

高股息策略分歧加大 公募主力仓位何去何从？

证券时报记者 安仲文 赵梦桥

估值低是许多基金经理在弱市中抛弃成长股并拥抱高股息策略的核心逻辑，但当高股息策略成为各类基金经理追逐的目标，甚至原本重仓成长板块的基金经理也被迫漂移的时候，这个策略便开始出现分歧，退潮迹象也开始显现。

实际上，当前不少成长股在巨幅调整之后，无论现金储备、分红还是回购，已经毫不逊色公用事业、周期股，这种新型“价值股”频频出现，很可能成为未来基金经理调仓的重要风向。

高股息策略不断强化

今年以来，在经济复苏进程偏弱以及股市相对低迷的背景下，越来越多的公募基金基金经理开始扎堆拥抱高股息策略。

长城基金高级宏观策略研究员汪立接受证券时报记者采访时认为，今年以来经济基本面处于弱修复基调，房地产新政出台暂时还未能扭转房价下跌趋势，实体经济需求较为不足以及预期偏弱的现状导致高景气行业减少、业绩增速下修，高股息资产阶段性受到青睐。

“市场资金避险情绪较浓，今年年初市场大幅波动，随后监管趋严间接导致小微盘股两次急跌，并且从市场赚钱效应看，今年上涨个股不足15%，与2018年水平相当。”汪立表示，在此背景下，资金投资偏好更加重视稳定性，高股息资产持续成为市场的焦点。

创金合信指数量化部基金经理孙悦认为，高股息策略展现出较强的防御特性，部分投资者出于避险的目的进行投资。市场从底部位置修复后，高股息策略主要体现为跟涨逻辑。市场修复到一定程度后，投资者认为成长板块的业绩仍然具有不确定性，同时伴随新“国九条”等政策的发布，市场对于高股息的认可程度进一步增强。

显而易见，高股息策略前期成为市场主导力量背后的逻辑是股票市场赚钱效应持续弱化，尤其在小盘股策略大幅度失效后，基金经理的避险情绪大幅提升。与此同时，密集发行的ETF基金也强化了高股息策略。

汪立认为，今年ETF、险资是市场主要的增量资金，保费高增长带来巨大的险资配置需求，而ETF在市场大幅波动期间逆势流入，这两类资金天然偏好高股息资产，对银行、公用事业的配置比例明显高于主动权益基金，增量资金的加持进一步驱动高股息资产走强。

意见分歧加大

然而，如许多基金经理所言，没有任何一种策略能够持续有效跑赢市场，随着高股息策略不断强化，市场的分歧也开始加大。

证券时报记者注意到，中证红利指数自开年至5月22日，其间累计涨幅超15%，领跑一众宽基指数。但随后开始回调，截至8月16日，年内整体涨幅仅剩2.48%。虽然涨幅被消磨殆尽，但红利行情在A股里还是出尽了风头。事实上，红利策略并不是今年异军突起的板块。过去三年间，在各个概念和行业轮动剧烈的背景下，红利指数一直悄悄走在前列，在行情震荡加剧的背景下，波动更小、预期更为稳定的红利资产显得尤为珍贵。

高股息策略高歌猛进也导致偏股型基金内部收益率大幅分化。数据显示，偏股型基金里面年内收益率最高的为永赢股息优选基金，今年以来，收益率达到26.94%。而垫底的金元顺安产业臻选基金则因前期重仓成长股，导致年内损失达到43.57%，两者之间的业绩差距超过70个百分点。

值得一提的是，业绩垫底的金元顺安产业臻选基金在今年6月末，开始大量增加“中字头”高股息股票。显然，在业绩的压力之下，该基金此时转向高股息是顺势而为还是被迫调仓，仍有待观察。

“高股息等类资产上涨的趋势实际上已持续多年，我们认为，目前的红利资产或已经超越深度价值的范畴，并逐步走向泡沫。”鹏华产业升级基金经理蒋鑫认为，股债比处于历史最高水平，市场风险偏好仍很低，但许多权益资产经过长时间大幅调整，估值水平已经很低，具备极高的性价比。



今年以来，在经济复苏进程偏弱以及股市相对低迷的背景下，越来越多的公募基金基金经理开始扎堆拥抱高股息策略。然而，无论哪种资产或哪种策略，便宜与性价比是公募基金基金经理选择的核心依据。当高股息策略不断被强化，而市场上越来越多的成长股跌成了“价值股”，基金经理不得不思考这样一个问题：究竟谁更便宜？

南方香港成长基金经理王士聪认为，随着港股成长板块今年以来大幅提高股东回报，已经具备了很强的价值属性，不仅估值、综合股息率与市场追捧的公共事业、周期行业类似，而且成长性更好，资产负债表也更加健康，预计新型“价值股”的吸引力会逐步提升。

也有机构人士认为，从2021年核心资产见顶以来，股市风格由成长股赛道投资转变为更关注估值的红利投资，这种转变目前已持续3年多。即便这一次和历史不一样，某些资产或逻辑会出现很长的趋势，但一旦持续演绎3年，往往会有些变化。

究竟谁更便宜

无论哪种资产或哪种策略，便宜与性价比是公募基金基金经理选择的核心依据。当越来越多的成长股跌成了“价值股”，基金经理不得不思考这样一个问题：究竟谁更便宜？

堪比公用事业与周期股的新型“价值股”大量出现，是许多基金经理在6月之后加大港股仓位直接因素。南方香港成长基金经理王士聪

认为，随着港股成长板块今年以来大幅提高股东回报，已经具备了很强的价值属性，不仅估值、综合股息率与市场追捧的公共事业、周期行业类似，而且成长性更好，资产负债表也更加健康，预计新型“价值股”的吸引力会逐步提升。

以去年被基金经理全部砍仓的港股医渡科技为例，该股3年时间累计下跌高达94.2%，当前市值仅剩35.8亿港元，比公司账上37亿港元的现金资产还低。相似的是，定位于中国最大医生平台的医脉通股价在3年暴跌80%以后，公司总市值仅剩56亿港元，但公司的现金资金就有48亿港元，而且公司业绩连续多年稳定增长。这种新型“价值股”不断出现，吸引了不少A股价值主题基金的关注。例如，国泰基金旗下多只成长基金、医疗主题基金、价值类基金纷纷开始覆盖，甚至重仓医脉通。根据国泰价值先

锋基金披露的二季报，这只A股价值主题基金已将医脉通列为第一大重仓股。

近期从中庚基金离职的丘栋荣也在二季报中阐释了红利资产获追捧后的风险问题。在他看来，高股息策略能获取高回报，大概率来自于其他因素的叠加，但投资者喜欢不断强化成功策略，偏好线性交易，而忽视实质风险的不断累积。事实上，周期、成长、资本供给或创新等变化，均可能会挑战高股息的稳定性。

“盈利风险肯定是首要的风险来源。能源、煤炭、石油这种传统能源，有比较强的盈利周期风险。”丘栋荣指出，红利资产估值处于相对高位，导致隐含回报率不足，而市场相对低位，机会成本更高。

嘉实基金基金经理谭丽已开始适度减持部分红利资产，主要是上游资源类，也是过去2年

灵活配置基金频繁择时 满仓空仓极致切换

证券时报记者 裴利瑞

今年以来，股票市场大幅波动，部分灵活配置型基金充分发挥了仓位要求宽松的择时优势，对投资组合中的权益和固收仓位进行了大幅切换，甚至出现“从空仓到满仓”“从满仓到空仓”的极致操作。

但从基金业绩来看，择时的贡献效果并不都是正向。有基金靠二季度的大幅减仓维持住了年内正收益，但也有基金在进行了“从满仓到空仓”的极致操作后，反而遭遇了超20%的下跌；与此同时，仓位大开大合的灵活配置型基金也正面临产品定位不清晰的质疑。

满仓空仓极致切换

证券时报记者发现，民生加银量化中国A、东兴蓝海财富A、国联安添鑫A、九泰久盛量化先锋A等多只灵活配置型基金，都在今年出现了股票仓位、持仓风格等多个维度的明显变化。

比如，民生加银量化中国A在今年二季度大幅加仓，实现了从“空仓到满仓”的极致切换。Wind数据显示，该基金在去年年末、今年一季度末的股票仓位均为零，但在今年二季度末，该基金股票仓位大幅提升至93.51%，主要加仓了青岛银行、交通银行、兴业银行等多只银行股。

相反，九泰久盛量化先锋A的股票仓位，则在今年二季度进行了从“满仓到空仓”的操作，该基金二季度末的股票仓位为零，但在一季度末时，该基金股票仓位一度高达92.6%，而且近8年时间一直把股票仓位保持在80%以上。

对于为什么会在今年二季度突然进行如此极致的操作，九泰久盛量化先锋A的基金经

理孟亚强解释，6月份之前本基金整体持仓中小盘成长股票，整体配置接近中证500指数，但6月份之后根据量化择时模型对市场谨慎的观点，本基金通过控制股票仓位的方式应对市场的变化。

类似地，国联安添鑫A也在今年二季度发生了从93.16%到0.06%的股票仓位变化，在此之前，该基金连续6个季度把股票仓位保持在90%以上。

也有基金更为灵活，在今年上半年进行了“过山车”般的仓位切换。Wind数据显示，东兴蓝海财富A在去年年末、今年一季度末、今年二季度末的股票仓位分别为90.85%、9.99%、84.30%，不仅股票仓位大幅波动，且持仓也经历了从能源工业到金融消费，又回到能源工业的切换。截至二季度末，该基金前三大重仓股分别为中国石化、唐山港、盘江股份，和一季度的凤凰传媒、中文传媒、工商银行等重仓股已经截然不同。

逆向择时或效果更好

那么，这些大幅度加减仓的灵活配置型基金择时效果如何？

Wind数据显示，今年二季度，全市场有15只灵活配置型基金的股票仓位变化超过了50个百分点，而在这15只基金中，有3只基金今年以来的业绩为正，4只基金年内跌幅小于10%，但也有3只灵活配置基金在大幅度调仓后仍然有超20%的跌幅。

特别是今年A股是在二季度5月下旬起震荡回调，在今年二季度大幅减仓的基金中，国联安添鑫A、长城久益灵活配置A分别在今年取得了0.25%、2.04%的正收益；但同样，在二季度大幅砍仓，且季末仓位已经降至为零的九

泰久盛量化先锋A，却在今年遭遇了21.73%的下跌，其中上半年的跌幅为11.5%，这意味着该基金或在三季度重新加仓，以致于三季度以来发生了超10%的跌幅。

但相反，同样是频繁择时，甚至在二季度大幅加仓的东兴蓝海财富A，则在今年收获了1.05%的正收益，一季度、二季度的涨跌幅分别为4.64%、-0.86%。

值得一提的是，该基金的基金经理司马义买提是东兴基金的固定收益部总经理，旗下基金业主要为债券基金或“固收+”基金。他在自己唯一一只灵活配置基金的二季报中表示，第二季度继续维持债券部分的持仓比例，在权益市场震荡回调阶段更加注重对择时的把握，根据行情演化情况利用择时动态调整权益仓位。

上述2只基金比较而言，东兴蓝海财富A或许更具逆向择时、左侧交易的特征。华西证券曾在一份关于基金择时的研究报告中指出，基金的交易模式与交易选股、波段择时收益有着强烈的线性关系，回看过去，左侧交易基金的择时收益都要高于右侧收益，而右侧交易基金的择时收益则明显较低。

但整体来看，上述几只基金的表现仍然很难总结出择时对基金收益的贡献规律。“对于大部分基金经理来说，都是优选股票最易，风格判断其次，而择时最难，特别是今年行业轮动过快，择时更难操作。”一位管理着灵活配置基金的基金经理在接受记者采访时表示。

产品定位不清晰

对于投资者来说，仓位大开大合的灵活配置型基金存在另一个问题——产品定位不清晰。灵活配置基金是混合型基金的二级分类，

涨幅最大的资产。她对此解释，红利资产经过持续上涨后，估值已经趋于合理，继续上涨需要商品价格上涨预期进一步强化，从投资性价比角度来看，吸引力已经有所下降。

盈利质量成选股关键

那么，在成长股和红利资产性价比出现重大变化之际，公募基金基金经理集中于高股息板块的核心仓位，将何去何从？

摩根士丹利基金缪东航认为，对于权益资产的投资，最终还需要回归行业和企业的基本面。与多年前不同，当下市场更多关注企业的利润情况，而不是企业的资本运作，A股与成熟市场的投资方法正在趋同。“例如，互联网行业天然具有规模效应和网络效应，公用事业通过特许经营将竞争对手排除在外，资源企业通过低价的采矿权获得持续的成本优势。企业家能力则在竞争较为充分的行业中更加重要，优秀的企业家能够洞悉行业的本质以及行业的发展趋势，从而制定正确的企业战略。”缪东航表示。

创金合信基金经理孙悦认为，目前市场经历大幅调整后，已经处于底部区域，投资者开始寻找新的投资机会。展望后市，估值的重要程度大幅提升，而盈利的稳健增长仍然重要。同时兼顾价值与成长，在估值保护的前提下，追求高质量的业绩增长，有可能是应对未来市场环境的一个有效策略。

孙悦认为，消费和医药板块在过去的市场环境，尤其在2019年—2020年，是被投资者当做典型的成长股来进行投资的，因此才有过去大幅上涨的行情。但从2021年年初到现在，这两个板块的成长逻辑在某种程度上被破坏了，因此这几年主要体现为估值消化的行情，消费和医药仍然是几个重要的投资板块之一，但价值属性会进一步提高，对估值的要求会更高，对业绩的可持续性也会有更高的要求。

不过，在高股息策略拥挤度增加之后，消费与医药是否会成为新的调仓目标，仍有分歧。诺安基金基金经理刘鑫认为，当前消费板块从基本面来看，仍处于相对有压力的阶段，经济基本面缺乏对消费板块的强力支撑。“相对偏必选的消费品目前无法实现量价两全，行业竞争明显加剧。在此背景下，消费板块仍然需要期待政策继续发力。国家层面已经持续推出设备更新、以旧换新政策，促进服务消费高质量发展意见，后续仍要观察政策落地效果。”刘鑫强调。



券商中国
(ID:quanshangcn)