

## “跟上885001” 解码公募投研新策略

# 中庸基准不平庸 基金经理拼排名心态生变

“我们希望公司的这只新产品能够以万得偏股混合型基金指数(885001)为标尺,其收益率至少达到市场平均水平。”近期,中国证券报记者在调研时发现,“885001”这一数字频繁出现在基金路演中,越来越多的公募投研团队选择将万得偏股混合型基金指数作为投资基准,力图做出市场平均水平的好成绩。

然而,想要长期保持在市场平均水平似乎并不是一件容易的事。公开数据显示,不少对标万得偏股混合型基金指数的基金产品表现并不尽如人意。在部分业内人士看来,“885001”被反复提起的背后,一方面映射了不少基金经理对排名心态的转变,另一方面也折射出当下投资生态的新变化。

● 本报记者 魏昭宇

### “中庸”阵营日渐壮大

选择万得偏股混合型基金指数被不少业内人士视为一种“中庸”化的选择。公开资料显示,该指数本是一种基金指数,由市场上所有偏股混合型基金组成(成立不满三个月的除外)。每日收盘后,指数编纂人将所有偏股混合型基金的净值增长率累加,并按基金数量取平均值,得到当日涨跌幅。长期来看,该指数的走势基本代表了权益类公募产品的整体平均走势。天相基金评价助手显示,截至2024年二季度末,万得偏股混合型基金指数近十年以来的收益率为111.42%。

据不完全统计,目前已有超过10家公募机构宣称自家旗下的量化产品以万得偏股混合型基金指数为基准。比如,博道基金量化投资总监杨梦曾向中国证券报记者介绍,以博道远航混合为例,该产品会以量化的方式构造一个能跟得住万得偏股混合型基金指数的股票指数,然后在此基础上叠加经过多年实盘验证的量化因子模型做进一步增强。中欧基金量化投资总监曲径也曾解释称,通过数学手段,根据半年报、年报、每日市场净值涨跌等信息,通过建造模型的方式可以将万得偏股混合型基金指数拆分出来。

除了量化产品,不少FOF基金经理、主动权益类基金经理也曾在采访中表示:“如果我管理的产品能达到市场平均水平,那么就代表我的择时能力、个股分析能力是达标的。”此外,还有不少产品直接将该指数写进合同中,比如,南方浩睿进取京选3个月持有混合(FOF)的产品资料概要显示,该产品的业绩比较基准为万得偏股混合型基金指数收益率×90%+上证国债指数收益率×10%。

谈及缘何越来越多产品聚焦万得偏股混合型基金指数,海富通基金量化投资部基金经理李自悟分析,一方面,相比沪深300等宽基指



视觉中国图片

数,万得偏股混合型基金指数的长期收益更高,且有较明显的长期超额收益;另一方面,对主动权益类基金而言,万得偏股混合型基金指数的行业构成和风格配置更为均衡,能有效避免赛道型主动权益产品高波动的状况,是对原先策略的一种反思和迭代。对量化类基金而言,则是一次产品类型上的突破,在大众熟知的宽基指增产品之外开辟一个新赛道。

### 跑赢市场平均水平并不容易

“对标万得偏股混合型基金指数,确实看起来像是一个‘中庸’的选择,因为它代表了市场的平均水平。”天相投顾基金评价中心的研究人员对中国证券报记者表示,“然而,跑赢这个基准并不容易,主要是随着资本市场有效性的提升,要想跑赢市场平均水平,需要基金经理具备超越市场的投研能力。”

杨梦介绍,从历史数据来看,截至2023年底,过去十年中,没有一只基金每年的收益率都能连续跑赢万得偏股混合型基金指数;再以近1-5年的时间为例,随着时间拉长,能够连续跑赢市场平均水平的偏股混合型基金数量越来越少,连续五年跑赢市场平均水平的基金数量占比仅为2.54%。

而在上述多只宣称以万得偏股混合型基金指数为基准的基金产品中,不少产品的表现与市场平均水平仍有较大差距。以某沪上公募机构的量化产品举例,尽管该产品的基金经理曾经在访谈中提到了要在“885001之上进行增强”,但产品净值的波动幅度与收益水平却与万得偏股混合型基金指数相差较大。Wind

数据显示,截至9月10日,万得偏股混合型基金指数近三年以来的收益率为-17.08%,而该产品同期回撤已经超过30%。

此外,东方红资产管理也在一篇文章中提示,万得偏股混合型基金指数波动较大,在震荡区间内回撤较深。这一特点致使许多投资者未能享受到长期收益。

天相投顾基金评价中心的研究人员表示,基金经理想要跑赢市场平均水平的关键在于,具备有效的投资策略、精准的风险管理、对市场机会的准确把握以及持续优化和调整投资组合的能力,除此之外,还需考虑产品费率与管理规模。

“跑赢885001的关键点在于基金相对指数穿透后风格、行业的相对暴露控制,比如近两年多配置价值类风格投资标的,更容易跑赢指数本身。”盈米基金研究院量化研究员王誉蓉对中国证券报记者表示,“885001的‘成分股’是基金,基金只有在半年度、年度才会披露完全的持仓情况,因此各家机构对于指数穿透后的行业、风格暴露监控的频率、准确度上就有差异。另外,各家机构的因子库、量化策略、风控体系都存在差异,对相应产品的业绩都会带来一定影响。”

### 抉择背后的机遇与挑战

有业内人士对中国证券报记者表示,对主动权益型基金和POF型产品来说,看似“中庸”的选择首先反映了基金经理对待业绩排名方面的心态变化。“我们不再选择短期把排名冲到前面去,因为只要每年都能够达到市场平

均水平,拉长时间来看,一定是靠前的。”天相投顾基金评价中心的研究人员也表示,近年来基金经理愈加关注长期业绩,淡化短期由于市场风格轮动所导致业绩排名的波动,可避免追逐短期业绩而过度交易,在擅长的领域做长期价值投资。

而对于量化基金经理来说,“中庸”之路的选择除了与业绩有关,更与近年来量化投资的生态环境变化有关。有量化基金经理向中国证券报记者表示,量化投资的超额收益与市场的宽度有较大关系,因此,量化从业者选择在数量更多、宽度更广的指数上做增强操作是大势所趋。“我们以沪深300指数为例,这个指数的头部股票集中度较高,前100只股票的占比可以超过70%,同时机构资金重仓使得头部股票的定价愈加透明合理,量化策略想要在沪深300指数上做出超额收益的难度越来越大。”

“另外,尽管中小市值指数的选股范围非常宽泛,但单押小微赛道并非长久之计。”该量化基金经理表示,“今年年初,小微赛道回撤幅度很大,叠加新‘国九条’等政策对企业分红、股东回报等方面的要求,小微赛道的贝塔行情走势并不清晰。鉴于此,量化从业人員需要从像万得偏股混合型基金指数这样更加宽广的赛道中寻找更多策略的出路。”

“但新赛道也会有新风险。”有机构人士提示,“在基金持仓跟踪、优势基金筛选、复制股票组合构建和选股模型预测等方面,各家机构的打法差异很大,此外,各家机构在风控上的差别也会对最终的业绩表现产生很大的影响。因此,这一赛道能否真正有效还需要经过更长时间的检验。”

## 兴银基金王深: 关注中短端票息机会

● 本报记者 王鹤静

经历了今年8月以来的债市调整之后,兴银基金固定收益部基金经理王深近期在接受中国证券报记者专访时表示,目前市场集中配置的1年期、3年期票据信用利差基本已调整至2024年初的水平,并且短端资金面、存单价格也在逐步趋稳,这一轮债市快速调整或已告一段落。

随着美联储降息周期的临近,人民币汇率走强,王深表示,国内一系列政策空间有望打开,增量的货币政策可能率先落地。综合来看,王深认为,中短端票息策略的相对优势正逐步凸显,投资者也可进一步挖掘债券内部的资产轮动、行业轮动策略。

王深主要负责兴银基金固收研究团队和信评体系的管理,他擅长企业信用分析、行业轮动研究、信用策略挖掘,通过轮动配置不同景气度的信用资产,获取票息之外的利差收益。在投资过程中,他灵活调整组合久期杠杆、采用均衡的债券配置策略。“我希望追求绝对收益,积小胜为大胜,以期投资者力争中长期稳定的回报。”王深表示。

### 信用债企稳迹象显现

8月以来,上半年的债牛行情“刹车”,利率债出现回调,信用债调整时间更长、幅度相对更大。

“信用债的市场定价是无风险收益率叠加风险定价,无风险利率上行的过程中风险溢价、流动性溢价都在走扩,同时机构还存在对赎回的担忧,多重因素叠加导致信用债在这一轮调整中的表现远远弱于利率债。”王深解释称。

然而从近期信用利差的历史水位变化中,王深发现了信用债企稳的迹象:以市场配置最多的票据品种为例,目前1年期票据的信用利差基本回到了近两年的中枢水平,3年期票据的信用利差也回到今年初行情启动的阶段,单从配置角度来看,性价比已大幅提升。

王深表示,目前债市的定价模式已经从原来长期利率看MLF(中期借贷便利)、短期利率看OMO(公开市场操作利率),转变成在短端定价的基础上叠加期限利差、信用利差来锚定不同品种、不同期限的利率水平。当前短端资金面稳定、存单价格企稳,王深判断,这一轮债市的快速调整或已告一段落,市场短期或将进入震荡阶段,信用利差或将跟随资金价格及季末机构申赎情况进行波动。

8月,人民银行开展了公开市场国债买卖操作,向部分公开市场业务一级交易商买入短期限国债并卖出长期限国债。“一方面,买入短期限国债有助于弹性释放短端资金,增强对短端资金价格的调控和信号传导;另一方面,卖出长期限国债有助于引导长端利率与经济中长期增速相匹配。”在王深看来,人民银行“买短卖长”的操作旨在通过更加灵活的方式,保持正常向上倾斜的收益曲线。

### 市场配置需求坚挺

王深注意到,理财、保险等机构在本轮信用债回调过程中的买入规模阶段性增加,他认为,目前市场的配置需求依然坚挺,将继续支撑债市行情。

不过,主流的资产配置策略正在发生转变。王深坦言,市场上半年追捧的久期策略性价比正逐步降低,特别是监管通过各种方式对于长期限国债收益率进行引导,长久期债券的收益空间被压缩,波动也在放大,持有体验整体趋弱。

“从政策面来看,当前美联储降息临近,人民币汇率走强,国内的一系列政策空间打开,四季度货币政策及财政政策密集落地的概率提升,债市或将出现宽幅震荡的趋势。”王深预计,接下来增量的货币政策可能率先发力。综合来看,中短端票息策略的相对优势正逐步凸显。

除了中短期票息策略之外,王深及兴银基金固收研究团队也采取了债券内部的资产轮动、行业轮动策略,在不同行情的切换当中为组合捕捉超额收益。归根结底,王深认为,还是要分析清楚市场波动的底层逻辑,才能在资产类别上进行适当的切换。

王深介绍,兴银基金打造的业内独特的信用债内评体系,为资产轮动、行业轮动策略提供了很大的支持,“公司的内评体系采取了行业评分+公司评分的二维模式,首先根据行业所处的景气度周期以及对经济的敏感性排序,其次根据公司在行业当中的地位进行排序”。这样有助于拆分公司信用资质变化是来源于行业景气度波动,还是公司的行业地位发生变化,从行业和公司两个维度对个券合理定价,这样在入库以及配置时才能提供有力的分析支撑。

# 多头信仰难改 资金跑步进场加码黄金ETF

● 本报记者 葛瑶

美国一系列最新经济数据近期公布后,美联储降息预期日渐升温,受此影响,国际金价连续刷新历史纪录。黄金ETF也水涨船高,资金大举流入海外市场的黄金ETF。其中,SPDR金ETF(GLD)于7月、8月获得资金净流入超过26亿美元。市场人士认为,在实际利率下行周期和诸多地缘不确定性因素叠加的情况下,黄金作为超主权信用货币,仍然具备较强的金融属性和避险属性。

### 全球黄金ETF狂欢

近日,国际金价连续刷新历史纪录。在此带动下,全球黄金ETF迎来狂欢:VanEck金矿ETF(GDX)近三个交易日(9月12日-16日)上涨逾6%,SPDR金ETF(GLD)、安硕黄金ETF(IAU)上涨逾2%;A股市场方面,华安黄

金易(ETF)、广发上海金ETF、天弘上海金ETF均于9月13日盘中创下历史新高。

本轮金价上涨主要基于日渐升温的美联储降息预期。广发上海金ETF的基金经理姚曦表示,美联储降息预期是刺激金价上涨的最主要因素,黄金在这轮降息周期内的表现值得持续关注。芝加哥商品交易集团的美联储观察工具显示,市场预期9月议息会议降息25基点的概率为61.5%,降息50基点的概率为38.5%。

此外,欧洲央行9月12日决定降息,为去年10月停止加息以来第二次降息。市场对欧元区年内剩余降息预期已由原来的2次缩减为1次,华西证券认为,这将导致美元短线承压,并直接推动黄金价格反弹。

今年年中以来,驱动国际金价上涨的核心因素逐渐从“央行购金”转移到“降息交易”。华夏黄金ETF的基金经理华龙称,今年美联储降息确定性较强,金价深度回调的概率较

小,长期来看仍有上行空间。在本轮金价上涨过程中,黄金股受到权益市场低迷情绪影响,表现相对跑输金价。随着未来降息落地,金价持续走高以及A股市场情绪缓和,黄金股有望迎来“戴维斯双击”行情,当前位置可逢低关注。

### 再获资金青睐

今年以来,COMEX黄金、伦敦金均累计上涨逾25%;VanEck金矿ETF(GDX)累计涨幅高达30%,SPDR金ETF(GLD)、安硕黄金ETF(IAU)涨幅接近25%;国内方面,易方达黄金ETF、博时黄金ETF、华安黄金易(ETF)均有超过20%的涨幅。

因此,不少机构资金在上半年选择止盈提前离场,知名对冲基金桥水便从三只A股市场的黄金ETF前十大持有人名单中退出。世界黄金协会的数据显示,上半年全球黄金ETF累计

净流出120吨,为自2013年以来净流出规模最大的上半年。

值得注意的是,下半年以来,资金似乎开始重新青睐黄金ETF。全球黄金ETF8月实现了21亿美元的净流入,叠加黄金价格上涨,全球黄金ETF的整体规模在8月末触及新高,达到2570亿美元。截至9月17日,规模接近700亿美元的巨无霸黄金ETF——SPDR金ETF(GLD)连续三个月获得资金净流入。A股市场中,易方达黄金ETF、博时黄金ETF等在近期持续获得资金净流入。

华夏基金表示,尽管短期黄金价格面临修正和反复,但仍在不断刷新历史新高。在实际利率下行期间和诸多不确定性因素下,黄金作为超主权信用货币,仍然具备较强的金融属性和避险属性。展望未来,市场普遍认为美联储降息时点将至,金价有望延续快速上行趋势。国金证券预计,2025年金价运行中枢有望攀升至2600美元-2700美元/盎司。

## 写在转债三年新低时(下)

□兴证全球基金专户投资部 李杰

而这一策略有效的先决条件在于债底有效性。如何判断债底有效性呢?在对公司业务经营和行业周期进行定性判断的前提下,通过资产负债表分析,确认公司的偿债能力。存续期限越长,则相关标准应该越严格,现金流量表和损益表的动态偿债能力也就越强。

实操中,我们通常认为,货币资金、交易性金融资产以及其他流动资产中的理财产品是重要的现金类资产,部分转债发行人在资产负债率很低的情况下,现金类资产足以覆盖短期借款,一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券,甚至是全部负债,偿债能力较为出色,而部分行业强势环节的上市公司可以应付账款、合同负债获取大量商业信用,支撑资产端的货币资金和存货,则一定程度上值得关注。有些上市公司出于经营模式、资产结构较轻,固定资产很轻且在建工程,资产的能见度和流动性较高,也比较有利于投资判断。

此外,经营活动现金流/销售收入、经营活动净现金流/净利润都大于100%是很好的数据,也有部分重资产的公司尽管前者大于100%,但由于存在大量折旧、摊销等非现金成本,导致后者持续大于100%,也能为

债务提供保障。但前提是如果有大量在建工程的持续投入,或在在建工程持续扩表。

过去几个季度,我们可以看到一些公司资产负债表上原本充足的货币资金逐季下降,转变为存货和固定资产,这是由于经营现金流不足以覆盖融资和投资现金流所致。而从2024年中报来看,不同的公司采取了不同的应对措施。一些行业的节点龙头公司在略微降低毛利率的情况下,销售收入和收入质量都取得明显好转,结合行业竞争格局来看,提高了财务健康程度。

而部分公司尽管资产负债表静态来看依旧优秀,但持续的在建工程投入和膨胀的应收账款,不免使人疑虑下游出清是否会导致应收账款损失。质地优良的公司大概率不会造成最终的债权损失,但当相关事件发酵时,市场会要求更高的风险溢价,也会导致对转债价格短期的大幅波动。此外,分红历史、股份回购、员工持股、股东性质以及股权质押都是发行人债底有效性的间接证据。

当前环境下,在个券的选择中,胜率比胜率更重要。如果一个标的可能大胜,也可能大败,对于投资目标和回撤限制有明确预期的稳健投资

者而言,就不必去做,或浅尝辄止。

便宜而有瑕疵的标的,尽管胜率更高,但它可能成为时间的敌人,需要谨慎对待。在买入时,单纯信任当前资产负债表的健康状态,寄希望于转债价格因此有所修复,往往并不可靠。随着时间推移,损益表和现金流量表将反映对资产负债表的影响,同样的转债价格可能将由低估变得合理,再进而高估。

此外,在组合的构建上,适度分散投资有助于降低组合波动,但由于分散会导致对单项投资标的的关注度不足,因此分散投资有度。

