

## 关于完善 FOF 投资框架的计划（团队内部、初稿）

### 做什么，怎么做

任柯竹

#### 工作主要内容：3 个问题 + 1 个故事

投什么、投谁、投多少，投后管理这 4 个问题，加讲一个故事---团队自己的宏观经济观点逻辑

个人重点工作：研究贝塔的择时，形成判断体系，给出建议

#### 一. 投什么资产

##### 1. 深度理解公司需求

首先需要充分了解公司独特的产品定位，最低要求，约束，要得到什么类型的收益，接受什么水平的风险和波动，能够投资什么类别。这是配置的基础逻辑，直接影响产品的收益风险。

##### 2. 选择投资资产

① 绝对收益（主要依靠阿尔法，中短期收益稳定，但长期不一定存在）这点现在团队优势明显。类固收都放在这类建立安全垫。

② 相对收益（主要交易贝塔，波动大不稳定且择时难度大，但长期可持续）需要按照自有逻辑进行大类资产配置。

#### 二. 投谁（已经比较成熟、成功）---现阶段的核心竞争力

1. 拓展优秀投顾的资源，类固收的规模决定了杠杆大小和最终收益（绝对收益、安全垫、类固收的储备）
2. 控制数量，只有明确更优的才有必要加入，否则无数学意义。核心和卫星分开跟踪。
3. 有长期了解的明确主题的投顾，才能在有机会时敢于做出加仓。（只有非线性仓位才能有高收益）
4. 梳理制作投顾调研经验总结的内部手册，收集所有的关注点及背后逻辑（例如管理费设计可以看出其成本、经营导向、对市场的理解）；参考国外文献有大量相关内容，制定评价体系；
5. 可借鉴巴菲特的价值投资思路，本质也是在找可投资的好公司（四好标准：好行业，好分红政策，好高管，好价格）====（好的量化领域，好业绩报酬，好团队，好时机）
6. 冷门的领域深耕的最值得重视，最容易出阿尔法。拥挤的，流动性太好的，需要慎重。

#### 三. 投多少

---算法和金融理论主要是解决第二个“投多少”的问题，也就是资产配置的权重问题

用金融经典理论建立框架，把实战经验装在理论框架里面，在框架内部做输入。

##### 1. 涉及的金融理论基础：

（1）MV--BL 模型（专门加基金经理观点的一个框架）：国外资产配置的经典模型：用历史数据算出基础比例，再量化的输入基金经理的观点，再算出最终配置比例的一套方法论。

（2）CAPM--APT--BARRA 模型（业绩有哪些共性和个性影响因素的归纳与分离）：可以把一个子基金视为一支股票，子基金的收益曲线就类似于“股价走势”，不同策略就像不同类型的股票（茅台，周期股）。转换后就可以应用经典资产定价理论对子基金业绩分解归因，计算权重。（较为复杂）

(3) 风险平价理论---全天候策略（本质是风险敞口的管理思维）：目前更流行的配置方式，很多在朝这方面转。以控制对宏观因子的敞口为目的来分配各策略的比重，实现更有效的分散性，实现各种市场环境的适应性。但是这种方式对每个环境下有明确贝塔的正收益的资产要求高，对于底层因子分类也有较高要求。

全天候策略（风险平价的一个典型例子）：不同资产的回报和不同市场环境相关。先用两个核心因子来定义四种典型市场环境。选出四种环境下分别对应的最优资产，同时使用四组组合，并计算其比例，使任何环境下这些因子的风险敞口是相同的，实现四种环境下同样的特征，以不变应万变。（赚钱---买某个资产---资产价格涨跌来自哪里？--受 2 因子影响---2 因子下怎么配就平稳了）

风险平价模型的“风险”指的是来源于市场的宏观风险暴露。本质上是因为不同的投资组合在经济增长和通胀两个宏观风险上有差异化的暴露，才导致了组合对市场环境变化的不同敏感度。

(4) 经典的资产配置组合，60/40 配置、4 个 25%配置、25/75 组合（风险平价），都跑赢了大部分基金，实践中难坚持，但可以借鉴。（60/40 股票贡献 92%的风险）

(5) 尾部基金理论，在黑天鹅时给基金带来的保护，期权错误定价---配置用于对冲资产的巨大的 MDD 的问题。有和 RP 的对比数据。

(6) 业绩归因模型 Brinson 模型、TM 模型--HM 模型--CL 模型、Campisi 模型。（债券的业绩归因）

(7) 压力测试，VAR--Es，模拟 400 组，用经验分布将日收重组，bootstrap，取最差的 80 组跑均值，估计最大回撤，跑 400 次，取最差的 80 次的均值。

## 2. 工作目标：

- ① 配置管理带来的超额收益更高
- ② 长期资产配置的结果更稳健
- ③ 有国际上机构资产配置的经典理论框架体系

## 3. 投研框架内容：

(1) SAA 计算长期均衡回报，根据 MV 模型构建基础比例。平均收益；商品 股指 债券的指数比例

(2) 风险平价 (SAA) 根据资产定价系列模型的理论框架，对大类资产的核心因子进行分类，对核心因子风险暴露进行风险平价配置，再次调整比例。（例如：抱团股前期的实际因子是动量不是价值。）

a. 每类策略的基准业绩；平均收益；有

b. 基金的大类和子类别之间相关性；有

c. 其他在衡量这几个因子；估值，波动率，行情，IV；通胀，利率，经济，疫情；

分类子基金的收益和风险的来源，确定背后的大类因子暴露是什么；怎么定性平衡比例。（例如，抱团股的实际因子是动量不是价值）建立大类策略的业绩基准。在基准的基础上分析阿尔法收益。对每个团队的残差收益率进行定量。同类子基金根据表现做量化的定期比例调整。

(3) 人工做出调整 (DAA) 根据核心因子，估值和经济周期的宏观状态，对每大类资产的周期预期回报评估，进行调仓。

① 收集大类资产的近期资料和历史数据，目的是评估大类资产的估值区间。（例如最近很火的耶鲁捐赠基金，当前就把美股比例从 40%以上降低到 5%，绝对低配，美股估值过高提前减配）关注美股高估，中国股票中偏上，去年原油黄金比严重失衡等，从而预估大类资产未来的预期收益。对于 FOF 来说可以修改为收集主流策略背后的核心贝塔因子的估值水平。逆向思维---反周期止盈或提前布局，提升赔率。

② 在大的比例下根据 BL 方式做观点的添加，由团队领导确定核心参数和变量。

#### (4) 战术性调整 (TAA)

① 用主题策略的 overlay 来表达对某类策略的近期观点。原则上做左侧布局，可以承受不停。

② 对子基金管理人的投后管理和战术调整--加减停

##### A. 投后管理

1) 跟踪业绩，每日观察 CTA，指数增强（积累）

a. 异常

b. 认知，沟通了解

c. 对比

2) 风险控制，砍仓（固定规则）是啥？

3) 逆向思维（择时）能克服 fear 本身就是一个阿尔法

4) 利润加仓（择时）

##### B. 注意事项

① 美国 HF 的学术研究，普遍存在剔除就 outperform 含有就 underperform。业绩看 3-5 年但是业绩和背后的因子存在周期性。所以这是一个比较大的问题。周期性亏损（正常亏损）的负面评价需要慎重

② 动作要保持一致性，不能随意要有规则，就是“交易一致性”，才能有概率优势

C. 思考问题：投资是胜率和赔率的组合。择时好等于是预测贝塔，或预测因子表现，需要试错思维，这是否可以操作有哪些可以做的可操作性的动作。增加什么动作。如何体现概率思维？如何体现可操作性。只能赎回或者部分赎回的方式？

##### D. 准备数据：

d. 基金的阿尔法走势；有

#### 四. 形成自己的宏观观点及逻辑（能对外讲故事）PAUL inflation

1. 定期收集大类资产择时的观点，收集的核心是很分类后的核心因子来推导

2. 形成自有的观点，有自洽的逻辑体系，可以对外沟通我们的宏观大类资产择时的观点，方便与客户沟通、理解

3. 因子收益的预测----几个核心因子背后轮动的逻辑----周期较长，可以偏右侧。因子分类后研究盯住的核心经济指标应该是什么----通胀、经济增长、利率（结果指标）

4. 核心是经济周期--现在处于什么经济周期？--特别是中国，对股市和大宗的传导是什么

#### 五. 诺德报告

1. 大类资产划分不太清晰；策略是按照主流策略划分；（没有主要的因子划分）

2. 三个层面，风险平价--宏观--战术调整（风险平价的标的存在重复）

3. 主要分析依据是策略近期的走势动量结合主观观点

4. 宏观的核心指标是自有的指数，而没有配置逻辑，主要还是近期动量
5. 调整较为频繁，波段调整也在做
6. 过度分散会导致收益率不高

## 六. 产品工作的原则

1. 产品工作要先准备，先设立布局
2. 一切服务于策略的 timing 开始结束，而不是产品
3. 尽量降低产品对策略节奏的影响。因为贝塔核心就是做一个时机的节奏，一旦错过又要等很久
4. 以机会为导向去宣传，不以上一期的业绩为目的。上一期业绩是个手段，不是本质
5. 觉得不行的思路和策略即使募集了也可以停止

## 七. 思考

1. 投资战略：恒定且多元，还是动态但精简。偏固定风格 or 偏调整风格。越是固定风格越需要算
2. 投资讲究能力圈思维，如何看待我们的能力圈边界在哪里？如何做减法抓本质。能力圈思维---不能过度拓展投资边界。做理解最深的模式
3. 自己的应该去持续发力的点在哪里？如何做减法抓本质
4. 做好防守，多产品也可以分散一下产品
5. 工作平衡短期需求---短期长期同时做
6. 人员，金工/统计，1 人。实习生一揽子方案。核心是两个工作，计算比例的人，一个宏观择时的人

## 十. 基本思路

1. 先归类（和别人有差异），归类内部再算比例。
2. 归类之上是对类别的择时选择，几坨的比例。
3. FOF 配置层面本质上是在交易因子，是宏观。
4. 交易因子可以用试错的思路。核心因子是什么，然后再加一个围绕这个东西的宏观。
5. 做波段还是做价值。规模会改变策略。止盈，止损。仓位。

## 乐滢：

### 一. 配置的理论框架

1. Strategic allocation: 长期目标，大类资产的收益假设，可优化出有效前沿，基于历史数据的，长期均衡回报的配置比例。MV 模型。
2. Dynamic allocation: 中期 3-5 年的经济周期。捕捉小一点的收益。因为 7-8 年一个经济周期，early mid late expansion expansion recession 四个阶段一共八年，所以一段就是 2 年一个。要建立一个自己的 cycle 模型，通过收集因子----宏观表现的特征。可以抓到的 indicator，要找 leading indicator，discount future，书《marco indicator one on one》
3. Tactical allocation: 更短期的择时，能抓到的资产偏移。可以用衍生品 overlay strategy 来表达观点，而不去动基础配置的权重。量化模型的基础

### 二. 配置模型

1. 风险平价的因子暴露权重是现在更流行的方式，因为均值方差模型要求预测长期的均衡回报，这个不好预测。

但是风险平价模型不需要去预测回报？

任何一个事情都有一个约束目标，一般是四个：收益，波动，最大回撤，相关性。不明白约束目标如何可以推出因子的权重。约束是收益，因子输入收益。若约束是风险，那么因子的值输入还是收益吗。

3. 择时是锦上添花，关键是定义因子的部分，怎么去定义 **factor**，什么是 **growth**，然后怎么去构建这样一个配置让因子暴露是一致的

邓哥

30%Growth--trend following

30%Value--mean reversion

30%Low volatility

先确定因子暴露，再配置资产

是否意思是首先需要确定暴露哪几个因子的风险，然后再来确定资产的比例

### Journal of portfolio management

疑问：

1. 新基金如果又加了，是在改变仓位吗，还是总投入不变？需要监控敞口？会控制
2. 仓位是怎么确定的，每个基金的净值风险敞口不同，是否配平？20%
3. 净值总亏损资金有一个敞口，实际风险因子有一个敞口？
4. 备注市场中性 T0 是什么？
5. 混合策略是什么？
6. CTA 是否区分了中线短线？
7. 有哪些已经跟踪的指标
8. 股指 CTA 策略的统计是怎么获得数据算出来的？
9. 是否含有观察的，数量较多，只有更优的加进来才有数学意义；
10. 买期权的，没有；套利的曲面有些人做部分；
11. 定制产品可以停；其他都是赎回；

做择时--看好 CTA；

做反转--均衡的配置，样本够不够，和分布变没有，择时；

股指是否有效，可以用数据来看一下，和大盘的关系，分散的效果