

# 量化巨头走出阴霾，不“开快车”要“造好车”

前车之鉴，后车之师。摔过跤的量化巨头们，正在大容量、高收益、低波动这三角关系中重新寻找平衡点。数据显示，在主动压降规模之后，伴随市场的企稳，近期头部量化私募的超额收益有了较为明显的改观。多位掌门人也在教训中深刻反思，未来在规模拓展上保持克制，不能只想着“开快车”，更重要的是“造好车”，将策略容量与募资节奏、团队实力适配好。

对于资管行业而言，大容量、高收益、低波动三者被视为投资中的“不可能三角”。量化私募也不例外。去年前三季度，量化私募业绩与规模一骑绝尘，一时间风光无两。然而，规模快速扩张后，行业收益很快出现超额衰减，业绩“翻车”，诸多头部机构开始写道歉信，甚至劝退投资人。

前车之鉴，后车之师。摔过跤的量化巨头们，正在重新寻找这一“三角”的平衡点。数据显示，在主动压降规模之后，伴随市场的企稳，近期头部量化私募的超额收益有了较为明显的改观。多位掌门人也在教训中深刻反思，未来在规模拓展上保持克制，不能只想着“开快车”，更重要的是“造好车”，将策略容量与募资节奏、团队实力适配好。

## 大幅“回血”：量化巨头业绩明显修复

万物皆有周期，近两年风光无限的“量化大厂”也没能逃过这一宿命。

去年前三季度，头部量化私募吸睛又吸金，行业规模迅速突破1万亿元关口。然而，市场风格变换叠加赛道日渐拥挤，多家百亿级量化私募“翻车”，超额收益迅速衰减。经过近8个月的调整和优化，头部量化私募似乎在逐步走出低谷。

据某券商统计，截至5月27日，近一个月来取得正超额收益的头部量化私募指增产品比例在八成以上，不少头部机构4月末以来的累计超额收益率在5%到10%之间。

“头部量化私募近期超额收益修复有两方面原因：一是5月以来市场环境对于大多数量化策略较为友好，大多数量化模型能够捕捉错定定价的机会；二是部分量化私募在经历去年四季度的低谷之后，在规模、策略上进行了相应的调整，整体表现得到了优化。”私募排排网旗下融智投资基金经理胡泊表示。

值得一提的是，此轮反弹中，出乎市场预期的是，此前业绩“翻车”的幻方量化表现抢眼。Choice 数据显示，5月6日至6月2日，中证500指数涨幅为9.25%。在此期间，幻方量化旗下一只中证500指增产品收益率为16.75%，超额收益超过7个百分点，在披露净值的16家百亿级私募中排名第一。

去年末，幻方量化在其微信公众号上发布《关于幻方量化近期业绩的说明》，表示“最近幻方量化业绩的回撤达到了历史最大值，我们对此深感愧疚”。一时间，超额收益的迅速衰减将千亿量化巨头推上风口浪尖。

在此背景下，幻方量化开始主动控制规模，不仅免收赎回费，其市场总监还在渠道群中建议难以承受波动的投资人尽早赎回。某渠道人士向记者透露：“去年四季度以来，幻方量化规模快速缩减，从千亿规模降至目前的500亿元上方，如

今公司依旧在控制规模。”

量化巨头大幅回调后再度修复的情况，并非第一次在量化私募圈中出现。2021年一季度，管理头寸接近千亿元的明汭投资，超额收益出现一定回撤，引发广泛关注。不过，记者采访获悉，近一年来明汭投资超额收益快速修复，规模也稳定在600亿元以上。

## 敬畏规模：规模过大是业绩的敌人

“所有策略都具有周期性，因此短期的涨跌可能没那么重要。不过，为何规模最大的私募跌得最多，规模缩水后又能够快速‘回血’，这是个值得思考的问题。”沪上某量化私募掌门人直言。

近日，记者采访获悉，经历过业绩低谷期的头部量化私募，如今在规模拓展上愈发谨慎和克制。

聚宽投资合伙人王恒鹏坦言，规模过大是业绩的敌人，对于量化私募来说同样适用：首先，规模快速增长后，策略的冲击成本会显著提升，从而对超额收益产生影响。其次，规模如果过大，量化产品在风格暴露或者股票集中度上可能会比较高，当市场风格发生反转时，超额收益回撤也可能更大。

他还提及，如果中国投资人接受5%的年化超额收益率，优质私募管理人也可以管理千亿规模。但相比于美国市场，当前环境下的中国投资人显然对超额收益要求更高，对应的管理人有效容量就相对有限。“如果管理人规模超出有效容量，业绩相对优势会有损失，甚至还会出现业绩和品牌的风险。”

明汭投资掌门人袁慧明6月在一次渠道客户交流活动中也坦言：“2021年一季度的业绩挑战给我们的教训是比较深刻的，启发和思考主要有两点：一是要进一步做好策略容量与募资节奏的适配；二是要进一步做好客户风险偏好与产品风险收益的适配。”

# 实力还是运气？基金绩效归因

近年来，伴随我国居民投资转型及机构化进程加速，公募基金市场得以高速发展。主动偏股型基金长期收益可观，超额收益显著，但在市场的牛熊更替及风格轮动中，也呈现出剧烈的业绩波动。

基金优秀的过往业绩究竟是实力还是运气？这永远是投资者在基金研究过程中的一大难题。通过对历年冠军基金第二年表现的统计发现，绝大多数冠军基金在第二年的排名都出现了逆转。造成这一现象的重要原因在于，前一年基金经理重仓了优势赛道，而第二年市场风格逆转后基金经理未能再次“押宝”。

## 怎样“押宝”

过去收益不代表未来收益，当我们对一只业绩很好的主动型基金感兴趣时，应该对基金的业绩进行解析，即解决“业绩从哪里来”和“业绩有没有可持续性”的问题，为选择基金进行投资决策提供依据。以中植基金为例，产品研究团队在基金的业绩归因分析中，共有以下三类分析方法：

第一类，基于基金净值视角。最典型的为基金alpha指标测算，即基金对比业绩比较基准的超额收益率，该指标的意义在于，投资者应选择超额收益高于业绩比较基准的基金，否则不如直接买相关市场指数。在更进一步的分析中，我们还使用H-M、T-M等指标来进一步分解基金超额收益，来衡量基金的超额收益来源于择股能力还是择时能力。

第二类，基于基金持仓视角。以Brinson分解模型为出发点，使用基金定期报告披露的持仓数据，采用自上而下的方式，将基金相对于基准的超额收益分解为资产配置超额、行业配置超额、个股选择超额。第一层是比较基金、股票、债券等大类资产配置与基准的差异，使用各大类资产的市场平均收益，来计算基金资产配置上的超额收益；第二层是比较基金在各个行业持仓占比与基准的差异，使用各行业指数收益，来计算基金行业配置上的超额收益；第三层是通过比较基金持仓证券的收益与证券所属行业收益，来衡量基金在个股选择上的超额收益。

第三类，基于风险暴露的视角。以Fama-French和Barra等风险模型作为出发点，将股



基金长期优秀业绩的取得，离不开良好的风险控制。

票组合的收益风险降维至风险因子视角，比如Fama-French三因子模型可以测算基金在市场因子、规模因子、价值因子的暴露。

在实际投资中，普通投资者想要使用上述业绩归因方法来辅助筛选基金，不需要计算相关指标或模型，上述量化指标均可在一些基金研究工具或网站查询，也可委托投顾人员查询。

## 如何操作

如果由于数据的局限性，上述量化归因指标无法获得，普通投资者可以通过对基金持仓、换手率等数据来进行定性的业绩归因分析，也同样具备一定的实操价值。

首先，对基金持仓行业的分析，在一定程度上可以为我们分析基金业绩到底来自于基金经理能力还是运气提供证据。基金持仓短期过分集中于某一细分行业或主题，我们称之为风格暴露，市场风格轮动至基金重仓主题，则基金会出现短期的业绩爆发，但这种情况下基金业绩主要来源于运气，可持续性较差。需要注意的是，如果基金长期持仓集中在某个主题或行业，可能由

中国证券投资基金业协会公示的信息显示，去年大批量备案新产品的量化巨头，今年以来明显减慢了备案节奏。比如，2021年上半年，宁波幻方量化以175只的备案数量居百亿级私募备案榜单之首，今年以来备案数量为零；去年上半年备案数量也超百只的灵均投资和九坤投资，今年以来备案数量分别只有3只和12只。

“现在不要想着‘开快车’，更重要的是‘造好车’，也就是提高策略模型的竞争力。”念空科技董事长、首席投资官王啸表示，规模与业绩一定是取舍的关系，如果想成为最后的赢家，必然抵制住规模猛增的诱惑，主动控制规模，同时不断优化策略模型，实现规模与团队实力的动态平衡。

某百亿级量化私募总经理称：“很多时候一家量化私募‘翻车’并不是因为规模的绝对值过大，而是规模增长的速度过快。这是很简单的道理，如果一个管理100亿元规模的私募突然去管理500亿元甚至1000亿元，必然会出现无法控制或者预测的风险。所以，需要一步一个脚印地走，在市场过热时适当调整发行节奏。”

## 修炼内功：跑好这场没有终点的马拉松

抛开对规模排名的追逐，头部量化私募开启了更为激烈的“毫秒之战”。

“经过前些年量化私募策略的不断进化，当前行业竞争已经到了深水区，如果策略不够快、不够有效，很容易被其他优秀量化机构‘收割’。所以，在这种情况下，管理人需要不断提高团队的创造力和挖掘数据的能力，丰富选股因子，同时持续提升算法交易（在统一时间段内获得更好的交易价格）的竞争优势。”沪上某百亿级量化私募高管坦言。

记者采访获悉，为了提高团队竞争力，今年以来头部量化私募纷纷亮出优厚待遇抢夺人才。比如，鸣石基金相关人士称，除了六险一金和百万商业医疗保险，公司还为员工提供餐饮补贴、下午茶、团建等各种福利升级计划。“另外，只要符合我们的招聘需求，待遇不设上限，足够优秀者也可以组建自己的投研团队。”

聚宽投资为了争夺优秀人才，甚至还“包落户”。公司相关负责人表示，为了方便员工平衡工作和生活，公司在多地设立办公室，而且还在解决员工落户问题上花很多精力，可以为符合条件的毕业生办理北京落户手续。

“对于量化管理人而言，规模、收益、波动三者之间往往是‘不可能三角’。”黑翼资产首席策略分析师王俊表示，作为量化机构，一方面在策略容量允许的范围内要保持一定的规模，使得管理人能够吸引更多优秀人才，储备足够的预算来应对在IT设备、超级算力等方面的投入；另一方面，又要严格控制规模增速，以更好地提升管理业绩和客户的投资体验。

据《上海证券报》

## 百亿级私募业绩“回血” 密集调仓寻觅绝对收益

5月以来的市场反弹，让大多数百亿级私募业绩得到提振。

今年前四个月，在内外部不确定因素扰动下，市场剧烈调整，百亿级私募业绩也显著承压。不过，5月以来，市场企稳反弹，头部机构业绩得到提振。

私募排排网统计数据 displays，截至5月底，百亿级私募机构数量为110家，其中92家有业绩记录的百亿级私募今年以来平均收益率为-90%，跌幅较前四月平均收益率收窄。另外，从月度数据来看，5月百亿级私募平均收益率为2.59%，获得正收益的占比超八成。

聚焦到细分策略可以发现，百亿级量化私募5月业绩表现更佳。在百亿级私募5月业绩前十榜单中，量化私募包揽了七个席位，其中幻方量化以883%的收益率坐上冠军宝座。

厚石天成总经理侯延军坦言，5月至今，指数见底反弹，而大部分股票量化策略表现与指数涨跌呈正相关关系，因此量化私募业绩明显回暖。与此同时，近期股市成交量和活跃度也有所改善，很多指数增强策略迎来了更为友好的市场环境。

凡是过往，皆为序章。经过5月的市场企稳反弹，6月以来，头部私募进行了哪些调仓？

三方平台统计数据显示，6月初，百亿级私募仓位显著提升。截至6月3日，股票私募仓位指数为70.66%，环比上涨了1.16个百分点。其中，规模在50亿元至100亿元的股票私募加仓最猛，仓位指数为74.33%，环比上涨了4.11个百分点。

从加仓方向看，多家头部私募瞄准绝对收益，提高了组合的进攻性，重点关注可选消费的困境反转机会。

沪上某百亿级私募基金经理表示：“随着相关扰动因素的逐步减弱，市场估值吸引力在提升。我更希望布局绝对收益的机会。具体到行业，5月初加仓了光伏、新能源等板块的优质标的。经过一个多月的反弹，未来可能更关注估值处于底部、后续有望修复的可选消费领域，以及成长赛道中估值与业绩相匹配的品种。”

综合

## 长周期封闭基金 到底赚不赚钱？

近日，华夏基金上报了一只10年封闭运作的混合型基金。此前，市场中的封闭式基金封闭期大多在1年至3年之间，封闭5年的产品极其稀少。近些年来，“基金赚钱基民不赚钱”的现象一直为市场所诟病。从数据分析和基民调查的情况来看，追涨杀跌、频繁交易是导致基民不赚钱的主要原因。此次华夏基金上报的首只10年封闭运作基金，或许可以为行业树立起“长钱长投”的标杆，引导投资者拉长投资周期，享受我国经济长期增长红利。

东方财富Choice 数据显示，截至6月17日，偏股基金指数过去10年涨幅为149.49%，平均年化收益率为9.85%。从单只基金的表现来看，交银先进制造混合A、华安动态灵活配置混合A、大成新锐产业混合、交银趋势混合A、信诚周期、兴全合润等一批绩优基金的平均年化收益率超过30%。此外，还有200余只基金平均年化收益率超过20%。

面对如此优秀的长期回报，基民不赚钱的根本原因在哪里？去年10月，景顺长城、富国基金、交银施罗德3家基金公司联合发布了《公募基金权益类基金投资者盈利洞察报告》。该报告对市场上百只热门基金的基民投资情况进行了数据分析，发现除了市场行情波动，追涨杀跌、频繁交易是造成“基金赚钱基民不赚钱”的主要原因。数据分析显示，频繁买卖的基民较拿着不动的基民收益率平均少28%，追涨杀跌的基民较基金净值涨幅少赚40%。

《报告》还显示，基民盈利水平与持仓时间呈现高度的正相关。持仓时长越短，盈利人数占比往往越少。持仓时长小于3个月的基民盈利占比只有39.10%，而持仓超120个月基民盈利人数占比为98.41%。持有时间越长，不仅能够提高收益率，而且也能提升获胜的概率。

睿远基金从底层资产的角度，进一步解释了长期投资的必要性。睿远基金认为，企业的经营通常以季度、年度甚至3年、5年规划的形式呈现，短期不会出现很大的变化，但股票交易可以以分秒级改变。不同投资者的评估周期不同，市场的不同预期对价格呈现的期待也不同，预期越多，价格波动越大。

正如中欧基金所言，长期赚钱前可能要经历阶段性低谷期，保持良好的投资心态，才有可能更理性地应对市场短期波动。

综合

震荡市考验业绩稳定性 三大指标揭秘长跑优胜基

在市场风格极致多变的背景下，投资难度加大，基金的业绩持续能力更显可贵。针对如何筛选出在不同市场环境下表现优异且长期稳定的基金，近日天相投顾基金评价中心发布系列专题研究报告，从绝对收益、最大回撤控制、夏普比率等多个维度，对2017—2021年每年年均排名同类前50%的积极股票型基金进行统计分析，寻找其中的“长期优胜者”。凭借领先的权益投资能力，工银瑞信基金表现突出，在三个维度的评选上均入围最多，成为拥有“长期优胜基金”最多的基金公司。