

# 看好定量投资在中国的广阔前景

——对话嘉实基金总经理助理、定量投资部总监陶荣辉

经过08年雪崩式的净值滑坡之后,09年基金公司都在努力抓住时机希望重新掌握中国股市的话语权,不过今年大家首先打出的王牌不是明星基金经理,而是“数学模型和计算机”。

由于指数基金知识已经较为普及,那么我们把重点瞄准定量投资这一在中国还是非常新鲜的投资方法。定量投资到底是人在投资还是计算机在投资?它真的那么神奇吗?它的背后主导是什么?定量投资这个“有生命力的、决心战胜市场的软件”是怎么运行的呢?定量基金是一个玩弄概念的噱头吗?对于高度复杂的中国股市,这个在国内还是新鲜玩意的定量投资方法能够取胜吗?本报记者就此采访了嘉实基金总经理助理、定量投资部总监陶荣辉。

◎本报记者 王文清



简历

陶荣辉于1997年取得北京大学计算机系计算机专业学士学位。毕业后,进入纽约的德意志资产管理公司,从量化投资策略分析师做起,一直到管理规模高达数百亿美元的机构账户及对冲基金的投资策略总监和基金经理,其投资领域涵盖了全球股票、债券、商品及外汇市场,更凭借其优异的业绩和杰出的表现,于2008年成为德意志资产管理公司最年轻的董事总经理。2008年5月,在嘉实基金的邀请下,陶荣辉决定回国发展,把自己多年来积累的定量投资经验应用于中国市场。2008年8月,陶荣辉正式加入嘉实,负责嘉实定量投资团队。

## 谁能360度扫描全市场

记者:定量投资方法在国内相对比较“冷门”,而嘉实正在发行的嘉实量化阿尔法基金将用定量投资方法管理与操作,这是否能理解为2009年嘉实在投资方法上另辟蹊径?

陶荣辉:嘉实经过10年的发展,历经多次牛熊市洗礼,形成了一个拥有科学的投资理念、架构清晰、制度与流程完善的成熟、高效的定量研究核心流程,并在过去几年取得了长期稳定的业绩。我们坚持“研究支持决策”的理念,采用“自下而上”与“自上而下”相结合的分析方法,通过对宏观、策略、行业和公司等全方位精细研究,实施积极主动的管理,以获取超额回报。可以说基本面研究具有“深度”的优势,而定量研究具有“广度”的优势,我们认为基本面研究的深度应与定量研究的广度充分融合,同时辅以严格的投研流程管理,将是投资业绩长期制胜的保证。

记者:我理解的定量投资是用数学和统计的方法进行投资,那么这些数学工具软件是由哪些因素构成的呢?它又是如何发挥作用的呢?

陶荣辉:定量投资的组合决策过程是由系统来完成的,但这并不意味着定量投资的驱动力就是数学,它是主动投资经验的量化总结。事实上,定量投资的基础也是对基本面的深

刻理解和细致分析,其本质就是定性思想的理性应用。定量基金经理基于对市场的理解,提炼出能够产生长期稳定超额收益的投资思想,并用历史数据验证其思想的正确性。

不同于定性投资,定量投资的组合构建是由系统来完成的。系统根据提炼出的投资思想,在全市场挑选符合标准的股票,并通过对收益和风险的优化,产生最优股票组合。这些量化出来的“投资思想”等于是对过去市场经验的总结。定量投资常用的思想通常包括:估值——通过对估值变化的分析发掘被市场低估的股票以获得超额收益;成长——发掘盈利成长超预期的股票;盈利质量——透视企业盈利,关注高质量、可持续的盈利能力;投资者情绪——把握因市场过度反应及不足反应所带来的交易性机会。

记者:那么对于千变万化的股市和不可捉摸的投资者情绪而言,数学模型和计算机软件真的能够战胜市场吗?

陶荣辉:定量投资相对定性投资的优势主要体现在四个方面:第一,投资宽度。人脑处理信息的能力是有限的,而现代计算机系统可以高效、准确的处理海量数据信息。相对定性基金经理,定量基金经理借助系统强大的信息处理能力,可以在全市场360度寻找投资机会,获取超额收益。第二,投

资客观性。系统化的组合构建能够最小化人的情绪对组合的影响,更客观的体现基金经理的投资思想。第三,投资思想的可验证性。定量投资利用历史数据来验证投资思想在不同经济周期、市场环境下的适用性,真正做到了“大胆假设,小心求证”,确保了超额收益的稳定性和可持续性。第四,风险控制。定量投资系统通过对投资收益和风险的分析和优化,优化组合,在有效风险控制的基础上,最大化预期超额收益。

同时,定量投资更加强调团队的合作以及能力的互补。定量投资经理从挖掘思想,验证思想,构造组合,执行组合,是通过团队的合作来完成,强调的是个人能力的互补。比如有的人更善于用直觉和经验去产生投资思想;有的人更加善于科学地验证这样的思想在每个市场、周期的正确性;有的更加善于进行投资的组合。在中国日益复杂的资本市场,定量组合能具有巨大的优势,产生超额收益。

但是,定量投资相对定性投资,也存在其局限性,例如,对历史数据的较强依赖性,缺乏对公司管理机制的充分理解等等。事实上,任何一种投资方法都有其局限。不论是定性投资还是定量投资,只要应用得当,都可以产生超额收益。正可谓“条条大路通罗马”。

## 定量投资经理战胜了巴菲特

记者:定量投资在国外成熟市场的实践情况如何?机器人和国家象棋大师对弈的结局会出现在股票投资领域吗?

陶荣辉:定量投资发源于上世纪70年代,从1978年BGI发行第一支定量主动股票基金到今天已有逾30年的历史。其市场规模不断扩大,投资业绩稳定增长,市场影响力不断提高,成为海外基金管理公司提高管理能力,扩大产品线长度、广度和深度,分散基金管理风险、及服务细分市场的重要工具之一。

定量投资方法在全球已经得到

了投资人广泛的认可。以美国零售市场为例,在主动型股票基金中,定量占据了16%的市场份额,其多元分散、纪律化的投资风格也为投资人创造了更好的风险调整后收益。而在竞争激烈的机构投资市场,定量投资则获得了更大的关注,以BGI,GSAM为代表的一大批以定量投资能力为核心竞争力的公司今天已发展为机构资产管理公司中的巨无霸。

过去20年,作为定性投资大师,沃伦·巴菲特通过他对公司基本面精到的理解和对估值的精确判断取得了年化20%的收益。而定量的投资方法在

对冲基金的世界里也取得了巨大的成功,一位不为大多数人知晓的基金经理詹姆斯·西蒙斯,他用定量投资方法管理着的对冲基金在过去20年取得了年化38.5%的净收益。可见,定量、定性投资作为不同的投资方法,不同的投资风格,只要运用恰当,都可以为投资人带来好的收益。简单地比较定性、定量投资可能没有太多的意义,我认为投资人应该更加关心如何从众多投资经理中找到能够真正为大家带来超额收益的定性投资经理,而从众多的定量投资方法中为大家找到真正能带来超额收益的投资团队。

## A股市场会适合定量投资吗

记者:定量投资在海外市场取得了良好的业绩,但在作为新兴市场的中国股市能够适用吗?毕竟A股市场的复杂性程度要远高于海外成熟市场。

陶荣辉:在海外成熟市场取得了良好业绩的量化投资,在中国市场也一样适用。因为,量化投资是一种主动投资策略,主动投资的理论基础就是市场非有效或弱有效,基金经理通过对个股、行业价格变化的驱动要素的分析研究,可以建立投资组合,从而战胜市场,获得超额收益。其次,相较于海外成熟市场,A股市场的发展历史较短,投资理念还不够成熟,相应的,留给主动投资发掘市场非有效性,产生阿尔法的潜力和空间也更大。定量主动投资以基本面分析为驱动,以全市场、多维度的视角广度扫描投资机会,在中国市场的应用将更显其优势。

记者:相比其他方法量化投资能够更好地掌握今年A股的投资机会吗?

陶荣辉:2009年正处于一个周期的结束到一个新周期的开始的调整阶段,产业轮动又快又强,很难看到某一个行业或股票能持续成为领头羊,也就是结构性的市场机会将高于系统性的机会。

在这样的市场环境之下,在转瞬即逝的投资机会面前,基金经理们靠在短时间内能深入研究的股票数量是有限的,而定量的投资借助计算机系统,以多维度、全市场的视角,覆盖面更广,捕捉全市场结构性机会方面可能具有一定的优势。

此外,定量投资方法不是静态的,是动态的,也就是说,基金经理会根据自己的直觉、经验以及历史的验证去动态地调整投资方法中所用到

的投资思想。显然,在不同的经济发展周期,市场会有不同的驱动。比如说我们观察经济萧条期发现,主要的市场驱动首先是利率政策。我们知道,央行会采取比较宽松的货币政策刺激经济。这样的利率政策又会带来估值中枢的上升,因为流动性推高估值。它的驱动还包括对企业盈利拐点的预测。在这个时候,人们往往不是关注企业盈利的上升或下降,而是关注盈利是否在未来会出现拐点,盈利下降的加速或减速。

经历了07、08年这样一个大牛大熊市的洗礼之后,A股市场的非有效性将以更复杂的形式表现,嘉实定量投资团队以互相协作,科学辅助的方式,不断地精进适合中国市场特点的投资策略,依据市场在不同周期下的驱动要素,及时调整策略,以有效辨识和把握投资机会。