

# 单边市导致策略失灵 股指“任性”重创量化基金

□本报记者 李良

近年来顺风顺水的对冲量化基金,在去年四季度以来的股指飙涨中栽了个大跟头。

来自WIND的数据统计,截至今年1月6日,最近3个月时间里,纳入统计的227只量化型私募产品中,多达120只产品出现亏损,亏损幅度最高的达到21.18%,而同期沪深300指数飙涨了40%以上。

更糟糕的是,由于大盘股上涨势头不减,量化私募基金产品的亏损面有可能继续扩大:按照最近一个月的数据计算,截至1月6日,亏损的产品数量增至133只,亏损最严重的量化私募产品在最近短短一个月时间损失了18.23%。

## 都是“贪婪”惹的祸

少数“大象”引领股指单边飙涨,是众多对冲量化产品近期大幅亏损的重要原因。

某私募人士向记者表示,最近几个月里业绩遭遇大幅回撤的量化对冲基金,多是采用市场中性策略。这种对冲策略的模式主要依靠同时做多股票和做空股指期货的方式来获取股票组合的超额收益,股票的选择通过量化模型或精选个股,而做空股指期货则意在剔除系统性风险。在过去几年的震荡市中,这种产品几乎不承担市场波动所带来的风险,业绩回撤幅度小,收益也稳定,被视为对冲量化基金产品的最优选择。

“或许是好日子时间太长了,大家都忽视了风险控制。为了追求更高的收益率,很多市场中性策略的量化对冲基金,其股票选择与股指期货成份股之间的偏离度越来越大。很多产品在重仓中小盘股的同时,放空股指期货,这已经不是在对冲风险,而是想获取中小盘股上涨与沪深300指数下跌的双重收益。”该私募人士感叹,“谁能想到市场风格的转变如此迅

速而且激烈,以前可以获取双重收益的所谓中性策略,现在变成了叠加亏损的绞肉机,不仅要承受中小盘股的快速调整,还要承担放空股指期货导致的巨额亏损。”

## “跑马圈地”或受阻

在去年四季度以前,执行中性策略的对冲量化基金可谓顺风顺水:相对稳定的收益率吸引了大量低风险偏好的资金进入,一些大中型私募基金公司更是将其作为重点发展对象。但在短短几个月的业绩大幅回撤后,这

些私募基金不得不重新思考对冲量化基金的发展策略。

上海一家中型私募基金的相关人士就向记者表示,在去年,该私募基金公司招聘了不少量化投资人才,重点布局各种类型的对冲量化产品。“这也是顺应市场发展的潮流。毕竟,从过去的历史业绩来看,这种相对稳定的产品更容易吸引客户,令资产管理规模快速增长。更重要的是,这种产品的核心在于策略制定,规模扩张并不会摊薄业绩。”该人士说,“但最近几个月,大家元气

大伤,客户咨询、赎回的电话都快打爆了。要知道,对冲量化产品要累积业绩是很不容易的,一下子回撤这么多,还不知道什么时候能够补回来。”

不过,某私募基金经理认为,随着时间的推移,股指单边上涨的格局会改变,这将有利于对冲量化产品及时调仓,执行更适合目前市场风格的中性策略。不过,令他担忧的是,目前大盘蓝筹股强势的格局仍有延续的迹象。“我担心的是,在时间窗口还没到的时候,产品已经被爆仓了。”该投资经理说。

用数据说话 选牛基理财  
金牛理财网 WWW.JNL.C.COM

## 银华系分级再现上折 银华中证转债分级基金即将折算

银华基金8日公告,旗下银华中证转债增强分级基金净值达到基金合同规定的不定期份额折算阈值1.50元以上,触发不定期份额折算条款,将进行向上份额折算,折算基准日为1月8日。这是继银华沪深300后,2015年又一只“上折”的分级基金。刚刚完成折算的银华沪深300两类份额也于8日10点30分后开始恢复交易,“上折潮”或将成为继“套利潮”之后,分级基金的又一大市场关注热点。

银华中证转债分级是以中证可转换债券指数作为标的指数的增强型基金。同时,作为债券分级产品,银华中证转债分级子份额转债A与转债B比例为7:3,初始杠杆为3.33倍,高于股票型分级产品。而其投资标的可转债本身兼具股性与债性,高杠杆叠加蓝筹特征使得该基金“股性”在年底蓝筹行情中得到充分表现。

Wind数据显示,2014年全年,银华中证转债分级母基金复权净值增长率为57.61%,银华转债B净值累计涨幅高达210.94%。

分级基金的上折一直被看作是牛市行情开启的风向标。上折将提升B类份额的杠杆水平,例如已完成折算的银华300B的净值杠杆由原先的1.5倍左右恢复至2倍的初始杠杆水平,是目前所有跟踪沪深300指数的分级基金中最高水平。对于银华转债B来说,完成折算后,转债B将恢复3.33倍的初始杠杆水平,吸引力也将再度上升。

根据过往经验,上折后B类份额杠杆恢复,如果基准指数不出现大幅波动,二级市场可能将出现连续涨停,这也为不同风险收益偏好的投资者提供了多个投资机会:对于高风险偏好投资者来说,可通过二级市场买入B类份额,赚取短期收益,也可选择通过申购母基金然后分拆的方式获得B类份额;对于低风险偏好投资者来说,套利投资者申购的母基金及B类份额折算出的母基金最快可在1月9日后开始在场内分拆卖出,A类份额面临集中抛压,场外A类投资者会迎来短线投资机会。此外,B类份额的疯狂在使得整体溢价快速升高时,也会带来套利申购的良机,套利爱好者可重点关注。(张昊)

## 量化投资折戟蓝筹行情 “宽客”急寻应对招数

□本报记者 张昊

刚刚过去的2014年被称为A股“宽客”年,量化投资在前三季度的市场中大放异彩。但随着市场风格四季度以来的剧烈切换,多只排名领先的量化投资基金并没有继续保持优势,“宽客”们在经历了一段辉煌后便遭遇一场危机。随着市场趋势日渐清晰,“宽客”们也在寻找新的应对策略。

## “宽客”折戟蓝筹牛市

仅仅在两个多月前,量化投资基金还是基金行业一颗耀眼的明星。直到2014年10月初,年初以来的基金收益排行榜上,量化基金曾经在前5席中占据2席,国外市场占据主流的量化投资大有迅速普及之势,某只排名靠前的公募基金规模一年之间增加了10倍。在很多基金持有人看来,带“量化”二字的都是好基金,虽然他们中间很多人并不明白什么是量化投资。

“量化投资是一种科学态度,我们不能保证每一次投资都能挣到钱,每次买卖股票都

300只以上,但是至少保证150只以上的股票挣钱,保证胜率是50.1%。量化投资的基本原则就是靠大数据、大概率来赚钱。”深圳一家公募量化投资经理表示。

量化基金在2014年前三个季度崭露头角,和当时的市场环境有很大关系。2014年前三季度,小市值股票是行情的主导。有市场人士表示,2014年是A股历史上市值与股价涨幅相关性最大的一年之一。因此,很多量化模型都提高了小盘因子的权重,在当时的行情下,这样可以轻松地获得超额收益。

但市场风云变幻。当蓝筹行情到来之后,小市值股票出现“踩踏”,被动投资的量化模型一时难以适应市场风格的迅猛切换。上述深圳公募基金经理还表示,由于量化投资领域的模型出现了趋同的趋势,一旦市场风险爆发,就会出现连锁反应,导致业绩剧烈波动。

## “宽客”急寻应对招数

那些建构量化投资模型的金融工程师被称为“宽客”。在业绩出现下滑之后,“宽客”

们的应对策略各有不同。有基金经理对中国证券报记者表示,由于量化模型都是经过精心设计的,在市场调整之时,匆忙调整模型会影响模型的稳定性。“应该让模型自己去学习市场的变化,把握好既有的节奏。”

另一些“宽客”们则认为在市场风格切换时,要及时调整模式,才能跟上市场的节奏。景顺长城基金量化及ETF投资部投资总监黎海威表示,当市场的风格出现明显转换,主动调整因子的权重是必要的。在当下的市场中,对于去年曾经取得成功的量化模型而言,成长与价值之间应该更加平衡。黎海威认为,仅仅靠模型自主学习,会存在一定的滞后性。并且,动态模型的设置难度很大,技术含量很高。

事实上,量化基金并没有全军覆没,在公募基金近一年的收益排行中,依然有量化基金挤进前十。黎海威认为,量化投资的优势在于取得稳定的收益,降低主动投资的风险。“量化投资在国内开始深入人心了,未来依然有很大的发展空间。”

## 各路资本强力关注新三板

### VC/PE将入局厮杀

□本报记者 张洁

具有“黑马”潜质的新三板市场自筹备起就吸引着各路资本的热切关注。去年以来新三板在挂牌企业规模和交易模式上更是取得了质的飞跃。

“随着各方势力陆续加大对新三板的关注度,2015年将有更多传统VC/PE强者入局厮杀,抢项目拼价格的现象会越来越多,越来越狠。”投中研究院分析师宋绍奎指出。

## 布局久已

据悉,新三板挂牌企业数量2014年初还只有300余家,到年末即已成功突破1500家。全国中小企业股份转让系统监事长邓映翎透露,到2015年1月底,股转系统将审核通过700家企业,总挂牌企业数量将达到2100家,新三板会上演真正的“速度与激情”。另外,记者还了解到,

做市商交易模式于去年8月顺利推进,竞价交易模式预计将在今年择机推向市场。

新三板市场的快速发展,得益于挂牌程序更便捷、成本更低廉。据了解,新三板挂牌审核周期较短,平均支付的中介费用仅150万元左右,且地方政府一般会提供财政补贴,总体费用不及创业板挂牌的十分之一。

扩容迅猛的新三板市场受到各方资金越来越多的关注。对于VC/PE来说,在IPO受限的情况下,通过新三板实现部分被投项目股权转让,不失为一条绝佳的退出途径。

“很多新三板概念企业早已是VC/PE机构的盘中菜,只不过当时未曾戴上新三板的帽子而已。”宋绍奎在投中研究院最新发布的研报中表示。近几年来,围绕新三板主题,有一批新兴创投机构迎风而起,在新三板市场上极为活跃,如早期涉入的东方汇富,近期踊跃参与的天星资本、凤博投资等。上述机构主要围绕新三板主

题开展投资行为,或在企业挂牌之前进入,或在挂牌之后参与,对新三板标签企业的升值空间寄予厚望。一些老牌的VC/PE机构,如启迪创投、深创投、九鼎投资、达晨创投等参与的挂牌企业数量居前,其中存量项目占据不少比例。与此同时,部分机构开始发行新三板主题基金,在存量投资基础上,加大对新三板市场的布局。

## 战况激烈

新三板挂牌企业数量将在很长一段时间保持较高增速。综合企业诉求、监管精力等多方面因素,投中研究院预测,2015年底总挂牌数量有望达到或突破3000家,2016年总量预计达到5000家左右。

面对滚雪球式的增长步伐,新三板分层机制将于今年投入使用,一方面针对不同企业诉求开展最佳引导和管理模式,另一方面以“优胜劣汰”的自然法则刺激挂牌企业实现更快发

展目标。

同时,随着各方势力陆续加大对新三板的投资关注度,明年将有更多传统VC/PE强者介入,抢项目拼价格的现象会越来越多,越来越狠。值得注意的是,在新三板市场高速发展的过程中,信息不对称现象将逐步弱化,企业方的视野逐步打开,无论对保荐机构还是投资机构,企业方更看重实际效益,而不再仅仅限于机构名气。

不过,也有分析人士认为,对各路资本而言,新三板企业是否是当下的“金主”还存在争议,至少目前在参与时点和参与模式方面,各方观点存在较多分歧。毕竟,新三板所覆盖的企业群体中有很多部分介于Pre-IPO投资和“天使+早期”投资两种模式所覆盖范围之间,企业的发展潜力和投资风险也处于相对中间的状态。但不可否认的是,这其中确实存在很多投资机会。

国寿安保基金认为,2015年经济将向新常态过渡,增速放缓,但在改革预期和宽松政策推动下,经济波动区间缩窄,总体流动性继续维持相对宽松的状态。同时,在宽松的政策环境以及需求的边际改善下,A股盈利增速以及ROE有望出现回升。

具体而言,2015年上半年经济将在下行与政策托底稳增长之间纠结寻底;下半年财政政策将开始发挥主导作用,打破通缩循环,经济降速趋缓。届时,PPI同比有望转正,但CPI仍处于低位;2015年后,随着物价回升,经济恢复内生动力,开始走出U型底部。在各项宽松政策和改革措施之下,经济企稳加快,实际利率下降,民间投资入场,经济内生动力得以恢复。

在大类资产配置方面,基于对经济增长、通胀、流动性以及改革预期的判断,结合美林投资时钟,国寿安保基金认为2015年中国宏观形势处于U形衰退寻底,并逐步向复苏期过度的阶段,投资者应主要配置权益类资产,其次是固定收益类资产,商品资产、现金类资产表现相对偏弱。(曹乘瑜)

在大类资产配置方面,基于对经济增长、通胀、流动性以及改革预期的判断,结合美林投资时钟,国寿安保基金认为2015年中国宏观形势处于U形衰退寻底,并逐步向复苏期过度的阶段,投资者应主要配置权益类资产,其次是固定收益类资产,商品资产、现金类资产表现相对偏弱。(曹乘瑜)

在大类资产配置方面,基于对经济增长、通胀、流动性以及改革预期的判断,结合美林投资时钟,国寿安保基金认为2015年中国宏观形势处于U形衰退寻底,并逐步向复苏期过度的阶段,投资者应主要配置权益类资产,其次是固定收益类资产,商品资产、现金类资产表现相对偏弱。(曹乘瑜)

## 信托资金加速逃离房地产

□本报记者 刘夏村

用益信托网统计数据显示,2014年四季度,房地产集合资金信托的发行、成立规模分别为485.8亿元、355.6亿元,同比分别下降61.2%和64.8%。业内人士透露,受房地产行业风险暴露的影响,监管部门、信托公司均已收紧房地产集合资金信托业务,而A股市场赚钱效应的显现也吸引了一部分资金分流。有信托公司高管预计,受此影响,2015年部分信托公司的信托业务收入将出现断崖式下降。

## 房地产信托规模同比降六成

来自用益信托网的数据显示,2014年四季度,集合资金信托规模的发行规模为3239.6亿元,同比下降8.8%;成立规模为2628.2亿元,同

比下降14%。其中,房地产集合资金信托的发行、成立规模的下滑程度尤为瞩目。在2014年四季度,共发行485.8亿元的房地产集合资金信托计划,而在2013年同期,这一数据为1253.4亿元。这意味着,四季度该类信托产品的发行规模同比下降61.2%。

同期,房地产集合资金信托的成立规模为355.6亿元,与2013年四季度的1010.2亿元相比,下降64.8%。

此前,中国信托业协会专家理事周小明表示,随着今年二季度开始暴露的房地产行业风险,预计资金信托投向房地产领域或将更为谨慎。

## 信托业务收入料现断崖式下跌

实际上,前述数据已经印证了周小明的判

断。中国证券报记者了解到,目前信托资金流向房地产领域已经受到监管部门、信托公司以及市场等多重因素的制约。

一位不愿具名的信托公司高管对记者透露,目前监管部门对该公司开展房地产集合资金信托业务采取了“严防死守”的态度,要求单体超过5亿以上的项目不予受理,商业地产项目不予受理,一二线城市以外的项目要求慎重。该人士说:“尽管目前监管部门对信托公司采取一司一策的监管方式,但总体而言,对各家公司的房地产信托业务的监管应该是大同小异的。”

另外,信托公司出于风险考虑,亦收紧了房地产集合资金信托业务。一位房地产信托经理对记者透露,2014年其公司的几个房地产集合项目暴露风险后,目前公司已暂停了新的房地

产集合信托项目,要求只能做单一通道类地产业务。

此外,多位业内人士向中国证券报记者表示,随着房地产集合资金信托收益降低,尤其是A股市场赚钱效应显现,一些房地产信托资金开始流向A股市场,更加剧了这一类产品的发行困难。

实际上,作为信托公司业务收入重要来源之一的房地产信托,其发行、成立规模大幅下降将对信托公司2015年的信托业务收入产生较大影响,而这已经引起一些信托公司的重视。某信托公司高管对中国证券报记者透露,近期其公司对2015年的信托业务进行了测算,发现业务收入将下滑四分之一,出现断崖式下跌,而这可能是不少信托公司要面对的局面。

## 转债市场亟待松绑

供担保的要求。这些条款是参考当时公开增发门槛而设置的。但时过境迁,随着定向增发办法的出现,由于其门槛低、限制少、操作灵活,很快成为主流再融资工具,而公开增发几乎绝迹。目前对定向增发股票早已没有盈利要求,而可转债的风险远小于股票,对发行可转债的ROE要求已没必要,也不符合市场化趋势。至于发行可转债的担保要求在目前企业债券大发展,同时监管层希望打破刚性兑付的背景下更是有修改的必要。

2006年出台的《上市公司证券发行管理办法》规定,发行可转债需要满足最近三年加权平均净资产收益率不低于6%、可转债融资后公司的累积债券余额不超过净资产的40%的条件,并对净资产不足15亿元的公司发行可转债有提

易得多。所以,可以预见,一旦取消上述限制,可转债很可能成为小企业和高新技术企业的主流融资工具。

作为国内第一家转债基金的基金经理,我热爱转债投资,也渴望转债市场的繁荣与发展。我们呼吁转债市场的发行端打破一些没有意义的行政管制,尽早给转债市场松绑,放手让各类企业以灵活的条款、便捷的方式发行可转债,以促进资本市场多元化发展,促进直接融资市场的加快发展。

从海外实务看,海外中小企业发行转债非常普遍,而且小公司的股票因为风险高同时市场流动性差,发行可转债要比直接发行股票容



最具互联网基因的天弘基金新年又出大招,天弘基金淘宝店将于2015年初正式上线,首期主打权益类产品,余额宝团队打造的又一力作——“容易宝”指数系列也将在线上发售。

据了解,天弘基金淘宝官方店首页主题为“天弘基金淘宝店,好的不止余额宝”。天弘基金“爆款店”首推“三大神器”,分别是“挖掘神器”天弘永定、“养老神器”天弘安康养老、“炒股神器”容易宝,神秘的“容易宝”指数系列列也将在线上后择机发售。

天弘基金表示,淘宝店是一个非常重要的平台,目前开淘宝店是一个新的契机。2013年天弘基金为广大客户提供了余额宝,今年为大家推出“容易宝”来把握市场机会。据悉,天弘基金淘宝店上线后,将举办系列活动,回报淘宝用户,例如收藏店铺送集分宝,体验送集分宝等。(曹乘瑜)

## 华商着力提升服务品质

基金业协会发布的最新数据显示,2014年基金公司总资产规模为4.51万亿元,相比2013年末增加了1.5万亿元,规模增长近五成。与规模同步提升的还有基金公司客户服务的意识和质量,特别是在竞争日益白热化的当下,提升客户服务体验、及时跟进客户需求、提高客户服务满意度,已成为基金公司留住客户、提升品牌形象的重要举措之一。

近年来,随着规模与业绩的稳步提升,华商基金在客户服务方面也下足了工夫,仅2