

谁动了FOF的底仓

从策略漂移到配置思路重构

□本报记者 魏昭宇

今年上半年,科技成长板块一枝独秀,极致分化的行情不仅让选股的基金经理“头疼”,更让选基的FOF基金经理面临底层资产“不太稳定”的难题。不少主动权益基金和量化产品在巨大的赚钱效应下出现一定的策略变化,原本宣称“均衡配置”的思路被打破,超配科技赛道成为不少基金的选择。当产业趋势逻辑或估值泡沫引发均值回归时,过度拥挤的因子策略迅速失灵,量化模型基于历史数据训练的天然滞后性更是加剧了组合的系统性回撤,让重仓这些产品的FOF措手不及。

面对底层资产的不稳定性,如何前瞻识别风格漂移、构建更稳健的FOF组合,成为行业亟待解决的课题。从多维度的量化监测指标到“用ETF锚定贝塔、用主动基金博取阿尔法”的配置思路演变,越来越多的机构开始重新审视主动与被动的角色分工。在成本、透明度和估值可查等优势加持下,ETF作为底仓“锚”的价值凸显,而主动基金则回归卫星资产定位,各司其职以应对市场风格的剧烈切换。



视觉中国图片

FOF底层资产“不太稳定”

极致分化的行情不仅让选股的基金经理“头疼”,选基的基金经理也很苦恼。当被问到为何二季报中的主动权益基金配置与一季报相差较大时,一位FOF基金经理张鹏(化名)面露难色:“因为很多人都偏向科技上了。”

“我们FOF团队对主动权益基金的期望是能够跟上主动权益的整体涨幅,可以不拔尖,但尽量做到不掉队,适当均衡,基金经理无论在何种行情下都能够坚守自己的投资框架。”张鹏坦言,“但二季度的行情已经让不少基金经理难以坚守自己的原有框架,他们的配置思路和我们去年调研时所表达的出现了较大出入。相应的,我们对不少产品的标签设定也发生了变化。”

除了主动权益产品,不少公募量化产品也

在超配AI赛道的过程中让净值走势变得一波三折。“由于执行全市场均衡配置的策略,我此前看好的一只主动公募量化基金一直表现比较稳健,但后来我发现这只产品和科技股越来越具有正相关性,所以在5月份我就减仓了这只产品。”一位来自华南公募机构的FOF基金经理向中国证券报记者坦言,“尽管这只产品后来又涨了一段时间且在震荡后快速回血,但已经违背了我最早将其作为‘底仓型选手’的配置初衷。我最早选它并不是它能提供多强的业绩弹性,而是看中了它全量化分散选股的均衡特点。”

Wind数据显示,全公募市场超600只(不同份额分开计算)主动量化型基金中,在7月份有超400只产品回报率为负。其中,有26只基金

回撤幅度超30%,超100只基金回撤超20%。而万得偏股混合型基金指数在7月的跌幅约13%。

时间进入8月后,不少公募量化基金的净值随着科技行情的反弹快速回暖。Wind数据显示,截至8月21日,不少在7月回撤超20%的基金8月以来净值增长率已超10%。截至二季度末,不少量化产品的前十大重仓股主要聚焦算力和半导体赛道。尽管每只股票占比较小,但结合基金在多个科技行情出现重大变化的交易日的净值走势来看,不少公募量化产品对科技股的偏重已成事实。

有观察人士表示,上半年业绩出色的量化产品大多重仓了科技成长板块。一旦产业趋势逻辑或估值泡沫引发均值回归,过度拥挤的因子策略就会快速失灵。由于量化模型依赖历史

数据生成交易信号,本身存在滞后缺陷,当市场风格急剧转向时,难以及时减仓或调仓,进而引发组合的整体回撤。

西部证券的报告中提到,2026年二季度,公募基金(主动偏股+灵活配置型公募基金)的TMT持仓已超60%,刷新历史高点。国金证券的报告表示,从赛道角度来看,2026年二季度主动偏股基金对于AI硬件(光模块、PCB、半导体等)的配置比例/超配比例进一步提升至54%/30.4%,这一配置比例仅次于2009年第二季度的金融地产,而超配比例则为主动偏股基金对于历史主流赛道超配比例的最高水平。无论从单一行业视角、还是赛道视角来看,二季度末主动偏股基金对于AI硬件的配置比例均已经达到了历史峰值水平。

多维度监测基金持仓变化

回顾上半年的行情,盈米融融聊财经投顾团队表示,科技板块一枝独秀,走出了极致的分化行情。巨大的赚钱效应不仅吸引普通投资者涌入科技板块,多只原本均衡配置的主动型基金也出现了明显的策略漂移——此前主投消费、医药、红利的基金经理纷纷转投科技,推动机构在科技板块的集中度升至历史高位。这种“抱团—瓦解”的剧情在历史上其实经常上演,单纯依靠跟踪净值和频繁调研,很难真正防范风格漂移。作为资产组合管理人,需要从这些表

象之下,提前寻找和发现基金风格漂移的端倪。主要有以下几个维度。

第一层:看风格标签和实际持仓对不对得上。一只说自己“均衡”的基金,持仓里却大部分是成长股、热门赛道股,就说明这只产品名不副实。但季报一个季度才出一份,等在季报里发现风格漂移,行情往往已经走完大半。这就需要更高频的方法。

第二层:把净值“拆开看”,看它到底靠什么赚钱。同样涨3%,可以是均衡组合稳步涨出

来的,也可以是重仓单一行业赌出来的,净值看着都是在涨,背后的风险天差地别。投资者可以拿基金的每日净值变动,与市场上的行业指数做对比,反推它背后真正重仓的是哪个板块。

第三层:看基金产品和基准的偏离是否突变。一只均衡型基金,正常情况下会和基准(比如沪深300指数)保持一个相对稳定的差异度。如果某段时间突然相差很多,也要引起警惕——偏离度的突变,往往是策略调整的信号。

在天相投顾基金评价中心的研究人员看

来,识别策略偏移还应依靠基于客观持仓的量化指标交叉验证,而非仅依赖净值与调研。例如,可用的指标包括天相风格稳定度SD,以最近6期半年报/年报全持仓的规模、价值、成长暴露波动刻画漂移程度;滚动跟踪误差与信息比率,监测相对基准的偏离是否异常放大;行业配置集中度与主题暴露变化,识别持仓是否向单一赛道聚集;以及实际权益仓位相对基准权重的偏离。这些指标源于定期报告真实持仓,可在调研之外提供前瞻、客观、可复核的预警。

ETF锚定贝塔 主动基金博取阿尔法

当发现持有的基金投资和自己预期所投方向出现偏离的情况,基金管理人该如何做?

汇丰晋信基金向中国证券报记者介绍,需要具体问题具体分析。首先对于核心底仓品种,事前就会很看重过去五年基金投资及风格的稳定性。因此这部分底仓品种,一般情况下不会出现明显的所投方向和预期方向有偏移。如果某一阶段发现出现偏移,通常会先了解清楚情况和逻辑再做决策。对于卫星仓位,往往要求对该行业或者赛道保持一定的锐度,如果出现跟不上贝塔行情的情况,一般也会先进行研究,如果发现赛道改变,会及时调整至更贴合该赛道的

其他卫星品种上。

在张鹏看来,不稳定性因素的变多也让ETF类产品的配置价值愈加凸显。“随着ETF的细分品类不断增多,只要科学研判,这类产品是可以抓住市场行情主升浪的。而且这类产品在费率和交易灵活度方面有优势。”

汇丰晋信基金还表示,目前来看,ETF仍在不少方面较难替代主动型产品。尤其是对于部分宽基赛道,比如大消费、医药、TMT等,各个细分行业、甚至细分行业内不同公司之间的景气度往往差异较大,ETF往往无法捕捉其细分行业内的阿尔法。因此针对这些行业,通过配置主动管理

型产品进行有针对性的风险暴露,往往能够为FOF赢得更高的阿尔法收益。“比如,创新药属于内部公司之间分化比较大的赛道,今年以来创新药不存在贝塔行情,需要主动基金经理在个股上的认知来赚取阿尔法收益,因此今年医药类ETF表现较部分主动基金表现相对一般。”

天相投顾基金评价中心的研究人员表示,FOF组合中,主动基金承担阿尔法来源,依靠管理人选股与配置能力获取超额收益;ETF凭借低成本、透明、风格稳定的特点,承担贝塔配置与战术调整工具角色。此外,FOF资产配置框架无需推倒重构,但应强化对底层主动基金的风格监测与纪

律约束,使主动阿尔法与被动贝塔分工更清晰。

这与盈米融融聊财经投顾团队的核心思路有不少相似之处:用ETF锚定贝塔、用主动基金博取阿尔法。把组合的核心收益交给ETF,特别是沪深300、中证A500这类宽基指数;主动基金作为卫星资产,小权重、风格纯,用于获取超额收益。

盈米融融聊财经投顾团队也表示,有些主动型基金在赛道风口期确实能跑出超越指数的超额收益。但投资最重要的是资产的长期稳健增长,而不是赌风口。让ETF当“锚”,把稳定性握在自己手里;让主动基金干“创造超额”的活,各司其职——这才是更稳健的策略。