

# 把握投资盈利主线 自下而上赚阿尔法的钱

□博时基金董事总经理兼权益投资GARP组负责人 欧阳凡

2018年A股市场悄然落幕,留给投资者哪些思考?新的一年,投资者是否应当重拾对市场的信心?又或者应该在哪些方面寻求机会?对此,笔者认为,未来只有积极适应市场环境变化,经营质量高、经营规范,专注主业和产品、持续有效投入研发的企业,才能保持可持续的盈利能力和平资本回报。2019年A股投资应该牢牢把握企业盈利主线,通过自下而上研究获取阿尔法收益。

## 复盘2018:多重原因导致市场调整

2018年A股市场的表现不尽如人意,背后原因是多重的,其中包括:市场对中国中长期经济发展外部环境担忧;金融去杠杆带来的局部信用收缩、股权质押风险问题;从严格控制地方政府举债带来的基建增速下滑;房地产行业连续2年高位运行后销售增速放缓;部分行业补贴政策退出或者减少,以及政府采购政策趋严导致的产品价格下跌;少数公司在当前环境下出现的经营不达预期、商誉减值、环保问题、产品质量问题等。

经济和市场遇到的问题,是当前中国经济所处发展阶段决定的。一方面,我国GDP已经是全球第二,工业产出全球第一,外部贸易条件边际趋弱是长期趋势;另一方面,我国经济正在从高速增长阶段向高质量发展阶段转变,这意味着企业必然面临更高的环保约束,更严格的资本约束以及更加规范的社保制度约束。未来,只有积极适应市场环境变化,经营质量高、经营规范,专注主业和产品、持续有效投入研发的企业,才能保持可持续的盈利能力和平资本回报。

2018年的市场调整,让我们学会了很多。其中最重要的一课就是基金产品的风险



收益必须与产品属性和客户风险偏好一致。对资产配置型长期组合,核心在于做出选股超额收益,通过企业长期盈利增长获得收益;而对绝对收益型短期组合,必须通过资产配置和交易控制组合净值回撤,获得合理的绝对收益回报。

## A股当前依然处于“磨底”阶段

经历了2018年的剧烈波动后,上证综指2019开年市盈率(TTM)已跌至11倍左右,逼近历史底部区间,整体估值合理性已经显现,未来下行空间或有限。当前估值水平,既反映了市场对未来企业盈利变化不确定性的担忧,也反映了居民对未来可支配收入不

确定性的预期。

历史上,股票市场底部都是不断“试”出来的,通常要经历政策底、资金底、预期底、盈利底四个阶段。当前市场政策和资金面都已经开始边际好转,但是市场悲观情绪还未修复,企业盈利还在边际恶化,因此市场依然处于“磨底”阶段,绝对收益投资者需要耐心。从股息率和无风险利率比较来看,当前上证红利股息率已经大幅超过10年期国债收益率,相对收益配置型投资者已经开始进场。

## 2019年投资应牢牢把握企业盈利主线

2019年,我国所处的内外部经济环境和2018年相比不会有太大变化,最大变化在于金融去杠杆已经取得阶段性成功,现在已经进入“稳杠杆”阶段。市场无风险利率已经下降到历史中枢水平,股票市场估值下行压力大幅缓解,A股投资应该牢牢把握企业盈利主线,在目前PE估值水平5倍到10倍的公司中,不乏资产负债表稳健、2019年盈利依然保持稳步增长的标的,这类公司股价存在明显错杀,或可以通过自下而上研究获取α收益。

另外,随着机构投资者占比将持续提升,社保储备基金、基本养老保险基金、企业年金、职业年金、养老金个人账户等长期资金入市,将成为市场的压舱石。机构投资者会持续关注具有全球竞争力的中国科技制造企业。尽管2018年我国外部贸易环境开始恶化,但是要看到改革开放40年来,在通信、医疗器械、电子、汽车、高端装备制造等领域,中国有一批企业已经具备了国际竞争力,这些公司将充分享受中国工程师红利,引领中国产业升级,成为中国制造的新名片。这些国际化企业也将直接受益于A股国际化进程,成为海外机构配置A股的核心资产。

# 中短债基金 收益与风险的平衡之道



□鹏华基金 周恩源

2018年以来,在打破刚性兑付、规范理财市场的环境下,净值类产品将逐步替代前期预期收益型、类刚兑性质的产品。中短债基金定位为货币增强及银行理财替代类产品,其收益稳健、波动与回撤相对可控的特性,恰好与大众投资者的理财需求较为契合,这也正是中短债基金近年来受市场关注、不断走红的原因。

展望2019年,债市总体仍处于牛市格局之中,今年经济运行仍存在两方面压力:一是受2018年出口赶工的影响,部分订单已提前生产,2019年出口产业链将承受压力;二是受房地产新开工影响,在2018年三季度前后开发商为了快速取得预售证而加速开工,尽早卖房回笼现金流,2019年房地产新开工投资增速出现下滑的概率较大。经济的领先指标社会融资增速的持续下滑也预示着近期经济增速仍处于下行态势之中。在经济存在明显压力的情况下,预计货币政策总体呵护市场,会延续中性偏宽松的格局,保持流动性的合理充裕。

供需格局相对宽裕的资金环境,为中短债基金获取稳健回报创造了较为有利的市场环境。当然,由于当前市场收益率水平相较2018年已有明显下降,潜在盈利空间有所缩窄。因此,这也需要我们更好地在投资中平衡收益与风险的关系,通过全方位努力,实现稳健增值的目标。此外,我们也建议投资者密切关注市场行情变化,及时做好资产配置调整。

中短债基金生命力之一在于其相对可观的投资收益。根据Wind统计,2018年债券基金平均收益率为4.16%,货币基金平均收益率为3.52%。事实上,纯债型中短债基金的风险收益特征介于货币基金与普通债基之间。相比货币基金,其投资剩余期限更长,投资灵活性更高;相对普通债基,其中短久期的特性又强化其稳健收益的特点。因此,中短债基金被定位为“增强版货币基金”或银行理财的替代产品。

中短债基金生命力之二在于其收益的稳健性,符合追求低波动、稳健收益投资群体的理财需求,成为震荡市的亲民版理财工具之一。高收益类产品往往同时伴随净值高波动、高回撤等特性,让投资者的心理承受能力面临较大考验,往往也会导致大家难以长期持有;相反,投资者更愿意长期持有稳健收益型产品,从而获取较为稳定的投资回报。

中短债基金属于纯债基金中的低风险品种,在策略空间上相比货币基金更灵活,通过组合期限、杠杆上限、评级要求等策略增厚收益,同时控制风险,达成收益目标。相较于货币基金,中短债基金投资主要从四个维度提升收益:剩余期限拉长。货币基金资产主要投资于短期货币工具(最长平均期限120天),中短债基金根据规定可投资剩余期限3年以内的债券(在实际投资中组合会根据具体情况选择相应期限券种,选择利率风险暴露较小的债券,通过票息累积取得较为稳健的收益,控制回撤)。杠杆增加。货币基金通常仓位不超过120%,开放式中短债基金仓位最高可达到140%,定期开仓中短债基金在封闭期仓位最高可以达到200%,通过套息增厚收益。信用资质下沉。货币基金主要投AAA评级债券;而中短债基金的投资范围更广,在管理好信用风险的前提下,可以通过一定程度的信用下沉获取更高收益回报。运作方式不同。货币基金通常是开放式运作,每日申赎规模变动,流动性管理要求较高;而中短债基金可以设置封闭运作,通过牺牲一定的流动性来提升收益。

由于中短债基金的投资范围更广,因此在投资运作中可能面临多重风险考验,需要“研究端—投资端—交易端”的高度配合:信用风险。信用团队支持与基金经理审慎相结合,多维度共同控制信用风险;杠杆风险。在资金面可能面临极端紧张的情况下,适当降低组合杠杆;久期风险。总体需要控制久期,即使在行情确定性较大时适当提升组合久期,也需要控制仓位,且配置高流动性品种。

## ■《2018年中国资产管理行业报告》节选

# 量化投资前景广阔 Smart Beta有望成为风口

□华泰柏瑞基金管理有限公司量化部

据金融时报报道,2018年美国市场的量化对冲基金资产管理规模有望突破1万亿美元,相比对冲基金行业管理3.5万亿美元的总规模,约占总量三分之一。作为全球仅次于美国的第二大市场,中国股市中量化投资的占比还很低。根据wind统计,截至2018年6月底,市场上共有近250只量化公募产品,规模约900亿元,在公募基金总规模中的占比不到1%;在偏股类基金中的占比约5%。量化投资具有很大的发展空间。

## 公募量化基金的发展情况

在诸多的量化投资策略中,国内市场应用的主要基于基本面信息的多因子选股策略、CTA策略、短期交易策略、套利策略等。真正的高频交易策略由于A股市场缺乏T+0交易机制而使其在股票市场几乎不存在。事件套利策略由于容量的关系,单独应用也不多。量化宏观策略受可投资资产类别的限制,发展也受到限制。

在公募基金领域,应用比较多的是量化基本面多因子选股策略。其它量化投资策略在私募领域。

和基本面投资相比,量化投资可以更加有效地地区分超额收益(或绝对收益)阿尔法与市场回报贝塔。投资人一般可以用更低的成本获得Beta,而更愿意为纯Alpha投资策略支付较高的管理费。严格区分Alpha与Beta也可为投资人提高收益的透明度,并为投资人节约投资成本。

随着资产配置型机构投资者的壮大,养老基金、FOF基金等长期资金进入市场,量化基金的投资价值会更加凸显。

## 公募量化投资的发展趋势

近年来,公募以基本面量化为主的产品线趋于完整,并呈现出一些新的发展趋势。

Smart Beta是一种把主动和被动相结合的投资策略,通过量化模型实现特定因子的有效暴露,相对于传统指数投资而言,其有利于获取超越指数的回报。近年来,Smart Beta策略逐渐被市场接受和认可。

海外Smart Beta产品已进入稳健发展阶段,采用的策略以多因子为主,常见的指数还包括基本面指数、价值/成长风格指数、规模指数、红利指数、质量指数等;此外,这类产品也是机构投资者进行资产配置的重要工具之一。根据FTSE RUSSELL的调查报告显示,应用Smart Beta策略的机构投资者占比2018年达48%,而2015年仅为26%,尤其是美国和欧洲,采用Smart Beta策略的投资者比例更高。

相对于美国和欧洲,目前我国的采用Smart Beta策略的公募基金尚在起步阶段,Smart Beta公募基金仍以单因子策略为主。从长期来看,Smart Beta公募基金还具有很大的发展空间,这类产品将在行业配置、宽基指数配置之外,为投资者尤其是机构投资者提供另一种维度的资产配置方式——在风格或因子层面上进行资产配置。

进入信息时代,大数据和机器学习在金融体系和资本市场中得到越来越广泛的应用。大数据提供了有别于传统的市场和财务报表数据的另类数据集,将有助于预测公司基本面、运营情况、商业联系、市场舆情等;机器学习能够自动处理海量的信息,面对大数据需求而快速发展起来的深度学习LSTM、自加强学习、监督学习XGBoost等

受到较多的关注。

## 目前量化投资发展的主要制约因素

目前国内资本市场并不完善,缺乏相应的投资工具,所以不少量化投资策略当前在国内市场尚无法得到应用。

就国内股票市场而言,我们尚缺乏有效的做空机制。当前A股的做空工具只有股指期货、50ETF期权,以及少量的场外互换和期权。而这些工具的体量很小,不足以成为有效对冲风险的工具。股指期货的交易当前还处于受限状态,无法正常发挥作用。在融资融券方面,国内市场只发展了加杠杆的融资业务,而对冲风险的融券业务受到极大限制。

2015年股市异常波动之后,国内股指期货交易受到限制。自此至今的大部分时间,股指期货交易处于贴水状态,流动性大幅缩水。由于融券业务的缺失,导致期现套利在股指期货贴水时较难实施,市场无法通过套利者的参与消除股指期货贴水。虽然2017年中金所对股指期货交易规则进行调整,一定程度上提高了股指期货市场的流动性,但直到目前,股指期货的贴水和流动性尚无实质性改观,这不仅使得一些股指期货套利策略变得几乎不可行,而且以股指期货作为对冲工具的市场中性投资策略的收益也受到很大影响,直接导致了刚刚发展起步的这两类量化投资策略管理规模的大幅缩水。

国内量化投资发展的历史还比较短,量化投研方面需要积累经验,当前人才的短缺对国内量化投资的发展也有一定的制约。

另外,量化投资需要投研团队的自律。如果出现恶意投机的量化投资策略或者容易引发交易系统风险的投资策略,则会影响量化投资在国内整体的发展。