从创造收益到留住收益

基金经理期待与基民“共赴下一程”

□本报记者 王鹤静

11月某交易日盘后,一只科技主题基金当日的产品净值弹到屏幕上,基金经理张辉(化名)看到后,沉默了片刻。

又是产品净值出现回撤的一天,张辉眉头紧锁,点开了该基金的净值曲线——上半年的净值高点犹在眼前,但进入下半年,浮盈一再缩水,在这一天出现回撤后,该基金今年以来的收益已经为负。

今年以来A股行情波动大,投身其中的基金经理普遍感到颠簸。他们既有对科技板块冲高的期待,也有行情退潮后的犹豫与失落。

当市场对估值的理解逆转,当累积的浮盈匆匆流逝,摆在基金经理眼前的,是绕不开的现实问题:一轮行情过后,潮水退去,主动投资如何在市场洗礼中,重新找回初心与信任?从创造收益到留住收益,基金经理该如何主动作为?

张辉期待和基民“共赴下一程”。这样的期待,并非张辉一人所有。



视觉中国图片

重塑定价能力

张辉的迷茫,是本轮极致行情下,一批主动基金经理共同面临的现实。

当外部环境和风格迅速切换后,同样一条产业消息,在上行与下行阶段,市场有着完全不同的理解和反应,这对于“手动驾驶”的主动基金经理来说,难度大幅提升。

永赢基金权益投资部基金经理沈平虹对中国证券报记者复盘,在上涨阶段,市场讨论容易沿着“盈利上修-增长提速-产业空间”的路径不断推进,一些本该逐项验证的环节被顺着推演过去:订单增长被推演为利润兑现,阶段性供给紧张被推演为高回报可以维持。

“股价上行时,估值的参照也被不断移向更远的年份,而支撑这些远期判断的证据未必同步增加。研究中大家采用相近的信息来源和预测模型,看似相互印证的观点,可能只是同一个假设被反复使用,而上涨本身又被当作预期正确的证明。”沈平虹说。

一旦行情进入调整阶段,信息的理解迎来反转,此前被视为暂时困难的问题会被重新定价,一条延期的消息可能被延伸成为对整条需求曲线的怀疑,资金面可能沿着同一套叙事在短时间内同向反应,把波动进一步放大。

“涨价链就是典型的例子。”沈平虹举例表示,“产品涨价后,下游担心更贵、交付更紧,提前采购、增加库存,订单的增加可能来自采购时点的前移,而非终端真实消耗的增长;上游利润改善的同时,下游的成本和投资回报承压,高利润最终会吸引扩产和替代供给,所以要区分产业链内部的利润转移和终端需求带来的利润增量,不能把每个环节最有利的状态同时写进未来几年的预测。”

多位主动基金经理一致认为:主动投资的价值不应在于预判波动,而是判断产业周期所处位置以及兑现的价位。主动投资的核心是定价,不是追逐边际变化——既要看到眼前的盈利弹性,也要评估这种弹性能够持续多久,并且据此判断当下应该支付什么价格。

经历了一轮行情洗礼后,主动基金经理们在选股环节更加审慎,大家更加重视盈利的可见性,强调对订单、交付、利润、现金回收的核实,重新计算股价变化后未来回报与承担的风险是否匹配。

东方红资产管理进一步表示,随着部分经济数据转入上行,A股正由第一阶段的估值修复向第二阶段的盈利驱动切换,市场的定价逻辑由交易“未来空间”转向交易“盈利兑现”。当前A股公司盈利周期逐步走出底部,盈利改善将成为市场的关键支撑。

留住超额收益

不仅是定价理解出现变化,基金净值曲线的下探,更加直接地刺激着基金经理们的神经,组合管理在市场回调阶段迎来了实战大考。

在上半年收益翻倍的近200只主动权益基金中,截至11月6日,53只产品已抹平浮盈,今年以来收益为负;部分产品近期净值迅速下探,今年以来跌幅甚至超过20%。从基金利润表现来看,部分产品三季度的亏损已反超二季度的盈利。

从赚取超额收益,到留住超额收益,对于投资组合管理来说,中间隔着一道鸿沟。

“获取超额收益,靠的是投研端和市场的认知差;而留住超额收益,靠的则是机制约束”,摩根资产管理(中国)一位主动基金经理一语道破关键。

一方面,组合要有回撤预算,收益和回撤并不对称,下跌50%需要上涨100%才能修复,所以控制下行幅度比追求弹性更加重要,宁可牺牲部分收益;另一方面,事前的结构调控至关重要,组合需要定期再平衡,避免组合被动地集中持仓,同时需要跨行业做比较,动态将仓位向更具性价比的资产调整。

市场由于交易型投资者占比较高,上涨时情绪资金涌入、下跌时集中卖出,导致超额收益很容易被同涨同跌抹平。

在该基金经理看来,当产业趋势、景气位置、估值性价比三个条件同时满足时,才应当考虑买入;当基本面恶化、估值透支目标市值、胜率下降时,就应当考虑卖出,尤其在极端行情下,性价比、确定性要更加重要。

过山车行情也让华东某公募基金经理李青(化名)对于分散持仓有了深刻的体会:“持仓分散有时候并不等于风险分散,当组合持有的几十家公司收入全部依赖同一轮资本开支时,随着产业预期降温,这些股票将集体承压,组合调仓的空间会因为杠杆出清、流动性收紧而被迅速挤压。”因此李青总结,对于流动性相对有限的标的,还需要考虑仓位与成交条件是否匹配。

在沈平虹看来,主动基金经理长久面临的一大挑战在于,市场共识最强的时候,仍然能够识别自己的判断依赖哪些假设;共识转弱的时候,也能够继续按事实检验这些假设,但最终要把研究判断、价格要求、组合风险连起来,研究可以更新,投资结论可以修正,但产品的风险边界不能随着市场情绪随意移动。

区分利益导向

投资框架的落地,最终绕不开业绩考核机制带来的现实压力。在公募偏相对收益的评价体系之下,主动基金经理不可避免地面临业绩的竞争。

李青对此深有体会:如果是规模导向,通过做大规模来赚取管理费,那么基金经理的投资动作会变得极致,弹性和锐度有利于吸引资金、做大规模,但代价是在行情高点会套牢大部分持有人。如果是以长期收益为导向、把投资看作一项长期事业的话,那么持有人利益最大化就是基金经理摆在首位的事情,为了画好长期的业绩曲线,必然会放弃那些短视、功利的行为。因此,基金经理的最终选择,取决于其第一性的目标。

作为一名全市场选股的均衡选手,中银基金的基金经理李思佳更希望站在持有人的角度做投资决策,秉持专业初心、理性看待收益来源,不将短期排名、个人得失置于为持有人创造收益之上。回归本源,在她眼中,这是投资底层认知与心性层面的长期修炼。

在此前行情的配合下,国内工具化投资迅速盛行,不少主动产品也开始向工具化转型。此类产品专注于单一赛道,强调挖掘细分板块的相对收益,其实是把择时让渡给了持有人,同样把留住收益这件难事交给了持有人。

“准确择时对于基金经理来说,也是非常困难的事情,更何况是普通投资者,所以就很容易出现之前的情况——板块上涨的时候资金大量涌入,下跌的时候集中卖出。工具本身没有问题,问题出在使用的期限与节奏上,工具类产品可能更适合那些有较强择时和判断能力的投资者。”李青坦言。

投资者如何用好这类产品,业内普遍认为,留住超额收益的关键或在于通过资产配置构建组合,用纪律替代临时择时,通过分批投入、均衡持有、拉长评估周期,降低追涨杀跌带来的损耗。

而作为工具型产品的供应商,基金管理人更应当肩负责任,清晰、客观地向投资者传递产品的风险收益特征。比如,强调弹性的产品,要让投资者充分理解相应波动;而强调稳健体验的产品,要让风险预算真正约束投资行为。

此外,基金管理人应把风险讲透,包括历史最大回撤、过往极端行情下的表现,还要解释调仓逻辑和风控动作。尤其当资产定价进入极端区间时,可以通过大额申购限制等风控手段,主动做好风险预警。

近期,兴证全球基金发布的投资者调查报告,道出了普通投资者的真实诉求。

投资者最希望改善的是波动体验与精力投入,而不只是收益。波动影响的是每天的心情和判断,精力消耗影响的是能不能长期坚持,如果应对不好,投资者就很难耐心等待收益结果;即便投资者自述的风险承受能力并不低,资管机构仍要做好波动体验的护航。不仅要了解投资者愿意承担什么风险,也要理解哪些波动会让其困扰,哪些波动会影响日常判断。

为投资者提供合理、稳定的预期,帮助其选择适合自己的产品,并且真正持有下去,或许才能真正让投资者实现从获取收益到留住收益的进阶。

基金经理与基民增强信任的过程,何尝不是一场双向奔赴。