

谨防量化基金的过度归纳



陈嘉禾

由于量化基金往往涉及到大量计算和数学知识,不少投资者对这类基金并不熟悉,一听说使用多少计算机进行人工智能计算,在多少毫秒之内能进行多少次自动交易决策,再配上短期亮眼的业绩,就会觉得特别高级。相比之下,那些只会用 Excel 表计算的主动基金经理,或者连 Excel 表都不怎么用的沃伦·巴菲特,就显得土气了许多。

但其实,量化投资也只是投资手段的一种,也是机器在人的指导下做出的投资决策。因此,主动投资里会有人主观偏差所犯下的错误,在量化投资中也一样存在。而在量化投资容易犯下的各种错误中,“过度归纳”就是一种尤其需要重视的问题。

过度归纳犯下的错误

所谓过度归纳,指的就是量化基金在用数量化的方法寻找市场规律时,进行了过度的优化和归纳,过于依赖一种市场逻辑,或者一种量化策略、一类策略参数。

由于这种过度归纳导致量化基金非常依赖在过去一小段时间里有效的归纳规律,因此当这种市场规律仍然有效时,量化基金会取得非常好的短期业绩。但是,也正是由于这种投资方法过于集中在一种市场规律和归纳结论上,因此一旦市场规律发生扭转,量化基金往往会遭遇损失,让投资者猝不及防。

其实,对于量化基金来说,由于量化投资手段可以在无数的规律、策略、参数中进行选择,因此很容易发现一两种在过去非常有效的规律组合。但是,这种组合很可能是过度归纳的结果,而这种组合的运用,有两种典型的情况,会对投资者产生误导。

第一种情况,是用一个过度归纳的量化研究结果,对投资者进行宣传,宣称自己的量化投资策略在过去取得了如何优异的投资成果。这里让我们用一个例子,来看这种过度归纳的历史研究,可能是一个杜撰出的而实际很难取得的研究结果。

假设有一个量化研究,使用某种量化策略,对市场历史数据进行回测。假设这个策略使用了3个参数,每个参数从1到100可以选择100个值,那么这个量化研究就会得到100的3次方,也就是100万个值。如果这个量化研究在这100万个组合中,挑出最好的1个组合,然后宣称这是这个策略在过去10年中可能取得的投资回报,那么这种宣传说错了吗?

量化研究的发布者可以说,自己并没有错,这个结果确实是这个量化策略在过去可能取得的业绩。只不过,这是1/100万的结果,而且是最好的那个结果。那么,这个结果在未来果真靠得住吗?答案不言而喻。

第二种情况,则是量化基金选择了过去一段时间最优的策略和参数,把大部分的仓位都压在这个策略和参数上。在这种情况下,由于市场趋势一般都会持续一段时间,因此,这么做的量化基金,有很大的概率会在未来一段时间里表现得不错。

但是,这种依靠过度归纳的量化投资方法,做错了什么呢?由于市场的风格并不会永远不变,因此过于押宝少量甚至单一策略、参数的量化基金,在市场风格一旦转变的时候,会突然从盈利转为亏损。而由于仓位压得过重,投资策略过于集中,这种转变也会变得特别快。

如何面对投资策略失效

那么,正确的量化基金投资策略应该是怎样的呢?量化基金需要做的,不光是思考如何获得收益,也需要思考一旦投资风格转变,一旦过去的量化策略和参数失效,如何最大程度地减少损失。

因此,对于成熟稳重的量化基金来说,需要把自己的投资仓位分散在不同的投资策略、量化参数上。这样做会让量化基金在市场风格非常极致的时候,难以赚到最多的钱,但是也会让它们在这种极致风格发生逆转的时候,能够更好地渡过难关。

在历史上,一些量化基金由于进行了过度归纳的投资,从而在市场风格持续演绎时盈利高涨,市场风格一旦转变时就扭盈为亏,甚至亏损惨重。

早在2014年的A股市场,由于当年前大半年的时间里,市场呈现一种低估值蓝筹股下跌、高估值小公司上涨的市场格局,因此一些不太重视过度归纳问题的量化基金,很容易就发现这其中的市场机会:只要做多高估值的小公司股票、做空低估值的蓝筹股,就可以简单地赚到钱。

问题是,由于蓝筹股的盈利能力往往



正如《列子》所云,“圣人查存亡,而察其所以然。”投资者在投资量化基金时,绝不可以只看量化基金几年的、中短期的业绩好坏,而忘记考察量化基金是究竟如何取得了如此业绩的。只有“知其表又知其里,知其外又知其内”,才能做出长期优秀而又稳健的投资决策。

图虫创意/供图 周靖宇/制图

比小公司更强(在全球范围内多半如此,在中国市场大多数时候也不例外),因此这种过度归纳出来的量化投资策略,其实是有很大的问题的:它做多了价值更少的股票,做空了价值更多的股票。

任何违背长期价值的市场状态,都注定了难以永久维持,2014年的市场行情也是一样。到了2014年的11月20日,市场风格突然大转,代表蓝筹股的上证50指数从11月20日的1676点,在一个半月的时间里,就上涨到了2015年1月5日的2649点,涨幅58%。而同期代表小股票的中证500指数,则仅从4974点上涨到了5417点,涨幅仅有9%。

结果,不少之前依靠“做多小盘股、做空蓝筹股策略”的量化基金,在短短一个多月时间里,录得大幅亏损,让投资者始料不及。

有道是“历史不会简单重演,但是常常会押韵”。到了2021年,类似的事情又开始上演。由于在2019年到2021年上半年的将近两年的时间里,A股市场上低估值的股票表现不佳,而估值高的股票则一再上涨,因此市场上开始有了“买股票就是要买贵的”、“怕高才是苦命人”的说法。

而这样一个显而易见的市场结构性规律,自然逃不过计算迅速的量化基金

的眼睛。于是,在量化投资界,一种类似于当年“做多小盘股、做空蓝筹股”的过度归纳投资策略,再次开始出现,只不过这次变成了“做多高估值股票、做空低估值股票”。但是,这种策略虽然顺应了短期的市场潮流,在长期却是违背了投资和商业规律的。在长期,它给过度依赖这种策略的量化基金带来的危害,也是显而易见的。

其实,对于投资于量化基金的投资者来说,最应该避免的一种判断方法,就是只根据基金的中短期业绩进行判断,而不仔细探究这个业绩是如何取得的。而对于主动投资基金,事情也是一样。那些只顾短期业绩好、不管短期业绩如何取得的投资者,往往很难取得长期让人满意的结果。

毕竟,量化投资不过是数量化的主动投资,本质上仍然是由人做出决策,只不过量化投资依赖的工具是数据模型,主动投资依赖的工具是主观经验而已。

投资需知其表又知其里

不仅国内的量化投资策略会出现过度归纳的问题,海外成熟市场的量化基金,有时候也会出现同样的问题:甚至有不及。在美国证券市场,曾经名噪一时的长期资产管理公司(Long-Term Capital Management)、不调花咨询公司(Amaranth Ad-

visors)这两家著名的量化基金公司的倒闭,就是来自于当时过度归纳带来的巨大风险。

在量化基金没有注意过度归纳的风险从而可能产生的问题中,有两个额外的知识点是投资者需要格外注意的。

其一,在短期市场中,量化基金如果不重视过度归纳可能带来的风险,往往反而可能由于重仓压上单一量化策略和量化参数,从而取得短期内非常好、甚至远超同行的业绩。而在追逐短期业绩的市场中,这种业绩又可能会带来巨大的规模增加。

其二,正是这种“优秀的短期业绩带来短期规模暴增”的现象,回过头来又会在市场风格突然转向时,由于其巨大的规模造成市场风格变化时损失更严重。也就是说,当市场风格转向时,如果大量原来押注在这个风格上的资金,都试图在短期完成调仓,那么如此巨大的交易量,会让市场风格变得更加极端,也让之前没有重视风险的量化基金,从盈利到亏损的速度变得更加迅速。

所以,正如《列子》所云,“圣人查存亡,而察其所以然。”投资者在投资量化基金时,绝不可以只看量化基金几年的、中短期的业绩好坏,而忘记考察量化基金是究竟如何取得了如此业绩的。只有“知其表又知其里,知其外又知其内”,才能做出长期优秀而又稳健的投资决策。

(作者系九圆青泉科技首席投资官)

为什么商品期货与股票走势不再联动?



桂浩明

煤炭、石油、天然气等化石能源期货价格近期大幅度上涨,有的连创历史新高,但相关股票却出现明显下跌。这种商品期货与股票的反向走势,让很多人不解,也对他们的操作带来了干扰。

商品期货作为价格的发现者,通常对商品的价格走势具有引导作用。也因为这样,在市场上就有了期货与股票的联动,亦即当某商品的期货合约上涨了,生产该商品公司的股票,也会因为投资者预期其盈利将提高而上涨。在今年年初的一波以有色金属为代表的周期股行情中,这种联动表现特别明显。譬如铜的期货合约向上拉升以后,股市中几个铜矿公司股票也就紧紧跟上。于是,不少投资者是看着商品期货,特别是隔夜美盘期货价格如何,再来决定当天A股市场上的操作。

在今年三季度,受多方面因素影响,国际市场上能源价格不断向上攀升,作为“商品之母”的原油更是涨势凌厉,而天然气因为受地缘政治影响比较大,价格一飞冲天。煤炭价格在经历了二季度的一波调整后,也重拾升势。客观而言,在此轮能源价格开始上涨的时候,股市中相关能源股也有过不错的表现,中国石油甚至还拉过涨停板。但到了9月下旬,虽然能源期货的价格还在不断上涨,但能源股票却开始了大幅度下挫。原本的期货与股票联动局面,此时已不复存在。这种状况使得那些看着期货走势买卖股票的投资者无所适从,也令人们感到十分困惑。因为依据一般的价格传导规则,这是很难解释的现象。

不过,仔细分析一下这种期货与股票的背离现象,从中还是能够悟出一些名堂的。对比一下走势,不难发现在相关商品期货价格涨得还不是很高的时候,股票基本

上是跟着涨的。但当涨幅过大时,情况就发生了变化。这里的原因在于,商品期货作为金融衍生品,参与者很多是金融投资者,其行为是以投机为主,因此大部分合约是在交易中被平仓的,只有少数才会进行实物交割。在这种情况下,把期货的价格走势视为趋势信号是有道理的,但一般来说不能简单地看作就是将来价格的实际写照。期货价格与现货价格之间会存在升水与贴水,其原因也

就在于此。进一步说,当商品期货的价格涨得很高,人们就必须考虑对于消耗这些商品的企业来说,能否承受的问题,如果不能把涨价带来的成本有效地转移到下游企业,那么就只能减少消耗了。而一旦有相当数量的企业都这样做了,势必会导致涨价商品的生产企业卖不动货的问题,即便单价很高,但如果没有量,结果还是会影响效益。因此,就企业而言,并不是产品涨价越多越好,如果涨价导致了消费的抑制,反过来还有损于企业的。

尽管对商品期货操作者来说,短线交易无需太多地考虑这些。但是对股票投资者而言,就不能不考虑商品价格过度上涨对经济活动所造成的抑制,并且对生产厂商自身效益的影响。所以,当能源价格上涨远超预期时,市场就会产生某种担忧,而正是这种担忧,使得股票走势就不再是紧紧跟着商品期货,而是会出现不同步,甚至完全背离的现象。像原油等商品期货的历史最高价都是在2008年形成的,但投资者都清楚,那时股市是下跌的。

当然,现在市场的宏观环境与2008年时并不相同,能源价格的上涨有着结构性、阶段性的因素,经济的基本面并不坏。但是,应该看到的是,能源价格过度上涨,会对市场的正常运行带来干扰,股票走势与商品期货不再联动,就说明了这点。对于这一状况,投资者还是要认真思考,在操作行为上作出相应调整,以适应这样一个新的变化。



银行股三季度报下周披露 北上资金率先潜伏

证券时报记者 毛军

受台风和重阳节假期影响,北上资金本周仅交易了3个交易日,合计小幅净买入逾15亿元。分市场看,净买入主要集中在上海市场,沪股通净买入37.55亿元,累计净买入7370亿元,再创历史新高;深股通则被净卖出22.54亿元。

国庆节后,A股市场缩量震荡,北上资金操作也趋于防守,本周净买入银行业19.4亿元,为唯一净买入超10亿元的行业。苹果新品手机再遭市场疯抢,带动消费电子板块,本周北上资金净买入电子行业逾5亿元。另外,交通运输、农林牧渔、国防军工、医药生物等行业,本周也获得北上资金净买入超亿元。

节后市场的骤然缩量,让券商板块备受压力,北上资金本周净卖出券商股15.83亿元,为净卖出最多的行业板块。煤炭价格暴涨,但煤炭股却接连调整,这种背离现象的背后是本周北上资金大幅净卖出煤炭股6.1亿元。白酒股受益国庆销售状况良好的刺激,节后延续上涨之势,北上资金净

买入贵州茅台5.4亿元,但白酒股整体仍遭净卖出3.32亿元。汽车、化工、传媒、房地产等行业板块本周也被北上资金净卖出超亿元。

本周,中国移动公布了2021年~2022年普通光缆集采中标候选人公示。中国移动本次集采的中标均价升至64元/芯公里,同比增长约58%。另外,从数量上看,2021年集采规模约1.432亿芯公里,同比增长约20%。中国移动集采单价齐升,也吸引北上资金的关注,本周净买入通信行业3.95亿元。

亨通光电为本次中国移动集采第3大中标候选人,中标份额占本次集采总份额的13.97%。北上资金本周斥资1.73亿元,加仓亨通光电逾1180万股,持仓由上周的961万股,猛增至2141万股,增持幅度高达123%,是本周北上资金加仓幅度最大的个股。另外,在中国移动集采中标候选人名单中的长飞光纤、中天科技等本周也获得北上资金加仓。

兴业证券表示,本次中标价格上升和企业盈利能力改善,主要缘于成本传导、行业供需关系改善等因素。光纤光缆的需求量预计将继续维持温和

增长。综合预计,行业供需关系或继续维持紧平衡,建议关注纵向一体化布局较为完善,成本控制能力较强的行业龙头。

近期内上证指数连续3周收阴,在市场总体趋弱的背景下,避险情绪上升,绩优低估值的银行股受到市场关注,板块指数连续3周上涨,明显强于大盘走势。另外,根据交易所安排,银行股下周将正式开始披露三季度报,Wind数据统计显示,大部分券商对银行股三季度报持乐观态度,普遍预期将有两位数以上的增长。

本周,绝大部分银行股都获得北上资金加仓,总体净买入远远超过其他行业。其中,净买入兴业银行4.82亿元、招商银行4.49亿元、平安银行、交通银行、南京银行、农业银行等也获得超亿元净买入。仅邮储银行被净卖出9836万元,厦门银行被净卖出180万元。

中泰证券指出,假设银行三季度风险成本计提与半年度持平,则行业原始可释放出的利润增速仍然能够维持在12.7%。另外,由于行业资产质量仍维持改善趋势,风险成本实际可释放出的利润其实会更高,部分个股的

本周北上资金净买入金额居前个股

股票代码	股票名称	行业	净买入(万元)
300750	宁德时代	电气设备	90579.85
603259	药明康德	医药生物	68796.26
300274	阳光电源	电气设备	60361.88
601899	紫金矿业	有色金属	57857.09
000333	美的集团	家用电器	56235.71
600519	贵州茅台	食品饮料	54010.06
002139	拓邦股份	电子	50284.95
601012	隆基股份	电气设备	48972.37
601166	兴业银行	银行	48223.76
600089	特变电工	电气设备	44923.77
600036	招商银行	银行	44851.07
600887	伊利股份	食品饮料	44794.39
002352	顺丰控股	交通运输	43332.59
002475	立讯精密	电子	40293.43
600010	宝钢股份	钢铁	33551.18

毛军/制表 周靖宇/制图

利润释放甚至能到30%以上,但预计银行出于审慎原则,对最终的利润释放幅度会做相应的调整,以丰补歉。总体而言,行业基本面稳健向上可期。