

2020年1月20日

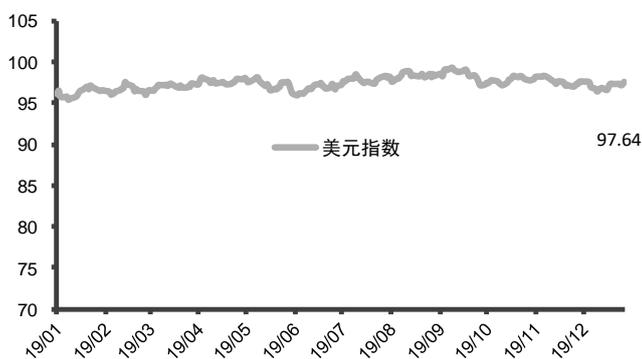
2020年第3期（总第779期）

基金视窗

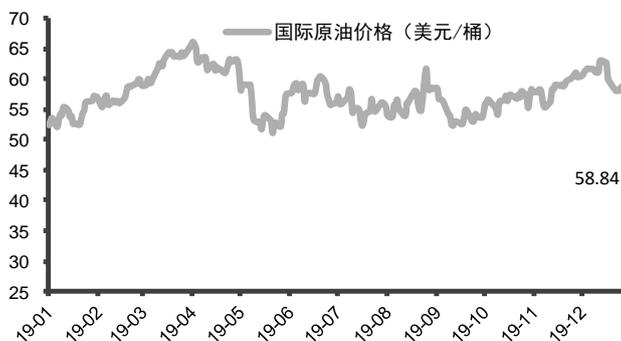
上证综合指数近一年走势图



美元指数近一年走势图



国际原油价格近一年走势图



数据来源：万得，截至日期：2020年1月17日

基金经理论市： 成交趋于清淡，结构分化加大

2020年第二周，既有中美第一阶段贸易协议正式签署，美股屡创新高，也有12月经济和金融数据略超预期，春节前流动性维持极度宽松格局，多重利好之下，权重蓝筹股却反复高开低走，拖累了大盘走势，或许与关税调降未被纳入第一阶段协议有关，市场的热点集中在成长类板块上，尤其是创业板和科创板龙头股持续有资金流入，个股分化极大，最终上证综指不涨反跌0.54%，深证综指收涨0.47%，中小板综和创业板综指分别收涨0.72%和1.13%。结构上看，中小盘股略微跑赢，表现在中证1000和创业板综指分别上涨0.47%和1.13%，而上证50逆市收跌0.48%，虽然绝对额差距不大，但部分中小创个股涨幅巨大，与大盘蓝筹形成显著对比。成交量方面，两市日均成交额同比下滑12.9%至6500亿元以下，一方面是春节假期临近，成交趋于清淡，另一方面是近期市场结构分化加大，热点板块已经处于相对高位，场外资金进入观望。

本周涨幅前三位的中信一级行业为电子（3.12%），计算机（2.81%）和医药（1.68%）。另外汽车，通信，纺织服装等也表现较好。市场担忧美国将出台更多措施限制对华为公司的出口，包括将“美国价值”限制从原先的25%降为10%，或将影响台积电对于华为的供应，受此预期催化，自主可控板块全面爆发，电子和计算机的相关个股均有较大涨幅，尤其是半导体和国产软件，另外5G应用主题也从前期的游戏，视频等轮动至车联网，物联网等子行业，全面拉动了指数表现。涨幅后三位为餐饮旅游（-2.77%），农林牧渔（-2.31%），和煤炭（-1.92%）。其余表现较差的板块包括交运，银行，建材等。部分龙头公司年报业绩预告低于预期后跌幅较大，拖累餐饮旅游指数。农业板块受到种业板块冲高回落的影响，本周表现较差。

展望2020年，我们对于市场保持谨慎乐观，资金面改善是主要看点，随着全面降准落地，货币政策仍有边际放松空间，而保险，外资，银行理财等场外资金体量庞大，随着我国资本市场改革和开放的不断推进，增量资金可期。短期看，市场对于经济衰退的预期大幅降低，而国际各大央行的货币政策均保持较为宽松的态势，尤其是国内的无风险利率下行空间较大。从行业来看，短期成长和周期板块可能更加受益于利率下行趋势。

专栏：关于因子 Alpha 的思考

1. 因子收益

因子的收益往往可分解成两个主要的构成部分。一部分是自身的风险溢价 (risk-premium)。因为因子实际上常常代表的是某一类型的风险，当投资者主动使用因子时，他会因为理性地承担了因子的风险而获得相应的额外补偿。另一部分的收益源自于市场的非有效性造成的错误定价 (mis-pricing)。毋庸置疑，我们的市场并不是完全有效的，同时投资者不理性行为也在市场中长期存在。信息的不对称，加上投资者的过度反应/不充分反应，最终导致资产的错误定价。价格回归正常的过程便带来了因子的收益。

当因子的风险溢价占主导时，这类的因子常常被称作为风险因子。因需要承担一定风险，这类因子常常“不受待见”。而当来自错误定价的收益占主导时，因子则被归类为 Alpha 因子。因为收益来自于对错误的纠正，更符合常规的逻辑/认知，这类因子往往更受欢迎。

2. 因子有效性

不管是风险因子还是 Alpha 因子，都有其有效性的限制。当某个有效的因子被发现以后，会出现越来越多的资金交易这个因子。过多的资金涌入，会造成因子收益的摊薄，使得因子的有效性逐步减弱（近年来，量化基金的表现相较前几年有显著的落后，原因之一也是同质化的模型被大量使用，引起了模型的“失效”）。以上的演化造就了因子的周期性：（1）没有永恒的 Alpha 因子；（2）理论上长期有效的因子同样会出现短期失效。因此，从因子投资的角度，若想获得稳定的因子收益，要么进行因子择时，要么不断的开发新的因子。因子择时，也就是对因子的有效性进行前瞻性的判断。当下学术界和业界讨论较多的因子择时方法是因子拥挤度指标。当因子拥挤度处于高位时，因子收益往往也处于高位，未来出现回撤的可能性很大。但值得注意的是，因子拥挤度是一个偏中长期的择时指标，短期的择时效果有限。对于拥挤度高的因子，从风险控制的角度来说，或以降低组合在此因子上暴露为宜。相反，对于拥挤度低且长期有效的因子，则适合再次重点关注。

3. Alpha 场景示例

关于 Alpha 的一种解读是其来自于错误定价。错误定价的发生首先要求资产有一个“基础价格”作为基准，否则无法评判资产被高估/低估。这个“基础价格”由市场和资产相互影响而定，在实际中很难用某一指标去定夺。由于基准难以确定，错误定价所带来的 Alpha 就变得难以捕获。但是，在一些场景中，我们可以不需要知道这个“基础价格”就可以判断出资产价格是偏离的。这个判断由资产的价格走势给出（偏技术分析，或者说是技术分析交易带来的一个结果）。对于一些资产，市场往往有给出一个“底价”。当股价触及“底价”时，可以认为资产是低估的。此时买入，可预期价格的恢复带来收益，也就是常说的“触底反弹”。当然，这个情景可行的前提是资产的基本面没有发生重大的恶化。如若能对股价形态作出一个很好的刻画同时对“底价”作出一个量化的定义，“触底反弹”或可构建成一个 Alpha 策略。

（专栏作者：摩根士丹利华鑫基金数量化投资部 陈健夫）

风险提示：本周刊中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下本刊物中的信息或所表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资者的投资建议和担保。本周刊中专栏的观点、分析仅代表作者意见，不代表摩根士丹利华鑫基金管理有限公司立场。本刊物版权归摩根士丹利华鑫基金管理有限公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何人不得对本刊物内容进行任何形式的发布、复制。投资有风险，敬请谨慎选择。