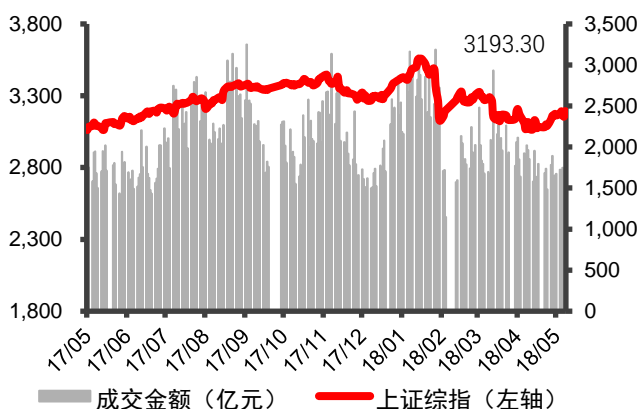


2018年5月21日

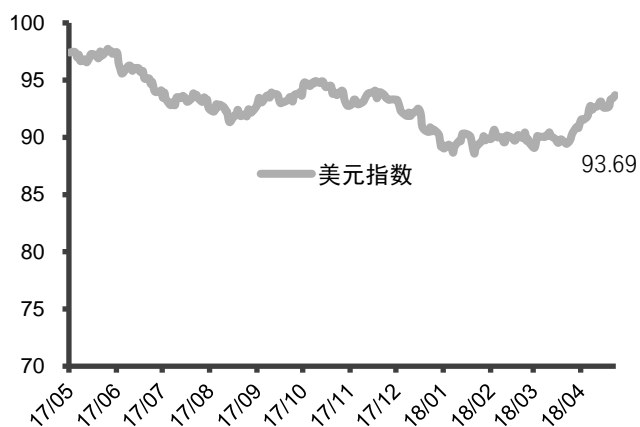
2018年第20期（总第694期）

基金视窗

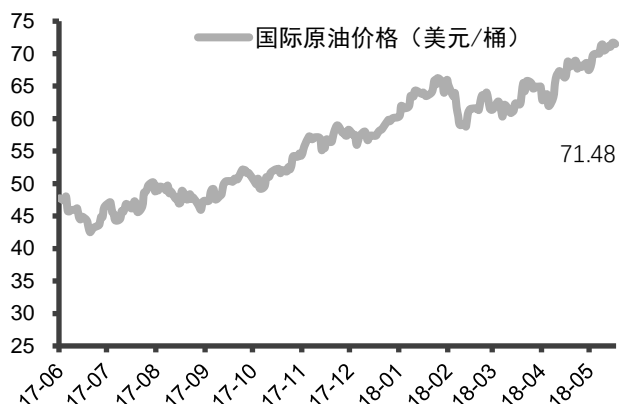
上证综合指数近一年走势图



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，截止日期：2018年5月18日

基金经理论市：

中美贸易战告一段落，A股国际化加速推进

上周A股市场主要指数整体上涨。上证综指、深证成指与创业板指分别收涨0.95%、0.36%与0.11%，日均成交金额仍处于较低位，反映出市场整体情绪仍然不高。行业方面，石油化工、食品饮料和农林牧渔列涨幅前三，而钢铁、电力设备和计算机跌幅居前。

上周布伦特原油盘中突破80美元，创2014年11月下旬以来新高，继续成为今年表现最好的大宗商品。在美国页岩油增产、新能源革命等长期的利空压制下，原油价格仍能如此持续快速的上涨，超出市场大多数人的预期。由此带来的对宏观经济以及各行业的影响，也需要给予足够重视。周末中美贸易谈判取得了阶段性进展，中方将加大对美能源和农产品的进口来平衡中美贸易。贸易战短期告一段落，高效建设性解决贸易摩擦，有利于两国经济长远发展和人民福祉，双方都需要公平竞争营商环境及和平的经济发展环境。

市场方面，虽然市场成交量相对低迷，但是A股国际化进程却在加速推进。除A股首批纳入MSCI指数体系的234只股票名单已确定外，我们还看到了日本2000亿RQFII额度获批，以及瑞银、野村等国际券商申请外资控股国内证券公司。可以说，A股国际化进程方兴未艾，对外开放有望继续深化。研究韩国、台湾等股票市场加入MSCI后的变化可以发现，国际化将会对市场的价值体系、交易结构和估值等方面产生较为深远的影响。

专栏：量化投资如何应对 A 股入摩

上周 MSCI 公布了新兴市场指数的成分股名单，其中有 234 只 A 股被纳入到 MSCI 指数中，也就是说，初步流入 A 股的价值数百亿人民币的国际资金将主要配置在这 234 只股票中。那么这 234 只股票在超过 3000 只的 A 股市场中到底呈现出什么特征呢？首先从行业分布上来看，MSCI 公布的成分股可能比沪深 300 指数还要集中，因为银行、非银金融的累计市值就超过了 40%，此外地产、消费和科技板块的行业龙头也纷纷入选，市值均在百亿以上。其次，MSCI 对公司盈利能力和估值水平的要求较高，最简单的例子就是整体估值水平偏高、炒作气氛更浓的创业板股票竟然无一入选。总体来看，MSCI 入选的 A 股公司呈现“大而优”的特点。

不过早在 A 股确定入摩的 2017 年，市场就开启了一轮对“大而优”股票的修复性行情，贵州茅台、格力电器等质地优秀的股票迎来了结构性牛市。要知道市场超过 50% 的市值集中在不到 5% 的股票中，因此在“大而优”股票持续上涨的同时，市场上数量更大的、更具成长属性的中小市值股票是难以获得资金关注的，这就对充分强调分散化投资的量化策略十分不利。试想在 MSCI 引导下，如果市场依旧更为青睐公司的已实现价值，那么对量化投资的影响将很有可能持续下去，所以短期来看量化投资的逻辑可能需要进一步改善。

其实大多数量化模型是具备自我改善的能力的，只是在十分有限的历史样本中，模型可能更为认可的是更偏长期的投资逻辑，也就自然不容易受到市场短期波动的影响，进而在投资风格或是主题上反复错配。而略显迟钝的调整逻辑也就恰好导致了此类模型在风格迅速切换的市场中不容易达到预期。因此我们对模型的一个简单调整思路就是让模型更加重视短期数据对预测结果的影响，以便能更快适应市场。

另外，以往量化实践或存在对基本面信息的重视程度不足。当然，一方面在于在过去相当长的一段时间里，价格类因子解释了绝大部分的超额收益来源，进而掩盖了基本面因子的解释力度；另一方面则可能在于基本面因子的线性特征不够明显，即分组测试的单调性较差，也就让模型进一步低估了基本面因子的选股能力。因此可以考虑在未来的模型构建中适当改进基本面因子的计算方法，或者引入非线性模型来应对基本面因子的非线性特征。

不过我们相信，随着未来样本空间的逐步扩大，以及金融数据的不断积累，量化投资的验证集也会越来越大，这样也将更有利于我们去寻找能够更大概率战胜市场的模型，因为对量化投资而言，每一次风险的集中释放都不会是简单的过去式，而是会永久保存在历史样本中，作为测试集供未来的模型检验。

（本文作者：摩根士丹利华鑫基金数量化投资部 王联欣）

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、分析仅代表作者个人意见，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.msfnfunds.com.cn