



上善御富 2019 年 4 月核心观点

● 核心投资分析框架

市场较为通用的基础共识是：企业股价的波动取决于企业盈利增速和估值波动，即： $P=EPS*PE$ ，由此我们可以大致认为影响 PE 和 EPS 的因素就是决定股价变化的主要原因。

➤ 影响 PE 的主要因素：

1. 利率

利率主要观察基准利率、长期国债利率及市场利率等指标，利率与 PE 呈反向走势，利率下行有利于估值的提升。

2. 流动性

流动性主要观察准备金率、回购利率、货币供应、社会融资、市场资金供给等，流动性增加对于估值是有提升作用的。

3. 风险偏好

风险偏好受市场预期影响较大，不可一概而论，在低位风险偏好可能很低，而到了高位可能很高，这个需要具体分析。

➤ 影响 EPS 的主要因素：

1. 收入的增速

从整体来看，收入增速与 GDP 增速相关，但个别企业又有结构性的变化，尤其在经济结构性调整及转型的时候。

2. 毛利率的变化

毛利率受成本、价格的变化而变化，与产品成本呈反向关系，而与产品价格呈正向关系。

3. 融资成本

融资成本与负债率及利率有关，在负债率变化不大的情况下，利率的下行，必将带来融资成本的下行，或者在利率变化不大时，负债越多，融资成本越高。



我们梳理了反映上述因素的若干代表性指标，对所有指标在历史上与股票指数的相关性进行了严格的数学检验，构建了股票仓位配置量化模型，每个月初参考量化模型给出的仓位建议和多空观点，结合宏观&策略研究员的定性分析，制定接下来一个月的操作策略。

● 量化模型建议

1. 打分模型

决策因子	决策打分	权重
美元兑人民币汇率环比增速	-1	0.18
出口与进口增速差	1	0.17
M1 与 M2 增速差	0	0.17
SHIBOR	0	0.14
国债期限利差	-1	0.14
工业增加值增速	1	0.11
M2 与 GDP 增速差	1	0.10
4 月仓位配置综合建议	0	

上表“决策打分”中，-1 表示看空，0 表示看平（中性，无明确观点），1 表示看多。各因子观点经由严格检验的量化模型给出，可能与定性结论不符，但经过多个因子集体决策，避免了个别因子的偏差，模型在仓位配置方面具有较强的稳健性。

● 市场定性回顾与展望

2019 年 3 月市场概述

主要指数涨幅如下：

上证综指	上证 50	沪深 300	中证 500	万得全 A	中小板	创业板	中证 1000
5.09%	3.45%	5.53%	10.39%	7.98%	8.25%	10.28%	10.90%

经历了 2 月的急涨之后，3 月市场进入震荡，但整月各大指数都获得上涨，



强势状态未发生根本改变。月中两会闭幕，市场聚焦减税降费，接下来会加速落地，成为政府减缓经济下行压力的主要手段；3月美联储宣布不加息，联邦基金利率维持在 2.25%-2.50% 不变，并暗示 9 月可能停止缩表，预计 2020 年只加息一次，行为和言论都较为鸽派，随之而来的是全球对于美国经济即将衰退的担忧，3 月-10 年美债收益率的倒挂更是强化了这种情绪，风险偏好短暂下降，美股调整，全球股市震荡，期间 A 股箱体震荡，板块轮动加速，赚钱效应下降，但显著打击风险偏好的事件并未发生，中美经贸谈判渐入实质、国内政策持续友好背景下 A 股没有大幅调整的基础。

3 月上善御富多头仓位保持中性偏低，但多头组合本身的超额收益较为显著，beta 低，alpha 高，产品整体表现良好。

2019年3月上善御富主要量化策略表现

期权组合（基准 理财产品预期月 0.37%）：

0.82%，相对收益 0.45%（2019 年累计 3.27%，相对收益 2.16%）

主动量化多头+择时组合（基准 WIND 全 A）：

3.92%，相对收益-4.06%（2019 年累计 12.88%，相对收益-14.36%）

量化对冲组合（基准 理财产品预期月 0.37%）：

-1.02%，相对收益-1.39%（2019 年累计-2.64%，相对收益-3.75%）

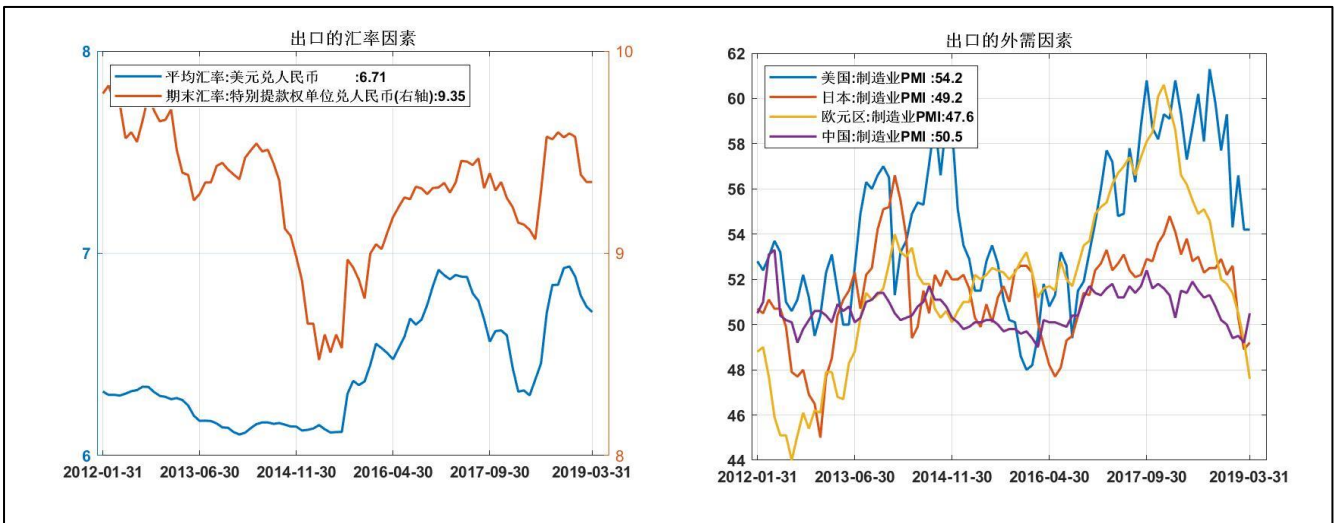
2019年4月投资策略展望

EPS 方面：3 月 PMI 显著反弹至 50.5，回到景气区间，结束连续三月低于 50 的局面，各分项尤其是生产、进口、采购量表现良好；原材料库存上升显著，产成品库存微升。从年初的社融数据放量到本次的 PMI 数据超预期，市场对于经济持续下滑的担忧逐渐弱化，经济年内见底的概率上升，市场的主导上行驱动力将由货币宽松和风险偏好回暖带动的估值修复(分母端)渐变为企业盈利增速的好转(分子端)，A 股估值仍在低位的现状并未改变，更为乐观的情况是分子分母共同驱动，实现“戴维斯双击”；当然，单月的数据并不能代表趋势，需要持续观察才能证实或证伪经济的实际回暖，目前的数据变动更多的是在提升风险偏好方面发挥较为短暂的作用。

4 月宏观经济形势评级为：良好。(上善御富对于宏观经济的评级分为五级：乐观|良好|中性|谨慎|悲观，对应多头仓位中枢分别提升 2|1|0|-1|-2 成)



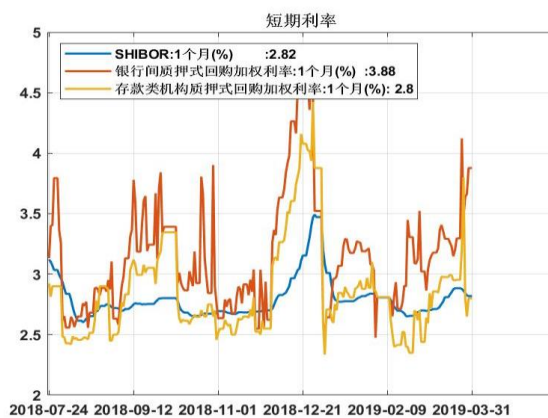
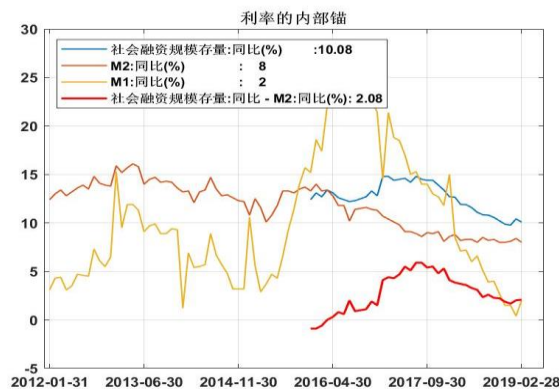
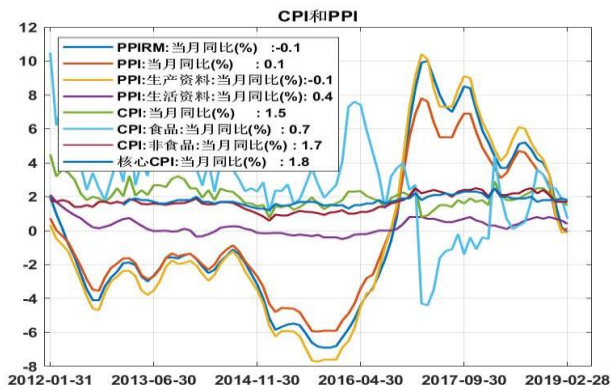
	去年均值	去年末值	今年均值	2019-02	2019-03	环比变动	同比变动
PMI	50.9000	49.4000	49.7333	49.2000	50.5000	1.3000	-1
PMI:生产	52.6750	50.8000	51.0333	49.5000	52.7000	3.2000	-0.4000
PMI:新订单	52.0167	49.7000	50.6000	50.6000	51.6000	1	-1.7000
PMI:新出口订单	49.1000	46.6000	46.4000	45.2000	47.1000	1.9000	-4.2000
PMI:在手订单	45.3417	44.1000	44.5667	43.6000	46.4000	2.8000	0.4000
PMI:产成品库存	47.2000	48.2000	46.8333	46.4000	47	0.6000	-0.3000
PMI:采购量	51.7917	49.8000	49.5333	48.3000	51.2000	2.9000	-1.8000
PMI:进口	49.2000	45.9000	46.8667	44.8000	48.7000	3.9000	-2.6000
PMI:出厂价格	50.6167	43.3000	48.1333	48.5000	51.4000	2.9000	2.5000
PMI:主要原材料购进价格	54.9833	44.8000	50.5667	51.9000	53.5000	1.6000	0.1000
PMI:原材料库存	48.5583	47.1000	47.6000	46.3000	48.4000	2.1000	-1.2000
非制造业PMI:商务活动	54.4333	53.8000	54.6000	54.3000	54.8000	0.5000	0.2000



利率和流动性方面：社融增速和 M2 增速 2 月回落，货币供需缺口（由社融规模存量增速与 M2 增速差衡量）走平，10 年期国债收益率回落；美联储暂停加息，10 年期美债收益率下行显著，中美利差上行，人民币汇率稳定。全球转向宽松，国内货币政策空间扩大，但并不意味着马上执行新一轮宽松(降准或降息)，需密切观察实体经济表现而定；PMI 数据超预期，下滑担忧缓解，宽松动作可能放缓，防范化解各类风险依然是重中之重，去杠杆转变为稳杠杆，金融市场压力相比去年减轻，但金融供给侧改革加速，金融体系结构优化、效率提升，短期有压力、长期有效益。综合来看，利率稳中略降的概率大。

4 月利率和流动性评级为：中性。(有利|中性|不利，对应仓位提升 1|0|-1 成)

	去年均值	去年末值	今年均值	2019-02	2019-03	环比变动	同比变动
10年国债收益率(%)	3.5785	3.2265	3.1150	3.1731	3.0683	-0.1048	-0.6724
10年国开债收益率(%)	4.3058	3.6426	3.6062	3.6802	3.5834	-0.0968	-1.0623
10年企业债收益率(AAA)	4.9235	4.3281	4.3260	4.3493	4.3909	0.0416	-0.9048



风险偏好方面：经济数据回暖短期内提升风险偏好，前期持有基本面不支持 A 股继续上行观点的投资者预期松动，成为潜在的买入力量；中美经贸谈判取得重要进展，已进入磋商文本阶段，下一轮谈判在即，4 月有可能达成最终协议，市场已经对谈判成功有了较为充分的预期，靴子落地后要视协议的具体内容而评估其对风险偏好的影响程度，总体而言，只要中美不打贸易战，由协议文本中可能的不利条款带来的风险偏好下降终将有限；月中发布 3 月金融数据，是证实或证伪经济见底回升的重要参考，由 PMI 来看，金融数据大幅不及预期的概率较低；美股短暂调整后重回上升轨道，美国经济尚未显著下滑，美股暴跌的可能性较低，不必过于担忧。两会后国内减税降费实施加速，企业和个人直接受益，对经济的促进作用较为立竿见影，以科创板为核心的资本市场改革和以重要国企重组为主的国企改革也将加速，全社会效率持续提升、信心增强。

4 月风险偏好评级为：较高。(较高|一般|常规|较低|很低，对应多头仓位中枢分别提升 2|1|0|-1|-2 成)

本期量化模型仓位建议为 0 成，结合定性分析，我们将适时调整量化多头仓位为 2-3 成。



本公司依据客户差异化的风险收益需求配置产品，同一时期不同产品的风险收益情况会有所不同，敬请留意。

风险提示及免责声明：本资料的各种信息和数据等仅供参考，并不构成产品的广告、销售要约或投资建议。投资者在做出投资决定前须阅读募集说明书及其他相关的法律文件，确保对投资潜在的收益和风险有充分的认识 and 了解，并自行承担所作投资决策之相应风险。上善御富已尽可能使本报告在发布之时准确无误，但不会对有关内容的准确性及完整性做任何担保，投资者如因本报告内容或因使用本报告内容而产生任何损失，上善御富不承担任何责任。

刘鹰 2019年4月3日 深圳