

2017年08月31日

銷售部 - 投資策略

## 金融工程點評

### 基金半年報點評

近期基金半年報陸續披露完畢，通過分析各基金管理公司旗下主動股混基金的持股情況，我們得到以下結論：

一、從配股板塊來看，截至2017年6月30日，主動股混基金在主機板的持股總市值佔比約為62.52%，較16年末提升7.55%，這也是自14年以來，主機板的配置比例首次超過60%。另一方面，中小創板塊持續遇冷，機構對於創業板的參與力度呈現長期下降趨勢。

二、從重倉股來看，基金公司前10大重倉股票分別是中國平安、格力電器、五糧液、貴州茅臺、美的集團、招商銀行、伊利股份、中國太保、瀘州老窖和大華股份。行業上，這些股票多數為食品飲料（以白酒為主）、家電等消費品種，還有一些來自於金融等傳統大市值板塊，個股上也偏好選擇各行業的龍頭企業，2017年，投資者的目光依然聚焦在估值較低和有真實業績支撐的品種上。

三、從重倉行業來看，醫藥和電子元器件依舊排在全市場第一和第二，而由於遭遇到較大比例的減持，原本排名靠前的基礎化工、機械和電腦跌出前五，而食品飲料、銀行和家電由於獲機構較多增持，行業機構持股佔比分別排在全市場的第3到第5名。

四、從基金公司維度來看，2017年2季度權益資產規模排名前20的基金公司中有14家的前三大重倉行業中出現醫藥，並且有8家基金公司的醫藥是第一大重倉板塊。此外，電子元器件等行業也同樣受到了這些公司的追捧。

最後，2017年上半年權益類各類型基金的總換手率為142.07%，其中，靈活策略混合型基金的換手率最低，僅有127.62%，而靈活混合型基金換手率最高，達到171.61%。整體上，17年上半年權益類各類型基金的換手率較16年同期呈現下降趨勢。

風險提示：本報告的內容為對2017年基金半年報的客觀分析，不構成基金產品的投資建議。

### 【金融工程專題報告】大類資產配置及模型研究（五）——Black-Litterman模型的直觀理解

過往的文獻和報告多集中論述BL模型的數學推導、組合構建和實際應用，卻對其直觀涵義著墨甚少。因而使得很多人對BL模型產生了一定的誤解，認為它只不過是又一個數學遊戲，並不具備很強的實踐意義。但事實上，和其完備、優美的理論相比，BL模型背後蘊含的思想和它想要解決的問題才是核心與關鍵。本文

就將以此為重點，在不涉及任何數學公式的基礎上，僅通過一些簡單的例子進行演示和說明，以期幫助投資者更加合理地運用 BL 模型。

均值-方差模型的結果常常會嚴重偏離投資者的預期。在一個包含了美國、香港、中國、英國、法國、德國和日本，這 7 個國家和地區的股票指數的配置案例中，投資者認為，未來中國市場的收益率將比亞洲其他國家和地區高 5%。因而，他只想改變這三個市場的投資比例。但在使用均值-方差模型後，與觀點無關的其他市場的權重都發生了巨大的變化。

在沒有任何約束的條件下，BL 模型只改變那些和投資者觀點有關的資產的權重。對上述案例運用 BL 模型後，可以發現，中國市場的權重相比初始值顯著增加，香港和日本市場的權重減小，美、英、法、德四國的權重不變。顯然，這樣的結果更符合投資者想要通過加入主觀觀點達成的目標。

投資者對某項資產的觀點越正面，BL 模型對初始權重的提升就越多。如果投資者所持的觀點比原先更為樂觀，比如，把德國市場的收益率優於美國市場的幅度從 3% 上調至 4%，那麼在 BL 模型下，德國市場的配置權重將會進一步上升。與此同時，美國市場的權重則繼續下降。

投資者對觀點越缺乏信心，BL 模型對初始權重的改變越小。BL 模型另一個吸引人的特質是，投資者可以對市場觀點設定信心水準。當投資者對原來的觀點不那麼自信時，權重的變化幅度將變小。假設投資者對“中國市場收益率優於亞洲其他國家或地區 5%”這一觀點的信心水準從 100% 降到 50%，那麼與 100% 信心水準下的權重相比，中國市場權重有所下降，香港和日本市場權重則出現上升，即相對於初始權重的改變幅度變小。

風險提示：模型誤設風險、收益預測模型失效風險。

## 免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團—海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及/或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具(如有)持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。