**某基金公司投资策略研究的运营分析**

程若遇

2019MEM

Cheng.ruoyu@pku.edu.cn

## 摘要

如何更科学地评估基金公司研究员的策略研究成果，始终是基金公司内部投资和研究能力建设的难点。基金公司投资和研究能力主要依靠基金经理和研究员两种岗位来创造和维护。其中，投资经理所管理的投资组合绩效和资金规模是相对客观的评估指标，很容易对其进行绩效分析。但研究员主要工作成果是提交研究报告和支持基金经理管理投资组合，这两者均难以用完全用定量指标进行考核。我们认为研究员的研究（生产）过程的价值在于提供给投资经理的具备有效信息价值的投资策略。

若将投资策略的生产系统看作一个策略研究平台,则该平台主要有三类输入资源：内外部信息、软硬件系统、人力资源。系统的输出产品是各类型的投资策略。投资策略生产部门一个重要的管理目标是，如何更高效地生产出具有超额收益的策略。

本文针对中小型基金公司或类似资产管理规模的金融机构，从如下三个角度分别分析当前我国金融机构进行定量化投资策略研究的典型生产过程、有待满足的需求、不同发展阶段投资策略的运营特点、以及对管理和团队协作的建议。

## 背景

自1999年诞生首支证券投资基金以来，中国市场公募基金管理公司达137家，管理基金数量共5806只，管理规模总计13.8万亿。其中非货币理财基金[[1]](#footnote-1)资产规模总计6.3万亿，较年中增加0.6万亿（截至2019年9月30日）。国内市场，由于私募基金、银行理财子公司等类似公募机构都超过基金管理公司规模。主要原因在于从私募基金的基金经理可以获得投资收益的分成，而银行渠道具备无以伦比的客户资源。海外资产管理公司在中国金融市场对外开放地背景下也直接在国内成立私募和公募公司参与竞争。

但是，基金产品核心竞争力依然是投资和研究能力。公募基金的研究员通过走访调研上市公司形成研究报告提供边际信息，基金经理通过对内外部地研究信息运筹和决策形成组合配置计划。随着越来越多定性和主观地金融信息被处理成标准化数据，当前资产管理公司（主要是公募基金、券商资管、保险资管、银行理财）行业间面临地一个新的共性问题是如何建设自动化投资研究系统以提高投资研究能力。

2019年10月17日，本人在于所任职的某CS基金公司(2019年行业排名40~50名，规模处于基金行业中流水平)与高管S总进行定期内部访谈。S总希望我能结合课题研究收获和外部机构的经验对本单位开发定量投研系统发展做一个有针对性地分析。S总也提到公司曾请来麦肯锡等机构进行管理咨询，制定了倾斜资源发展量化投资团队地战略，但由于决策失败风险太大而没有采纳。

## 问题描述和分析

我们将总问题设定为一家中等规模的公募基金或类似机构，如何通过提升投研系统效率，实现提高基金产品质量（绩效）的目标。围绕该问题，我们将观察视角划分为基于公司和部门的战略视角和基于人员管理、系统建设、过程管理的战术视角。

基金公司董事会在决定公司对不同类型基金产品的布局和资源配置是，核心是需要将相对宝贵的市场资源投入在能募集更多资金地基金产品上。这是因为基金持有人面对众多同类型、业绩相近地基金产品时，主要依赖市场销售渠道进行产品地选购。公司管理层围绕面对市场的投资部和市场营销部，建立中后台各个部门之间的协作机制，特别是人力和信息部门等。投资部门内主要分为股票投资团队、债券投资团队、量化投资团队和其他投资（如社保、专户、养老金年金等）团队。基金公司的商业模式是通过管理基金赚取基金规模对应比例的管理费，但对于收益的部分并没有收益分成的权益。

量化投资团队实际上是在过去10多年里逐渐从风险管理部和基金产品部门独立出来的，总的来说量化基金规模在公司内规模占比都比较小。日常工作中还需要承担很多其他部门定量数据分析的事务。这是由中国证券市场早期发展较慢决定的。早期的金融工程背景员工仅能在定量风险测算、基金产品特别是指数基金产品设计方面创造价值。从当前市场中许多指数基金经理简历中可以看到，许多基金经理入行初期都在风控部门或产品部门工作。在汇报量化投资策略和申请量化基金产品时，国内外基金公司都面临的问题是大部分领导和基金经理并不具备深厚的量化背景。如果决策层无法理解，就难以得到放心的支持。

2016年之前，市场占有率不下降的基金公司至少在一个细分产品类别汇中能实现“好的策略——更好的基金产品业绩——更好的基金规模”的良性循环，而市场占有率下降的公司也至少在一个主营的基金产品类别存在“弱于市场平均水平的策略——更差的基金产品业绩——衰退的基金规模”的恶性循环。确保投研团队生产“好的策略”是基金公司赢得规模的核心。但2016以来，在激烈的市场竞争背景下，新的良性循环标准提升至“发现新的的产品需求——动态调整的策略——好的业绩——及时的市场营销——维持公司力所能及的规模”。

对于量化投资部门来说，传统的管理模式通常以需要较长的周期培养量化研究员。虽然3-5年来看量化研究员有充足的时间构建属于自己的投资框架，但短期内研究员无法对上述良性循环形成助力。行业内证券公司研究所（简称卖方）研究员经常根据市场热点进行综述性质的介绍并证明某个方法的有效性。但卖方研究方式通常没能考虑策略从样本空间内的有效如何落实到真实组合中去。对于外部验证过的投资策略，机构内部的研究员依然需要独立进行策略理论论证、工程模型实现和仿真环境测试。另一方面，获取卖方研究员策略研究服务的过程中，本机构研究信息也有可能通过卖方研究员的交叉交流被其他机构掌握。这是由于市场领先的基金公司已经掌握了主要的成熟投资策略，并不需要卖方研究员的研究内容。相反，通过卖方研究员的交流了解竞争对手的研究状态更能提供有效信息。

对于量化投资部门来说，最有利的策略生产过程是让研究员优先对投入产出比最高的、最可行的、跨部门综合收益最高的策略进行研究。但实践中出于不清晰的激励机制，这样的模式往往难以实施。

基于金融市场有效性的假设，具有超额收益的量化策略具有一旦公开则有效性快速衰减至0的特点。基金经理一方面不愿意披露投资组合是否应用了某项策略，另一方面也没有动力提及研究员策略对组合的贡献程度。在过往为基金经理核查策略脚本的经历中，都曾发现运行多年未调整的策略存在某些显而易见的错误。从软件工程的角度看，若一个代码脚本仅由一人维护，很容易存在难以发现的错误。因此，解决策略研究首先应厘清核心岗位的利益点，设置如模拟组合跟踪等定量的研究成果评价指标，保障研究员提交有效策略的意愿和动力。

量化策略研究平台是投资策略生产的核心平台，首先受制于可获得的各类数据。投资和交易相关数据已经被不到2家公司（恒生、赢时胜公司）软件垄断，实际上形成了对单一系统的过度依赖。在进行投资交易数据的深度分析时，需要将数据从该系统中导出后使用。研究类信息主要来源于Wind资讯和各式卖方研究报告。Wind资讯通过不同终端和数据接口提供了尽可能完善的金融大数据。但由于几乎所有投资者都使用该平台的数据，使得平台上的信息难以获得超额收益。卖方的研究信息从提供服务的角度天然热衷于追求短期市场投资者关心的热点，涉及范围广泛但无法解决不同基金公司内部研究员面临的个性化需求。

在金融数据维度和量爆炸式增加的时代，决定的策略超额收益的信息渠道沉淀在行业研究员处无法高效率地分析和管理、具备大数据分析能力的量化研究员巧妇难为无米之炊、管理公司数据库架构和权限的信息部门数据库管理员不了解投研部门的需求同时又在数据安全的制度下被动地阻断了优化投研数据流程的可能性。需要构建协作机制，只有依靠跨岗位人员组成团队的力量，才能逐步构建满足市场竞争需要地智能投研系统，并不断动态迭代以满足公司利益最大化地目标。

投资策略研究过程的有效管理离不开科学合理的评估与反馈。基金经理的绩效可以通过基金绩效和吸引的资金规模客观评价，但研究员的绩效主要依赖于投资经理的判断。研究员的策略实施之前需要通过基金经理甚至投决会的认可。由于大部分领导和传统投研背景的基金经理并不了解量化策略的语言，因此将量化策略转换成容易理解的展示形式几乎是必选的。这一过程很可能丧失了策略的重要信息，但有助于得到量化团队以外管理者更多的有效信息。

最后，存量策略的闲置也是长期存在问题，这和基金公司缺乏共享的策略研究平台有关。不同研究员经常各自重复地制造同质化严重地策略，由于个人精力有限许多策略难免被闲置。借鉴生产运营管理中标准品概念，是否可以将通用地数据处理、策略指标等程序脚本构建成标准化模块并不断更新改进。只有这样，研究员才可以避免反复造轮子，直接在现有最有地策略基础上开发更前沿地策略。从部门和公司角度，标准化模块也可以改变过于依赖初始开发者一人的风险，大量节省公司宝贵的人力成本。

## 讨论和可行域分析

根据上述战略、战术角度的问题，本节计划参考生产运营管理的相关理念对可行的解决方案进行初步分析。首先从公司战略的角度，可以尝试分析“牛鞭效应”在多部门决策时对决策效率地影响。工作规划的角度，可以参考各国“国家质量奖”的模式，对策略生产过程中四个软硬件环境（数据工具、策略算法、策略平台和交易（策略执行）接口设计）分别建立分析清单，以跟踪每个环节的现状、目标和瓶颈。

策略研究体系应可以基于已有的策略成果构建出一套标准化地策略，并将其内部超额收益定为0。在此基础上，通过提高策略运行效率、对非标准化信息地处理、改进博弈决策逻辑等方法获取新的具备超额收益地策略。当然，对于存在瓶颈的细分策略研究领域，首先应当以学习和达到行业平均水平为目标。

在策略研究的绩效评估和系统反馈视角，可以采用统一的纵向和横向比较方法，从研究员个人历史策略绩效、内部或外部不同研究员策略对比等角度进行客观地评估主动投资策略地深度（策略地效率）、广度（有效信息含量）、稳定性（收益率波动水平）。

证券市场价格瞬息万变，投资决策出错和策略失效随时可能发生，借鉴生产管理中“防呆装置”的概念，有助于缓解因投资研究人员、信息系统失灵导致的潜在风险。

策略研究平台的角度，研究员通过及时将成熟的研究策略开源成标准化模块，不但有助于证明策略研究成果，也有助于策略质量的控制、方便更多基金经理予以采用、提高团队整体的研究效率。

当然，量化策略开发是高度智力密集型的工作，类似于科研人员的研究和开发工作。策略研究的价值在于依靠研究员，开发出具有独创性的策略并及时实施以赚取超额收益。以上分析过程的重点也是为了保障该目标，从策略服务系统的角度可以主要从以下三点来评估研究员的工作过程：为基金经理提供支持的质量、研究员自身的满意度和忠诚度、基金持有人的满意度和忠诚度。

1. 非货币理财基金通常被认为是更好地描述基金公司有效管理规模地大类。 [↑](#footnote-ref-1)