

MarketGrader中国A股交易所指数： 战略与战术资产配置的工具 —— 第一部分

December 2015



MarketGrader
Capital

Francis Gupta博士作者简介

Francis Gupta于2015年作为高级顾问加入Marketgrader Capital，引领公司的知识产权建设，力求充分发挥MarketGrader对全球股票以基本面研究为基础的优势以推出新的用途，协助开发和实现MarketGrader指数的商业价值。在此之前，他是道琼斯指数的董事，并担任指数监督委员会成员。期间，他创建了公司的研究小组，对于新指数的开发和引领机构客户的重要项目有无可取代的作用。这些项目包括，股票和多资产组合和其他特殊的指数，比如收入和对冲基金指数。Francis还曾在瑞士信贷资产管理公司和摩根大通的投资管理部门担任机构投资管理战略顾问职位。他的研究成果已在许多期刊发表，比如*The Journal of Portfolio Management*, *Journal of Indexes* and *The Journal of Investing*。他从孟买大学获得数学学位，从纽约大学获得经济学博士学位。

Francis Gupta 博士

高级顾问

MarketGrader Capital, LLC

francis.gupta@marketgradercapital.com

+1. 917.364.4684

引言

MarketGrader 近日宣布推出中国大陆系列指数。作为此次发布的一部分 MarketGrader 推出两个指数，为投资者提供在上海和深圳证券交易所分开做 A 股资本市场投资的工具。这两个指数被命名为 MarketGrader 上海 80 指数（MG 上海 80）和 MarketGrader 深圳 80 指数（MG 深圳 80）。每个指标的设计都旨在实现两个主要目标：一是为投资者提供长期资本增值的机会来参与大陆股市；二是让投资者，通过比较上海证券交易所和深圳证券交易所两大股市的相对风险，能够在战术上实现转变其投资组合。

由指数的名称显而易见，这两个指数是在这两个交易所中各选 80 只股票组成的。公司的选择是基于 MarketGrader 独有的基本面分析法，选价格合理的成长股票(GARP)。选股先要确保它们反应各个交易所特有的收益和风险特征，同时也要保证这些成员股是各个交易所里按照基本面来看能提供长期资本增值的最好的公司。简单地说，MG 上海 80 和 MG 深圳 80 指数旨在分别为投资者提供在上海和深圳股市的实现资本增值的工具。

MarketGrader 推出中国大陆特定交易所指数的主要原因是为投资者提供投资工具。上海和深圳股市在各方面都有显著的差异：市值规模大小，风格（增长与价值型股票构成），行业构成。因此，即使两交易所的股票都反映中国特有的风险因素，但是具体到市值规模，风格和行业的风险因素却有所不同。所以这两个指数提供的是针对各个交易所特征风险的投资工具。

本文的结构如下：下一节将介绍 MG 上海 80 和 MG 深圳 80 指数的历史股价表现，并将其与两个交易所股票指数进行对比。之后讨论指数的长期回报。之后，会讨论在战术资产配置（TAA）框架里如何使用这两个指数。本节中还介绍如何用等权加权的指数的指数来作为 TAA 策略基准指数。最后一节将讲述 MarketGrader 交易所指数和 TAA 策略基准指数的市值规模和行业风险。

本文是 MarketGrader 最近将要推出的关于中国 A 股指数三部曲系列报告的第一部。第二和第三部分将分别讲述 MarketGrader 中国 A 股市值规模和行业指数。

历史价格表现

下面的图 1 显示 MG 上海 80 和 MG 深圳 80 的历史价格表现，及对比上海和深圳交易所大市组合的表现。我们用两个大市的表现作为两个 MarketGrader 交易所指数的业绩基准。涵盖的时间开始于 2007 年 12 月 31 日，指数基准日，一直到 2015 年 8 月 31 日——一共 92 月，跨越七年零八个月。

图 1. MarketGrader 交易所指数: 初始投资 100 元人民币 2007 年 12 月 31 日至 2015 年 8 月 31 日

| | MG 上海 80 | MG 深圳 80 | 上证综指 | 深证综指 |
|-----------|----------|----------|--------|-------|
| 年回报 (Ret) | 6.4% | 10.0% | -6.3% | 2.8% |
| 累计回报 | 60.8% | 106.9% | -39.1% | 23.7% |
| 标准差(SD) | 32.5% | 33.0% | 29.7% | 33.7% |
| Ret/SD | 0.20 | 0.30 | -0.21 | 0.08 |



资料来源: MarketGrader Research。更多指数资料参见 www.MarketGrader.com，包括方法，指数成分股行业和大小分布，及其他基本面特征。上海和深圳综合指数的数据来自 FactSet。参见附录图 A1 中的历年回报率和指数相关性报告。

所有的指数都呈现类似的趋势，大致可认为是中国股市的走势，但比较 MarketGrader 指数，趋势的幅度有很大的不同。MG 深圳 80 指数在整个时间段一直处于领先地位。到最后 MG 深圳 80 累计收益 106.9%，而基准收益是 23.7%，83.2% 的累积差异。同期，MG 上海 80 指数上涨了 60.8%，而其基准则下跌 39.1%，累积差异为 99.9%。

这些差异表明，MarketGrader 的两个交易所指数累积跑赢各自的基准指数近 100 个百分点。突出的表现可归功于我们在上海和深圳股票交易所的两个股市里采用的 GARP 选股法。

还有一点值得注意的是业绩表现差异：深证综指（2.8%），和上证综指（-6.3%）的年化价格回报差为 9.1%，而 MG 深圳 80 指数（10.0%）和在 MG 上海 80 指数（6.4%）的年化价格回报差仅为 3.6%。这又是 MG 两个指数采用优质选股的结果。从本质上讲，用 MarketGrader 的方法在两个交易所选择最好的股票来代表这两个交易所，不仅跑赢基准指数，也降低了不同

交易所指数的业绩差别。这一发现非常重要，因为这意味着在投资组合中战略性资产配置的作用被放大，而战术性资产配置的作用就要弱一些。

MarketGrader 交易所指数：战略绩效

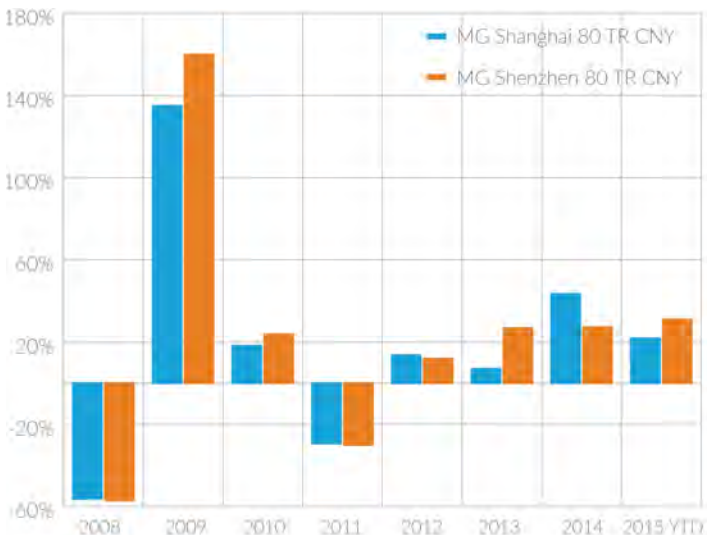
正如介绍中提到的，这些指数的目的之一是为投资者提供工具，从而实现战略投资中国大陆两大股市和资本增值的目标。图 2 给出了两个指数从 2008 年 1 月开始到 2015 年 8 月间的总长期回报。

很显然，在战略方面，MG 深圳 80 是更好的投资。它的年化总回报率为 11.4%，这意味着该指数这个时间段回报翻了超过一番，达到了 128.9% 的累计回报。鉴于年化标准差为 32.9%，这个投资的报酬/风险比是每 100 个基点的波动实现 35 个基点的回报。

如果没有深圳股市，（也就没有 MG 深圳 80），上证综合作为一项战略投资会是一个糟糕的选择，因为它在这个时间段是下跌的。然而尽管用上证综合来衡量股市表现很糟，MG 上海 80 指数还是为投资者提供了年化收益为 8.2% 的可观回报，这个回报率与同期的其他优良资产的回报是可以媲美的。这项投资的回报/风险比为 0.25。这又体现了该指数选择优质股的特征，正如前面提到的，这使得它的收益能够接近 MG 深圳 80 指数。

图 2. MarketGrader 交易所指数: 人民币计价总收益 2007 年 12 月 31 日至 2015 年 8 月 31 日

| | MG 上海 80 | MG 深圳 80 |
|-----------|----------|----------|
| 年回报 (Ret) | 8.2% | 11.4% |
| 累计回报 | 82.3% | 128.9% |
| 标准差(SD) | 32.3% | 32.9% |
| Ret/SD | 0.25 | 0.35 |



资料来源: MarketGrader Research。更多指数资料参见 www.MarketGrader.com，包括方法，指数成分股行业和大小分布，及其他基本面特征。

由于 MarketGrader 的两个指数都采用的是优秀的 GARP 选股方法，在整个时间段两个指数的年化价格差异缩减至 3.2% (11.4% - 8.2%)。虽然差异不是很显著，所谓差异都是相对而言的。一些投资者可能会试图用自己的判断利用两个交易所的业绩表现差异。就着这个话题，在图 2 中可见两个 MarketGrader 交易所指数的西元年度历年业绩。

首先，请注意，在每一年里，两个指数回报的正负表现是相同的，这意味着它俩要么都是正的回报，要么就都是负的回报。这意味着，如果设计一个组合，想从战术上去跑赢的指数收益可能不会很大。但这也意味着即使战术下注赌输了，损失也将不会是很大。

其次，根据历年业绩看，年度最高业绩差是在 2009 年的 25%。对比 2013 年的 19.8%，在这两年里，MG 深圳 80 跑赢了 MG 上海 80，也就是说投资者如果相对于 MG 上海 80，战术性的增持 MG 深圳 80，在这两年回报会不错。2014 年，MG 上海 80 跑赢 MG 深圳 80 的百分比是 16.2% (43.4%-27.2%)，因此在战术上增持 MG 上海就会见成效。最后要提的就是 2015 年，虽然今年还没有结束，2015 年初至今，MG 深圳 80 的表现优于 MG 上海 80，差 9.3%。这些业绩差额似乎表明，即使整个时间段的业绩差额并没有这么显著，但是在较短时间内，比如一年内采用战术配置战略可能会有收获。

MarketGrader 80-80 交易所均衡分配战略：一个战术资产配置基准

下面的图 4 给出了 MG 上海 80 和 MG 深圳 80 指数的表现，并将其与 3 个战术分配组合的业绩进行了对比。一个名为“100% 分配到跑赢指数”是有假定绝对有先见之明，所以可以在某一年把资产 100% 全配置给跑赢的指数。名为“100% 分配到较差的指数”的组合是假定投资者自以为是，把资本 100% 分配至其认为是跑赢但实际上表现较差的资产。

假设，(i) 这些组合在每个新年的开始做年度战术平衡，(ii) 这些组合都是 100% 的投资，也就是说，他们不能持有现金，以及 (iii) 组合都是长期的，并且不允许做空表现较差的资产，上面定义的两个投资组合能帮我们展示用战术性资产配置 (TAA) 且满足这三个假设的所有策略投资组合的业绩。

图 4. 战术资产配置结果 2008 年 1 月至 2015 年八月

| | MG 上海 80 | MG 深圳 80 | 100% 分配到跑赢指数 | 100% 分配到较差的指数 | MG 80-80 均衡分配组合 |
|-----------------|----------|----------|--------------|---------------|-----------------|
| 每年回报: | % | % | % | % | % |
| 2008 | -56.3 | -57.0 | -56.3 | -57.0 | -56.6 |
| 2009 | 134.9 | 159.9 | 159.9 | 134.9 | 147.4 |
| 2010 | 18.2 | 23.9 | 23.9 | 18.2 | 21.1 |
| 2011 | -29.3 | -30.1 | -29.3 | -30.1 | -29.7 |
| 2012 | 13.6 | 11.9 | 13.6 | 11.9 | 12.8 |
| 2013 | 7.0 | 26.8 | 26.8 | 7.0 | 16.9 |
| 2014 | 43.4 | 27.2 | 43.4 | 27.2 | 35.3 |
| 2015 年初至今整个时期回报 | 21.8 | 31.0 | 31.0 | 21.8 | 26.4 |
| 年回报 (Ret) | 8.2% | 11.4% | 13.8% | 5.9% | 9.9% |
| 累计回报 | 82.4% | 128.9% | 169.6% | 54.8% | 105.9% |
| 标准差(SD) | 32.3% | 32.9% | 32.9% | 32.3% | 32.3% |
| Ret/SD | 0.25 | 0.35 | 0.42 | 0.18 | 0.31 |

资料来源：MarketGrader Research。更多指数资料参见 www.MarketGrader.com，包括方法，指数成分股行业和大小分布，及其他基本面特征。在 MG 80-80 均衡分配组合是由 50% 的 MG 上海 80 指数和 50% 的 MG 深圳 80 指数组成，每年年初重新平衡。

图 4 显示的是这样一个投资组合的业绩：投资组合是 50% 分配给 MG 上海 80 指数和 50% 分配给 MG 深圳 80 指数，这个组合每年进行一次重新平衡，每次初始权重都是在年初。这样的组合可以说是对于两大股市的过去业绩表现没有判断，或者说判断是一样的，只是在寻求分散风险。此外，由于该 TAA 策略不依赖两个股市的历史业绩判断（或者说在判断上没有偏向），我们也可以把它做为评估所有其它 TAA 策略的一个简单的，或纯粹的基准。

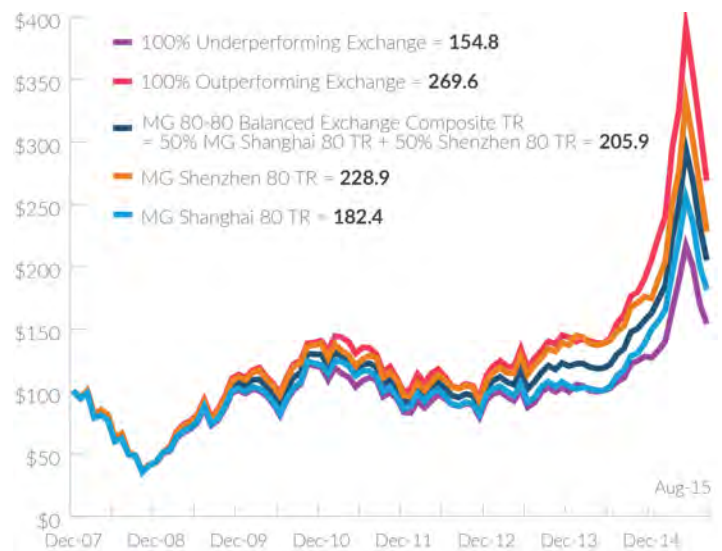
显然，有完美预见的投资组合名为“100% 分配到跑赢指数”，每年都能分配的很好，都把资产 100% 分配到跑赢的那个指数上，从而得到 13.8% 的最佳年化总回报，换算成在整个周期内 169.6% 的累积回报。虽然这个组合表现不错，但是它也没有比

“100% 分配到表现较差指数”那个组合好那么多。原因是，这两个指数（包括表现较差的指数）的各自表现都相对较好。

尽管一直在战术分配上的决定都是错的，每次都把资产 100% 分配到跑输的那个指数上，其年化收益还是说得过去达到了 5.9%，而同期的累积回报为 54.8%。

标记为 MG 80-80 两股市均衡分配 (MG 80-80 BEC) 的组合，可以说是对于两大股市的过去业绩表现没有判断，或者说判断是一样的，靠着平顺业绩来分散风险，它的年回报是 9.9%。这个回报略低于 10%，这意味着投资组合应该在这 92 个月或说 7 年零八个月里翻个翻。事实上，MG 80-80 BEC 的在此期间的累计收益为 105.9% -- 非常棒的资本增值结果！

图 5. The MarketGrader 80-80 均衡投资组合: 初始投资 100 元人民币 2007 年 12 月 31 日至 2015 年 8 月 31 日



资料来源：MarketGrader Research。更多指数资料参见 www.MarketGrader.com，包括方法，指数成分股行业和大小分布，及其他基本面特征。

由于 MG 80-80 BEC 是在上海和深圳两个特定的交易所指数基础上为投资者提供实现资本增值机会，它同时也分散了风险。以上图 5，是 MG 80-80 BEC 如何提供了多样化回报的一个很好的例证。MG 80-80 BEC 的业绩是在 MG 两个指数之间，业绩也位于表现最好和表现最差的 TAA 策略投资组合的业绩之间。

图 6，从另一方面，提供了 MG 80-80 BEC 是如何分散交易所特有风险的好例证 - 既有规模风险和也有行业风险。它列出了最新的 2015 年 9 月 MG 上海 80 和 MG 深圳 80 指数的上市公司市值规模和行业大小分布。由于 MG 80-80 BEC 是个建在指数基础上的指数，它的组成就是其下指数组成的总和，也就是 MG 上海 80 和 MG 深圳 80 指数的总和。

图 6. MarketGrader 交易所指数：按行业和规模成员股票盘点数 2015 年 9 月重组结果

| 行业 | MG 上海 80 | | MG 深圳 80 | | MG 80-80 均衡组合 | |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------------|-----------|
| | 大盘股 | 小盘股 | 大盘股 | 小盘股 | 大盘股 | 小盘股 |
| 非必需消费品 | 13 | 2 | 10 | 1 | 23 | 3 |
| 必需消费品 | - | - | 4 | 1 | 4 | 1 |
| 能源 | 1 | - | - | - | 1 | - |
| 金融 | 14 | 1 | 14 | 1 | 28 | 2 |
| 医疗保健 | 14 | 1 | 9 | - | 23 | 1 |
| 工业 | 13 | 3 | 14 | 2 | 27 | 5 |
| 材料 | 6 | 1 | 5 | 1 | 11 | 2 |
| 科技 | 4 | 2 | 8 | 5 | 12 | 7 |
| 电信 | 1 | - | 1 | - | 2 | - |
| 公用事业 | 3 | - | 1 | 3 | 4 | 3 |
| 其他 | 1 | - | - | - | 1 | - |
| 共计 | 70 | 10 | 66 | 14 | 136 | 24 |

资料来源：MarketGrader Research。更多指数资料参见 www.MarketGrader.com，包括方法，指数成分股行业和大小分布，及其他基本面特征。

目前在其 80 个成员股中，MG 上海 80 指数有 70 个大盘股和 10 个小盘股。分行业看，工业股数目最多 16 个，其次为非必需消费品，金融和医疗保健各 15 个。也就是说这四个行业，共 61 个。余下的 18 个分布在以下行业：材料（7），科技（6），公用事业（3），以及能源和电信（各 1 个）。消费必需品行业没有在 MG 上海 80 指数里。

MG 深圳 80 指数的市值规模和行业风险分布就很不一样了：一是由于比起上海交易所，深圳交易所更多的小公司，MG 深圳 80 指数里有 14 个小盘股（即使这样也还没接近限额，指数里最多是允许 80 个里头有 20 个小盘股）。其次，同 MG 上海 80 指数一样，MG 深圳 80 里最多的行业也是工业，也是 16 个。另外金融业也是 15 个。但是，医疗保健，在 MG 上海 80 里有 15 个，到 MG 深圳 80 里只有 9 个。相反，由于深圳是科技中心，MG 深圳 80 的科技占比很大，科技行业占 13 个。还有，非必需消费品（11），材料（6），必需消费品（5），公用事业（4）和电信（1）。能源行业没有出现在 MG 深圳 80 指数里。

由于其本身的构建方法，MG 80-80 BEC 的市值规模和行业更加多元化。因为它被简单地构造成两个 MG 交易所指数的指数，它里面总共 160 个成员股。160 成员中，有 24（或 15%）是小盘股。工业行业有 32 家企业（或 20%），当然是里面最大的行业。其次是金融业（30），非必需消费品（26），医疗保健（24），科技（16），材料（15），公用事业（7）和材料（5）。里面垫底的是电信行业，有两家公司和能源行业，就一家公司。

值得重申的是，MG 上海 80 指数里的 10 个行业中出现 9 个（在最近的 2015 年 9 月指数重组中没有必需消费品行业的）

和 MG 深圳 80 指数里也是有 10 个行业里的 9 个（在最近的 2015 年 9 月指数重组中没有能源行业的），MG 80-80 BEC 指数里却包括了所有的 10 个行业。

总之，鉴于 MG 80-80 BEC 的收益和风险特征，它不仅可以作为简单的基准来评估 TAA 的投资策略，也可所为在大陆股市用 MG 上海 80 和 MG 深圳 80 指数来获得多样化的行业和部门头寸的一个很好的投资工具。

附件

附录

图 A1.图 1. MarketGrader 交易所指数：价格表现 2007 年 12 月 31 日至 2015 年 8 月 31 日

| | MG 上海 80 | MG 深圳 80 | 上证 | 深证 |
|------------|----------|----------|-------|-------|
| 年回报: | % | % | % | % |
| 2008 | -56.9 | -57.6 | -65.4 | -61.8 |
| 2009 | 132.3 | 157.6 | 80.0 | 117.1 |
| 2010 | 17.1 | 22.8 | -14.3 | 7.5 |
| 2011 | -30.2 | -30.9 | -21.7 | -32.9 |
| 2012 | 11.7 | 10.4 | 3.2 | 1.7 |
| 2013 | 4.8 | 25.0 | -6.7 | 20.0 |
| 2014 | 40.3 | 25.2 | 52.9 | 33.8 |
| 2015 年初至今: | 19.8 | 29.3 | -0.9 | 26.5 |
| 相关性: | | | | |
| MG 上海 80 | 1.00 | 0.96 | 0.91 | 0.96 |
| MG 深圳 80 | | 1.00 | 0.84 | 0.98 |
| 上证 | | | 1.00 | 0.88 |
| 深证 | | | | 1.00 |

资料来源：MarketGrader Research。更多指数资料参见 www.MarketGrader.com，包括方法，指数成分股行 上证和深证综指资料来源 factset.

此处提供的信息仅仅以交流为目的，而不是为了全面地对特定主题提供解决方案。MarketGrader Capital 对报告的完整性，准确性，或信息的时效性或任何特定用途的适用性不代表，不担保，也不提供任何明示或暗示的保证。仅仅是接收到信息不代表MarketGrader和读者建立了顾问与客户的关系。MarketGrader及我们的咨询机构也不提供税务和法律建议或意见。您应该向您的税务或法律顾问就您的具体情况来咨询。

p | +1.888.529.1767

e | research@marketgradercapital.com

w | marketgradercapital.com

