

2018年8月29日

財富管理-投資策略

金融工程

選股因子系列研究（三十七）——A股是否存在異質動量效應？

本文主要考察A股市場是否存在異質動量現象。“異質動量因子（IMom）”，又稱之為殘差動量，是指剝離市場共同因素後，屬股票自身的收益。異質動量現象普遍存在於全球多個股市，即使在傳統動量因子失效的日本股市，異質動量因子也存在顯著的選股效果。

A股存在顯著的異質動量現象。與海外市場保持一致，IMom因子與次月股票收益正相關，即前期剝離共同因素後的收益越高，下一個月股票收益表現越優。因子RankIC為3.98%，月勝率74.73%；月均多空收益差為0.93%，月勝率71.43%，統計顯著。將IMom因子加入至已存多因子模型中，可提高模型收益，同時降低風險，因此模型整體信息比有所提升。

前期市場下跌、次月轉而上漲時，異質動量因子失效。從時間序列角度來看，動量效應與市場漲跌狀態密切相關。異質動量效應在“下跌市，反轉（前期市場下跌，次月轉而上漲）”狀態下失效，因子IC轉而為負。從投資者行為角度來看，市場下跌時，若指數出現反轉，投資者更傾向於買入超跌股票，即IMom低的個股，從而使得動量現象失效。而在相反的市場狀態（“上漲市，反轉”）下仍存在異質動量效應，主要是由於市場上漲時，投資者情緒較為樂觀，即使市場反轉出現下跌，投資者也寄希望於未來市場反彈。在市場上漲延續的假設下，他們更青睞於前期動量因子較高的股票。不同選股範圍內，IMom因子的選股效果。從橫截面角度來看，IMom因子在大盤股中表現最優。從行業內的選股效果來看，每個行業都呈現異質動量現象；其中14個行業內因子的選股效果可通過顯著性檢驗。異質動量現象最強的行業是食品飲料，其次為基礎化工、醫藥、機械、家電等；異質動量現象最弱的是鋼鐵、銀行、非銀金融和餐飲旅遊。

風險提示：模型誤設風險，因子有效性變動風險。

行業研究

傳媒：數據說話，傳媒板塊機會與風險分析

傳媒板塊自2016年以來持續回調，創5年來歷史新低，傳媒板塊整體估值已處於低位水平，機構倉位比較輕（傳媒持倉率），但其實從行業基本面來看，一些優質公司的業績增速已經完全可以跟當前估值匹配，票房和新遊戲對公司業績提升顯著，傳媒整體的基本面在經歷了前期消化“資本性湧入”的溢價外，整個行業基本面正在逐步回暖。

在當前傳媒熊市背景下，尋找傳媒板塊內安全邊際較高的標的，關注平臺型公司或者賺取現金流穩定的EPS收益的公司，如光線傳媒，中國電影。

風險提示：1、政策限制；2、商譽減值；3、解禁減持壓力；4、行業增速下滑；5、收購標的、收購標的業績對賭不達預期。

建築產品：基建基本面改善幅度不大但節奏超預期，PPP 未來重點在於內容而非模式

東方園林複牌，鐵漢生態公告也在近期複牌，我們認為PPP環境有所改善，但高峰已過。2018年前7月全國PPP成交額1.76萬億元，同比下滑25%，從單月數據看，2018年5月、6月、7月同比下滑幅度分別達到26.4%、65.0%、69.8%。PPP規範化核查和項目庫清理是PPP成交下滑的主要原因，但其根本原因在於地方債務風險防範，由於存量PPP的回報機制中，最終付費來自於地方政府的占大多數，在地方政府去杠桿背景下，PPP短期被壓制。對上市公司來說，SPV公司融資落地是關鍵，而信用環境是主要影響因素。相對於東方園林和鐵漢生態停牌日來說，當前基建政策環境有所寬鬆，信用環境有所改善，然而非標融資監管加強、地方政府土地財政難維繫背景下，短期仍難出現拐點性變化。我們認為PPP行業未來發展將趨於平穩，其“提高公共產品或服務的供給效率”功能愈加突出，PPP公司業務內容的轉型升級才是主要看點，東方園林和鐵漢生態在大生態業務拓展是其市值的主要看點。

風險提示：政策預期波動風險、政策落地不及預期風險。

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，僱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。