



证券研究报告 Research Report

2016年5月6日

宏观策略特刊

看图说话 一个模型告诉你价值投资在过去20年里有什么用



陈嘉禾 首席策略分析师

编号: S1500510120010

电话: +86 21 61678592

邮箱: chenjiahe@cindasc.com

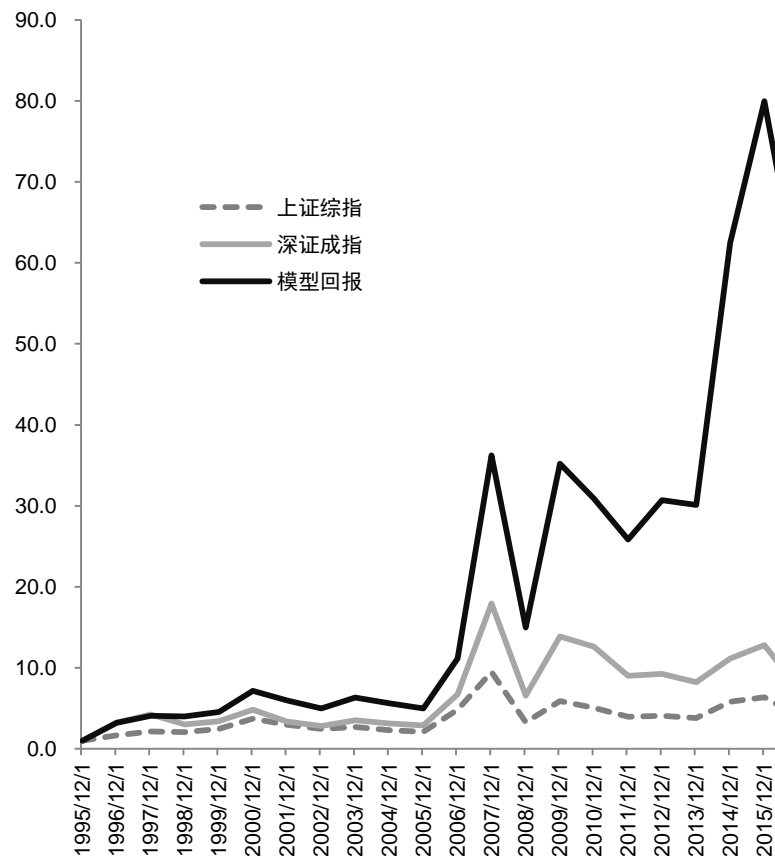
地址: 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼 (100031)



一个模型告诉你价值投资在过去20年里有什么用

- “价值投资真的有效吗？你看周围几个人靠价值投资赚钱了？”
“沃伦·巴菲特那套听起来很好，但是不适合中国！”“中国市场有特殊国情，价值投资用处或许有一点，但是肯定赶不上其它交易策略。”这样的理论，我们在过去听到了多少？
- 这些理论听起来好像有道理，毕竟中国是有国情的嘛，毕竟舶来品很多不适用嘛，毕竟我们的投资者很多时候是“很聪明”的，自己是能开发出比巴菲特老人家更好的策略的嘛。但是很不幸，持有以上观点的人，大部分其实并不理解真正的价值投资。
- 不过，各种理论的思辨似乎已经做得足够多了，到底哪种理论好，价值投资到底有没有用，这里就让我们来看一个量化模型的演算结果。
- 这个模型的思路非常简单，在A股所有股票中，抛去净资产和净利润为负值的股票，然后计算每个股票在某个时点（T日）的PE和PB值，并分别给这两个估值一个排名。之后，把两个排名加在一起除以二，就得到这个股票的综合排名。
- 之后，持有排名最便宜的X只股票一段时间到T+N日，然后再重新按T+N日进行排序，再持有最便宜的X只股票，如此往复。N和X可以等于任何数字，比如常用的N常数有1年、1个月等等，常用的X常数有30、40、50等等。
- 如果我们以N=1年、X=35只股票进行测算，从1996年1月1日开始到现在（2016年5月5日），会得到怎样的结果呢？利用Wind资讯提供的原始数据测算，在这段时间里，上证综合指数涨到原来的5.4倍，深证成分指数变为原来的10.6倍，而这个模型得到的理论净值，是原来的70.7倍。
- 在这总计21年中，模型对于两个指数平均值得到超额回报的有16年，占比76.2%，而21年的超额回报的年平均值达到17.1%，中值则达到8.7%。结果令人叹为观止。

模型理论回报和指数对比图示：年度数据1996 - 2016年



Source: Wind, 信达证券研究开发中心

模型的限制因素分析：不利因素（4点）与有利因素（3点）

模型理论回报和指数对比数据列示：年度数据1996 - 2016年

	回报率				假设净值		
	上证综指	深证成指	模型回报	模型-两指数平均	上证综指	深证成指	模型回报
1995/12/31					1.00	1.00	1.00
1996/12/31	65.1%	225.7%	221.7%	76.2%	1.65	3.26	3.22
1997/12/31	30.2%	30.1%	26.4%	-3.7%	2.15	4.24	4.07
1998/12/31	-4.0%	-29.5%	-1.9%	14.9%	2.07	2.99	3.99
1999/12/31	19.2%	14.3%	14.2%	-2.5%	2.46	3.41	4.56
2000/12/31	51.7%	41.0%	57.1%	10.7%	3.73	4.81	7.16
2001/12/31	-20.6%	-30.0%	-16.6%	8.7%	2.96	3.37	5.97
2002/12/31	-17.5%	-17.0%	-16.8%	0.5%	2.44	2.79	4.97
2003/12/31	10.3%	26.1%	27.4%	9.2%	2.70	3.52	6.33
2004/12/31	-15.4%	-11.8%	-11.1%	2.6%	2.28	3.11	5.63
2005/12/31	-8.3%	-6.6%	-11.3%	-3.9%	2.09	2.90	4.99
2006/12/31	130.4%	132.1%	123.4%	-7.9%	4.82	6.73	11.15
2007/12/31	96.7%	166.3%	224.8%	93.4%	9.48	17.92	36.23
2008/12/31	-65.4%	-63.4%	-58.7%	5.7%	3.28	6.57	14.96
2009/12/31	80.0%	111.2%	135.3%	39.7%	5.90	13.87	35.21
2010/12/31	-14.3%	-9.1%	-12.2%	-0.6%	5.06	12.61	30.90
2011/12/31	-21.7%	-28.4%	-16.4%	8.7%	3.96	9.03	25.83
2012/12/31	3.2%	2.2%	18.8%	16.1%	4.09	9.23	30.69
2013/12/31	-6.7%	-10.9%	-1.9%	7.0%	3.81	8.22	30.12
2014/12/31	52.9%	35.6%	107.4%	63.2%	5.83	11.15	62.48
2015/12/31	9.4%	15.0%	28.0%	15.8%	6.37	12.82	79.98
2016/5/5	-15.3%	-17.3%	-11.6%	4.6%	5.40	10.60	70.67
平均值	17.1%	27.4%	39.3%	17.1%			

附：超额回报分析

超额回报为正的次数	16
超额回报为负的次数	5
取得超额回报的概率	76.2%
超额回报均值	17.1%
超额回报中值	8.7%

Source: Wind, 信达证券研究开发中心

- 而如果我们取N=1个月，在2013年初到现在的模型回报率，则达到149%，同期上证综合指数的回报是32%，深证成分指数的回报是15%。在总计41个月中，取得当月超额回报的有29个月，占比70.7%，月均超额回报率1.8%。
- 当然，这个粗糙的模型有一些限制因素，具体包括：没有考虑交易手续费和交易点差；可能有一部分收益来自每个阶段把每个股票仓位调整到一致所带来的等权重策略回报；没有考虑比较基准指数不包含股息回报、而股票复权价格本身包含股息回报的差额，没有考虑停牌问题可能带来的交易差距；Wind提供的当时的净利润和净资产的数据可能有所偏差、比如年底的时点数可能在当时有一部分并未公布（比如前溯12个月净利润就有可能有1/4得靠主观推断），等等。
- 但是，这个模型在以上的测算中，也没有包含一些在实际价值投资中，可能可以采取的有利因素，具体包括：完全没有择时，即使在2007年大泡沫的顶点也没有；没有考虑在T日到T+N日中可能出现的一些更有利的交易机会；没有加入有经验的企业分析师对不同企业长期发展能力和资产质量的主观判断因素，等等。
- 不管怎么样，这个模型在利用PE和PB两个因素叠加进行选股以后（实际上如果PE和PB都占优，这家企业的ROE也不会差到哪里去），取得了惊人的优异回报，也证明价值投资在A股是有效、甚至是十分有效的。
- 不过，话说回来，巴菲特的例子已经足够好了，这样一个模型，只不过在他老人家的证据上面，再添加一点重量而已。退一步说，如果全球股神的话都不足以让人们信服价值投资的魅力，这样一个机械化的模型所取得的检测结果，又能有多少作用呢？

2013 - 2016年取得的回报：按月度数据计算

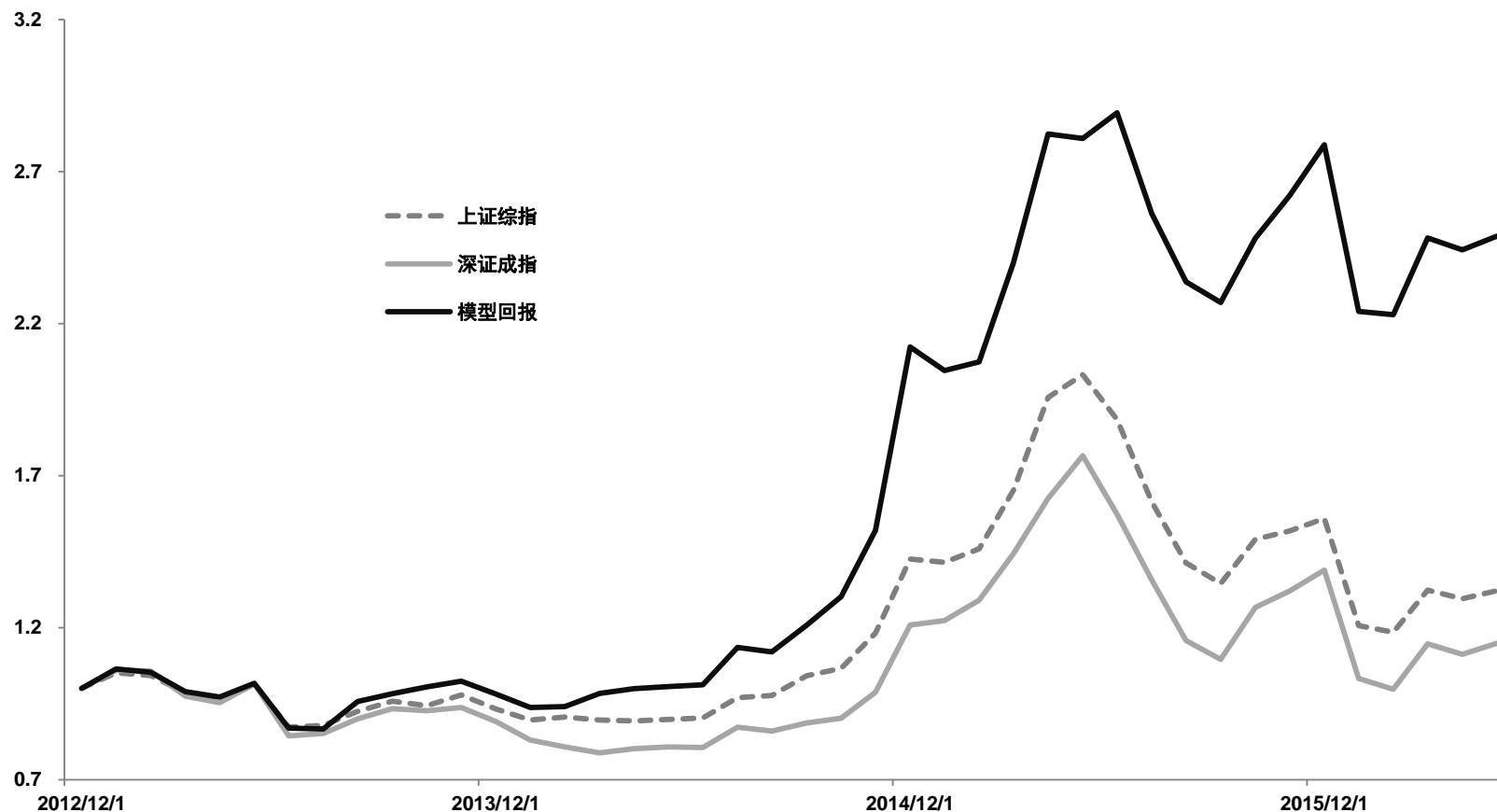
模型理论回报和指数对比数据列示：月度数据2013 - 2016年

	回报率				假设净值				回报率				假设净值		
	上证综指	深证成指	模型回报	模型-两 指数平均	上证综指	深证成指	模型回报		上证综指	深证成指	模型回报	模型-两 指数平均	上证综指	深证成指	模型回报
2012/12/31					1.00	1.00	1.00	2015/1/30	-0.8%	1.2%	-3.7%	-3.9%	1.41	1.22	2.05
2013/1/31	5.1%	6.0%	6.4%	0.8%	1.05	1.06	1.06	2015/2/28	3.1%	5.4%	1.4%	-2.9%	1.46	1.29	2.07
2013/2/28	-0.8%	-0.3%	-1.0%	-0.5%	1.04	1.06	1.05	2015/3/31	13.2%	11.9%	15.7%	3.2%	1.65	1.44	2.40
2013/3/31	-5.5%	-7.8%	-6.0%	0.6%	0.99	0.98	0.99	2015/4/30	18.5%	12.6%	17.6%	2.1%	1.96	1.63	2.82
2013/4/30	-2.6%	-2.2%	-1.9%	0.6%	0.96	0.95	0.97	2015/5/31	3.8%	8.6%	-0.5%	-6.7%	2.03	1.77	2.81
2013/5/31	5.6%	6.5%	4.7%	-1.4%	1.01	1.02	1.02	2015/6/30	-7.3%	-10.9%	3.0%	12.1%	1.88	1.57	2.89
2013/6/30	-14.0%	-16.9%	-14.5%	0.9%	0.87	0.84	0.87	2015/7/31	-14.3%	-13.7%	-11.4%	2.6%	1.61	1.36	2.56
2013/7/31	0.7%	0.9%	-0.4%	-1.2%	0.88	0.85	0.87	2015/8/31	-12.5%	-14.7%	-8.8%	4.9%	1.41	1.16	2.34
2013/8/31	5.2%	5.6%	10.5%	5.0%	0.92	0.90	0.96	2015/9/30	-4.8%	-5.3%	-2.9%	2.1%	1.35	1.10	2.27
2013/9/30	3.6%	3.8%	2.7%	-1.0%	0.96	0.93	0.98	2015/10/31	10.8%	15.6%	9.3%	-3.9%	1.49	1.27	2.48
2013/10/31	-1.5%	-0.8%	2.3%	3.5%	0.94	0.93	1.01	2015/11/30	1.9%	4.3%	5.7%	2.6%	1.52	1.32	2.62
2013/11/30	3.7%	1.2%	1.9%	-0.6%	0.98	0.94	1.02	2015/12/31	2.7%	5.2%	6.4%	2.4%	1.56	1.39	2.79
2013/12/31	-4.7%	-4.9%	-4.2%	0.6%	0.93	0.89	0.98	2016/1/31	-22.6%	-25.6%	-19.6%	4.5%	1.21	1.03	2.24
2014/1/31	-3.9%	-6.8%	-4.5%	0.8%	0.90	0.83	0.94	2016/2/29	-1.8%	-3.4%	-0.5%	2.1%	1.18	1.00	2.23
2014/2/28	1.1%	-2.7%	0.3%	1.1%	0.91	0.81	0.94	2016/3/31	11.8%	14.9%	11.3%	-2.1%	1.32	1.15	2.48
2014/3/31	-1.1%	-2.4%	4.6%	6.4%	0.90	0.79	0.98	2016/4/30	-2.2%	-3.0%	-1.6%	1.0%	1.29	1.11	2.44
2014/4/30	-0.3%	1.7%	1.6%	0.9%	0.89	0.80	1.00	2016/5/5	2.0%	3.3%	1.8%	-0.8%	1.32	1.15	2.49
2014/5/31	0.6%	0.7%	0.7%	0.0%	0.90	0.81	1.01	平均值	1.7%	1.0%	3.6%	2.3%			
2014/6/30	0.4%	-0.3%	0.5%	0.4%	0.90	0.81	1.01	附：超额回报分析							
2014/7/31	7.5%	8.4%	12.2%	4.3%	0.97	0.87	1.14								
2014/8/31	0.7%	-1.4%	-1.3%	-0.9%	0.98	0.86	1.12								
2014/9/30	6.6%	3.0%	7.8%	3.0%	1.04	0.89	1.21								
2014/10/31	2.4%	1.8%	7.8%	5.7%	1.07	0.90	1.30								
2014/11/30	10.9%	9.4%	16.8%	6.6%	1.18	0.99	1.52								
2014/12/31	20.6%	22.4%	39.7%	18.2%	1.43	1.21	2.12								

Source: Wind, 信达证券研究开发中心

2013 - 2016年取得的回报：按月度数据计算

模型理论回报和指数对比图示：月度数据2013 - 2016年



Source: Wind, 信达证券研究开发中心

自古以来，谋略纷繁。然精要者不过数语，定世者不过数策。至于为政多端而无方，布令纷繁而致败，如此事例，举不胜举。

故纵观青史，有当锦行而霸王怨天，有不忍叛而韩信束手。文若争两峙而袁绍灰飞，卧龙话三分而天下鼎足。杀翟让而李密失军，克玄武而太宗定国。后蒙元一策而朱明复汉，好圣孙三字而康乾盛世。

如此种种，运筹帷幄，纵横四海。思略不过数谋，言语不逾一盞，文字不满一纸。然后成者王侯，败者贼寇。春秋之下，岂说偶然。典籍之论，皆谓应当。

谋臣之业，始自周公，及于后世，乃有鬼谷、孙武、范蠡、张良、郭嘉、荀彧、房玄龄、刘伯温等，人才辈出。延至今日，余音绕梁，自庙堂流于市井，窃乃有分析师之职。昔时谋略付之以兵甲车马，得失以生死王贼。今日谋略付之以钱货资产，得失以涨跌贫富。

故分析师，其职不可谓不重，其行不可以不慎。然观今日研究，青春作赋则多，一人定国则寡。言语既烦，人心为乱。良谋既寡，账户为虚。

我信达研究团队，虽无料事如神之奇，尚有观己如洞之能。既知任笔千言不能常中，何不勤呈百图以启达观。是以作《看图说话》特刊，以图表之实，替言语之虚。以广袤之数据，代呻吟之辞藻。以往世之事，为来者之鉴。以期多闻阙疑，多见阙殆，直书史事，有所广益。

研究团队简介

陈嘉禾：首席策略分析师。

2005年本科以一等荣誉毕业于英国赫尔大学经济系，2006年研究生毕业于英国牛津大学历史系。

同年加入平安资产管理公司任固定收益研究员，2008年加入信达证券并购重组部任高级经理，2009年起任信达证券研发中心策略分析师，2012年起任首席国际市场分析师，2014年起任首席策略分析师，2015年起任首席策略分析师、执行总监、研究开发中心管理委员会委员，直接管理股票策略、固定收益、国际市场方面研究，并分管金融、地产行业研究。

同时，自2010年起兼任中央电视台英语频道财经评论员、证券时报专栏作者、中国证券报、证券市场周刊特邀作者，自2012年起至兼任CNBC特邀嘉宾，自2013年起兼任Channel News Asia特邀嘉宾，自2014年起兼任第一财经特邀嘉宾，并长期接受国际媒体采访，包括路透社、美联社、法新社、彭博社、埃菲通讯社、英国经济学人杂志、澳洲金融评论、印度经济时报、联合早报、文汇报等。

谷永涛：策略分析师。

2011年毕业于北京大学物理学院，理学硕士，同年加入信达证券研究开发中心，任金融工程研究员，主要负责股票量化策略以及股指期货对冲产品的研究开发。

2013年起开始研究国际市场、及与A股市场的比较。2014年6月加入宏观策略组，任策略分析师，负责股票策略、国际市场方面研究。自2015年起兼任新华社中国金融台财经评论员、证券时报特邀作者。

胡佳妮：策略分析师。

2012年毕业于中国人民大学，金融学硕士，同年7月加入信达证券研发中心策略组，负责股票市场和流动性策略研究，2014年6月起负责资产配置和债券市场研究。

王晶晶：研究助理。

2014年研究生毕业于英国埃克塞特大学金融数学专业，2012年本科毕业于武汉大学金融工程专业。2015年3月加入信达证券研究开发中心，负责宏观策略、固定收益、国际市场的研究支持。

关于我们的更多策略研究思路，请关注以下公众号



机构销售联系人

华北

袁泉：010-63081270 13671072405 yuanq@cindasc.com

张华：010-63081254 13691304086 zhanghuac@cindasc.com

饶婷婷：010-63081479 18211184073 raotingting@cindasc.com

何欢：010-63081150 18610718799 hehuan@cindasc.com

巩婷婷：010-63081128 13811821399 gongtingting@cindasc.com

华东

文襄琳：021-63570071 13681810356 wenxianglin@cindasc.com

王莉本：021-61678592 18121125183 wangliben@cindasc.com

华南

刘晟：0755-82465035 13825207216 liusheng@cindasc.com

易耀华：0755-82497333 18680307697 yiyaohua@cindasc.com

国际

唐蕾：010-63080945 18610350427 tanglei@cindasc.com

免责声明

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时，提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起6个月内。

股票投资评级

买入：股价相对强于基准20%以上；

增持：股价相对强于基准5%~20%；

持有：股价相对基准波动在±5%之间；

卖出：股价相对弱于基准5%以下。

行业投资评级

看好：行业指数超越基准；

中性：行业指数与基准基本持平；

看淡：行业指数弱于基准。