

穿越波动 与趋势同行



上海鼎锋资产董事长兼投资总监
张高

最近在外交流，有朋友问，如何看待未来行情的方向？我们可以回头看看两个榜样的故事。

美国在七十年代面临中国类似的问题：经济滞涨，股市十年不涨，随后美国历史上最伟大的总统之一，也是一名演员——里根上任，通过一系列的动作：放松管制、鼓励创新、货币回归中性、减税等措施把美国经济拉出了沼泽，“401计划”带来国内长线养老基金的持续入市，经济的走好吸引海外资本持续流入，共同推动美国股市走出了18年的大牛市，富达基金的基金经理林奇和老虎基金创始人罗伯逊受益于大牛市的浪潮，成为投资界的传奇，熠熠生辉。

八十年代，我们的邻居——日本快速崛起，成为全球第二大经济体，在九十年代初达到顶峰，随后在“房地产泡沫破灭、人口老龄化、转型和变革迟缓”三座大山重压下，经济持续调整，股市走出了超过20年的熊市，至今仍在底部徘徊。

中国自本届政府上台后，采取了“放松管制，鼓励创新”等类似美国当年的措施，并提出了改革和转型的目标，但也面临类似日本“房地产周期见顶、人口开始老龄化”的压力，经济包括股市长期表现是向美国靠拢还是向日本看齐，根本上取决于转型和改革的方向、力度和持

续性，是在与房地产见顶和人口拐点来临的结构性困境进行一场赛跑，时间其实已经不多。

稍感欣慰的是，由于日本是典型的岛国经济，当企业长到一定程度，国内市场无法容纳，必然走向海外，增加了转型和成长的不确定性。中国与日本不同，与美国类似，是大国经济体，产业纵深丰富，以中信证券对A股公司的行业划分为例，一级行业就有29个，三级行业有188个。拥有巨大的国内市场，一家大行业的龙头上市公司只凭国内市场就可以实现上百亿的利润，上千亿的市值。观察A股公司，过去6年，即使宏观经济不行，总有部分产业能逆流而上，实现阶段性高增长，如2009年的白酒和LED、2010年的装修和园林、2011年的户外用品和消费电子、2012年的安防和营销传媒、2013年的医疗服务和文化娱乐、2014年的电力和券商。丛林环境在恶化，总有能进化的物种，我们只要抓住这些进化者，即符合未来趋势的部分细分行业，以产业投资的心态参与二级市场股票的投资，就能分享成长和景气，获得超额收益。这也是鼎锋能多年持续战胜市场的成长股策略的核心，简单质朴，相对目前市场热衷的追风交易、大类资产轮动策略，学习门槛低，能穿越牛熊，守住胜利果实，幸福感强。

展望未来，有几大产业趋势清晰而

又确定：互联网对传统企业的改造和升级；融资结构巨变推动资本市场的大力发展；清洁能源对传统能源的持续替代；城镇化和老龄化驱动现代服务业的崛起。除产业景气趋势值得把握外，2015年还有两大趋势：改革和转型。其中国企改革参与面广，资本市场期望较高；而企业的转型早就风生水起，商业模式变革，向新兴行业延伸的动作此起彼伏。我们认为2015年弹性最大的机会是“改革和新三板”，最确定的机会是“景气行业优秀公司的持续成长。”新三板是中国的纳斯达克，它的机会我只有两句话：市场化的土壤更能孕育伟大的公司，资金潮会填平一切估值洼地。

但是，硬币也有另一面，2015年可能也将打上波动剧烈的烙印。因为行情目前阶段还是由资金和预期推动，缺乏宏观经济的足够支持，具有不稳定性。另外，市场的资金结构与以前不同，充斥着融资盘和动量趋势投机者，一旦市场调整或转向，行为一致性必然导致波动剧烈。

股市永远是希望与犹疑交织，现实与预期冲突。优秀的投资者通常理性而又孤独。在市场剧烈波动的群氓践踏中，信念和淡然让我们坚守到一个又一个的黎明，内心的宁静和深层次的思考会让我们以更高的维度来审视这个市场，透过晨曦的阳光，看到远方的世界。

牛市及结构行情下 主动量化基金具备明显优势

□天相投顾 胡俊英

自2004年8月公募基金第一只量化产品光大量化诞生开始，量化基金已经走过十年的发展历程。在此过程中，量化基金逐步发展壮大、投资业绩整体表现相对较好。根据天相统计，截至2014年末，在基金全称有“量化”或者投资目标中明确“量化投资策略”的主动管理量化基金已有29只设立运作，另外2只目前正在募集，年末资产规模也为342.80亿元，占公募积极投资偏股型基金资产管理规模的2.58%。

从投资策略上来看，完整的量化投资应该包括量化选股、量化择时、股指期货套利、商品期货套利、资产配置、风险控制等多方面。目前市场上大部分主动量化基金选股方面采用定量模型，行业方面定量或与定性相结合，大类资产配置以定性为主的量化策略。可以说，量化投资和定性投资相结合是现有量化基金中较为普遍的投资策略。个股选择上多数采用多因子模型以基本面和技术面为依据，包括财务因子、估值因子、市场情绪因子、技术因子等，选出一篮子股票，并找到最有效的转折指标和合适的换股周期等，倒推过去一段时间做模拟，再预测未来一段时间内的股票回报。

从业绩表现来看，过去十年中有6年好于同业平均水平。其中，2006年、2007年、2009年量化基金加权平均净值分别上涨151.2%、143.52%和86.91%，同期开放式积极投资偏股型加权平均收益率为115.27%、122.62%和66.92%。2014年，22只主动管理量化基金加权平均增长率为22.99%。其中，交银阿尔法、长信量化、大摩量化配置和华商大盘量化四只基金涨幅超过50%，业绩表现出色。整体来看，在传统多因子模型下，做空机制受限的背景下，主动量化基金在单边上

表现较好，而在熊市中表现不及其他主动投资偏股基金。

量化基金是在管理过程中采用数量方法建模，严格制定并执行风险控制程序，具有明确的投资基准，并采用相对收益与风险作为衡量手段的基金产品。量化基金的核心是建立在对历史数据分析基础上总结的策略规则，在实际操作中量化基金将严格按照策略规则客观、理性的投资，在追求长期稳定超额投资收益的同时能保证投资风格长期稳定，有助于提升投资者的资产配置效率。

其最显著的优势之一就是高度、严明的纪律性，该类基金严格按照模型及程序的精确设定来优化投资组合，以克服投资过程中的人性弱点，寻找精细的投资机会。具体来说，基金管理人把长期实践形成的经验、观点和投资理念转换为可测度的指标，进而通过建立定量模型、设定的指标，把基金的“投资理念”转化为可以带来长期稳健回报的投资组合，避免基金经理因受市场情绪干扰而动摇其投资理念。同时，在基金运作过程中，即基金进行建仓、加仓、减仓操作时，量化基金也可以采取有效的数量化管理，实时对投资组合进行风险监控，能够较为迅速地发现投资组合中的风险点，也能够跟踪和发现大量人力不及的投资机会。

第二、伴随市场的复杂化和多样化，捕捉信息反映时滞将越来越难，同时随着股指期货、融资融券等金融衍生产品的陆续推出，在市场结构趋向完整的情况下，量化投资在信息获取优势和信息处理优势等方面的优势将进一步显现。

第三、反应迅速。量化投资通过计算机来完成市场投资机会的判断和交易，在证券市场上，有一些套利机会是稍纵即逝的。利用计算机的量化投资就完全可以通过监视市场的异动来完成套利机会的发

掘，而传统投资依靠基金经理的人脑很难做到这一点。

第四、更为注重风险的把控。相对于传统的主动管理基金，量化基金在量化投资的框架下，可以很好的搭建相关的风险管理体系，控制投资组合的不同收益以及风险之间的平衡。在市场整体不好的时候量化基金投资还可以利用对冲策略来转阿尔法收益为绝对收益，获取长期的稳定的回报，目前市场上已经出现了量化对冲策略基金。

随着2014年量化基金亮眼的业绩使其一时成为投资者关注的焦点，不过，量化基金之间业绩差异也较大。以2014年情况为例，表现最差的主动量化基金出现了0.92%的亏损，也就是说首尾差异达到近64个百分点。那么投资主动管理量化基金应关注哪些方面呢？

第一，通过统计不同环境下量化基金的收益率发现，目前单边上涨市和热点转换的结构性行情是最适合于投资主动管理量化基金的时期。

第二，关注长期收益的稳定性。业绩是验证量化模型是否有效的最好的手段，可以从长期业绩表现、业绩稳定性、业绩回撤等角度筛选。

第三，判断量化基金投资价值的关键，在于构建和修正量化数学模型的基金经理或其背后的投研团队，他们的市场经验丰富与否，以及对市场理解程度的偏差，将直接决定量化投资的成败。对于投资者而言，与其去探讨那自己不容易弄明白的数学模型，不如将重心放在对量化数学模型构建者的研究上。

第四，注意区分量化与伪量化基金。根据量化基金半年报、年报披露的全部持股数量可以看到，量化基金的一个很重要的特征是持股分散、持股数量多、单一个股的占比较低。信息披露后，投资者可以关注持股数量及其分散程度去筛选，简单的甄别其量化投资策略的延续性，剔除伪量化基金。

分级基金上折中的 “第二层次思维”

□银华沪深300指数分级基金经理 周大鹏

2015年第一个交易周，已有3只分级基金触发“上折”。如果把时间轴推移至近一个月，分级基金上折已发生了12次，成为了牛市的“风向标”。有人预测，随着市场的上涨，分级基金将出现“上折潮”。

“上折”更准确的名称叫做向上不定期份额折算，目前，大多数分级产品都在合同中对此有所约定，以上周刚刚完成上折的银华沪深300分级为例，合同约定当母基金份额净值达到1.5元及以上时，进行折算。向上份额折算使得B类份额的杠杆不至于无限下降，保证了杠杆弹性。因此，“上折”使得B类份额的吸引力增加，往往意味着更好的投资机会。

按照经验法则，大部分分级基金上折后B类份额的二级市场表现也证实了以上结论。由于“上折”后，A、B两类子份额净值同时归1元，按照目前市场对A、B两类份额的定价，A类份额的折价率在10%-15%左右，因此，在基础指数不出现大幅波动的情况下，跷跷板的另一头——B类份额在完成折算复牌后可能有1-2个涨停板出现，以平衡A类份额和B类份额的整体折溢价水平。

鉴于以上逻辑，很多投资者会提前“潜伏”于有上折预期的分级基金，有些分级基金在上折后的两个交易日都出现了涨停，可见其不失为一次短期线搏击的好机会。

以上，是“第一层次思维”，如果你能进一步挖掘“第二层次思维”，就会发现隐藏在分级基金上折中更多的投资机会。

“第二层次思维”的概念是霍华德·马克斯在他的《投资最重要的事》一书中所提出的。分级基金上折中的“第二层次思维”存在于A类份额和母基金之中。投资者对于B类复牌涨停的预期会进一步推高B类价格，B类份额的疯狂将导致短期基金整体溢价率的快速升高，这就为套利投资者提供了良机；同时，套利投资者申购母基金以及B类份额折算后获得的母基金份额，最快可以在T+2日后在场内分拆卖出，这使得A类份额价格面临集中抛压，A类份额的价格可能短暂出现的低估也同样带来了短线投资机会。

市场并不是一架润滑完美的机器，而是一个不断变化与适应的生物系统。以上的操作技巧证明了，投资者决策不可避免地影响着市场走势，市场反馈又会反过来作用于投资者的心理和预期。因此，为了取得卓越的成果，必须对价值有深刻的洞察，以不同的视角看待问题。当然，更为重要的是要对风险保持敬畏。

了解分级基金的运作原理，洞察市场情绪对价格走势的影响，掌握过硬的投资技巧，时刻保持对风险的敏感和谨慎，你就能够更好地把握分级基金上折中的投资机会。