

赛道押注模式“走下神坛” 公募思辨投资新方向

□本报记者 杨皖玉

过去两年盛行的“景气赛道+集中押注”投资模式在今年失灵了。新能源、半导体、医药等曾经被市场追捧的行业掉头向下,跌幅居前。

今年以来,市场均衡风格加速演绎。近期,大盘价值股取得明显超额收益,市场风格偏向低估值蓝筹。一众以“行业景气度”“自上而下”为主要投资方法论的基金经理年末陷入反思。“敬畏市场”“坚守自我”“注重宏观因素”等成为大多数人投资进化的方向。

反思过后,聚焦到公募行业层面,为避免赛道持续调整的重演,有行业声音提出,应在产品、制度等层面进行规范。



视觉中国图片

“集中押注式”投资不“香”了

“今年的行情让许多投资者被重新‘教育’了。”某基金经理告诉中国证券报记者。

今年以来,过去两年受市场追捧的行业掉头向下,新能源、半导体等板块跌幅居前。Wind数据显示,在申万二级行业指数中,截至12月9日,今年以来消费电子行业已下跌38.11%,半导体行业下跌33.59%,医疗服务行业下跌29.41%,电池行业下跌27.28%。与此同时,重仓这些赛道的基金受创颇深。

多位业内人士认为,过去几年盛行的“景气赛道+集中押注”的投资模式今年在慢慢失灵。上述基金经理笑称:“今年的市场每天都在教我重新做人。”

“在2021年之前,从大消费到新能源,‘行业集中押注’投资模式的确能够为投资者带来不错的收益,但随着行业景气度发生转变,赛道交易变得拥挤之后,‘行业集中押注’很难产生超额收益。”明泽投资研究总监张鹏宇对中国证券报记者表示。

新方程投资石宇认为,公募基金普遍追求相对收益,抱团现象较为常见,容易导致某一阶段的某几类资产的股价透支,使得价格对业绩增速的边际性变化愈发敏感,即便行业业绩长期仍具备比较不错的增速,一旦短期面临下修预期,就会很快体现到股价上。今年诸如电池等细分行业的表现就说明了在行业安全边际趋弱后,这类交易比较拥挤的资产价格非常脆弱敏感。此外,个别细分领域受到宏观负面因素的影响,叠加本身行业周期的阶段性低谷,比如半导体,其资产价格下行会更加显著。

11月以来,A股市场持续回暖,截至12月9日,上证指数、深证成指纷纷涨逾10%,但新能源、半导体等行业却仍呈现回调趋势。

不少业内人士认为,近期多项利好政策频出,大盘价值风格取得明显超额收益,市场向均衡风格加速演绎,一度抱团曾经高景气赛道的资金开始分散。

“当市场风格出现比较明显的平衡,其他板块的投资机会变多。毫无疑问,资金不会选择继续抱团在极个别的景气赛道中,此时,相关赛道过去几年被赋予的高估值有待检验。”某大型公募人士李华(化名)说。

张鹏宇认为,近期“金融16条”“三支箭”等政策推出,叠加央行再度降准,市场对资金敏感性比较高的银行、地产等相关行业的风险预期降低,极大助力了市场信心的恢复。结合当前央企国企估值折价严重,导致资金偏向于央企国企,以及金融地产等传统行业。总体来看,近期市场主要反映了密集政策利好催化下对经济增长的预期。

从2012年至2015年的创业板“起飞”行情,到2016年至2017年消费白马成为投资主流,再到2019年至2020年“茅指数”的一马当先,直至去年“有锂走遍天下”的行情。

近十年来,每一波行情中,许多基金经理貌似只要选好板块就能跑出超额收益,甚至不需要特别关注宏观指数的情况,去做行业配置和仓位管理。

“今年可能是基金经理反思最多的一年。”这是中国证券报记者在近期采访中多次听到的一句话。今年以来,越来越多的基金经理通过报告、公开信、线上交流的方式表达“反思”和“歉意”。

整体来看,“敬畏市场”“坚守自我”“注重宏观因素”等成为许多基金经理的反思关键词。

“过去几年对于我来说,最重要的经验就是要在敬畏市场的同时坚持自我。”李华表示,第一,如果手中的资金短期属性较强,一定要用敬畏市场的眼光去投资,不断调整自己的方法论,而不能抱有“终局思维”;第二,在敬畏市场的同时,要坚持自

反思过后,聚焦到公募行业层面,为避免赛道持续调整的重演,有行业声音提出,应在产品、制度等层面进行规范。

今年4月,证监会发布《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》,文件中提到“着力提升投研核心能力”“着力提高投资者获得感”等多项指导思想的具体举措。

从基金产品角度来看,上海证券基金评价研究中心业务负责人刘亦干对中国证券报记者表示,公募行业进入存量博弈时代,目前部分行业基金并不具备行业代表性,基金质量亟需提升,基金公司需站在投资者长远利益角度发行产品,发行代表中国产业发展方向的行业主题基金来分享中国经济增长的红利。

在基金业绩考核管理层面,天相投顾研

基金经理“反思潮”

我,要有自己独立的辩证思维和判断能力,否则在极快的板块轮动中,会被市场情绪裹挟,追涨杀跌。比如过去三年,部分机构对新能源、半导体等制造业板块进行估值时,最大的问题在于只注重行业景气却完全不看公司质地。

北京一公募高管表示,资本市场最大的不变就是变化,2022年的市场充分证明了这一点。短短一年时间,资本市场仿佛演绎了半个经济周期的变化。这对于基金管理人来说,更应该思考如何在坚持长期主义与回撤控制中进行平衡。比如,当长期做底仓的资产暂时无法取得行情反转时,管理人应该对市场快速变化保持敏锐,才能尽可能在瞬息万变的市場变化中为投资者带来较好的投资体验。

“未来几年,市场上大部分基金经理的投资方法论会有一个集中进化。”嘉越投资的基金经理吴悦风在接受中国证券报直播采访时表示,从2021年下半年开始到之后的三、四年,自上而下的宏观因子在投资中会占到更大的权重,这将要求基金经理对仓位灵活度有更好的把握。具体来讲,如果是自

下而上的投资策略,基金经理面对所看好的个股回撤时,应是越跌越加仓;但在自上而下的投资框架中,如果宏观指标要求降低仓位,基金经理需要摒弃对个股的喜好,此时便考验基金经理能否将宏观策略和实际操作匹配起来。

“将当前的市场背景跟投资相结合来看,宏观因素对资本市场的影响越来越大。但不论是自上而下还是自下而上的策略,投资更重要的还是顺势而为。”川财证券首席经济学家、研究所所长陈雳认为,在百年未有之大变局背景下,国内外宏观环境充满复杂性,在这种情况下,投资要充分结合事态的发展情况以及政策发力点,积极乐观地寻找投资机会。

中邮基金研究员王欢表示,当前投资确实面临几十年未遇的宏观环境变化,比如中国经济结构的主动求变。“在投资中我们会考量这些宏观因素的变化,或长或短、或陡或缓,将其落实到产业趋势和市场大势的研判中去,让投资组合能在适应时代发展的同时,适应宏观波动的变化。”

“高质量”“均衡”成投资关键词

究人士认为,应提倡基金长期业绩的考核,减少一年期及更短周期的短期业绩对比,在行业氛围上,为基金管理人、基金经理树立正确的竞争观念。另一方面,基金经理实际管理产品的过程中,基金若非行业主题投资策略,应尽量避免过于集中押注某一赛道,分散配置资产,同时适当调整产品的申赎期、申赎额,避免投资者追涨杀跌,保持投资资金的长期性、稳定性,一定程度上也可以提升投资体验。

老的景气赛道“走下神坛”后,伴随着各项政策的落地,临近年末,多家机构认为,经济复苏将成为明年的投资主线之一,市场风格将以均衡为主。但也有机构认为,明年二季度后,成长风格更有机会。

长江证券策略分析师包承超表示,未来一年市场整体风格会比较均衡,可能类

似于2016年第三季度的市场状态,经济处于复苏阶段,成长、价值、大盘、小盘风格都比较均衡。

“宏观环境不确定性最高的阶段已经过去。”王欢认为,经济复苏和产业政策是明年需要重视的两条投资主线,经济复苏关注消费链和地产链的修复和进一步需求侧的刺激,产业政策关注国家安全方向,市场风格预计将偏向均衡。

张鹏宇表示,A股将延续修复趋势,明年二季度后的上涨动力将更为强劲,其中外资和私募是全年增量资金的主要来源,市场行情将由政策驱动转向业绩驱动,风格更偏成长,配置上建议以“安全、科技创新、碳中和、反垄断”四个投资要素深度发掘,具体看好券商、食品安全、信创硬科技、高端制造、储能、消费升级以及医养健康等方向。