

咬定价值不放松

□华宝兴业中证100、事件驱动基金基金经理 陈建华

今年的A股市场分化较为严重，白马龙头股的连续上涨超出许多人预期，而概念炒作、伪成长等纷纷承压。这背后的逻辑值得深入探讨，因为对事物规律的深刻理解往往构成我们未来行动的坚实基础。

“白马”估值提升

2017年以来，宏观经济及金融市场呈现出两方面的转变：一方面，宏观经济底部温和复苏态势明显，GDP、PMI、CPI、工业增加值及固定资产投资增速在一季度末均创出近期高点并大幅超预期，二季度宏观经济数据虽自3月高点温和回落，但整体基本面较去年同期好转的态势仍未发生改变；另一方面，与宏观经济小周期回暖相对应的，是金融监管成为年内影响股债两市和利率中枢水平的重要新增因素。以“一行三会”为主的金融监管机构出台了大量针对金融风险防范的政策，去通道、去嵌套、降非标，且4月以来监管升级明显加快，银监会方面连发数文整顿银行同业业务、委外投资、违规加杠杆与套利行为，证监会指出资管产品不得让渡管理职责、资管行业需重归资产管理本质。可以说，渠道资金的收紧改变了市场对流动性的预期，而流动性在边际上的变化也令市场短期承受较大的压力，金融监管正在逐渐形成新的制度环境。

在这一背景下，年初以来的A股市场总体呈现低波动率、低换手率、市值因子反转、个股分化加剧、白马股估值提升等新特征。截至2017年6月7日收盘，上证综指年内振幅不超过10%，单日涨跌幅仅6个交易日超过1%，且至今未出现单日涨跌超过1.5%的情况。



况，A股整体市场波动率已低于2009-2016年的中枢水平；换手率偏低，两市日均成交额不足4500亿元，近期更一度跌至3000亿元以下。市场的风格发生显著变化，中证100、上证50、沪深300年初至今分别上涨10.87%、8.62%、6.76%，其中作为大盘、价值、高股息率代表典范的中证100指数是年内两市涨幅最大的主流宽基指数，而中证500及中小创则全面下跌，跌幅分别达4.93%、5.12%、10.61%。与此同时，个股分化加剧，在逾八成非停牌股票遭遇下跌的同时，在白酒、医药、家电等行业中，业绩确定、质地优良且又有一定成长性的蓝筹股却逆势获得较好收益，2017年6月14日，贵州茅台报收474.39元，创该股上市以来的股价新高，这是今年以来白马龙头股气势如虹的一个缩影。

从套利时代转向相对价值投资时代

事实上，在环境快速变化的过程中，市场

正在从套利时代迅速转向相对价值投资时代，这恰恰是制度调整所带来的。挤压通道、限制套利，本质上是控制金融机构之间的表内外资产负债规模，同时自2012年以来表内外资金关联日益紧密，这意味着金融去杠杆很容易导致金融机构之间的流动性趋紧，并成为影响这些资金链终端资产，如股票资产的核心因素。2015年股灾之后，市场的风险偏好本就有所降低，投资者更关注公司的基本面，深港开通后，A股和港股的估值体系也在逐步靠拢，一些高估值的小盘股估值空间正在被压缩。随着监管层政策的不断收紧，在控制金融风险的环境下，市场操作变得更为谨慎，金融去杠杆、金融反腐成为未来金融监管的核心，投资者对题材股的选择更加审慎，小盘股溢价开始均值回归成为大势所趋，股票投资逐步向以价值投资为基础的方向转移，企业盈利和估值安全性成为市场的核心逻辑。

从另一个角度来说，当前正值全球通胀预期调整、法国大选靴子落地、人民币汇率相对稳定和海外国债收益率回落之际，如此就决定了影响中国股债市场的核心逻辑是内部金融市场流动性的收紧而不是外部流动性的约束，外国风险的缓解意味着国内金融去杠杆和加速治理资产泡沫具备继续推进的外部条件，因此短期之内，市场价值风格延续将是大概率事件。我们所说的价值股既包括传统产业中稳健成长的细分行业龙头，也包括新兴行业中具备核心技术或模式而高速成长的产业新军。深度的基本面研究将以财务报表为基础，分析行业趋势、行业模式和竞争格局，同时以估值作为进行投资决策的准绳。正所谓金融稳则经济稳，制度稳则市场稳，市场仍需应对监管政策变动所带来的短期冲击，同时以政策为矛，价值为盾，明晰变化于胸，方能得始终。

全球市场波动率高企 黄金配置价值仍存



□博时黄金ETF基金经理 王祥

上周三美联储实施加息之后，国际金价暴跌，尽管加息已在预期之中，但美联储将在年内启动缩表，并公布了缩表细节，对黄金形成较大的压力。笔者认为，基于全球市场波动率与不确定性仍然高企的局面，黄金的长期资产配置价值不会受到影响，短期的调整或许将给长期投资人求之不得的入场机会。

市场短期调整或迎来入场机会

美联储加息决议宣布之后，美元指数震荡上涨，现货黄金当日冲高回落，暴跌逾20美元，从近期的数据看，美国劳动力市场失业率已降低至4.3%的十六年低位，但这所带来的利好预期却被近期相对低迷的通胀指标所抵消。总体而言，笔者认为美联储的本次升息是符合预期的，但后续耶伦讲话中所透露出的鹰派程度是出乎市场预料的。在此之前，美联储政策管理的前提基准中始终包含劳动力市场与通胀前景两项，当两者向好时，代表美国经济复苏基础扎实，美联储政策调整空间较大，反之则将受到一定掣肘。

短期来看，本次美联储声明所引发的鹰派风暴或将继续在金融市场发酵，黄金市场短期仍有承压可能。而中期来看，尽管美联储整体计划强硬，但后期能否顺利实施也存在变数，目前公布的资产负债表缩减计划仍相对温和，而在上周欧洲央行封锁了进一步宽松的路径后，后续息差扩大所导致的美元强势预期也相对有限，短期的调整或许将给长期投资人求之不得的入场机会。

黄金长期配置价值仍存

近两年来，国内黄金市场比较火热，2015年末国内黄金ETF管理黄金规模尚不足5吨，2016年年底已达到50吨，呈现10倍的增长，参与者多是股票市场的投资者。

不过，相对去年较高的黄金投资收益，今年的黄金投资收益或会有所下降。由于去年全球经济复苏乏力，股市、债市、房地产市场效益不佳，而且特朗普上台、英国脱欧等风险事件较多，同时黄金作为融资产品的价值削弱，黄金租借市场上的买金还金行为也推高了金价。不过相比之下，今年美国进入加息通道，加息路径与通胀上行的赛跑是左右实际利率的最重要因素，受其影响，黄金的反弹之路注定不平坦。

基于全球市场波动率与不确定性仍然高企的局面下，黄金的长期资产配置价值不会受到影响，投资者可以持有黄金，而非以炒金的心态去购置黄金。因为黄金与股票不同，黄金长期波动率低，而短期受不同因素扰动较大。不同类型的黄金投资者可根据不同黄金产品的特点和优势，选择适合自己的投资工具。

互联网黄金投资正回归理性

现在市场上投资黄金标的的基金并不是很多，2014年博时基金与蚂蚁聚宝合作推出“存金宝”，存金宝挂钩博时黄金交易型开放式交易基金(ETF)。近两年来，存金宝用户达到了800万人，2016年底，博时黄金基金ETF管理规模达到50亿元，今年虽稍有回落，但仍处在行业前列。更有意思的是，通过博时基金黄金ETF的后台交易数据研究，存金宝客户的黄金投资行为，表现出高抛低买的规律，而且尽管投资客户交易资金小、资金散，但通过类似定投的方式平缓投资成本，且对投资比例实行较有规律的资金管理，在博时黄金ETF的稳定客户群中，有相当比例投资者的绝对收益超过10%。

作为一种以黄金为基础资产、追踪现货黄金价格波动的金融衍生产品，博时黄金ETF基金的收益除了来自金价的提高外，更重要的是租借收益，这也是覆盖客户免交易费、存储费的保障。因此，确定黄金租赁比例、管控风险、尽可能提高租借收益，是博时基金黄金ETF管理者为客户提供更高收益的根本。

三大特性助力量化投资

□鹏华基金 罗捷

与数百年的证券投资历史相比，量化投资的历史并不算长，但是其蓬勃发展的势头吸引了大量的人关注。

直接使用量化投资的产品主要包括三大类：对冲基金、指数基金、量化共同基金。从时间上来看，对冲基金率先破壳，指数基金紧随其后，到现在，量化共同基金也开始稳健发展。

对冲基金在20世纪50年代就已经诞生，但是当时规模较小。对冲基金大多数都采用数量化的分析工具和方法进行资产的筛选和交易。上世纪80年代，随着金融自由化的发展，对冲基金的投资机会日渐增加。到了90年代，世界经济发展稳定、金融工具日趋成熟和多样化，对冲基金进入了蓬勃发展的阶段。以1971年富国银行发行跟踪纽约证券交易所1500只股票的指数基金为标志，指数化投资出现了。近几十年来，传统的主动管理型产品共同基金越来越难以战胜市场，指数型产品以及采用数量化方法筛选股票的方式逐渐流行起来。在2008年次贷危机之后，由于指数基金的诸多优势，大量投资资金从主动型产品流出，进入指数基金。

1979年，巴克莱全球投资成立了第一只主动型数量化投资基金，数量化投资开始在主动公募基金中得到运用。进入21世纪之后，数量化投资的飞速发展，为数量化投资提供了更为良好的平台。随着计算机处理能力的提高，我们看到越来越多的物理学家和数学家被华尔街雇佣，基金经理也开始依靠电脑技术来分析、评估、筛选股票。

简单来讲，数量化投资就是利用计算机科技并采用一定的数学模型去实现投资理念、实现投资策略的过程。与传统定性的投资方法不同，数量化投资不是靠个人感觉来管理资产，而是将适当的投资思想、投资经验、甚至包括直觉反映在量化模型中，利用电脑帮助人脑处理大量信息、帮助人脑总结归纳市场的规律、建立可以重复使用并反复优化的投资策略（经



验），并指导我们的投资决策过程。

数量化投资需要利用量化模型对投资风险进行定量评估，预估风险调整收益，在风险可控的前提下，综合考虑资产的鉴别（个股选择、行业配置、资产配置等）、交易（包括择时）等方面因素，寻找到成功概率最大的投资组合，达到收益最大化。

量化投资三大特点，奠定投资的稳定性和完整性。

首先是纪律性。严格执行数量化投资模型所给出的投资建议，而不是随着投资者情绪的变化而随意更改。纪律性的好处很多，可以克服人性的弱点，如贪婪、恐惧、侥幸心理，也可以克服认知偏差。纪律化的另外一个好处是可以跟踪和修正。每一个决策都是有理有据的，无论是股票的选择，行业选择，还是大类资产的配置等等，都是有数据支持、模型支持及实证检验的。

其次是系统性。数量化投资的系统性特征主要包括多层次的量化模型、多角度与海量数据的观察等等。多层次模型主要包括大类资产配置模型、行业选择模型、精选个股模型等等。多角度观察主要包括对宏观周期、市场结构、估值、成长、盈利质量、分析师盈利预测、市场情绪等多个角度的分析。定量投资的系统性特

点的另一方面特点就是数据多，即海量数据的处理。强大的定量投资的信息处理能力能反映它的优势，以捕捉更多的投资机会。

最后是及时性。市场上的信息瞬息万变。某一个投资品种的新信息出现，或者某种标的物的价格偏离了合理的价格，这样带来的投资时机都是非常短暂的。利用量化投资的方法，可以及时快速地跟踪市场变化，不断发现能够提供超额收益的新的统计模型，寻找新的交易机会。

以量化投资实践中最成熟的个股选择模型之一的多因子模型为例，它将股票整体的超额收益分解为若干因子带来的超额收益的线性组合。通过对历史数据的分析和挖掘，筛选具有一定内在逻辑、相关性较低的因子，如毛利率这样的盈利因子，总市值这样的规模因子，波动率这样的交易型因子等。通过因子组合及线性拟合技术建模，寻找合适带有长期正收益效果的因子组构建成策略，按照策略的模型配比对被选股票池中的股票依次作出评定，筛选出最符合策略要求特性的股票。

多因子模型严格客观的因子评分规则，消除了投资经理个主观的偏好、情绪等因素；利用量化投资的模型稳定性和完整性，短时间内量化投资可能会有回撤，但是长期看预计能带来更多稳定的超额收益。

从2004年第一只量化公募基金算起，中国公募基金量化投资发展已经有近13年的历史。Wind数据显示，截至2017年3月31日，中国国内公募基金中，量化主动型基金78只，管理资产730.36亿元；指数型基金526只，管理资产5637.24亿元；量化公募对冲基金18只，管理资产52.88亿；私募量化产品超过2000只。现阶段在A股市场采用客观、公正而理性的定量投资，能有力地应对股票市场复杂度和有效性的增加带来的挑战。相对于海外成熟市场，A股市场上被错误定价的股票相对较多，那么留给定量投资策略去发掘市场的无效性、寻找超额收益的潜力和空间也就更大。