

# 狂潮退去 主动型行业主题基金何去何从

□本报记者 王宇露 张舒琳

若问谁是公募市场最受热捧的“香饽饽”，过去两年，这一答案无疑是行业主题基金。在动辄翻倍的业绩魅力下，无论消费、新能源、医药还是半导体等行业主题基金，均被推至闪亮的舞台聚光灯下，令亿万基民竞相追逐。与此同时，基金发行趁热打铁，相关新基金批量“出厂”。

但烦恼接踵而至。伴随着市场风格转向，多类行业主题基金业绩掉头直下，相继出现大幅回撤。基民难言赚钱的同时，主动型行业主题基金的超额效应也难敌细分行业ETF。公募基金大规模转向行业主题投资，究竟是孰之蜜糖孰之砒霜？对投资者而言，行业主题基金究竟具备怎样的价值？



视觉中国图片

## 行业主题基金盛行 市场风格走向极致化

过去两年，无论是消费、新能源、医药还是半导体等主题基金，均吸睛十足，规模快速膨胀，也形成了一波行业主题新基金发行浪潮。Wind数据显示，自2021年以来成立的主动偏股型基金共1242只（仅统计初始份额），其中，新能源、汽车、碳中和、消费、医疗、半导体等方面的行业主题基金就有约150只。如果考虑到很多全市场新基金最后做成赛道投资，这一数据占比将更高。今年以来，上述情况继续演绎，AI成为A股当之无愧的市场热点，截至目前，数字经济方面的主题基金也超过20只。

为何行业主题基金如此盛行？业内人士认为，这是源自市场需求、渠道、基金公司等多方的一场“合谋”。

明世伙伴基金总经理郑晓秋表示，主题投资盛行与近年A股市场更多呈现结构性行情密切相关，由于经济进入转型期、人口结构变化、产业结构升级等原因，很多新兴产业更具有长期成长的空间和想象力，这也是出现某些行业或板块表现更优的根本原因。而基金公司也顺势而为，为满足客户需求推出相应的产品。

天相投顾基金评价中心表示，主题基金顺应市场需求，投资者越来越多地追求多样化的投资方式，主题基金能够为投资者提供一个投资特定主题，这对于一部分投资者来说非常有配置层面的吸引力。此外，基金公司为了扩大规模，也会“趁热打铁”，积极发行新基金迎合市场需求。

市场化的机构投资者短期业绩考核制度、公募行业相对排名机制等多方面因素，也共同推高了市场参与者对主题投资的热情。工银瑞信基金FOF投资部总经理蒋华安表示，市场参与者非常多样，但在偏存量博弈的环境里，无论是均衡型投资还是主题型投资，想要挣钱、比拼排名，就必须参与趋势性行情，否则就会大幅跑输其他同类基金。

过去两年，从核心资产大象起舞、“喝酒吃药”行情火热，到新能源板块一枝独秀，再到今年的AI狂热潮，赛道投资愈演愈烈。复杂现象背后，业内人士不禁深思：公募基金大规模转向主题投资，是否在一定程度上助推了A股市场风格化进程？

在天相投顾基金评价中心看来，公募基金

选择转向主题投资，与市场风格的形成属于相互作用。从目前来看，A股市场波动性较大，存在风格快速切换与风格极致化的现象，身处其中的公募基金如果押中赛道，则可能在短期内获得丰厚回报，这也使得部分基金选择在某一风格下加大暴露，而这种行为客观上又会加剧某种市场风格的演绎。不过，这种现象或是基金行业发展过程中的一个阶段，随着整个市场的逐渐成熟，合理配置资产、分散风险的理念将逐步得到认可，对待主题投资相信也会更加理性。

北京一位公募基金经理认为，消费、新能源、医药和半导体等行业都是长期具备投资价值的赛道，基金公司布局这些赛道是基于长期投资价值的角度。但基金发行市场向来是市场火热时好发，市场冷淡时难发，在行业热度较高的时候往往伴随着大规模新发基金资金进入，会在一定程度上助推市场风格极致化。

## 主动跑不赢被动 昔日“明星”陷入多重困境

在结构性牛市中，行业主题基金的收益的确十分亮眼，一批行业主题基金实现了翻倍收益，这也成为基民纷纷涌入的主要原因。但热度消退、景气反转之后，行业主题基金的高收益往往消逝，徒留“一地鸡毛”。

Wind数据显示，截至5月25日，自2021年以来成立的主动偏股型基金中，名称中包含“新能源”的31只行业主题基金中，目前有24只成立以来收益为负，占比接近八成。名称中包含医药（医疗）的39只基金中，至今有29只成立以来收益为负，占比也超过七成，回撤最大的基金收益率接近-40%。

蒋华安分析称，细分行业与大盘不同，大盘的涨跌周期通常在3至5年，而行业周期相对更长，一个行业板块周期往往在5至7年，因此如果在高点买入，回本的周期会更长。考虑到资本开支、产能出清及再投资等因素，一些行业的投资周期可能在7至10年。郑晓秋也认为，此类基金的表现从根本上还是要看底层投向的资产从行业本身周期来说能否真正回暖或持续兑现预期，考虑到部分成长性行业自身的波动性较大，可能需要跨越一个行业周期才能实现净值修复。一旦是在市场情绪高涨、估值泡沫化阶段发行的爆款基金，则需提高警惕。

天相投顾基金评价中心也表示，“基金

赚钱，基民不赚钱”的一个重要原因在于投资者可能存在的追涨杀跌行为，当主题基金火热时基民往往会超额配置，而一旦出现净值回调，投资者可能会损失惨重。根据天相投顾在《基金利润表解读：另一种视角下的基金分析方法》的研究结果，投资者倾向于在基金业绩较好时对基金增加关注并增加购买，这可能导致基金的净值增长率高于基金给投资者带来的平均利润率，从而产生收益率偏差。

除了难以以为基民赚到钱之外，主题基金还陷入了“主动跑不赢被动”的困境中。在普遍认知中，国内的基金经理是拥有获取主动超额收益能力的。然而，在今年以来的AI概念潮中，游戏动漫ETF拔得头筹；去年的煤炭行情中，多只煤炭ETF也排名领先。

天相投顾基金评价中心指出，这种现象往往也是风格极致化的体现。在某些热门的投资主题出现时，投资者可能会过度追逐这些主题的标的，导致相关ETF等价格上涨。反观主动基金，即使基金经理在某种风格或行业上进行超配，其暴露程度往往也不会达到行业ETF的程度。因此，即便基金经理可以获得正向的阿尔法收益，但与贝塔收益很高的ETF相比则仍显不足。但值得注意的是，当相关投资主题的热度减退时，相关ETF也可能出现较大程度的回调。

郑晓秋进一步表示，主动管理型基金一般还是要有组合管理、分散配置的基本原则，关于行业集中度、个股集中度都有明确的要求，因此在结构性行情中，自然阶段性的表现不如满仓某个行业或赛道ETF的表现更为突出和有弹性，但拉长时间来看，分散组合管理还是有中长期的价值所在，有助于规避极端风险。

## 勇于逆势布局 发扬主动管理优势

从海外成熟市场来看，拉长时间维度，大多数主动基金似乎难以跑赢被动指数基金。

郑晓秋介绍，“作为成本低廉、持仓透明的投资工具，被动基金或ETF在欧美等海外市场的公募行业占比非常高，这是过去几十年随着市场发展逐步演化的。而主动管理型公募或海外所称的共同基金，自从彼得·林奇之后似乎再无明星基金经理涌现，近年来大火的木头姐的ARK基金更类似于国内所称的行业主题基金，

从净值走势看也是大起大落，业界褒贬不一。”既然如此，大量的主动型行业主题基金是否有存在的必要？答案当然是肯定的。

前述北京的公募基金经理表示：“主动跑不赢被动这一规律从巴菲特2007年的‘世纪赌约’就可以看出，但不能借此否认主动管理的价值，优秀的主动管理人通过深入研究可以挖掘出优质个股，从而为投资者提供较好的超额收益，特别是在弱有效性的A股市场，做出超额收益的基金产品有很多。”蒋华安也指出，由于发展阶段不同，市场的有效性也不同，从3至5年的维度来看，国内行业主题基金创造阿尔法的能力远远超过海外市场。

天相投顾基金评价中心表示，主动管理型行业主题基金的管理团队通常会对所投资的行业进行深入的研究和分析，以便找出最有价值的投资机会，这种深度分析和专业研究是细分行业指数基金无法提供的；同时，主动管理型行业主题基金可以根据市场环境 and 行业发展进行灵活的策略调整，比如调整资产配置、选择最佳的投资时机等；此外，主动管理型行业主题基金可以通过选股和择时策略，以及通过投资组合的调整来主动管理风险，相比之下，细分行业指数基金通常只能被动地接受市场风险。

不过，尽管主动管理型行业主题基金有其存在的价值，并不代表公募基金行业应当无限制发行此类基金。业内人士认为，行业主题基金的发行更应当结合行业所处周期，向适合的投资者来销售。

天相投顾基金评价中心表示，对于公募基金来说，首先应该正确评估自己的投研能力以及产品运营能力，在自身具备充分的投研团队以及产品运作人员的前提下，再去发行相关主题行业基金，而非让发行的脚步盲目追逐市场热点。此外，公募基金还应在发行产品或持营中注意销售的节奏，勇于采用“逆向销售”的方式，在市场过热时克制扩大规模的冲动，而当市场处于较高风险收益比时则采取更为积极主动的销售策略。

蒋华安指出，建议公募基金在发行产品时逆周期布局，同时渠道也要逆周期销售，这样才能真正有利于保护投资者利益。另外，不建议对散户大规模销售行业主题基金，均衡型、全市场基金或是更好的选择。此外，还应当持续加强投资者教育，帮助投资者了解自身的风险收益偏好。