

主动权益基金超额收益趋低 被动投资时代来了？

证券时报记者 吴琦

A股市场结构化极致行情愈演愈烈，主动权益基金扎堆的新能源、半导体和消费等板块接连回调，主动权益基金配置比例较低的通信、计算机和传媒板块行情却异常火爆。可以说，主动权益基金完全错失本轮行情。

一些属于被动投资的指数型基金却脱颖而出，霸屏各类业绩排行榜，业绩和规模齐升。与此同时，近年来，随着基金监管发行部门的积极介入、基金投顾业务的发展、互联网平台的推动以及基金公司的积极布局，被动投资市场正发生积极变化。在主题基金的投资上，主动型基金超额收益趋低，被动投资的受欢迎程度正超越主动型投资。

“主动”打不过“被动”

近年来，行业主题的主动型基金表现常常输给指数型基金，今年这种现象尤为明显。

开年以来，A股迎来估值修复行情。近年来持续被市场抛弃的通信、计算机、传媒和建筑板块走出独立行情，板块平均涨幅均超17%。而公募基金扎堆的消费、新能源等板块表现不佳，股价持续走低。

市场结构化行情发生极致反转，今年板块涨幅居前的传媒、计算机和通信板块，因为近年来股价、业绩表现不佳，主动权益基金的配置比例不断走低，处于低配状态。数据显示，除个别基金规模不足亿元的迷你型基金外，大多数主动权益基金缺席了开年以来火爆的结构化行情。

整体来看，今年以来，业绩涨幅排名前100的公募基金产品中，六成成为指数型基金，占比四成的主动权益基金中，近半数规模为不足1亿元的迷你型基金。指数型基金除了在计算机板块大放异彩，在主动权益基金缺席的游戏、中字头、通信等主题上，也均有布局。

值得关注的是，近期中字头行情火爆，基金投资者却寻不到一只重仓该板块的主动权益基金，市场上仅有几只指数型基金的重仓股与该主题相契合。

与此同时，在年内基金排名后100的基金产品中，仅一只基金为指数型基金，其他多为光伏主题、新能源车主题、科技主题的主动权益基金。同为主动权益基金，上述基金的同质化现象突出。

对于主动权益基金表现不及指数型基金，有基金分析人士对证券时报记者解释，近年来市场热点轮动太快，主动权益基金在组合配置以及仓位配置上受到掣肘较多，热门赛道主动权益基金受到市场追捧，对其他的“非主流”主题基金产生挤出效应，如信创、通信、传媒等主题的主动权益基金近年销声匿迹。此外，基金经理离职、规模较大、费用较高等对主动权益基金的业绩影响也比较大。

记者还注意到，一些重仓热门赛道的主动权益基金净值大幅跑输同主题的指数型基金，时常引发持有人抱怨。相比指数型基金，主动型基金亏损引发的争议对公募基金行业、基金公司和基金经理本人造成更多困扰。

主动基金超额收益趋低

目前，国内指数型基金数量和规模不及主动型基金，仍处于发展期。除了数量和规模，在覆盖主题、产品类型和创新程度上，国内指数型基金的发展远远不如成熟市场，如国内指数型基金覆盖主题不多、产品类型单一和创新周期较慢。

被动投资通过复制标的指数来构建跟踪指数变化的证券组合，以实现与被跟踪指数相同或相近的投资收益，这类基金也被称为指数型基金，费率普遍较主动型基金低。指数型基金也可分为宽基指数基金和行业主题基金。A股结构化行情的背景下，国内主题型基金投资占据主流。

对于基民而言，主动型基金的经理人能够根据市场判断很快切入到刚处于爆发期的新领域，它的灵活性决定了它在新领域的尝试上存在容错空间，这种试错带来的收益长时间累积下来，会有很高的超额收益。在指数型基金仍未覆盖的新领域，一些主动型基金可以起到类似于指数型基金的作用，为投资者提供丰厚的回报。

而指数型基金因为产品布局不全，尤其是对于新兴领域有较长观察周期，导致产品上市周期较长，以及宏观周期引发的行业轮动，对于长期持有行业主题基金产生较大风险，被动投资的进攻性显然不足。即便指数基金拥有持仓更加透明、风格更加明确稳定、费率更加便宜，



甚至不用担心基金经理变更等诸多优点，但是上述原因才是掣肘被动投资的主要因素。

不过，近年来，随着基金监管发行部门的积极介入、基金投顾业务的发展、互联网平台的推动以及基金公司的积极布局，被动投资市场正发生积极变化，在主题基金的投资上，被动投资的受欢迎程度正超越主动型投资。

在创新型产品、中国特色的指数型基金发行审批中，基金监管发行部门给予了较为宽松的支持，不难发现，近年来一些指数型基金发行效率之高，让申报的基金公司都大感意外。指数基金覆盖的行业能够更快、更紧密跟踪产业政策。如3月14日，证监会网站显示，易方达基金、招商基金、博时基金、嘉实基金、银华基金、汇添富基金、广发基金、工银瑞信基金、南方基金等9家公募基金上报的9只中证国新“1+N”系列央企主题指数产品已获受理，在央企改

革等主题型主动权益基金并未出现号召力的产品时，指数型基金已经抢占先机。

在产品创新层面，中证指数公司和国证指数公司也在不断推出市场特色化的指数。如中证指数公司发布了逾2000个指数，今年发布的中证氢能指数、中证长寿经济主题指数和中证可转换债券价值指数，为市场提供了丰富的投资标的。

随着监管发行部门的积极介入和指数公司的积极布局，正逐渐解决指数基金产品布局不全、发行周期长等诸多痛点。主动权益基金因为时间差而产生的超额收益，正逐渐消失。

而基金投顾业务的发展，刚好解决了如何挑选基金、如何调仓、资产配置等问题，恰好弥补了指数型投资的行业轮动、何时买卖的痛点。

此外，互联网平台对指数型基金产品的规模增长也贡献显著，为指数化投资策略的普

及、传播和投资者教育均起到了至关重要的作用。

基金公司加大布局

近年来，随着主动投资相比被动投资获取的超额收益越来越小，指数基金越来越受到投资者认可，逐渐成为投资者资产配置的重要工具。

公募基金公司对于指数基金在居民资产配置中的重要地位认识更加清晰，在指数基金的布局上更加积极。不少基金公司逐步提升指数基金在公司产品布局中战略地位。

有基金公司管理人坦言，指数投资并非是完全被动的，更考验主动投资能力，不只服务于投资，也服务于资产创设的全过程。

进入2023年，权益类基金乍暖还寒，指数型基金则成为了权益基金发行市场的一抹亮色。

Wind数据显示，今年成立的40只指数权益基金发行总规模225亿元，超过去年同期的182亿元，其中12只基金为指数增强基金。

此外，配置指数基金正成机构投资者投资者的新选择，基金四季报数据显示，部分FOF基金对指数基金的持仓已经达到了基金净值的30%以上。有第三方人士指出，近年来，FOF、银行理财子、险资等方对指数基金增配明显，而在几年前，指数基金在这些资方的持仓占比还较低。记者注意到，部分权益型FOF产品的投资组合中，细分赛道指数基金的配置甚至已经超过主动权益基金。

除了国内市场，被动投资在全球的资产管理行业中也正在蓬勃发展。法国兴业银行数据显示，全球被动型股票基金净资产迅猛增长，按照目前发展态势，有望在今年超过主动管理型基金。

“爆款基”规模太大难掌控 类指数投资成标准操作？

证券时报记者 安仲文

最近，一位顶级基金经理管理的产品从此前的一年净值翻倍，到如今跌破1元面值。这一案例凸显出大型主动基金产品采取类指数投资策略面临的“双刃剑”。

证券时报记者在采访中获悉，在单一公募基金产品规模迅速变大后，原先通过挖掘“小票”来实现高收益的策略在大基金面前已经失效，大型主动基金产品也往往呈现出类指数化投资特征。类指数化操作在行业主题风口来临时，具有超高净值弹性，但其弱点也很明显，在行情不好时，只能像被动指数基金一样被动承受。

实际上，不少因为业绩好而规模急剧扩大的基金，业内人士称为“爆款基”，也遭遇此类问题。

曾经的顶流策略失效

3月18日晚间，一位购买公募基金产品的私募基金经理，向证券时报记者发来一句话：“昨日顶流今何在，一日回到解放前。”追问之下，这位私募基金经理所言的是，国内某公募顶流基金经理管理的产品，截至3月18日晚基金净值已从接近翻倍变成跌破1元面值。

记者注意到，上述顶流基金经理管理的产品在3年前成立，该基金成立初期，只用了12个月时间，就实现基金净值接近2元的惊人业绩，一年打造“翻倍基”使得这只产品迅速吸引申购资金，该基金的基金份额也较成立初期实现92%的高增长。该顶流基金产品披露的定期报告显示，在基金净值接近翻倍之际，该产品的资产规模超过210亿元，尽管之后基金净

值出现明显回撤，导致规模缩水，但其规模截至去年末仍维持在百亿之上。

当基金经理管理资金逐步从1亿、10亿、50亿到100亿、200亿变化时，多位基金经理接受证券时报记者采访时都坦承了这样一个问题：策略容量逐渐失效。

记者熟悉的一位基金经理，从小公募的迷你产品基金经理一路做起，凭借小公募迷你产品的优秀业绩，顺利来到大型公募基金担任基金经理职务。他很快拿下这家大型公募基金业绩第一名，这一年他管理的产品起步规模为8亿，但当其管理的基金产品规模突破50亿后，基金产品净值走势开始变得凌乱起来，按照以往管理迷你产品挖掘小黑马的策略失效了，取而代之的是类指数化的投资倾向。

记者从相关渠道获悉，这位曾拿下公司冠军的基金经理已经离职。有知情人士认为，基金经理在基金产品还是迷你规模的时候，往往能凭借个人优秀的股票挖掘能力，推高基金产品的业绩，但当基金规模膨胀之后，原先个股挖掘的策略容量往往失效，导致基金经理不得不采取类指数化的投资，而类指数化的投资又使得基金净值往往跟随行业表现。

小票难以满足容量需求

“最大的问题是基金产品的管理的确很有难度，因为这是一只行业主题型的基金产品，就会存在类指数化的倾向。”前述私募基金经理向记者直言，管理超大规模的基金产品，尤其是规模较大的行业主题型产品，基金经理面临着两个问题：一是基金经理的持仓个股先被限制在基金合同所约定的行业主题范畴内，二是基金经理因为所管基金规模大，在持

仓覆盖上必须优先选择市值体量较大的品种。

创金合信基金一位基金经理接受记者采访时也认为，基金经理管理超大规模资金的公募产品，很容易出现类指数化的倾向，因为此时此刻的基金经理靠挖掘“小票”，难以满足超大规模资金对持仓体量的要求。

“事实上，如果靠小票来满足超大规模资金的需求是不现实的，挖一只小票牛股，翻一倍对基金净值也没有大的影响。”华南地区一位公募明星基金经理此前接受记者采访时也表示，当规模很大了，原来能挖掘牛股装满基金持仓的基金经理，突然变得不会了，因为靠挖掘小市值牛股可能装不满基金池。

哪怕是基金经理的个人投资哲学，在所管基金规模不同之际，也会发生显著的变化。

“我今天接受采访过程中说的投资策略、选股策略，只是针对我目前的管理资金规模比较小，如果规模比较大，我今天就不会这样讲，而是另外的方法。”深圳一家中型基金公司一位新锐基金经理接受记者采访时说，他对黑马股的挖掘偏好以及青睐市场关注度不高的小市值股票，很大程度是考虑到所管基金产品规模较小、操作上比较灵活。

深圳地区一位超大型公募旗下新锐基金经理，在一次业绩交流会上向记者表示，不会因为他的业绩突出而变得骄傲，因为基金经理管理规模大小不同，考虑的问题就会出现明显变化，如果管理超大规模资金，他必须选择另外一套打法，因为现有策略可能无法有效帮助大资金的管理。

为何策略不能随意改变

值得关注的是，管理超大规模规模的公募

基金经理采取类指数化投资，还存在公募基金公司投意的问题。

华南地区的一位基金公司人士向证券时报记者强调，因为市场存在明显的特殊偏好需求，基金公司会容忍管理某种风格的基金经理在管理此类大规模资金时，采取类指数化投资，甚至不希望他们更改策略，“这并非完全能由基金经理个人决定”。

“哪怕明知基金经理今年或明年所管基金赚不到钱，你也必须坚持这种类指数化操作，不能随便改。”深圳地区一位公募基金大佬接受记者采访时解释，“比如我很了解的一位基金经理，以前我的同事，他在一家超大型公募担任周期风格的基金经理，他今年赚不到钱，但他的策略不能随意改变。”

类指数化投资的优点是其在行业主题风口到来时，净值弹性会远超均衡配置的基金经理，比如基金经理在信创行业采取类指数化投资，当行情来临时，其弹性往往高于在信创板块配置20%、30%仓位的均衡型基金产品。上述公募大佬所举例的基金经理管理的代表作资金规模超过70亿元，截至去年末，其前十大核心持仓呈现典型的类指数化投资倾向。

“公司的要求是，这类资金及操作风格不是每一年都抓住行情，但必须在主题行情来临时，类指数化策略能够抓住行情并超越对手，所以在行业类指数化表现较弱的时刻，也只能明知山有虎，偏向虎山行。”上述人士强调。