

# “消费”是盛夏 “科技”是初春

□银华中小盘、银华盛世精选基金经理  
李晓星

下半年,从外部因素看,外部不确定性对A股市场的影响边际走弱,而在美联储降息预期下,我国的货币政策操作空间扩大;从国内因素看,我国经济基本面比较健康,A股整体估值比较便宜,市场利率在继续下行,货币政策宽松,流动性充裕,因此,对A股市场整体抱有乐观态度。

对于后市的细分机会,笔者认为“消费”正值投资盛夏,科技股处于投资初春。

为什么说目前消费股的投资处于盛夏当中?一方面,行业基本面处于良性发展的过程中,上市公司的业绩也是非常的过硬,同时报表质量也非常高;另一方面,随着中等收入群体数量的快速增长,消费升级越来越明显,品牌消费品的增长速度会非常快。中国有全球最大的市场,就一定会诞生最大的消费品公司。不过虽然目前看消费股的基本面仍旧向好,但市场估值已经不便宜,未来持有核心资产可能很难出现大幅的超额收益。我们做投资选股,选择景气度向上的行业是最优选项,目前消费股仍是景气度往上走的行业,但估值越来越高,未来可能是跟随大盘走势,主要是贝塔的投资收益,阿尔法会有所下降。

而目前是科技股投资的初春,长期拥有美好的未来,但是短期可能会有倒春寒,初春有时候比隆冬还要冷,这就非常考验投资团队的选股能力了。科技股的投资也需要向龙头集中,因为小公司弯道超车的机会是小概率事件。后市团队将争取抓住龙头公司从1到10的机会,而不是去追求小公司基本不可能的从0到1的机会。成长股



的投资是需要平衡胜率和赔率的,胜率不会有消费股那么高,所以需要有相对较高的赔率支持。科技股主要需要判断公司核心竞争力和成长空间,判断公司的竞争壁垒和护城河。在科技股投资中,我们需要从市场份额、产品价格、竞争格局、供应商和客户的评价等方面去寻找最好的科技股公司,在大海里寻找最有潜力成为最大、也最强壮的那条鱼,才能分享公司长期成长的收益。

时间越久越觉得基金管理需要深入的基本面研究,不能人云亦云,要有建立在扎实研究基础上的自己的独立判断。人多的地方是危险的,人少的地方是孤独的,但选择孤独的地方需要强大的内心。在管理组合的时候,时刻需要铭记我们的职责是持

有人收益最大化,不能有太多的执念和感情,当标的性价比下降或者基本面出现不好的趋势的时候,需要选择性价比更好的标的或者基本面处于上行趋势中的个股进行替代。每一笔投资都是需要承担风险的,但是我们承担的风险必须要有超额的利润作为补偿。

我们并没有判断大盘的能力,但是我们有做出持续超额收益的能力。过去我们相对大盘,年化超额收益在15%-20%左右。只要我们坚持下去,相信是可以给投资者带来长期的绝对收益的,尽管短期可能会有波动。

银河证券数据显示,银华盛世精选2019年上半年累计回报为49.43%,在446只同类基金中排名第一。

在投资上我们持续坚持了我们的投资理念,景气度趋势投资,通过四步选股法,不断把组合维持在最好的性价比:首先选择景气度向上的行业;其次在高景气度行业选择业绩增速较快的公司;三是从业绩增速快的公司中寻找估值相对便宜或估值合理的标的;四是希望公司基本面存在一定的市场预期差。景气度向上是最核心的要求,只有选择到景气度向上的行业才能积累向上的趋势,而如果行业景气度向下,行业里再好的公司也不会去投资。

通过我们的理念和方法,在2015年抓住了新兴行业的投资机会,2016年抓住了中小市值的投资机会,2017-2019年抓住了消费行业的投资机会。我们坚信长期稳定的超额收益就是绝对收益,专注的做超额,期间虽然跟随大盘,波动较大,但是拉长时间看,尽管期间指数并没有上涨,但我们给持有人创造了不错的绝对收益。

# 震荡是下半年主基调 量化对冲基金优势凸显

□广发基金量化投资部总经理 陈甄璞

回首今年以来的A股市场,一季度在海外资金持续流入及较为宽松的流动性之下,市场走出了一波快速上涨的估值修复行情。而随着局部金融风险等事件影响,市场开始转入震荡调整。站在当下,笔者认为,经济仍处于底部震荡阶段,以沪深300指数为代表的估值水平已修复至接近历史中位数水平,下半年指数出现大幅上涨的概率较小,A股转向区间震荡,细分领域的优质企业具有较好的结构性机会。震荡市场环境下,采用股票多空对冲策略的量化对冲产品具有一定优势。

5月以来,A股持续处于区间震荡格局,市场缺乏明确的趋势性方向。笔者认为,表现相对平淡或是下半年的常态,部分细分行业或主题具有结构性机会。

首先,从宏观基本面的来看,今年以来,宽松的货币政策叠加积极的财政政策相继落地,包括启动大规模减税降费政策,对冲经济下行压力。目前经济总需求保持相对稳定,乐观的投资者预期今年三四季度经济增速环比小幅回升。但也有悲观的投资者认为,全年经济处于底部震荡状态。

其次,从企业盈利来看,沪深300上市公司预告显示中报业绩一般,三季度暂时没有改善预期。根据历史经验来看,沪深300板块的盈利增速和PPI走势大体一致。下半年经济整体需求仍有结构性下行压力,工业品价格承压,PPI中枢大概率下移。因此,预计沪深300盈利增速仍存在一定的下行压力。

第三,从估值水平来看,今年一季度A股具有一波较大的估值修复行情,目前沪深300指数市盈率(TTM)为12.21倍,处于历史47.17%分位;中证500市盈率为22.74倍,处于历史7.41%分位,总体处于中枢偏低水平。

第四,从市场流动性来看,全球流动性保持宽松,多家央行选择降息。7月18日,韩



国、印尼、乌克兰、南非四国同时降息;在此之前,印度、新西兰、澳大利亚等国已经降息。核心经济体中美联储和欧央行对流动性的态度偏“鸽”派。在全球经济共振式下行的背景下,预计我国的市场流动性也会保持宽松水平。

综合基本面、企业盈利、市场流动性等多重因素,笔者认为,A股下半年以震荡调整为主,指数大幅上涨的概率较小。不过,市场的结构将会分化,行业景气度较好、企业盈利保持稳定增长的上市公司将具有结构性机会。

在震荡市场环境下,采用股票多空策略的量化对冲产品有望给投资者带来较为稳健的收益。这类产品有两个特点:一是采用量化阿尔法选股策略,通过挖掘长期有效的财务基本面因子获得超额收益;二是依靠股指期货空头寸来对冲市场单边波动的风险。

笔者认为,量化对冲策略取得稳健收益的核心在于股票现货部分能够实现相对市场的超额收益。以广发对冲套利为例,基

金经理管理的基本原则是立足基本面,严格控制波动较大的风险因子,具体而言分为以下三个步骤:

第一步,需要对因子属性进行划分。主动管理的基金经理偏好于自上而下配置某些行业,而从量化角度来看,行业轮动策略往往会加大策略超额收益的波动性,因此基金经理将行业当成风险。同理,大小盘轮动也是如此。而基于上市公司财务指标的低估值、高成长、高盈利、高股息等因子,拉长时间来看,其带来的超额收益很稳定。基于此,基金经理按照因子对股票收益预测方向是否有效并且稳定,将因子分为风险因子和稳定的alpha因子。

第二步,风险因子与基准保持一致,控制超额收益的回撤和波动性。正如前文所述,行业 and 市值对股票收益影响很大,但在不同阶段表现不稳定,是主要的风险因子。在构建选股策略的过程中,基金经理保持风险因子的中性——尤其是行业。在具体实践中,股票组合在行业之间的权重配置与指数保持一致,模型的重点是在行业内部挑选基本面优秀的优质个股进行配置。

第三,通过长期基本面因子的暴露带来超额收益。alpha因子是经过量化投资团队验证的长期有效,稳定并且逻辑明确的因子,但其有效性同样存在波动的可能。因而,在保持行业中性配置的基础上,基金经理使用低估值、高成长、高盈利和高分红等指标,在行业内部精选优质个股,最终形成股票现货组合。

在股票现货仓位通过基本面因子的暴露,不断积累alpha的同时,量化对冲策略依靠股指期货来对冲市场波动风险。自2017年以来,中金所先后四次对股指期货交易进行松绑,目前股指期货负基差水平已经大幅收敛,当前对冲成本已经消失,对冲策略有望获得更好的表现。此外,股指期货逐步松绑后,交易变得更加活跃,股指期货的移仓成本降低,对冲策略的资金容量也大幅扩大。

## 以ESG理念进行价值投资



□浦银安盛基金经理 杨岳斌

ESG (Environmental, Social and Governance) 代表环境(E)、社会(S)和公司治理(G)三大因素,是社会责任投资中决策的重要考量因子。社会责任投资选择的投资对象除了考察企业基本面以外,还要考察在这三大因素方面也表现更为优秀的企业。

1990年KLD公司推出的Domini 400 Social Index 指数是美国第一个以环境、社会和治理因素(ESG)为筛选标准的指数,此后ESG在全球各地发展十分迅速。在监管层、第三方咨询机构以及众多资产管理公司的大力推动下,ESG投资在中国的影响力正在逐步扩大。

我们认为,ESG可以帮助投资者较好地避开财务风险。德国汉堡大学的研究发现,在1970年至2014年之间,对全球各地区各行业近2000家公司的ESG水平进行了评估,发现接近一半受访者的ESG评级和企业财务表现呈正比。西班牙马德里商学院发现,行业ESG评级越高,相对应投资组合收益也越高,风险等级也较低。汉堡大学研究还发现,ESG与企业表现之间的关系还受地区影响,研究发现在北美、欧洲和ESG发展时间较长的成熟市场中,大约有一半的公司ESG评级与企业回报呈正比,新兴市场在这方面表现则更为明显。

近年来A股市场上上市公司频频爆雷,大多与上市公司财务造假,与高管个人品德和诚信问题,以及公司环境保护处理不到位等有关。这些问题,恰恰是ESG所关注的焦点问题。以国内一家医药化工企业为例,由于不注重环境保护,偷排工业废水,被MSCI的ESG评级体系发现了这个问题。在这家公司因相关问题被监管机构处罚之前,MSCI降低了这家公司ESG评级,有效规避了相关风险。

综上所述,ESG评级体系对于排查风险事件,提升公司财务表现有相当大的积极作用。

在价值投资这个领域,市场有很多价值投资的高手已经做了很深入的分析和实践。由于笔者曾经担任过中国第一只以ESG中的环境因素为主题的绿色基金经理,积累了一些ESG在国内A股市场投资的实践经验。我们发现,对于如何运用ESG理念来指导A股的主动管理投资,目前国内的资本市场还没有比较一致性的结论。我们想就如何运用ESG来指导A股投资的实践,尤其是如何把ESG的理念与价值投资框架进行有机结合。

对于价值投资的方法论,不管大家怎么表述,大同小异,一直就是遵循“好行业、好公司、好价格”的分析框架。我们认为,ESG评级系统在帮助资产管理机构分析好行业、好公司方面提供了一个很好的、补充性的量化工具。价值投资分析原有框架,诸如幸运的行业、靠谱的管理层,依然是完整、有效的,甚至是不可或缺的。只是过去价值投资在这些领域的分析,更多的是运用了定性分析的方法,缺乏一些数量化的手段。ESG的评价体系,恰恰提供了一个非常有效的补充。同时,我们在实践中发现,运用负向筛选(negative screening)的理念,实际效果也许要比正向筛选来得好一些。MSCI统计了2007年至2016年美股上市公司的重大风险事件的发现,高ESG评级的公司发生特殊风险事件的频率较低,比如大幅资产缩水、高管道德风险等。相反,ESG评分较低的公司较评级高的公司更有可能发生重大风险事件。

而对于好价格,也就是价值投资中的资产评估这个核心问题,我们过去的实践经验和目前的认知告诉我们,ESG的评价体系不能提供一个非常直接的答案,仍然需要我们遵循原有价值投资的评价体系,注重安全边际,看好长远的发展,进行价值判断。这个过程从来都是复杂而多变的,基金管理公司更多应当遵循大概率的原则。

我们认为ESG的发展是中国资本市场的大势所趋,尤其是在外资大量进入中国资本市场的背景下,这种趋势可能会加速。浦银安盛认真总结了前期的一些经验,正在积极引入国外知名的第三方评级机构,通过内部的梳理,希望在权益、固收、海外市场等领域全方位加以应用。我们积极推广ESG在中国的应用,秉承“负向筛选,定性为主,定量为辅”的原则,积极的将ESG理念与价值投资的原则相结合,争取在投资的长跑中为持有人创造更多的稳健收益。