

之前推文写

了不少轮动策略，写了不少定投策略，就有读者后台留言：该写写止赢策略拉。

这个写作方向是没错的，虽然我更喜欢用“离场”代替“止赢”——后者本质上是一种被成本锚定的错误思考方式，赚钱才离场，难到亏钱时候就一定不离场么？其实于我看来，“止赢”抑或“止损”，本质是都是对“离场”的一个描述，但都带了不该带的情感色彩，相比之下英文中“Stop Order”反而是更中性的描述。

择时的做与不做

离场，硬币的另一面是入场。

而有了入场和离场，其实就构成了一个择时系统 (Timing)。

对于这两年才开始玩基金的基民，对择时可能有点陌生，因为一大堆顶流基金经理都会告诉你，可以和好的企业一起成长，满仓干就好，不需要择时。

当然，始于 2021

年核心资产的调整，中概股的腰斩，医疗主题基金的腰斩，再加上 2022 年前四个月的无差别暴跌，让许多基民意识到了“满仓干”的可怕。

EarlETF 的老读者，尤其是那些在 2015 年前就关注的老读者，应该知道我是一个择时的拥趸，比如早年给诸位介绍过的小时图海龟模型，比如二八轮动中内置的四周绝对动量，以及股债三月动量等，都是择时模型——2015 年闪电股灾时，不少靠着这类模型，损失极小，躲过一劫。

当然，这些年，我很少谈择时，包括海龟等都是。

这并不代表我放弃择时，但我对择时的思考，的确在有所改变，或许可以称之为适应市场的进化。

下图是上证指数过往 20 多年的走势图，可以清晰的看到，A 股整体的波动在缩小，类似 2004 年、2008 年、2015 年这样又快又猛的熊市，以及 2007 年、2015 年初这样同样又快又猛的牛市，都不多见了。

我之前用的海龟、四周动量之类，都是典型的“趋势跟随”

的择时模型，在大涨大跌的市场中，是效果最好的。

但“低波动”是所有“趋势跟随”策略的“天敌”，这些策略，可想而知在近年表现不尽如意。

趋势跟随这东西，是低胜率高赔率的策略，往往是三年不开张，开张吃三年，要执行这种策略，对普通基民，是需要极强（近乎不可能实现）的意志力才行。

尤其是以开放式基金为主要投资载体的新生代基民而言，受到无法日内交易、短线交易的束缚，很多的择时策略操作上都不好使。

近期一直在思考，怎样的一个择时模型更适合普通基民，操作起来没那么费劲？

想来想去，回归本质，面向估值 + 面向回撤。

面向估值的择时

买入股票时的估值，大体决定长期持有的回报。

这是一个被大量研究不断论证的结论，也是具有金融学理论支撑的。

甚至在主流不推崇择时的公募基金领域，基于估值来进行择时，推崇低买高卖的超低频择时，依然是一些顶流的基金经理在谈及“择时”时，少数赞同的思路。

面向估值择时，有很多方法。

从传统的市盈率、市净率，到市盈率百分比，到诺奖得主 Shiller 优化的 CAPE，再到美联储 FED 模型，种类繁多。哪个模型更好，这是足够发一堆论文的大问题，但这种“更好”往往会拘泥在“优化”上，对盈利波动的优化，对财务报表真实性的优化，对普通基民去探究这些，自讨苦处。

于我而言，比较简单的，还是类似沪深 300 指数市盈率倒数与十年期国债收益率这样兼顾股债的估值体系简单直观。

关于这个体系，我在《现在买 A 股，3

年后能有多少收益？》一文中，使用过。当时呈现的是与 4 月 27 日 A 股估值水平类似的历史 A 股未来 3 年收益：历史分布在 20% 至 70% 之间。

在我看来，这个估值思路考虑了债券的比价效应，规避了中国上市公司不爱分红的弊端，可能是比较适合当下市场的。

当然，我回测的是沪深 300 指数的数据，对普通基民要指导广谱 A 股投资，韭圈儿 APP 提供的万得 A 指市盈率倒数与十年期国债比值，或许是一个更好的长期跟踪目标，下图是历史走势：

使用两个标准差作为减仓线，就是一个很直观的泡沫离场策略。

当然后面我会讲到，我近期在思考如何基于动态平衡，让其成为一个完备的择时系统的一部分。

面向回撤的择时

面向回撤的择时，是最近看研报刚刚想明白的一种择时手段，具体可以参见我之前的推文《投基怕暴跌？用回撤控制回撤》。

这种回撤，笔者看到后就觉得可谓“直指需求”的择时。

毕竟，对于基民这样的纯多头，做择时主要是为了控制回撤，规避 2008 和 2015 年这样大跌的沉重打击，那么基于已经产生的回撤来调整仓位，无疑是极为匹配的一种。

是的，从下图可以看到，对于偏股基金指数采用跌破 20% 回撤线 (红色虚线) 就降低仓位，待收复至 15% 回撤线 (绿色曲线) 的策略，可以规避 A 股多次大动荡，同时在 2019 年以来的小波折有足够的宽容度，的确是一个简单直接的策略。

估值 + 回撤的组合

那么，这两套离场策略如何组合？这里讲讲我的思路。

首先，我是基于股债组合来的。

比如我虽然已经是个 40 岁的中年男子了，但自认风险偏好还比较高，所以我采用 70% 股票 + 30% 债券的基准组合。

第一步 基于估值加减仓

在这个基准的基础上，首先基于韭圈儿的那个万得 A 指市盈率倒数与十年国债收益率的比值对股票仓位进行调整。

比如最低估 10% (标红区域)，适度加仓至 81.5%；两个百分比时加仓至 95%，两次加仓都相当于在原本幅度上增加 16.5% 的仓位；

比如高于 1 个百分比时，降低仓位到 60%，高于 2 个百分比时，则降低仓位至 50%，两次减仓差不多都是将原本仓位降低 14%。

当然，如果从高估向低估，或者从低估向高估越过均值中轴时，则回到 70% 的基准。

第二步 基于回撤加减仓

这一步就是很简单粗暴，一旦 1 年滚动回撤超过 20%，就在上述仓位的基础上对折，70% 变 35%，诸如此类。

这两套策略，组合后可以针对不同的市场状况。

最经典的自然是估值泡沫期，两个标准差分别做一次减仓，锁定浮盈，剩下的就让利润跟着泡沫跑，直至泡沫破裂出现显著回撤后再离场。

以当下而言，目前基于估值，70% 仓位要增加至 81.5%，同时在收复 15% 回撤线后这部分也不打折，所以股票仓位就应该是 81.5%。

那么，这个仓位买什么？笔者的考虑是按照笔者之前推送《指数增强 PK 偏股基金，年化 11.53% vs 10.23% (2022Q2)》的思路，采用沪深 300 指数、中证 500 指数和中证 1000 指数三个指数均分的指数增强基金组合来投资。这块，等基金半年报公布完毕后，我会结合《“老实”的指数增强基金更靠谱？》

的思路，基于规模和跟踪误差双重优选，形成这三个指数的指数增强优选组合。

总体来看，这几套组合，差不多代表了我近期一些思考的综合。

未来等三套指数增强组合确定之后，我会实盘来操作这套思路并跟踪。