

对市场和风险永存敬畏

传统封基等风再起

□海通金融产品研究中心
倪韵婷

□智诚海威董事长 冷国邦

市场永远是正确的,市场的正确却可以造成那么多人产生永久性亏损。为什么?因为大部分投资者不重视投资的另外一面——风险。面对这种境况,私募机构同样需要风控制度对各种可能性的考虑,而独立的参与投资决策的风险管理人,独立的可执行的交易机制(人或机器)和相应的预留对冲机制就显得格外重要。

市场需要熔断机制

查理·芒格曾说过:投资本来就不简单,认为投资都是易事都是愚蠢的。当大家来到这个市场都想稳稳赚一笔的时候,发生永久性亏损的可能性就很大了。这次股灾是由加杠杆引起的,杠杆的易得性放大了投资者的贪婪,杠杆的清理放大了投资者的恐惧。即使监管部门不清理场外配资,不断累积的杠杆也会让市场越来越脆弱,迟早也会有这么一天。正如海曼·明斯基所言:“每种经济状态都会扶植最终摧毁该状态的力量”。

在这次股灾中,很多人血本无归,受伤最为严重的是利用场外配资的参与者。有的人在下跌途中有跑路的机会,因为死扛,倒在了黎明前;有的人是在半路赌反弹,倒在了后面的杀跌中。市场永远是正确的,市场的正确却可以造成那么多人产生永久性亏损。为什么?因为大部分投资者不知道投资的另外一面——风险。不知道风险发生的可能性,不知道自己可能承担的风险大小,不知道尾部风险的杀伤力,更不知道如何进行风险管理。当市场在高位的时候,大家对风险的容忍已经是普遍现象,当再高市盈率、再高风险的交易都能完成时,就为后面的市场下跌埋下了伏笔。

资本市场是一个高风险的市场,股票投资不是一件容易的事情,风险管理更是个人投资者很少考虑、很难做到的事情。对市场的恐惧会让我们



处于安全的位置。从股灾造成的结果来看,机构和专业投资者的表现明显好于散户和普通投资者,风险控制是主要决定因素。

大家普遍会高估自己感知风险的能力,也往往会高估自己对从未见过的机制的理解能力。这次股灾也不例外,投资者对于这次市场加杠杆带来的群众性癫狂所可能造成的后果明显估计不足,对于做空机制叠加影响所造成的极端尾部风险几乎没有任何认知。当所谓不可能变成现实的时候,监管部门和投资者都显得手忙脚乱。

面对这种境况,公司的风控制度对各种可能性的考虑,独立的参与投资决策的风险管理人,独立的可执行的交易机制(人或机器)和相应的预留对冲机制就显得格外重要。市场现在已经开始考虑熔断机制方案,比如

在一定时间内超过一定的下跌幅度,就禁止做空,尾部风险就不可能那么大。对于我们来讲亦如此,如果净值在某一时间段内下跌超越一定幅度,就启动熔断机制,实际上就可以避免后续的大家曾普遍认为不可能的风险出现时带来的损失。在股票大面积跌停,熔断机制失效时,立即启动对冲机制。面对发生永久性亏损的可能性,我们也在思考提取一定的风险准备金的可能性。

多元化思维风险管理

风险往往意味着可能发生的事件多于确定发生的事件。随着中国资本市场的市场化 and 国际化进程提速,产品越来越多,产品也越来越复杂,盈利模式趋于多元化。这就意味着更多的可能性会出现,这就要求我们

必须依据多元化的手段思考未来的投资,并根据多元化的思维进行风险管理。

我们要让风险评估变成投资决策的一部分,变成日常必备的工作。宏观数据的变化、上市公司的公告和市场的走势等信息都会影响到我们之前判断出现变化的可能性,我们每天都应该对这些变化进行评估。

未来一段时间内我们要思考的风险包括但不限于流动性风险。这次的股灾本质上也是场外配资引起的流动性风险,宏观上要紧密跟踪货币政策和全社会融资成本的变化。集中度风险,随着产品规模越来越大,在进行组合投资时,我们必须考虑单个持仓品种和整个组合的流动性,要经常对各种可能出现的极端情况进行压力测试。估值和基本面风险,市场对于很多公司给出的高估值本身就具有脆弱性,大量的公司并购和公司新业务领域的拓展本身就增加了结果的不确定,这些都需要我们作出多元的评估。新的交易品种推出的风险,对新的交易品种的推出,我们要仔细评估其可能带来的对市场的冲击,尤其评估其相关性很强的资产带来的影响。

股灾之后,很多人对中国资本市场的未来前景产生了疑问,我们应该看到,紧信用、松货币、宽财政的政策环境没有变,资本市场市场化 and 国际化的方向没有变,居民资产证券化的趋势没有变。这些都是支撑中国资本市场长期向好的因素。我们相信,未来的中国资本市场会越来越有效,一定会成为市场化提高资源配置效率的市场,成为大家分享中国经济健康持续成长的市场。这次股灾对市场的长期影响意义深远,如果我们采取麻木或者回避的态度就意味着将来会犯同样的错误。我们希望投资者更加理性,更加关注风险管理,当大家都这样做的时候,这个市场才会越来越健康。让我们大家一起迈步向前,审慎前行。

6月下旬开始,A股市场经历了一轮洗涤。指数的大幅下跌衍生品种的快速萎缩,市场的成交量也开始迅速萎靡,与此同时,低风险的货币基金规模迅速壮大,尤其是场内货币基金的规模数量级的爆发,种种迹象都在表明资本市场的信心不足。那么站在当前,是否除了低风险货币基金,就没有其他更好的选择了呢?

事实上,由于此前资本市场的元气大伤,短期可能仍会有大幅震荡,但从长期来看,不需要太过悲观,从历史上看,任何一轮牛市行情都需要经过三个步骤,首先是无风险利率下降,价值投资者入场;随后风险偏好上升,高净值投资者入场;最后盈利(预期)改善,中小投资者入场。站在当前来看,市场之前大幅的回调使得价值股息率超固收,显示市场已经进入人第一步,中小创超跌规律已有所体现。进入第二步需要汇率稳定、积极财政对冲通缩、改革创新加速,目前财政政策仍处于积极态势,货币宽松也延续,具备往第二步迈进的条件。加上目前多项政策的维稳,我们觉得中期不需要悲观,当然由于市场底都是后验的,当前市场仍未见起色,对于希望逐步开始加高权益仓或者是有权益底仓配置需求的投资者而言,目前的传统封基是左侧投资的不错选择。

传统封基指的是基金成立后,不再打开申购,封闭期到后方可在一二级市场退出的基金,传统封基也是我国最早的一批公募基金代表产品。由于封闭期往往长达10多年,为了提供流动性,传统封基选择上市交易,但是只能在二级市场买卖无法申赎,仍存在一定流动性问题,这使得传统封基二级市场长期折价,这一现象被称为“传统封基折价之谜”。不过由于到期后产品可以净值赎回,因而二级市场的折价相当于提供了投资者一个下跌安全垫。2013年与2014年是传统封基的到期大潮,当时传统封基引起了极高的关注度,但随着到期大潮的结束,市场上的传统封基仅存6只,关注度下降,导致其二级市场折价扩大。截至2015年9月18日,市场上尚存续的6只传统封基的年化折价回归收益全部超过6.8%,(即在净值不涨不跌的情况下,到期后可获得的收益是6.8%/年),处于历史高位,值得关注。

相关数据显示,剩余的6只传统封基将陆续在未来1-2年到。相比之下,目前基金通折价年化回归收益最高,达到9.52%,提供了较高的安全垫,其余传统封基同样安全垫颇具吸引力。在封基即将退出历史舞台的最后阶段,对于折价回归收益颇具吸引力的传统封基,请且行且珍惜。不过需要提醒的是,由于传统封闭式基金多是采用主动管理模式,在目前结构市行情中基金经理的主动管理能力尤为重要,因而投资者应当选择主动管理能力强且折价相对较高的产品进行配置。

大数据投资渐行渐近

□博时中证淘金大数据100基金经理 桂柱辉

大数据指数是金融结合互联网技术、特别是大数据技术设计的金融产品,是金融与互联网融合的重要形式。与此前金融跨界互联网的尝试相比,将大数据技术引入金融投资,实现“互联网的金融化”,是一种跨越式进步。

与传统投资方式相比,大数据指数的优势一方面在于能够更加及时、更加全面的获取市场信息,并能够将信息拓展至传统金融无法触及的领域。另一方面在于可以运用先进的数据处理技术,挖掘海量信息中包含的投资价值。因此,大数据技术的使用,将金融服务、金融投资的广度和深度提高到了一个层次。

大数据投资的有效性 with 领先性

对投资者来说,大数据指数还是新鲜概念。大数据指数引入各种非传统、非结构化、海量的信息来预测股市,如搜房网天下的房地产数据、银联的消费数据、雪球的社交金融数据等。

一旦确定该大数据信息对股市有提前的预判(无论是行业、风格、择时或者直接对上市公司等的收

益有预测性),就可以通过一定的规则,选择其看好的标的作为指数的候选成分股。最后,从可投资性、换手率、风险控制等角度考虑,同时结合基金公司自身的量化投资方面构建的包括基本面因子等在内量化因子体系,综合筛选确定每期的指数成分股。

在有效性方面,大数据指数在较为长期的历史数据基础上,采用科学严格的回溯方法,建立大数据量化模型,对大数据因子对于股市的预测性作用进行深入的研究,明确其显著的有效性。

在领先性方面,因为大数据因子本身是可以每日或每月汇总的,其反应的信息是非常及时的。从换手率方面的考虑,大数据指数通常设置为月度调仓,这也远高于通常的公司财报发布的频率。所以大数据因子对于股市可能会有3到6个月的领先性。

Smart beta 策略指数与“大数据因子”

近年来,随着金融研究的逐步发展,以非市值加权及因子投资为核心的Smart Beta策略在欧美市场逐渐兴起,并在被动投资领域得到广泛应用。根据晨星公司数据,Smart Beta 类ETF的全球资产管理规模快速增



加,总额已高达3800亿美元。其中比较有代表性的Smart beta ETF包括:标准普尔500等权ETF、标准普尔500低波动率ETF、Schwab美国基本面指数ETF等。

在Smart Beta兴起之初,中证指数公司就已经着手研发Smart Beta类的投资策略,陆续发布了基本面指数、低波动指数及动量指数等指数,并获得了市场应用。去年以来,博时基金基于因子投资的理念,与多家基金公司合作推出了共14条覆盖大数

据因子的Smart beta类指数。与传统指数相比,大数据指数的主要差别体现在以“大数据因子”为核心进行规则的确定。希望利用大数据多维度、及时性的特征,更灵敏地捕捉市场机会。例如房天下大数据指数,在指数设计时,采用了包括销售情况(如销售金额、面积),土地储备情况(如拿地面积,拿地价格),去化情况(如销供比)等大数据构建而成的因子,能够更全面地反映房地产企业的盈利预期。

博时基金将“大数据+”作为公司的核心战略进行布局,正全力打造业内规模最大、覆盖面最全的多领域大数据平台,并在基金行业率先推出了大数据品牌——“智慧家”。“智慧家”含义是“智慧的大数据指数专家”。截至2015年9月,“智慧家”品牌旗下目前共有4只大数据指数,是目前国内产品数量最多的大数据指数品牌。淘金100大数据指数偏线上消费数据,银智100聚焦线下消费数据,雪球智选100是社交大数据金融,搜房网房天下则聚焦房地产行业,后续还将与多个不同领域和行业的龙头企业合作,推出更多的大数据指数,将“智慧家”打造成为业内最大的大数据指数平台,以丰富的大数据产品线满足投资者多样化的投资需求。