

雷俊:善用量化“打靶” 指数增强大有可为

□本报记者 张焕昀



雷俊,毕业于北京大学,工学硕士。曾任职南方基金,先后担任南方大数据100指数基金、南方策略优化股票型基金、南方量化成长股票型基金的基金经理。现任长城基金量化与指数投资部总经理,长城久泰沪深300指数基金、长城中证500指数增强型基金的基金经理。

成长性为主线 盈利增速为核心

目标是追求超越业绩比较基准,那么如何行动呢?

“量化投资策略的关键在于建立具有核心竞争力的模型。”雷俊说,他希望在大的金融学框架内进行因子选择,模型选股的思路需要考虑两个重要的关键点,一是未来的预期,二是当前的估值。

“回顾A股二十多年来的发展历史,不难发现真正的所谓大牛股都是由成长性驱动的。”雷俊认为,即使很多包括金融地产、品牌消费在内的白马蓝筹股,回溯过往历年业绩也可以发现,每年的复合增长都非常惊人。

与此同时,雷俊也指出,当前A股整体的分红水平较国外成熟市场并不算高。以沪深300为例,股息率维持在2-3%的水平。

明确了成长性是A股投资的主线,那么量化模型需要做的,就是深入挖掘企业的增长潜力,紧跟企业基本面的变化。因此,雷俊的量化模型中对于成长性因子十分注重。他的量化模型会紧盯企业的业绩快报、业绩预告、季报以及年报。

“量化的一个优势在于分析与总结规律。”雷俊表示,从A股历史数据统计来看,每一年股价上涨与下跌的幅度,在与企业所有的指标作比较时,“净利润增速”的相关度都是最高的。

那么,是否在全行业的盈利增速统一类比后优中选优,选出增长最快的行业中的企业就万无一失了呢?答案当然也是否定的。

因此,也需要借助多元的指标进行动态的跟踪与调整。雷俊透露,多因子的核心在于从多个角度去看企业的投资价值,一个好的公司在好的买点介入会形成共振,从而带来更大的超额回报。成长性是衡量股票的重要指标,但还有估值、股价动量反转等指标需要综合考虑。

“站在年初时点看,如果一个企业全年可能有超过50%的增长,但股价三个月内就翻了几倍,怎么办?”雷俊反问。在模型尽可能把握未来

的预期之后,对于当前的估值的考量也是雷俊量化策略的关键之一。如果股票价格已经提前反应了市场预期,出现了price in,再去盲目追高建仓,这样的结果也往往得不偿失。

因此,从企业估值角度,雷俊的量化模型会横向比较企业的历史估值水平,再从同行业内企业进行估值水平比较,立体地给予企业一个合理的价格中枢,从而确定是否适合介入,以期有效规避那些已经存在泡沫的股票,转而寻找低估值的机会。

但雷俊也表示,量化模型因子的构建并不仅局限于这一,而是一个综合的结果,例如流动性指标等也会被纳入筛选范围。

雷俊的量化投资理念,让记者感到一种价值投资的投资思路。但这与市场上诸多秉持价值投资的机构又有何区别呢?

“系统化。”雷俊说,量化模型的优势在于可以通过历史模拟回测,得到一个可量化的收益,并发掘其中的优势以及不足。

“甚至可以精确计算到每一天,投资组合在历史上可能会给你带来怎样的收益。”雷俊表示。

采访中,雷俊对于量化组合的“复利”效应比较优势的阐释,也让记者眼前一亮。

一般而言,价值投资者往往选择BUY and HOLD策略,长期持有一家优质企业的股票,但通过量化模型的综合筛选,投资者可以获得复利的回报。

雷俊举例,例如市场上有两个家电企业,在2017年的行情中持有其中一只可能获得回报A,持有另一只可能获得回报B;如果通过量化模型来进行阶段性调仓,在一只股票阶段性高估之后卖出买入另一只,通过不同阶段的调仓操作,扣除摩擦成本后,仍有机会为客户捕捉到高出A和B的超额收益。这样的机会是主动权益基金经理很难做到的,但借助量化的方法则有可能实现。

指数增强大有可为

今年以来,各类被动指数型产品受到投资者追捧,规模屡创新高。对此,雷俊表示,指数化投资被投资者广泛接受,是市场进入成熟的标志之一。在国外类似Vanguard这样的基金公司,也是依靠多元化的指数投资一步步成就了今天的巨头地位,当然这与美国等成熟市场的制度化,以及长期以来积累的成熟度息息相关。

在量化投资领域,指数增强策略是当前颇为主流的一种。而对于国内市场而言,雷俊认为“指数增强策略大有可为”。

雷俊指出,当前主流的宽基指数的编制,其目的并不是为了战胜市场,而是为了表征所对应的市场,其中多以流动性与市值的指标来进行编制,这是其天然属性。

雷俊透露,在他此前的量化模型中,市值因子所占权重一直远低于已知行业平均水平。因为在他看来,企业市值的大小,并不完全对应着企业成长性的高低。而在主流宽基指数中,往往存在权重向头部集中的现象,因此如果通过指数增强策略,适当调整成长性较高企业的权重,客户的投资体验或许会得到一定程度的改善。

雷俊指出,即使是主流宽基指数,也不可避免地存在一些夕阳产业或者面临发展向下拐点的企业。但是由于指数本身的责任是表征市场,如果仅仅是单纯复制指数的策略,按照规定需要

买入全部相应一篮子股票,其中一部分资金也会投入到这些公司的股票中,或许会形成一定的资金低效使用的情况。

同时,主流宽基指数的调整一般一年两次,这其中如果出现了较为极端的情况,例如个别公司出现“黑天鹅”,相应成分股被剔除出指数也需要等待很长时间。

“指数增强策略也能更加切中客户痛点。”雷俊说。

假设一个客户准备投资创业板指数,那么很大程度上是希望把握所谓TMT等高成长的机会。但实际情况是,指数成分股中也存在部分企业已经进入发展成熟期而增长相对放缓,但仍旧占整体权重比较大的情况。如果此时通过指数增强策略,综合研判后降低相应股票仓位,转而加仓某些业绩增长较快的企业,这样,用户的真实需求可能会在一定程度上更充分地得到满足。

11月30日,长城基金公告增聘雷俊担任长城久泰沪深300以及长城中证500指数增强基金经理。谈到选择加盟长城基金,雷俊坦言,是希望通过一段时间的沉淀后,对此前自身量化知识的积累与模型的构建进行总结、反思与进一步完善。

“量化在国内的发展有很大的潜力和空间,要走的路还很长。”雷俊谦逊地说,“我会坚持不断地研究和学习。”

“指哪打哪” 量化的灵活与普适

尽管量化的优势在业内都很认同,但量化产品在国内的发展仍是历经沉浮。

从业绩方面来看,直观的感受是,量化产品在2016年为投资者赚取超额收益之后,在2017年又偃旗息鼓。

“这并不意味着量化本身出了问题。”雷俊告诉记者,投资者之所以对于量化有一定的负面印象,主要原因在于量化这个概念本身被简单地标签化了。在雷俊看来,量化并不是一个单一的概念,而是由无数种因子策略模型构建而来,针对不同的应用场景有着相应具体的解决方案。

“确实很难用一个模型适应所有的市场,但是应该用模型赚该赚的钱。”雷俊表示。显而易见,如果是一个低估值的策略,那么就肯定很难在题材股炒作盛行的市场环境中获得良好回报。

简单地说,所有公募基金在产品设计阶段都会有关业绩比较基准。市场上,业内人士也经常将权益类的产品收益与主流宽基指数进行同期比较,例如相对沪深300有多少收益,相对中证500有多少收益等。

而量化追求的是针对某一业绩比较基准的超越,因此,评价某只量化产品业绩的好坏,应当是从其表现与基准的比较而言,而并非是无差别的统一比较。记者了解到,在美国等成熟市场,这是非常主流的方式。

例如2013年,创业板上涨幅度超过80%,但沪深300下跌7.65%。雷俊举例表示,这时候拿以创业板为基准的量化基金,与以沪深300为基准的价值型策略的收益相比较,显然并不合理,因为两种策略的出发点就不相同。

因此,量化产品需要做的是与业绩基准相比较。即在确定一个基准的同时,通过模型的建立与筛选,借助计算机的优势,追求超出业绩比较基准的超额收益。

雷俊表示:“量化是一个工具,更是一种理念。需要做的是在框架内体现出投资组合的特点,并且争取战胜业绩比较基准。”

“指哪打哪。”雷俊如此形容量化的灵活性以及普适性。

他坦言,优秀的量化投资人不会囿于某一种风格,而是可以根据业绩基准做出相应的模型,来追求超出基准的回报。当然也是因为这种特点,量化投资者一般很难被打上标签。

雷俊同时强调,量化投资者追求的是超越业绩比较基准的相对收益能力,如果在市场上对冲工具比较成熟的情况下,这种相对收益的能力一定程度上也可以转化为绝对收益。

今年以来,以ETF为代表的规模指数基金在国内受到热捧,也让不少人惊呼指数化投资时代来临,有着超过10年量化投资经验的雷俊已经感知到了其中的机遇。11月30日,长城基金一纸公告“让”这位曾获金牛奖的基金经理低调复出,掌管长城中证500指数增强基金和长城久泰沪深300基金。

中国证券报记者为此专访雷俊,探讨量化投资在国内的发展。他告诉记者,量化最显著的特性在于可以通过特定的模型构造,明确投资的目标和方向。通俗地说,就是“指哪打哪”。基于目前的市场,雷俊认为,指数增强策略大有可为。