

# 增强组合抗风险能力 “固收+”差异化策略拉开身位

近期在国内权益市场持续走强的情况下,股债跷跷板效应导致债券市场一度承压。特别是对于主打股债二元配置的“固收+”产品(主要统计偏债混合型基金、一级债基、二级债基),由于投资策略差异,下半年以来的投资业绩出现大幅分化。部分持仓偏向股票以及可转债的高波“固收+”产品近期业绩显著提升,而持仓以纯债为主且拉长久期的“固收+”产品则明显落后。

在债市的波动分化中,公募人士建议,不仅要强化固收资产在“固收+”产品中的重要基石地位,增强组合的抗风险能力,更要根据权益市场的走势和风险偏好变化,灵活动态调整“+”部分(如股票、可转债等)的配置比例。基金管理人管理“固收+”组合在顺应趋势和周期的同时,应动态评估各类资产的价值,力争抓住资产从被低估到回归合理估值区间的收益。在近期权益市场上涨的环境下,高弹性“固收+”基金的收益增强潜力更容易受到市场关注,但对于普通投资者来说,仍需要根据自身风险偏好和实际需求来选择。

● 本报记者 王鹤静



视觉中国图片

## 偏权益类“固收+”产品表现亮眼

持仓更偏向股票、可转债等资产的高波“固收+”产品,近期业绩开始显著攀升。

Wind数据显示,截至8月26日,胡中原管理的华商双翼A下半年以来的回报率已达24.71%;林龙军管理的金鹰元丰A、朱才敏和许瀚天管理的华安智联A、谢志华管理的民生加银增强收益A、刘兴旺和蔡耀华管理的富国久利稳健配置A等,下半年以来的回报率均在20%左右,位居同类产品前列。

结合二季度持仓来看,这些“固收+”产品的权益资产仓位普遍较高:华商双翼、华安智联的股票仓位均在40%以上;富国久利稳健配置、民生加银增强收益的可转债仓位均在70%以上,金鹰元丰的可转债仓位更是超过90%。

并且,华商双翼、华安智联二季度捕捉到了多只牛股:两只基金二季度末的第一大重仓股均为新易盛,7月以来已大涨逾100%;华商双翼重仓的中际旭创、天孚通信涨幅同样喜人;华安智联重仓的胜宏科技、东山精密也有不菲的涨幅。

对比来看,仓位主要集中在纯债资产上的“固收+”产品近期业绩明显落后,尤其是部分久期较长的产品。例如,方正富邦鸿远A以投资利率债为主,为有效控制波动,其股票及可转债投资均维持在低位水平,同时还适度参与中长久期利率债的波段交易。据Wind数据测算,该基金二季度末重仓债券组合久期长达19年以上。汇安稳裕A的持仓同样以利率债为主,二季度末重仓债券组合久期超过20年。7月以

来,两只产品均处于负收益状态。

## “固收+”接受度显著提升

在今年“股强债弱”的背景下,中国证券报记者调研了解到,含权度更高的“固收+”产品表现相对更加突出,同时也更考验基金管理人的投研实力。尤其是采取“固收+可转债”策略的可转债增强型基金,上半年整体表现较为突出。

浙商证券固收团队统计,权益和可转债市场均处于高收益低波动状态,使得今年“固收+”基金相较于纯债基金表现更加优异。

浙商证券固收团队分析表示,由于权益市场自2024年9月24日以来明显上涨,当前仍然处在上升通道中,可转债指数连续创新高。在流动性预期改善下,含权资产表现优异。长债及超长债在股债跷跷板效应下,受到较为明显的压制。股债资产特征出现交换,在股市高收益低回撤、债市低收益高回撤背景下,投资者的风险偏好有望提升。

根据绩优“固收+”基金的持仓来看,天风证券固收团队统计发现,股票资产方面,明显超配金属、军工、TMT、医药、轻工制造等行业股票以及100亿元-500亿元中小市值股票,同时低配周期、金融类行业股票;可转债资产方面,明显超配金属、中游制造等板块以及130元以上高价品种、偏股型可转债,同时低配银行可转债以及110元-120元中价品种。

近期“固收+”基金的渠道反馈整体较为积极。某公募市场部人士表示,近期“固收+”基金的市场关注度显著提升,渠道偏向推荐的“固收+”基金风险等级基本在R3级别(中等风险)。

“个人投资者直接参与股市或者通过股基间接参与股市还未形成提速趋势,对‘固收+’基金的接受度相对更高。高弹性的‘固收+’基金在权益市场上涨的环境下,其收益增强潜力更容易受到市场关注。”金鹰基金绝对收益投资部总经理、基金经理林龙军告诉中国证券报记者。

## 动态衡量资产价值

由于当前市场由产业趋势和风险偏好主导,鹏华基金混合资产投资部基金经理陈大桦表示,“固收+”基金中的成长风格资产和债券资产能形成一定的对冲关系,成长风格资产提供弹性,对债券资产操作合理也能获得一定收益,并且能对权益资产的阶段性调整形成对冲的效果。

对于“固收+”组合策略,林龙军认为,不仅要顺应趋势和周期,还要动态评估各类资产的价值,争取抓住资产从被低估到回归合理估值区间的收益,实现“+”的收益增厚效果。

在债市的波动分化中,部分公募人士建议,一方面,需要强化固收资产在“固收+”产品中的重要基石地位,加固资产配置底色,增强组合的抗风险能力;另一方面,根据权益市场的走势和风险偏好变化,灵活动态调整“+”部分(如股票、可转债等)的配置比例。比如在当前权益投资向好的背景下,可以关注行业轮动和主题投资机会,如科技、消费等板块,但需要结合估值和基本面进行筛选。

从仓位和结构来看,永赢基金表示,首先,仓位上考虑适度积极,提升锐度与弹性,以增厚潜在收益。考虑到当前周期及资产特征,“+”部分应积极匹配市场的

贝塔收益。其次,重视结构特征和风格特征,用丰富的策略储备应对市场变化。自上而下来看,经济增长、超额流动性指标显示宏观环境已逐步发生变化,这对于大小盘、成长价值风格可能形成关键影响。当前市场已经进入风险偏好逐步修复到全面抬升的阶段,周期因子有回归潜力,组合配置可以向景气性周期类方向做切换。

目前,公募行业已经在“固收+”投资策略上进行了广泛的探索,固收叠加权益(包括红利、现金流、科技、宽基等)、可转债、打新、定增等策略,以及多资产配置、恒定仓位、股债对冲、量化增强等策略,均已经在不同风险收益特征的“固收+”产品上进行检验,“+”部分的策略和资产日趋丰富。

如何动态把握各类资产之间的相对性价比,利用“固收+”组合分散化投资,寻找配置最优解?永赢基金表示,一是组合打法上高度重视多资产的协同,比如今年以来权益市场变化节奏快,债券资产重点提供对冲价值。应对权益市场调整的潜在风险,可以结合债券资产的信号判断,增加久期敞口。二是利用资产互补,今年市场的风格和行业轮动快速,通过分析资产底层特征,找到互补资产,能帮助组合穿越轮动周期,例如可转债偏向中小市值风格暴露,可搭配价值类红利股票敞口形成协同。三是突出相对性价比,比如借助可转债溢价率选择可转债与正股,寻找资产配置优解方案。

“对于普通投资者来说,需要根据自身风险偏好和实际需求来选择相应的‘固收+’产品。除高弹性的‘固收+’外,低波类‘固收+’产品在市场端的需求一直比较显著。此外,近两年来,量化增强策略的‘固收+’产品作为新增力量,也受到了不少投资者的关注。”林龙军提示。

# 指数投资变阵:“由宽到细”精准化趋势显现

● 本报记者 王雪青

“寒武纪股价已开始冲击1400元大关,最低买入金额(两手)已超27万元。对很多中小投资者来说,直接买寒武纪股票有点不现实。于是,百余元起购的ETF成为了重要的替代选择。”一位资深指数投资人如是说。

随着全市场ETF规模突破5万亿元,A股指数化投资趋势加速演进。从寒武纪日前发布的半年报也能看出,指数化投资对寒武纪的托举作用不容忽视。目前,寒武纪作为上证50、科创50、沪深300、中证A500、国证半导体芯片等多个指数的成份股,相关指数基金与寒武纪本轮上涨可谓相互成就。

值得注意的是,随着市场持续活跃,AI、创新药、券商等行业表现亮眼,指数化投资格局正在悄然生变。8月以来,资金逐渐从宽基指数ETF流向行业、主题、策略型指数ETF,呈现出“由宽到细”的精准化投资趋势。

## 指数基金加仓寒武纪

从交易层面来说,寒武纪的崛起与A股指数化投资的发展密切相关。寒武纪半年报披露,截至今年6月末,在公司前十大流通股东名单中,4个席位属于ETF。其中,华夏上证科创板50ETF和易方达上证科创板50ETF分别位列第5位和第6位,持股数量较一季度末均有所增长;

第9位是新进入榜单的嘉实上证科创板芯片ETF;华夏上证50ETF名列第10位。

2024年12月,寒武纪被纳入上证50指数,一度引发市场热议。截至2024年底,华夏上证50ETF成为寒武纪新进十大流通股股东,当时该产品规模高达1500多亿元。Wind数据显示,截至2025年8月26日,华夏上证50ETF规模已超过1850亿元。

2022年2月,寒武纪先被纳入科创50指数;2023年12月又被纳入沪深300指数;2024年12月,上证50指数和中证A500指数将寒武纪调入成份股名单。当前,寒武纪所占权重较高的指数有科创AI指数、科创芯片指数、国证芯片指数、科创50指数等。

“寒武纪被纳入部分核心指数后,跟踪这些指数的被动型基金需按规则买入该股,为股价提供了稳定的资金支持。”一位公募人士对中国证券报记者表示,“从某种程度上看,指数化投资对寒武纪等龙头股的上涨起到推动作用,其本质就是被动资产配置逻辑与市场定价机制深度融合的结果。”

“未来,指数化投资可能更注重公司的基本面和行业地位,而非短期炒作。”上述公募人士表示。

值得一提的是,8月19日至8月22日,10家公募机构集中上报首批中证科创创业人工智能ETF。这批ETF跟踪的是中证科创创业人工智能指数,该指数于今年5月发布,最新前三大成份股为中兴旭创、新易盛、寒武纪。这意味着更多被动投资资金还在路上。

## ETF投资向精准化转变

在当前的市场环境中,强势股与指数投资形成了相互成就的关系。上述公募人士表示,强势股票的加入可提升指数的代表性和吸引力,被纳入主流指数的个股将获得长期流动性溢价。同时,强势股票的上涨会带动相关指数上行,吸引更多资金流入指数基金,形成“指数上涨-资金流入-股票上涨”的良性循环。

截至8月25日,境内市场ETF规模突破5万亿元。值得注意的是,今年8月以来,ETF投资呈现出由宽基指数产品向细分指数产品流动的趋势。其中,与港股互联网、港股创新药、证券公司、通信设备等细分领域指数相关的ETF尤其受到投资者追捧。

Wind数据显示,截至8月26日,主题、行业、策略、风格指数ETF产品(含跨境)8月以来获得资金净流入合计超过860亿元,同期规模指数ETF产品(含跨境)的资金净流出合计超过400亿元。

其中,富国中证港股通互联网ETF8月以来净流入超过100亿元、国泰中证全指证券公司ETF、广发中证港股通非银行金融主题ETF净流入超过70亿元,汇添富国证港股通创新药ETF净流入超过60亿元。此外,与通信设备、机器人、稀土、细分化工、科创芯片、创业板人工智能等相关指数挂钩的ETF产品也获得资金的追捧。

“目前指数投资风格发生变化,反映出投资者风险偏好提升,希望通过聚焦更精准的细分赛道获取更大收益弹性。”市场人士分析称。

## 警惕AI赛道波动加剧

“当前,寒武纪已经成为A股人工智能(AI)板块的锚。”有券商研究员这样认为。但在持续大涨后,这一赛道目前是否过度拥挤,已成为当前投资者颇为关注的问题。

多位机构人士认为,AI板块领涨是政策、技术与需求共振的结果,其长期投资价值仍存,但短期需警惕估值泡沫与资金博弈风险。

中金基金权益部负责人许忠海表示:“节奏上,近期AI板块,特别是细分的算力领域内部呈现海外链与国产链交替领涨的轮动格局。海外链由订单和资本支出预期主导,国产链则受政策催化、供应链安全与新品上市驱动。目前,算力领域发展处于良性阶段,但交易端需要注意快速上涨后的波动风险,需谨慎操作。”

“AI投资范式已从单纯的硬件堆叠升级到‘模型升级-需求爆发-数据反馈-模型再升级’的新维度。云厂商与下游场景的深度绑定以及生态扩张,正在共同抬升产业的天花板。”许忠海认为,“本轮行情在底层逻辑、筹码结构和市场定位上不同于以往,如相关龙头企业业绩持续兑现,高估值有望被高增长所消化。”

宏利基金研究部总经理孟杰认为,选股时要始终以业绩兑现为核心出发点,下一阶段AI投资的重心还是会围绕业绩兑现和竞争格局这两个核心因素。重点要关注订单能见度、技术壁垒扎实、能实实在在把业绩做出来的企业,远离纯粹的概念炒作。

## 量化遇阻 主观逆袭

## 市场没有永远的赢家

● 本报记者 王宇露

近期A股市场持续走高。此前风光无限的量化指增产品,近期接连陷入跑不赢指数的“负超额”窘境;与此同时,沉寂了一段时间的主动权益产品开始爆发,掀起一波“主观逆袭”浪潮。

中国证券报记者调研发现,部分私募投资者开始调仓转战主动管理的产品,一些FOF基金经理也悄然加码进攻型主动权益产品。量化与主观,究竟谁是市场王者尚难做出预测。唯有适应市场变化、持续迭代的策略才能穿越周期。

## 主动权益“王者归来”

近期A股市场表现强劲,主要指数不断走高,多个交易日成交额突破2万亿元。在这波行情中,量化指增产品出现了罕见的“负超额”现象。

8月11日至8月15日以及8月18日至8月22日期间,市场表现强势,中证500指数两周分别上涨3.88%和3.87%,中证1000指数分别上涨4.09%和3.45%。根据第三方机构统计的数据,规模在20亿元以上的知名量化私募中,仅有个别私募的500指增和1000指增产品跑赢相关指数,绝大多数产品出现“负超额”现象。例如,某知名百亿级量化私募旗下500指增和1000指增产品,8月11日至8月15日期间的收益率分别为1.56%和0.98%,远远不及指数表现。

量化指增产品旨在跟踪标的指数的同时,通过量化策略获取超额收益,既追求市场整体回报,又争取超越市场平均水平。然而,近期市场快速上涨行情中,量化模型创造超额收益的能力,受到了严峻考验。

与量化策略表现疲软形成鲜明对照的是,主动权益产品近期表现抢眼。例如,上海一家知名的主观多头私募,旗下代表产品8月11日至8月15日期间的回报率接近14%,8月18日至8月22日期间的产品单位净值涨幅超10%。此外,还有多家私募代表产品单周净值涨幅超10%。自6月下旬以来,已有多家私募的代表产品净值涨幅超过30%,表现远好于同期的量化产品。

## 资产配置思路开始转向

在过往较为稳定的业绩支撑下,量化产品成为投资者近年来主要配置的方向。从今年私募基金新发情况来看,绝大多数新募集的资金均流向量化策略领域。不过,中国证券报记者调研发现,近期投资者配置思路发生了明显转变。

在一个投资者交流群中,投资者小吴(化名)表示:“近期计划赎回已投资量化产品的获利部分,择机选择主观产品,控制仓位。”无独有偶,另一位投资者李铭(化名)也表示,其投资的某知名量化产品,9月初将迎来开放日,他已经预约赎回。还有投资者小于(化名)已经将前期赎回的资金,全部投向了一只偏向科技主题的主动权益产品,近一个月该基金已涨逾35%。

除了个人投资者开始转向主动权益产品,中国证券报记者调研了解到,一些FOF基金经理也在减少量化策略的配置比重,增加了进攻性较强的主动产品配置。

华南一家FOF机构的研究员透露,由于量化策略在全市场的占比越来越高,公司认为风险持续上升,因此已经开始持续降低量化策略的配置占比。与此同时,随着市场周期的变化,前几年遭遇困境的主观产品反而迎来了适合其发挥的市场环境,因此提升了主观产品的配置比例,最近大幅增加了一些进攻性较强的主观私募产品的配置。

数据层面也有所佐证。浙商证券研报显示,2025上半年小微盘股强势领涨,背后可能主要受到量化资金的推动,体现为私募新发规模与小微盘超额之间相关性较为显著。不过,量化资金后续发力空间较为有限,已经观察到私募量化激进度开始回落,私募量化新发空气指增+量化选股等激进类产品的占比已从7月的46%下行至8月的36%。

## 主观量化各有千秋

今年以来,量化策略一路高歌猛进。私募排排网最新数据显示,截至2025年7月底,百亿级私募达90家。其中,量化百亿级私募增至44家,主观百亿级私募减至39家,此外还有部分私募机构为混合策略。

此前,随着人工智能和量化技术的快速发展与完善,以及市场整体波动加剧,私募量化产品在绝对收益和超额收益方面均取得了优异的成绩,产品也受到更多投资者的热烈追捧,持续吸引资金流入,百亿级量化私募机构管理规模明显扩容。不过,业内人士认为,主观和量化策略各有优势,也有各自适应的市场环境。随着近期市场环境的变化,主动权益策略上演“王者归来”,在上涨行情中的阶段性优势将逐步显现。

一位公募基金经理表示,优秀的主动管理人通过深入研究可以挖掘出优质个股,从而为投资者提供较好的超额收益,特别是在A股市场,做出超额收益的基金产品有很多。尤其是在较为强势的上涨行情中,主动管理型基金的业绩弹性往往大于量化产品。此外,主动管理型基金可以通过选股、择时以及投资组合的调整来主动管理风险,相比之下,量化产品通常只能被动地接受市场风险。

私募人士认为,主观和量化策略各有优势。量化投资依靠严格的模型与纪律进行交易,以数学模型和海量数据为基础。不会因市场情绪而冲动交易,也不会因为贪婪和恐惧而做出错误决策,确保投资纪律的严格执行。同时,量化拥有更广阔的投资视野,能在更大范围的股票池中高效筛选标的。主观投资则更加注重基本面确定性,在深度价值挖掘和宏观周期把握方面,主观投资具有明显优势。

此外,中国证券报记者调研发现,随着策略的多元化发展,主动管理与量化结合的策略开始进入大众视野,这种融合趋势可能成为资产管理行业未来的发展方向。例如,康曼德资本创始人、投资经理丁楹表示,研究国际对冲基金的发展路径可以发现,“人与技术”的双向融合一定是大势所趋。所以,他将康曼德定位为一个“主观+量化”的结合体,希望能够消化吸收量化投资的方法和优秀的主观投资方法,让量化和主观形成有机互动。

市场变幻中,没有永远的赢家。不论是主观还是量化,唯有适应市场变化、持续迭代的策略才能穿越周期,在波动的市场中站稳脚跟。