

2018年8月21日

財富管理-投資策略

金融工程

行業輪動系列研究14——行業微觀因子的輪動效果

在之前的行業輪動系列報告中，我們分析了基本面、情緒面、宏觀等因子對於行業輪動的貢獻。分析過程中所有因子均處理為行業維度因子，之後採用行業因子判斷行業走勢。本文從更為微觀的角度，利用個股的多因子模型預測收益率，再進一步整合到行業收益率角度，進行行業輪動判斷。我們將個股預測收益率匯總得到的行業預測收益率稱為微觀因子。

分析微觀因子有效性：從因子多空收益角度看，微觀因子和基本面、情緒以及宏觀因子的表現差距不大，但是從因子的多頭超額收益、多頭勝率來看，微觀因子明顯更優。從因子RankIC表現看，因子的優勢在於IC較為穩定，勝率較高且ICIR較高。尤其是2016年以來，累計IC上升趨勢穩定且IC較高。

微觀因子進行單因子行業輪動，組合年化超額收益12.7%，多頭勝率65%，相對基準信息比1.43，最大回撤-6.2%。因子多頭組合的行業分佈較為分散，沒有明顯集中在幾個特定行業。

考察微觀因子和其他因子的相關性，微觀因子和行業維度的基本面因子具有一定相關性，但相關係數並不高。從歷史趨勢來看，宏觀因子和微觀因子的相關性始終最低。觀察微觀和基本面因子相關性的移動平均，因子相關性並不穩定，且震盪較大。近年來，相關性有一定下降趨勢。

引入微觀因子後，新的因子複合行業輪動策略波動減小、最大回撤減小、信息比提升。絕大多數策略出現回撤的時點上，原始策略的回撤普遍大於新策略，歷史上幾次較大回撤的5個時點均如此。僅2018年，新策略的回撤幅度超過原始策略。

對比複合因子策略和單因子多策略兩種組合構建方式，絕大多數情況單因子多策略的多頭勝率較高，在持有行業個數相同的情況下，策略收益率較高，回撤水平相當，信息比略低，總體而言差異不大。分年度收益沒有顯著區別，但2018年以來明顯單因子多策略的表現更優，超額收益10%，主要是今年幾個維度的因子表現差異較大，相關性低。

當微觀因子的行業分組多空收益異常高時，投資者可以將其視為一個預警信號，因為歷史上兩個多空收益極值點發生之後的一個月，市場均出現大幅系統性下跌。微觀因子和市場自身的多空收益極值並不一定同步發生，但無論是市場還是微觀因子的多空收益出現異常時，都建議投資者關注後期市場走勢，可能會出現系統性的大幅變化。目前來看，微觀因子的多空收益極值均可視為風險信號。風險提示：流動性風險、模型失效風險、因子失效風險。

行業研究

傳媒：中長期關注平台型公司

上周A股部分遊戲股出現較大回調，我們認為受遊戲版號問題影響，遊戲公司今年確實面臨較大的業績增長壓力，但長期看娛樂消費依舊旺盛，後續版號也有望恢復正常，當前位置無需過度悲觀。如今政策監管依舊趨嚴，我們建議關注業績確定性較高，資源稟賦較好的平臺和版權類公司：視覺中國、捷成股份、分眾傳媒、金逸影視、橫店影視。

風險提示：政策監管趨嚴，個股商譽減值風險。

石油天然氣：天然氣進口高增長，LNG 接收站快速發展

天然氣需求高增長，LNG價格上漲。今年上半年我國天然氣產量為775億立方米，同比增長4.6%；表觀消費量為1345億立方米，同比增長16.0%，我國天然氣需求依然保持高增長態勢。價格方面，今年5月份以來LNG價格呈現上漲態勢，7月份全國LNG市場均價為4213元/噸，同比上漲35.4%，環比上漲13.3%。

中國石油推出氣價新策略，可能對國內LNG價格有一定支持。據南方能源觀察報道，中國石油組織2018年天然氣購銷合同冬季補充協議的簽訂。總體而言，補充協議採取合同內均衡量中的居民氣保量不漲價，均衡量中的管制氣限價保量，均衡量中的非管制氣高價保量，調峰氣量則保量不保價或者高價保量，合同外的氣量不保量也不保價。根據中國石油的冬季保供策略，非居民用氣價格在基準門站價基礎上上浮比例基本都在20%以上，表明下半年國內天然氣供應可能進一步維持偏緊態勢，從而對國內LNG價格有一定支持作用。

天然氣進口快速增長，LNG占比不斷提升。今年上半年我國天然氣進口量為585億立方米，同比增長35.2%，其中LNG進口量為331億立方米，管道氣進口量為254億立方米。近年來我國天然氣進口量快速增長的同時，LNG進口占比不斷提升，2015-2018H1我國LNG進口占比從44.3%提升至56.6%，我們認為未來仍有進一步提升空間。

新奧舟山LNG接收站開港投產，國內接收站建設加快推進。據中新網報道，8月7日新奧集團旗下LNG接收站迎來首艘LNG船舶，該船（STENA BLUE SKY）裝載約14.5萬方LNG從卡塔爾靠泊LNG接收站。繼我國第一座LNG接收站於2006年建成投用後，陸續在福建、江蘇、大連、上海、浙江等地區建設接收站項目。目前我國已經有19座LNG接收站處於運行期，總接受能力達到6890萬噸（約965億立方米），在LNG進口量大幅增長的背景下國內LNG接收站建設加快推進。

國內外LNG價差擴大，LNG接收站套利空間加大。今年6月份我國LNG進口平均單價為2980元/噸，國內LNG均價為3717元/噸，國內外LNG價差為737元/噸，同比擴大28.4%，國內外價差擴大將使得LNG接收站套利空間加大，提升接收站的盈利能力。

國內外氣價價差：短期價差大，但中長期趨勢收窄。目前我國天然氣價格仍以指導價為主，從而造成國內外氣價價差較大。我們認為國內氣價改革將進一步推進，改革方向將是“管住中間，放開兩端”。隨著氣價市場化推進、LNG接收站陸續增加、天然氣進口量提升，國內外氣價價差將會收窄。

未來天然氣行業的競爭將主要體現在：運用多元化氣源，降低採購成本；完善下游分銷渠道，增加天然氣銷量等方面。

重點關注上市公司：在全球LNG供給過剩的背景下，國際LNG可能維持低位，LNG接收站有望通過國內外氣價差實現套利，同時LNG消費增長有望提升接收站的周轉率。建議關注新奧股份、廣匯能源等。

風險提示：LNG接收站建設不達預期，國內外氣價差持續收窄等。

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。