

# 债牛急刹车 债基“很受伤”

## 机构预判短期市场调整幅度有限

□本报记者 魏昭宇

近日,一路“高歌猛进”的债市遭遇了“急刹车”。4月24日,前期持续走高的债市急转直下,国债期货全线大跌,其中30年期国债期货主力合约收盘大跌1.17%,创出年内第二大单日跌幅。4月25日与4月26日,30年期国债期货主力合约继续走低。

债市的突然“转头”使得不少债券型基金回撤明显。Choice数据显示,在4月24日到4月26日这三日之间,全市场已经有超过750只债基(不同份额分开计算,)跌幅超过0.3%,甚至有26只债基跌幅已经超过1%。

### 部分中长债基金跌幅明显

4月24日,现券收益率大幅走高,国债期货全线重挫,其中30年期国债期货主力合约大跌1.17%。4月25日,国债期货收盘,30年期国债期货主力合约跌0.35%。4月26日,国债期货继续走低,截至当日收盘,30年期国债期货主力合约跌0.46%,10年期国债期货主力合约跌0.26%,5年期国债期货主力合约跌0.22%,2年期国债期货主力合约跌0.12%。

“债牛”的突然转向使得债基市场持续动荡,尤其是不少中长债基金跌幅明显。Choice数据显示,4月24日,全市场超6000只债券型基金中,超4000只债基单日净值出现回撤。其中,超1600只债基回撤幅度超过0.1%。鹏扬中债-30年期国债ETF、博时上证30年期国债ETF两只债券型ETF跌幅超过1%。

与前一日期相比,4月25日的债基市场稍显平稳,但仍有不少债基跌幅明显。Choice数据显示,4月25日,超2000只债基单日净值出现回撤,甚至有多只债基跌幅超过0.3%。到4月26日,债基市场又

现“波澜”。Choice数据显示,仅1300余只债基当日净值出现增长,不到总数的三分之一。

### 市场情绪出现波动

“本次调整原因或在于人民银行和财政部4月23日的表态。4月23日早盘受财政部及人民银行增加二级买债工具利好影响,债市涨势喜人。受人民银行或继续提示长债风险的影响,24日盘面有所回调。”兴华安裕利率债基金经理李静文分析,“此前,人民银行也在一些场合提到几次长债利率,回顾来看,人民银行提及长债利率时基本都引发了市场波动,本次回调依旧是此前的逻辑。”

近日,人民银行有关部门负责人在接受采访时表示,当前长期国债收益率持续下滑的底层逻辑是市场上“安全资产”的缺失。随着未来超长期特别国债的发行,“资产荒”的情况会有缓解,长期国债收益率也将出现回升。此外,四月初,人民银行在一季度货币政策委员会例会新闻稿中表示:“在经济回升过程中,也要关注长期收益率的变化。”

华福证券固收首席分析师徐亮表示,从市场表现来看,央行的表态对市场情绪影响较大,体现为4月24日债市出现大幅调整。

圆信永丰基金固收投资部总监许燕分析,4月理财规模新增幅度较高,因为存款收益率多次下调之后,老百姓更青睐于收益率略高的理财产品,此外“手工补息”被叫停,理财缺失了一个收益稳定的高息资产领域,增加了对债市的配置需求。债市供给弱于往年,有效信用资产不足,导致债市近期涨幅较大,尤其是信用债收益率大幅下行,信用债利差压缩。人民银行近期的表态成为了部分债市投资机构止盈的契机,4月24日当天债市调整幅度较大,主要也是对前期市场上涨过快的

一次修整和消化。

### 债牛核心因素仍在

此次调整何时会结束?在多位业内人士看来,短期调整可能性更大。许燕表示,短期看,流动性仍然较为充裕,地方政府专项债和特别国债的发行节奏尚待加快,资产荒难以快速缓解,因此市场调整幅度短期内可能较为有限,6-7月债券供给上量之后,供需错配的情况会有所改善,这期间市场震荡可能加剧,尤其是超长期债券的波动幅度,但欠配压力仍在,债券投资者仍未离场,会对债市需求形成有力的支撑,债市投资者需要在不同的品种和期限里寻求平衡。

“预计调整不会延续很长时间,当前基本面和政策面将继续推动债券利率走低。利差压缩体现出市场高收益资产缺乏,大量欠配的机构和个人投资者嗷嗷待哺。投资者的行为也反映未来债市牛市并未结束。”李静文表示,“现在30年和10年期国债收益率的利差被压缩,其实离历史利差极值还有空间,预示未来继续被压缩仍有可能。”

“人民银行近期的表态对超长期利率的调整更多地体现为短期影响,但如果后续有进一步的配套措施,那么可能使得长端利率继续偏弱。”徐亮表示:“从整体利率定价维度来看,当前短端利率明显偏低,但市场资金买入意愿强烈,资金面也可能继续持稳,因此预计短端利率短时间可能会保持低位震荡态势。”

也有机构人士表示,尽管目前来看,“资产荒”的整体逻辑未变,但随着近期经济数据稳步回升等利好因素的出现,债市中长期看多的逻辑或受到冲击。未来需要进一步关注政策信号,包括特别国债发行落地阶段人民银行采取的流动性对冲措施力度。

## 北信瑞丰程敏:

# 主动和量化投资可以相互学习结合

□本报记者 刘伟杰

近年来,公募量化投资发展迅速。其相对主动类投资在纪律性、广度优势和交易层面具有优势,而在风控管理、研究等方面则强于私募量化。

量化投资作为不少投资者心目中“黑科技”般的存在,许多人很好奇量化投资的底层逻辑具体是什么,到底靠什么赚钱?随着量化投资逐渐走红,部分公募基金公司的量化投研部门也在积极探索差异化发展。围绕投资者关心的问题,中国证券报记者近期采访了北信瑞丰权益投资部副总经理、基金经理程敏。

### 量化模型并非越复杂越好

谈及为何踏上量化投资之旅,程敏坦言:“2007年A股迎来了一轮波澜壮阔的行情,身边的很多亲友都成了投资者,作为学生的自己也不例外地体验了一把,随着市场在短期内迅速拉升,人性的弱点被越放越大,很快市场出现巨大的波动,让我感受到普通投资者在追涨杀跌中进行的一些操作毫无理性,最终很多人未能保卫住胜利的果实。”

“作为一名数学专业的学生,那时我选择了用自己的数理统计基础以及建模能力,尝试着去克服人性的弱点,通过一些简单的指标构建选股和择时模型,来规范自己的投资行为,整体来看,获得了相对可观的回报。”这直接影响了程敏的职业生涯,从硕士毕业后就选择了做量化投资,至今已历时14年。

“事实上,量化投资并不神秘,它只不过将市场上的各种信息进行加工处理,最后把观点客观地进行输出。”程敏说,量化模型并不是越复杂越好,所谓“大道至简”,将最直接的因子通过合理的方式进行组合,最终形成模型策略,往往是最有效的。

### 量化投资靠什么赚钱

从字面上来理解,量化投资就是“借助计算机模型并应用数量化的方法进行投资决策”。程敏

认为,量化投资其实是一个很宽泛的范畴,包括量化择时、CTA(管理期货)以及量化选股等。

具体到量化选股,程敏表示,其是基于对海量的金融数据进行分析,包括价量类、基本面等维度的公开数据等,进而提取有效信息,组建策略模型,由模型运算的客观结果对全市场个股进行收益预测,选取模型预期收益相对较高的一篮子股票,进行分散化投资决策的过程。

量化投资的底层逻辑具体是什么?程敏解释:“其是将股票的定价分解成对于因子的合理定价,当对因子收益率有了预测,那么对股票的未来收益率也就有了预判,这就是多因子模型的理论,也解释了量化的角度下股票收益的来源,也就是说量化投资收益的产生来自于模型对于因子的配置。”

程敏进一步称,因子就是衡量股票某方面特征的一个变量,类似于人的身高、体重、学历、专业技能等,而股票也有PE、ROE这些为投资者所熟知的指标,这些都属于因子的范畴。

在程敏看来,假设其他指标一样,低估值股票未来的涨幅理应收比高估值股票的多,那这部分收益就来自于低估值因子;同理,高成长性的公司未来涨幅理应收比低成长性公司的多,那这部分收益就来自于成长性因子。

“简而言之,传统投资靠发掘股票的错误定价赚钱,而量化投资则靠发掘因子的定价赚钱。”程敏一针见血地说,这些因子包含且不限于价值、质量、盈利、成长、市场预期等一系列元素,而人工智能(AI)策略收益更多来自于价量,因为同一截面下,股票基本面数据相对有限,而价量数据尤其是高频数据就有很多,导致AI模型更多选择价量因子。

程敏认为,无论是AI或者量化,本质上都属于人类智慧的延伸,也就是先从普遍现象中归纳出一般规律,然后再根据一般规律对个别现象进行演绎推理,而量化采用更多的是胜率思维。

### 公募量化侧重基本面因子

根据投资策略的不同,公募量化基金产品大

致可以分为三类:一是主动量化基金,通过量化模型选取具有潜在增长或价值的股票构建投资组合;二是指数增强量化基金,常见的包括宽基指数和行业指数;三是量化对冲基金,通过量化模型构建股票多头组合,并利用股指期货、期权等金融衍生工具对冲市场风险。

对于公募量化和私募量化之间的差异,程敏表示,因为监管制度、交易成本、交易机制等的限制,公募产品的灵活度低于私募,在高频交易上很难与私募同台竞技,但新“国九条”发布之后,私募量化在这方面优势会大大削弱。策略方面,公募量化由于较为低频,其更加侧重基本面因子,而私募量化则更多使用量价因子库和深度学习策略。

如何将价值主动投资理念和量化投资相结合?程敏认为,主观和量化各有所长,主观投资的优势在于深度方面,而量化投资的优势在于速度和广度。量化投资是由计算机进行投资决策,可以在很短的时间里,比如对于全市场5000多只股票都做做一个分析决策,在速度上具有优势;在广度上,量化投资对于一些浅层次逻辑,具有感知优势。

“更重要的是,主动投资和量化投资可以相互学习和结合。一方面可以站在量化视角,将主观逻辑拆解成量化语言,同时借鉴主观团队的思路和逻辑,去调整相关基本面因子的迭代方向。”程敏进一步表示,另一方面便是基本面量化,在传统的底层风险管理和量化因子模型的基础之上,结合景气细分行业的配置以及行业或产业系统化的主动投研逻辑,从而把框架升级为基本面系统化投资。

随着产品规模的不断扩大,又该如何相应调整操作风格?程敏称,随着规模的增大,需要对投资组合的市值敞口进行控制,需要控制小市值股票的数量转而多配置中大市值股票,以降低定期调仓时候带来的冲击成本;另外就是进行多策略配置,选择不同风格的策略同时进行配置,增加持仓数量的同时,降低持仓之间的相关性,以应对市场不同风格的波动。

## 品牌工程指数 上周上涨3.14%

□本报记者 王宇露

上周市场上涨,中证新华中华民族品牌工程指数(简称“品牌工程指数”)上涨3.14%,报1569.61点。从成分股的表现看,泰格医药、通策医疗、上海家化等表现强势;贵州茅台、五粮液、宁德时代等获北向资金净买入。展望后市,机构认为,随着财报披露阶段接近尾声、国内政策积极推进,股市风险偏好或逐步回升,优质成长类资产或出现溢价。

### 多只成分股表现强势

上周市场上涨,上证指数上涨0.76%,深证成指上涨1.99%,创业板指上涨3.86%,沪深300指数上涨1.20%,品牌工程指数上涨3.14%,报1569.61点。

上周品牌工程指数多只成分股表现强势。具体来看,泰格医药上涨16.24%,名列涨幅榜首位;通策医疗上涨13.82%,居次席;上海家化、金山办公、中炬高新涨逾12%;信立泰和恒瑞医药分别上涨11.13%和9.43%;广联达、中际旭创涨逾8%;欧派家居、王府井、我武生物涨逾7%。2024年以来,海信家电已上涨81.37%,中际旭创上涨63.72%,石头科技、东阿阿胶和海尔智家涨逾30%,北方华创、美的集团、新宝股份、格力电器等涨逾20%。

上周北向资金净流入257.96亿元,同期品牌工程指数多只成分股获北向资金净买入。Wind数据显示,上周北向资金净买入贵州茅台17.49亿元,净买入五粮液、宁德时代均超10亿元,净买入迈瑞医疗8.61亿元,净买入海尔智家和恒瑞医药分别达5.82亿元和4.16亿元,净买入京东方A、中际旭创、东方财富均超3亿元,亿纬锂能、韦尔股份、海天味业也获净买入超过2亿元。

### 风险偏好或逐步回升

4月股市整体表现震荡,星石投资分析,在主线相对不明显的背景下,行情受企业业绩影响较大,市场出现相对充分的结构性调整。展望后市,在新“国九条”指引资本市场注重投资端的背景下,随着财报披露阶段接近尾声、国内政策积极推进,股市风险偏好或逐步回升。

星石投资表示,目前股市底部相对坚实,经过估值调整的成长板块表现偏强,红利类价值板块出现明显调整,这暗示可能需要关注高低切换带来的投资变化,当前成长板块的机会相对更好。成长板块处于低位,尤其是业绩稳健的核心资产估值已经大幅偏离基本面,随着市场风险偏好的回升,优质成长类资产或将出现溢价。此外,近期多家外资机构上调2024年中国经济增长预期,叠加美国经济和美联储货币政策仍有不确定性,外资对中国资产的增持可能会成为股市重要的增量资金所在。

具体投资方向上,方正富邦基金首席权益投资官汤戈表示,当前主要关注A股三大方向:一是消费。消费覆盖的面积广,具有优秀商业模式的企业更多,经过连续三年的调整,其估值也来到比较低的水平;二是电力。主要关注从煤电到绿电、从容量价值到环境价值整个过程的投资机会;三是电子。去年三季度前后,电子行业的一些细分领域去库存阶段基本结束,目前进入重新加库存的阶段,可以从中挖掘具有股价弹性的品种。