

构建量化多因子模型

挖掘细分成长龙头超额收益

□广发中证500指数增强拟任基金经理 赵杰

不少投资者对指数增强有所耳闻,又相对陌生。简单说来,它介于主动基金和被动指数基金之间,既要求与跟踪的指数不能有太大的偏离,又要有一定的超额收益。在这样的条件限制下,不同的基金经理对指数增强基金的目标有着不同理解,有些人最关注的是超额收益的高低,努力把收益做高。而笔者最关注的是超额收益的稳定性和胜率,希望把产品打造成适合中长期投资的工具型产品。

追求稳定超额收益

要实现较高的超额收益胜率,指数增强产品的策略设计和选择必须有所取舍,收益的稳定性和风险管理显得尤为关键。在这方面,通过量化多因子模型构建投资组合进行指数增强有显著优势。量化多因子模型是通过研究各种数据(包括基本面数据、交易面数据、网络大数据等)与股票走势的关系,提取和归纳出这些数据影响股票的规律,将其抽象为“因子”,再通过多个因子结合的方式构建可以长期超越基准的组合。

上面这段话可以用一组比喻来说明。主动管理型的基金经理就好比是“渔夫”,他们会精选有比较多“大鱼”聚集的区域,看准后用“鱼叉”捕鱼。因而,他们会优选几十只股票做深度研究,重仓超额收益突出的公司。采用量化投资策略的基金经理,则会做大量的数据分析和测试,找出具有某种“特质”、能跑赢市场的一篮子股票。因此,量化基金经理获取收益的方法是编织有规则、有纪律的“渔网”,捕捞到一网鲜活的“鱼”。而“渔网”的编织规则其实就是大家熟悉的各种因子,如价值因子、红利因子、成长因子、盈利因子等。

从这组比喻我们可以了解到,与主动选股通过对几十个股基本面的深度研究精准制胜不同,量化模型挑出来的股票有几百只,



收益更多来自于统计规律的大概率重现,相对比较稳定。同时,量化模型通过组合优化的方式,可以对风险因子进行精准约束,控制相对指数的偏离,实现跟踪误差的定量控制。

由于量化模型的超额收益主要来源于因子,所以因子的选择和构建极为重要。在构建量化模型的因子库时,笔者坚持三个投资原则:第一是分散原则。通过量化方法从股票相关海量数据中提炼出多个选股因子,构建量化因子池。第二是因子相对直观,注重构建逻辑和金融学意义,对过度数据挖掘产生的因子保持谨慎。第三是因子之间的相关性要比较低,以达到组合配置整体效果稳定的目的。

具体到因子选择上,由于A股的投资逻辑越来越向国际接轨,预计过去效果较好的基本面因子在未来仍能延续较好表现,如成长、盈利等因子可以进行重点关注。而像行业、市值等对股票收益影响大,且效果不稳定的因子,则要在风险控制层面进行严格的偏离约束,以提高稳定性,降低波动。

捕捉细分行业成长股机会

今年前8个月,在流动性宽松、市场风险偏好提升等因素推动下,A股走出一波显著的结构性行情。代表未来经济发展方向的消费、TMT、医药行业股票由于较好的成长性,受到市场青睐。其中,具有长期空间大、商业模式好、竞争格局清晰等特质的一线白马股涨幅可观,估值也达到历史较高水平。

进入9月以来,市场风格出现轮动迹象,板块之间、板块内部也出现分化,机构投资者的行为亦出现分化。在当前这种“基本面好的股票很贵,便宜的股票基本面有瑕疵”,机构持仓态度分化的市场环境下,选择有一定成长性、估值相对合理的指数为基准的指数增强产品,不失为攻守兼备的稳妥选择。

比较有代表性的就是中证500指数。该指数中医药生物、电子等科技创新相关行业占比居前,成分股汇聚沪、深两市一批高成长性的二线蓝筹股和细分行业的龙头股,指数过去几年的利润复合增速保持在15%以上,有较好的成长性。从估值来看,中证500指数目前的PE为30多倍,处于历史均值附近。从指数结构来看,中证500成分股数量较多,行业与市值分布较均衡,不少股票机构较少覆盖,这也有利于量化选股在大数据样本中能充分发挥其优势,获取稳定持续的超额收益。

采用量化模式来管理指数增强产品,需要投研团队和完备的量化系统提供支持。为此,广发基金量化投资团队内部自主构建了较完善的量化投资研究系统,功能涵盖市场跟踪、因子分析、策略构建和组合跟踪等多个部分。团队中的研究人员和投资人员将自己的研究成果汇集到系统中,通过系统的分析和比较,形成集体智慧以提高公司整体的量化投资水平。以此为基础,团队开发了指数增强策略、量化对冲策略、主动量化策略等多样化的策略以满足不同投资者的需要。

扎根优秀企业 持续创造价值



□汇丰晋信基金 陆彬

中国资本市场经过30余年的发展,正发挥着越来越重要的作用。一方面,在注册制改革下,越来越多优秀上市公司涌现A股市场。估值相对较高的新兴行业公司占比提升,基本面研究难度加大。另一方面,居民配置股票资产趋势加速,市场内机构占比持续提升。在资本市场改革开放大趋势下,作为一名基金经理,要努力做好本职工作,坚持正确的投资理念和专业的投资方法,力争为客户创造“可持续、可复制、可解释”的投资业绩。

做到两个“坚守”和三个“不”

投资并没有诀窍,坚持专业的方法、保持长期且客观的心态,同时踏踏实实地投入,是笔者过去获得超额收益的原因。总结我的投资理念,可能用两个“坚守”和三个“不”来形容更为贴切。

两个“坚守”之一是坚守专业的良心。持续为客户创造价值是笔者的初心,踏踏实实用日常行动践行“客户为先”的原则。“坚守”之二为坚守投资以企业为本。从金融市场来,扎根到优秀企业中去。重视企业家精神,坚持长期从基本面和估值角度做出投资决策。

说到三“不”,第一是不做比较基准被动配置。专注于主动管理,将“追求基金资产长期较高回报”放在首位,而不以“战胜业绩比较基准”为唯一目标。第二是不搞“投资主义”。尊重市场,不固守价值投资、成长投资或者主题投资等风格或者因子主义。尽可能的较小回撤和较高回报是大部分基金持有人的核心需求。第三是不做短期择时。这就好比我们会分析一年四个季度的气候变化,而不会去预测短期的天气变化。

当然,借助科学的投资方法也很重要,能够帮助提升组合管理人的投资工作效率。自上而下来看,我们运用风险溢价模型,评估各个风格指数当前的估值水平,同时结合波动率模型动态评估市场风险收益比,判断指数的拐点。从自下而上角度,我们用PB-ROE行业模型以及机构配置分布,来判断行业基本面趋势性和拐点。从个股角度,我们用PB-ROE个股模型从接近4000家上市公司中高效率筛选个股进行主动研究。最后,用汇丰晋信基金可视化组合管理系统进行动态组合分析和风险管理。实时掌握和动态调整组合的行业、因子暴露和风险敞口情况。

看好新能源及部分顺周期行业机会

目前市场大部分指数的风险溢价水平属于历史均值附近。在宏观经济复苏大背景下,利率短期大幅上行的可能性不大,企业盈利有望持续改善,资本市场的战略定位显著提升,所以,当前市场不存在大的系统性风险。同时,市场经历了两个月左右的震荡调整,尤其是前期表现较好的成长板块估值明显回落,未来几个季度基本面趋势加速向好的行业投资吸引力正在逐步增强。

以新能源汽车行业为例,欧洲政策力度加码,主要国家过去几个月新能源汽车销量同比增速超过100%。中国新能源汽车市场也有望迎来需求的同环比明显加速。新能源汽车相关产业链公司排产已大幅改善,未来几个季度的业绩有望迎来快速增长。2020年无论是造车新势力还是传统企业集团,都在积极推出越来越多的高性价比新能源车型。根据研究资料测算,未来5年新能源汽车渗透率有望从2%-3%跃升至20%以上。

同时,全球疫情常态化后经济复苏,不少顺周期行业显现投资机会。以化工行业为例,在过去几年供给侧改革和环保持续趋严的背景下,行业进入门槛加大,企业集中度明显提升。同时,2020年上半年企业盈利大幅波动,不少优秀上市企业的估值水平处于历史较低位置。疫情影响下的部分细分行业的需求不确定性逐步解除,不少优秀企业市场份额逆势提升,这类企业具有较好的投资机会。

利用信息差和认知差获取超额收益

□平安新能源车ETF基金经理 钱晶

持续和稳定的超额收益是每个投资者心中的投资圣杯。获取超额收益的方法有很多,利用信息差和认知差来获取超额收益是两类常用的方法。其中,信息差是指通过知道别人不知道的信息赚钱。随着社会信息的传递速度越来越快,通过这种信息差赚钱的机会越来越少。

认知差,则是基于同样的公开信息,通过自己的专业优势,认知到别人没有理解到的深度赚钱机会。显然,具备认知优势的投资者大概率可以做出更好的投资决策,并获取相应的超额收益。

此外,尽管利用信息差和认知差都能获得Alpha,但Alpha的特征却有所不同。对于大多数投资人,建立认知差的优势更为重要,也就是我们常说的,构建自己的投资能力圈。

尤其是今年以来,在流动性相对宽裕条件下,权益市场整体已经积累了一定涨幅。部分板块和个股估值已经不便宜,未来结构性机会料将高于市场整体性机会。对于投资者来说,把握自身相对于市场具有认知优势的结构性机会更为重要。

目前哪些板块市场整体可能存在认知上的偏差呢?新能源汽车可能是其中一个。

在笔者看来,目前市场对于新能源车板块的认知仍有所偏差,随着这些认知差的不断纠正,这个板块有望获得持续的超额收益。具体来说,对于新能源车板块市场可能存在以下三个方面认知上的偏差:

第一,市场可能低估了未来5-10年新能源车渗透率的提升速度。尽管市场基本都认同汽车的电动化是趋势,但普遍认为新能源车渗透率的提升会是较漫长的过程。笔者认为,大规模使用电动化汽车的时代,它的到来可能会远远早于大家的预期。重要原因是,伴随科



技进步,新科技产品的渗透率提升速度迅速提高,按照罗杰斯的创新扩散曲线理论,也就是从早期采用者到早期大众所用的时间大大缩短了。伴随科技进步,渗透率提升速度大幅提高,而这可能正是市场中绝大多数投资者所忽略的。

第二,市场可能低估了未来几年欧洲市场的增长速度。目前市场绝大多数投资者,可能都知道欧洲今年为推动汽车电动化实行的“胡萝卜+大棒”政策。由于距离欧洲市场较远,国内的投资者可能感受不深,因此,可能低估了这两项政策对欧洲新能源车市场的巨大影响。反映到数据上,就是欧洲电动车的销量可能会持续超国内投资者的预期。由于欧洲的消费者普遍更重视环保,我们认为未来3年,欧洲新能源车市场的增速,至少会与国内2015年-2018年的增速相当,也就是在60%以上。这意味着,可能在2021年,欧洲会超过中国,成为全球最大的新能源车市场。如此快速增长,会给全球新能源车产业链带来巨大投资机会。

第三,市场可能低估了国产供应链的全

球竞争力,以及受益程度。市场至少有一部分投资者还抱有这样的疑虑,那就是国产的新能源车供应链,能多大程度受益于未来几年欧洲新能源车市场爆发式增长?尤其是类似德国宣布提供10亿欧元支持欧洲电池研发和生产来对抗亚洲电池厂商这样的信息,无疑也会加大投资者的疑虑。背后的重要原因,还是大多数投资者并没有正确认识到,目前新能源汽车国产供应链上的这些企业,在全球范围内已经具备很强的竞争力。

以动力电池为例,动力电池行业属于科技含量非常高的电化学行业,中日韩在这一领域已积累了20多年,并拥有了完备且低成本的材料供应体系,中日韩之外的其他国家很长一段时间内很难短期快速积累技术、材料和人才等产业基础。即使是像德国这样的传统制造大国,在追赶亚洲国家时,也很难打破这种市场格局。目前中日韩的技术水平已经遥遥领先于欧美诸国,并且由于中国具有规模和成本优势,未来很有可能会逐渐向中国垄断的方向发展。

事实上,在资本市场,国产供应链的竞争力,其实已经被部分专业的海外投资者所认可。Global X,一家专注于开发主题型ETF的公司,旗下就有一只全球锂电池ETF,其中45%左右的权重投资于亚洲新兴市场,其中主要就是中国相关上市公司,而欧洲公司占比不足5%,美国公司占比在22%左右。由此可见,在全球新能源车产业链上,国内的相关上市公司已经占有举足轻重的位置。

以上就是笔者认为目前市场对于新能源车板块可能存在的三个方面认知上的偏差,或许并不全对,但只要有一点被时间验证,伴随着市场认知的修正,新能源车板块就可能会有相应的超额收益。至于如何一键把握新能源车产业链的投资机会,新能源车ETF或许可以成为投资者的利器。