

## 证券研究报告—深度报告

金融工程

数量化投资

国信投资时钟

2014年9月17日

专题报告

## 相关研究报告:

《寻找“未起飞”的成长股: 欧奈尔选股法则》—

2013-04-10

《运用 CanSlim 选股法构建强势组合》—

2013-07-09

《寻找被真实低估的“价值股”》—2014-1-02

## 证券分析师: 黄志文

电话: 0755-82133129

E-MAIL: huangzw@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120059

## 证券分析师: 林晓明

电话: 021-60875168

E-MAIL: linxiaom@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980512020001

## 市场周期与杠杆切换逻辑

## ● 经营杠杆与经济周期相关

较高的经验杠杆企业, 充分利用固定成本的杠杆效应, 营收的增高能够获取更多的利润收益, 当然也会面临下滑的风险, 在经济上行的阶段, 市场需求放大, 营收增加, 利润也会进一步放大, 而在下行阶段, 过高的杠杆带来的负效应将大大提高其经营风险, 面临下滑的可能。那么在周期的影响之下, 经济上行与下行的阶段, 经营杠杆正负作用的变化, 可能会导致不同杠杆组合的轮动。

## ● 财务杠杆被经营杠杆掩盖

利率的变动与经济周期的变化存在提前, 但是时间区间的长度吻合, 因而无法利用利率的变化来观测财务杠杆的作用, 股票市场和经济指标之间存在很强的双向解释能力, 在经营杠杆与周期的高度相关之下, 重合了的利率周期对于财务杠杆的影响, 会由于其本身对于经营杠杆的影响而被掩盖。

## ● 财务杠杆被经营杠杆掩盖

进一步观察中可以发现, 利率水平的分界线上有一个明显的趋势反转, 利率走高之后, 高财务杠杆的双高组合相对变化率开始下行, 而低财务杠杆的低高组合显著上扬。整体来说, 仍然不能确切的定量分析出财务杠杆在周期中的显著效果, 但是细节之处, 财务杠杆发挥的作用是能够捕捉到的。

## 独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 内容目录

经济周期与杠杆特征.....	4
两阶段周期.....	4
杠杆的特征.....	4
国信投资时钟.....	4
杠杆的划分.....	6
经营杠杆和经营杠杆系数.....	6
财务风险和财务杠杆系数.....	6
组合的划分.....	7
相对变化趋势.....	7
行业特征.....	7
时钟周期与经营杠杆效应 .....	9
分阶段测试.....	10
市场利率与财务杠杆效应 .....	10
市场利率指数.....	10
结论.....	14
未来的展望.....	14
国信证券投资评级.....	15
分析师承诺.....	15
风险提示.....	15
证券投资咨询业务的说明 .....	15

## 图表目录

图 1: 国信投资时钟的划分 .....	5
图 2: 高财务杠杆下的经营杠杆对比 .....	7
图 3: 低财务杠杆下的经营杠杆对比 .....	7
图 4: 双底组合的行业占比 .....	8
图 5: 高低组合的行业占比 .....	8
图 6: 低高组合的行业占比 .....	8
图 7: 双高组合的行业占比 .....	8
图 8: 时钟周期与经营杠杆特征观察 .....	9
图 9: 中债新高信用等级财富指数 .....	11
图 10: 四类杠杆特征组合与利率指数的走势 .....	11
图 11: 利率指数（向前一个季度）的相对变化曲线与经济周期阶段对比 .....	12
图 12: 利率指数水平变化分界线 .....	13
图 13: 四种组合的变化趋势 .....	13
图 14: 4 类组合的超额收益的累计净值图 .....	13
 表 1: 投资时钟的时间段划分 .....	 5
表 2: 经营杠杆在经济周期下的变化程度 .....	10
表 3: 利率与 4 种组合的回归结果 .....	12

## 经济周期与杠杆特征

### 两阶段周期

现代经济学关于经济周期的定义，建立在经济增长率变化的基础上，指的是增长率上升和下降的交替过程。每一个经济周期都可以分为上升和下降两个阶段。上升阶段也称为繁荣，最高点称为顶峰。然而，顶峰也是经济由盛转衰的转折点，此后经济就进入下降阶段，即衰退。衰退严重则经济进入萧条，衰退的最低点称为谷底。当然，谷底也是经济由衰转盛的一个转折点，此后经济进入上升阶段。经济从一个顶峰到另一个顶峰，或者从一个谷底到另一个谷底，就是一次完整的经济周期。

考虑周期与股票市场的关系，我们认为，经济周期的本质是需求循着产业链自下而上的传导，遇到资源制约后价格循着产业链自上而下的传导过程，其具体表现是景气循着产业链周而复始的运动。经济周期通过两种方式综合影响股票市场，其一是通过行业景气周期的变化影响企业盈利，其二是通过资金价格的变化影响企业资产负债价值的重估。

### 杠杆的特征

经济周期波动的扩张阶段，是宏观经济环境和市场环境日益活跃的季节。这时，市场需求旺盛，订货饱满，商品畅销，生产趋升，资金周转灵便。企业的供、产、销和人、财、物都比较好安排。企业处于较为宽松有利的外部环境中。

在经济衰退期，实体领域的经营者发现需求不振，会主动减少投资和对贷款的需求，导致实际资金价格下滑，资金价格下滑推动股票市场估值上升，股票市场进入复苏周期，这样投资者看到的就是股票市场的复苏期对应实体领域的衰退期。由于这个时候主要是资金价格推动股票市场变化，而看不到盈利的恢复性增长，从结构性上讲，企业资产负债价值的重估是行情的主基调，市场对财务杠杆的反应比经营杠杆更加敏感，即财务杠杆高的公司受到投资者更多的关注。

经过 2 个季度左右的时间，随着实际资金成本及劳动力成本的持续下滑，实体领域的经营者发现虽然需求是不振的，但是实际运营成本已经下滑很多，恢复生产是有利可图的，盈利才会进入恢复性增长期，这个时候投资者的偏好可能会转向经营杠杆更高的公司。

## 国信投资时钟

对于经济周期的划分，我们使用《国信时钟初探》中提出的对周期的划分方法。其主要原理是根据经济增长趋势和通货膨胀趋势，将经济周期划分为四个阶段：复苏，过热，滞胀，衰退。投资时钟体现的是实体经济与投资策略之间的基本关联，由于各国经济所处发展阶段及经济政策的不同，以上四个阶段的持续时间并非一致，甚至会跳过某个阶段，但投资时钟可以给我们一个大致的资产配置方向。

在 A 股行业中，分别寻找股票属性最强的行业构建周期成长指数，大宗商品属

性最强的行业构建周期价值指数，现金属性最强的行业构建防御价值指数，债券属性最强的行业构建防御成长指数。

周期成长指数：房地产、汽车，对应投资期为复苏期；

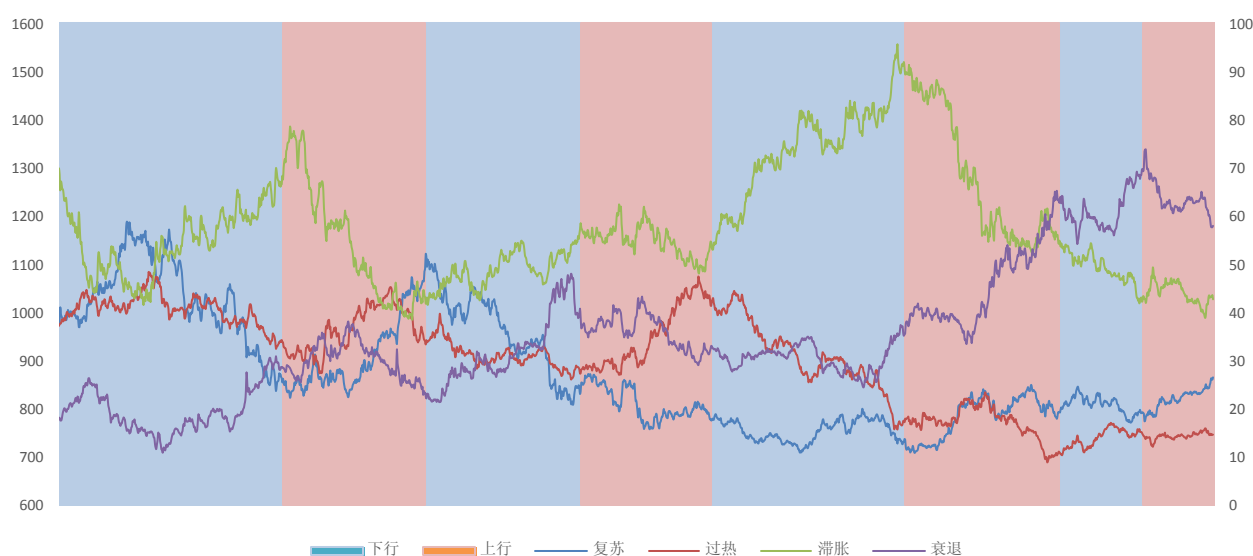
周期价值指数：有色、煤炭，对应投资期为过热期；

防御价值指数：医药生物、零售，对应投资期为滞涨期；

防御成长指数：高速公路、机场，对应投资期为衰退期。

与两阶段的周期相结合，我们将周期指数定为经济的上行指数，防御指数定为经济的下行指数。

图 1：国信投资时钟的划分



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表 1：投资时钟的时间段划分

时间	经济阶段
2007 年 3 月-2008 年 7 月	下行
2008 年 8 月-2009 年 6 月	上行
2009 年 7 月-2010 年 6 月	下行
2010 年 7 月-2011 年 4 月	上行
2011 年 5 月-2012 年 7 月	下行
2012 年 8 月-2013 年 7 月	上行
2013 年 8 月-2014 年 3 月	下行
2014 年 4 月-2014 年 8 月	上行

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 杠杆的划分

杠杆效应，是指固定成本提高公司期望收益，同时也增加公司风险的现象。经营杠杆是由与产品生产或提供劳务有关的固定性经营成本所引起的，而财务杠杆则是由债务利息等固定性融资成本所引起的。两种杠杆都具有放大盈利波动性的作用，从而影响企业的风险与收益。

### 经营杠杆和经营杠杆系数

经营风险是指企业未使用债务经营时的内在风险。影响企业经营风险的内在因素很多，主要有：产品需求、产品售价、产品成本、调整价格的能力、固定成本的比重。在影响经营风险的众多因素中，固定性经营成本是影响的一个基本因素。在一定的营业收入范围内，固定成本的总额是不变的，随着营业收入的增加，单位固定成本就会降低，从而单位产品的利润提高，营业利润的增长率大于营业收入的增长率；相反，营业收入的下降会提高产品单位固定成本，从而单位产品的利润减少，营业利润的下降率将大于营业收入的下降率。这种某一固定成本比重的作用下，由于营业收入一定程度的变动引起营业利润产生更大程度变动的现象被称为经营杠杆效应。固定成本是引发经营杠杆效应的根源。经营杠杆的作用实质上反映了固定成本这一杠杆作用点在企业未来经营中对于放大企业利润波动幅度的贡献度。

经营杠杆具有放大企业营业收入变化对营业利润变动的程度，这种影响程度是经营风险的一种测度。经营杠杆的大小一般用经营杠杆系数表示，它是企业息税前利润 EBIT 变动率与营业收入（销售量）变动率之间的比率。

经营杠杆系数（DOL）=  $(\Delta \text{EBIT} / \text{EBIT}) / (\Delta S / S)$

### 财务风险和财务杠杆系数

财务风险是指由于企业运用了债务筹资方式而产生的丧失偿付能力的风险。企业经营中会发生借入资本举债经营，不论经营利润多少，债务利息是不变的。当企业在资本结构中增加了债务这类具有固定性筹资成本的比例时，固定的现金流量就会增加，特别是在利息费用的增加速度超过息税前利润增加的速度的情况下，企业会因负担较多的债务成本将引起对净收益减少的冲击作用，发生丧失偿债能的概率也会增加，导致财务风险增加。

在影响财务风险的因素中，债务利息或优先股股息这类固定性融资成本是基本因素。在一定的息税前利润范围内，债务融资的利息成本是不变的，随着息税前利润的增加，单位利润所负担的固定性利息费用就会相对减少，从而单位利润可供股东分配的部分会相应增加，普通股股东每股收益的增长率会大于营业利润的增长率。反之，当息税前利润减少时，普通股股东每股收益的下降率会大于营业利润的下降率。这种在某一固定的债务与权益融资结构下由于息税前利润的变动引起每股收益产生更大变动程度的现象被称为财务杠杆效应。固定融资成本是引发财务杠杆效应的根源。

财务杠杆效应具有放大企业息税前利润变化对每股收益的变动程度，财务杠杆作用程度一般用财务杠杆系数来衡量：

$$\text{财务杠杆系数 (DFL)} = (\Delta \text{EPS} / \text{EPS}) / (\Delta \text{EBIT} / \text{EBIT})$$

经营杠杆系数和财务杠杆系数都是由固定成本引起的，前者是由固定生产成本引起，后者是由固定融资成本。两者通过固定成本形成的杠杆效应连接营业收入、息税前利润、每股收益（净利润），从而反映出企业未使用债务经营的内在生产环节风险和运用债务筹资方式的偿付能力风险。

### 组合的划分

提取 2007 年至今的 A 股市场各股票的营业收入、EBIT 和 EPS 的财务数据，计算每一个季度的 A 股市场各股票的 DOL 与 DFL，并按照 DOL、DFL 系数值的前 30% 与后 30% 进行股票组合，最终构造出 4 种杠杆特征的股票分类组合：低 DOL 低 DFL（双低）、高 DOL 低 DFL、低 DOL 高 DFL、高 DOL 高 DFL（双高）。

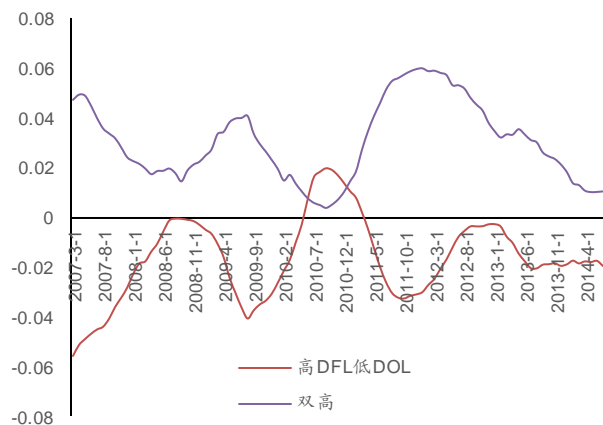
### 相对变化趋势

直接观察价格指数，由于市场 beta 因子的影响，4 种杠杆特征的组合运动方向基本一致，相关性较高。

在不同的阶段，不同组合间其实是存在一定的相对强弱表现的，所以我们采用 N 日的相对收益率（同比变化率），以分离四种类别的相对走势，同时利用同比变化率，来增强变化的强度，当然，这种方法存在一个明显的缺陷，即分割了时间，只能判断变化趋势和相对强弱。

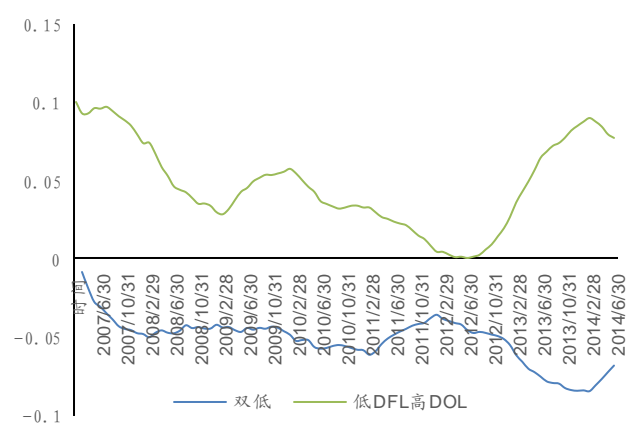
首先我们观察了 4 种杠杆特征的股票组合 0.9 阻尼系数的相对收益率平滑线，以判断杠杆特征是否对组合的周期变化趋势有明显影响。

图 2：高财务杠杆下的经营杠杆对比



资料来源：Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

图 3：低财务杠杆下的经营杠杆对比



资料来源：Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

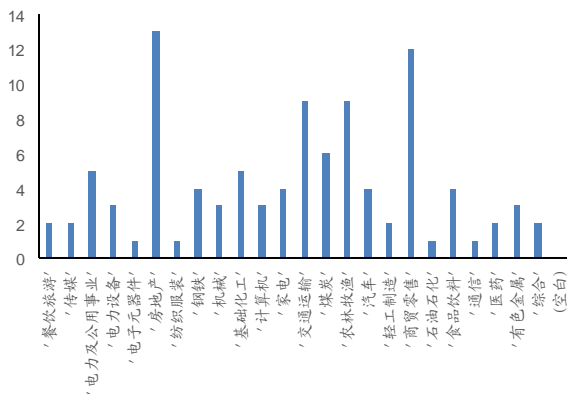
从上图的对比可以发现，经营杠杆（DOL）不同的组合，其相对收益变化率存在比较明显的对称关系，其中，又以图 2 的对称性更为明显，双低与低高组合的对称性由于双低组合曲线的平缓导致对称性降低，我们认为，双低组合采取了低杠杆的经营策略，既不利用固定成本的经营杠杆也不利用负债的财务杠杆来撬动更高的利润，其平缓的趋势线与此经营策略也是相吻合的。



## 行业特征

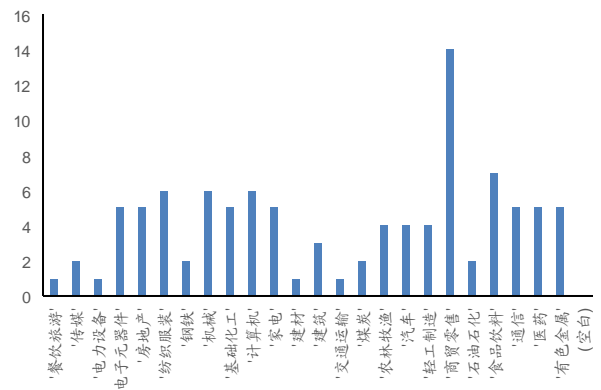
进一步观察已经具有显著差异的 4 个类别，在行业上是否具有明显的区别。考虑到市场本身行业比例的差异，我们用实际的组合占比扣除市场的行业占比，得到每一个组合的行业相对占比的情况。然后统计每一期相对占比排名前三位的行业，并计算出从 2006 年 6 月至 2014 年 6 月的行业排名在前两位的频数比例。

图 4：双底组合的行业占比



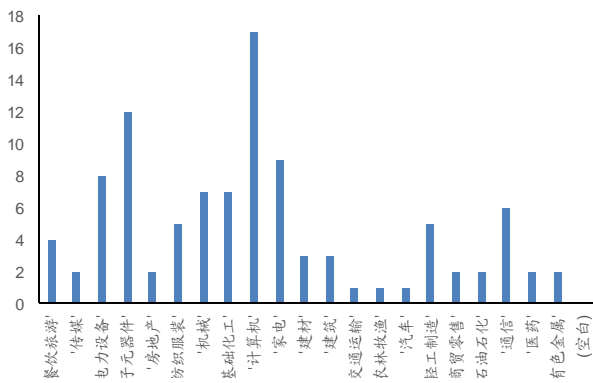
资料来源：Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

图 5：高低组合的行业占比



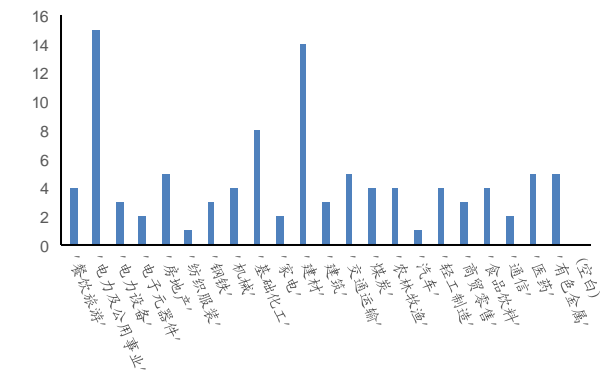
资料来源：Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

图 6：低高组合的行业占比



资料来源：Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

图 7：双高组合的行业占比



资料来源：Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

从行业占比上可以看到，4 个杠杆组合的行业特征还是较为明显的，在中信 29 个行业中，双低组合的代表行业为房地产和商贸零售，而高财务杠杆低经营杠杆的突出行业也为商贸零售。在高经营杠杆的 2 个组合中，计算机与电子元器件行业在低财务杠杆的组合中凸显出来，双高组合的代表行业是电力及公用事业和建材行业。

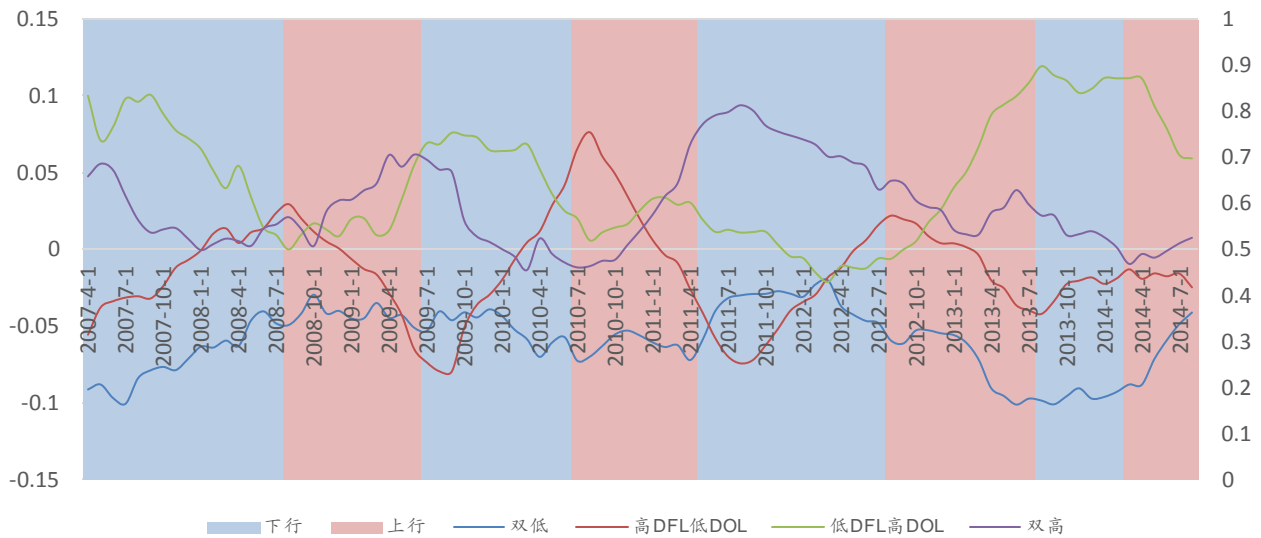


## 时钟周期与经营杠杆效应

综合来看，经营杠杆对股票的相对收益的趋势是存在明显的作用的，较高的经验杠杆企业，充分利用固定成本的杠杆效应，营收的增高能够获取更多的利润收益，当然也会面临下滑的风险，在经济上行的阶段，市场需求放大，营收增加，利润也会进一步放大，而在下行阶段，过高的杠杆带来的负效应将大大提高其经营风险，面临下滑的可能。那么在周期的影响之下，经济上行与下行的阶段，经营杠杆正负作用的变化，可能会导致不同杠杆组合的轮动。

将投资时钟的周期与 4 个杠杆特征组合的变化曲线作图：

图 8：时钟周期与经营杠杆特征观察



资料来源：wind 资讯、国信证券经济研究所整理

双高集群和低高集群（低 DFL 高 DOL）在市场底部时相对收益率有下滑趋势，触底时反映迅速，市场出现明显好转后，经营杠杆高的组合的相对收益率开始显著上升。当市场进入下行阶段，高低集群（高 DFL 和低 DOL）的相对收益率开始大幅上升。围绕着经济周期循环，这四个集群相对收益率根据经营杠杆的高低呈现轮动规律。

## 分阶段测试

将时钟周期的上下行阶段分别测试 4 种杠杆特征组合的相对收益率的变化程度。

**表 2: 经营杠杆在经济周期下的变化程度**

时间	双低	高 DFL 低 DOL	低 DFL 高 DOL	双高
2007 年 3 月-2008 年 7 月	0.44	1.68	-1.14	-0.42
2008 年 8 月-2009 年 6 月	-0.85	-15.99	2.77	1.90
2009 年 7 月-2010 年 6 月	-3.50	2.14	-0.81	-1.41
2010 年 7 月-2011 年 4 月	0.41	-1.70	1.16	10.68
2011 年 5 月-2012 年 7 月	-5.17	1.37	-9.32	-0.45
2012 年 8 月-2013 年 7 月	-0.57	-3.90	14.19	-0.73
2013 年 8 月-2013 年 12 月	0.57	0.59	-0.42	-0.49
2014 年 1 月-2014 年 7 月	1.53	-0.11	-1.61	0.43

资料来源: wind 资讯、国信研究所整理

结果与上图的分析是吻合的, 在经济衰退末期, 随着资金成本的下降, 推动股票市场估值上升, 股票市场进入复苏周期。市场高经营杠杆更加敏感, 高 DOL 的双高集群和低高集群率先启动。随着实际资金成本及劳动力成本的持续下滑, 实际运营成本已经下滑很多, 恢复生产是有利可图的, 投资者的偏好可能会转向经营杠杆更高的公司。而随着经济过热至开始变缓, 较高的固定成本的经营杠杆面对更大压力, 低杠杆企业相对影响更小。

可以发现, 由于较高的经验杠杆企业, 充分利用固定成本的杠杆效应, 营收的增高能够获取更多的利润收益, 在经济上行的阶段, 市场需求放大, 营收增加, 利润也会进一步放大, 而在下行阶段, 过高的杠杆带来的负效应将大大提高其经营风险, 面临下滑的可能。

## 市场利率与财务杠杆效应

财务风险是指由于企业运用了债务筹资方式而产生的丧失偿付能力的风险。在影响财务风险的因素中, 债务利息或优先股股息这类固定性融资成本是基本因素。市场利率的变化将直接影响财务利息成本, 接下来观测财务杠杆对市场利率变化的规律。

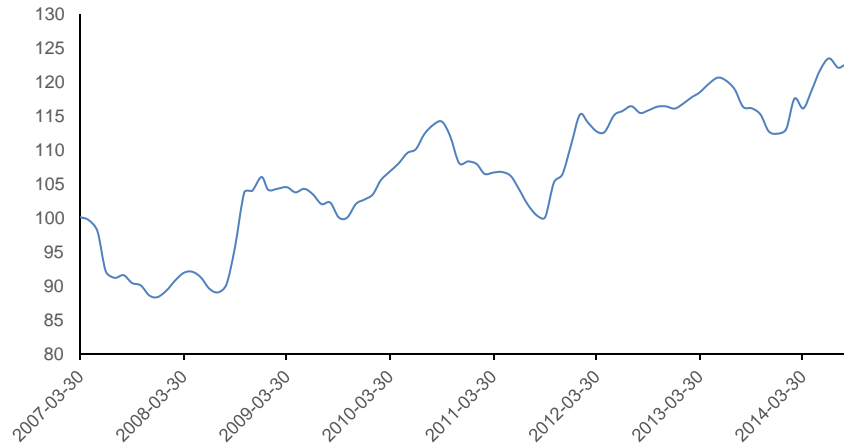
### 市场利率指数

由于宏观利率的调控, 为了反映企业面临的直接的负债成本的变化, 我们选择中债新高信用等级财富指数用来刻画 2008 年至今的市场利率的变化。

同样的, 使用同比变化率来增强指数的长期变动趋势。

同时, 考虑到股票市场的宏观预测效应, 我们将利率的对应时间轴向前调整一个季度, 将市场利率与市场预期统一起来。

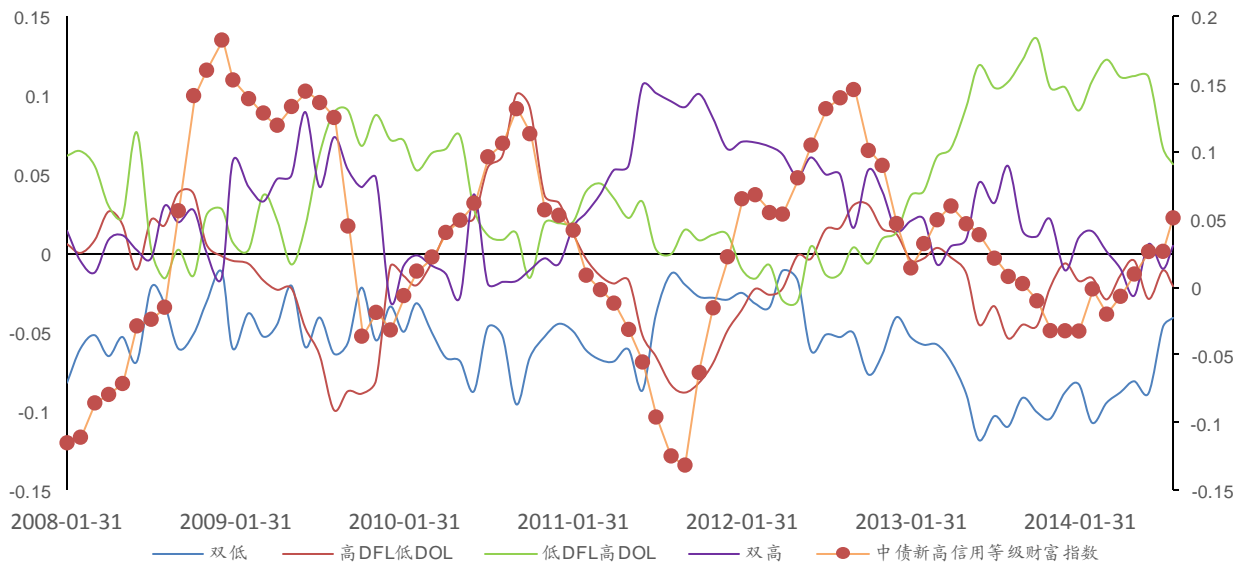
图 9: 中债新高信用等级财富指数



资料来源: wind 资讯、国信证券经济研究所整理

从中债指数的走势可以看到, 市场利率整体呈上升态势, 为了观察利率更为显著的变动, 我们同样将指数做同比处理。

图 10: 四类杠杆特征组合与利率指数的走势



资料来源: wind 资讯、国信证券经济研究所整理

从 4 个杠杆集群与指数变化率的图线可以发现, 理论上应该看到的情况——高财务杠杆与利率变化趋势负相关——并没有出现。从财务杠杆的特征上说, 市场利率的走高将直接影响其负债成本, 进而高财务杠杆企业的成本加重, 企业发展遇到障碍。

但是, 从图像上看, 高 DFL 低 DOL 组合的曲线与利率变化率的曲线走势同步性很高, 但同时, 双高组合的曲线与利率曲线又是反向关系。

所以图像观察后的结果，我们认为，财务杠杆与利率直接的规律并不是直接呈现的。

对 4 中杠杆特征的组合与利率走势进行回归：

表 3：利率与 4 种组合的回归结果

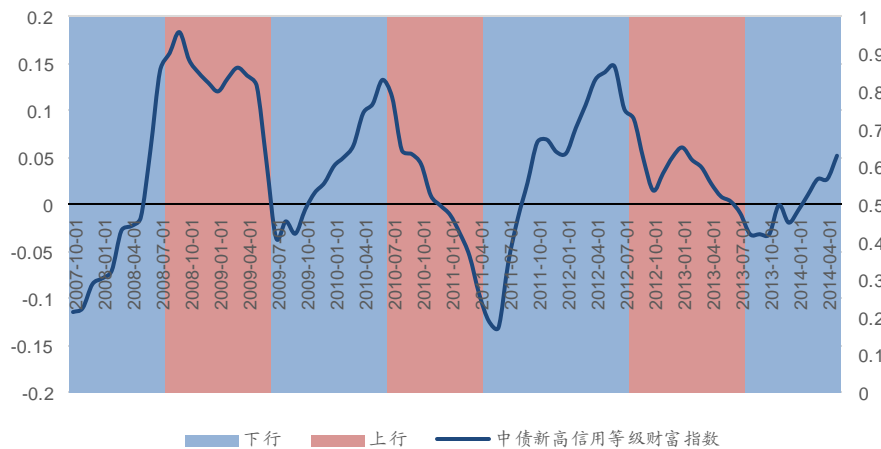
杠杆组合	回归系数	t 值	P 值
双低	0.312407	0.95	0.343
高 DFL 低 DOL	0.670167	3.29	0.002
低 DFL 高 DOL	-0.56882	-3.09	0.003
双高	-0.12398	-0.51	0.615

资料来源：wind 资讯、国信研究所整理

从回归结果可以发现，杠杆特征与利率关系较为明显的是经营杠杆，高经营杠杆与利率呈负相关走势，低经营杠杆为同步走势。从显著程度上看，高低与低高组合仍然保持此特征。

我们认为，可能存在经营杠杆对财务杠杆的影响覆盖。为了验证此猜测，我们首先匹配一下与经营杠杆有显著关系的时钟周期和中债指数变化率的关系。与之前的时间一直，我们选择向前推 1 个季度的指数的变化率。

图 11：利率指数（向前一个季度）的相对变化曲线与经济周期阶段对比



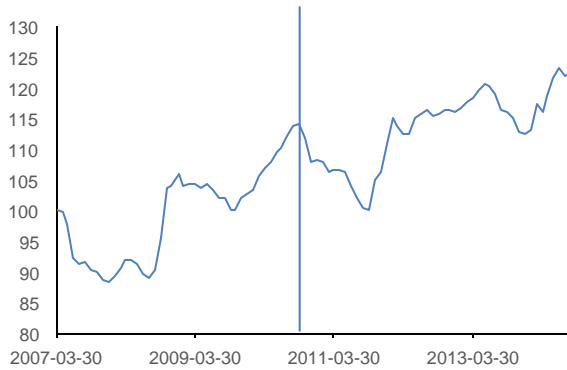
资料来源：wind 资讯、国信证券经济研究所整理

从图像上可以看到，投资时钟的周期划分与中债指数的变化规律是一致的。也就是说，在前述中，我们利用投资时钟的周期与经营杠杆的关系，所观察到的不同经营杠杆特征的组合的走势特点，对于提前期的利率变化也是同样适用的。当然，进一步的考虑，经济的双周期与利率的阶段一致是可以被理解的，利率作为宏观指标，与市场经济周期高度相关，在《国信证券：探寻股市与经济的逻辑关系》文中也指出了，股票市场和经济指标之间存在很强的双向解释能力，我们认为，在经营杠杆与周期的高度相关之下，重合了的利率周期对于财务杠杆的影响，会由于其本身对于经营杠杆的影响而被掩盖。

那么，利率对于财务杠杆的影响究竟能否被觉察呢？再一步观察中债指数的绝对指数的走势可以发现，在 2010 年到 2011 年间，利率指数的水平高度出现了

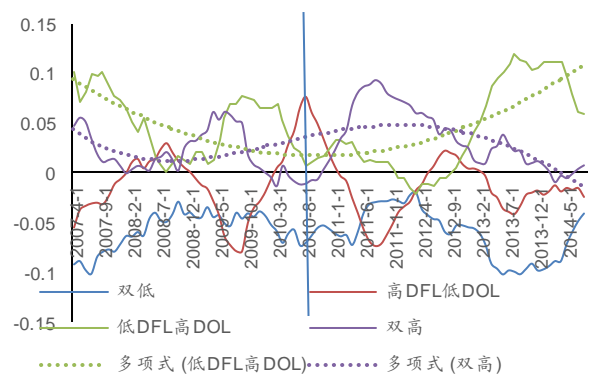
整体的上升，也就是说，2011年之后，利率整体处在一个高位水平，期间会出现一定的波动，但利率市场可以认为是走高的。那么，在这样的利率环境下，高财务杠杆的企业市场压力要大于低财务杠杆的企业，我们也能观察到两种类型的整体水平的对称变化。

图 12: 利率指数水平变化分界线



资料来源: Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

图 13: 四种组合的变化趋势

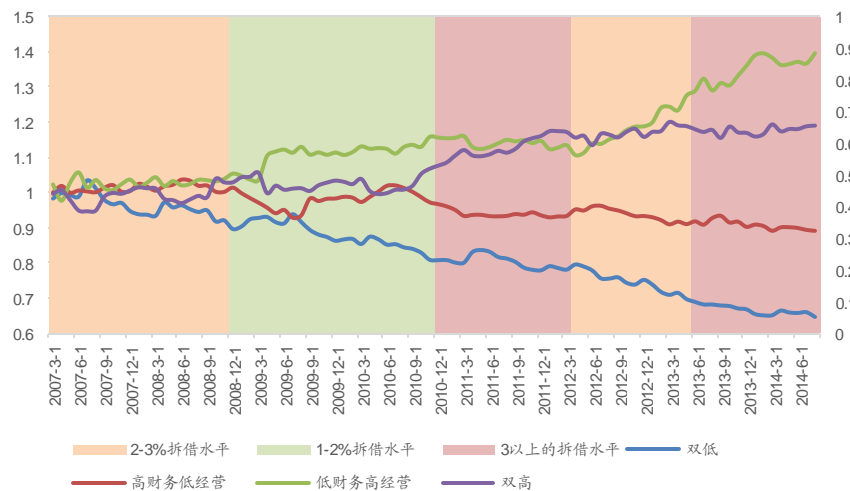


资料来源: Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

可以看到，低高组合与双高组合，在利率水平的分界线上有一个明显的趋势反转，利率走高之后，高财务杠杆的双高组合相对变化率开始下行，而低财务杠杆的低高组合显著上扬。再考虑图线本身即为相对收益的变化率，其所处的数值水平高低也代表了收益了的高低，高财务杠杆的高低组合再分界线之后的低水平也能反映出利率环境对财务杠杆不同的企业的影响。当然，双低组合的保守状态在前述中也已经提到，在此处的财务杠杆分析中，同样不能发现比较明显的变化规律。

从 4 个组合的累计收益图上同样可以发现上述结果。

图 14: 4 类组合的超额收益的累计净值图



资料来源: wind 资讯、国信证券经济研究所整理

从 4 个类型的累积净值绝对走势上看，高经营杠杆处于上升态势，而低经营杠杆处于下降态势，也就是说，经营杠杆对于企业有一个持续的正向作用，而这一作用能够超过财务杠杆的不同所带来的影响，进一步说明了企业对于经营杠杆的敏感性更高。在这其中，又能够看到财务杠杆的作用。低经营杠杆的两类中，高财务的相对地财务杠杆的曲线更高，但也是走低的，没有采取任何杠杆策略的企业走势最差；而在高经营的两类中，在上海银行隔夜拆借利率的不同水平时期，两者的态势存在变化，值得注意的是，在后期，利率水平整体上升之后，低财务杠杆的曲线上升的趋势更加明显。

综合来看，仍然不能确切的定量分析出财务杠杆在周期中的显著效果，我们认为经营杠杆对于企业的影响在市场上强于财务杠杆，因为财务杠杆的效果从收益的结果上看是不明显的，但是细节之处，财务杠杆发挥的作用是能够捕捉到的。

## 结论

杠杆效应，是指固定成本提高公司期望收益，同时也增加公司风险的现象。经营杠杆是由与产品生产或提供劳务有关的固定性经营成本所引起的，而财务杠杆则是由债务利息等固定性融资成本所引起的。两种杠杆都具有放大盈利波动性的作用，从而影响企业的风险与收益。

较高的经验杠杆企业，充分利用固定成本的杠杆效应，营收的增高能够获取更多的利润收益，当然也会面临下滑的风险，在经济上行的阶段，市场需求放大，营收增加，利润也会进一步放大，而在下行阶段，过高的杠杆带来的负效应将大大提高其经营风险，面临下滑的可能。那么在周期的影响之下，经济上行与下行的阶段，经营杠杆正负作用的变化，可能会导致不同杠杆组合的轮动。

利率的变动与经济周期的变化存在提前，但是时间区间的长度吻合，因而无法利用利率的变化来观测财务杠杆的作用，股票市场和经济指标之间存在很强的双向解释能力，在经营杠杆与周期的高度相关之下，重合了的利率周期对于财务杠杆的影响，会由于其本身对于经营杠杆的影响而被掩盖。

进一步观察中可以发现，利率水平的分界线上有一个明显的趋势反转，利率走高之后，高财务杠杆的双高组合相对变化率开始下行，而低财务杠杆的低高组合显著上扬。整体来说，仍然不能确切的定量分析出财务杠杆在周期中的显著效果，但是细节之处，财务杠杆发挥的作用是能够捕捉到的。

## 未来的展望

本篇报告主要观察的是相对变化率，对于绝对收益的效果，由于杠杆分类组合的高度一致性，并不能很好的区分。下一阶段，可以加入有效区分因子，将杠杆组合的收益有效的划分开来。

对于财务杠杆的观察可以继续找寻有效的经济指标，以发现财务杠杆与经营杠杆在时间轴上的整体轮动规律。



## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



### 国信证券经济研究所团队成员

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>技术分析</b>	
董德志	021-60933158	郇彬	021-60933155	闫莉	010-88005316
钟正生	010-88005308	马韬	021-60933157		
林虎	010-88005302	孔令超	021-60933159		
<b>固定收益</b>		<b>大宗商品研究</b>		<b>互联网</b>	
董德志	021-60933158	马韬	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵婧	021-60875174	郇彬	021-60933155	郑剑	010-88005307
刘鹏 09587	021-60875161	郑东	010-66025270	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161				
<b>医药生物</b>		<b>社会服务(酒店、餐饮和休闲)</b>		<b>家电</b>	
张其立	0755-82139908	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
贺平鸽	0755-82133396	钟潇	0755-82132098	曾婵	0755-82130646
林小伟	0755-22940022				
邓周宇	0755-82133263				
李少思	021-60933152				
<b>通信服务</b>		<b>电子</b>		<b>环保与公共事业</b>	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	卢文汉	021-60933164	徐强	010-88005329
<b>军工</b>		<b>机械</b>		<b>非金属及建材</b>	
朱海涛	0755-22940097	朱海涛	0755-22940097	黄道立	0755-82130685
		陈玲	021-60875162	刘宏	0755-22940109
		成尚汶	010-88005315		
<b>房地产</b>		<b>食品饮料</b>		<b>汽车及零配件</b>	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏 09660	021-60933167	丁云波	0755-22940056
朱宏磊	0755-82130513	龙飞	0755-82133920		
<b>电力设备</b>				<b>建筑工程</b>	
杨敬梅	021-60933160			邱波	0755-82133390
				刘萍	0755-22940678
<b>传媒与文化</b>		<b>零售、纺织服装及快销品</b>		<b>基础化工</b>	
陈财茂	010-88005322	朱元	021-60933162	李云鑫	021-60933142
		郭陈杰	021-60875168		
<b>农林牧渔</b>		<b>轻工造纸</b>			
杨天明	021-60875165	邵达	0755-82130706		
赵钦	021-60933163				
<b>银行</b>		<b>金融工程</b>			
李关政	010-88005326	林晓明	021-60875168		
		吴子昱	0755-22940607		
		周琦	0755-82133568		
		钱晶	021-60875163		
		黄志文	0755-82133928		

**国信证券机构销售团队**

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn		郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		李佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn		徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn	
甄艺	010-66020272 18611847166		汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn		颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn		梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn		赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
王耀宇	18601123617							
陈孜譞	18901140709							