

# 大师系列指数

## 1、前言

提到指数，投资者首先想到的关键词一般都是“宽基”、“主题”、“行业”、“被动投资”等，大家的普遍看法是指数是作为一种资产配置的工具而存在的，通俗点说就是一篮子通过固定规则选出来的股票。对于当前市场上最流行的宽基指数和主题指数而言，基本可以说是没有人为因素干预的，指数也因此被称为被动投资。

但还有一类指数，从指数编制到指数运行，都少不了人为参与的因素，这就是策略指数。策略指数其实是投资理念或者投资策略数量化、规则化后的一种表现形式，因此，**购买这类指数产品的投资者必须要认同指数背后的投资逻辑**。选择策略指数基金与选择主动基金最大的区别在于，投资者认同的对象从活生生的人（基金经理）变成了冷冰冰的规则（指数编制方案），二者谁更可靠，这里不做更多讨论，但要强调的是策略指数的本质和主动基金其实是类似的，策略指数并不完全属于“被动投资”，是带有强烈主观色彩的“半主动投资”。

我们常说的“大盘成长”或者“小盘价值”属于策略指数下细分的“风格指数”类，我们能够很容易的在市场上找到代表这两类风格的指数产品，这类带有明显风格标签的指数一般也称作 **Smart Beta** 指数，这是目前最主流的策略指数。但本文的主角——大师策略指数系列，并不属于 **Smart Beta** 指数，这些指数从结果上虽然可以归因到“成长”、“价值”、“红利”等风格，但从指数的编制方案上可以看到许多投资大师思想的结晶。上文提到，策略指数最需要投资者的认同，而这些投资大师就有许许多多的追随者，我们用指数的方式提供这样一个平台，让投资者可以近距离直观地跟踪这些大师的投资理念在 A 股的模拟表现。

由于很多投资大师并没有真正在 A 股做过投资，因此我们是从他们的言论、著作、传记甚至持仓中提炼出可以量化的指标，通过合理的量化手段将其规则化，然后应用在 A 股市场上的。当然由于时代不同、市场不同，对一些具体的指标肯定要做一定程度的修改，使其更适应当前的 A 股市场，但在总体上，我们还是更倾向于完整保留大师们投资理念的主干部分，我们更希望达到神似而不仅仅是形

似的程度。

正如上文所说，策略指数带有很强烈的主观色彩，大师指数系列虽然提炼自大师的投资理念，但其实严格意义上这也只是我们理解的大师投资理念，可能无法让所有人都认同。本文的主要目的就是阐述我们对这些投资大师理念的理解和认知，也希望能和大家共同探讨。

## 2、导论

股票的收益主要来源于**估值**和**业绩**的变化，下面这个传统的公式即可阐述。但真实的投资远比公式复杂，例如业绩代表的是历史的业绩，相对固定，但对业绩的预期会改变估值，反过来估值的变化又会影响上市公司的经营决策和资本运作，从而影响公司业绩。如此一来，估值和业绩交互影响，投资者想全盘掌控所有变量几乎是不可能的事情。但好在，做投资并不需要掌控所有变量，我们从古今中外各位投资大师的言论、著作中就能看到，他们往往只抓住少数几个关键变量就能收获巨大的成功。

$$P = PE * EPS$$


The diagram shows the formula  $P = PE * EPS$  enclosed in a red border. Below the 'PE' term is a red box containing the text '预期宏观环境情绪政策'. Below the 'EPS' term is a blue box containing the text '业绩分红回购增发'.

根据各位投资大师抓住的主要变量，我们可以把他们分成两大流派，一派是重视公司基本面分析的价值投资派，另一派是重视市场价格的宏观投资派，这两派也并不完全互相排斥，只是在倾向性上有所不同而已。

价值投资派认为买股票等于买公司，公司的经营状况直接影响公司的价值，再将公司价值与股票价格做对比从而做出投资决策。从这个过程中可以看到，价值投资的分析重点是企业价值，而股票价格是做交易决策时用的，只要企业价值分析清楚了，交易决策只需要等待时机做一些简单的数字运算便可快速做出。

而宏观投资派则弱化了企业价值分析，重点关注市场价格包含的信息，这里的市场价格通常也包括成交量、利率、汇率、商品市场价格甚至 CPI 等宏观经济变量，通过对这些指标定性或定量的分析来做出投资决策。

金融行业的理论在近数十年来已经有了蓬勃的发展，这些理论为上述两派投资者都提供了非常深厚的理论基础，下面简单介绍一下这两种流派具体都是怎么做的。

### 3、价值投资派

价值投资的鼻祖通常认为是本杰明·格雷厄姆，集大成者是巴菲特，1934 年格雷厄姆和戴维·多德出版了著名的《证券分析》一书，后来又多次再版，成为了价值投资者的“圣经”。巴菲特则是格雷厄姆的学生，也效仿格雷厄姆的投资理念进行投资，并不断升级和优化自己的投资理念，最后成为举世瞩目的“股神”。

价值投资的理念可以用一句话概括：以合适的价格买入好公司的股票，这里的关键词有两个，合适的价格、好公司。更关注前者的价值投资者更在乎股价或估值（PE、PB 等估值指标）是否便宜，是否有足够的安全边际，对公司质地要求较低；而更关注后者的投资者宁愿承担较高的成本，也要选择质地更好的公司。这两派经常会产生争论，都认为自己的投资方式才叫价值投资，但其实他们的本质是一样的，只是侧重点不同，也都有非常成功的案例，这里我们先来看看最原始的价值投资是怎么做的。

在价值投资的早期发展过程中，投资和投机并没有被明确区分，在格雷厄姆看来，*投资是根据深入的分析，承诺本金安全以及回报率令人满意的操作，不符合这些条件的操作均是投机*。从这里可以看出，更符合格雷厄姆投资定义的资产应当是高评级债券，但假如把投资范围扩大一些，在股票市场上寻找类似的资产，可以收获更丰厚的回报。从最原始的定义来看，只有买入市值低于公司清算价值的股票，才能保证本金安全，而回报率是否令人满意则取决于公司未来的发展，在那个充满悲观情绪的市场显然这一点并不受人关注，但大多数公司其实并没有很快走向破产，而是随着经济的复苏重新焕发活力，于是这种被称为“拾烟蒂”的策略也创造了惊人的收益，格雷厄姆也因此名声大震。

不过，“拾烟蒂”策略只是在当时那种特定环境下诞生的特殊产物，由于“大

萧条”和“股市大崩盘”刚过去不久，投资者惧怕任何形式的风险投资，资产价格普遍都很便宜，这才使得格雷厄姆等人能够买到大量的“烟蒂股”。但到了1950年之后，这种机会就已经非常稀少了，“拾烟蒂”策略的意义在于哪怕公司破产清算投资者也能赚到钱，但假如市场上所有公司的市值都大于该公司的清算价值，那么这种策略也就全无用武之地，因为哪怕买入价格只高于清算价值1%，一旦公司破产投资者也至少会亏损1%的本金，这不符合格雷厄姆对投资的最初定义。而另一方面，这些股价徘徊在清算线上的公司往往被种种负面因素缠绕在身，最终走向破产清算的概率比一般公司要大，这也因此导致策略失效。

在面对如此情形时，价值投资显然已经无法按照原始方法进行下去，尤其是当格雷厄姆声名远扬后，少数“烟蒂股”被大量跟风者竞相追求，股价很快涨到高不可攀的位置，进一步压缩价值投资者的选股空间。于是，一部分聪明的投资者对策略进行了改造，既然无法在清算价值线以下买到股票，那么以略高于清算价值的价格买入破产清算风险极低的公司，也能保证足够的安全边际和不错的预期收益。这种“经典价值”策略对于公司的质地要求要比“拾烟蒂”策略高得多，而对价格的便宜程度要求则要低一些，但总的来说，较低的买入价格仍然是该策略的核心。

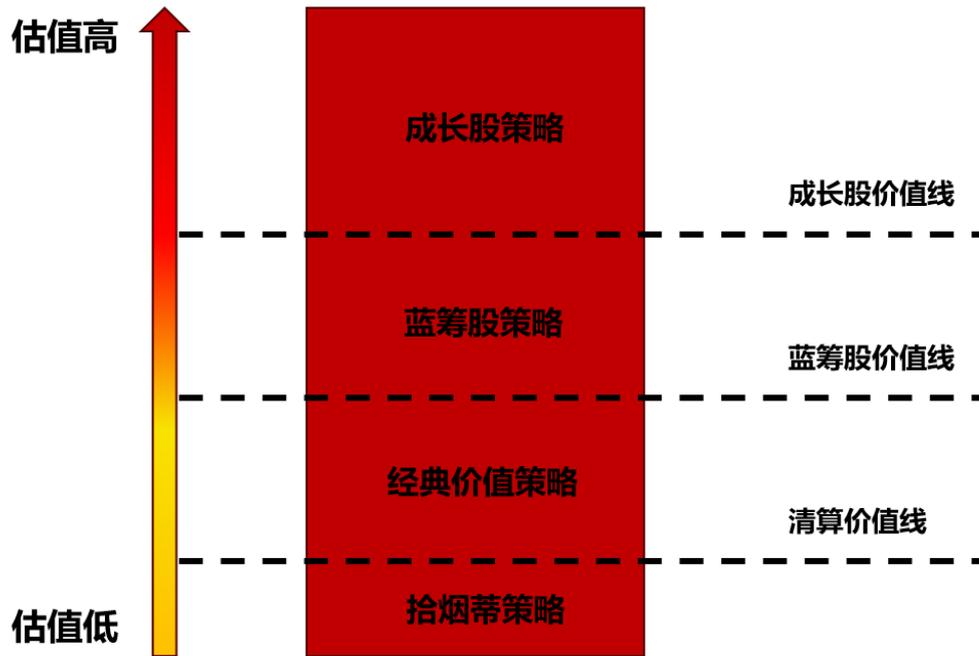
价值投资在上世纪60年代时，早已成为大多数职业投资者内心笃信的投资真理，在这之后价值投资的理念也开始出现分化，其中有一部分投资者的视线就从关注便宜股票转移到优秀公司身上，他们认为，如果一家公司足够优秀，那么为之付出更高的价格是可以接受的，并且长远看来收益会更好。此后很长一段时期，这种投资方式在美股是成功的，一些被称为“漂亮50”的公司具备较强的盈利能力、较高的成长性和高于市场平均的净资产收益率，强劲的基本面让它们获得了远高于市场平均的估值水平。

如果说“拾烟蒂”策略属于价值投资中的极端案例，那么“成长股”投资则是价值投资中的另一个极端，“拾烟蒂”策略几乎很少关注公司质地，焦点主要在股价是否便宜上，而“成长股”投资则对股票价格不做过多挑剔，主要关注公司的盈利能力和成长性。这也是为什么“成长股”投资者经常被视为价值投资的异类，他们的关注点几乎完全偏离了格雷厄姆的初始理念，那为什么“成长股”投资仍然被认为属于价值投资呢？因为“成长股”是未来的“价值股”，没有任

何公司能够永远保持高速增长，但如果能够保持足够长时间的高速增长，那么公司未来的内在价值将会远远超过当前的价值，这就是复利的力量，这么一来，“成长股”当前的估值即便比“价值股”高一些甚至高数倍，未来也能收获丰厚的回报。此外，“成长股”投资也绝非不看价格无脑买入，而是要分析公司的前景能否支撑当前的价格，当高成长不再持续时，高估值也将失去支撑，不仅不应该买入，还应该及时卖出。综上所述，“成长股”投资所关注的仍然是比较“公司的价值”和“股票的价格”，理念整体仍然在价值投资的框架之内。

巴菲特亲自承认自己有两位投资导师，一位是本杰明·格雷厄姆，而另一位就是成长股投资大师菲利普·费雪，由此可见，这两个极端的价值投资策略都被巴菲特所接受，这才造就一代“股神”，同时也是价值投资的集大成者。当然，价值投资者中还诞生了很多投资大师，比如追随格雷厄姆一生的沃尔特·施洛斯、对商业模式有独到见解的查理·芒格、独创“神奇公式”的乔尔·格林布拉特、传奇基金经理彼得·林奇和约翰·邓普顿等等。

简单总结一下，价值投资关注的两个最核心的要素分别是**公司价值**和**股票价格**，而根据各个派别的投资者在这两个要素上投入的关注度可以将价值投资者分为四大类，如下图所示：“拾烟蒂”策略对价格的要求最为苛刻，以低于清算价值的价格买入股票能拥有最大的安全边际，属于第一层价值投资；“经典价值”策略则在尽可能避免买到未来持续衰退公司的前提下以尽可能低的价格买入并持有，属于第二层价值投资；“蓝筹股”投资则进一步放松了对价格的要求，追求公司的品质，主要收益来源是上市公司的盈利增长以及分红；“成长股”投资则将价格的要求降至最低，主要关注有较大增长潜力、较持续成长性的公司，并愿意为此付出高出市场平均估值水平的价格。



如果市场是完全有效的，那么每一只股票的估值波动基本不会超出符合自身定位的估值范围，价值投资也只能赚到业绩增长的收益。但事实上，股票市场经常出现不理智的情形，“市场先生”总是由于战争、通胀、经济危机等因素产生情绪波动，股票大量出现估值错配的现象，这给了价值投资者充足的盈利空间。此外，还有一类投资策略主要针对估值滞后基本面变化的机会，当一只给予价值股估值的公司由于基本面发生变化未来可能成为成长股的时候，股价可能因为种种因素没有及时反映，这时买入股票未来可能获得业绩和估值双重提升的收益，也被称为“戴维斯双击”，反之，未来可能发生业绩和估值双重下跌的股票也被称为“戴维斯双杀”。这种机会很少出现，但一旦出现了，任何价值投资者都不会放弃。

## 4、宏观投资派

由于价值投资在过去几十年里几乎席卷整个华尔街，因此基于股票基本面分析的价值投资策略越来越拥挤，这也大大增加了价值投资获取超额收益的难度。宏观分析派虽然人数较少，但也不乏大师，而且个个鼎鼎大名，他们有做多资产宏观对冲的乔治·索罗斯、吉姆·罗杰斯和瑞·达利欧，也有通过技术分析择时选股的威廉·欧奈尔和杰西·利弗莫尔，本文暂不讨论多资产组合的策略，仅分析股票投资大师们的投资理念。

在股市的早期发展阶段，股价很容易暴涨暴跌，技术分析一度成为市场主流，投机行为大行其道，股市更像一个赌场，但在大萧条后的几十年，监管趋严，投资者信心受损，技术分析逐渐没落。进入 21 世纪后，随着计算机技术的飞速发展，股票价格走势的展示和各种量价指标的计算也越来越方便，技术分析又重新焕发了昔日的光辉。总的来说，技术分析仍被视作投机行为，但如今的技术分析也拥有扎实的理论支撑，可靠性逐渐在增强，其中之一便得益于行为金融学的发展。行为金融学主要研究由于人的非理性行为造成市场上价格偏离价值的现象，由于投资标的收益通常具有不确定性，投资者往往是在风险压力下做出投资决策的，因此极易受到心理因素的干扰从而形成群体性的不理智行为，对市场价格造成重大影响。而更高明的投资者则可以利用这种群体不理智行为做交易从而获取收益。

技术分析的另一个理论支柱来源于计算机科学和统计学的发展，早期做投资没有太多投资理论，但归纳总结是人类自诞生之初就掌握的一种学习方法，股市交易会产大量的数字，从这些数字中寻找规律是绝大多数投资者很自然就能想到的分析方式，而统计学和计算机技术就是这种分析方式的两大“核武器”。现如今，越来越多的资金选择了量化投资这条道路，将这种分析方式发扬到了极致，普通投资者“武器”过于落后，已经很难赚到钱，但在几十年前，更理智的投资者例如威廉·欧奈尔还是能通过归纳总结做到很高的收益率。这种通过归纳总结找规律的方式在历史回测方面自然能有非常好的效果，但绝大多数结论不具有外延性，缺乏内在的理论基础，而且由于采用这种方式的投资者数量众多，很容易造成策略拥挤，因此，大部分策略有效期较短，而且一旦失效容易造成巨大回撤，得不偿失，所以量化基金还需要不断的搭建模型寻找新的策略，并不适合指数化的表现形式。

宏观投资派（股票）的另一个分支是周期轮动策略，这种策略的方法类似于多资产轮动，需要对各个行业有着深入的分析和对未来准确的判断，要求具备丰富的经济学知识和强大的逻辑推理能力，难度很大，但也不乏成功案例。目前来看，人工智能有希望做到这一点，也许未来会出现 AI 投资大师，也可能出现真正的 AI 投资指数，但想通过普通的策略指数将其规则化几乎是不可能的。

## 5、华证大师系列指数

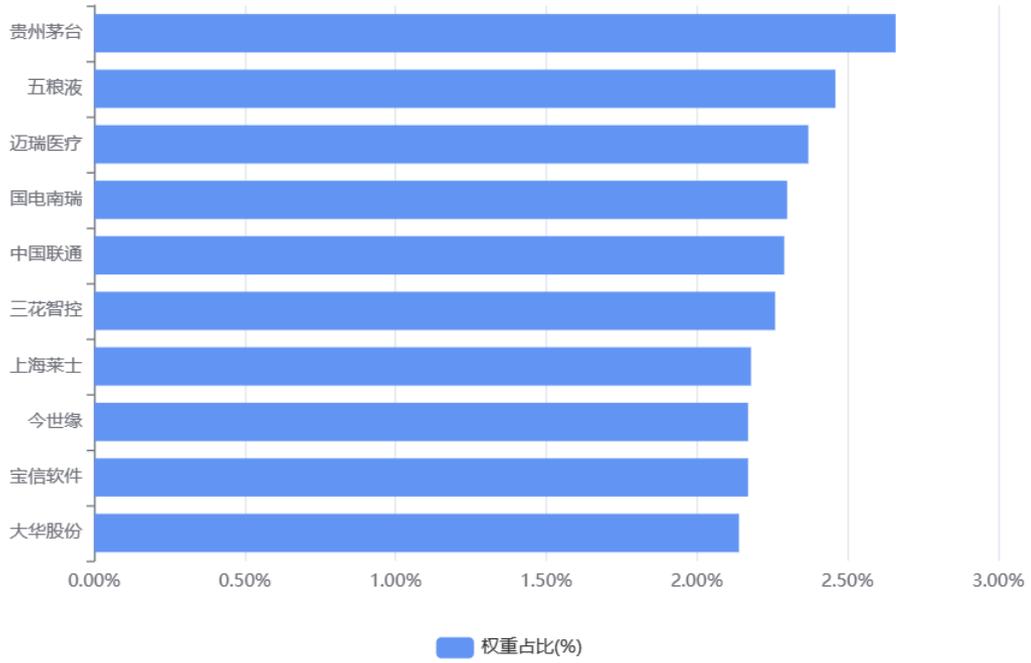
华证大师系列指数目前已发布 2 个策略共 3 条指数，分别是彼得林奇 GARP 策略一条（华证 A 股 GARP50 策略指数）和格雷厄姆经典价值策略两条（华证 A 股经典价值投资策略指数和华证 A 股深度价值投资策略指数），未来还会陆陆续续发布更多的大师策略和指数。对于指数呈现的效果，我们将尽可能还原策略的原貌，但如果有更能适应 A 股真实投资环境的改动，我们也会额外发布一条改造版指数，例如华证 A 股深度价值投资策略指数就是华证 A 股经典价值投资策略指数的改造版。

GARP（Growth at a Reasonable Price）是一个兼顾价值和成长的投资策略，旨在以较低价格买入成长性较高的股票，属于有估值保护的成长股投资策略，彼得·林奇就是运用该策略的大师。指数的核心选股指标是 PEG（Price/Earnings to Growth，即“市盈率相对盈利增长比率”），并围绕 PEG 做了一系列优化，最终形成了华证 A 股 GARP50 策略指数（代码：995180.SSI）。指数发布于 2023 年 8 月 15 日，发布以来（截至 2024 年 2 月 29 日）收益率为-5.91%，同期表现优于主流宽基指数如沪深 300（-8.81%）和中证 500（-9.63%），更优于同类型的成长指数如 300 成长（-18.45%）以及万得偏股混合型基金指数（-12.72%），在低迷的市场环境中表现出了优秀的抗风险能力。而如果回看更长期的历史表现，则会发现指数在行情较好的时候同样有着更突出的表现，例如在 2019 年至 2021 年期间，指数三年总共上涨 189.32%，遥遥领先沪深 300（64.10%）、中证 500（76.57%）、300 成长（111.10%）和万得偏股混合型基金指数（143.46%）。总的来说，GARP 策略非常适合在 A 股中生存，过去 A 股投资者往往容易沉迷于成长股的宏大叙事中不能自拔，最终成为给故事买单的人，而通过规则化运行的指数则不会沉溺于此，永远选择性价比最高的成长股作为指数成分股，既能收获成长股的高弹性收益，又能够在市场低迷时获得估值保护，留住大部分利润。

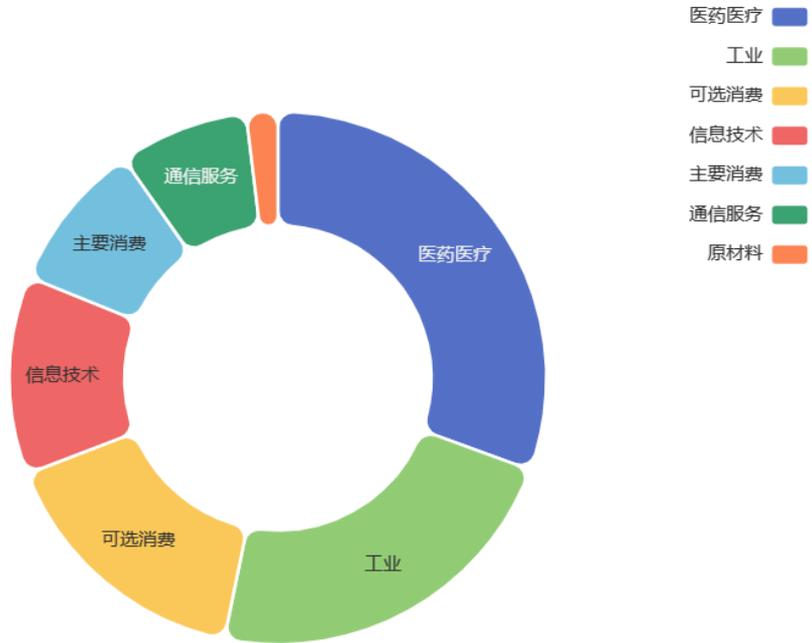
指数基本面

指数简称	PE	PB	股息率	ESG得分	年化换手率	样本数量	总市值(亿元)	自由流通市值(亿元)
GARP50	25.3	3.2	1.58%	75.5	60.52%	50	43574	22288
华证A指	17.9	1.5	2.09%	76.7	37.95%	4175	706625	341516

主要成分股占比



公司行业占比



年份	GARP50	华证A指	超额收益
2015	58.64%	29.54%	29.10%
2016	-14.66%	-14.79%	0.13%
2017	13.98%	4.30%	9.68%
2018	-22.34%	-28.51%	6.17%
2019	42.95%	32.75%	10.20%
2020	65.22%	25.81%	39.41%
2021	22.50%	5.46%	17.04%
2022	-15.35%	-20.09%	4.74%
2023	2.15%	-7.42%	9.57%
2024	-2.28%	-2.43%	0.15%

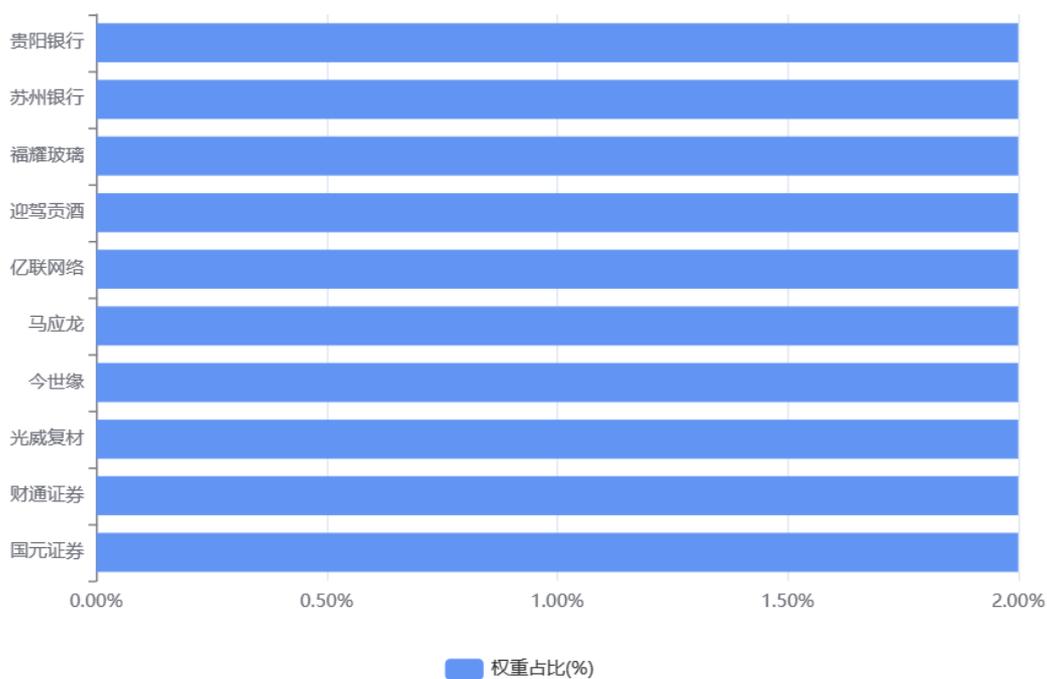
经典价值策略则是纯粹的低估值策略，上文已经提到，在没有“捡烟蒂”的机会时，选择破产清算风险低的公司，在其估值处于绝对低位时买入也能获得不错的收益，格雷厄姆基于这两点分别提出了“安全五法”和“价值五法”。围绕经典价值策略的这十大法则，结合当前 A 股的实际情况，最终形成了华证 A 股经典价值投资策略指数（简称：经典价值；代码：995181.SSI）；考虑到指数本身具有分散性的特点，对于个股安全边际可以适当放宽，又形成了华证 A 股深度价值投资策略指数（简称：深度价值；代码：995182.SSI）。这两条指数同时发布于 2023 年 11 月 13 日，发布以来（截至 2024 年 2 月 29 日）收益率分别为 0.97%（经典价值）和-1.41%（深度价值），同期略微战胜沪深 300（-1.96%）和中证 500（-4.06%），也强于万得偏股混合型基金指数（-7.65%）。对于价值股投资者来说，策略风险永远是放在第一关注的位置，以最大回撤为例，2019 年以来经典价值和深度价值的最大回撤分别只有 22.02%和 24.54%，远远低于沪深 300（45.25%）、中证 500（41.69%）和万得偏股混合型基金指数（45.42%），表现出了优秀的抗跌能力。价值类策略的特性在这两条指数上得到了充分的体现，也说明了格雷厄姆“永不过时”，两条指数的长期年化收益率均超过 10%（2014 年至今），而同期的主流宽基指数均没有达到 8%，且经常需要承担更大幅度的回撤，对于这类策略，长期持有是最好的选择。

（经典价值）

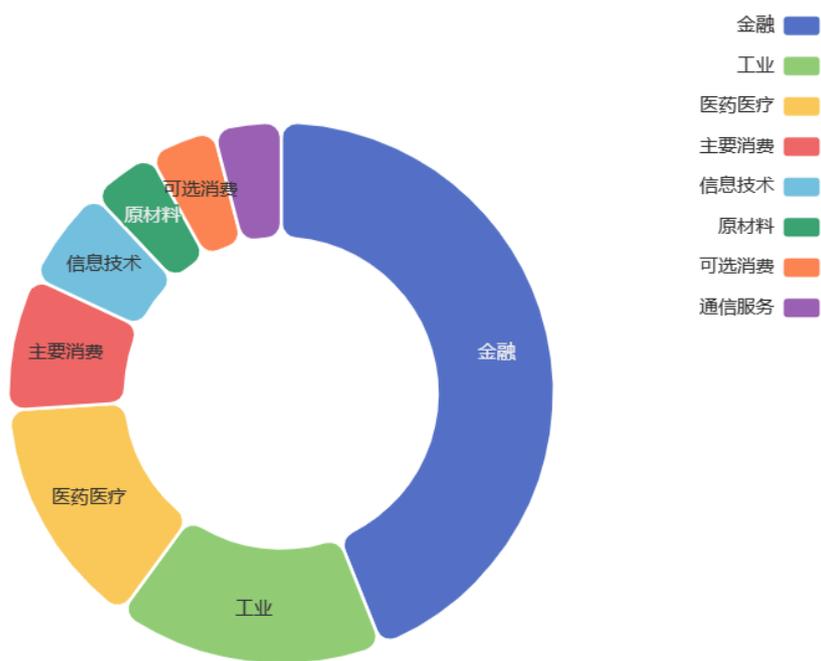
指数基本面

指数简称	PE	PB	股息率	ESG得分	年化换手率	样本数量	总市值(亿元)	自由流通市值(亿元)
经典价值	10.4	1.1	2.89%	78.1	88.00%	50	65394	35382
华证A指	17.9	1.5	2.09%	76.7	37.95%	4175	706625	341516

主要成分股占比



公司行业占比

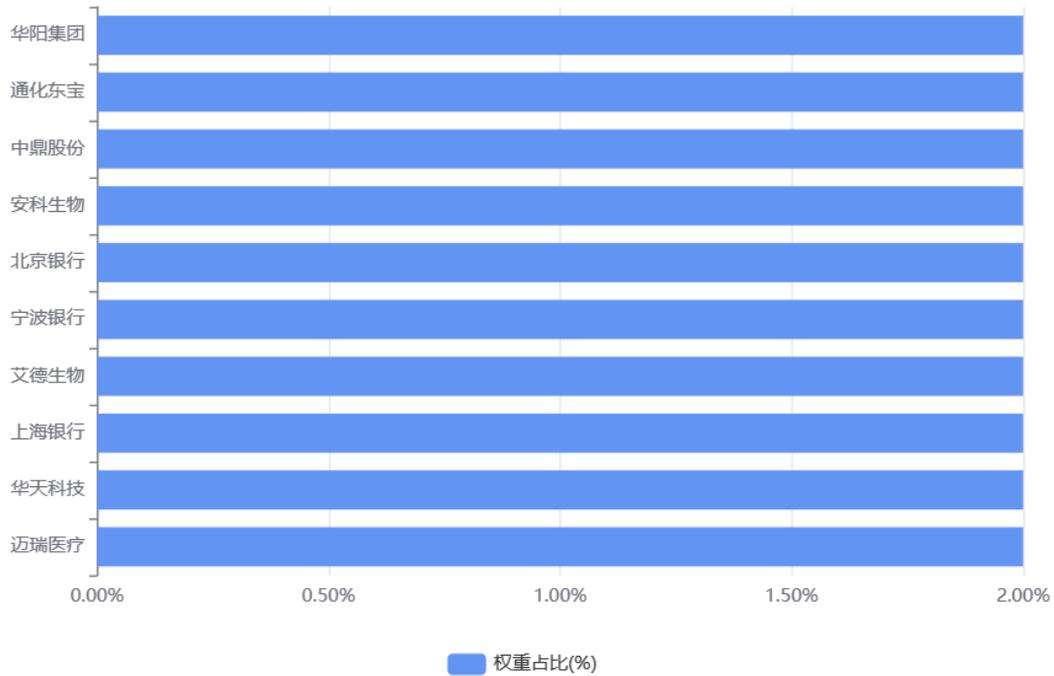


年份	经典价值	华证A指	超额收益
2015	39.99%	29.54%	10.45%
2016	-10.76%	-14.79%	4.03%
2017	6.60%	4.30%	2.30%
2018	-19.49%	-28.51%	9.02%
2019	38.97%	32.75%	6.22%
2020	18.88%	25.81%	-6.93%
2021	11.84%	5.46%	6.38%
2022	-12.58%	-20.09%	7.51%
2023	0.70%	-7.42%	8.12%
2024	3.93%	-2.43%	6.36%

(深度价值)

指数简称	指数基本面							
	PE	PB	股息率	ESG得分	年化换手率	样本数量	总市值(亿元)	自由流通市值(亿元)
深度价值	13.6	1.4	2.47%	77.4	80.00%	50	33557	19030
华证A指	17.9	1.5	2.09%	76.7	37.95%	4175	706625	341516

主要成分股占比



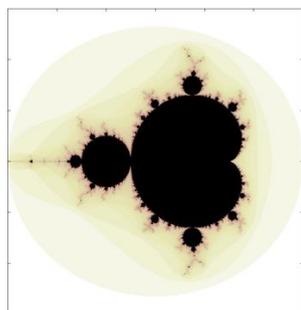
公司行业占比



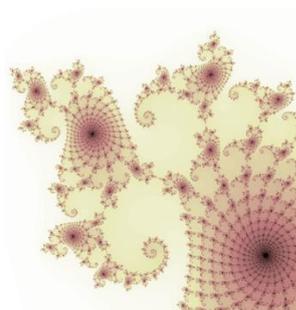
年份	深度价值	华证A指	超额收益
2015	30.13%	29.54%	0.59%
2016	-6.38%	-14.79%	8.41%
2017	4.39%	4.30%	0.09%
2018	-22.37%	-28.51%	6.14%
2019	24.22%	32.75%	-8.53%
2020	17.11%	25.81%	-8.70%
2021	24.03%	5.46%	18.57%
2022	-2.82%	-20.09%	17.27%
2023	4.79%	-7.42%	12.21%
2024	0.83%	-2.43%	3.26%

投资世界正如经典的曼德布罗特集（Mandelbrot Set，图 1）展示的那样，图中每个点放大后都能得到更为复杂的图形（图 2-图 4），原本简单的图形包含着无穷无尽的细节和内涵，同时在不同维度上也有着不同程度的自相似性，但其实曼德布罗特集的构建规则十分简单，几十行代码就能轻松绘制。而投资没有任何给定的规则，只有展示在投资者面前的结果，投资收益很大程度上取决于投资者

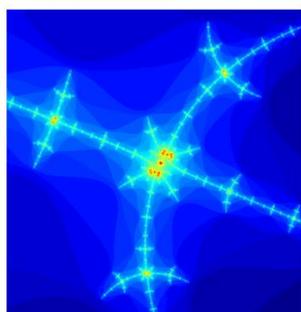
能够看到哪个层次，宽基指数基本只能做到展示图 1 中的大致轮廓，能获取的也只是平均收益，但好的策略指数能够从各种角度展现投资的深层次样貌，由此总结出来的规律也可能十分简单，但却能获得更高的回报，这就是策略指数的意义所在。



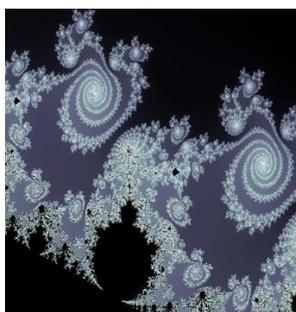
(1)



(2)



(3)



(4)