

策略

2018年市場不會重現2011年情景

核心結論：①18年和11年表面上相似：貨幣政策邊際趨緊，盈利改善已經持續一段時間，市場累積了一定漲幅。②實質不同1：11年流動性持續收緊源於通脹高企，這次流動性結構性偏緊源於金融監管。③不同2：11年之前盈利改善源於經濟週期，這次盈利改善源於結構優化，更持久。④不同3：11年之前A股累計漲幅大、估值處在較高位，這次累計漲幅不大、估值不高。⑤當前萬得全A的TTMPE為18.1倍，參考2005-2017年數據，未來一年上漲概率75%。

18年與11年表面上有些相似。①宏觀背景類似：經濟增速和通脹回升，貨幣政策邊際上趨緊。在四萬億投資計劃的刺激下，2010年我國經濟開始出現過熱跡象。為應對通脹壓力，央行連續加息5次。自2016年以來宏觀經濟基本企穩走平，當前通脹和利率也在上升通道中。②盈利背景類似：盈利回升週期持續1年多。當時歸母淨利累計同比從09Q1最低的-26.2%升至10Q1最高的61.4%。本輪盈利回升週期始於16年中，A股歸母淨利累計同比從16Q2最低的-4.7%回升至17Q1最高的19.8%。③盤面特徵類似：市場經歷ABC浪的調整形態。波浪有兩種發展方式：驅動的和調整的，後者由三浪（A、B、C）構成，目前許多投資者認為A股正在經歷調整浪。

實質不同之一：流動性結構性偏緊而非系統性。①2011年流動性系統性偏緊源於通脹高企。在四萬億投資計劃的刺激下，我國經濟增速開始逐步企穩回升，通脹開始抬頭。為應對通脹壓力，央行在2010/10-2011/07期間連續5次加息，基準利率從2.25%升至3.50%，在此期間10年期中債國債收益率上行了70個BP左右。②2018年流動性結構性偏緊源於金融監管。目前通脹並不高，wind一致預期顯示2018年CPI同比為2.4%，其中僅3月CPI當月同比達到3%，整體上全年通脹壓力不大，央行重啟加息的概率較小。自2017年起我國貨幣政策開始收緊，這是為實現金融去杠杆。

實質不同之二：盈利改善源於結構優化而非需求擴張。①2011年盈利改善源於需求擴張。在四萬億投資計劃的刺激下，GDP當季同比從09Q1最低的6.4%回升至10Q1最高的12.2%，A股歸母淨利累計同比從09Q1最低的-26.2%回升至10Q1最高的61.4%。②2018年盈利改善源於結構優化。2016年以來我國GDP同比增速在6.7-6.9%之間波動，然而全部A股淨利潤累計同比已經從2016Q2最低的-4.7%提高到2017Q3的18.3%，基本面表現為經濟平盈利上。

實質不同之三：前期累計漲幅不大，估值水平不高。①2011年A股前期累計漲幅較高，估值處於歷史高位。在2008/10-2011/04期間萬得全A指數漲134.2%，全部A股漲幅中位數為95.7%，A股累計獲利頗豐。2011年4月18日全部A股整體PE（TTM）19.5倍，處在2005年以來估值從低到高的68%分位。②2018年A股前期累計漲幅較低，估值處在歷史中等偏低水平。從2016/01至今萬得全A指數漲21.0%，

全部A股漲跌幅中位數為-1.7%，相較而言目前A股市場累計獲利不大，2018年市場進入下跌通道的概率較小。目前全部A股整體PE（TTM）18.1倍，處在2005年以來估值從低到高的49%分位。

風險提示：經濟增長速度快速回落，通脹快速高企引發貨幣政策從緊。

金融工程

從週期調整市盈率（CAPE）看中美股市當前的估值水平

週期調整市盈率。諾貝爾經濟學獲得者Robert Shiller在1998年的論文中，首次提出了著名的週期調整市盈率（CAPE，Cyclically Adjusted Price Earnings）。該估值比率的分子為通脹調整後的實際股價（Real Share Price），分母為前10年通脹調整後每股實際收益（Real EPS）的平均值。

標普500的CAPE與未來實際收益呈負相關。CAPE越低，標普500未來十年的平均實際收益越高。當CAPE小於6時，標普500未來10年的實際年化收益在3.64%和13.74%之間。而當CAPE超過40時，收益大幅下降至-7.51%到-4.31%之間。

CAPE和未來實際收益之間的關係在全球其他市場依然成立。按照CAPE將全球30多個主要市場從小到大排序，買入前1/3且數值小於15的市場指數，每年再平衡一次。該簡單策略的年化收益為14.7%，最大回撤僅為-17.8%。

上證綜指的CAPE越高，未來1-5年的平均實際收益越低。歷史數據表明，上證綜指的CAPE也與未來實際收益存在負相關性。而且，隨著時間跨度的增加，這種相關性逐漸加強。當時間跨度為5年時，兩者的相關係數達到-0.83。

上證綜指當前的CAPE處在歷史低位。截止2017年12月31日，上證綜指的CAPE為16.09，不到歷史平均水平32.77的一半，位於2.5%的分位點處。倘若CAPE的均值回歸假設在中國市場上同樣成立，那麼從3-5年的維度來看，A股市場依然極具投資價值。

對CAPE的質疑。CAPE能否作為判斷市場投資價值高低的標準，學術界和業界都存在不少爭議。但焦點並不在指標本身，而是在其比較標準。因為越來越多的投資者相信，估值中樞並非一成不變。相比過去，當前美股CAPE的中樞已經抬升了很多。最常見的理由包括盈利結構的變化、長期的低利率環境和人口老齡化等。但是，不管如何計算，當前美股市場的CAPE都已大幅偏離其中樞。

風險提示：模型誤設風險、歷史規律並不一定代表未來。

系統風險集中度在行業輪動策略中的應用

常見的行業輪動信號包括宏觀面、基本面以及技術面等多類指標。本文嘗試從一個新的視角切入——隱含系統性風險，探究隱含系統性風險的集中度對行業輪動策略是否具有指導意義。

吸收比率是度量隱含系統性風險的指標之一。其算法邏輯是一系列資產收益的總波動能夠被幾個固定的正交向量所能解釋的比率，由此可用於衡量市場的脆弱程度以及防禦能力。該比率值越高，說明資產內部的隱含系統性風險越集中，防禦能力越弱。而吸收比率值越低，說明該資產內部分散化效果更好，防禦能力更強。

當期吸收比率與下期行業收益之間存在負相關特徵。將吸收比率應用於行業選擇，吸收比率的月度 Rank IC 序列均值為-0.083，t 統計量為-2.84，勝率為0.7，在敏感性測試中較為穩定。

基於吸收比率構建的行業組合存在明顯的多空效應。每月末選擇吸收比率排序最低的10%行業作為多頭，排序最高的10%行業作為空頭，多頭與空頭分別顯著跑贏與跑輸於基準組合，存在明顯的多空效應。從2010年至2018年1月底，多頭組合年化收益19.66%，空頭組合年化收益3.75%，年化多空收益差為15.91%。

基於吸收比率構建多頭行業輪動策略組合。從2010年開始到2018年1月底，每個月月末獲得各行業的當期成分股，提取各成分股過去100日窗口內的收益率序列，計算吸收比率，並根據該行業歷史水平進行標準化，選取吸收比率最低的10%行業構建策略組合。多頭組合在回測區間內相對全行業等權基準的總超額收益174.41%，年化超額收益10.19%，相對基準最大回撤11.65%，相對基準信息比率1.37。從分年表現上看，策略在回測窗口中歷年均保持獲得正超額收益。

風險提示：市場系統性風險、因子失效風險、模型誤設風險。

業績超預期股票收益特徵分析

業績超預期事件。本文選取業績預告、業績快報和定期報告的內容作為實際業績，取公告前一天的分析師一致預期淨利潤作為預期值，分析公司公告業績超過分析師一致預期的股票池。其中，對於非年報的一致預期數據，我們假設尚未發生季度的淨利潤按照同等速度增長，以此獲取預測值。

超預期事件主要集中在定期報告披露期，但在集體披露期事件超額收益參差不齊。5、11月份超預期股票最少，其次為6、9、12月份。超額收益與樣本量大致呈現反向關係：樣本多的月份超額收益不明顯，而樣本少的月份超額收益顯著。換言之，集中披露期業績超預期股票收益參差不齊，若要提高事件收益，須在樣本量多的時段根據其特徵進一步精篩股票。

業績超預期股票當年重複發生幾率大。在發生過超預期的樣本中，有4成多的公司業績在同一年會再次超預期，佔比42.55%；有16%的公司會發生3次以上的超預期。從收益表現來看，當年首次發生業績超預期的股票影響最大；隨著重複次數增加，股票二級市場超額收益逐漸減小。

一季報超預期股票絕對收益最差，但超額收益最穩健。不同季報發生超預期的股票數目差異較小：年報超預期股票最多，中報次之，一季報最少；但一季報樣本數也僅比年報少20%。從絕對收益來

看，一季報超預期股票吸引力明顯不如其他季度；但從超額收益來看，一季報最高。這主要是由於絕大部分一季度相關報告均在4月份披露，因此超預期股票的持有期間為4-5月份；而過去幾年市場在4、5月份的表現相對較差。受市場大環境拖累，一季報超預期股票的絕對收益表現相對較差。

追隨前期已有資金佈局的業績超預期股票，有利於增厚收益。根據公告發佈前股票是否存在超額收益，來界定前期是否已有資金佈局。整體而言，在公告發佈前，超預期股票已存在超額收益。且前期超額收益越明顯，後期可參與幅度越大。對於超預期這種業績利好事件，建議投資者追隨前期已有資金關注的股票。

低換手股票二級市場反應更為迅速。短期內低換手股票收益顯著高於高換手股票；隨著時間拉長，兩類股票的收益差距逐漸縮小。低換手的股票在超預期事件觸發後，二級市場的反應更為迅速；但從長期來看，事件收益與換手率並無顯著相關性。

預期基本面向好的公司收益可持續性更高。預期基本面好的股票超額收益更為明顯；且持有期越長，預期因子影響越大。若投資者持股期間較長，可利用一致預期數據增厚收益。

控制其他因素後，業績超預期股票存在顯著的正向截面溢價；構建業績超預期策略，2010年以來年化收益36%，超額收益32%。

風險提示：市場系統性風險，歷史規律變化風險。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團 – 海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作

出分析並（如適用）諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易（包括涉及金融衍生工具的交易）會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及／或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。