

摩根士丹利华鑫基金视窗

2022年10月24日第40期（总第916期）

市场洞察：

市场短期仍缺乏持续上行动力，海外中资股或将持续承压

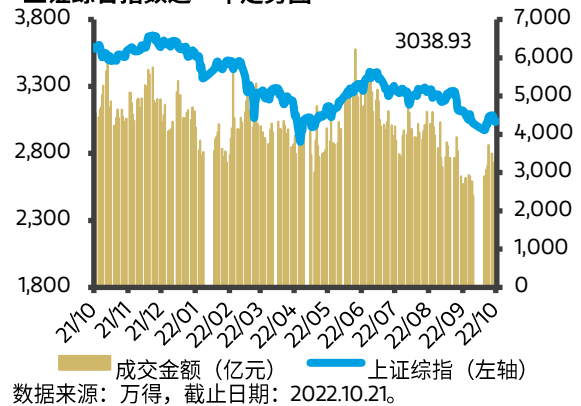
上周除科创50涨1.4%外，A股主要股指均下跌。上证50跌3.8%，沪深300跌2.6%，深证成指跌1.8%，创业板指跌1.6%，上证指数跌1.1%。行业上，领涨板块为：计算机涨2.8%、交通运输涨2.6%、国防军工涨2.1%；食品饮料跌5.9%、家电跌5.8%和建材跌4.0%，领跌。

上周港股重要指数均下跌，恒生综指跌1.8%，恒生中国企业指数跌2.0%，恒生指数跌2.3%，恒生科技跌3.3%。行业上，恒生能源业涨1.7%、恒生工业涨1.2%和恒生医疗保健业涨1.1%，领涨；恒生资讯科技业跌5.0%、恒生必需性消费业跌4.5%和恒生非必需性消费业跌3.6%，领跌。资金流动上，上周港股通资金净流入235.11亿元人民币，为2022年以来周度净流入的最大值。9月份以来，南向资金持续流入港股。南向资金主要流入资讯科技业、医疗保健业、非必需性消费；流出能源业、综合企业、必需性消费。

本周重要事件为重要会议结束后将关注几大任务：一是积极应对来自美国“脱钩断链”和“长臂管辖”风险，提高科技创新和自主，强化发展安全性；二是积极应对地缘政治不确定性，

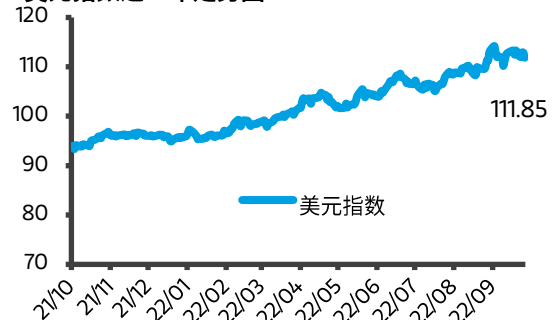
图表1

上证综合指数近一年走势图



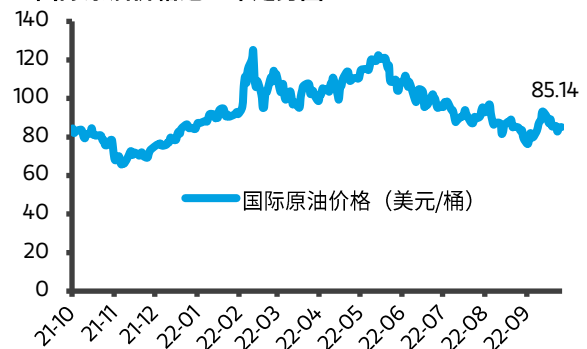
图表2

美元指数近一年走势图



图表3

国际原油价格近一年走势图



以底线思维做好准备，持续提升解决地缘政治问题的主动权；三是推动高质量发展和共同富裕。中期内，相关政策将利好高端制造、科技创新与自主、信息与网络安全、军工、必选消费和部分可选消费品。短期内，重要会议结束理论上应该降低市场面临的政策不确定性，但市场短期仍缺乏持续上行动力，因投资者对地缘政治风险、中美冲突及经济效率下降的担忧仍未解除。此外，美联储紧缩周期尚未见到拐点。总体而言，预计 A 股相对能走出独立反弹行情，而包括港股在内的海外中资股，在海外流动性拐点到来前，还将持续承压。

投资经理手记：股票基金选股择时能力量化分析

股票基金的超额收益来源可归因为选股能力和择时能力。选股能力是指基金经理挑选低估的资产，从而获取超额收益的能力；择时能力是指基金经理通过判断市场未来趋势，调整组合仓位或组合风险，从而获取超额收益的能力。

可以通过净值法量化分析基金的选股择时能力。目前常见的方法有 T-M 模型、H-M 模型、C-L 模型等。

我们选取了 3 只比较典型的股票基金作为分析对象。回归分析表明，基金 A 具有显著的选股能力，择时能力不显著；基金 B 既具有显著的选股能力，也具有显著的择时能力；基金 C 具有显著的选股能力，从 T-M 模型看，择时能力显著为负，但从 H-M 模型和 C-L 模型看，择时能力不显著。

分析以往业绩优秀具有超额收益的股票基金，我们发现，绝大部分基金的超额收益来自于选股能力（约在 90%以上），只有少部分基金的超额收益来自于择时能力，或同时来自于选股能力和择时能力（10%以下）。而且，分析表明基金经理选股能力的稳定性往往较强，而择时能力的稳定性往往较低。从这一点看，投资基金适合在熊市时逐渐布局具有超额收益的优秀基金，在牛市时收获；从而既获得市场上涨的收益，也获得基金经理选股带来的超额收益。

（专栏作者：多资产投资部投资经理 周浩军）

附：

表 1 选股择时能力量化分析模型

模型	方程	选股择时能力判别
T-M 模型	$R_p - R_f = \alpha + \beta_1(R_m - R_f) + \beta_2(R_m - R_f)^2 + \varepsilon_p$	
	R_p ：基金收益率	• $\alpha > 0$ ，具有正向选股能力
	R_m ：市场收益率（基准收益率）	• $\beta_2 > 0$ ，具有正向择时能力
	R_f ：无风险收益率 由 Treynor 和 Mauzy 在 1966 年《共同基金能否战胜市场》一文中提出，是分析证券投资基金选股择时能力的数学模型。	注： $(R_m - R_f)^2$ 为非负数，若 $\beta_2 > 0$ ，基金经理具有正向择时能力
H-M 模型	$R_p - R_f = \alpha + \beta_1(R_m - R_f) + \beta_2(R_m - R_f)D + \varepsilon_p$	
	当 $R_m - R_f > 0$ 时(牛市)， $D=1$	• $\alpha > 0$ ，具有正向选股能力
	当 $R_m - R_f < 0$ 时(熊市)， $D=0$ 由 Henriksson 和 Merton 在 1981 年提出，是在 T-M 模型基础上的改进。	• $\beta_2 > 0$ ，具有正向择时能力
C-L 模型	$R_p - R_f = \alpha + \beta_1(R_m - R_f)D_1 + \beta_2(R_m - R_f)D_2 + \varepsilon_p$	
	当 $R_m - R_f > 0$ 时(牛市)， $D_1=0$ ， $D_2=1$	• $\alpha > 0$ ，具有正向选股能力
	当 $R_m - R_f < 0$ 时(熊市)， $D_1=1$ ， $D_2=0$	• $\beta_2 > \beta_1$ ，具有正向择时能力
	由 Chang 和 Lewellen 在 1984 年提出，是在 T-M 模型和 H-M 模型基础上的改进。在数学意义上 C-L 模型与 H-M 模型完全等价，可相互推导，C-L 模型的 $\beta_2 - \beta_1$ 等价于 H-M 模型的 β_2 。	注： β_2 为牛市 β ， β_1 为熊市 β ，若 $\beta_2 > \beta_1$ ，基金经理具有正向择时能力

表 2 选股择时能力回归分析结果

模型	系数	基金 A			基金 B			基金 C		
		回归系数	p	t-值	回归系数	p	t-值	回归系数	p	t-值
T-M Model	α	0.003	**	(5.3)	0.005	**	(8.0)	0.003	**	(7.2)
	$\beta_1: R_m - R_f$	1.072	**	(54.8)	0.795	**	(39.7)	1.019	**	(83.6)
	$\beta_2: (R_m - R_f)^2$	-0.492		(-1.4)	0.752	*	(2.1)	-0.492	*	(-2.3)
	R^2	0.768			0.634			0.885		
H-M Model	α	0.004	**	(4.2)	0.004	**	(4.8)	0.003	**	(5.3)
	$\beta_1: R_m - R_f$	1.105	**	(31.0)	0.719	**	(19.7)	1.039	**	(46.7)
	$\beta_2: (R_m - R_f)D$	-0.063		(-1.1)	0.149	*	(2.5)	-0.038		(-1.0)
	R^2	0.767			0.634			0.884		
C-L Model	α	0.004	**	(4.2)	0.004	**	(4.8)	0.003	**	(5.3)
	$\beta_1: (R_m - R_f)D_1$	1.105	**	(31.0)	0.719	**	(19.7)	1.039	**	(46.7)
	$\beta_2: (R_m - R_f)D_2$	1.041	**	(29.5)	0.867	**	(24.0)	1.000	**	(45.3)
	R^2	0.767			0.634			0.884		

注：1. **表示 $p < 0.01$ 程度上显著；*表示 $0.01 < p < 0.05$ 程度上显著；不标注表示不显著。2. 在回归分析中使用的业绩基准为申万全 A 指数。3. 数据来源：Wind 资讯；数据区间：2019/1/1-2022/10/20。

免责声明：本资料仅作为客户服务材料，不构成具体基金的宣传推介材料或法律文件。本文所载的观点、分析及预测仅代表作者个人意见，不代表摩根士丹利华鑫基金管理公司立场。在任何情况下本资料中的信息或所表达的意见并不构成实际投资结果，不构成任何要约或要约邀请，也不构成任何业务、产品的宣传推介或对阅读者的投资建议、承诺和担保。本公司或本公司关联方、雇员或代理人不对任何人使用此全部或部分内容的行为或由此而引致的任何损失承担任何责任。基金的过往业绩并不预示其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成基金业绩表现的保证。基金管理人与股东之间实行业务隔离制度，股东并不直接参与基金财产的投资运作。未经本公司事先书面许可，任何人不得将本资料或其任何部分以任何形式进行派发、复制、转载或发布，或对本资料内容进行任何有悖原意的删节或修改。基金有风险，投资需谨慎。

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.msfnfunds.com.cn