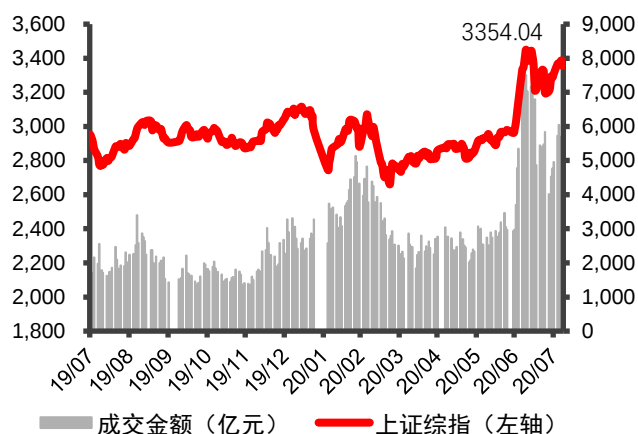


2020年8月10日

2020年第31期（总第807期）

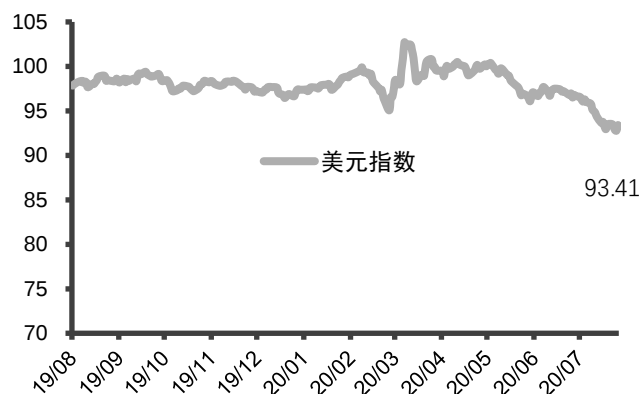
基金视窗

上证综合指数近一年走势图



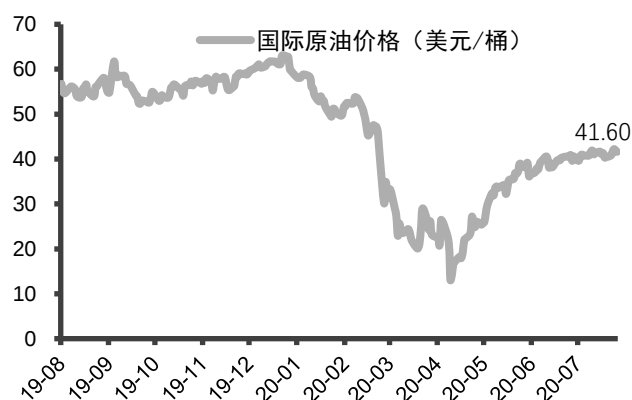
数据来源：万得，截至日期：2020.8.7

美元指数近一年走势图



数据来源：万得，截至日期：2020.8.7

国际原油价格近一年走势图



数据来源：万得，截至日期：2020.8.7

基金经理论市：

扰动因素犹存，震荡上行可期

上周 A 股市场主要指数涨跌不一。其中上证综指上涨 1.33%，沪深 300 指数上涨 0.27%，创业板指下跌 1.63%。行业方面，前期强势板块有所回调，消费者服务、食品饮料和传媒跌幅前三；受益事件催化的国防军工和有色金属涨幅靠前。主题上看军工、稀土、海南区域等板块较为活跃，从交易量来看 Wind 全 A 交易金额较前一周小幅放大，市场交易活跃度有所提升。

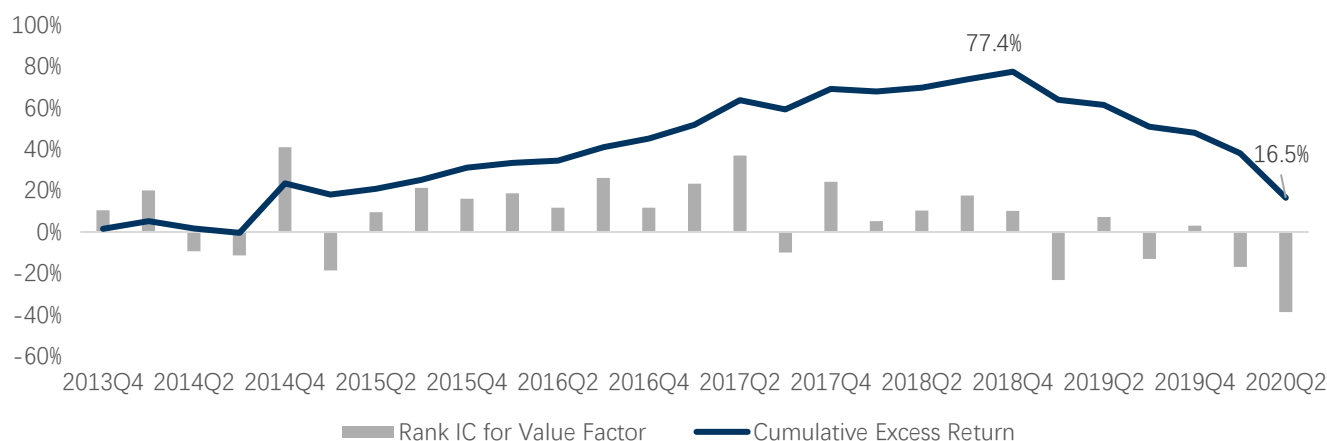
消息面上，美国宣布“清洁网络”（Clean Network）五大措施，并宣称将在 45 天后禁止任何美国个人或实体与 TikTok、微信及其中国母公司进行任何交易。美方在信息技术领域进一步对国内施压，A 股科技板块风险偏好下行并引发周五的调整。复盘中美贸易摩擦以来的 A 股走势，资本市场对类似事件的抗压韧性不断增强，我们判断本次“清洁网络”对 A 股的影响在上周五的下跌中已部分消化。目前国内疫情控制得力，从经济数据来看，海关总署公布 7 月份我国外贸进出口同比增长 6.5%，外贸数据持续正增长，显示经济复苏进程良好。在国内经济恢复增长相对确定的背景下，虽有外部扰动，但预计 A 股市场仍有望震荡上行。配置方向上，受地域关系紧张催化的国防军工有望阶段性维持强势，中长期看内需升级驱动的消费板块和供应链补短板的科技板块值得重点关注。

专栏：关于估值的一些思考

近期，市场上有很多关于估值的讨论。无论是今年以来高估值股票的表现要远好于低估值股票，还是近期关于估值切换的争议，估值问题都是市场讨论的热点之一。

从因子角度来看，“元老”级别的估值因子今年以来的表现一直差强人意。实际上，从 2019 年的一季度开始，估值因子持续发生回撤。以下面的测试为例。我们在每个季度末以沪深 300 成份股内 PE（TTM）最高的 50% 股票作为高估值组合，剩余的 50% 股票作为低估值组合，两个组合的收益之差用以衡量估值因子的表现。从下图可以看到，2019 年之前估值因子的表现稳定优秀。但是近来却是持续回撤。到 2020 年的二季度末，估值因子收益的回撤超过了 60%。

估值因子自2019Q1以来显著回撤



数据来源：Wind；数据时间：2013.12-2020.6

实际上不仅仅 A 股市场如此，估值因子在欧美市场的表现同样低迷，回撤的时间甚至更长。关于估值因子失效的原因，一些观点认为传统的估值方法（PE/PB）没有考虑无形资产，简单计算的 PE/BE 不能真正客观地反应一个公司的估值；另一些观点认为一些超大市值的处于行业垄断地位的大公司拉高了估值导致估值的变形。全球著名资产管理公司 AQR 的主理人 Cliff Asness 在其“Is (Systematic) Value Investing Dead?” [1] 的文章中对估值因子在美国市场的表现做了较为全面的梳理。不管是在剔除了 TMT 等无形资产较高行业后的美股，还是剔除了超大市值的“巨无霸”公司（比如 Facebook，Apple, Amazon, Netflix 等）后的美股，甚至是在行业中性的假设下的美股，估值因子的表现均不佳。“估值泡沫”是整个市场的现象，并且当前处于历史最高位。

估值因子的失效另一方面也反应出来股票的抱团现象：投资者都更愿意为他们“喜欢”的股票支付高溢价，而对于他们“不喜欢”的股票则更加冷落。对 A 股市场来说，当前我们依然面对着很多的不确定性，如疫情对宏观经济带来的负面影响，中美在政治/经济领域方面的一些摩擦等等。在这样的大环境下，确定性和安全性或许成为投资者的重点考虑因素。一旦发现业绩确定性比较高的标的，就容易形成抱团，导致被抱团标的的估值越来越高。估值因子也在此过程中持续失效。

业界对估值问题的讨论非常多，但都没能回答最受关注的重点：估值因子的泡沫什么时候会破？从实际可行的投资操作上来说，我们需要维持对估值因子的跟踪和观察，持续思考市场是否发生了结构性的变化以至于估值因子生效的逻辑发生了改变。相信估值因子会有回归的一日。

[1]Cliff Asness, “Is (Systematic) Value Investing Dead?”,

<https://www.aqr.com/Insights/Perspectives/Is-Systematic-Value-Investing-Dead>

（本文作者：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人的投资建议和担保。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。

摩根士丹利华鑫基金管理有限公司

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场一期二座 17 楼

邮编：518048

电话：(0755) 88318883

传真：(0755) 82990384

www.msfnunds.com.cn