

# 调研越勤奋业绩越平庸? 基金经理当好“懒蚂蚁”也重要

证券时报记者 安仲文

在产品净值波折不断的背景下,基金依靠调研赋能业绩的路径被打上了问号。

在2023年的A股市场中,基金经理的调研效果很难通过基金业绩直观呈现,业绩排名靠前的基金产品更加依赖于主题投资和高频切换操作,传统印象中的调研价值似乎已与此无关。与此同时,部分明星基金经理“不爱调研”却能在市场中长期生存,也令一些基民愈加质疑基金经理“勤奋”调研的价值。

在投资信心欠缺的当下,懒蚂蚁效应正在凸显,基金经理“勤奋”的价值究竟几何?

## 主题博弈胜过基本面 绩差股颠覆调研价值

“我们有一位年轻的同事,去参加上市公司调研,遇到了能说会道的卖方研究员,不够理性就买了人家推荐的股票,结果后面跌了很多,幸亏买得不多。”深圳地区某基金公司一位投资总监接受证券时报记者专访时说,基金调研能够增进基金经理对上市公司的了解,但不一定能够实质性地提升基金的净值,并非多出去调研就能做好基金,关键在于对调研的理解,穿透现象看本质是很有挑战的一项能力,调研过程中需要基金经理对上市公司高管以及卖方人员保持更高的理性。

显而易见,调研的资源和能力圈是大型公募基金的核心优势。许多大型基金公司配置了庞大的研究员团队,并重金聘请行业内一流的研究员和基金经理,但在最近几年的A股市场中,大型公募基金在业绩排名上几乎被边缘化。Wind数据显示,截至目前,A股主动权益类基金产品的前三强清一色来自中小型公募,这也显示大型公募的调研优势并未对其产品业绩形成显著赋能。

与此同时,逢低买进、短线操作、快速切换的操作思路,似乎也与传统印象中的调研价值背道而驰。

当前业绩暂列第一的东方区域发展基金混合,似乎就在演绎这一现象。该基金的基金经理周思越在今年一季度几乎全仓AI(人工智能)板

块,二季度又几乎全部砍仓了AI板块,在风格360°大转弯后几乎全仓白酒板块。在短短三个月的时间内,持仓风格快速切换,目前的年内收益率也达到了42.61%。

显然,上述基金的核心业绩来源为一季度持仓的AI标的。而据该基金当时披露的定期报告,其所持仓的前十大股票几乎与基本面无关,因为大多数重仓股在一季度以及半年度报告中均出现了业绩下滑。

“业绩下滑也没有关系,这种股价上涨更多是基于博弈而非调研价值,我们是快进快出。”深圳地区的一位基金经理向证券时报记者表示,在今年的AI行情中,他所管理的产品也采取了大致的套路,赚一波就走。

## 不爱调研反而赚大钱 调研敌不过“看天吃饭”?

“在下行行情中,无论你怎么调研忙活,选股的结局大概率都是错的。”华南地区的一位明星基金经理如是说,弱市中的机会大多与情绪有关,与基本面的牵连较少。

在采访过程中,证券时报记者见识了一位可称为“调研狂人”的明星基金经理。他每年对上市公司的调研频次高达100次,不是在调研的现场就是在调研的路上。调研的价值显然出于对标的的基本面的关切,但这位明星基金经理对于“基本面”的执着,反而令他的业绩在过去一年、两年、三年间损失惨重——“代表作”年内收益跌幅为12%,过去两年则大跌24%,过去三年也是下跌,跌幅为14%。

目前已转任私募基金经理的华南某前顶流基金经理,在经济低迷的2013年,他所采用的策略也大多与调研无关。彼时,在接受记者采访时,面对为何重仓传媒股的提问,他的解释曾令四座皆惊——“我没有去看,我也来自中小型公募,这也显示大型公募的调研优势并未对其产品业绩形成显著赋能。”

证券时报记者注意到,根据基金定期报告显示,上述顶流基金经理是在2013年内传媒股至少已经上涨100%后才追高介入的,且采取的方法是批量买入行业内品种。在一番追高后,该基金经理的业绩排名还进入了当年的行业前十强。这一案例,无疑是对基金调研的意义形成了淡化。



## 依赖二手信息风险大 调研避险更胜于赚钱

尽管弱市中的基金业绩表现,令许多基金持有人开始质疑基金经理调研的“勤奋”价值,但基金调研依然是许多基金经理做好业绩的基本功,而配合市场的理解力是调研的关键。

“我曾经在买五只股票上赚了差不多10倍收益,对基金净值提升很大,这就是调研的价值。”深圳地区一位公募基金基金经理告诉证券时报记者,调研价值的核心体现在决策上,比如调研后敢于重仓的依据是什么,这就取决于基金经理实地调研后对公司的深度理解和自身具备的投资常识,那就是标的又便宜又好。证券时报记者注意到,当时参与坚

## 依赖二手信息风险大 调研避险更胜于赚钱

此外,坚持“弱者思维”的另一明星基金经理,带给外界的印象是“不爱调研”。他在向证券时报记者解释其获利来源时称,弱者体系就是假定自己在信息获取、理解深度、时间精力、情绪控制、人脉资源等方面都处于这个市场的最差水平,只能依靠时间、赔率与常识才能获利,最终能否赚钱的唯一依据,体现在一只常识上还算不差的股票,是否跌得足够多,足够久。

“我向他推荐了我调研过的股票,他看了几眼说‘感觉不太行’,后面这只股票跌了很久。”对于持有“弱者思维”的这位明星基金经理,深圳一位私募基金经理总结道,这只股票的业绩不差,问题可能就是没有深踩过,经验和常识有时候比股价高位时的调研更有价值。

# 美债风暴席卷全球 基金经理寻找资金“避风港”

证券时报记者 裴利瑞

一场呼啸而来的美债风暴正在席卷全球。

北京时间10月20日凌晨,有着“全球资产定价之锚”之称的10年期美债收益率再度飙升,盘中一度突破5%,创下2007年以来新高,虽然后续有所回落,但仍维持在接近16年来的最高水平。

全球股市随之“风声鹤唳”,美股三大股指周五全线下跌,其中以科技成长股为主的纳斯达克指下挫1.53%,其他海外市场和国内股市也受到波及,爱尔兰综指、德国DAX指数分别大跌2.58%、1.64%,恒生科技指数下跌1.03%,上证指数也在10月20日跌破3000点大关。

在受访基金经理看来,经济增速、通胀预期以及供需驱动的交易定价是美债收益率上行的核心驱动力。从目前条件来看,高利率可能会维持较长时间,新兴市场的风险资产包括货币将首当其冲,投资者可以关注黄金、短债等

避险资产。

## 美债收益率加速飙升

拉长时间来看,今年美债收益率上行起始于3月下旬,其中10年期美债收益率从年内最低点3.253%一度上涨至5.004%,突破5%大关,20年期和30年期国债的收益率也迭创新高,一度上升至5.363%、5.146%,美债收益率全线飙升。

汇丰晋信沪深港基金、港股通双核基金的基金经理付倍佳认为,美债核心驱动为经济增速、通胀预期以及供需驱动的交易定价,今年以来的美债收益率超预期抬升,可以分为两个阶段:第一阶段是3月~7月,背后的驱动是美国财政刺激力度超预期,引发经济增速中枢预期上调,进而带动实际利率上行,同时服务类通胀及能源通胀先后超预期;第二阶段是8月以来,美债超发及惠誉下调美债评级后带来的供需缺口扩大,使得美债利率需要更高的风险补偿,推

动利率加速上升。

特别是9月份以来,强劲的经济数据叠加就业数据,加大了美联储年末进一步加息的预期,10年期美债收益率迎来了一波加速飙升,斜率越发陡峭,不到两个月的时间就从4%上下抬升至5%的水平。

对于近期美债收益率的加速上行,国富全球科技互联基金经理狄星华认为,主要有两大原因:一方面,美国经济韧性支持相对更高的实际利率(real rate)。9月以来的宏观数字显示,美国通胀放缓但黏性大,劳动力市场依然强劲,更强的经济增长意味着相对更高的实际利率,货币政策维持紧缩的长度和力度可能要超出绝大多数投资人预期,因此长端利率持续往上。另一方面,在交易层面,由于市场普遍不相信美国利率能够保持高位,美债一旦突破大多数投资人关键心理点位后,失去了“锚”,就容易在短期内形成单边走势。

不过,也有基金经理认为,美债的疯狂表现虽然与宏观数据不断超预期不无关联,但更大原因可能来源于美债供需失衡。

“过去几个月,美国财政部通过大量发债解决巨额赤字,但美债的三大买家美联储、美国银行以及外国投资者却在纷纷减持,抛售压力加剧了利率大幅飙升,甚至有可能触发流动性危机。”有基金经理表示。

## 全球股市风声鹤唳

作为“全球资产定价之锚”,美债收益率的大幅上升正在给全球金融市场带来巨大冲击。一方面,美债持有者会因为债券价格下跌而遭遇巨亏,而另一方面,更高的债券收益率也将使得股市的吸引力持续下降。

在10年期美债收益率突破5%后,10月20日,美股三大股指全线下跌,道琼斯指数跌0.86%报33127.28点,标普500指数跌1.26%报4224.16点,纳斯达克指跌1.53%报12983.81点。拉长时间来看,9月以来,道琼斯指数、标普500指数、纳斯达克指数已经分别回调了4.59%、16.69%、7.49%。

其他海外市场和中国国内股市也受到波及。10月20日,欧美国家中,爱尔兰综指下跌2.58%,德国DAX指数下跌1.64%,法国CAC40指数下跌1.52%;此外,在中国市场,恒生科技指数下跌1.03%,上证指数也在10月20日下跌0.74%,跌破3000点大关。

国富美元债基金经理马秋思认为,由于美债利率持续走高,资金持续回流到美国,新兴市场的风险资产包括货币将首当其冲。对于板块而言,主要受高利率冲击的是固定资产比较重、债务比较重的行业,建议投资者尽量规避。

付倍佳指出,美债利率负相关的典型品种为有色金属、长期资产(债券、消费股)以及亏损类成长股等,非美元货币贬值压力亦加大,人民币资产在美债利率走高背景下或将承压。“权益市场中,港股以美债利率定价较多,也有可能受到影响,但当市场预期美债利率是交易性短期冲高时,其反身性也会加大,一旦迎来拐点,港股弹性也有可能居前。”

“美债持续走高,对国内权益市场也会有较大冲击,特别是由于港股市场的海外投资者占比较高,美债持续走高,或将引发一定程度的流动性风险。债券市场方面,由于中美利差持续扩大,央行出于保持汇率稳定的目的,或将收紧境内资金流动性,资金成本或上升,对债市也有影响,收益率推升。”关于美债收益率走高对国内股市和债市

的影响,有基金经理补充说。

## 黄金、短债受关注

对于美联储加息和美债利率什么时候迎来拐点,市场分歧巨大。有观点认为美国明年将转向财政收缩,经济大概率发生超预期衰退,美债利率也将显著下行;但也有观点认为美国通胀率黏着在3%以上,美联储不会在短期内大幅降低利率。

“我们认为,总体来看加息周期大概率将结束,但利率可能更长时间维持高位震荡。”付倍佳指出,长端利率超预期上行后,对需求及投资的抑制加重,叠加美国财政刺激力度大概率开始走弱,当前利率水平已一定程度偏离经济基本面,因此大概率不需要再额外加息,但通胀中枢由于能源价格居于高位及制造业供应链重塑,难以回到2%目标,因此利率会在高位震荡较长时间。

面对呼啸而来的美债风暴,投资者该如何寻找资金的“避风港”?基金经理又如何调仓避险?

“短期可以考虑黄金和短债组合,长期可以考虑现金流丰厚、资产负债率强的公司,逻辑是在经济逆风情况下的扩张。”狄星华表示,在权益资产方面,虽然5%的10年期美债利率大概率不会是常态,但今年仍然偏向于关注市值大的股票,“我认为资产负债表与现金回流的能力大概率能够抵御这次风险事件。如果回购和股息能够接近4%~5%,同时主营业务保持稳定,这类公司大概率不会受到太大影响。”

从历史来看,黄金与美债收益率一直呈现高度负相关关系,但由于近期地缘政治风险持续,避险需求对黄金价格形成了支撑。10月20日,纽约商品交易所黄金期货市场交投最活跃的12月黄金

期价格上涨0.7%,收于1994.40美元/盎司,创7月31日以来的最高收盘价。

付倍佳也建议投资者关注黄金的投资机会,她认为,随着美债利率上升,黄金的交易属性定价权重上升,金融属性定价权重降低,从当前阶段来看仍是较好的避险资产。“我的整体投资风格会更偏左侧,因此在预期美债冲高回落的判断下,我会提前关注美债利率负相关品种的投资机会,如有色金属、创新药等。”付倍佳表示。

市场普遍认为,5%的10年期美债利率大概率不会是常态,在美债冲高回落的预期下,也有机构建议关注美债的投资机会。

摩根士丹利近期表示,如果10年期美国国债收益率达到5%或更高,这对投资者来说是一个很好的买入点。该行称,如果收益率突破5%,远离该公司认为美国国债的公允价值水平,“我们将处于超调范畴”。

马秋思也表示,“我们认为5%的美债收益率非常具有吸引力,由于票息较高,目前买入10年期美国国债亏损本金的概率较低,但如果采取持有到期策略,那么就锁定了未来十年平均5%的年化收益率。对于投资期限没有那么长的投资人来说,目前1年期的美债收益率也有5.5%,也是比较吸引人的。”

“当前阶段美债利率拐点由供需主导,时点较难判断,风险的发生往往是伴有事件触发的偶然性的,一旦‘潘多拉魔盒’被打开,利率下行的速度或比上行期更快更陡。”付倍佳说。

