

# 低配股成公募基金“座上宾” 释放技术性牛市信号

证券时报记者 安仲文

随着各路资金持续加持，A股、港股市场明显反弹，技术性牛市真的来了吗？

证券时报记者注意到，4月开始，公募基金由守转攻，不少公募抱团股的仓位开始让位于低配股，使其渐成公募的“座上宾”。这也意味着，基金经理已从“赚业绩增长的钱”向“赚估值提升的钱”转变，风险偏好不仅显现拐点，而且获得了大幅的提升。

## 赚钱效应开始显现

近期，中国股票资产的表现可谓画风突变。节前，A股市场已连日反弹，而港股市场则在“五一”假期期间持续大涨，令不少投资者直呼“技术性牛市已在眼前”。5月2日，美股市场富时中国3倍做多ETF（交易性开放式指数基金）暴涨16.46%，使得这一观点又获得了强化的信号。

回到A股市场，过去4个月，公募基金的最高收益率已接近30%，超50只产品的年内收益率已在16%以上。即便是债券型基金，最佳收益率也超过了11%，而被吐槽“很难赚钱”的公募FOF（基金中的基金），年内收益率最高则接近了9%。显而易见，当债券型产品的收益率也展现了弹性的一面，这在很大程度上说明股市正从赚钱效应缺失的“至暗时刻”，向局部性牛市甚至是全面的技术性牛市转变。

“局部性牛市的表现，集中在今年的2月、3月，主要是基金抱团股展现的走势非常凌厉，但4月开始情况显著不同，股市做多效应迅速扩散，前期公募减持较多的低配股和低配板块，都出现了显著反抽。”华南地区一位基金经理认为，行情从基金抱团股向基金低配品种扩散，可能预示着中国股票市场正悄无声息地迅速切换到技术性牛市。

一般来说，公募基金追高后还能获利，往往在很大程度上体现着技术性牛市的特点。比如，吸引了1000多只基金抱团的人工智能概念股——中际旭创，在去年已大涨3.2倍的情况下，今年以来又累计上涨超65%；有354只基金抱团的扫地机器人标的——石头科技，凭借出口业务带来的业绩高速增长，股价在2023年逆市上涨61.5%后，今年以来又再度上涨50%。这些个股的强势表现，也为基金经理的业绩表现发挥了稳定器的作用。

按月度基金净值的收益来源分析，抱团基金的大部分业绩来自于今年以来的局部性牛市，而且被公募抱团的强势股几乎清一色为股票市场中高增长、低估值的品种。以中欧基金在港股抱团的上美股份为例，该股开年至今的涨幅颇为可观，1月1日至4月5日，从最低每股24.3港元一路飙升至52.5港元/股，区间累计涨幅达114.6%。不过，自4月8日至5月3日近一个月时间内，上美股份则处于横盘震荡中。类似特点也发生在很多的基金抱团股身上，即4月初以来股价一直维持震荡。

## 减持抱团股补仓低配股

4月初以来，由于不少公募抱团股的表现不尽如人意，以及基于公募持仓的“双十限制”，基金经理开始对仓位“闪展腾挪”。

“强势股主要集中在基金抱团股上，意味着股票市场风险偏好低、市场赚钱难度大，但当机构资金开始从抱团股上兑现部分收益，并向高风险、高弹性品种转移仓位，则意味着市场可能开始全面做多。”深圳某基金公司的一位人士接受证券时报记者采访时表示，抱团股在今年前3个半月已为基金经理贡献了很大的收益，且许多基金因为股市的“二八分化”，在强势的抱团股上投入了极高的仓位。

从现实来看，公募持仓的“双十限制”、抱团股获利丰厚、基金低配股待涨等三大因素，构成了基金经理调仓的逻辑。以某只业绩排名位于前十的公募基金为例，其前十大重仓股均为基金抱团股，且投入的仓位非常集中。截至今年3月末，该基金仅在第一大重仓股中际旭创上配置的仓位就达到10.21%，第二大重仓股天孚通信、第三大重仓股新易盛的仓位则分别达到10.16%、9.79%。根据上述三大抱团股4月份的股价表现，其持仓全部超出监管部门有关基金单一股票持仓不能超过10%的限制规定。基于



这些情况和市场变化，基金经理减持抱团股、兑现收益后的去向，大概率就指向了前期被低配的板块和个股。

证券时报记者注意到，无论是A股抑或是港股，因为市场风险偏好明显抬升，此前被基金大幅腾挪的仓位，正催生新的投资逻辑——从赚抱团股业绩增长的钱，变成赚低估值股估值提升的钱。

“赚估值扩张的钱，主要因为相关公司的估值被压制到了严重低估的程度。这类标的，在没有业绩提振的情况下，股价也能涨很多，因为风险偏好的变化诱发了估值修复，总体弹性很大。”长城基金的一位人士在接受证券时报记者采访时表示，当许多行业、个股的估值处于历史最低水平，并具备足够的安全边际后，一旦市场风险偏好发生变化，这些品种很可能迎来重大的投资机会。

## 部分个股估值强势修复

行情从基金抱团股的局部性牛市切换到技术性牛市，4月是个关键的时间节点。

当基金抱团股开始横盘震荡，前期公募低配的不少个股则开启了大幅反弹。以4月“爆红”的正丹股份为例，该股30天内股价飙涨3.62倍。正丹股份在拉升之前，刚于一季度末遭华夏基金、国金基金减持，其中华夏智胜先锋基金、国金量化多因子基金退出该股前十大流通股股东名单，截至3月末，其前十大流通股的机构股东中仅剩一只公募产品。

实际上，港股主题基金的赚钱逻辑，也同样从基金紧抓抱团股向补仓低配股转变，逻辑变化的实质就是从看业绩转向看估值。当许多港股基金重仓的抱团股开始滞涨，投资者突然发

现许多平时不怎么受关注的基金低配品种已开始拉升。例如，一季度被公募基金清仓的高汤-W，尽管最新发布的年报显示公司营收降幅超10%，总亏损达64亿元，但在估值修复的逻辑下，该股自4月22日开盘至5月3日收盘，9个交易日内累计上涨1.76倍。

与此类似的还有快狗打车。过去一年，港股的风险偏好明显下降，公募基金经理几乎在投资层面完全放弃了互联网打车第一股——快狗打车，致使其总市值大降至1.51亿港元。不过，尽管快狗打车营收下降、亏损超11亿元，但因市场风险偏好抬升、资金重仓估值修复逻辑，5月3日该股一天内就飙升了91.55%。

“如果你最近一个月内的收益表现不够好，不是因为你的选股能力不行，而是因为你买入的股票前期跌得太少，在技术性牛市中，市场逻辑和风险偏好都变了。”华南地区的一位基金经理

认为，最近A股、港股市场的投资逻辑，在相当程度上与业绩挂钩较低，但与股价超跌幅度、估值扩张逻辑的挂钩程度较高，因为业绩屡次得到验证的好股票，基本都已成为基金抱团股且涨幅已经很大。

## 筹码出清逻辑备受关注

值得一提的是，在最新的投资策略中，许多基金经理正在密切关注基金低配股的筹码出清逻辑。“受筹码结构影响，很多龙头标的连续下跌三年以上，估值已经处于极低水平，并且部分个股的估值比同行业其他标的更低。”平安策略回报基金经理神爱前表示，看好一些估值低、基本面具有韧性的白马龙头开启估值修复。

中庚价值品质基金经理丘栋荣则重点关注风险出清的港股互联网股，他认为港股互联网股具有消费属性，兼具确定性和成长性。随着居民收入进一步修复，消费受压制的情况有望缓解，而产品型公司竞争的加剧凸显平台稀缺性，用户消费习惯不可逆，线上化率仍在提升。与此同时，平台竞争渐趋理性，克制了增量追求，叠加降本增效，这些因素大幅度提升了互联网公司的利润水平和盈利质量。另外，互联网技术对于传统产业的赋能与改造正持续发生，基于中国供应链的优势，出海业务有望成为相关公司新的增长点。基于技术积累及应用场景拓展，互联网平台或将成为人工智能(AI)进步的最大受益者，而互联网板块呈现系统性的低估值特征，在消费及科技类资产中均具有高性价比，回购、分红额度的持续提升进一步增强了股东回报，市场可能过度低估了互联网公司收入端的韧性。

景顺长城先进制造基金经理董晗也认为，当前A股估值处于历史相对低位，随着企业盈利修复，股票市场的结构性机会也将呈现。除了半导体、人工智能、高端装备、新能源、新材料、军工等与新质生产力相关的行业，投资者后续还可重点关注经济恢复的情况，阶段性把握周期性弱化同时受益于国内外经济复苏带来盈利弹性的上游资源行业。目前，二季度经济企稳的支撑因素在增多，全球制造业企稳回升叠加海外补库周期，有望带动国内出口持续改善。另外，一季度地方专项债发行明显偏慢，二季度的发行节奏值得继续关注，如果发行加快，叠加超长期国债落地，基建投资的实物工作量有望改善。

# 权益型公募布局固收尝到甜头 跟风“照抄作业”恐难如愿

证券时报记者 余世鹏

2023年以来，权益行情多有低迷，但得益于“债牛”给力，一些公募基金的规模仍实现了稳步增长。不少以权益产品为主的公募基金不断发力固收业务，开启了第二增长曲线，固收也因此成为了他们的“第二张面孔”。

从多只规模达数十亿元的“爆款”产品来看，公募业务以固收为基本盘的规律持续验证，且“布局一年即见效”的观点似乎仍难证伪。当然，个别公募基金对于固收的布局，实际上早在前几年权益行情高涨时就开始行动了。

## 固收成“第二张面孔”

同花顺iFinD数据显示，截至2024年4月29日，2023年以来全市场新发行基金总规模为1.48万亿元，其中有1.08万亿元为债券基金，占比达72.97%。即便仅以初始基金为统计对象，同期成立的501只债券基金总规模也达到了1.07万亿元，平均每只发行规模就高达21.53亿元。

值得一提的是，在这个过程中，部分权益型公募不断发力固收业务，在开启第二增长曲线中成为基金业的“弄潮儿”。

比如，兴证全球基金在上述区间一共成立6只债券基金，总规模为292.57亿元，平均规模达48.76亿元。其中，成立于今年4月的兴证全球中债0-3年政策性金融债基金和成立于去年的兴证全球恒荣债基、兴证全球恒远债基，规模均超70亿元。相比之下，已是老牌“固收大厂”的博时基金，同期成立的9只债基总规模不过149.23亿元，平均规模为16.58亿元；鹏

华基金同期则成立11只债基，总规模为269.53亿元，平均规模为26.95亿元。

2023年以来，兴证全球基金新成立的基金中，超八成成为债券基金。显然，对于这家走出了谢治宇、董承非、任相栋、邹欣等大佬的权益公募而言，发力固收已成为公司发展的重要支撑。

类似情况也发生在拥有刘彦春、鲍无可、杨锐文等一众权益明星的景顺长城基金身上。2023年以来，景顺长城基金一共成立了6只债基，尽管在同期成立的21只基金中数量占比不足30%，但这6只债基的发行规模达到了192.96亿元，规模占比则超过了70%。

中小公募方面，此前一直主打“权益牌”的泉果基金，今年4月也成立了首只偏债混合基金，规模达到41.22亿元。

## 前瞻性眼光从何而来

权益型公募也发力固收，被市场解读为顺应行情变化而做出的调整。2023年至今，权益基金发行遇冷，以中短债和长债为主的固收产品，成为支撑基金规模持续增长的生力军。

中欧基金董事长窦玉明对证券时报记者表示，伴随居民财富管理需求不断提升，近年来以公募基金为代表的资产管理者的客户和资产管理规模也出现跃升，同时投资者的需求越来越多样化。“过去权益投资占比较高，现在包括固定收益、多资产等投资需求也在快速增长。”窦玉明说，为顺应这个发展趋势，中欧基金在多策略产品线上持续加大投入，目前已形成了“1+1+N”的产品线，即立足权益（第一个“1”）、强化固收（第二个“1”）、“N”则指升级多资产和量化投资、孵化更多元的产品。

实际上，个别公募基金对于固收的布局，早在前几年权益行情高涨时就开始行动了，战略眼光正被市场逐渐验证。

以景顺长城基金为例，该公司早在2020年就从国投瑞银基金挖来了固收大将李怡文，并委以固定收益部稳定收益业务投资负责人的重任。将李怡文招入麾下后，景顺长城基金开始大力发展“固收+”，逐渐朝着总经理康乐描绘的“长板加宽、短板加长”方向发展。景顺长城基金的这一布局，恰好赶上了2020年之后的那波“固收+”发展大潮。

非银行系公募对固收业务的布局也早就有之，并因此受益。以券商系公募中信建投基金为例，根据2024年一季度报，该机构的公募总规模增长了105亿元，其中绝大部分规模增长都源于固收类产品。数据显示，规模增长最大的单只基金为中信建投稳祥，一季度规模增长超57亿元。

## 发力固收还需量体裁衣

当然，并不是所有权益型公募都选择在“逆风期”发力固收。同花顺iFinD数据显示，近年同样以权益投资著称的前海开源基金、中庚基金，2023年至今并未发行过债券基金。

“公募业务以固收为基本盘，是基金业的一大发展规律，能长期稳健发展的基金公司，基本都有着稳定的、大规模的固收业务。这些业务能给公司发展带来持续稳健的现金流，这是公司持续前进、反哺创新业务，乃至度过某些困难时刻的重要基础。但也要看到，这样的规律并非完全适用于每家公司。”某公募市场人士对证券时报记者说。

该人士认为，在目前高度竞争的资管环境下，固收业务的增量开拓同样不易。一方面，固收业务以机构客户为主，要与这些客户形成稳定的信任度和黏性，需要长时间的培育和资源投入，但大部分基金公司不具备这样的条件。另一方面，固收业务的客单量大但费率低，后期发力固收业务的公募，需要其他业务来反哺。除了此前在权益领域有深厚积累的大型公募，大部分公募并不具备这样的反哺基础。

“近几年，固收业务有过几个窗口期。比如，在资管新规落地之后公募基金承接理财资金，这就是一个很好的发展窗口。当时，推出‘固收+’基金的公募，依然是以传统‘固收大厂’为主。这些产品的初衷很好，但在‘+’的股权部分过于激进，最终并没有呈现应有的投资效应，也没能为行业的固收业务发展带来太多实质的经验借鉴。”某第三方资管机构高管对证券时报记者说。

该名高管认为，2023年的这轮固收潮流，更多是“股债跷跷板”行情给部分基金公司创造的一个业务切换窗口。可以看到，这些权益型公募的固收业务，使用的大多是他们前期打下的资源基础，固收业务类型也基本是传统产品。不具备这些条件的基金公司，很难在这轮固收潮流中实现原始积累。他们应继续聚焦自身禀赋，一边做好当前事情，一边等待下一轮行业红利释放，这样才有可能从中探索到新的差异化发展路径。



券商中国  
(ID:quanshangcn)