

■ 权益产品系列报告二

指数产品发展再迎春天

□海通证券研究所金融产品研究中心 高道德 陈瑶

2002年第一只股票指数基金设立至今,国内指数化投资的趋势不断上升,加之养老金入市以及FOF的大力发展等,指数基金作为底层配置工具越来越受到投资者的重视。2018年A股市场调整,股票指数基金整体规模实现逆势增长,2019年A股市场逐步回暖,股票指数基金热度不减,仍是基金公司竞相布局的重点品种。我们认为,投资者对产品工具属性关注度正在不断提升,股票指数产品发展前景广阔。

国内股票ETF规模占比首破50%

细分来看,曾经火爆一时的分级基金在2015年上半年发展达到顶峰后规模持续大幅缩水,ETF取而代之,成为近2年市场新宠,推动股票指数基金规模大幅扩张。截至2019年6月30日,国内股票ETF基金(股票ETF和港股通通道下的港股ETF)规模合计4381.84亿元,占国内股票指数基金规模的比例首次突破50%,接近54%。

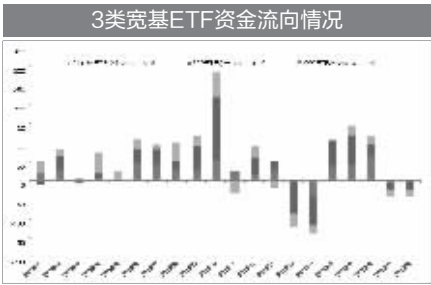
股票ETF发展如此之火爆,除了产品运作透明、费率相对较低、投资效率较高、投资策略较为丰富(可配合进行套利、衍生品交易等)等产品自身特点外,还有以下两方面原因:一是投资者的交易、配置需求;二是或受到新会计准则的影响,部分机构投资者调整资产结构,通过持有宽基ETF产品,结合对冲工具控制业绩波动。

这里有两个有趣的现象。

(1)机构“代言人”指引投资方向

我们按月统计了市场上3类主要的宽基股票ETF的资金流向情况,这3类ETF机构持仓占比高,可以反映机构投资者的操作思路。从图中可以看出,机构聪明的资金在2018年市场大幅下跌的过程中持续买入宽基ETF,2019年2、3月份市场反弹过程中获利了结;在2019年2季度市场震荡调整中,再次左侧买入,3季度上涨过程中卖出,兑现收益。整体上,机构资金偏向左侧操作,且收效较好。

行业ETF方面,由于机构投资者持仓并不像宽基ETF那么集中,甚至有些产品个人投资者占据主导地位。因此,仅选取其中机构占比比较

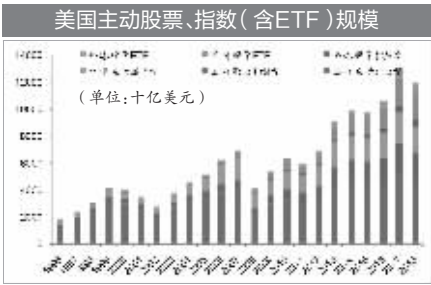
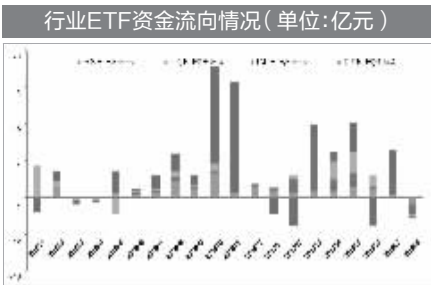


高的几类行业ETF,分析其近2年的资金流向情况,也存在一定的前瞻特质。需要指出的是,由于科技ETF、半导体ETF等近期成立的产品未披露最新持有人结构,并未纳入统计。

近年来市场波动加剧,风格轮动频繁,后市该投资何种风格是投资者关心的重点。这些机构占比比较高的ETF产品或许可以作为机构的“代言人”,为投资者投资指引方向。

(2)多数ETF获取正向超额收益

股票ETF在紧密跟踪相关标的指数,追求跟踪偏离度和跟踪误差最小化的同时,多数产品还能相对基准获得正向超额收益。根据最新一期《海通证券—基金超额收益排行榜(2019年9月3日)》数据显示,截至2019年8月31日,超八成股票ETF年内相对基准获得正向超额收益。且从中长期来看,近1年、3年、5年各有89.43%、86.52%和



资料来源:Wind,海通证券研究所

80%的股票ETF相对基准获得正向超额收益。

事实上,由于目前股票ETF主要跟踪的是股票价格指数,并不包含成份股分红,如果加上股票分红,股票ETF相对基准天然会获得一部分额外收益;除此之外,部分股票ETF还会通过打新、借券等方式增厚投资收益,力求覆盖投资者成本。

例如,今年以来科创板赚钱效应凸显,不少资金借道股票ETF参与科创板打新。相比其他权益基金,ETF产品运作透明、成本低廉,还不需要投资者缴纳惩罚性赎回费,投资者获利后能够快速兑现了结。统计数据显示,截至8月31日,共有29只科创板新股上市,有73只股票ETF参与了科创板打新。其中,以国泰中证军工ETF、国泰中证全指证券公司ETF和国泰上证180金融ETF3只产品中签科创板新股数量最多,分别为25、25和24只。

■ 权益产品系列报告三

主动权益基金具备长期超额收益能力

□海通证券研究所金融产品研究中心 高道德 陈瑶

在经历了2018年的低迷后,2019年A股市场迎来一大波上涨。截至2019年8月31日,沪深300、创业板指分别上涨26.20%、28.82%。市场回暖,令主动权益基金再度受到投资者关注。今年以来,有超过七成的主动权益基金相对基准获得正向超额收益,分析原因,白酒、猪/鸡概念、科技板块共同带动主动权益产品阶段收益领跑。

拉长周期来看,截至2019年8月31日,过去3年沪深300、创业板指涨跌幅分别为14.18%和-26.50%,而主动权益基金平均超额收益3.22%,其中,半数以上产品获得正向超额收益。

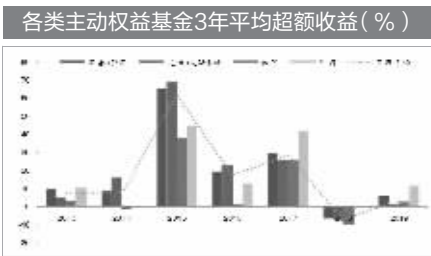
主动股票+强股混合表现较优

分析各细分类别主动权益基金长期超额收益表现情况。整体上,主动股票+强股混合长期超额收益表现相对较优。

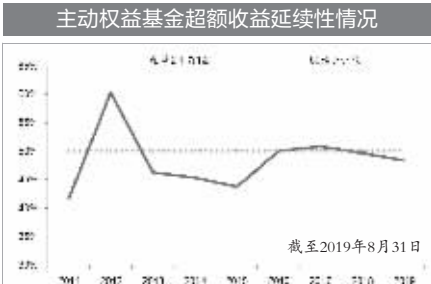
具体来看,一是2016-2018年期间,由于市场波动加剧、风格切换,导致期间主动股票+强股混合整体超额收益为负,除此之外,其余各期持有3年均能相对基准获得正向超额收益。二是主动股票+强股混合基金各期整体超额收益均跑赢股混基金平均水平。三是从获得正向超额收益的产品数量占比来看,同样除了2016年-2018年期间外,多数主动股票+强股混合基金持有3年能够相对基准获得正向超额收益。四是平衡混合型中获得正向超额收益的数量占比也较高,稳定性也较好,但由于其股票仓位上限偏低,业绩弹性偏弱。

超额收益表现存在波动性

然而,基金的超额收益和业绩表现一样,也存在较大波动性。我们剔除仓位的影响,选择股票仓位相对较高的主动股票和强股混合型2类产品,分别统计历史上连续2年超额收益排名均位居前1/2的产品数量占比,发现这一比例整体



注:数据截至2019年8月31日

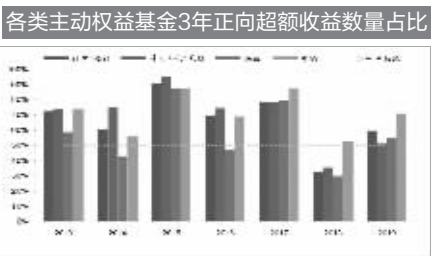


注:样本只包括主动股票开放型和强股混合型。

在50%上下浮动。进一步,连续2年超额收益排名均位居前1/3的产品数量占比在33%上下浮动。事实上,在剔除契约影响之后,基金超额收益表现同样受到短期市场趋势、风格以及基金经理变更等一系列因素影响,存在不确定性。

那么问题来了,广大投资者该如何挑选主动权益产品?

在上一篇报告中,曾提到股票ETF作为机构“代言人”,在一定程度上可以为投资者指引方向。在主动管理的权益产品中,机构聪明的资



资料来源:Wind,海通证券研究所



资料来源:Wind,海通证券研究所

金又在关注哪些产品呢?

机构青睐工具属性高产品

海通证券研究所金融产品研究中心自2018年2季度开始推出《公募基金的工具属性评级一览》系列评级报告,每季度更新评级结果,旨在从跟踪误差、信息比率、相对基准的最大回撤率、基金经理稳定性等多个方面对基金进行综合评价,力求能够更加准确的分析公募基金的风险和获取超额收益能力,为投资者提供更加

因此,不管出于何种原因配置股票ETF,在紧密跟踪指数的同时,还能额外获得超额收益,着实是个不错的选择。

截至2019年6月30日,国内股票指数基金中规模靠前的除了股票ETF和部分ETF联接基金(无法在二级市场购买ETF的投资者通过银行渠道申购ETF联接基金)外,还有部分增强股票指数型基金和一些细分领域的,如军工、国企改革、白酒等,复制股票指数基金。前者在对标的指数进行有效跟踪的基础上,力争实现稳定的超越指数的投资收益;后者则是由于其明确细化的投资方向,成为投资者重要的配置工具,特别是那些结构分化较大的行业、方向下具体细分领域的指数产品,指向明确,工具属性强,受到投资者关注。

指数产品发展前景广阔

纵观发达的美国基金市场,经过多年的发展,呈现出指数化的发展趋势。根据ICI最新数据显示,截至2018年末,美国主动股票型基金的主导地位,在2018年首次被打破,形成与股票指数型基金(含ETF)二分天下的格局。

分析原因,一是美国市场长期牛市助推指数基金保持业绩领先;二是指数基金具备一系列优势,包括纪律性投资以及低廉的费用;三是401K引入长期资金,投顾主导产品销售,从而使得基金销售方以及基金投资方利益一致。

当前,我国正处于养老金等长期资金入市的十字路口。从需求端来看,监管积极推进、完善养老金制度,引导长期配置资金入市,指数基金的投资和配置需求十分迫切;从供给端来看,指数基金投资跟踪标的还有进一步丰富、完善的空间。从操作层面来看,相比于投资主动管理基金需要投入大量精力,进行全面深入的研究,指数化投资规避了这些繁琐、专业的流程,将基金投资简化为对市场、板块涨跌的判断,大大降低了投资研究成本。综上,我们认为,未来中国股票指数产品发展前景广阔。

风险提示:本报告仅基于客观数据分析,不构成任何投资建议。

高效的研究支持,方便筛选投资。

数据显示,机构投资者更加青睐工具属性高的基金。以主动股票开放型以及强股混合型基金为例,获得五星评级的基金在2019年年中机构投资者持仓占比平均为43.68%,而一星级基金的平均机构投资者占比仅为12.92%,两者相差超30个百分点。这也说明很多机构投资者已经开始关注风格稳定、超额收益稳定的基金。

历史的表现不代表未来。这些机构青睐的工具属性评级高的产品,在之后一段相对较长的时间内超额收益表现是否依旧较好?是否能有较强的延续性?

为了有充分的业绩验证时间,以2018年2季度工具属性结果为例进行对比分析。可以看到,一是各星级基金在未来一年(2018年7月1日-2019年6月30日)的超额收益平均排名分位点整体呈现逐级提升的趋势(分位点越大,超额收益越高);二是从变动来看,5星级基金在前后2期超额收益平均排名分位点几乎保持稳定,而其他星级产品的表现出现一定波动。三是统计各个星级中连续2年超额收益排名均位居前1/2的基金数量占比,可以看到,5星级基金这一比重超过55%,而1星级产品的比重仅为14.18%。

整体上,中国的主动权益基金具备获取长期超额收益的能力,但短期存在波动,且伴随行业发展,产品数量不断增多,投资者选择的难度提升。聪明的机构资金开始关注一些风格鲜明、超额收益稳定的基金。海通证券金融产品研究中心推出的工具属性评价,重点关注基金与业绩比较基准之间的差异,正好能够为投资者提供这样一份“言行一致”的投资名单,助力投资者配置主动权益产品,获得超额回报。

风险提示:本报告基于基金历史数据进行的客观分析点评,不构成任何投资建议。