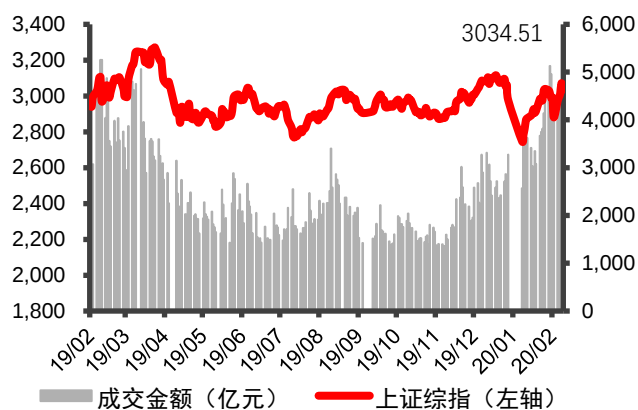


2020年3月9日

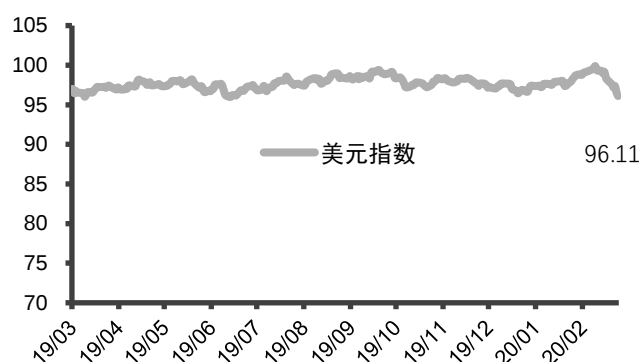
2020年第9期（总第785期）

基金视窗

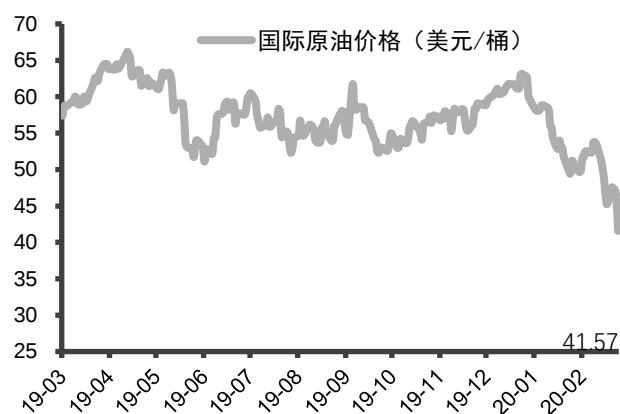
上证综合指数近一年走势图



美元指数近一年走势图



国际原油价格近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2020年3月6日

基金经理论市： 短期波动较大，但市场仍具备韧性

近日，受海外疫情扩散影响，海外金融市场出现较大幅度调整。过去两周，道琼斯指数与纳斯达克指数均下跌近13%，而欧洲、日本股市也下跌超10%。受此影响，A股在三月份后也开始进入震荡期，指数有所回调。

从目前疫情数据看，截至上周，全球（除中国外）已有超2万人感染新冠肺炎，其中，韩国、意大利、伊朗爆发较快，累计确诊病例数占海外比重达76%，欧洲已有38个国家出现确诊病例并面临意大利和中东两个潜在风险输入通道，美国高级别会议已发现确诊病例，全球疫情蔓延仍有进一步升级风险。受此影响，全球资本市场避险情绪持续发酵，十年期美债到期收益率降至历史新低0.74%，VIX指数创8年多来新高至41.94，美股等海外股指大幅下跌。

我们认为，A股短期会受到全球市场波动冲击，但冲击幅度应该小于海外市场。当前国内疫情整体可控且复工复产有序推进，稳增长下逆周期有望持续发力，从货币政策空间看，国内空间也大于海外，此外，从估值看，当前A股市场整体估值并不高。我们认为A股走势具备一定以自身因素为主导的独立性，随着政策持续宽松、逆周期调节强化、长期资金持续入市，市场中长期趋势值得看好。

专栏：量化策略的钝化和优化

量化策略的钝化主要是指模型从之前的“赚大钱”变为不怎么赚钱甚至亏损的过程。国内外多年实践表明，市场上并不存在一直在赚钱的“圣杯”策略，所以每个策略都会发生钝化。无论是基于交易经验还是历史回测的策略，都离不开一个共同的信念，那就是过去的市场规律在未来仍能适用，至少是在短期的未来有用。那么当市场规律发生变化甚至完全改变时，策略便会发生钝化或失效。具体来说，量化策略发生钝化的原因主要有：策略构建过程中使用的样本数据太少、市场环境和投资者结构的变化、监管加强及交易规则的改变和极端行情发生等等。

（1）量化策略构建过程往往利用历史数据，可能由于样本数据太少造成无法捕捉历史中未出现的风险事件。例如，量化模型的开发者使用标的资产最近一段时间的行情数据来构建策略，或者标的资产上市的时间较短，策略开发者能有效利用的数据太少。这样开发的策略显然会因为未来的数月或者数年内，市场特征发生明显改变而导致策略钝化或者失效。解决的方法主要是在开发模型的时候尽可能的增加样本数据，并检验策略在不同调仓周期和参数区间的表现情况。其次，应该更加注重策略逻辑的合理性。最后，如果策略发生钝化时，应启动风险控制系统，降低模型的仓位。

（2）市场环境和投资者结构的变化。对 A 股来说，宏观货币环境、经济政策和投资者机构化趋势等因素均会使得基于历史数据开发的模型发生钝化。例如，价值因子在长期而言表现出了较好的普适性、稳定性和有效性，但随着外资的持续流入和投资者风险偏好的提升，市场对优质资产的估值容忍度不断提升，导致价值因子相关的策略在 2019 年以来出现了一定的回撤。策略由于市场环境和投资者机构变化引起的钝化需要深入理解策略的盈利逻辑，适度调整策略构造并配合适当的择时及仓位管理来规避策略钝化。

（3）监管加强及交易规则的改变。监管的加强和交易所交易规则的改变会影响到投资者的情绪和交易成本，进而改造市场行情的特征，量化策略在这种情况下最容易发生钝化和失效。例如，2015 年市场大幅下跌之后，中金所出台空前严厉的股指期货管控措施，提高了期指的交易保证金和手续费，并对每日开仓数量进行了严格限制。最终的结果是期指成交量骤减，流动性缺失，期指市场功能基本丧失，股指期货 CTA 日内策略基本失效，股票阿尔法策略也由于期指长期贴水而受到影响。这种情况导致的策略钝化，我们只能通过降低交易频率，优化模型参数和择时对冲等方法来尽量改进原来的策略。

（4）极端行情的发生。在投资的世界里，极端行情发生的概率是比理论上高很多的，比如短期内市场风格的迅速切换、新冠疫情期间的千股跌停和熔断期间的流动性衰竭等。当极端行情发生时，基本上原来的量化策略很难随机应变，可能会造成策略绩效的大幅波动。这促使我们重新考虑设计量化模型的出发点是控制风险。一般来说，风险往往伴随着收益，而极端风险却能吞噬掉模型积攒的大部分收益。对于这种情况，一方面，我们需要更加关注于风险预测模型，注重模型在风险假设上的合理性；另一方面，需要及时的风控措施，例如把模型切换到更加保守的备选方案是一种可以操作的解决方案，当然极端行情的判别需要一定的客观标准。

（专栏作者：摩根士丹利华鑫基金数量化投资部 王应林）

风险提示：本周刊中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下本刊物中的信息或所表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资者的投资建议和担保。本周刊中专栏的观点、分析仅代表作者意见，不代表摩根士丹利华鑫基金管理有限公司立场。本刊物版权归摩根士丹利华鑫基金管理有限公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何人不得对本刊物内容进行任何形式的发布、复制。投资有风险，敬请谨慎选择。