

情绪比较稳定，风格仍在纠结

——2011 年 1 月量化投资策略

要点:

- **市场环境:** 我们看到 12 月的 A 股市场先扬后抑再扬，使得投资者人心包括机构投资者情绪开始变得浮躁，对于趋势判断的分歧也开始日益显现。相信市场不会太差，但盈利并不好做。逻辑在于美国复苏之下，全球经济不会太差。如果仅仅依靠板块的估值、景气等因素，我延续在 12 月底周报中提出的观点，在 2 季度附近左侧布局航运股，虽然波海指数近期创下新低，但我们认为这恰恰是黎明前最黑暗的时刻，12 月北方主要港口的干散吞吐形势非常好。我们的资金强弱指标显示 4 月大盘将要变盘，我们暂且认为是牛变熊的过程。对于比较长波的市场看法，我们担忧的是货币政策的负面效应在二季度逐渐显现，美国经济走强导致国际投机资金的回流（将会呈现美元走强，工业金属高位震荡，黄金走软，日、美、欧股市走强，中国印度为首的亚洲股市震荡整理的现象）。全球范围来看，新兴市场与发达市场国家的复苏期牛市有周期性差异，而繁荣期往往走势一致。此外，对于物价，我们认为仍是隐患，春季农产增产是否能够如期？原油、铜等大宗商品价格是否会被美国需求带动等因素仍是悬在头上的剑。
- **择时建议:** 1、从 Hurst 指数来看，沪深 300 指数仍然不具有趋势。而中小板指数 Hurst 指数继续下探，预示着中小板将要延续调整。从我们 11 月中旬提出中小板 Hurst 指数出现下降、警惕中小板趋势终结的建议以来，中小板综指再也未创新高。2、我们设计的大小盘风格轮动指标，对短期趋势敏感的资金强弱指标已经指向大盘强势。3、我们的 SVM 择时模型预示 1 月仍然看多。
- **量化选股组合:** 我们的震荡市阿尔法选股策略在上个月的表现不尽如人意，单月跌幅为 2.9%，跑输沪深 300 指数 1 个点左右。不过，我们 12 月的选股组合，在月底已经有非常好的反弹表现。纵观 2010 年，我们的震荡市阿尔法选股策略（也曾叫阿尔法选股策略或防守型选股策略）在考虑 1% 的月换仓成本与未考虑调仓优化（即每月选股组合有重叠）取得了 50%+ 的业绩，跑赢沪深 300 指数 60%，跑赢中证 500 指数 20%。超额收益非常显著。对目前的时点，纵然我们认为小盘股调整态势将依旧，但市场的择股风格没有变化，在 2011 年的 1 月，我们着重推荐大盘占优的震荡市阿尔法组合。

报告日期：2011 年 1 月 05 日

分析师

宋绍峰 FRM, CIIA

☎ 010-88366060-8869

✉ songsf@cgws.com

执业证书编号：S1070210030003

相关报告

《近忧不悲，远忧不虑——2010 年 12 月量化投资策略》

2010 年 12 月 3 日

《谜底将要在混乱中揭晓——2010 年 9 月量化投资策略》

2010 年 9 月 2 日

《后市分歧毕现，量化选股成绩优良——2010 年 8 月量化投资策略》

2010 年 8 月 2 日

《撕破熊皮，且战金秋——2010 年 7 月量化投资策略》

2010 年 7 月 2 日

《小盘优势渐逝，战术性配置中盘绩优股——2010 年 5 月量化投资策略》

2010 年 5 月 4 日

《量化投资系列之六——基于 SVM 的量化择时方法》

2010 年 8 月 31 日

《量化投资系列之五——阿尔法型市场中的选股策略》

2010 年 6 月 18 日

《量化投资系列之四——大小盘风格轮动的标识》

2010 年 5 月 10 日

《量化投资系列之三——动态预期选股+股价动量反转策略》

2010 年 4 月 19 日

《量化投资系列之二——动态选股模型初探》

2010 年 2 月 11 日

《量化投资系列之一——基于估值与成长的静态选股模型》

2010 年 2 月 11 日

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1、市场环境

过去的一个月，我忙于在北京、上海、广州、深圳四地拜访机构投资者以及调研，对于市场的观察不像先前那么紧凑，因此本篇对于市场的预测或许有点简单。值得庆幸的是，过去的一个月 A 股的演绎基本与我们 12 月初的投资策略相同，至少是逻辑相同。首先，是美元指数从 82 开始下移，但下移的速度并没有太快。爱尔兰债券危机消除，欧盟经济再平衡。我们从 9 月开始强调美元指数的深层次原因在于我们预计美国先是量化宽松，继而经济反转，这一迹象被证实。从 12 月初开始，大量的关于美国经济复苏甚至进入繁荣期的报告开始出现。但我们认为美国经济增速 11 年在 2.5% 的可能性比较大，而 3% 的可能性微乎其微。美国投资的机会更可能仍处于复苏期前段，即贝塔性的投资机会，地产、垃圾债、股票都可以是投资的标的。一些滞后指标例如消费指数、失业率指数都开始好转，但我们提示复苏期仍然会比较漫长，繁荣期的投资最好是右侧交易，我们现在没有看到普通民众的情绪发生根本性好转。其次，物价的问题在 12 月的加息之下暂且告一段落。我们提示过 12 月很可能一次存款准备金率提升，一次加息。这些政策，是量化择时所无法顾及，或者说是天生的缺陷。所以我们正在发育中的量化基金，不一定非得 100% 量化，这是我们一直向机构投资者所强调的——不要过分依赖量化择时，即使我们是金工研究员！当前，农产品涨价的逻辑在消除，新一轮的经济小周期（大约 3-6 个月）将在春季出现，所幸我们的货币政策制定者已经看到这点。

下一个阶段市场的逻辑在哪里呢？我们看到 12 月的 A 股市场先扬后抑再扬，使得投资者人心包括机构投资者情绪开始变得浮躁，对于趋势判断的分歧也开始日益显现。而我却相信市场不会太差，但盈利并不好做。逻辑在于美国复苏之下，全球经济不会太差，A 股的投资逻辑不会与货币经济学主导的那一套范文完全雷同。如果仅仅依靠板块的估值、景气等因素，我延续在 12 月底周报中提出的观点，在 2 季度附近左侧布局航运股，虽然波海指数近期创下新低，但我们认为这恰恰是黎明前最黑暗的时刻，12 月北方主要港口的干散吞吐形势非常好。我们的资金强弱指标显示 4 月大盘将要变盘，我们暂且认为是牛变熊的过程。对于比较长波的市场看法，我们担忧的是货币政策的负面效应在二季度逐渐显现，美国经济走强导致国际投机资金的回流（将会呈现美元走强，工业金属高位震荡，黄金走软，日、美、欧股市走强，中国印度为首的亚洲股市震荡整理的现象）。全球范围来看，新兴市场与发达市场国家的复苏期牛市有周期性差异，而繁荣期往往走势一致。此外，对于物价，我们认为仍是隐患，春季农产增产是否能够如期？原油、铜等大宗商品价格是否会被美国需求带动等因素仍是悬在头上的剑。不必过分担心的是，政府对通胀的容忍程度提升，只要物价在未来 2 个月保持平稳，股市就问题不大。

图 1: 美国 ISM PMI 指数回升

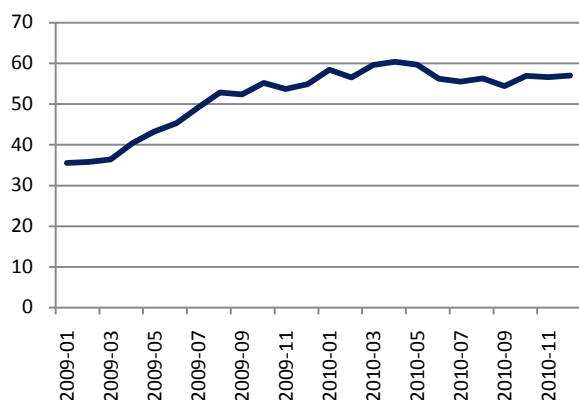
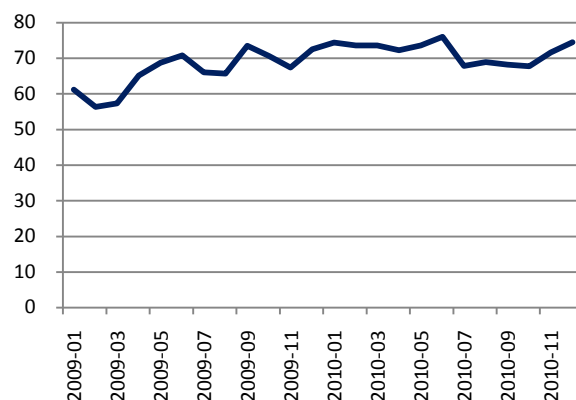
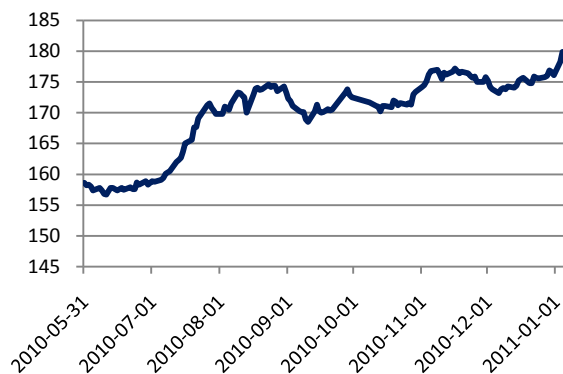


图 2: 密歇根大学消费信心指数近三月持续上升



资料来源: wind, 长城证券研究所

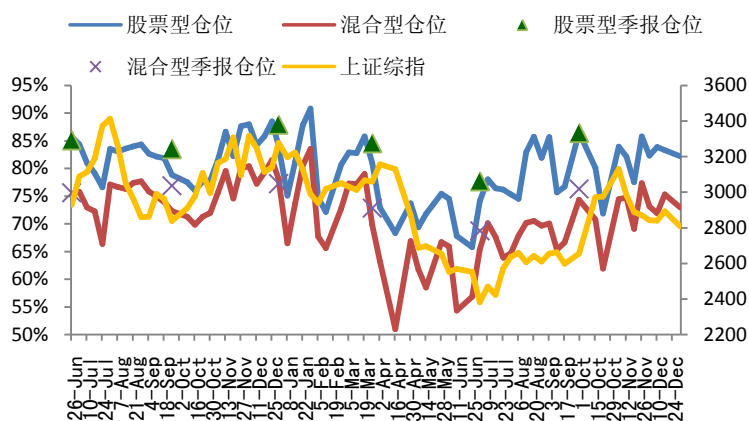
图 3: 农产价格元旦前后出现明显反弹



资料来源: wind, 长城证券研究所

基金仓位近期维持比较均衡的走势, 这个走势也反映了当前不咸不淡的市场氛围。12 月底至春节前, 出于冲规模、普分红、促营销等系列手段的开展, 基金股票仓位往往比较紧张。

图 5: 开放式基金仓位走势

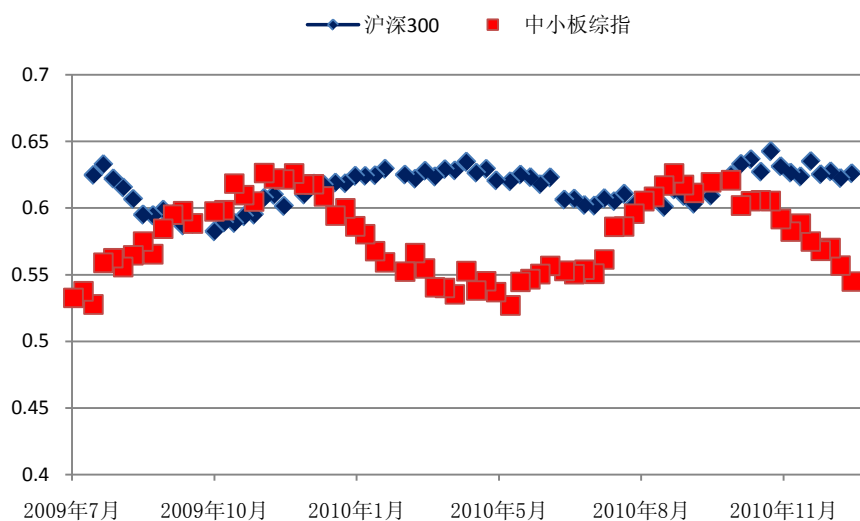


资料来源: wind, 长城证券研究所

2、择时建议

从 Hurst 指数来看, 沪深 300 指数仍然不具有趋势。而中小板指数 Hurst 指数继续下探, 预示着中小板将要延续调整。从我们 11 月中旬提出中小板 Hurst 指数出现下降、警惕中小板趋势终结的建议以来, 中小板综指再也未创新高。

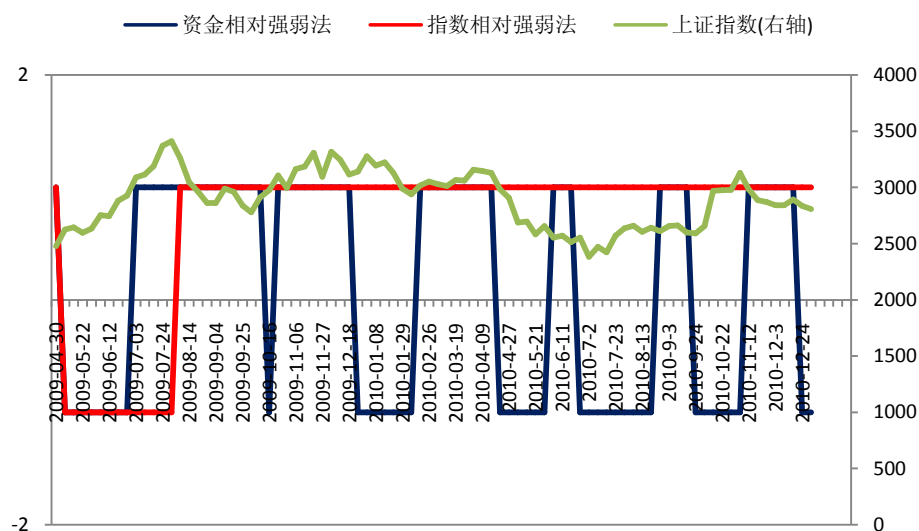
图 6: 沪深 300 和中小板综指的 Hurst 指数走势



资料来源: wind, 长城证券研究所

我们设计的大小盘风格轮动指标, 对短期趋势敏感的资金强弱指标已经指向大盘强势。

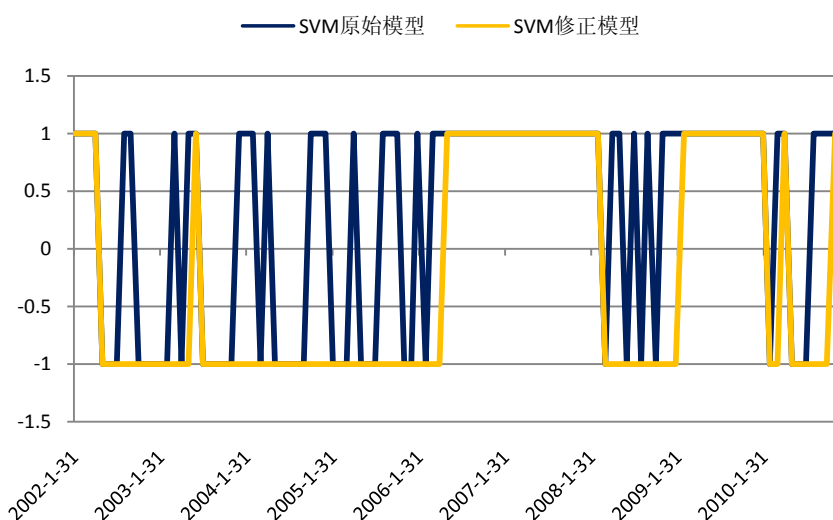
图 7: 大小盘风格轮动指标 (1 为买小盘, -1 为买大盘)



资料来源：wind，长城证券研究所

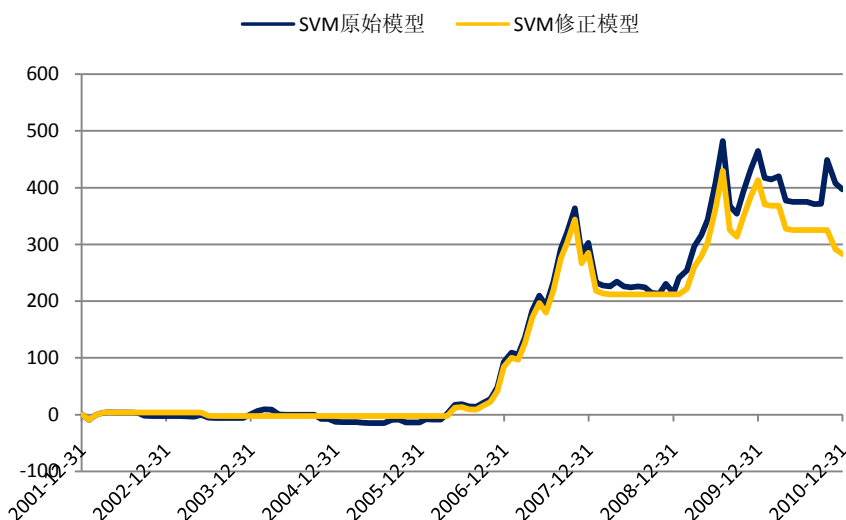
我们的 SVM 择时模型预示 1 月仍然看多。该模型在 10、11、12 月连续看多；当前预示长波趋势的 SVM 修正模型也开始看多。虽然 11、12 月我们的模型指示错误，不过 12 月跌幅并不是很大，震荡市当中，模型的预测力有所减弱，但大的方向建议应该是没有问题。另外，我们 SVM 模型在整个 2010 年预测正确率为 58.3%，预测对 7 个月。如果扣除趋势幅度不大的几个月，正确率在 70%以上，可以说模型总体正确率还是可以的。

图 8：SVM 模型择时策略的预测结果



资料来源：wind，长城证券研究所

图 9：SVM 模型择时的累积收益

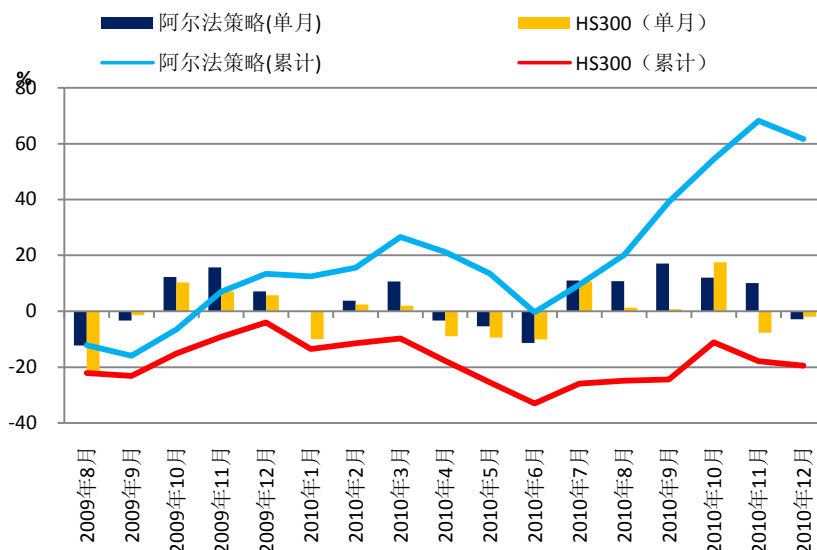


资料来源：wind，长城证券研究所

3、量化选股

我们的震荡市阿尔法选股策略在上个月的表现不尽如人意，单月跌幅为 2.9%，跑输沪深 300 指数 1 个点左右。业绩的差强人意源于我们的股票多数还是高贝塔型，而上个月尤其是下半月的调整，市场有一些脱离基本面的因素。不过，我们 12 月的选股组合，在月底已经有非常好的反弹表现。纵观 2010 年，我们的震荡市阿尔法选股策略（也曾叫阿尔法选股策略或防守型选股策略）在考虑 1% 的月换仓成本与未考虑调仓优化（即每月选股组合有重叠）取得了 50%+ 的业绩，跑赢沪深 300 指数 60%，跑赢中证 500 指数 20%。超额收益非常显著。对目前的时点，纵然我们认为小盘股调整态势将依旧，但市场的择股风格没有变化，我们着重推荐大盘占优的震荡市阿尔法组合。

图 10：震荡市阿尔法选股策略的累计收益与单月收益（单月调仓费用 1%）



资料来源：wind，长城证券研究所

表 1：震荡市阿尔法选股策略（小盘占优）1 月选股

九洲电气	辉丰股份	博深工具	山东墨龙	数字政通	康力电梯	森源电气	中科电气	齐心文具	宝利沥青
宁波 GQY	硅宝科技	澳柯玛	长城集团	上海佳豪	中元华电	天源迪科	希努尔	经纬电材	三维丝
传化股份	浔兴股份	太阳电缆	帝龙新材	智飞生物	山大华特	宝莫股份	金固股份	红日药业	天广消防

资料来源：长城证券研究所,wind

表 2：震荡市阿尔法选股策略（大盘占优）1 月选股

广电运通	鹏博士	伊利股份	中国北车	中信国安	华海药业	泰豪科技	中国南车	嘉宝集团	康美药业
长城开发	洋河股份	一致药业	万家乐	软控股份	大亚科技	海通集团	成商集团	山大华特	中远航运
浙江阳光	澳柯玛	云天化	天威保变	传化股份	鲁西化工	中国玻纤	九龙山	现代制药	赤天化

资料来源：长城证券研究所,wind

贝塔型选股策略（意为估值提升型市场下的选股策略）上个月的表现更差，单月跌幅 5.5%，业绩差的原因在于周期股内部的分化（地产走强并且板块内部分化严重，同为周期股低估值股的的钢铁走软）。在年底的时点，是该选用当年预测 PEG 还是 11 年的 PEG 呢？我们提示去年 2 月份我们所做的工作，那就是准静态选股策略其实可以获得超乎想象的超额收益。即使市场的动态预期在年底接近于真实业绩，但永远不可能等同，超预期的因素依然存在，并且体现的超额收益很大。我们并不认为在下半年就选用来年的估值指标会有什么很大的优势。

表 3：贝塔型选股策略

天宸股份	美罗药业	天奇股份	华菱钢铁	南方航空	双环科技	东方航空	创兴置业	方大炭素	华银电力
友谊股份	友利控股	方大特钢	华丽家族	广汽长丰	佛塑股份	西藏旅游	沈阳机床	海南航空	南海发展
八一钢铁	鞍钢股份	世茂股份	威华股份	高新发展	阳光城	综艺股份	三友化工	长电科技	中航精机

资料来源：长城证券研究所,wind

4、关于量化投资的思考

针对近期与机构投资者交流的情况，我们在这里罗列出一些比较普遍的问题与思考，供读者咀嚼。

Q：为什么你们给出两种或三种选股组合？这不是要让我们择时吗？

A：我们始终认为不存在一个能够持续、稳定、长期地超越市场基准的选股策略。并且前述的这三个指标，可能已经成为一个“三元悖论”。其实简单的单因子 PE 选股，如果时间足够长，预期比较准确，就能够大幅跑赢市场，但这面可能要忍受某个阶段（可能长达 1 年）的剧疼。或许在这个剧疼期，身为量化投资基金经理的你，已经被 fire 了。所以我们还是要给出几个选股组合，并且我们认为选股组合的类型越少越好，便于我们做出判断。对于市场的风格，我们认为一旦形成长期趋势后便很可能是长达 1 年以上的长波，在这个长波中，即使每个月市场风格发生小的变动，例如从震荡型变为单边型，但长波的状态还是有的。我们可以忍受 1、2 个月犯错误，但不能对长波把握错误。

Q：为什么对于市场状态的识别有时采用主动分析的办法？这能叫量化基金吗？

A：有些数量出身的投资者对于量化投资确实非常热情，也让我们高兴。但我们不认为一个 100%量化的基金就是好基金，就有好业绩。做过量化择时的人都明白，对于月或者周的择时，正确率是很难稳定提升到 70%以上的，尤其在震荡市，择时往往更难。这时候量化择时未必比主动择时来的准。既然是做资产管理，业绩的持续稳定和增长更为重要，细节上不必死抠，哪个零件好用就用哪个。但量化程度低于 50%，或者干脆用简单指标选出一个大股票池子其实又恢复到主动性投资的基金，也不该称为量化基金了。

Q: 基本面选股还是技术面选股好?

A: 什么选股方式, 什么择时方法, 关键还是要看业绩。我们钦佩现有些卖方机构开始尝试做一些基于技术面选股的模型, 但个人评价未必实用。原因在于 α 太低, 模型过于复杂, 更重要的是这种比较高频的选股组合缺乏对冲和收益放大的工具。这样如果模型的参数太多, 就成为一种先验错误(如何事先确定参数?), 并且过于复杂会不好修改, 不能被量化组的同事以及基金经理理解就不易提高和修正。如果未来我们在衍生品工具上能有更多的选择, 我宁愿偏重于这方面基金的研究, 但目前来看, 还是路走的实际点为好。技术面选股的天生敌人就是超额收益无法做的很高, 但对于基本面失效的市场(例如 08 年)有时会特别有效。

Q: 怎么看冲击成本? 怎么看模拟基金的业绩?

A: 不必对冲击成本看得太过。要对组合的总流通市值、总日内平均交易量有一个估算, 人工下单的方式针对股票支数少的时候会有奇效, 但如果买入组合数量超过 50 支, 可能用机械下单的方式好一些。对于纯粹的阿尔法基金, 要把 long only 下的模拟基金业绩打一个 6-7 折的折扣, 原因包括仓位限制, 冲击成本以及股指期货的保证金存余。

Q: 股指期货的研究方向怎么看?

A: 期现套利收益太低, 而成本不小, 日后可能将逐渐淡出。收益丰厚的跨期套利会是研究的重点, 还有投机。关键在于波动的预测方法和统计的稳定性, 股指期货的新模型还是有很大挖掘潜力的。

研究员介绍:

宋绍峰: 07年毕业于清华大学热能工程系, 获工学硕士学位, 持有FRM、CIIA等资格, 通过CFA 3级考试, 研究范围横跨数量化投资与个股研究。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

韩 骁: 从业资格证书编号: S0080108081160, 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编：100044

传真：86-10-88366650

网址：<http://www.cgws.com>