

# 量化基金同质化之殇

本报记者 蒋牧云 张荣旺

上海 北京报道

进入2022年,A股市场回调剧烈。在此背景下,多家量化私募基金

## 触及预警线

近期宏观经济和市场风格快速切换,部分量化因子与模型的暂时失效导致产品回撤。

近日,百亿私募赫富投资向投资者和代销机构发出公告称,旗下产品“赫富灵活对冲九号A期”在2月10日的单位净值为0.8774元,已低于预警线0.88元,触及预警线。《中国经营报》记者了解到,私募基金发行产品时会设置预警线和清盘线,净值回撤达到预警线,基金管理人需要减仓防范风险;而达到清盘线,基金产品则需要清仓清算。通常预警线设置在0.8元或者0.85元,清盘线设置在0.7元或者0.8元。

好买基金网数据显示,“赫富灵活对冲九号A期”成立于2021年3月,从净值走势上看,产品自成立以来累计净值最高在2021年8月达到1.0277元,此后净值一路波动向下,至2022年2月11日的最新净值0.8703元,“赫富灵活对冲九号A期”在近6个月内的回撤幅度达14.09%。

数据显示,2019年至2021年间,赫富投资旗下股票型产品各年度的平均收益率分别为44.82%、47.90%和27.36%,在同类产品中的排名均在前四分之一以内,也因较好的业绩,赫富投资在2021年10月

金的表现不甚理想。数据显示,2022年以来,29家百亿量化私募平均收益-5.11%。近日,更有百亿私募向投资者和代销机构发出公告,称旗下产品净值已低于预警线。

跻身百亿元规模行列。不过随后,赫富投资旗下股票型产品的业绩出现明显下滑。其中,2022年以来的平均收益率为-8.76%,在3683个同类产品中排名2361位,近1个月的平均收益率为-10.52%,在3607个同类产品中排名2714位。

关于近期产品净值的下滑原因,以及未来是否会在策略上进行调整等问题,记者向赫富投资发去采访函,公司相关负责人表示暂不便接受采访。

事实上,赫富投资的情况并非个例。近期A股市场剧烈回调,沪指2022年1月下跌7.65%,深证成指下跌10.29%,创业板指下跌12.45%。据私募排排网数据,进入2022年,29家百亿量化私募平均收益为-5.11%。截至2月12日,已有514只基金跌破了0.7元单位净值,1251只基金跌破了0.8元的预警线。

宝新金融集团首席经济学家郑磊向记者表示,近年来,证券投资最明显的特征就是“抱团”炒股,带来的缺点之一则是规模大的基金难以在高点脱身,而且容易形成

值得注意的是,量化私募的规模正在飞速上涨,根据中信证券研究部估算,截至2021年二季度末,国内量化类证券私募基金行业管理



据私募排排网数据,进入2022年,29家百亿量化私募平均收益为-5.11%。截至2月12日,已有514只基金跌破了0.7元单位净值,1251只基金跌破了0.8元的预警线。 本报资料室/图

惯性思维,2021年初和2022年初的调整使得抱团资金损失惨重。

有量化业内人士向记者表示,近期宏观经济和市场风格快速切换,部分量化因子与模型的暂时失效导致产品回撤。此时,如何快速调整策略因子十分重要。同时,对于量化基金机构而言,应持续加强投研能力,建立更精细化的模型、不断提升策略容量,通过长期收益的上涨覆盖如今的短期波动。

在此背景下,公募、私募等机构纷纷发起了自购浪潮。私募排排网的信息显示,最近有多家百亿

资产总规模10340亿元,正式迈过“1万亿”关口。规模的快速增长之下,却产生了较大回撤,背后究竟有

哪些原因? 记者注意到,此次“自购潮”前不久,量化私募还经历了“封盘潮”,多家机构公告暂停募集相关产品,其中多次被机构提及的原因为“规模增长过快”。 比如,2021年12月,深圳凡二投资发布公告称,近来出现资金量增长过快的势头,公司决定主动控制规模增长速度,即日起暂缓部分基金的申购;2021年11月,念空数据科技决定对中证500指数增强产品线进行阶段性封盘。 据中信证券研究部估算,截至2021年二季度末,国内量化类证券私募基金行业管理资产总规模10340亿元。而在2020年年末,量化/对冲策略基金(含FOF)规模合计为6999.87亿元,半年间国内量化私募规模增长约43%。

一边是量化私募规模大涨,一边又是净值下滑,这一现象产生的原因是什么? 有业内人士告诉记者,量化基金的“策略容量”一直是业内关注的话题。量化交易依赖量化因子的数据表现,而资金的大幅增加对因子产生非等比例的暴露,一定程度上使得策略失效,产生回撤。

也有观点认为,量化基金的规模

规模的私募基金发布自购公告。包括汉和资本、景林资产、九坤投资、幻方量化、赫富投资、永安国富、灵均投资、林园投资等,拟自购金额合计10.25亿元。其中,赫富投资提出,已运用自有资金4000万元申购其管理的基金产品份额,并计划后续加大自有资金申购规模。 不过,在上述量化业内人士看来,回购虽然在一定程度上表明了机构的决心,但根本上还是要看后续策略的调整以及收益情况,回购动作本身对收益的拉动其实效果不大,投资人也未必“买账”。

# 公募REITs惊艳背后:优质资产堪比“唐僧肉”

本报记者 任威 夏欣 上海报道

2022年以来A股大盘指数震荡下挫,受此影响基金市场整体表现欠佳。形成对比的是,2021年刚落地的新型产品公募REITs却取得

## 最高涨幅超40%

“首批及二批(公募REITs)资产都非常优质,但流通份额较小,市场也出现了供不应求的现象。另外,近期A股市场持续调整,投资人也更倾向于配置一些收益较稳定的产品。”博时招商蛇口产业园REIT基金经理王翊楚谈到。

Wind数据显示,截至2月16日,年内涨幅超过10%的产品包括富国首创水务REIT、红土创新盐田港仓储物流REIT、博时招商蛇口产业园REIT、建信中关村产业园REIT、华安张江光大园REIT、东吴苏州工业园区产业园REIT、中航首钢生物质REIT等7只产品。年内涨幅分别为:43.40%、30.88%、29.27%、21.79%、18.98%、

## 停牌警示风险

值得一提的是,博时蛇口产业园REIT、建信中关村REIT和华安张江光大REIT均在2月13日发布公告称,基金在二级市场的收盘价相较于发行价累计涨幅较高,而基金以获取基础项目产生的租金等收益为主要现金流,选择在2月14日固定时间内停牌。

“我们一直在强调,REITs产品从长期来看一定会回归到他的内在价值,如果二级价格上涨过高,分红收益将会被稀释,大家可以通过多只产品发布的风险提示公告中了解到,部分REITs产品现

## 普通投资者如何参与?

目前,我国公募REITs通过向战略投资者定向配售(“战略配售”)、向符合条件的网下投资者询价发售(“网下发售”)及向公众投资者公开发售(“公众发售”)相结合的方式发售。

据了解,公众投资者在参与REITs打新时,可通过场外直销及代销机构认购,也可通过券商场内认购的渠道。投资者参与基础设施基金场内认购的,应持有场内证券账户。投资者参与基础设施基金场外认购的,应持有场外基金账户。同时,公众投资者可以在二级市场

较好表现。

截至2月16日,全市场11只公募REITs均取得正收益,其中富国首创水务REIT收益已超40%。

与此同时,由于公募REITs的特殊性,二级市场价格上涨过高,

17.40%、12.73%。整体来看,公募REITs目前的表现已遥遥领先于市场上的权益类基金。

究其原因,中航基金不动产投资部总经理宋鑫在接受《中国经营报》记者采访时表示,一是项目底层资产优质、现金流稳定、运营表现超过预期。二是公募REITs市场供需极度不平衡,出现了“僧多肉少”的局面。银行、保险、私募等机构认购热情高涨,投资需求旺盛,但目前公募REITs供给明显偏少,导致公募REITs市场供需不平衡,价格持续走高。

宋鑫同时指出,主板、中小板、创业板持续走弱,行业轮动没有明确方向,导致更多资金转移到公募

金流分派率已显著下降。”王翊楚还表示,投资人还应关注部分REITs发行时资产就有一定溢价,与目前的基金净值有一定偏差。建议可以在即将发布的REITs年报中,多了解资产实际运营情况和基金净值来综合判断目前的投资价值。

在宋鑫看来,如果二级市场价格大幅波动,尤其是价格大幅上涨至显著高于公募REITs内在价值时,投资者会面临双重风险:一是从长远看价格会向内在价值回归,存在因价格下跌导致投资亏损风险;二是因价格上涨,导致投资者

进行买入及卖出操作。

Wind数据显示,目前已上市11只公募REITs的战略配售部分占基金份额总额的比例较高,均超过50%,其余部分向网下投资者和公众投资者发售。由此,留给个人投资购买的份额就相应较少。

“首批及二批(公募REITs)项目公募基金投资者占比区间为3.86%~13.4%,占比相对较低。”宋鑫告诉记者。

前述建信基金相关人士表示,公募REITs作为一类全新的资产配置品种,拥有独特的风险收益特征,

分红收益将会被稀释。近日,多家公募基金发布溢价风险提示,部分公募REITs产品在固定时间内选择停牌。

受访人士指出,如果过于关注公募REITs短期内的“股票特征”,

REITs市场。

以建信中关村REIT为例,建信基金基础设施投资部相关人士指出,该产品标的资产是三栋位于北京市海淀区中关村软件园的物业,区位优势显著、资产质量优越。得益于良好的产业聚集效应,中关村软件园区域平均空置率低,租金水平具有竞争力。

截至2021年6月末,上述公募REITs标的资产出租率超过90%,承租企业集中于软件与服务业、金融科技行业等,租金收入表现良好,后续有望为投资者提供稳定的长期回报。由此可见,优质的项目吸引着投资者布局,进而推动这一投资品种的长期发展。

实际的净现金流分派率降低,无法实现预期投资目标。

前述建信基金相关人士指出,公募REITs收益来源分为两个部分,即每年的强制派息分红及二级市场价格的资本利得。公募REITs综合收益中派息分红部分的价值,在长期持有的前提下才能得到充分彰显,发挥增益效果。因此,投资者有必要深入了解公募REITs的底层资产及收益情况,在短期内关注二级市场涨幅的同时,从长期持有的角度看,也要留意对应分派率的降低,综合考虑两部分收益来

与股票、债券等传统资产的相关性也较低,能够起到分散风险、投资互补的作用,进一步丰富投资者的收益来源,优化资产配置组合结构。但是,公募REITs作为创新型公募基金品种,在投资标的、收益来源、投资策略等方面与传统基金均存在较大差异,为更好保护持有人利益,在试点阶段可能更适合有专业基础设施项目尽调、投资经验的机构投资者和专业个人投资者参与。随着我国公募REITs市场的不断成熟,我们也非常看好个人投资者提高对公募REITs的配置

容易偏离公募REITs产品的本质,导致盲目的投资行为。同时,当公募REITs在二级市场涨幅过大后,产品的现金流分派率也会显著降低,价格的预期波动幅度也会提高。

记者在采访中了解到,公募REITs的超预期表现和不断利好的监管政策也有密切的关系。

2022年开年不久,财政部及税务总局联合发布关于基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点税收政策公告(以下简称“3号公告”),多则利好REITs项目税收政策相应出台。

上述建信基金相关人士表示,从税务视角看,基础设施REITs的生命周期包含设立前重组、设立、运营和退出四个环节,重组及设立阶段的税务问题对控制基础设施REITs整体发行成本起到关键性的作用。3号公告主要明确了设立前的重组及设立中的企业所得税问题。

源,坚持价值投资理念,理性看待公募REITs产品的投资价值。

“公募REITs作为一类优质的投资品种,建议投资者长期关注,在适当的时机增加配置比例,坚持价值投资、长线持有。目前公募REITs二级市场价格受产品端情绪影响,涨幅较高,与资产端价值的偏离度较大。同时,在价格回归基本面‘价值’的支撑后,投资者也无需过度担忧,不必受短期交易情绪左右,始终以底层资产的质量以及对未来现金流的合理预测作为投资公募REITs价值判断的衡量。”该人士补充道。

力度,通过公募REITs投资我国优质的基础设施项目。

在宋鑫看来,我国基础设施REITs仍处于试点阶段,从投资者结构来看,公募REITs市场以战略投资者为主,以网下投资者和公众投资者为辅。随着REITs市场不断成熟,将进一步优化投资者结构,目前申报发行的产品已经认识到此问题,在路演和发行阶段已经考虑逐步调高公众投资者初期参与公募REITs市场比重,构建良性市场生态,激发REITs市场有效活性。

## 策略同质化

量化投资通常助跌效果明显,会让同质化量化投资损失更大,也容易引发追涨杀跌。

量化因子、投资策略同质化现象严重,一定程度上加快了量化策略的失效速度。对此,郑磊表示,对于量化投资来说,策略同质化确实会使投资策略更快失效。目前国内量化投资的策略有很多是近似的,而且量化策略需要根据市场情况及时调整,上一年有效的策略在年初投资风格切换时可能大多没有调整,同质化应对市场的错误策略导致大部分量化投资在2021年底至2022年初的表现很差。

郑磊进一步指出,量化投资通常助跌效果明显,会让同质化量化投资损失更大;量化交易策略趋同也容易被误导或操纵,引发追涨杀跌。监管机构可以考虑要求量化投资策略备案,对规模较大的量化投资加强监控。 上述业内人士还表示,依赖相同的策略进行交易,大体量的资金交易将导致市场价格偏移,势必会加剧市场波动。具体而言,面对相同的市场行情,若不同机构间发出完全相同的买入或卖出信号,一旦同方向操作机构过多,则可能导致较大的市场波动。需要注意的是,若只是交易价格的短暂不稳定,顺其自然即可;若持续时间较长,波及金融市场稳定性,则需人工干预。

也有观点认为,量化基金的

## 上接B1

值得一提的是,2022年1月,美国CPI同比大涨7.5%,创1982年2月以来的最快涨幅。记者在采访中了解到,通货膨胀已成为全球资本市场普遍担忧的问题。

东方金诚研究发展部分分析师白雪表示,本轮全球通胀主要受到新冠肺炎疫情引发的全球及各国内部供应链紊乱所导致的供需阶段性错位推动,美国等部分国家的大规模财政刺激支出也带动消费需求强劲增长;需要注意的是,价格上涨主要集中在以能源、大宗商品为代表的供应链瓶颈所推升的特定商品价格方面,并未出现太多的普涨及超预期因素。

也因此,各国的应对举措备受关注。董澄溪告诉记者,目前来看,英国、挪威、新西兰、俄罗斯、巴西等国央行都已进行了加息,欧洲央行和日本央行的宽松进程仍未结束,由于经济基本面的情况不同,各国面对的输入性通胀压力也有较大区别,导致各国货币政策区别很大。

## 全球资产价格面临调整

作为全球资产定价之锚,十年期美债收益率在突破2%后,对资产价格有何影响?

白雪指出,美债收益率快速大幅上行相当于全球基准市场利率上升,这将对全球金融市场产生外溢效应,尤其会加剧新兴市场国家的资本流出压力。在这些国家普遍存在在外部账户失衡的传统弱点下,更容易引发流动性危机和严重的本币贬值,从而引发系统性金融风险。

白雪进一步分析,国际金协会最新发布的全球资金流向数据显示,2022年1月流入新兴市场国家的投资总额仅为11亿美元,除中国外的新兴市场国家债券市场流出45亿美元,股票市场流出32亿美元;1月以来土耳其、印度等新兴经济体股市、汇率出现大幅下跌,这表明,除中国以外的新兴市场国家已开始承受这一外溢效应带来的金融风险。

“十年期美债收益率的提高意味着全球无风险利率的抬升,对于全球资产定价都会产生影响。”董澄溪认为,从两方面来看,一方面,对于股市而言,在美股市场中,企业盈利的持续修复尚能抵消一部分利率上行对股价估值形成的压力,而经济尚未从疫情中恢复的新兴市场股市压力其实更大;另一方面,美国与其他国家利差收窄,推动美元

指数上涨,可能导致国际资本进一步流入美国,对其他国家货币政策空间形成一定限制。 在受访人士看来,美债收益率上升对于中国的债市股市影响有限。 董澄溪分析,对债市而言,中美利差收窄,可能导致中债对投资者吸引力下降,短期内可能会导致市场情绪波动加剧,但中国的债券市场仍取决于国内的流动性和基本面情况;对股市而言,由于中美经济周期和货币政策周期都出现了背离,人民币资产自疫情以来已多次走出独立行情,且目前A股市场外资占比很小,因此美债收益率上升与A股走势并无必然联系,影响可能更局限于对投资者情绪的短期扰动。

中国人民大学国际货币所研究员陈佳亦指出:“美债收益率为代表的美国资本市场波动的确实会造成境内投资者信心的波动,另外我们在全球供应链方面跟美元体系的连通度也与日俱增,考虑到这些因素,美国的货币政策在未来中国资本市场国际化程度足够高的情况下会有一定程度的直接影响。” “投资者应理性看待美债收益率上升对A股市场的影响,应立足于国内经济金融形势进行投资判断。”董澄溪如是说。