

创新还是噱头

量化私募花式营销“指增ETF”

受市场资金偏好不断向大市值品种偏移等因素影响，今年以来A股市场小市值品种明显承压，相关指数整体表现弱势，“失血特征”明显。1月至2月初，头部量化私募指增策略出现“集体性翻车”，当前资金端对于小市值指增策略的“风险厌恶”程度持续升温，渠道端的发行以及认购较为疲软。

中国证券报记者获悉，近期多家一线私募纷纷下场推介“小市值指增ETF”品种。日前，上海百亿级私募思颢投资推出“不收业绩报酬”的小市值指增股票精选策略，其目的是提供小市值指数增强的ETF投资工具。据了解，上海已有不止一家量化私募跟随市场结构性热点，酝酿推出“中证红利指增ETF”品种。量化私募打破费率常规，在“指增ETF”品种上进行布局，究竟是噱头，还是投资配置的良性创新？

● 本报记者 王辉

不收业绩报酬

中国证券报记者日前获悉，今年以来在头部量化机构中业绩表现相对居前的思颢投资，近期重点推介其“免业绩报酬”的小市值量化精选策略产品线。从渠道方获得的相关产品资料显示，该策略对标指数基准为Wind小市值指数，产品单只个股持仓最大权重不高于2%，持股数量在100只至120只之间，并全部选取对标指数的成分股。产品设定的净值预警线为0.7元，但不设置止损线。该量化指增产品选取的成分股市值约束为20亿元至100亿元之间，策略的股票仓位则设定为90%至100%，并以一定周期进行轮换。值得注意的是，从费率结构来看，该产品无认购费、赎回费，管理费为1.8%，并打破私募产品常规，不收取业绩报酬。

思颢投资相关负责人回应说：“市场上长期存在投资者看好某一板块、主题、概念机会的配置需求，公司推出相关产品线，旨在发挥量化管理人选股能力上的优势，为投资者提供低费率、个性化投资风格的配置工具。”此外，该负责人还透露，小市值股票精选策略是该机构这一创新系列的“首发”，关于偏大市值风格的“中证红利精选、偏全市场风格的中证全指精选等策略产品目前也在筹备中。

业内人士表示，对比公募普通股票型ETF普遍位于0.1%至0.5%的管理费率区间，以及主动增强型ETF1%至1.2%的主流管理费率标准，上述私募的“小市值指增ETF”的管理费仍相对偏高。但从业绩对比角度看，近几年头部量化私募动辄两位数乃至20%、30%的平均年化超额收益（指跑赢对标股指的收益），显然会有更强的吸引力。而相对于量化私募对相关产品收取20%业绩提成的“行业惯例”，此次免收业绩报



视觉中国图片

酬的做法，无疑是打破常规，部分业内人士甚至形容为“先求叫好，再求叫座”。

此次量化江湖出现头部机构下场，以费率大幅优惠“开卷”量化指增产品的背后，是今年以来量化私募遭遇了罕见的行业性寒流。上海某中型券商渠道负责人对中国证券报记者表示，春节假期后，该渠道的高净值客户对量化私募中小市值指增产品的投资热情明显回落，部分存量产品出现净赎回；2月下半月到3月上半月小市值指数出现强势反弹，一些投资者反而逢高了结。

鸣熙投资市场总监张精忠表示，今年一季度A股市场小市值品种出现罕见的大幅波动，大量头部机构策略出现阶段性超预期回撤；由于不少投资者的风险承受能力有限，市场大幅波动从某种程度上已产生“驱赶效果”。综合多家托管券商监测，截至4月19日当周，国内百亿级量化私募的中证500指增策略（该策略为目前量化行业规模占比最大的策略），仍有过半数产品今年以来出现“负超额收益”（即今年跑输中证500指数），为近年来所罕见。

在这样的背景下，一线量化私募开始在产品设计和产品“类增强ETF工具属性”方面求新求变，似乎顺理成章。前述渠道人士透露，目前上海还有一家中型量化私募也在酝酿推出不收业绩报酬的中证红利风格或大盘价值风格的量化指增产品。

褒贬不一

对于此次一线量化私募的“革新”，中国证券报记者在采访中发现，业内对此的解读“褒贬不一”。

上海某头部量化私募市场部人士表示，如果从产品字面上的定义来看，ETF指的就是低费率的被动型基金，也是一个偏工具型的投资产品。从ETF产品本身特点而言，无疑更加适合公募基金，而不是私募机构。对于私募机构而言，其本身的核心商业模式就是要努力获取绝对收益，进而能够向客户收取业绩报酬；目前业内通行的“2+20”费率结构（2%的管理费和20%的业绩报酬），有其合理性。对量化私募而言，关键是要向客户证明自身跑赢市场的能力、获取超额收益

的能力。

“这种产品创新属于在监管框架内量化行业的有益探索；但从商业模式的角度而言，多数头部量化机构可能不太会大张旗鼓对这种新产品进行宣发。另外这种不收取业绩报酬的指增类量化产品，未来可能也需要资管端与资金端更好地进行匹配。”该私募人士说。

一家以量化CTA策略见长的百亿级私募负责人称，今年以来小市值品种持续承压，此时重点推介“量化指增ETF类产品”，更多可能是通过调整策略以响应市场需求变化，或者是捕捉特定市场热点，满足投资者对某些板块或风格的需求。另外，通过免收产品业绩报酬，可能会吸引一些风险偏好较低或对投资费用比较在意的客户。

数据显示，截至4月23日收盘，Wind小市值指数年内累计调整幅度达20.37%，区间最大跌幅超37%，大幅跑输上证50、沪深300等权重股指；该指数目前处于接近3年的相对低位。

前述券商渠道人士进一步表示，股票市场自身的周期性特征和均值回归规律难以避免，今年以来中小市值类指数已长时间跑输大市值类指数；在这一风格的长期低潮期之后，优质的中小盘股和中小市值量化指增策略可能会迎来较好的左侧布局机会，这可能也是相关机构敢于在当前就产品费率进行“逆向创新”的一大关键原因。

期待与公募ETF互补

近年来，随着投资者对于权益投资的认识更趋成熟，国内指数型ETF产品迎来了高速增长，以ETF产品开发见长的华安基金指数投资部副总监、基金经理苏卿云在接受中国证券报记者采访时表示，最近三年，全市场ETF总规模每年均实现30%以上的增长，当前存量规模已突破2万亿元，目前仍然处于快速增长期。投资者对于ETF产品逐渐熟悉，近年来ETF优势得到充分发挥，部分主动基金获取超额收益的能力逐步下降是推动近年来ETF产品持续快速增长的三大关键原因，这也与海外成熟市场的发展趋势一致。随着未来更多机构和个人投资者进一步

通过指数ETF进行投资，这一趋势有望进一步增强，ETF的总规模也将进一步增长。

苏卿云同时表示，近几年每当市场调整时，就有大量投资者通过ETF进入市场，这也反映出“许多投资者正在越来越成熟和聪明地使用ETF工具”。

对于近期一些量化私募通过费率结构优化，将量化指增产品转变成“增强型ETF”，第三方机构给出的解读更为正面。私募排排网财富管理合伙人姚旭升表示，近年来投资者对配置工具的需求显著提升，一些量化私募打造了类似公募ETF的量化指增类产品，免去了业绩报酬费用，相比于公募ETF，在超额收益等方面可能更具竞争力。后续伴随着量化行业的进一步发展，行业型指增策略私募基金也可能会持续涌现，并为投资者提供更多元化的资产配置工具。当前A股市场进一步下行风险相对较小，潜在贝塔空间相对较大。在此背景下，量化行业逐步开辟新赛道、推出对标公募的量化指增ETF策略，可以和公募权益ETF形成良性竞争与优势互补，并可能为市场引入更多增量资金。

格上基金研究员关晓敏分析，无论是公募还是私募，费率较低、流动性较好的增强型ETF产品，对于短期博高收益率的投资者或者偏好择时的投资者来说，都是很好的选择；相关费率调整之后，对管理人来说，也可能会对“自身规模的稳定性”有所影响。从投资者投资回报的角度来看，在费率水平大体相当的情况下，“量化指增ETF”类产品应当更受欢迎；但这种高弹性的工具，也可能出现投资者频繁申购、赎回带来的收益磨损情况。

知名外资量化私募锐联景淳创始人许仲翔在接受中国证券报记者采访时表示：“量化私募行业的这种产品创新，可以认为是一个良性的发展现象”。一方面，量化指增私募产品相对公募同类产品有更高的费率水平和业绩报酬，应当在其差异化的阿尔法能力、方法论等方面得到体现，以反映其自身策略的稀缺性；另一方面，对于私募产品费率高低的探索，也是值得各方理性思考的问题。从海外经验来看，越成熟的市场，在基金产品的费用结构方面越会有“更丰富的发展”。

“打足提前量” 首批浮动费率基金谨慎建仓

● 本报记者 张韵

首批浮动费率基金成立已有近4个月的时间，其投资呈现出怎样的特征？随着公募基金2024年一季度报完成披露，浮动费率基金的投资动态浮出水面。数据显示，此类创新产品建仓普遍较为谨慎，在约4个月的建仓期里，多只基金股票仓位尚不足50%。从基金净值表现看，建仓相对谨慎的基金取得较好业绩。重仓股方面，多只基金较为青睐电力股和在港股市场挂牌标的。

建仓态度谨慎

首批浮动费率基金于去年四季度陆续成立。一季报数据显示，在建仓上，首批浮动费率基金多表现出相对谨慎的态度。截至2024年一季度末，距离基金成立已有约四个月，仍有近半数基金尚未完成建仓，即股票仓位未达到基金合同规定的60%下限。完成建仓要求的基金中，超半数基金股票仓位低于90%。

其中，银华惠享三年定开混合仓位最低，仅为15.8%。该基金成立于2023年12月5日，首发规模3.15亿元。银华基金运用公司固有资金通过直销平台认购1000万元，公司从业人员认购超400万元。对于建仓节奏，基金经理方建在一季报中称，基金在一季度以绝对收益为导向，缓慢建仓，净值波动较小，该基金的建设速度将充分考虑净值安全垫因素。

此外，工银远见共赢、广发睿杰精选、易方达平衡视野等多只基金用于投资股票的仓位不足基金资产净值的一半。从基金成立情况来看，与银华惠享三年定开混合类似的是，这些产品均获得基金公司较大份额认购，公司固有资金认购和员工认购金额合计均超千万元。

从基金净值表现来看，建仓相对谨慎的基金普遍取得不错成绩。除了中欧时代共赢外，自成立以来净值增长率靠前的基金，多为低仓位运作产品。截至4月23日，景顺长城价值发现混合、大成至信回报三年定开、交银瑞元三年定开等成立以来的净值增长率均超8%，这些基金一季度末的股票仓位均低于75%。而在出现较大亏损的基金中，股票仓位则多超过85%。

青睐电力股

面对行业内的创新产品，各家基金公司几乎都派出了旗下颇具代表性的基金经理进行管理，此类基金的投资动态因此受到市场较多关注。从一季报披露的基金前十大重仓股数据来看，这类创新产品的投资组合似乎没有特别之处，多数基金的前十大重仓股与基金经理持仓其它产品重仓股较为类似。不过，不同基金经理的持仓风格仍有差异。

以与业绩挂钩收取浮动费率的8只产品为例，大成基金刘旭、招商基金陆文凯的基金持股集中度相对较高，前者前十大重仓股市值占基金资产净值比重超过53%，在8只基金中位居首位；后者比重为48.42%，位居第二位。其余六位基金经理的前十大重仓股比重均低于30%，采取相对分散的投资风格。

投资行业方面，电力股受到了多数基金经理的青睐。除了招商基金陆文凯、银华基金方建、汇添富基金张朋外，其余8位基金经理均持有电力板块个股。其中，交银施罗德基金杨金金的持仓更是大幅集中于电力行业，基金前五大重仓股中，除了润丰股份外，均为电力股，且同步购买同一公司在A股和港股市场挂牌的股票，如华能国际、华电国际、大唐发电。华能国际、华电国际电力股份等亦出现在南方基金张延闽的前十大重仓股中，且位居前三大重仓股行列。刘旭、富国基金蒲世林则不约而同选择了中国核电重仓配置。

此外，多只基金的前十大重仓股中均出现港股标的。张朋的前十大重仓股中，有6只是港股，基本为消费板块，其前三大重仓股为腾讯控股、青岛啤酒股份、李宁。刘旭则重仓中国移动、陆文凯重仓中远海能、兴证全球基金何以广则将中国海洋石油作为其基金第一大重仓股。

关注股东回报

纵观与业绩挂钩收取浮动费率产品的8位基金经理观点报告，“股东回报”几乎成为他们的共同关注焦点。

刘旭直言，大成至信回报三年定期开放混合在一季度内的上涨，主要是组合内红利因子相关持仓上涨带来的贡献。他认为，企业在股东回报行为上的逐步改变，将为整个资本市场的生态带来深远影响。杨金金分析称，随着市场越来越关注股东回报，新的核心资产不仅随着无风险利率的下行有价格抬升潜力，稳定增长的股息也会成为居民财富新的有效组成部分之一。资本市场的核心功能有望转向融资与股东回报并重，这几乎是通往成熟资本市场的必由之路。何以广认为，一季度上市公司加大了分红力度，这在一定程度上推动了相关行业和公司的基本面发生较大变化。

张朋、杨金金、蒲世林等多位基金经理也将股东回报作为后市布局的重要考虑因素。蒲世林直言，高股息是其重点看好的方向之一。虽然高股息方向已经累积了较大的超额收益，但考虑到无风险利率的持续下行，这一方向投资机会仍然存在，只是大概率会有所分化。静态股息率不高且没有业绩增长的个股，股价可能会随着利率的波动而波动，潜在股息率高或者仍有业绩增长潜力的个股，仍然具备较好的投资价值。

值得注意的是，多位基金经理还表达了他们在投资理念方面的最新思考。以张延闽为例，其直言：“最近半年资本市场的变化暴露出现有投资策略和组合构建中的一些问题，典型的不足就是选股胜率。”他表示，就过去对逆向投资、企业价值评估、高赔率资产特点的传统认知而言，在新的市场环境，这些要素都发生了变化。而且随着管理规模变大，对资产的判断要更具前瞻性，投资动作需要“打足提前量”。

资源周期“风起” 基金经理最新研判出炉

● 本报记者 魏昭宇

近期A股市场持续波动，对资源周期方向的深度理解成为一些基金经理的制胜之道。从持仓来看，重仓资源周期方向成为今年以来一些基金表现出色的主要原因。不少擅长资源周期方向的基金经理受到越来越多投资者的关注，如万家基金叶勇、景顺长城基金邹立虎、大成基金韩创等。中国证券报记者梳理多只重仓资源周期方向的绩优基金一季报，发现“周期旗手”的研判颇有共通之处，有基金经理写下了数千字的大作文，“推演多个细分领域背后的逻辑”。

配置思路各有不同

数据显示，截至4月23日，年内收益率排名靠前的主动管理型基金中，多只基金重仓资源周期方向，如景顺长城周期优选混合A、万家双引擎灵活配置混合A、广发资源优选股票A、中欧瑞丰灵活配置混合（LOF）、永赢股息优选A、华宝资源优选混合A等。

仔细分析上述基金的一季报，会发现基金经理们的配置思路仍有不同。比如，有的基金经理采取“押注式”策略，将大部分重仓股集中于单一行业。以永赢股息优选为例，截至一季度末，该产品的前十大重仓股中，有八只

来自电力行业。去年四季度末，基金经理许拓更是将前十大重仓股全部押注在了电力行业。与其类似的还有万家基金黄海，截至一季度末，由黄海担纲的万家精选的前十大重仓股中，有八只来自煤炭开采行业。

也有“周期旗手”的行业布局显得更加分散。截至一季度末，叶勇管理的万家双引擎灵活配置混合的重仓股分布在工业金属、石油炼化、煤炭开采、黄金等领域。中欧瑞丰灵活配置混合（LOF）还在一季度重仓了油气开采、海运等强周期性行业。

不少周期研究出身的基金经理在去年下半年便预判到了资源周期方向将迎来较为强势的行情，加大了相关配置。周期研究员出身的基金经理王凌霄在博时成长精选混合的去年四季报表示：“一旦新一轮海内外库存周期上行期启动，商品价格可能会出现中枢抬升，与之对应的上游资源品或将迎来戴维斯双击。”在最近发布的一季报中，王凌霄表示：“从细分行业上，延续了2023年四季度加仓资源品的操作，2024年全球资源品修复定价的确定性越来越高。”

看好大宗商品周期开启

在对资源周期行情的宏观研判上，中国证券报记者发现，多位基金经理的分析都有

相似之处，普遍提及海外库存周期见底和预判新一轮大宗商品周期开启。

比如，叶勇在一季报中表示，从宏观择时角度看，库存周期大概率已经见底，市场底部或已临近，叠加海外库存周期触底回升，全球需求有望转暖。从大风格周期来看，大宗商品牛市格局已然确立，大宗商品周期依然处于上行趋势通道中，不同类型的大宗商品或先后走出趋势性上行情。

“从海外来看，预计经济软着陆概率较高，经济面临较为健康的通胀水平和逐步宽松的货币环境及即将回升的宏观环境，总体外部环境大概率偏正面。”邹立虎判断，“从上游资源品大周期来看，过去20多年，2001年到2011年出现近10年的上升周期，2011年到2020年是接近10年的下行周期，2020年下半年起可能是新的10年上升周期开启。2024年可能是全球制造业进入景气周期和中长期周期共振。”

中欧价值回报混合基金的基金经理蓝小康认为，经济结构更多地转向制造业使得实物消费具有韧性。而上游矿产的供给面临欠投资、环保、劳动力等诸多约束，因此资源品的高价格、相关企业高盈利状态有望长期持续。

展望资源周期新机遇

谈到未来的布局方向，叶勇在一季报中

表示，有色金属将成为组合的核心配置方向。“铜、铁矿石为代表的工业金属面临长期产能释放不足的问题，此外，开采品位的不断下滑，使得新增资本开支对于产量增长的贡献效率在下滑，边际供给成本不断抬升。”叶勇说，“2024年，铜行业原本供应略宽松的普遍预期目前已被逆转，在坚韧的需求面前，供给侧的任何突发风险都可能导致价格预期的逆转。现在看来，铜的供给紧缺阶段可能提前到来。持续看好铜资源上市公司的机会。铁矿石、铝、铅、锌等领域也有投资机会待挖掘。”

黄海则表示，在目前宏观环境下，依然判断低负债、高现金流的煤炭股具备较高的安全性和稀缺性，国内基建投资企稳回升后，库存处于低位的国内周期资源品将迎来较好的价格向上弹性趋势。

许拓在一季报中对高配电力行业做出了解释。他表示，在电改背景下，电力龙头公司的盈利稳定性明显提升，叠加其仍保持一定的业绩增长，当前估值水平偏低。

谈到今年的市场热门话题——黄金走势，叶勇表示，黄金是对抗长期通胀最好的投资品种之一，也是衡量信用货币价值的“锚”，作为风向标，每轮大宗商品大周期行情中，黄金均有优异表现。而在新百年未有的大变局下，国际货币体系可能出现动荡，这将推升黄金上涨的高度。