

稳健收益类策略需求料井喷

□广发基金资产配置部投资经理 朱坤

2017年年中,基本养老保险完成第一轮招标,开始入市投资。可以预期未来资本市场对于稳健收益类策略的需求将迎来井喷式的发展。考虑到对接银行理财和养老金资金的资金性质和收益要求,稳健收益策略在运作中有三个典型特点:首先,稳健收益策略的波动率和回撤和资金的平均收益预期相匹配,并且有系统的方法对波动率和回撤进行管理。其次,稳健收益策略的方法论应相对清晰,对于收益的来源有清晰的刻画,在中长期实现较为稳定的收益。此外,稳健收益策略不仅考量收益的实现程度,还需考量风险收益比,包括夏普比和卡玛比率,不仅重视收益,还应考虑收益获取过程中的舒适度。

从笔者的研究和实践经验来看,获取稳健收益的关键在于使用正确而系统的方法论完成合理的大类资产配置和波动率的控制。

大类资产配置: 长期获取稳健收益的基础

稳健收益策略和传统的单一资产策略最大的区别在于其对于收益和波动的双重追求,既要追求收益的确定性,又要控制回撤,追求收益获取过程中的舒适度。相比单一资产策略,使用大类资产配置的方法获取稳健收益具备很多显性优势。

首先,受经济运转的驱动影响,股票资产、债券资产、商品资产可能在不同的时间段具有显著的差异性表现,使用单一资产进行做多的策略,很难保证在产品的存续期实现较为稳定的收益,出现收益大小年的情况,多类资产进行组合配置,可以最大化的提高在两三年期间获取稳健收益的确定性。

其次,股票资产、债券资产、商品资产本身受经济驱动的影响因素不同,在不同时期表现出不同的相关性,例如,经济复苏初期,股票资产和债券资产可能齐涨;在经济繁荣的情况下,股票资产涨,债券资产跌,相关性为负。利用大类资产之间的相关性,配合现代组合投资理论,可以最大化分



散组合风险,优化资产配置组合,降低整个组合的波动性,提高原有平均收益预期下的投资舒适度。

另外,主动型大类资产配置的核心目标是追求不同时间段下最优夏普比的路径,希望能够根据不同的经济和市场状态,找到阶段夏普比最好的资产进行配置。根据笔者研究,长期而言,资产价格是受经济要素驱动的结果,最常见的驱动因素包括经济增长、通货膨胀以及宏观流动性等;短期而言,资产价格还受投资者情绪、市场信息冲击等因素影响。不过,可以对资产价格驱动框架进行深入研究,并通过有效的主动配置,获取更多的资产收益。

波动率控制: 实现稳健收益的必备武器

投资者对于收益的要求是希望高回报同时承受低回撤,然而就如同地球有地心引力一般,投资收益的获得本身要遵循资产性质或者策略的性

质,可以使用有效的大类资产配置优化组合风险收益比,但是任何策略都有可能出现问题或者无效的时间段。因此,对于追求中长期稳健收益的目标,还需要使用系统性的波动率控制方法来帮助进一步的控制组合的风险范围,以使得策略和风险目标相匹配。

虽然大部分投资者对于风险的第一认知是回撤目标,但其实回撤是一个带有市场运动方向的数值,目前的理论技术很难直接对回撤进行较好的预判,通常采用的模式是对于波动率进行预测,通过控制波动率来进行回撤管理。根据笔者的实践经验,完整的波动率控制体系包括波动率的预测、敏感性分析和情景分析三个方面。

首先,从波动率的预测来看,预测方法包括EWMA以及GARCH族等多种方法,其核心理论是市场的波动具有一定的延续性,可以使用加权的历史波动率来预测最新波动率。从笔者对于国内市场波动率的研究来看,传统的波动率预测方法在国内仍然有效,但是由于A股市场受个人投资者影响较大,波动率的范围较大,从而造成波动率的变化速率较快的特点,这给传统的波动率模型的直接应用带来一定的困难。

这里需要指出的是,通过控制波动率来控制回撤,是基于波动率和回撤之间存在一定的关联管理,从原理上看,回撤是对于下行波动的一种描述,波动率大的环境下,对应的回撤越大,两者存在单调变化的关系,但并不是线性的变化关系。实际上,当波动率增大后,回撤范围扩大的更快,这对于控制回撤类型的投资具有重要的意义。

其次,敏感性分析主要是通过找到组合收益与驱动因子之间的变动规律来分析组合在不同因素下可能出现的一些状况,以及组合可能的波动率变化情况。此外,情景分析是指通过历史场景分析的方法,来探查组合在不同历史场景下的回撤情况。

综上所述,稳健收益的实现是对于投资研究过程精细化的进一步追求,也是大资管时代的发展方向,体系化的大类资产配置和波动率控制方法将成为未来稳定收益获取的重中之重。

深化价值 精准投资



□光大保德信基金 黄兴亮

A股市场从去年以来可谓“冰火两重天”,有人欢喜有人忧,白马股集体跑赢大盘,表现靓丽,反观中小创个股全年一片狼藉。2017年全年扣除新股,上涨的股票数量占比仅有23%,其余77%的股票下跌,3400多只股票的中位数下跌16.7%。从各大指数来看,2017年上证50上涨25.8%,沪深300上涨21.8%,中小板指上涨16.7%,上证综指上涨6.6%,创业板指则下跌10.7%。

为什么去年会出现这种南辕北辙的分化走势呢?总体来看,2017年获得投资者青睐的公司普遍具有“流动性好、估值低、行业龙头、业绩确定”的特征,被称为“白马蓝筹”、“核心资产”。这些公司的上涨,一方面得益于业绩的增长;另一方面则得益于估值的修复。

实际上,经过2013年至2015年的一轮中小创牛市,大市值蓝筹的估值普遍明显低于海外的可比公司。从2016年开始,A股市场风格轮回,白马蓝筹的估值逐步抬升,到2017年则全面爆发。例如白酒和食品饮料行业,估值普遍从10-15倍市盈率提升至25-30倍市盈率,与帝亚吉欧、保乐力加、百富门等海外上市的烈酒公司相当。再比如家电行业,市盈率普遍从8-10倍提升至15-20倍,逐步接近大金工业、惠而浦、伊莱克斯等海外上市的家电公司。经过去年一年,许多中国本土龙头企业一跃成为全球行业市值最大的公司,可谓价值发现。

2018年价值投资趋势不会改变,结构性机会将延续。虽然不少投资者对价值投资能否延续存在怀疑,特别是在中小创板块经过两年多的持续调整后,风险得到了相当程度的释放,市盈率水平普遍回落至30-40倍的区间,逐步趋向合理的情况下,认为有更多的机会或源自于优质成长股的再次崛起。

但需要看到,价值投资不是一时兴起,其正逐渐在A股市场生根发芽,并逐渐成为主导力量。因为从边际增量资金来看,除了通过沪深港通持续买入A股的外资资金,未来还有今年6月A股正式纳入MSCI后新增的海外配置资金。显然,这些资金关注的重点仍是白马蓝筹。虽然目前A股多数白马蓝筹的估值已经修复至合理的水平,但也并未明显偏高。

总体而言,我们认为2018年很可能就是价值趋势的一年,指数会涨,但个股选择的难度会越来越大。具体来看,大金融中的银行和地产相对海外可比公司仍具有一定的估值优势,存在价值发现的空间。而去年表现出色的白酒、家电、食品饮料、保险等行业,则可能会从估值合理向估值泡沫演绎。同时,对于那些所谓真正具有成长性的黑马,我们认为可能还没到突围走出来的那一天。当然,也不是说未来没有黑马会走出独立行情,但黑马意味着不确定性,在市场疯狂追求确定性和流动性的价值趋势的路上,风险的增大会更加制约普通投资者的操作难度。

做理性的决定 做时间的朋友

□华宝基金量化投资部 张奇

2017年以来,国内越来越多的资产管理公司开始重视并发行Smart Beta产品,一些重点产品上市后也受到投资者的青睐,规模持续稳健增长。Smart Beta究竟是怎样的投资思路,怎样的投资策略?从资产管理人的角度来看,Smart Beta是指数型基金发展的第三个阶段,即将一些简单有效的选股逻辑、投资理念严格应用于指数成份股而形成的基金产品,它的出现是金融市场不断发展、参与者投资理念不断成熟的产物。从海外市场的经验来看,Smart Beta产品是一种非常好的长期配置工具,大部分Smart Beta策略长期来看都可以战胜对应的指数,时间越长,其超额收益的表现会越突出,这正是此类产品的价值所在。

单因子策略与多因子策略

Smart Beta产品目前可以分为以下几类:一是单一因子策略类,利用单一指标进行股票筛选,如价值、成长、动量、红利等指标;二是多因子策略类,即根据多个指标的综合得分筛选股票;三是权重优化类,如等权重指数、因子加权指数等。

大部分单因子策略与主流价值投资的思路高度契合,如红利指数、价值指数、成长指数等,这类产品最大的优势在于逻辑清晰,相关策略的投资理念很容易被理解,也方便投资者选择适合自己的指数产品。不足之处在于,由于只选用一个因子筛选股票,其选股的不确定性更大,相对指数的超额收益的波动性也更大。

反过来,多因子策略的主要优势就是通过不同风格因子共同打分来选出股票的组合,因此组合的稳定性相对会大很多。但是如果多因子策略过于复杂,则不易于编制指数产品,即使形成了指数产品,对于投资者来说理解的难度也大幅增加了。



有效市场为Smart Beta策略提供重要空间

目前国内投资者对于量化投资的认识还不充分,尚没有完全接受指数化投资和量化投资的理念,这可能是制约Smart Beta产品在国内市场发展的最关键因素。相比而言,海外市场更加有效,收获超额收益比较难,大量资产管理产品甚至都跑不赢指数,因此如果Smart Beta产品可以长期战胜指数,这就是一个很好的资产配置选择。

长期以来,国内的投资者更喜欢去挖掘一些信息上的优势,并相信这可以贡献稳定的超额收益。理念上的差异使得指数化产品、Smart Beta类产品在国内得到认可的程度相对受限。但事实上,想要在信息上获得长期的优势其实是非常难的,这类投资模式即便能赚的多但亏起来也厉害,长期来看回报并没有想象中稳定。

令人欣慰的是,目前在监管层的积极引导和投资者结构变化的影响下,中国资本市场正变得越来越有效,投资者的投资理念也日

趋成熟,投资目标逐渐从博取短期收益转变为中长期资产配置。在这样的趋势下,Smart Beta产品在资产配置中扮演的角色将越来越重要。

投资的本质是坚持做正确的事

未来Smart Beta产品可能有两个主要的发展方向。一是因子的多元化,目前来说,传统的基于财务报表的基本面因子和基于量价的技术面因子已经被挖掘地较为充分,但真正应用于Smart Beta产品的因子并不是很多,大部分还是集中在红利、低波等因子身上。这可能与国内资产管理公司在发展业务时主要借鉴了海外经验有关。未来基本面因子、技术面因子有望被更多地应用到Smart Beta产品中去。

另一方面,可以对股票池做更细的切分。目前采用Smart Beta策略的基金产品大多基于宽基指数设计,成分股来自于各个行业板块,但是实际上这些股票不论是从公司所处的宏观、行业环境,还是从公司自身的业务逻辑来看,都是不同的,因此放到一起研究有时可能并不是最科学的做法。未来我们可能会看到部分Smart Beta产品是针对某个行业或者主题板块所设计的,或者具有明确的价值特征,由此为投资者提供不同风格的投资工具,满足不同类型的需要。

作为“聪明贝塔”指数基金,大部分Smart Beta策略长期来看都可以战胜对应的指数。举例而言,如果长期来看,一个股票指数可以获得年化8%的收益,而Smart Beta策略每年可取得5%的超额收益,那么10年以后,指数的回报大概是116%,而Smart Beta策略的投资回报会达到239%,两者差了1倍之多。当然时间如果更长,两者的差异会更加明显。

资本市场有较强的不确定性,我们无法保证今天买的股票明天一定会涨,但是随着时间的推移,有效的策略终将获得更好的收益。投资的本质是坚持做正确的事,做理性的决定,做时间的朋友,然后期待好的结果。