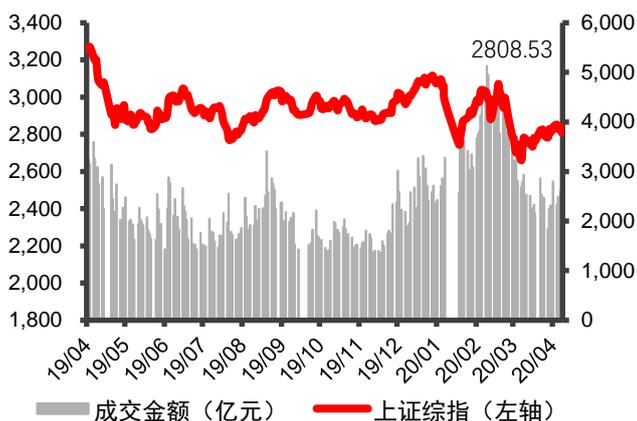


2020年4月27日

2020年第16期（总第792期）

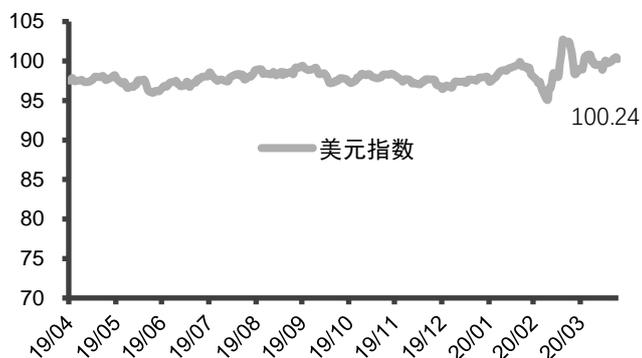
基金视窗

上证综合指数近一年走势图



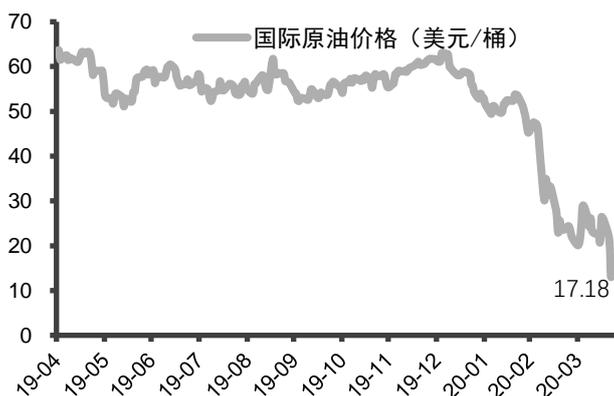
数据来源：万得，截至日期：2020.4.24

美元指数近一年走势图



数据来源：万得，截至日期：2020.4.24

国际原油价格近一年走势图



数据来源：万得，截至日期：2020.4.24

基金经理论市： 节前市场蓄力为主，结构上看好新、旧基建

上周 A 股市场主要股指有所回调。其中上证综指下跌 1.06%，沪深 300 指数下跌 1.11%，创业板指下跌 0.84%。行业方面，内需驱动为主的防御类板块如农林牧渔和食品饮料涨幅靠前，电子和非银涨幅落后。从交易活跃度来看，Wind 全 A 交易金额较前一周略有上升。

全球疫情控制呈现向好态势。一方面中国疫情复工后疫情数据控制较好，另一方面发达市场国家疫情数据有所好转——意大利 24 日发布的数据显示其当天新增新冠肺炎死亡病例是 3 月 18 日以来最低日增幅，后续欧美发达国家有望陆续启动复工，总体判断疫情对资本市场的影响呈现边际减弱态势，全球金融市场或处于超跌反弹通道。

本周国内市场存在两个扰动因素——一方面长假来临，当周仅有四个交易日，持币还是持股的纠结可能扰动市场短期走势；另一方面一季报密集披露，疫情扰动下预计上市公司财报整体欠佳，相关财务数据的披露可能对市场走势形成扰动。整体来看，A 股大概率处于蓄力阶段，但长假和一季报带来的扰动属于短期因素，疫情的逐步好转及流动性的充沛有望让金融市场保持在超跌反弹通道，蓄力阶段不宜过度悲观，结构上看好内需驱动和政策助力的新、旧基建。

专栏： 量化投资中人工干预的必要性讨论

一直以来，量化投资都是贯彻科学投资理念的先行者，也是一些投资者理解和参与市场的重要手段。与此同时，快速发展的金融理论、信息技术也在为量化投资注入源源不断的动力和活力，有时不禁让人产生科学技术终能战胜金融市场的美好幻想。但从结果来看，量化投资似乎还远不达预期，即使再有效的模型也会在特定时期遭遇“滑铁卢”。比如受疫情影响，一些全球知名的量化对冲基金同样在一季度出现了不同程度的回撤，包括桥水基金、文艺复兴基金以及 Two Sigma 等。

不过量化投资本身不应受到过多的质疑，更值得思考的应是我们该如何正确看待和应用量化投资。

我们务必认识到，虽然量化投资遵循的是一套科学的方法论体系，但与传统科学还是存在一定差异。比如对一项成功的医学技术而言，从理论探讨到实验室，再到临床阶段，最后的成功率是能够不断地向 100% 靠近的；而对非套利类的量化策略来说，虽然也经历了模型构建、业绩回测、实盘跟踪等类似阶段，但单次的预测准确率却通常难以超过 60%。也就是说，量化策略只有通过不断扩大投资范围和提高交易频率，即通过提升预测的广度来获取更高、更稳定的超额回报。

如果一个量化策略的预测胜率能够长期稳定在 60% 的水平，那么拉长来看是一定可以获得相当不错且稳定的超额回报的。遗憾的是，市场似乎永远不会成全这样的好事。就我们目前的观察来看，坚持任何策略都会在特定时期变得十分难受，也就是说任何量化策略都会遭遇预测胜率远不足 50% 的困难时期，在这段时期内一旦模型的风险控制不当，净值回撤的幅度就会变得十分惊人。

当然，从结果来看，每一次净值回撤都可能也只能将模型带向两条路径。一条是模型在经历过短暂回撤后又能重新回归正轨，长期看依然能够获得预期内的超额回报，那么回过头来看，这次回撤也不过是历史回测中曾多次上演过的净值回撤中的一次重演而已；另一条路径则意味着模型的持续回撤，也就是说这次回撤水平将达到甚至超过历史的最大回撤水平，并可能导致模型最终也无法取得预期内的超额回报，即遭遇了所谓的模型“失效”。

一般意义上来说，模型本身是没有办法知道自己是否将要“失效”的，这时就需要量化投资人员结合自身经验，从模型本身出发，辅以对市场风格 and 环境的判断，得出模型是否将要“失效”的判断，才能探讨在实际投资中是否以及如何对模型进行适当控制。在特殊背景下对模型进行适当干预并不与量化投资的方法论体系产生本质矛盾，要知道，模型的构建和回测都是在一定的假设和前提下进行的，这些假设和前提是有可能随着市场的结构性变化而发生变迁的，因此此时再继续坚持原有的模型显然是有失偏颇的。

就拿最近讨论颇多的某原油相关金融产品事件来举例，这就是一次典型的缺乏干预或干预不当的风险事件。通常情况来说，对原油期货在临近交割日时移仓是不会有太大风险的，但在油价持续下跌、储油成本凸显的背景下，临近交割的当月合约就可能正在承受不断攀升的流动性风险，此时当然需要人为介入和干预。总而言之，对策略进行动态、有效的监控和管理是很有必要的，这也正是专业量化投资者所应该具备的能力和价值体现。

（专栏作者：摩根士丹利华鑫基金数量化投资部 王联欣）

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。