

从策略拼盘到产品化交付

私募多元策略成熟模式浮现

私募证券基金规模突破9万亿元之后，单一策略的波动承受力正成为资金端的核心关切。中国证券报记者近期在业内调研了解到，在今年以来市场波动增大的背景下，量化多策略、宏观多策略、多资产FOF/MOM、风险预算型多策略等“多元策略”产品在渠道货架上悄然增多。但“多元”二字之下，产品化程度参差不齐：有的已形成连续实盘、清晰归因和统一风控，有的仍停留在策略拼盘甚至概念包装阶段。结合多家私募的实践与第三方渠道机构的观察，多元策略的几种成熟模式正在浮出水面，而资金端的选择逻辑与渠道生态的配套能力，仍是决定其能走多远的关键变量。

● 本报记者 王辉



视觉中国图片

第三方机构对多元策略的分类已相对清晰。融智投资FOF基金经理李春瑜将其归为五类：复合策略、量化多策略、基于风险预算或风险平价的多资产多策略、宏观对冲策略以及组合基金FOF/MOM。好买基金研究中心研究员梁孚楠从渠道准入视角则归纳为三类：量化多策略、宏观多策略、多资产FOF/MOM。分类框架虽有差异，但指向同一个事实：多元策略已不是单一形态，而是形成了可辨识的模式

同一款多元策略产品，三类资金看的是完全不同的指标。渠道机构人士表示，机构资金的核心诉求是“回撤可控、收益稳定、可解释、可归因”，重视风险预算、持仓透明和流动性；高净值客户更关心回撤幅度、修复时间和持有体验，把多元策略定位为“稳健、回撤小、体验好的替代资产”；家族办公室则强调与企业经营、房产等既有资产互补，将其视为

多元策略在渠道端的瓶颈，首先来自产品复杂度。渠道机构人士表示，客户理解和持续沟通的成本较大，销售与评价又容易受短期业绩影响；部分客户对收益稳定性的期待偏高，回撤时容易产生心理落差。有渠道机构人士进一步表示，多元策略的投后陪伴成本明显高

谱系。

产品化成熟度却分层明显。李春瑜分析，量化多策略产品线分层清晰，通过模型统一风险预算并输出子策略权重，是许多头部量化私募主推的形态，但完整有效的产品可复制性较弱，核心约束是底层阿尔法信号难以复制；风险预算型多资产多策略机构认可度高、框架可复制，但落地形成有效产品的可复制性不强；宏观对冲策略可复制性较低，收益高度依赖对股、债、商品等资产方向的判

断，回撤集中发生在宏观情景误判或流动性突变时；复合策略逻辑简单、可复制性强，但子策略相关性跳升时可能会出现回撤共振。FOF/MOM则与前述“单管理人内部多策略”在架构上有本质不同，国内体系较为成熟，但面临母子基金双重收费、底层透明度不足、流动性错配等痛点。不少头部私募的实践为这些模式提供了注脚。灵均投资首席投资官马志宇将“多元”拆为资产、策略、产品三个

间序列相关性，得出初步判断；再把子策略收益拆解到风险因子上，判断是否在单一风险因子暴露过大；最后做压力测试，模拟极端环境下各策略分散是否有效。梁孚楠则认为，渠道评价应从单一产品业绩延伸到对客户整体组合的贡献，穿透检查权益、利率、信用等共同敞口，同时看滚动相关性和压力期同步亏损情况。

管理人的判断与渠道形成呼应。于单一策略产品，但收费模式尚未同步体现这种服务增量。

未来一两年，哪类模式更可能规模化？李春瑜认为，量化多策略和FOF组合基金更可能胜出，理由是收益来源为子策略或子基金阿尔法、容量相对较大、产品化标准化程度高、可分层设计满足不

同风险偏好；梁孚楠则更看好“投资框架清晰、风险管理成熟、长期业绩经过验证”的多策略产品。两种判断并不矛盾：前者侧重产品供给的标准化能力，后者侧重管理人的长期可验证性，合在一起恰好勾勒出规模化的两个条件。

渠道与管理人的共建方向也已清晰：

资金面变化积极

更直接的信号来自资金面。10月15日以来，主要宽基ETF获得净申购超2000亿元，最近半年宽基ETF的净申购缺口已基本抹平。大额资金在调整中通过宽基ETF集中入场，体现出政策支撑的意愿有所加强；自2025年4月中央汇金明确类“平准基金”定位以来，市场的内在稳定机制已日趋成熟。

此外，近期资本市场的一个标志性事

层面，可视为单管理人内部多策略的产品化样本；联海资产创始人张鹏用“有序架构下的多元化”描述其宏观多策略的金字塔结构；思瑞投资创始人李富军则以平台型MOM的因子分散与动态权重，说明FOF/MOM与单管理人内部多策略的架构差异。梁孚楠提醒，成熟产品应具备连续实盘、清晰归因和统一风控，“若策略名称很多、风险仍集中于同一因子、归因模糊，仍属于策略拼盘”。

锐联景淳创始人许仲翔提出，真正的分散要看底层风险因子是否互补，历史相关性会漂移，叙事驱动下资产相关性会快速抬升；李富军坦言，历史静态相关性容易失真，极端行情下共振风险超预期，后续需常态化压力测试。渠道与管理人在“不能只数资产个数”上达成共识，但如何把这一共识转化为可执行的准入标准和投后监控，仍是进行时。

围绕客户需求做好产品定位，把收益来源和波动特征讲清楚，在销售、持续服务和收费安排上形成更一致的标准，帮助客户建立合理持有预期。业内人士表示，多元策略从悄然崛起到成熟模式浮出水面，缺的已不是策略供给，而是渠道端评价体系、陪伴能力和客户预期的同步成熟。

从中长期判断，汇丰晋信基金的基金经理陆彬认为，市场将维持震荡走势。一方面，全市场今年盈利端有望实现稳健增长，明年经济基本面大概率继续温和修复；另一方面，全球流动性维持边际收紧的状态，但收紧幅度相对温和，对市场估值形成一定压制。市场风格有望从单纯追逐高成长、逐步向成长、质量与防御均衡的方向过渡。未来几个季度，盈利增速边际变化最大的行业 and 方向，将是配置的重点关注领域。

黄海表示，四季度A股市场主要是震荡巩固阶段，在经历三季度市场的高波动和板块再平衡后，市场需要时间去消化预期分歧、整固筹码结构，逐步等待新的共识形成，进而选择方向。主要的支撑因素在于传统行业板块股价调整充分、估值够低、筹码干净，未来扩内需政策有望逐步加码进而带来预期的修复。

黄海表示，四季度A股市场主要是震荡巩固阶段，在经历三季度市场的高波动和板块再平衡后，市场需要时间去消化预期分歧、整固筹码结构，逐步等待新的共识形成，进而选择方向。主要的支撑因素在于传统行业板块股价调整充分、估值够低、筹码干净，未来扩内需政策有望逐步加码进而带来预期的修复。

黄海表示，四季度A股市场主要是震荡巩固阶段，在经历三季度市场的高波动和板块再平衡后，市场需要时间去消化预期分歧、整固筹码结构，逐步等待新的共识形成，进而选择方向。主要的支撑因素在于传统行业板块股价调整充分、估值够低、筹码干净，未来扩内需政策有望逐步加码进而带来预期的修复。

黄海表示，四季度A股市场主要是震荡巩固阶段，在经历三季度市场的高波动和板块再平衡后，市场需要时间去消化预期分歧、整固筹码结构，逐步等待新的共识形成，进而选择方向。主要的支撑因素在于传统行业板块股价调整充分、估值够低、筹码干净，未来扩内需政策有望逐步加码进而带来预期的修复。

黄海表示，四季度A股市场主要是震荡巩固阶段，在经历三季度市场的高波动和板块再平衡后，市场需要时间去消化预期分歧、整固筹码结构，逐步等待新的共识形成，进而选择方向。主要的支撑因素在于传统行业板块股价调整充分、估值够低、筹码干净，未来扩内需政策有望逐步加码进而带来预期的修复。

防御属性与分红能力凸显 煤炭主题基金逆袭

● 本报记者 魏昭宇

今年以来，A股领涨主线意外落在被视为“传统周期品种”的煤炭板块上。Wind数据显示，截至10月29日，煤炭行业指数今年以来涨幅超23%，而半导体、AI算力、AI应用等科技指数年内表现平平。板块行情带动相关基金产品净值走高，截至10月28日，多只煤炭主题指数基金今年以来回报率超16%。

煤炭“逆袭”的背后，是供需与资金风格的共同重构。供给端安监趋严、主产区开工率偏低、进口煤缩量，叠加迎峰度夏与冬储预期，煤价维持高位震荡；需求端火电保供与煤化工替代逻辑仍在。更关键的是，资金正从追逐高成长转向“低估值+高股息+稳现金流”的确定性资产重估——煤炭龙头股息率普遍在4%至5%，在低利率环境下稀缺性凸显。机构普遍认为，在震荡市中，能源板块的防御属性与分红能力，正在被重新定价。

煤炭主题基金水涨船高

令许多投资者意想不到的，二级市场今年以来涨幅最高的板块是煤炭。

Wind数据显示，截至10月29日，申万31个一级行业指数中，煤炭板块的涨幅遥遥领先，表现远超随后的石油石化和银行板块。尽管今年上半年AI板块涨幅明显，但拉长时间来看，表现并不尽如人意。中国证券报记者梳理发现，截至10月29日，半导体行业指数、AI算力概念指数、AI应用概念指数今年以来的涨幅分别为-0.52%、-16.28%、-10.35%。煤炭行业指数的同期表现则为23.48%。

受益于煤炭板块行情亮眼，煤炭主题基金亦水涨船高。指数基金方面，Wind数据显示，截至10月28日，国联中证煤炭A、煤炭龙头LOF等基金今年以来的回报率超16%。重仓煤炭板块的主动权益基金在今年也有不俗表现。以基金经理黄海管理的万家宏观择时多策略为例，截至三季度末，该基金的前十大重仓股分别为潞安环能、晋控煤业、广汇能源、中煤能源、世纪华通、淮北矿业、陕西煤业、山煤国际、完美世界、古井贡酒，其中煤炭股超半数以上。截至10月28日，该基金今年以来的回报率已超35%。

黄海在三季报中表示，能源板块仍是防守端的重要配置。AI基础设施的扩张为电力及相关产业链带来持续的增量需求。将区分不同品种的供需格局，重点关注在审慎假设下，仍具备成本优势、稳健现金流和可持续分红能力的企业，避免将短期的高景气简单外推为长期盈利。

煤价或维持高位震荡

在建信基金的基金经理朱金钰看来，近期煤炭板块走强，主要受到供给、需求与资金三方面因素共同推动。

首先是供给端的刚性收缩。国内煤炭安全检查保持较高强度，部分主产区煤矿开展减产自检，煤矿开工率降至近年同期较低水平。海外市场也受到地缘冲突影响，低价进口煤数量减少。港口库存持续下降，高热值优质煤炭资源相对紧张，进一步强化了市场对于供应偏紧的预期。

其次是需求端表现好于预期。今年夏季持续高温，多地用电负荷创下新高。火电仍然承担着重要的电力保供作用，电煤需求保持较强韧性。与此同时，国际油价上涨也提升了煤炭的替代需求，并为煤化工等细分方向带来一定盈利弹性。

第三是市场资金风格发生变化。在存量资金博弈、市场热点快速轮动的环境下，煤炭板块的“低估值+高股息”特征更加突出。

此外，煤炭板块的投资逻辑也在发生变化。有基金经理提示，过去市场更加关注煤价上涨带来的业绩弹性，当前资金对企业现金流和分红能力的重视程度正在提升。部分煤炭龙头企业股息率处于4%至5%左右。在低利率环境下，具备稳定现金流和持续分红能力的资产相对稀缺，高股息属性因此获得更多关注。

价值风格值得关注

接下来的市场风格将如何演绎，成为了不少投资者关切的话题。

华福证券研报表示，A股近期震荡调整，但对每一个投资者而言，风格的内部分化比指数本身更值得关注。9月国证成长指数下跌约7.5%，国证价值指数下跌约2.8%——差距接近5个百分点。这种分化背后，可能是宏观周期、资金利率、产业趋势与交易拥挤度四股力量的合力。站在当下，在经历近几个月的风格纠缠期之后，可能已经进入变盘时点。今年年底，以上四股力量或推动投资者转向A股的价值风格配置。

从中长期判断，汇丰晋信基金的基金经理陆彬认为，市场将维持震荡走势。一方面，全市场今年盈利端有望实现稳健增长，明年经济基本面大概率继续温和修复；另一方面，全球流动性维持边际收紧的状态，但收紧幅度相对温和，对市场估值形成一定压制。市场风格有望从单纯追逐高成长、逐步向成长、质量与防御均衡的方向过渡。未来几个季度，盈利增速边际变化最大的行业 and 方向，将是配置的重点关注领域。

黄海表示，四季度A股市场主要是震荡巩固阶段，在经历三季度市场的高波动和板块再平衡后，市场需要时间去消化预期分歧、整固筹码结构，逐步等待新的共识形成，进而选择方向。主要的支撑因素在于传统行业板块股价调整充分、估值够低、筹码干净，未来扩内需政策有望逐步加码进而带来预期的修复。



视觉中国图片