

# 狩猎“便宜好公司” 穿越牛熊周期

□广发估值优势拟任基金经理 张东一

股神巴菲特曾表达一个理念:衡量一个公司是否优秀,如果只用一个财务指标,那就是ROE。这种理念也反映在其对消费股的钟爱,消费股长期ROE普遍较高,且能穿越周期,易出长期牛股。这也告诉我们一个简单的道理:长期来看,投资于好公司收益率是最高的。

但在A股市场,很多好公司与经济周期的相关度较高,当经济周期向下时,好公司的股价也会出现高波动,很多投资者很难做到长期持有好公司,忍受市场的起伏。在此背景下,PB-ROE策略成为市场的次优选择。以笔者过去十年的市场经历来看,在A股高波动的环境下,追涨杀跌是一种常态,经常会有一些好公司阶段性被超卖,价值被低估。此时选择买入,即便ROE没有出现向上提升,未来也能获得估值修复带来的回报。如果代表企业盈利的ROE向上,则可以获取盈利和估值向上双击的丰厚回报。

总体来看,PB-ROE策略通过对估值和资产回报率的分析,找出估值低于均衡水平且盈利能力向好的标的进行投资,有望获得性价比更高的超额收益。

## 寻找被低估的优质公司

我们对ROE(净资产收益率)和PB(市净率)都不陌生。简单来说,ROE的变动反映的是行业景气度、企业盈利能力的变化,PB是一个估值指标,可以理解为它衡量的是市场投资者对企业价格的一种预期。长期来看,PB和ROE是沿着一条曲线分布:在PB值相同的情况下,ROE更高的股票,长期能获得更高的超额收益;而在ROE相同的情况下,PB低的股票就有估值优势。

这是因为公司的盈利能力和其股票估值具有很强的正相关性。高盈利能力公司的估值大概率会比低盈利能力公司的估值高,如果价格相对盈利能力“被低估”,则更有可能上涨。

因此,依据这一基础,将两者结合的PB-ROE策略通过分析PB和ROE研究,找出均衡水平,并从中发掘出低于均衡水平、被市场忽视或者低估资产,即市场阶段性超卖的品种,从而赚取市场预期修复或者认知偏差的钱,获得相对收益。从这个



意义上也可以说,它偏向于逆向投资,是价值投资的一种体现。

依据这种策略构建的投资组合具备以下几个特点:首先,它不是一个长期持股的组合。因为行业景气度可能在一个季度发生变化,市场估值也可能在一段时间回归到位,比如每个季度各个行业的景气度都会发生变化,符合策略要求的品种组合会不定期调仓。

其次,PB-ROE组合的波动率会比较低,它通过选择低PB的标的,本身降低跟大盘的协同性,有利于降低组合的波动性,换取更高的安全性;从长期来看,有望获得更高的复增值,即付出单位风险的情况下,获得更高的收益率。无论是对于机构还是个人投资者来说,这都会提升持股信心和持股周期。

事实上,这种策略也较为符合A股市场的特征。如果追求长期收益最好的选择就是长期持有那些好公司,但一方面A股好公司数量有限,容易出现阶段性过度交易,即使市场上出现的大牛股,也往往随经济周期变化出现大的波动,很多投资者无法穿越这个波动等到黎明的曙光,尤其是对于信息不对称的个人投资者来说更难。

另一方面,A股市场波动较大,追涨杀跌的现象频频发生,所以一定有很多优质标的被阶段性

超卖,获取超额收益的可能性就更大,而且该策略选“人少”的地方投资,发生“踩踏”现象的可能性更低。

## 基于量化的主动管理能力是关键

需要强调的是,广发估值优势采用的PB-ROE策略会对估值和资产回报率深入研究,但它并不是一个纯量化策略,相反,它会融入基金经理的主动管理能力,而且,PB和ROE是动态变化的过程,要在动态变化中把握机会,对基金经理的主动管理能力的考验更显而易见。

原因有两个,一方面,单纯量化分析很难消除行业之间的差异,因为每个行业都有自己的PB和ROE中枢,即每个行业的低估值、高资产回报率的标准并不相同。如果只用一个标准去衡量,那么由于有些行业整体PB都相对其它行业更低,例如银行、地产,那么纯量化方式选出来的标的就可能集中于这些领域,行业过于偏配会带来组合的波动性上升。

另一方面,基金经理对ROE的判断本身就是一个行业研究工作,包含的是基金经理运用专业知识、经验,对行业前景、企业盈利变化方向进行分析和判断,这非常考验基金经理的基本面研究水平。

基于这样的特点,广发估值优势混合型基金在运用PB-ROE策略进行投资时,首先会采用量化模型,在A股和港股市场上筛选符合标准的标的;然后由基金经理与行业研究员对行业景气度以及ROE变化进行深度研究,从中在各个不同的行业中选择PB-ROE表现比较好的品种。

正如前文所言,广发估值优势会适当做行业分散,尽可能降低经济周期波动对行业影响的权重。因为行业集中度一旦过高,波动率就会提升,当股价回撤时,组合的回撤也会较大,因此,不过度做行业偏配是基金配置的长期准绳之一。不过,对于一些长期景气度向下的行业则会规避。

今年以来股票市场经历盈利估值“双杀”,按照PB-ROE策略选出来的都是估值比较低、未来盈利预期向好的品种。一旦经济周期向上,重仓低估值、盈利预期向好的标的,弹性也会比较大。基于市场仍处于震荡阶段,广发估值优势在建仓时,会采取分批建仓策略,优先选择波动率比较小、下跌空间有限的品种作为建仓标的,构建更安全的起跑线。

# 通过指数增强策略 寻找A股投资洼地



□财通基金 苏俊杰

很遗憾,股谚“五穷六绝七翻身”今年没有灵验,虽然政策定调宽松,市场信心仍未得到提振,指数始终处于2700点边缘。但是,当大多数人陷入绝望,少有人提及抄底,甚至不愿谈论股市的时候,也许正是底部的标志,因为行情总是在绝望中酝酿、犹豫中诞生。

回顾历史上指数走势与基金发行规模,恍然大悟,基金是如何把钱亏掉的。因为大部分基金都是在入市信号出现时彷徨犹豫,行情成熟时姗姗入场,又在大势将去时流连忘返。对于长线投资者而言,现在诸多股票估值回落至历史底部区域,可能是难得的买入时点。在今年这种风格切换极快、热点散乱的行情中,不失为一计,指数大概率上行的β上叠加量化模型带来的超额收益α,假以时日,回报可期。而众多指数中,我们认为最有吸引力的指数之一显然是中证500了。

目前中证500指数TTM的估值是22倍,这个估值水平已经接近2007年至2017年的历史相对低位。首先我们觉得从估值的角度,现在这个指数具有一定的投资价值;其次,中证500指数代表的是市场上中盘的成长股,并且兼具了价值的特性,所以从历次市场出现行情的时候或者是反弹的时候,它的弹性都是比较好的。比如在2005年、2006年、2009年、2014年,这些行情中中证500指数的表现都超越同期上证综指的表现,同时也超越了同期的股票型公募基金和偏股混合型公募基金的表现。

考察市场上成立最早的几款指数增强产品,它们的成立年限多在10年以上,跟踪的指数多为上证50、沪深300、深100这样的蓝筹指数(在当时可能对市场整体的覆盖度和代表性更高)。数据显示,绝大部分产品都实现了中长期的超额收益,平均年化在1.8%-4.1%之间,表明指数增强的策略在A股市场上确实奏效。

在大众普遍认为量化策略遭遇滑铁卢的2017年,这些指数增强产品的表现却没有明显下滑。许多产品仍然实现了正的超额收益,且幅度与前几年没有太大差异。这是因为所谓量化策略的失效很大程度上可能是小市值因子的失效,而这些产品在跟踪误差约束下大多控制了对市值的暴露敞口,主动风险相对可控,受到的影响较小。

值得一提的是,量化指数增强家族中还有一支特种部队:不限于指数成分股,而是放眼全市场选股。广义上说,只要运用风险模型预测并控制跟踪误差(一般在8%以内),即满足“指数增强”的实质。由于产品设计上的原因,这类产品对指数的成分股的投资比例并没有明确的限制,但本身并没有明显的小市值暴露,能在较好的风控前提下增加获得超额的机会。这类策略在极端的“一九分化”行情下,超额收益也会受到一定的影响,但总体表现依然突出。

# 开启公募服务个人养老投资新时代

□万家基金组合投资部总监 徐朝贞

公募基金发展20年来为投资者创造了可观的回报,而养老目标基金的诞生将会进一步发挥公募基金自身专业投资的优势,为满足居民养老资产的保值增值需求贡献一份力量。

养老目标基金是专门服务投资者的基金产品,也是在海外养老体系已有多年成功经验的个人养老理财产品。它的诞生意味着我国第三支柱“个人商业养老计划”的投资方式进一步得以丰富。

## 应运而生

14只养老目标基金获批的消息已于上旬充斥市场当中,之于普通投资者而言,可能会在养老目标基金与普通公募基金的区别上存在疑惑,基于证监会发布的《养老目标证券投资基金指引(试行)》中的重点内容,以下四方面的阐述供各位投资者参考。

首先,管理机制能够分散风险,养老目标基金采用FOF(基金中基金)方式进行投资管理,不直接投资于股票、债券等标的,通过大类资产配置分散风险,力求更稳健的投资回报。

其次,为了保护投资者利益,产品风险等级划分会更清晰。养老目标基金以投资者年龄、退休日期等条件设计目标日期和风险等级,匹配相应的封闭期和 risk 资产配置比例,提供给投资者最合适的产品,从而能够引导投资者开展长期养老投资。

再者,养老目标基金的监管要求更高,对基金公司和基金经理的要求高于普通基金产品。由专业的资产管理公司管理,要求公司成立满2年,最近三年平均公募基金管理规模(不含货币市场基金)在200亿元以上,要求基金经理具备5年以上金融行业从事证券投资、证券研究分析、证券投资研究评价或分析经验,其中至少2年为证券投资



经验;或者具备5年以上养老金或保险资金资产配置经验。优秀的公司和投研团队,能更好地帮助投资者的资产长期增值。

此外,国内目前保险行业已经试点个人税延商业养老保险,从海外成熟经验来看,税收优惠激励政策,是个人养老“第三支柱”发展的重要推动力。虽然目前针对养老目标基金的税收优惠政策仍未落地,但市场预期未来有较大概率推出。

## 创新发展养老金融

从海外经验来看,目前大多数世界经合组织(OECD)国家的养老体系,都在支持个人或家庭将部分收入投资养老产品,他们的个人养老金市场运行良好并颇具规模。例如在美国,截至2017年末,IRA(个人退休账户)规模达到9.2万亿美元,其中投资共同基金为4.3万亿美元,并且取得了很好的长期增值效果。

我国正经历全球规模最大、速度最快、持续时间最长的老龄化过程。加快第三支柱建设,增强社会养老保障,是促进社会经济发展,维护社会和谐稳定的重要基础。养老目标基金应运而生,开启了公募基金服务个人投资者的一个新时代,也是创新发展养老金融的重要体现。

养老目标基金基于通过大类资产配置分散风险及满足投资者对不同风险收益比需求的特性,适合大众使用养老储蓄资金进行投资。同时其也将促进投资者形成长期投资的理念,为我国资本市场的持续稳定带来积极影响。随着未来养老目标基金获取长期投资收益能力的显现,公募基金行业也将提供更全面、更有针对性的产品,更好服务于投资者。

## 坚守长期投资 相信复利的力量

有必要提醒投资人,养老是一项长期任务,养老目标基金的诞生也是以承担养老责任为基础,其优势并不在于短期为投资者赚取亮眼收益。养老目标基金的投资策略、投资标的以及投资要求基本上都是基于长期投资而规划,它是更适合长期投资的一类标的。其实拉长长时间来看,过于关注短期的涨跌并不能为投资者带来长期稳定的投资回报,而随着投资时间的拉长,目标养老基金的复利效应会相应增大。

“不畏浮云遮望眼”常被拿来作为建议投资者进行长期投资时引用的经典。诚然,投资者在面对养老这一人生命题时,早做打算,做长期打算更适宜的选择。但事物的发展都需要过程,养老目标基金作为公募基金产品中的新生部分,被投资者和市场接纳同样需要时间。

期待趋于成熟的市场能够催生更为理性的投资理念,也希望养老目标基金的推出会是一个好的契机,借此促使投资者相信长期投资的价值与复利的力量。