

投资风格接连巨宏观债券和量化以多策略来力求绝对收益那我也不多说了接下来的时间就交给入选组为大家介绍它的不收理念以及对今年少的一些看法和展望啊人选总那个我那个主要跟大家交流那个因为我做的事情所复杂也复杂说简单很简单其实基本上每年到这个时候都得去看明年的一些看法基本上我做的事情基本上是围绕着利率就债券的这个利率这几年可能因为故作家的这个产品在市场上你发资产也比较好去年除外所以呢纷纷的那个以债为基础的这些国栋里面能看到我的那个共享屏幕吗没有问题的选总可以看好有点不好意思然后所以呢那分分的话就是把能力去分吧拓展到那个股票的这个领域里面去因为我们知道说你要争国作家不管是价还是减其实最高大贡献的话还是股票这这一部分那么因为我以前最早从事债券之前其实我最早入场的时候是做金融工程所以呢历史的因就把把那个量化选股的这一块给简测起来所以我们现在在的一个做法的话基本上就是围绕着模型就围绕着一个模型营的一个做法不管是在利率还是在资场配置还是在个选股就这三大事情上面的话围要的模型去展开一个很重要因为因为在几年前就是大概一六一期或者一三到一六一七八那单口的时候可能主观判断的成分

可比稍微大一些后来的话就做了私募包括现在去做再回到公募去做这个不说家的时候一方面的话就是说或整个组合所要所要覆盖所要卡我的东西越来越多不管是资产还是风险或者其他相关线或者其他的收益来元了就是说你要管一个东西越来越多的时候越来越多的时候其实就是一种感觉的话就是越来越很难很难去单纯主观判断的这个角度去管理好这么多东西这是一个一个过去几年的一个体会所以才慢慢慢慢走向样一个被动投资有点类似被种投资的这种道路上面来第二话就是从债券的角度去观察这几年的一个市场的特点的话有一个比较深刻的体会就是老师说的胜率判断的胜率也越来越低就是就是

不像那个几年前的话就是道我们就做大个人我估计大家可能一比较熟悉的话就是有几个朗朗上口的这种谚语式了对吧什么粉偶比零逢鸡避熊三季度魔咒开张不吃三年开车商吃三年三年不开张就这因为发现以前的这种可以总结为这种谚语的这种利律的话就在过去的近几年也以一个个在被打破其实我自己觉得也正常你想人穷负利率的这个那么大他的一个体量个新冠病毒就全部消灭掉了对吧所以我们不得不承认的话就是说市场的市场的这个生态或者说市场的一个背后的这个整个的个环境可能是在发生变化了所以从我自己的角度来讲的就是我也发现我自己说单纯通过主观判断去判断这些东西的时候有时候会怎么讲呢就是会

你有一个两个两个困惑者迷茫第一个话就是说有时候会抓不住重点这是第一个第二话就是抓住重点就有如你你就算抓住重点那以后的话就是他得影响因素就是动态变所以让你抓防不住重点那有时候你即使抓住的重点的话就是因为发现这个重点因素在你的整个一个决策体系里面因为你最后要落实到你整个组合的空件那你整个总国的构件老是说比较接地气的奖的话就是你总结评估你买入一个东西的话你看的胜率有多少他的赔不得的多高嘛对吧就是就是虽然有时候没办法很精确去评估但是你总别总结那个毛菇姑的话就是说我干这个事情的话我大概有多少胜算就是如果胜算不是特别高的话呢我的频率很高也行就是就是这么

个就像股票为什么那个主动投资做主动投资的股票的这个东西反而相对减买单呢因为它就是抓出一条主线对吧抓住基本面抓住那个选股这条主反而如果你要抓住资上而下了宏观中观行业轮主动分割轮动然后看政治然后看经济看的東西它反而就乱掉就反而就抓不住重点反而而你自下而上的话坚持一个很简单的一个事情做很多年反而你也有可能长立下里的超生意反而是更好的就是这这么一个但是因为做债的人跟那个做资产配置人能天然内没办法就是没办法去像股票的话就是说我就抓住一个自下而上的一个看企业你就能把这些事情搞定像股票它可以提供你这条通道但是在企就是说在券很多的东西它其实本质上是很同质化就是资产本身很同质化然后玩家

就大家想的这个可能都差不多所以这时候的话就是你就会发现的话就是说即使你抓住的主要矛盾的时候这个主要矛盾的映射到这个资产的一个胜利跟赔率层面的时候呢它非常的薄就是不像我们过去有时候如果看到利率高点的时候包括二零一三年零你八点我也有时候过去也老喜欢去抠这个顶那个做主动管理的话都有那个成就感但说实在你这四点几的一个的会不会去抠一个顶或者说二零几的一个低位扣一个底的时候的话因为天天那个厚很厚所以你的信息会更一点那现在我刚才讲的话即使你现在装的主要矛盾但是应射到资产价格本身的层面它可能就中不溜秋它资产价格估值或者本来的基本面哪个利期本身大差不差但是都在中间状态那就导致你很难去做决策你买

还是买子慢其其实没有一个一边倒的一个个非常强的一个证据跟论证的在搭动出时候就支持你做这么一个时间所以所以这也是我有另外一个提会的话就是说过去疫情背景下的这几年其实的话就是债券市场的话就是大家说格个领域去选了就是战券市场你也觉得也给以说很卷卷得另外一个话就是说是不是也没有踏空对吧也不敢作业或者说怎么样的这个东西在引玲总这

些所以上面这我讲的这些废话就林玲总种这些这些东西的话就是好像跟明年的市场也没什么关系虽然是一个铺垫的话就说为什么我们下来了的话就是慢慢慢慢走向一个模型的一个做法上面来的一个原因同时呢也是我自己觉得也是站在现在这个时刻那展上未聊一段时间的话就是不得不考虑的一个历史的一个线索吧因为

这些线索的话我觉得一时半会儿不会改变就一般一时半会会不会改变所以我等下来的话就是对于明年的市场的一个展望或者说机会或者风险一个市场的一个看法的话基本上的话就是也可以等同意我对我们现在已有建立的一些基本的一个模块或者模型的一个基本读并不是一个猜测或者说那个定的一个一个东西因为以前做主动管理的时候呢每年到这个后或者是每个季度我们都会去努力过去第一个季录一段时间的一个操作然后展望未来一个做法那通常也经希望说你对于未来一段时间的做法的一个实际的一个投资策略里的做法跟你的展望呢是相同的就是你有有个贝斯拉的那个预期然后那个你就按照那个变斯拉的预期来对你的组合进行一个操总那如果现在如果如果这几年这样做的况我估计打脸会达来比较多

所以越来越相信了另外一个道理是什么道理的话就是说转弯跟预期这些东西的话就是说有点像地图就是有点像是从一个你从一个地方到另外一个地方你总要依附地图你总要导航但是呢这个地图给你的这条路线跟导航呢并不意味着说你现在选的这条路线你就是一定要从这条路线从这里走到那里的地图的意义或者说这个展望或者说对个未来的意义的恰恰是相反是什么呢是我现在选择了从这里到那里的一条基本的一个路线但是当我走到中间或者走到某一个一段的时候发生的意外状况怎么办也就是说中间的应对有一幅地图有一个基本的一个预期或者说你对这个预期未达的一个分析的一个框架分析了一个本身的这个过程呢恰恰能够让你对整个一个路况

应个全貌呢有一个比较大的一个了解这种了解的话恰恰按能够给你一种什么呢就是说未来在整个一个导航的这个过程当中如果你碰到一个脱放的情况呢你才有有这个余地有这个应对的一个余地或者说改变的这个余地这个是我到目前为止我我觉得跟以前不太一样的地方说对这个预期跟展望的一个一个一个另列的一个看法吧所以呢站在现在去看明年的时候呢我觉得也比较简单特别是从债券的角度还讲的话也简单是怎么简单因为我估计大家都在市场里面也都比较清楚吧就是其实到到目前为一直基本上市场应该形成了一致预期了吧或者接近抑制预期对吧就是明年肯定是经济复苏对吧就是这个整个一个防御政策然后各种政策过去几年的一个

一个一个产业政策的一些纠纷然后防疫政策的一个结束然后唯一唯一的可能的一个压力可能乃至于一个出口但但是对整个一个内区域的一个回来的一个信心呢我想的话应该还是基本上就形成一个比较大的一个抑制预期那么在这一这一期的情况下的时候能看上去我们对整个一个资产配置也好对于整个一个债券的一个观点也好好的话就比较简单了就看空债券嘛前两天系统也问我我估计肯定是有机构朋友的话就大部分的基一本朋友我者说明年的债券是不是今年的这贷券是不是把它不好做我跟系统说的话是就是可能大部分人都会这样认为但是真的我自己倒不这样认为说一点就不好做了就是我们可以换一个思路来想这个问题就是站在去年二点七十年国债利率

这个水平的一个角度去看假设在二点七的这个水平马上右下三十个比比到二点四然后相比现在二零七上三十个比回到点没有三十个比比二十个比P到二点九到三点零这个位置二点四的利率跟三点零的利率大家会觉得哪一个利率水平对于做战点人会更难一些呢我想的话应该是二点四的不是二点九的这么一个水平所以说是大点比如说打个比方去年年底的一个二级资本债碍或者永续在信用债的一些比较大的一个跌幅各种大众文小致我们也比较多看功能声也比较多但是呢底性的去讲活话就是在那些没有信用风险的一个二券品种的时候已经可以给你提供一定的一个配置配置价值配置利息的一个钱

放下时候那还想什么呢对吧凯瑞一斯的聘对吧所以唯意要想了一个问题就是说市场已经给我提供这么一个配置率率这个配置利率你基本上简单粗暴了简单但不粗暴的一个做法你又可能可以背到百分之五到百分之六就是说这个实现的概率已经很大的一个情况下的时候呢你唯一要想的一个问题的话就是说中间的这个资本的一个波动或者亏损的话会不会那么大如果那么大的话因为要想的另外一个问题就是说转望未来明年两年或者三年因为这列债券基本上就集中在三年到四年的这个九七范围之内吧海万明年到为来两年三年到四年的话就整个一个大体的一个经济体的时候呢或者说整个一个资产整个一个资管产品的一个输出体系它所能提供的一个平均回报的一个水平到底是

百分之六还是说百分之三到四的个范畴里面就是这个这个问题是一个中长期率面这个东问题如果中长系能或者说反过来讲呢的话就是说有些卖方的分析是可能更喜欢说的话就是所谓的资产化或者说高期资产的一个提供者如果整个一个经济体跟整个一个社会体系里面这些高息

资产的提供者没有那那从资产端的角度来讲的话它所能提供的一个均值回报的平均回报的一个中枢到底是在之六还是在百分资产百分之三到百分之四之间呢那如果是在分之六的时候现在整个一个市场产的利率水平就可以给你提供这么一个相匹配的一个水平那还有什么太大的一个理由说一定说它一定是相比百分之二十四的情况下更难当呢所以我觉得理性的一个角度来讲的话可能会不太一样的一个结论那如果是这个反向的角度来讲的话那这句话我要讲了一点的话就是说

对对市场的展望跟看法的时候我通常喜欢看的话就是相对辩证的去看待这个东西就是我们不仅需要看到它当下市场所预期的一个内容未来一段时间的现实然后呢中期的一个经济的一个增长的一个水位跟中枢包括长期的一个经济体跟中枢到底是什么样一个水平那么如果说我们讲的话就是说是我们没有办法去证为说确实而且确实在明年的经济的二季度大度以前其实从我自己的角度来讲我也认为说经济的一个回去可能是一个基本的一个情形但是高度其实我很难去预判那你给大家看一个就是这这我现在先投出来的这些图的话基本上是一些主要的一个经济变量包包括经济的增长利率的水平通胀的

平然后现在卖冲汇率基本上我们会更关心期睐卖送的这个指标然然后大家可以看到在每一个指标上面的话除了有实不际的一个值蓝色的这个趋势实际的值那还有我还有旁边还有一个市场隐团的一个隐含的一个指数这个市场银行内指数的意思是是不是实际的一个经济指标的一个表现的是说通过债券市股票市场商品市场这一些市场的市场价格交易出来的一个信息因为这些市场价格的不同的种类不同的品种它其实背后的一个从红外的角度来讲它的驱动力驱动因素的驱动率驱动力的话就是这么几个大块那我们我们可以把不同资产的一个主要的驱动力的这些因素呢把它找出来找出来后构建一个什谓的市场隐含指数反推是一个反推法反对对于做市场隐含的这个经济的增长的水平利率的水平现在卖送给水平到底是一个什么样的水平呢

我刚才那个差的这条图来讲的话了为什么差这个呢就是我们看我们在看明年经济增长的时候呢有一个很大的的一个因素一个因素是什么就如说疫情的这个政策方开以后它天然会有一个类需的一个增长类需的一个飞复就所谓的一个经济的一个货币的流动速度会加快对之一这个价值大快有多快的其实目前的角度来讲的话高度其实是未知的因为为什么举这个例子因为说我们知道说站在站在此刻去展望二零整个二零二三年跟站在二零二一年的年底去展望二零二二零并没有太大的区别对吧不要说我们现在回望二零二二年什么事情都已经知道了但是是站在二零二一年年底的话其实展望二零二二年是什么事情也不知道了所以呢我想说的一个事情的话就是说如果你站在二零二一年年底去展望二零二三八年的时候我看这张图的话就是整个现在卖冲在整个二年

整个一年的试纪中从底部就已经开始反弹了就是我站在我自己站在二零二一年二零二一零年四季度去涨握二零二二年的时候呢现在去反思回顾过去的一年的时候我自己我自己的一个解论是我自己也是偏乐观的这个乐观的一个什么当然也是建地在去整个一个政策变量的收入因为在二零二一年四季度的时候我们知道说央行就已经说M莫大一新时对吧就是对整个一个政策的一个前字跟政策的一个力度如果你放到当时世纪落情况下的时候是并不会对二零二二年的一个政策力度有有有太低的一个预期期就像现在我们对明年可能会有太高的预期一样因为但事实上二零二二年实际出来的一个政策力度呢是相比二零二零一年年年底的一个明期会稍率弱一点为什么这么讲呢就是

现代卖冲的这个指标可以看到的话就是到了二零二年的四季度总了一一年它现在整个信贷的一个脉冲的一个指标确实是往为谈了但是谈的力度你可以跟以往的以往的这个现贷的周期去比较的时候它只回到了均值附近的左右的这么一个水平我很怀疑因为现在卖送这个指标的计算是跟实际的派升的货币总量以及经济的本身的一个变化的相当是两个的一个比例比较关系如果说我整个货币量没有增加但但是我经济自然是衰退了那现在卖冲其实它也会自然的一个向上的这么一个过程所以我很怀疑说二零二二年整个A这个我们看到了这个现代卖冲货币量的一个上升其实有很大一部分是一个经济自然的下降所带来的个被动的体现维收例你的理工性开上去好像挺多的样子并不是说我们的政策呢像以往周期是政策组

动性地去放很多的一个流动性出来然后从而把整个经济怼上去的这么一个过程所以我们看到二零二零二年整个一个经济市低预期很大的一个原因就是如果你让我简单的规定的话就是这个流量太小就是太小低一预期的所以事实上我们看到说二零二二年实际出来的整个社会融资总量的总额大概同一口径应该是三十或者三十一万亿左右吧去年也就二十二二十九万亿的大概同比增长也就百分之二十百分之二左右的一个水平那么占在现在这个时个去看明年的时候呢有另外一个指标化就是说同样也是对这个输入对对整个一个明年的社会融资总量有一个输入的这么一个基本的一个预期这个基本的预期的话就有一个基本的一个假设是什么假设是

在零九年到或者零九年以前

到现在很多的一个年份里面的话就是我们的一个摄影的规律基本上没有经历两年低增长就是说如果有一年高增长冲了什么事情的时候它可以有太升百分之三十或者百分之三十八或者或者增面我说或者是增量这一部分的增量的增幅增量的一个同比的增长那那如果有一年放得特别多那么在它通常下面下面的第二年就会特别少或者甚至是负增长如果有一年那个紧缩像一七年紧缩或者零一八年去杠杆一七年跟一八年是连续两年是比较紧的所以我们大家做战人的应该印象比较深刻对吧一些打得很高然后零一八年打了很高利率就上去然后一八年继续的信用紧缩但是利率是一个牛市但是通常情况下整个一个货币的一个紧缩的这个环境呢持续两年的时间应该还是比较少见的就是就是就那如果有一点大增长

通常在第二年内也不会跟着大增长对吧除付会除了二零一五年股灾跟二零一零年立马就去化解这个地产的一个供给侧改革就是就是两个升年跌加在一起才导致两年的会高增长除了以外的话就是基本上的规律就是说一年高增长然后两年修修修养两年休养两年以后的话第三年它也会有增长那这个增长的一个水平的话就是通常小年的增长的水平百分之十并不上并不算特别的夸张对吧所以我在按在二零二一年的二零二一年年底对二零二二年的一个基本的兰哪个预期跟假设的是市农增增长之十所以最后出来的是增长百分之那现在目前为止的话我觉得的话就是过去也是比较低增长了明年明年的话如果你给一个分之十到百分之十五的增长呢也并不是一个非常夸张的一个做法所以我可能看到明年

话就是涉龙的增速也就说这个现在卖冲流在这个基础市场确实又不可能是往上走了那往上走了一个结果就是说在未来的未来的一个几个季度随得整个一个政策如果继续的能够能够在这个中场的一个位置能继续的一个发力消费的场景能能够回来它有可能能抵消部分出口的一个下滑那这个时候的话经济在上半年等摩个时刻它确实有可能就是往上走的这个是我我想的话就是目前市场大部分是去预期这个事情的一个本质的原因所在但是从这条线所去推导出利率就已经要上涨的话可能就是刚才讲的话就要变证两来看的另外一个点就是什么点了就是如果我们去看二零零九五年以前基本上涉龙的一个大幅的增长的时候会伴随的经济

需求端的立马会破能非常的大立码扩流非常大的时候其实对应的整个一个实体经济的话等价我可能会讲到另外一点就正式这的锚点可能是不太一样跟整比因为以前内正策锚点在去求册然后呢它第第一步改善的话就是企业的一个利润表就是整个货币的离动速度上就会赚起来赚起来来后整个利率要会会拎上去那拎上去的时候所以你会体现为色龙的一个高增跟利率的一个高增但是在第三年以后的很多眼理面的话基本上你看到一点呢是什么呢就是涉龙的一个增长的它通常是或者至少是先我说我是先至少前半段话它是先以利率为低为前提条件的并不是说色龙呢它高增长以后它利率具点上去而是后眼如果经济起来或者它利率才币上去的前面的话如果说你不维持低利率过一次宽松的一个状态

是增长的但是是一个它的一个前提条件而不是反过来反过来说了这么一个事情所以从这个角度来讲的话就是说辩证的去看待这个问题的时候我们既要看到说现在跟它其实肯定是很弱的一个现实然后大家对明年有一期然后这个预期在某种程度上有一点合理性这个合理线化就是建历在说政策能够在这个这个点上的话继续的一个发力然但是它这种发力的话它并不天然的以利率的上行就必然是上行带来的是反过来说它比它必须以它为前提条件只要我讲的一点第二点辩证的另外一点是什么呢就是说我刚才讲的话展望更长期的一个角度去看待一个利率水平的话就是说我刚才举的那个例子就是市场已经提供给你百分之五百之六的一个基本的一个配置的一个可配置的一个段这时候我们抛弃债券种产品的话说它就很难做其实是不太辩证的因为回答一个另话题说另外一个问题是说中长期而言整个一个经济的一个长期的一个增书中枢以及以及整个一个资产多它所能提供了一个利度回报的一个中枢投资回报的一个中枢是不是已回到了百分之八到百分之十二的高增长的水平还是说会维持现在百分之三到百分之四的一个低增长水如果是百分之三到百分之那现在市场又提供给于百分之六那担心啥呢对吧因为你最多的话就是送的时间跟中间的一个波动而已长期来讲的话你在三年的时间窗口里面你是可以把这部分收益锁定的那尽然已经是可以锁定的时候就好想我我们以前在四点年赶去扼利率的点一样其实间掉掉也就是那个我刚才讲的最基本的长识看了期的K对吧就只有票息是票息是王了就是就是因为它是确定的是唯一确定的东西其他都是不去确定你预期的的东西然后未了基本面变化的东西那些都是不确定的呢

无风险利率就是没有信用风险的情况下给你提供的一个静态的一个回报的话在某种意义上讲它就是品那所以呢我们要回答一个问题要就是长期而言它是不是能够回到百分之十到百分之十了这么一个预期回报的旋逻辑已经觉得是不太会了不太会的一个原因是什么呢当然有另外一个原于我自己觉得话就是因为整个一个中性利率是往下压了等一下我另外一张图会展示这个点但是我这里还要展示的另外一点话就是右边的这个图也是就是蓝色的这个话就实际利率

的水平然后红色这条线的话就是市场以来的利率的水平就是跟债券价格不一样的就是跟在里价格没关系了其他的市场股票市场的一个行业跟利率相关的一些行业相关的股票相关的音值然后那个商品市场里面跟利率比较高相关的这个商品的一个品种他们所体系

出来的他们觉得利率应该市场还是下就是你也可以做出这么一条图出来那你也可以看到下面的这个图呢因为上面的这个利率水平我没有标准化下面这个已经个标准化了就是把它嘎草到零到一个标准差范围内的这么一个标准化那上面的话是绝对的值所以它会放给来好像浮在上面一样但实际上你可以看到那总是差不多总是差不多一个水平但还有一些一点呢是什么呢就是利率如果是看顶的话就我们去看一个利率的顶时候如果看率直本增国在的话大概二零一四年以前二零一四年前我们很难讲这个鼎是足迹下行的因为二零一四年的时候我们可以看到二零一四年二零一三年底二零一四年底它这个历史分四点六是零五五四年六的这个水平那二零零八年差不多也是这个水平所以基本上在前荒就在前方二零一三年前花看以前呢整个一个中国经济转型的

开始要进行转型的时候之前的整个很多二年里面它利率是一个是一个乡体的一个这么一个走势它并不是一个像美国一样体现为长期利率下行的这么一个走势但是这个转型真正开启以后就是因为我们现在回去过二零二零一三年的那个前方的时候其实当时也有一些声音或者说有一些那个推音乱就是说可能前方本身其实也是对被中国经济未来转型之路的一个抉择就是到底是应该高利率的这个状态去进行经济的转型还是低利率的状态但是我们现在站在二零二二年再回顾过去十年的时候我们可以看到它肯定不是选择那个这个叫什么呢在俄罗斯当年端条路嘛对吧就是就是把所有的速度砍掉重新来的这么一个做法那所以我们看到二零一三年以后的话其实利率的中枢其实定它的中枢其实基本上也是以这个顶的一个下移来实现

但底基本上不变就是这个顶也是逐渐下行的但是我们可有一次你可以看到的话市场隐盘很指数就是市场隐盘的这个利率水平就其他市场隐来利率什么也是也是一个挺是逐步往下总的这么一个情况所以如果说这个顶呢是逐步往下走或者说我们对明年的一个经济复苏经济回来的这个极一别的一个判断并不是一个像类似二零一三年这种大季二零一三年以后的经济下行其实你现在去看的话应该有分成两个层面对吧第一个层面是短周期的一个经济的七息复伏这个可能每一个一段时间就会有一年就会有后者两年就会有来来回一起另外一个的话就是说中长期的经济它是往下走了这个是最对于我刚才讲的话是中性利率就中期的一个经济长期的一个经济的状态它是往下走了那如果是第二条中期往下走你就会看到说未来的一个利率顶它就是逐迹往加但是这个点逐期往下以后中间

还是会有活动那这个波动是匹配的是广周期的这么一个波动那么站在二零一三年我们要去回答一个问题是说未来经济转型以后的话它是不是往下走的这个显然它就二斗型这个很长对吧那站在现在这个时刻我们如果去担心市场已经给我提供百分之五到百分之六基本回报的景情况下我还不不敢去拿我不敢去拿如果唯一有唯一正确的一个理由我认为就是这个就是说站在现在二零二三年的几个展望未来五年或者未来三年那中期长期的经济的中枢是不是是像二零一三年那样是反着来的二零一三年是往下那我现在的系统这种网商我看的话就是从从这个角度来讲的话我至少我自己的感觉的话就是可能未必就是可能你这个儿的俄罗型会稍微长一些因为这个基本的基本的要素条件今天没有发生系统性的改变没有发现我没有看到从内生的一个增长动力以及从海外的产业

结构跟经济结构跟那个整个一个全球的一个流动性体系来讲的话就已经发生给一个根本性的变化是说我们可以重复利益者现代在走向二零一三年向上走的这条路的话我们没有看见所以从这个角度来讲的话说中性利率如果是仍然是被压着的那被压的因为中性利率被压在很大原因其实还是地产就是地产是影响中心利率的一个很大的一个因素这个因素的话就是说地产如果你整个的一个地产呢仍然是被压着的话那过去几年我体现做完的话就是比如说利率往下走营等大一部分原因就是地产被压着以后整个一个融资需求曲线是内缩的那如果货币供应在保证单量一定量的情况下或者说增加或者说减少比较少的时候呢你融资需求曲线内缩自然就体现为一整个利率中枢是往下走的那表现表面的现象是没有高息资产没有高息资产然后那个高息的资产的东西

种缺乏但实质的一个因素就是整个融资需求曲事线的类缩整个一个经济体所能提供的这个高息市产缺乏这个时那这个现象如果说在未来的一段时间里面能够还是还是会维系的那么我们就可以看到的话就是说不管是利率本身的这条图还是说市场隐坛的这个利率本身的话恐怕它的一个顶部的话可能可能不质意会回到二零一三年或或者说二零一七年以前的那么大的一个东西的一个上面来那这样的话就是说市场已经给你提供一个中长期的一个回报的时候呢这个一味的确认统一说它一定是趋势性屏衡是我自己觉得我导是要辩证你去看待这个问题这是这是我要讲的第一大点就是就是因为现在信息很多就对对信息的一个角度跟看房的话可能会可

能还是采产是有真正有增量性

息的一个来源吧那么第二点的话就是说那真正信息很多的时候呢我们现在都抑制预期的去看明年的一个经济的一个复苏从了那么一它就是上涨然后债捐就是下跌的话那那已经形成抑制预期的时候呢那我自己觉得在未来决定这个市场真正走势的话那就不是以这一米七应该是一个预期差这个预期差的话就是说我也不知道说未来会发生什么预期差的东西事实上就好像我们看到我我们现在去看美债对吧每它肯定也还没加完嘛对吧但是大家都预期的话当大家都已经预期说加息都结束了差不多通胀的话就是可能也会经内方的返和那么那么实际的话就是说整个一个美债市场它其实在很长很多的一个状态下它其实是是不是交易这个事实本身因为你现在通胀就是说如果你只是看市场本身的事实本阵了的话那毫无意向上

那还是在加息通道的但他们通常会是与与说是交易那个预期还不如交易这预期差就是说你预期跟那个实际的一个情况出来如果不一样的时候那几个会有预期差出来所以可以看到说现在市场美债的市场所底现出来那刷修的预期然后那个通胀的那个每年储的一个加息的一个路径力度然后终端的利率跟市场的利率如果有一定的差别的时候它都会引起那个市场的这么一个波动的一个情况所以从中国的一个债券市场的角度来讲的话我自己觉得未来引领这个市场的话不是不是基本变本身的一个变化或者说实际的一个情况因为这个可能大家都看得很清楚了就是它会它会上去还是会下来然后有什么恰恰相反说我们现在所预期的跟未来所实际实现的这个预期差以及以及那个明年我们现在时候

我们也要预期到的一些事情是不是会有一个突发的一个东西出来这些东西的话老师说就像我们在二零跟一年没办法去这二零二零一样张现现在我们从那同同样没有办法去预测零合三年会有什么么指微信零或者什么事情出来但凹一问其实更愿意秉承的一点的的话就是说正是因为没办法去判断二零哥三年会有什么新的阴期差出来那所以呢在做法上的话有时候你会发现反则抑日预期反而是更好了这是第一个第二话就是顺如果一定要顺着抑治预期的时候呢一定要顺着我刚才讲的第一点的话就是说长期的路基定是什么对吧就长期的路径是什么如果长期它是一个温成是康敏对吧就是长期它就是冬天的那你就不要去预期一定是夏天的对吧就就是如果我们长期来讲的话就是长期的一个长期的一个市场所能提供的一个长品尾报的中枢就是在百分之六的那我为什么一定要是一米七那个就经济就一定

就是会中美突然间搞得个非常火热然后那个基利币可以弄得很高然后你会突然间送得非常紧基预期这个事情就没有意义了因为它被你那个另外一条线就长期的这条线对吧所以我自己觉得话就是说预期差就是说决定明年总是跟跟市场的一个投资基会并不是我们现在所想的那个这些事情也不是事情本身是是那个我们想的跟跟二季度以后三季度以后能不能兑现这个预期差的第一层面第二层面的话就是说有没有新的东西出来这个新的东西出来我认为应该是要匹配着匹配者我们对更长期的一个未来的一个基本的展望去展开了才有意义这是这是我要讲的的第二点第三点的话就是说我还想谈一谈的话就是从低的角度去看待这些政策因为因为的话就是

基本上小伙伴们大家对于市场员应该以看娃娃就是除了除从那个经济的这条线去揣测揣测那个利率的一个资产价格那个波动利率的波动的以外的话其实通常也还会从央行两那条表现对吧央行这条线的话我觉得还可以分为两个层面央行链那条线会有两个整面第一个整面毫无疑问在更长的时间段里面央行的政策肯定是贴着经济走之来的但是这过去的几年我们也看到央行的政策的话也会贴的另外一条线就是去杠杆的那条线对吧就是整个一个金融紧说去杠杆的那条线基本上这条线我觉得它相当于是把那个我们把利率分成两个部分个部分是资产价格另外一部分是要送价格那第一部分的资产价格就跟逆走另外一部分要素价值是跟着政治走对吧因为就像老美一样的话就是通道对它是有益的其实某种意义上讲

政治走的就是要塑价格这一部分的话如果你的整个一个政府部门的融资的一个需求很多然后呢债压力比较大它天然的就它就有一个压利率就决定明了这么一个希望跟需求那我要讲的现在另外点是什么呢从第二条线的这个往前推演的时候呢我们现在过去我们知道说去我们把利率刚才把利率大众资产价格去刺激经济增长的时候呢其实利率对经济增长的就扎息降息就当单纯这个从信号作用以外就加息降息这个本身对于经济的一个扩张跟缩缩的一个作用其实是并不是特别大为A大的一个作用是来自哪里呢它通过利率的一个调节上升跟下降呢它影响的居民的一个买房行为然后从而通过买房的这个行为扩张了一个经济体的一个扩张这个都是建立在过去地产链的

后能够顺利扩张的一个前提基础之上的那除此以外你说要通过利率的一个高低就显著影响某一个制造行业的一个利润的成本然后从而推动利率的一个上升跟下降了恐怕我觉得没那么大就是没那么大那那过去的印年人的话我们看到了另外一个现象的话就是这个东西它脱节了对吧就是就是就是利率的一个调节它不再太能够过去派车跟居民的买房行为然后那个推升推



升整个一个利率的整个经济体的一个派升所以我们观察到的话就是银行T的一个流通性么比较多存款比较多然后恩万就是那个N利压就是或者其他的我相对比较弱一点这个很大的一个云因其实就是在这里就是说姨纳体系的钱很多居民的B险行为在里面然后呢企业实体的一个理性跟相对来讲的话它拍升音的需求没那么大这里面很大的一个部分就是我才讲的这部分脱节了就是利率对这个现贷对居民的一个房的买卖房的这个行为就挂掉那我们可以看到的话就是你可不可以重新把这个年聊给连接起来当然可以吧当然可以当然当然它是可以重新链接起来但是呢我们应该会注意到说前阵子央行和跟那个银监会应该从一个一个制度的话就是什么呢建立了一个房价啊跟利率的一个长期的动态机制就是隔个城市的话如果说连续三个月是房价下跌的话我去调战利率如果是房价市上升了那我去调整利率这个机制本身就说明什么问题呢就说明什么问题就即使我把过去的这个链条重新链接在一起的时候呢可能我也不是想要连接得非常大的完善就是完全一模一样的

这种连接方法就是某某某种意义上讲的话体现出来的一点的的话就是对于房价的一个上涨所带来的一个中长期的一个负面作用然跟它应该还是心有一迹的所以在这个角在这个在这个前提之下我们去理解现在整个一个很多的政策很多人可能会觉得荣易的地产的三支件因为在十一月份整个一个战券市场和正种从了防御政策的一个转换大家预期为什么一下你就转得这么猛烈除了防疫政整一个转换以外另外一个话就地产的一个三支件地产三支间的话我刚才讲的话就是说对这个的理解的时候如果它的一个落脚点就这个政策的一个落脚点整个一个落角里它并不是落脚到要整个焊接我刚才讲的一个个机制过去的机闭制机制重新把它梳理重新把它连接的完整起来的时候呢其实你可能就不需要那么的一个担心它对中心利率的冲击可能就是短期的一个利率的一个冲击

或者说我们可以讲的话就是说从从要素价格的这个角度来讲的话现在利率政策个服务的一个体系呢服务人目标呢它并不是并不是政府企业居民的的一个利润表它是政府企业居民的一个资产负债表就是它服务的一个资产它是要它的目的跟功能是在虚付这个资产负债发表不管是从风投公司也好政府部门也好还是房地产企业也好它并没有要扩张它的利润表而是要虚服商的资产负代表如果是不是扩张利润表那对我刚才讲那个机制如果你要修复利润表那我刚才讲的那个传统的利率到到均营买房再到那个经济体的一个扩张跟说说这个机制要全部重塑那你就扩张它的一个利润表如果不是只是只是稍微看一下稍微连接一下但整体的一个重要

一个群还是放在一个资产负债表的修复上面来那你有可能并不是那个会抬高高利率的应该是压低利率因为你要修复市产负资产负债表一个人死对吧快死了资产负代表快死了快死的话你说我那个的营养针肯定是一直掉要着样你不可能说营养证我那个调瓶额就把它它拽走就不掉了你希望它说它等一下就马上蹦大起来就非常厉害这个就不可能的嘛对吧所以你可能要维持时间会更长然后这个低利率的环境呢可能会更更长更长一点所以呢这个是我讲的一个第三点的话就是说从从政策的一个同点从我们总利率的要送价格这个角度去去看这个政策政策的一个锚点来讲的话明年从现在去看明年明年或者说也有可能更长的一段时间来讲的话它的毛点呢可能并不在利率利润

可能可能不是在重建利率跟需求不测的这个汗连接点而在于修复各个经济主体的一个资产的资产负债表要修复经济复资场负不代表说所引出来的一个政策一个路径就比较明显的话也可该会有两个特征第一个特征的话就是利率有高点它并不是没有并不是没有高点这是第一个第二个第二个话就是流动性的一个论流动性的一个资润的一个时间会相对的长然后在这个过程当中的时候呢有可能定向的一个工具会使用得更多一些啊就是这是这是我要讲的那个第三安点了就是说站在现在这个抑制预期已经很强的一个情况下的话如何或者说从我的角度来讲我是怎么样去理解这些以至于期七

有一个呃点的就是然后明天来讲的话还有一个点的话就是说可能大家现在市场讨论的不是特别多有一点话就是因为从更长期来讲好度来讲的话我觉得对于中国来讲的话可能还是通缩通说一为主了并不是通胀因为只要中美也不是在这合作的话其实通中国的很长一段时间里面的通胀的压力相对或者说如果有通胀压力可能是接万星纽并不是长期性的的这么一个问问题但是呢从海外在经济来讲的话说防疫这在一放开一以后的话确实有一段时间有可能会带来通胀的一个上行但我不知道说这个对于中国的通胀上行会压有多大但是从也是从这段这个度这个市场市场那个隐南的一个通胀的一个指数现在已经到了预备标准差但实际的没那么高就实际的通脑水平开始比较低一就是中国人一的情况那因为如果明年性

大记忆的话就是明年夏季的话过去如果说那个防疫政策方开然后居民居民的活动呢能够能够够恢复到八九层就是二零一九年八九层然后这时候确实会有阶段现有一部分的经济活力的一个回升那过去的运行当中我们也知道说服务业部门跟个小微企业中小企业的很多的一个经济

体的一个毛细学院管的那些部门很多应该都是不是下放就裁掉了就是这个供给肯定是缩出来很严重了那居民如果重新又活力回压的时候天团这个供给意义方面供给少了然后需求有增更起来那当然带来的就会有一个通胀的压力就服务业的一个通胀压力就是还有部分的食品的一个部门的个通胀压力可能会有一点但这个风险的话就大家现在没关心的人不多但是我说的话就是说有可能就是明年阶段但更长见

当来讲我觉得我也会不能明说这个是一个非常大的风险所以但是明年的阶段性有可能会有这么一个东期出那这这个风险出来的时候也有可能阶段性会就一样行货币政策才产生一定的制约那这样的话这些我因为建立在我刚才讲的第一意大点跟第二大点的时候呢更长同实七亿的一个资本回报率就维持在这个水平的时候呢在这个前提之下我们去讨论这些风险点了预期差也好好政策的盲点也好通胀的一个盲点也好它无非就是把你把你这个配置的时间呢拉得更长一些给你更多的配置的机会对吧所以去年年底去年年底的话就是我们在发基金间我也认为说房疫政策翻开以后的话就意率会向上牵引当然实际的一个波动的幅度比我想的还要更大一些但是我当时是把这种利率的上升看成是战略性买入的第一次那站在目前这个时刻我认为说明年

我们的二季度明年二季度以后的话如果说经济恢复正常有个非富的时候或程当中利率往上冲的这个时候呢应该是战略性买入了第二次就是就是这这是那个我对那个战对市场的一个基本的一个看法然后那个因为因为我刚才讲的话就是说基本上的话就是说我们对市场会有看法然后那一个会有展望那这个咱走报的话跟跟市场的跟我们实际的做的东东西的话可能并不是一样它只是给我一个地图这个地图并不是说我要机械性格从这一点走到那一地点然后更多的我们是想一方面这个也就是说我们对模型的一些解读就是我们现在建了很多的模型信息的一些综合性的解读然后第二话就是实际的一个组合的在运行的过程当中事情发生变化的时候有时候模型调整跟调整得不够灵敏然后呢或者说过于

然后你你能不能去根据它实际的情况做为一个互动整这么一个结果所以这个是实际上我其实知道实际上我们现在其实对整个利率大家可以从晚是偏多头了实际上我们现在的的话就是我现在在目前那时刻也是偏多头了就是这个是我们这个策略的话是趋势策略跟高频策略结合在一起提的它是一个完全利率量化的一个策略这个策略如果是二零二零个二年的的一个回报率应该是在分之六点七左右吧最大回策应该在百分之三左右基本上有这么一个水平然后当然现在这个多头的一个张位也是带来一定的回撤的但通常它的一个表现是回去一段时间它就这就上去了然后就一段一段时间然后它又回去一段时间然后风就第二执行高是这么一个做法然后这个具体的做法的话就是我们会把我刚才讲的话这个是一个趋势策略跟一个高频策略叠加在一个策略就是说总内去看利率一个偏长偏中期的比如说跃度记度的这个趋势的一个利率趋势以后可能还会去考虑它短期的高频的一个策略然后产生这个策略信号的一点包括我刚才跟大家交流的话就是对于市场的一个微软的看法很大的一个来源就是就是我这个楼盘图这个楼盘图基本上是也是我刚才刚才那个利率量化策略的一个主要的一个因子大概有二十几个因子然后这二十几个因子基本上分成市快的第一块的话是第二项线的这一块也就是难点的这些点是对利率的估值利率的高低距利率高低的话就是盈利率高就刚才我讲的话就是如果你从长期的角度来讲你可以大概的模糊不的算出整个一个市场的资本回报率

是在什么样一个水平那那它就是K感那你就不用不用太担心中间的一个波动但事实上我们会在这个视角下来会更细一点去刻画利率的一个高和低这个高低的总瘤长期的这个利率的水平也就是这个中心利率我们可以看见的话现在实际率率水平跟至少绿色这一部分的话就是低一就是说指标值如果是在绿色的那个内圈但是属于低的然后那个男圈的话就是相对比较高的那中心利率的水平相对比较高的事实上如果是从政策利率的角度来讲如果央行一直微持二点七五的麻辣粉的利率跟二点零的低零七的一个利率水水平的时候呢相比利率二点九到二点零的一个九十BP的一个期限利差也是属于高了只要你这个时际间足够长足够长它这个它这个期限利差迟长就是被压下去了然后第二的话就是流动性的一个水平这潜提动性水平卡相对相比利率水平相对低一

然后再经过这一步的调整呢也是回到一个比较高的一个位置至少在中性的位置嘛然后回购了利率也是就是所有一个所有一个那个对对对中国利率价的一个价值判断的一个角度的这个指标来去讲话目前的一个利率水平应并不是处在一个低是是处在一个有配置价值的这个区域里面去然后这也是为什么说市场其实到二点九这个位置的话就是慢慢慢妈会有一些配置版出来但是这里面有一个不利的因素是这个里面的一个中期就特别是这几年在这几年的话就美元的一个周期对利率影响一起还蛮大的就是美元如果是落美元的情况下的说呢很多情况下那个中国的利率是会上升的就是中国的那个在是会跌的中国利率是未上升的这个是目前是比较不利的就因为明年明年来讲的话大家现在的一制预七的话不管是从美国跟跟发展中国家的一个经



济的

有一个相对相对比较还是发拉国家体系里面的美国跟欧洲的经济比较以及他们警说不乏的一个异步包括率本有可能进立步了调整当来货币政策种种这些东西都有可能也会带来落美元就是说诺美元有可能会是未来一段时间的一个维直异地定的一个时间那这时候对中国那个利率来讲的话有可能是一个向下的向上每一个压力或是向下就是债券的价格应该是一个下跌的这个压力就是这是这是这是从估值的角度说从各种估值的角度去评估利率的水平的高低的时候呢现在对它形成不利的因素的话就是个周期其他的相对来讲都是偏有利的一个因素然后呢你也可以把它把这东西看成是一个赔率吧对吧这第二话就是从基本面的一个情况来讲的话就是刚才讲的话地产的一个景气现在可能是一个它现的

因为这个地产的景气的这个塌陷的中心我觉得那么多指标其实不用看很多的指标其实就看百强城市的房价的上涨的个数就是十一月二是十二元应该是十个就是只有十个那么这应该是历史上最低最低值基本上过去如果是上涨的个数在二十个左右或者三十个二十到三十个之间的话央行通常在短中期列是不会紧缩了但是如果是上涨有很多的时候那比如说七八十个七七十个八十的时候通常是不一款中所以呢现在整个地产景气毫无一问失属还有仍然处一个它现的一个中心那么比比我刚才讲的话说如果是政策的锚点它更多的是绑定在资产负债表不是绑定在利用表的时候呢你这个塌陷的中心间的话就是你要不完全修复可能第一是需要时间第二的话就是高度可能跟以前就不太一样了对吧

这这是第一点第二地产影响利率的另外一个因素就是刚才讲的话就是中进利率就是因为整个地产部门承动部门的一个融资需求是类缩的那么中心利率就往下那司界率如整个一个地产投资它应该是负的大概付的百分之九或者百分之八级百分之我记得不太清楚可能是负的那明年来讲的话就是如果它的生产锚点不是利率种表示资产负代表的时候呢其实你对整个一个地产的一个投资的回答的一个速度跟高度的话就是可能也会有一定的有有点那个不会那么强的预期所以所以收益收益的话就是说从从这个的角度来讲的话就是说支持低于利的一个基本链因素呢到目前仍然是能它是存在的那现在卖中式向上的这个是不支持的然后经济的中期跟这些他

都不是支持的但现在的预期就是说我们都预期明年要季度的话这些指标这这个橙色的这些指标经济的指标都会有一个像扩的这么一个过程如果它是向外扩的这个过程的时候那它就会被带动蓝性的点的继续向外扩当然直到说呈受了点扩向外扩结束了然后呢蓝色的点呢它就会往下回落这么每个过程那所以现在的一个大家的一个预期的一个差或者说那不同的地方就是说它这个城市明利二季度往上走会不会往上走然后那个如果走总会走到哪一个程度就是来决定给整个一个可讲就是我想这是这是制约大家现在归市场对于股票对债线市场相对谨慎的一个原因的一个所在然后第一地市项线的话就是其他市场的一个因子因为包括股债的一个性价比然后呢商品所体现出来的

这个波动率啊避险情绪啊然后呃债地市场本身所体现出的风险度啊这就这些我们年龄中把这个基本面跟跟那个跨市场的这个信息这个因子呢打包打包把它做成做成一个利率电化的一个模型啊就是就有我国我该展示了这个力量的话这里这么一个信息所以基本上我们现在的做法就是就是只会对这些主要的因子动态也去跟踪然后对每个因子下面的话就是其实下面还有一因子比如说你这流动性密差然后那个回购利差中心利差其实实都是拆下去拆下去的话去算清楚说基本面的一个宏观系统的一个基本面的一个环境跟位置所决定的一个资产价格到底在什么位置给你稍微再看一个流动性的一个确类口就这个流动性的刚才流动性利差拆下来拆下来的一个利率的一根水平

这话就是你估计的就是合理的利率率跟水平然后呢蓝色的话是实际利率水平可以看到的话就是这个是概率啊就是我们可以看到之前利率比较低的时候基本上你去多多利率的概率相对都比较低比如说可能只有百分之十或者百分之十现在的一个概率大概有百分之六十二啊当然也不是最高了如果你你回到了很高的话就是一百二十个BP的话可能有九十级的一个情况以前我们敢去抠那个所以那些什么一升一次四级别以三年级敢去高大顶呢通常它都是有具有非常常高的概率值但如果说你在这些利差在这固值水水平情况下的概率值都非常高清一色都非常高那现在当然现在的话就是流动性利差还没是高了就是已经不是第一两次高了但还没那么高觉得如果所有都很高但基本上你就不用去担心那个基本面的情况

因为它所能提供的价格保护就很高了所以所以那现在相对比较高了我觉得会比较确定的就是长期的这个资本回报的中枢这个相对应该是资款产品市场所能提供的同资回报的中枢这个样相对比较确定了然后流动性的水平中心率率然后回购利率政是率差这些相对来讲就是确定整度甚势不齐吧但是相对来讲都是会往着对对利利有利的方向再走这么一个情况如果它走到一点都走到期划了都走到一个整度我觉得就不用太去担心去基本面会怎么样子走所以这也是

为什么我觉得如果说明年二季度今年的二季度经济是网上走的时候有可能它是第二次买点而不是一个趋势性看空的点这不是我要讲的我跟大家交流的第一大点的话就是对于债券的一个基本的看法跟那个东西对股票来讲的因为我们的产品可能还要去

觉得那个股票的仓位然后选股的这个模范我们基本上是用那个量化选股的方式去做了然后十年关系以完来跟交流一下那个股票的的一个看法股票的看法的话就是因为现在市场预期也是一样就是跟债券的市场区是一样的吧看个股票干空债券那短期来讲你肯定是没办法去我这个一制期因为它现在就是现实就是这样对吧但是事实的一个情况是我想说的话这是我们对股票的一个增长的一个模型这个模型化大概的意思是说怎么呢就是决定市场股票市场的一个很大的因素第一是大家以过去很大部分都是去万星基本面就是企业盈利的企业引利的基本面盈利的增速算一下明年内增数后联的增助给的这些东西然后后来大家就关心股价溢价的对吧股债股价爱的性价比股价的溢价就是

的第业但是股价A价这个我们也关心东是股价一价我也有为股价溢价的一个指标以可以看一下股代溢价这个指标你可以看的话就是说如如果是从去年你就用鸦片就是股代溢价这个指标去做配置的时候那点明星里你去年肯定也是跌了嘛对吧因为它已经是处于高位了从例子的绝对指来讲它是属于高位了高位而你就配我的意思是说股代一价它确实是有一个均资回复了这么一个规律在高的时候它就不回复我相他说股票便宜占券规了嘛相比来贵那你应该东配股高子少配战券嘛但是呢这种配法会会让你欧秀的这个区间跟时间是相对比较长的我自己觉得话就是我要感觉的话就是说你很难去确定如果你一定要把这个极值弄得非常非常的极端极端高的时候呢那你可交易的次数就变得非常地早就是这是这是用鸦坏看上去很美就是但是实际上让你要用它来去做投资

或者说甚至是打包成一个量化策略可能就没那么美了这是这是第一点第二的话就是说你这个股价溢价高低呢有另外一点就是去年我其实也提天一个观点在我们内部就是说在阶段性的了对别是在去年的那种环境下阶段性率的话就是以前我们用去算鸦P股价溢价的之后你跟时间国再比那肯定不合理对吧阶段性可能不合理长期可能是合理的但是阶段这肯能是不合理为什么呢就像二零一三年二零一三年或者二零一三年代大港口你用这个去算股价溢价的时候呢那市场的无风险利率不是这个利率水平是飞镖所以呢它飞标会挤占这部分会会挤占股权的一个投资商所以你就添然的会看到二零一三年大概是二零一几年大概是二零一一年到二零一四年我们可以看到它的股债一家连续三年就是很高位而且是网上网上匹配得非常高了然后这个橙色的是我们自己算出来在基本比它应该中国的一个资本市场应该有多高的股价溢价

比以我算出来的一个中期的一个股债价还高而且持续的时间非常长也就是说如果你按照这个去做你连续三年都亏钱亏在什么都没有了对吧所以呢很明显的话就是所以我们为什么为什么后面我会去算一个成色的这个股债一价呢就是因为说它会在某一个阶段里面它就是就是说它本身它不是完全均止回复呢它长期会去就服灭但是它本身又有很强和趋势性这个趋集性趋势性的这个这个原点了就是它这个使它具有具有趋势性的这个这个本源跟原动力呢它又是变的比如说二零一十一年到一三年它这个趋势性的话可能就是飞镖对吧今年去年不能它的趋势性的一个原点的话可能是美债就美在加息你中国是不加集但是美国加息亚那美国加期的话就是说我们可以看到的话就是说别说是整个一个股票市场的一个总势了就包括那个成长跟价值的走势中国的总是跟海外的走势都非常的像为什么呢

现在它资金还是全球流通了嘛对吧所以从这个从这个角度去看的话就是说古债溢价本身的话它可能还是有一些有一些弱点的而且就算如果如果没有落弱点就是说如果按照第二就是因为现在大家看的话都只看这个蓝色就很少的用去有像我这样有一个中枢我后歹还有一个中枢对吧那如果按照这个中枢来看的话如果如果经济还没有真正很起源的时候呢现在的古债一家呢其实已经偏乐观了就是就是如果现在的按照现在一枚内润水平呢它的古代价应该在六百个滴地那现在实际的话是五外五十个比例已经是已经是这个狗已经是跑在主人前面了那么一个情况所以呢但即使是这样的话我刚才讲的话就是说这这个东西你还是很难跟实际投资弄在一起正是因为它这个趋势性很强而且总是不断不断地变所以我们后来的话就是

我们叠加了遗稿的话就是说那个风险偏号就是我们还是需要把这个风险编号这个东西刻划清楚这个刻画清准的话第一的话就是你要把盈利的那一部分把它剥离掉剥理到盈利部分剩下就是估值系不同资本市场的估值系统的扩张跟说缩到底是什么原因来决定它我自己梳理下来了的话就大体的影响整个一个资本市场估值扩张跟收收的原因的话就第一一是流动性第二是盈利的中期就就是这么给但你实际的一个种势所以你可以看按到的话就是你可以看到这个层色的这个这个就是长期的一跟估值合理的一个中枢然后呢蓝税的话就实际点可以看到它匹面量还是比较比较比较紧的然后这个比亚景以后其实两者之间的一个差别其实就是所谓的一个风险偏号就实际的一个实际的一个估值的一个市场给整个一个市场给市场先生给到了一个实

际的估值

跟我们所预期的跟基本面相匹配的这个预期的一个故事水平之间的差也就是市场先生的洗录它是高性还是不高兴就体现出来了那这个风险平较好本身我自己觉得话它应该是在一定发面对它有区势性然后超过一定个基金它会反转所以呢是这么一个情况所以在正向的情况下就是我们可以看到大概十一月份大概也就是整个两个政策地产增这个防疫正在发生变化以后这个股债溢价那这个风险变号的这个指标去转正了反正也用它通常会持续一段时间所以过去的三个很远我们看到股票股票市场相对比较比比较乐观比较火热的原因就在这个地方不是其他东西因为因为因为中期的估值还是在绿色的区区域

就是实际的估值还是在绿色的区域中期的估值呢也还是属于偏等的一个区域还是偏低的一个区域那么现在大家碰到一个题就是你说你现在的市场的业利期已经起来了然下来的话说如果从长期配置长期超长期资产配置的角度来讲的话我是不是从十二个月跟二十跟三十个月三十六个三年段十间窗口里面整个股票市场就是为超配的这么一个情况那那这个时候就不是你往期的风险编号所候能决定了就是应该要你你整个一个估值系统我们呢是要往上回摆就是这个城市的限量往上而回来那决定这个故值系统的很大的点因为我刚才讲的话就是大概有盈利的周期流动性盈利K的肯定还是率了流动性的话就是现在卖中的话我刚才在讲债券那一部分的时候也讲到了现在也是过去一年肯定是不及预期七的如果明年按照增量百分之十五到百分之二十的预期的时候呢有可能最大的

增速现在下半年不是上百年然后恰恰想把唯一支持这个流动性能是海外的贸易现在虽然还是往网冷的还是热乐区域就是贸易顺差就是整个一个出口的景气度就是还是乐的区域但是这个外网为摆的是盲冷的地方摆的那我们现在所能期望的是什么呢就是包括海外的流行性我们希望在海外里路线加息放反然后个对于成长股有一些支撑就是往很好的地方摆然后盈利网热的地方摆然后流论国内的路线盲的的地方摆如果这些纸的一个螺指的油表的一个指标都往乡应有赋的地方摆那么中期的实际的一个估值它能够往两性的地方摆那么它整个一个智能个市场就能真正的走出一个相应的一个所谓的流市来相应的一个长期配置的东西出来所以这里面很大的一个原因就在这么多因素

很网零机七息度找到盈利的中期因为现在的这个盈利的周中期毫无疑问肯定还是第一点这个是盈利的周期就是绿色这条线是一个盈利哪个重还是属于低一位点域低位有这么一个选平这个水平要往上白按照历史的经验天麦就这个P麦如果你你要找一个宏观指标去应证因为那个是微观的指标标这个盈利的周期我们是通过上市公司的微观的数据汇总在一起了就有个预期值汇拢在一起了然后呢宏观的指标映射到微观的范指标有领先的一个作用如果宏观它不是扩张区微观的一个盈利周期要往上把它必定宏观是在扩张去否则就不对对吧你整个宏观在来说然后你说上市公司盈利会非常好这肯定是不对的所以呢你如果能看到这个往上走的时候呢宏观的一个周期必定是在扩张的走期那么宏观指标呢要找到一个比较显现的又简单又好理解那就是批卖就偏外的一个工作账品周期那现在还是在说缩的估计忆的话有可能到明年的三月份把今年的商月份三月份二季度以后的话P麦有可能就是列位的进入政扩张的这么一个周期里面去那个时候盈利的中期又可就往回败了至于它能摆到什么程度呢我不知道就是我们也无法知道因为这取决于政策然后未来的这个防疫政政券居民的一个选择的就这些但但它会给我一个职引是什么分之引呢如果说风险票是位置正向的然后这些基本的一要素是基本的影响的动力然后说是往前走的那那么我们对整个一个股票的一个资产配置的一个仓规呢它就会它就会那个超配过去就是有一个防御的资产配置的模型这个就是防疫资产配置的模型基本上的话就是

这里面的股票一个仓位的一个决定并就是有很大一部分的因素就是看掌我刚才跟大家介绍这个风险偏好以及它的分景这里面有有一部分点偏好的一个指标就是包括整个一个市场的一个趋势的去势度的度量就是最后会得出这么一个结论然后大体跟大家交流出这些吧就是因为时间关系好像也说的比较久了可以看看大家也没有什什么问题然后我们可以稍微交流一下好的感谢连权总的分享那各位领导有问题的话可以直接开卖提问然后也可以私信或者打达在聊天框中

我这边有人私信了我一个问题您目前的模型大概是多久迭代一次另外是量化的模型可以举个例子就是逛的哪一年是有一些效的表现然后后续是大概多长时间修复问了一个两个这样的问题他就是我我那个希望自己或者给自己的那个就过去几年吧过去几年给自己的一个小目标或想要要求是每三个月每三个月不得一次就基本上刷机一次但事上你这个东西也很难做到因为对一个问题或者说有些矮D或者有这东西的话也有可能取决于有时候你跟人交流然后或者说去突然间看到某个报告或者看到某个文件或者说你实际当中碰到了这些问题然然后触发触发灵感

或者说问题驱动我大部分大概有百分之七十是问题驱动的大概有百分之三十是来自于灵感的就是比如说看了某一个事件或题段因为很有意思然后就验证一下它中国的情况很就去修张的然后另外百分之七十是灵感驱动至于你讲的这个问题的这个东西的话我觉得举一个最近的吧最近的话就是比如说哪个比方文二九号接管胜利以后的那个就我来博道以后接管胜利的活道以后呢的一个情况我当时值的股票的我换手率比比较高嘛然后因为我在私募的时候的因子可能就更适合换手率高了对吧因为私募大家知道说换手率都很高因为它很大的一部分的一个原因并不是说包括我们现在去看很多私募的基金的业绩也会比股票公募的量化股票业绩要就是好像不失通用物种是高出的一截的

这种情况一个很大的原因我自己觉得是你的费率是一个比P成双边就就是两个低P现在些费率是拔个低比成也是十六个比拼所以所以的话就是说你的换手率然后你的因子对这个换手率个市场的一个情况会带来一些东西第一话就是你像今年去年个二季度三季度的时候刚刚好这个贝塔下杀的时候呢它成长因子跟所谓的这什么量价因子其实又是共振式下杀的所以就可以就会给你的这个东西带来一定影响所以体现到我自己的一个组合上的话在那段时间我的组合应该是贝塔是杀的然后阿法也是杀所以问你虚动那你就去升级一迭大升级迭代那个问题驱动就是什么你换手率高那你就把它什么给降下来

你不是说直降换手率要降换手你应该怎么说欧谓了来源去降反来手就是比如说我扩龙那换总率低一轮然后那个相关性收益的来源于相关信率比较低的这些因子然后呢改变那个因子配置的一个比例跟速度然后拓展那个收益的一个来源因为有很多人喜欢把那个有一些投资者可定喜欢把这个股票的因子分为比如说传统的分为二只跟被塔因子嘛对吧然后分为量价因子跟那跟那个基本名因子嘛但其实我更喜欢把它分别来说它都是类别塔或者说那个风险溢价就是从风险溢价就理解这个东西就相当于是说它是提供给你什么收益比如说我们刚才讲比如说你抛弃一小市值因子其实呢就是抛弃你的小市值三个小四子因子它已经不是一个二百银子了它可以打开看一家

就比如说这个是小试子银子吧小时候星生一直的话就二零一七年大概是二零一七二零一七七年以前你肯定就掉打了吧就是如果你大部分配置小生银子我们可你说二零一七年三月份到二零一八年七月份的时候小市值因子进五往下走就不表现了然后也正是因为说它阶段性的已经变成表现差了所以你就你在这之后因为那一段时间刚好是加值因子牙的是我们知道说有部分的一个价值投资在这个一军出起就是在这段时间里面去然后我们就把这个因子把它拉到一个筐里扔到垃圾框里面说这不是不值得它是分给英子它是不值得配了其实我自己觉得倒不是因为你看后面它又是上去了对吧

但为什么说如如果说如果说从全样本的角度来讲的话我们只能是说这个因子呢它长期有收益但是过程有波动它不是它不是超为因子它不是阿法因子阿法因子超因子的话就是就是长期有时候以中间没波动这个是超完因子那如果是说长期以有收益中间有波动那它就不是一个超因子但是它是一个什么被打或者说类似一个风给因子或者说是一个风险因子那这个风险因子我们讲了风险溢价那我就要回答是说它这个风险一感来源是什么所以我更喜欢的话就是从从这个角度去去看它包括我们在股票债券我们去债券的债券等这个电话策略来讲改的话我债券电话策略里会捕捉的我二十几个因子我补充什么呢我捕捉了其实就是债券的一个高频波动的收益中期的一个趋势性的收益货币政策的规律性的

那我的因子呢股票的因子也是我补说什么呢我补充的小市值小市值风险所提供的小市值溢价等我并没有我说真的把它放弃一点不像比如说追求极致阿法的投资者可能就觉得它不是一种我就不配它的可能我还是会配然后我们尽量地去想把整个一个收益的来源拓展因为这个收点也很多吧散户有非抵性理行为然后流动性的风险然后企业的成长所带来的成长溢价价值低估某大的估值溢价机构的过去几年的一个景气的行为所带来的景气的投资以及景气投资在以散富的这个情绪化行为两者相互叠加产生的一种叠加态的收益以致预期就是卖方的分析师行为对股价的影响以及就以上市公司长期的一个基本面的经营的一个约束行为所带来的一个意义

预器的跟成长溢价上市公司质量本身因为质量有质量高低的一个上市公司它决定了未来它的盈利率引力的可持续性是高还是低的所能提供的质量溢价种种年龄总种有用的一个溢价所以我更喜欢的就是说总风险的因子的角度说这个因子它是提供什么因子的所以我举这个例子是想说是什什么的表面上看下去我面临的问题是说看上去好像是一个偏量价跟私目可说我都是量价因子就是所以你的换手率非常高那其实不是你要在在因子里面有可能是有的是承担流动性风险有的担个散户的一个复理性行为有的是承担那个低一波动的偏态效应就是诸入此列它是它也是可以分得收益点来源分分开的分开以后的话就说你把这些社会量个分开然后把它收益点难源扩充了更多那自然你的放手率就降下话说价价后那体现出来的话你的超额收益

了他就不回去了所以就就举这么一个例子所以对不道也没有回答你的问题好的连选总最后最后一个问题吧我看公聊的时候有领导在问首先问一下是这个系统是不是咱们自己或者是您是您部自己开发的然后第二个话界面的话可能很多领导也不太熟悉能不能稍微介绍一下就是您现在看的这个界面大概是什么内容对也是自一开发了然后这个界面的话就是这个可能就一直办我讲不完了就是就是基本上的话就是基本上的话就是那解决几个问题吧就是那个主要的菜单就是解决几个问你第一话就是因为我最开始是做宏观研究时就宏观研究就大家研究很宏观就出来的出身的

一直做金融工程后来去做呢那业研究所以我一直想解决了一个问题或者说想探索的一个问题是什么呢是从基本面搞清楚基本面这是第一个要解决的问题第二个要解决的问题是搞清楚基本面到资产价格的硬证关系经计也就是资场定价就你搞清楚路况不够对吧你还得搞清楚这个路况跟你的车的性能跟车速你应该以什么车速就是说你这个估值你的定价定价能力我会有去年跟同事们交流的话提到一点的话就是说其实资管机构的核心能力呢至少要分成两部分一个部分是那个基本面的研究能力另外部分就是定价能力甚至呢在某种程功上还要更偏向定价能力因为基本面基本面的所有者它更了解基本面嘛让你市场的参与者更了解定价所以我自己觉的话就是说你一个量化策略也好

准没的话也好从电化也好好就是说无非就是在这两个事情那样做文章这一个经济研究就是基本面第一个是定价然后呢这两个事情呢搞清楚了搞清楚一点了那你就可以在这个这两条腿的基础之上呢去做一些策略就是我们搞清楚这样两两点话让我怎么让它跑起来跑起来的话产生一个个我说可复制的意识是什么可复这的意思就是说这个它有规律性可以重复作嘛所以所以如果要不能重复作的话他就不可复制嘛所以过去有一年多有时候包括研究院或者说有人给我推荐怎么么投资机会有时候好像是我不太偏不太感冒感觉那个东西为什么为什么哪个原因就是我认为它是不肯复制了就是哪怕你般会再告诉我有一个巨大投资机会我可能也不会跟为什么呢因为你不会天天告诉我所以所以所以这个是很重要的一个原因说当你把

基本跟定价这个事情情呢其实都是一个都是在挖掘一些常识性的事情你把这些常识性的事情因为只有识产是可制的它会重复出现然后你把这个常识的东西基本面跟定价搞清楚那你就可以打冒成策略在就是我们的智能策略所以你可以看到我这里面有很多的智能策略包括那个多音子这个是多音子的模块然后资产配置模块就这些就是这些都是这种策略里面的东西然后在这个策略其实分成两部分第一部分的话有一个这是叫达里奥那个现金流这个是以以前在私募的时候要做得多一些然后呢因为它社交要商品就有有其他的東西就是很多的策略流然后在公募的液台里面基本上你只要解决股票跟债券基本上就是这个股票二法模型跟防疫工资产配置模型防资产配置模型去解决那个股票债券现金的一个比例这个比例动开的时候

是怎么变的然后我们可以看见的话就是我们可以有了这个东西我就可以把整个产品体系进行波动率的切分我们可以像我们现在的产品体系不到现在发的那个波送箱产品的话就是第一个是第一波的产品小波D波动的产品第一个是高波动的产品就是这两个策略流所以这就是可复制的意识就是说我们可能可以相对清楚了让客户看到说我们按照这个从复现给一个做法去做的话历史上它的一个大概板的技巧分是什么培样子哪怕哪怕比如说打个比方高波动的一个高波动的这个波动有一个东西像去年你看去年跌的时候呢你可能也是跌了对吧但是你把它拉长这个点这点颠幅都不算按什么就是在整个一个时间上堡里面它就是个浪花这么一个情况所以呢我们的这个系统其实就是

说来越简单就是说基本面定价然后最后到策略就是然后呢还有一个模块没开发完就是行为金融行为是金入这个东西没看到网其实就是一个绩价归因或者说但是这个绩价归因我知道说现在是市面上计效归因级基本上只归应到股票股票跟债券挣多少钱行业配置挣多少钱购物选择挣多少钱然后这个归因呢我是想把那归到基因经理行为就是你干点啥事然后挣个多少钱就是因为为什么会有这个想法去做这个事真的因为以前在其他基因公司阶段性当来一定领导岗位的时候呢曾经被其他基经以后挖个坑就是所以我想让每个基经理都成为透明人所以才会有这个想法但是呢还没做够就是大概我们这个系统就这么一个谋范就是对好的现谢人选种然后我看提问得比较热烈时时间关系我们最后再麻发连全总回答一

吧请问陈总目前的话他在选股上有哪些因子是有一些超额暴露的然后组合侧面上大概目前有没有一些负相关的策略负相关的能略吗对负相关以因为负相相关的话就是说不能负相关应该是说低一相关吧因为你完全不相关的话应该比较少就是能追究低相关就很不错了因为我刚才讲的话就是说现在也说我们所能去看到了在股票领域里面的可提供的收益来源从了八老年那几个因子那它的几个因子基本的因子基本上就就是告诉你一个基本的收益的来源这里我刚才讲的话刚才我已经明星讲的话就是值有荣性是指市值风险中性风险然后价值价值溢价成长溢价然后个比较比较有一个质量溢价然后还有一个分析的

的一个溢价家中中文之类的话就这就是我们现在目前研究截止到目前为止所能告诉我们的就是驱动这个股票市市场里面的一个竞价行为的一个收益的一个来源就是在这几个里面去那我某唯一要做了一个工作的话就是把把这些大类因只能更加的刻意度做得更细一些举个例子比如说打个比方像分析系的预域期的这个行为我相信每一个量化的一个基金经理都有不同的口罩的方式就是它每个人都有完照自己理解去构涨那这个比例里里面有一个有一个很重要的一个点的话就是对信息的一个筛选跟过滤对吧因为你知道分析师的一个预期的这个信息比如说举个例子说有的分析师施是来搞笑了有的分析师来打将也有了因为你就会发现的话就是比如说年报发布以后的话他还会发布当年的预测的内部是搞笑了对吧然后有的分析师是当年的盈利预测的话就是

十五月份他就会发布至少是在年报去年点报发布出来以后他马上就可以发布这个叫领先着但是有的人会拖到十二二月份产才去才去跟随跟随其他人操作业这种就这就导酱油了嘛所以你相当说一年十万份或者说几十万份应该没有几十万一月十万分因为我自己在我自己说跟踪的这个股票证里面大概每年应该就十几万份吧所以这些这些信息你其实要经过过滤了就是有哪些信息它所提提供的是说你这个分析系的一植预期是有用的是比如说分析的一个比如说我们看到大揽预测大量预测也很有用大揽预测然后领先领先预测很有用然后呢预测之前股价就有波动的很有不用很正常对吧因为你大概大概你预测之前建议现在整个的市场生态我估计大部分有一部分应该会事先的

跟部分的一个沟通一下了所以有时候会有一些信息上提现它就会有一些反应预测之后也有反应很有用就是注册指能然后过去预史测准的未牙分预制准跟随的那就倒垃圾量就没有用所以你先有一个现在有一个那个信息的一个模块我把它称为说智能读读取人爆就是你给我一个研报的信息我们现在已经有一个模块可比较刚刚的表示里面去把那个垃圾跟那个吧说那个说的不太文雅一一点的话就是机份跟咖喱看上去颜色都一样但是你要把它分开就是这个东西然后你这样的话这样做的时候呢其实你的音子的精度它就被提升然提升以后的话那看上去大家都是拿分析师的这个预计的一个行为的我把这个个分析是成长因子它是属于成长但是呢你的精度跟别人公烟按你的收候益可能就不太一样这是第一定的话

同样是成长性一列的时候比如说成长因子分其是预期就是一个偏成长银子的美丽直民级因子因为所有分析是大部分会跟踪有未来成长前进人如果没用它就不跟那嘛所以跟它相关的大部分是成长股就成长的暴会非常的强但成长又不仅仅是分析是预B期成长这个魔坏龙它还有一个传统成长对吧就是他们一该重有成长了传统成长第二的话就我自己来作为一个质量成长质量不是为你的质量的质量所以的质量就是说过去的上市期公司的绩效能够更大概率的决定它未来的绩效也相对好这个叫质量你以前差你未来还是差我觉得就是高质量对吧但是你以前差你以后好那这个就不是高质量就是说我不能根据你过去的行规去推测未来的行为就不是这样所以我对质量的定义是什么呢过去好这个是前提好是前提当然还有另外一个要求是你好然后未来也要好就是我可以根

因你过去的信息然后一致性地推断你未来这持续那这个叫质量增长所以呢你就会发现说即使在成长因子里面我们拿去拿成长溢价我拿传统成长溢价我那质量增成长溢价我然后一直一成长溢价它就不一样那巴巴罗的引经质它是没有跟内这么细了那我们可能会分得更细一些那这样的话就是说它那个相关性它就为大家开但它不会完全低相关但这时候你能拿到了那个市场的这个收益的来源就不同然后再举一个例子的话就是说我才举那个例子还有一个例子就是说中国的一个我们知道说那全球范媒内都有一个动量效应对吧就根据过去股票的市场表现可以推这未来股票市场的表现但是只有绿灯中国是没有动量还有效应因为中国的那个股票的市场能生态里面是散户大占主体的但是这个动量项目在二零一九年以后是起来的然后散户的反转移址是下去了所以对于中国的市场格其实相当于说机构行为散户

因为它是有个叠加的那我们做的因子就把这两个状态给它剥离开分别取这两个个收候也改一了那他相关性会相对就不一样所以来也就不样反映可能还有其他的意思讲不完好的好的感谢联续愿总刚过慢慢的分享以后一个半小时头的时间今天的交流比较充分然后也非常感谢各位领导今天的参与可能有的问题因为时间问题没办法做解答了然后也可以联系我们对口的销售我们一定也会给连续总带到然后做解答我们今天的话得到投研分享周第二季的活动就结束了然也希望我们四场的路演能够给您提提供到一些有价值的研究信心也传递我们一点信心然然后今年的话市场也是一个看登红的状态也预祝各位领导今年的全年投资顺利也提前祝领导们春节快乐课也希望您去关注研群总的