

关注市场认知偏差 头部私募反思选股“辩证法”



视觉中国图片

近期，中国证券报记者从多家头部私募机构调研发现，尽管以新能源为代表的热门赛道和“高景气度”选美标准，依然是不少机构的心头好，但“逆向思考”“合理估值”“政策支撑”“高业绩确定性”“预期差”“扩大行业覆盖”等，也成为了头部私募在公司调研、调仓换股过程中的新思考维度。

● 本报记者 王辉

行业覆盖更为多元

“虽然今年市场表现并不尽如人意，但是从公司研究上来说，我们还是坚持从基本面出发深度挖掘公司价值，并没有因为市场原因减少对上市公司的调研；不过受疫情影响，今年以来线上的交流稍微多一点。”希瓦资产副总经理、基金经理朱志伟称。

据中国证券报记者了解，受国内疫情多点散发因素影响，今年以来尤其是3月份之后，各类资管机构在上市公司调研中普遍增加了线上调研交流。从调研频率和调研覆盖面来看，在疫情因素及市场调整的环境下，一方面，正如朱志伟所说，头部私募并没有减少对潜在投资公司的深度研究与调研跟踪；另一方面，对于以往被长期边缘化的一些传统行业，目前不少私募加大了关注力度。据朱志伟介绍，近期希瓦资产调研的重点，除了风电、光伏、电子等近年的热门行业，还有汽车零售、消费建材等市场原本关注度不高的领域。

银叶投资权益研究总监秦怀宝表示，该机构近期调研交流的重点方向，除了买方机构普遍聚焦的生物医药、新能源汽车、绿电、半导体等热门赛道之外，也覆盖了上游煤炭资源行业、大化工、中药、农林牧渔等不少传统行业。此外，趣时资产、明泽投资等机构也表示，近期在

线下、线上的调研工作中，重点关注了银行、农林牧渔、煤炭、精细化工等近几年买方机构关注度不高的方向。

上海某百亿级私募负责人称，在权益市场阶段性偏弱的环境下，“向市场要收益不仅是简单的剑走偏锋，更应当关注到市场的认知偏差在哪里”。从价值博弈的角度而言，经过前几年的持续边缘化之后，在弱势市场或震荡市场环境中，类似第一季度煤炭、地产等一些“不拥挤”的传统行业，未来预计仍有较好的绝对收益机会。

不应把选股简单“标签化”

2020年以来，业绩表现出色的私募机构普遍在投研和实际投资中，将“白马股”“赛道”“高景气度”等标签，列为选股和构建组合的重要标准。今年以来，这些类型的个股普遍出现深度回调。从调仓换股、优化持股结构的角度来看，这些过往有效的“选股标签”，在头部私募群体中“风光不再”。

趣时资产总经理章秀奇称，今年以来赛道股和白马股出现深度回调，既有某些行业供给快速增加的原因，也有前两年涨幅透支业绩、估值偏高的因素。“其中值得反思的地方，是当景气度和市场热度都处于高点的时候，更应该做些逆向思考”。

秦怀宝也表示，结合过往两年的投资

经历，当前银叶投资不特意标签化“大白马”或者赛道，而是根据自身的投研体系标准去筛选个股。“一些细分领域的小龙头或者中小市值的公司，反而能够给组合带来超额收益”。秦怀宝认为，股票市场瞬息万变，市场风格在过去两年不断切换变化，风格稳健的投资机构尤其不应局限于赛道化投资或“标签化”选股，而应当基于扎实的研究工作，做自己最擅长的投资领域。

对于这一问题，朱志伟称，在不同的市场环境下，机构投资者往往会根据对宏观经济以及行业前景等大类因子的分析，选出具备类似风格的个股。长期来看，无论在哪个市场环境下，都应该坚持从公司自身商业模式和基本面出发，分析研究相关公司的中长期成长性和确定性，不应把选股简单“标签化”。

新关键词浮出水面

朝阳永续最新发布的国内证券私募行业监测定期报告显示，截至5月10日，按照有最新净值公布的私募产品业绩统计，今年以来50亿元至100亿元规模及百亿级股票私募机构平均亏损14.32%、12.68%。在六大规模组别的业绩对比中，以中长线持股见长的头部私募机构，在阶段性业绩排名上反而偏后。

对于当前市场环境下的投资思考，明泽投资董事总经理马科伟称，在市场

探底、需求偏弱、制造业企业成本压力偏高等因素影响下，组合调整方面，在以往的选股“旧标准”外，会相对加大对于“价值”“低估值”“盈利预期的确定性”等方面的考量。就当前阶段而言，随着复工复产推进，基本面能够迅速修复、在产业格局重构后依然具有竞争优势的公司，会成为该机构在调仓换股过程中的重点标的。

章秀奇透露，当前趣时资产在投资布局上“重点加大了估值维度的要求”，同时对于公司“基本面研究的要求”更为深入。“基本面扎实、估值合理的公司，资金可能会率先选择，最差情况也可以用时间换空间”，一旦经济基本面进一步改善，这些公司在业绩上更有可能出现超预期表现。

朱志伟特别强调，通过前期对公司近几年研究框架中不足之处的反思，希瓦资产在未来的组合布局中，“会加大政策影响的权重，并予以量化”。

值得注意的是，目前头部私募对于部分“高景气度”领域的偏好，并未发生改变。秦怀宝称，作为银叶投资在选股上的核心因素，未来仍然会结合“市场预期”维度，继续以“高景气度”作为选股和调仓的关键标准。马科伟以新能源板块举例称，放眼长远，今年以来相关行业链个股普遍遭遇了深度回调，作为具有长期高景气确定性的产业领域，仍然存在显著的长期投资机会。

加强组合进攻性 私募机构增仓意愿渐强

● 本报记者 杨婉玉

日前，多家股票私募机构开启增仓步伐。与4月相比，部分机构已将仓位水平进一步提升。有私募人士建议，当前可加强组合进攻性，布局各细分行业的优秀龙头企业。

聚焦优秀龙头企业

日前，老牌私募淡水泉投资发布最新投资策略与观点。该机构表示，当前组合构建的整体思路是，在中国经济下半年企稳回升的情景下，布局各细分行业的优秀龙头企业，加强组合进攻性。

从最新公布的调仓数据来看，今年一季度，淡水泉投资增持了印制电路板行业龙头——深南电路。截至一季度末，淡水泉全球成长1期私募证券投资基金

持有深南电路201万股，较去年年底增加了45万股，持有市值为1.82亿元，为公司第八大流通股东。深南电路股价一季度调整幅度超过25%，当季该公司业绩表现亮眼，营业收入为33.16亿元，同比增长21.68%；净利润3.48亿元，同比增长42.83%。

淡水泉投资一季度还增持了物流龙头顺丰控股，旗下基金淡水泉平衡5期集合资金信托计划增持顺丰控股156万股，期末持股市值超过10亿元。一季度，顺丰控股股价调整幅度超33%。此外，淡水泉投资对海格通信、濮阳惠成等个股的持仓未变，大幅减持了农业股北大荒，旗下多只产品退出了北大荒前十大股东名单。

“通过复盘历史可以看到，真正的机会往往出现在行业基本面和市场情绪面双双处于较低位置时，买入或增持优

秀龙头企业，是当前让我们觉得很踏实的投资机会。”淡水泉投资表示，基于一季报，组合重点持仓公司所在行业的发展空间和竞争格局保持稳定，在行业面临困难的环境下，优秀龙头企业或通过产品结构优化提高利润水平，或在传统业务稳定增长的同时不断加快发展新业务，或通过加强精细化管理实现经营改善，体现了强大韧性，也为困难期过后业绩的弹性发展打下了坚实基础。

采取“边走边看”策略

5月12日，相聚资本研究总监、基金经理余晓畅在接受中国证券报记者采访时表示，与4月相比，目前仓位已逐渐增加。

“从资金端来说，前段时间市场调整后，不管是绝对收益产品还是融资账户，

都出现了被动减仓，市场整体的筹码结构相对干净，对应着市场可能是一个底部。所以一旦有利好因素出现，就会出现明显反弹。”余晓畅表示。

他认为，市场底部大概率已探明，可以更加积极进行选股，“我们有希望靠选股做出超额收益”。未来会继续采取“边走边看”策略，对后市的观点也会结合宏观经济、市场的变化进行动态优化。

具体而言，未来的配置方向将主要分布于“成长”和医药消费领域。“成长”包括半导体、军工、新能源（光伏、风电）、汽车（电动化、智能化）等四个板块。在商品价格下行，经济复苏的阶段，需求端向好的行业和公司业绩表现会更加突出。医药消费和经济关联度相对较高，可寻找其中内在增长力度更强的细分市场领域和公司。

发挥承上启下枢纽功能 北交所聚集效应初显

（上接A01版）整体年化换手率为304%；创新层和基础层也获得有效带动，估值定价能力得到改善；合格投资者大幅增加，与开市初期相比，新增90多万户，吸引力逐步增强。

安信证券新三板首席分析师诸海滨指出，今年以来，虽然A股市场整体波动较大，但并未影响投资者参与热情。机构调研北交所上市公司的热情不减，年内45家北交所公司获机构调研71次，新兴成长赛道被重点关注。

多层次市场体系优化展新颜

推进形成契合中小企业不同发展阶段的、层层递进的多层次市场生态也是北交所自诞生之日起肩负的重要使命。在业内人士看来，伴随“转板第一股”落地，北交所通过转板机制畅通与沪深交易所市场、区域性股权市场的联系，在特色发展中开启多层次资本市场新篇章。

从板块内部看，北交所“龙头撬动”作用逐步发挥，激发企业向上动能。在2021年

市场分层过程中，96%符合条件的基础层公司申请进入创新层，为分层制度实施以来最高水平。上交所同意观典防务转板至科创板上市，标志着“北交所转板第一股”诞生，也意味着我国多层次资本市场互联互通迈出实质性一步。

据诸海滨统计，截至5月8日，具备北交所IPO申报意向的挂牌公司共计398家，其中375家已进入辅导阶段。“北交所上市公司均来源于新三板创新层，新三板内部正在形成金字塔形的市场结构。”诸海滨说。从板块外部看，北交所与主板、科创板、创业板形成错位格局、增强服务合力，不断补齐资本市场短板。目前，在北交所上市公司中，战略新兴产业、先进制造业、现代服务业等占比近九成。新三板挂牌公司为6753家，符合北交所上市财务条件的挂牌公司超过千家。

“北交所多层次资本市场枢纽地位逐步树立。”正如华夏基金所言，北交所很好地连接新三板基础层、创新层和科创板、创业板，承接基础层、创新层优质企业的“出路”，又向科创板、创业板输送“新鲜血液”。北交所

作为服务创新型中小企业主阵地，以及多层次资本市场枢纽的功能逐步显现。

市场活力韧性提升承载新期待

过往皆为序章。北交所仍处建设初期，市场流动性水平有待进一步提升，面对形态多样、需求多元的创新型中小企业，精准性、针对性服务还需大幅跟进。在成长过程中，北交所市场活力韧性提升承载着新的期待。

市场对北交所的期待之一是加快优质公司供给，提供更多与其他板块相比更具特色和可比竞争优势的投资标的。全国股转公司、北交所近期召开的证券公司推荐推荐业务发展座谈会进一步指出，证券公司要加大市场开发力度，扩大北交所上市、新三板挂牌项目申报和储备规模。

在便利市场参与北交所建设方面，一系列制度措施有望尽快落地。证监会副主席王建军日前表示，研究推出北交所指数和混合交易制度。“目前，推出北交所指数时机基本成熟，已满足指数编制方案、板块运行、样本数量、技术准备四大基础。”北京南山投

资创始人周运南认为。在中信集团党委副书记、副董事长兼总经理奚国华看来，北交所应有针对性地创新交易制度，形成竞价交易与做市交易并存的混合制度体系，也是改善北交所市场流动性的重要举措之一。

进一步丰富北交所和新三板投融资产品将是促进北交所持续稳定健康发展的重要举措。赛莱拉董事长陈海佳建议，允许在北交所和新三板推出公司债产品。加大对新三板和北交所可转债、公司债支持力度，进一步提升中小企业创新发展能力。在投资渠道方面，周运南认为，可考虑对机构投资者特别是大型机构投资者在网下打新、战略配售、公开发行、定增、可转债、优先股等方面进行适度倾斜。

成立北交所，为服务型创新型中小企业发展注入一股新动力。展望未来，北交所董事长徐明表示，将努力扩大北交所企业规模，提升市场活力与韧性。完善新三板功能制度，提升市场后备基础质量。落实全面实施注册制要求，夯实市场发展基础。提高服务精准性，打响市场服务品牌。提升上市和挂牌公司质量，丰富风险防控“工具箱”。

中短债基金打响“翻身仗” 公募机构大力布局

● 本报记者 徐金忠 万宇

中短债基金的风口又回来了。今年以来，在波动的市场环境下，绝大多数中短债基金取得了正收益，这也让该类产品得到了投资者认可，规模大增。基金公司顺势发售中短债基金，Wind数据显示今年新发的短债基金数量同比大幅增加。

业内人士表示，目前较宽松的货币环境支持融资成本维持在相对合理的水平，中短债基金仍有较高投资价值。不过，资金利率继续走低空间有限，市场短期操作思路也会相对谨慎。

中短债基金规模大增

中短债基金和普通债券基金主要差别体现在投资组合的久期方面，其投资债券到期年限不超过3年，不能配置股票、可转债等品种。

中短债基金最早出现在2005年，当时在股市低迷之际，博时基金成立了行业内第一只中短债基金——博时稳定价值，随后多家基金公司相继推出中短债基金产品。随着2006年股市大牛市的到来和货币基金的崛起，中短债基金的收益与货币基金相比不具优势，出现巨额赎回，不少中短债基金选择转型为货币基金或普通债券型基金。

沉寂多年的中短债基金在2017年重获生机。当年6月，鹏扬基金成立了鹏扬利泽，9月金鹰基金成立了金鹰添瑞中短债。2018年A股市场进入调整期，一些基金公司借机推出了多只中短债基金。

进入2022年，中短债基金的风口似乎又回来了，近期，中欧基金、建信基金、华泰柏瑞基金等多家基金公司都在发行中短债基金。Wind数据显示，截至5月11日，今年以来公募基金公司发行了32只短债基金；而在去年同期，发行的短债基金仅有7只。

还有不少公司近期对旗下的中短债基金进行持续营销，广发基金、嘉实基金、博时基金、天弘基金等公司都在推介自家的绩优中短债基金产品。

银河证券数据显示，截至2022年一季度末，短期纯债债券型基金的规模从一年前的1382.47亿元一跃升至3079.42亿元。

值得一提的是，在表现抗跌，获得投资者追捧的同时，不少短债基金开始限购。例如，永赢基金公告称，为保障基金平稳运作，自4月28日起，永赢泓利中高等级短债债券基金暂停申购、转换转入、定期定额投资业务。另外，为保障基金的平稳运作，维护基金持有人利益，招商鑫悦中短债基金已经从2月中旬开始限购，限购额度为单日单个基金账户单笔或累计申请金额1000元。

业绩表现抗跌

华富吉丰中短债基金的基金经理倪莉莎表示，中短债基金是短期理财的一种补充，主要投资于中短期期限的债券，同时严控净值回撤，兼顾了风险与收益的平衡，比较适合追求稳健投资的客户群体。

对于近期中短债基金受到投资者青睐的原因，广发景和中短债基金的基金经理方抗指出，由于短端资金面宽松，相对看好中短债的投资机会，相关债基需求比较旺盛。中短债基金在今年的市场环境下，表现也确实没有令人失望。Wind数据显示，截至5月11日，563只可统计的短期纯债型基金中（不同份额分开统计），绝大部分都在今年获得正收益，仅有6只净值下跌。8只基金今年以来的收益率超过了2%，收益率最高的华富吉丰60天滚动持有A今年以来的收益率为2.70%。

华泰柏瑞固定收益部基金经理王焯斌表示，短债基金常被视作闲钱理财工具，个人投资者在参与短债基金投资时，需要考虑自身的风险偏好能否和产品相匹配，要重点关注产品的回撤表现。

债券市场短期风险不大

展望后市，倪莉莎指出，利率债方面，货币政策面临的外部制约因素有所增强，地方债发行或对5月流动性构成负面影响，一些潜在的风险因素可能对未来市场形成扰动。但当下流动性仍处于宽松阶段，债券市场短期风险不大。短期来说，对市场看法偏中性，如果后续疫情影响进一步改善，地方债发行节奏加快，会考虑适当缩短久期。

倪莉莎指出，信用债方面，从基本面来看，货币政策和资金面仍将维持宽松，双宽阶段信用债往往是表现较好的配置标的。可以对信用资产更乐观一些，继续寻找有性价比的投资机会。

华泰柏瑞固定收益部副总监、基金经理何子建表示，今年以来债券市场呈现短久期资产表现较好，中长久期资产窄幅波动的特点。目前来看，纯债基金是今年各类资产全部出现高波动性之时非常好的投资选择。目前较宽松的货币环境支持融资成本维持在相对合理的水平，短债基金仍有较高投资价值。

“债基对精细化的管理要求比较高，因为其资产价格的波动性比较低，每一次决策带来的收益可能就几个基点。只有日常管理够细致，抠得紧，才能多一些超额收益。”对于接下来的投资，方抗表示，虽然短期内资金面保持宽松，但在国内疫情得到全面控制后，随着复工复产的推进，宽信用节奏将显著加快，流动性大量沉淀在银行间市场的状况大概率会出现扭转，资金利率继续走低空间有限，短期内以相对谨慎的思路进行操作。

增量政策工具蓄势待发 稳增长该出手时会出手

（上接A01版）

在绿色金融方面，陈雨露表示，下一步将着力健全绿色金融体系顶层设计，推动中国能源结构、产业结构、生产和生活方式绿色低碳转型，进一步强化金融机构环境信息披露，开展碳核算，稳步推进气候风险压力测试。同时发展碳金融，以市场化的方式实现控碳减排。

“实现‘双碳’目标是一场广泛而深刻的经济社会系统性变革，不是轻轻松松可以实现的。”胡祖才指出，要按照党中央决策部署，保持战略定力，紧盯“双碳”目标不放松，脚踏实地、久久为功，不搞“碳冲锋”，不搞运动式“减碳”，有序有力有效推进“双碳”工作，不断取得新成效。