

## 三季度券商ETF吸金能力强

□本报记者 张舒琳 王宇露

今年下半年以来,A股市场持续震荡调整,但三季度A股ETF逾九成上涨,总成交额为18697.19亿元。按区间成交均价估算,三季度A股ETF市场整体呈净流入。基金人士认为,展望四季度,经济复苏将成为A股增长的核心驱动,建议关注顺周期成长股。

### 资金流向券商和半导体ETF

三季度以来,窄基指数ETF整体呈资金净流入状态,其中,券商ETF和半导体ETF是主要吸金板块,龙头券商ETF吸金更是超过百亿元。Wind数据显示,以区间成交均价估算,国泰中证全指证券公司ETF净流入112.96亿元,华宝中证全指证券公司ETF净流入54.79亿元。不过,建信中证全指证券公司ETF净流出23.07亿元。

半导体ETF也吸引大量资金流入。以区间成交价估算,华夏国证半导体芯片ETF净流入89.05亿元,国泰中证军工ETF净流入44.10亿元,华宝中证电子50ETF净流入35.48亿元,国联安中证全指半导体产品与设备ETF净流入31.86亿元,鹏华国证半导体芯片ETF净流入4.71亿元。不过,广发国证半导体芯片ETF净流出6.24亿元。

宽基指数ETF整体呈净流出,以区间成交价估算,南方中证500ETF净流出39.91亿元,华夏沪深300ETF净流出31.75亿元,易方达创业板ETF净流出22.07亿元,工银瑞信中证800ETF净流出18.73亿元,广发沪深300ETF、工银瑞信上证50ETF、平安沪深300ETF分别净流出17.25亿元、15.95亿元、15.51亿元。

### 关注顺周期成长股

星石投资认为,A股核心驱动因素正“交棒”给中国经济复苏,建议超配周期、消费类别中的顺周期成长股。当前的宏观环境显示,经济复苏的确定性较高。一方面,全球货币宽松的持续时间有望超预期,国内政策逐步从宽货币过渡到宽信用,结构性宽松仍将延续;另一方面,国内经济恢复持续超预期,企业盈利也在加快回升。基本面修复带来的上市公司业绩改善,将会成为接下来一段时期的主要驱动力。因此,看好业绩不断改善的顺周期成长股。具体到投资策略,建议重点关注有色金属、高端装备、可选消费和交通运输等细分行业。

相聚资本认为,四季度市场整体风险不大,但也很难出现全面的持续性上涨,在投资上应该更关注优质公司,寻找盈利质量高、真正有增长的公司。目前,国内经济复苏和疫情控制都处于较好局面,市场在阶段性调整后情绪也已回落至较低位置,市场估值有所回落,国内经济基本面风险不大。不过,还需要留意海外市场不确定性,海外股市存二次探底的风险。当前经济受到全球贸易方面的扰动,会对投资者情绪、资金流动等带来一定负面影响。四季度,随着不确定性因素逐渐消除,市场最终会跟随经济基本面出现结构性机会,可把握盈利处于上升阶段的优质个股。

## ■一周基金业绩

### 股基净值上涨3.82%

□恒天财富

节前A股市场震荡调整,节后首日迎来开门红。整体看,近4个交易日上证综指上涨1.64%,深证成指上涨3.71%,创业板指上涨5.22%。从申万行业看,多数行业板块收涨,其中,电气设备领涨,涨幅达9.60%,电子、国防军工涨幅靠前。在此背景下,股票型基金净值加权平均上涨3.82%,纳入统计的512只产品中有510只产品净值上涨。指数型基金净值加权平均上涨2.67%,纳入统计的1175只产品中有1142只产品净值上涨,占比超九成。混合型基金净值加权平均上涨2.86%,纳入统计的4133只产品中有4049只产品净值上涨,占比超九成。QDII基金净值上周加权平均上涨1.58%,投资港股的QDII周内领涨,纳入统计的293只产品中有231只产品净值上涨,占比近八成。

公开市场方面,有9600亿元逆回购到期,央行通过逆回购投放2100亿元,全口径看,净回笼资金7500亿元,资金面受跨季影响有所趋紧,隔夜Shibor利率节前升高到2.36%,节后小幅下降至2.04%。在此背景下,债券型基金净值加权平均上涨0.18%,纳入统计的3523只产品中有3159只产品净值上涨,占比近九成。短期理财债基收益优于货币基金,最近7日平均年化收益分别为2.59%、2.19%。

在股票型基金方面,华夏港股通精选以周净值上涨12.14%居首。指数型基金方面,工银瑞信中证新能源表现最佳,净值上涨10.72%。混合型基金方面,华夏新趋势C净值上涨19.96%,表现最佳。债券型基金方面,南方希元可转债以6.00%的涨幅位居第一。QDII基金中,广发全球精选美元现汇博取第一位,产品净值上涨5.18%。

# 上行不易下亦难 基金配置须稳健

□上海证券基金评价研究中心

9月A股市场热情下降,股指回调明显,并体现两大趋势:一是成交量下行,回归常态;二是蓝筹价值股表现出明显的抗跌性。商品期货市场持续回落,结构性差异依然存在,有色金属、油气相关商品对市场拖累较大,而农副产品止跌回升;债券市场低位企稳。整体来看,市场行情基本符合预期。

基金市场相对A股市场及债券市场表现出更强的抗跌性。9月中国股基指数约下跌3.68%,中国混基指数下跌3.36%,中国债基指数上涨0.05%。

### 关注四方面因素

四季度国内经济大概率将保持稳步复苏,基本面向好有利于权益资产定价,但央行货币政策边际收紧的预期依然存在,估值偏好将更注重盈利兑现,短期内将对权益资产形成一定压制。在短期有顶、中长期有底的大环境下,市场风格将持续表现出一定程度的纠结。在配置权益资产时,仍应警惕波动风险,保证一定流动性,等待结构性配置机会。未来关注以下四个方面因素:

第一,国内经济稳步复苏,将对权益市场起到支撑作用。今年初,国内经济受外部环境及疫情双重影响,需求下降,导致工业产成品库存同比异常上升,企业利润下滑,经济快速下行。但在国内财政及货币政策有力支持下,截至8月,国有企业经营数据连续三个月优于去年同期。整体看,国内需求回升提速,经济正行驶在健康的复苏轨道上,上市公司营业额、利润率将持续提升,对权益市场起到支撑作用。

第二,M1-M2剪刀差缩小,宽信用叠加“精准滴灌”的模式,流动性大概率边际收紧,较难对权益市场估值进一步扩张提供支持。

第三,成交量回归常态,部分行业估值较高,A股更注重业绩兑现。蓝筹股以及行业龙头仍是短期配置首选。

第四,股债收益比处于历史中位数,叠加海外资本增持,国内债券市场短期仍具投资性价比,但从利率周期看,利率债估值仍有下行空间。

□平安证券研究所 贾志 赵悦

自2019年以来,主动权益类基金的规模从15969.61亿元增长到28936.20亿元。同时,基金公司旗下明星基金经理的吸金效应也较为明显,目前管理规模超过50亿元的基金经理达到了155位,其中超过100亿元的也高达72位。

业内普遍认为,随着管理规模的扩大,基金的复杂度也会相应地提高,因此业绩的持续性也越来越难。经统计,在近5年中,当主动权益基金或基金经理的管理规模大幅增长后,仅有24.63%的基金或27.98%的基金经理接下来的业绩会有所提升。探寻主动权益类基金和基金经理的最佳管理规模,对基金经理、基金公司和市场而言都是非常重要的。

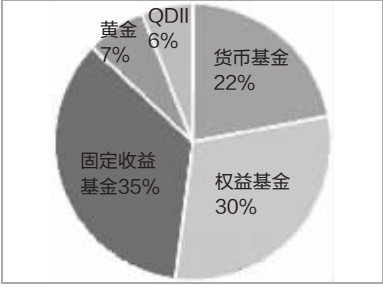
在探索最优规模时,我们主要分为三个步骤:数据筛选、初步探究与通过模型细致定位。

在数据准备方面,我们采用前报告期规模与本报告期业绩来进行研究,选取了2015年1月1日至2019年12月31日共5年的规模数据,以及2015年7月1日至2020年6月30日共5年的业绩数据。主动权益类基金包括普通股票型、偏股混合型、灵活配置型和平衡混合型基金,为了充分研究主动权益基金中股票资产所带来的影响,我们剔除了平衡混合型基金和平均仓位小于60%的灵活配置型基金。同时,考虑到新成立基金存在建仓期,剔除当期成立的基金

### 积极型投资者配置比例



### 平衡型投资者配置比例



### 大类资产配置建议

资产配置是理性长期投资者的必备武器,多元化配置在任何时候也不过时。对于普通投资者而言,以平衡的多元配置结构应对多变的未来不失为上策,但合格投资者或更应该在确保风险得到有效控制的前提下,以更加积极的方式参与市场投资,当然,投资节奏是关键,任何孤注一掷的行为都值得警惕。短期内,固收品种可降低组合波动,黄金作为抗通胀、避险的工具可作为分散风险的配置。长期看,权益品种整体仍优于固收品种,国内权益品种优于大部分海外权益品种。

### 权益基金： 高配稳健型产品

注重风险控制,高配性价比高、抗跌性强的稳健型产品,适当增加量化对冲品种比重,等待成长弹性高的科技、消费等主题

基金配置机会。

当前,投资者风险偏好下降显著,部分板块估值仍然较高,市场结构分化仍将扩大。上有顶的行情下,短期下行风险依然较大,配置上关注:第一,回撤控制力强、性价比高的稳健型产品,基金具体仓位上偏向周期股、蓝筹股,或景气向上的板块,如原材料、国防军工、金融地产、商业贸易、农业等板块。第二,适当借助量化对冲产品捕获市场中的阿尔法收益,规避市场系统性风险。第三,控制高弹性成长产品仓位,等待创新科技、消费等主题基金配置机会。

### 固定收益基金： 利率债估值有望获支撑

在股债跷跷板下,债券价格短期有望走稳,可适当提高利率债、中高等级信用债及“固收+”基金配置比例。

权益资产震荡中枢上升,国内利率债估值短期有望得到支撑,但收益率上升仍是中长期趋势。目前,部分可转债正股溢价率较高,在权益市场震荡背景下,风险提升,配置吸引力相对较低。利率债收益率上行,但在宽信用、降融资成本政策下,公司债、企业债发行利率小幅下降,信用利差收窄,信用估值相对稳定。短期投资方向上,可适当提高短久期利率债、中高等级信用债及“固收+”基金配置比例。

### QDII基金： 关注黄金及港股配置机会

海外风险因素增加,经济恢复缓慢,应严格控制海外权益及原油产品仓位,关注黄金、港股QDII配置机会。

海外疫情二次暴发风险上升,海外权益市场震荡或将加大,仍需警惕估值风险,严格控制海外权益类QDII产品配置比重。国内经济基本面持续改善,AH股估值差距持续拉大,港股QDII积蓄上升势能。在当前国际环境下,黄金等贵金属仍具有一定避险价值。需求回升疲弱,有迹象显示石油库存继续攀升,但OPEC+减产喜忧参半,原油商品QDII产品仍未遇到拐点,配置时应注意移仓成本对整体收益的影响。

# 主动权益基金并非越大越好

并于下一期再纳入计算。另外,也剔除了存在清盘风险的基金(规模在5000万元以下)。经过合理的数据筛选,可以为接下来的分析打好基础。

接下来,我们以半年度为周期进行初步的探究。首先将基金经理管理的总规模从大到小排序,根据数量平均划分为10组,并计算每组的平均规模和平均收益率。然后根据每组基金经理平均收益率所处的排名分位点进行打分,分数越高,则表明该组基金经理的平均收益率排名越靠前。最后,我们将规模与分数画图并观察,便可大致确定规模与业绩关系曲线的特征、业绩最高点所在组别,以及该组别的规模范围。

最后,为了更精确地定位出最佳规模的位置,我们采用门限回归模型来量化研究。通过初探中了解到的曲线特征,如果我们知道两个变量之间存在非线性关系,但是在每个阶段都是线性的,那么这样的模型便称为门限模型。门限回归模型可以敏锐地检查出趋势的拐点,然后再通过p值检验来判断是否具有统计学意义。通过对近5年的主动权益基金的规模和业绩计算,得出的最佳规模参考值,基金产品是50亿元,基金经理是100亿元。

影响基金经理业绩的因素不仅只有基金的管理规模,很多其他的因素都会影响到基金产品的业绩。因此,我们进一步引入了控制变量。在国内外现有的相关研究中,控制变量普遍仅考虑了基金的相关费率(管理费、托管费和销售服务费)。这里,我

们对模型进行了优化,选取了五个具有代表性的因子:基金经理从业年限、持股集中度、换手率、行业集中度和机构投资者占比。另外,我们还根据基金风格和行业偏好,对基金规模进行了进一步的划分。这对不同风格和主题的基金及基金经理而言,都具有重要的研究意义。其中,风格根据市值属性和风格属性,分别划分为大盘基金和中小盘基金,价值平衡型基金和成长型基金;行业方面则根据Wind一级行业共划分为11个类别。

经过进一步的量化计算,我们将近5年主动权益基金和基金经理的规模每20亿元划分为一组,分别计算每组收益率的排名分位点,并计算最佳规模所在组别的胜率,我们可以分别得到主动权益基金和基金经理在不同风格和行业下的最佳规模水平,将研究结果进一步细化。

事实上,我们所得到的最佳规模数值仅为当下的平均水平。基金经理和基金公司可通过多种方法来提升最佳规模的上限:第一,调整基金投资风格或者调整投资行业,增加基金产品容量;第二,采取多基金经理制,分工合作,提高基金产品规模容量;第三,完善内部投研体系,全行业覆盖,为基金经理提供强大的投研支持;第四,基金经理也在不断的自我提升,扩大能力范围。

主动权益基金的最佳规模是一个参考值,随着市场的变化,我们得到的结论也会有所变化。但是,规模与业绩之间的矛盾是客观存在的,是具有持续研究意义的课题。