

回撤控制成试金石

均衡选手逆势“出圈”

□本报记者 王鹤静

当一众赛道型基金今年以来的最大回撤幅度跌破40%，超额收益的光环之下，回撤控制作为主动管理能力的试金石，再度被市场重新认知。通过提前进行持仓再平衡操作，易方达改革红利、宏利转型机遇、华商品质价值、西部利得新动向、万家臻选等一批均衡型主动权益产品，今年以来不仅把最大回撤控制在20%以内，而且回报率仍维持20%以上。

在主动权益产品热衷向赛道化、工具化转型的当下，仍有一批均衡派基金经理历经时间的磨砺，坚持把握贝塔与挖掘阿尔法双管齐下，在均衡配置中累积超额收益，尤其在遭遇极致演绎的行情时，能够有足够的定力左侧提前应对。面对当前轮动加速的环境，如何把握丰富的结构性机会，正在成为他们新的挑战。

回撤控制迎“大考”时刻

随着科技单边行情退潮，风格及行业超配给主动权益基金带来的收益，正在迅速回收。

今年以来，最大回撤幅度突破50%的主动权益基金数量已多达17只，例如此前聚焦AI下游应用的永赢信息产业智选等，聚焦商业航天方向的同泰慧利、东方阿尔法瑞丰等，聚焦AI硬件的东吴多策略等，以及在二季度重仓切换至AI硬件方向的中航卓越领航、国泰金鑫等，除部分产品前期累积收益较多外，其余产品今年以来收益均已转负。

另外，包括华泰柏瑞质量成长、富国科技创新、大成科技创新、华商均衡成长、中航机遇领航、财通成长优选、易方达瑞享、平安科技精选、广发远见智选、德邦鑫星价值、方正富邦核心优势等一批知名成长风格产品在内的360余只主动权益基金，都没有在这轮市场回调中幸免，今年以来的最大回撤超过40%。

与此同时，一批均衡型选手凭借亮眼的回撤控制表现，正迅速走入公众视野。由于持仓配置更加均衡，他们管理的投资组合较为平稳地度过了下半年的市场调整阶段，控制住回撤的同时，也保住了来之不易的胜利果实。

例如，陈皓管理的易方达改革红利、孟杰管理的宏利转型机遇、余懿管理的华商品质价值、董伟伟管理的西部利得新动向、莫海波

管理的万家臻选等一批均衡型主动权益产品，今年以来的最大回撤都控制在了20%以内，同时还实现了20%以上的回报率。

为提前应对可能的风格再平衡，二季度，上述基金在持仓上已经有所调整，例如易方达改革红利增持美年健康，宏利转型机遇增持华鲁恒升，华商品质价值增持中国石油、阿里巴巴并新进重仓中化化肥，西部利得新动向增持宁德时代、紫金矿业并新进重仓华泰证券，万家臻选新进重仓恒瑞医药、百济神州等。

均衡型打法考验耐力

近年来，结构性行情加速推动主动权益基金向赛道化、工具化转型。然而市场上仍然有一批主动选手坚持均衡底色，以耐力长期创造价值。

“我们现在出去和机构投资者交流，大家都感慨说，均衡型的主动产品越来越少了，主要是因为业绩弹性不是很突出，产品规模涨得比较慢，很多基金经理起步也不会从均衡型产品做起。”一位沪上中生代均衡型基金经理李佳（化名）告诉中国证券报记者。

某位资深的均衡型基金经理高阳（化名）进一步表示，均衡型选手的培养周期相对较长，对个人能力要求也比较高，需要其对于主流行业、板块及其框架、龙头公司的逻辑都要有较高的认知，而且心态上要保持开放，不能有明显的行业偏好，基金公司可能要给均衡型基金经理三年甚至五年的时间来检验其能力。

“均衡型风格的投资收益，一方面来自于对贝塔行情的把握，如果认知不足导致仓位不够，那么业绩就很容易落后，但太过依赖又会导致仓位偏离过多、难以把控，所以另一方面就需要具备自下而上挖掘阿尔法的能力，两方面合力才有可能做出持续的超额收益。”高阳表示。

在结构性行情极致演绎的阶段，均衡型基金经理不得不面对业绩暂时落后的压力，比如今年二季度就是典型的情况。

李佳坦言，自己在压力大的时候，会去看同为均衡风格的优秀前辈基金经理是如何调整持仓、管理组合的，而且即便自己的事情众多，她也尽量保留足够的精力和时间做好研究，让自己保持对行业的敏感度。

汇丰投资管理全球首席投资官：

AI周期转向回报阶段 资产配置寻求再平衡

□本报记者 魏昭宇

近期，美国10年期国债收益率持续走高。与此同时，人工智能产业龙头企业在经历持续的资本开支竞赛后，估值风险开始显现。近期，汇丰投资管理全球首席投资官泽维尔·巴拉顿（Xavier Baraton）在接受中国证券报记者采访时表示，美债利率已不再仅仅取决于美联储的下一步行动，财政可持续性、债务供给与地缘风险正共同推高期限溢价，收益率曲线面临陡峭化压力，因此更看好中等久期的优质资产，票息对债券回报的作用更为关键。

更青睐中等久期优质资产

近期，美国10年期国债收益率持续走高。在巴拉顿看来，美债利率不再仅仅取决于美联储的下一步行动。今年美国国债收益率的上升主要由实际利率推动，期限溢价也有所增加。自6月下旬以来，长期通胀预期有所上升，但仍低于2026年初的水平，这表明财政可持续性、债务供应和地缘政治风险也在促使投资者要求从长期政府债券获得更高回报。

而这也使得收益率曲线面临陡峭化压力。巴拉顿认为，由于供应压力和通胀不确定性，即使政策利率在未来12个月内下行，长期收益率也可能维持在高位。更高的收益率提高了折现率，对昂贵、长久期的股票影响较大。但更高的起始收益率和更陡峭的收益率曲线历史上曾改善固定收益的预期回报，而

当前实际收益率按近期标准来看相对强劲。

“我们更青睐中等久期的优质资产，而非激进的长久期头寸。”巴拉顿表示，“我们还认为，票息是债券回报更重要的驱动力。尽管利差较窄，但高质量信贷在强劲的资产负债表、有韧性的利润和高企的全口径收益率支持下仍有望表现良好。”

AI周期正进入回报阶段

谈及人工智能产业，巴拉顿表示，第二季度美国计算设备和外围设备投资按现金计算年化增长率约25%，但经通胀调整的实际支出略有下降。这表明资本支出冲动部分由价格上涨驱动，而非纯粹对GDP的实物量投资增长。根据已公布的业绩，标普500指数成分股的利润同比增长率约为47%，这一数字大约是6月底时预期的两倍。然而，那些能将人工智能投入转化为可见收入的企业获得了市场认可，而那些消耗自由现金流却缺乏明确回报路径的企业则遭到了估值下调。

巴拉顿进一步提示，人工智能周期正从建设阶段进入回报阶段，估值风险已经显现。按市净率衡量，美国科技板块的估值水平位居各行业第二高的水平，其估值已接近2000年互联网泡沫时期的水平。人工智能投资日益依赖债务融资，由于支出增速超过销售增速，自由现金流已见顶回落。市场的关注焦点已从技术应用转向了商业变现、融资安排以及投资回报的时间节点。

身为均衡型投资选手，高阳的投资目标很明确，不仅回报率做到市场的前四分之一位置，回撤控制也要做到前四分之一。

“回报率要想做到前10%，就需要组合的行业集中度大幅提升，否则根本无法实现，但是这样的举措拉长时间来看，其实就是一锤子买卖，单押赛道一旦判断失误，组合的回撤控制不住，基金净值再想拉回去就很难了，所以我还是希望一如既往在均衡配置中累积超额收益，这样无论是投资心态还是动作上都会平稳些。”高阳说。

适应复杂多变的市场环境

优秀的回撤控制，离不开组合在均衡配置基础上，相对左侧的逆向操作。

正如陈皓此前在2026年基金半年报中所写：“AI硬件累计涨幅巨大，蕴含了较多的乐观预期，其投资难度显著加大，产业进展的阶段波动都将带来股价的巨幅震荡。下半年，内需大概率仍处于筑底阶段，但我们对其优质个股的股价相对乐观，在较高分红收益率的保护下，时间将逐步变成它们的朋友。因此，下半年的市场风格会相对均衡一些。一方面，我们会跟踪AI产业革命进展，继续积极把握巨大的行业贝塔；另一方面，我们会将更多精力投入到自下而上精选个股，争取为组合带来更大的超额收益。”

董伟伟管理的西部利得新动向，在二季度末也适度进行了组合再平衡，增加非银金融品种的配置，减少高科技方向的总体配置，总体带来了正向的超额收益。

董伟伟近期在社交平台发文提示，高油价带来的冲击虽然仍在，但核心看点依然是海外地缘局势。当前指数位置较低，核心关注AI、泛资源等方向。AI产业进展与叙事的变化、内需尤其是房地产市场能否企稳回升，可能是影响中期市场风格的重要因素。目前市场风险溢价已有所下行，中期股市呈现震荡概率偏大，但股市的结构性和节奏性机会依然丰富。

“在市场震荡、板块轮动加快的当下，我更关注组合的风险收益比，注重控制回撤和持有者持有体验，力争通过灵活的管理和趋势机会的捕捉，适应复杂多变的市场环境。”董伟伟表示。

更广泛的AI投资主题正超越芯片领域。巴拉顿表示，预计到2027年，超大规模云服务商的资本支出将超过1万亿美元，从而带动对数据中心、光纤、电网、冷却系统、公用事业、工业设备及铜材的需求。

中国市场盈利增长势头强劲

谈及中国的AI产业，巴拉顿表示，中国市场结合了人工智能与技术本土化、精准的政策支持以及合理的估值水平。境内股指对全球市场的敏感度相对较低，且盈利增长势头更为强劲。同时，中国多元化的能源供应也为抵御外部冲击提供了一定缓冲。如果中国市场要实现更广泛的价值重估，则有赖于非科技行业盈利状况的改善，以及国内宏观经济环境的持续企稳。

此外，巴拉顿还提到，新兴市场也发生了结构性变化。创新驱动型行业目前在新兴市场指数中的占比较之十年前提升明显。按滚动盈利水平计算，不少新兴市场股票的交易价格较发达市场有超过30%的折让，估值差距接近过去十年来的最大水平。目前，全球资金对于非美市场的配置比例相对较低。

“我们预计，下一阶段的市场表现将有利于那些精选优质红利资产、人工智能基础设施、具备韧性的实物资产以及低估值地区的投资策略。在这些领域，盈利增长有望从当前过度拥挤的科技股交易中扩展开来。”巴拉顿表示。

多元布局国际化业务 公募出海持续推进

□本报记者 万宇

公募出海稳步推进。近期，易方达基金与泰国泰京银行（Krungthai Bank）合作，在泰国证券交易所（SET）挂牌上市4只挂钩易方达基金境内ETF的存托凭证（TDR）。近年来，国内公募基金公司通过设立境外子公司、丰富跨境ETF产品等方式持续布局海外市场，担当连接全球资本和中国资产的纽带，提升国际化服务能力。

公募出海动作频频

近日，易方达基金与泰国泰京银行合作，在泰交所同步挂牌上市4只挂钩易方达境内ETF的存托凭证。4只TDR分别挂钩沪深300、科创50、创业板及中证人工智能主题相关ETF。TDR是泰交所为推动境外资产本土化交易而设立的证券工具，以泰铢计价并在泰交所二级市场直接挂牌，当地投资者无需另行开立中国境内证券账户，只凭现有泰国股票账户，即可以本币在泰交所直接购买以中国境内ETF作为基础资产的TDR。这是泰国市场首次同时推出4只挂钩中国境内ETF的TDR产品。易方达基金表示，将旗舰产品引入泰国市场，是公司稳步推进全球化战略、服务全球投资者配置中国资产需求的重要进展。

作为国内头部公募基金公司，易方达基金出海动作频频。今年5月，易方达基金澳门子公司易方达投资基金管理（澳门）股份有限公司获许可设立，成为澳门《投资基金法》生效后第一家获批的综合性投资基金管理公司。去年，巴西伊塔乌资管旗下挂钩易方达MSCI中国A50互联互通ETF的产品在巴西证券期货交易所上市，日本日兴资管推出的奥明易方达创业板ETF在新加坡交易所挂牌。

2008年1月，南方东英在中国香港正式成立，成为首家由内地公募基金管理公司在海外成立的子公司。近年来，公募基金加快了出海的步伐。今年7月，兴业基金在香港设立全资子公司的申请获得证监会批复。去年11月，景顺长城创业板50ETF为底层资产的存托凭证在泰交所上市。去年6月，兴证全球基金在新加坡设立兴证全球资产管理（新加坡）有限公司的申请获批复。

目前已有南方基金、华夏基金、易方达基金、汇添富基金、博时基金等多家基金公司的境外子公司成立并持续运营，布局版图从中国香港延伸至美国、新加坡等市场，多家公募机构已设立两家以上的海外分支机构。目前仍有广发基金、朱雀基金、创金合信基金、鹏华基金等基金公司申请设立境外子公司，等待审批。

深化国际业务创新探索

得益于中国经济的韧性和活力、人民币资产的估值修复以及全球市场波动加剧背景下对资产配置均衡性的关注，全球资本投资中国市场的意愿持续增强。公募机构在全球资本再配置的过程中争取主动，正积极担当连接全球资本和中国资产的纽带，提升国际化服务能力。

易方达基金表示，国际化是易方达基金的重要发展战略之一。未来，将继续依托互联互通机制与境外机构的深度合作，不断丰富海外投资者配置中国资产的工具与路径，助力中国资本市场高水平双向开放。

广发基金立足全球资本再配置的时代机遇，把握中国经济韧性优势、人民币资产估值优势，构建覆盖境内外主要市场、多资产类别的立体化投研框架，强化跨市场、跨周期、跨资产的研判能力。同时，依托互联互通机制、基金互认、QDII等制度红利，积极拓展境外市场产品线，探索跨境产品创新，扎实做好产品供给，为境内外投资者提供专业化、多元化、全球化的资产配置解决方案。截至目前，广发基金旗下QDII产品规模突破千亿元。此外，广发基金还稳步推进境外子公司布局建设，优化境外业务架构，强化境内外业务协同联动，发挥跨境资源整合优势、渠道协同优势、投研互补优势，提升国际市场服务能力与品牌影响力。

建信基金是国内首批由商业银行发起设立的中外合资基金管理公司，2008年获得QDII业务资质，开始从事境外证券投资业务，2019年获准成立境外子公司建信资产管理（香港）有限公司，具备了为客户提供双向跨境资产管理服务的平台和业务资格。目前，公司QDII产品可投资的海外投资资产包括境外交易所上市股票和境外债券，投资市场覆盖了美国、欧洲、韩国、中国香港等地；公司与境外合作机构合作发行的A股产品，目前在欧洲、东南亚和中国香港均有销售。未来，建信基金将继续依托中外股东的双重优势，深化在国际业务领域创新探索，持续连接全球资本与中国机遇，在服务国家战略和金融高水平开放中发挥更大作用。