

风格暴露成“双刃剑” 中证A500指增产品需先向前辈取经

近期,公募机构大面积参与中证A500指数增强基金布局,指增产品成为行业热议所在。从沪深300指增等代表性产品今年的表现来看,中国证券报记者梳理发现,今年以来行情大幅波动,指增产品跑输指数的情况并不少见,甚至有指增产品跑输指数10几个百分点。

业内人士分析,今年春节假期前小微盘品种明显回撤,四季度低贝塔品种反弹动力不强,如果投资组合当时在这些方向有太多的暴露,都会对组合收益形成拖累。稳健的量化策略应该适应各种可能的环境,根据市场变化进行必要调整,在极端市场环境下,应进行必要的人工干预。

●本报记者 王鹤静



视觉中国图片

首尾业绩相差较大

今年一季度与三季度,A股市场经历了两次大幅波动行情,剧烈变化的市场环境给那些在跟踪指数基础上谋取超额收益的指增产品带来巨大考验。以沪深300指增这一代表性品种为例,Wind数据显示,截至12月4日,沪深300指数今年以来上涨14.56%,然而仅有不到六成的沪深300指增产品(成立于2024年之前)跑赢了指数。

其中,海富通沪深300指数增强A、华安沪深300增强策略ETF等产品年内回报率达20%以上,易方达基金、国泰基金、安信基金、华夏基金、创金合信基金等公募旗下沪深300指增产品年内涨幅也超过18%,位居同类产品前列。9月24日新一轮行情启动以来,华夏沪深300指数增强A等产品净值迅速上行,在这轮行情中小幅跑赢指数。

与此同时,长城久泰沪深300A、国金沪深300指数增强A、万家沪深300指数增强A等表现不尽如人意,年内回报率不足5%,低者甚至不足1%,大幅跑输指数。如此看来,今年以来沪深300指增产品首尾业绩相差已接近20个百分点。

长城久泰沪深300的基金经理“复盘”表示,一季度,小微市值个股流动性风险表现突出,受市场尾部风险影响,因子与模型短期表现不佳,阿尔法和贝塔暴露同时带来负向贡献;二季度,基于对中小股票的认知变化,模型在股票池的基础构建中优化了价值性的筛选因子;三季

度,A股市场触底反弹,组合在价值风格上适度暴露,三季度大多时间表现相对稳健,但季度末开始的反弹强贝塔行情下,上涨动力不足,导致跑输业绩基准。

警惕风格过度暴露

富国中证500指数增强的基金经理徐幼华对中国证券报记者表示,今年风格偏离给量化策略带来较大影响,比如春节假期前小微盘品种出现明显回撤,这时候量化策略如果在市值因子方面出现负偏离,投资组合可能会承受较大的损失;9月下旬市场出现明显变化,部分低贝塔品种反弹动力不足,此时如果投资组合出现负偏离,也可能出现明显损失。

对于今年部分沪深300指增产品相对落后的表现,国基金量化投资中心解释,产品投资运作的目标是在满足成份股占比和跟踪误差限制的前提下追求超额收益,该管理目标可能在市场环境较为极端的情况下带来较大的超额波动,“因此从10月份开始,在符合法律法规的规定及基金合同的约定前提下,我们统一调整了指数增强产品线的管理目标,严格限制风格行业暴露敞口,同时力求优化相应的阿尔法模型”。

某年内成绩较好的沪深300指增产品的基金经理告诉中国证券报记者,今年能够做出较好的超额收益,可能就在于没有在风格上进行过多的暴露。“主动超配风格和行业在我的能力圈之外,我更希

望把组合交给市场、交给数据,整体保持相对较低的偏离度。”

由于多数量化模型是建立在历史规律和数据之上,并根据市场环境的短期变化进行动态更新和调整,在徐幼华看来,短时间内量化模型较难适应市场出现大幅波动行情。

“9月之前相对有效的一些策略因子,在行情切换后均出现明显回撤;而一些此前表现相对较弱的策略因子,反而出现了向好迹象,所以当市场风格出现明显切换的时候,如果仅依靠单一模型或信号,就会出现较大的风险。”徐幼华认为,稳健的量化策略应该适应各种可能的环境,根据市场变化进行必要调整,在极端市场环境下,还应进行必要的人工干预。

西部利得基金的基金经理翟梓舰表示,后续量化策略应该进一步完善:一方面提升策略阿尔法收益来源的多样性,包括迭代因子库、开发新模型、形成低相关性的多策略配置组合等;另一方面要重视风控模型的使用,包括迭代风控模型、调整风险敞口等。

中证A500指增要吸取经验教训

近期,中证A500掀起指数投资浪潮。除了场内竞争激烈的中证A500ETF之外,场外的中证A500指增产品吸引了多达40多家公募机构上报。中证A500指增产品的上报数量目前仅次于中证500指增、沪深300指增、中证1000指增的现有

产品数量。

中国证券报记者和多家即将发行中证A500指增产品的公募机构交流时了解到,过往积累的沪深300指增策略,未来或将为中证A500指增产品的投资管理带来重要参考。

沪上某公募量化基金经理介绍,他们管理的沪深300指增产品一部分收益来自指数成份股,这方面主要采取传统线性模型;另一部分收益来自于全市场选股,这方面主要采取机器学习等非传统方法,包括一些传统模型以及深度神经网络学习。两种策略综合运用不仅能抓住市场长期规律,也能动态适应市场的中短期变化。

未来在中证A500指增产品的管理上,该基金经理表示,指数成份股方面将延续沪深300指增使用的线性与非线性方法,并进行相应的行业中性控制。“线性模型能够清晰展现因子收益来源,非线性方法可以通过因子的轮动适应市场的变化。不过,在实际应用时,非线性方面我们可能更倾向于更清晰的传统方法,复杂的深度学习还需要时间积累和实盘验证。”

对比沪深300和中证A500两大指数,徐幼华表示,中证A500的股票数量更多且平均市值相对较小,无论是从覆盖的股票数量或是市值下沉的空间来看,都为中证A500指增产品提供了更多的增强空间。两者的策略框架不一定有很多新变化,更多差异体现在策略集合中各类模型的选择与融合。

供需两旺 公募REITs进入扩面提质新阶段

●本报记者 张凌之 万宇

今年公募REITs市场呈现供需两旺的局面。产品持续扩容,年内发行数量、规模均创新高,同时公募REITs底层资产更加丰富。在此背景下,多只近期发行的REITs受到资金追捧,触发比例配售。以广发成都高投产业园REIT为例,该产品于12月2日提前结束募集,并于12月5日晚间发布公告称,公众投资者有效认购申请确认比例为10.757884%。

业内人士表示,公募REITs专注于投资不动产领域,可以作为大类资产配置的重要补充。随着REITs市场深化发展,政策体系不断优化,预计市场规模再上新台阶,并为投资者提供更加丰富和便利的选择。

新品持续受追捧

12月5日晚间,广发基金公司公告称,广发成都高投产业园REIT的公众投资者有效认购申请确认比例为10.757884%。广发成都高投产业园REIT是广发基金旗下首只公募REITs产品,网下询价有效认购倍数为6.89倍,刷新了年内产业园型REITs最高认购纪录,同时也是西部产权类公募REITs项目中有效认购比例最高的产品,体现出投资者对该产品的认可。

同日,中航基金发布了中航易商仓储物流REIT基金份额询价公告的补充说明。公告显示,中航易商仓储物流REIT网下初始发售份额为1.46亿份,占发售份额总数的比例为18.19%,占扣除战略配售初始发售份额数量后发售份额的70.00%;公众初始发售份额为0.62亿份,占发售份额总数的比例为7.80%,占扣除战略配售初始发售份额数量后发售份额的30.00%。

11月29日,中航基金发布的中航易商仓储物流REIT基金份额询价公告显示,基金管理人确定询价区间为2.628元/份-3.200元/份,并通过网下询价最终确定基金份额的认购价格。此外,公告还显示,中航易商仓储物流REIT战略配售初始发售份额为5.92亿份,占本次基金份额发售总量的74.01%。其中,原始权益人或同一控制下的关联方拟认购数量为3.15亿份,占发售份额总数的比例为39.37%;其他战略投资者拟认购数量为2.77亿份,占发售份额总数的比例为34.64%。

11月8日上市的银华绍兴原水水利REIT,上市首日涨幅超过18%。这只产品面向公众投资者发售仅一天就售罄。随后的公告显示,该产品面向公众投资者发售的份额为5569.2万份,而当日认购份额达到130.88亿份,为初始发售份额的235倍,公众投资者认购金额达到370.12亿元,配售比例0.43%。

底层资产更加丰富

公募人士表示,REITs专注于投资不动产领域,其风险收益特征与股票、债券等资产的相关性较低,可以作为大类资产配置的重要补充。

经过三年多的实践,公募REITs已进入扩面提质的新阶段。今年REITs发行明显提速,发行数量、规模已创新高。Wind数据显示,截至12月3日,今年以来REITs发行数量达24只,发行规模达511亿元。

在发行步入快车道的时候,REITs的底层资产不断扩容,公募REITs覆盖的资产类型也越来越多。按照监管对REITs底层资产分类标准,REITs资产类型可分为13类,包括交通基础设施、能源基础设施、市政基础设施、生态环保基础设施、仓储物流基础设施、园区基础设施、新型基础设施、租赁住房、水利设施、文化旅游基础设施、消费基础设施、养老设施以及其他符合要求的行业资产。

对此,广发成都高投产业园REIT拟任基金经理杜金鑫表示:“以文化旅游为例,之前只有5A景区、历史文化风景区、世界文化遗产项目才能做REITs,现在已经拓展到4A景区,预计可发行公募REITs的景区项目市场容量会有较大提升。近期也有供热、跨海大桥、农贸市场等项目陆续出现,我们期待未来还有更多新的资产类型可以上市。”他认为,从资产分布来看,未来将呈现百花齐放的态势,随着市场不断扩容,公募REITs的底层资产范围或进一步拓展。

市场规模料再上新台阶

在今年发行大提速的背景下,业内人士表示,参考海外经验,未来REITs市场或成为万亿元级别的“星辰大海”。

“目前REITs收益主要来自底层资产项目分红和二级市场资本利得。从中长期视角来看,还有一项收益来源不容忽视,即作为不动产交易平台,REITs进行底层不动产收购、出售过程中带来的增值收益。”杜金鑫称,这是海外REITs市场很常见的操作,未来将成为国内REITs市场走向成熟的标志。

“公募REITs是把一个优质的大宗不动产项目拆分成灵活的基金份额,让投资者可以直接享受到资产经营所带来的收益。”广发成都高投产业园REIT拟任基金经理李文博介绍。中金研报统计,三季度多只REITs获得资金净流入,截至三季度末,公募POF(基金中基金)持仓REITs规模约为1.17亿元,首次超过1亿元,环比增长60%。

该REIT另一位拟任基金经理彭翔艺表示,REITs底层资产覆盖范围较广,研究门槛较高,对于投资者获取信息的有效性、及时性有一定要求,随着公募POF参与REITs的比例越来越高,个人投资者能以更低的门槛参与进来。

“目前中国REITs快速发展,未来市场空间巨大。”杜金鑫分享了美国REITs的发展历程,自20世纪60年代美国REITs市场起步,经过多年发展,2023年底的市场规模达到约1.3万亿美元,已成为海外最大的REITs市场。根据美国REITs占权益市场的比例预测,未来中国REITs市场容量或在3万亿元-5万亿元之间。

此外,一家大型基金公司REITs业务相关负责人表示,随着公募REITs新发行资产类型多元化和发行规模持续增长,为市场源源不断提供投资标的,提升整体市场稳定性和流动性,也将为社保基金、企业年金等投资者的参与提供更多可能性。随着中国REITs市场深化发展,政策体系不断优化,预计市场规模会再上新台阶,为投资者提供更加丰富和便利的选择。

绩优私募“年末总结”出炉

大势研判+策略修正+组合动态调整“一个都不能少”

●本报记者 王辉

A股市场已进入年末交易时段,今年股票私募产品(仅统计主观多头)的成绩单引人关注。第三方机构最新监测数据显示,得益于9月下旬以来A股市场强势回升和科技成长主线崛起,今年股票私募主观多头产品有望实现业绩复苏。多家绩优私募机构表示,在错综复杂的市场环境下,对大势的准确理解、修正和及时应对,都是做好今年股票投资的关键,明年市场将以结构性机会为主。

绩优产品聚焦“高景气+科技成长”

来自私募排排网的最新统计数据发现,截至12月5日,在该机构纳入监测的1237只股票策略主观多头私募产品中,共计有1010只产品2024年以来取得正收益,占比81.65%。尽管年内多数主观多头私募产品实现盈利,但不同产品业绩分化明显。数据显示,截至目前,今年业绩排名前十产品的收益率门槛达132.25%,前二十强产品的收益率门槛为88.13%,全行业冠军产品年内收益率高达209.08%。

从业绩归因角度来看,中国证券报记者发现,尽管上半年红利资产表现不俗,但多数年内业绩较为突出的股票私募产品主要收益仍来自高景气行业和科技成长方向。

同威投资表示,今年主要抓住了新能

源车、半导体等高景气行业的投资机会,通过深入研究和挖掘,找到了具有高速增长潜力的优质标的。同时有效规避了部分周期股和消费股的风险,在市场调整期和9月下旬以来的回升行情中均取得不错的超额收益。

上海某中型私募投资总监称,今年以来科技成长主线波动较大,该机构除1月份对“高弹性组合”进行大幅减仓之外,多数时期均围绕科技方向进行重点交易,其中量子通信、大模型、光电子行业、半导体等板块的业绩贡献最为突出。

私募机构谢诺辰阳相关负责人向中国证券报记者介绍,公司今年业绩最突出的两大策略是“反脆弱策略”和“高成长策略”。前者主要定位在深度研究判断标的内在价值的基础上,在多个维度把握优秀行业头部企业的“周期性投资机会”;后者定位于深度洞察新兴行业以及企业的投资价值,捕获新兴行业发展浪潮下的高成长投资机会,全年重点把握住了人工智能上游设备核心技术供应商、人工智能芯片本土化供应企业的投资机会。

策略应对保持灵活性

多家受访私募机构表示,虽然今年以来主观多头策略表现不错,但今年新市场环境下的投资难点依然不少。

“甘蔗没有两头甜。”前述中型私募投资总监坦言,坚守自身高景气行业的投资

能力圈、不跟风红利资产,是该机构今年取得不错收益的关键。另外,从市场周期和经济基本面变化来看,上半年资金对于高股息、防御类资产抱团持续的时间超出预期,市场情绪持续偏于谨慎。但在9月份市场逐步发生变化之际,能否及时修正对基本面、市场情绪和大势的看法,可能是今年股票私募管理人收益水平分化较大的关键。他认为,今年市场行情出现宽幅波动,准确的大势研判、及时的策略修正、积极的组合动态调整“一个都不能少”。值得注意的是,对于专业投资者而言,A股市场投资“躺赢”时代已经结束,未来将对资管机构的选股能力提出更高要求。

谢诺辰阳相关负责人进一步总结,今年A股市场投资的难点可以概括为三个方面:一是市场定价的旧范式瓦解与新范式形成过程中的投研模型适应压力;二是上市公司业绩整体尚未全面复苏之前,市场情绪敏感、预期起伏较大带来的股价波动压力;三是美联储货币政策等外部不确定因素带来的扰动压力。据了解,为适应市场环境和基本面、政策面的变化,该机构今年积极进行了相关调整,其中包括:整合内部研究资源、产业资源与外部研究资源;持续加强对目标公司的纵深调研;通过数字化中台嵌入式参与投研过程;对基金经理日常交易进行量化归因监控;保持对最新政策与前沿科技的积极研究和学习。

私募排排网夏盛尹认为,对于追求绝对收益的主观多头股票策略而言,今年

主要的投资难点,可能更多体现在对政策面的把握以及对复杂外部环境的应对方面。夏盛尹建议,主观多头私募要更好地适应市场环境的变化。可以考虑从两个方面着手:首先,加强对自身能力圈内的研究深度;其次,在策略应对上保持适度的灵活性。

未来看好结构性机会

对于2024年底的业绩排名战,前述中型私募投资总监进一步表示,目前排名前十、前二十的股票私募产品管理人,可能会在年底阶段考虑冲刺。12月的A股市场预计延续近期区间震荡格局,把握结构性机会和适当的交易轮动,将成为该机构目前策略应对方面的重点。此外,该私募人士表示,权益投资不应“只争朝夕”,更要看长期的收益能力和业绩稳健性。

站在年末时点,多家绩优私募机构在市场大势研判方面偏向积极,他们的投资策略主要关注市场结构性机会。滚雪球投资创始人林波认为,从长期维度看,目前上证指数、恒生中国企业指数等反映中国核心资产的股指市盈率在10倍左右,未来有较大的提升空间。从这个角度看,该机构更看好低估的大型央企标的。

同威投资称,维持“市场延续结构性强势”的判断,密切关注能够不断创出新高个股以及高景气行业的优质品种。此外,投资者需要紧密跟踪政策面的变化。