亿”规模出现在2017年，货币基金是主要贡献。从第一个“十亿”到第二个“十亿”（2020年），公募基金只用了3年，期间的主要推动力就来自主动权益基金。不过从2020年到2024年初，公募基金的第三个“十亿”，主要贡献者又回到了债券基金和货币基金。

“这两年来，公募基金并不缺乏政策支持，从整体的高质量发展定调到权益基金降费让利，都意味着公募基金发展前景依然被看好。在这过程中，‘大力发展权益基金’被多次提及。这既包括被动权益基金，如ETF和指数增强基金，也包括主动权益基金。后者要有新一轮发展，可能需要一点时间，但目前一些举措已在推进中。”北京一家大型公募基金的副总经理对证券时报记者表示。

上述人士认为，恢复投资者对公募主动投资能力的信任，需要市场行情回暖，这和大经济环境有关。就基金业而言，一是要由卖方销售模式向买方投顾模式转型，二是要通过加速“去明星化”增强基金公司的投研韧性。基金公司要实现高质量发展，归根结底，要为千万万的持有人赚到钱，要把持有人的利益放在第一位，回归本源、彰显专业。

公募基金管理规模变化一览



贵州茅台每股基本收益一览（元）

