

国投瑞银基金慕缚鹏： 赚大钱都是磨出来的

证券时报记者 杨波

“我的投资目标是，力求在市场涨的时候跟得上，市场跌的时候能控制住回撤，让组合净值能够不断创出新高。”国投瑞银基金经理慕缚鹏开门见山地说。

慕缚鹏的这一理念来自一次“痛的领悟”。2018年年中，公司为他发行了一只产品，在经历了一段震荡行情之后，终于在10个月获得了19%的收益，而此时基民的选择是赎回止盈，导致产品清盘，错过了之后的一轮牛市。这让他认识到持有人与管理人之间建立信任非常重要，从此以后他相当关注持有人的体验。

慕缚鹏拥有超过21年从业经历和14年基金管理经验。2003年，他获得东北财经大学工商管理硕士学位，同年加盟华林证券做研究。2009年，他加入国投瑞银基金，次年开始管理基金，在市场的浮浮沉沉中，慕缚鹏逐渐形成了“绝对收益优先，兼顾相对收益，主动管理回撤”的投资理念和体系，并在实践中获得了较好的反馈，以他管理时间最长的国投瑞银瑞利混合基金为例，从2016年7月26日—2024年6月21日，在其管理期间，该基金获得了127.47%的回报，年化回报为10.95%。

慕缚鹏如何在获取绝对回报的同时兼顾相对收益？如何平衡高回报与控制回撤？如何看待当前的市场？证券时报记者日前采访了慕缚鹏，就相关问题进行了坦诚交流。

投资框架来自宏观策略研究

证券时报记者：你早期曾在券商研究所做研究，请讲讲你当时的研究方向。

慕缚鹏：我进券商研究所不久，领导就让我转型看宏观策略，后来又让我负责宏观策略小组，主要研究在大的宏观背景下产业的变迁。这训练了我中观配置行业的能力，我觉得行业配置能力是公募基金最重要的能力，这一段研究经历对我的投资框架和体系产生了重要影响。

证券时报记者：当时有什么印象深刻的人或事？

慕缚鹏：在这期间，我同事做了一个行业比较分析的课题，研究美日等发达国家产业结构的演变过程，每隔10年，行业演变就有较大变化，而且这种变化有很清晰的脉络。推导到中国，从计划经济转向市场经济的过程中，产业发展经历了从轻到重的过程，老百姓刚开始有点钱，首先是买衣服，再有钱会买家电、房子、车，等到这些基本需求都满足了，才会考虑将余钱用于投资理财。研究清楚大的逻辑，就会有完全不同的视角去观察行业的投资机会。另外，行业的阶段不同，投资的主导逻辑也不一样，在行业成长期，要投资各个子行业的龙头，行业成熟后，要买阿尔法收益的公司。

对同事的研究结果，我非常佩服，这对我后来的投资产生了深远的影响。

证券时报记者：2009年你来到国投瑞银基金，2010年正式出任基金经理，从研究到投资，是否有一个转型的过程？

慕缚鹏：其实我对管钱一直有一些顾虑，因为投资是有久期的，真正的价值投资一定要做时间的朋友，而当时公募基金的考核周期较短，时间上是错配的。我是一个偏左侧的选手，可能很早就发现产品的价值，如果在左侧买进去，组合长期不涨，压力会很大。

证券时报记者：请讲一个相关案例。

慕缚鹏：2012年下半年，我看好经济转型带来的投资机会，配置



了20%左右的创业板和中小市值股票，但进去太早，这些股票的流动性又比较差，导致当年业绩不佳，让我面临职业危机。这让我意识到，过去左侧的投资策略可能并不适合所有情况，买入股票时还是应该结合催化剂，尽量减少等待的时间。

绝对收益优先 适度兼顾相对

证券时报记者：你的投资体系是什么时候开始比较成熟的？

慕缚鹏：2017年我们开始重新定义公募的打法，概括起来主要是三点：绝对收益优先，适度兼顾相对，主动管理回撤。

证券时报记者：为什么要绝对收益优先，兼顾相对？

慕缚鹏：第一，客户买我们的产品是要赚钱的，不是要跑相对，如果一味跑相对，持有人没赚到钱，就违背了我们为持有人理财的初衷；第二，光赚绝对收益也不够，如果你连指数都跑不赢，主动管理的意义何在？

证券时报记者：你用什么方法来实现绝对收益？

慕缚鹏：这其实是选择投资标的的逻辑，我会从绝对收益的角度、是否值钱的角度来选择投资标的。

证券时报记者：为什么要兼顾相对？

慕缚鹏：当市场出现较大泡沫时，按绝对收益的标准可能选不出股票，如果不做又会在市场趋势面前落下太远。最典型的是2015年第二季度，从绝对收益的角度难以选出股票，而且在那一时期做传统的绝对收益投资也是吃力不讨好。这之后我经过反思，会拿一部分仓位配置在趋势上，尽量在某个阶段不要输得很惨。

证券时报记者：如何控制回撤？

慕缚鹏：我会通过基金组合的调整，来平滑基金净值的波动。首先是做大的择时，自上而下考虑市场环境，决定组合的权益仓位，并在市场高位时压缩组合弹性，在市场低位时增加组合弹性。在权益仓位基本确定后，我会做行业配置，最后才选择个股权重。

证券时报记者：你具体怎么配置行业？

慕缚鹏：主要从宏观的角度，结合景气度、估值和确定性三个维度做出判断，其中两个符合就是好的买点，三个都满足则是可遇不可得，比如2021年的煤炭就是三个条件都符合。

证券时报记者：个股选择会考虑哪些因素？

慕缚鹏：个股选择上，首先会考虑它的行业地位，是不是一家值得长期关注的好公司；其次会考虑

个股的安全边际，主要看估值，以及未来3到5年的潜在回报率，如果目前是明显的低估状态且潜在回报率较高，会积极关注。

选股票尽量向左 买股票尽量靠右

证券时报记者：请讲讲你具体如何择时？

慕缚鹏：我会逆势做择时，在市场太贵的时候不买或少买，在市场跌得比较惨时会加仓。我的择时是偏重长期的，在过去几年中，我们有两次显著的仓位调整：一次是在2021年第四季度大幅度将股票仓位调低到40%，这是我们有史以来最低的权益仓位；二是在2023年第四季度大幅加仓，2024年春节后又出现一个低点，我们也进行了加仓。

证券时报记者：逆向投资难在哪里？

慕缚鹏：逆向投资是左侧买左侧卖，容易买早了，要等很久才上涨，也容易卖早了，错过后面一波较大的行情。在这方面，我走过很多弯路，现在买卖时会考虑市场风格，风格还没到，就少买点，风格还没走，就少卖点。比如红利现在比较贵，但在风口上，我会容忍它估值高一些，不会很快就卖完。

总体上，我们选股很左侧，买的时候则尽量往右靠。研究时一定要向左，在左侧选出来，长期关注，才能比较从容地在右侧买到。

证券时报记者：过去几年，你成功投资了煤炭行业，请讲讲中间的过程。

慕缚鹏：2019年我们就开始看好煤炭，当时市场对煤炭的偏见很大，很少人看煤炭。

我们当时看好煤炭的逻辑跟现在一样，就是煤炭的需求还没有见顶，供给却先见顶了。因为双碳、环保等原因，让大家觉得煤炭很快会被淘汰，企业不做资本开支，产量先见顶，但需求还没见顶，我们判断有一个巨大的错配，在未来某个时点上一定会带来价格弹性，而且煤炭股的估值又“杀”得很低，有足够的安全边际。

证券时报记者：从公开资料看，你在2019年、2020年煤炭股买的不少。

慕缚鹏：当时市场的主战场还在医药消费上，煤炭股虽然好，但不知道要等多久才能被市场发现，市场风格还没轮到，我们也不敢重仓，只买了一点。但我们一直盯着，到2021年4月、5月，我觉得煤炭价格有启动迹象，就把仓位加到20%的上限。

证券时报记者：投资煤炭股的逻辑并不复杂，为什么大多数人没

能看到？

慕缚鹏：当时市场关注的焦点都在核心资产，很少人看煤炭，都觉得传统能源要被新能源替代了，市场上也找不到几个煤炭研究员，你说看好也没人理你。这就是市场共识的力量，大家为什么愿意去人多的地方，因为在人多的地方会更有安全感。

证券时报记者：现在你是否会考虑卖出煤炭股？

慕缚鹏：现在煤炭股涨了，性价比变得没那么好，但还是有人买，为什么？2019年我们买的是价值，现在大家买的是趋势，这是由不同的交易策略决定的。现在煤炭股虽然没有那么便宜了，但横向比较还可以，风格也还没走，我可能会减持一些，也会留一些。

投资是逆人性的 需要极大的耐心

证券时报记者：你管理产品的净值曲线很漂亮，为什么这么注意曲线？

慕缚鹏：公募基金好的地方是可以很容易申购和赎回，但这对投资者获取收益来说，也是个很大的问题，因为投资是一个逆人性的过程，需要时间和极大的耐心，持有人如果频繁进出，很难获得较好的回报。所以，作为基金经理，大量的时间和工作要花在跟投资不那么相关的工作上，目的是尽可能让基金的净值曲线更平稳，让持有人体验更好，能留住我们的产品。

证券时报记者：从过往的经验看，很多基金的长期回报很不错，持有人的体验却很差，因为大部分投资者是在高点进来的。

慕缚鹏：我们为什么既要强调绝对，又要兼顾相对，就是为了控制回撤，平滑波动，努力让每个阶段进来的持有人都不会太吃亏。如果基金净值5年翻一倍，但中间有很高的高点，然后回撤50%，持有人的体验肯定会很差。

证券时报记者：投资是时间的玫瑰，能拿住产品的重要。

慕缚鹏：这些年我之所以坚持绝对收益优先、适度兼顾相对并主动控制回撤，目的就是为了提高持有人的持基体验，让持有人对我管理的基金有相对明确的预期，争取让投资者无论在牛市还是熊市，都不需要太操心。作为基金经理，我非常希望能与持有人一起成长，与持有人共赢。

证券时报记者：你的持有人中，机构占比很大，为什么？

慕缚鹏：可能我的投资体系机构能够看明白，觉得可以接受，另外历史业绩整体较稳健，风格能够持续。

赚大钱都是磨出来的

证券时报记者：都说万物皆周期，但要抵抗周期挺困难。

慕缚鹏：因为市场周期、行业周期往往会比较长，像海运，在底部横盘的时间太长，以至于大家一度怀疑它的周期已消失。周期是确定的，但周期的过程和时间不确定，所以更需要耐心和等待。

证券时报记者：近年来，你管理基金的规模增长了很多，如何在基金规模大幅增长的同时保持良好的业绩？

慕缚鹏：我是均衡型基金经理，要全面覆盖申万一级行业，每个月至少需要刷新一次行业基本面，几乎每天都要刷新一到两个行业，非常忙碌。

前几年，我管理的基金规模比较小，覆盖的公司相对少一些，这两年规模增大了许多，公司覆盖数量比原来多很多。另外，研究公司要更深入，以前可以靠交易容错，看错了砍掉就可以，现在看错了可能卖不出去，就必须增加研究的深度。过去我会在交易上放一部分精力，行业看的比公司多，现在行业公司都要细看，交易会变得更少一点，公司调研变得更多了。总体上，这两年我比过去更加勤奋，投资某种程度上是体力活，勤奋还是很有用的。

证券时报记者：你怎么看未来的市场？

慕缚鹏：从较长的时间看，现在肯定是配置权益资产很好的时点，我们认为市场上涨的一项驱动力是“资产荒”。当前，很多投资者存在资产配置压力，目前能够供国内投资者选择的大类资产无非是股票、债券、房地产，另类资产不太可能成为主流配置。拉长周期看，权益资产经过3年调整，已处在性价比很好的阶段，很多行业龙头都很便宜。只不过需要一个契机，提升大家的乐观预期。事实上，在国家资金出手，新“国九条”出台之后，投资者信心已开始部分恢复，后续一旦赚钱效应积累，相信资金会加速流入市场。

赚大钱都是磨出来的，只有磨的时间够久，你才不会赚一点就跑。磨不是放着不管，而是要你在上面投入很多时间和精力去加强你的认知，经过长期的磨底后，你思考得比较认真，能够比较清晰地认清它的价值，才能对抗人性，才能坚持，不会轻易被洗出去。

例如，以持仓新能源股票的ETF（交易型开放式指数基金）为例，公募在这一赛道上曾经推出的新基金就有“新能源ETF”“低碳ETF”“绿色电力ETF”“绿色能源ETF”等，上述每一个名称均有公募基金推出相关产品，甚至有基金公司同时推出“绿色电力ETF”与“绿色能源ETF”，但两只基金并无实际上的特色差异，导致相关产品在发行中表现疲弱。

投资者不愿揭“盲盒” 新基金销售遭遇新烦恼

证券时报记者 安仲文

今年以来，新基金发行遇冷而优质老基金规模持续增长现象愈发明显，或预示着投资者开始回归基本面来选择基金。

证券时报记者注意到，随着公募基金的投资者教育逐渐深入，基本面逐步成为投资者选基的关键要素。原因在于，新基金在持仓风格、业绩稳定性、基金经理岗位稳定性等基本因素上，几乎相当于“盲盒”，基民似乎已不太愿意为“盲盒”买单。

事实上，买基金通常都是优先选择老产品，大多数基金从业人员以个人理财为目的购买基金时，往往不会选择新基金，除非是基金公司发起的倡议活动。“深圳一位曾任职公募销售的投资人士告诉证券时报记者，从新基金的角度看，包括持仓风格、选股倾向、业绩稳定性、基金经理稳定性，这些基本因素很多都是未知的。

上述人士指出，即便是新基金产品规定了投资范围，但基金合同规定的范围与资金募集完毕后的实际持仓，可能存在较大的偏差，且基金公司往往对此有最终解释权。即便是偏赛道的新主题基金产品，也会因基金经理个人选股倾向，在基金成立后出现风格漂移的情况。

与此同时，不少基金公司人士也意识到，以新基金产品密集发行来推动公司规模增长的传统打法，在当前市场中已经难见成效。

“我们更加关注老基金产品业绩保持稳定增长，以此带动产品和公司的规模增长，新基金产品确实存在基本因素缺失的问题，而公募发行市场的基民和投资者也越来越聪明了。”深圳地区一位公募基金高管接受记者采访时曾强调，公司旗下各种产品中规模最大的几只产品几乎清一色为老基金，这些老基金在10多年的时间里，用风格稳定、业绩稳定吸引了资金的持续申购。

此前，有一些新基金虽然在发行中获得“爆款基”的名声，但此后规模出现严重缩水，这对投资者来说，可谓是惨痛的经验教训。

“新基金发行与老基金营销，一个注重短期效果，一个注重长期效果，实际上如果没有后续的产品基本面保证吸引力，新基金发行时取得的辉煌规模最终还是流失。”华南地区一位基金公司人士认为，与缺乏参照物、基本面的新基金产品相比，成熟的投资者更倾向于选择已经证明基金经理岗位稳定性、持仓稳定性、业绩稳定性的品种。证券时报记者注意到，包括宏利转型机遇基金、广发沪港深新起点基金、创金合信资源股票基金等一批靠业绩拉动规模的老基金产品，其目前在岗基金经理的任职时间都已超过6年。

在公募新基金发行市场遇冷的环境中，一批优质老基金产品规模反而持续增长，一个重要因素在于公募投资者教育的不断加深，尤其是FOF的选基思路。

以专业挑基著称的公募FOF产品于2017年问世，有公募业内人士认为，FOF最近几年的投资者教育，在新基金发行市场上产生潜移默化的作用。作为基金公司内部人士，FOF基金经理买基金的角度、要求、逻辑，也部分解释了新基金产品遇冷的原因。

“我管理的FOF产品，买基金时不会考虑新基金，哪怕是已经运作半年的次新基金。挑基的首要角度是确定业绩稳定性、风格稳定性与基金经理岗位稳定性。”深圳地区一位超大型公募FOF投资总监接受证券时报记者采访时表示，新基金产品缺乏必要的基本面因素，很难判断一只新基金产品未来的持仓风格与业绩趋势。

上述公募FOF投资总监还强调，买基金时如果遇到基金经理频繁变更或持仓风格漂移赛道，会毫不犹豫地赎回基金。

值得一提的是，截至目前，FOF重仓中几乎没有新基金的影子，所有的FOF产品重仓对象几乎全部是老基金，成立时间越长，风格越稳定的基金，越容易成为公募FOF买基金时考虑的对象。以目前年内收益排名第一的鹏华易诚积极FOF为例，截至今年3月末，该基金的前十大重仓基中有8只为成立时间超过5年的老产品，其中6只成立时间超过8年。

“参考美国新基金与老基金的历史，优质老基金的规模会越来越大，而新基金则可能表现平淡。”华南地区的一位基金人士强调，新基金未来面临的可能是常态化的平淡，而优质老基金的规模可能会越来越大。目前美国最大的10只公募基金产品均为老基金，最大的一只产品成立于1992年，目前规模突破1万亿美元。

新基金发行遇冷与老基金产品规模崛起的背后，还存有新基金产品辨识度、稀缺性与特色化缺失的问题。

业内人士指出，许多新基金在产品名称、赛道主题上大同小异，甚至一个赛道内已有数十只产品竞争，这些新基金谋求更多资金关注的概率自然大幅降低。

例如，以持仓新能源股票的ETF（交易型开放式指数基金）为例，公募在这一赛道上曾经推出的新基金就有“新能源ETF”“低碳ETF”“绿色电力ETF”“绿色能源ETF”等，上述每一个名称均有公募基金推出相关产品，甚至有基金公司同时推出“绿色电力ETF”与“绿色能源ETF”，但两只基金并无实际上的特色差异，导致相关产品在发行中表现疲弱。



券商中国 (ID:quanshangen)

