

多策略经受压力测试

分散投资逻辑待“再校准”

10月中旬,上海一家中型FOF机构的办公室里,投资总监刘敏(化名)正在复盘组合。她持有的几只多策略子基金,业绩分化明显:有的回撤后较快修复,有的至今仍在“坑”里。“让我困扰的是,部分产品回撤了,但说不清楚回撤是策略框架之内,还是预期之外。到底是策略失效,还是市场环境不适应,需要一层层拆。”她说。中国证券报记者通过渠道机构采访到的高净值客户陈飞(化名)的困惑更直接。今年年初他买入一只主打“稳健分散”的多策略产品,今年9月的产品净值仍在他的成本线附近徘徊。“说是分散,但股票跌的时候它也跌,商品跌的时候它还跌,到底分散了什么?”

数据也在印证这种投资体感。好买基金研究中心监测的数据显示,从全行业来看,截至2026年9月底,证券私募行业多策略指数近一年上涨2.92%,仅略高于债券策略的2.02%;9月当月,多策略平均收益率为-0.51%。同期,管理期货策略的平均收益率为1.02%,债券策略和股票策略的平均收益率分别为-1.01%和-1.47%。业内开始重新审视一个基础问题:多策略的分散逻辑,是否需要再进行校准?

● 本报记者 王 辉

业绩平淡背后 “齐涨齐跌”频发

“不是策略失效,是策略本身不适应的市场情况频发。”雪球金融产品与研究部负责人姜玉婷的判断,来自一组复盘数据:截至今年8月,今年以来股债商品同步下跌已发生18次,发生频率达到12%,创近5年新高。这解释了多策略今年业绩平淡的结构性原因。目前国内私募多资产策略的底层,多数是股债商品多头组合,管理人运用风险平价或风险预算在不同资产波动率变化时调整仓位,有些还叠加了擅长的策略作为补充。但股债商品同步下跌时,多头组合天然会产生回撤。姜玉婷同时提示了一个容易被忽略的情况:复盘近5年股债商品同步下跌后不同策略的表现,多策略的修复时间快于三类资产各自修复的时间。“所以,今年并不能说是多策略失效,而是策略本身较难适应的市场情况频频出现。”知名外资私募锐联景淳创始人许仲翔的解释更为细致:3月市场回撤的核心触发因素,是地缘冲突抬升美联储加息预期,推动全球大类资产底层定价逻辑变化,属于系统性外部定价冲击;7月以来回撤高度集中于权益单一资产,由海外AI主线投资信心动摇传导至A股,本质是股票市场的结构性回调。“7月以来的市场行情,充分检验出各



视觉中国图片

类宏观多策略产品真实的分散配置能力,不同管理人之间的业绩分化被充分放大。”许仲翔称。波克私募基金经理陈旭东也观察到这种分化:配置相对均衡、具备动态调整和对冲能力的管理人,产品净值表现相对平稳;而风险敞口集中于单一资产或市场风格、组合构建较为依赖历史相关性的管理人,产品则经历了较大幅度回撤。“多资产、多策略并不天然意味着风险分散,关键在于底层风险敞口和收益来源能否形成互补。”

从“配资产”到“配风险”

业绩分化之下,管理人和筛选方都在调整观察坐标。姜玉婷透露,雪球基金2022年开始代销私募多策略产品,一直以来引入产品的标准都比较严格,“始终将策略构建逻辑与团队禀赋的匹配程度作为最重要的评估因素,业绩只是过往策略对市场环境反映的结果,而非首要因素”。在她看来,更值得关注的是管理人是否清楚哪些风险是产品需要承受的、哪些可以规避,以及对于可规避的部分,是否有能力运用新策略、新工具进行组合迭代。好买基金研究员梁孚楠则把观察落到三个更具体的层面:不同资产和策略在压力环境下能否继续保持较低相关性,避免表面配置分散、底层却集中暴露于同一类宏观风险;实际回撤是否处于产品事先设定的风险预算之内,管理人在波动放大时能否按既定机制减仓、对冲和再平衡;产品的净值修复来自原有策略持续创造收益,还是主要依赖某一类资产的反弹。“多策略产品可以出现阶段性回撤,关键是回撤来源能够被识别和解释。”梁孚

楠概括说。

管理人的策略框架也在不断迭代。知名宏观对冲策略私募凯丰投资将其整体策略定位为“总风险预算下追求超额收益的高夏普策略”,并进一步划分为以风险平价为核心的宏观配置类策略和以CTA为核心的绝对收益策略。宏观配置策略方面,股债商品都是多头,通过风险预算让组合更稳健;主观CTA和量化CTA分别从演绎和归纳两类方法获取收益。这几类子策略相关性较低,公司同时会对波动率和风险价值(VaR)逐日监控,超过一定阈值就触发仓位调整。正是这套机制,让凯丰投资旗下产品在8月以来基本修复了前期的回撤。陈旭东的体会是,股票、债券、商品只是资产的外在形式,真正驱动价格是的增长、通胀、利率、信用等底层因素,同一种资产在不同宏观阶段可能呈现完全不同的风险属性。“我们会穿透资产类别,识别组合在底层宏观风险上的集中程度。”他同时提示,不同策略不能只是简单拼接,还需要在组合层面统一管理,及时识别策略之间可能存在的重复持仓和相同方向暴露。

做好“稳定器”定位

拉长视角,多策略的长期配置价值并未被否定,但投资者认知和产品定位需要再校准。许仲翔的做法是“不预测、重配置”。其组合依托境内外股票、境内外债券、大宗商品、黄金等多类资产,依靠不同区域、不同资产在驱动逻辑上的差异性,实现基础层面的风险对冲。他恪守“80%战略配置”加“20%战术调整”的定位,不将策略演变为高频择时工具,并建议引导投资者建立3至5年的长期持有视角。

姜玉婷提醒,多资产策略是现成的大类资产配置型产品,可以分享长期资产上涨收益、优化单一资产大幅波动的不良体验,但筛选时最重要的是“波动匹配”。“这类产品有不同的波动区间,选择自己适合的波动率是首要因素。”此外,她还建议,投资者要了解产品擅长和不擅长应对的市场环境,再与其他产品做风险上的进一步分散搭配。

格上基金研究员蒋睿将多资产策略的角色定位为“组合稳定器”,通过跨资产、低相关性配置降低组合波动、平滑收益曲线。蒋睿同时提示,投资者容易把“资产分散”等同于“风险分散”,需警惕“名义分散,实质风险集中”。

融智投资FOF基金经理李春瑜进一步把多资产策略在配置中的角色定位分为三个维度:组合的波动缓冲维度,降低单一资产大幅波动冲击;拓宽收益来源维度,在不同宏观周期捕捉多元机会;适配长期资金维度,匹配高净值、机构资金跨周期配置需求。筛选管理人时,李春瑜认为,需要重点核查私募管理人的宏观研究与风险预算体系,检验团队的跨资产投研能力,并复盘多轮市场环境下的回撤控制。

回到刘敏和陈飞的情况,刘敏已经开始要求子基金提供压力环境下的相关性数据和回撤归因,“不能只说分散,要能拆开看”。陈飞也逐渐接受一个更朴素的认知:多策略不是不跌,而是跌得可解释、修复有路径。

凯丰投资负责人则从投资者认知角度补充称:海外成熟金融市场更看重阿尔法,偏好低波动、高夏普的产品形态;国内投资者往往更侧重收益率,“往往在盈利时只看收益,回撤来了才想起看波动”。随着市场和客户成熟度提升,传统“只拼收益”的多策略运作模式会逐渐失效。

长盛基金张谊然:穿越市场波动 创新药走向价值重塑

● 本报记者 王雪青

医药板块震荡分化,如何判断创新药标的的投资价值?长盛基金权益投资部总经理兼研究部总经理张谊然近日在接受中国证券报记者专访时表示,中国创新药正从研发崛起走向价值重塑,投资的关注点需要从单笔对外授权能否落地,转向企业持续创新与商业化兑现的能力。由她拟任基金经理的长盛医疗研选混合型发起式证券投资基金已于10月12日启动发行。在张谊然看来,把握医疗产业的长期机遇,既要看清产业方向,也要算清成长的价格,并通过组合管理应对研发与商业化过程中的不确定性。

下一程看商业化兑现

为什么选择在当前时点进一步布局医药,对此张谊然表示,国内创新药行业已经步入“政策、产业、估值”三方面共振的阶段,这是她选择在这一时点布局的重要依据。其中,她尤其关注产业价值兑现的进程。“中国创新药正在从研发崛起走向价值重塑,产业层面将逐步兑现价值。”她认为,随着中国药企参与全球竞争的能力增强,创新药的投资逻辑正从研发突破向商业化兑现延伸。这一判断来自长期的产业跟踪。2019年至2020年,吸引张谊然关注的是医药合同研发生产(CDMO)产业。国内企业凭借成本与效率优势,承接海外药企的生产制造需求。在她看来,彼时的医药投资机会更多来自产业景气与“工程师红利”,源头创新能力仍待提升。

2022年前后,国内药企在抗体偶联药物(ADC)、双抗等领域取得进展,与海外药企达成合作,让她看到中国创新药从同质化竞争走向差异化创新的变化。2023年以来,随着更多授权合作落地,张谊然关注的问题进一步深入:从“有没有管线”,转向管线是否具有全球竞争力、能否完成商业化。

在张谊然看来,如今国内创新药企的能力建设,已逐步覆盖资产质量、合作模式、注册路径与商业化运营等环节。头部企业通过自建海外团队、对外授权、合作商业化等方式拓展市场,为研发成果转化为收入与利润探索路径。这意味着,对外授权是研发价值获得认可的重要节点,但并非投资研究的终点。授权之后的临床进展、上市进程与销售表现,仍需持续跟踪。

因此,张谊然将未来几年作为观察中国创新药海外商业化兑现的重要阶段。随着产品逐步走向市场,企业之间的差异将更清晰地体现出来,持续产出优质管线并实现商业化的能力,也将成为判断长期投资价值的重要依据。

好产业也要精选好公司

“创新药投资正在从贝塔(整体收益)投资向阿尔法(超额收益)投资转变。”张谊然认为,行业空间打开之后,投资更需要辨别公司之间的差异,综合考察研发能力、授权质量与商业化前景。

这与她的成长投资框架相契合:自上而下判断方向,以产业趋势为主线,自下而上精选个股。在赛道选择上,她偏好渗透率已突破“从0到1”、开始进入“从1到10”加速阶段的领域,这一阶段需求快速扩张、行业空间大、龙头份额提升快,是成长股投资的“黄金区间”。落实到个股,张谊然既关注技术壁垒、竞争格局,也看重治理结构、管理层背景与执行力、激励机制与股东回报。

但产业趋势向好,并不意味着可以忽略价格。对于长期看好、短期估值却不便宜的公司,她的原则是:“先定阶段、再看估值消化能力。”如果企业仍处于成长加速阶段,她会结合行业增速、供需变化和竞争格局,测算当前估值需要多高的增速、多久的时间来消化;如果公司尚处早期,产业与商业化仍待验证,她则先以少量持仓观察,再随着验证进展动态调整。

估值方法也要随企业阶段变化。早期研发型药企,可以参考管线价值折现、远期峰值销售测算等工具;进入商业化兑现期后,市盈率等基于经营业绩的指标才更具参考意义。在张谊然看来,用适合的尺度衡量企业,才能更准确地理解“贵不贵”。

宏观研究经历也让张谊然对成长股的价格波动多了一层认识。成长股包含较远期的盈利预期,对利率与流动性更敏感,产业逻辑未变时,也可能经历估值调整。她因此将宏观分析更多用于择时与风格判断,把超额收益的主要来源放在公司研究上。面对当前市场,她表示,不能简单把产业趋势与股票涨跌画等号,无论人工智能还是创新药,都需要进一步寻找竞争优势扎实、成长能够兑现的企业。

用组合管理应对成长波折

看清长期方向之后,如何应对途中的波动,是张谊然构建组合时反复考虑的问题。

创新药具有高弹性、高波动的特点,临床失败、商业化不及预期以及技术路线变化,都可能影响企业价值。她的应对策略是优选领域、分层持股,并通过动态调整管理风险。

首先,在市场空间较大、商业化潜力较好的领域寻找机会,同时在治疗领域、产业模式上保持适度分散,降低单一管线失败对组合的冲击。

其次,以核心仓位与弹性仓位相搭配。核心仓位重点关注能够持续产出差异化管线、具备连续商业化能力的平台型企业;弹性仓位则在深入研究基础上,审慎参与产品潜力较大、仍需进一步验证的公司。

同时,她会结合产业趋势、行业景气与交易拥挤度,对组合结构和个股集中度进行调整,努力平衡成长弹性与回撤风险。

对于新产品长盛医疗研选,张谊然表示,创新药投资需要以中长期产业视角看待,通过精选公司、分层配置与动态调整,努力改善持有体验,让投资者能够拿得住、拿得久,分享优质企业成长的成果。

知名基金经理频频调仓 挖掘顺周期投资机遇

● 本报记者 王鹤静

近期发布的A股上市公司以及基金三季报,披露了多位知名基金经理的最新调仓动向。三季度,基金经理张明昕管理的华商均衡成长减持光华科技,陈文凯管理的华泰柏瑞质量成长减持中国巨石,冯柳执掌的高毅邻山1号远望基金减持海康威视。同时,基金经理们也在挖掘新的投资机会,例如张坤管理的易方达蓝筹精选增持川投能源,杜猛管理的摩根新兴动力新买入金田股份。在部分基金经理看来,A股AI相关板块的估值已较充分地反映了全球流动性和风险偏好的压制,与海外同类资产相比,性价比正在提升,但海外高估值科技资产的回调风险、全球流动性变化、地缘因素仍需密切跟踪。