

大胆创新还是“病急乱投医”

幻方杀入赛道投资陷泥沼 量化巨头押注行业引争议

● 本报记者 王宇露

1 出师不利

巨头量化赛道投资深陷泥沼

聚焦医疗、新能源、信息技术、原材料四大热门行业，并以“研究精选”之名，很难想象，这样的几只基金竟然是量化产品。

2022年7月，幻方量化备案成立四只跟踪行业指数的私募基金产品，幻方中证医药指数增强研究精选1号私募证券投资基金、幻方中证信息指数增强研究精选1号私募证券投资基金、幻方中证新材料指数增强研究精选1号私募证券投资基金、幻方中证新能源指数增强研究精选1号私募证券投资基金和幻方中证全指材料指数增强研究精选1号私募证券投资基金。

从以“茅指数”为代表的核心资产行情告一段落，医疗、新能源、信息技术、原材料就成为机构投资者竞相挖掘的核心赛道。不过，赛道投资多为主动投资所采纳。近几年来，量化私募在国内迅猛发展，跟踪宽基指数的增产品以中证500指数增强为主，辅以部分跟踪沪深300、中证1000的产品，成为量化私募“大杀四方”的利器。而聚焦单一行业，发行行业指数增强产品，在国内量化私募中实属罕见。从海外市场情况看，美股最优秀的行业主要包括消费、生物医药、科技，长期收益跑赢大盘。对于有行业投资需求的投资者来说，大部分会选择被动投资的指数ETF作为配置工具，赛道型的量化增产品并非主流。

在海外市场，虽然会有行业指数增强产品，但相对于宽基指数增强产品，前者的市场规模要小得多。龙旗董事长朱晓康介绍，其曾经任职的贝莱

德资管公司过往就没有独立的行业增产品。在运行的子模型中，曾经配置过小部分策略来运行行业增，但因实际效果不佳，没有持续运作。

既然并非主流产品形式，幻方量化此举的原因何在？对此，幻方并未作出回应，只透露这类基金并非是对外部投资人发行的。业内人士认为，满足投资人定制需求和“另辟蹊径”差异化布局，或为这类产品出现的主因。此外，私募量化宽基指增领域竞争不断加剧，产品同质化严重，而成立行业增产品，可能是在业务布局方面寻求创新突破，尝试利用新投资策略挖掘超额收益。

然而，半年过去，这批量化赛道型产品业绩表现难尽如人意。2022年下半年，四只产品收益率分别为-10.71%、-9.93%、-23.63%和-12.45%，不仅全部亏损，且半数跑输同期行业指数。与此同时，2022年下半年，幻方量化旗下的宽基指数增强产品，包括聚焦中证500指数、中证1000指数等多只产品，均取得了不错的超额收益。例如一只聚焦中证1000指数的量化多策略产品，在2022年下半年取得了2.42%的收益率，对比同期指数，超额收益率达12.61%。

最新净值数据显示，截至2月3日，上述四只产品仍有半数处于亏损状态，半数跑输对标指数，其中幻方中证新材料指数增强研究精选1号私募证券投资基金依然面临17.43%的大幅亏损。

当昔日赛道投资方式备受煎熬之际，头部量化私募幻方量化却杀入其中，如今深陷业绩泥沼，赛道型量化产品更是引来争议声一片。

量化投资素来对流动性要求严格，池子越大越容易跑出超额收益，而聚焦范围缩小到细分行业，操作难以“大展拳脚”。幻方量化去年7月成立四只跟踪行业指数产品，分别涉及医疗、信息技术、新能源、原材料四大热门赛道。这在以聚焦宽基指数为主的量化投资领域实属罕见。半年多过去，这批赛道型量化产品业绩难尽如人意。最新数据显示，截至2月3日，四只产品成立以来收益率分别为-2.34%、0.07%、-17.43%、1.21%，不仅存在亏损情况，且半数跑输同期行业指数。

2020年以来，国内量化投资飞速发展，不仅行业整体管理规模大幅增加，头部私募更是大举扩张。但策略同质化严重给行业带来前所未有的挑战，从2021年9月起，国内量化私募产品净值普遍出现大幅回撤，幻方等头部私募旗下部分产品净值一度回撤超20%。

对于深陷“规模魔咒”的头部量化私募来说，进军赛道投资究竟是正确的突围方向，还是“病急乱投医”？究竟是大胆创新，还是“押注式”赌博……

3 择时偏差

“押注赛道”踩在行业高点

细看幻方量化发行此类产品的时点——2022年7月正值上证指数二季度反弹高点，尤其是新能源赛道，随后行业指数多处于下行状态，高点建仓一定程度上导致策略负收益的产生。

“幻方此举分明是‘押注赛道’，又择时不利。”一位量化人士表示，“行业指数增强的一大问题是，行业指数跑得越好，代表这个行业的风格越接近尾声，这时越不应该让投资人在风格高点继续投资。”

从2021年春节后白酒等消费板块持续调整，到2022年春节前后新能源、医药等概念股风光不再，赛道投资的“轮盘”飞快转动，重复上演相似剧情。风险显而易见，机构为何“偏向虎山行”？“相比宽基指数增强产品，行业增产品持仓相对集中，如果乘上某个高景气度赛道、行业或主题的东风，或许会取得理想收益。但是，这非常考验管理人准确把握行业热点、踩准入场时机的能力。”一家百亿量化私募投资经理说。

2021年，幻方业绩出现大幅回撤。幻方对此反思：“近期业绩波动，一部分来源于长周期上的持股波动。就目前情况而言，我们人工反复检视了AI的投资决策，我们认为AI选出来的股票从长期价值来说基本上是没问题的，但在买卖时点上确实没做好。市场风格剧烈切换的时候，AI会倾向于冒更大的风险博取

更多收益，这进一步加大了回撤。”从量化赛道型产品推出时点来看，此次幻方在择时方面仍然没有做好。

刘治星认为，择时本身就是一种增强收益方式，这对管理人的投研实力提出了更高要求。行业轮动受政策影响更大，导致行业周期比指数周期更长，对于投资者而言很难像宽基指增投资一样逢低布局。

事实上，在常见的量化宽基指增产品中，很少见到择时的身影，满仓才是常态。而择时和仓位调整，恰恰是主观投资的优势所在。多位量化投资人士认为，在行业主题基金投资中，主观投资相比量化投资具备更多优势。

在业内人士看来，“广度”是量化投资的优势所在，一旦限定在细分行业内，量化的优势就会被削弱；而深挖行业，聚焦个股基本面，相对来说，公募和主观投资私募更擅长。主观投资可以对研究深入的部分个股进行集中持股，获取高额回报；一旦市场风向转变，主观投资的灵活性也使得调仓换股更便利。

朱晓康表示，量化投资是以广度换深度，依据的是大数定律，聚焦单一行业后，可能在行业特殊数据的运用上有优势，但因深度不足，量化的广度优势被削弱。另外，行业指增持股集中，权重股占比大，风格偏离也会比较严重，难以做到高流动性和分散性。

4 遭遇“魔咒”

病急应忌乱投医

由于过往投资业绩良好、低波动等优势，近几年来，国内量化投资实现了高速发展。根据中信证券研究部估算，目前这一规模已突破1.5万亿元。量化投资已进入大众视野，成为机构和私人投资者资产配置主流策略中的一部分。

在此背景下，一些绩优量化私募发行产品，常常被“一扫而空”，甚至需要投资者抢额度。近几年，不少量化私募从被市场知悉到突破百亿规模，仅用两三年时间，较前期主观策略私募的进程大幅缩短，更有头部量化私募规模一度突破千亿元。第三方平台数据显示，当前百亿量化私募数量已达30家。

然而，行业规模迅速扩张，策略同质化严重，加大了整体操作难度，给行业带来前所未有的挑战。从2021年9月起，国内量化私募产品净值普遍遭遇大幅回撤，其中，幻方等头部私募的业绩压力更为显著，一些产品净值回撤幅度超过20%。

2021年12月27日，幻方量化一位高管因业绩回撤在朋友圈向投资人致歉。次日晚间，幻方量化发布的《关于幻方近期业绩的说明》表示，最近业绩回撤达到历史最大值，对此深感愧疚。2021年幻方大部分投资者的收益依然为正，但相对指数涨幅来说，这个收益是不及格的。另外，部分客户尤其是对冲客户遭受了浮亏，对此，幻方感到非常抱歉。

多位业内人士表示，2020年以来规模大幅扩张是幻方等头部量化私募业绩滑坡的主因。随后，头部量化私募纷纷对旗下部分系列产品封盘，控制申购规模。幻方市场总监更是在渠道群主动劝投资者赎回，引发市场关注。

一直以来，规模与业绩的矛盾都是投资领域关注的焦点，量化私募更是深谙其中道理。“量化策略很容易发生趋同。在这样的规模下，部分头部量化私募的策略、算法已经跑不动了，更别提还要有8%至10%的收益率。”业内人士称，头部量化私募或许正深陷“规模魔咒”。

如果说2020年之前，量化机构之间进行的是在较小规模之下的竞争，大部分机构的管理规模在100亿元以下，当时行业需要考虑的是

如何在小规模体系下提高收益率，那么最近两三年，量化行业经历了规模迅速扩张的阶段后，摆在大家面前的共同挑战是，如何基于更大的资管规模去打造更长期、更稳健、信息来源更加丰富多元、策略能够持续迭代的资管能力。如何丰富产品形式，也成为机构绞尽脑汁破解的问题。

幻方杀入赛道投资，发行量化行业指数增强产品，或许试图以此打破“僵局”。然而正如前述多位业内人士分析，量化投资的基因天生决定其与赛道投资难以适配，这样的突围方式真的合理吗？

“这或许就是‘病急乱投医’。”前述量化私募合伙人表示，“量化管理人只有在本身投研能力得到市场验证、宽基指数增强能做出稳定且强的超额收益情况下，才有可能把更难做好的行业指数增强策略做好。如果管理人本身做宽基指数增强的超额收益稳定性和强度均在行业中排不到前20%，而单纯希望通过发行不同行业基准的指数增强产品来赌某一行业的爆发，借以吸引投资人，这种方式的底层逻辑是有很大问题的，是在拿投资人的资金赌风格。”

中国证券报记者调研多家头部量化私募，他们均表示暂未有开发行业增产品计划。

“量化产品之所以以宽基指增的形式广泛存在，是因为量化投资这一事物在国内最先出现时，市场基础不足，为了让投资者清晰衡量其优势，所以选择对标宽基指数，以获得更直观的比较结果。随着量化投资逐渐被市场认可，全市场选股已成为未来的方向，策略容量更大，更有利于获取超额收益。行业指增就是一种‘偏科’，风险更高，我们不会考虑布局。”一家头部量化私募销售总监说。

当下量化行业已形成新的竞争格局，谁对新技术的应用能力更强，谁对数据的挖掘程度更深，谁能够更好地吸引人才，谁能够让整个团队的组织和文化更加富有弹性和活力，未来才可能有更强的业绩持续性。“如果不直面问题，‘病急乱投医’，方向错了，反而可能会加重问题。”前述量化私募合伙人说。

不过，也有人赞同这样的探索。刘治星表示，发力量化行业指增产品，对于投资者来说其实是多了一种选择，策略的研究、行业的选择、产品的设计，每一步目的都很明确，不影响现有的产品及策略，投资者也会一目了然，这其实是好事。量化参与更多的投资形式，也为财富管理提供了更多选择。此外，相对于宽基指数，特定行业没那么拥挤，如果风格控制得当，理论上有很大的alpha收益空间。行业指增研究成果同样对宽基指增有帮助。

尽管幻方此举处于争议中，但也给行业带来一些启示。“长期来看，如果量化私募管理人能综合评价投资和基本面投资上的优势，会更有发展潜力。”前述百亿量化私募投资经理说。

2 争议四起

量化赛道投资是否缘木求鱼

相对于主动投资，量化投资往往喜欢体量更大的市场，对交易量、流动性、投资标的分散性要求更高。聚焦于行业指数，看起来与量化投资所需的基础数据量少，风格集中，做增强要比分股数量少的“有利可图”？幻方的这四只产品又为何半数跑输基准指数？

“行业指数增强产品选股范围有限，导致超额波动变大，短周期内跑赢指数的概率降低。”聚宽投资相关人士说。有业内人士分析，行业指增和宽基指增最大的区别在于，行业指增由于成分股数量少，风格集中，做增强要比宽基指增难度大：一方面，行业成分股权重分布集中，alpha选股优势不突出；另一方面，细分行业交易量显著下降，导致量化基金在倚重的量价因子方面发挥不佳。

朱晓康介绍，宽基指增产品会按照全行业股票的横截面排序进行打分选股，信号预测的周期偏短，侧重的是中短期交易型机会的获取；行业指增则看重行业的确定性及各股的深挖，其研究偏重成长性和价值投资，本质逻辑不同，超额收益获取的维度也不同。一方面，行业指数选股维窄，持仓权重股较为集中，与传统的量化选股适配不佳；另一方面，与公募及主观多头私募相比，量化私募管理人的行业深挖能力、个股研究能力仍有差距。

一位量化投资专家介绍，凭借量化策略做超额收益时，指数的风格分布是求解的重要条件，一个指数的风格分布越分散，求解的条件越宽松，量化策略越容易跑出相对该指数的超额收益。而行业指数风格较为单一，导致量化策略在因子、策略预测力不变的情况下，做出超额收益的难度远大于聚焦中证500、中证1000等宽基指数。

“行业指数因为股票数量少，风格不分散，整体流动性低，因此在做行业指数增强产品时，很难做出有效的、稳定的超额收益，而且策略容量有限，市场需求较弱，因此往往不会有针对性的投资投入，不易进入良性

循环。”北京一家大型量化私募合伙人表示。

一位深圳的量化私募研究员称，对于以做量价、高频为主的量化私募来说，其持仓数量至少要达到1000只至2000只股票，而一个细分行业的指数前十大持仓可能就会占据50%的仓位，因此行业指增并不适合这一类高频量价策略。但对于换手率低、持股集中的中低频量化私募来说，或许可以尝试。

不过，有人认为“存在即合理”。上海概率投资创始合伙人、副总经理刘治星发现，通过对过去几年各大宽基指数的波动归因分析，某些特定行业业绩贡献占比极大，行业指增的形式迎合投资者对于宏观和市场的判断，相关产品适应多样化的投资需求。此外，对于明显低估值的行业，盈利和持续增长的可能性较大，因此部分基金管理人会有动力进行此方面的探索。朱晓康认为，行业指增产品弥补了量化私募无行业和赛道特色的短板。

近年来，私募量化宽基指增领域竞争不断加剧，产品同质化严重，而成立行业指增产品，是在业务布局方面进行产品创新，尝试利用新投资策略挖掘超额收益。当前，行业主题基金的市场份额主要被公募所占据，私募基金布局较少。推出行业指数增强产品，意味着量化私募机构有机会抢占这一方向的市场份额，投研实力强的基金管理人会将行业指增产品作为突破口，有动力加速布局。

