

西蒙斯最新演讲：量化基金存在规模上限

□好买财富 曾令华

日前，量化投资巨擘文艺复兴科技创始人西蒙斯在MIT发表演讲。由于西蒙斯鲜少露面，此次演讲引发量化投资业界关注。西蒙斯在演讲中回顾了自己走上量化投资道路的心路历程，他强调量化基金需要在规模和业绩间求平衡，竭尽全力招聘最优秀的人才才是量化机构发展的关键。

打败巴菲特的对冲基金大佬

西蒙斯是量化基金的鼻祖。1962年在伯克利加州大学获得博士学位。他曾任教于麻省理工学院、哈佛大学和纽约州立大学石溪分校。陈-西蒙斯形式就是以陈省身和他的名字命名的。1976年，西蒙斯摘得数学界的皇冠——全美维布伦（Veblen）奖，其个人数学事业的成就也就此达到顶峰。之后，西蒙斯转入金融界，5年后创立文艺复兴科技公司，并推出公司旗舰产品——大奖章基金。西蒙斯大奖章基金，运用数学模型在全球各种市场上进行短线交易。1989年到2009年间，他操盘的大奖章基金平均年回报率高达35%，较同期标普500指数年均回报率高20多个百分点，比“金融大鳄”索罗斯和“股神”巴菲特的操盘表现都高出10余个百分点。即便是在次贷危机爆发的2007年，该基金的回报率仍高达85%。

从基本面投资走向量化交易

《解读量化投资》指出，西蒙斯的投资方法属于技术量化型，对应的巴菲特、索洛斯的方法属于基本面判断型，图表法、技术分析法、星象法等则属于技术判断型。1977年，西蒙斯离开纽约州立石溪大学，创立了私人投资基金Limroy。最初他也采用基本面分析的方式，例如通过分析美联储货币政策和利率走向来判断市场价格走势。1988年西蒙斯关闭了Limroy，成立了一只对冲基金，最初主要涉及期货交易。当年该基金盈利8.8%，而1989年则开始亏损。西蒙斯不得不在1989年6月份停止交易。在接下来的6个月中，西蒙斯和普林斯顿大学数学家Henry Larufer重新开发了交易策略，并从基本面分析转向数量分析，西蒙斯转型为“模型先生”。事实上，Limroy的业绩不错，西蒙斯曾说“我们的回报率很高，我们最终把投资者的钱变成了刚开始的12倍。”

为什么会转向量化投资呢？在MIT的演讲中，西蒙斯表示“如果做基本面交易，某一天当你醒来时，你可能会发现自己是个天才，市场总是朝利于你的方向发展，你觉得自己很聪明，你会看见自己一夜之间赚很多钱。然而第二天，所有的头寸可能都朝着不利于你的方向走，你觉得自己像个傻瓜。这太折磨人了。”

规模魔咒

由于业绩优异，大奖章基金受到投资者的追捧，包括公司、公共养老基金、捐赠基金、基金会、保险公司、家族财富以及高净值客户。到1993年基金停止接受新资金。基金5%的管理费已属于同业之最，从2002年开始，西蒙斯又将业绩报酬费由行业普遍的20%提高到36%，随后又进一步提高到44%。同一年，大奖章基金开始退还外界投资者的资金，到2005年年底，基金的投资者只剩下了文艺复兴的员工，西蒙斯占大头。

西蒙斯说，“我意识到我们可以管理中规模的资金，但是无法管理千亿规模的钱；与此同时，我们的基金规模增长很快，这要求我们做出改变。于是，我们只接受员工的投资、拒绝了所有的外部投资者。”

在2005年，大奖章基金完全对外部投资者关闭的时候，文艺复兴推出了一只新基金——文艺复兴机构投资者股票基金；2007年10月，又推出了第二只新基金——文艺复兴机构投资者期货基金。然而，尽管大奖章基金业绩一路高歌，新基金的表现却不尽如人意。

笔者认为，规模、业绩几乎是基金管理不可调和的两端。规模的增长往往快于管理能力的提升。除开量化，国内不少私募的衰退就是从“要”规模开始的。

对冲基金畅销书《富可敌国》中认为文艺复兴的成功原因之一是建立一个对内开放对外封闭的环境，并且知道如何和外部机构协调发展。书中写道“为了执行要求研究人员签署的非竞争性保密协议，人们得将他们工资的四分之一放在大奖章基金，作为一种保释金锁定，直到他们离开后四年”。

人才从来是西蒙斯成功的重要因素。西蒙斯虽然是数学家，但编程并非其强项，艾克斯建立大奖章赖以成功的平台。如今文艺复兴公司职员由3部分组成：电脑及系统专家、研究人员和交易人员。文艺复兴公司200多名员工中将近二分之一都是数学、物理学、统计学等领域顶尖的科学家，其中仅有两位是金融学博士。

市场绝不是一个公式能打败的，如何发现人才，留住人才可能是量化基金持久发展的关键。



视觉中国图片

量化私募关注科创板机会

□本报记者 林荣华

科创板今日迎来首批上市企业。股票波动区间更大、融券制度更灵活等制度利好令部分量化私募开始关注其中的交易机会。不过，业内人士表示，科创板个股的流动性和交易量是否能够支撑量化交易也需要重点关注。

量化交易存空间

在业内人士看来，科创板上市股票波动区间更大、融券制度更灵活等制度改革有利于量化私募“大展拳脚”。

首先是科创板上市股票的波动区间更大。首次公开发行上市的股票，上市后的前5个交易日不设价格涨跌幅限制，此后涨跌幅比例为20%，这一波动区间高于现有A股。一位量化基金经理表示，一般来说，波动幅度越大，策略的机会越多，但对波动率也有要求。“印花税按千分之一计算，手续费一买一卖合计万分之四，如果股价按平均10元来算，由于买卖均有交易磨损，都按一分钱算的话那就是千分之二，合计下来就有千分之三点四。每日股价至少波动一个点以上才能考虑做。”

其次是科创板融券制度的放开，丰富了交易的手法。不同于主板筛选两融标的要满足上市三个月，以及市值、股东人数、波动率等方面的要求，科创板股票上市第一天就成为标的证券。同时，在两融业务的上游环节，即券商融券环节，一方面公募基金、战略投资者等机构可以出借股票，且期限费率更灵活，另一方面，机构出借券源后，券商可以实时借入（主标准要求T+1），供客户融券卖出。

北京某私募研究员表示，在不使用融券交易的情况下，日内回转交易需要在已经有建好的仓位的情况下，当日买入同一只股票（买入数量小于持仓数量），然后当天卖掉股票，相当于完成了一笔做多操作，即先买入，再卖出。也可以先卖出股票，然后再买回来，从而完成一笔做空操作，通过捕捉买卖价差盈利。如果利用融券的话，则无需事先建好仓位，可以先当

日买入，而后高位融券卖出，也可以当日先高位融券卖出，低位再买入，这都能实现当日T+0的效果。当然，科创板没有放开融券T+0，投资者融券卖出后，要从次日一交易日起，才能偿还该笔融券负债，这笔成本也需要考虑在内。

关注成交量

除了关注波动区间和融券制度的利好，流动性和交易量也成为量化私募关注的重点。前述量化基金经理表示，科创板开市初期可能场内投资者较少，部分个股流动性可能出现不足，这意味着规模资金买卖时很容易把自己套进去。这是使用日内回转策略的量化基金最担心的问题之一。

从过往量化中性策略的业绩表现看，成交量的支撑必不可少。据格上研究中心数据，2018年全年，股票中性策略平均斩获-0.38%收益率，但产品表现分化，前四分之一收益高达19.30%，主要由高频策略贡献，但下半年高低频策略之间的业绩差异已有所收窄，原因一方面在于高频领域持续的超额回报吸引了众多参与者，导致该领域出现拥挤，阿尔法收益被摊薄。另一方面，市场热点匮乏、持续性极差，且市场交投意愿不强，个股活跃度偏低，导致高频策略的优势难以施展。

某私募人士也表示，量化交易相比普通的主观交易，持仓股票更多，换手更快，常常需要每天在市场上进行交易。当成交量降低时，市场整体流动性变差，很难以同一价格成交大量订单。此外，如果市场出现2017年类似的“一九”行情时，由于量化交易常常基于一篮子股票，极端分化行情也会制约其业绩表现。

研判后市延续震荡 私募寻求“小确幸”

□本报记者 徐金忠

近期，市场持续震荡，7月22日，资本市场又将迎来科创板开市的重磅动作。对于后期市场走势，多家私募机构认为当前市场仍缺乏全面向上突破的动力，科创板的落地将带来多层次的影响，但对于前期的科创影子股等需要保持谨慎。在未来震荡为主的市场格局下，确定性机会将会是私募机构重点关注的对象，包括回调盘整后的消费股和已经有业绩支撑的科技股。

机构谨慎看后市

近期，市场机构密集对后市发表观点。如海通策略认为，上证综指2440点是牛市反转点，3288点以来的调整属于牛市第一阶段上涨后的回撤，目前进入调整尾声，市场在为第二波上涨蓄势。借鉴历史，牛市第二波上涨需基本面、政策面共振，三季度中后段政策边际更宽松有望明朗化，库存周期显示基本面三季度有望见底。蓄势阶段保持耐心，科技+券商进攻，核心资产为基本配置。

星石投资总经理杨玲日前则表示，复盘A股市场二十几年的走势，每次确定性最强的大行情，都来源于为当时经济提供新动能的产业。例如1990-1993年、1996-2001年的两轮牛市，背景是消费时代开启，轻工出口增长，因此食品、商贸、轻工、家电类股票领涨；2005-2007年则是大基建时代开启，钢铁、基建、地产、机械、有色等股票领涨；2012-2015年的牛市背景是互联网和智能手机普及以及创业板红利，牛股多源于TMT和医药。如今，产业升级大趋势、外部环境倒逼创新以及科创板红利等，正共同驱动中国新一轮科技创新发展周期。

相较于这类长期看好的观点，多位私募机构人士对市场的中短期走势，却是以谨慎为主。“市场缺乏全面上涨的动力，外部环境还有反复的可能，另外近期白马个股爆雷等的情况，也让市场出现迟疑的走势，市场热点分散、主力资金分化，中短期来看，市场将会持续震荡，整数关难以在短期内突破。”上海一家私募机构人士表示。同样，北京一家私募机构权益投资负责人也指出当前市场仍属存量博弈，三季度市场将难见大幅上涨行情。

寻觅“小确幸”

震荡市场中，私募机构重点寻找确定性机会。多家私募机构指出，A股持续震荡的行情中，以业绩为准绳的市场机会将会凸显其价值。广东小禹投资总经理黎仕禹表示，进入到8月份，市场会有很多上市公司，半年报要公布。现阶段的重点，一是观察科创板推出对市场的影响，二是借助中报业绩再进一步筛选，以达到精选优质成长股做价值投资。

同样，有私募机构从业绩角度理解目前市场上的确定性机会。该私募机构称，对于消费个股，需要从业绩角度进行筛选，业绩“爆雷”或是业绩增速不及预期的消费股需要避免，但与此同时，近期短时间快速回调的消费个股，如果在业绩落地后，可以重点关注。基岩资本日前也表示，从目前来看，龙头消费公司有一定的估值溢价比较合理，在上市公司业绩未出现超预期波动的情况下，相关个股股价预计仍然会大概率高位震荡。此外，尽管白马蓝筹已经经历了近三年左右时间的强势，但下半年A股市场的个股风格是否出现切换，仍然需要重点关注业绩因素。

科技股作为A股市场中长期机会之一，私募机构则重点提示需要观察相关个股是否有业绩支撑。“选择科技个股的核心在于技术，但是以目前阶段来看，不妨从业绩角度出发，做偏谨慎的布局，对科技股强调现阶段利润产出，这样的布局看似谨慎但是也更加确定。对于科创板公司影子股等，则应该注意利好落地后的回调，这将会是下周科技板块投资中需要特别注意的一点。”上述私募机构研究人士说。