

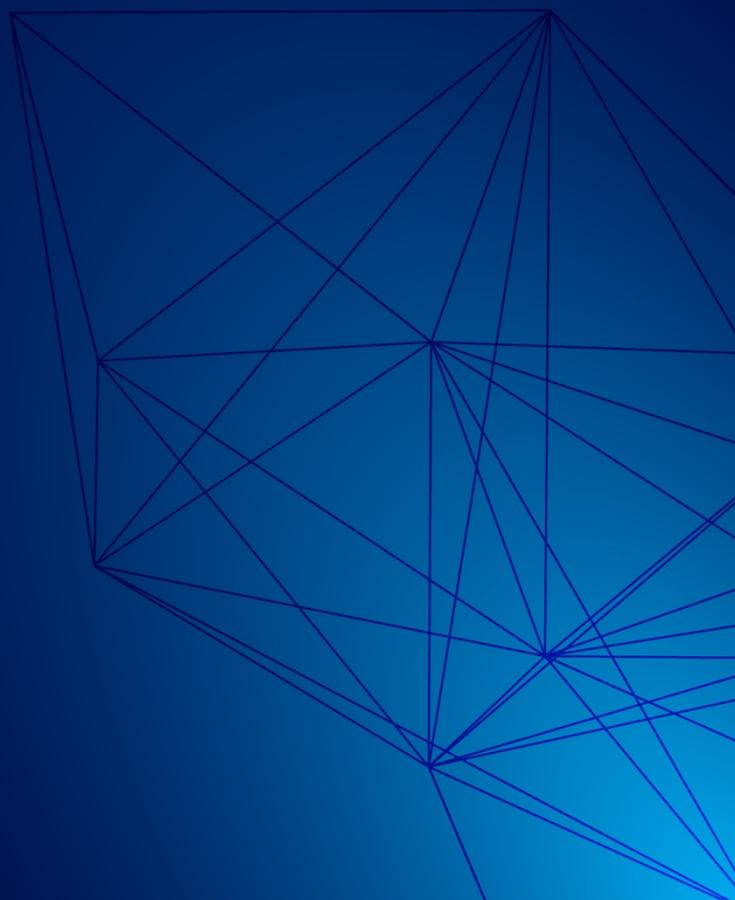


北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

金融前沿对话

2019 年第 20 期 总第 31 期



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

主办单位：北京大学汇丰金融研究院

院长：海闻

执行院长：巴曙松

秘书长：本力

编辑：都闻心（执行） 曹明明 何清颖 方垆豪 朱伟豪

北京大学汇丰金融研究院简介

北京大学汇丰金融研究院 (The HSBC Financial Research Institute at Peking University, 缩写 HFRI) 成立于 2008 年 12 月, 研究院接受汇丰银行慈善基金会资助, 致力于加强国内外著名高校、金融研究机构, 以及知名金融学者之间的交流, 构建开放的学术、政策交流平台, 旨在提高中国金融理论与政策的研究水平, 促进学术繁荣与发展, 加强与政府决策部门的联系与合作, 为政府决策提供参考意见, 为国际金融体制改革和中国金融业的发展做出贡献。

北京大学汇丰金融研究院院长为北京大学校务委员会副主任、北京大学汇丰商学院院长海闻教授, 执行院长为中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长巴曙松教授。

中国市场的投资机会

【对话主持】

北京大学汇丰金融研究院执行院长、中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长巴曙松

【特邀嘉宾】

宏时资本首席投资官范华

一、中国市场中的投资机会

放眼全球经济界，中国当前的地位举足轻重，是世界人口第一大国，也是最大的潜在消费市场，外资直接投资位列全球第二。此外，中国是最大的贸易国和大宗商品进口国，GDP 体量全球第二，边际贡献增长全球第一。而且中国在许多新领域，包括互联网支付、高铁、5G、电动车、人工智能等都处于领先地位。从资本市场角度看，全球股票指数中国占比虽不大，但是近年中国资本市场的发展非常快，市值已列全球第二。随着“沪港通”等渠道的顺畅开通，全球投资者开始通过这些渠道配置中国股票，MCI 已将 A 股纳入全球的股票指数，新兴市场指数占比更高。尽管 2018 年 A 股行情惨淡，但 A 股的外资流入却翻了一倍。后续可预期 MIC 将进一步参加 A 股权重，最终可能达到全球股票指数的 0.4%和全球新兴市场股票指数的 3.3%。



图 1

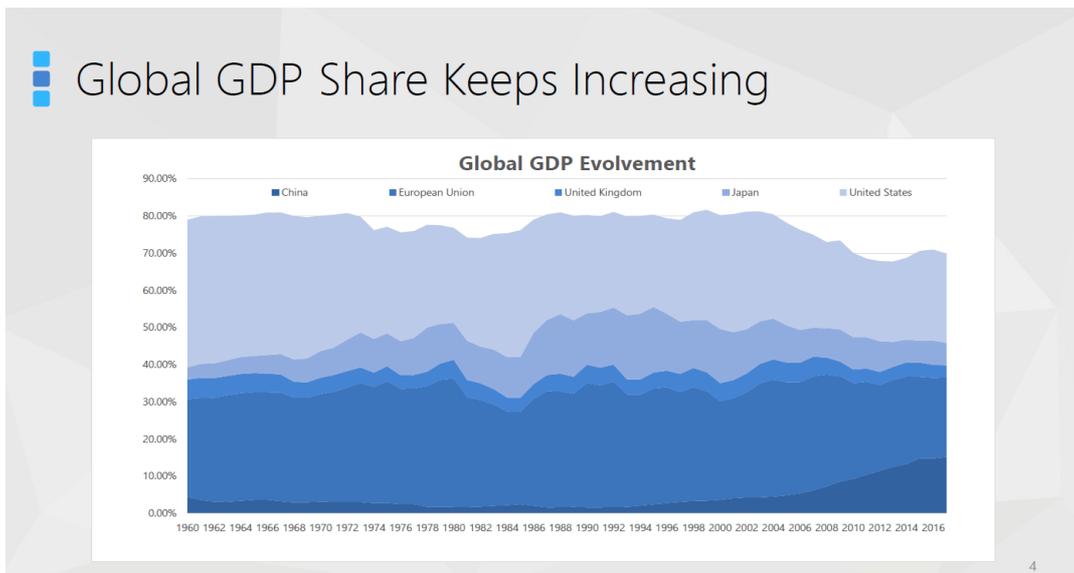


图 2

图 1 和图 2 主要列了股票和债券指数的市值占比，中国债券指数目前已是全球第三位。

Chinese equity and bond rank No.2 and 3 in global market

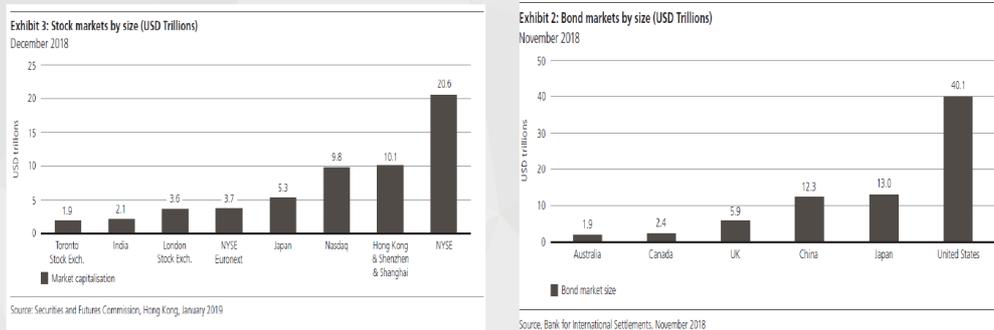
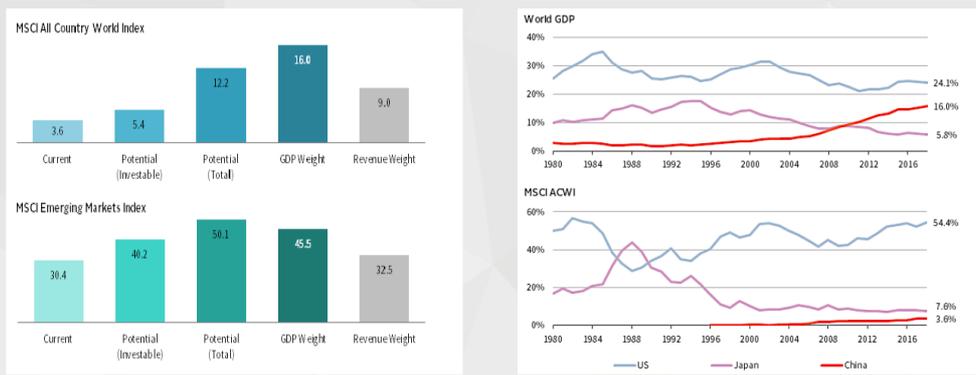


图 3

图 3 显示，中国目前股票指数的占比与中国在全球经济中的影响力相比还是偏小。反观日本当年的情况，他们的 GDP 占比比较高时，其股市在全球市场的指数贡献度亦非常高。这从另一个角度说明，中国的股市将来在股票指数中的影响力还有很大的提升空间。

China plays an important role in the world



China has been under-represented in global market, and has potential to get to normal.

图 4

A 股目前是全球机构投资者偏向的配置标的之一，配置时主要考虑三个方面：第一是预期回报，第二是风险，第三是相关性。图 4 表

格显示了中国 A 股指数回报，其与起点选择有很大关联性。如果选择了高点买入，回报率相对不理想。A 股市场为全球投资者的吸引力主要在于：一是数据的波动性大，二是与其他主要股票指数相关性非常低。A 股市场的散户比例较高，而且交易量也较大。如果是长期投资，在 A 股市场有非常好的投资机会。

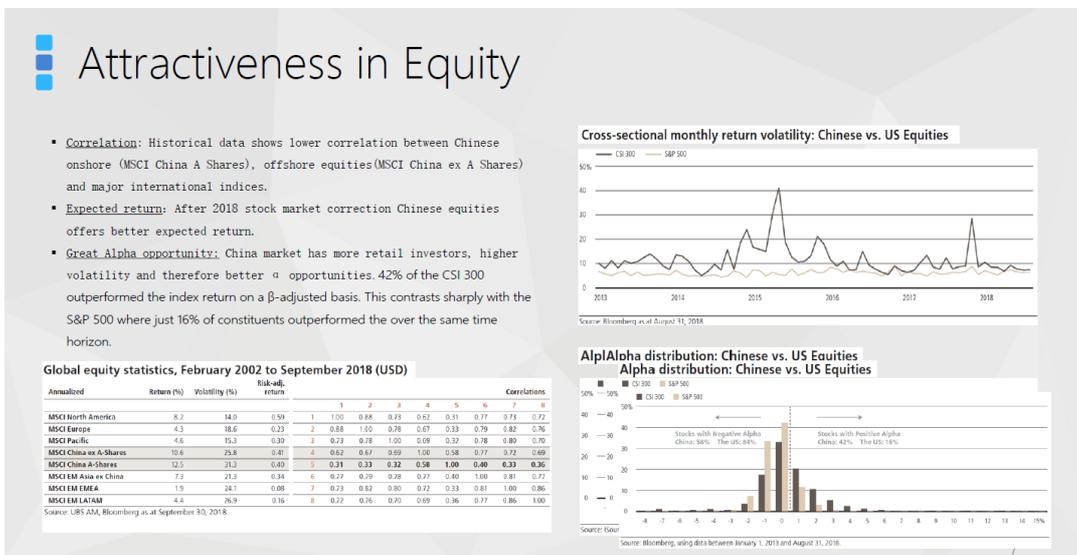


图 5

中国债券市场市值全球第三，超过 60%是政府和政策银行债券。公司债、企业债、ABS 类都发展很快。随着“债券通”、CIBM 渠道的开放程度提升，特别是“债券通”开通带来的积极影响，拥有 8 万亿美元的中国债券市场，开始对海外投资者产生吸引力，而没有额度限制和资金出入境的手续。从 2019 年 4 月份开始，彭博已经将中国政府债券和政策银行债纳入了其旗舰指数 Global Aggregate、Global Treasury、EM Local Currency Government 指数，占比可达 5.5%，约 3 万亿美元。加入这些指数后，除了海外被动投资管理人会增加中国债

券配置，很多主动管理人也在考虑是否进一步超配中国债券。中国债券的吸引力主要表现在几方面：一是名义收益率高于主要发达市场；二是实际利率为正；三是有一些发达国家，如德国、日本，实际收益率是负的，吸引力较小。从相关性来看，中国的债券和世界上其他国家的利率相关性低，这给我们做资产配置提供了较好的工具。

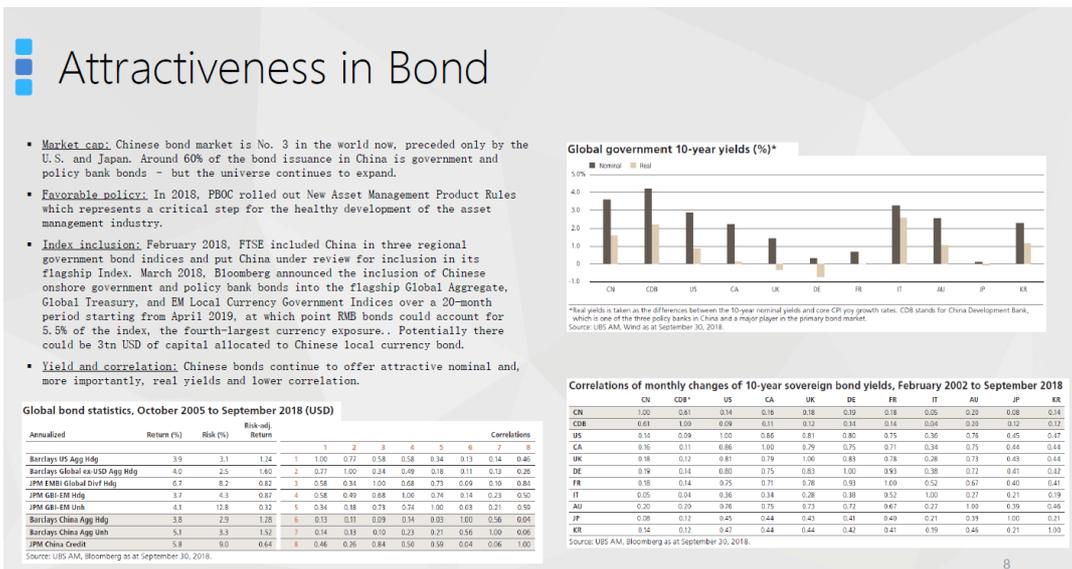


图 6

再看回报本身，中国的债券近几年是夏普比最高的资产之一。部分原因是我们还未经历过一个完整的信用周期。从这个角度看，最近两年的违约出现是一件好事，一方面是信用周期走完后，我们可以对信用类资产有全面的认识，另外一方面是这些违约发生后可明确规则，有利于市场对信用更好的定价。我们希望资本市场能够起到好的资源配置作用，希望好的公司不仅可以活下去，而且可以借到更便宜的钱；而不好的公司借贷成本高，无法承受就申请破产，如此一来，资源才

能配置给值得配置的公司。信用市场接下来的发展还要看政策和各地的执行情况，困境债券很可能是一个投资机会。

Global Investors' China Allocation

Allocation method	Pros	Cons
Maintain current global allocation or EM allocation	<ul style="list-style-type: none"> No action needed by asset owners Limited work by asset managers as they expand the current team to cover China Better at considering cross country opportunities 	<ul style="list-style-type: none"> Tend to underweigh China Asset manager usually has small local team, easy to miss opportunity in China
Add China index mandate	Easy to execute, low fee	Chinese index returns less attractive on a risk adjusted basis
Add China long only active strategies	Easier α , which can smooth β 's high volatility	<ul style="list-style-type: none"> Need long time to pick manager Local managers tend to be absolute return focused
Add China absolute return strategies	Offering $\beta + \alpha$ and dynamic allocation with higher return expectation with reasonable risk level	<ul style="list-style-type: none"> Not easily fitting in asset owners' framework Less managers with long track record

图 7

目前，全球投资者如何在中国配置相关资产主要包括以下几方面。第一，在中国资产加入全球指数后，作为基金管理人，一般会按照新的指数进行配置，他们会配置中国的团队，但规模较小，容易错过中国能够看到的好机会。第二，配置中国资产的办法为增加中国的指数投资，指数投资相对容易执行，费用较低。但若简单看中国指数，特别是股票指数近年的回报和风险情况，吸引力较小。第三，增加中国的积极策略，使得中国市场较容易获取 α ，好的 α 可以帮助平滑 β 较高的波动性。缺点是，如果选中国的主动管理人一般需要较长时间，他们以绝对收益为目标。第四，增加中国的绝对收益策略，可以提供中国市场的 $\beta + \alpha$ 和动态配置，具有更高的回报预期和合理的风险水平。但如果一个单独的中国配置，较难融入海外大型资产应用者的资

产配置框架。此外，在国内主要做股的合作机构，相对分散，很少有机构具备跨资产、多资产投资的能力，具有较长工作经验的经理也较少。

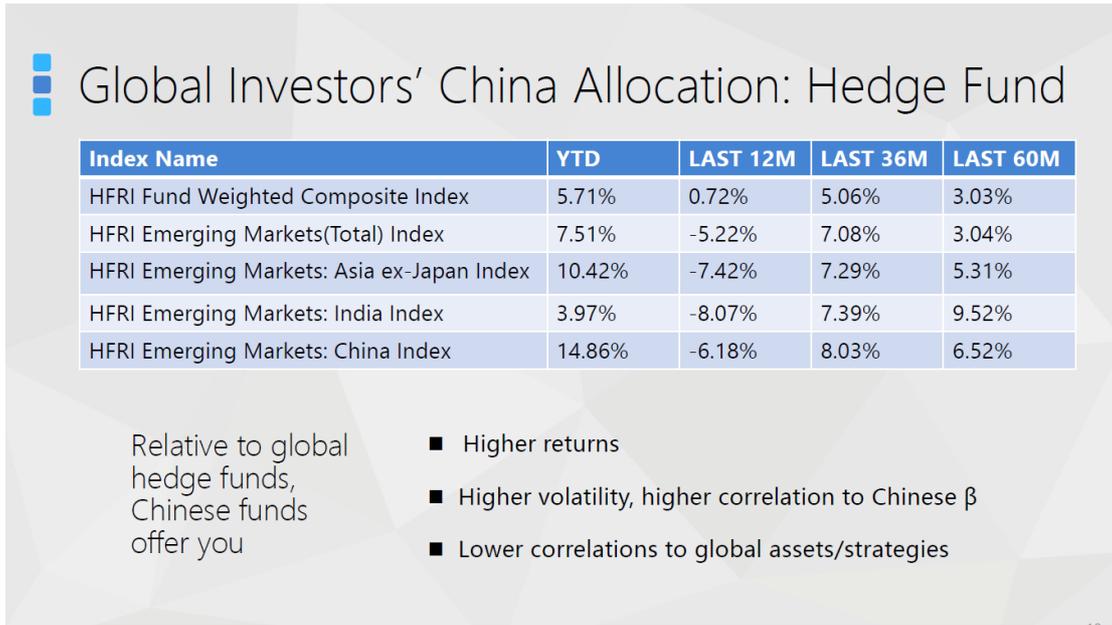


图 8

图 8 列了对冲基金的回报情况，由图可知，不管是一年、三年还是五年，全球对冲基金指数的回报都非常不尽人意。在中间进行细选可知，新兴市场情况稍微好一些，在新兴市场中亚洲新兴市场可能更好，其间很大的比例来自中国，所以中国的回报比较有吸引力。过去 12 个月的回报是 -6%，这说明中国对冲基金中还是有很高的 β 成分。回看三个标准，回报、风险和相关性，中国的绝对收益策略和中国的对冲基金，还是能提供较好的绝对回报，波动性也较大。跟 β 相关性较高，但与其他全球主要的资产类别相关性较低。

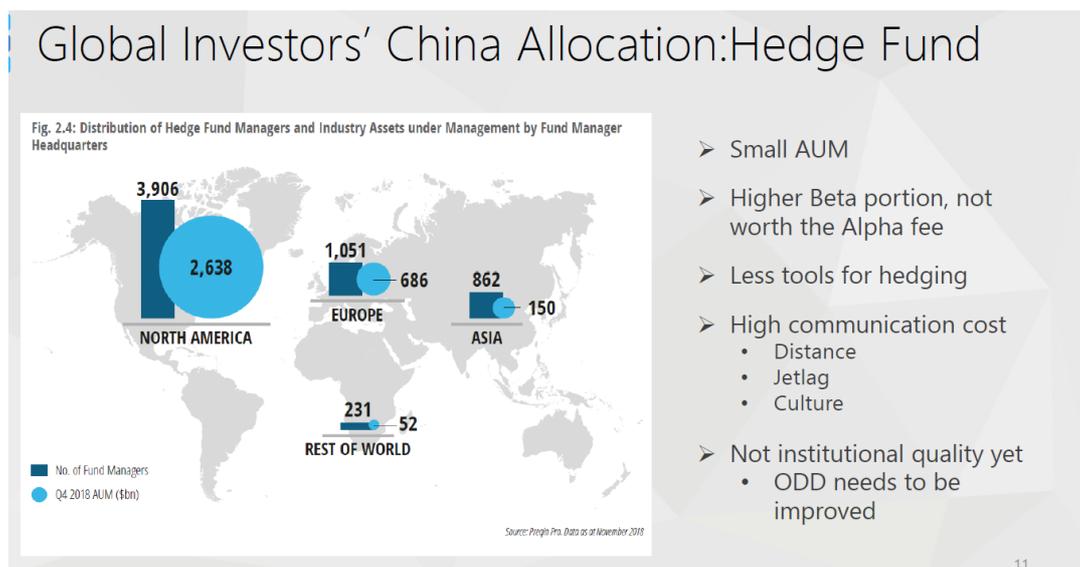


图 9

图 9 展示了全球对冲基金在中国的相关配置。由此可见，中国相关的对冲基金配置，在全球指数里面占比非常小。其原因主要是中国私募基金并没有在全球较流行的数据库披露他们的业绩。实际上，中国私募基金的数量至少有八九千家。中国对冲基金的特点，一是其 AUM 在全球的范围相对较小；二是它们的业绩中有很大的 β 部分；三是中国市场对冲基金相对比较少；四是海外的对冲基金团队认为配置中国有一定困难，包括距离远、到中国做尽调有时差、投资风格理念有较大文化差异；五是很多海外的团队抱怨中国市场少有好的对冲基金，他们认为中国对冲基金在运营上离海外的 ODD 差距较大，机构难达要求。

Global Investors' China Allocation: Private Market

China PE/VC is still small

- China PE/VC is a very small portion of global market, both in terms of funds raised and invested;
- Private market was more attractive than public market.

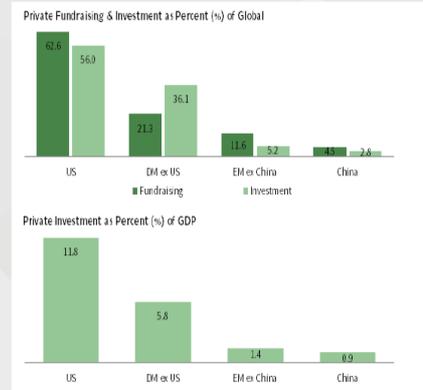
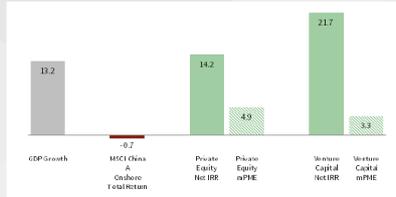


图 10

从图 10 看中国的私募市场，可以发现其与公开市场相比，PE 和 VC 基金近年的回率高很多。海外一些捐赠基金很早布局在中国的 PE 和 VC 领域，取得了优异的回报，从私募市场占全球的比例来看，中国的占比非常少，有很大的发展前景。海外近年公开的市场市值基本随着股票价格的增长而增加。上市公司个数有明显的下行趋势，私人企业和 PE 基金从公开市场下市，私有化企业在增加，因为上市公司需要面对众多投资者，有短期业绩压力。同时 PE 市场足够大，可以满足企业的融资需求。中国市场不一样，资本市场在 GDP 中比重很小，有很大的发展空间。

Easier Allocation to China

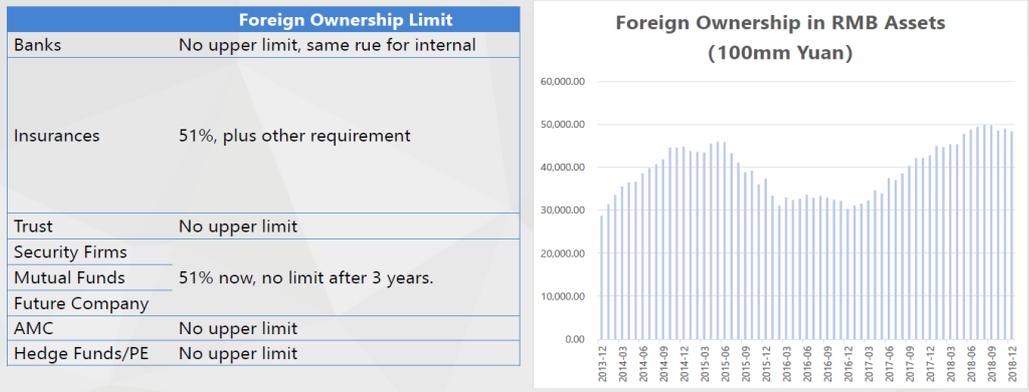


图 11

由图 11 可见，在人民币资产上，海外机构投资者占比很少。现在投资海外比以前容易，许多银行、保险、信托、券商、公募基金和期货公司、对冲基金、公募、私募各个领域上外资占比比例都比以前大幅度提升。这一两年来，海外投资者在 A 股上的占比越来越高，这是中国公募基金本身股票 AUM 下行的主要原因。

Foreign Ownership

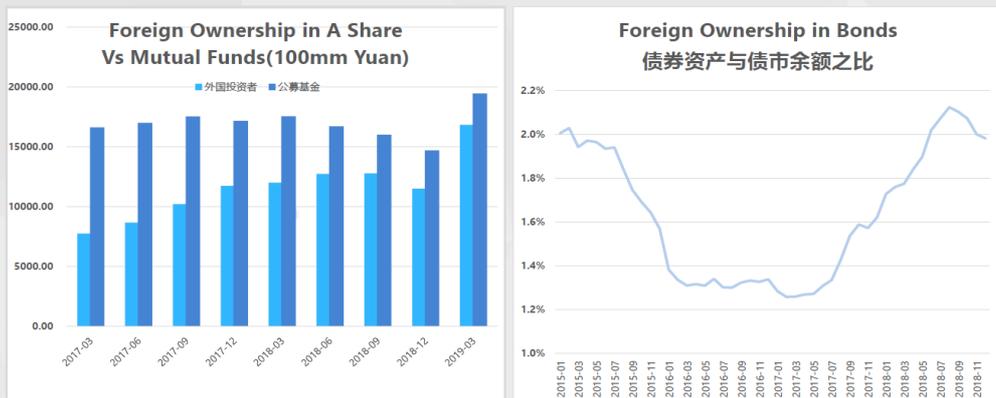


图 12

由图 12 可见，债券资产和债市余额比非常低，所以我们也预期

看到更多的外资机构投资中国债券市场。



图 13

上文提到了中国市场有许多机会，从配置角度来看非常有吸引力。许多海外机构纷纷在中国成立了分公司，目前已注册 20 家左右，我们对部门名单做了罗列，包括大型资产管理公司、对冲基金以及量化基金等。

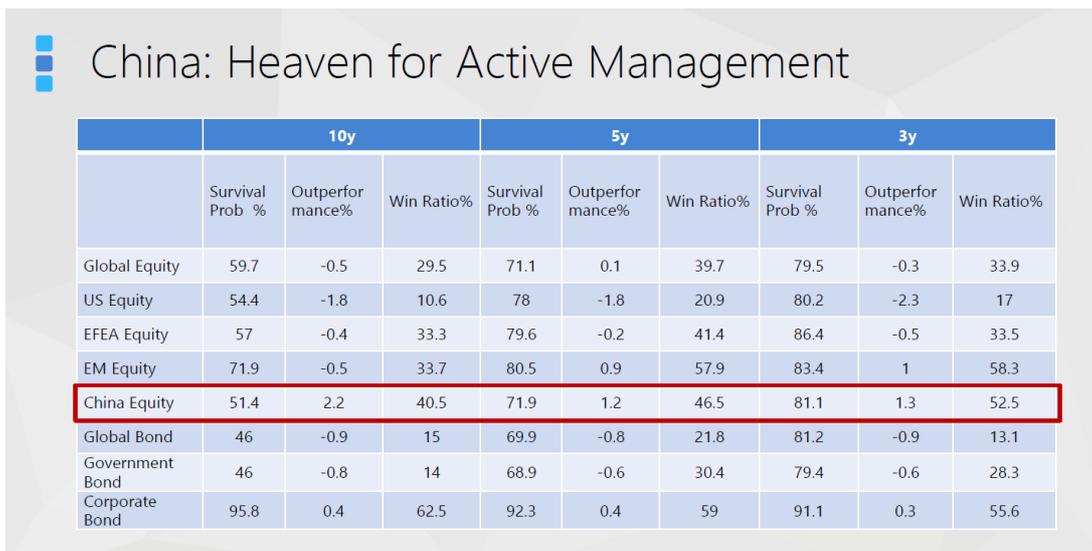


图 14

图 14 主要解释了为什么大家看好中国投资机会，特别是主动投资机会。从上述表格看，过去十年除了公司债的存活率是 95%、96% 外，其他各个策略存活率都不高，均在 50% 左右。机构投资人难超越指数，这是我们看到海外的被动指数 AUM 增长快的一大原因。

第二是超额收益量，除了中国的股票和公司债外，其他都是负增长。这不完全是主动管理人没有创造 α ，但所创造的 α 有时会被管理费抵消。中国市场的超额收益率为 2.2%，主要是海外的基金经理管理的成果。中国市场存活率 51%，如果 100 家机构里有 51 家存活，能超越指数的也能有 40 家。所以，很多机构都看好中国的主动管理机会。

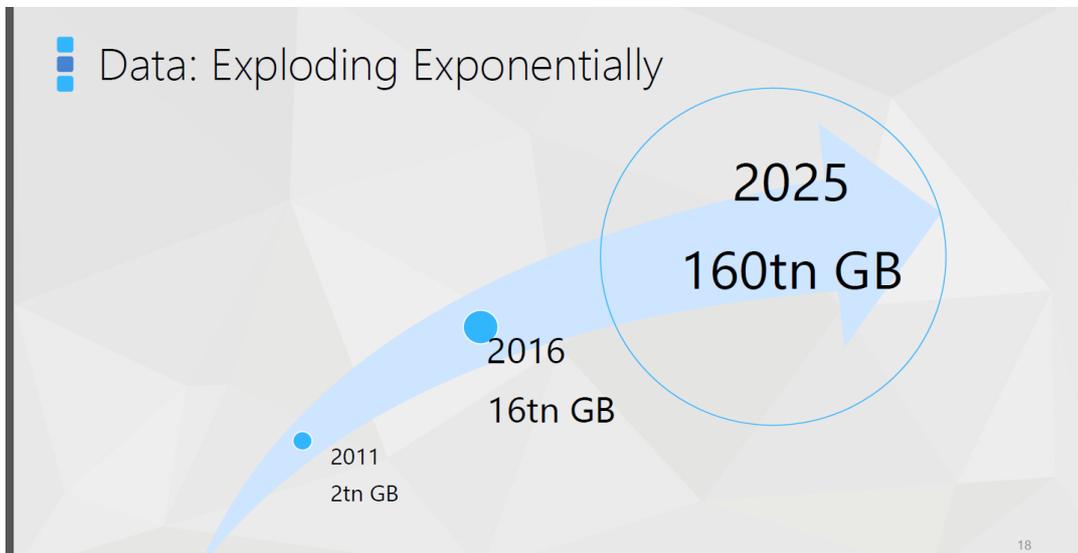


图 15

下面主要了解中国主动管理量化策略的管理机会。据媒体估计，2011 年全球的数据量是 2 万亿，2016 年增长到 16 万亿，预估到 2025 年，我们的数字将再增长 10 倍，约 160 万亿，所以数据基本呈指数

型增加的趋势。

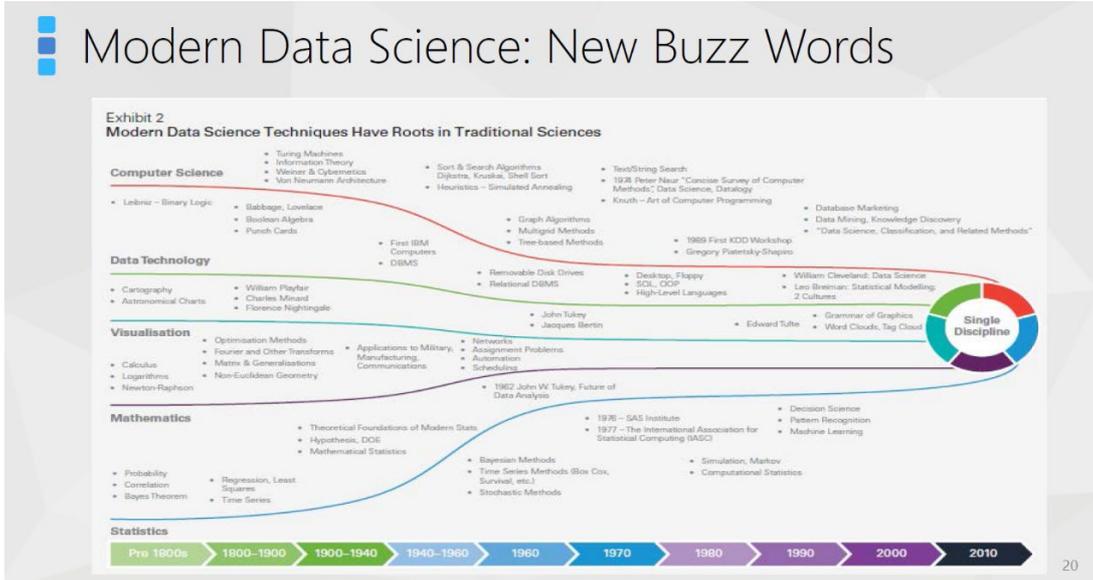


图 16

图 16 总结了数据科学领域发展的过程,从最传统的统计、数学、数据技术到计算机,并逐步发展的过程。我们最新听到的数据科学,实际上包括机器学习、深度学习、神经网络、AI 等。不同的方法和数据对应,就是各种各样的量化策略。

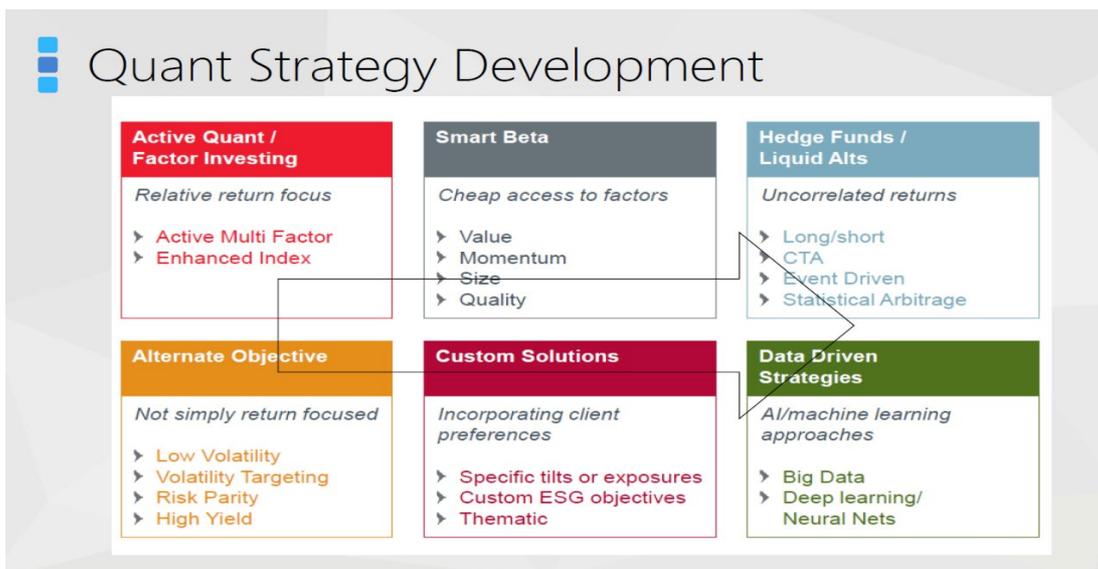


图 17

图 17 主要展示了传统做多为主的基金管理量化策略，主要以 Factor Investing 为主，包括指数增强型策略；Smart Beta，可以将指数部分对冲，进行一些绝对收益的回报；此外还有 Liquid Alts 对冲基金策略，他们希望提供和传统股票债券指数低相关性的回报，这中间包括股票多空，或其他多空策略，如 CTA 策略，事件驱动，如 AI/machine learning approaches 等量化策略。

从另外一个角度看，例如风险平配策略或第一波动性策略，不仅给投资者提供了高回报的策略，也可以给客户为客户提供客户化服务策略，即按照客户需要，做相关的敞口管理，如 EST 和主题投资。上图右下角是另类数据的应用，应用大数据进行深度学习。另类数据产生的策略，其风险配置在整个机构投资者的配比风险因素较小。

Quant Investing Frontier

Exhibit 6
Earnings Call Transcripts Offer a Window to Otherwise "Hidden" Data

	Sections		People		All Sections	
	Prepared Statements	Unscripted Q&A	Company Management	External Analysts		
Number of Sentences	18	189	55	152	219	The earnings call narrative was dominated by company insider dialogue during the Q&A portion, suggesting long-winded answers from management may have been used to avoid answering questions directly
Number of Words	1,098	10,305	7,804	3,599	11,403	Sentiment during the Q&A section was mildly negative when compared to the prepared statements, suggesting a degree of linguistic vetting by company management
Word Sentiment	0.67	-0.02	0.69	-0.18	0.28	Management uses marginally more complex language than analysts, which could suggest obfuscation
Sentence Sentiment	0.64	-0.06	0.72	-0.23	0.32	Alternative definitions of sentiment may yield contrasting views on a particular piece of text, helping to build a more comprehensive assessment of the language being used, generating richer analysis
Topic Sentiment	0.00	-0.13	0.17	-0.38	-0.11	
Language Complexity	8.9	6.3	8.1	5.8	7.8	

As at 31 December 2018

图 18

图 18 是量化投资能做的工作，它把传统 Earning Call Transcripts

进行量化分析，包括简单的统计数据，如统计有多少文字和句子，然后得到更多语义的判断，并从整体进行打分后形成对公司 Earning Call Transcripts 或机构自信心的判断。此类另类信号或投资策略相对较新，它的有效性有待判断。同时需要策略团队不断更新开发，把业绩做得更好。

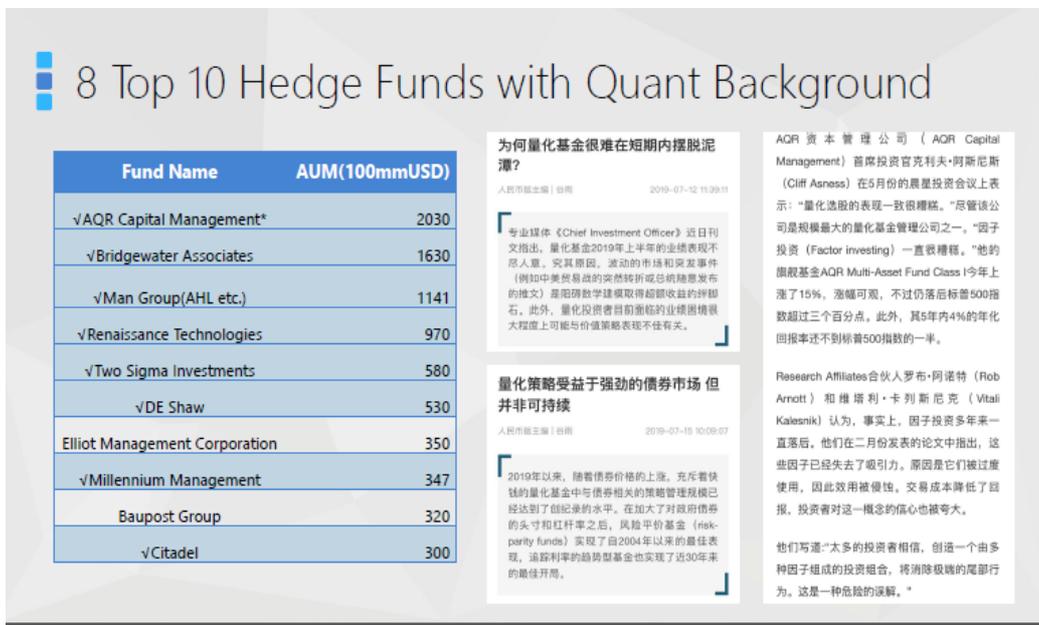


图 19

图 19 是前十大对冲基金名称，如此大规模的量化基金也给持续创造超额收益提出了很大挑战。

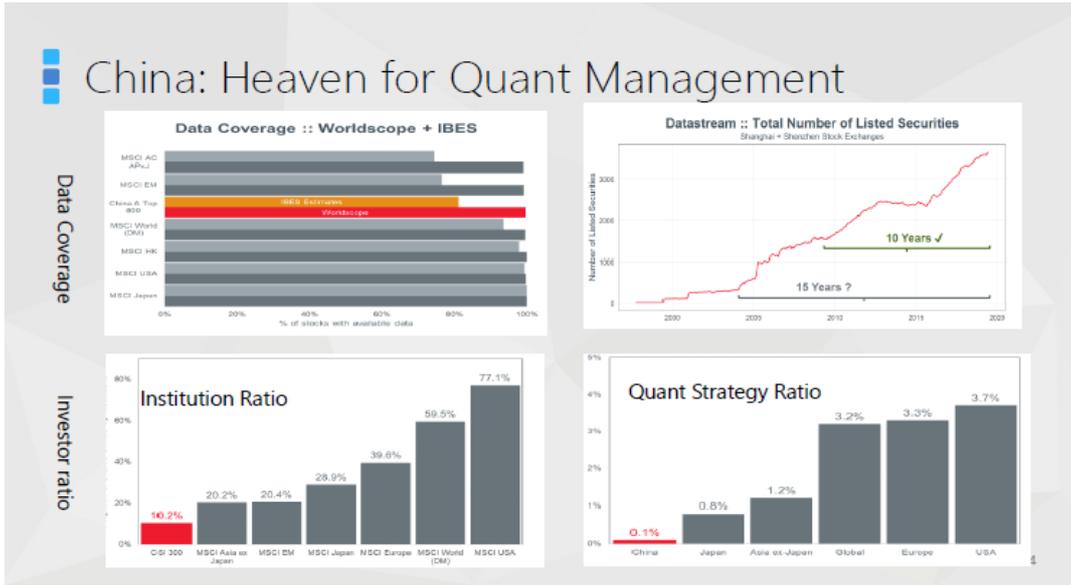


图 20

图 20 从几个不同的角度分析中国适合量化投资的理由。首先数据数量大，其次是历史时间长。从上面两个图中可看出中国的数据，范围较广。因为中国资本市场存在的时间较短，但是随着过去 15 年左右的积累，股票数量相对可观。



图 21

图 21 左上角表格主要衡量了流动性，可以得出中国的股市非常活跃的结论。右上角图可知，30%以上的中国股票都能够有如此成交量。下面两个图主要展示中国股票的集中度，分析造成其变动的因素。说明中国的股票风险来源非常快，比其他市场的集中度小，因此个股的贡献更大。

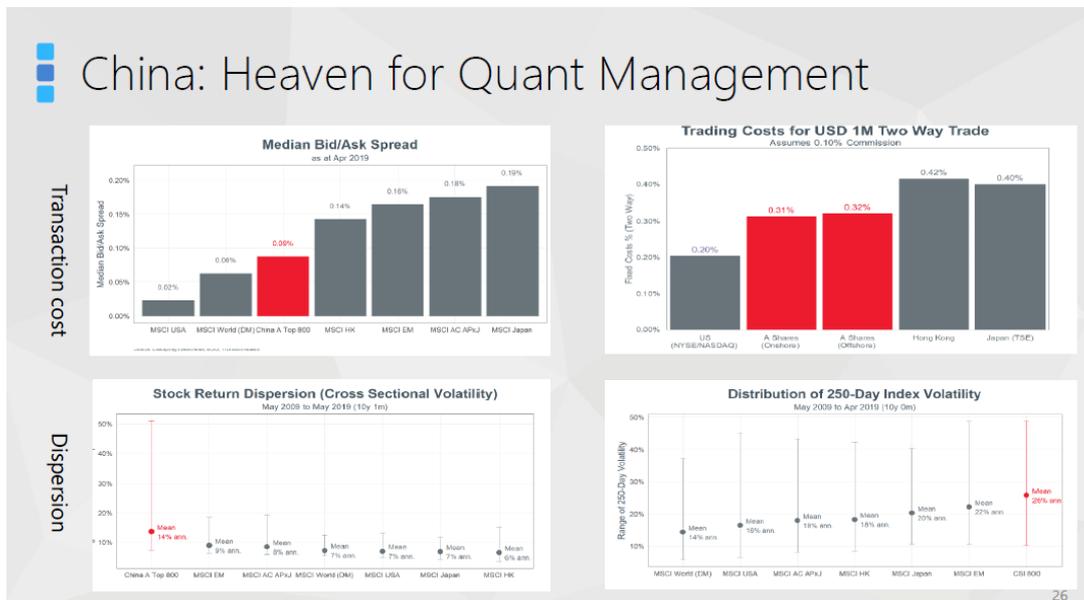


图 22

从交易成本的角度来看，中国的市场并非最贵，相对较便宜，在可以接受的范围内。从两个 Volatility 看，中国市场的波动性较大，相对适中的波动性更适合量化投资。如果波动性太高，会给量化策略提供一定挑战。综合而言，中国的股票市场数据多，历史不长。市场活跃交易量大，成本较低，波动率适中。此外，机构投资者少，宏观因素影响小，个股因素较大，以上均可反映到基金管理公式上。

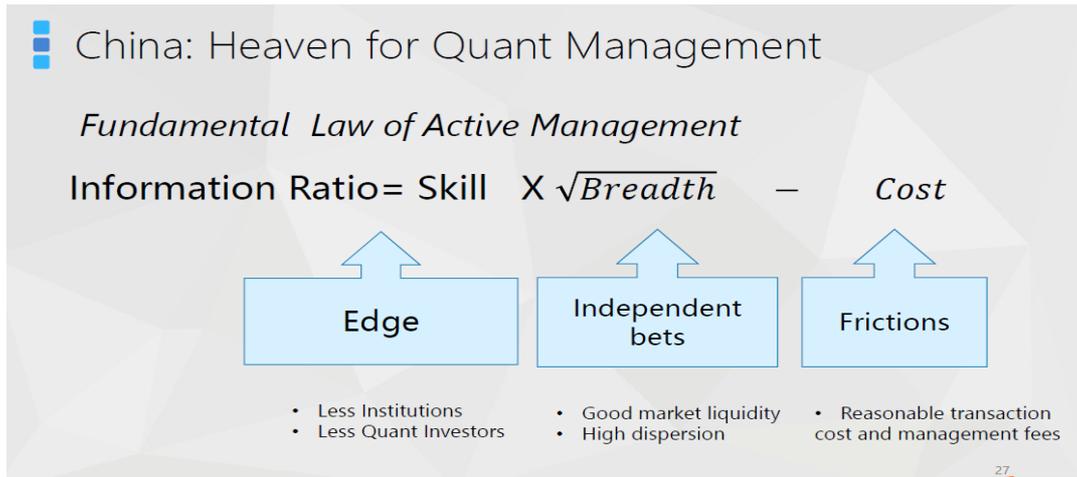


图 23

图 23 将投资基金管理能力通过公式的方式展示。在信号上的能力是投资策略乘宽度的开根号，并再减去成本。A 股投资机构少，量化投资策略少，使得投资的策略更好、更有优势。另外，市场的 Edge 较高，说明独立判断的个数较多。最后，交易成本相对较低，以上能够对基金管理做出一定贡献。

总体而言，中国整个资产管理行业正在经历几个较大的转变：一是国内出现越来越多机构投资者。二是国际化，中国的人民币资产，海外投资者拥有比例越来越高，这中间包括长期资产拥有者，如股权基金、养老、捐赠基金。三是行业正在经历重新的调整，其主要原因是监管，因 2018 年资管新规的实行，对银行理财和净值产品产生较大影响。此外，债券市场违约数量更高，打破刚性兑付是必然的趋势。违约后资产如何处置尚存在不确定性。四是金融领域的对外开放是较坚定的过程，这将为越来越多在海外工作过的专业人士提供更好的机会。

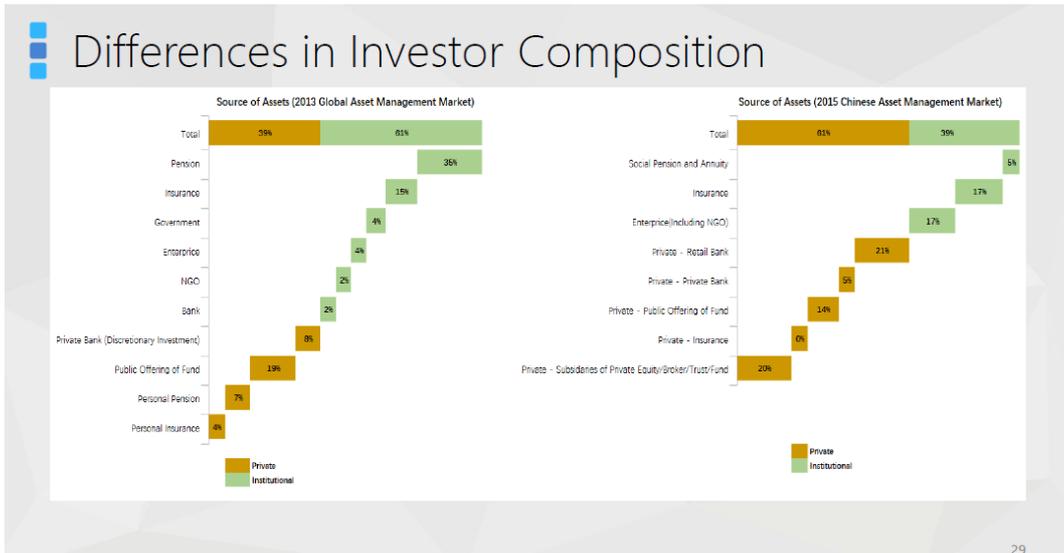


图 24

图 24 将 2013 年和 2015 年进行对比，海外市场到现在变化不大，机构投资者占比较大，约 60%，散户约 40%。中国散户比例较大，目前散户比例正在下降，但离海外水平依旧有一定距离。



图 25

海外机构投资者首先应多配置中国，其次选择主动管理，最后要找到合适的合作伙伴，可事半功倍。

二、问答环节

Q1: 对于做的好的量化基金，购买大量另类数据，更高深的计量分析，低延迟交易系统各贡献多少比例？

A1: 我们看到买另类数据的不只是量化策略，有些知名的 LS 管理人非常喜欢另类信号，因为 expert network 被认为是内幕消息，而这些数据是合法的 edge。

Q2: 请问现在还有多少/哪些外资 AM 在计划进入中国？有和国内机构合作吗？合作方式主要有哪些？

A2: 每家机构的情况不一样，一家机构中的不同策略贡献比例也不同。

Q3: 中国市场的政策性风险比较高，比如贸易战是一种 regime shift, Quant 如何应对？另外，人民币的风险也是全球投资人最大担忧。

A3: 我们在跟海外投资者的交流中听到的最大担忧是钱进来容易，但出去难，或者说是担心想出来的时候会有问题。

本文根据北京大学汇丰金融研究院执行院长巴曙松教授发起并主持的“全球市场与中国连线”第二百九十九期(2019年7月17日)内容整理而成，特邀嘉宾为宏时资本首席投资官范华女士。

范华女士担任宏时资本首席投资官，兼中国财富管理 50 人论坛首席专家、香山财富研究院学术理事。先后在高盛公司 11 年、中投公司工作 10 年，从事资产配置和多资产绝对收益的投资，曾任中投公司资产配置部、债券与绝对收益部总监、高盛全球风险模型部主管。2014 年，被《亚洲投资者》杂志评为资产管理行业 25 位最有影响力的女性之一。2015 年被“100 Women in Hedge Funds”授予行业领导力奖。2013-2015 年，她带领团队连续在《机构投资者》杂志对冲基金行业主权财富基金类获奖。

【免责声明】

“全球市场与中国连线”为中国与全球市场间内部专业高端金融交流平台。本期报告由巴曙松教授和王志峰博士共同整理，未经嘉宾本人审阅，文中观点仅代表嘉宾个人观点，不代表任何机构的意见，也不构成投资建议。

本文版权为“全球市场与中国连线”会议秘书处所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复印、发表或引用本文的任何部分。



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

