

成长派基金经理“变形记” 平衡变与守的“成长之痛”

□本报记者 魏昭宇



视觉中国图片

一批成长派基金经理，正在经历自身投资风格的“打破”“重塑”。

受多种因素的共振影响，大多数成长派基金经理近两年的投资生涯并不尽如人意。Wind编纂的万得成长风格型基金指数显示，该指数自2021年年末达到高点后，在2022年年初急转直下。截至2024年6月下旬，该指数自2022年年初以来的累计跌幅约为35%。那些在成长赛道“风起”时名声大噪的基金经理，有不少人在近两年的行情中折戟沉沙，跌落神坛。

是坐以待毙，还是奋起求变？是等待成长回归，还是积极拥抱价值？中国证券报记者发现，近两年来，越来越多的成长派基金经理的投资理念发生了变化。在投研方法上，由以往更看重需求侧分析，慢慢转变到需求侧与供给侧两端同时兼顾。此外，基金经理在持仓方向上也变得更加多元化、均衡化。

作为成长派基金经理常用的策略之一，景气投资策略为何在近两年被频频质疑？成长派基金经理投研思路的转变意味着什么？在当下越来越“卷”的投资市场中，如何能在坚守自身优势的同时，为投资者带来稳健的持有体验？中国证券报记者带着上述问题采访多位业内人士后发现，不少成长派基金经理，正在经历投研体系的迭代与升级。

成长的新抓手：多元化布局新思路

2024年以来，红利资产表现强势，不少重仓红利赛道的基金实现了净值的稳健增长。翻看年内表现的成绩单可以发现，除了众多踩中红利赛道的基金，也有多只由成长派基金经理管理的产品表现不错。比如，刘伟伟管理的中欧时代共赢混合发起A1，2024年以来的收益率超过20%。

翻阅刘伟伟近一年以来的重仓股，中国证券报记者发现，除了保留了以往对新能源电池、光伏等成长赛道的重仓配置，刘伟伟还增加了养殖、白酒等行业的仓位。一季报显示，牧原股份、泸州老窖等出现在其管理产品的重仓名单中。与刘伟伟在2022年的重仓品种相比，如今在行业配置方面显得更加多元。

除了养殖、白酒等行业，红利资产也成为不少成长派基金经理愈加重视的一类资产。比如，睿远基金傅鹏博在2023年年报中表示，关注电信运营商及高股息率公司。他表示，2022-2023年的市场表现反映了市场在动荡不确定的环境中寻找“相对安全”资产的迫切性。剔除周期波动明显的行业，这些公司能够产生持续稳定的经营性现金流，平衡利润在企业发展和股东分红中的分配。在利率中枢向下引导过程中，这类标的配置需要直视和相机选择。从2023年四季报来看，傅鹏博管理的睿远成长价值重仓了电信运营商和煤炭资源标的，中国移动、广汇能源位列重仓股名单之中。

分散投资除了体现在行业的多元化上，还体现在个股的集中度上。以成长派基金经理胡宜斌管理的华安媒体互联网混合为例，一季报显示，该产品前十大重仓股占基金净值比例为32.57%，持股较为分散；而在2022年一季度末，该产品前十大重仓股占基金净值比例将近45%。在更早的2018年二季度末，这一比例曾高达74%。

天相投顾基金评价中心的研究人员以景顺长城新兴成长混合为例，展示了一组数据。以净值回归方式计算产品在不同风格上的暴露，天相基金评价助手显示，自2021年8月开始，该产品开始逐步增加价值风格暴露以适应市场变化，并在2022年9月开始将价值风格的暴露比例提升到较高区间，以提升产品业绩。

成长的困境：环境倒逼求变

成长赛道近两年的“失落”或许可以直接解释成长派基金经理为何求变。天相投顾基金评价中心研究人员表示，首先，近两年受经济周期影响，成长型企业业绩增速下滑，股价表现欠佳；其次，受海外加息影响，利率上升对高估值的成长股造成了压力；第三，受投资者风险偏好影响，在市场波动和不确定性增加的背景下，市场风险偏好从高风险、高回报的成长股转向了具有稳定回报的价值股。

成长股的不景气直接影响了相关策略的有效性。以成长派基金经理常用的景气投资为例，浙商证券曾在研报中表示，从统计结果来看，无论是从财报数据出发，还是从中高频产业数据出发，都可以发现，景气投资策略并非持续有效，而是呈现出显著的周期性特征。华福证券报告指出：“2023年一季度以来，高景气组合在连续四个季度的时间里持续落后于行业等权表现。”

浙商证券在研报中认为，经济处于底部区域时，往往容易引发景气投资的失效。“当经济处于底部区域时，基于当期景气度外推未来景气度变得困难，即投资者对行业未来短期的景气预期无法准确把握，因此放弃了对短期景气度的判断，这就表现为景气投资的失效和跟随政策的主题投资的活跃。”

在这一背景下，是否要让自己的投资视野从成长赛道跳出来，成为了不少成长派基金经理不得不直面的问题。一位上海公募机构的基金经理在一场路演中直言：“过去，我倾向于寻找高预期收益率的股票，对于红利策略等相对稳健的投资方式难以接受。然而，随着市场的变化和个人的成长，我逐渐意识到，仅仅关注增速和估值可能不足以应对复杂多变的市场环境。特别是在AI等新技术领域快速崛起的情况下，我需要更加开放和包容地对待不同的投资策略。我也意识到，如果继续坚守单一的赛道产品，可能无法实现让持有人在中期获取正收益的目标。因此，我开始积极寻求改变，努力拓宽自己的投资视野。”

刘伟伟也在近期的采访中向中国证券报记者表示，近两年来，他越来越觉得，均衡布局是保证组合业绩长期稳健的重要法门。他坦言，之前对新能源赛道的过多关注，使其错过了不少优质行业的投资机遇。必须承认，业绩的长期稳

健需要更加科学的分散配置思路。

刘伟伟进一步表示，成长派基金经理之前过多关注需求端，应该增加对供给端的分析力度。“我觉得不少成长风格的基金经理往往更看重需求端的快速增长，赋予行业未来成长空间这一分析指标过多权重，相对淡化了供给端的快速变化。毕竟，在近两年经济复苏态势下，部分行业市场需求增速变缓，对看重需求空间的成长风格基金经理来说，要想捕捉到真正具备成长性的优质公司，并非易事。”

“我们过去已经习惯了从需求侧的逻辑出发寻找机会，但是最近两年这样的机会很少，更多是供给侧逻辑带来的偏成熟行业的机会，所以成长派基金经理可能遭遇了很大的瓶颈。对于基金经理来说，需要变化思维、扩展认知、丰富投资框架，去更好地应对当前出现的新变化，适应当前经济发展背景。”源乐晟资产的基金经理梁皓表示。

成长的方向：坚守与转变相辅相成

关于景气策略失效的原因，华福证券认为，有两点原因值得注意：一是学习效应带来的显著抢跑，股价拐点领先基本面拐点；二是净资产收益率（ROE）等指标频繁波动，市场交易未来预期的博弈十分激烈，节奏难以把握。

“如果是所处经济周期或是估值容忍度影响了景气策略的有效性，那么随着宏观经济以及市场情绪的变化，景气投资阶段性失效的情况自然就会有所改变。但如果学习效应带来的抢跑以及交易未来预期的博弈是更为重要的影响，那么未来这一策略创造出超额收益的难度，可能会越来越高。”中泰资管分析。

那么，在越来越卷的投资环境中，对于成长派基金经理来说，未来的出路在何方？

梁皓建议，需要关注成熟行业供给受限下，价格弹性带来的机会。“从行业的四个发展阶段‘萌芽期、成长期、成熟期和衰退期’来看，过去几年很多成熟期行业表现很好，原因是在供给有约束的情况下，这一类公司更多因为价格的弹性带来业绩的抬升。”他特别提到，“不追求在短时间内业绩绝对的弹性，最好还是要让组合更均衡，这种均衡不是行业上的均衡或是个股上的均衡，而在于底层选股逻辑的均衡。”

来自博道基金的基金经理孙文龙表示，虽然在选股上很关注成长性，但对估值的容忍度并不算高。“过去2年，我把竞争力和经营周期

放在了更重要的位置。这两个因素相对更容易做定性的研究，也更偏投资中的科学性。”孙文龙坦言，“企业价值是投资的第一性原理，但价值的实现是需要通过经营周期向上的趋势获得的。虽然便宜的估值很重要，但实际操作中，更多还是希望看到基本面经营趋势起来，通过右侧的趋势缩短价值实现的过程，给持有人更好的体验。”

用长期价值的视角去审视一家公司是刘伟伟提出来的解题思路。他认为，作为成长派基金经理，在挑选成长性行业和公司的时候，要更加注重公司的竞争壁垒、竞争格局，同时关注公司长期获取自由现金流的能力，尽可能在行业内挑选具备长期价值的优质公司。“成长派基金经理的优势是擅长跟踪产业变化，发掘产业未来的发展空间，但对于这些公司长期价值的认识并不深刻。”在这方面，刘伟伟表示，中欧基金投研团队的不少前辈给予了他莫大的支持与帮助。如今，长期价值是刘伟伟精选个股时重要的锚，成为了他调研企业时的重要分析维度。

“近几年由于全球宏观经济周期和货币周期的影响，科技成长板块整体处于下行期，这种时候反而迫使大家不断去升级和完善自己的框架，一方面需要我们看得更长、看得更远，另一方面也要更好地理解短期下行，尽量寻找长期有阿尔法的标的，同时做好组合管理，尽力减少市场波动对投资体验的影响。”汇丰晋信科技先锋基金基金经理陈平如是说。

“从做投资的角度看，我们最终的目的还是要给持有人赚钱。2019年到2021年之间，我们给客户挣钱的最简单的方法就是用我们最擅长的成长股投资。但是在过去的两年，我们成长派基金经理所擅长的方法在市场中处于劣势，所以我们必须不断丰富自己的武器库。”某成长派基金经理对中国证券报记者表示，“未来，我觉得即便是市场回归到成长风格，也不太可能出现只有成长性行业上涨的局面。所以我只需要对成长赛道保留一部分敞口，稳定住自己的优势即可。”

在盈米基金研究院李兆霆看来，成长派基金经理在当前市场环境需要在转变和坚守之间找到一个平衡点。坚守长期价值投资理念至关重要，确保投资标的的内在价值和成长潜力不被短期市场波动所影响。同时，适时调整投资策略，根据市场环境变化灵活应对也是必要的。坚守和转变并不矛盾，而是相辅相成的。