# 发掘细微投资机会

大摩多因子策略基金 张 靖

作为一种分析股票投资价值的框架，多因子模型在量化投资中运用最为普遍，它通过寻找各种指标(因子)与未来股票收益之间的关系，构建多因子模型对股票的投资价值进行评价，再选择综合评分较高的若干股票构建投资组合，以期获得相对较高的超额收益。

在构建模型时，我们较为重视因子指标的计算和检验、因子选取的方法、因子权重的配置，而往往忽视了模型的层次。这里的层次不是指“择时模型—行业选择模型—选股模型”的层次关系，而是指更微观的，仅在选股模型上的层次。

传统的多因子选股模型，常以全市场的股票作为研究对象，因子的有效性呈现出的是全市场股票的整体效应，利用这些因子构建的模型是全市场股票统一的模型，即全市场的股票只有一个评价标准。

但大量的研究和多年的投资实践告诉我们，全市场统一模型的优点是评价标准统一，但至少在以下两个环节中暴露出弊端。首先，因子有效性的评价。检验一个因子是否有效需要非常严格的评价标准，而以全市场股票作为研究对象，符合标准的因子将会很少，同时因子的有效性也将打折扣。其次，选股结果的投资成效。正是因为在不同种类股票中因子的效应有着非常大的差别，统一因子构成的单一模型选出的股票并没有反映股票之间的差别。

如果将全市场的股票进行分类，就会发现因子在不同类别股票中的效果有着很大差异。比如，在盈利能力强和成长性好的股票中，速动比率、流动比率等公司质量因子的效应大幅提升；而低盈利和低成长的股票反转效应更强。这说明运营质量保证下的盈利和成长才是关键，而低盈利个股的市场交易特性更强。在大盘股中，盈利、质量、估值因子的效果提升明显，而成长因子效果与全市场效果基本一致，说明投资者在投资大盘股时，更关心盈利能否持续、运营是否平稳、估值是否合理，而对成长性的期望并不高。小盘股则不同，投资者更关心交易是否活跃、前期跌幅是否比较大，对是否盈利和估值高低并不太在意。

由于因子在不同类别的股票中效果存在较大差异，这说明市场是多层次的，因此，使用相同的因子和模型对其进行统一评估确实会遗漏一些市场信息，应该根据市场的多层次性构建多层次的量化多因子模型。首先，将每一只个股进行归类，使用所归类别中有效的因子进行评估，对于有些同时具备不同类别特征的股票，还应在相应类别中分别进行评估，用加权的方式统计该只个股的综合评分。然后，再通过测试进一步构建多层次的量化多因子选股模型。这样一来，超额收益及稳定性比统一模型都有了较大幅度的提升，也更能发掘市场中细微的投资机会。

# 多学点金融知识 不吃亏

段白龙

在我国经济社会稳步发展、居民收入大幅增加的背景下，金融业已渗透到人们日常生活的点点滴滴之中。比如，去银行存取款、刷卡购物、买理财产品、投资股票、交水电费等，这些与日常生活息息相关的事情，均与金融密切相关。

如今，网上银行、手机银行、电话银行等业务由于其使用方便、快捷而越来越普及，但在享受快捷服务的同时，资金的安全也尤为重要。要想更好地使用这些创新的金融工具，也需要多了解金融知识，做到心中有数。

如何学习和掌握金融常识？处处留心皆学问。一方面，应平时多多留心，从媒体、网络上去找、去学，不懂的地方可向专业人士咨询。另外，还可以参加一些金融机构开展的金融知识宣传活动，留存各种金融知识宣传资料，进行学习。

另一方面，在我国金融市场仍处于培育成长阶段、公众金融知识基础仍相对薄弱的背景下，金融机构责无旁贷，应主动承担消费者教育的社会责任，利用自身的专业知识和丰富资源，多角度、多形式向社会公众普及相关金融知识，不断提高公众识别和防范金融风险的能力，提升其金融安全意识，让大家充分享受现代金融服务带来的便利，更好地运用金融工具满足交易所需，实现财富增值。

## 银行系基金——

# 除了“好爸爸”还有什么？

本报记者 姚 进

“噙着金钥匙”诞生的银行系基金公司依托于股东的渠道优势，围绕低风险类的产品进行布局，规模快速增长，产品线布局也较为完善，其在固定收益类基金和中低风险等级产品方面的投资管理能力初具竞争优势，总体上更适合中低风险等级投资者的选择。

银行系基金公司从诞生之日起就被贴上了“噙着金钥匙”的标签。2013年上半年，纳入统计的8家银行系基金公司总收入全部为正。从今年以来新发基金的募集情况来看，总发行份额为4620.80亿份，其中银行系基金发行份额1273.85亿份，占比27.57%；低风险产品发行份额3576.98亿份，低风险产品银行系发行份额1036.79亿份，占比28.99%；高风险产品发行份额1043.82亿份，高风险产品银行系发行份额237.06亿份，占比22.71%。

### 8+2，从起跑线说起

“按照基金公司股东持股比例中第一大股东所在行业属性来划分，由银行控股的基金管理公司目前共有10家，其中兴业基金和中加基金公司分别是由兴业银行和北京银行发起设立的第三批银行试点基金公司，目前尚无公募基金产品发行。”上海证券基金评价研究中心负责人、创新发展总部总经理李艳接受采访时表示，从2005年第一批试点以来，银行系基金公司至今共经历三批试点，发起银行股东除了国有大行之外，逐步从股份制商业银行扩展到城市商业银行。

银行系基金公司“拼爹”的底气源于渠道优势。“银行掌握着国内最大的理财客户资源渠道，往往更了解市场需求，基金公司通过与银行合作发行的产品更能贴近投资者的需求。此外，现阶段基金销售渠道依旧主要依赖于银行，所以银行股东的支持会使基金公司在基金发行时得到助力。”在济安金信基金评价中心主任助理田熠看来，股东为大型商业银行的基金公司优势更为明显。

当然，控股股东相对稳定在一定程度上也造就了银行系基金公司的“踏实感”。“10家公司中仅招商基金和中银基金在2008年相继发生股权变动，招商银行和招商证券分别受让荷兰投资公司部分股权，从而分别持有招商基金55%和44%股权。而中国银行于2008年初从中银国际证券受让股权，直接控股并改名为中银基金管理公司。”李艳说，从银行系基金公司设立情况来看，多选取境外著名、成熟的资产管理机构合作。“这有利于基金公司初期运作、风险管理、市场推广等方面的经验借鉴。”

### 固收还是权益？同化在上演

“现阶段已发行产品的银行系基金公司共有8家，最晚成立的民生加银也成立将近五年，这些基金公司运作基本稳定，都有各自的发展方向和策略。”田熠表示，工银瑞信、招商基金等银行系基金公司固定收益类品种的业绩尤为突出，而如中银基金这类银行系基金，兼顾固定收益类产品的同时，权益类产品也有出色的业绩。“总体看来，银行系基金公司低风险类基金产品整体业绩出色。”

上海证券基金评价研究中心的数据显示，银行系基金公司近年来在中低风险方面的资产规模扩张迅速，其债券型基金的资产规模在2009年时不足200亿元，截至2013年9月11日，规模已超过了900亿元，增长了3倍多。

“如果我们仅用‘规模增长’来考察基金公司的‘成长能力’的话，可以粗略地看出，银行系基金公司过去三年的规模增长主要来自于债券型基金，其次是货币市场基金。”招商证券研究发展中心高级基金分析师宗乐说，主要原因是近三年的市场环境有利于债券型基金和货币市场基金的发展。

数据更新至2013年9月10日的银行系基金公司债券型基金年度投资回报比较的结果显示，近五年来，银行系基金公司债券型基金产品投资回报位于同类前三分之一的基金产品数量有三次超过了50%，2012年有近45%，2011年最低，为32%。

“虽然银行系基金公司在股票型基金和混合型基金年度投资绩效方面没有反映出长期、明显的优势，但从近五年来债券型基金的投资绩效来看，银行系基金公司则明显优于行业平均水平。”李艳表示。

从产品的发行情况来看，银行系基金也普遍围绕低风险类的产品进行布局。“低风险类的基金品种也是今年银行系基金公司的发行重点。”田熠表示。

### 1、4、3，还是实力说话

能否留住投资者还是要用实力说话。田熠表示：“对于投资者选择基金来说，主要还是看基金公司的管理能力。”

数据显示，截至9月10日，从基金公司规模排名来看，目前已发行产品的8家银行系基金公司中有1家(工银瑞信)位于行业规模前10位，有4家(中银、交银施罗德、建信和招商)位于行业规模前20位，而另外3家则位于40位左右。

在李艳看来，经过八年多的发展，银行系基金公司发展的亮点首先是规模增速快。截至9月10日，银行系基金公司管理的基金产品总份额达到4056亿份，管理的资产净值合计为3676亿元，占市场总规模的比例超过14%，而2005年其资产规模占比仅为6%。

“产品的创新也不乏亮点。除了推出货币基金信用卡、货币基金T+0之外，银行系基金公司也开发了如分级基金、交易型基金等创新产品，在产品创新方面进行了有益尝试。”李艳说，此外，银行系基金公司产品线布局也较为完善。近几年银行系基金公司在中低风险基金产品方面的竞争力逐步显现，且股权类基金投资平均风险指标略低于行业水平。这说明经过近八年的发展，银行系基金公司在固定收益基金和中低风险等级产品方面的投资管理能力初具竞争优势，总体上更适合中低风险等级投资者的选择。

# 虚拟的网络，真实的钱

普益财富 范 杰

P2P(Peer to Peer)原本指互联网对等实体间的信息交互方式。在2005年有企业将这种方式运用到借贷方面，即由该企业在网络上提供平台，使零售贷款的供求信息能够交流，并促成交易。之后，该种模式传入国内。

相比传统的民间借贷，P2P的最大特点是点对点，即最终资金供给方和最终资金需求方直接建立借贷关系，资金链条较短，借贷关系扁平化。而以网络为中介，可以突破信息传递的时间和空间限制，最直接结果就是信息相对透明，借贷双方撮合效率提高，撮合时间缩短。

P2P贷款人的风险主要是来源于借款人的信用风险。国内P2P可以分为两类，即有担保模式和无担保模式。

在担保模式P2P中，承担借款人信用风险的主要是担保人，所以贷款人一般只获得一个固定的利率，而贷款项目的风险溢价则以浮动担保费或服务费的形式归担保方所有。由于此类模式的担保人一般实力比较雄厚，经过担保人连带责任担保的债权一般不会让贷款人蒙受损失——贷款人承担的风险很小，如果仅就这点出发，这种模式的整个运作机制类似于银行的存贷业务。如果这类业务继续膨胀，势必要求平台机构和担保机构规范化、制度化经营程度提升，这即可能使得业务更类似于银行业务，而部分顶级的平台机构和担保机构，则有可能成为中国首批虚拟银行(只提供线上服务的银行)。

传统意义上的P2P，主要运用领域是零售贷款，而引入强有力的担保方后，不排除部分批发贷款，尤其是项目贷款运用P2P的模式，线上筹集资金——当然，担保公司对此类贷款的审核有可能在线下进行。

此外，由于业务量的扩张，特别是各类P2P机构在批发业务方面的竞争，实际上将耗费大量资本——以此证明自己有能力为这些贷款担保。这样的后果是，在行业迅速发展期，机构的大型化将不可避免。

无担保模式P2P中，有P2P机构向客户提供本金保证计划等措施承揽部分信用风险，但大部分信用风险仍由贷款人承担，故借款人付出的利息都归贷款人所有，平台公司的风险补偿由贷款费用承担。目前，无担保模式为了与有担保模式竞争，多数机构引入了本金保障计划机制，而一些激进的做法加重了平台的运营风险。

经历了2012年的倒闭潮之后，无担保P2P模式正处在行业发展的转型期。未来该模式发展中，会更加注重投资者本金的安全，在早期，这种注重可能更多体现在产品结构方面，而在后期，可能会转移到借款人的资信上来。目前，在市场要求和监管介入的情况下，P2P行业有可能建立起自身的公司治理结构、内控制度和风险控制制度标准，促使整个行业内部治理结构的优化。在此背景下，现在运转不是很透明的无担保模式P2P将迎来一次重组——风控能力弱、内部控制松散、经营思路激进的公司可能将被市场淘汰，而风控能力强、内部控制严格、经营思路稳健的公司将最终胜出。期间，可能部分投资者会蒙受损失。

风险提示：本刊数据、观点仅供参考，入市投资盈亏自负

## 小钱拼字

主持人 钱箐旎

【游戏规则】

阿拉伯数字为横向填字；汉字为纵向填字；每格填一个字，灰色区域不用填字；格中含有两个数字的表示该格中的文字在横纵两题答案中均含有。

| | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 一 | | | 二 | 三 | |
| 1 | | | | | | | | | |
| | 2 | | | | | 3 | | | |
| | | | | | | | | | |
| | | | | 4四 | | | | | |
| 5 | | | | | | | 五 | 六 | |
| 6七 | | | | | | | | | 八 |
| | | 九 | 7 | | | 8 | | | |
| | | | | | 十 | | | | |
| 10 | | | | 9 | | | | | |

【横向】

1、指证券公司用自有资金和依法筹集的资金，用自己的名义开设的证券账户买卖有价证券，以获取盈利的行为。

2、指为防止交易价格的暴涨暴跌，抑制过度投机现象，对每只证券当天价格的涨跌幅度予以适当限制的一种交易制度。

3、指为了防止市场风险过度集中于少数交易者和防范操纵市场行为，对会员和客户的持仓数量进行限制的制度。

4、指投资者在持有基金公司发行的任一开放式基金后，可将其持有的基金份额直接转换成该公司管理的其他开放式基金的基金份额的一种业务模式。

5、为保证市场结算的顺利实现，市场运营机构要求参与交易的市场主体在结算账户中存入的、并保持一定数量的资金。

6、指为债券市场提供国债、金融债券、企业债券和其他固定收益证券的登记、托管、交易结算等服务的国有独资金融机构。

7、指证券市场停止交易。

8、指用现金以高于市场价格的价格购买目标公司的流通股票的收购行为。

9、指买卖股票时，所有资金都买了股票，没有剩余资金的行为。

10、通常指由于一些重大事件或特有现象而使部分个股具有一些共同特征，可供炒作者借题发挥，引起市场跟风。

【纵向】

一、专为暂时无法在主板上市的中小企业和新兴公司提供融资途径和成长空间的证券交易市场。

二、指庄家在用公有资金拉升股价之前，先用自己个人的资金在低位建仓，待用公有资金拉升到高位后，个人仓位率先卖出获利。

三、指证监会对并购重组行政许可申请审核时，根据财务顾问的执业能力、上市公司规范运作和诚信状况等不同，实行差异化的审核制度安排。

四、指将发行的开放式基金汇聚在一起，由投资者根据需要自由选择，并对其提供投资指导服务的场所。

五、指熟悉市场情况的买卖双方在公平交易的条件下以及自愿的情况下所确定的价格。

六、一种获取或控制其他公司的方法。其突出特点是收购方为了进行收购，大规模融资借贷去支付(大部分的)交易费用。

七、公司公布的本公司上半年的财务报表。

八、两个以上公司合并、组建新公司或相互参股的行为。

九、指在利润分红及剩余财产分配的权利方面，优先于普通股的股票。

十、指交易一方利用资金优势或仓单优势，主导市场行情向单边运动，导致另一方不断亏损，最终不得不斩仓的交易行为。

答案

| | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 一创 | | | 二老 | 三分 | |
| 1证 | 券 | 自 | 营 | 业 | 务 | | 鼠 | 道 | |
| | 2涨 | 跌 | 停 | 板 | | 3限 | 仓 | 制 | 度 |
| | | | | | | | | | |
| | | | | 4四基 | 金 | 转 | 换 | | |
| 5交 | 易 | 保 | 证 | 金 | | | 五公 | 六杠 | |
| 6七中 | 债 | 登 | | 超 | | | 允 | 杆 | 八并 |
| 报 | | 九优 | 7休 | 市 | | 8溢 | 价 | 收 | 购 |
| | | 先 | | | 十逼 | | 值 | 购 | 重 |
| 10题 | 材 | 股 | | 9全 | 仓 | | | | 组 |

**横向**：1、证券自营业务 2、涨跌停板 3、限仓制度 4、基金转换 5、交易保证金 6、中债登 7、休市 8、溢价收购 9、全仓 10、题材股

**纵向**：一、创业板 二、老鼠仓 三、分道制 四、基金超市 五、公允价值 六、杠杆收购 七、中报 八、并购重组 九、优先股 十、逼仓