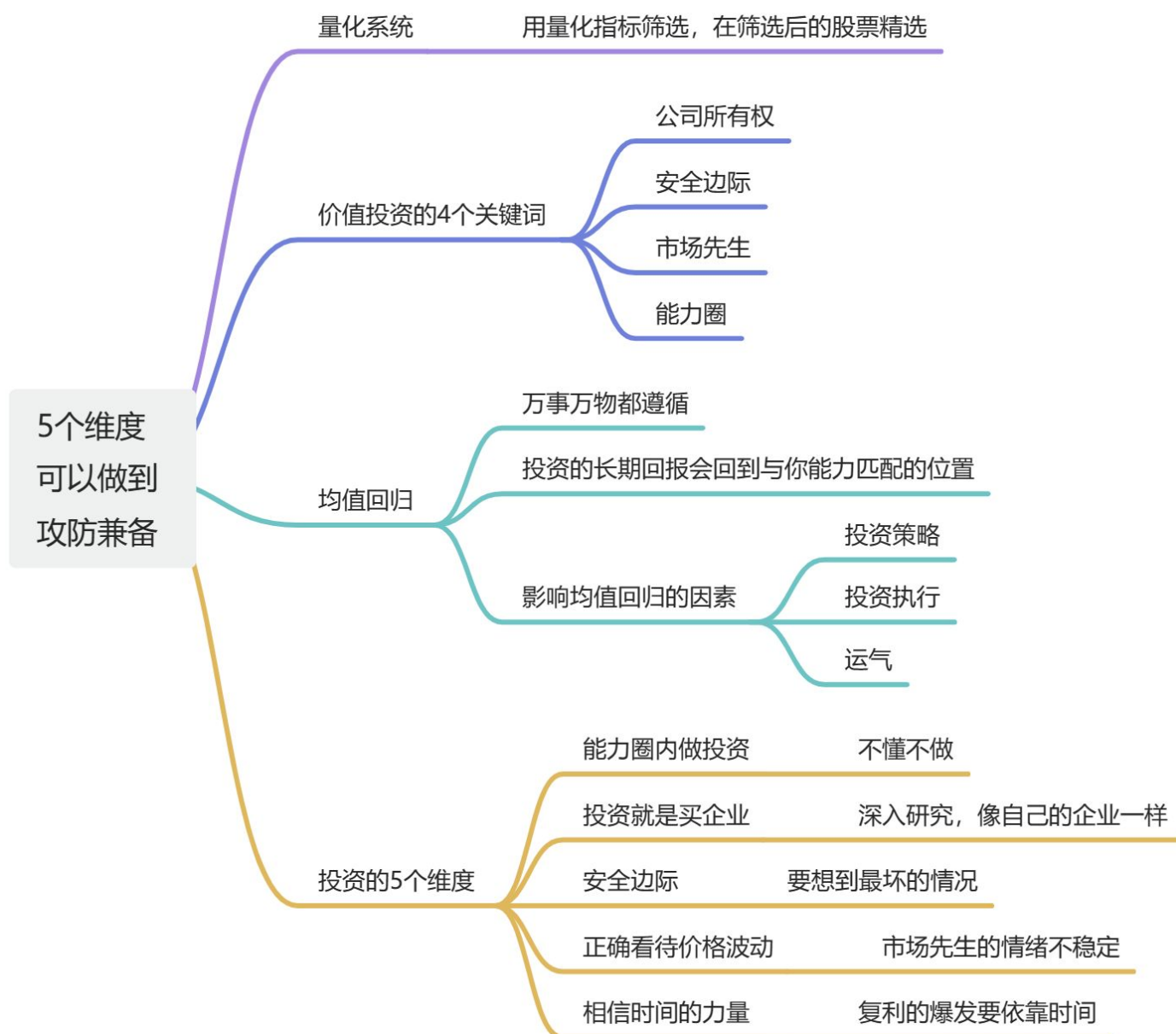


栗渺社分享网盘号昵称为
“栗渺社小群主”
“低调酱油”
其余均为N手，
微信 jnztxy 进首发群

【1】基本面量化投资策略 1：5个维度可以做到攻防兼备



各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们讲一本新书，叫做基本面量化投资策略，副标题是如何在股票市场获得超额收益，作者是董鹏飞，原来在易方达基金和中信证券工作，现在是光大控股资管部门副总裁，手下也掌管着20几亿资金量。他熟悉的也是大类资产配置的逻辑和方法，致力于开发一套量化的系统，通过这些系统，来挑选一个股票的组合。现在很多基金经理其实都这么干，4000

多只股票不可能每只都去研究，也不是每只都值得去研究。所以很多基金经理，就是先用量化的指标，筛选出来一道，把4000多只股票，筛选成200多只，然后再去做精准的研究，并把最后可以投资的股票池，确定在50只左右。

芒格的学生，华人投资家李录先生，给价值投资做了四个关键词，第一是公司所有权，第二是安全边际，第三是市场先生，第四是能力圈，大多数人投资的目的就是赚钱，这是直觉，而专业的投资者则不会这么考量，他们要分拆的更多，比如阿尔法，贝塔，波动率，性价比等等。即便赚钱了，这个钱是你赚的还是市场给你的，也要分清楚。赔钱了是暂时性的，还是永久性的更要分清楚。所以这就是金融的专业性，绝不是大家想的那么简单，以为赚钱了就是对，赔钱了就是错，大多数情况下，可能跟你的想法完全相反，赚钱了反而是错，赔钱了才是对。不明白什么意思你就想想你自己的投资，哪次你买的东西，不是之前赚了很多钱的，哪次你买完之后，不是就大跌了，所以赚钱和亏钱都是相通的，之前收益高，之后的预期收益就低，反之之前收益低，之后的预期收益就高，所以大家应该多想想，你是想之后赚钱还是亏钱，而不是总看他之前的表现，收入越高的行业，他的专业度也是越高的，这是亘古不变的道理。所以不要总想着，自己学几天投资，就可以教基金经理去买股票了。票友和艺术家，表面上看差不多，实际上，功力差的远呢！

当然，话又说回来，投资赚钱天经地义，不能说我把所有的专业性都做完美了，但最后不赚钱，这肯定也是不对的。作者也说，赚钱才是投资的第一目的，邓普顿也表示过，长期投资者来说，投资的目标只有一个，就是税后总回报最大化。听到这可能有些人已经混乱了，老齐给你翻译一下，也就是说，赚钱是结果正确，而分拆和业绩归因是过程正确，这两个都很重要，没有结果正确，过程再正确，他也毫无意义，没有过程正确，你的结果正确也只是个偶然情况，所以他们本身长期并不矛盾，过程正确的本身，就是为了长期结果正确，只是短期可能会存在一些背离，比如市场最疯狂的投机时刻，那么你会不会放弃业绩基准，而去追逐热点，这就考验你的人性了。所以这个矛盾的解在于周期，5-10年为一个评估周期的话，那么结果和过程就不会存在矛盾。

但现实当中，却有很多的限制，没有一个基金会给这么长的评估周期，基民们也没有这么大的耐心，所以这就导致了一些基金经理必须短视，必须为了一定的结果，放弃一些过程的正确。而最后其实是伤害了长期业绩，有数据统计，不受外界限制的时候，基金经理的年化复合收益率能到19%，但是考虑到基民和公司，渠道的压力，以及业绩基准的限制，他们真实回报只有12%。所以短期的压力分散了基金经理们的注意力，就比如市场大跌的时候，基金经理是很想抗住的，但是基民们不答

应，不断的赎回，导致也只能卖掉持仓。所以，如果你要想关注长期回报，就要避免短期因素的影响。

那么长期投资业绩的决定因素是什么？作者说了四个字叫做均值回归，万事万物其实都遵循均值回归的定律，投资也是一样，最终你的长期回报，会回到你的能力相匹配的位置上。也就是说，短期你可能大杀四方，隔壁王妈妈也能秒杀巴菲特，拳打彼得林奇，但是长期下来，赚钱的还是那些投资大师，你只能是昙花一现。影响投资均值回归的因素主要有3个，1是投资策略，2是投资执行，3是运气。如果拉长周期来看，其实运气对于投资几乎没有影响，所以最后的回报，还是会回到硬实力上面，也就是完全取决于你的策略和你的执行能力。像跟老齐学投资的，我可以给你们好的策略，但是执行力，没办法帮你们，所以大家都在学，但是最后会产生各种各样的结果。这些也都是十分正常的事情。

作者说，投资能力是可以后天培养的，这东西没什么与生俱来，长期来看，投资的能力越强，越有可能获取知识优势，通过勤奋的工作，和专业的技能，我们能比别人更加了解单只股票，赚取更多地投资收益，兴全基金的明星经理，谢治宇就说，投资归根结底还是一项技能，他跟你的性格和日常生活诸多因素相关。众所周知高毅资产的冯柳就不是科班出身，他原来是一名销售，通过自我学习建立了一整套体系，其实老齐认识很多管理人，原来都不是学经济学金融的，好多原来还都是别的行业的。所以能干投资，就是因为他对这个行业掌握的非常清晰，一般做过企业的，在投资上，都会很快上手，相反领工资的，特别不容易迈出这道门槛。因为思维逻辑不一样，做企业的，他知道为长远布局，知道去看赛道，知道看竞争优势。而领工资的，只想每天都有收益。这个跟股票市场的规律，其实相差甚远，甚至截然相反，所以老齐一直建议，但凡你干个小卖部，都会对投资有更深层次的了解。作者也说，那些投资大师也都是后天培养的，比如巴菲特，他也是跟着格雷厄姆才开始上道的。

作者引用孙子兵法的话，善战者先为不可胜，以待敌之可胜，他说这句话就是投资的真谛，先保证自己不被打败，等待打败敌人的时机出现。先要将自己的损失最小化，再追求收益的最大化。这里面有5个维度可以做到攻防兼备。

第一个维度是能力圈内做投资，巴菲特说，市场是个大赌场，别人都在喝酒，你坚持喝可乐就会没事。那意思就是说，别羡慕人家喝酒的，你喝不了酒，就不要硬撑。不懂军工，不懂半导体就千万别碰，这东西跌下来你根本就拿不住。你也不知

道啥时候是价值可以加仓。所以最后就变成了全靠蒙，那么一定会死的很惨。但是能力圈不是固定的，他可以不断地拓展，你看懂一个行业，就可以去投资了。比如老齐原来只懂消费，后来我们引入了很多研究力量，有能看懂半导体和芯片的人了，我就可以去关注这个领域了。

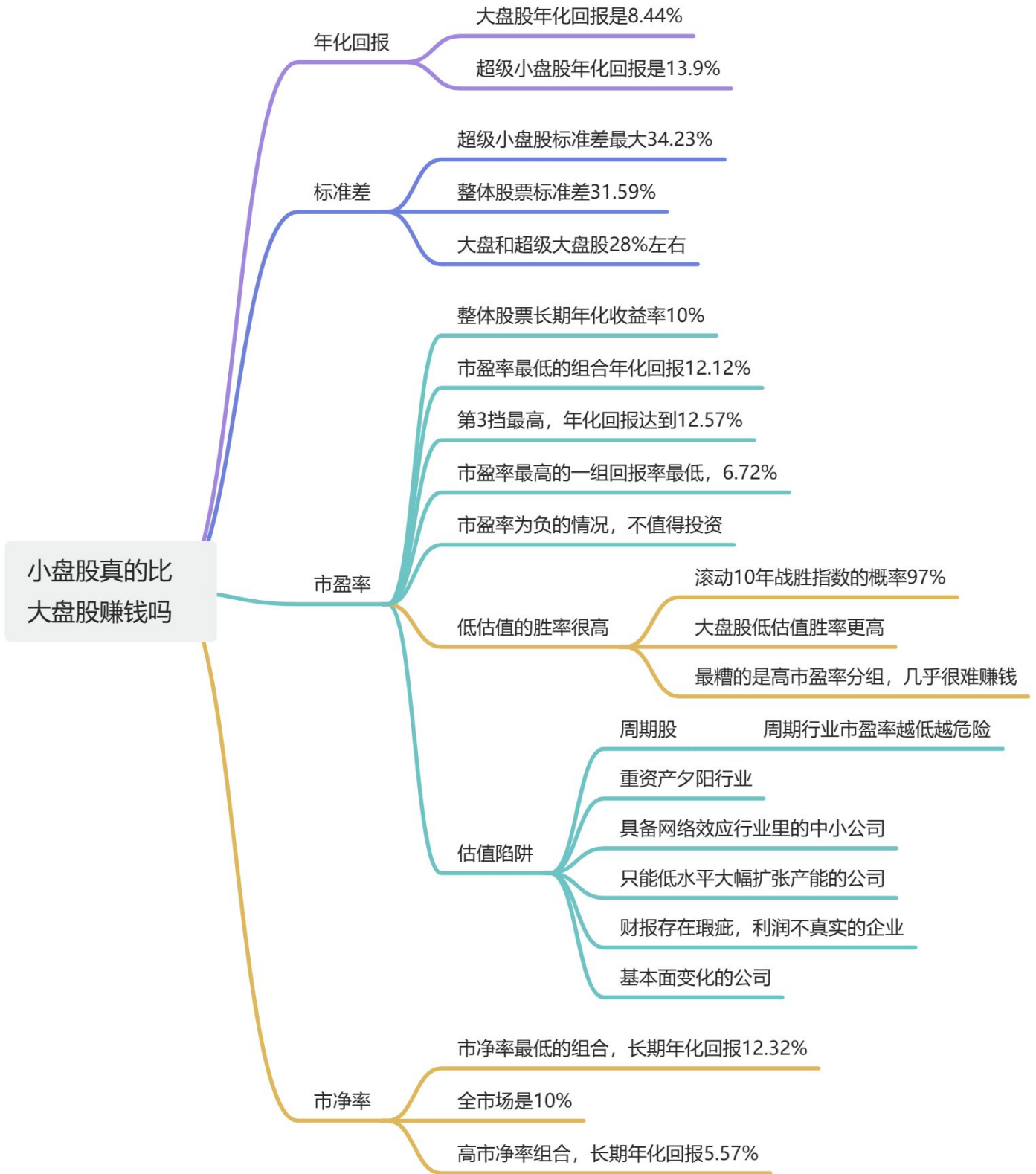
第二个维度，投资就是买企业，段永平说，我买股票总是假设，如果有足够多的钱，会不会把整个公司买下来，这就是股东心态，你愿不愿意当这家公司的实际控制人？愿不愿意做他的生意。彼得林奇说，你如果不研究基本面，就跟打牌不看牌一样，必然失败。所以让投资回归企业，其实很多事就特别简单，你不用去分析太多其他的东西，有的时候股价跌了9成，但是公司其实没啥变化，该怎么干他还在怎么干。比如当年互联网泡沫破灭，亚马逊跌了95%，但是他的业务并没有受到影响，即便你最高点拿着亚马逊，拿到现在也是年化18%以上的回报。当然这是后视镜效应，也有很多企业跌下来之后死翘翘了。所以还是要回到企业的研究上。要像你自己的企业一样。

第三个维度叫做安全边际，5毛钱买一块钱的东西，也就是你要想想，最坏的事情发生，你该怎么处理。霍华德马克斯就说，最危险的投资，就是买的太贵。这也是绝大多数投资者悲剧的开始，因为大部分人都会在市场最高点，也是大家最亢奋的时候，投资股市。

第四个维度是正确看待价格波动，市场先生最大的优点，是随时随地跟你交易，但是他最大的缺点就是情绪很不稳定，乐观的时候，你手里的垃圾都能天价回收，悲观的时候，黄金也能卖的比白菜还便宜。市场先生这种神经病的体质，对于价值投资者，反而是最有利的机会。

第五个维度，就是相信时间的力量。一切不合理都会在时间中修正，优质的公司，也会在时间中，逐渐绽放他的价值。而且复利的爆发，也要依靠时间，一年赚10%你觉得一点意思都没有，但是如果你要是坚持60年，他就是300倍，你的10万块钱，就能变成3000万，那么如果是15%的年化呢，回报是4380倍，也就是变成了4.38亿。其实10-15%并不难，最难得是你坚持60年。目前只有巴菲特做到了。明天那我们来看市场中的一个重要谜题，小盘股真的比大盘股赚钱吗？

【2】基本面量化投资策略 2：小盘股真的比大盘股赚钱吗



各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，基本面量化投资策略。今天我们来看看，小盘股真的比大盘股赚钱吗，这其实涉及的就是

我们常说的，市值规模效应到底是否有效。因为指数基本都是市值加权的。如果认为小盘股都比大盘股表现好，那么理论上，我们投资小盘股，应该可以长期打败指数。作者做过定义，他把股票分成几个类别，按照市值大小，前6%算是超级大盘股，前16%算是大盘股，此外他们还在整体股票中，剔除了市值最小的15%。这些只能算是微型股票。剔除之后，排名后20%的是超级小盘股。这些年随着股市上公司越来越多，大盘股数量和超级大盘股数量也在上升，1998年的时候，大盘股数量才只有100只，而现在已经达到了近500只。

那么按照这种划分，从1998年开始跑数据，结果还真是小盘股表现更好，大盘股年化回报是8.44%，整体回报是10.5%，而超级小盘股的回报是13.9%，中国市场跑出来的数据，跟美国长达80年的数据结果基本一致。美国市场，也是小盘股表现略好于大盘股。大概会有1.5%–2%的年化优势。

再来看看标准差，也就是波动情况，超级小盘股标准差最大，达到34.32%，整体股票标准差也不低，也有31.59%。而大盘股和超级大盘股都要低很多，是28%多一些。所以稳定性上肯定还是大盘股最好。大盘股经历过5次，超过15%的回撤，跌幅最大发生在2007年，回撤幅度70%。到2015年最高点才得以修复。时隔78个月。超级大盘股方面则有7次跌幅超过15%，最大的跌幅也是2007年，跌了70%，到2020年8月才得以修复，这个修复期更长。但是历史上的平均跌幅，超级大盘股要小一些，只有38%。

而作为整体股票组合，9次回撤超过15%，07年回撤67%，在2010年就修复了。超级小盘股方面，也是7次回撤超过15%，最大回撤发生在2001年以后，跌幅73%，2007年被修复。从任意时间点进入，10年滚动来看，反而是超级大盘股底线更低，最差的结果每年还亏2.3%，而超级小盘股，最差的结果也是每年赚7.38%。10年表现期，二者差距竟然达到10个百分点。而最好的结果来看，二者差距更大，超级大盘股是年化20%，超级小盘股是年化40%。所以如果站在10年持有期这个角度来说，投资超级大盘股是不划算的，投资超级小盘股，最低是年化7%，最高是年化40%。

所以结论来了，市值因子在中国股市中，效果非常明显，市值越低，投资收益率也就越高，如果只用这一个因子，筛选出来的市值最低的股票组合，就能达到接近15%的回报率。投资时间越长，超级小盘股，具有的相对竞争优势就越明显。

接下来我们看看估值因子中的市盈率。这个其实我们都知道了，在其他的投资经典当中都会告诉我们，低市盈率比高市盈率更有优势，而这本书告诉我们，A股上，也能得到同样的结论。整体股票上来说，长期年化收益率是10%，而市盈率最低的一组股票组合年化回报是12.12%，但他并不是回报最高的，回报最高的是第三档，回报达到12.57%。但是市盈率最高的一组，回报最低，这是确定的，只有年化6.72%。栗渺社分享微信jnztxy 谨防N手群转卖，以免断更

如果只看大盘股组合，那么估值低也是很有优势，估值最低的组合，年化回报11%，超过了大盘股平均的8.11%。但第二分位组合和第三分位组合，其实也都差不多，并没有太大的差异。甚至总体回报还略高一些，只有估值最高的一组，回报最低只有1.32%，这个就差的比较多了。

之所以第1-2-3组的回报区别不大，作者说了几个原因，第一投资者不太成熟，并没有完全按照经济学当中的理性人假设去做投资，第二是市场长期不关注低估值，导致持续估值很低，比如银行。形成了一定的低估值陷阱。

低估值投资的胜率还是很高的，滚动10年战胜指数的概率是97%，而且年化能够跑赢2.59%，而任意时间点进入，滚动持有一年，也会有70%的胜率。所以长期投资来说，买低估值的東西，不会有错。时间越短越不确定。如果在大盘股中选择估值最低的，那么胜率还会提升，滚动3年，就已经有92%的胜率了，而且年均超额回报能到4.87%。老齐多说一句，这也是很多指数增强基金的算法，他其实就是把指数列出来，然后拿估值调整一下。多买一点低估值的，少买高估值的，这样长期来说每年能多跑出4-5%个点，长期收益非常可观。而且性价比很高，纯粹的指数基金，只能收千五的管理费，而增强有的可以收到千10，但其实工作量并不大。

最糟糕的就是买到高市盈率分组，高市盈率分组，以5年期计算，就已经必然跑输指数了。而且每年会跑输4个百分点，那么你想想，除非你赶上一波巨大的贝塔机会，否则高市盈率几乎是很难赚钱的。

如果用市盈率做投资依据，还有一个情况需要考虑，就是市盈率为负数的情况，如果是主动选股的基金，市盈率为负数，那么肯定是不值得去投资的，说明他压根就不赚钱，那么在股票组合会怎么样呢？最后的结果，跟市盈率高估股票组合差不多，也是5年基本肯定跑输，而且每年超额回报是负数，大概是-4-5%之间。

上面说到了低估值陷阱，这里面作者还单列出来，特别提醒了一下，大概有这么6种陷阱需要警惕，第一种，景气顶点的周期股，之前我们说过，周期股跟估值是反着的，估值越低，说明他的位置越高。比如钢铁，煤炭，水泥，房地产，有色金属，全都是这样的，作者把银行也列进去了，但老齐不太认同，银行是逆周期，而且也不能用市盈率评估。周期性行业市盈率越低越危险，特别是牛市特别疯狂的时候，你通过市盈率量化策略选股，很容易选出一大堆的周期。

第二种是重资产夕阳行业，长期没有业绩发力点，所以不被市场看好，比如基建，家电，大家都觉得他们没啥前途了，所以市场给的估值就非常低，如果把银行划归到这个里面，老齐认为反而是可以的。巴菲特当年就踩到过这个坑，低价买了伯克希尔纺织厂，最终导致了亏损。后来他也不长记性，还买过一个制鞋厂，干脆赔光了。

第三种是具备网络效应行业里的中小公司，也就是说一个大的产业链里，那些存在感不强的公司，他们可能长期都很便宜。市场不会给他们很高的估值水平。

第四种经营思路受限，只能低水平大幅扩张产能的企业，并不具备竞争优势。甚至频繁陷入价格战当中。这种企业也会被市场长期不看好。

第五种，财报存在瑕疵，净利润不真实的公司，比如在投资圈有个共识，农业和军工的业绩都不太真实，农业会计师根本无法审计，你说海参跑了，会计师也没办法。而军工好多都是保密单位，他也没办法客观。甚至机构投资者都没办法调研。所以这两块，其实业绩可信度不高。

第六种，历史最低位，不一定是最低估值，比如我们经常说，某家公司已经跌到了历史最低估值，能不能买？这个还真不一定，他的基本面如果变化了，那么可能就完全不一样了。比如有的互联网公司，在成长期的时候，他算是科技股，成长股，一旦成为平台，他可能就变成公用事业股了，成长股是可以给50倍估值的，而公用事业，最多给20倍。所以性质上会差很多。

下面我们看看低市净率的因子，这也是低估值的一个评估方式，格雷厄姆的安全边际思想，其实就是基于市净率说的，他认为股票低于净资产就基本安全了。这个有他的历史局限性，他当年那会，以工业企业居多，所以工业企业跌破净资产，确实有很强的安全边际。

简单说下，低市净率肯定也是有优势的，市净率最低的股票组合，长期年化回报是12.32%，远高于全市场的10%，而高市净率组合，只有年化5.57%，但是低市净率策略，在大盘股的这个范围内评测的时候，却出现了一个特殊的现象，这又是什么呢？咱们明天在讲。

【3】基本面量化投资策略 3：估值真的越低越好吗？

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，基本面量化投资策略。昨天我们说到了市净率，把市净率策略放在大盘股当中，发现一个问题，出现了两边高中间低的情况，也就是说，回报最好的是市净率最低的组别，市净率最高的回报也不差，反而是中间的年化回报在4-5%左右，作者说，市净率高的大盘股，基本都放在了成长股序列，所以出现了一定的翘尾因素。另外，就是这两年确实出现了极致成长行情，主要反应在估值偏高的食品饮料上面，拉升了长期回报。当然市净率越高，也就意味着波动越大，最大回撤来自于市净率最高的组别，最大跌幅达到75%。

低市净率也是一个长期跑赢大盘的策略，1年胜率只有67%，但10年胜率是92%，十年平均超额回报是2.8%，而高市净率组别，则表现非常差，持有5年就必然跑输指数，而且每年平均收益，跑输5-6个点。回报非常的差。所以作者给高市净率定义为彩票股，也就是说，有可能会爆发成长行情，让你吃一波肉，但是并不具有确定性，甚至大部分时候还要跑输。

价值股和成长股确实爆发了跷跷板效应，成长股屡次表现都优于价值，而他们切换的周期，大概就在3年左右。刚好用市净率的第一分位组合和第十分位组合表示。这个规律，会经常让市场的价值体系混乱，会产生这次不一样的幻觉。有的时候会

涨到你怀疑人生，也有时候会跌到你怀疑人生。每一个阶段市场的逻辑完全不一样。比如2017年就是信蓝筹，2020年就是信白酒，2021年则除了新能源啥也不信。那么在这三个年份，你要猜不对这三条赛道，业绩就会很拉胯。

那么有人说，我就耐心等待，反正总有回归，但作者说，有这么一个倒霉蛋，真的就没等来，他叫阿伦森，是一个对冲基金创始人，管理106亿美元资产，2020年10月，他清仓终止了基金，宣布退休，他花了36年，也没等来自己认可的价值。2021年的行情当中，罗素价值跌了13%，而罗素成长涨了23%。苹果特斯拉都在涨，但是传统的东​​西，则一跌再跌。那么中国有没有可能也会有这一天呢？不排除。成长和价值很长时间都不切换，也是十分有可能的。反正美国股市这波成长，就是从2002年开始的，一直持续到现在。做纯粹价值投资的都疯掉了，巴菲特要不是买了一半仓位的苹果。估计也不一定扛得住。作者的数据显示，罗素价值指数，年化复合收益率已经是-11%。而罗素成长指数则是正10%。也就是说，如果你要选错了风格，那么很可能长达20年周期，是没有收益的，这个就太可怕了。

作者提醒，即便是低市净率组别，也要坦然面对跑输大盘的窘境，而且这个时间可能还不低。更不要去凑活，要么价值要么成长，牺牲成长性换价值，最后很可能就是中间的组别，也就是长期回报最低的，你会发现成长涨的时候它不涨，价值涨的时候他也不涨。从长周期来看，优质的标的，在大幅回撤之后，其实都是很好的买点。所以一定要把握住熊市的机会，2022年3-5月份，就是这样一个时候。

下面我们来看看，企业价值倍数，这是神奇公式的概念，乔尔格林布拉特在股市稳赚这本书里，提到了神奇公式的概念。通过高资本回报率和低估值也就是企业价值倍数，来筛选股票构建组合。他这套理论，其实就把选股一分为二，高资本回报率就是选择优质企业，而低企业价值倍数，就是寻找便宜的股票。通过这个流程，把投资流程标准化了。

作者对于企业价值这个东西，做了一个回测，企业价值倍数最低，也就是最便宜的公司，长期回报率最高，达到12.67%，而企业价值倍数最高的公司，长期年化只有6%，所以这个指标其实跟市盈率的使用方法接近。

但是在大盘股这个池子里去做回测，问题就来了，他的变动出现了一定的波动，还是企业价值倍数最高的组别回报最低，只有年化4.15%，这个没啥争议，但是企业价值倍数，第二低的组别，年化回报只有7.37%，，明显低于第一或者第三组别的

10%。这只能说明企业价值倍数的，有效性可能在国内还有待验证。特别是从长达10年周期来看，低企业价值倍数，对于大盘的胜率其实并不太高，只有62%。超额收益也只有2%。这些都说明了他的有效性较低。

这种情况，其实在美国也时常发生，就是当一个方法被越来越多的人认同之后，那么他的回报有效性就会明显下降。直到大家都不认同这个方法之后，才会重新有效。所以这也是我们投资中，应该特别留意的一个问题，当一套逻辑，已经成为市场共识的时候，我们就要尽量回避，他可能几年都无法翻身了，就像2007年的5朵金花，在之后的10年，没有一个表现出色。2015年的TMT行业，之后也是基本跌去了80%，2017年的漂亮50,2020年的白酒热，2021年的新能源热，这些估计都要用很长时间才能给与修复。当市场发现没啥可炒之后，就会发生暴跌，然后从头再炒一遍。所以老齐做投资有个习惯，一般大家都在讲一个故事的时候，我就基本不参与。涨的再好我也不参与。

作者提到，当看到，高企业价值倍数，这些垃圾股表现最好的时候，你要主动想到，可能牛市已经进入末期了。往往这就是最后的疯狂。但此时往往也是普通投资者最兴奋的时候，因为垃圾股占了绝大多数，这个时候，正是普通投资者买什么都赚钱的时候。所以不知不觉就会收来一大堆垃圾，然后迎接市场的暴跌。

还有一种情况是企业价值倍数为负，作者说一定要回避，这种长期回报是最差的，你持有企业价值负数的股票组合，长期收益也是负数。而且最大回撤往往能超过80%。滚动持有3年级基本上95%跑输指数，而且每年都跑输7-8个百分点，指数一共也没多少个点的年化，所以想想，他几乎稳定的都在赔钱。老齐再想，也许做空这个组别，到是一个不错的策略。所以综合来看，企业价值倍数这个指标，大家应该谨慎使用。现在可能并不太好用。有一只基金，是基于神奇公式量化标准做出的，叫做中邮中证价值回报，由于成立以来业绩太差，最后规模掉的很厉害，不得已清盘了。

下面我们看看市销率策略，这是肯费雪研究的指标，专门研究那些营收很大，但却很少有利润的公司。这个指标的好处就是，市销率很少有负数，适用性也很广泛。不容易被会计操纵。结果还是很明显，低市销率组别，回报最高，达到年化12.93%，高市销率组别则回报最低，只有5.3%，二者相差巨大。在大盘股的股票池当中，使用市销率策略也是这个逻辑。但是回报率差异明显降低，最好的也就年化10.87%，最差的也有4.25%。从回撤的角度来说，在大盘股中，选择市销率最

低的股票，并没有防止回撤发生，甚至回撤幅度达到73%，比整体股票池中低市销率组别的回撤67%还要大。也就是说，市销率跟市值关系不大，这两个组合在一起，并不能取得好的效果。滚动持有10年的话，低市销率策略，100%战胜市场，而且能有年化3%的超额收益。

高市销率组别，表现最差，滚动7年就肯定跑输，而且每年跑输5%以上。而且最大的问题是，回撤过大，历史上3次回撤幅度都超过了70%。亏起来深不见底。往往会贯穿整个一轮熊市。高市销率的股票，也可以作为一个反向指标，当他们表现很好的时候，就是牛市顶点，当他们跌去70%的时候，市场也就基本见底。

还有一个指标，叫做企业价值比上销售额，这样一个比率既考虑了利润，又考虑了营收，会对之前的市销率策略形成明显的优化，这个比率最低的组别，年化复合达到了13.08%，而比率最高的组别是4.92%，

再来看看市现率的打法，就是股价比上每股现金流，或者是市值比上经营性现金流入，原理就是有现金流收入的企业，都会比没有现金流收入的企业，活的更好一些。现金流这个指标很好用，低市现率的组别，竟然年化回报达到了13.59%，而最低的一组也有7.15%，即便在大盘股中测试，最低的一组也有12.76%的回报，这在之前的量化指标中不常见的。从胜率来看，滚动5年胜率到7成，滚动10年胜率99%，平均每年的超额收益都有3%。相反高市现率分组表现较差，但比前几个指标，还略强一些，10年持有期计算，每年跑输2.6个百分点，所以还是那个道理，尽量避免高市现率的股票。而市现率为负数，说明没有现金流入，那么这个就表现的相当差劲了。明天我们再看看，股息率和成长性这些指标，能得出什么结论。

【4】基本面量化投资策略 4：养奶牛的目的是为了挤奶，养母鸡的目的是为了下蛋

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天那我们继续来讲这本书，基本面量化投资策略。今天我们来看看股息率策略，很多投资大师都告诉我们，养奶牛的目的是为了挤奶，养母鸡的目的是为了下蛋，同样道理，买股票就是为了获得股息。折现股息决定了股票的价格。格雷厄姆当年教巴菲特的就是这套理论，投资者要发挥积极主动的作用，让管理层尽可能的多分配股息。所以巴菲特他们早期也经常这么干，买进董事会，然后不是卖掉人家的资产，就是逼着人家多分红。

现在股息分配，基本都是部分分配，或者不分配，很少有公司，会把利润全部分给股东，而初始股息率，其实也是市场长期投资回报的一个重要指标，老齐帮大家回忆一下，三块钱可赚，分别指的就是股息率，增长率和估值提升。其中最确定的因素就是初始股息率。这个是一眼就能看的明白的东西。而成长性，则要求投资者对公司得有深入的研究才可以。至于估值变动，这个就需要去判断市场了，属于最难的一块钱。搞不好还很有可能是负数。所以一般稳健的投资者都会找一个股息率超高的时间点进入，成长性怎么都会有点，也基本上很难为负数，所以最后这两块确定下来，也能有8-10%的基础回报。

股息率这个指标在美国很好用，奥肖内西讲的策略中，股息率最高的组别，年化回报整体高出1.3%，而西格尔教授发现，标普500里找股息率最高的组别，能获得年化12.58%的回报。而且他们的贝塔系数要小于1，也就是说比市场更加抗跌。涨的快跌的慢，这样他就具有更好的性价比空间。

华尔街还专门针对股息率开发了狗股策略，这个成为有史以来最简单，最有效的战胜市场的方法，就是在道琼斯指数里面，只买股息率最高的10只，每年调换一次。年化回报12.63%，把这个策略用于标普500指数当中，年化回报14.14%。都非常具有竞争力。

那么我们把狗股策略放在A股上成不成立呢？作者用有分红的股票做了个组合，年化复合收益率是11.77%，这个本身就已经高出了市场均值的10%。而没有分红的股票再做个组合，年化回报只有6.83%，可见，有分红要比没有分红好的太多。从波动率来看，有分红的最大回撤66%，没有分红的则达到72%，也是差距显著。所以狗股策略，在A股上显然是有效的。

作者回测了A股市场表现，股息率最高的两个分位组别，年化回报最高，达到了14%以上。这个优势可能是所有量化指标里最大的了，相当于长期回报多出了4个点的年化。相当高的水平了。而股息率最低的组别，年化回报也有6.9%。这个跟所有无分红股票的组合，回报率6.83%十分接近。而且高股息策略容错概率还比较高，第一组别和第二组别都超过了14%的年化，第三组别也有13.47%，也就是说你选错了，关系也不太大。而在大盘股这个范围之内，高股息策略也同样十分有效，年化复合收益率也超过了12%。但是在大盘股里面不是特别规律，第二分位组别，跌到了9.25%，第三分位又回到了12.48%，那么我们可以得到这样一个结论，有分红的股票，要明显比没有分红的好的多，而且股息越高越好，当你无法选择的时候，就挑选股息最高的方式进行投资，狗股策略无论在哪里都十分有效。老齐补充一点，特别是在强周期到弱周期的转化过程当中，高股息策略，往往意味着在周期，金融，地产，顺周期制造业当中选择公司，那么在这个过程中，股息率就显得更加重要。相反在成长期，复苏期，股息率往往会失效。这个时候，大家都会去讲一个高增长的故事，而高增长和股息率的负相关性非常大。

下面我们就来看看成长性因子，巴菲特一开始也是典型的格雷厄姆式的价值投资者，但是70年代之后，从买入喜诗糖果开始，他也转向了好公司的成长性，他认识到光有价值没有成长，那么也很难获得长期回报。巴菲特这个思想主要来自于费雪，他多次表示过，自己读过费雪的书，怎样选择成长股，成长股投资，本质上就是在伟大的行业当中，挑选拥有较强商业模式和优秀的管理团队。这里面有三大难题。

第一，投资者必须在企业高速成长之前发现他们，第二标的公司，必须长期具有综合战略优势，保证相对的竞争优势。而这个行业也要有潜在发展机会，第三高增长会带来高预期和高估值，如何去平衡预期和成长性之间的关系，会给投资者带来巨大的不确定挑战。这个老齐之前反复提到过，都知道他们好，所以经常会有不切实际的幻想，比如新能源，肯定是高增长，但是有时候大家想象的过于美好了，反而会带来巨大的风险。投资要想赚钱，就要找到市场的预期差，要找到那些，确实会增长，而投资者还没有预计到增长的公司，相反要回避那些，确实在增长，但是投资者已经过度预期的公司。我们要不断的跟预期做赛跑。

作者选择了净利润增长率这个指标，来做市场的评测，这个结果就跟前面的都不一样了，呈现了两头低中间高的情况，也就是说净利润增长率最高的组别，回报并不理想，只有年化7.43%，仅仅比净利润增长最低的组别6.49%高了一点点，位列倒数第二。回报率最高的是净利润增长率第三四五分位组别。能够达到12%以上。也就是说，中上等的净利润增速，反而能取得最好的回报。作者分析，原因是这些组别，并没有当出头鸟，所以增长率并没有那么抢眼，没有受到投资者的过度追捧，所以成长，才转化为了收益。在大盘股的回测中，这个情况更加突出，成长性最好的一个组别，甚至回报率最低，只有5.22%，而成长性最差的组别还有6.36%，所以买入利润增长最快的组别，可能反而是个坑。

有人可能想，利润增长率不行，那么营收增长率会不会好一些，作者也做了回测，最后结果也是一样的，营收增长率最高的组别，并没有获得好的表现，只有年化8.61%，依然是排名倒数第二，只比营收增长率最低的组别好一点。在大盘股的股票池里，就更有意思了，表现最好的是，营收增长率第六分位的组别，也就是绝对的中位数。越往两边走，回报越差。

同样的道理，营业利润增长率，还有资产增长率，都是同样的结果，所以这让老齐想起了一句话，叫做木秀于林风必摧之，堤高于岸浪必摧之，在成长性这个指标上，你表现得越好，投资回报结果就越差。我们应该尽量往中上游去找，不要找最出色的那些公司。

作者按照资本回报率从低到高，以及成长性从低到高，把公司划分为四大类型，低资本回报率和低成长性，就无疑使资本杀手，是最差的一类公司，而高资本回报率，低成长性，属于现金奶牛。不断地赚钱，分红。而低资本回报率，高成长性，属于是资本瘾君子，他常常伪装自己，获得投资者的青睐。本质上属于，伪成长股。而高资本回报率，高成长性，就属于是最好的公司，比如美国的苹果，我们的茅台。能够持续提升净资产收益率。长期持有会得到很好的回报。

所以在低估值陷阱之外，我们还要再警惕一下伪成长陷阱。作者总结了这么几类，首先，行业存在天花板的成长股，比如纺织厂经营的再好，他也还是个纺织厂，这种没有天时的行业，不具备成为成长股的条件。大海才能养下鲸鱼，小水坑只能养虾米，啥叫天时，我们讲商业模式的时候详细的说到过，就是这个行业必须具有强需求。

第二是利润率不断下降的成长股，为了追求增长，放弃利润率，说明行业已经出现瓶颈，真正的成长股比如苹果和茅台，他们最可怕的地方就是，越是增长毛利率越高。这才是成长股的核心标志。

第三，没有核心竞争优势的成长股，很容易被对手取代。门槛不高，这个是成长股的硬伤。谁都能进来跟你竞争，那么很快成长率就没有了。

第四，宏观经济扩张后期高速成长的周期股，比如煤炭，有色，经常被误认为是成长股。但其实他们就是典型的周期。我们不妨返回头好好再看看，费雪大师讲的，怎样选择成长股，里面列出了15个要点。在投资成长的时候，我们一定要引以为戒。明天我们看看资本回报率的因子是否有效。

【5】基本面量化投资策略5：ROE在量化投资当中的用法

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，基本面量化投资策略。今天我们来看看资本回报率这个因子，巴菲特就讲过，净资产收益

率这个指标，是他最看好的指标，ROE稳定在20%以上，那就是最好的企业，他买的苹果，就是基于这个考虑。

我们之前讲过一本书，战胜一切对手，讲述的是量化投资大师，爱德华索普的故事，他是一个数学天才，先用量化算法，打败了赌场，后来他有跑到了股市，用量化指标赚了大钱，其中他有一次机会跟巴菲特见面，按说这两个人应该没啥交集，巴菲特是研究基本面，而索普则研究量化，但是二者很快找到了共同语言，一个是巴菲特热爱的桥牌，索普也是一位桥牌高手，另一个就是数学，两个人数学能力都很惊人，第三就是股票市场可以战胜，虽然他们的战法完全不同，但却都长期战胜市场。巴菲特找的是那些增长潜力好，净资产收益率高且稳定的公司。而索普的量化指标里，资本回报率也是一个重要因子。

那么什么是资本回报率，简单来说就是投下去多少钱，产生多少回报，这里面有三个常用指标，第一就是我们刚才说的，巴菲特最喜欢的净资产收益率，也叫ROE，非常简单，就是净利润比上净资产，作者按照净资产收益率这个指标，跑了一下A股市场，长期回报率最高的是第二分位数组别，长期年化回报达到11.79%。第三四分位也能达到11%以上，第一五分位在10%以上，而roe最低的组别，只有6.67%的年化回报。这个规律总结起来就是，只要你别买最差的一组roe股票，就基本差不太多。

Roe放在大盘股票池里，也是第二三四最高，但从第五分位组合开始就急速下降。所以大盘股如果要用ROE做组合，最好选取前三分之一比较好。选的太细反而不好把握。

第二个指标是总资产回报率，也就是分母的净资产之外，还要加上负债，就是一个不考虑杠杆因素的回报。这个指标也差不多，前三个分位组别回报最高在12%年化附近，后面就下降比较快了，放在大盘股票池当中，也只有第一二三分位超过平均水平。总体来看，夏普比率很低。也就是说性价比没有那么强

第三个指标是动用全部资本，投入资本回报率，叫做roic，这是易方达基金张坤选股的核心指标。底下的分母跟上面一样没有变，都是股东权益+负债，上面不再是净利润了，而是用息税前利润进行计算。简单公式就是净利润+税+利息费，净利润就是股东拿走的，税是国家拿走的，利息费是债主拿走的，把所有拿走的部分都加在一起就是息税前经营利润。代表了一个公司所有赚到的钱。他其实衡量的就是一

个生意的好坏，不管这个钱是怎么来的，也不管这个钱最后被谁分走了，我就看生意本身。 栗渺社分享微信 jnztxy 谨防N手群转卖，以免断更

那么roic好不好用呢，其实也就那么回事，投入资本回报率最高的还是前三个组别，差不多是11-12%的水平，放在大盘股里，反而到优秀一些，roic最高的组别长期年化回报是12.78%，而roic最低的组别则表现相当差，只有4%附近。也就是说，低投入资本回报率，是要重点防范的。

作者还做了一个双因子模型，也就是净资产收益率和市净率两个指标。在整体股票池当中，分位最高的，也就是高净资产收益率低市净率的组别，回报最高，达到年化12.8%，而反过来，低净资产收益率，高市净率的组别，则表现极差，只有年化0.81%。这个双因子模型，放在大盘股的股票池里更加明显，相当于又增加了一个大股票的市值因子。第一分位组合13.05%，第二分为组合12.17%都很高，而最差的分位组合则只有-1.6%，也就是亏钱的。

这里老齐要解释一下，什么叫做多因子模型，就是把之前我们讲的这些低市盈率，低市净率，高roe，高roic混合起来使用，比如著名的基金经理，邱栋荣，他的选股策略就是PB-roce策略，也就是高净资产收益率的同时，要低市净率加持。那么那么多因子才算有效呢，就是要求，优势加大，比如最好和最差差了5个点的收益，那么这个策略就意义不大。多因子模型，有的可以差12%以上。那么选出最好的组合，就有明显的优势了。

当然，因子也不是越多越好，甚至因子越多，模型反而有效性就越差。我们还以PB-ROE模型举例，最好的组别回报13.65%，第二分位也差别不大，但是在第四第五分位上就下降明显了。也就是说，长坡厚雪，找那些能赚钱，且估值不高的公司，大概率会有超过市场平均的回报。第一分位和第二分位回报差不多，那么也就意味着我们有一倍的容错空间。比如选最好的50只股票，你选的不好，出了50名，到100名了也问题不大。

但作者也提醒，无论你这个策略，历史表现多么优秀，都会有3大困境，第一就是逆风期，也就是策略失灵的时候，比如神奇公式，在中国市场就一直失灵，最后基金也没挺过这段逆风期。作者说在美国股市也是这样，神奇公式至少有一半时间是失效的。甚至可能3年都不如市场平均的情况。这会让投资者产生巨大的怀疑。

第二，战胜市场和赚钱是两码事，有可能亏钱，但是比市场亏得少，这也叫跑赢，就像我们的组合，2021年到2022年，跑赢市场20个点，但是仍然是回撤15%。

第三，最优的组合，回撤并没有太多优势，甚至比最差的组合回撤还大。主要是他们比较亮眼，所以经常被机构们抱团，然后跌起来也就更猛。

之前我们说过，作者把公司分成了四类，发电厂，现金奶牛，资本瘾君子和资本杀手，那么用这个pb-roe模型也能够区分出来，第一分位，甚至第二分位肯定代表了发电厂，也就是高资本回报率和高成长性，而第五分位则是资本杀手。但是这其实也是一个概率，因为企业的发展有很多的不确定性，很多企业几年就会发展到瓶颈，需要他不断地自我革新。你看看那些伟大的企业，之前也都不是干这个的，比如亚马逊原来就是网上卖书，后来全品类云计算，苹果也只是卖电脑，但现在移动端成为他的主力。阿里最早做的是b端生意，淘宝之后转型C端，腾讯更是不挨边，网络寻呼机，跟现在的游戏业务和商务服务业务差距巨大。所以世界在变，商业必须要有自我革新的能力，不断地发展第二曲线，第三曲线，第四曲线，才能持续成长。反而总在做一种业务的，除非你是工商银行才行。另外，我们有时候也可以做排除法，我们即便不能够有效的筛选出那些发电厂，至少也能把那些不靠谱的资本杀手给他筛除掉。排除掉错误答案，也能让收益提升不少。

下面我们看看基本的财务指标，比如利润率，这个包括两个方面，净利率和毛利率，毛利润反映的是你这个生意本身好不好，比如我们常说，5块钱成本的奶茶，卖到40，那么你的毛利率就高达87.5%，很显然这是一个暴利的生意，但真实情况如此吗，再看看净利润是多少，如果你一天卖不到一定的数量，那么人工，水电，房租都摊下来，会让你们压力非常的大。甚至最后毛利很高，净利为负都有可能。说明这个生意固定支出沉没成本，占的比重太大了。

比如白酒这个行业，毛利率61%，100块钱的东西，能卖200多，但最后反映到净利率上，均值其实也就12%，这已经算是相当好的行业了。对比一下种植业，毛利率才25%，净利率你猜多少，只有0.4%，那么这个生意还咋做？所以你从来没听过，哪个投资家，重仓种植业。我们之前经常讲一句话，叫做男怕入错行，女怕嫁错郎，投资其实也怕入错行，有些生意，你自己都不愿意做，那就千万别去投资了。所以股票的背后还是公司，公司的背后都是生意，他得能赚钱，有发展未来才有钱赚，而不能总想着找到一个更傻的傻子，高价把股票卖给他。如果你总这么想，那么你很可能就是那个傻子。

【6】基本面量化投资策略 6：多因子模型

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，基本面量化投资，我们今天看毛利率作为量化指标，他是衡量企业上下游地位的绝佳指标，也就是说，毛利率高，他一定具有产业链掌控地位。否则别人都在挤压他，毛利率就不可能高。作者在整体股票池当中，挑选毛利率最高的组别，长期年化回报达到12.5%，确实回报还不错，最低的组别也有8.1%，差距并不太大。在大盘股当中使用毛利率的指标稍微好一些，最高是11.77%，最低是5.78%。

那么如果用净利润做量化，能得到怎样的数据呢？整体表现甚至还不如毛利率，前几个分位组别回报并不明显，只能得到第十分位最差这个结论。这个可能很多人都不理解，公司不是主要看净利润吗？为啥净利润反而效果这么差，其实谜底就在谜面本身，就是因为大家都看净利润，所以净利润被过分关注了。那么这个量化指标也就失效了。

在投资圈，有一个比较知名的多因子模型，叫做毛利率与企业价值比销售额，既然净利率不如毛利率，那么我们就用关注更少的毛利率作为因子，同时选择一个带有市场价格因素的，企业价值比销售额的指标，企业价值再复习下，就是市值+负债-现金，市值+负债-现金，他跟销售额的比值好处就在于，他带出了销售收入和市场估值的关系，有点像市销率。因为关注的人少，所以会相对有效，从结果来看，这套多因子十分有效，分位数最高的组别年化回报达到15.5%。第二个分位组别，都有年化13.85%，最差的一个分位组别只有3.38%，所以这个最好到最差的差距在12%以上，那么这肯定是一个十分有效的量化指标。最大回撤也只有62.87%，远低于市场平均水平。而最差的一组指标，最大回撤接近80%。

这个指标在大盘股的股票池里面，也同样十分有效，第一分位组别，回报达到14%，而最差的一个组别是-2.39%，这个甚至差距在16个百分点以上。

整体来看，这套策略十分出色，甚至容错率也很高，你只要按照这个方式去选择，即便选错了一些也无所谓，没选到前50，选到前100了，也能保持15%以上的年化回报。甚至在大盘股的测试中，表现更优。是目前所有量化指标中，回报率最高

的。我们再重复一下这个策略，先选出市场中毛利率最高的公司，然后再用企业价值比上销售额排序。

那么可能很多人又好奇，反过来用会怎么样呢，先用企业价值比销售额排序，然后再用毛利率选出最高的100只股票。结果也都差不多，第一分位组别还是有14%以上的回报率，最差的组别，同样回报非常低，放在大盘股中，优势更加突出。

这个东西，还是给我们很多思考的，首先，在实战的时候，我们其实还有更多地玩法，比如有些对冲基金，会做多第一组别，做空最差组别，实现双向开仓。这样长期收益更有保证。其次，分析财报的时候，即便你不用策略，也应该多看看毛利率，毛利率比净利率有效。第三，越是大家关注不多的指标，效果可能越明显一些。

神奇公式的提出者乔尔格林布拉特当时做了个实验，一个是完全客观的使用神奇公式投资，另一个则加入主观的管理，但是选股范围不允许超出神奇公式的选股范畴，也就是说他可以调整比例，但是不可以增加股票进去。那么哪个回报更好？结果可能令人十分吃惊，主动管理的账户，在扣除一切费用之后，甚至没有跑赢标普500指数。只有不到60%的回报。而完全客观操作的账户，则回报是84%反而高出市场20个百分点，这个实验并不严谨，但是却告诉我们，加入主观判断，未必会对投资造成增强，还很可能削弱。

在分析原因的时候，他们发现，之所以主观判断表现不佳，就是因为很巧妙的避开了那些牛股，为啥会是牛股，就是因为他们当时都跌的很多，异常便宜，为啥便宜，就是全市场主流的观点，都不看好他们，所以主观判断，也受到了这些观点影响。所以显然悲观了。另外，在主动管理的时候，经常还会有择时的欲望，总想着高卖低买，多赚点阿尔法收益，但其实非常困难，有时候不得不以更高的价格买回来。甚至乔尔格林布拉特发现，越是主动，收益率越低，越是被动收益率反而高。爱德华索普，就是那个量化投资的鼻祖，数学天才，他就告诉我们，你要是选择量化，那么就要选择当他的奴隶，无论他是否有效，你都要按照这个模型去做。

更有意思的一件事是，在安然丑闻爆发前，一帮商学院的学生，正在用操纵概率模型做演练，他们吃惊的发现，安然公司竟然存在人为操作的可能，于是在考试当中，就把卖空安然的结论填了上去。但这套模型，其实华尔街多的是，然而没有分析师相信，安然这么一个大公司，会财务造假。所以即便这个模型发出了预警信

号，但华尔街也主观的认为，不可能。所以这就是问题所在。其实如果发卷子考试，绝大多数投资者都能做出正确的投资选择，但是如果一旦在市场中真刀真枪的过招，大家就全都迷失了方向，说白了就是情绪主导了思维。

作者也帮我们梳理了四类危险信号，首先，现金流量占营业利润的比值，其次，主营业务利润占利润总额比值，第三，偿债能力检测，利息保障倍数，第四应收账款周转天数，衡量企业的运营效率。

我们先来看第一个，现金流量占营业利润，现金流就是企业运营的血液，企业营业利润转化为现金流的能力越强，企业也就造血功能越强大。反之有些企业，利润一大把，现金流却严重不匹配，那么这个就十分值得怀疑。作者还是按照这个比值从高到低做了排序，他的主要作用在于排除，第8第9和第10分位组别，回报率明显低于市场平均。但现金流转化能力强的那些企业，其实也优势不是特别明显。

第二个是营业利润与利润总额比值，也就是说你赚到的钱，到底有多少是经营得到的，这个也只能当成排除法，也就是说，营业利润占比高未必就好，但是占比低一定有问题。第三的利息保障倍数，和应收账款周转天数也大体如此，这些不能选出最优但是却可以排除最差。

那么上面的这个四个因素构成的危险信号综合指标，之所以不能选优，就是因为他没有涉及盈利因素，没有回报率也就不能识别好公司，那么我们给他再加一个回报率指标，比如用净资产收益率综合使用，构成一个多因子模型呢？一下有效性就出来了，第一分位年化回报率达到12.45%，最差分位回报率5.9%，差距还是很明显的。所以我们在选择多因子模型的时候，还要注意他的进攻和防守性，进攻主要就得有盈利指标，而防守则要用现金流去验证或者用估值指标去保护。

这种指标其实市场中还有很多，主要分为五大类，分别是盈利能力，收益质量，资本结构，偿债能力和运营能力，

我们也是一个一个进行分析，先看盈利能力指标，主要有两个，营业总成本比上营业总收入，衡量的是你需要投入多少成本，才能创造收入，那么显然数值越高，股

票价格就越是脆弱。这就是我们经常说的一句话，最好的生意叫做一本万利。用这个指标筛选出来的股票组合，年化复合收益率达到11.89%，有效性一般，但是最差组别只有5.71%，所以还是只能用于排除法。选优的效果不明显。

第二个盈利能力指标叫做贝利比率， $=\text{毛利润}/\text{运营费用}$ ，也就是说，在消耗同样的费用之下，谁创造的毛利润更多。这里解释下，运营费用就是我们说的三费，销售费用，管理费用和财务费用之和。这个比率其实也只能用排除法，最低的一个组别数值是5.8%。最高组别优势不明显。没办法用来选优。

下面我们看两个收益质量指标，第一个是营业外收支净额比上利润总额，营业外，就是偶然发生的，也就是说这些偶发性的收支，占利润的比例。如果越高，说明收益质量越差。经营稳定性不足。另一个指标是价值变动净收益，比上利润总额，价值变动净收益，包括投资变动，公允价值变动和汇兑变动，其实也是一个意思，就是偶发性的其他因素，对于利润的影响。这些其实对于筛选股票的意义不太大。

我们重点看看五个资本结构指标，第一是资产现金回报率，公式就是 $=\text{经营活动现金流净额}/\text{总资产}$ ，衡量的是你这个资产创造经营现金流的能力，这个指标相当管用，别小看这么一个简单的比例，他筛选出的股票，最高分位能获得14.25%的年化回报，最差组别是6.6%，所以选优和排除都很适用。明天我们再看其他的资本结构指标。对我们的量化投资会有很多的帮助。

【7】基本面量化投资策略 7：资本结构指标的选股效果？

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书基本面量化投资策略，昨天我们讲到了资本结构指标，这个就比较有效了，资产现金回报率，已经能把收益率提高到14.25%，在大盘股当中，也有13%以上的表现。

下面一个指标是资产负债率，这就是总负债比上总资产，看看你到底借了多少钱，这是财务分析的时候，经常用到的指标，但是不适合做量化分析，无法筛选优秀的股票，也无法排除。表现不理想。后面还有非流动资产比率，长期负债比率，无形

资产比率，这几个指标只能用于排除，不能用于选优。总体来看，资本结构指标当中，最好用的还是资产的现金回报率这个指标，也就是总资产到底产生多少经营现金流。

再看看偿债能力指标，第一个就是现金流动负债比，他衡量的是现金流量，对于负债的覆盖能力，公式很简单，就是经营现金流比上流动负债。在量化的世界里，往往就是很奇怪，越简单的东西，往往越有效果，这个指标筛选出来最好的股票组别，回报率高达13.43%，最差组别是6.5%，二者相差一倍，所以优势十分明显。在大盘股当中，这个指标选优的功能不太好用，但是排除还是可以的。最差组别长期回报率只有2.68%。表现十分糟糕。

但后面几个指标，比如流动比率，有形净值比上净债务，还有经营活动现金流比上净债务，速动比率，产权比率，长期负债比运营资金，股东权益比上带息债务，还有杠杆率，这些指标，表现并不出色。我们也就一笔带过了。

营运能力指标，也分为三个，固定资产周转率，净资产周转率，还有总资产周转率，表现也很一般。选优和排除都区别不大。那么我们能从这些结果当中得到什么结论呢？财务指标对于选股意义不是特别大，通过财务指标选出来的公司，优劣差距很小。不足以扩大收益，最有效的指标，还是现金流和总资产的关系。因为这个指标同时具备了盈利能力和估值两个因素，而这也是量化模型最重要的两个方向。好不好，和贵不贵。我们发现，不能同时解决这两个问题的单因子策略，基本上有效性都一般。

之前我们讲的，都是公司本身和市场的关系，下面我们来重点看看市场，也就是动量因子，波动因子。对于量化的作用。股市最大的特征就是波动，波动让一些人多赚了很多钱，但也同时让更多的人赔掉了很多钱。那么为什么会产生这么大的波动呢？

从大的方面来看，价格波动来自于产业变迁的周期性变化，这种经济周期3-5年就重复一次。在这个过程中，不断地优胜劣汰，新产业产生，旧产业被淘汰。这也极大的影响了投资者的预期。而投资者的预期，又把这种产业的周期变动无限放大了，老齐经常说，企业利润在4-6之间变动，而投资者预期则在0-10之间波动，极

端情况，可能是-10-10之间。也就是说，公司作为一个整体，其实每年都是在盈利赚钱的，但投资者却经常预期他们会亏掉大钱，每年大家都要思考10几次经济是不是衰退了。

作者讲了一个米尔5阶段周期模型，经济学家，约翰斯图亚特米尔认为，周期的变动，根源不在于金钱，而在于人性。第一阶段，新产业诞生，成长缓慢，甚至还会有阶段性倒退，大家关注相对较少，第二阶段，信用创造泡沫，货币扩张，信用创造后勤补给，新产业高速发展。金融业开始加大投资力度，追逐更高的收益。不断吹大产业实力。第三个阶段，就是资本盛宴，价格狂欢。人们开始故意忽略泡沫，认为这次不一样，产生严重的过度自信。第四阶段，泡沫破裂，发生金融危机。资产价格暴跌，第五阶段，群体恐慌性风险厌恶，大家损失惨重之后，风险偏好降到最低点，对好的资产视而不见，宁可持有现金。但在一轮惨烈杀跌后，市场出清，新的产业机会已经开始悄悄复苏。

在这种周期的规律之下，有人研究了动量因素，有3个发现，1动量效应普遍存在，2即将披露的信息越重要，动量也就越强烈，3在信息披露之前，动量效应就已经启动。动量其实就是大家对于市场的一种反映，预期的强烈程度，决定了动量还是反转。也就是说盛极而衰，大家都觉得白酒是永远的神的时候，那么白酒也就离大跌不远了。

中国股市，这种动量效应十分明显，反转效应也很明显，比如一只股票的收益波动，明显增加，那么他的价格可能就走低，相反，他的收益波动率降低，未来价格可能走高。股价波动与股票走势是负相关的。

我们先看1个月动量指标，回测结果是两边低中间高，也就是说市场中完全没人关注的股票不值得投资，市场中关注太多的股票，也不值得投资。反而是第四分为回报最高，但是年化只有11.13%，也并不是很高，所以选优效果很差，而且随着时间拉长，比如3个月动量，1年动量，3年动量，头部几个组合的表现也就越差。反而尾部的组合，长期业绩得以修复，这就发生了一定的反转效应。

那么我们利用这个规律，作者选择了6个月标准差这个指标，也就是6个月之内，他的波动最大幅度是多少。从结果来看，6个月波动幅度最小的前4组，长期回报都还可以，都在12.5%以上。而6个月波动最大的一组，长期年化回报只有1.4%，这是肯定可以被排除的。

下面作者还找了一个相对指标，叫做过去一年，个股与市场波动率的比值，这个就更有比较意义，因为牛市和熊市，本身市场的波动就不同，所以相对波动率，更能表示个股的活跃程度。但由于数据的可得性，他只能找到2005年以后的数据，所以处于一波大牛市的开始阶段，所以最后得到的回报都很高，甚至高过了15%的年化，总之就是指标越高，越不值得投资。指标越低，反倒可以投资。

随后作者把6个月标准差和1个月价格动量合起来使用。得到最好的结果是年化14%，最差结果是年化5.18%，最优的那一组，最大回撤还很小，只有61%，所以夏普比率较高。

这些测试，还是告诉我们那个道理，千万别追热门，市场中关注越高的东西，波动就会越大，波动越大，反而长期回报越差。动量因子和波动因子组合起来使用，效果更好。也就是说，当一个股票成交量低，波动还小。很有可能就是底部特征。那么相反，波动率高，还成交量大，很可能就是在顶部换手。这个对于我们做个股投资，或者行业投资，也会有很大的帮助。

那么我们讲了这么多因子，如何制作自己的选股模型呢？好多人习惯，把很多因子加在一起，形成一个复杂的多因子模型，但其实结果不一定好用。甚至由于条件过于苛刻，还把大牛股过滤掉了。作者提供了搭建组合模型的思路。

第一个就是，资本回报率和估值，比如我们常说的pb-roe模型，pb就是估值，roe就是净资产回报率。当然你也可以用其他的指标，比如投入资产回报率roic和市销率ps，逻辑都是一样的，作者测了一下，roic和市销率的模型，选出的20只股票组合年化复合收益率12.77%，而选出的40只股票组合，反而更高一点，达到13.44%。长期来看，这套方法选出的股票组合，战胜股票指数的概率在8-9成。每年平均跑赢4个点左右。这个成绩还是相当不错的。一般价值投资者，都非常喜欢使用这种估值模型。

那么成长投资者呢？他们一般用，估值和成长性组合。这就是目前市场上，非常出名的garp策略，也就是兼具价值和成长，一般会选择市盈率和净利润增长率来构建模型。那么结果怎么样呢，作者挑出的20只股票组合和40只股票组合，最后结果都差不多，年化回报12.8%和12.96%，确实明显跑赢了市场平均。而且长期胜率也有8-9成。

再看资本结构和估值组成的模型，比如我们之前讲的那个特别有用的资产现金回报率这个指标，单因子就能有15%的年化回报，那么他和同样很优秀的企业价值比销售额组合在一起，会怎么样呢？还会拥有15%以上的年化回报吗？咱们明天接着讲。

【8】基本面量化投资策略 8：多因子模型会不会起到更好的效果？

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，基本面量化投资策略，昨天说到了，之前最强的单因子模型，资产现金回报率和企业价值比销售额，强强联手组合在一起，能得到什么样的回报。相信很多人都很期待，无论是20只股票组合，还是40只股票组合，年化回报都超过了15%，同样很优秀。已经达到了专业选股的能力。长期胜率就是100%，平均每年跑出5个百分点的优势。

再来看看估值与波动率，估值能告诉我们哪些股票便宜，但不会告诉我们市场的预期如何，波动率则提供了这方面的信息，波动率越小，说明市场分歧越小，波动率越大，则市场分歧越大。于是作者通过，市净率和6个月波动率构建模型，最后也得到了很优秀的效果，20只股票的复合收益率超过15%，40只股票组合，也差不多达到14.92%，效果很好，而且回撤都在60%左右，也比市场平均更低。长期肯定打败市场，而且每年多跑出4.5%的超额回报。

那么如果同类的两个指标，叠加在一起行不行？比如估值中的企业价值比上销售额这个指标，跟市盈率同时使用。那么其实就包括了4个要素，企业价值，销售额，股价，净利润，而企业价值有包括市值+负债-现金，所以因素还是比较丰富的。那么这个组合回测下来，20只股票组合能有14%的回报，40只股票组合也有13.7%，还算是不错。也是十分有效。

我们再看看用财务指标叠加使用，比如偿债能力与资本回报率，用现金流负债比，与净资产收益率叠加，也是构建20只股票组合和40只股票组合，最后得到了13.97%和13.7%的回报。

再看资本回报率和波动率，比如净资产收益率和6个月波动率放在一起，也就是说质量很好，还没人关注，这样的组合回报怎么样，大家可以想象一下，结果当然很有效，而且特别优秀，20只股票年化复合回报16.9%，40只股票也有16.48%。这个很关键，大家一定要记住了，即便你不会量化投资，在股票市场全面低迷的时候，选择净资产收益率最高的股票投资组合，回报率是相当高的，甚至是最高的。而且最大回撤只有55%和57%，所以大道至简，这是最简单的投资方式，缩量稳定之后，寻找好东西。长期超额回报超过7%。这样的回报率你知道意味着什么吗，10万块钱投进去，每年16%的回报。基本上20年20倍。10万变成200万，假如你能有巴菲特那样的好身体，只需要62年，你的10万就变成了10个亿。是不是很兴奋。

说完了2个指标的双因子模型，我们再来看看，3个指标的多因子，比如资本回报率，估值和动量三个指标，这就是要创造一个质地优秀，估值低，市场分歧小关注度不高的多维条件。作者选择市销率，净资产收益率，和3个月价格动量三个指标，相当于就是上面那个非常好的模型，加了一个市销率指标进去，结果虽然也不差，也有15.8%和14%的回报。但显然多加了一个指标，让模型变差了。而且还把最大回撤提升到了70%，所以三个指标的模型，不但没起到效果，反而适得其反。

下面我们看，估值，成长性和资本回报率三个指标，对应的是企业价值比销售额，营业利润增长率，与投入资本回报率roic，就是要找到便宜，增长快，还质量很高的公司，这个结果是有一定的效果，年化回报是13.55%和12.65%，据老齐所知，这个模型被很多基金公司使用，比如我们知道的几个明星基金经理，就是这么干的。所以方向是没错，但可能是因为使用的人太多，所以效果一般。

再看估值，价格动量和资本结构。对应三个指标，市盈率，3个月价格动量和资产现金回收率，也就是去找那些便宜，资产质量高，正在受到投资者追捧的股票。这个回报率还不错，分别于14.27%和15.07%，在老齐看来，能超过15%，就是十分有效的策略。但他的最大回撤，跟整体指数保持一致。并没有优势。

还有估值，偿债能力与资本回报率，分别对应市现率，现金流动负债，与净资产收益率，找那些便宜，偿债能力强，且创收能力好的公司，其实老齐对偿债能力这个指标不太感兴趣，好公司根本不需要去考虑这个指标，所以结果也可想而知，年化分别是11.97%和13.62%。

下一组是利润率，估值，波动率，对应毛利率，市盈率和6个月波动率，找到产业链地位突出，估值低，且投资者关注不多，分歧不大的公司。这三个维度跨度比较大，所以表现很出色，分别由14.36%和15.38%的年化回报，关键是最大回撤还比较低。分别为53%和56%。远低于市场平均。老齐发现一个规律，那就是只要引入了市场指标，特别是这个波动率，往往就会让收益提升，回撤下降。

接下来我们看看更复杂的东西，4个指标做组合，基本都包括了，估值，危险信号，净资产收益率和价格动量，这个综合模型效果还可以，年化14%以上。可见复杂程度提高，但是结果并没有特别超预期。

那么5个选股指标叠加呢，先把估值指标都用上，包括市盈率，市净率企业价值倍数，市销率和市现率。得到的结果是年化13.8%。也就是说，你用了这么多估值因子，其实得到的结果，跟一个因子差不多。

下面我们把这些指标拆开，估值，偿债能力，资本回报率，价格动量和收益质量，全面配置，选择的指标是市盈率，现金流动负债比，投入资本回报率，3个月价格动量，还有价值变动净收益比上利润总额，他这个编制方案就有点既要又要的意思，什么都想占着，但是结果却很差，长期回报率只有12.6%和13.6%，回撤也不小超过了67%的市场平均水平。

那是不是就意味着，指标多一定不行呢？也不尽然，可能还是没有配置对，接下来作者又用估值，资本回报率，偿债能力，波动率，和动量做了一个模型，分别对应的都是每个类目下的核心指标，分别是企业价值比销售额，净值产收益率，股东权益比带息债务，6个月波动率和3个月动量。结果你猜猜会怎么样，竟然收益率报表了，20只股票组合和40只股票组合，年化回报率都超过了17%。最大回撤是60%左右，夏普比率在0.45，索提诺比率在0.76。这应该是所有的量化模型当中第二高的一组了。

那么还能不能更高呢，这还有一组策略，分别用市值，利润率，资本回报率，波动率和估值来构建模型，对应的指标就是，市值，毛利率，投入资本回报率roic，6个月波动率和市销率，由这些指标，选出来的20只股票组合，长期回报率竟然高达

18.44%。但是回撤稍微大了一点，在62%，所以夏普比率和索提诺比率比上面的数值略低。他更亮眼的地方在于，这个组合3年战胜指数的概率就是100%，平均超过9个点。这应该是整本书的王者策略了。

后面作者提了一下神奇公式，按照格林布拉特的模型，用roic和企业价值倍数两个指标，在我们的股市上，选择40家公司，长期回报率其实不高，只有年化11.4%，比市场平均强一点，但十分有限。基本上算是一个无效策略。而作者，则在他的基础上，做出了改进，加入了波动率和毛利率两个指标，这样让神奇公式的年化回报提高到了14.48%，回撤幅度大幅降低到50%多，变成了一个有效策略。

接着他又往这个策略里面加入了一个市值因子，也就是到中小市值当中去选择股票，有效性进一步提升，20只股票组合提升到了16.48%，40只股票组合提升到了15.52%。

作者这些策略模型，其实告诉我们，因子不是无效的堆积，而是要有意的筛选。从这些策略来看，确实有些后视镜效应，也许刚好赶上了他的爆发，比如所有的回测都到2020年底，那么roe指标，肯定就是一个重要的指标。所以带roe的表现都很出色。但是如果要放在2021年底去看，可能数据就会发生一定的变化。

本书的最后，作者还说了点投资鸡汤，总结一下就是认识风险，重视周期别总觉得这次不一样了，然后剩下的就是保持耐心。老齐读了这本书，启发很大，对于量化策略，有了更深层次的认知。有效的因子就那么几个，但是他们都是在不同周期起作用的，比如在滞胀和衰退期，起作用的可能就是股息率因子，而在复苏和繁荣期，起作用的就是质量因子和成长性因子，用低波动调整一下之后，就具备了逆向的特征和价值。即便我们不做量化，只做选股，这也是我们重要的考量方向。找到估值低，质量好，且又无人问津的股票，才能获得更长久的收益。明天我们开始新的学习。