

## “满仓”“清仓”极速切换

# 灵活配置型基金未免太灵活



视觉中国图片

今年一季度A股市场大幅波动。多只灵活配置型公募基金更换基金经理，并且由于此类产品对各类资产的配置比例基本不做限制，部分产品在投资组合中对权益和固收仓位进行了大幅切换，甚至出现股票“从清仓到满仓”“从满仓到清仓”的极致表现。

在业内人士看来，基金公司可能会基于对市场环境与基金经理投资风格适配度的考虑，让更适应未来市场环境的基金经理来接替管理。投资风格切换则可能是基金管理人的一种尝试，如果投资风格能够及时切换，并且契合当下的市场环境，有利于产品业绩和规模实现增长。

业内人士提示，对于机构或者成熟投资者，在投资灵活配置型基金时，一般情况下会选择目标定位明确、投资收益和风格稳定、基金经理管理时间较长和规模较大的产品。对于中小投资者而言，投资风格切换可能会带来更多的不确定性，因此在选择此类基金时，投资者应充分了解其相对灵活的投资策略可能带来的投资风格漂移等问题。

● 本报记者 王鹤静

### 投资风格快速切换

灵活配置型基金的基金合同中规定，股票投资占基金资产的比例范围在0—95%之间。由于股票仓位的调节范围较大，灵活配置型基金在实际投资中可以在权益类资产和固收类资产之间来回切换。灵活配置型基金曾在2015年至2016年间扎堆发行，但2021年以后随着逐步规范，灵活配置型基金正在走向存量改造的阶段。

对比2024年一季度和2023年年报数据，鹏华弘鑫混合、华夏新机遇混合、华泰保兴吉祥福等灵活配置型基金在2024年一季度变更基金经理之后，一改往日的偏债配置风格，股票仓位均出现明显提升。

其中，鹏华弘鑫混合的加仓成效较为显著。今年2月8日，鹏华基金发布公告称，因公司工作安排，李韵怡不再担任鹏华弘鑫混合的基金经理，该基金由新加入公司的萧嘉倩接管，此前萧嘉倩曾任职南方基金。

自2017年单独管理鹏华弘鑫混合以来，李韵怡整体配置以固收类资产为主，股票仓位最高不足50%。并且，2023年该基金几乎对持有的股票进行“清仓”处理；截至2023年末，该基金持有剩余银行存款和结算备付金、买入返售金融资产的比例分别高达60.18%、39.53%。

在萧嘉倩接管之后，今年一季度该基金掉头大举买入股票，股票仓位从2023年末的0.27%大幅拉升至2024年一季度末的94.87%。通过在教育、华为产业链、AI应用、资源品等领域大举布局，鹏华弘鑫混合取得显著投资回报。

Wind数据显示，2月19日至3月31日，鹏华弘鑫混合A区间涨幅达16.42%。该基

金一季度末的前十大重仓股中，科德教育、盛通股份、福昕软件、昂立教育、光线传媒、润达医疗均涨超40%。在业绩的带动下，该基金在第三方互联网销售平台吸引不少基民的关注，一季度基金规模也从2023年第四季度末的994.10万份增至1.29亿份。

无独有偶，自基金经理田荣1月2日上任以来，华泰保兴吉祥福也由过往的偏固收风格转向偏权益风格，股票仓位由2023年四季度末的7.72%大幅提升至2024年一季度末的79.00%。今年一季度，该基金通过对有色等部分周期行业的超配，一季度产品净值增长9.79%，其重仓的中远海能、紫金矿业一季度涨幅均在30%以上。

此外，华夏新机遇混合今年的新任基金经理孙然晔为量化出身。在他上任后，该基金由原来的低股票仓位运行变为多因子量化策略。今年一季度，受小微盘股调整等因素影响，公募量化产品出现大面积回撤，该基金净值也同步回落，并且该基金在一季度还遭遇机构投资者的大幅赎回。不过，从其一季度末的前十大持仓来看，目前其策略或转向核心资产标的，一季度末的基金净值也基本反弹至年初水平。

也有部分灵活配置型基金在一季度变更基金经理之后，由此前的权益策略转向固收策略。例如沪上某公募机构旗下的灵活配置型产品在一季度增聘固收出身的基金经理，此后该基金的投资策略由此前保持较高股票仓位转向以配置债券资产为主。截至一季度末，该基金的股票仓位由2023年末的近70%直接“趋零”。

### 考量与投资风格适配度

北京公募分析人士李华（化名）向中国证券报记者表示，管理灵活配置型基金对基金经理的能力要求更高，不仅需要丰富的经验，经历过不同资产的完整周期，研究方向也要多元化，对全球经济变化以及各类资产都要有深刻的了解，同时还要对市场行情延续的周期及幅度做出判断。此外，基金经理也要具备抗压能力，能够坚守制定的计划，避免追涨杀跌。

如果原基金经理能力圈受限，李华坦

言，基金公司可能会更换或新增其他基金经理，以便此类产品能够灵活地应对市场变化。

“基金公司可能会基于对市场环境与基金经理投资风格适配度的考虑，让更适应未来市场环境的基金经理来接手。”晨星（中国）基金研究中心高级分析师李一鸣说，灵活配置型产品的投资策略相对灵活，对基金经理能力要求相对更高，如果基金经理在基金公司内部考核中未能达到考核要求，可能会面临竞争淘汰的结果。

由于灵活配置型基金赋予基金经理较大的投资灵活度，因此投资策略和投资风格往往会随着基金经理变更出现较大的转变。这种转变在天相投顾基金评价中心看来，可能更多是基金管理人的一种尝试，如果基金风格能够及时转换，并且契合当下的市场环境，或将有利于产品业绩和产品规模实现增长。

通过观察上述灵活配置型基金可以发现，这些投资风格发生较大转变的产品规模普遍较小，并且部分产品还存在业绩长期跑输比较基准的情况。但投资风格转变能否真正起到作用，李一鸣认为，要看基金公司判断的准确性以及基金经理投资能力的发挥。如何能够更好地提升现任基金经理的投资能力，充分发挥基金公司投研团队对产品的支持作用，才是关键因素。

“从产品设计的初衷来看，灵活配置型基金的特点和优势是可以灵活切换投资风格和仓位，去适配市场的风格变化，以获得更有优势的超额收益。所以要想盘活此类产品，就应该让投资者更加直观和充分地感受到产品的灵活所在。”至于整体效果，沪上某公募机构市场部人士认为，需要取决于投研体系对于宏观经济的判断和对于大类资产配置调整决策的择时能力，以及风格切换过程的顺畅程度。

### 灵活切换风格不应造成困扰

虽然灵活配置型基金的设定本身比较适合结构性的震荡市场环境，但在上述公募机构市场部人士看来，过往此类产品一直未能很好地发挥出其优势，不仅是因为基

金经理本身的能力圈和思维惯性的约束，更重要的是投资者对于这类产品的特性认知不够充分。

“我们一直说要让投资者知道自己买的是什么，坚持风格不漂移，但灵活配置的风格并不是投资者购买时点上它的风格，而应该是灵活本身。如果投资者没有在购买时充分认知，那对于基金管理人来说，进行大幅的风格切换的压力很大。”该人士表示。

机构或者成熟投资者在投资灵活配置型基金时，一般会选择目标定位明确、投资收益和风格稳定、基金经理管理时间较长和产品规模较大的产品，因此风格切换可能不会给成熟投资者带来太多的困扰；但是对于中小投资者而言，李华认为，此类产品的投资风格切换可能会带来更多的不确定性，还可能会导致盲目追涨杀跌，形成恶性循环。

“各种投资策略本身并无优劣高下之分，基金经理能否很好地执行其投资策略以及基金经理的投资能力，最终决定了基金的业绩表现。”李一鸣建议，投资者选择此类基金的时候，应该充分了解基金产品的投资策略特点以及风险收益特征，对产品做充足的了解后，在投资过程中才能做到心中有数。

目前，灵活配置型基金存量产品的稀缺性凸显。李华认为，市场变幻莫测，风口可能不期而至，在结构性行情之下，此类产品可以在大盘小盘、成长价值等投资风格上切换、博弈热点，持营方面可能还存在一定的机会，但归根结底还是要通过基金管理人的有效管理和运营，在不同的市场环境下去为投资者创造良好的投资回报。

天相投顾基金评价中心建议，一方面，基金经理需要通过对市场的深入研究和判断，包括宏观经济形势、政策变化、行业发展趋势等，灵活调整股票、债券、现金等资产的配置比例，以适应不同市场环境下的投资需求；另一方面，基金公司需要加强内部管理和风险控制，通过建立完善的投资决策流程和风险管理制度，确保基金经理的投资行为符合基金合同规定的投资目标和投资范围、投资比例限制等内容。

## “出海”投资有喜有悲 QDII基金两极分化

● 本报记者 刘伟杰

今年以来，近四成QDII基金净值出现回撤，甚至有20只QDII基金的跌幅超20%。事实上，今年以来多数海外权益市场出现上涨，部分QDII基金表现不佳令人意外。观察QDII基金业绩可以发现，大力配置资源周期股的产品位居涨幅前列，重仓科技赛道产品已悄然“让位”。

QDII基金已逐渐成为投资者“出海”实现全球资产配置的重要途径之一，大部分QDII基金聚焦于美国及中国香港市场。某公募人士称，今年以来亏损的QDII基金“港股及中概股的含量”不低，主要布局医药和汽车赛道，随着相关市场风险逐渐得到释放，未来有望挖掘到一些超跌的深度价值和成长性标的机会。

### 近四成QDII基金今年亏钱

今年以来，QDII基金“亏钱”的比例和幅度较去年同期明显提高，而亏损最多的产品净值回撤幅度接近30%。Wind数据显示，截至4月24日，有237只QDII基金（A/C份额未合并计算）出现亏损，占比接近四成，20只QDII基金的跌幅超20%。

具体来看，今年以来位居亏损排行榜前三的QDII基金均为某头部公募基金旗下产品，系同一位基金经理管理，其在一季度主要布局了港股、A股和美股市场的汽车产业链个股。其它在亏损排行榜位居前列的产品名称中大面积包含“恒生”“生物科技”“医疗”，这些QDII基金主要布局港股市场的医药赛道。

2023年同期，亦有220只QDII基金出现亏损，但仅有20只产品跌幅超10%，这些“绩差”产品名称中多数包含“互联网”，重点布局港股和美股市场中的科技股，以港股市场品种为主。虽然2023年美股市场的科技赛道节节攀升，但上述去年同期亏损较多的产品后续并未“逆袭”，反而越亏越多，多只产品在去年全年的跌幅接近30%。

华东公募人士称，今年以来QDII基金的亏损主要来自港股市场，特别是医药板块的持续下跌，主要是受到整体行业业绩下滑以及未来几年行业预期存在不确定性的双重影响。从长期来看，医药行业发展仍具长远潜力，随着政策的调整和市场环境的改善，未来港股市场的医药板块有望逐渐走出低谷。相关QDII基金业绩有望“水涨船高”。

### 绩优基金布局资源周期

今年以来，配置资源类周期品种的QDII基金业绩领先。Wind数据显示，截至4月24日，今年以来364只QDII基金获得正收益，其中42只产品净值增长率超10%，“绩优”的背后是基金经理纷纷选择重仓原油等资源周期品种。

具体来看，姚曦管理的广发道琼斯美国石油人民币以涨幅超15%暂居榜首，而周宇掌舵的易方达原油人民币则紧随其后。同时，华宝标普油气人民币、南方原油、诺安油气能源等位居涨幅排行榜前列。

值得注意的是，柏杨管理的大成港股精选布局了在港股市场挂牌的紫金矿业、招金矿业等贵金属和有色标的。嘉实黄金、汇添富黄金及贵金属、诺安全球黄金等大力配置资源类周期品种的QDII基金今年以来均上涨超10%。

柏杨在大成港股精选的一季报中表示，一季度“哑铃型”投资策略作出了正面贡献，一方面是大市回调时红利类资产防御属性明显，发挥了中流砥柱的作用，其中全球定价的上游资源类公司表现尤为突出；另一方面，部分优质成长股票跌出较为明显的安全边际。在柏杨看来，港股及中概股市场在今年后续时间里，大概率可以有所作为。

中国证券报记者发现，多只重仓港股的QDII基金近期出现强势拉升，与腾讯控股等互联网龙头的走势较为契合。有公募人士称，腾讯等互联网龙头具备流量优势，广告与金融科技营收相对稳定，且现金流较好，类似电信运营商，随着估值逐渐具有吸引力，作为防守性标的将长期受到QDII基金的追捧。

安爵资产董事长刘岩提醒，主要投资于美股市场的QDII基金需要留意美联储政策预期不确定性以及美国选举年可能带来的冲击因素。

### 投资QDII产品需留意风险

市场原本预期今年美联储会数次降息，并认为在美联储降息过程中“投资美债是很确定的机会”。但美联储政策摇摆不定导致市场预期落空，今年以来QDII债基产品表现普遍不尽如人意。具体来看，截至4月24日，有58只QDII债基出现亏损，占比超七成，有22只产品跌幅超2%，其中跌幅最大达5.52%。

排排网财富管理合伙人姚旭升表示，QDII债券基金走势疲软的原因一方面是长时期的债券价格受到市场利率上升的影响，另一方面是汇率因素所致。姚旭升进一步表示，购买QDII基金时，投资者先用人民币进行申购，基金公司利用其外汇额度把人民币换算成外币进行投资；当投资者赎回基金时，基金公司再以当时的汇率换算成人民币返还。因此，汇率的变化对QDII基金的实际业绩会有一定的影响。建议投资者选择基金时，尽量充分考虑汇率问题，投资周期越长，汇率波动对产品最终业绩表现造成的影响就越大。

刘岩提示，美股等海外市场过去一两年积累了较大涨幅，市场明显超买，中短期积聚了一定风险，投资QDII产品的投资者需要警惕。另外，海外投资还要多留意汇率风险、地缘局势风险、各种交易结算风险以及市场流动性风险等。

# “牛夫人”变“小甜甜” 大数据揭示基金经理“真爱”

● 本报记者 张舒琳

最近发布的基金一季报作为观察基金经理投资策略的窗口，可以清晰地看到基金经理当前聚焦所在。一季度大火的红利资产、资源股、人工智能（AI）以及新质生产力，是基金经理频频提及的“心头好”，也代表着基金经理关注的热门方向。曾经火热的新能源赛道关注度则大幅下降。

### 季度关键词出炉

一季度，在避险需求推动下，红利资产表现亮眼，基金经理对该类型资产的关注度直线飙升。天相投顾统计数据发现，基金经理在一季报中共2271次提及红利，达到历史最高值。对比之下，2023年四季报中只有1311次提及红利，2022年一季度更是只有372次提及。

资源股是不少基金经理一季度斩获优秀业绩的制胜法宝。在一季报中，基金经理共1726次提及资源；对比之下，2023年四季报中只提及563次。

此外，年初被Sora概念引爆的AI行情

备受关注，也是基金经理持续重点关注的方向。在一季报中，基金经理共3043次提及AI或人工智能。

值得关注的是，2024年政府工作报告的关键词之一“新质生产力”备受瞩目，成为不少基金经理投资的重要风向标。新质生产力在一季报中被提及1280次，较2023年四季报飙升3000%。

与此同时，消费、医药行业，因较具吸引力的估值导致热度有所回升，在一季报中被基金经理提及的次数与2023年四季报相比，出现增多态势。不过，曾经火热的新能源赛道关注度大幅下降，在一季报中仅被基金经理提及1187次。

### 共识与分歧并存

对于一季度涨幅居前的资源股、红利股，基金经理出现细微分歧。

有基金经理认为，资源、红利品种的确定性依旧较高。例如，卢纯青管理的基金中欧瑞丰灵活配置混合，今年以来净值增长率超过20%，她在一季报中表示，重点关注具备全球竞争力的各制造业领域龙头国企估

值回归、较高分红的公司、上游资源品等。她认为，今年在很多制造业领域，尤其是有较高投资壁垒的行业，国企担当了全球的技术领先、产能扩张、产业链控制以及全球竞争性定价的引领者，同时因为长期缺乏投资者关注和研究，估值较低。因此，将继续挖掘这些优质企业。对于上游资源品，虽然需求复苏的节奏不能确定，但是供给的瓶颈会在较长的时间维度维持。

随着红利资产受到重点关注，参与其中的资金规模不断攀升。有基金经理提示，红利投资策略较为拥挤，短期可能存在回调风险。例如，浙商智能行业优选混合的基金经理胡舜认为，国内经济复苏节奏仍存在不确定性，红利低波类资产有望获取确定性溢价，但从短期来看，红利低波类资产部分行业当前交易拥挤度较高，需要结合交易信号进行动态调整。

### 看好制造业升级和科技创新方向

不少基金经理明确将新质生产力当作未来的投资主线。鹏华基金闫思倩表示，新质生产力是未来两年至三年投资的主线，

看好制造业升级和科技创新方向，中长期来看，人工智能和机器人、无人驾驶以及低空经济等领域未来成长空间广阔。其中，无人驾驶是人工智能和机器人的结合应用场景，将继续看好。此外，具身智能是未来所有科技最佳载体之一，人形机器人的发展前景确定性增强，也是未来最看好的方向之一。

知名基金经理李晓星也在季报中频繁提及新质生产力。他表示，当前处于新旧动能转换的过程中，经济周期性弱化，原有由地产信贷周期驱动的规律被打破，而战略性新兴产业是加快发展新质生产力的关键，看好半导体、国防科技等领域，包括先进制程突破带动的设备、材料、零部件方面的投资机会，阶段性关注国产算力芯片。

对于过去一年最大的科技热点生成式AI，他表示，中长期看好AI产业浪潮的发展前景，投资方面，今年要更多看到产业和企业业绩的兑现，应用端是后续重要看点。不过，现阶段AI投资具有一定主题性，需要精选业绩可持续兑现的个股。