

基金经理的红利投资新尝试

◎记者 陈玥

今年以来,红利投资走得“有点难”。Choice 数据显示:截至 8 月 19 日,中证红利指数今年以来涨幅仅为 0.9%;截至 6 月 30 日,则下跌 8.75%。

面对这种情况,机构开始重新审视红利资产的配置价值:无风险利率持续下行,对此应如何理解传统高股息板块的投资价值?又该如何构建回报更加稳健多元的红利组合?基金经理正在进行更多新的尝试。

艰难“回血”

近期的反弹,让红利投资收复了失地。Choice数据显示:截至 6 月 30 日,中证红利指数今年以来下跌 8.75%,其中 6 月跌幅达到 10%;7 月反弹超过 10%,成功收复失地。同源统计数据 displays,截至 8 月 19 日,全市场红利基金近 1 年平均回报为 2.42%。

作为“哑铃策略”的一端,以稳为主的红利策略今年以来为何表现平平?对此,景顺长城基金认为,主要有两大影响因素:

一是资金被“虹吸”。上半年,AI 算力、半导体、存储等科技板块业绩超出预期,赚钱效应较强,资金从防御性资产抽离,涌入弹性更高的成长赛道,这种典型的板块轮动使红利风格阶段性跑输市场。

二是资源品回调。红利资产中有不少分布在有色、资源周期等板块,上半年地缘局势不确定性凸显,叠加需求端因素,造成资源品价格波动,削弱了红利资产的防御性。

7 月以来,随着科技股调整,红利资产也迎来了久违的反弹。

“风格再平衡需求、股债利差优势及政策支持等因素,共同支撑红利资产走出反弹行情。”广发基金分析称:首先,科技板块降温,驱动资金再平衡,资金倾向于流向红利等确定性更高、防御属性更强的资产;其次,低利率环境下,红利资产的高股息属性对追求稳健回报的资金有一定的吸引力;最后,政策鼓励上市公司分红,也为红利资产提供了坚实支撑。

万家基金投资总监、基金经理黄海认为,近期科技板块的反弹更多是前期调整后的筹码结构修复,后续市场风格或将在



何雨佳 制图

红利价值与科技成长之间轮动。具备稳定现金流和较高股息率的资产仍是下半年重点关注方向,如煤炭、有色、石化等。

探索“新红利”

当前,不少基金经理意识到,单纯依赖银行、煤炭等传统周期行业的“旧红利”,已难以提供足够的超额收益。无风险利率持续下行,资金正从“唯股息率论”转向“股息+质量+成长”的复合视角。消费、有色乃至部分高端制造中的高股息标的,成为机构挖掘“新红利”阿尔法的目标。

“白酒、乳业、家电等板块在经历深度调整后,估值处于历史低位,且龙头公司现金流充裕,分红稳定,兼具高股息与经营改善逻辑,能作为红利资产的良好补充。”沪

上一家中型基金公司基金经理表示。

兴证全球基金固定收益部副总监、基金经理翟秀华表示,可按照波动性将股票市场分为三层:底层是类债资产,包括公用事业、银行、交运、电力等板块,普遍具备高分红、稳健性特征;中层是优质白马类资产,具有较强的护城河和一定的成长性,具备高股息、高自由现金流特征;顶层是具备弹性的景气资产,可参与成长趋势或用于交易增强。其中,底层和中层资产是她更为关注的方向。

“底层资产涉及的行业有限,相关标的往往兼顾低估值与高股息;中层资产涉及较多的周期类品种,兼顾周期与成长,我们希望能从中挖掘护城河深、竞争力强,以及具备利润弹性和分红意愿的标的。”翟秀华分析称。

再迎配置机遇

展望后市,南方基金认为,随着上市公司半年报陆续披露,经营稳健、现金流充裕的高股息板块或为降低组合不确定性的优质底仓选择。从中期维度看,若科技板块微观结构消化引发市场阶段性调整,拥挤度出清、性价比重估后的红利低波板块有望迎来配置机遇。

红利低波 ETF 天弘基金经理沙川表示:“红利资产的长期逻辑有两点:一是投资者风险偏好逐渐下降,投资风格逐渐从捕捉短期股价波动的高收益转向追求长期稳健的分红收益;二是债券收益率和存款利率或将保持较低水平,‘收益荒’或倒逼险资、银行理财等长线资金增加权益资产配置,具有债券属性的红利资产有望持续受益。”

资金入场意愿升温 今年以来近300只基金提前结募

◎记者 胡尧

在权益市场保持活跃的背景下,新基金募集端的变化成为观察增量资金动向的一个窗口。近期,多只新基金相继将募集截止日提前。据统计,截至 8 月 19 日,今年以来有近 300 只基金宣布提前结束募集。

业内人士认为,这背后既有市场环境改善带来的认购需求回升,也与基金公司希望尽快完成产品成立、把握建仓窗口有关。与此同时,基金公司对后市持乐观态度,科技、红利等结构性机会受到关注。

今年以来137只权益类产品提前结募

Choice数据显示,截至 8 月 19 日,今年以来有 294 只公募基金宣布提前结束募集,同比增长约 19%,其中 100 只实现“一日售罄”。8 月以来,基金提前结募现象依然显著,

仅 8 月 14 日就有 4 只。

从产品类型来看,今年以来提前结束募集的权益类基金达 137 只,占比近五成。其中,被动指数型股票基金有 80 只,主动偏股型基金有 46 只,增强指数型基金有 11 只。此外,今年以来还有多只含权债券基金宣布提前结束募集。

权益类产品的募集周期缩短,在一定程度上反映出资金借道公募基金进入权益市场的意愿有所增强。随着市场活跃度提升,部分产品较快达到成立条件,基金公司也开始更加主动地调整募集节奏。

业内普遍认为,在资产配置工具化趋势下,基金管理人更加重视募集节奏与建仓窗口的匹配度。对权益类基金而言,如果募集时间过长,市场出现较大幅度上涨后,产品成立时可能面临建仓成本抬升的问题。因此,在认购情况达到预期后提前结束募集,有助于产

品尽快成立并进入投资运作阶段。

这一特征在 ETF 等指数产品上更加明显。对于强调先发优势的 ETF 而言,产品成立和上市节奏直接关系到后续流动性积累和市场竞争。部分产品选择提前结束募集,既反映出投资者认购需求,也体现出基金公司主动控制发行节奏、把握市场窗口的考虑。

机构看好后市结构性机会

新基金成立后,资金将投向何处成为市场关注的焦点。从基金公司最新研判来看,尽管近期科技成长板块有所震荡,但市场中期向上趋势仍在。随着前期拥挤交易有所消化,后续市场风格有望更加均衡,科技等具有产业趋势支撑的方向仍是机构关注重点。

招商基金相关人士表示,近期科技成长板块的震荡反映出资金存在一定分歧,但市场调整也有利于消化前期交易压力,为科技

方向后续行情奠定更加扎实的基础。从产业基本面的来看,AI 相关资本开支仍具有支撑,可继续关注业绩兑现情况及产业景气变化。

中欧基金预计,短期来看,在上市公司半年报陆续披露等因素驱动下,市场仍存在进一步做多的窗口。后续行情大概率趋于均衡,要警惕单一赛道交易过度拥挤。在 AI 硬件板块资金阶段性松动、短期智缺重磅技术或业绩催化的情况下,AI 硬件、泛科技、消费医药、金融地产等方向均可能出现轮动机会。

具体到配置方向,中欧基金认为:科技主线中,重点关注算力硬件领域,尤其是受益于 AI 需求扩张但仍受制于产能的存储、光通信,以及 AI 电源、液冷、燃气轮机 etc 算力基础设施配套方向;同时,受益于政策支持和产业景气度的国产算力也值得关注;红利板块方面,关注资本金消耗有限、盈利能力较强且有望持续维持较高股息率的银行板块。

德邦基金提云涛：坚守有逻辑的量化 以风控前置锚定长期超额

◎记者 朱妍

德邦基金基金经理提云涛经历了 A 股量化投资从无到有的发展历程。他深耕基本面量化赛道,以一套“有逻辑的量化”投资框架,追求可持续、均衡分布的超额收益。

不迷信复杂模型 接受因子阶段性失效

在外界看来,提云涛属于“量化价值派”,但他对这个标签保持审慎。提云涛认为,价值投资本身要求极高,自己更偏向于“有逻辑的量化”。他将投资收益来源划分为两大路径:一是陪伴优质企业成长,以合理的价格买入高成长公司,或是布局经营稳健、盈利能力扎实的传统行业企业;二是依靠交易博弈获取收益。他更倾向第一种路径,遵循金融底层规律,挖掘企业基本面带来的长期回报。

统计学、计量经济学、金融学的复合学术背景,塑造了他独特的建模思路。A 股量化早期缺乏成熟范式,BARRA(多因子风险模型)尚未进入国内,因子体系、模型架构都需要自主搭建。长期的从业经历,让他格外

重视因子背后的底层逻辑,拒绝盲目追逐复杂模型。

“系统越复杂,稳定性往往越差,适合自己、能够创造超额收益的模型,才是好模型。”提云涛表示,他的模型以基本面因子为核心,划分为盈利能力、运营质量、上下游竞争力等大类,大类之间、大类内部全部采用等权配置,依靠均衡换取长期稳定性。

在因子使用上,他坚持不做因子动态轮动。“任何因子都难免会出现阶段性失效,而恰恰是阶段性失效,才成就了因子的长期有效性。”提云涛表示,明确自身的能力边界,克制追逐短期收益的冲动,才能够拿到长期延迟满足的回报。

这种对因子长期有效性的坚守,本质上来自对底层逻辑的深刻认知。在他看来,只有真正理解现金对企业的重要性及其所反映的经营实质,才能挖掘出优质的因子。但因子的作用并非一成不变,例如,“收入现金比”指标早年具备很强的阿尔法收益,但当市场普遍关注现金流之后,它逐步蜕变为衡量盈利质量的重要风控因子。

同样,估值因子在某些特定年份可能会被市场忽略,但随后又会重新发挥显著的定

价作用。如果因一时失效而将其剔除,很可能会错过下一轮的行情。因此,只有读懂因子背后的逻辑和设定初衷,才能在风格切换中拿得稳、拿得住。

以持有人体验为标尺 追求均衡可持续超额

风控是提云涛投资体系的重中之重,他坚持风控前置。

在他看来,风控模型要采用与投资模型完全不同的观察视角,避免思路重合。在管理沪深 300 指数增强产品时,他会从公司治理、负面舆情维度剔除瑕疵标的,精细化拆分行业分类,把非银金融拆解为券商、保险,对部分属性相近的 TMT 细分行业适度合并,严格控制行业因子偏离与规模因子偏离,同时将沪深 300 成分股按市值分组管控权重,筑牢组合的风险底座。

“一款好的指数增强产品,超额收益应该在时间维度上尽可能均匀分布。下跌时比基准跌得少,上涨时力争跑赢基准,争取让不同时点申购的持有人,都有机会收获超额回报。”提云涛认为,超额收益与跟踪误差同等重要。如果组合波动过大,即便长期收益可

观,多数投资者也很难长期持有,那么再好的业绩也与投资者的实际收益无关。

提云涛给自己设定了一个务实的目标:力争每年跑赢沪深 300 基准,依靠长期可持续的表现,切实改善持有人投资体验。Choice 数据显示,截至 8 月 12 日,提云涛管理的德邦沪深 300 指数增强 A 近 6 个月回报为 4.08%,同期业绩比较基准为 -0.4%,实现了显著的超额回报。

谈及 AI 在量化领域的应用,他认为存在双重价值:一方面大幅提升投研效率,借助 AI 工具完成代码编写,快速落地投资想法;另一方面,大模型对文本类非数值信息处理实现质的飞跃,过去难以量化的企业文化、公司治理等定性信息,如今可以通过解析公告、公开报道、招聘信息等完成量化评估,开辟全新阿尔法来源。

展望未来,提云涛表示,德邦基金将持续深耕量化赛道,以“搭积木”的思路推进产品创新,开发不同风险收益特征的产品,同时推动量化团队与主动研究团队协同。“主动投资擅长演绎提出想法,量化投资擅长归纳验证想法,两者结合可以产生一定的化学反应。”他说。

东方基金王怀勋：投资是从预测到决策的完整闭环

◎记者 梁银妍

投资是什么?在东方基金量化投资部基金经理王怀勋看来,答案可以浓缩为两个词:预测和决策。

王怀勋日前在接受上海证券报记者专访时表示,一些人重视预测,却容易忽视决策。决策的重要性和难度很高——要综合考量每笔决策承担的风险、付出的交易成本与机会成本、资金预算约束等,本质上是“多变量、多目标函数、多约束条件的综合权衡”。

在王怀勋看来,投资是一个从预测到决策的完整闭环——预测固然重要,但决策做得好,才能让预测这件事进行下去。在不断变化的市场中,他致力于用统计学的方法寻找规律,用优化的思维权衡风险收益,用纪律性的执行穿越周期。

投资之“道”:预测与决策

王怀勋将投资分为预测与决策两个阶段。他认为,两者缺一不可,而量化投资恰恰在这两个阶段有着独特方法。

在他看来,在预测阶段,核心是寻找规律和挖掘输入变量。传统投资笃信企业基本面与未来收益正相关这一核心规律,因此投入大量精力调研产业链、研究财务报表,以刻画企业基本面的走向。而量化方法不预设某种规律一定存在,而是通过对历史数据的统计,找到某种深层次的规律。量化方法重视对规律的挖掘,关注大量股票的结构化信息。

在决策阶段,关键是对预测收益、承担的风险、交易成本与机会成本等进行综合权衡。量化方法将以上条件全部数字化,设置为目标函数和约束条件,借由数学“优化”领域中的算法进行计算。

“其实在主观投资里,预测与决策这两件事一直由人脑进行,只不过没有显性化。”王怀勋表示:研究员做调研、写报告,本质上是在做预测;基金经理据此决定哪只股票多配、配多少,这是决策。

深耕量化投资多年,王怀勋认为统计学是量化的基础。“我们相信‘历史总会重现’,经过统计学检验后的历史规律,在未来大概率会延续。”王怀勋说。

量化之“术”:多因子模型与风险控制

在王怀勋看来,投资之“道”是相通的,任何投资方式都离不开预测和决策,量化投资的特别之处在于“术”这个层面——在预测时,量化投资重视用历史数据统计出来的规律;在决策时,量化投资则使用数学和计算机方法来构建组合。

他将量化投资的核心工具——多因子模型,拆解为因子挖掘、因子合成和组合构建三个环节,每个环节都充满了“精打细算”。

因子挖掘通常始于一个猜测。“挂在盘口上的单子虽未成交,但是否会对股价未来运动方向形成压力?基于这个猜测,我们设计了一个挂单力量的因子,编写代码计算历史上每天每只股票的因子值,再对其进行检验,看因子值与股票收益之间是否存在稳定的相关性。”王怀勋举例称。

因子合成类似于考试综合分——对不同的“科目”赋予一定的分值权重,加总后得到综合分。“越是对股票未来收益影响大的因子,越是赋予其更高的权重,最终得到加权平均分。这个分数越高,未来收益可能越好。”他表示。

组合构建则是“精打细算”的集中体现。王怀勋表示,要将多重考量转换成数学上的优化问题,找到平衡各种条件和综合目标的优解。这个优解是动态变化的。

在风险模型方面,王怀勋使用 BARRA 风险模型对组合进行控制,对于量化多头策略,核心是确保组合在各种风格上与基准指数偏离不大。他更重视的指标是“预测主动风险”,即综合考量各风格因子和行业配置偏差后预估的年化跟踪误差。

“收益与风险的平衡点落在‘风险厌恶系数’上。”王怀勋说,“多冒 1% 的跟踪误差风险,希望最少获得多少超额收益作为补偿?这个值没有唯一答案,要结合产品定位进行评估,如定位于低风险偏好客户的产品,就该用更大的风险厌恶系数。”

量化挑战:“守株待兔”与“刻舟求剑”

对于量化依赖“历史规律未来会重演”这一假设的局限性,王怀勋有着自己的认知。

在他看来,量化面临两大挑战:一是无法重复实验导致缺乏统计样本;二是历史样本无法完全代表当前市场环境。前者属于“守株待兔”,后者则属于“刻舟求剑”。

“我们只能尽可能使用较短时间出现频次较高的样本。即便如此,因子失效仍是时间问题。我们所统计的规律只能叫作‘异象’——是表象而非实质,支撑表象的因素可能随时间的推移而消失。我们能做的就是不迷信任何因子。”王怀勋说。

他坦言,在 AI 时代,量化投资最稀缺的能力正在发生变化。“过去在量化领域需要编程实现能力,但现在有了大模型之后,编程能力不再是瓶颈,‘点’成了最稀缺的东西。这也改变了人才需求——过去需要数学、物理、计算机和金融背景的人才,现在更需要认知,这既包括金融认知,也包括对宏观、行业、微观交易结构的认知等。”王怀勋说。