

因诺资产徐书楠:

# 量化将步入多策略时代 持续进化才能穿越周期

□本报记者 张舒琳



因诺资产创始人、总经理徐书楠属于很早一批真正经历过海外量化体系,又完整参与中国量化成长历程的人。2009年,他在国际高频交易公司IMC工作,先后在芝加哥与香港办公室任职,2010年中国股指期货推出后,他回国加入了中信建投,参与搭建了国内最早的自动化套利系统之一。

当时,中国市场上金融衍生品刚刚起步,量化投资仍是极少数人的游戏,市场波动巨大,却也存在大量无效波动与套利空间。在那个阶段,他第一次真正意识到,中国量化行业会迎来一个很长的扩张周期。2014年,因诺资产成立,于2016年开始AI策略研发,并在2021年突破百亿规模。

即便是作为已经成立十多年的老牌量化机构掌门人,徐书楠仍然认为,量化投资不是一个可以“吃老本”的行业,没有永远有效的策略,也没有真正意义上的圣杯模型,任何策略都很难在所有市场环境下持续有效,AI、大模型等也只是应用工具,量化行业永远充满“焦虑”,永远走在持续进化的路上。



## 从单一阿尔法走向多策略时代

从更长的周期看,徐书楠认为,中国量化行业未来一定会走向更多元的策略生态。

这是因为,量化的超额来自市场的无效波动。如果行业始终停留在中性与指增,那么随着规模扩大,超额收益便会持续下降。量化最终会进入瓶颈期。因此,徐书楠认为,行业下一阶段的发展,一定依赖更多策略、更丰富的衍生品市场以及更成熟的多资产配置体系。

近年来,不止是因诺资产,多家头部量化机构也纷纷加码多策略与宏观策略,行业顺势而为的背后,是多策略/多资产体系进一步发展的结果。随着市场有效性提升,单一策略的波动和阶段性拥挤会更加明显,管理人需要不断拓展新的低相关收益来源。无论是多策略还是宏观策略,关注的都是更多样化的资产定价、更大维度的经济周期、流动性变化和风险偏好变化,和传统的股票阿尔法策略的收益来源有着较大的区别。

过去,受策略容量上限影响,中国量化行业长期以指增、中性等单一阿尔法策略为主,CTA、套利、期权等其他策略在国内的发展阶段、市场容量和产品接受度与股票类策略相比仍有较大差距。对于希望快速做大规模的机构来说,最现实的路径就是围绕股票超额收益展开。

不过,这种情况正在发生变化。随着国内金融衍生品逐渐丰富,越来越多策略开始具备发展空间。过去几年,宏观多资产、CTA、期权等方向快速升温,本质上都意味着中国量化行业开始从“单一阿尔法时代”逐渐进入“多策略时代”。

徐书楠认为,参考美国的量化行业,之所以能够发展到今天的规模,很重要的原因就是策略生态足够丰富。国内量化过去长期被诟病同质化严重,本质上正因为绝大部分机构都集中在指增与中性方向。大家都在做类似的股票策略,相关性自然会很高。

但多策略不同。即便同样是多策略产品,不同机构之间的配置也并不相同。既有股票阿尔法,也有宏观、CTA、套利、期权等。机构之间相关性降低后,投资者可以通过不同量化机构再做一层资产配置。徐书楠认为,这才是中国量化行业未来真正成熟后的形态。

## 持续进化是唯一的生存方式

“在这个行业里,所有人都是有焦虑感的,跟大模型无关。”徐书楠认为,量化没有永恒的护城河,持续进化是唯一的生存方式,停止进步的代价,就是被竞争对手超越失去市场竞争力。

AI和大模型的快速发展,让投资机构之间的竞争加速。徐书楠认为,很多人混淆了AI和大模型的概念,量化行业很早就开始使用AI,传统深度学习模型已经在量化行业有了超过十年的使用历史,如今更几乎是所有百亿级量化私募的标配。

大模型则带来了完全不同的使用方式。大模型的应用方向,并不是直接替代量化模型,而是成为研究工具。过去,一个投资经理可能需要带十几人的研究团队,由研究员完成因子挖掘、组合开发、代码实现等工作;而未来,大模型可能在很大程度上替代研究员的工作,一个投资经理加上两三个人,再配合大模型,就能完成过去十几个人的工作。

但他同时认为,大模型无法替代投资经理,因为投资并不是一道“对或错”的选择题。量化投资最终是一场博弈,市场不存在绝对正确的答案,即便所有人都使用最好的大模型,最终决定策略方向、组合结构与风险特点的还是人。

在徐书楠看来,这也是量化行业最特殊的地方。它看起来是一个由模型、算法与机器组成的世界,但最终决定长期竞争力的,仍然是人本身以及机构持续进化的能力。只有不断迭代、不断适应市场变化的量化机构,才能真正穿越周期、成为世界一流的量化对冲基金。

## 多策略是行业发展的必然方向

相比于很多量化机构早期聚焦单一策略,因诺资产从成立之初,就把自己定义成一家多策略机构。在徐书楠看来,单一策略在发展过程中最终会遇到瓶颈,多策略是资产管理行业发展的必然方向。

多策略的底层逻辑基于资产定价理论。如果多个有效策略相关性足够低,那么组合后的整体收益风险比就会高于任何一个单一策略。所谓多策略,就是把多个低相关性的有效策略组合在一起,获得更稳定、更连续收益。

宏观策略的基本逻辑,也是基于资产定价模型,例如,把股票、债券、商品、黄金等几类低相关的有效资产,按照风险平价的方式组合在一起,形成的资产组合的收益风险比优于任何单一资产。

过去两年,随着桥水等海外机构影响

力扩大,“宏观”“全天候”“多资产”等概念开始迅速升温。徐书楠认为,宏观策略的吸引力,不仅仅源于资产配置这一“免费的午餐”,还源于中国市场的特殊性,宏观策略除了传统贝塔收益之外,还天然叠加了择时收益与阿尔法收益。

择时收益即如果在某个阶段股票表现更强,可以提高股票权重;如果黄金进入趋势行情,则可以增加黄金配置。即便择时模型本身有效性不算特别强,长期来看,依然能够提升整体收益风险比。

更为重要的是,中国市场存在较高的阿尔法空间。除了股票(即指增策略)之外,债券、商品、黄金等均有多获取阿尔法收益的机会。虽然这些资产的超额收益不一定像股票那样显著,但在量化体系下,依然能够通过不同策略(例如CTA策略)

获取一定超额。

“即使是最坏的情况下,只拿贝塔收益,也已经能实现很好的夏普比率。”他表示,“根据内部测算,2020年至2025年,中国宏观策略组合的贝塔夏普比率约为1.54,部分年份甚至超过2。而这仅仅是贝塔,还不含任何择时和阿尔法的收益。夏普在2以上的策略在市场上极其稀缺,但过去几年在宏观策略领域里,有很多机构能做到,原因就是它的贝塔夏普比率本身就已超过1.5。”

不过,徐书楠认为,这种情况不可能一直持续下去,以过去20年的维度来看,宏观策略的贝塔夏普比率约为0.8,这可能是中国宏观资产组合的贝塔真实预期。当然,通过择时收益及阿尔法收益,宏观策略的夏普比率仍然可能达到1.5的水平。

## 低相关性平滑净值曲线

今年2月,宏观策略普遍经历了较大幅度的回撤,其后虽有所修复,但这轮波动引发了不少投资者的疑问,如果资产足够分散,为什么还会出现整体性的回撤?

徐书楠认为,策略阶段性的波动,往往不是单一因素造成的,而是宏观环境、市场结构、风格切换、流动性变化和交易拥挤共同作用的结果。宏观策略通过分散投资,的确降低了组合风险,提升了收益风险比,但决不能将风险降至0。因此,宏观策略出现回撤,是非常正常的情况,与指增策略出现回撤并没有本质的区别。同时,宏观策略过去几年的强势行情,无形中放大了投资者对宏观策略稳定性的预

期,实际上,这一点具有一定的运气因素,不可能长期保持。

多策略也存在类似的情况。配置更多的低相关性有效策略,的确可以进一步改善投资组合的收益风险比。但无论配置多少策略,都不可能将风险降至0。因此,多策略也会出现回撤,甚至是较大的回撤。只是,在同样的收益预期之下,它出现同样回撤的概率小于单一策略。

无论多策略还是宏观策略,都是通过低相关性有效策略(资产)的叠加来实现的。多策略和量化宏观,并不意味着可以完全避免波动,但可以尽量减少单个风险来源对组合的冲击。多策略不是简单堆砌多

种策略,而是重点看这个策略是否有长期可解释、可持续的收益来源,以及能否对现有策略形成补充。徐书楠认为,从组合角度看,多策略与量化宏观均可提升产品的适应性和韧性,当不同市场环境发生切换时,二者有助于在资产、周期和风险因子层面提供新的配置视角,帮助组合降低对单一市场环境的依赖。

在操作层面,因诺资产通过策略分散、相关性监控、敞口管理、压力测试和组合层面的风控约束来持续优化,依靠低相关有效策略的持续拓展、系统化风控和不断迭代的组合管理能力,平滑净值曲线。