

量化投资重新出发

—国寿安保基金管理有限公司基金经理 李康

我国金融市场仍然处于较早期的阶段，体现为投资标的仍然并不丰富，散户投资者占比高等特点。在基金投资角度，长期以来投资者更倾向于传统主动管理基金，并且投资决策尤其受基金产品短期业绩的影响。相对而言，量化投资在基于历史数据统计分析的基础上进行投资，目标为实现资产的长期稳健增值，而非博取短期收益。量化投资区别于传统投资的风险收益特征，使其针对国内投资者需要市场培育的过程。

所谓量化投资是通过对大量数据的统计分析，寻找可以获取超越市场收益的投资标的和交易策略构建投资组合的方法。国内公募基金的量化投资通常为日频或者更低频交易，以多因子模型为核心，基于历史回测寻找有统计意义的指标筛选个股，辅以择时策略、行业配置策略和套利等策略，通过多策略实现增强收益和分散风险的目标。按投资方式不同，量化基金可简单划分为主动型、对冲型和指数增强型三类，但其基本投资方式是一致的，即通过量化指标筛选，构建股票多头组合。在此基础上，基于仓位限制、选股范围、是否采用期货对冲等特点衍生出不同产品类型。若限制绝大多数股票仓位（通常为80%以上）投资于特定指数成分股，则该类产品为指数增强型。若在建立股票多头的同时，做空股指期货

剥离市场风险，则为对冲型产品。

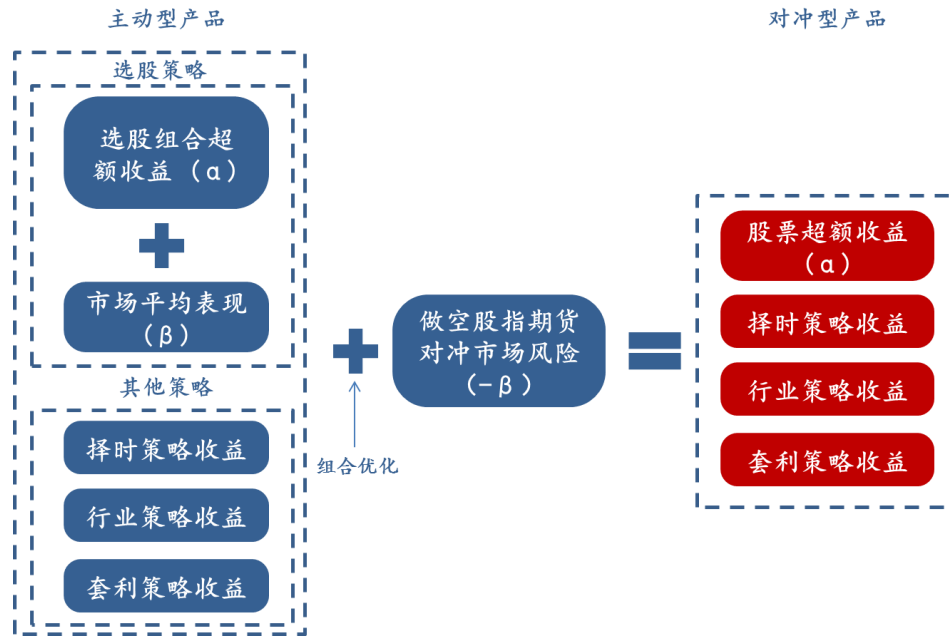


图 1 量化投资产品类型和收益构成示意图

图片来源：国寿安保基金整理

从 2004 年第一只量化基金成立以来，经历了十多年的发展，截止 2018 年四月初市场共发行有 290 只量化公募基金。其中主动管理类量化产品 200 只（主要是灵活配置混合型产品），占比超过三分之二，对冲型基金 24 只，指数增强型基金 66 只。国内量化投资经历了两次台阶式发展，均伴随着新投资标的的推出、市场广度的提升以及合适的市场环境：一是 2009 年创业板启动和 10 年沪深 300 股指期货的推出，创业板拓宽了上市公司在市值和成长等多个维度的边界，而沪深 300 估值期货更是填补了国内缺乏做空投资标的的空白，量化投资方法真正有了用武之地，实际上基差套利正是这期间量化基金一个重要的收益来源；二是由于 13、14 年爆发的小票行情，为量化基金表现出色提供了合适的土壤，叠加股指期货流动性大幅提高、基差日趋稳定，2015 年主动型和对冲型量化产品均迎

来大发展。

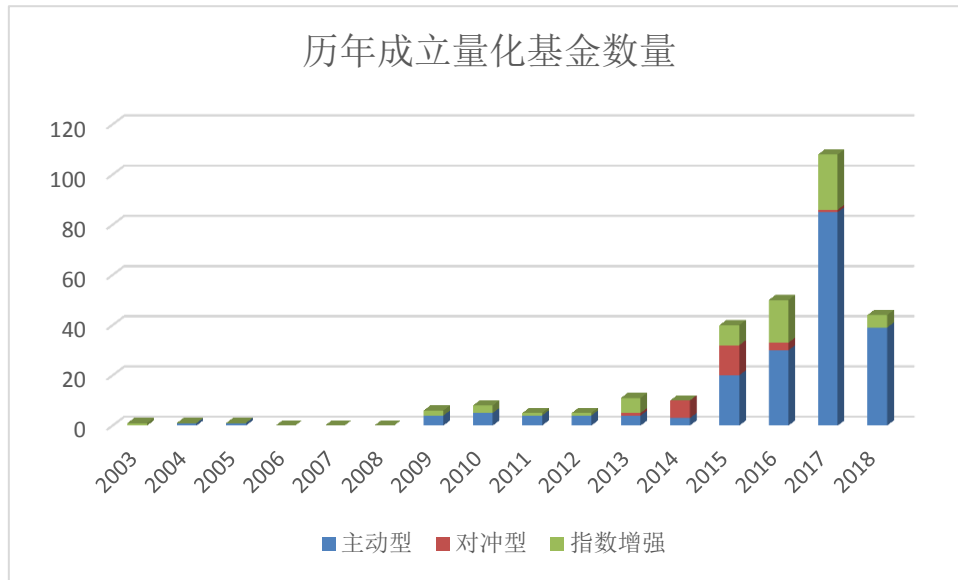


图 2 国内历年量化基金各产品类型发行数量

数据来源：Wind 资讯

15 年下半年股灾和股指期货管制政策出台，虽然绝对收益类产品受到较大影响基本停滞，主动型和指数增强型量化基金数目仍加速增多。

众所周知，股票市场在 2017 年呈现极端的分化行情，多数量化基金经历了“滑铁卢”。全年沪深 300 指数上涨 21.78%，与之相对应，全市场 71 只主动量化投资基金平均收益仅为 3.07%，且超过四成基金收益为负。数据显示全部 17 年之前上市的 3029 只股票中，仅 588 只取得正收益，占比不足五分之一。从理念上看，多数量化投资策略在极端偏大盘的市场环境都会失效甚至出现反转，是去年量化基金表现不佳的主要原因。首先，基于长期历史数据分析，小市值股票收益显著高于大市值股票，即大家熟知的“市值效应”。实际上，小市值暴露也是早期国内很多量化基金超额收益的重要来源；其次，量化投资建立在统计

分析的基础上，因此其持仓较传统基金分散，有些甚至会达到几百只股票。而大市值公司主要是每个行业的几只龙头，数量有限，持仓股票多则必然偏小盘股；最后，一些量化基金采用等权或部分等权的加权方式，也会导致小市值偏离。另外，一些事件性策略的投资标的，如高送转、定增破发策略等的投向也是小市值公司为主。

时间进入 2018 年，似乎延续了之前的大盘趋势，在银行和房地产领涨的情况下，上证 50 在一月份单月上涨 8.96%，沪深 300 指数上涨 6.08%，与之对应是中证 500 和创业板均有约 1% 的下跌。同期量化基金的平均涨幅为 2.15%，对比 2017 年业绩显著改善。原因在于，随着市场风格的变化，促使资产管理机构对量化投资模型进行升级改进，以应对不同的投资环境。对比近两年年末量化基金的股票持仓差异，可以看到明显的风格调整，中证 800 成分股之外的小盘股票持仓占比大幅下降，这部分仓位被分配进入中证 500 尤其是沪深 300 成分股中。同时，个股投资风格也明显向业绩白马倾斜。长期以来，量化投资主要以历史数据统计作为投资依据，被形容为“看着倒车镜开车”，难免应变不足。历经过去一年市场的洗礼，量化模型在坚持定量分析的框架下，会越来越多结合其他投资思路和方法，兼收并蓄取长补短，这必将构成未来量化投资取得良好业绩的基础。

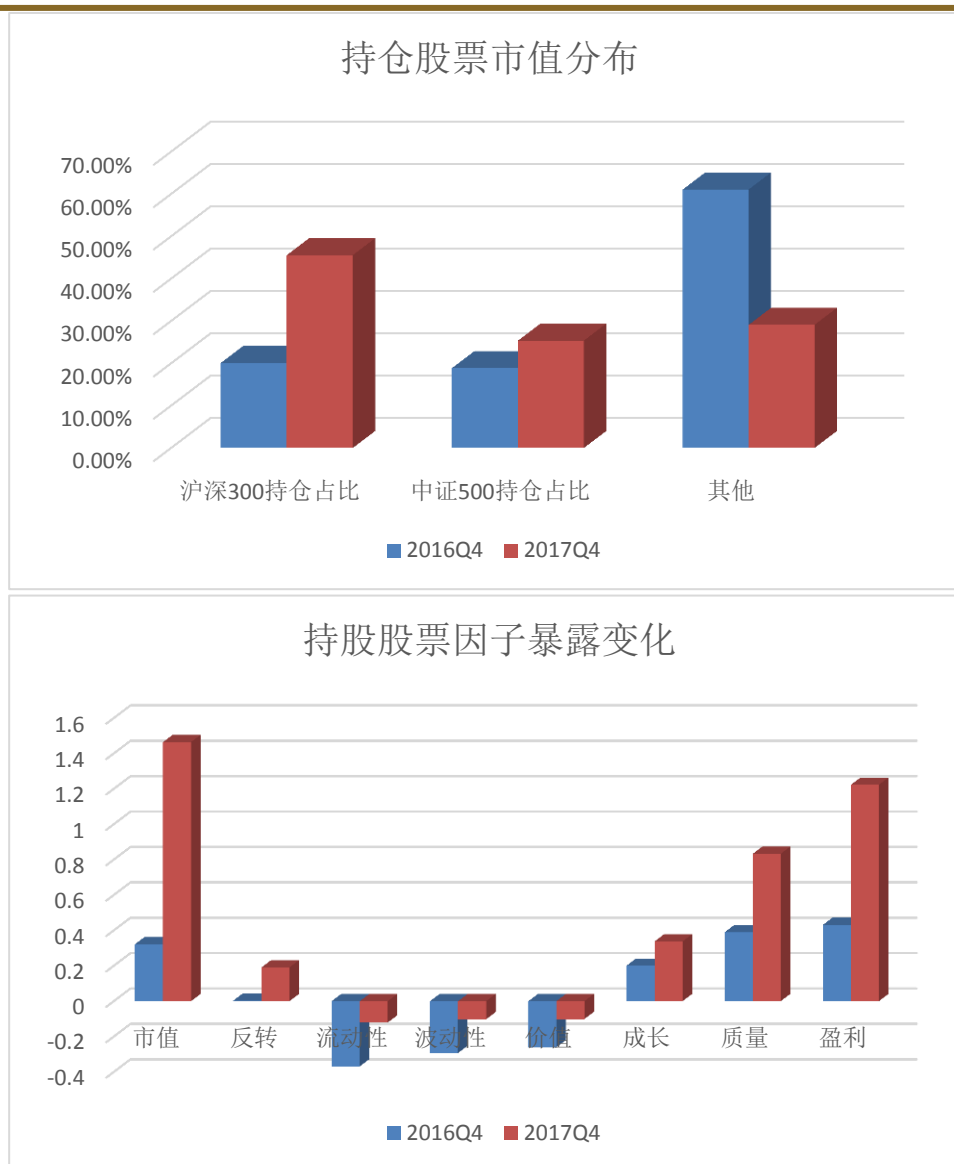


图 3 在 2017 年初和年末主动量化投资基金投资风格的切换

数据来源：Wind 资讯

二月份之后市场突变，近一年年表现最好的上证 50 阶段性大幅下跌，创业板触底反弹。展望今年全年市场，极端的一九行情已经在年初演绎到极致，中证 500、中小板和创业板等内部的优质成长股（“创蓝筹”），将迎来新的投资机遇。根据最新的 2018 年一季报数据，中小板、创业板业绩明显改善。具备业绩支撑的成长股，在经历长达两年的调整后，无论从绝对估值还是相对估值看都极具性

价比。政策方面，决策层推动创新驱动和新旧动能转换的决心明确，政府工作报告中提出支持集成电路、5G、飞机发动机、新能源汽车、新材料等产业，符合国家经济转型大方向的新兴成长个股值得关注。国际贸易纠纷对市场的短期压制，科技、医药内个股受到较大冲击。但不会改变中国长期经济转型的既定计划，甚至可能促使政府对相关产业的加大投入。整体来看，市场正在逐步回复适合量化投资环境的趋势中。



图 4 中小创一季报业绩改善明显

数据来源：Wind 资讯

实际上，很多时候人们不自觉地短视，2017 年量化投资的困境被放大了。如果往回看五年的时间，在 2013 年底之前成立的二十多只主动量化投资基金，至 2017 年底累计收益均值达 100.6%（中位数 104.9%），年化收益逾 19%。从这个角度看，量化基金的投资业绩是经得起时间检验的。

这是最坏的时代，也是最好的时代。一方面，2017 年市场风格切换贯穿全年，众多量化投资基金应变不够，整体表现不佳。另一方面，每一次市场风格变化，对仍处于发展初期的国内量化投资都是弥足珍贵的成长机会。艰难的日子渐行渐远，但从中汲取的经验教训将持续裨益未来。在几年实践探索的基础上，监管机构也已经启动制定主动量化基金相关制度，规范量化投资行为。随着国内金融市场的不断发展完善，量化投资值得期待。

免责声明

本报告版权归国寿安保基金管理有限公司（以下简称“本公司”）所有，仅供本公司客户以及公司内部研究交流使用，不得用于任何其他目的。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告不构成购买本公司旗下产品的要约邀请或要约，涉及本公司旗下产品的描述或说明，均以各产品的基金合同、招募说明书等法律文件为准。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

在法律许可的情况下，国寿安保基金管理有限公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供其他服务。