

在红红绿绿的电脑显示屏的包围下，“交易员”运用神秘的公式，在数不清的交易品种之间频繁交易。如此高速的执行效率，或许带来的不仅仅是收益——

屏幕后面的交易员

本报记者 谢慧

成也高速 败也高速

投资市场从来就不缺少创新和技术。事实上，定量投资与量化交易方法在海外已有30多年的发展历史。所谓量化交易、程序化交易，简言之，即交易策略的逻辑利用电脑程序运算执行，而这也被认为是资本市场电子交易运行的必然结果。

2008年之前，量化交易的发展还仅仅存在于少数投资团队，其交易量对市场的影响也是微乎其微。然而短短5年后，美国证券市场30%以上的交易量已由计算机自动完成，从大盘研判、自动选股，到资金和风险管理，量化交易可谓“深陷其中”，不过，中国证券市场上量化交易的占比还比较低。

“中国证券市场一开始就完全是电子化，非常适合进行量化自动交易。但由于原来的交易品种比较单一，没有做空机制，而且不能进行T+0交易，便大大减少了可选择的量化交易策略数量。”北京工商大学证券期货研究所所长胡俞越表示，随着股指期货、融资融券的推出，为量化投资、程序化交易提供了很好的发展平台。

时下，量化、高频交易开始大行其道，交易所也好，机构投资者也罢，无不看中市场流动性和交易速度，不吝以此作为“卖点”。纵观近年来的发展，量化交易的成功个案屡见不鲜，西蒙斯创办的大奖章基金连续20年间每年盈利高达35%，且从未出现过亏损。然而，速度的提升，也对整个交易系统提出了更高的要求，稍有不慎便会伤筋动骨。

2008年至今，美国股票市场已发生不下10次“乌龙”事件。2010年5月6日，道琼斯指数半小时内暴跌9%，最后证实是某交易员量化交易出错，若不是美国证券市场自“交易所”至“交易商”都开启异常熔断机制，量化交易带来的风险将不可估量；2012年8月，骑士投资集团由于软件故障，造成了4.4亿美元的损失，至今仍让不少人记忆犹新。就在不久前，高盛集团的错误股票期权订单涌入各大交易所，导致证券交易一度暂停，市值总额高达5.77亿美元的数千只股票的交易活动被冻结，高速量化交易激发的辩论再次升温。

量化是一把双刃剑，如果没有足够的防范意识，风险恐怕会不请自来。“不过，量化也是一把好刀，出问题不在于刀本身，而在用刀人的动机、能力以及对用刀制度的监管与控制。”摩根士丹利华鑫基金数量化投资部总监刘钊认为，真正需要关注的，是使用量化工具的投资人的投资逻辑，他们是否真正客观评价了投资风险和操作风险，是否为了赚取更多利润而完全忽视了合规操作等必要性前提。

星星之火的燎原之势

在上市公司数目众多，海量信息充斥市场的时代，投资者需要一种能迅速有效地汇集各种数据，并进行客观分析的投资方法，量化投资应运而生。不过，量化投资在国内证券市场还没有到生根发芽的阶段，统计显示，当前我国量化型券商集合理财产品实际发行规模为124.27亿元，占所有券商理财产品规模的4.2%，量化基金产品总体规模为281.47亿元，占全部基金规模的1.06%。

但作为一个新鲜事物，量化投资的发展速度惊人。从2006年第一只私募量化



光大证券“8·16事件”不仅将其拉入谷底，也把量化投资推上了风口浪尖。70亿元资金短时间内撬动大量跟风盘，曾经“风生水起”的量化交易手段一时间成为众矢之的，高风险、量化投机等责难之词蜂拥而至，令投资者困扰，也让做量化交易的机构深感担忧。那么，量化交易安全吗？其本来面目究竟如何？

产品“天马”成立至今，星星之火已有燎原之势。据统计，目前有业绩可查的量化产品已超过200只，其中不乏成绩惊人的产品，如成立于2007年12月的合伙制量化产品信和东方，在牛熊转换的巨大波动中，其最大回撤只有3%，近两年更是获得了36.5%的累计收益。

从投资方式来看，国内主流的量化投资策略主要包括量化选股策略、套利策略和趋势性交易策略。其中，量化选股策略运用较为广泛，其核心思想是构建一篮子股票组合，同时通过股指期货等金融衍生品对冲风险而获取绝对收益；量化套利策略则主要通过全面、系统性的扫描，捕捉错误定价、错误估值带来的机会，买入估值洼地的品种，同时卖出估值高地的品种，以此获得超额回报。

不过，任何投资方法都有其局限性，量化投资也不例外。“‘8·16乌龙事件’

发生在程序化套利交易过程中，但无论是交易型开放式指数基金（ETF）套利，还是期现套利，都是一种相对成熟的业务模式，在国内市场上运作已久。”刘钊分析认为，套利交易的存在，不仅为股票市场、ETF基金市场、股指期货市场提供了很好的流动性，同时也降低了市场被操纵的可能性。因此，市场的非理性波动由主动型投资者驱动的可能性更大，板子不该打在量化投资身上。

或许我们可以理解为，作为一种投资手段，量化交易本身是中性的，起作用的是模型背后的人。市场唯一不变的就是变化，量化交易如今与电脑功能无异，不同投资者之间的区别则在于对知识的掌握和对市场的认识深度。

去年下半年，国信证券、光大证券相继推出量化策略交易模式，为普通投资者提供增值服务。客户只要满足一定的资金门槛，便可以选择购买相应的量化投资产品实现投资收益，或者购买相应的模型，自行设定条件自动买卖股票，执行自己的投资策略。“量化交易是未来市场发展的必然趋势，我们应该扬长避短，不能将洗澡水和孩子一起泼出去。”胡俞越说，真正的问题是，我们如何监管它和监测它。

风控水平决定手艺高低

“乌龙事件已经成为历史，不过，其反映出来的风控问题却给监管部门和市场参与者敲响警钟。”胡俞越表示，行业的创新步伐不会停滞，重要的是各项风控机制的完善。

“就统计套利的使用而言，主要以投资银行的自营盘和对冲基金为主。”景顺长城量化及ETF投资总监黎海威说，虽然套利机会稍纵即逝，需要迅速地执行，但他们都有很严格的风险控制。比如，每个策略可以动用的资金量、杠杆比例、止损程度等。这些指标都在实时动态监控，而不是仅仅为了满足盘后结算的需要。

一位北京券商产品部门负责人表示，完整的量化交易系统通常包括监控模块（搜集数据）、策略模块（分析数据并下单、执行等），以及风控模块，即审核下单额度、下单保证金、下单的手数、风险敞口等是否合规。“不过交易模型不可能囊括市场所有新的因素，即便是调试得再好的量化模型，也必须及时调整、修正参数，才能持续产生收益。”

目前，从发达国家的金融市场来看，量化交易、程序化交易已经成为主流，中国证券市场的未来发展方向也不可能违逆大势。胡俞越认为，随着程序化交易逐渐成为现在金融市场交易的主流模式，在程序化交易软件设计上，应注意引入“防呆”机制，防止低级错误发生。同时，在接受并应用这一交易方式时，投资者应谨慎，从交易逻辑、风险控制等多方面进行仔细评估。除了加强使用者内部的风险控制外，业内人士建议，从监管层的角度来看，也有必要更新风险管理理念，更多利用技术创新来提升监管能力，引导市场积极合理地使用量化交易工具。

建立跨市联动监管机制、重视期货市场的风险管理功能、报备程序化交易账户……无论怎样都好，只有风控与创新并行不悖，量化交易才能真正发挥其应有的作用，更好地服务证券市场。



月亮惹的什么祸

齐平

明月几时有，把酒问青天。距中秋还有20来天，一款“赏月不便险”现身电商平台，高喊着“月亮不陪你我陪你”，约定在今年9月19日农历八月十五当晚特定时段、特定城市内，如果天气预报显示为阴、雨等天气，就可以获得最高188元对“因不能赏月造成的心情损失”的赔付。

初闻此事，真让人有耳目一新之感。古往今来，一轮皎洁的中秋月是无数文人墨客灵感的来源，又是多少痴男怨女情感的寄托。一年就这么一次，它能不能准时露脸兹事体大。中秋无月，一定会少了许多千古传唱的名篇佳作，少了许多“月亮代表我的心”的白头之盟。

本来，月有阴晴圆缺，此事古难全；不曾想今天金融创新的无孔不入，给我们提供了两全其美的解决方案。

保险居然能覆盖人的心情损失，可谓把“以人为本”落实到了极致。试想，如果大大小小的烦恼都可以用保险赔付来对冲，该是一种多么美满的人生。比如炒股者买个“赔钱难过险”，上班族买个“被批评不爽险”，连出门都可以买个“屡遭拒载耽误大事险”，尤其是中国球迷，他们多么需要一个“国足输球险”啊！

且慢忙着畅想，似这般连个由头就“二选一”地押一把宝，似乎已经跨界到博彩业了。

为了摆脱设局对赌的嫌疑，产品推出方解释，“赏月险”并不是真正意义上的天气保险，其主险是意外险，只是附加了天气条款。但是，相比起普通的意外险，20元或99元获得10万元为期一天的人身意外险，是不是贵了点？而且，除了引发海洋的潮汐运动、人的情绪波动，以及传说中的狼人出没，有什么“都是月亮惹的祸”需要特意防范呢？

不管怎么界定吧，“赏月险”的出现是一种创新。

其实这些年，无论在产品设计上，还是在营销方式上，保险业的创新动作并不少，有时候新得让人几乎认不出其本来面目了。比如那些包装成理财产品蹲在各大银行柜台里的，可能是不太好卖的人身险；比如寂寞单身险、爱情保鲜险这些听起来像情歌大串烧的“宝贝”，对应的是交通意外险和万能险。

相比于在少数险种上打得不亦乐乎的同质化竞争，这些四处探业务蓝海的努力当然值得肯定。但不客气地说，很多该由保险来干的正经事儿，保险都还没干。比如，我国是个自然灾害多发的国家，近10年来自然灾害造成的经济损失平均每年在3000亿元以上，但其中得到商业保险补偿的比例不到2%，没有一款专门针对地震的商业险种；再比如农业保险、养老保险，有大片的处女地等待拓荒。

作为现代金融体系、社会保障体系、灾害救助体系、社会管理体系、农业保障体系的重要支柱，保险业本质上是转移、分散个体难以单独承受的风险的机制。正如保监会主席项俊波所说，保险事业就是人民群众的事业，群众的支持是保险业的根本所在。

那些只满足自己短平快赚钱欲望的“创新”，与客户真正需要的创新之间相距遥远，就像那天上月亮，想让人亲近也难。在保险业这个巴菲特最看好的行业，近一两年业绩持续下滑不说，社会对行业的认可度也不断降低，某种意义上，不是因为保险业太傻，而是因为太过“精算”。

据说，看似只图娱乐一下大众的“赏月险”，其实是根据过去几十年天气数据做出精算模型，认真统计过概率才推出的。因此，我们基本可以放心，今年中秋节应该能看到又大又圆的月亮了。

高收益债适合你吗？

摩根士丹利华鑫基金 李锋

债数量和频率明显增多和加快。截至目前，外部评级机构分别下调债项评级和主体评级44个和528个，为历年之最。此外，近期政府性债务全面审计展开，使得市场预期地方融资平台政策会发生转向，加上企业盈利能力大幅下降、产能过剩行业面临的需求快速下滑等，目前债券市场上低等级信用债的信用利差急剧上升，高收益债市场的投资机会正在形成。

截至8月上旬，市场中已出现中富债、华锐债、湘鄂债、安钢债、南糖债等十多只到期收益率超过10%的品种，且高收益债的企业性质日趋多样化。其中既有民营企业如华锐、湘鄂情等，也不乏安钢

和南糖这样的国有企业。

投资高收益债，要求投资人对信用债的信用利差变化非常敏感。由于我国债券市场成立至今没有发生过实际违约事件，大多数投资者对于信用利差的变化并不敏感，此时外部评级机构的作用便凸显出来。

需要清楚一点，外部评级的作用本应是基本反映发债主体的信用风险，但由于国内债券评级体系的顶层设计存在一些问题，如发债主体与评级机构的利益取向、评级机构之间的不充分竞争等，导致部分外部评级结果中存在较多水分，这需要细致研究和甄别。

值班基金经理
信札



本刊执行主编 刘涓
编辑 常艳军 何川
联系邮箱 jirblm@live.cn