

联海资产周清:

持续自我进化 适应未来市场

□本报记者 张舒琳



周清,北京大学金融数学硕士。曾任职华夏基金,历任数量投资部投资经理、基金经理。拥有14年宏观及量化投资研究经验。2016年加入联海资产,现任联海资产合伙人兼投资总监,主要从事宏观和量化投资体系搭建。

资本市场即将步入贝塔时代 宏观策略价值凸显

对国内的量化策略而言,之前市场不够成熟,波动率长期处于高位,量化策略获取收益的手段相对丰富,回报也较为丰厚。周清表示,5年以前,统计套利模型还能够轻松获得较高的超额收益,但随着市场不断发展和成熟,套利性机会被不断挤压,量化策略也逐渐从低频向高频转变,机器学习算法崛起,量化竞争已步入白热化阶段,许多过去曾成功的策略在近几年加速失效。

在这一背景下,策略只有加速迭代和自我进化才能适应环境。周清认为,策略进化的核心是提高算法的深度或是提升策略的相对独立性。“海外知名的量化机构文艺复兴,其核心员工中有数位科学家,算法迭代速度非常快,因此能做到领先。”除了算法的提升,独立性也是未来策略生存的必要条件,因此宏观策略在未来会逐渐体现其独立性的优势。

参考海外市场发展的经验,周清判断,中国资本市场即将步入贝塔时代,越来越难以获取阿尔法收益。中国资产管理行业发展至今,无论市场政策、投

资者结构还是交易环境都在快速成熟,市场波动率大幅下降,股票之间的个性差异逐步减弱,以往自下而上的很多策略模式或已失效。

“我们通过风险模型测算发现,10年前,A股市场本身的系统性风险占比是7%,个股个性占比是93%。而到今天,个股的风险占比已降低至75%,系统性风险占据25%,已经非常接近美国市场的成熟度。”周清说,这表明中国资本市场已逐步走向成熟,背后的原因主要有四点:第一,机构投资占比逐步增加,以往散户为主的市场已演变为机构占主导;第二,交易模式逐渐成熟,即便是散户,交易行为也在市场的教育下变得更加成熟;第三,海外长线资金入场,降低市场波动率;第四,衍生品不断发展,更丰富的纠偏工具让资本市场更加理性。

在市场环境变迁的大背景下,单一策略会越来越受制于风格切换的影响,预期收益也在持续下调。而对于环境适应力更强的宏观策略,会在未来逐步体现其穿越周期的价值,将会是国内投资管理行业一个重要的策略发展方向。

A股低估明显 大概率出现估值修复

近期,全球市场震荡加剧,美联储持续表达强硬加息态度、俄乌冲突延续、欧美主要经济体通胀高企等事件持续对全球资产造成冲击。在这样的环境下,A股市场出现震荡下调,并在9月份加速下探。周清认为,全球市场下跌由多重因素构成,包括基本面和情绪面共同主导。

他表示,三季度过后,美联储加息目前已经形成新的一致预期,到年底预计加息125bp,再度超预期的可能性已经不大;另一方面,美联储强硬加息的根源在于通胀高企,但从经济走向来看,快速加息会使美国经济以更高的概率走向衰退,因此从长期来看,这种高强度加息必不可持续。如果预期发生变化,势必在情绪上先行扭转。从恐慌指数来看,当前加息程度并未达到类似2008年金融危机的程度。

国内方面,中国经济基本面的恢复速度是重要的影响变量,从8月份的宏观微观经济指标中看到部分数据的结构性好转,从联海资产的分析模型判断,随着经济周期本身的运动规律,中国经济将逐步进入复苏状态,未来政策的逐步落实也会加快这一进程,经济的底部极值大概率已于今年二季度出现,三四季度经济相对环比转好。随着流动性宽松向信贷传导逐步通畅,2023年

初经济开启趋势性反弹会是大概率事件。政策方面,稳增长政策会持续发力,在不同维度提振宏观经济。而股市会先于经济走势有所反应,从过往的周期判断,市场底部通常先于经济底部二至三个季度。

横向比较来看,周清认为,全球经济低迷的大背景下,A股低估程度最为明显。A股市场目前的估值处于历史最低区域,按照盈利估值拆解来看,当前情绪层面已达历史最低水平,而在流动性宽松的大环境下,预计后续大概率会迎来估值修复。当前股票盈利溢价率也达到历史高位水平,股票投资回报率性价比相对较高。

周清认为,今年最大的投资机会在于全球多个国家之间存在经济周期错位。“从大周期进程看,新兴市场包括中国会率先进入经济复苏周期,而欧洲、美国仍在经历滞涨和衰退期,西方经济体步入复苏的时点一定会晚于中国。欧洲由于输入性通胀严重,PPI高企的困境短期无法化解,复苏时点晚于美国。如此罕见的周期错位,带来了很好的宏观对冲机会。”基于综合宏观视角分析,周清判断,四季度权益资产的投资性价比高于商品和债券,成长风格优于价值风格,下游板块优于上游板块。

宏观策略两种投资模式: 配置和择时

成立于2016年的联海资产,在主流机构布局传统量化策略的同时,就已试水宏观策略,2020年起开始专注于宏观对冲策略,并构建了以宏观策略为核心、量化技术相结合、自上而下和自下而上相结合的投资体系。

在周清看来,宏观策略主要包括两类策略,宏观配置策略是一种平衡的组合策略,通过大类资产的适当组合构造出长期均衡的投资组合,能够更为平稳地穿越周期获取绝对收益;而宏观择时策略是对未来市场变化进行一定预判,捕捉拐点的发生,提前布局。

宏观配置策略是一种长期均衡组合策略,其最大的优势在于能够适应纷繁复杂的各类市场环境,相比单一策略在不同市场环境中的波动性,其适应性显著增强。“例如,量化套利策略对市场风格有明显偏好,适用于高波动、高贝塔、相对不成熟的市场环境;CTA类策略适合趋势性强的市场环境,对趋势突变非常排斥。而宏观配置策略的特点是自上而下将不同资产进行组合,寻求穿越不同环境的组合方式。当在某些市场环境下无法找到合适的单一资产和标的时,可以通

过多元化组合对冲方式创造绝对收益机会。”这意味着,宏观对冲能够更有效地获取长期绝对收益,对短期市场状况敏感性会更低。当市场出现极端情况时,单一策略可能会出现大规模回撤。这时,通过资产对冲的宏观配置策略波动性会更低,相对优势便凸显出来了。

宏观择时策略是宏观策略的另一分支,该策略善于寻找市场可能会发生变化的拐点。宏观策略从上层视角出发,基于对历史事件的回溯来总结规律,依托各类模型指标做出决策,擅长预测未来。“通过宏观模型提前预判,桥水提前布局欧美亚太等市场,并构建全球对冲组合,在今年上半年获取了较好的绝对收益。”他说。

今年以来,联海资产通过宏观择时策略在复杂环境中寻找阶段性机会。“今年大事频发,我们通过事件驱动模型分析,判断市场可能走向。俄乌冲突出现后,作为参考对照,我们回溯了历史上地缘冲突发生后的资产走势规律;美联储今年开启的加息周期,也可以回溯过去三十年历史上美联储的所有加息周期,寻找其中的共性,便于寻找可能的投资机会并作出更为正确的决策。”

“进化是宇宙中最强大的力量,是唯一永恒的东西,进化是生命最大的成就和最大的回报,是一切的驱动力。”桥水资产管理公司创始人瑞·达利欧在《原则》一书中写下的这句话,正是国内量化行业发展的写照。从统计套利到高频量化,再到多元策略,短短十余年,国内量化策略经历了迅猛迭代,行业竞争格局快速演变。而在此期间,国内策略类型也在不断衍生和升级,随着衍生品的不断发展,宏观策略开始崭露头角。

作为国内第一批量化投资从业者,联海资产合伙人、投资总监周清经历了资本市场的持续变迁和升级,投资技术的不断迭代和扩张。他近日在接受中国证券报记者专访时表示,只有不断探索、适应未来的市场,才能在资产管理行业汹涌的浪潮中立身。

相对于全球资本市场,中国市场的宏观策略目前正处于“蓝海”阶段,周清认为,宏观策略具有两种重要特征,包括自上而下平衡配置以及左侧投资捕捉拐点的特征;通过宏观策略对组合的设计,构造出穿越周期生存的特征,独立于未来市场的突变,能够适应未来可能发生的任何场景。