

# 投资策略对对碰

## 主动 VS 量化

本报记者 周琳

何处寻股 红星发展

## 资源股再出发

本报记者 何川

上证综指接连创出年内新高，传统周期性行业也出现一波估值修复行情。年初以来，截至11月28日收盘，化学原料板块（申万）上涨37.70%，较去年低迷的走势有了显著改善。该板块下属的个股红星发展年初至今上涨了33.02%，在板块下属的25只个股中涨幅偏中。

作为市场上的资源类个股，红星发展的主要产品有碳酸钡、碳酸锶、电解二氧化锰等，其拳头产品碳酸钡、碳酸锶的年产量占全球三分之一左右。

目前公司钡、锶盐产品80%以上出口，在世界各大玻璃企业占据主要份额。从公司业绩来看，2011至2013年，其归属净利润分别为7858万、2999万、326万元，同比分别增长202.7%、-61.83%、-89.12%。但今年前三季度，公司实现净利润600万元，同比大增131.7%。

据了解，公司钡、锶盐产品是生产电视机显像管、计算机显示器的重要原料。

“近年来，受行业产能整体过剩和下游产业链低迷的影响，公司无机盐产品的收入和毛利率均有所下降，导致业绩出现大幅下滑。”民生证券分析师刘威表示，目前钡、锶盐仍处于行业底部。

但公司电解二氧化锰相关业务发展快速，今年上半年，公司销售高纯硫酸锰达2028吨，同比增长132%。刘威表示，近年来锂电池正极材料里加锰已经成为主流趋势，但高纯硫酸锰的技术壁垒较高，国内仅有少数几家企业能够规模化生

产。随着国家对新能源汽车的支持力度不断加码，公司高纯硫酸锰有望迎来爆发式增长。

此外，公司投资收益也大幅减亏。从去年8月开始，因贵州容光亏损金额已超过公司对其投资成本，而不再按照其实现净利润的50%核算对公司的投资收益，预计将显著增加公司净利润。

从机构对公司的评级来看，截至10月末，共2家机构发布评级，整体评级“强烈看涨”。分析人士指出，虽然公司因涉及国企改革、新能源汽车等概念而受投资者青睐，但仍面临不确定性因素，如宏观经济增长放缓导致下游市场长期低迷、产品价格波动风险以及新能源汽车推广不及预期等。

在公司股价较年初上涨近三成之后，目前红星发展的市盈率（TTM）已达112.40倍，远高于23.75倍的板块行业市值。从主力持仓状况上看，Wind资讯数据显示，截至今年三季度末，包括4家一般法人、4家基金等8家主力机构持有红星发展，持仓量总计1.3亿股，占流通A股44.71%。其中，基金持仓与二季度末相比，增仓1家，增持160万股，未有基金进行减仓。



### 量化“尖子生”

通嫦娥奔月为例，2012年业绩为-15.22%，2013年收益率为2.11%，而今年以来的收益率高达55.36%。再看业绩冠军泽熙3期，2012年收益率为25.67%，2013年收益率高达90.22%，而今年以来收益率达146.61%。

相较而言，应用“大奖章”策略的产品收益率较为均衡。格上理财统计，截至10月底，股票量化类基金今年以来平均收益达18.67%，居各类策略之首，排名第1位和第10位产品的业绩差距为50%左右，远低于其他策略动辄100%的差距。

即便是在商品期货类基金的两大策略

中，期货主观策略依然完败于期货量化策略。格上理财统计，两大策略业绩前5名产品的平均收益率分别为29.2%、94.8%，量化高出主观近66个百分点。在今年的业绩榜中，期货主观的业绩冠军凯丰对冲2号收益仅为59.96%，而期货量化冠军言程序量化投资的收益却高达140.07%。

此外，两类“非主流”策略的总体收益表现差强人意。截至10月底，采用组合基金策略的阳光私募产品实现13.64%的平均收益，略低于行业平均水平的15.58%，宏观对冲策略产品今年平均收益为17.87%。

### 一个策略包打天下？

择机发行产品的空间更大，获取绝对收益的概率也大，就有可能打败“大奖章”基金。但同时，对基金经理的背景知识、投资习惯，乃至性格脾气都要求较高。

不能做到样样精通也不要紧，照样有机会打败“大奖章”——用组合基金策略。这一策略实际上就是帮助投资者一次买“一篮子基金”的基金，通过二次精选基金，有效降低非系统风险的特点。说白了，“大奖章”不可能一直绩优下去，从众多绩优基金中“拣好的买”，有望实现稳定的高收益。格上理财研究员王璐认为，这类策略与市场联系更紧密，一些优秀的组合基金平均收益远远高于其他基金，即便市场整体收益不好

时，组合策略基金也不会偏离平均值太多。

反观量化策略，由于一般采用市场中性投资方法，其特点是稳定、追求绝对收益。在震荡市中量化策略长期积累的复合收益率较高。不过，在大牛市中，量化策略与主动股票策略相比收益并不明显，有时甚至跑不赢主动策略。更为重要的是，一旦“黑天鹅”来临，即便是“大奖章”基金，也会犯过度依赖投资模型的错误，很可能不如主动策略基金规避风险迅速。

还是那句老话，选择投资策略“事在人为”。未来，一个策略包打天下的产品将越来越少，真正稳健的高收益产品往往兼具多个策略的投资优点。

## 结构性产品“抽丝剥茧”

陈晨

随着结构性产品发行数量增加，对应的收益结构也逐渐呈现出复杂化趋势，从大类来看，可分为单边收益型结构和区间收益型结构。不同收益结构的结构性产品有较大不同，区间浮动收益型结构最为复杂，而单边固定收益型结构较为简单。

单边收益型结构可分为固定收益型和浮动收益型，而单边固定收益型结构最为简单，设置一个障碍价格和一个观察日价格，若观察日价格≥障碍价格，则到期收益率为A；若观察日价格<障碍价格，则到期收益率为B。相较于固定收益型，单边浮动收益型结构最大的区别在于，到期收益率由固定收益率和浮动收益率两部分组成，依据不同的产品设计，其浮动收益率的计算所遵循的公式有所不同。

同样，区间收益型结构分为固定收益型和浮动收益型。

区间固定收益型结构设置两个障碍价格，形成一个价格区间，再设置若干个观察日价格，根据观察日价格落在价格区间的不同位置来获得不同的到期收益率。而与单边浮动收益型不同，区间浮动收益型结构的浮动收益率计算所依据的是价格区间，即障碍价格1和障碍价格2。

对于投资者来讲，在购买结构性产品时，务必要认清几个要点。首先是挂钩标的，目前主流的挂钩标的有股票、指数、汇率、利率、价格等，投资者在购买产品前，要了解清楚挂钩标的的性质、数目以及近期的趋势走向。虽然部分产品说明书中会给出挂钩标的的趋势图以帮助判断，但自己也需

做足功课。

其次是单边/区间结构。单边结构和区间结构的最大区别在于障碍价格的个数，由于区间结构采用了多个障碍价格，甚至多重价格区间，投资者务必了解清楚价格区间的设置宽度，如果区间宽度过窄，在产品运行期间将有极大可能触发障碍价格，进而导致到期收益率有较大出入。

最后是浮动收益率计算方式，目前大部分涉及浮动收益率的产品都会在其产品说明书中给出“理财收益测算示例”，分别计算在最好情景、较好情景、一般情景、最差情景下的到期收益率。由于该部分往往涉及比较复杂的数学函数，投资者要十分注意，条件允许的话，可绘制简单的到期收益率函数图来加深了解。

## 理财资金去哪儿

普惠财富 方端

银行理财产品所募集的资金往往投资于传统的银行自营业务所涉及的资产类型，这些资产大部分为债券、货币市场工具、贷款类资产等，普遍“债性”十足。未来银行理财产品投资资产中，非标准化债权资产和标准化债权资产的规模占比将继续呈现此消彼长之态势，但非标准化债权资产是保证理财产品具备价格竞争力的重要工具，理财直接融资工具对其替代效应还不可能大范围提速，因此2015年非标准化债权资产的规模占比或保持在15%至20%。

从银行理财产品投资资产的行业分布来看，截至2014年上半年末，理财产品投资了80余个行业类型，投资规模最大的前15个行业为多行业、其他金融业、商务服务业、公共设施管理业、电力、热力生产和供应业、货币金融服务业、土木工程建筑业、煤炭开采和洗选业、道路运输业、房地产业、铁路运输业、资本市场服务、批发业、黑色金属冶炼及压延加工业、房屋建筑业。与2013年末相比，行业排名次序变化不大，农业被房屋建筑业所替代，房地产业、铁路运输业、批发业出现小幅下滑。

可以推断，2015年理财资金投向所属行业的规模次序不会发生较大变化，各行业投资规模随理财产品余额的增长将普遍继续上升。对于重点监控行业和领域，其投资规

模将继续稳步缩减，特别是“两高一剩”行业打压力度将增强，同时当前地方政府融资平台的治理正逐步深化，此类投资的规模也将出现大幅下滑，但不排除随着地方政府举债方式的创新和改变，地方政府融资或换作另一种“马甲”，理财资金也能继续对其支持。

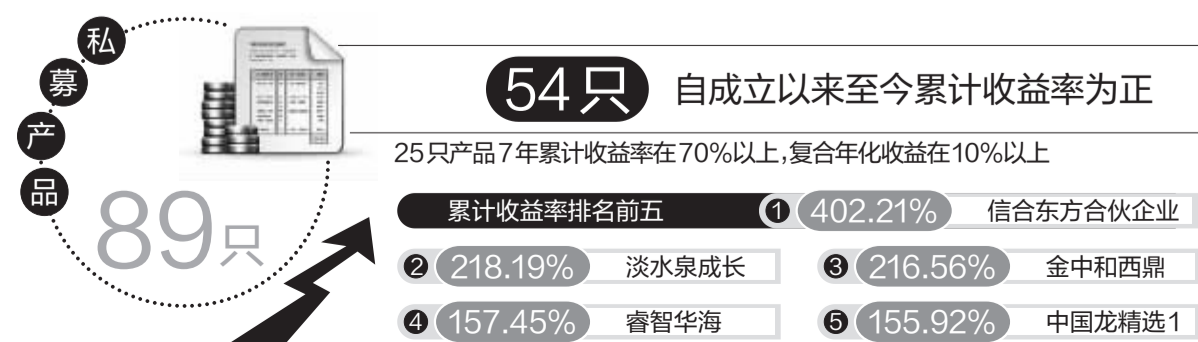
此外，一些新的投资主题、品种值得关注。待国企改革相关的指导意见以及改革的目标与期限逐步明朗化之后，部分具有代表性的国企也将公布其国资改革的推进方案，国有资产的改革重组将带来投资机会。例如，今年9月中石化发布开启其子公司中国石化销售有限公司增资引进投资者的计划，宣布拟由25家境内外投资者以现金认购销售公司29.99%的股权，多家国有、股份制银行利用理财资金借道券商或基金的资管计划参与股权投资，期望在企业上市后实施项目退出并实现股权溢价收益。

随着国企改革政策的推进，明年国资股的并购重组之风将更受关注。随着长期限净值化理财产品逐渐增多，银行理财资金或参与一些优质国有资产改革与转型，建议关注能源、水利、交通等领域的大型国企，区域以上海、广东等发达地区为重点。不过，国企改革进程是风险所在，对于股权投资来说，能否顺利上市并使投资者顺利退出将是关键。

## 私募基金业绩追踪

数据来源：Wind、好买基金研究中心

基金发行的时点对其前期业绩影响至关重要，统计2007年6月至2007年12月（上证指数在4000点到6000点的高位）成立的89只私募基金及其业绩表现。



风险提示：本刊数据、观点仅供参考，入市投资盈亏自负