

价值投资还是趋势投资

——从数量化的角度分析

报告要点

■ 合适的策略必须放在合适的市场环境下使用

我们发现很多投资策略在历史上某段时间表现很好,但是在另外一些时间表现就非常糟糕。

■ 价值投资的长期指导意义

股息率与未来若干年股市的走势有很强的正相关关系,而且这种关系在 A 股市场,美国市场和香港市场都非常显著。EP 和 BP 指标同样存在着类似的情况。

■ 长期指标在短期内的失效

由于投资者情绪的影响等因素,长期指标有可能产生较大的偏离。

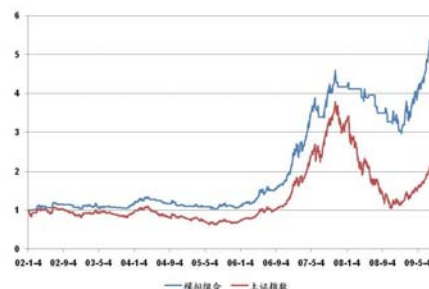
■ 短期趋势指标的不稳定性

经过测试,典型的双均线趋势策略可能在不同时间段内的稳定性非常差。

■ 以价值投资为导向,适度结合波段操作

以长期的估值指标作为战略配置的框架,再根据不同的估值阶段设定或进取或保守的择时策略,可以获得较好的表现。

价值结合趋势投资模拟结果图



数据来源: Wind, 长江证券研究部

相关研究

《长期称重器, 短期投票器》

分析师:

俞文冰

021-63219519

yuwbi@cjsc.com.cn

联系人:

杨靖风

021-63217917

yangjf@cjsc.com.cn

团队成员:

范辛亭 021-33130739

俞文冰 021-63219519

俞科进 021-63290532

邓二勇 021-63219519

谭卓 021-63232092

夏潇阳 021-63232092

研究报告平台:

<http://sites.google.com/site/cjscfe/>

Email: cjscfe@gmail.com

正文目录

一、前言.....	4
二、价值对于长期投资的指导意义.....	6
1、红利率的意义及决定因素	6
2、A 股市场的红利率与收益率状况.....	7
3、香港市场红利率对收益率的影响.....	9
4、美国市场红利率对收益率的影响.....	12
5、其它长期指标在 A 股市场的表现.....	14
6、价值投资的意义.....	15
三、长期价值投资的不足	16
1、长期的缺陷	16
2、中国市场运用长期指标的问题	16
3、长期指标在短期内的应用	17
四、短期趋势的把握.....	19
1、简单均线策略.....	19
2、均线策略的收益	19
五、价值和趋势的组合	21

图表目录

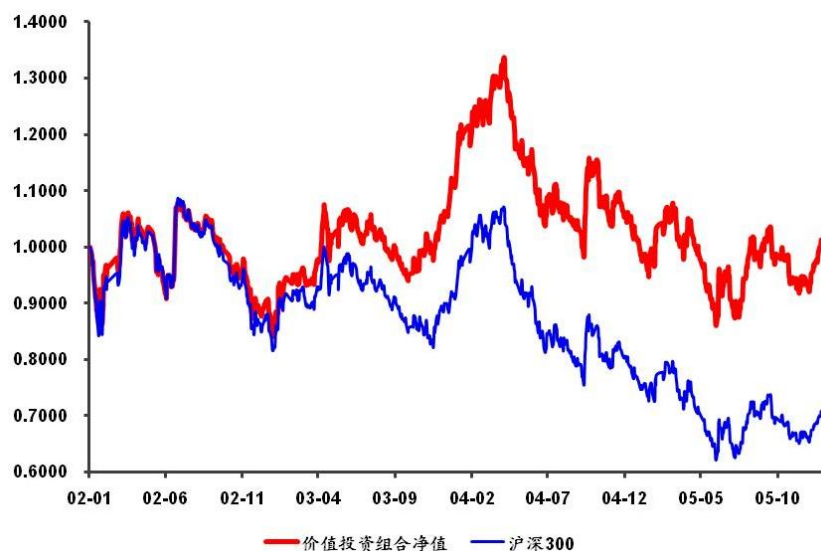
图 1: 价值组合净值 2002 年到 2005 年走势图	4
图 2: 价值组合净值 2007 年 9 月到 2009 年 9 月走势图	4
图 3: 简单趋势组合 06 年 1 月到 09 年 9 月净值图	5
图 4: 简单趋势组合 95 年 1 月到 03 年 9 月净值图	5
图 5: A 股红利率与未来一年收益率关系图	7
图 6: A 股红利率与未来两年收益率关系图	8
图 7: A 股红利率与未来三年收益率关系图	8
图 8: 恒生指数红利率与未来一年收益率关系图	10
图 9: 恒生指数红利率与未来两年收益率关系图	10
图 10: 恒生指数红利率与未来三年收益率关系图	11
图 11: 恒生国企指数红利率与未来两年收益率关系图	11
图 12: 美国市场红利率与随后 7 年股票收益率的关系图	12
图 13: 标普 500 指数 DP 与未来 5 年收益率图	13
图 14: 标普 500 指数 BP 与未来 5 年收益率图	13
图 15: 标普 500 指数 EP 与未来 5 年收益率图	14
图 16: A 股 E/P 与未来两年收益率关系图	15
图 17: A 股 B/P 与未来两年收益率关系图	15
图 18: E/P(TTM)和十年期政府债券收益率差额图	17
图 19: 万科 A 2007 年盈利预测和股价表现	18
图 20: 万科 A 2008 年盈利预测和股价表现	18
图 21: E/P(未来 12 个月)和十年期政府债券收益率差额图	19
图 22: 全部历史各组均线组合收益率	20
图 23: 1996 年到 2007 年各组均线组合收益率	20
图 24: 2008 年到 2009 年 9 月各组均线组合收益率	21
图 25: 价值结合趋势投资模拟结果图	22
 表 1: 香港市场指数与未来收益率相关性表	 9
表 2: 美国市场估值指标与收益率长期关系表	12
表 3: 各种估值指标与未来一到四年收益相关系数表	14

一、前言

在准备这篇报告的时候，我回顾了2005年底到2006年初建立的一些选股模型，发现那时得到的组合的走势大致都如图1，如果我们再仔细看选股模型，就会发现这些模型中往往都有PE这个因子，而且占到很大的权重。

但是仔细看这个图不免有一丝疑虑，这个组合在开始的时候并没有优势，直到2003年4月以后才逐渐胜出。

图1：价值组合净值2002年到2005年走势图

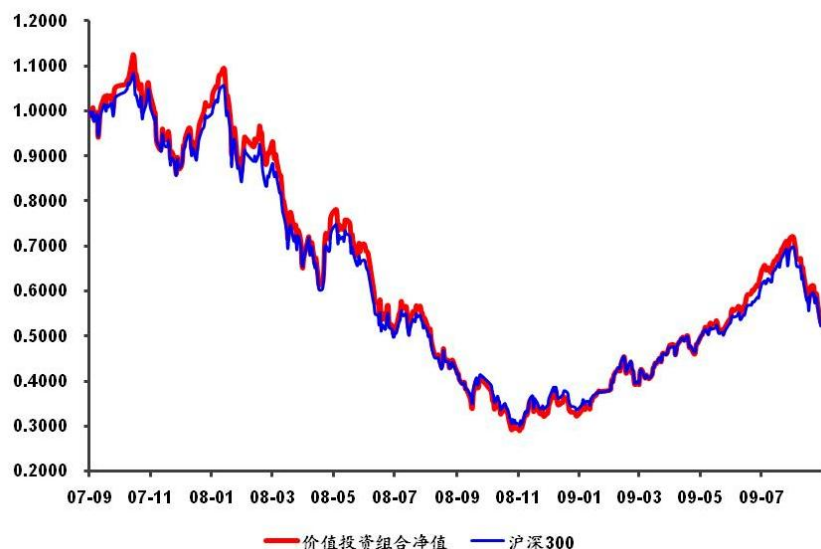


资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部

在2006年到2007年可以看到不少报告的数量化选股，大部分都是这种类型，但是有趣的是这种选股模型的报告在最近已经很少有分析师写了，这是为什么呢？

如果我们看看这种模型在最近两年的表现，如图2所示，就明白怎么回事了。

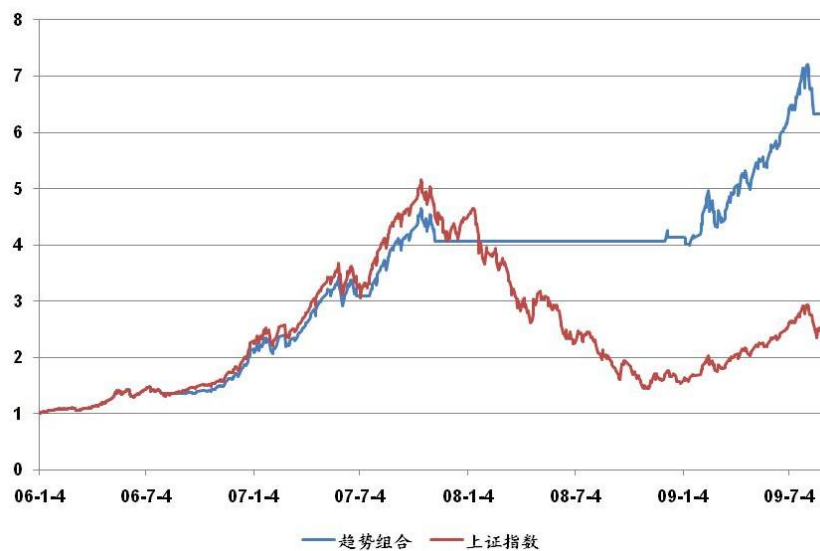
图2：价值组合净值2007年9月到2009年9月走势图



资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部

这种选股模式在最近两年内几乎没有任何超额收益。而最近分析师们比较热衷于写的是用简单的趋势方法判断市场，做出的模拟组合大致如图 3 所示：

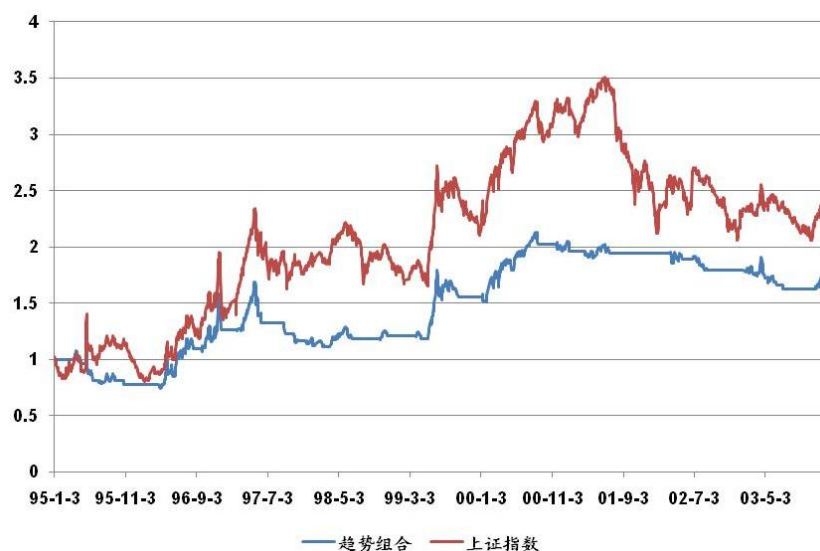
图 3：简单趋势组合 06 年 1 月到 09 年 9 月净值图



资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部

可惜这种投资方式在 03 年 9 月之前的投资收益率相当凄惨，如图 4 所示：

图 4：简单趋势组合 95 年 1 月到 03 年 9 月净值图



资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部

这给了我们一个启示：很难找到一种模式适用于所有的市场环境，合适的策略必须放在合适的市场环境下使用。

二、价值对于长期投资的指导意义

格雷厄姆曾经说过：尽管短期来说股市是一个投票机，但长期来说股市却是个称重机。这句话很好的说明了证券市场的规律，股票的价格从长期来看由价值决定，所以被称为“称重器”，而从短期来看股价又往往被情绪所左右，因此可以看作“投票器”。

股市的极端非理性行为是周期性爆发的。短期内，贪婪和恐惧在投票时扮演了重要的角色，会让价格过于偏离价值。但长期内股价总是会回归于价值。

巴菲特建议投资者进行定量分析，定量分析如同一针清醒剂，可以让你避免陷入大众的疯狂，而理性地把握过于高估时卖出和过于低估时买入的机会。

但是现实市场上少有巴菲特和格雷厄姆，并不是因为不想，而是因为现实条件不允许。以开放式基金为例，如果对于市场的极端情绪预判过早，往往就要忍受净值游离于同行之外，业绩表现大幅落后于人的煎熬。

因此我们的建议是，不仅要用定量的手段分析股市非理性行为的周期性爆发，也要用适当的定量手段跟上短期内的趋势。

1、红利率的意义及决定因素

在现代金融学理论中，金融资产的定价应该是等于它未来现金流的折现，因此考察市场的长期价值也应该由此出发。

红利率(Dividend Yield)，即当期红利(本文中红利仅指现金红利)除以当前股价(也可表示为 D/P)，是一个基本的，同时也是最容易被忽略的指标。

对于债券而言，未来现金流就是票息和本金；而对于股票而言，现金流回报就是红利。当然，对于成长性企业，红利的发放可能延后；出于避税的需要，红利发放可能变化为回购股份。但是总体来说，红利率依然是最基础、最根本的证券市场定价指标。

因此，如果从一个更长远的角度来看，我们可以把红利率类比理解为债券的到期收益率(YTM)，那么从债券的角度来看，其他条件相同的情况下，到期收益率越高，则该债券未来的收益率也越高。

当然股票的估值方法和债券还是有所不同，从经典的股票估值模型：Gordon 成长模型出发，我们知道股票的内在价值为：

$$V_0 = \frac{D_0(1+g)}{r-g} \quad (1)$$

如果市场价格反映了股票的内在价值，即： $P_0 = V_0$ ，则我们可以得到：

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{r-g} \quad (2)$$

由此可以得到当期的合理股息率应该为：

$$\frac{D_0}{P_0} = \frac{r - g}{1 + g} \quad (3)$$

我们知道，在牛市气氛高涨，市场对于成长性的估计往往较高，因此就会压低市场的股息率；而当市场不景气的时候，市场对于成长性的估计又会非常悲观，因此股息率就会高启。但是从长期的经验看来市场对于成长性预期的波动往往比成长性本身的波动更大。

2、A 股市场的红利率与收益率状况

在计算红利率时，我们选取了 1992 年年报开始的所有数据，股价选择的是年报对应那年 12 月 31 日的股价，采用 A 股总股本计算的整体法（我们也尝试了总股本和流通 A 股股本，得到的结果类似），市场收益率选择的是上证综合指数，希望观察红利率和未来一到三年的收益率的关系，如图 5-图 7 所示：

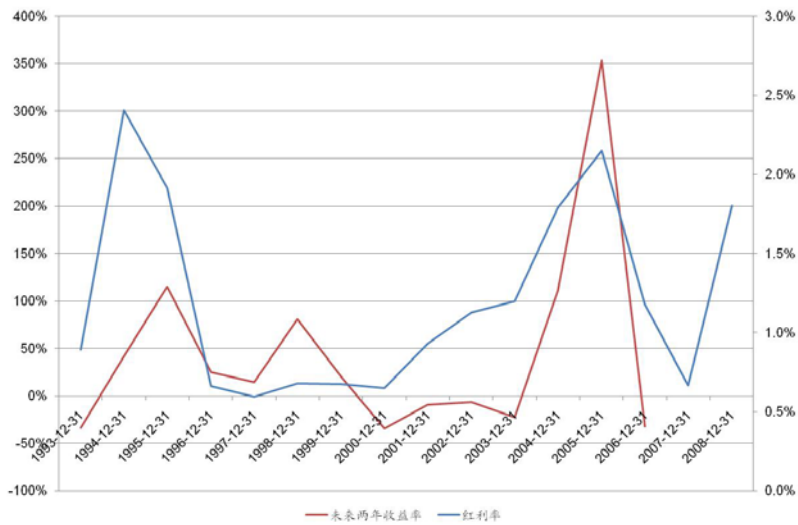
图 5：A 股红利率与未来一年收益率关系图



数据来源：Wind 资讯，长江证券研究部

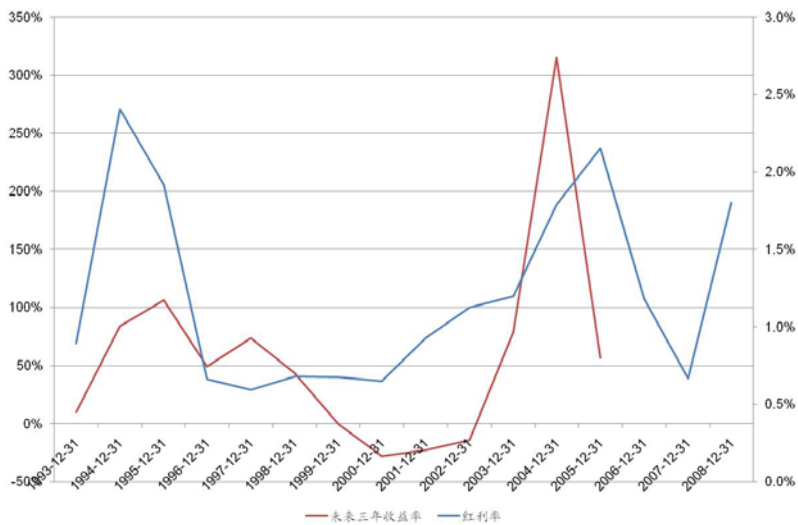
从图 5 中，红利率和未来一年收益率的走势相关程度非常高，虽然 2000 年之前有些偏离，但是 2005 年以后的同方向变动非常明显。通过计算收益率的相关性，我们可以发现红利率和未来一年的收益率的相关系数达到 0.3585，根据这一规律，2009 年应该能有非常可观的正收益。

图 6: A 股红利率与未来两年收益率关系图



数据来源: Wind 资讯, 长江证券研究部

图 7: A 股红利率与未来三年收益率关系图



数据来源: Wind 资讯, 长江证券研究部

从

图 6 和图 7，我们可以发现，红利率和未来两年和三年的收益率之间的正向相关关系依然非常明显，而和未来两年和三年收益率的相关系数更是达到了 0.6088 和 0.5439，相关性非常显著。

我们可以看到，2008 年底的时候，A 股市场的红利率水平已经回升到了 1.80%，总体来说属于比较有吸引力的阶段。但是考虑到 2009 年 1 到 4 月以来的上涨幅度，目前的估值已经不像当时那么具有吸引力了。

我们也尝试采用这组数据建立模型，结果发现由于残差的波动太大，导致估计的误差较高，但是我们对这种规律非常感兴趣，因此也想看看更为成熟的市场是否有同样的规律。

3、香港市场红利率对收益率的影响

如前所述，A 股的红利率研究受到各种客观条件的诸多掣肘，因此我们把目光投向香港市场，想考察香港的红利率和市场收益率之间的关系，我们同样考察红利率与一到两年股票市场收益率的关系。

香港市场的红利率采用的是恒生指数公司网站(<http://www.hsi.com.hk>)公布的恒生指数和恒生国企指数的红利率(Dividend Yield)，市场收益率我们分别考虑了恒生指数和恒生国企指数。由于香港上市公司的分红比较持续，每月都有上市公司宣布分红，因此恒生指数公司公布的是月度数据，红利计算的参考点是董事会预案通过的后一天。

香港市场红利率和未来收益率的关系如表 1 所示：

表 1：香港市场指数与未来收益率相关性表

	恒生指数	恒生国企指数
开始日期	1986 年 12 月	2001 年 10 月
数据截止	2009 年 3 月	2009 年 3 月
与未来一年收益率相关性	0.6163	0.2967
与未来两年收益率相关性	0.7790	0.5037
与未来三年收益率相关性	0.7654	0.1821
与未来四年收益率相关性	0.7583	0.2743

数据来源：Wind 资讯，长江证券研究部，恒生指数公司 <http://www.hsi.com.hk>

从标的来看，恒生指数的红利率与未来的收益率相关关系非常明显，而国企指数的相关性就要低了很多。

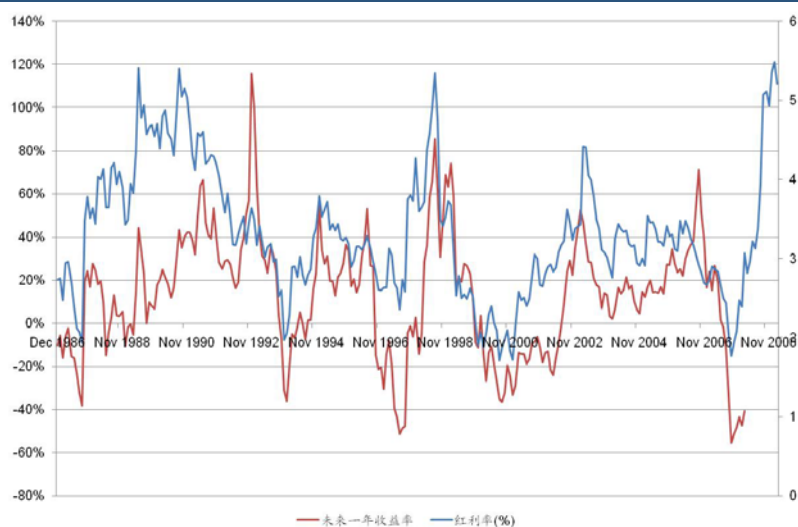
从时间周期来看，和 A 股市场类似，两年是最佳的周期。

我们选择恒生指数红利率与未来一到三年收益率的关系，以及恒生国企指数红利率与未来两年收益率的关系列于

图 8-

图 11。

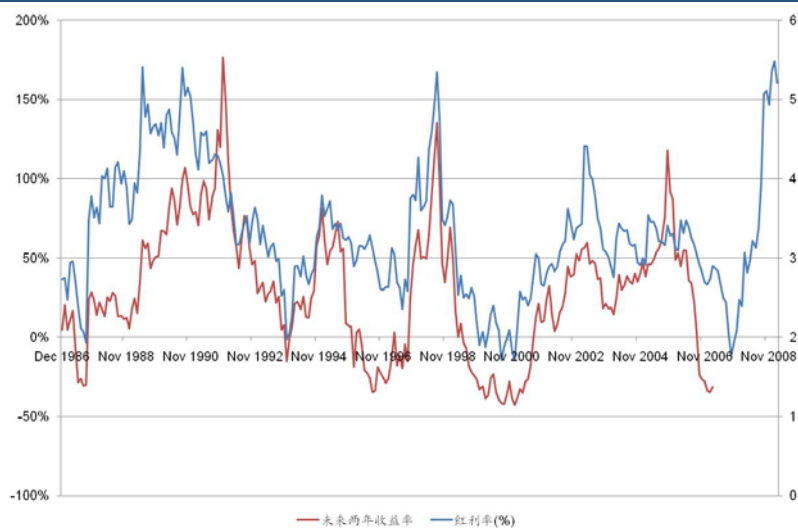
图 8: 恒生指数红利率与未来一年收益率关系图



数据来源: Wind 资讯, 长江证券研究部, 恒生指数公司 <http://www.hsi.com.hk>

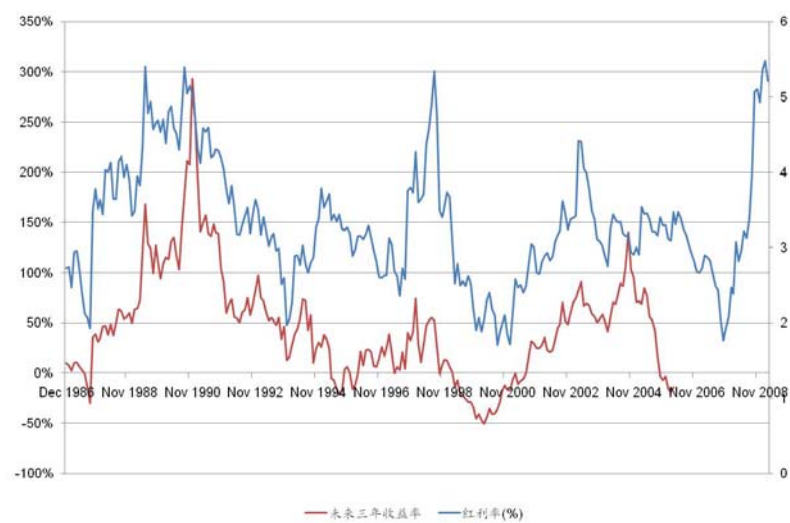
从图 8 中我们可以发现恒生指数未来一年的收益率和当年红利率的走势几乎叠合在一起。

图 9: 恒生指数红利率与未来两年收益率关系图



数据来源: Wind 资讯, 长江证券研究部, 恒生指数公司 <http://www.hsi.com.hk>

图 10: 恒生指数红利率与未来三年收益率关系图

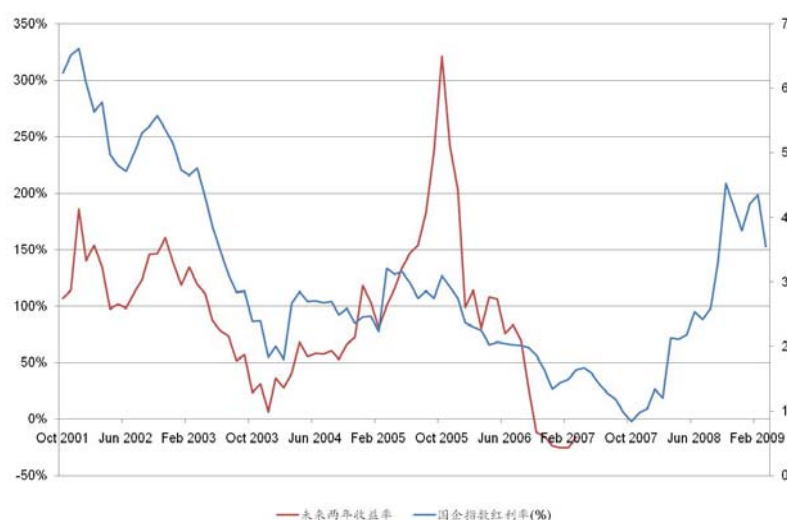


数据来源: Wind 资讯, 长江证券研究部, 恒生指数公司 <http://www.hsi.com.hk>

图 9 和

图 10 中也体现了未来两年收益率与当期红利率的走势也贴的非常近。

图 11: 恒生国企指数红利率与未来两年收益率关系图



数据来源: Wind 资讯, 长江证券研究部, 恒生指数公司 <http://www.hsi.com.hk>

恒生国企指数的历史数据相对较短, 而且由于很多历史的原因, 使得恒生国企指数的收益率存在一定程度的扭曲。因此恒生国企指数的红利率和未来两年的收益率的相关系数并不如恒生指数那么高。

综合以上这些图表中我们可以看到, 恒生指数在红利率与收益率的历史关系上也是非常明显, 甚至超过了 A 股市场。

从图 9 中我们看到恒生指数的红利率在历史高点附近, 而从

图 11 中也可以发现国企指数的红利率也在一个相对的高点, 虽然最近香港市场已经有了较好的表现, 根据这一规律, 但是长期来看, 依然有较大的上升空间。

那么更为有效的美国市场是否这样的规律就不再显著了呢? 抑或是成熟如美国市场依然有周期性的极端情绪的爆发?

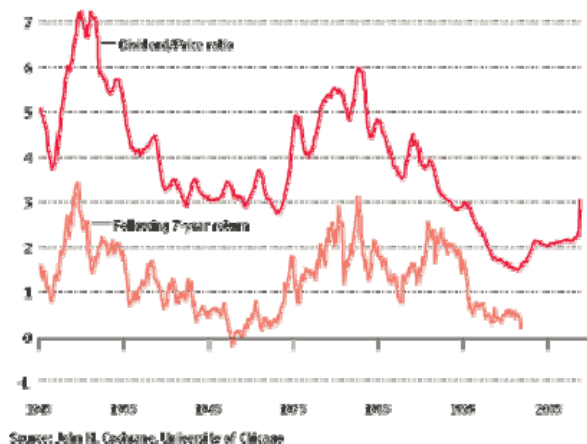
4、美国市场红利率对收益率的影响

John H. Cochrane 的一项研究, 在对美国 30 年的数据进行研究以后, 他发现了纽约交易所分红率(股息/股价)与未来 7 年股票收益率之间的关系, 如 **Error! Reference source not found.**所示。观察该图我们可以发现, 市场的收益率不是一个随机游走的现象, 当红利率高启之后, 随后 7 年的股票收益率往往比较可观, 而红利率下滑以后, 随后的市场走势往往不乐观。

图 12: 美国市场红利率与随后 7 年股票收益率的关系图

No Random Walk

Dividend/Price ratio and following seven-year return of NYSE stocks, 1945-2003



资料来源：华尔街日报，长江证券研究部

其实在最近 30 年内，不同学派观点的学者，无论是“行为金融”的 Robert Shiller 和 Richard Thaler 还是“有效市场”的 Eugene Fama 和 Ken French，或者是“经济学家” John Campbell 和 John H. Cochrane，都得到了类似的结论。

而且相类似的结论同样可以从 P/E(Price/Earnings), B/P(Book Value/Price)等其他指标中找到。

我们选取了标准普尔 500 指数 1993 年 5 月开始的数据(BP 数据从 1994 年 11 月开始)，分别考察了 DP, BP 和 EP 与其中长期收益率的相关系数。采用的是月度数据，盈利和红利指标选取的是价格之前最近 12 个月的历史数据，净资产选取的是价格之前最近一期的财务报表数据，得到结果如表 2 所示：

表 2：美国市场估值指标与收益率长期关系表

相关系数	EP	DP	BP
未来一年收益率	18.18%	29.84%	17.27%
未来两年收益率	35.42%	62.14%	42.59%
未来三年收益率	55.34%	76.82%	60.47%
未来四年收益率	66.35%	88.40%	73.89%
未来五年收益率	69.09%	93.91%	82.06%
未来六年收益率	49.42%	91.38%	77.65%
未来七年收益率	22.14%	78.54%	16.38%

数据来源：Bloomberg，长江证券研究部

从表 2 中可以看出，无论是 BP, EP 还是 DP，都是与未来 5 年的收益率关系最为明显，而且相关系数都非常高，DP 与未来五年收益率的相关系数甚至达到了 93.91%。可见在美国市场这一规律依然非常明显。

我们将标普 500 指数的 BP, EP 和 DP 与未来 5 年的收益率的见图 13—图 15：

图 13：标普 500 指数 DP 与未来 5 年收益率图



数据来源：Bloomberg，长江证券研究部

从图 13 中我们可以发现，美国市场长期收益率和红利率的关系非常明显，走势契合程度甚至超过了香港市场。

图 14：标普 500 指数 BP 与未来 5 年收益率图



数据来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 15：标普 500 指数 EP 与未来 5 年收益率图



数据来源: Bloomberg, 长江证券研究部

而从图 14 和图 15 来看, BP 和 EP 的相类似的规律也同样非常明显。因此我们同样感兴趣, 在 A 股市场是否也是类似的规律呢?

5、其它长期指标在 A 股市场的表现

为了综合考量估值水平, 我们又考察了 E/P(市盈率的倒数)和 B/P(市净率的倒数)指标, 正如 Cochrane 所发现的, 在这些指标上在 A 股市场也有类似的规律体现, 如表 3 所示:

表 3: 各种估值指标与未来一到四年收益相关系数表

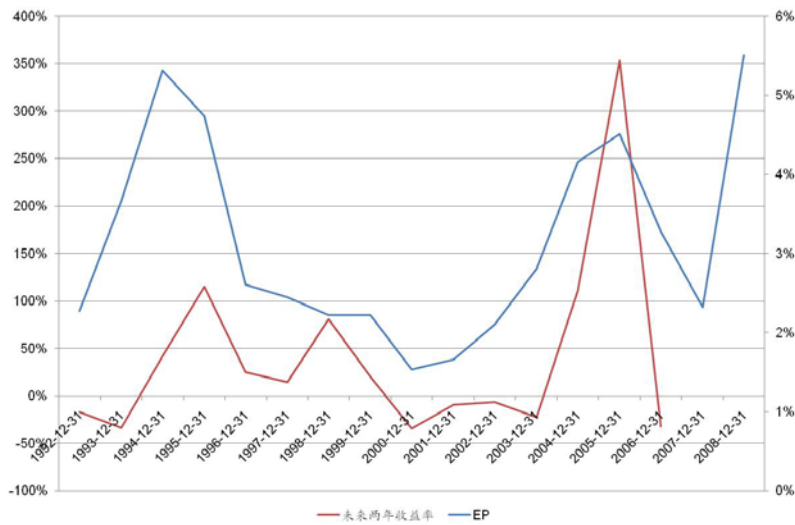
	与未来一年	与未来两年	与未来三年	与未来四年
红利率	0.3585	0.6088	0.5439	-0.5472
E/P	0.3527	0.5424	0.5829	-0.6445
B/P	0.5763	0.7887	0.6013	-0.6766

数据来源: Wind 资讯, 长江证券研究部

从表 3 中我们可以发现, 从周期长度来看, 总体上显示: 两年的相关性比最高, 三年的次之, 一年也勉强可以接受, 而四年已经明显超出了 A 股投资者的考虑范围; 从指标来看: 而 B/P 的效果好于红利率好于 E/P, 我们选择了 EP 和 B/P 两年收益率的图, 如

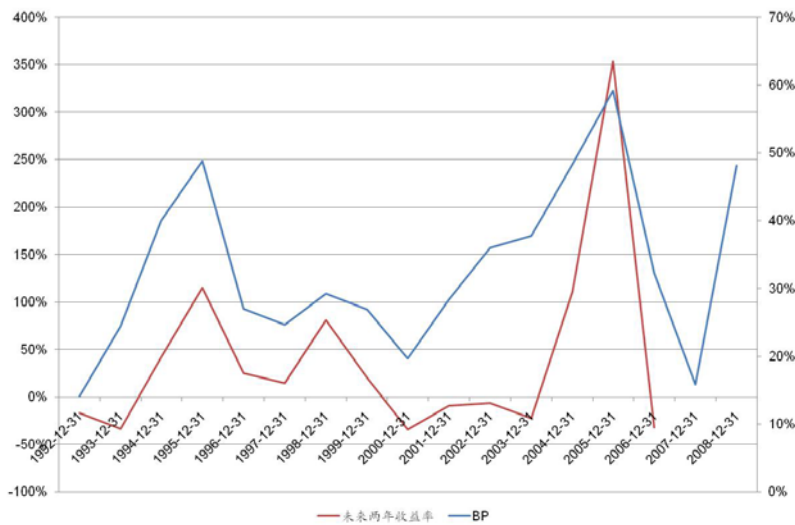
图 16、图 17 所示:

图 16: A 股 E/P 与未来两年收益率关系图



数据来源: Wind 资讯, 长江证券研究部

图 17: A 股 B/P 与未来两年收益率关系图



数据来源: Wind 资讯, 长江证券研究部

从

图 16 和图 17 来看,在两年的投资周期下,未来收益率与当期的估值水平(无论是 EP 还是 BP)走势的契合程度都非常高。

6、价值投资的意义

整体来看,价值投资还是很有指导意义的,首先这种投资方式有良好的经济学和金融学背景,并且经过了长期的验证证明该方式是有效的。当然巴菲特等价值投资大师在成熟市场上依然

三、长期价值投资的不足

在以上的分析中我们发现长期的估值指标居然在日益成熟的证券市场依然保持着如此惊人的准确度,这实在令人惊讶,到那时如此准确的长期预测真的要应用于实际投资却会遇到很多麻烦。

1、长期的缺陷

(1) 短期难以验证

长期规律的一个重要缺点:这样的规律需要很长时间来验证,而一旦出现短期的偏离(比如一到两个月),投资者的信心很可能产生动摇。

(2) 偏离时间和幅度无法确定

长期指标的另一个问题和经济周期一样,每次的周期长短和幅度都不相同,而且很难预料。当长期的价值指标显示市场高估的时候,市场并不会马上回落,而往往会顺着趋势继续偏离,就像 2007 年 6 月份以后,市场的高估程度会进一步放大。而等市场估值指标显示低估的时候,如 2008 年 7 月份以后,市场却继续快速的下跌。当投资者根据估值指标操作的时候,并没有办法预测市场何时会从极端情绪中醒悟过来。

(3) 资金的性质决定

长期规律的这两个特点恰好又和市场上大部分资金的性质相矛盾。目前市场上大部分资金都是委托理财性质,无论是公募基金或者是私募基金,其实都很难忍受长期跑输大盘或者跑输同行,而秉承长期价值判断的投资方式必定会买在左边,也必然会忍受判断与市场走势相左的过程。

(4) 规律的可重复性

即使是长期的投资资金,当判断与市场走势相左达到一定程度之后,依然会对于自己的判断产生怀疑,历史的规律是否会再重复呢?

除此之外,中国市场的一些特殊现象也影响了长期指标的作用。

2、中国市场运用长期指标的问题

(1) 历史数据过短

首先就是 A 股的数据太少，相对于美国以上 30 年的数据积累，我们只有区区十几年，样本点过少使得我们的分析很难建立复杂的模型，而历史规律重复次数太低也使得我们应用这些规律的时候心存顾虑。

(2) 受到政策影响

中国证券市场的发展是伴随着政策不断改变和完善的过程，从早期的帮助国企脱困，到开始重视资本市场的作用，管理层对于上市公司分红的指导思想也在不断变化。特别是 2008 年 10 月 09 日，中国证监会正式发布《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》，规定：最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%。

这样的政策影响会对上市公司的分红有直接的影响，而这些影响又会导致前后数据的不一致(总体的性质改变了)。

(3) 总体分红水平偏低

对照美国和香港市场，我们就会发现国内的分红率普遍偏低，因此如果做回归模型，回归系数就会很高，这样预测的收益率会对分红率的微小波动都很敏感，而一旦未来由于政策变化导致红利率大幅度上升，前期积累的规律就失去了意义。

(4) 06-08 三年市场的影响

从 2006 年开始市场大涨大跌，使得很多数量化研究的规律在这段时间出现了夸张或者扭曲，红利率的研究也不能避免这个问题。

(5) 分红基本集中于年报

与香港市场不同，A 股市场的分红主要集中在年报，因此年与年之间对于红利的预测很难做出，而在 1-4 月等待年报公布的时候，市场的情况有可能已经发生了较大的变化。

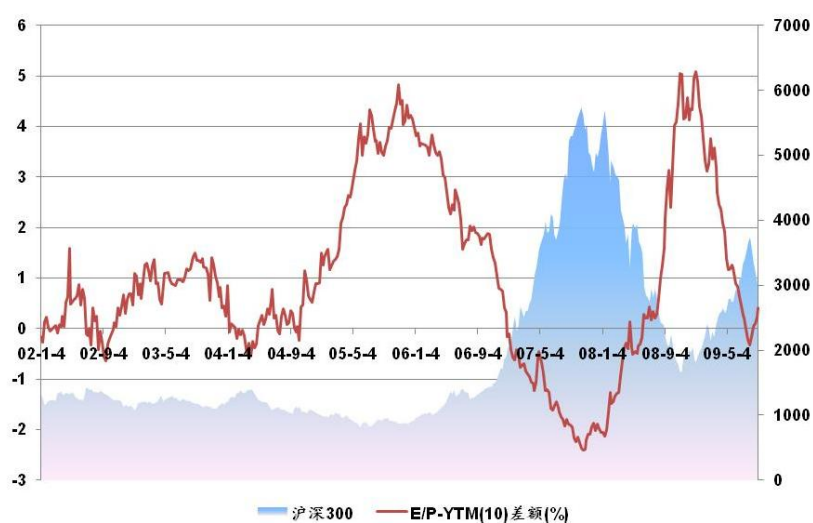
3、长期指标在短期内的应用

既然长期指标存在着种种缺陷，我们就希望能不能在更短的时间周期——比如月或者周，而不是年——来分析市场的估值水平。

我们想到的了一种很常用的估值模型，Fed's Model，该模型是美联储前主席格林斯潘提出的。Fed's Model 比较股市回报率和政府长期债券(通常是 10 年)的回报率。如果股市回报率高于政府长期债券的收益率，则认为股市被低估了反之则认为股市被高估了。

我们先用过去十二个月的盈利和股价的比例，即 $E/P(TTM)$ 和债券收益率的比较，如图 18 所示：

图 18: $E/P(TTM)$ 和十年期政府债券收益率差额图



数据来源: Wind 资讯, 长江证券研究部

从图 18 中我们可以发现, 由于市场的非理性因素持续的时间会很长, 该模型会过早的发出买入或者卖出的指令。我们考虑是不是因为格林斯潘当时提出模型的时候是用未来 12 个月的盈利(earnings)和股价的比例, 即未来 12 个月 E/P 来表示股市收益率, 而我们在图 18 采用了过去 12 个月的 E/P。

那我们如果考虑未来 12 个月的盈利数据效果会不会有所改善呢?

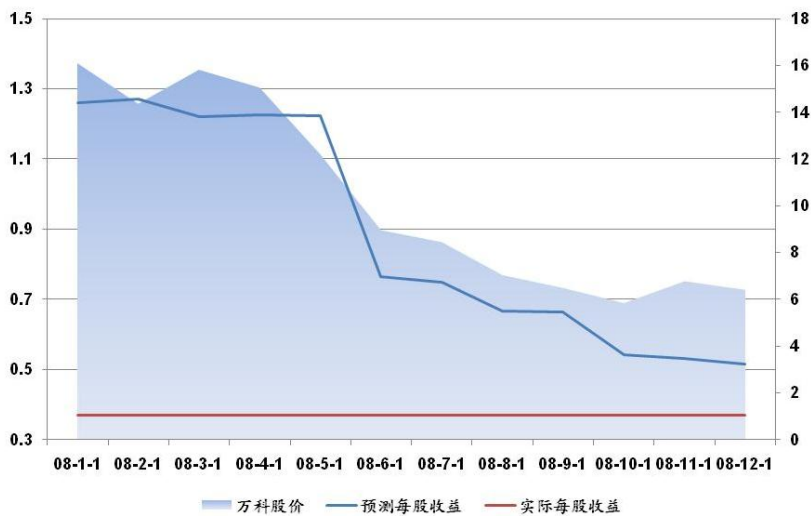
我们找了一些典型的蓝筹股, 如万科 A, 观察研究员对它盈利的一致预期与股价的关系, 如图 19 和图 20 所示, 发现盈利预测会受到股价的影响, 在牛市中, 研究员会随着股价不断上调盈利预期, 而熊市中研究员也会不断下调盈利预期。

图 19: 万科 A 2007 年盈利预测和股价表现



数据来源: Wind 资讯, 长江证券研究部

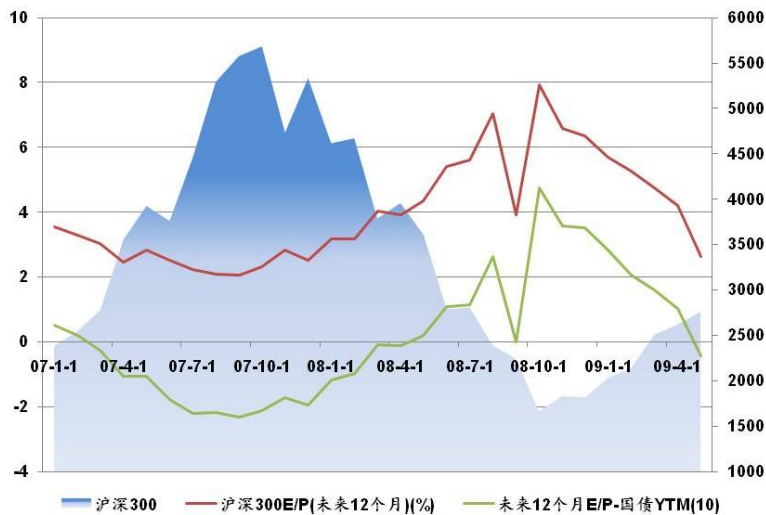
图 20: 万科 A 2008 年盈利预测和股价表现



数据来源：Wind 资讯，长江证券研究部

将这些盈利预测汇总起来，得到了市场的一致预期，如图 21，我们发现最困扰我们的就是 2008 年，市场开始下跌的时候，研究员并没有下调盈利预测，当市场下跌了相当幅度以后，研究员如“信心崩溃”一般，大幅度下调盈利预测。这会给这种模型的应用带来一个困扰，在市场下跌到 08 年 4 月份的时候，根据当时的盈利预测，市场开始逐步出现投资机会，而且随着市场的下跌，机会越来越大，但是到了 08 年 7 月份以后，忽然市场又变得没有那么大吸引力了，甚至出现股票越跌越缺乏价值的状况，这显然和价值投资的初衷相悖。

图 21: E/P(未来 12 个月)和十年期政府债券收益率差额图



数据来源：Wind 资讯，长江证券研究部

四、短期趋势的把握

针对长期指标长期指标的缺点，我们认为应该用一些长期指标进行补充，以便对市场的走势做出更加准确的判断。

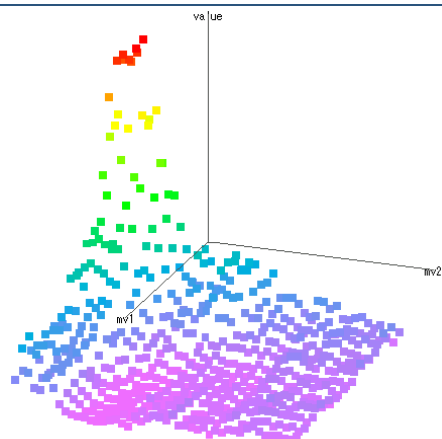
1、简单均线策略

我们首次按采用最简单的常规的双均线策略，买入条件设定为：短期向上穿越长期且长期均线斜率向上；卖出(空仓)策略设定为：短期向下穿越长期且或长期均线斜率向下。模拟条件：发出指令后一天买进(卖出)，考虑成本的模拟（1%单向）。

2、均线策略的收益

为了更好的观测模拟效果，我们采用三维图的形势 两根水平轴 $mv1$ 和 $mv2$ 分别代表两根均线的取值，用纵轴 $value$ 表示在模拟时间段内的累计净值，这样我们就可以看到每种模拟组合的收益情况。为了使结果更明显，我们用渐变色表示收益率的高低，红色最高，橙黄绿青蓝紫的顺序递减。因此最优的结果是红色在纵轴最高点的点。

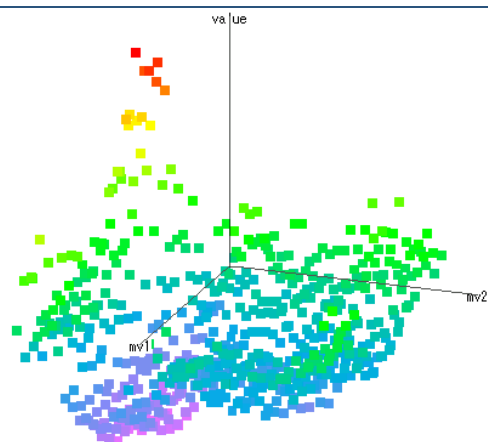
图 22: 全部历史各组均线组合收益率



数据来源: Wind 资讯, 长江证券研究部

我们发现从整个上证指数的历史上来看, 最佳的均线策略是短期均线选择 1 日, 长期选择 19 日, 次优的两个策略是 2 日+19 日和 2 日+17 日, 可见较短的均线效果相当好。

图 23: 1996 年到 2007 年各组均线组合收益率

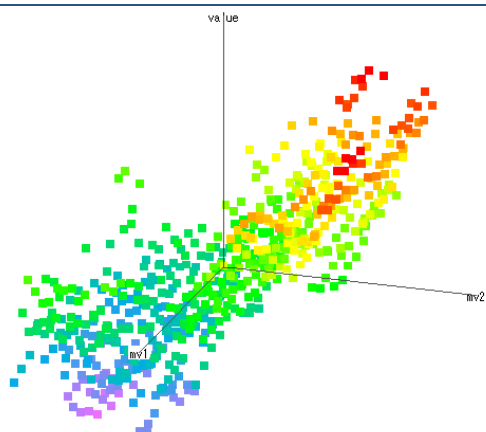


数据来源: Wind 资讯, 长江证券研究部

假如我们在 2008 年初要进行趋势化投资, 又需要剔除市场刚刚设立时不稳定的因素, 因此模拟 96 年到 07 年的数据, 发现最有的均线组合依然是 2 日+17 日, 1 日+19 日和 2 日+19 日, 不过图 23 的图形和

图 22 已经有了一定的区别。

图 24: 2008 年到 2009 年 9 月各组均线组合收益率



数据来源: Wind 资讯, 长江证券研究部

结果发现这种投资方式在 2008 年到 2009 年 9 月的投资收益非常凄惨(如

图 24 所示), 2 日+17 日, 1 日+19 日和 2 日+19 日这三组均线都表现的很差, 而这段时间表现最好的均线是: 1 日+51 日, 10 日+60 日和 10 日+60 日

这样的结果告诉我们, 必须要谨慎的使用样本内的均线优化的结果, 各种带参数的趋势指标在不同时间段内的结果很有可能是不稳定的。

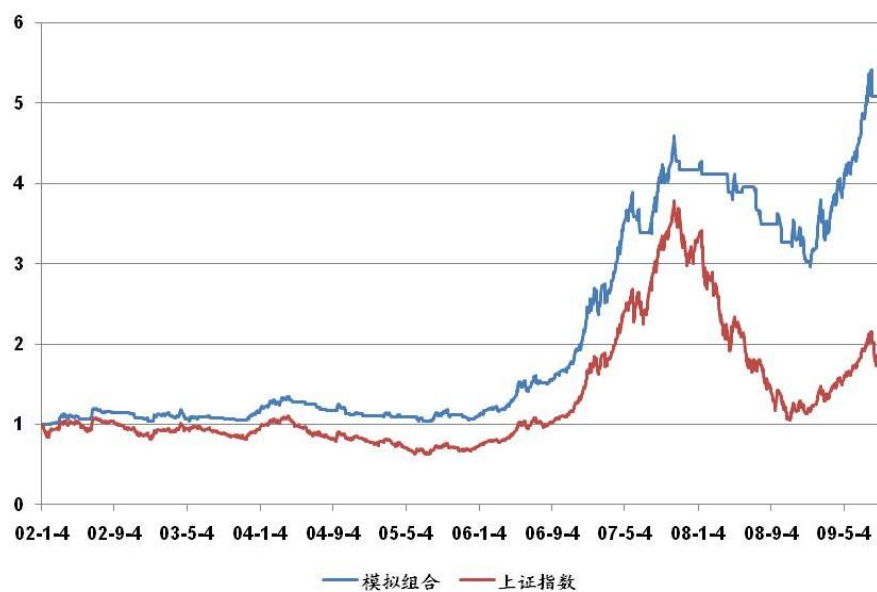
五、价值和趋势的组合

通过以上的分析, 我们发现长期的价值投资和短期的趋势投资其实都是不错的投资方式, 但是又都有各自的缺点, 能不能将两者结合在一起, 扬长避短呢?

我们想到了一句经常听到的话: 以价值投资为导向, 适度结合波段操作。这句话也许可以作为投资策略的出发点, 我们可以考虑: 每年年底确定下一年的预期收益率, 依据估值水平进行价值分析(B/P, E/P 或者 D/P 方法), 当年的涨幅小于“预期收益率”时, 更愿意承担风险, 设定更敏感的买入条件; 当年的涨幅大于“预期收益率”时, 更倾向于规避风险: 更严格的卖出条件

在这里我们模拟的时候采用的估值方法是用 B/P 估计每年的预期收益率, “更敏感的买入条件”是: 5 日均线上穿 10 日均线或者 12 日均线上穿 39 日均线。其中的 5 日和 10 日的组合是最常用的短期指标, 而 12 日和 39 日的组合是日本技术分析大师 Ichimoku 建议的较优的双均线策略。其实这种方法对于这几个参数并不敏感。结果如图 25:

图 25: 价值结合趋势投资模拟结果图



资料来源: Wind 资讯, 长江证券研究部

从模拟结果来看, 这种方式结合了两种投资方式的优点, 适当弥补了各自的缺点, 超额收益比较稳定, 又符合大部分投资机构的投资习惯, 应该是一种较好的投资方式, 并且用量化的方法也是可行的。

分析师介绍

俞文冰，同济大学数学系统计学专业本科，上海财经大学统计学研究生，曾在中海基金负责产品设计，风险控制和金融工程研究工作，目前长江证券研究所担任金融工程研究员。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386 zhangxj@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319 yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844 lijing2@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429 lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。