

2020年12月28日

林晓明 SAC No. S0570516010001  
 研究员 SFC No. BPY421  
 0755-82080134  
 linxiaoming@htsc.com

# 公募量化基金历史与现状

## XX 基金委托课题

### 以时间轴为经，产品线为纬，勾勒国内外量化基金近十余年的发展脉络

本文将时间轴为经，产品线为纬，为读者勾勒出国内外量化基金近十余年的发展脉络。第一部分介绍海外指数基金和对冲基金情况。第二部分从时间维度展开，分析国内公募量化历史规模变迁，回顾近十余年重要事件和明星产品。第三部分从产品维度展开，分别对国内公募主动型量化基金、被动指数型基金、指数增强型量化基金、对冲型基金这四大主要门类的数量规模、基金公司占有率、风格类型和业绩表现进行考察。第四部分通过国内各大公募基金公司量化掌门人近期动向一窥各家公司的的发展思路。

### 主动型量化基金：市场晴雨表，发力主战场

主动型量化基金是各家基金公司发力的主战场，是对基金管理者投资能力最直接的考验。截至 2020 年 2 季度末，主动型量化基金总规模约 530 亿元。主动型量化基金规模大致可以视作市场的晴雨表，牛市扩张熊市收缩是其规模变化的常态。华泰柏瑞、嘉实、光大保德信、长信、华商五家基金公司的主动型量化产品规模之和占据全市场约 1/3。主动型量化基金年胜率偏低，但盈亏比高；持有超过一轮牛熊周期或可获取丰厚回报，但近三年表现不佳。

### 被动指数型基金：成熟市场的发展大趋势

被动指数型基金是有效市场理论的具体投资实践，是成熟市场的一大发展趋势。截至 2020 年 2 季度末，国内共发行 806 只产品，管理总规模达 10008 亿元。华夏基金提早耕耘，管理规模一家独大，南方、易方达紧随其后，华泰柏瑞弯道超车，各家基金公司走差异化发展之路。跟踪指数方面，2013 年前以宽基指数产品为主，2013 年后拓展到行业指数，2014 年主题或概念指数产品引入关注，股灾后转入低潮期。入摩以来，市场重启扩张之路，2018 年起指数化投资迎来春天。

### 指数增强型量化基金：规模逆势增加，龙头优势明显

指数增强型基金是主动型基金和指数型基金的有机结合。截至 2020 年 2 季度末，A 股市场存续中的指数增强型量化基金总规模达 587.6 亿元。指数增强型量化基金规模在 2018~2019 年提升迅猛。基金公司方面，富国在数量和规模上优势明显，景顺、融通、建信各擅胜场。跟踪指数类型方面，宽基指数仍占主导，Smart Beta 指数在近三年增长明显。业绩表现方面，指数增强型量化基金确实起到一定的“增强”效果，但无法保证每一年都能战胜基准指数，长期持有可获得超额收益。

### 对冲型量化基金：历经七年打磨，2020 年重新起航

国内公募对冲基金目前已经历 6 年多的发展时间，过程比较曲折。发展初期产品比较少，公募对冲基金行业在摸索中前进；2015 年之后股指期货政策收紧使公募对冲基金的境况变得比较尴尬，而且 2016 年 1 月底之后新产品审批暂停；2017 年之后股指期货开始松绑，对冲策略有所回暖；2019 年股指期货基本恢复常态化交易，产品审批重开闸，公募对冲基金或将迎来春天。基金公司方面，汇添富、海富通双寡头优势明显。业绩表现方面，对冲型量化基金，2019 年以来超额收益较高，有明确的 Alpha

风险提示：基金的业绩受到多种因素影响，包括环境、政策、基金管理人变化等，过去业绩好的基金不代表未来依然业绩好，投资需谨慎。

## 正文目录

海外量化行业经验 .....	4
共同基金：以指数投资为主 .....	4
收益回测：多数主动型基金在中长期内未跑赢被动型基金 .....	5
成本差异：主动型基金管理费用率明显高于被动型基金 .....	6
对冲基金：量化占比较高 .....	7
管理规模：北美占比近七成，近两年间总规模出现下滑现象 .....	8
基金数量：2016 年开始由升转降，2019 年发行数量有所回升 .....	9
资金流：2010~2017 年总体维持净流入状态，2018 年后转为净流出 .....	9
头部效应：管理规模向大基金集中 .....	10
降费战：竞争格局下的必然走向 .....	10
策略分布及收益：股票多空策略权重占比最大，表现各有千秋 .....	11
国内公募基金量化投资历史 .....	13
历史规模变迁 .....	13
明星产品巡礼 .....	14
公募量化大事记 .....	15
主动型量化基金：市场晴雨表，发力主战场 .....	18
数量和规模：2014~2016 年增长迅猛，近 2 年有所放缓 .....	18
基金公司比较：各家基金百花齐放，前三占据半壁江山 .....	19
业绩表现：年胜率偏低，但盈亏比高，近 3 年表现不佳 .....	20
被动指数型基金：成熟市场的发展大趋势 .....	23
数量和规模：前期加速发展，股灾后规模腰斩，入摩以来重启增长 .....	23
基金公司比较：走差异化发展之路，华夏先行霸主地位难撼 .....	24
跟踪指数类型比较：宽基占据主导，行业指数随后，主题或概念指数紧追 .....	26
业绩表现：收益和市场整体高度相关，长期持有可获可观收益 .....	26
指数增强型量化基金：规模逆势增加，龙头优势明显 .....	29
数量和规模：近 3 年加速发行，2018 年逆势加仓 .....	29
基金公司比较：富国优势明显，景顺融通建信各擅胜场 .....	31
跟踪指数类型比较：宽基指数仍占主导，Smart Beta 发力明显 .....	33
业绩表现：确实具有“增强”效果，长期持有可获得超额收益 .....	33
投资策略：从宏观到微观进行增强，同时借助衍生品和打新 .....	35
量化对冲基金：历经七年打磨，2020 年重新起航 .....	37
数量和规模：发展过程较曲折，2019 年重开闸 .....	37
基金公司比较：汇添富、海富通双寡头优势明显 .....	38
业绩表现：2019 年以来超额收益较高，有明确的 Alpha .....	38
各家公募基金量化发展思路 .....	41
易方达：致力于优质稀缺指数的开发授权，以及指数产品的研发创新 .....	41
博时：通过策略配置应对风格转化，从“固定靶”到“移动靶” .....	41

华夏：未来主流投资方式在 ETF，积极关注 ETF 和国企改革的衔接 .....	41
南方：提供一站式 ETF 资产配置解决方案，布局商品期货 ETF .....	42
嘉实：Smart Beta 是天然的资产配置工具，未来值得看好.....	42
汇添富：高度重视在被动指数产品方面的布局.....	42
招商：宽基 ETF 规模未来可能爆发，同时布局跨境和 Smart Beta 类 ETF .....	43
景顺长城：需要更丰富的工具将 Alpha 和 Beta 进行分离 .....	43
华泰柏瑞：宽基指数 ETF 和 Smart Beta 产品线两条腿走路 .....	43
富国：ETF、Smart Beta 等工具化产品将会迎来爆发式增长的黄金时代 .....	43

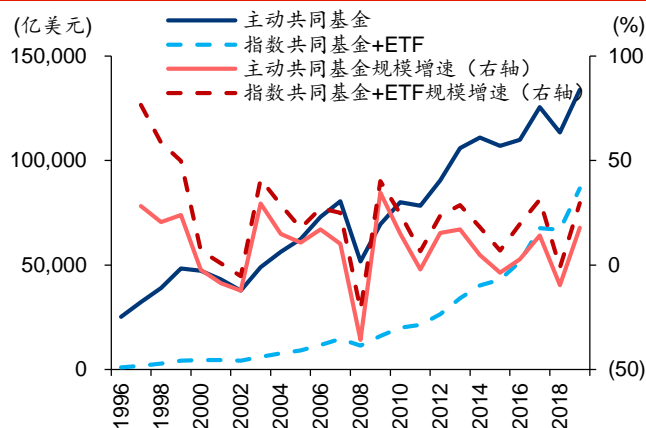
## 海外量化行业经验

### 共同基金：以指数投资为主

本节我们以美国为例，展示海外共同基金量化行业经验。美国资本市场是制度和结构都相对完善的市场，被动投资主要有指数共同基金与 ETF 两种主流产品。其中：共同基金与 ETF 大体类似，都是一种组合投资工具，为投资者提供一揽子股票、债券、衍生品等投资组合，主要差异有两点：一是交易方式的差异，ETF 交易类似股票，通过证券交易所二级市场买卖，共同基金份额不在交易所挂牌，是通过不同的分销渠道代理交易；二是定价机制的差异，共同基金采取未知价法定价，即当天所有的订单都按照相同的价格（日终计算的基金份额净值）成交，而 ETF 份额价格在证券市场是连续报价，投资者在二级市场上买卖 ETF 的价格并不一定与 ETF 组合证券的净值相等。

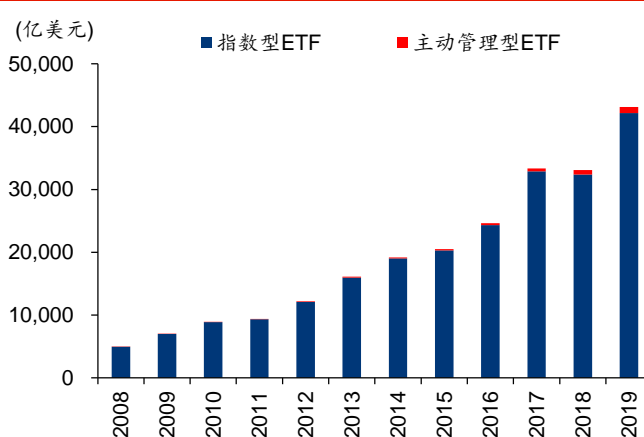
2000 年以来美国被动投资基金持续扩容，指数基金和以指数型为主的 ETF 规模增长迅速。根据 ICI 数据，2008 年被动投资基金（包括指数基金和指数型 ETF）在基金市场规模占比约为 18%，到 2019 年占比进一步上升至 39%，而主动管理型基金规模占比压缩至 61%。

图表1：1996-2019 年，美国基金产品规模增长



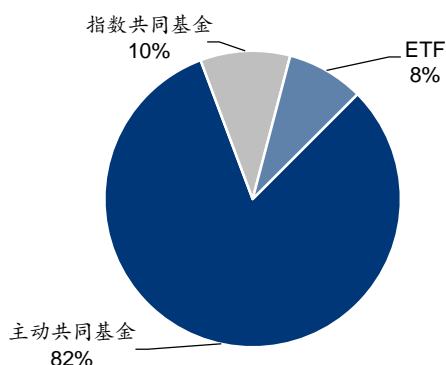
资料来源：ICI，华泰证券研究所

图表2：美国指数型 ETF 和主动管理型 ETF 规模增长



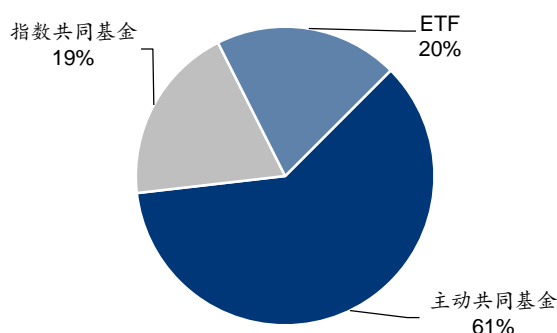
资料来源：ICI，华泰证券研究所

图表3：2008 年，美国基金产品规模占比情况



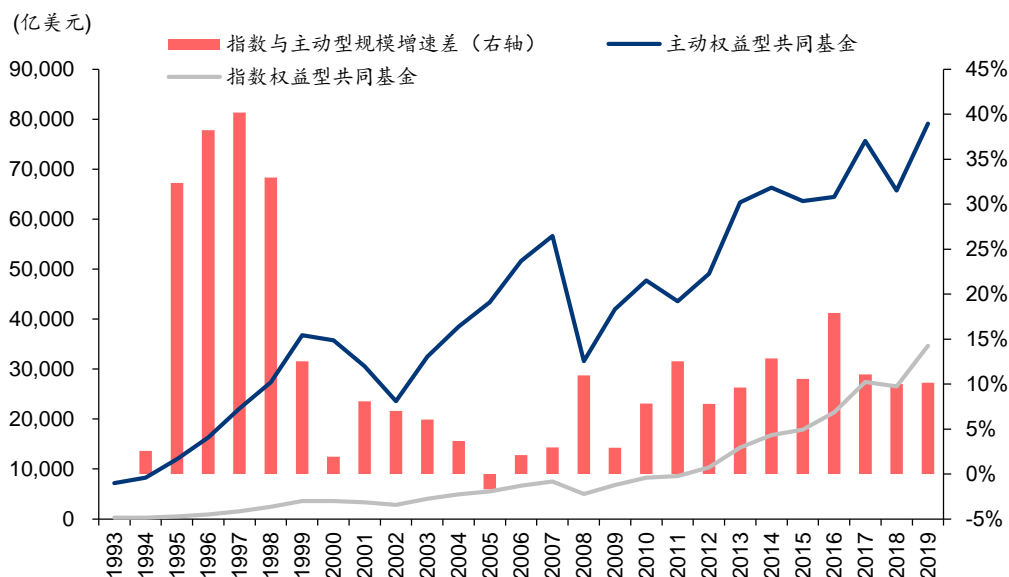
资料来源：ICI，华泰证券研究所

图表4：2019 年，美国基金产品规模占比情况

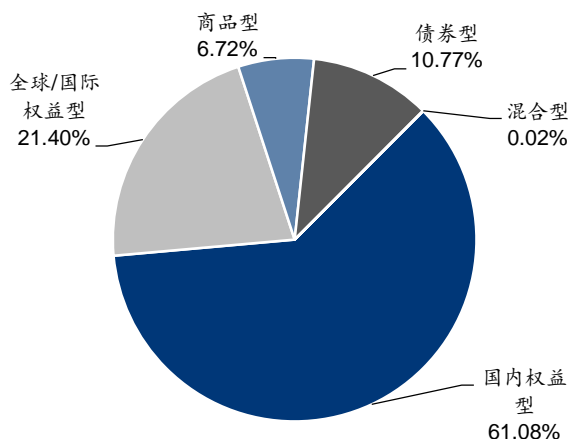


资料来源：ICI，华泰证券研究所

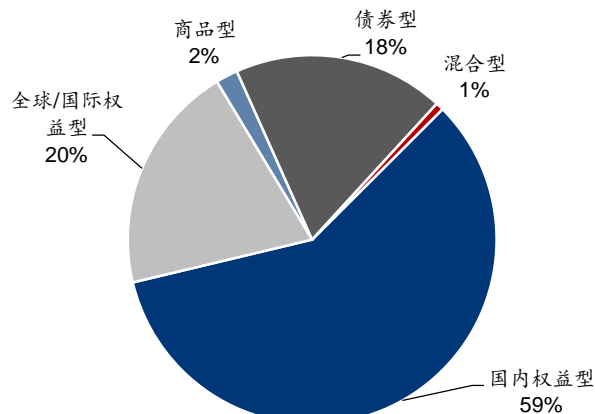
从权益类基金来看，美国指数权益型共同基金规模增速亦显著快于主动权益型基金。根据 ICI 数据，1993-2019 年，指数权益型共同基金规模复合增速高达 21%，相比主动权益型规模复合增速高 11 个百分点；2019 年，指数权益型共同基金规模 346.5 亿美元，是主动权益型共同基金规模的 0.4 倍，而 1993 年，指数权益型共同基金规模仅 2.4 亿美元，且仅为主动权益型共同基金规模的 0.03 倍。2000-2019 年权益类 ETF 规模同样出现高速增长，2019 年权益类 ETF 规模达到 346.7 万亿美元，这 19 年期间 CAGR 达到 23.2%。

**图表5：1993-2019 年主动权益性共同基金和指数权益型共同基金规模情况**

资料来源：ICI，华泰证券研究所

**图表6：2008 年 ETF 产品规模占比情况**

资料来源：ICI，华泰证券研究所；注：商品型 ETF 主要投资于商品、货币和期货

**图表7：2019 年 ETF 产品规模占比情况**

资料来源：ICI，华泰证券研究所

我们认为，美国被动型基金投资规模增长快于主动型基金，主要在于四方面的基础优势：一是收益问题，历史回测数据显示被动型基金中长期内明显跑赢主动型基金；二是成本问题，被动型基金管理费用率低于主动管理型基金；三是代理问题，投资者与主动管理型基金经理之间存在信息不对称，代理问题难以消除，而被动型基金管理则基本不存在这一问题；四是模式问题，美国投顾尤其是智能投顾兴起，美国基金业商业模式发生了明显变化，在此背景下，被动类产品体系更加丰富，更加贴合投顾的资产配置方案决策需求。

### 收益回测：多数主动型基金在中长期内未跑赢被动型基金

美股历史数据表明，大部分主动管理基金在中长期内未跑赢指数基金。在扣除管理费用后，无论持有期限是 10 年还是 20 年，1994-2004、1984-2004 指数型基金的投资收益均比所有股票基金收益率高出 2pct 以上（详见于：Malkiel B G 2005 年发表于《The Financial Review》的文章《Reflections on the Efficient Market Hypothesis: 30 Years Later》）。根据晨星公司数据，2018 年美国市场中，只有 38% 的主动管理型美股基金表现超过了其同类被动管理型基金，相比 2017 年的 46% 进一步下滑；2008-2018 年间，只有 24% 的主动管理型基金收益率超过了被动管理型基金的平均水平。

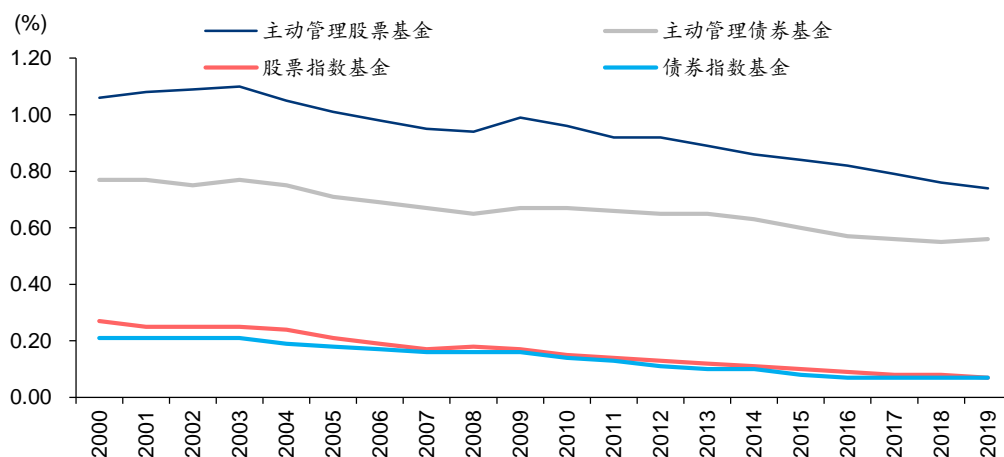
**图表8：美国指数基金投资收益与所有股票基金平均收益的比较情况（%）**

投资收益比较	1994-2004 年	1984-2004 年
标普 500 指数基金收益	10.99	12.78
股票基金平均收益	8.47	10.54
差额	2.52	2.24

资料来源：《Reflections on the Efficient Market Hypothesis: 30 Years Later》（Malkiel B G, 2005 年），华泰证券研究所

**成本差异：主动型基金管理费率明显高于被动型基金**

相比于主动基金，被动基金（以指数基金为代表）费率更低。根据 ICI 数据，从总趋势来看，2000 年以来美国基金费率呈现逐年下降的趋势，但主动管理基金费率依然显著高于被动基金。根据 ICI 数据，2019 年美国股票指数基金、债券指数基金费率分别为 0.7%、0.7%，而主动管理股票基金、债券基金的费率分别为 7.4%、5.6%。因此，相比较来看，指数基金拥有显著的费率优势，我们认为其原因一方面在于指数基金的研究成本较低，且投资组合较为固定，换手率较低；另一方面是指数基金的平均规模较大，有利于基金费用的分摊。基金的管理费用最终是由投资者承担，因而管理费率高低是影响投资者在主动/被动管理型基金之间选择的重要参考因素。

**图表9：美国主动管理基金和指数基金费率情况**

资料来源：ICI，华泰证券研究所

**主动管理型 ETF 费率也显著高于指数型 ETF 费率。**根据 ICI 数据，近年来指数股票型 ETF 和指数债券型 ETF 加权平均费率均小于 0.2%，而 2019 年主动管理股票型 ETF 加权平均费率为 0.74%，是指数股票型 ETF 费率的 4 倍、指数债券型 ETF 费率的 5 倍。

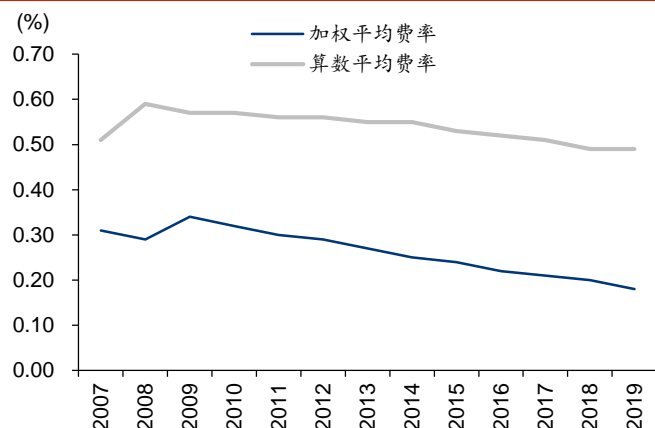
**图表10：2019 年美国 ETF 费率情况（%）**

ETF 种类	费率 10%分位	费率中位数	费率 90%分位	加权平均费率	算数平均费率
指数股票型 ETF	0.12	0.47	0.95	0.18	0.49
指数混合型 ETF	0.46	0.6	0.95	0.49	0.61
指数债券型 ETF	0.06	0.2	0.5	0.14	0.27
主动管理股票型 ETF	0.18	0.63	0.95	0.74	0.66

资料来源：ICI，晨星，华泰证券研究所

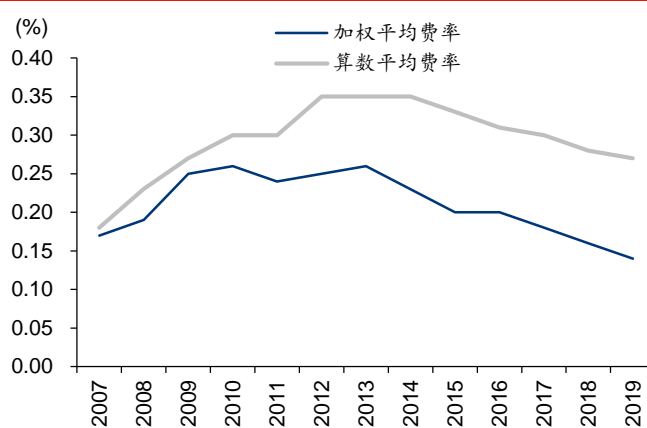


图表11: 2007-2019 年, 美国指数型股票 ETF 费率情况



资料来源: ICI, 华泰证券研究所

图表12: 2007-2019 年, 美国指数型债券 ETF 费率情况



资料来源: ICI, 华泰证券研究所

综上, 目前来看, 无论是共同基金还是 ETF, 被动型基金管理费率均低于主动型基金。1980 年-2006 年, 投资者每年花费市场总价值的 0.67% 寻找更高的回报, 在合理的假设下, 投资者如果转向被动的市场投资组合, 在 1980 年至 2006 年期间的平均年回报率将增加 67 个 BP (详见于: Kenneth R. French 2008 年发表于《Social Science Electronic Publishing》的文章《The Cost of Active Investing》)。受资产管理市场有效性的影响, 优秀的基金经理收取的管理费用更高 (详见于: Berk, Jonathan, van Binsbergen, Jules H, Liu, Binying 2005 年发表于《Social Science Electronic Publishing》的文章《Matching Capital and Labor》), 因此, 尽管把钱交给优秀的基金经理, 投资者获得更高收益的可能性变大, 但必须支付的管理费用也随之升高。

### 对冲基金: 量化占比较高

除指数基金外, 对冲基金也是量化投资的主战场。海外对冲基金中, 量化占比较高, 北美最大的对冲基金公司大部分都是量化基金。下表展示全球对冲基金资产规模排名前 20 的公司。在排名前十的公司中, 第 2、4、5、7 位的 AQR、文艺复兴、Two Sigma、千禧均为知名的量化对冲基金, 而第 3、9 位的英仕曼集团、贝莱德也涉及量化投资。

图表13: 全球对冲基金管理规模按策略类别分布权重变化趋势

管理人	国家	成立时间	最新管理资产规模 (亿美元)
Bridgewater Associates	US	1975	\$137.0bn as of 31 March 2020
AQR Capital Management	US	1998	\$99.6bn as of 31 December 2018
Man Group	UK	1983	\$77.4bn as of 31 March 2020
Renaissance Technologies	US	1982	\$70.5bn as of 31 March 2020
Two Sigma Investments	US	2001	\$60.0bn as of 31 December 2019
Elliott Management	US	1977	\$40.5bn as of 31 December 2019
Millennium Management	US	1989	\$40.3bn as of 31 March 2020
J.P. Morgan Asset Management	US	1974	\$36.6bn as of 30 June 2019
BlackRock Alternative Investors	US	1986	\$35.3bn as of 31 March 2020
H2O Asset Management	UK	2010	\$34.0bn as of 31 December 2019
Adage Capital Management	US	2001	\$31.4bn as of 31 December 2019
Marshall Wace	UK	1997	\$31.1bn as of 01 April 2020
Viking Global Investors	US	1999	\$31.1bn as of 31 December 2019
The Baupost Group	US	2000	\$30.2bn as of 31 December 2019
Davidson Kempner Capital Management	US	1990	\$30.0bn as of 31 March 2020
D. E. Shaw Investment Management	US	1988	\$29.1bn as of 01 January 2020
Citadel Advisors	US	1990	\$28.9bn as of 31 December 2019
Farallon Capital Management	US	1986	\$28.0bn as of 31 March 2020
Spectrum Asset Management	US	2017	\$21.4bn as of 30 April 2020
The Children's Investment Fund Management	UK	2003	\$21.2bn as of 31 March 2020

资料来源: Preqin Quarterly Update: Hedge Funds Q2 2020, 华泰证券研究所

近三十年间，对冲基金的整体发展速度较快：各种策略百花齐放，各有所长，为投资者提供了多种选择；收益水平稳定且与市场走势关联度相对较低，抗冲击能力强；多年保持着相对稳定的规模扩张速度，投资者对对冲基金的投资热情一直较高。

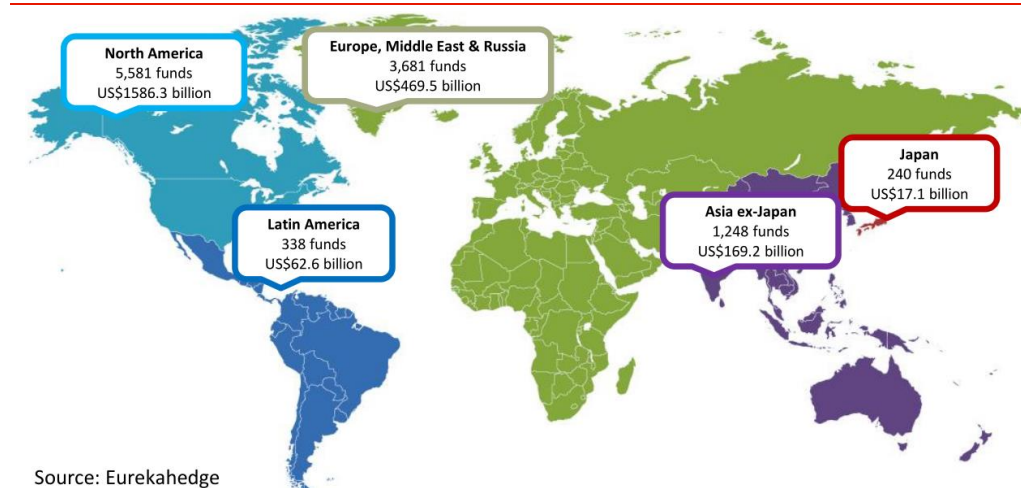
然而，近两三年间，对冲基金的发展却未能一直保持之前的良好势头，行业内部竞争加剧，资金整体由流入转为流出。如何应对市场挑战，在众多竞争者中破局而出？这是所有对冲基金经理面临的一个难题。

接下来，我们将针对对冲基金的现状展开描述，并分析当前局面下的行业未来发展趋势。

### 管理规模：北美占比近七成，近两年间总规模出现下滑现象

根据 Eurekahedge 在 2020 年 1 月底的统计，全球对冲基金总管理规模约为 2.31 万亿美元，其中北美市场管理规模约为 1.59 万亿美元，占比约 69%。其次是欧洲、中东及俄罗斯，合计占比约 20%。亚洲地区总共占比约 8%，其中日本占比约 0.7%（详见下图）。

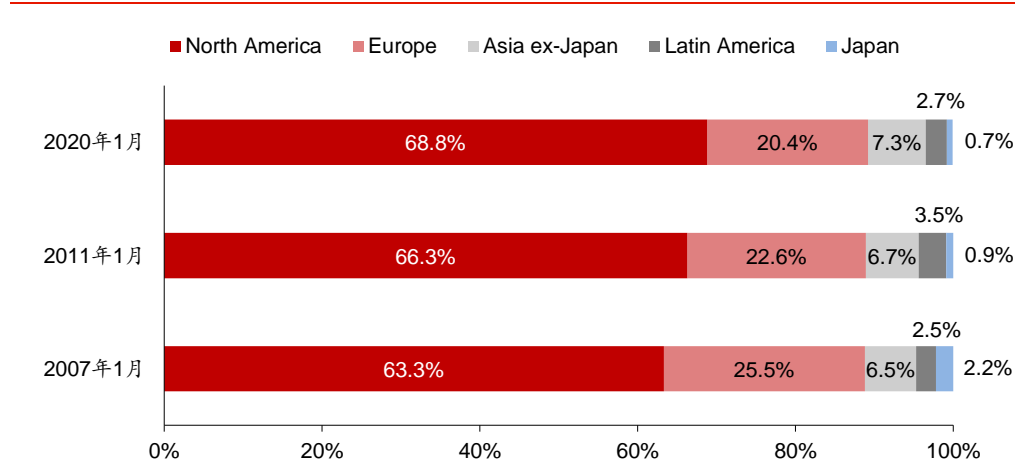
图表14：全球对冲基金数量及管理规模按地区分布情况（2020 年 1 月底）



资料来源：The Eurekahedge Report March 2020，华泰证券研究所

下图展示了 2007 年 1 月、2011 年 1 月、2020 年 1 月三个截面上对冲基金管理规模按地区分布权重的变化情况。可以发现，北美地区占比随时间推移在逐渐上升，而欧洲地区占比在逐渐下降。除日本外亚洲地区占比从 2007 年的 6.5% 逐渐上升到现在的 7.3%。

图表15：全球对冲基金管理规模按地区分布权重变化趋势

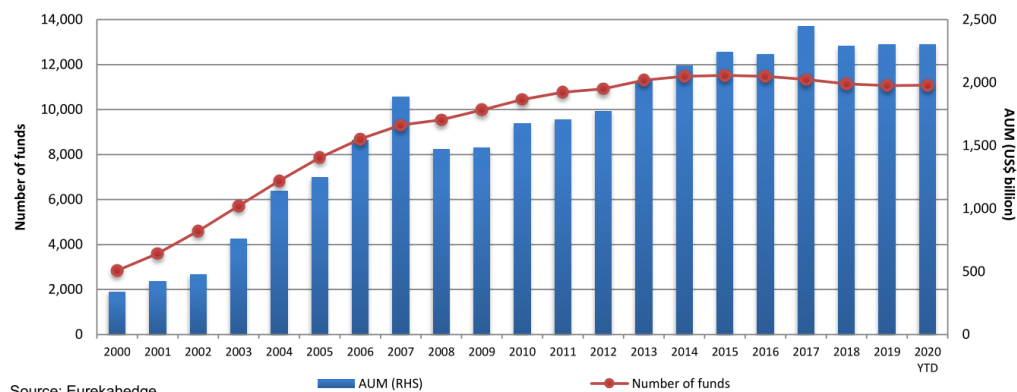


资料来源：The Eurekahedge Report March 2020，华泰证券研究所



2005 年至 2020 年 1 月底全球对冲基金资产管理规模变化情况展示在下图中, 可以发现 1990~2007 年对冲基金规模一直高速增长, 2008 年金融危机导致当年规模出现 20% 左右的下降, 之后的 2009~2015 年规模一直维持缓增趋势, 直到 2016 年这一趋势终止, 规模出现同比下降。虽然 2017 年对冲基金总规模再次增加, 但之后的 2018 年又出现一定幅度下滑, 2019 年和当下的对冲基金总规模则基本与之前持平。对冲基金的高速发展期看上去暂告一段落, 未来一段时间行业竞争可能会加剧。

图表16: 全球对冲基金数量及管理规模变化趋势 (2000 年至 2020 年 1 月底)



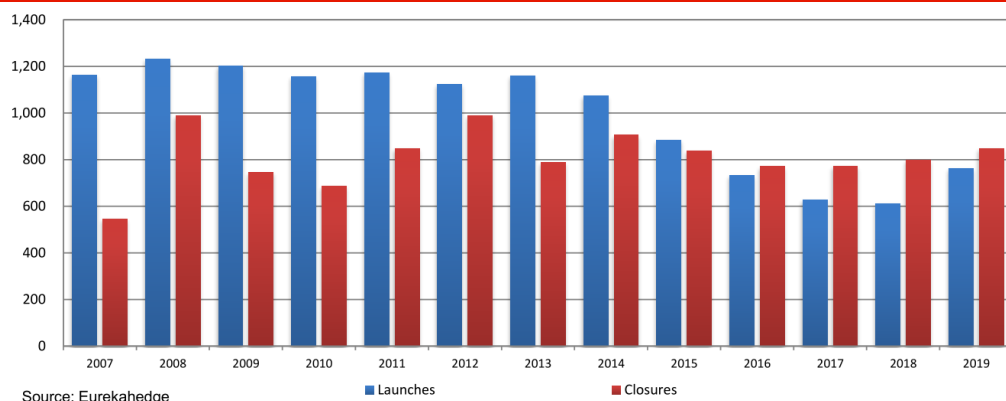
资料来源: The Eurekahedge Report March 2020, 华泰证券研究所

### 基金数量: 2016 年开始由升转降, 2019 年发行数量有所回升

对冲基金总数量在 1990~2007 年间一直维持快速增长趋势, 2008 年的金融危机虽然导致对冲基金总管理规模下降, 但基金数量并未下降, 之后直到 2015 年, 基金数量一直维持着缓慢增长的趋势。

从 2016 年开始, 对冲基金数量由升转降。观察下图可知, 2016 年终止的对冲基金数量首次超过了发行数量; 但实际上从更早的 2014 年开始, 对冲基金发行数量就已经在逐渐下降, 2018 年当年发行数量只有 600 家左右, 约为巅峰年份的二分之一。好在 2019 年对冲基金行业出现起色, 当年发行数量回升到 750 家左右, 但仍比当年终止的基金数量少 100 家左右。目前市场上存续的对冲基金大约 11000 只, 2019 年基金数量下滑速度有所放缓, 2020 年 2 月底基金数量基本与 2019 年底持平。

图表17: 全球对冲基金发行和终止数量变化趋势 (2007~2019 年)



资料来源: The Eurekahedge Report March 2020, 华泰证券研究所

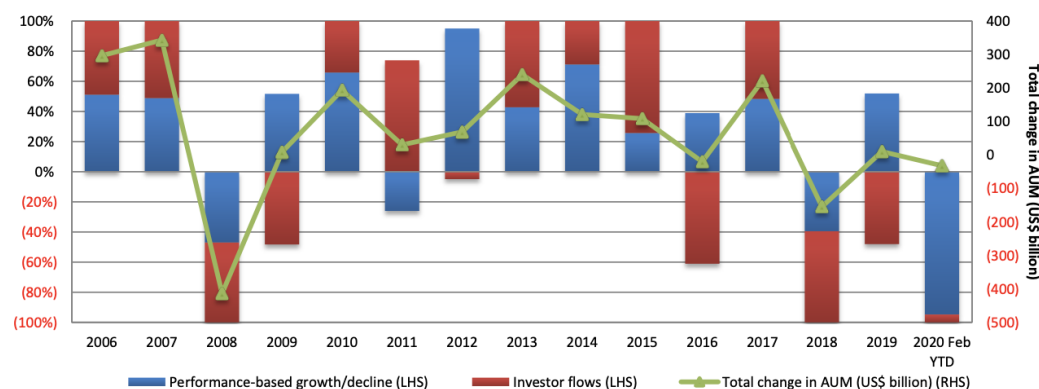
### 资金流: 2010~2017 年总体维持净流入状态, 2018 年后转为净流出

Eurekahedge 统计了自 2006 年以来的对冲基金行业资金流动状况, 见下面图表。2006~2015 年间对冲基金行业整体上维持着净申购状态及资本增值状态; 其中只有 2008 年金融危机导致 2008、2009 两年出现较大的净赎回。2016 年是一个转折点, 尽管当年对冲基金实现了 351 亿美元的基于业绩的资本增值, 但也遭遇了高达 551 亿美元的净赎回。2017 情

况又所有改善, 对冲基金在当年收获资本净流入 2219 亿美元, 其中包含了自 2010 年以来最高的基于业绩的资本增值 1073 亿美元以及占总净流入额 52% 的净申购额 1146 亿美元。

2018 年, 中美贸易战打响及美联储加息, 导致世界范围内对冲基金增长低迷; 尽管 2019 年对冲基金表现不错, 基于业绩的资本增值达到 1378 亿美元, 但当年净赎回额仍然较大; 2020 年前两个月, 对冲基金继续面临资金净流出状况。这些数据给对冲基金行业敲响了警钟。

**图表18: 对冲基金总资金流动额按基于业绩的资本增值和净投资额拆分情况 (2006 年至 2020 年 2 月底)**

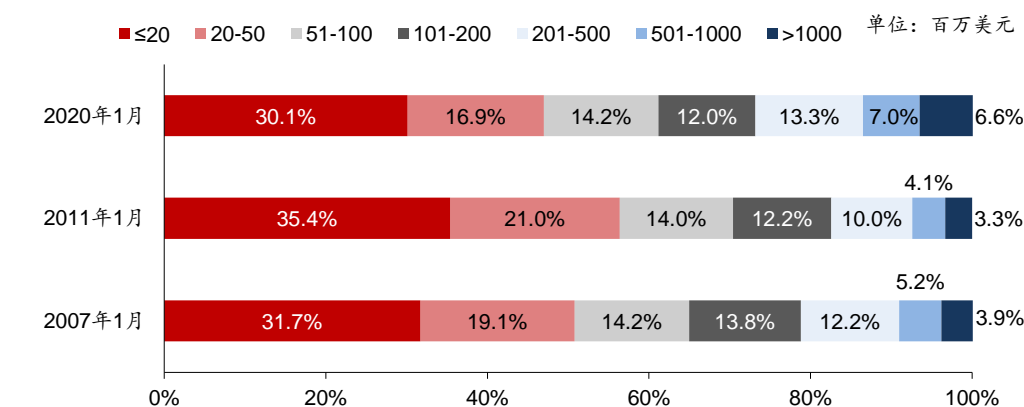


资料来源: The Eurekahedge Report March 2020, 华泰证券研究所

### 头部效应: 管理规模向大基金集中

观察下图, 可以发现, 从 2007 年 1 月到 2011 年 1 月, 小于两千万美元管理规模的基金增长最快, 可以推测该段时间内对冲基金行业仍处于“野蛮增长”时代; 而从 2011 年 1 月至今, 小规模基金占比萎缩, 大于 2 亿美元规模的基金所占比例出现较大幅度上升, 其中大于 10 亿美元规模的超大基金占比翻了一番。这一现象表明目前对冲基金行业整体趋于饱和, 若无其它利好的外因出现, 行业内很有可能面临洗牌, 大基金生存机会更大。

**图表19: 全球对冲基金总管理规模按单只基金规模分布权重变化趋势**



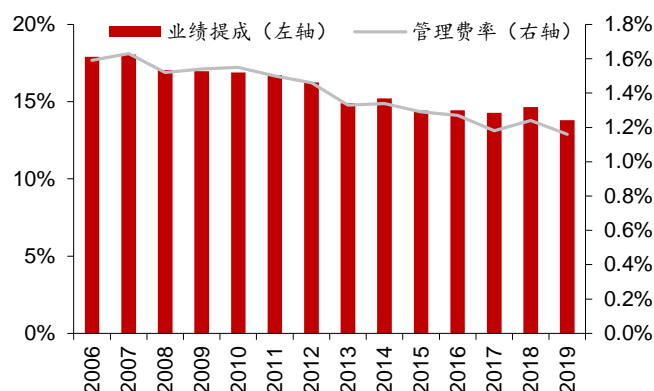
资料来源: The Eurekahedge Report March 2020, 华泰证券研究所

### 降费战: 竞争格局下的必然走向

传统的对冲基金收费模式是“2/20”, 即每年收取 2% 的管理费, 外加 20% 的业绩提成。然而, 随着对冲基金数量越来越多, 行业内竞争加大, 以及其它可替代投资选项日益增多, 这一收费结构难以持续下去。从下面两张图可知, 自 2006 年至 2019 年, 对冲基金的平均业绩提成和管理费率都呈现下降趋势, 2019 年平均业绩提成为 13.8%, 平均管理费率为 1.16%, 已经明显低于传统的“2/20”。实际上, 直接降费并不是对冲基金采取的吸引投资者的唯一措施, 缩短锁定期、提高业绩评价标准等其它手段也屡见不鲜。这些都反映了一个客观事实: 在激烈的竞争下, 降费战是必然趋势, 只是行动早晚的问题。

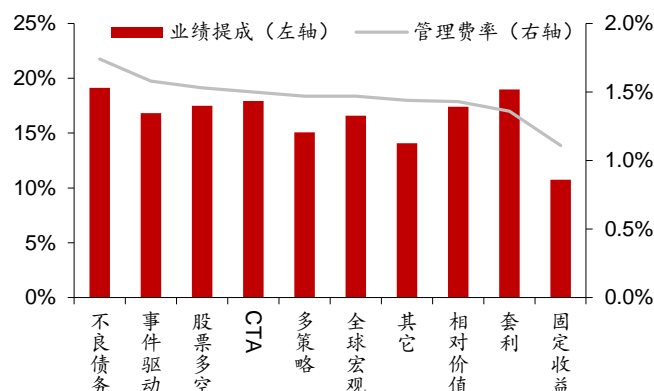
另外，采取不同策略类型的对冲基金收费也不尽相同。不良债务和事件驱动策略的管理费率是相对最高的，主要是由于执行起来比较复杂且流动性低。固定收益策略的业绩提成和管理费率都是相对最低的，因为操作方法透明、易于执行、流动性佳且区分度低。

图表20： 每年新发行对冲基金平均费率（2006~2019 年）



资料来源：The Eurekahedge Report March 2020，华泰证券研究所

图表21： 不同策略的对冲基金平均费率（2020 年 1 月底）



资料来源：The Eurekahedge Report March 2020，华泰证券研究所

### 策略分布及收益：股票多空策略权重占比最大，表现各有千秋

Eurekahedge 将对冲基金策略分为多个类别，主要包括：股票多空 (Long/short equities)、多策略 (Multi-strategy)、CTA (CTA/managed futures)、事件驱动 (Event driven)、套利 (Arbitrage)、固定收益 (Fixed income)、全球宏观 (Macro)、相对价值 (Relative value)、不良债务投机性策略 (Distressed debt) 和其它策略，其中最重要的策略是股票多空，占比约三分之一左右。观察下表可知，2011 年 1 月和 2020 年 1 月的策略分布权重比较相似，股票多空占比上升 3.2 个百分点，多策略、CTA、事件驱动的占比略下滑。

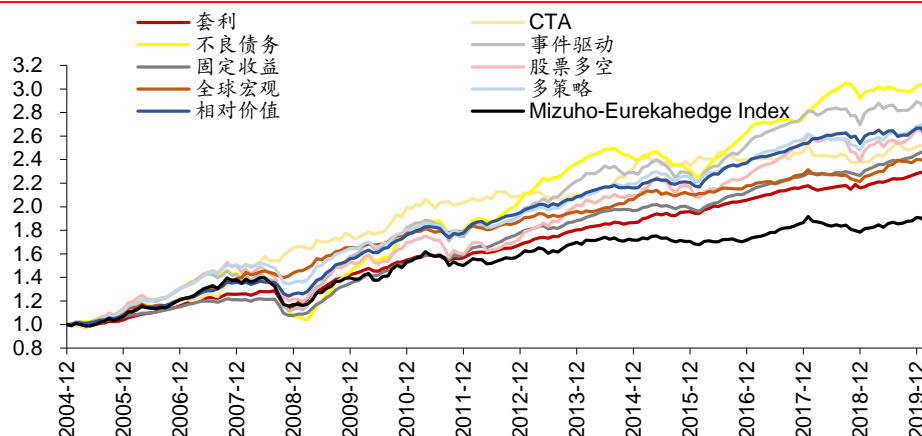
图表22： 全球对冲基金管理规模按策略类别分布权重变化趋势

策略类别	2007 年 1 月	2011 年 1 月	2020 年 1 月
股票多空	40.7%	31.4%	34.6%
多策略	13.5%	16.1%	14.4%
CTA	8.5%	11.7%	10.2%
事件驱动	7.1%	11.6%	9.9%
套利	8.8%	7.5%	7.9%
固定收益	5.8%	5.5%	7.7%
全球宏观	5.6%	6.4%	6.8%
相对价值	3.6%	3.3%	3.1%
不良债务	4.4%	3.9%	2.3%
其它	2.1%	2.6%	3.1%

资料来源：The Eurekahedge Report March 2020，华泰证券研究所

我们绘制以上策略指数及 Mizuho-Eurekahedge 指数的净值曲线（以 2004 年底取值为 1 进行归一化），同时展示各策略指数年度收益率，其中 2020 的数据截止 2 月底，如下面两张图表所示。首先，整体来看，对冲基金在大部分年份都是正收益，只有在 2008 出现较大回撤，以及在 2011、2015、2018、2020 年出现较小回撤。实际上，2008 年 Mizuho-Eurekahedge 指数跌幅为 15.1%，相较于标普 500 指数该时期 38.5% 的跌幅明显更小。而从今年初到 2 月底，标普 500 指数下跌 8.6%，Mizuho-Eurekahedge 指数下跌 2.9%，继续显现出对冲基金熊市抗跌的特征。今年受到疫情、宏观环境变化等各种因素影响，可能是市场比较动荡的年份，投资于对冲基金在当下是个不错的选择。

图表23: 2004~2020 年各策略指数与 Mizuho-Eurekahedge 指数的变化曲线 (截至 2020 年 2 月底)



资料来源: eurekaledge.com, 华泰证券研究所

图表24: 2005~2020 年各策略指数年度涨跌幅统计 (截至 2020 年 2 月底)

策略类别	2020 全区间																
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	YTD	年化
股票多空	13.8%	15.2%	14.6%	-19.0%	25.8%	10.8%	-5.9%	8.5%	16.3%	3.9%	3.7%	3.9%	13.1%	-6.3%	11.2%	-3.0%	6.4%
多策略	11.8%	16.9%	15.3%	-9.9%	21.2%	9.7%	-1.2%	7.9%	8.3%	5.2%	2.5%	5.5%	8.6%	-3.8%	8.2%	-1.2%	6.6%
CTA	8.6%	10.6%	15.1%	19.5%	6.4%	13.4%	2.2%	2.8%	0.8%	10.1%	1.2%	2.4%	2.6%	-3.5%	5.4%	0.1%	6.3%
事件驱动	10.9%	17.5%	9.4%	-20.9%	40.0%	15.7%	-4.4%	11.1%	14.4%	3.3%	-0.4%	10.6%	9.9%	-2.7%	7.2%	-3.5%	7.0%
套利	4.0%	11.5%	8.5%	-8.0%	23.0%	8.7%	1.2%	7.2%	7.5%	3.5%	5.0%	5.0%	5.5%	-0.6%	5.7%	0.3%	5.6%
固定收益	6.3%	8.4%	5.1%	-11.0%	25.1%	13.0%	4.4%	11.7%	5.9%	4.5%	1.1%	6.7%	6.6%	0.2%	7.9%	0.0%	6.1%
全球宏观	10.3%	10.1%	14.5%	3.5%	14.9%	7.7%	0.6%	4.9%	4.4%	5.2%	2.1%	3.4%	4.4%	-2.7%	8.5%	-0.8%	5.9%
相对价值	7.4%	12.8%	12.3%	-7.5%	23.8%	12.9%	0.9%	9.8%	7.0%	3.5%	2.1%	7.5%	6.9%	0.1%	5.1%	-2.8%	6.5%
不良债务	11.4%	16.9%	9.8%	-25.4%	35.7%	22.7%	1.2%	14.3%	15.3%	1.8%	-4.2%	13.9%	4.6%	6.1%	3.5%	0.5%	7.6%
Mizuho-Eurekahedge Index	7.1%	13.1%	13.9%	-15.1%	19.4%	9.9%	-2.1%	5.9%	6.5%	1.2%	-0.7%	0.7%	8.7%	-4.3%	7.0%	-2.9%	4.2%
标普 500 指数	3.0%	13.6%	3.5%	-38.5%	23.5%	12.8%	0.0%	13.4%	29.6%	11.4%	-0.7%	9.5%	19.4%	-6.2%	28.9%	-8.6%	6.1%

资料来源: eurekaledge.com, Wind, 华泰证券研究所

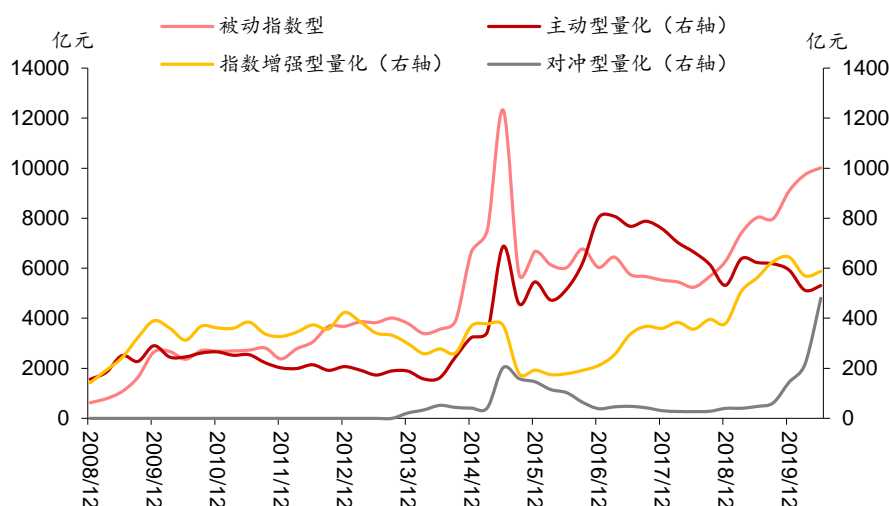
从各策略表现分化情况来看, 在过去十几年间不存在“常胜将军”, 策略表现各有千秋; 2019 年股票多空策略效果相对最好, 其次是全球宏观、多策略、固定收益; 2020 年前两个月收益为正数的策略是不良债务、套利、CTA、固定收益。

## 国内公募基金量化投资历史

### 历史规模变迁

我们首先从最为基础的视角——基金规模, 考察公募量化基金的历史变迁。下图展示了公募量化基金四类主要产品的历史规模变化。四类产品分别为主动型量化、被动指数型、指数增强型量化、对冲型量化。FOF、专户产品未纳入统计。从绝对规模上看, 被动指数型基金规模占据明显优势, 整体在千亿的数量级; 主动型量化、指数增强型量化和对冲型量化大致在百亿的数量级。

图表25: 近十余年各类型公募量化基金规模变化



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

从相对变化趋势上看, 各类型量化基金各自扩张和收缩的时点不尽相同。2009 年牛市中, 除对冲型外的各类量化基金规模扩张的步调基本一致。2010 年至 2011 年量化基金规模相对稳定。2012 年到 2014 年上半年是被动指数型基金的扩张高峰期, 华泰柏瑞沪深 300ETF、嘉实沪深 300ETF 相继发行, 启跨市场 ETF 之先河, 而其余三类量化基金随 A 股市场步入寒冬。

从 2014 年下半年到 2015 年上半年, 四类量化基金以不同的步调迎来牛市, 主动型量化基金规模扩张将近 5 倍, 被动指数型基金规模扩张亦接近 3 倍, Smart Beta 基金仅 2 倍多, 而指数增强型量化基金仅 1.5 倍。经历股灾后, 被动指数型、指数增强型量化和 Smart Beta 基金规模萎缩 1/2, 主动型量化基金规模萎缩 1/3。

此后的三年间, 四类量化基金规模变化情况出现进一步分化。2016 年是主动型量化基金的大年, 各类 Alpha 因子均表现出色, 以长信量化先锋为代表的一批主动型量化基金规模迅速增长; 其余三类量化基金规模变化不大。2017 年迎来“漂亮 50”行情, 小市值等 Alpha 因子失效, 部分小盘成长风格的主动型量化基金表现不佳, 规模略有萎缩; 这一年以富国 300 增强、景顺长城 300 增强为代表的指数增强型基金规模增长近 1 倍。

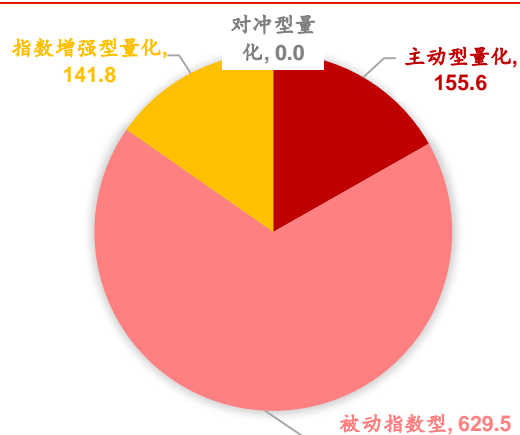
2018 年市场单边下跌, 主动型量化基金规模缩水近 1/3; 而指数化投资迎来春天, 各路资金通过投资被动指数型、指数增强型量化基金布局 A 股市场实现“抄底”。2019 年指数型基金继续发展壮大, 主动型量化基金规模则持续萎缩。2020 年上半年对冲型量化基金大扩容, 仅半年时间规模增长超过 300%。

回望近十余年公募量化规模变迁, 我们发现每一年都是特殊的一年, 每一年都有特定的主题, 每一年随着行情、风格的演变, 最亮眼的那类量化产品类型也始终在变。但是总的来看, 主动量化占比逐渐减少, 指数投资占比逐渐增加, 仍然是大的趋势。下图分别展示了 2008 年底和 2020 年 2 季度末, 四类量化基金的规模占比情况。被动指数型基金的规模占



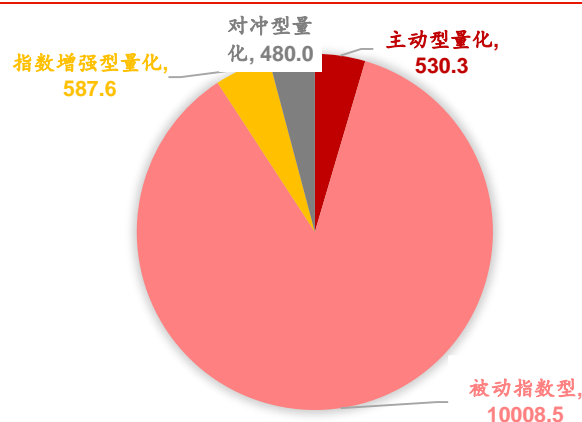
比从 68%提升到 86%，指数增强型量化基金规模占比从 15%下降至 5%，主动型量化基金的规模占比从 17%下降到 5%，对冲型量化基金规模占比从 0%提升至 4%。随着 A 股国际化进程的稳步推进，公募基金产品的布局也将向成熟市场逐渐靠拢。

图表26： 2018Q4 各类型量化基金规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

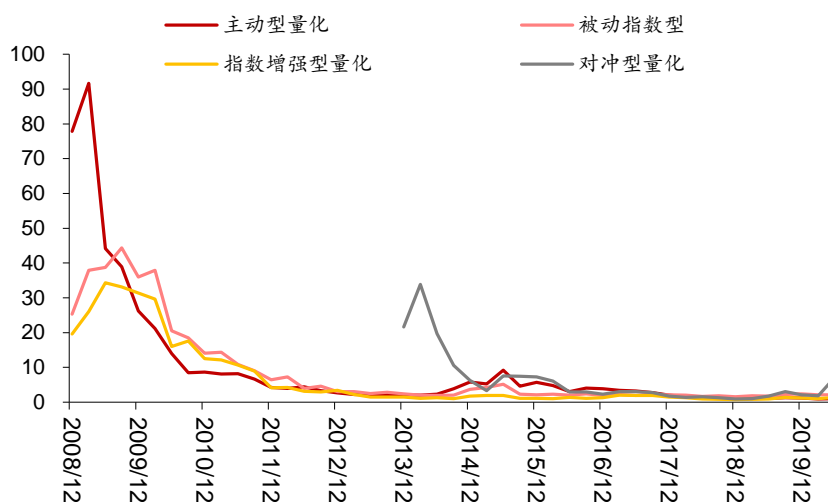
图表27： 2020Q2 各类型量化基金规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

公募量化基金规模变化的另一趋势是迷你化。截至 2020Q2，主动型、被动指数型、指数增强型、对冲型量化基金规模中位数分别为 0.99 亿、2.08 亿、1.34 亿、7.14 亿元，二八效应日益明显，资源向头部基金公司及产品集中，中小基金公司生存日益艰难。

图表28： 近十余年各类型公募量化基金规模中位数变化



资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 明星产品巡礼

下面我们展示每一年公募量化基金中的明星产品。我们将明星产品定义为期末规模相比于期初规模提升最多的一只量化基金。回顾近十余年的明星产品，主动型量化和指数增强型量化各占 4 席，对冲型出现 2 次，被动指数型出现 1 次。产品特色决定了主动型量化和指数增强型量化更容易打造具有个人色彩的爆款产品。

李笑薇执掌的富国沪深 300 指数增强 (100038.OF) 入选 3 次 (2011、2012、2018 年)。中国市场第一只主动型量化基金，同时也是光大保德信的旗舰产品光大核心 (360001.OF) 入选 2 次 (2009、2013 年)，但该基金近 2 年表现不佳。榜单上另一只同样在近 2 年表现不佳的主动型量化基金是 2010 年的明星产品华商动态阿尔法混合 (630005.OF)。

工银瑞信凭借得天独厚的渠道优势, 旗下的对冲型产品工银绝对收益(000067.OF)成为 2015 年的明星产品。长信量化先锋混合(519983.OF)凭借其在小盘成长风格上的暴露, 在 2016 年取得了辉煌的业绩表现, 成为该年度的明星产品, 然而在随后的两年出现较大回撤。除富国 300 增强外的另一只 300 增强标杆产品景顺长城沪深 300 增强(000311.OF)是 2017 年度的明星产品。汇添富绝对收益(000762.OF)在 2019 年收益率为 14.22%, 在全部对冲型基金中排名第 2, 规模增长迅猛, 是当年的明星产品。

图表 29: 公募量化基金历年明星产品一览

年份	基金代码	基金简称	基金类型	基金经理	期初规模 (亿元)	期末规模 (亿元)	规模变化 (亿元)	规模增长率 (%)	当年收益
2009	360001.OF	光大核心	主动型	袁宏隆	83.4	153.6	70.2	84.20%	90.60%
2010	630005.OF	华商动态阿尔法混合	主动型	梁永强	22.1	45.7	23.6	106.60%	0.60%
2011	100038.OF	富国沪深 300 指数增强	指数增强型	常松, 李笑薇	24.7	41.7	17	68.80%	-17.70%
2012	100038.OF	富国沪深 300 指数增强	指数增强型	李笑薇	41.7	78.3	36.6	87.70%	12.60%
2013	360001.OF	光大核心	主动型	钱均	87.8	90.7	2.9	3.30%	13.10%
2014	050002.OF	博时沪深 300 指数 A	被动指数型	王红欣	84.8	122.4	37.6	44.30%	57.80%
2015	000667.OF	工银绝对收益 A	对冲型	王筱苓, 游凛峰	2.5	67.0	64.5	2599.60%	11.30%
2016	519983.OF	长信量化先锋混合 A	主动型	左金保	26.1	109.4	83.3	319.00%	10.50%
2017	000311.OF	景顺长城沪深 300 增强	指数增强型	黎海威	6.8	65.9	59	865.50%	33.60%
2018	100038.OF	富国沪深 300 指数增强	指数增强型	李笑薇, 方旻	22.3	58.8	36.6	164.30%	-16.80%
2019	000762.OF	汇添富绝对收益策略 A	对冲型	顾耀强, 吴江宏	12.7	95.6	82.9	654.70%	14.22%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 公募量化大事记

**2010 年前, 公募量化基金还处于初期探索阶段, 量化策略类型相对较少。**2002 年 11 月, 华安上证 180 指数增强型基金成立(后变更为华安 MSCI 中国 A 指数增强), 成为国内第一只指数增强型量化基金, 开创了国内被动投资的新时代。2004 年 8 月, 国内第一只主动量化型产品光大保德信量化核心基金成立, 将主动量化投资理念带到国内基金市场。2004 年底, 华夏上证 50ETF 上市交易, 成为国内第一只 ETF 基金。这一阶段, 公募量化基金还是以指数和类指数产品为主。

**2010 年后, 量化选股及对冲类策略大发展。**2008 年美国次贷危机的影响下, 当时就职于巴克莱的李笑薇、田汉卿等海外量化基金人才归国, 为市场提供了大量专业化人才。此后, 量化选股和多因子的投资体系也逐渐在国内落地, 公募基金中指数增强和主动量化型产品增多。2010 年后, 沪深 300 股指期货(IF)推出, 量化策略因工具的丰富而得到更广泛的应用。利用现货端的超额收益同时使用股指期货对冲市场风险, 成为获得绝对收益的重要手段, 量化对冲类策略发展势头良好。

**2012 年到 2014 年 12 月前, Alpha 策略发展势头良好, 但存在“风格敞口”过大的问题。**这段时间, 虽然主流指数没有出现较大涨幅, 但是以创业板为代表的小市值股票涨幅持续超过主流股指涨幅, 持有小盘股相对于沪深 300 指数能够获取稳定的超额收益。正因为如此, 大部分的股票 Alpha 策略采取持有一揽子小票用沪深 300 指数做对冲的做法, 存在小盘股“风格敞口”过大的问题。虽存在隐忧, 但由于 Alpha 策略表现出的稳定收益, 机构资金依然持续涌入该类策略。

**Alpha 策略繁荣发展的景象一直持续到 2014 年 12 月“黑天鹅”事件发生。**此时, 以银行保险为代表的大盘股持续拉升, 小盘股涨幅远不及大盘股, 造成 Alpha 策略大幅回撤。同时, 由于 Alpha 策略用股指期货做对冲, 而股指期货相对于指数会有升贴水情况, 极度疯狂上涨的市场导致股指期货升水。2014 年 12 月, 沪深 300 股指期货升水超 100 点, 也对 Alpha 策略产品表现造成 3% 以上的浮亏, 无疑是雪上加霜。不少 Alpha 策略面临巨额亏损, 甚至清盘。这次事件称为中国 Alpha 策略的“黑天鹅”事件。

**2014 年 12 月黑天鹅事件后, Alpha 策略向严控风险精细化发展。**该事件使得管理人深刻认识到 Alpha 策略的风险, 严控风险精细化管理阶段正式开启。随着 2015 年 4 月中金所

相继推出上证 50 股指期货（IH）、中证 500 股指期货（IC），对冲工具更加丰富。特别是 IC 的推出解决了沪深 300 期货本身的结构性问题，使得 Alpha 策略面临更少的市场风险和风格风险，从而能够更好地挖掘“真正”的 Alpha。

**2015 年 9 月至今，期指限手制约量化对冲，量化投资另谋生路，策略类型逐渐丰富。**2015 年 9 月股灾 1.0 后，由于股指期货交易受限、期指贴水带来对冲机会下降等原因，公募对冲基金产品数量虽有所增加，但是增长率及规模都大大缩水。相比之下，私募基金由于采取了较为灵活的策略，仍然保持较好的发展势头。期间，管理人开始拓展其它方向，商品期权、原油期货等衍生品也陆续上线，同时带动 CTA、期权策略、以及之后的量化多策略和 FOF 等产品类型的发展。

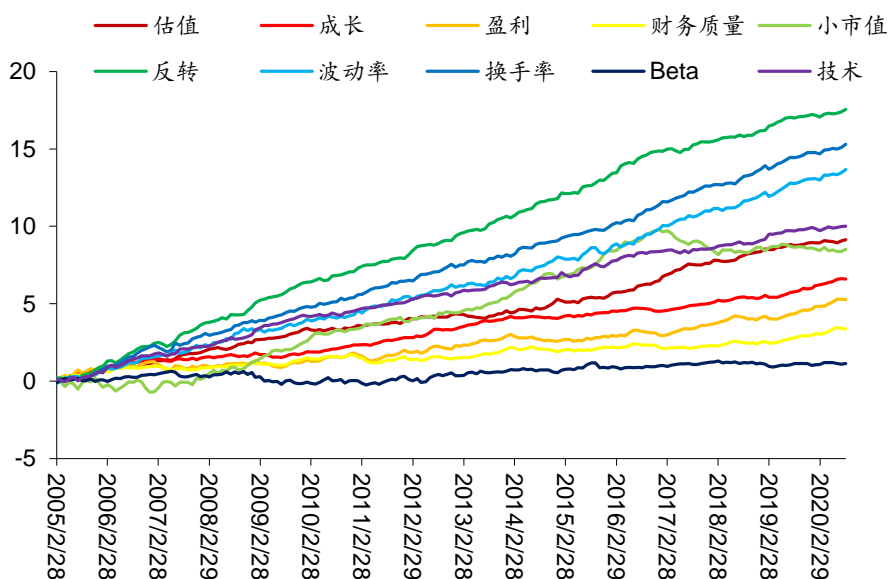
**图表30： 2015 年 9 月以来股指期货交易保证金和平今手续费的 5 次调整**

调整日期	交易保证金						平今仓手续费(万分之)
	非套保			套保			
	IH	IF	IC	IH	IF	IC	
2015/9/7	40%	40%	40%	20%	20%	20%	23
2017/2/17	20%	20%	30%	20%	20%	20%	9.2
2017/9/18	15%	15%	30%	15%	15%	20%	6.9
2018/12/3	10%	10%	15%	10%	10%	15%	4.6
2019/4/22	10%	10%	12%	10%	10%	12%	3.45

资料来源：中金所，华泰证券研究所

**2017 年 9 月以来，公募 FOF 和养老目标基金陆续获批，并受到热捧。**事实上，FOF 在国内发展的时间不短，早在 2005 年首只券商 FOF 产品招商基金宝就已经成立。但此后由于公募资金在投资上的限制和国内做空工具的单一，FOF 产品数量增长缓慢。之后，随着国内融资融券业务以及期指的推出，FOF 发展的市场环境逐渐发生变化。2014 年，证监会发布了《公开募集证券投资基金运行管理办法》，首次提出公募基金 FOF 的概念，正式确立公募 FOF 的法律地位。两年后，中国证监会发布《基金中基金指引》，各大基金公司争相设计 FOF 产品，希望提前布局抢占先机。2017 年，华夏聚惠、嘉实领航和南方全天候等首批公募 FOF 获批。2018 年 8 月，以 FOF 的形式运作、为满足养老资金理财需求的养老目标基金获批，量化产品类型不断丰富。

**图表31： 大类风格因子月度 Rank IC 累积值（全 A 池）——小市值因子在 2017 年后失效**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

在这一阶段，量化投资也面临着挑战，部分长期有效的因子在 2017 年后开始失效。小市值因子在 2009 年后曾形成长达七年的单向变动，是形成超额收益的主要因子。然而 2017 年初以来，市值因子方向发生扭转，由偏向小市值变为偏向大市值。随着公募和私募量化基金的增多，因子拥挤现象开始显现。选股策略同质化，因子拥挤的结果是同买同卖，同向推动股票价格涨跌，加剧市场的波动，难以获得超额收益。

2018 年以来，指数化投资工具迎来春天。国内公募基金公司积极布局 ETF 等被动指数型产品。一方面，A 股市场的有效性明显提升，主动基金持续跑赢市场难度较大；另一方面，指数基金及 ETF 分散投资、低费率、交易便利的特性，获得了投资者的认可。除宽基 ETF 外，众多行业、主题、概念、商品类 ETF 也受到热捧，工具化产品类型进一步丰富。

2019 年底公募对冲基金审批重开闸。2015 年股市急速下行使股指期货交易受到限制，同时也影响了对冲基金的审批。沉寂了三年左右时间之后，终于在 2019 年底传来好消息，2019 年 12 月 27 日证监会官网发布的《证券投资基金募集申请行政许可受理及审核情况公示》显示，有 7 家基金公司的对冲产品获批，昭示着公募对冲基金再度开闸。

## 主动型量化基金：市场晴雨表，发力主战场

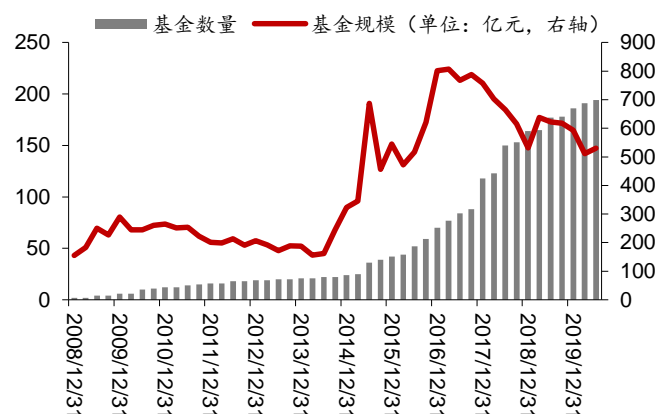
主动型量化基金是各家基金公司发力的主战场，也是竞争最激烈的产品线之一。相比于被动型和指数增强型量化基金更注重产品的布局和设计能力，主动型量化产品是对基金管理者投资能力最直接的考验。下面我们将从数量和规模、基金公司比较、业绩表现三方面刻画近十年来主动型量化基金的整体情况和变迁。

### 数量和规模：2014~2016 年增长迅猛，近 2 年有所放缓

我们以 Wind “量化基金（主动型）”的公募基金为基础进行分析。同一只基金可能存在 A 类、C 类或其它类别份额，不同类别份额可以各自对应于独立的基金代码，我们在统计基金数量和业绩表现时只考虑成立最久的那一个基金代码（若成立日相同则选 A 类份额），在统计基金规模时各类别份额均纳入考虑。

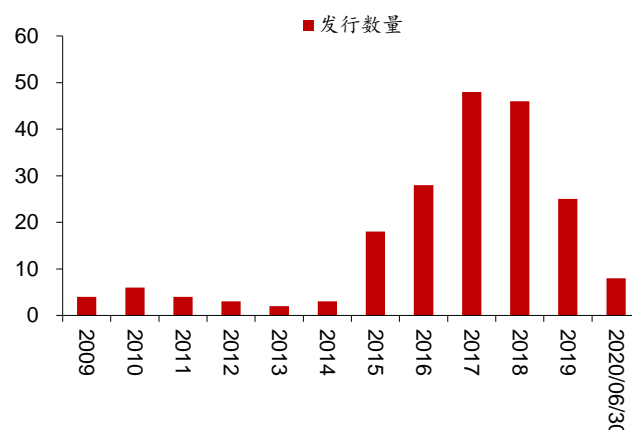
主动型量化基金在海外已有三十多年的发展历史，从第一只量化基金发行至今，国内量化基金产品已悄然走过了十六个年头。从 2009 年初只手可数的两只产品起步，主动量化市场一路前行，截至 2020 年 2 季度末，已有 71 家国内公募基金管理公司涉足主动量化投资市场，管理产品达 194 只，总规模约 587 亿元。

图表32：主动型量化基金数量和规模



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表33：主动型量化基金历年发行数量



资料来源：Wind，华泰证券研究所

随着 2008 年次贷危机的爆发，海外量化从业人员纷纷归国寻找发展机会，为量化市场发展注入了新的动力。2009 年，嘉实基金重启 A 股主动型量化投资探索之路，成立嘉实量化阿尔法基金。2010 年 3 月 30 日，南方策略优化基金成立，有华尔街量化背景的刘治平博士担任首任基金经理。随后，华泰柏瑞量化先行、长信量化先锋、大摩多因子策略、景顺长城量化精选等主动量化基金相继成立。

受益于融资融券交易制度安排的推出和沪深 300 股指期货合约的设立，主动量化投资策略的发挥空间不断扩大。随着中小创板块 2013 年后的持续走牛，以及大数据、人工智能，金融科技等领域快速发展，量化投资开始成为市场热点，大量公募基金管理公司开始尝试布局拓展主动型量化基金产品线。主动量化投资迎来了发展的春天，产品加速发行，管理规模迅猛扩张，其间成立的产品不少业绩不俗，成为当下的“明星基金”，相关基金公司在量化投资领域的“江湖地位”也在此期间初步得以确立。

2017 年，伴随着“漂亮 50”的抱团，整个 A 股表现为冰火两重天的状态，主动量化基金内部业绩开始进一步分化。其中，众多偏好小市值因子的产品经历了成立以来的第一波严冬，基金规模开始下降，而个别头部基金经受了市场的考验，规模进一步扩大，整体规模仍然保持上升。2018 年，A 股市场整体经历了较大回撤，主动型量化基金规模普降。2019 年，随着 A 股行情的回暖，主动型量化基金规模开始持续修复。



总的来看, 主动型量化基金规模大致可以视作市场的晴雨表, 牛市扩张熊市收缩是其规模变化的常态。截至 2020 年 2 季度末, A 股市场存续中的主动型量化基金合计 194 只(含非初始基金)。规模超过 10 亿元的基金共 11 只, 规模介于 5~10 亿元之间的基金共 18 只, 规模介于 2~5 亿元之间的基金共 36 只, 规模介于 1~2 亿元之间的基金共 33 只; 规模 1 亿元以下的基金共 96 只, 超过总数的一半。规模超过 10 亿元的基金详细信息如下表。

图表34: 规模超过 10 亿元的主动型量化基金一览(以 A 类份额为准, 截止 2020/06/30)

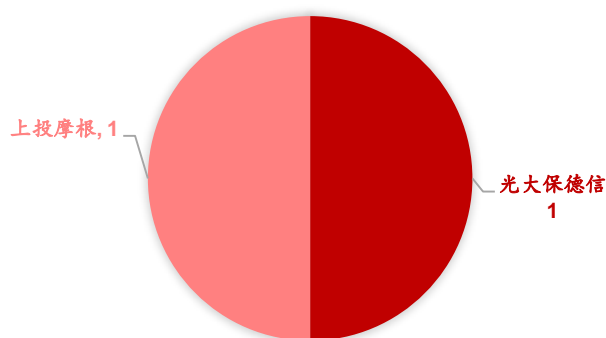
基金代码	基金简称	成立日期	现任基金经理	最新规模(亿元)	2018-2019 绝对收益	2017-2019 绝对收益	2015-2019 绝对收益	2010-2019 绝对收益
001416.OF	嘉实事件驱动	2015/6/9	张自力, 张楠	45.1	-3.3%	-1.9%		
360001.OF	光大核心	2004/8/27	翟云飞, 金昉毅	35.9	-0.6%	-8.8%	27.7%	39.7%
000172.OF	华泰柏瑞量化增强 A	2013/8/2	田汉卿	22.1	3.4%	26.3%	55.4%	
519983.OF	长信量化先锋 A	2010/11/18	左金保	18.7	-9.1%	-21.6%	59.5%	
001143.OF	华商量化进取	2015/4/9	邓默	15.2	13.4%	28.8%		
377010.OF	上投摩根阿尔法	2005/10/11	李博	15.1	-9.7%	9.5%	49.7%	1.7%
233009.OF	大摩多因子策略	2011/5/17	余斌	13.3	-12.2%	-28.4%	36.4%	
007903.OF	长城量化小盘	2020/1/10	雷俊	12.5				
460009.OF	华泰柏瑞量化先行	2010/6/22	田汉卿	12.3	-2.5%	16.3%	95.3%	
002562.OF	泓德泓益	2016/4/26	苏昌景	10.8	19.2%	39.2%		
000978.OF	景顺长城量化精选	2015/2/4	黎海威	10.5	-12.5%	-2.1%		

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 基金公司比较: 各家基金百花齐放, 前三占据半壁江山

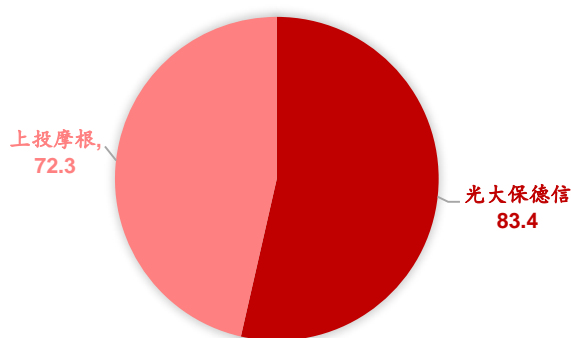
2004 年, 借助于外方股东保德信的经验, 光大保德信基金成立了国内第一只量化基金——光大保德信量化核心。2005 年, 上投摩根也借助外方股东力量成立了上投摩根阿尔法量化基金。由于缺少海外资管机构的帮助和具体的量化基金操作经验, 以及 A 股市场衍生工具匮乏, 主动量化基金市场在随后的几年中拓展缓慢, 整体发展陷入了停滞状态。10 年前(2008 年末)各家基金公司指数增强型量化基金数量和规模如下图所示。

图表35: 2008Q4 各家基金公司主动型量化基金数量



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表36: 2008Q4 各家基金公司主动型量化基金规模(单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

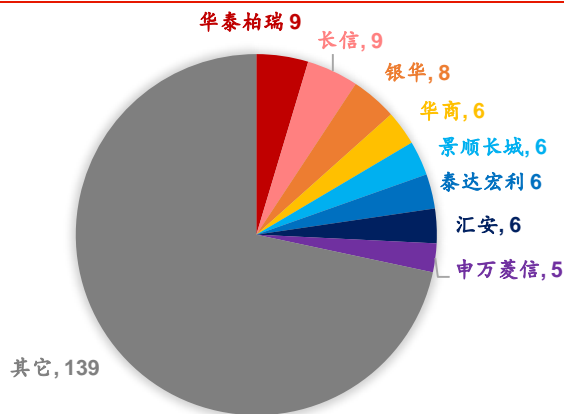
伴随 A 股市场十年的飞速发展, 主动型量化基金的市场格局也发生大规模的变化。下图展示了 2020 年 2 季度末各家基金公司主动型量化基金数量和规模比较。规模超过 1 亿元的主动型量化基金共计 98 只, 分别归属于 40 家基金公司, 可谓是百花齐放。

华泰柏瑞基金在主动型量化产品方面占据龙头地位, 其产品数量和总规模居全市场之首, 其中 4 只头部产品华泰柏瑞量化增强(000172.OF)、华泰柏瑞量化先行(460009.OF)、华泰柏瑞量化阿尔法(005055.OF)、华泰柏瑞量化智慧(001244.OF)规模均超过 5 亿元, 其中华泰柏瑞量化增强(000172.OF)、华泰柏瑞量化先行(460009.OF)规模超过

10 亿元。

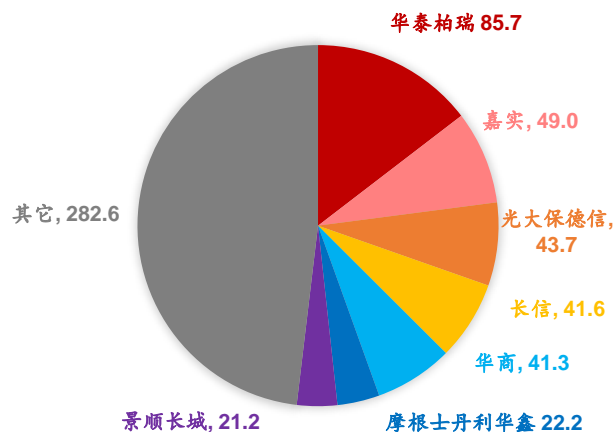
嘉实基金、光大保德信基金总规模分居第二和第三，旗下产品的数量分别为 4 只、4 只，嘉实基金的嘉实事件驱动总规模达到 45.1 亿元，光大保德信基金的光大核心总规模达到 35.9 亿元。上述三家基金公司的主动型量化产品数量之和占据市场 1/4，规模之和占据全市场半壁江山，反映出资金向头部产品集中的趋势。

图表37： 2020Q2 各家基金公司的主动型量化基金数量



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表38： 2020Q2 各家基金公司的主动型量化基金规模



资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 业绩表现：年胜率偏低，但盈亏比高，近 3 年表现不佳

我们统计了 2020Q2 所有规模超过 1 亿元的主动型量化基金（不含非初始基金）从 2009 年至今的历年绝对收益和超额收益。从绝对收益中位数来看，主动型量化基金的表现与市场状况紧密相关，2009、2013~2015、2019 年盈利颇佳，2011、和 2018 年亏损较大。从超额收益中位数来看，主动型量化基金业绩在大多数年份跑输基金合同约定的业绩基准，但是跑输的幅度并不大；在 2010、2013、2015 年，其显著跑赢业绩基准，盈利可以覆盖跑输期间的亏损。

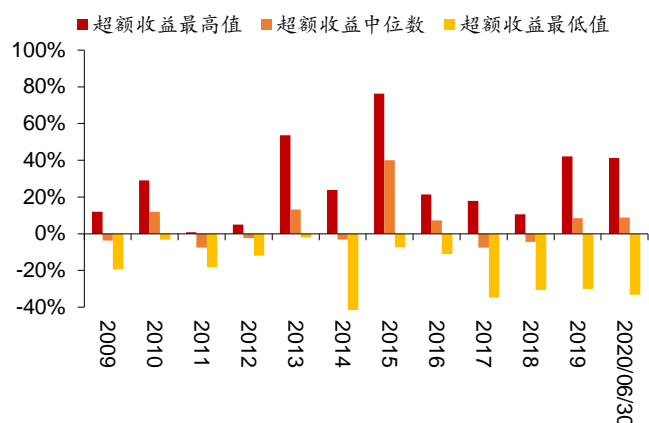
图表39： 规模超过 1 亿元的主动型量化基金历年绝对收益和超额收益

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020/06/30
绝对收益最高值	90.6%	24.6%	-17.7%	8.3%	51.5%	70.4%	87.5%	10.5%	35.5%	-9.1%	68.8%	62.8%
绝对收益中位数	74.1%	3.3%	-25.4%	3.4%	10.7%	33.8%	51.0%	-2.1%	1.3%	-24.3%	34.6%	14.7%
绝对收益最低值	57.6%	-6.5%	-34.3%	-7.2%	-12.7%	-0.9%	23.8%	-20.0%	-24.2%	-42.8%	-3.0%	-7.8%
超额收益最高值	12.0%	29.0%	0.8%	5.0%	53.5%	23.8%	76.3%	21.3%	17.9%	10.5%	42.0%	41.3%
超额收益中位数	-3.7%	12.0%	-7.5%	-2.3%	13.1%	-3.3%	39.9%	7.1%	-7.6%	-4.4%	8.4%	8.7%
超额收益最低值	-19.4%	-3.2%	-18.2%	-11.9%	-1.9%	-42.9%	-7.5%	-11.1%	-34.7%	-30.6%	-30.1%	-33.2%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

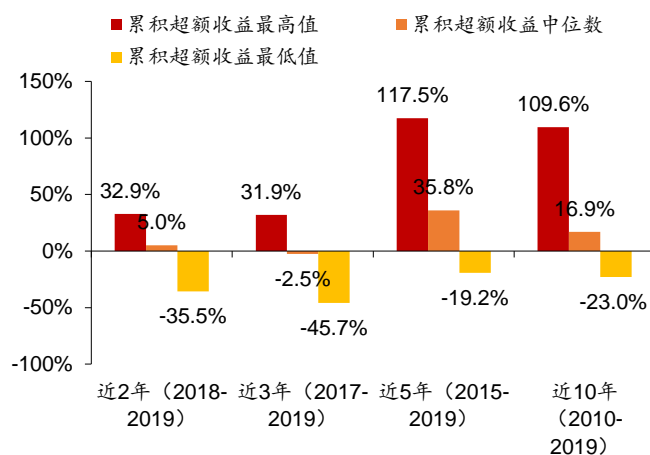
从近几年的收益率和超额收益率来看，近 5 年来主动型量化基金累计获得 55.4% 的中位数收益，对应 6.3% 的年化收益和 35.8% 的超额收益，超过其业绩基准。持有主动型量化基金超过一轮牛熊周期或可获取一定回报。

图10: 主动型量化基金历年相对基准超额收益



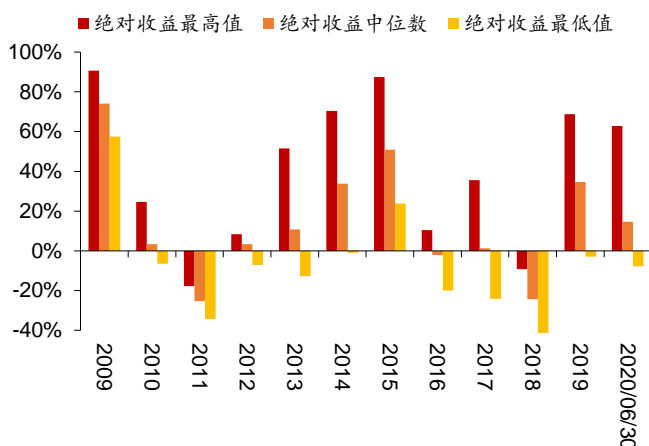
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图11: 主动型量化基金相对基准区间累积超额收益



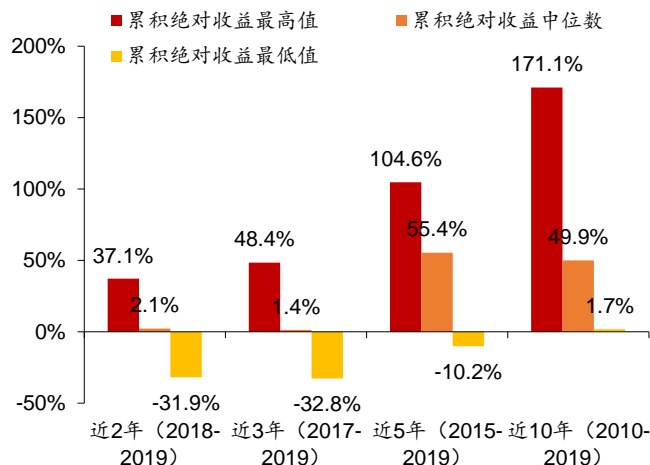
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表40: 主动型量化基金历年绝对收益



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表41: 主动型量化基金区间累积绝对收益



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表42: 规模超过1亿元的主动型量化基金区间累积绝对收益和超额收益(收益统计截至2020/06/30)

	近2年(2018-2019)	近3年(2017-2019)	近5年(2015-2019)	近10年(2010-2019)
累积绝对收益最高值	37.1%	48.4%	104.6%	171.1%
累积绝对收益中位数	2.1%	1.4%	55.4%	49.9%
累积绝对收益最低值	-31.9%	-32.8%	-10.2%	1.7%
累积超额收益最高值	32.9%	31.9%	117.5%	109.6%
累积超额收益中位数	5.0%	-2.5%	35.8%	16.9%
累积超额收益最低值	-35.5%	-45.7%	-19.2%	-23.0%
年化超额收益最高值	15.3%	9.7%	16.8%	7.7%
年化超额收益中位数	2.5%	-0.9%	6.3%	1.6%
年化超额收益最低值	-19.7%	-18.4%	-4.2%	-2.6%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

下面四张表分别展示了近2年、近3年、近5年、近10年绝对收益排名前列的基金, 供投资者参考。

图表43: 主动型基金近 2 年 (2018~2019) 绝对收益排名前 5 的基金 (规模统计截至 2020/06/30)

基金代码	基金简称	成立日期	现任基金经理	最新规模 (亿元)	2018-2019 绝对收益
002967.OF	浙商大数据智选消费	2017/1/11	查晓磊	2.7	37.1%
398041.OF	中海量化策略	2009/6/24	彭海平	4.3	25.6%
005235.OF	银华食品饮料 A	2017/11/9	马君	0.4	25.5%
163001.OF	长信医疗保健行业	2010/3/26	左金保,宋海岸	3.5	24.6%
001990.OF	中欧数据挖掘多因子 A	2016/1/13	曲径	3.3	22.5%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表44: 主动型量化基金近 3 年 (2017~2019) 绝对收益排名前 5 的基金 (规模统计截至 2020/06/30)

基金代码	基金简称	成立日期	现任基金经理	最新规模 (亿元)	2017-2019 绝对收益
001974.OF	景顺长城量化新动力	2016/7/13	黎海威	5.0	48.4%
002562.OF	泓德泓益	2016/4/26	苏昌景	10.8	39.2%
481017.OF	工银瑞信量化策略	2012/4/26	游凛峰	3.6	36.8%
080005.OF	长盛量化红利策略	2009/11/25	冯雨生	1.5	34.8%
580007.OF	东吴安享量化	2010/6/29	刘瑞	0.6	33.6%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表45: 主动型量化基金近 5 年 (2015~2019) 绝对收益排名前 5 的基金 (规模统计截至 2020/06/30)

基金代码	基金简称	成立日期	现任基金经理	最新规模 (亿元)	2015-2019 绝对收益
163110.OF	申万菱信量化小盘	2011/6/16	俞诚	5.1	104.6%
080005.OF	长盛量化红利策略	2009/11/25	冯雨生	1.5	100.6%
460009.OF	华泰柏瑞量化先行	2010/6/22	田汉卿	12.3	95.3%
481017.OF	工银瑞信量化策略	2012/4/26	游凛峰	3.6	86.2%
000877.OF	华泰柏瑞量化优选	2014/12/17	盛豪	7.0	82.3%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表46: 主动型量化基金近 10 年 (2010~2019) 绝对收益排名前 5 的基金 (规模统计截至 2020/06/30)

基金代码	基金简称	成立日期	现任基金经理	最新规模 (亿元)	2010-2019 绝对收益
080005.OF	长盛量化红利策略	2009/11/25	冯雨生	1.5	171.1%
630005.OF	华商动态阿尔法	2009/11/24	邓默	6.3	75.4%
398041.OF	中海量化策略	2009/6/24	彭海平	4.3	60.1%
360001.OF	光大核心	2004/8/27	翟云飞,金昉毅	35.9	39.7%
070017.OF	嘉实量化阿尔法	2009/3/20	金猛	1.8	35.8%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 被动指数型基金：成熟市场的发展大趋势

随着市场的不断成熟，通过主动管理来战胜市场指数获取超额收益开始变得日益困难。在有效市场理论的推动下，被动指数型基金应运而生。从产品的功能定位来看，主动型基金追求资产保值增值，而被动指数型基金更多的是充当大类资产的基础配置工具。指数化投资是成熟市场的一大发展趋势，伴随着国内战略机构投资者的逐步壮大，被动指数型基金开始日渐重要。

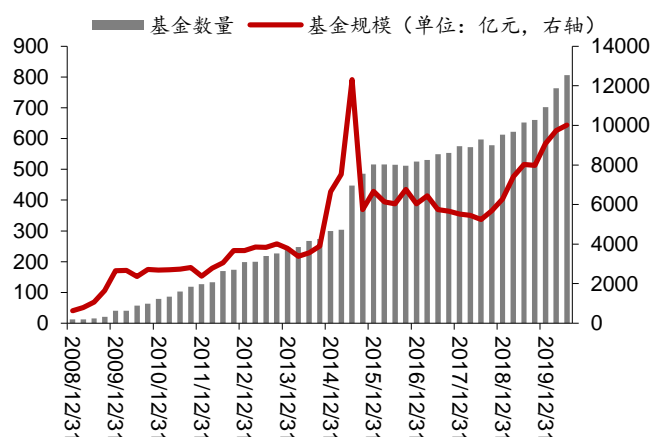
被动投资和主动投资的投资理念截然不同。主动型量化基金通过搜寻 Alpha 来“赚钱”，而被动指数产品强调“省钱”。首先，被动指数型基金产品由于被动跟踪指数，省去了投资管理中最为核心但同时也最为昂贵的搜寻 Alpha 人力成本。其次，主动型产品管理规模超过一定程度时，扩大规模边际成本会显著上升，由于被动型指数产品跟踪的指数通常具有相当的市场广度，扩大产品规模单位成本反而下降，一位指数基金经理可以管理大规模的被动产品。再次，由于被动指数的投资策略相对标准，很容易将其复制推广到其它指数上去，所以现实中一位指数基金经理可以同时管理多只产品。最后，指数基金管理过程比较透明，投资者和管理人之间的代理成本几乎完全消失。

综合上述原因，被动指数型基金的运作成本大大下降，收费较为低廉。但由于管理规模较大，基金管理公司仍然可以获得较为可观稳定的管理收入。下面我们将从数量和规模、基金公司比较、跟踪指数类型、业绩表现四方面刻画近 10 年来被动指数型基金的整体情况和变迁。

### 数量和规模：前期加速发展，股灾后规模腰斩，入摩以来重启增长

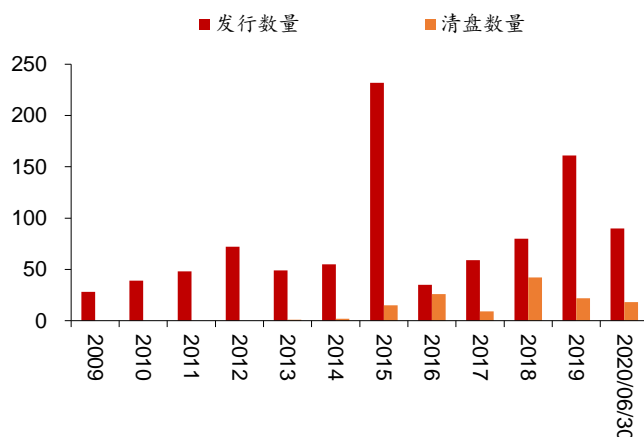
我们以 Wind“全部基金（含未成立，已到期）”公募基金中“投资类型”为“被动指数型”的基金为基础进行分析，该数据集不包括主要投资于非股票资产的另类被动基金。在统计口径上进行以下调整：同一只基金可能存在 A 类、C 类或其它类别份额，我们在统计基金数量和业绩表现时在母基金和其他份额中只保留 A 类份额产品；在统计基金规模时各类别份额如无重复均纳入考虑，如有重复则只计算一次。

图表47： 被动指数型量化基金数量和规模



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表48： 被动指数型量化基金历年发行和清盘数量



资料来源：Wind，华泰证券研究所

从 1971 年美国 Wells Fargo 银行向机构投资者推出第一只指数基金开始，指数基金在国外市场取得了长足发展。伴随着全球指数化投资的热潮，我国指数化投资也得到了较快的发展。2003 年，天同（现万家）基金发行上证 180 指数基金，开启了我国指数化投资的先河。2004 年末，华夏基金在上证 50 指数发布一周年之际成立了 50ETF，成为国内首只 ETF 基金。2005 年起，沪深交易所就已开始大力发展 ETF、LOF 等场内交易基金产品。同年沪深交易所组建中证指数公司，为我国指数投资发展奠定了基础。



截至 2020 年 2 季度末, 国内已有 806 只被动指数型产品, 管理总规模约 10009 亿元, 覆盖了宽基、行业、主题及概念、策略四大类共计 200 余只指数。其中规模超过 100 亿的产品共计 20 只, 详情见下表。

图表49: 规模超过 100 亿元的被动指数型基金一览 (截至 2020/06/30)

基金代码	基金简称	成立日期	现任基金经理	跟踪指数代码	类别	指数所属	最新规模 (亿元)	2018-2019 绝对收益	2017-2019 绝对收益	2015-2019 绝对收益	2010-2019 绝对收益
510050.OF	华夏上证 50ETF	2004/12/30	张弘弢,徐猛	000016.SH	宽基		395.1	10.9%	41.0%	29.6%	42.7%
510500.OF	南方中证 500ETF	2013/2/6	罗文杰	000905.SH	宽基		384.6	-13.4%	-12.9%	7.3%	
510300.OF	华泰柏瑞沪深 300ETF	2012/5/4	柳军	000300.SH	宽基		342.0	5.0%	29.3%	25.2%	
510330.OF	华夏沪深 300ETF	2012/12/25	张弘弢,赵宗庭	000300.SH	宽基		270.5	5.2%	30.1%	29.6%	
515050.OF	华夏中证 5G 通信主题 ETF	2019/9/17	李俊	931079.CSI	主题概念		256.2				
159919.OF	嘉实沪深 300ETF	2012/5/7	何如,陈正宪	000300.SH	宽基		227.3	4.9%	29.4%	25.5%	
512880.OF	国泰中证全指证券公司 ETF	2016/7/26	艾小军	399975.SZ	行业		197.6	9.1%	1.0%		
510180.OF	华安上证 180ETF	2006/4/13	许之彦	000010.SH	宽基		194.0	6.2%	29.1%	20.7%	34.0%
159915.OF	易方达创业板 ETF	2011/9/20	成曦,刘树荣	399006.SZ	宽基		172.6	3.0%	-8.0%	21.1%	
160706.OF	嘉实沪深 300ETF 联接 (LOF)A	2005/8/29	何如,陈正宪	000300.SH	宽基		164.7	4.8%	28.1%	25.1%	33.1%
159995.OF	华夏国证半导体芯片 ETF	2020/1/20	赵宗庭	980017.CNI	行业		150.1				
000051.OF	华夏沪深 300ETF 联接 A	2009/7/10	张弘弢,赵宗庭	000300.SH	宽基		133.7	5.1%	28.9%	29.2%	37.1%
150269.OF	招商中证白酒 A	2015/5/27	侯昊	399997.SZ	行业		129.3	9.2%	14.2%		
161725.OF	招商中证白酒	2015/5/27	侯昊	399997.SZ	行业		129.3	42.4%	149.2%		
512950.OF	华夏央企结构调整 ETF	2018/10/19	荣膺,庞亚平	000860.CSI	主题概念		127.9				
512960.OF	博时央企结构调整 ETF	2018/10/19	赵云阳	000860.CSI	主题概念		121.9				
512000.OF	华宝中证全指证券 ETF	2016/8/30	丰晨成	399975.SZ	行业		116.9	9.7%	2.2%		
512760.OF	国泰 CES 半导体 ETF	2019/5/16	艾小军	990001.CSI	行业		114.9				
515900.OF	博时央企创新驱动 ETF	2019/9/20	赵云阳,杨振建	000861.CSI	主题概念		111.1				
510810.OF	汇添富中证上海国企 ETF	2016/7/28	吴振翔	950096.CSI	主题概念		100.4	-3.7%	-2.0%		

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

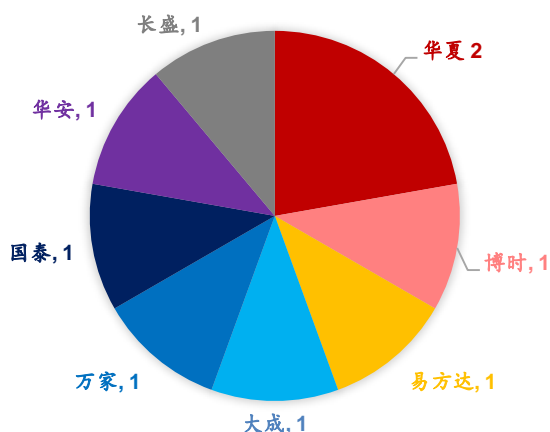
近 10 年来, 指数基金产品市场加速发展, 产品数量逐年增加, 产品规模不断扩大, 跟踪的指数类型也日益丰富。仅 2009 年发行的产品总数就超过了以往所有年份的产品数量之和。随后几年中, 指数基金发行数量持续增加, 管理规模在震荡下跌市场中维持原有规模并小幅增长。随着 2014 年下半年牛市的开启, 发行数量快速增加, 仅在 2015 年 2 季度便发行 70 只产品, 指数基金规模也随之急剧扩展, 在 2015 年牛市顶点达到 6700 多亿元。

随着 2015 年“股灾”的降临, 整个指数基金的管理规模几近腰斩。在随后的几年中, 基金数量持续增加, 整体管理规模小有下降。随着 A 股市场被纳入 MSCI 指数体系, 大量跟踪 MSCI A 股系列指数的被动型产品应运而生, 例如创金合信 MSCI 中国 A 股 A, 南方 MSCI 国际通 ETF, 招商、建信、易方达、景顺长城、华泰柏瑞、平安 MSCI 中国 A 股国际通 ETF 等, 总体被动指数型基金的管理规模再次大幅度增加。

### 基金公司比较: 走差异化发展之路, 华夏先行霸主地位难撼

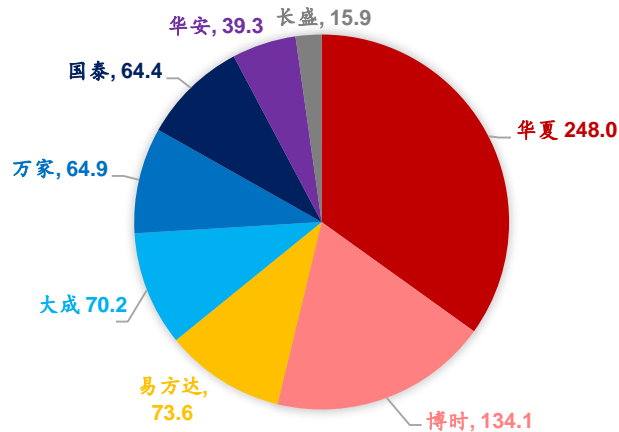
我们首先展示 10 年前 (2008 年末) 各家基金公司被动指数基金数量和规模统计, 如下图所示。当时市场上仅有 9 只指数增强型量化产品, 分别为万家上证 180 (519180.OF, 2003 年 3 月 5 日成立)、博时裕富沪深 300A (050002.OF, 2003 年 8 月 26 日成立)、华夏上证 50ETF (510050.OF, 2004 年 12 月 30 日成立)、易方达深证 100ETF (159901.OF, 2006 年 3 月 24 日成立)、大成沪深 300A (2006 年 4 月 6 日成立)、华安上证 180ETF (510180.OF, 2006 年 4 月 8 日成立)、华夏中小板 ETF (159902.OF, 2006 年 6 月 8 日成立)、长盛中证 100 (519100.OF, 2006 年 11 月 22 日成立)、国泰沪深 300A (020011.OF, 2007 年 11 月 11 日成立)。

图表50: 2008Q4 各家基金公司被动指数型基金数量



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表51: 2008Q4 各家基金公司被动指数型基金规模 (单位: 亿元)

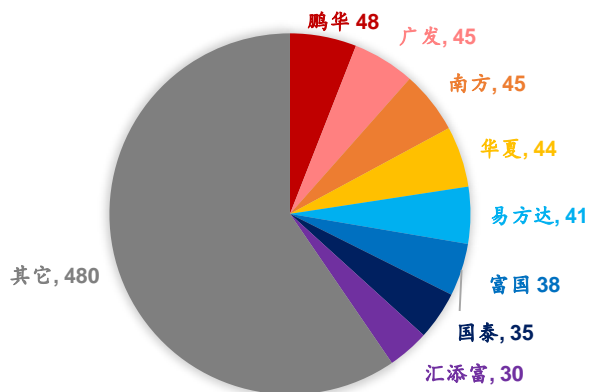


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

从管理规模来看, 华夏基金一家独大, 这主要归功于公司的前瞻布局。2002 年初, 远在上证 50 指数发布之前, 华夏基金便开展 ETF 的基础研究工作, 其中公司博士后工作站开展了 ETF 产品专项研究; 2002 年 10 月, 华夏基金管理公司向中国证监会及上海证券交易所提交了 ETF 专项研究报告; 2004 年 1 月, 华夏基金管理公司参与上海证券交易所 ETF 投资管理人招标, 并获得了与上海证券交易所合作开发首批 ETF 产品的资格。2004 年 6 月, 国务院和中国证监会同意上海证券交易所推出交易型开放式指数基金; 2004 年 7 月 6 日, 上海证券交易所与华夏基金管理公司签订上证 50 指数使用许可协议。2004 年 12 月 30 日, 50 ETF 开始成立。2015 年 2 月 9 日, 上交所推出 50 ETF 期权, 50 ETF 的地位再次得以加强。

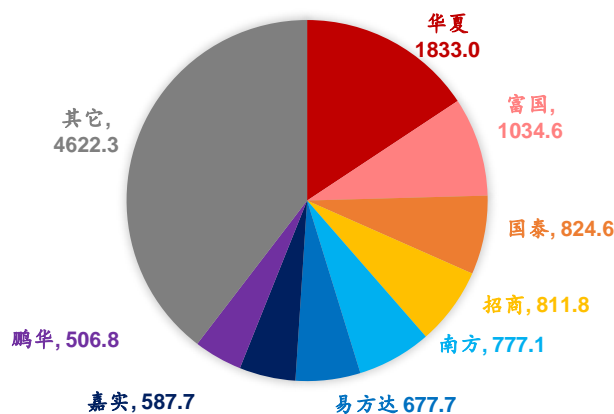
近 10 年来, 被动指数型基金的市场格局发生了一定程度的变化。下图展示了 2020 年 2 季度末各家基金公司被动指数型产品的基金数量和规模比较。其中左下图仅列举了产品数量排名靠前的 8 家基金公司; 右下图仅列举产品总规模排名靠前的 8 家基金公司。

图表52: 2020Q2 各家基金公司被动指数型基金数量



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表53: 2020Q2 各家基金公司被动指数型基金规模 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

产品数量方面, 鹏华基金旗下的被动指数产品位于各家基金公司之首。广发、南方基金数量紧随其后。值得一提的是, 广发基金近年来逆市扩张明显, 2017、2018 两年新成立了数十只产品。

规模方面, 华夏基金的行业第一地位不可动摇, 旗下管理的 50、300、5G 通信主题 3 只 ETF 2020 年 2 季度规模分别达 395.1、270.5、256.2 亿元之巨。富国、国泰、招商基金后来居上, 超过南方、易方达两个老牌公司的管理规模, 分居第二、第三、第四。富国基金另辟蹊径, 在行业和主题基金方面大展身手, 旗下的富国中证军工, 富国国企改革, 富

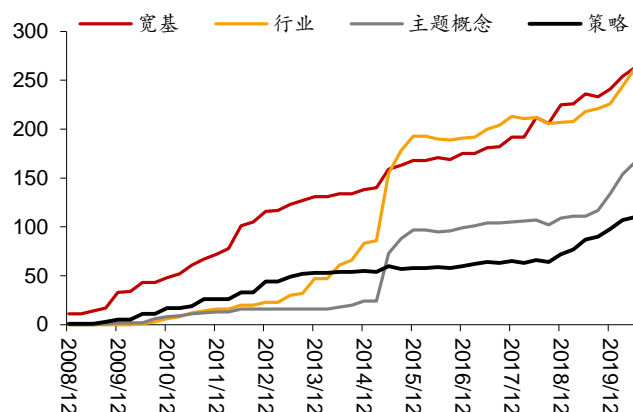
国中证新能源汽车基金 2020 年 2 季度末规模分别达 65.7、58.4、58.3 亿元。国泰基金主攻行业基金，旗下的国泰中证全指证券公司 ETF 和国泰 CES 半导体 ETF 分别达 197.6 和 114.9 亿元。招商旗下的中证白酒则在 2020 年 2 季度末达到 129.3 亿元。

### 跟踪指数类型比较：宽基占据主导，行业指数随后，主题或概念指数紧追

我们将被动指数型基金所跟踪的指数分为宽基、行业、主题或概念、策略四类，统计这四类指数对应基金的历史数量和总规模。2020 年 2 季度末的 806 只产品中，跟踪宽基指数的产品最多，达 263 只，管理规模约 4783 亿元；行业指数产品 262 只，规模达 4050 亿；主题或概念指数产品 166 只，规模约 2380 亿。除宽基指数基金外，行业指数基金也逐渐成为被动指数型基金的主流。

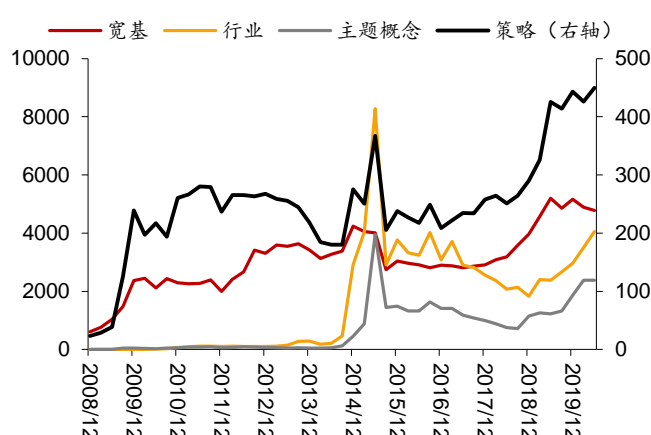
如下图所示，分项来看，早期发行的被动指数型基金以跟踪宽基指数为主，在 2011 到 2012 年中规模和数量开始加速发展，至 2013 年 1 季度末趋于饱和。随后各家基金公司以发行行业指数基金产品为主，直至 2015 年 3 季度起新成立产品速度开始放缓。从 2014 年 3 季度开始，主题和概念指数基金逐渐受到重视，但随着 2015 年“股灾”的降临，新发产品数量大幅度减少，随后转入发展低潮期。2018 年 3 季度以来，主题和概念基金管理规模再次大增，主要是银华、博时、华夏 3 家基金公司分别成立了央企结构调整 ETF，2018 年报显示，这 3 只基金净资产规模分别达 69.7、230.8、146.5 亿元之巨。

图表54： 各类指数对应的被动指数型基金数量



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表55： 各类指数对应的被动指数型基金规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 业绩表现：收益和市场整体高度相关，长期持有可获可观收益

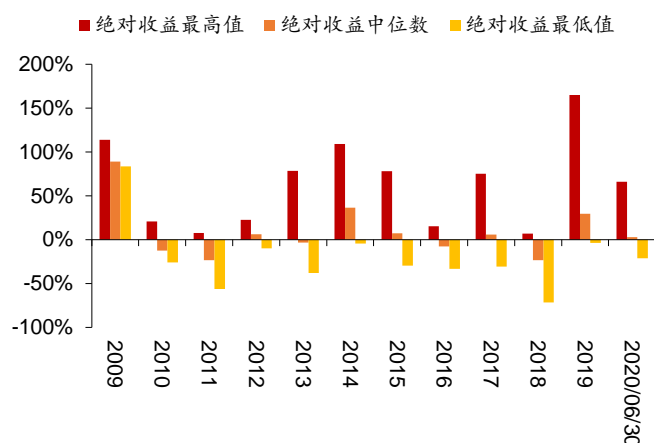
我们统计了被动指数型基金历年和近几年绝对收益的最高值、中位数和最低值，详细结果如下表所示。从历年绝对收益看，被动指数型基金的绝对收益和 A 股整体的收益情况相关度较高。由于近几年的市场行情低迷，被动指数型基金收益不尽理想。但是近 5 年的指数基金仍能获得年化 12.2% 的收益，体现出指数投资长期持有的重要投资原则。

图表56： 规模超过 1 亿元的被动指数型基金历年收益

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020/06/30
绝对收益最高值	113.6%	20.7%	7.5%	22.4%	78.5%	108.9%	78.1%	15.2%	74.9%	7.0%	165.0%	66.0%
绝对收益中位数	89.1%	-12.7%	-23.4%	6.0%	-3.3%	36.3%	7.3%	-7.7%	5.8%	-23.5%	29.4%	2.9%
绝对收益最低值	83.5%	-26.1%	-56.1%	-9.9%	-38.1%	-4.5%	-29.7%	-33.1%	-30.8%	-71.6%	-3.5%	-21.2%

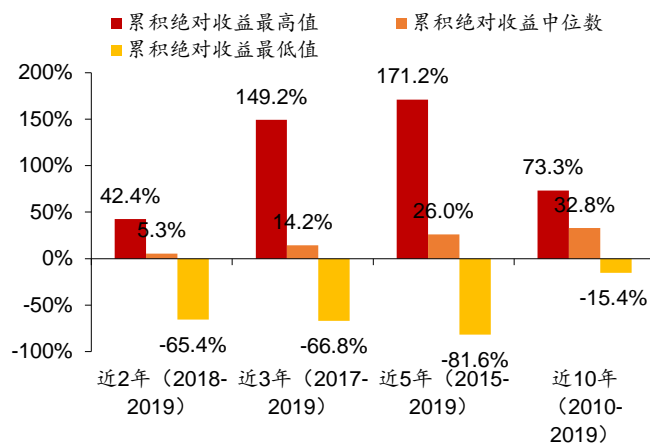
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表57: 被动指数型量化基金历年绝对收益



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表58: 被动指数型量化基金区间累积超额收益



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表59: 规模超过1亿元的被动指数型基金区间累积收益和年化收益 (收益统计截至2020/06/30)

	近2年 (2018-2019)	近3年 (2017-2019)	近5年 (2015-2019)	近10年 (2010-2019)
累积绝对收益最高值	42.4%	149.2%	171.2%	73.3%
累积绝对收益中位数	5.3%	14.2%	26.0%	32.8%
累积绝对收益最低值	-65.4%	-66.8%	-81.6%	-15.4%
年化绝对收益最高值	19.4%	57.9%	64.7%	31.6%
年化绝对收益中位数	2.6%	6.9%	12.2%	15.2%
年化绝对收益最低值	-41.2%	-42.4%	-57.1%	-8.0%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

下面四张表分别展示了近2年、近3年、近5年、近10年绝对收益排名前列的基金, 供投资者参考。

图表60: 被动指数型量化基金近2年 (2018~2019) 绝对收益排名前5的基金 (规模统计截至2020/06/30)

基金代码	基金简称	成立日期	现任基金经理	跟踪指数代码	最新规模 (亿元)	2018~2019 绝对收益
161725.OF	招商中证白酒	2015/5/27	侯昊	399997.SZ	129.3	42.4%
160632.OF	鹏华中证酒	2015/4/29	闫冬	399987.SZ	7.6	40.3%
160222.OF	国泰国证食品饮料	2014/10/23	梁杏,徐成城	399396.SZ	35.0	35.3%
162412.OF	华宝中证医疗	2015/5/21	胡洁	399989.SZ	9.6	32.7%
502056.OF	广发中证医疗	2015/7/23	罗国庆	399989.CSI	0.9	31.5%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表61: 被动指数型量化基金近3年 (2017~2019) 绝对收益排名前5的基金 (规模统计截至2020/06/30)

基金代码	基金简称	成立日期	现任基金经理	跟踪指数代码	最新规模 (亿元)	2017~2019 绝对收益
161725.OF	招商中证白酒	2015/5/27	侯昊	399997.SZ	129.3	149.2%
160222.OF	国泰国证食品饮料	2014/10/23	梁杏,徐成城	399396.SZ	35.0	113.7%
160632.OF	鹏华中证酒	2015/4/29	闫冬	399987.SZ	7.6	108.6%
159928.OF	汇添富中证主要消费 ETF	2013/8/23	过蓓蓓	000932.SH	59.0	106.4%
000248.OF	汇添富中证主要消费 ETF 联接	2015/3/24	吴振翔,过蓓蓓	000932.SH	31.4	100.6%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表62: 被动指数型量化基金近5年 (2015~2019) 绝对收益排名前5的基金 (规模统计截至2020/06/30)

基金代码	基金简称	成立日期	现任基金经理	跟踪指数代码	最新规模 (亿元)	2015~2019 绝对收益
160222.OF	国泰国证食品饮料	2014/10/23	梁杏,徐成城	399396.SZ	35.0	171.2%
159928.OF	汇添富中证主要消费 ETF	2013/8/23	过蓓蓓	000932.SH	59.0	162.7%
512600.OF	嘉实中证主要消费 ETF	2014/6/13	刘珈吟,李直	000932.SH	0.5	147.8%
510630.OF	华夏上证主要消费 ETF	2013/3/28	赵宗庭	000036.SH	3.3	141.9%
159916.OF	建信深证基本面 60ETF	2011/9/8	薛玲	399701.SZ	9.8	94.5%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表63： 被动指数型量化基金近 10 年（2010~2019）绝对收益排名前 5 的基金（规模统计截至 2020/06/30）**

基金代码	基金简称	成立日期	现任基金经理	跟踪指数代码	最新规模（亿元）	2010~2019 绝对收益
519671.OF	银河沪深 300 价值	2009/12/28	罗博	000919.CSI	22.0	73.3%
050002.OF	博时裕富沪深 300A	2003/8/26	桂征辉	000300.SH	53.6	65.2%
160716.OF	嘉实基本面 50 指数(LOF)A	2009/12/30	何如,陈正宪	000925.CSI	16.1	64.6%
410008.OF	华富中证 100	2009/12/30	部哲	000903.SH	2.1	62.4%
150009.OF	国投瑞银瑞和远见	2009/10/14		000300.SH	0.7	61.6%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

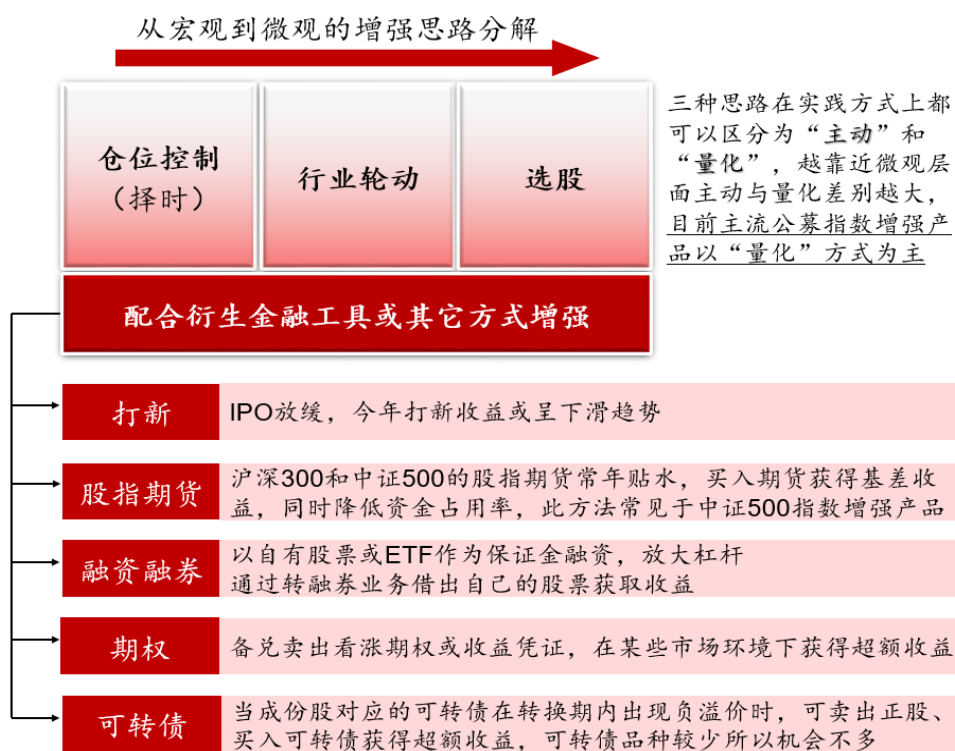


## 指数增强型量化基金：规模逆势增加，龙头优势明显

从投资理念上看，指数增强型基金是主动型基金和指数型基金的有机结合，是“被动投资为主，主动投资为辅”的基金。主动型基金一般追求超越市场的业绩，而指数型基金试图复制选定指数的表现并控制跟踪误差。指数增强型基金的投资目标则是要在控制跟踪误差的前提下追求稳定、持续超越标的指数的表现。指数增强型基金与主动型基金相比具有明确的基准，对投资人而言策略相对更透明、投资风格更平稳、风险把控性更强，而与被动型指数基金相比又存在获取更高收益的可能。国内指数增强型基金正在蓬勃发展的过程中，未来前景可观。

下图是指数增强方式的概览。指数增强思路可以从宏观到微观角度进行分解，具体主要指仓位控制（择时）、行业轮动、选股三个方面，这三方面在实践方式上又都可以统一区分为“主动”和“量化”两种，越靠近宏观层面主动与量化的差别越小，越靠近微观层面二者差别越大。目前主流公募指数增强产品以量化方式为主。

图表64： 指数增强方法汇总



资料来源：华泰证券研究所

## 数量和规模：近 3 年加速发行，2018 年逆势加仓

我们以 Wind“投资类型”字段属于“指数增强型”的公募基金列表为基础，针对以下几种情形进行调整：

1. 同一只基金可能存在 A 类、C 类或其它类别份额，不同类别份额可以各自对应于独立的基金代码，我们在统计基金数量和业绩表现时只考虑成立最久的那一个基金代码（若成立日相同则选 A 类份额），在统计基金规模时各类别份额均纳入考虑；
2. 去除非主要投资于 A 股市场的基金，去除分级基金；
3. 去除明显不是量化型的基金（主要通过基金经理背景、经历和其它信息综合判断）。

截至 2020 年 2 季度末，A 股市场存续中的指数增强型量化基金合计 101 只。规模超过 5 亿元的基金共 12 只，规模介于 2~5 亿元之间的基金共 16 只，规模 2 亿元以下的基金共 59 只。规模超过 2 亿元的基金详细信息如下表。

图表65: 规模超过 2 亿元的指数增强型量化基金一览 (以 A 类份额为准, 截至 2020/06/30)

基金代码	基金简称	成立日期	现任基金经理	跟踪指数代码	最新规模 (亿元)	指数所 属类别	2018-2019 超额收益	2017-2019 超额收益	2015-2019 超额收益	2010-2019 超额收益
100038.OF	富国沪深 300 增强	2009/12/16	李笑薇, 方旻	000300.SH	84.6	宽基	9.0%	14.1%	35.1%	51.9%
000311.OF	景顺长城沪深 300 增强	2013/10/29	黎海威	000300.SH	69.4	宽基	-1.6%	9.3%	32.6%	
161017.OF	富国中证 500 指数增强	2011/10/12	方旻, 李笑薇, 徐幼华	000905.SH	56.0	宽基	8.7%	17.8%	34.9%	
161604.OF	融通深证 100AB	2003/9/30	何天翔	399004.SZ	55.6	宽基	-1.7%	-4.8%	-7.1%	-10.7%
000478.OF	建信中证 500 指数增强 A	2014/1/27	叶乐天	000905.SH	53.7	宽基	3.0%	6.5%	54.6%	
100032.OF	富国中证红利指数增强	2008/11/20	徐幼华, 方旻	000922.CSI	40.0	Smart Beta	7.2%	15.1%	28.5%	49.5%
040002.OF	华安 MSCI 中国 A 股指数增强	2002/11/8	许之彦, 马轲	133333.CSI	26.3	宽基	6.5%	19.7%	23.5%	33.6%
000176.OF	嘉实沪深 300 增强	2014/12/26	龙昌伦	000300.SH	16.4	宽基	7.9%	17.6%	30.5%	
003986.OF	申万菱信中证 500 优选增强	2017/1/10	刘敦	000905.SH	11.6	宽基	33.2%			
110030.OF	易方达沪深 300 量化增强	2012/7/5	官泽帆, 黄健 生	000300.SH	11.1	宽基	4.1%	13.7%	32.4%	
161607.OF	融通巨潮 100AB	2005/5/12	蔡志伟	399313.SZ	8.5	宽基	5.9%	3.6%	3.3%	0.8%
161035.OF	富国中证医药主题指数增强	2016/11/11	牛志冬, 蔡卡 尔	930791.CSI	7.8	行业主 题	32.9%	28.5%		
200002.OF	长城久泰沪深 300A	2004/5/21	杨建华, 雷俊	000300.SH	7.4	宽基	7.6%	11.8%	15.9%	17.7%
001015.OF	华夏沪深 300 指数增强 A	2015/2/10	宋洋	000300.SH	6.6	宽基	2.7%	1.5%		
161613.OF	融通创业板指数增强 AB	2012/4/6	蔡志伟	399006.SZ	6.1	宽基	3.0%	-2.7%	-11.8%	
310318.OF	申万菱信沪深 300 指数增强	2004/11/29	刘敦	000300.SH	5.1	宽基	3.1%	2.3%	23.1%	
163808.OF	中银中证 100 指数增强	2009/9/4	赵建忠	000903.SH	4.7	宽基	12.3%	20.4%	28.0%	27.5%
006020.OF	广发沪深 300 指数增强 A	2018/6/29	赵杰	000300.SH	4.4	宽基				
519116.OF	浦银安盛沪深 300 指数增强	2010/12/10	陈士俊	000300.SH	4.4	宽基	12.5%	17.3%	29.3%	
003876.OF	华宝沪深 300 指数增强	2016/12/9	徐林明, 王正	000300.SH	4.3	宽基	11.9%	19.6%		
006682.OF	景顺长城中证 500 指数增强	2019/3/25	黎海威, 徐喻 军	000905.SH	4.0	宽基				
005062.OF	博时中证 500 指数增强 A	2017/9/26	桂征辉	000905.SH	3.8	宽基	22.2%			
162216.OF	泰达宏利中证 500	2019/11/6	刘洋, 刘欣	000905.SH	3.8	宽基				
502000.OF	西部利得中证 500	2020/2/19	盛丰衍	000905.SH	3.5	宽基				
166802.OF	浙商沪深 300 指数增强	2018/8/20	王剑	000300.SH	3.4	宽基				
002906.OF	南方中证 500 增强 A	2016/11/23	李佳亮, 崔蕾	000905.SH	3.4	宽基	2.0%	13.2%		
002670.OF	万家沪深 300 指数增强 A	2016/9/26	乔亮	000300.SH	3.4	宽基	4.9%	-4.3%		
002510.OF	申万菱信中证 500 指数增强	2016/4/21	俞斌	000905.SH	3.3	宽基	28.6%	30.4%		
002311.OF	创金合信中证 500 指数增强 A	2015/12/31	董梁	000905.SH	3.3	宽基	12.7%	25.5%		
399001.OF	中海上证 50 指数增强	2010/3/25	彭海平	000016.SH	3.1	宽基	15.9%	19.9%	23.1%	
001879.OF	长城创业板指数增强 A	2017/6/1	雷俊, 王卫林	399006.SZ	3.0	宽基	-4.5%			
213010.OF	宝盈中证 100 指数增强	2010/2/8	蔡丹	000903.SH	3.0	宽基	15.8%	22.2%	27.3%	
001027.OF	前海开源中证大农业增强	2015/2/13	黄玥	399814.SZ	2.8	行业主 题	12.9%	15.2%		
320014.OF	诺安沪深 300 指数增强	2011/4/7	梅律吾, 宋德 舜	000300.SH	2.8	宽基	0.9%	-1.3%	-4.1%	
450008.OF	国富沪深 300 指数增强	2009/9/3	张志强	000300.SH	2.8	宽基	10.8%	4.0%	10.4%	22.1%
000312.OF	华安沪深 300 量化增强 A	2013/9/27	许之彦, 孙晨 进	000300.SH	2.8	宽基	8.4%	18.0%	30.3%	
000512.OF	国泰沪深 300 指数增强 A	2014/5/19	谢东旭	000300.SH	2.7	宽基	-6.8%	1.8%	37.7%	
162213.OF	泰达宏利沪深 300 指数增强 A	2010/4/23	刘洋	000300.SH	2.5	宽基	11.9%	19.6%	32.7%	
007994.OF	华夏中证 500 指数增强 A	2020/3/25	张弘弢, 孙蒙	000905.SH	2.5	宽基				
002076.OF	浙商中证 500A	2016/5/11	王剑	000905.SH	2.2	宽基	0.2%	-4.0%		
006593.OF	博道中证 500 指数增强 A	2019/1/3	杨梦	000905.SH	2.1	宽基				
002310.OF	创金合信沪深 300 指数增强 A	2015/12/31	董梁	000300.SH	2.1	宽基	11.1%	15.4%		

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

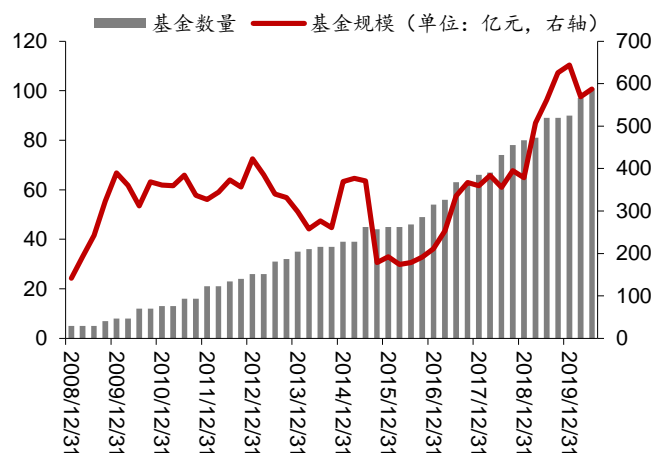
富国沪深 300 增强 (100038.OF) 和景顺长城沪深 300 增强 (000311.OF) 是沪深 300 指数增强的两只标杆产品, 规模超过 60 亿元, 位居全部指数增强型基金规模排名前二。富国中证 500 指数增强 (161017.OF) 和建信中证 500 指数增强 (000478.OF) 是中证 500 指数增强的两只标杆产品, 规模分别为 56.0 亿元和 53.7 亿元, 排名第三和第五。融通深圳 100 (161604.OF) 成立于 2003 年, 先发优势稳固, 规模超过 50 亿元, 排名第四。

富国中证红利指数增强(100032.OF)是唯一规模超过 5 亿元的跟踪 Smart Beta 指数的指数增强型量化基金, 规模 40.0 亿元排名第六。华安、易方达、申万菱信、华夏、嘉实、长城基金亦有规模超过 5 亿元的指数增强型量化基金产品。

我们统计近 10 年每个季度末指数增强型量化基金的数量和总规模, 如左下图所示。从数量上看, 指数增强型量化基金数量逐年稳步增加, 2014 年略有放缓, 2016 至 2019 年增速加快。从规模上看, 伴随 2009 年的牛市, 指数增强型量化基金规模从 129.2 亿元增加到 363.6 亿元, 规模翻了接近两倍; 从 2010 至 2012 年规模变化不大; 2013 至 2014 年 3 季度末规模从 389.9 亿元下降至 245.2 亿元; 2014 年 4 季度至 2015 年基金规模伴随 A 股经历过过山车式的激变, 于 2015 年 3 季度末达到阶段性低点 164.3 亿元; 此后规模逐渐攀升, 即使在 2018 年熊市仍然缓慢增长, 于 2019 年 4 季度末达到历史峰值 643.9 亿元。

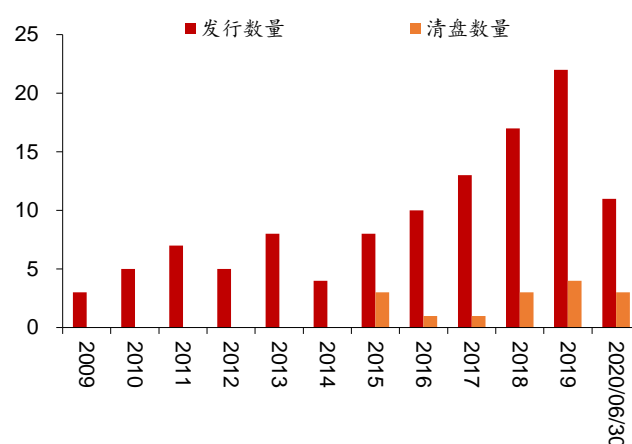
值得注意的是, 2018 年 A 股整体跌幅接近 25%, 然而指数增强型量化基金规模从 354.3 亿元增加至 381.6 亿元, 增幅接近 8%, 估算可知基金份额提升约 44%。该现象一定程度上反映出, 一部分投资者在 2018 年通过布局指数增强型基金实现“抄底”。

图表 66: 指数增强型量化基金数量和规模



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 67: 指数增强型量化基金历年发行和清盘数量



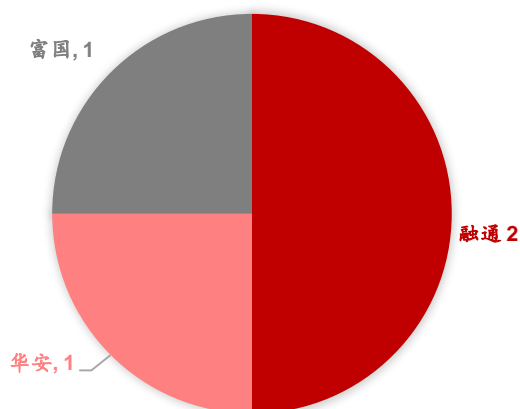
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

我们还统计了指数增强型量化基金历年发行和清盘数量, 如右上图所示。各家基金公司在 2016 至 2020 年正加速布局指数增强型量化产品, 仅 2020 年 2 季度的发行数量就已多于 2009 至 2014 年的每年平均发行数量。

### 基金公司比较: 富国优势明显, 景顺融通建信各擅胜场

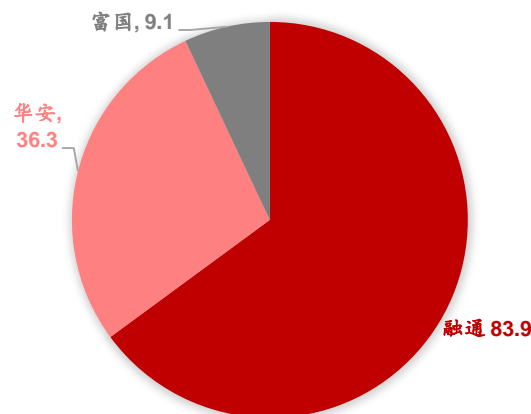
我们首先展示 10 年前(2008 年末)各家基金公司指数增强型量化基金数量和规模统计, 如下图所示。当时市场上仅有 4 只指数增强型量化产品, 分别为华安 MSCI 中国 A 股指数增强(040002.OF, 2002 年 11 月 8 日成立, 前身为华安 180 指数基金)、融通深证 100(161604.OF, 2003 年 9 月 30 日成立)、融通巨潮 100(161607.OF, 2005 年 5 月 12 日成立)、富国中证红利指数增强(100032.OF, 2008 年 11 月 20 日成立, 前身为基金汉鼎)。从规模来看, 融通基金占据绝对优势, 融通基金和深交所的紧密合作关系使得该公司成为指数增强型基金发展的排头兵。

图表68: 2008Q4 各家基金公司指数增强型量化基金数量



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表69: 2008Q4 各家基金公司指数增强型量化基金规模 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

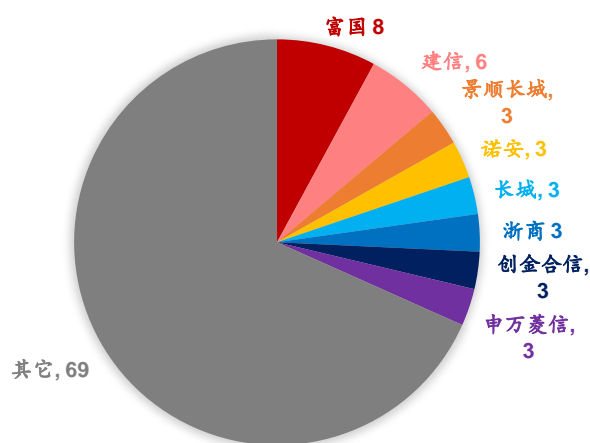
十年以来, 指数增强型量化基金的市场格局发生了大规模的变化。下图展示了 2020 年 2 季度末各家基金公司指数增强型量化基金数量和规模比较。其中左下图仅列举了产品数量超过 3 只的 2 家基金公司, 以及产品数量等于 3 只的 6 家基金公司。右下图仅列举了产品总规模排名靠前的 8 家基金公司。

富国基金的指数增强型量化产品的数量和规模均位于各家基金公司之首, 其中规模 191.9 亿元约占全市场的 1/4, 优势较为明显。融通基金的指数增强型量化产品规模最近一年增长迅速, 依靠先发优势以及差异化竞争优势 (融通深证 100 是全市场唯一跟踪深圳 100 指数的指数增强产品), 总规模 126.3 亿元居全市场第二。

景顺长城基金的指数增强型量化产品数量不多, 仅有 300 增强、MSCI 增强和 500 增强三只, 然而依靠其标杆产品 300 增强, 总规模 74.0 亿元居全市场第三。建信基金在指数增强型量化产品上发力明显, 数量居全市场第二, 依靠其标杆产品 500 增强, 总规模 60.6 亿元居全市场第四。

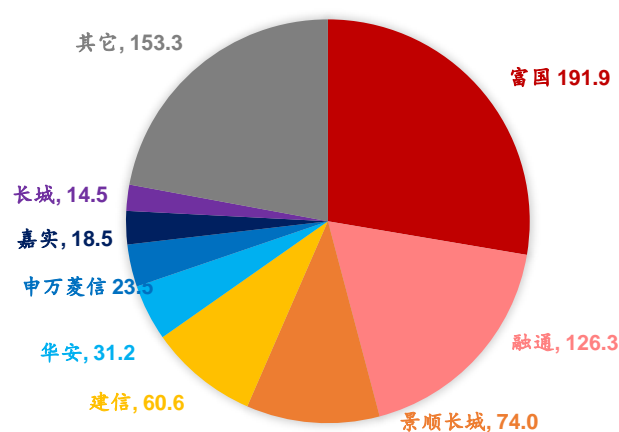
华安基金 (2 只)、申万菱信基金 (3 只) 的产品总规模超过 20 亿元, 分居第五和第六。嘉实基金 (2 只)、长城基金 (3 只) 的产品总规模超过 10 亿元, 分居第七和第八。诺安基金和长城基金的指数增强布局方式相似, 三只产品分别跟踪沪深 300、中证 500 和创业板指数。

图表70: 2020Q2 各家基金公司指数增强型量化基金数量



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表71: 2020Q2 各家基金公司指数增强型量化基金规模 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所



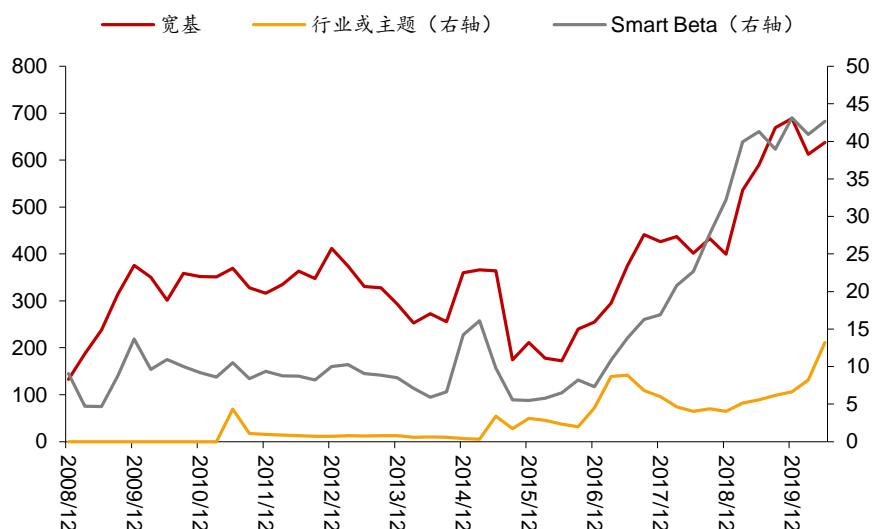
### 跟踪指数类型比较：宽基指数仍占主导，Smart Beta 发力明显

我们将指数增强型基金所跟踪的指数分为宽基、行业或主题、Smart Beta 三类，分别统计对应基金的历史总规模，如下图所示。跟踪宽基指数的基金总规模在百亿数量级，跟踪行业或主题指数的基金总规模在亿数量级，跟踪策略指数的基金总规模在十亿数量级，即宽基 > Smart Beta > 行业或主题。宽基指数目前仍是指数增强型量化基金的主流。

值得注意的是，跟踪 Smart Beta 指数的指数增强型基金于 2016 年起规模加速增长，从 2015 年末的 5.6 亿元增加到 2020 年 2 季度末的 42.7 亿元，规模翻了约 8 倍。可见 Smart Beta 已成为各家基金公司指数增强方向发力的主战场。

这里需要说明的是，指数增强型 Smart Beta 基金和传统意义上的被动指数型 Smart Beta 基金存在一定区别。指数增强型 Smart Beta 基金的代表如富国中证红利指数增强（100032.OF），该基金所“增强”的指数是中证红利指数（000922.CSI），该指数是典型的 Smart Beta 指数，而基金需要实现对中证红利指数的有效跟踪并力争实现超越。传统意义上的被动指数型 Smart Beta 基金的代表如华泰柏瑞红利 ETF（510880.OF），该基金跟踪的指数为上证红利指数（000015.SH），该指数也是典型的 Smart Beta 指数，而基金的主要投资目标是紧密跟踪标的指数，追求跟踪偏离度和跟踪误差的最小化。

图表72：跟踪指数类型对应的指数增强型量化基金规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 业绩表现：确实具有“增强”效果，长期持有可获得超额收益

我们统计了各指数增强型量化基金历年绝对收益和超额收益（即超过约定基准部分的收益）的最高值、中位数和最低值，详细结果如下表所示。从绝对收益看，指数增强型基金的绝对收益和 A 股整体的收益情况相关度较高。从超额收益看，近 10 年间，2010、2012、2014~2019 年这 8 年的超额收益中位数为正，2020 年二季度也为正，2009、2011、2013 年这 3 年的超额收益中位数为负。整体来看，指数增强型量化基金确实起到了一定的“增强”效果，但是无法保证每一年都能战胜基准指数。



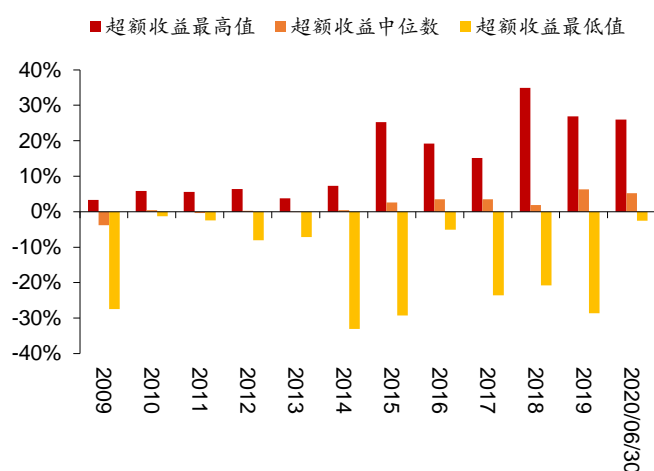
图表 73: 指数增强型量化基金历年绝对收益和超额收益

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020/06/30
绝对收益最高值	103.8%	-3.7%	-15.5%	12.6%	75.6%	64.1%	70.3%	5.0%	34.2%	5.0%	60.1%	58.8%
绝对收益中位数	85.1%	-9.0%	-20.6%	8.3%	-4.3%	47.4%	14.2%	-6.1%	19.2%	-23.2%	39.2%	12.3%
绝对收益最低值	67.8%	-18.4%	-29.7%	-8.7%	-13.8%	6.4%	-3.2%	-25.9%	-15.6%	-35.9%	5.0%	-13.9%
超额收益最高值	3.3%	5.9%	5.6%	6.4%	3.8%	7.3%	25.2%	19.2%	15.1%	34.9%	26.8%	26.0%
超额收益中位数	-3.8%	0.4%	-0.4%	0.2%	0.0%	0.4%	2.6%	3.5%	3.5%	1.9%	6.3%	5.2%
超额收益最低值	-27.4%	-1.3%	-2.4%	-8.0%	-7.2%	-33.0%	-29.2%	-5.1%	-23.6%	-20.8%	-28.7%	-2.5%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

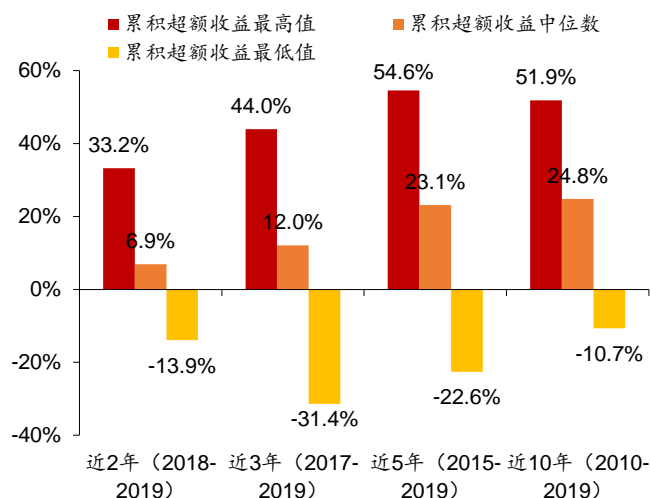
左下图展示了指数增强型量化基金历年超额收益情况。观察到超额收益最高值和最低值差距较大, 单年度超额收益最高可达 34.9%, 最低可达-33.0%。尽管指数增强型基金合同中有年化跟踪误差的约定, 基金和基准指数的表现仍可能存在较大差异。

图表 74: 指数增强型量化基金历年超额收益



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 75: 指数增强型量化基金区间累积超额收益



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

右上图展示了指数增强型量化基金区间累积超额收益情况, 累积超额收益以复利方式基于单年度超额收益计算得到。近 2 年代表以 2018 至 2019 年完整 2 年为收益计算区间, 近 3 年、近 5 年、近 10 年区间的计算方式类似。计算近 10 年超额收益的基金样本数仅为 8 只, 统计结果可能存在一定偏差。观察近 2 年、近 3 年、近 5 年的超额收益, 其中位数分别为 6.9%、12.0%、23.1%, 分别对应年化 3.4%、3.9%、4.2%, 表明长期持有指数增强型量化基金可以获得一定超额收益。区间累积收益的详细结果见下表。

图表 76: 指数增强型量化基金区间累积绝对收益、超额收益和年化超额收益

	近 2 年 (2018-2019)	近 3 年 (2017-2019)	近 5 年 (2015-2019)	近 10 年 (2010-2019)
累积绝对收益最高值	27.5%	60.6%	68.5%	102.2%
累积绝对收益中位数	6.4%	24.8%	43.2%	39.6%
累积绝对收益最低值	-17.1%	-16.8%	-2.8%	14.7%
累积超额收益最高值	33.2%	44.0%	54.6%	51.9%
累积超额收益中位数	6.9%	12.0%	23.1%	24.8%
累积超额收益最低值	-13.9%	-31.4%	-22.6%	-10.7%
年化超额收益最高值	15.4%	12.9%	9.1%	4.3%
年化超额收益中位数	3.4%	3.9%	4.2%	2.2%
年化超额收益最低值	-7.2%	-11.8%	-5.0%	-1.1%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

下面四张表分别展示了近 2 年、近 3 年、近 5 年、近 10 年超额收益排名前列的基金, 供投资者参考。

图表77: 指数增强型量化基金近 2 年 (2018~2019) 超额收益排名前 5 的基金 (规模统计截至 2020/06/30)

基金代码	基金简称	成立日期	现任基金经理	跟踪指数代码	最新规模 (亿元)	2018-2019 超额收益
003986.OF	申万菱信中证 500 优选增强	2017/1/10	刘敦	000905.SH	11.6	33.2%
161035.OF	富国中证医药主题指数增强	2016/11/11	牛志冬, 蔡卡尔	930791.CSI	7.8	32.9%
002510.OF	申万菱信中证 500 指数增强	2016/4/21	俞诚	000905.SH	3.3	28.6%
004194.OF	招商中证 1000 指数增强 A	2017/3/3	王平	000852.SH	0.3	25.3%
003646.OF	创金合信中证 1000 增强 A	2016/12/22	董梁	000852.SH	0.4	25.0%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表78: 指数增强型量化基金近 3 年 (2017~2019) 超额收益排名前 5 的基金 (规模统计截至 2020/06/30)

基金代码	基金简称	成立日期	现任基金经理	跟踪指数代码	最新规模 (亿元)	2017-2019 超额收益
003646.OF	创金合信中证 1000 增强 A	2016/12/22	董梁	000852.SH	0.4	44.0%
001397.OF	建信精工制造指数增强	2015/8/26	叶乐天	h30531.CSI	0.5	32.2%
002510.OF	申万菱信中证 500 指数增强	2016/4/21	俞诚	000905.SH	3.3	30.4%
161035.OF	富国中证医药主题指数增强	2016/11/11	牛志冬, 蔡卡尔	930791.CSI	7.8	28.5%
002311.OF	创金合信中证 500 指数增强 A	2015/12/31	董梁	000905.SH	3.3	25.5%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表79: 指数增强型量化基金近 5 年 (2015~2019) 超额收益排名前 5 的基金 (规模统计截至 2020/06/30)

基金代码	基金简称	成立日期	现任基金经理	跟踪指数代码	最新规模 (亿元)	2015-2019 超额收益
000478.OF	建信中证 500 指数增强 A	2014/1/27	叶乐天	000905.SH	53.7	54.6%
000512.OF	国泰沪深 300 指数增强 A	2014/5/19	谢东旭	000300.SH	2.7	37.7%
100038.OF	富国沪深 300 增强	2009/12/16	李笑薇, 方昊	000300.SH	84.6	35.1%
161017.OF	富国中证 500 指数增强	2011/10/12	方昊, 李笑薇, 徐幼华	000905.SH	56.0	34.9%
162213.OF	泰达宏利沪深 300 指数增强 A	2010/4/23	刘洋	000300.SH	2.5	32.7%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表80: 指数增强型量化基金近 10 年 (2010~2019) 超额收益排名前 5 的基金 (规模统计截至 2020/06/30)

基金代码	基金简称	成立日期	现任基金经理	跟踪指数代码	最新规模 (亿元)	2010-2019 超额收益
100038.OF	富国沪深 300 增强	2009/12/16	李笑薇, 方昊	000300.SH	84.6	51.9%
100032.OF	富国中证红利指数增强	2008/11/20	徐幼华, 方昊	000922.CSI	40.0	49.5%
040002.OF	华安 MSCI 中国 A 股指数增强	2002/11/8	许之彦, 马韬	133333.CSI	26.3	33.6%
163808.OF	中银中证 100 指数增强	2009/9/4	赵建忠	000903.SH	4.7	27.5%
450008.OF	国富沪深 300 指数增强	2009/9/3	张志强	000300.SH	2.8	22.1%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 投资策略: 从宏观到微观进行增强, 同时借助衍生品和打新

指数增强思路可以从宏观到微观角度进行分解, 由投资人对市场判断出发层次的不同, 可以自上而下区分为仓位控制、行业轮动与选股。仓位控制是基于投资人在宏观层面对市场宏观环境的判断, 行业轮动是基于投资人在中观层面对于不同行业表现的判断, 选股是基于投资人在微观层面对于个股业绩的判断。

**仓位控制**本质上就是中长线择时, 其目的是预判大盘走势, 在上涨时调高仓位, 在下跌时降低仓位, 调整频率一般在月频至年频。大盘的走势和宏观经济、微观企业、国家政策、国际形势等因素都密切相关, 想要准确判断大盘走势难度很大。“股票净值占基金资产净值比”指标能在一定程度上反映投资者对于股票持仓的调整, 也即投资者择时的思路。大部分指数增强型基金的“股票净值占基金资产净值比”较稳定, 也存在若干只基金浮动比较大, 推测这些基金存在主动调节股票仓位的情况。

**行业轮动**是利用行业间相对变化趋势而获利的策略。在一个完整的经济周期中, 有些是先行行业, 有些是跟随行业。把握经济周期中的行业轮动顺序, 在轮动开始前进行配置, 在轮动结束后进行调整, 可以获取超额收益, 实现指数增强的目标。大部分指数增强型基金在行业的配置上都有自己的调整, 基金的行业权重配比可以在一定程度上反映实现增强收益的择时和行业轮动思路。

**选股**是基金管理人非常注重的一个层面，量化选股模型的主流是多因子模型，还有 Smart Beta、基本面量化选股、事件驱动选股等模型。此外还可以借鉴期货管理策略中的配对交易应用于股票市场进行个股权重配置。根据选股范围的不同，可以分为在基准指数成份股内选股、在成份股以及部分指定股票中选股（如在中证 800 成份股范围内选股进行沪深 300 指数增强）、在全部 A 股中选股等。大部分指数增强基金持仓股票池中属于标的指数成份股的股票数目占比并不太高，说明大部分基金都是在比较宽泛的范围内选股。

指数增强基金无论采用何种思路或实践方式，都可以借助衍生金融工具或其他方式进行增强。目前通过打新获取增强收益是应用度最高的方式之一，在 2016~2017 年间打新收益十分可观，但 2018 年初以来 IPO 放缓，打新收益呈下滑趋势。除打新之外，买入贴水的股指期货也是应用度很高的方式，除了获取基差收益外还可降低资金占用率，常见于中证 500 和沪深 300 指数增强基金。另外，还可借助融资融券、期权、可转债等工具进行指数增强。

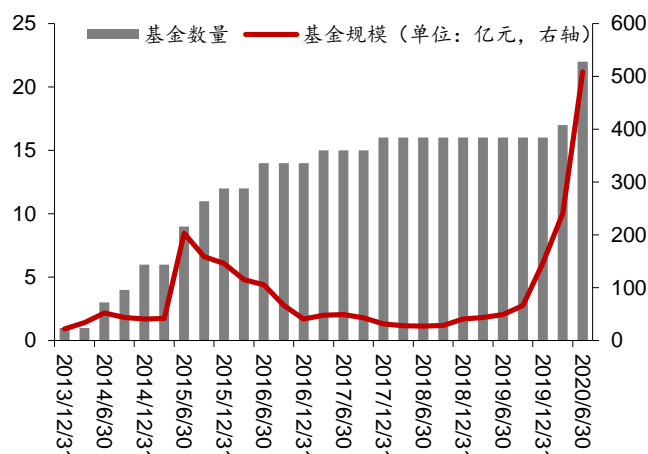
## 量化对冲基金：历经七年打磨，2020 年重新起航

与历史悠久的海外对冲基金行业不同，国内的对冲基金行业发展起步较晚、速度较慢。在上世纪 90 年代，国内金融体系尚未发展健全，一方面，监管部门出于保护目的限制对冲基金在国内的发展，另一方面，缺乏做空工具也使得对冲策略举步维艰。海外对冲基金使用最多的策略是股票多空，其空头仓位一般通过融券卖空实现，而国内融券难度较大、成本较高，所以空头仓位一直以来大多是通过做空股指期货实现。这就决定了，国内对冲基金的发展与股指期货息息相关。今年 4 月 16 日是国内首只股指期货挂牌十周年的日子，我们正好借此机会对国内对冲基金的发展历程及现状进行分析。因私募数据难收集，下文主要以公募对冲基金为例，并针对市场当前行情下对冲基金投资价值进行详细剖析。

## 数量和规模：发展过程较曲折，2019 年重开闸

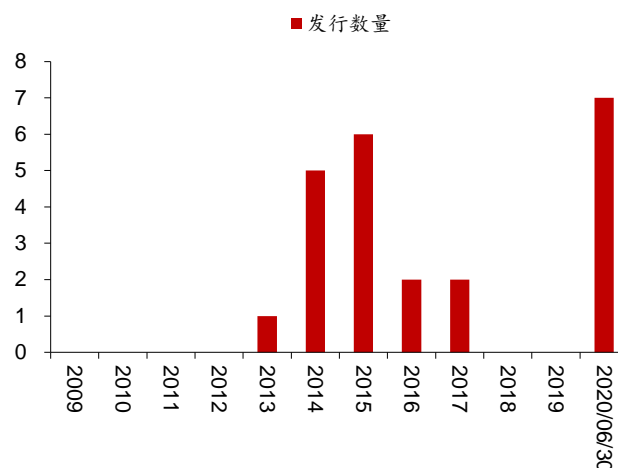
国内公募对冲基金目前已经经历 6 年多的发展时间，过程比较曲折。发展初期产品比较少，公募对冲基金行业在摸索中前进；2015 年之后股指期货政策收紧使公募对冲基金的境况变得比较尴尬，而且 2016 年 1 月底之后新产品审批暂停；2017 年之后股指期货开始松绑，对冲策略有所回暖；2019 年股指期货基本恢复常态化交易，产品审批重开闸，我们认为公募对冲基金将迎来春天。

图表81： 量化对冲型基金数量和规模



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表82： 量化对冲型基金历年发行数量



资料来源：Wind，华泰证券研究所

国内第一只公募对冲基金是嘉实绝对收益策略定期混合（000414.OF），成立于 2013 年 12 月 6 日。现在仍在存续状态的公募对冲基金共有 22 只，列表如下。其中，规模相对最大的是汇添富绝对收益策略，除此之外还有 7 只基金规模超过 10 亿元；从成立时间来看，17 只基金成立于 2017 年及之前，5 只基金成立于今年。

图表83: 量化对冲型基金规模排名(以A类份额为准, 截至2020/06/30)

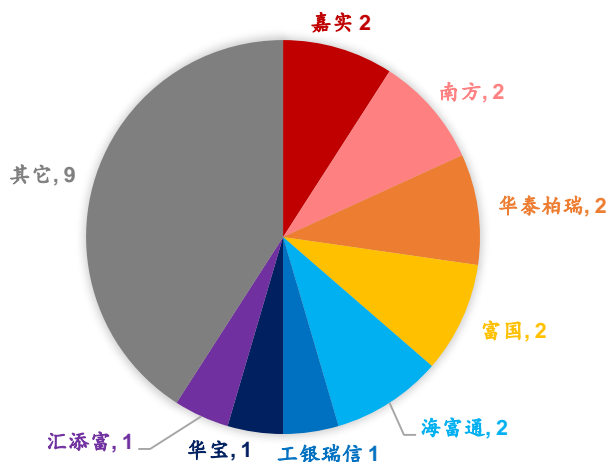
基金代码	基金简称	成立日期	现任基金经理	最新规模 (亿元)	2018-2019 绝对收益	2017-2019 绝对收益	2015-2019 绝对收益
000762.OF	汇添富绝对收益策略	2017/3/15	顾耀强, 吴江宏	202.8	18.3%		
519062.OF	海富通阿尔法对冲	2014/11/20	杜晓海, 朱斌全	122.4	15.1%	25.7%	50.9%
000992.OF	广发对冲套利	2015/2/6	陈甄璞, 陈宇庭	30.1	15.8%	14.1%	
008851.OF	景顺长城量化对冲策略三个月	2020/2/27	黎海威	28.3			
008831.OF	海富通安益对冲	2020/1/22	杜晓海	27.2			
008835.OF	富国量化对冲策略三个月 A	2020/2/25	方昊	18.8			
001641.OF	富国绝对收益多策略	2015/9/17	于鹏	16.2	12.4%	15.7%	
001073.OF	华泰柏瑞量化收益	2015/6/29	田汉卿	11.2	8.2%	11.4%	
000844.OF	南方绝对收益策略	2014/12/1	李佳亮	9.0	10.6%	18.6%	35.7%
008895.OF	申万菱信量化对冲策略	2020/3/25	刘敦	8.4			
000753.OF	华宝量化对冲 A	2014/9/17	徐林明, 王正	7.5	7.7%	11.8%	29.6%
000667.OF	工银瑞信绝对收益 A	2014/6/26	游凛峰	6.8	4.4%	7.6%	15.1%
002224.OF	中邮绝对收益策略	2015/12/30	王喆	6.0	4.9%	-0.3%	
002804.OF	华泰柏瑞量化对冲	2016/5/26	田汉卿, 曾鸿	5.1	9.9%	12.5%	
005280.OF	安信稳健阿尔法定开	2017/12/6	徐黄玮	2.0	3.3%		
000585.OF	嘉实对冲套利	2014/5/16	金猛	1.6	4.5%	6.3%	18.7%
000414.OF	嘉实绝对收益策略	2013/12/6	金猛	1.4	2.4%	5.2%	24.5%
008838.OF	德邦量化对冲策略 A	2020/4/29	王本昌	1.3			
002655.OF	南方卓享绝对收益策略	2016/5/9	钱厚翔	1.1	7.4%	10.6%	
001059.OF	中金绝对收益策略	2015/4/21	朱宝臣	0.8	3.4%	2.3%	
001791.OF	大成绝对收益 A	2015/9/23	黎新平	0.2	2.8%	-0.9%	
008848.OF	中融智选对冲策略 3 个月定开	2020/4/3	赵菲	0.1			

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 基金公司比较: 汇添富、海富通双寡头优势明显

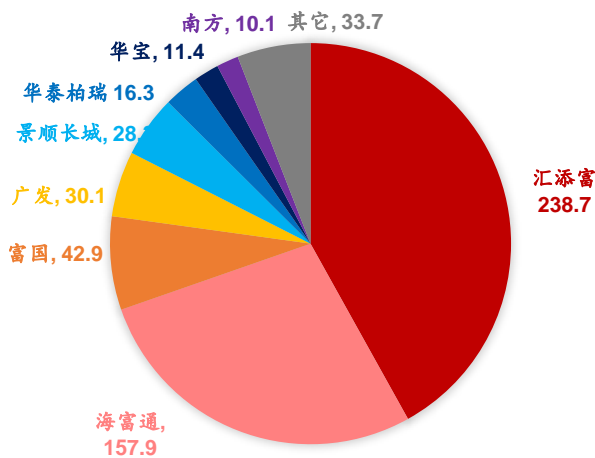
从 2020Q2 各家基金公司对冲型量化基金数量看, 嘉实、南方、华泰柏瑞、富国、海富通基金各有 2 只产品, 其余各家均有 1 只产品。从 2020Q2 各家基金公司对冲型量化基金规模看, 汇添富、海富通双寡头优势明显, 汇添富基金单凭一只汇添富绝对收益策略规模就达到 238.7 亿元 (A、C 份额合计), 占据对冲型量化基金总规模的 47% 之多; 海富通基金的两只产品海富通阿尔法对冲和海富通安益对冲规模合计 157.9 亿元, 占据对冲型量化基金总规模的 31%。

图表84: 2020Q2 各家基金公司量化对冲型基金数量



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表85: 2020Q2 各家基金公司量化对冲型基金规模 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 业绩表现: 2019 年以来超额收益较高, 有明确的 Alpha

2014 年初之前成立的产品只有 1 只, 2014 年的统计结果有一定偶然性; 2015 年, 对冲基金整体表现良好且趋同度较高; 2016-2018 年, 受到股指期货限制政策及一些市场环境

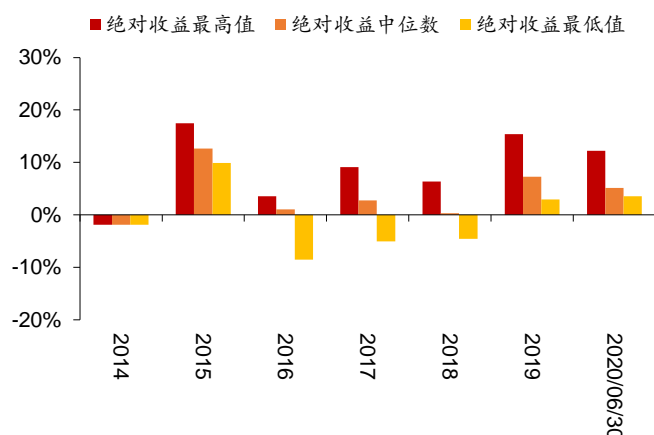


因素影响, 对冲基金整体表现一般, 但其中也涌现了个别优秀产品, 比如华宝量化对冲 A 在 2016 年的夏普比率高达 7.4; 2019 年, 股指期货基本恢复常态化交易, 对冲基金当年收益率中位数为 7.5%, 全部产品收益都为正数, 夏普比率最高为 4.1 (汇添富绝对收益策略 A)。2020 年上半年, 对冲基金整体表现更上一层楼, 半年区间收益率中位数为 5.1%。

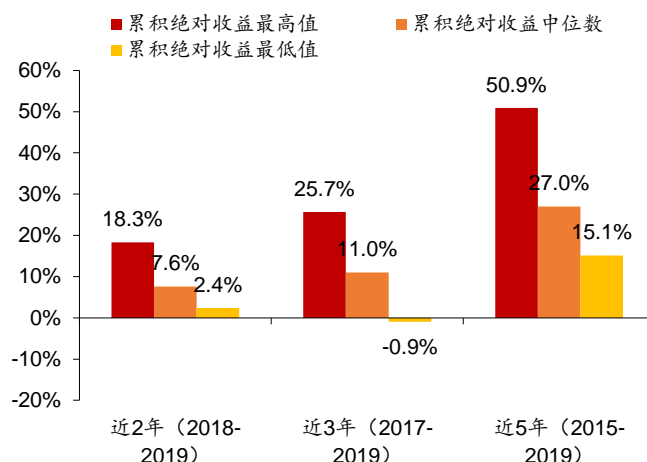
**图表86: 量化对冲型基金历年绝对收益**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020/06/30
绝对收益最高值	-1.9%	17.5%	3.6%	9.1%	6.3%	15.4%	12.2%
绝对收益中位数	-1.9%	12.7%	1.0%	2.7%	0.4%	7.2%	5.1%
绝对收益最低值	-1.9%	9.9%	-8.5%	-5.0%	-4.6%	3.0%	3.6%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表87: 量化对冲型基金历年绝对收益**

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表88: 量化对冲型基金区间累积绝对收益**

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表89: 量化对冲型基金区间累积绝对收益和年化收益 (收益统计截止 2020/06/30)**

	近 2 年 (2018-2019)	近 3 年 (2017-2019)	近 5 年 (2015-2019)
累积绝对收益最高值	18.3%	25.7%	50.9%
累积绝对收益中位数	7.6%	11.0%	27.0%
累积绝对收益最低值	2.4%	-0.9%	15.1%
年化绝对收益最高值	8.8%	12.1%	22.8%
年化绝对收益中位数	3.7%	5.3%	12.7%
年化绝对收益最低值	1.2%	-0.5%	7.3%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

下面三张表分别展示了近 2 年、近 3 年、近 5 年绝对收益排名前列的基金, 供投资者参考。

**图表90: 量化对冲型基金近 2 年 (2018~2019) 绝对收益排名前列的基金 (规模统计截至 2020/06/30)**

基金代码	基金简称	成立日期	现任基金经理	最新规模 (亿元)	2017~2018 绝对收益
000762.OF	汇添富绝对收益策略	2017/3/15	顾耀强, 吴江宏	202.8	18.3%
000992.OF	广发对冲套利	2015/2/6	陈甄璞, 陈宇庭	30.1	15.8%
519062.OF	海富通阿尔法对冲	2014/11/20	杜晓海, 朱斌全	122.4	15.1%
001641.OF	富国绝对收益多策略	2015/9/17	于鹏	16.2	12.4%
000844.OF	南方绝对收益策略	2014/12/1	李佳亮	9.0	10.6%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表91: 量化对冲型基金近 3 年 (2017~2019) 绝对收益排名前列的基金 (规模统计截至 2020/06/30)**

基金代码	基金简称	成立日期	现任基金经理	最新规模 (亿元)	2017~2019 绝对收益
519062.OF	海富通阿尔法对冲	2014/11/20	杜晓海, 朱斌全	122.4	25.7%
000844.OF	南方绝对收益策略	2014/12/1	李佳亮	9.0	18.6%
001641.OF	富国绝对收益多策略	2015/9/17	于鹏	16.2	15.7%

基金代码	基金简称	成立日期	现任基金经理	最新规模（亿元）	2017~2019 绝对收益
000992.OF	广发对冲套利	2015/2/6	陈甄璞,陈宇庭	30.1	14.1%
002804.OF	华泰柏瑞量化对冲	2016/5/26	田汉卿,曾鸿	5.1	12.5%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表92： 量化对冲型量化基金近 5 年（2015~2018）绝对收益排名前 5 的基金（规模统计截至 2020/06/30）

基金代码	基金简称	成立日期	现任基金经理	最新规模（亿元）	2015~2019 绝对收益
519062.OF	海富通阿尔法对冲	2014/11/20	杜晓海,朱斌全	122.4	50.9%
000844.OF	南方绝对收益策略	2014/12/1	李佳亮	9.0	35.7%
000753.OF	华宝量化对冲 A	2014/9/17	徐林明,王正	7.5	29.6%
000414.OF	嘉实绝对收益策略	2013/12/6	金猛	1.4	24.5%
000585.OF	嘉实对冲套利	2014/5/16	金猛	1.6	18.7%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 各家公募基金量化发展思路

随着 A 股市场的不断成熟和国际化进程的加快, 我们身处可以预见到的转折点, 量化的新帷幕正在逐渐拉开。知己知彼, 百战不殆, 竞争对手将如何进行量化产品的布局, 各家公募基金的量化发展战略又将如何? 我们尝试从各大基金公司量化负责人 2018 年以来接受公开采访、会议论坛发表演讲等途径, 窥知其可能的发展思路。

图表93: 各大公募基金量化发展思路汇总

基金公司	量化发展思路	关键词
易方达	致力于优质稀缺指数的开发授权, 以及指数产品的研发创新	优质稀缺指数
博时	通过策略配置应对风格转化, 从“固定靶”到“移动靶”	多策略配置
华夏	未来主流投资方式在 ETF, 积极关注 ETF 和国企改革的衔接	国企改革 ETF
南方	提供一站式 ETF 资产配置解决方案, 布局商品期货 ETF	商品期货 ETF
嘉实	Smart Beta 是天然的资产配置工具, 未来值得看好	Smart Beta
汇添富	高度重视在被动指数产品方面的布局	被动指数产品
招商	宽基 ETF 规模未来可能爆发, 同时布局跨境和 Smart Beta 类 ETF	宽基 ETF、跨境 ETF
景顺长城	需要更丰富的工具将 Alpha 和 Beta 进行分离	分离 Alpha 和 Beta
华泰柏瑞	宽基指数 ETF 和 Smart Beta 产品线两条腿走路	宽基指数 ETF、Smart Beta ETF
富国	ETF、Smart Beta 等工具化产品将会迎来爆发式增长的黄金时代	ETF、Smart Beta 等工具化产品
鹏华	借助创新型民企 ETF, 挖掘优质龙头公司, 构筑民企新生态	民企 ETF
华安	指数基金尤其 ETF 基金的投资优势日益明显	ETF
兴全	FOF 产品的管理思路是平滑组合波动实现长期绝对收益的理性选择	FOF
国泰	在 ETF 领域沿行业指数、宽基指数和 Smart Beta 指数三大方向布局	行业 ETF
银华	Smart Beta 为代表的工具性产品+FOF/MOM 为代表的资产配置管理	Smart Beta, FOF
中欧	量化投资的核心竞争力在于提供多元定制方案供客户选择	智能投顾

资料来源: 华泰证券研究所

### 易方达: 致力于优质稀缺指数的开发授权, 以及指数产品的研发创新

2019 年 4 月, 易方达基金创始董事总经理、指数与量化投资管理总部总经理林飞接受新浪财经独家采访。林飞认为, 指数产品可以实现较大的产品跨度, 是为客户提供差异化产品非常重要的载体。目前, 被动化投资在内地投资者中的渗透率还有很大发展空间。因此, 易方达在已有的丰富产品线的基础上, 仍然致力于优质、稀缺指数的开发和授权, 以及指数产品的研发和创新。而综合海外指数行业发展来观察, 指数基金和 ETF 领域确实是强者恒强趋势, 近几年国内指数基金的头部效应也愈加明显。

2018 年 6 月, 易方达指数与量化投资管理部基金经理杨俊出席“第三届中国 FOF&MOM 基金管理人年会”, 发表主题为《变化与机遇——指数化组合在 FOF/MOM 中的应用》的演讲。杨俊指出, 根据中国市场的现状, ETF 在中国市场里实际是一种偏短期的进攻类产品, 不建议将 ETF 教科书上的经典案例完全套用于中国实践。在展望未来时, 他认为指数化组合已经开始在 FOF 和传统的 MOM 行业和配置结构里显示出生命力, 该趋势将越来越明显。

### 博时: 通过策略配置应对风格转化, 从“固定靶”到“移动靶”

2018 年 3 月, 博时基金指数与量化投资部总经理兼基金经理黄瑞庆接受采访时表示, 这些年 A 股市场的风格在不断剧烈地变化, 如何保证量化模型能恰当地应对风格转化是博时一直在探索的问题。如果把指数增强和固定风格的主动量化产品视作“固定靶射击”的话, “移动靶射击”则需要对于市场的风格切换做出反应, 需要兼顾市场其他投资者的行为模式。若将所有的策略都看作是工具, 在需要的场合使用合适的工具, 那么就一定要保证策略的多样化, 做好策略的配置, 进行有效的打分和动态调整, 让策略体系能够自动化地评估和适应市场。

### 华夏: 未来主流投资方式在 ETF, 积极关注 ETF 和国企改革的衔接

2018 年 8 月, 华夏基金数量投资部高级副总裁庞亚平出席“雪球私募峰会 2018 夏季论坛”并发表主题演讲。庞亚平表示, 未来主流投资方式还是在 ETF。通过统计比较基金经理业绩表现的转移概率矩阵, 发现整个市场公募基金的共有情况是业绩的连续性很难, 持续跑

赢市场难度非常大。庞亚平认为这和美国市场发生的情况一样, 原因是 A 股市场的有效性明显提升, 特别是过去的 2016~2018 年这三年, 整个市场开始强调价值投资理念。故而“主动不太靠谱, 被动还比较好”。

2018 年 10 月, 庞亚平参加“2018 另类投资中国峰会”并发表演讲, 提出应**积极关注 ETF 和国企改革的衔接**。我们可以搭建一条资产结构合理、标的优良、同时能够反映改革导向的指数, 进而发行挂钩该指数的 ETF。其意义在于, 首先国有企业可以将自有资产换购 ETF, 以持有 ETF 的方式分散风险同时分享到改革的收益。其次通过 ETF 发挥普惠金融优势, 引入社会资本间接投入到底层上市公司, 最终实现多方共赢。

2018 年 4 月, 华夏基金总经理汤晓东在“华夏基金 ETF 创新发展峰会”致开幕词。汤晓东表示, 未来华夏基金在 ETF、指数产品发展方面的思路, 主要有三大方向。一是在对传统指数产品完成布局之后, 不断引入国际先进的指数、量化投资理论和方法, 把一些能够捕捉市场特征、长期带来超额收益的因子做成一系列策略指数产品; 二是发展商品类 ETF; 三是发展一些主题性、跨境概念的 ETF, 服务于深化改革和对外开放。

### 南方: 提供一站式 ETF 资产配置解决方案, 布局商品期货 ETF

2019 年 2 月, 南方基金指数投资部总经理罗文杰在接受新浪财经采访时表示, 时代选择了 ETF, 以其为代表的工具化产品市场庞大到不可忽视。随着市场有效性的提升、A 股投资者结构的调整以及银行理财净值化的推进, 指数化投资正迎来历史性发展机遇。2018 年以来指数基金的大爆发主要有三大原因: A 股市场估值已经比较具有吸引力; 指数基金及 ETF 分散投资、低费率、交易便利的特性, 获得了投资者的认可; 投资者借道 ETF 抄底 A 股。为更好地向投资者**提供一站式 ETF 资产配置解决方案**, 南方基金正在**布局商品期货 ETF**, 并已上报铜期货 ETF, 全方位拓展产品线。

2018 年 9 月, 罗文杰在接受中国证券报采访时表示, 未来 3 年南方基金“智能投资交易平台”将向 3.0 时代迈进。3.0 时代将构建以智能交易为核心, 以智能风险监控为根本, **打造具有行业领先水平的智能指数投资交易平台**。目标是从根源上切断人为操作带来的风险, 从系统上保证跟踪精度领先, 实现团队的全明星作战, 进一步优化客户的投资体验。

### 嘉实: Smart Beta 是天然的资产配置工具, 未来值得看好

2019 年 1 月, 嘉实基金董事总经理、Smart Beta 和量化投资首席投资官杨宇在“2019 嘉实基金远见者投资策略峰会”发表演讲, 表示 **Smart Beta 具有风格稳定、高度透明、标准化的特点, 是天然的资产配置工具, 未来值得看好**。传统 Alpha 基金经理的生存空间越来越小, 很多选股方法都可以变成 Beta, 用更低成本、更稳定的方式呈现出来。基于中国市场大 Alpha 小 Beta 的特点, Smart Beta 的重要功能是对指数基金的替代。2018 年 11 月, 嘉实基金量化投资部总监刘斌在“全球指数基金论坛”上表示, 2018 年嘉实基金一直在力推 Smart Beta。国内 A 股市场依然还是一个非有效的市场, 有效市场理论无法实践应用, 未来会一直看好 Smart Beta 在国内的发展。

### 汇添富: 高度重视在被动指数产品方面的布局

2018 年 1 月, 汇添富基金指数及量化投资副总监楚天舒在上海证券报撰文指出, 目前出现了三大有利于被动指数产品发展的趋势。首先, 国内资本市场和基金业都正在向机构化方向发展。其次, 随着资本市场对外开放进程的加快, 海外投资者也越来越多地参与到国内资产的投资中来。另外, 随着互联网金融的快速发展, 海外近年才兴起的智能投顾迅速进入中国, 目前已有数十家互联网金融平台及金融科技公司涉足智能投顾领域。

楚天舒表示, 汇添富基金一直非常重视在指数产品方面的布局, 目前已经形成了宽基为基础, 行业、主题为特色的指数产品系列。被动指数产品的成功在海外已经被长期的投资实践所验证。在国内, 这种长期、低成本、简单化的投资工具终将被熟知和认可。在目前的时点下, 在上述几个因素和投资者、市场的相互作用下, 指数化投资的发展即将进入正向循环, 积蓄力量期待瓶颈的突破, **被动指数产品或将迎来难得的发展机遇**。



### 招商：宽基 ETF 规模未来可能爆发，同时布局跨境和 Smart Beta 类 ETF

2018 年 12 月，招商基金量化投资部基金经理苏燕青接受证券日报采访时表示，展望 2019 年，在所有 ETF 类别中，**宽基指数的规模仍有更大可能继续爆发**。一方面宽基指数 ETF 的需求更为稳定，在市场底部，配置宽基的意愿也相对较足；另外宽基指数多对应的衍生品也更为全面，标的指数期货或者标的 ETF 的期权促进了对应 ETF 的规模增长。

苏燕青表示，未来招商基金将加大对 ETF 的布局，具体布局思路将根据现有的被动型产品情况，并参考美国过去 20 多年 ETF 的发展经验，考虑优先补充短板。**首先布局宽基 ETF**，主要考虑随着机构投资者的入市，宽基 ETF 的需求未来将更大。**其次将考虑增加跨境与 Smart Beta 类 ETF 的布局**，未来全球资产配置的思路越来越重要，对海外资产的配置需求将越发紧迫，而对于目前逐步被市场认可的 Smart Beta 类 ETF，为投资者提供了多样化的配置标的，应在其发展初期紧跟布局。

### 景顺长城：需要更丰富的工具将 Alpha 和 Beta 进行分离

2018 年 10 月，景顺长城基金副总经理、量化及指数投资总监黎海威在“2018 年亚洲指数与量化投资洞见峰会”上指出，Alpha 在中国的策略容量很大，面临着巨大机遇。但是由于整个指数波动较大，中国的 Beta 面临较大挑战。在实际量化投资操作中，**需要将 Alpha 和 Beta 进行分离和重组，稳定收益的同时降低其波动性**。当前最直接的工具还是股指期货，不过类似的工具需要更加丰富。

黎海威认为，目前发展中国家的市场、新兴市场的量化投资仍以权益类资产为主，但可以肯定的是，这将逐渐往债券类、商品类、衍生品方面扩展。随着市场化体系的建立，量化只是提供一个思维方式，它可以应用到各种各样的方向上。未来 3 到 5 年，基本面多因子、统计套利、高频交易以及 CTA 等量化策略的使用在中国会逐渐普遍和丰富起来。

### 华泰柏瑞：宽基指数 ETF 和 Smart Beta 产品线两条腿走路

2019 年 4 月，华泰柏瑞基金指数投资部总监柳军参加“新浪财经养老与基金高峰论坛”时表示，从海外市场发展来看，发展 ETF 上无非是两种策略选择，一是全面布局，只要能够 ETF 化的产品就做成 ETF，美国三大巨头基本都采用全面布局策略。二是差异化，特色，华泰柏瑞发行全市场第一只红利 Smart Beta ETF 和第一只沪深 300ETF。公司目前的策略是**两条腿走路**，一条是完善现有的宽基指数 ETF 产品，另外一条是打造相对比较有特色的 Smart Beta 产品线。

柳军指出，在指数化发展整个路径上，所有指数化产品都是 ETF，从来没有做过非 ETF 产品的指数化产品，所以**ETF 产品相对而言是一个指数化产品的最高形式**。如果要布局指数化产品线，应该站在最高的平台发展 ETF 产品。

### 富国：ETF、Smart Beta 等工具化产品将会迎来爆发式增长的黄金时代

2019 年 1 月，富国基金量化投资部总经理王保合和 ETF 投资总监王乐乐接受上海证券报专访。王保合表示，**积极布局工具化产品**已成为当下许多基金公司的发展方向，而富国基金在这方面一直走在前列。指数选择上，富国基金率先开发了国企改革指数、军工指数、移动互联指数等产品，开拓了市场主题投资的空间。产品形式上，富国基金并不拘泥于 ETF 产品，在主要宽基指数上都布局了相关的指数增强型产品。**未来的发力点上，富国基金将继续在 Smart Beta 指数上进行各种探索与尝试**。

王乐乐认为，Smart Beta 策略指数产品的吸引度在于，投资者通过配置这类产品，在一个整体赚钱效应并不显著的市场上，仍能获取较高的投资回报。这一块市场还处于发展初期，未来将会被越来越多的投资者看到、了解并应用。五年之后，社保、基本养老保险、企业年金、职业年金等都会有较大发展，如果加上个人养老，这些工具化产品将会迎来爆发式增长的黄金时代。



## 免责声明

本委托课题材料仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）之委托人内部使用。本公司不因接收人收到本材料而视其为委托人，即使其是本公司客户。

本材料基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本材料所载的意见、评估及预测仅反映材料撰写当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本材料所载意见、评估及预测不一致的材料、研究报告。同时，本材料所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本材料所含信息保持在最新状态。本公司对本材料所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求材料内容客观、公正，但本材料所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本材料内容，不应视本材料为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本材料所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本材料所指的证券或投资标的的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有材料中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本材料中的意见或建议不一致的投资决策。

本材料版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。本公司保留追究相关责任的权力。所有本材料中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com