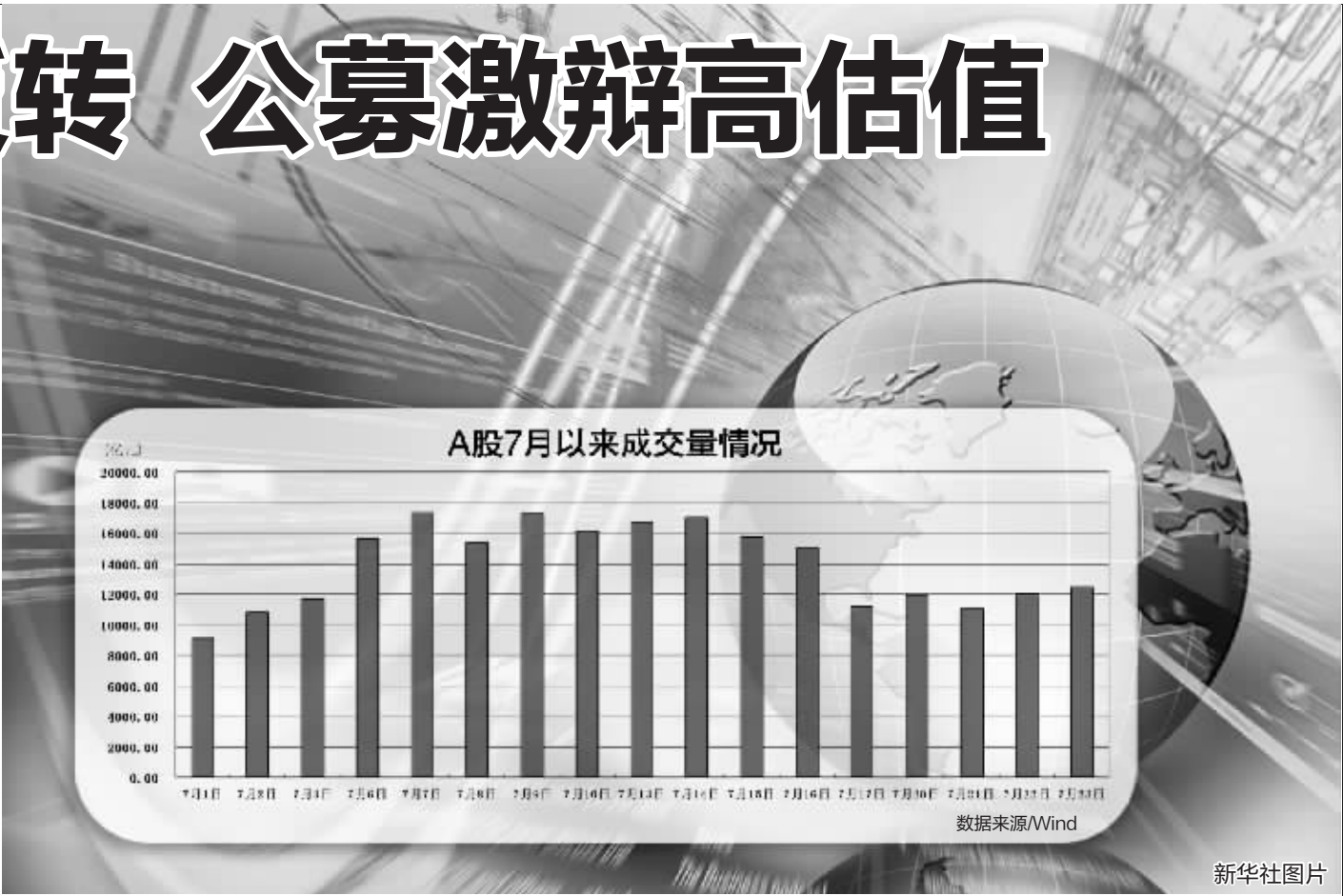


A股深V反转 公募激辩高估值

□本报记者 余世鹏

7月23日,A股走出V型反转行情。基于上市公司半年报业绩改善和经济复苏预期,公募投研观点总体对后市表示乐观。但在股指多日震荡横盘背景下,基金经理对“估值虚高”现象持有不同观点。布局上,基金经理大多认为估值应与景气度匹配,并以此为基础把握市场结构性机会。



新华社图片

两市成交再破万亿

23日早盘上证综指下挫逾2%，但随后多头发力，指数止跌回升。做多资金再次涌入热门板块，军工板块全天震荡上行，最终以4.43%的涨幅排名行业板块榜首。此外，生物制品、医药商业等板块午盘后也获大资金介入，最终实现了2%左右的涨幅。东方财富数据显示，生物疫苗板块获得近14亿元的主力资金净流入，航母概念、单抗概念等板块的主力资金介入也在10亿元以上。

诺安基金指出，从A股上市公司披露的2020年半年报业绩预告来看，汽车、电气设备等制造业企业业绩改善明显，医疗和科技板块业绩回升，消费行业业绩依旧保持稳健。“总体看，结构上，宏观经济中还有相当一部分产业需要扶植。在全球流动性维持宽松的大环境下，A股市场的复苏性行情大概率仍将延续。”

景顺长城基金股票投资部研究副总监刘苏表示，对未来一段时间股票市场保持乐观。一方面，国内企业逐步从疫情的冲击中恢复过来，企业盈利好转；另一方面，金融市场的流动性环境依然相对友好，这对市场估值有较大支撑。创金合信基金也表示，当前经济复苏趋势

确立，周期板块率先发力。预计市场将维持由宏观因子支撑的板块轮动格局，可密切关注疫情及疫苗研发进展、企业财报等因素。

估值有“锚”

对市场趋势的预判一致向上，但基金经理对板块间的估值分化仍有不同看法。

刘苏指出，近几个月，以免税、医疗服务、食品饮料为代表的大消费板块和以半导体、电子元件为代表的科技类板块整体表现领先，而金融、地产等板块估值不断创出新低。“从这种分化情况来看，选股的重要性大于择时。”景顺长城基金股票投资部投资副总监兼基金经理杨锐文也认为，一部分热门行业和公司经过前期快速上涨，目前已经出现了明显估值虚高现象。“再好的行业与公司，也是存在估值锚的。”

但是，也有基金经理认为，估值虚高是一个“静态”视角，对高景气度的成长行业来说，时间稍微拉长一点来看，企业业绩的持续增长就会消化掉短期的高估值，从而回归到估值锚上来。

诺安成长混合基金的基金经理蔡嵩松说，本轮科技成长周期是由“5G产业周期”和

“国产替代”双轮驱动。一方面，目前科技产业处于总量向上和份额提升的大周期拐点，其中的龙头公司天花板高、空间大，叠加其他影响股价因素，反映到资本市场，相关标的的确会出现资金持续追逐的“短期过热”现象。

蔡嵩松认为，拉长周期来看，科技创新是助力我国科技腾飞的重要武器，随着5G通信终端建设高峰期的到来，科技产业的景气周期才刚刚开始。“当前看这些个股的静态估值或许偏高，但是切换到明年或者后来看，它们的业绩增速会很快消化估值，基本能达到一个新的稳态估值。”

还有基金经理认为，股价本来就是对企业未来成长性的一种预期，“好公司不便宜”也是一种常态。成长性好的龙头公司，阶段性看会存在“业绩释放—估值走低”这样一种回归现象，但指望其下行到金融蓝筹等行业的估值水平是不现实的。

布局结构性机会

在后市布局上，基金经理认为估值应与景气度匹配，寻求各自能力圈内的结构性机会。

招商基金表示，后市需紧扣行业景气度和估值匹配度两大核心，以积极心态寻找结构性

机会，重点关注顺周期行业中的地产后周期消费、低估值的金融和建筑等板块，对于消费、医药和科技板块应存优去劣，精挑细选。

蔡嵩松表示，在接下来的科技成长股权投资上，他将继续以自上而下的投资框架，聚焦高景气周期的科技赛道，遵循产业逻辑筛选优秀龙头公司。“在公司成长的过程中，会有多种影响因素，在投资中应以大格局视角去洞察标的的细节，即在把握住产业周期发展节奏的同时，对科技个股的技术壁垒和产品‘护城河’进行持续跟踪和深入了解。”

“市场阶段性调整后，预计传统周期行业逐渐震荡向上，大消费和科技主题则会震荡下行或横盘，由此完成市场的风格切换。”有权益基金经理表示，近期市场受到内外消息面较大影响，这种影响基本集中在成长板块上，这些影响很可能让成长板块的后续业绩打折扣。相反，在资本市场改革和经济复苏背景下，低估值的金融蓝筹和周期板块有望迎来阶段性行情。

“近期成长板块的确在震荡下行，而随着军工等板块的走高，低估值板块有望接棒市场主线。接下来，对传统周期行业的景气分支可以适当做多。”上述权益基金经理说。

震荡市显优势 量化对冲策略大展拳脚

□本报记者 徐金忠 万宇

震荡市中，量化对冲基金开始显现威力。上周市场回调，34只量化对冲基金仅有4只未能取得正收益，而在市场情况复杂的二季度，仅有两只量化对冲基金未能取得正收益。广发基金量化投资部总经理陈甄璞介绍，量化对冲基金在震荡市或者熊市中，由于不受市场下跌影响，只要选股组合能战胜指数，净值就能上涨，因此获取收益的相对优势非常明显。

在复杂的市场环境中，量化对冲策略的基金经理对策略中的对冲成本也十分关心，他们会通过积极参与打新等方式获取超额收益。有基金经理介绍，今年以来对冲工具的成本较高，降低了一部分收益，但随着新股的密集发行，打新收益有望填补这部分损耗。

多数产品取得正收益

受多种因素影响，今年A股市场持续震荡，进入7月，A股更是上演了过山车行情。上周市场回调，大多数股票型基金净值也随之出现较大回撤，而量化对冲基金却体现出抗跌性。Wind数据显示，上周市场上34只可统计的量化对冲基金（A/C份额分开计算）中，仅有4只未能取得正收益。

今年二季度（部分次新基金产品统计时间有所差异），绝大多数量化对冲基金也实现正收益，仅有2只量化对冲基金期间净值增长率为负，另有7只量化对冲基金未能在二季度战胜同期业绩比较基准。数据显示，此前的存量量化对冲基金大多能取得超额收益，今年量化对冲基金开闸以来新成立的产品则多出现未能跑赢同期业绩比较基准的情况。

从净值增长的绝对数值来看，二季度部分量化对冲基金业绩表现出色，如富国绝对收益多策略基金的基金份额净值增长率为A级为6.19%，C级为5.95%，同期业绩比较基准收益率A级和C级均为1.12%；南方卓享绝对收益策略基金二季度末的基金份额净值为1.1592元，二季度基金份额净值增长率为4.63%，同期业绩基准增长率为0.77%；二季度，工银绝对收益混合发起A份额净值增长率为4.32%，B份额净值增长率为4.14%，业绩比较基准收益率为1.12%。

“次新”量化对冲基金方面，成立于今年1月份的海富通安益对冲基金，二季度A份额净值增长率为2.51%，同期业绩比较基准收益率为0.68%；C份额的净值增长率为2.39%，同期业绩比较基准收益率为0.68%。成立于2月27日的景顺长城量化对冲策略三个月定期开放基金第二季度的份额净值增长率为1.40%，业绩比较基准收益率为0.62%。

震荡市有相对优势

广发基金量化投资部总经理陈甄璞介绍，量化对冲基金通过量化模型精选优质个股构建股票现货组合，同时利用股指期货空头对冲市场的系统性风险，从而使得基金产品的业绩主要来自于选股的超额收益，而不会受到市场涨跌影响。在震荡市或熊市中，这类产品由于不受市场下跌影响，只要选股组合能够战胜指数，净值就能上涨。因此，基金获得收益的相对优势非常明显。

陈甄璞表示，今年上半年市场体现出明显的结构分化现象，消费、医药和科技板块持续贡献超额收益。但进入7月份，金融、地产板块的上涨使得风格出现反转，市场体现出了震荡市中行业/主题轮动的特征。在这种市场环境下，对冲策略的模型能够及时捕捉到数据的变化，并适应市场风格切换，有助于基金获取更好的收益。

陈甄璞参与与管理广发对冲套利基金在选股模型的设计过程中，主要强调两个因素：一是模型开发先有理念再实践；二是做好模型构建过程中的风险控制措施，使得偏离可控，从而获得更加稳健的收益。二季度，广发对冲套利基金主要以成长、盈利、分析师预期、估值、红利等基本因子为核心，叠加动量反转、流动性等交易因子构建现货组合，再利用股指期货空头对冲市场风险，获取了稳健的阿尔法收益。同时，积极参与科创板网下新股申购，最终实现了基金净值的上涨。

关注策略有效性

除了超额收益，在二季度比较复杂的市场环境中，量化对冲策略的基金经理也十分关注对冲成本。

华泰柏瑞基金副总经理、华泰柏瑞量化对冲混合基金经理田汉卿指出，目前量化对冲策略的对冲成本较以往已有改善。“股指期货负基差是量化对冲产品的主要成本。今年3月，股指期货贴水扩大，更多是受到市场短期情绪的影响，这一短期影响消除后，基差会收敛到合理范围。事实上，6月底之后市场行情回暖，我们也看到了基差收敛的迹象，将继续择机提升对冲仓位水平。”田汉卿表示，在获取超额收益方面，将积极参与主板IPO打新，同时在理性研究的基础上参与科创板打新，以获得模型之外的额外收益。

德邦量化对冲混合基金的基金经理王本昌指出，二季度由于分红的影响，期指负基差扩大明显。由于二季度德邦量化对冲混合基金处于建仓期，为了最大程度地减小负基差影响，基金降低了建仓的速度。当基差收敛至合理范围，将继续择机提升对冲仓位水平。

不过，在结构性市场环境中，量化对冲策略面临的挑战也显而易见。“我对高度纪律性的量化策略能否适应结构性市场是存有疑问的。我倾向于主动量化，即在量化模型中发挥主动管理的能力。”上海一家基金公司指数与量化投资部门负责人表示。

看好结构性行情 养老FOF增配权益资产

□本报记者 张凌之 王宇露

今年以来，公募基金在结构性行情中战果累累。一向以长期和稳健为特点的养老FOF基金也有不错的表现，13只养老FOF取得了超过20%的年内回报。

基金二季报显示，养老FOF共重仓了392只基金，其中工银瑞信文体产业、民生加银鑫享A、海富通阿尔法对冲A等基金最受同业青睐。股票方面，养老FOF偏爱银行、电子和医药生物行业，立讯精密、宁德时代、中国平安等个股被重仓。

二季度股票配置比例提升是养老FOF的一大特点。多位养老FOF基金经理表示，看好A股结构性行情，未来会继续提升权益资产的配置比例。

392只基金被重仓

Wind数据显示，截至7月22日，华夏养老2045三年A以33.60%的业绩排在今年以来养老FOF总回报的第一名。银华养老2040三年、汇添富养老2040五年、工银养老2050五年等12只基金（不同份额合并统计）的年内回报也都超过20%。有统计的养老FOF全部获得正收益。

养老FOF的优异业绩背后，重仓基金功不可没。Wind数据显示，二季度末，养老FOF共重仓392只基金，较一季度增加87只。其中，偏股型基金222只，债券型基金155只，货币基金13只，商品型基金2只。

从持有基金数量来看，工银瑞信文体产业是最受欢迎的一只基金，被工银养老2035三年、汇添富养老2040五年、华夏养老2035三年等12只养老FOF重仓。易方达信用债A紧随其后，被11只养老FOF重仓持有。易方达裕丰回报、海富通阿尔法对冲A分别被10只养老FOF重仓。此外，华安创业板50ETF是被重仓最多的被动指数型基金，被嘉实养老2030三年、国泰民安养老2040三年等7只FOF持有。

从重仓基金的持仓市值来看，民生加银鑫享A、海富通阿尔法对冲A和中欧增强回报A位居前三，分别被持有11.24亿元、7.64亿元和5.32亿元，持仓市值位居前列的大多为债券型基金。

从二季度持仓变动来看，华安现金宝B、海富通阿尔法对冲A和中欧信用增利B是被增持份额最多的3只基金，而易方达信用债A、中银纯债A等基金则被减持。

高熇资本董事长邓浩：

坚持做高收益债的价值投资者

□本报记者 李惠敏

2020年4月底以来，受多重因素影响，债券市场出现较大调整。日前，高熇资本董事长邓浩接受中国证券报记者专访时表示，债市调整正是布局部分被“错杀”信用债的好时机，一众被折价抛售的标的中蕴藏巨大投资机会。

挖掘价值洼地

对于近期债市的大幅震荡，邓浩表示，极致情绪超越基本面，引发了“矫正式”调整，包括利率债和高资质信用债的调整。同时，债券基金赎回的影响波及低等级信用债和可转债。

“看市场牛熊，要观察周期纬度。从大周期看，中国经济结构尚在调整，利率明显上涨的可能性较小。”邓浩表示，因此，此轮债市调整对主要投资高收益债的高熇资本影响并不大，产品没有出现明显回撤。在此过程中，信用债二级市场抛售既有被“错杀”的，也有没被“冤枉”的。“错杀”

的回报不菲，而违约债则将进入较长时间的回收过程，降低投资组合收益率（全价买入成本足够低时），或带来实质性损失（买入成本较高）。因此，在一众折价抛售标的中“慧眼识金”，捕捉到能够顺利偿付的机会，也是高收益债策略的关键。

基于此，高熇资本进行了一定调仓。邓浩表示，已卖出一些价格已修复接近面值的债券，买入一些此前看好的标的，以此掘金更高性价比的价值洼地。目前来看，信用债市场呈现低效特征，高收益债、困境债策略的机会窗口长期可持续，具备绝对收益特征，与权益、利率及高等级债、商品、量化等策略相关性不高，值得在大类资产配置中予以关注和布局。

以奶业为例，邓浩表示，现代农牧业是高熇资本长期耕耘的行业之一，也是股东新希望集团重点布局的领域。奶业属于农牧业的细分行业，是乳制品产业链的上游。在具体标的选择上，部分债券券潜在回报空间较高，但净价50元以上的绝对价格则不能说很低，若出现违约，对组合净值

及后续投研精力的影响较大。“我们认为，前期市场抛售的原因有多种。一方面，信用债机构对板块容量不大的农牧行业关注度不高，而且2017年辉山乳业被做空导致该行业被机构整体性回避；另一方面，市场对行业的认知较差，行业出现标的连续亏损以及评级遭下调的情况。”高熇资本则经过草根调研、访问上中下游以及相关授信银行，并进行多重差异化分析后认为，该行业部分标的公司治理基础较好，在政府对行业高度重视以及产业链上下游协同明显增强的背景下，奶业龙头企业基本面状况显著改善。优质资产对产业资本具备极高吸引力，而负面暴露已然充分，叠加具有吸引力的潜在回报空间，于是高熇资本果断买入，获得了不错的回报。

坚持“工匠精神”

在邓浩看来，投资高收益债与股市价值投资相似。“与股票价值投资理念一致，投资高收益债就是要找到被低估的价值，只不过是

券领域。”他表示，债券投资坚持自下而上以公司基本面为核心的投资逻辑，通过对行业和企业基本面的深入理解和把握，挖掘信用投资中的Alpha机会，防守为先，追求一定的安全边际。具体来看，投资原则主要包括偏好标的特征、获取信息方式、研究注意问题、投资决策安排、投后跟踪等方面。

在投研体系方面，高熇资本一直秉持着“工匠精神”。“固收类资产管理行业目前存在短期做大规模赚取管理费，业绩和风控的重要度放在规模后的情况，这是舍本逐末，不可持续。而高熇资本则把业绩放在规模前，追求精耕，谨守能力边界，不追逐风口，不搞噱头，在‘多’与‘精’之间选择后者。”邓浩对记者表示，可以将“工匠精神”理解为一种朴拙的精神，即耐得住寂寞，永远保持谦逊和好奇心，心无旁骛，通过一点一滴的积累，每天进步一点点，最终实现自己的目标。他强调，时间的复利可以把一件事做到极致。