

农银汇理基金刘莎莎:

# 实现“固收”与“+”的融会贯通

□本报记者 徐金忠 见习记者 王鹤静

多年管理“固收+”产品的经验,让农银汇理固收部副总经理、农银瑞泽添利债券拟任基金经理刘莎莎,更加看重组合中固收资产和权益资产的相互配合与融会贯通。刘莎莎在接受中国证券报记者采访时表示,“固收+”产品的投资管理目标,应该是在波动的市场中,力争为投资者获取长期可持续的投资回报。

回顾此前的债市调整,刘莎莎认为更多是机构投资者预期变化带来的市场反应。研判后市,她认为债市或迎来一波布局机会。

## 控制组合整体波动

在2018年资管新规出台后,刘莎莎研究了新规对资本市场的影响以及银行理财对基金的影响,发现“固收+”产品或许会成为未来稳健投资者选择的主流方向。

她认为,传统银行端保本保收益的产品逐渐退出,无风险收益率逐步下行,投资者不断适应与自己风险偏好相对应的收益条件,这为基金产品带来很大的发展机遇。

“‘固收+’产品波动不会有权益类产品那么大,又能够通过部分权益增厚收益,相较于纯债产品在流动性处理上也具有优势。‘固收+’较少采用信用下沉策略,更多是利用久期策略、杠杆策略去获取收益,增加产品的弹性则可以通过配置股票的方式来实现。”刘莎莎表示。

在刘莎莎看来,目前市场对于“固收+”的定位和认知还处于发展过程中。“在全市场资金的热情追捧下,去年‘固收+’产品的发行规模很大,但部分产品在持仓结构上更偏股性。如果基金经理为了追求产品的更大弹性而过高地提高股票仓位,相应的债券仓位会被压缩,即使部分个股能够赚取阿尔法收益,市场

下行幅度较大时,也有可能击穿固收资产对权益资产的保护,导致投资者的持有体验不佳。”她表示。

刘莎莎奉行经典的“固收+”策略,并且将风险控制摆在投资管理的关键位置。从2014年开始管理公募产品,到2019年转战专户产品,刘莎莎经历了资本市场完整的市场周期。“过去公募类产品主要追求相对收益,我也体会过追寻市场热度的纠结心情,而管理专户需要在相对收益基础上强调对绝对收益的把控,这让我重新从控制回撤的角度来修正投资决策,并去思考出现极端回撤情况的应对之法。”刘莎莎表示。

刘莎莎介绍,自己的“固收+”管理框架主要有两个方面,一是自上而下对大类资产的配置形成判断,包括对“固收”部分的信用债、利率债以及“+”部分的可转债和个股的仓位选择;二是自下而上结合对市场流动性、市场风格的判断选择行业和个股配置思路。在极端行情下,刘莎莎希望能够通过多种资产性价比及确定性的综合判断,通过多资产之间的此消彼长,控制组合的整体波动,同时加强对产品结构的纪律性把控。

农银瑞泽添利债券采取双基金经理模式,



由刘莎莎与钱大千共同管理,不做简单的“1+1”叠加。刘莎莎认为,无论采取哪类管理方式,拉长年限来看,如果既要控制波动又要长期获得超额收益,两类资产的配置需要

融会贯通。她认为,股市场互相影响,在组合配置上更需要考量两类资产的供需情况,并结合财政政策、货币政策的边际变化进行调整和配合。

## 债市迎来布局机会

在刘莎莎看来,今年以来最大的政策边际变化,一是保交楼相关政策陆续出台。二是防疫政策的优化。

“强有力的政策可以有效解决地产行业相关问题,同时缓解市场对行业的悲观预期,通过稳定需求和实现资金融通,无论是投资需求、消费需求还是融资需求都会出现边际上的改善。”刘莎莎表示。

复盘此前的债市回调,刘莎莎认为,这一波回撤更多是机构投资者对政策预期出现变化导致市场波动,但调整后的短期债券的持有收益已经明显提高。在她看来,明年当银行的信贷需求开始释放的时候,债市将迎来一波配置机会,这也是拉长久期、配置更高收益资产的窗口。

“当前,国内顺周期政策例如支持房地产、防疫政策变化等方向预期比较明确,顺周期内的价值股将持续有较好表现。前期由于地产等行业的悲观预期,相关产业链受到影响,未来随着政策持续改善,相关行业的权益投资也会面临一定机会。明年一季度和二季度,随着上市公司业绩的公布,市场会找到更为确定的方向。”刘莎莎表示。

对于权益资产配置,刘莎莎认为,结合当前市场环境及政策预期,目前更加看好价值组合,主要包括大金融、地产产业链及部分低估的消费类个股。与此同时,成长行业的业绩悲观预期已经相对充分反应,未来将密切关注基本面的边际变化,择机布局。

## 广发言 | 以时间的名义

# 广发基金赵杰:在分散化投资中寻求胜率

提到量化投资,可能很多人想到的是挥斥方遒的奥赛少年,以及艰深的模型和海量的数据,莫不给人曲高和寡的感觉。实际上,大道至简,投资也不例外,复杂的“术”背后,量化投资追求的是稳健,是胜率,是积跬步而至千里。

量化投资的思想源远流长,古人的行为中早已蕴含量化交易的艺术。关于量化交易,最早的记录可以追溯到公元前624—547年,亚里士多德(Aristotle)在其《政治学》一书中记载:“冬天时Thales(泰勒斯)凭着他对星星运行规律的总结,推测出来年橄榄会大丰收。因此他先以低廉的价格租用希腊和米利都的所有橄榄榨油机,等到收获的时候再将收集的榨油机出让。Thales因此有了轻松致富的途径。”

那么,在如今的投资实践中,是否也能总结出类似于“星星运行”的规律,来帮助投资者达成“战胜市场,获得稳定超额收益”的愿望呢?我认为,答案是肯定的,而这也就是量化投资的优势所在:即在纷繁的数据中总结出规律,从而帮助投资者力求获取稳定、可持续的超额收益。

从业以来,我一直在量化多因子模型迭代、风控管理等方面不断精进,努力把自己的产品打造成投资者愿意中长期持有的“底仓”品种。当投资者想要获得A股的Beta,又希望能有稳健的收益增厚时,不论市场处于什么样的状态,都能将我所管理的产品作为选择之一。

## 量化投资:在纷繁数据中总结规律

自2008年毕业以来,我从量化这一行已有十余年时间。期间A股时而波诡云谲,时而柳暗花明。而大洋彼岸,美股已历经百年沧桑,曾经见证了财富爆发式增长的奇迹,也听闻了不少市值瞬间缩水的声声叹息。究竟是什么驱动了股价上涨?投资者在二级市场买股票,到底赚的是多少钱?

在海量的大数据中,我们不断地抽丝剥茧,寻求能够稳定获取超额收益的奥秘。我们构造了覆盖估值、成长、盈利质量、预期、技术等多个大类选股因子,他们就像“星星运行”的规律,帮我们预测股市的涨跌。而对这些因子合理的动态暴露,则有望帮助投资者“积跬步而至千里”,希望能获取稳定的超额收益。

除了追求收益,我们也很重视风险控制。投资若脱离了风险控制,就如同野马脱了缰、风筝断了线。举个简单的例子:过去3个月,投资者A每月实现的收益率分别是40%、40%、-20%,那么其复合月度收益率是多少呢?统计的数据结果让人吃惊:16.7%。这是因为,出现一次-20%的回撤,大幅拉低了前两个月+40%的收益。所以,我们经常听到类似于“风险就是收益”“风险是投资的



广发基金量化投资部总经理助理 赵杰

基本盘”等说法,就是这道理。

而控制风险的一个重要方法,是分散投资。公募基金采用组合管理方式,对于行业配置比例、个股持仓权重、市值偏离等都有严格的限制,也就是说,持仓通常不会集中配置在某一行,不会在某个因子上过度暴露。如果组合押注某个单一行业,一旦这个行业因基本面或者其他因素出现大幅下跌时,基金净值就会受到较大影响,甚至在短期内出现大幅回撤,在未来很长一段时间都难以修复。近几年,A股结构分化加剧,押注单一行业既有可能遭遇股价的大起大落,也有可能面临长期“踏空热点”的窘境。

当然,规避风险的策略多样,本质上可以归结为“不要把鸡蛋放在一个篮子里”。这里的“一个篮子”可能表现为“某一个行业、某一个赛道、某一个主题概念”等等。与此相对应的是,量化投资的特点之一是分散化投资。从组合构建的角度看,分散化投资是市场中为数不多的“免费午餐”,也是实现“积跬步而至千里”的重要投资策略。

## 指数增强:兼顾基准Beta与超额收益

量化的策略多种多样,我主要专注于指数增强赛道,通过量化手段提升组合管理能力。具体到投资目标上,我

希望在控制好跟踪误差和最大回撤的基础上,追求中长期稳定的超额收益。换言之,我的目标并不仅仅是追求超额收益,而是追求风险收益比最大化。

指数增强,顾名思义,是指在把握基准Beta的基础上,追求稳定的超额收益。策略的核心在于“稳定的超额收益”。其中,“稳定”体现在策略能很好地跟住基准的走势,呈现“与涨共涨、与跌共跌”的特点;“超额收益”则体现在策略最终获得比基准更高一点的收益,但并非追逐脱离基准的高收益。

根据跟踪基准的不同,指数增强可以分为宽基指数增强(如沪深300、中证500等)、赛道指数增强(如军工增强、医药增强等)。其中,沪深300和中证500指数增强是最重要的两种产品形态,截至今年11月17日,以沪深300和中证500指数为基准的增强基金规模占主动量化产品规模的比例分别为21.2%、19.9%。

指数增强基金为何会受到投资者的青睐?从某种意义上来说,指数增强最大的特点是在享受基准Beta的同时,力求在长周期内实现稳定的超额收益,以提升持有体验感。如果投资者看好沪深300指数的长期发展,可能会选择沪深300指数增强产品。以2017年为例,该年A股市场出现极致的大盘蓝筹行情,沪深300指数收益高达21.78%,表现远优于其他宽基,同期二十多只沪深300增强产品平均收益达23.91%。

那么,指数增强策略如何实现稳定的超额收益呢?我管理的指数增强基金主要是采用量化多因子模型,选取长期有效的Alpha因子,在胜率相对较高的地方做适当暴露,通过选股来获取超额收益。而在量化不擅长、难以获得稳健收益的地方则做好风险控制。

具体来说,模型利用不同层次的数据构建因子,确保因子的相关性较低,将逻辑相似的因子归为同一类。模型可选择的大类因子,既包括基本面因子如估值、成长、盈利、分析师预期等,又包括交易面因子如动量、波动、流动性等。

另外,我对中低频的因子更为关注,希望模型具有宏观上的意义和经济逻辑。在构建量化模型时,我始终坚持三个原则:第一是分散原则。通过量化方法从股票相关的数据中提炼出多个选股因子,并构建出一个大的量化因子池。第二是注重逻辑和金融学,尽量少用纯粹数据挖掘得到的因子。第三是找到低相关性的因子,以达到配置效果稳定的目的。

在投资过程中,基金经理一般不会对量化模型做过多的干涉,模型本身是基于中长期数据构建的,除非出现大的回撤或历史出现大幅偏离,否则不会主动背离策略。因此,量化策略的纪律性强,希望能够较好地控制跟

踪误差和回撤,对于机构投资者以及有资产配置意愿的投资者来说,其投资价值 and 底仓配置价值值得关注。

## 拥抱时代Beta:关注核心资产

时代在进步,市场在变化,量化投资发展至今,也经历了无数次的蜕变,结合市场环境以及自身的投资实践,我的量化多因子选股模型也经历了数次更迭和升级。

总体而言,量化多因子模型的迭代进化,主要体现在两大方向:选股因子的改造和补充、选股因子的加权方式。因子构建方面,既对基本面细分因子进行精细化的改造或重构,又包括高频因子、ESG因子等另类因子的引入。因子加权方面,在传统动量加权的基础上,探索从宏观、中观及量化等多角度对未来因子走势进行判断和赋权。

在夯实多因子模型的基础上,我也致力于积极探索基本面量化领域,研究范式从量化的“历史归纳”逐步融入基本面的“逻辑推演”,兼顾研究的广度和深度,提高投资的前瞻预判能力。

从某种意义上讲,指数增强是量化从业者最适合发挥自身特长的一款产品形态。随着我国投资者的逐步成熟,无效的短期噪音会越来越来,这种产品形态有望迎来更好的发展。而无论何种增强,其本质都是要把握好中国经济发展的时代Beta。作为二级市场的投资人,我坚定看好中国经济的高质量发展,看好引领时代发展的核心资产。对投资人来说,拥抱时代的Beta,是一件幸运的事情。

回顾今年的A股市场,各种不确定性因素增加,波动相比往年加大,但是悲观的理由在减少,乐观的因素在增多。随着各项稳增长政策的陆续推出,国内经济有望恢复较快增长,A股的企业盈利预期也会逐步清晰和乐观。从估值水平来看,当前市场估值均处于近五年较低的分位。因此,结合企业盈利和估值水平来看,A股有望在中长期迎来较好的投资机会。

站在当下,我仍会从量化多因子模型出发,均衡配置多个长期有效的选股因子,选出从多维度考察均表现优秀的公司,力求实现稳定的超额收益。

**基金经理简介:**赵杰,14年从业经历,超4年公募基金管理经验。现任广发基金量化投资部总经理助理,管理广发沪深300指数增强、广发中证500指数增强。

(风险提示:文章涉及的观点和判断仅代表投资经理个人的看法。本文仅用于沟通交流之目的,不构成任何投资建议。投资有风险,入市须谨慎。)