

富达基金张笑牧:

受益全球资本再平衡 中国资产重估正当时

□本报记者 王雪青



张笑牧，拥有复旦大学经济学硕士学位、上海财经大学经济学学士学位，以及特许金融分析师（CFA）资格。2011年加入富达，拥有14年A股、港股和中概股研究经验，形成了完善的成长股投资能力圈，并且具有充分的宏观周期研究经验。

上半年成绩亮眼

外资公募在中国市场的业绩表现一直受到各方关注。根据国泰海通证券近期发布的《基金公司权益及固定收益类资产业绩排行榜》，今年上半年，富达基金权益类产品以12.24%的收益率，在外资公募基金中排名第一，在全市场公募基金排名中位列前10%。

在这份业绩答卷背后，富达基金做对了什么？作为管理着富达旗下3只主动权益类产品的基金经理，张笑牧的投资策略颇具代表性。

“从去年4、5月份开始，我们对市场和个股层面的成长型投资进行了深入研究，那时市场普遍认为投资成长股不好赚钱。而我们通过定量研究发现，成长股在估值上面已经出现了‘十年一遇’的机遇。”张笑牧回忆，“去年8月份，市场情绪不尽如人意，不少成长股的估值已经接近甚至低于价值股，我们作出了‘A股遍地是黄金’的内部判断。”

这一大胆判断很快得到了市场印证。张笑牧于2024年9月初担任富达传承6个月股票基金的基金经理，与周文群共同管理该产品。在张笑牧主导下，该产品快速完成了从价值型股票向成长型股票的战略调仓。“当9月下旬重大利好政策出台时，我们的调仓已基本完成，充分把握住了这轮成长股的上涨行情。”张笑牧表示。

在该产品2024年三季报中，前十大重仓股几乎改头换面，美团、纳睿雷达、阿里巴巴、小米集团、科大讯飞等多只成长股亮相，相比二季报重仓的石油、煤炭等价值标的，组合投资风格有了显著转变。

张笑牧在富达传承6个月股票基金的2024年年报里表示：“我们相信，阶段性挑战经过努力是可以克服的。许多顺应经济结构转型方向的行业业绩，尤其是这些行业中的创新能力强的优秀企业业绩，会在2025年率先体现出复苏趋势。”站在当下来看，张笑牧在今年初的上述判断，基本上正确预测了今年以来的结构性行情方向。

逆势看多，左侧布局，为张笑牧奠定了回报基石。“我个人的行为也是富达基金整个投研团队行为的缩影。”张笑牧表示，“富达一直坚持通过客观的基本面研究，把握个股的公允价值，并以此实现可持续的投资回报。”

与此同时，他也毫不讳言一些经验教训。富达创新驱动在今年3月25日正式成立，成立以来跑赢了产品基准以及偏股混合型基金的平均水平。但张笑牧反思称：“由于建仓速度较快，产品净值受到了4月初海外扰动因素的冲击。其实，对于扰动因素，我们是有预期的，而当市场第一次经历这种事件考验时反应较大，如果能够放慢建仓速度，或许可以有更好的结果。”

不过，凭借选股能力以及在市场震荡中冷静加仓，富达创新驱动仅用3周时间就收复失地，并开始积累绝对收益。“拉长时间来看，这种事件性扰动因素并不影响我们跑赢市场和同业的长期目标。”张笑牧对此充满信心。

全球资本再平衡利好中国资产

7月以来，A股、港股市场上涨动力强劲，H股与A股估值差距进一步缩小。展望后市，中国市场持续上涨的动能来自于哪里？

“全球资本再平衡”是张笑牧的答案。他认为，在美国贸易形势变化、财政政策不确定性以及汇率压力的背景下，全球投资者逐渐将目光转向美国以外市场，寻找增长前景具有韧性且估值合理的投资机遇，这一趋势或对中国市场产生深远影响。

目前，这一轮资本再平衡已经初现端倪。根据韩国证券存托结算院（KSD）的数据，截至7月15日，今年以来韩国投资者对中国内地与香港股市的累计交易额已超过54亿美元，中国市场成为韩国投资者的第二大海外投资目的地，仅次于美国市场。从资金流向看，来自于韩国的资金重点聚焦港股，小米集团、比亚迪股份、宁德时代等成为热门标的。

张笑牧表示：“过去几年，韩国投资者的主要目的地是美国市场，但随着今年以来国际经济形势的发展，韩国投资者将其在美国的投资向非美市场转移的需求显著上升，加之香港市场处于估值低位和信心反弹的时间窗口，会对国际投资者产生较大的吸引力。”

“总体来说，亚太地区的外资投资者，对中国市场的兴趣提升会领先于其他外资。因此，可以将韩国资金流入香港市

场看作是外资回流港股的前奏，对港股的流动性改善十分有利。”张笑牧表示，“这一趋势与我此前预判一致，也正是我们在7月1日成立富达港股通精选基金的题中之义。”

在他看来，全球资本再平衡并非短期现象，而是建立在对美股长期牛市后的风险重估基础上。随着投资者对美股估值高企的担忧加剧，以及对中国经济信心逐步修复，这种再平衡过程有望持续深化。

不过，港股市场近期的连续上涨也让部分投资者担忧是否存在过热风险。张笑牧认为，从估值角度看，当前港股市场整体仅10倍出头的市盈率和1倍出头的市净率，在全球主要市场中具有显著优势——相比日本、印度和澳大利亚等市场，中国资产的估值洼地特征明显。加上全球资本有向非美市场再平衡的需求，港股的流动性供应会保持充裕。

因此，现在港股市场整体机会大于风险。

“当然，主动投资需要落到对个股和行业的选择，不能止步于对市场的一概而论。”张笑牧表示，消费、创新药、科技、金融等热门板块之所以被市场首先选出来，均有其背后的基本面逻辑。从中期角度上讲，这几个板块都存在自下而上的选股机会。但是部分新消费和创新药品种在今年以来的大幅上涨后，需要经历一段时间进行估值消化。

继续看好“一超三强”赛道

对于中国市场的未来走势，投资者信心变化是张笑牧重点分析的维度。在他看来，中国股市已经成功跨越了所谓的“忧虑之墙”（the wall of worry），这是一个重要的心理转折点。以近期沪指一度突破3600点为例，这一突破具有特殊意义。即使在面临国内外多重不确定因素的情况下，市场仍保持韧性，反映出投资者信心已经完成筑底。从政策底，到市场底，再到信心底的确立，夯实了中国市场估值修复的基础。

从去年三季度开始，张笑牧就判断中国股市将开启一个波动向上的新趋势，并基于该判断进行操作。现在，他对2025年下半年仍维持这一判断，并预计成长风格占优的市场局面在年内不会有变化。他说：“今年的市场对选股能力强的投资者格外友好。”

在过去十余载的投研生涯中，张笑牧曾多次成功挖掘出十倍成长股，验证了他对科技与创新驱动投资的灵敏嗅觉。展望后市，他继续看好“一超三强”赛道的投资机会。其中，“一超”指的是人工智能超级赛道，“三强”则是航空航天、低空经济、创新消费三个板块。

他表示：“人工智能是长期确定性最强，也是我从2022年初就坚定看好的科技领域。着眼未来两三年，AI应用板块作

为一个整体，将处于弹性更大，确定性更高的阶段。”

“航空航天是一个生命周期极长的产业。”张笑牧表示，“基于过去3年的行业发展情况，以及未来5年的规划情况，我判断未来一两年也是极具成长确定性的细分领域。”

关于低空经济，张笑牧认为，2025年是低空经济开始实质性建设的元年，因此短期内的确定性较好。中长期的发展路线图还需要在实践中逐步摸索。

正如张笑牧在富达创新驱动的2025年二季报中所写：“该基金从重要社会问题解决方案出发，聚焦创新驱动的产业和公司，坚持自下而上基本面选股，优选那些创新浓度高，长期成长空间大，中期业绩复苏有望，且当前估值有吸引力的个股。目前，我们在信息技术、工业和通信服务中找到了较多创新驱动的成长型企业。”

张笑牧表示，人才红利将持续为中国经济转型提供重要动力。当前，“工程师红利”正在重塑我国的全球核心竞争力；与此同时，“科学家红利”也冉冉升起，将使越来越多的中国产品和服务达到国际领先水平。他将努力挖掘受益于“工程师红利”和“科学家红利”的投资机会，助力投资者共享中国创新驱动的经济转型成果。