

2018年5月15日

銷售部 - 投資策略

金融工程

基於因子剝離的FOF 擇基邏輯系列十 ——基金市場擇時與風格擇時能力探究（上）

基金的Alpha從何而來？Alpha特指基金管理人的投資管理能力，其兩個重要的源泉分別為：選股能力和擇時能力。選股能力，指基金管理人在眾多股票中選擇出獨立於市場走勢的具備超額收益的股票的能力。而擇時能力，指的是基金管理人控制基金的Beta的能力。優秀的擇時能力體現為：在市場上漲的過程中，主動提高基金的Beta；在市場下跌的過程中，及時降低基金的Beta。

如何判定基金的擇時能力？我們介紹了參數分析法下的兩大經典模型——TM與HM模型，分別通過引入二次項與虛擬項以刻畫基金的擇時能力。進一步地，我們在經典的模型上進行了進一步加工，從傳統的市場擇時拓展到市值因子與價值因子的風格擇時。

國內基金的市場擇時與風格擇時能力是否存在？從實證分析結果來看，當前的確存在具備顯著的市場擇時能力的基金，在14年至今的較長的時間窗口中該類基金佔比15%-20%左右。然而基金的市場擇時能力受到市場環境的顯著影響，在不同的時段中具備市場擇時能力的基金比例有明顯的大幅波動而並非持續穩定。相反，當前存在顯著的風格擇時能力的基金比例極少，僅約5%，且在不同時間段中均保持著極低的比例。

基金經理的擇時能力在跨期之間是否穩定持續？從跨期的穩定性分析上來看，基金的市場擇時能力在跨期之間存在一定的穩定性，可以用作FOF跨期投資中的參考。然而，具備風格擇時能力的基金在跨期之間並不具備穩定性，即當期表現為具有風格擇時能力的基金在下一期並非能持續保持這一能力。

經典模型的分析結果顯示，對基金而言，無論實現市場擇時還是風格擇時都非常困難，只有少部分基金被認為存在擇時能力，且這些基金的數量在不同的市場環境中存在大幅波動，受到市場環境的影響。相對而言，市場擇時比風格擇時較為容易一些，且在跨期之間呈現出一定的穩定性。而風格擇時無論是數量還是跨期穩定性均表現不佳，對FOF投資尚且缺乏顯著的意義。

風險提示：市場系統性風險、政策變動風險、模型誤設風險。

行業研究

有色金屬：細說三大新能源品種：鈷、鋰和鎳

6月12日新能源汽車補貼新政正式執行，預計倒逼車企進一步推廣高續航里程車型，反應在原材料端是需求增加。我們預計下半年需求會隨高續航里程車型增加而增加，需求排序：鈷、鋰和鎳。

鈷：高鎳電池是趨勢，但尚需時間產業化。因此，我們認為中期鈷供需結構仍舊優質，預計鈷價進一步反彈。此外，由於鈷價高企，板塊盈利釋放，估值下降：建議關注洛陽鉬業、華友鈷業、寒銳鈷業和盛屯礦業。

鋰：龍頭是贛鋒鋰業和天齊鋰業，而鹽湖板塊和國內鋰礦企業也值得關注，因為一旦量產，對於相應個股盈利是“從0到1”過程。

鎳：高鎳是趨勢。當前鎳處於左側投資，但對應個股估值低，安全邊際高：建議關注恒順眾昇。隨著新能源高鎳產業化，鎳有望成為下一個上漲潛力品種。

風險提示：供給側結構性改革、下游需求低於預期。

合規提示：根據公司2018年一季報披露，海通證券自營（約定購回式證券交易專用證券賬戶）持有【600711 盛屯礦業】超過總股本1%。

食品：關注價值主線

過去兩周食品飲料板塊漲幅居前，上周，啤酒板塊漲跌幅為9.32%，白酒板塊漲跌幅為7.54%，調味發酵品板塊漲跌幅為6.21%。高端白酒、啤酒、乳製品及調味品長期價值受市場認可。我們認為高端白酒、啤酒、乳製品三個子行業依然值得重點關注。

風險提示：經濟增速大幅下滑；食品安全問題。

傳媒：版權付費趨勢不變，個股推薦低估值

上周傳媒板塊反彈符合預期，但是前期關注度較高的個股反彈乏力，而市場關注較少的個股反彈力度較大，這反映市場參與傳媒板塊更多的是從倉位、跌幅、趨勢等博弈角度入手。我們要強調版權付費等是已經在發生的趨勢，關注捷成股份、視覺中國、掌閱科技等版權類公司。近期流量變現又引起市場較大關注，我們建議關注有客戶粘性的平臺型公司如快樂購、光線傳媒。關注教育改革引起的機會，如百洋股份、立思辰等。

風險提示。減持解禁風險、商譽減值風險、個股業績增速不及預期風險等。

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，僱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、董事及僱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。