

# 基金风格漂移弊端丛生 业界呼吁完善考核机制

证券时报记者 王小芊 吴琦

四季度风格漂移继续,绩优基金也不能免俗。

随着四季报的披露,基金的最新持仓再一次浮出水面。证券时报记者注意到,尽管基金的风格漂移现象受到多方诟病,多只基金的重仓股仍体现出明显的漂移特征。近年来,A股市场行业和板块的快速轮动加剧了基金经理的业绩压力,部分基金为了追求短期高收益而背离了长期投资的原则,加剧了基金风格漂移现象的发生。

数据显示,风格漂移对基金的长期运作带来不少弊端,投资者也难以投出“信任票”。业内人士认为,要减少风格漂移现象,需要业内机构共同努力,从中长期视角出发,设计合理的考核机制,提升公募基金产品的业绩稳定性,规范风格漂移问题,提升产品持有体验。监管层面,应加强对基金风格漂移的监控,要求投资经理按照法规和合同约定进行投资运作。

## 绩优基金也玩起风格漂移

近年来,为应对基金的风格漂移问题,监管、媒体、基金公司正从多个维度加强监督,以期这一现象能得到有效控制。

何谓风格漂移?盈米基金基金经理研究员谭瑶告诉证券时报记者,基金风格漂移主要体现在基金的实际投资风格与基金合同约定的投资风格有明显偏离,尤其对于那些在产品名称中带有明显主题特征的基金而言。具体来看,风格主要涉及规模风格、价值风格和行业主题风格三个方面。举例来说,在基金的招募说明书中,可能明确规定了投资范围,要求不低于非现金基金资产的80%,然而实际的持仓占比远低于这一约定水平。另外,在投资目标中可能会提到重点投资特定类型的公司,但实际的资产配置却分散于多个板块,或者偏向另一显著不同的板块。

在猫头鹰基金研究院研究总监张期翔看来,随着市场行情的变化,风格漂移的定义也在不断丰富。过去谈论基金的风格漂移问题时,一种情况是在探讨基金名称与其投资方向之间的不一致性。另一种情况是基金业绩基准和实际管理方式之间存在差异,比如基金的业绩基准是沪深300指数,但实际上基金的配置偏离基准较多。而今,市场关注的基金风格漂移更多是指行业频繁轮动的现象。例如,一只基金在一个季度重仓消费,在下一个季度重仓医药,再下一个季度又转向TMT(科技、媒体和通信),类似的变化甚至会在季度内频繁上演。

最新披露的基金2023年四季报显示,为博取更高短期收益,部分基金“铤而走险”,短期追逐行业主题板块的大面积轮换。例如,东方区域发展基金连续四个季度业绩表现优异,业绩排名均位居同类型基金前20%,2023年全年取得55%的较高回报。不过,让投资者意外的是,该基金在第四季度进行了年内的第二次大面积调仓,且全年重仓的股票所处行业或主题均与其产品要求不符。该基金要求投向受益于国家区域发展战略的地区及相关行业的上市公司的股票占非现金基金资产的比例不低于80%,但事实上,该基金2023年第一季度重仓人工智能(AI),第二、三季度重仓转向白酒,第四季度又重仓光伏。

还有部分基金的重仓配置持续偏离发行时的要求,例如,有只“国企改革”主题基金继续重仓科创板高科技股,工银瑞信基金旗下的一只“文体”主题基金继续重仓地产、能源和工业股。以中海混改红利主题基金为例,四季报显示,该基金风格持续漂移,重仓了多只芯片半导体股票。不过,基金经理坚持风格漂移不仅没有带来更好的收益,反而让基金与近期的上涨行情失之交臂。截至1月28日,该基金今年已下跌15.97%,错失了开年以来红利板块的上涨行情,在同类产品中排名倒数。

## 行情激变催生漂移现象

近年来,尽管受到市场和监管的多方呼吁,风格漂移现象依旧频繁出现。在谭瑶看来,风格漂移大多由管理人频繁交易、追逐热点的投资行为导致。一方面,近年来A股市场呈现出明显的行业和板块轮动特征,增加了基金经理的业绩压力,个别基金经理可能为了追求短期高收益而违背了长期投资的原则。另一方面,投资者对基金业绩排名的过度关注、销售渠道对中长期业绩较好的基金的偏爱也助长了风格漂移现象的出现。

张期翔认为,风格漂移的频繁发生可以从



基金经理的能力和风格两个方面来解释。从能力的角度来看,基金经理需要在多个方面表现出担当,包括资产配置、择时、行业选择和股票选择。在这些能力项中,股票选择能力通常最为重要,其次是行业选择能力,即基金经理能够更好地找到需要配置的关键行业。换句话说,与择时相比,选择正确的行业往往能够帮助基金经理获取更好的收益。

针对近年来越来越频繁的基金持仓行业轮

动现象,张期翔认为可能与市场风格变化较快有关。“我们可以观察到,从2021年11月开始,A股缺乏明显的趋势性行情。例如,2021年全年,新能源表现良好,但随着2022年初爆发的俄乌冲突等事件,市场重心转向了基础设施建设和稳增长板块,新能源板块走弱;2022年4月后,新能源行业尤其是逆变器表现强劲,一直领涨到8月,但之后又急速下跌;此后,医药和计算机板块开始上涨;2023年上半年,市场行情围绕

TMT展开,但后续人工智能板块也遭受了严重的回撤。”张期翔认为,市场在低交易量的环境中更容易发生高低切换的现象。在这种情况下,基金经理不得不积极寻找新的机会,以实现超额收益。

## 风格漂移是“贝塔放大器”

那么,风格漂移现象究竟有哪些弊端?张

期翔告诉证券时报记者,他和团队观察了2021年11月以来偏股基金的表现,发现业绩不佳的基金大多在行业轮动方面犯了错误。这些错误具体表现在两个方面:第一,基金经理在行业方向选择上出错,比如该买新能源时买了医药;第二,基金经理在行业轮动节奏上出错,比如新能源卖晚了,TMT又买晚了。

在张期翔看来,基金的行业轮动是一把“双刃剑”,或者可以说是“贝塔放大器”,会放大市场风险。如果轮动的选择正确,就可以不断捕捉到收益最强劲的方向;但如果选择错误,就可能从一个亏损的方向切换到另一个亏损的方向。对于大多数基金经理来说,行业轮动是难以准确预测和把握的。此外,对于投资者来说,风格漂移让基金无法做到“所见即所得”,投资者只能基于有限的持仓信息作出决策。

从基金的管理规模来看,风格漂移确实给基金的长期运作带来了负面影响。例如,东方区域发展基金虽然精准“踩中”了A股的结构化机会,但年末的规模却不增反减,被投资者净赎回;华夏国企改革基金和工银文体产业基金的规模连年下滑;中海混改红利主题基金则因长期押宝半导体芯片板块导致业绩不佳,无法吸引新资金入场,规模常年低于1亿元。显而易见,针对风格漂移的操作,投资者对基金投出了不信任票。

谭瑶也认为,风格漂移误导了投资者,导致他们购买与其预期不符的产品,从而增加了投资的不确定性和认知成本。对于那些专注于特定行业的投资者而言,风格漂移可能导致他们的投资策略失败并增加风险。另一方面,这种现象助长了短期投机和业绩至上的倾向,鼓励基金管理人进行频繁交易,这对各个资产市场的良性运行不利。

在谭瑶看来,减少基金风格漂移现象的发生需要业内机构的共同努力,从中长期视角出发,设计合理的考核机制,提升公募基金产品的业绩稳定性,规范风格漂移问题,提升产品持有体验。监管层面也应加强对基金风格漂移的监管,严格执行基金产品的命名规范,要求投资经理按照法规和合同约定进行投资运作。

# 小市值股票突然不香了 追风基金被“打脸”

证券时报记者 裴利瑞

2024年开年以来,市场风格再度转向,曾经风光无两的小微盘风格急转直下,把追风买入的基金打了个措手不及。

Wind数据显示,截至1月26日,代表小微盘风格的中证1000、中证2000指数年内分别下跌了10.49%、10.72%,而同期代表大盘蓝筹风格的上证50、沪深300指数仅分别下跌了0.51%、2.84%,小市值风格“露出獠牙”。

就在刚刚过去的2023年四季度,一些重仓大盘蓝筹股的基金终究没有熬住长达三年的下跌,刚刚把重仓股从核心资产全面切换成小微盘股,便遭遇了迎头一击。

## 抛弃核心资产追风小微盘

证券时报记者梳理发现,2023年四季度,许多权益基金都对小市值股票进行了加仓,部分产品甚至全面转向,从核心资产切换到小微盘股,但却似乎“赶了个晚集”。

以上海某基金公司旗下的一只主动权益基金为例,在2023年三季度时,该基金重仓的股票还是贵州茅台、五粮液、美的集团、泸州老窖等典型的大盘蓝筹、核心资产,但到了2023年四季报,该基金的前十大重仓股却全面换血,全成了低于百亿流通市值的小微盘股票,诸如米奥会展、健盛集团、长白山、开普检测、朗进科技。

值得注意的是,该基金自成立以来业绩持续低迷,因此在2023年12月更换了基金经理,这或许是基金风格大转向的主要原因。新任基金经理在四季报中表示,2024年A股市场的内外部环境会更加友好,基本面有望边际改善,不过仍需密切跟踪国内经济复苏的节奏、力度,并警惕海外地缘政治风险,基于此,当前重点关注与宏观经济相关性更低,新技术、新品牌、新业态更为多样,且资金筹码结构相对更好的小盘股。

不过,上述基金经理和持仓风格的双双调

整并没有给基金业绩带来起色,2024年开年以来,该基金已经下跌了超6%。

类似的,北京某基金公司旗下的一只主动量化基金,也在2023年四季度进行了核心资产全面转向小微盘股的大换血。在2023年三季度时,该基金同样重仓贵州茅台、泸州老窖、紫金矿业、立讯精密、中国移动等典型的大盘蓝筹股,但到了2023年四季度,该基金的前十大重仓股却变成了诸如永艺股份、国恩股份、同德化工、博深股份、鲁北化工等小微盘股票。

对于这一操作,基金经理表示,这主要是基于对估值和市场风险偏好的考虑。他认为,当前美联储加息周期已经告一段落,但市场对于核心风格的偏好逐渐转向价值,因此,他在选股模型中加大了对估值因子的考虑,投资组合整体呈现合理估值或较低估值的风格特征,减少在高估核心资产上的配置。与此同时,考虑到市场风险偏好仍处于较低水平,他选择控制组合风险在成长风格上的暴露,对于成长股的布局会更加慎重,但对于中证1000内的小市值细分行业龙头会更加关注。

但从业绩表现来看,这只基金对小市值风格的追逐同样“赶了个晚集”。在从白马蓝筹股全面转向小微盘股后,该基金在2023年四季度下跌了约5%,2024年开年以来再度下跌了近3%。

## 养殖、医药等方向获明显加仓

除了上述比较大开大合的操作外,其实权益基金在2023年四季度整体都呈现对小市值风格的加仓趋势。据Wind数据统计,在剔除2023年下半年新上市的个股后,基金新进重仓股中有六成是流通市值小于百亿的小微股。

例如,养殖板块的多只小微盘个股,都在去年四季度获得了众多基金的青睐。其中,流通市值89亿元的唐人神,获得了约100只基金的新进重仓,嘉实农业产业、创金合信工业周期、华夏内需驱动混合等多只基金都在2023年四季度新增唐人神为前十大重仓股;而流通市值约83亿元的华统股份,则获得了91只基

金新进重仓,包括中欧产业前瞻、西部利得新盈灵活配置、摩根行业轮动等;此外,流通市值约92亿元的新五丰获得了43只基金新进重仓,流通市值仅有19亿元的神农集团,则被37只基金新调入前十大重仓股。

嘉实农业产业基金经理认为,随着产能逐步去化,2024年有望看到新一轮猪价周期反转。基于周期反转预期,加上宏观消费不足情景假设下,农产品消费具备必选属性,猪周期投资逻辑独立于宏观需求假设,具备抗逆属性,因此在去年四季度大幅加仓生猪养殖板块。

与此同时,医药方向的小微股也获得了较多资金加仓。例如,有42只基金新增重仓肝病治疗企业福瑞股份,其中不仅有前海开源医疗健康、红土创新医疗保健等医药主题基金,而且还有财通优势行业轮动、鹏扬竞争力先锋等全市场风格基金。最新数据显示,该公司的流通市值只有86亿元。此外,流通市值只有31亿元的凯因科技获得了36只基金新进重仓,流通市值约100亿元的新华医疗获得了29只基金新进重仓。

但随着小市值风格急转直下,上述基金重仓股也在今年遭遇重挫。比如,凯因科技虽然在去年四季报中显示业绩大幅上涨了超40%,帮助重仓基金获得了不少收益,但今年以来已经下跌了超25%,股价基本上重新回到了去年10月份的水平。此外,唐人神、福瑞股份等多只个股自今年以来也回调了超10%。

## 基金经理对风格判断出现分化

如果说前述基金经理还是投资小微盘的“新手”,那么,在这一策略上深耕多年而且声名鹊起的那些知名基金经理表现如何?

以微盘策略闻名的“网红神基”金元顺安元启仍然保持了相对不错的业绩,截至1月26日,该基金今年以来下跌了2.43%,相比中证2000指数10.72%的跌幅显示出一定的抗跌性;但也有泰信中小盘、国新国证新锐等类似策略的产品已经下跌了超20%。

而在市场持续震荡的十字路口,基金经理对大小盘风格的观点出现了明显分化。例如,西部利得基金基金经理盛丰行仍然是小盘风格的坚定拥护者,他认为,主动权益类的新发公募私募基金中量化相关比重提升,将推动小市值风格继续强势,因此维持看好小市值的判断,小市值的主要风险在于加速退市的落地,但目前未观察到相关进展。他管理的西部利得量化成长重仓了雷曼光电、王子新材等小市值个股。

但也有基金经理认为,拉长周期看,股票的获利来源主要是上市公司盈利,在经历长达三年的估值调整后,优质龙头公司将迎来风格回归。

诺德成长优势的基金经理郝旭东认为,经历近三年的调整震荡,很多龙头权重估值已经调整到与较低业绩增长(即较低经济增速)或海外对标估值相匹配的水平,主要指数股债收益差处于-2倍标准差附近,市场整体估值处于合理偏低水平。同时,伴随2023年主题投资的盛行,前期低估的小市值股票估值得到较大修复,相对于优质龙头股票吸引力下降,预计2024年有望在市场出现企稳反弹的同时,风格亦转向优质上市公司。

交银创新成长的基金经理周中也表示,经过三年的调整,国内最好的一批企业估值基本都处于历史最低水平的位置,未来即使经济呈现弱复苏态势,这批优秀公司的投资回报率企稳是大概率事件。

“一些优质公司通过持续的业绩增长,一定程度上消化了两三年前的偏高估值。2023年小市值公司普遍更受青睐,大公司关注度逐渐降低,我认为这些大公司属于低估的状态,有一定吸引力。”长盛新兴成长的基金经理王远鸿表示。