

## 基于板块效应动量反转特征的 alpha 策略研究



从信息传导角度看，某一影响板块整体股价的信息在板块内部的传导是一个缓慢的过程，在这个过程中甚至可能出现某些个股对该信息反应不足，因而造成板块动量以及板块补涨现象的发生；从投资者行为角度看，与板块相比，推动个股行情所需的资金量相对较小、个股涨跌更容易受短期投机因素和情绪变化的影响，因而投资者在个股层次容易反应过度，从而造成个股收益反转。因此，板块收益的动量特性往往相对较强，而个股收益则较易出现反转特征。基于板块效应的动量反转特征，我们可以将股票划分为四种类型：强势行业中的强势股、强势行业中的弱势股、弱势行业中的强势股、弱势行业中的弱势股。

对于强势行业的弱势股，由行业间动量效应导致的正收益将进一步被行业内反转效应导致的正收益强化，从而具有更高的正收益；对于弱势行业的强势股，由行业间动量效应导致的负收益将进一步被行业内反转效应导致的负收益强化，从而具有更低的收益。回测结果显示：强势行业的弱势股表现最好，年化超额收益为 11.1%，胜率为 64.05%；其次是弱势行业中的弱势股，年化超额收益 4.9%，胜率为 51.11%；再次是强势行业中的弱势股，年化超额收益为-2.2%，胜率为 44.44%；表现最差的是弱势行业中的强势股，年化超额收益为-7.5%，胜率为 34.44%。

基于此，本报告提出了一个新的投资思路，称之为基于行业间动量的行业内反转策略：买入强势行业的弱势股、卖空弱势行业的强势股或同时采取两种操作。其优点是同时吸收了行业间动量和行业内反转效应的正收益，缺点是后两种策略涉及到融券卖空，将受融券成本过高以及融券标的范围的限制。考虑到实务操作中的种种限制和交易费用，我们推荐以下这一简单可行的 alpha 策略。

- 在全市场样本中买入强势行业中的弱势股，用 HS300 股指期货进行对冲，预期年化 alpha 收益为 11.1%（扣除费用后），胜率 64.05%，这一操作需要买入的股票约为 60-90 只。

当然，以上策略仍存在不足之处，在 2006.10-2007.10 以及 2010.10-2012.6 月之间有着较长时间和较大幅度的回撤，其中前一阶段行业间和行业内均以动量效应为主，而后一阶段则以反转效应为主。如果能够基于板块轮动的自身规律对行业间动量与反转效应的强弱进行择时，那么无疑将大大提升该策略的表现，这将成为下一步的研究方向。

最后，需要特别提出的是，本报告的研究结果验证了一个选股思路的正确性：由于行业间动量效应和行业内反转效应的存在，如果不是先知先觉型的投资者，在无法事先预测优势行业以及优势行业中的龙头股票的情况下，可以主要关注并投资于那些强势板块中股价尚未有所反应的个股，同时要小心对待那些弱势行业中的强势股，以免在其随后的回调中被套住。

## 目 录

1. alpha的理论来源与现实思考 .....	2
2. 板块现象中的行业动量与个股反转 .....	3
3. 投资策略探讨 .....	4
3.1 行业内反转 vs 行业间动量策略 .....	4
3.2 基于行业间动量的行业内反转策略 .....	6
3.3 板块轮动路径初探 .....	9
3.4 策略改进方向 .....	10
4. 总结和讨论 .....	10

从广义上看,板块指的是证券市场中在某一特征上存在共性的一批交易品种的组合。Barberies 和 Shleifer(2003)指出,很多投资者在选择投资组合时,往往根据某种资产特征将资产划分为不同的板块,然后在这些不同的板块层面上分配资金,再在板块内部进行标的筛选,此即所谓的自上而下的投资思路。

在不同的经济环境、市场周期和行业周期中,不同板块的有不同的表现机会。当某一板块成为市场投资热点时,往往受到投资者的热捧。相应的,在该板块内部的不同上市公司之间存在着较为明显的联动和补涨效应,板块行情通常由某些龙头企业率先发起,进而引领板块内其他企业相继跟随,最终演变成整个板块的集体走强。在板块行情的后期,前期热捧的板块估值往往过高,对投资者的吸引力逐渐降低,市场热点将转移到其他板块中去。

因此,所谓板块效应有两层含义:一是板块内的联动和补涨,二是板块之间的轮动。如果能够挖掘出板块间轮动和板块内联动或补涨的基本规律,并采取股指期货对冲或融券多空对冲的方式来构建投资组合,有望获得较稳定的绝对收益。本报告将从板块效应中的动量反转特征出发,构建可以获得较高 alpha 收益的投资组合。

## 1. alpha 的理论来源与现实思考

以行业板块为例,为探讨板块效应选股的 alpha 来源,我们将一个典型的股票的收益分为三个部分:市场整体收益带来的联动收益、个股所属行业收益带来的联动收益,以及个股自身的剩余收益。

$$R_{i,t} = \beta_{i,t,mkt} R_{mkt,t} + \beta_{i,t,ind} R_{ind,t} + \alpha_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

从以上划分来看,单个股票相对于市场整体的 alpha 收益有两个来源,其一是所属板块的 alpha 收益,其二是个股所特有的、与其板块属性无关的 alpha 收益。

因此,从自上而下的投资思路来看,要构建具有绝对正 alpha 的投资组合,一般是先选择具有正 alpha 的行业,再在该行业内优选个股,然后采用股指期货或融资融券对冲的方式完成 alpha 收益的实现。

从板块效应的角度来看,正 alpha 行业对应着市场上的强势行业,行业内的正 alpha 个股对应着强势股票。可是,在某一行业成为强势行业的初期,以及在某些个股成为龙头股之前,我们往往对其随后的走势并无绝对把握。因此,经常出现的状况是,某一板块已经成为市场热点,或者龙头个股已经历了较大幅度的上涨之后,我们才开始认真考虑是否要介入该板块。此时,买入当前市场上的强势板块,或者追涨龙头股是否是我们的最优选择呢?

我们认为,板块收益的动量特性往往相对较强,而个股收益则较易出现反转特征。这主要是基于以下两个方面的考虑:

1) 从信息传导角度看,某一影响板块整体股价的信息在板块内部的传导是一个缓慢的过程,在这个过程中甚至可能出现某些个股对该信息反应不足,因而造成板块动量以及板块补涨现象的发生; 2) 从投资者行为角度看,与板块相比,推动个股行情所需的资金量相对较小、个股涨跌更容易受短期投机因素和情绪变化的影响,因而投资者在个股层次容易反应过度,从而造成个股收益反转。

如果以上推断属实,那么是否可以从板块与个股的动量反转特征来构建 alpha 收益组合呢? 答案当然是肯定的。

事实上，我们可以从板块效应和动量反转的角度出发，在不同时间截面上将股票划分为以下四种类型：

- 强势行业中的强势股
- 强势行业中的弱势股
- 弱势行业中的强势股
- 弱势行业中的弱势股

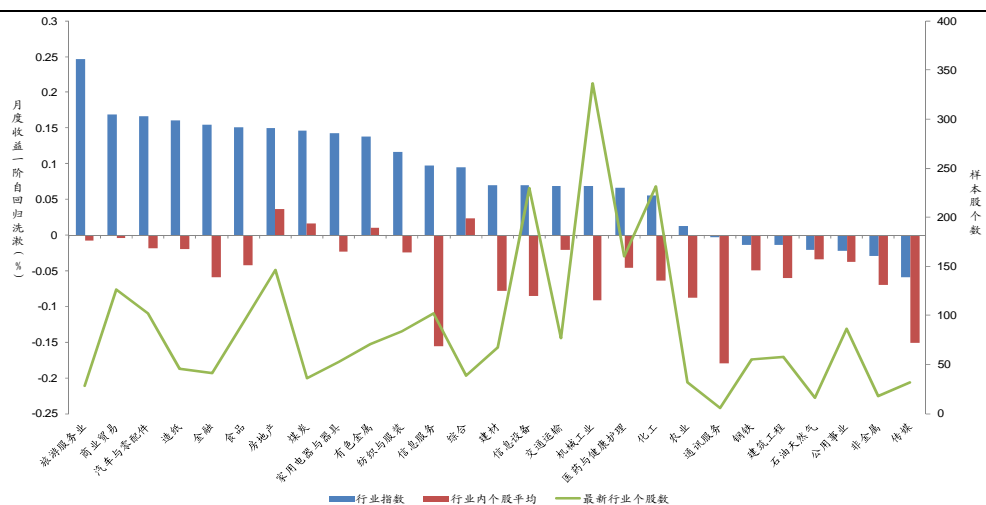
其中，买入第 1 种类型股票的逻辑主要是：热点板块的表现将持续，而且龙头个股的行情还没有走完，此时对应于板块行情的初期和中期；买入第 2 种类型股票的逻辑是：热点板块的表现仍将持续，但龙头个股的行情已经基本结束，行业内将出现补涨效应，此时对应于板块行情的中后期；买入第 3 种和第 4 种类型股票的逻辑主要是：板块热点将发生转移，也即将出现板块轮动，这往往对应于板块行情的中后期，而两者的主要区别在于弱势行业中的哪些个股的反转收益将更为明显。

## 2. 板块现象中的行业动量与个股反转

为论证以上划分的合理性，我们先对行业 and 个股的动量反转特性做一个简要的分析。需要特别说明的几点如下：

1. 样本的时间区间：2005 年 1 月 4 日-2012 年 6 月 29 日。
2. 样本范围：剔除 ST 股，以及上市不足 3 个月的新股和次新股。
3. 行业分类标准：海通一级行业分类，一共有 27 个一级行业。由于某些个股的行业属性在样本区间内曾发生过变更，我们已经对其进行了回溯调整处理。
4. 行业指数：海通基于自身一级行业分类标准构建的行业指数，一共 27 个。
5. 为避免结果受过度数据挖掘的影响，以及减少频繁的调仓交易伴随的费用，本报告将研究动量和反转效应的观察期和持有期均设定为 1 个月。

图 1 行业自身及行业内个股一阶自回归系数(全市场样本)



资料来源：海通证券研究所

在行业层面，图 1 表明，绝大部分（占比约 75%）的行业月度收益表现出明显的 1 阶自回归特性，其中，旅游服务业、商业贸易、汽车与零配件、造纸、金融、食品、房地产、煤炭等行业的 AR(1) 在 15% 以上，动量效应最为明显。传媒、非金属、公用事业、石油天然气、建筑工程、钢铁、通讯服务等 7 个行业的 AR(1) 系数为负，在月度频率下显示出较弱的反转效应。总体来看，虽然各个行业之间稍有差异，但各行业指数在月度频率下主要表现出动量特征，平均 1 阶自回归系数为 8%。

在个股层面，各行业内个股月度收益 1 阶自回归系数的行业平均值大多小于 0（占比约 85%，各行业内个股自回归系数的平均值为 -5%），这表明与行业自身的动量效应不同，行业内的个股收益在月度频率上倾向于呈现出反转特征。

这一结果印证了前文的逻辑：与个股相比，单个板块的基本面相对较为稳定，撬动板块行情所需的资金量也更为巨大，因而板块涨跌受短期投机因素和情绪变化的影响相对较小。因此，板块收益的动量特性往往相对较强，而个股收益则较易出现反转特征。

### 3. 投资策略探讨

#### 3.1 行业内反转 vs 行业间动量策略

以上结果启发我们，个股的月度收益容易反转，而行业的月度收益容易出现动量特征。对此，我们先构建了两个简单的投资策略：

##### ➤ 行业内反转策略

在  $t$  月末，对市场中的所有股票的月度收益按照不同的行业进行排序，将其相应于各个行业最高的 20% 的个股定义为行业内的强势股，相应最低的 20% 的个股定义为行业内的弱势股；在  $t+1$  月初，买入相应的弱势股组合，卖空相应的强势股组合，并维持这一头寸至  $t+1$  月末。

##### ➤ 行业间动量策略

在  $t$  月末，对市场中各行业的月度收益进行排序，将收益最高的 20% 的行业定义为强势行业，相应最低的 20% 的行业定义为弱势行业；在  $t+1$  月初，等权买入相应的强势行业股票，等权卖空相应的弱势行业股票，并维持这一头寸至  $t+1$  月末。

**为使历史回溯结果尽可能接近真实情况，在计算投资收益率时，本报告假定：**

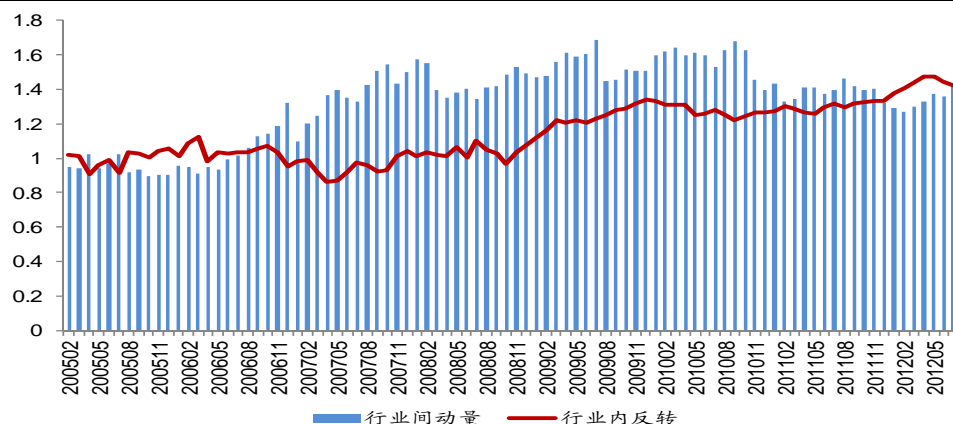
- **买卖价格：**对于行业内反转策略，以  $t+1$  月某股票第一个交易日的开盘价与收盘价的平均值作为买入价，以  $t+1$  月末该股票最后一个交易日的收盘价作为卖出价，计算对数收益率；对于行业间动量策略，则以相应的指数点位作为买卖价格计算对数收益率。
- **交易费用：**双边合计 0.3%，若存在融券则月度融券成本按 1% 计算。
- **停牌影响：**如果某股票在月初一直停牌，导致预期当月剩余交易日可能小于五个交易日时，对该股票不予买入。
- **涨跌停影响：**如果某股票在月初第一个交易日开盘即涨停，那么当天放弃买入，改为第二个交易日再买；如果第二个交易日继续涨停，则递延到第三个交易日。同样，如果某股票在月末最后一个交易日跌停，那么递延到下一个交易日进行卖出操作，如果该交易日继续跌停，则依次递延下去。

**表 1 行业内反转 vs 行业间动量策略比较(全市场样本)**

	t+1 月中简单平均月收益(%)			胜率(%)	
	强势股票	弱势股票	策略收益*	扣除费用后的胜	未扣除费用的胜
行业内反转	0.947	2.324	0.377	60.67	70.79
行业间动量	1.455	0.939	0.516	59.55	

注：测算行业内反转收益时扣除了虚拟的卖空融券成本(1%)，但在测算行业间动量收益时未加以扣除。

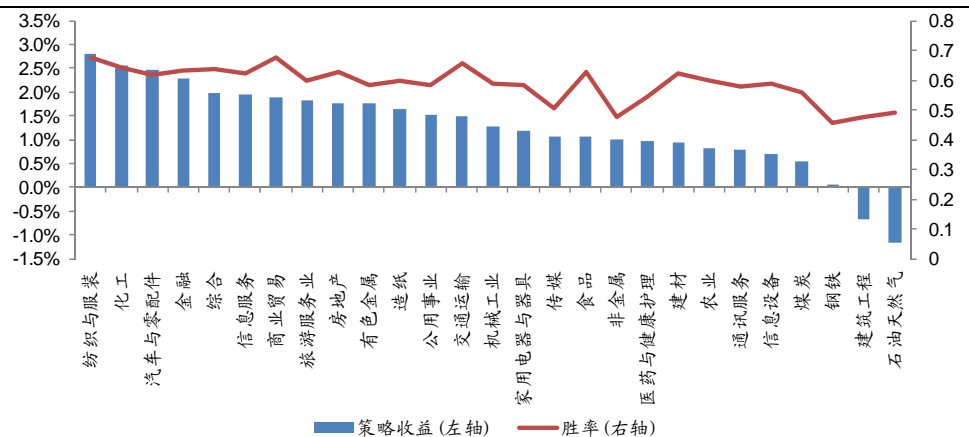
资料来源：海通证券研究所

**图 2 行业内反转 vs 行业间动量策略累计收益走势(全市场样本)**


资料来源：海通证券研究所

由表 1 和图 2 可知，行业内反转策略的收益相对较为稳定，最大回调幅度较小，扣除了相关费用后的年化收益约为 4.9%；若不扣除虚拟的融券费用，年化收益约为 12.7%。扣除相关费用后，该策略的胜率在 60.67% 左右，若不扣除相关费用，该策略的胜率可高达 70.79%。

行业间动量策略的表现相对较差，尤其是从收益稳定性的角度看，该策略的累计收益在样本的后半段(2012.10-2012.6)出现了较大幅度的回调，这意味着虽然行业指数月度收益大部分时间内由动量效应主导，但在市场反复震荡、资金面紧张以致不足以支持板块行情的持续或前期的板块行情并没有相应的基本面作支撑等各种情形中，反转效应也可能起主导作用。但整体来看，行业间动量策略也获得了 4.7% 左右的年化收益，胜率约为 59.55%。

**图 3 分行业的行业内反转收益及胜率(全市场样本)**


资料来源：海通证券研究所



为确保以上行业内反转策略收益并非由某些个别行业主导，图 3 给出了分行业的测算结果。除了石油天然气和通讯外，其余各行业的反转策略月度收益为正值，平均约为 1.3%(扣除虚拟融券费用前)，胜率也多在 60%附近，这说明行业内个股补涨确实是比较普遍的现象。

### 3.2 基于行业间动量的行业内反转策略

从以上结果看，单纯的“行业内反转”策略和“行业间动量”策略虽可取得一定的正收益，但是收益大小有限，在操作上不具有可行性。考虑到“行业间”动量效应与“行业内”反转效应同时存在，可否设计一个更有效的投资策略，使得组合收益同时受益于两种效应呢？这一问题的答案显然是肯定的。

对此，我们提出了一个新的投资思路，称之为**基于行业间动量的行业内反转策略**：**即买入强势行业的弱势股、卖空弱势行业的强势股或同时采取两种操作**。具体而言：在时期  $t$ ，根据每个行业的行业指数收益率当期的排名情况，我们将排名前 20% 的行业划分为强势行业，后 20% 的行业划分为弱势行业；然后对两组不同的行业集，根据个股在相应行业内的收益排名情况区分强势股票(行业内排名前 20%)和弱势股票(行业内排名后 20%)，从而得到前文提到的  $t$  时刻的四个股票集合：**强势行业中的强势股、强势行业中的弱势股、弱势行业中的强势股、弱势行业中的弱势股**。

理论上说，对于强势行业的弱势股，由行业间动量效应导致的正收益将进一步被行业内反转效应导致的正收益强化，从而具有更高的正收益；对于弱势行业的强势股，由行业间动量效应导致的负收益将进一步被行业内反转效应导致的负收益强化，从而具有更低的收益；对于强势行业的强势股，由行业间动量效应导致的正收益将被行业内反转效应导致的负收益部分抵消；对于弱势行业的弱势股，由行业间动量效应导致的负收益将被行业内反转效应导致的正收益部分抵消。

因此，如果行业间动量效应和行业内反转效应确实存在，从收益排序来看，强势行业的弱势股收益应该最高，弱势行业的强势股收益应该最低，强势行业的强势股以及弱势行业的弱势股收益排名居中，而后两者之间孰高孰低则取决于行业间动量效应与行业内反转效应的相对强弱。

对比图 4-图 7 的回测结果可知，无论是从年化超额收益还是胜率来看：

- **强势行业的弱势股表现最好，年化超额收益为 11.1%，胜率为 64.05%**。但该策略在区间的后四分之一段(2010.10-2012.6) 收益有所回调，这与图 2 中行业间动量策略收益的回调区间是高度一致的。我们认为，这是因为这段时间内行业指数收益由反转效应主导，行业内弱势个股的反转正收益被强势行业的反转负收益削弱，因而整体来看出现了负超额收益。
- **其次是弱势行业中的弱势股，年化超额收益 4.9%，胜率为 51.11%**。但在 2010.10-2012.6 期间，与强势行业弱势股相比，该类股票的表现相对较好，没有出现明显的回调。对此的解释仍然是，这段时间内行业指数收益由反转效应主导。
- **再次是强势行业中的弱势股，年化超额收益为-2.2%，胜率为 44.44%**。
- **表现最差的是弱势行业中的强势股，年化超额收益为-7.5%，胜率为 34.44%**。与强势行业中的强势股比，弱势行业中的强势股表现相对更差，这一差别虽然不大，但从侧面印证了行业指数自身收益在区间整体上具有动量效应。

图 8 给出了基于行业间动量的行业内反转策略的回测结果。若不考虑虚拟的融券成

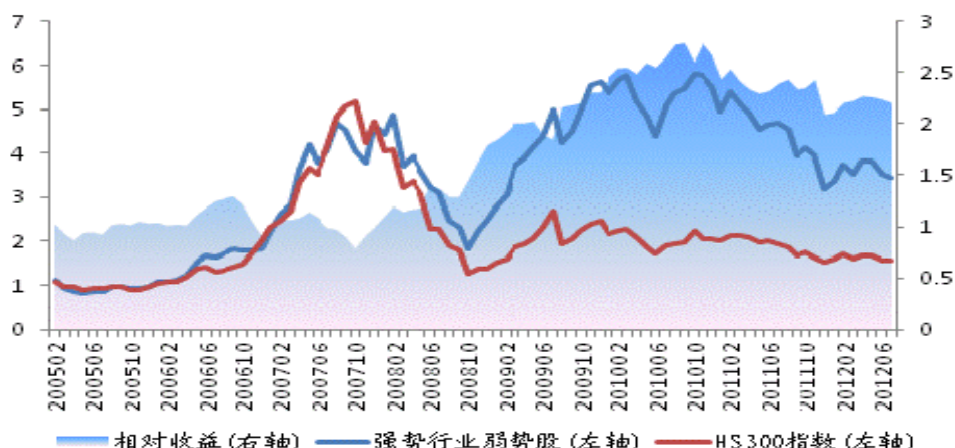
本，该策略的年化收益高达 20.2%，胜率则提高到 70%。这一结果表明，该策略同时吸收了行业间动量和行业内反转策略带来的正收益，且胜率更高。若扣除虚拟的融券成本，该策略的年化收益降为 7.6%，但与单一的“行业内反转”策略相比仍高出 2.7%。

考虑到目前市场上的融券标的较少，没有覆盖全市场的股票，融券成本较高，且部分机构投资者目前仍无法真正参与融券交易，因此采用买入弱势行业的强势股，融券卖空弱势行业的强势股的多空对冲策略不具有操作上的可行性。

但我们仍可以利用板块现象中行业收益动量和行业内个股收益反转的特性，通过买入强势行业弱势股组合建立多头头寸，再用 HS300 股指期货进行对冲的方式来构建 alpha 策略。回测结果表明，该策略的年化 alpha 收益约为 11.1%，胜率约为 64.05%。

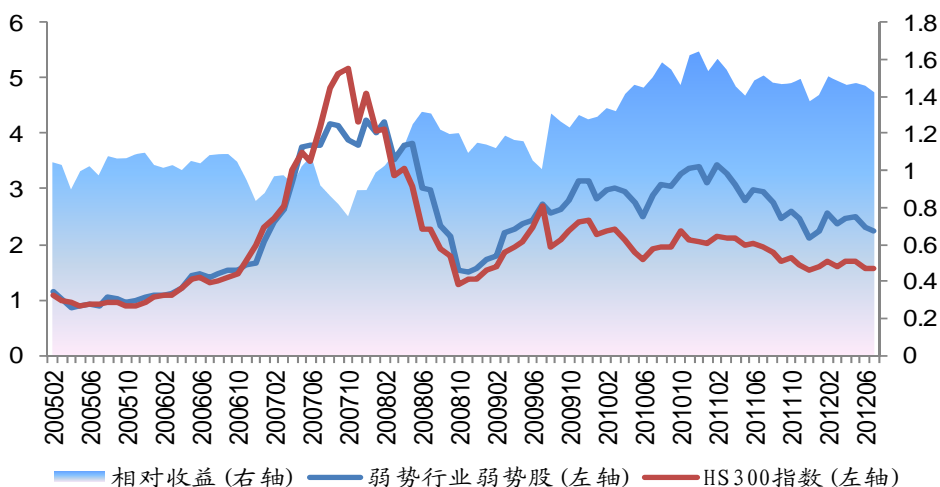
需要特别指出的是，强势行业弱势股的优秀表现和弱势行业强势股的糟糕表现表明：由于行业间动量效应和行业内反转效应的存在，如果不是先知先觉型的投资者，在无法事先预测优势行业以及优势行业中的龙头股票的情况下，可以主要关注并投资于那些强势板块中股价尚未有所反应的个股，同时要小心对待那些弱势行业中的强势股，以免在其随后的回调中被套住。

图 4 强势行业弱势股累计净值(全市场样本，年化超额收益 11.1%，胜率 64.05%)



资料来源：海通证券研究所

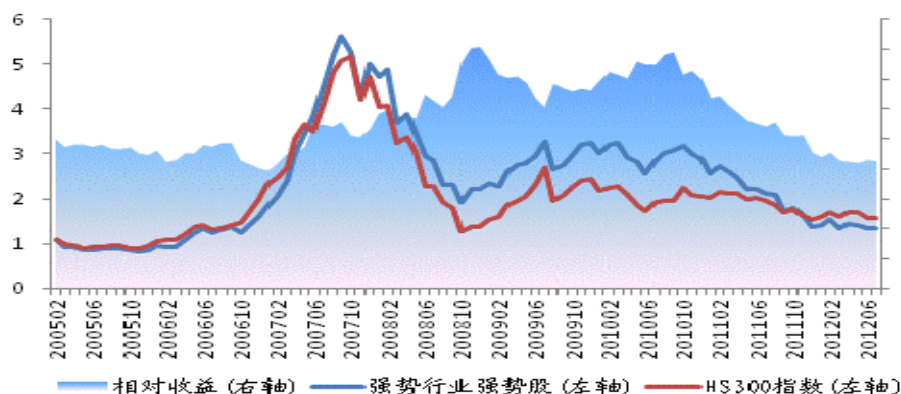
图 5 弱势行业弱势股累计净值(全市场样本，年化超额收益 4.9%，胜率 51.11%)



资料来源：海通证券研究所

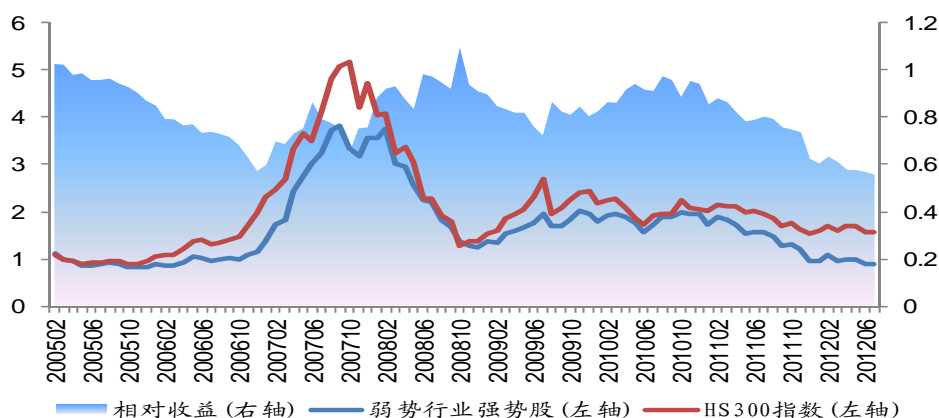


图6 强势行业强势股累计净值(全市场样本, 年化超额收益-2.2%, 胜率 44.44%)



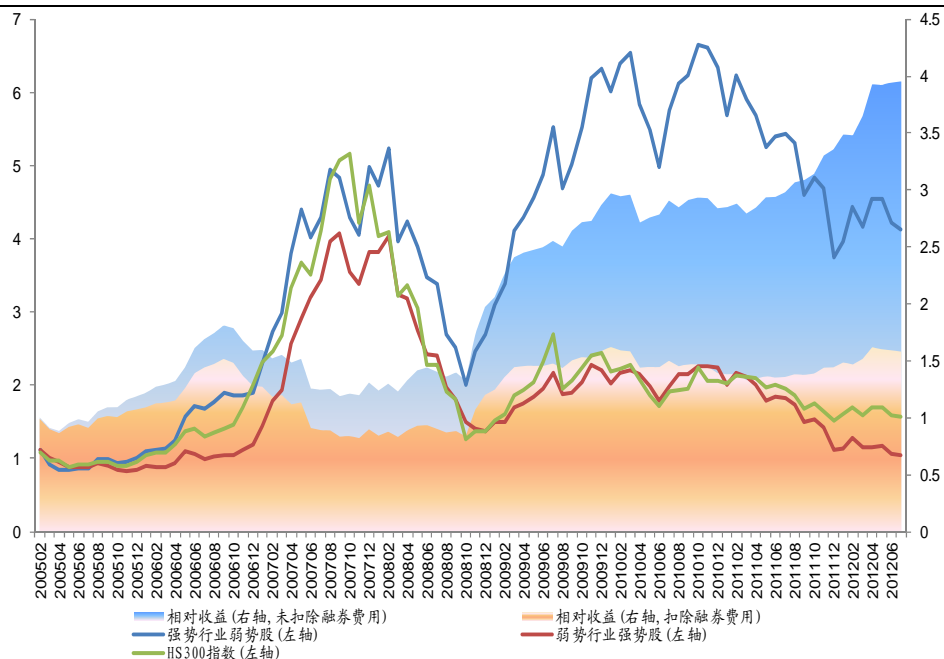
资料来源：海通证券研究所

图7 弱势行业强势股累计净值 (全市场样本, 年化超额收益-7.5%, 胜率 34.44%)



资料来源：海通证券研究所

图8 买入强势行业弱势股, 卖空弱势行业强势股(全市场样本, 年化收益 20.2%, 胜率 70%)



资料来源：海通证券研究所

### 3.3 板块轮动路径初探

图 9 显示，四个组合中强势行业弱势股在整体上有着最高的超额收益，但图 4 也清晰的表明该组合在 2006.10-2007.10 以及 2010.10-2012.6 月之间有着较长时间和较大幅度的回撤。

事实上，以上 alpha 策略有一个隐含的假设，在不同的时间段内行业指数收益率呈现出动量效应，行业内个股表现也以补涨效应(或者说反转效应)为主，但这一假设显然过于简单。

比如，2006.10-2007.10 期间，对应着 A 股市场最大的一轮牛市，此时的特征是强者恒强，板块间动量效应和板块内的动量效应仍占主流，因此各板块的表现顺序依次为：强势行业强势股、弱势行业强势股、强势行业弱势股和弱势行业弱势股，其中后两者的表现相当，无明显区别。

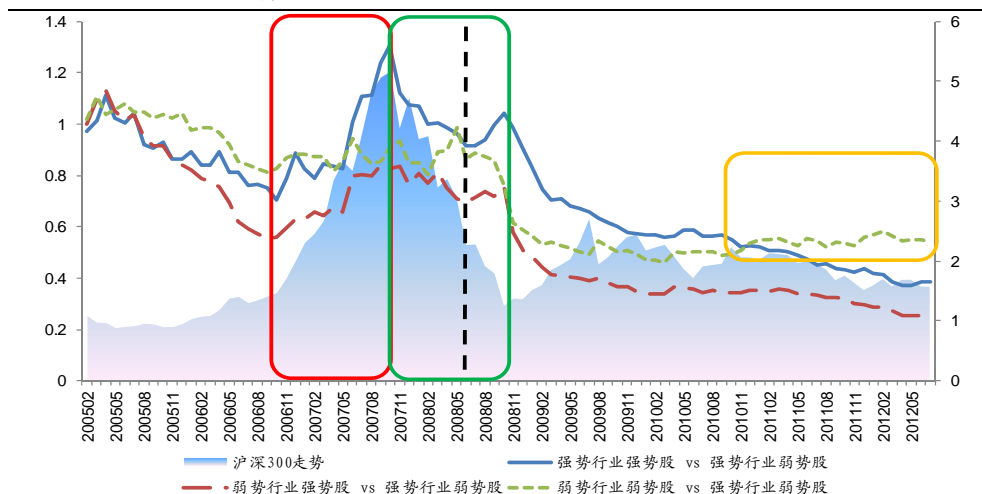
2010.10-2012.6 月间，A 股市场牛短熊长，跌跌不休，此时的特征主要是反转，板块自身收益和板块内个股收益以反转效应为主，因此各板块的表现顺序依次为：弱势行业弱势股(对应着超跌)、强势行业弱势股(对应着补涨)、弱势行业强势股和强势行业强势股，其中后两者的表现相当，无明显区别。

此外，在 2007.11-2008.10 的大熊市中，板块现象以反转效应为主，强势股跌幅居前，表现较差依次为强势行业强势股和弱势行业强势股。进一步，如果以 2008.6 月来划分熊市的上下半场，在熊市的前半段，最为抗跌的弱势行业弱势股，其次是强势行业弱势股；而在熊市的后半段，以上板块的表现截然相反，此时强势行业强势股和弱势行业强势股的表现开始抢眼，而前期较为抗跌的弱势行业弱势股不再抗跌，而这往往是熊市后期的征兆。

在市场的其他阶段，均是强势行业弱势股的表现相对较强，弱势行业强势股的表现相对较差；其中最大的区别在于强势行业强势股与弱势行业弱势股的相对强弱。

在当前时点上，弱势行业弱势股相对较强，其次是强势行业弱势股，较差的为强势行业强势股以及弱势行业强势股。若将此阶段与 2008 年对比，当强势行业强势股以及弱势行业强势股持续走强，且走势明显好于弱势行业弱势股和强势行业弱势股时，将预示着市场真正反转的到来。从当前的板块轮动表现来看，我们仍需对以上趋势加以确认。

图 9 板块相对强弱走势图



资料来源：海通证券研究所

### 3.4 策略改进方向

以上讨论主要是从牛熊环境下不同板块的相对表现来展开的，但由于事先无法明确划分牛熊市，因此较难基于以上思路来改进前述策略的表现。

此外，在某些特定的情形中，如市场反复震荡、资金面紧张以致不足以撬动板块行情(此时不存在明显的板块效应)，或不足以支持板块行情的持续性(此时的表现是板块轮动的频率加快)时，以上策略的有效性也可能将大打折扣。

但是，我们可以从板块轮动的自身规律来对基于行业间动量的行业内反转策略加以改进。在板块轮动的不同阶段，四种类型的股票组合往往有着不同的表现。在热点板块的表现仍将持续，而且龙头个股的行情还没有走完时，应该买入强势行业的强势股；在热点板块的表现仍将持续，但龙头个股的行情已经基本结束，行业内将出现补涨效应时，应该买入强势行业的弱势股；在板块热点发生转移时，弱势行业中的弱势股或弱势行业中的强势股则应成为首选。

虽然我们往往无法事先准确把握板块轮动的节奏和阶段，无法做到完美的板块择时。但由文献可知，股票收益的反转现象有两大类可能的解释。第一类理论(反应过度理论)认为，投资者对公司个股层面的信息反应过度，在形成期对股价造成了过大的影响，从而在随后的持有期存在价格修正的需要。根据这一理论，如果投资者对个股信息的过度反应引起股价偏离其真实价值，那么反转策略的收益来源于下一期股价向其真实值进行收敛的过程。第二种理论(流动性补偿理论)认为，是大买单或大卖单导致了价格的大幅度偏离，从而在随后存在价格调整的压力，也即将出现价格反转的现象，而反转策略的收益则是由于提供流动性而得到的收益补偿。

初步的分析结果表明，反应过度理论以及流动性补偿理论都能够在一定程度上解释收益反转现象。如：在流动性较低的投资组合中存在更为明显的收益反转现象，其反转策略的月度收益比流动性较高组合的月度收益高；更高的投资者情绪对应着较高的反转收益；此外，在集中公布定期报告的下一月份也存在更高的收益反转效应。因此，我们可以围绕板块流动性、板块情绪指数以及事件择时等思路提升以上 alpha 策略的表现，这将成为后续相关研究的重点。

## 4. 总结和讨论

由于某一影响板块整体股价的信息在板块内的传导是一个缓慢的过程，在这个过程中甚至可能出现某些个股对该信息反应不足的现象，因而造成板块动量以及板块补涨现象的发生；再加上与个股相比，单个板块的基本面相对较为稳定，撬动板块行情所需的资金量也更为巨大，板块涨跌受短期投机因素和情绪变化的影响相对较小。因此，板块收益的动量特性往往相对较强，而个股收益则较易出现反转特征。

基于此，本报告提出了一个新的投资策略，称之为基于行业间动量的行业内反转策略：即买入强势行业的弱势股、卖空弱势行业的强势股或同时采取两种操作。

对于强势行业的弱势股，由行业间动量效应导致的正收益将进一步被行业内反转效应导致的正收益强化，从而具有更高的正收益；对于弱势行业的强势股，由行业间动量效应导致的负收益将进一步被行业内反转效应导致的负收益强化，从而具有更低的收益。

回测结果显示：强势行业的弱势股表现最好，年化超额收益为 11.1%，胜率为 64.05%；其次是弱势行业中的弱势股，年化超额收益 4.9%，胜率为 51.11%；再次是强势行业中的弱势股，年化超额收益为-2.2%，胜率为 44.44%；表现最差的是弱势行业中的强势股，年化超额收益为-7.5%，胜率为 34.44%。

考虑到实务操作中的种种限制和交易费用，我们推荐以下这一简单可行的 alpha 策略：买入强势行业中的弱势股，用 HS300 股指期货进行对冲，预期年化 alpha 收益为 11.1%（扣除费用后），胜率 64.05%，这一操作需要买入的股票约为 80-90 只。

当然，以上策略仍存在不足之处，在 2006.10-2007.10 以及 2010.10-2012.6 月之间有着较长时间和较大幅度的回撤，其中前一阶段行业间和行业内均以动量效应为主，而后一阶段则以反转效应为主。如果能够基于板块轮动的自身规律对行业间动量与反转效应的强弱进行择时，那么无疑将大大提升该策略的表现，这将成为下一步的研究方向。

最后，需要特别指出的是，本报告的研究结果验证了一个选股思路：由于行业间动量效应和行业内反转效应的存在，如果不是先知先觉型的投资者，在无法事先预测优势行业以及优势行业中的龙头股票的情况下，可以主要关注并投资于那些强势板块中股价尚未有所反应的个股，同时要小心对待那些弱势行业中的强势股，以免在其随后的回调中被套住。

## 信息披露

### 分析师声明

吴先兴：金融工程

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。



## 海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长  
(021) 63411619  
wangym@htsec.com

高道德 副所长  
(021) 63411586  
gaodd@htsec.com

路颖 副所长  
(021) 23219403  
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理  
(021) 23219422  
kljiang@htsec.com

### 宏观经济研究团队

刘铁军 (021) 23219394  
陈勇 (021) 23219800  
高远 (021) 23219669

liutj@htsec.com  
cy8296@htsec.com  
gaoy@htsec.com

### 联系人

李宁 (021) 23219431  
周霞 (021) 23219807

lin@htsec.com  
zx6701@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根 (021) 23219658  
陈瑞明 (021) 23219197  
吴一萍 (021) 23219387

xyg6052@htsec.com  
chenrm@htsec.com  
wuyiping@htsec.com

### 联系人

王旭 (021) 23219396  
汤慧 (021) 23219733  
李珂 (021) 23219821

wx5937@htsec.com  
tangh@htsec.com  
lk6604@htsec.com

### 基金研究团队

娄静 (021) 23219450  
单开佳 (021) 23219448  
倪韵婷 (021) 23219419  
罗震 (021) 23219326  
唐洋运 (021) 23219004  
王广国 (021) 23219819  
孙志远 (021) 23219443  
陈亮 (021) 23219914

loujing@htsec.com  
shankj@htsec.com  
niyt@htsec.com  
luozh@htsec.com  
tangyy@htsec.com  
wgg6669@htsec.com  
szy7856@htsec.com  
cl7884@htsec.com

### 联系人

陈瑶 (021) 23219645  
伍彦妮 (021) 23219774  
桑柳玉 (021) 23219686  
曾逸名 (021) 23219773  
陈韵骋 (021) 23219444

chenyao@htsec.com  
wyn6254@htsec.com  
sly6635@htsec.com  
zym6586@htsec.com  
cyc6613@htsec.com

### 金融工程研究团队

吴先兴 (021) 23219449  
丁鲁明 (021) 23219068  
郑雅斌 (021) 23219395

wuxx@htsec.com  
dinglm@htsec.com  
zhengyb@htsec.com

### 联系人

冯佳睿 (021) 23219732  
朱剑涛 (021) 23219745  
张欣慰 (021) 23219370  
周雨卉 (021) 23219760  
杨勇 (021) 23219945  
纪锡颀 (021) 23219948

fengjr@htsec.com  
zhujt@htsec.com  
zxw6607@htsec.com  
zyh6106@htsec.com  
yy8314@htsec.com  
jxl9404@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445  
徐莹莹 (021) 23219885

jiangjx@htsec.com  
xyy7285@htsec.com

### 联系人

武亮 (021) 23219883  
黄轩 (021) 23219886

wl7222@htsec.com  
hx7252@htsec.com

### 政策研究团队

李明亮 (021) 23219434  
陈久红 (021) 23219393  
陈峥嵘 (021) 23219433

lml@htsec.com  
chenjiuhong@htsec.com  
zrchen@htsec.com

### 联系人

倪玉娟 (021) 23219820  
朱蕾 (021) 23219946  
周洪荣 (021) 23219953

nyj6638@htsec.com  
zl8316@htsec.com  
zhr8381@htsec.com

### 计算机行业

陈美凤 (021) 23219409  
联系人  
蒋科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com  
jiangk@htsec.com

### 煤炭行业

朱洪波 (021) 23219438  
刘惠莹 (021) 23219441

zjb6065@htsec.com  
liuhy@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

路颖 (021) 23219403  
潘鹤 (021) 23219423  
汪立亭 (021) 23219399

luying@htsec.com  
panh@htsec.com  
wanglt@htsec.com

### 联系人

李宏科 (021) 23219671

lhk6064@htsec.com

### 建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422  
联系人  
赵健 (021) 23219472  
张显宁 (021) 23219813

kljiang@htsec.com  
zhaoj@htsec.com  
zxn6700@htsec.com

### 石油化工行业

邓勇 (021) 23219404  
联系人  
王晓林 (021) 23219812

dengyong@htsec.com  
wxl6666@htsec.com

### 机械行业

龙华 (021) 23219411  
何继红 (021) 23219674

longh@htsec.com  
hejh@htsec.com

### 联系人

熊哲颖 (021) 23219407  
胡宇飞 (021) 23219810

xzy5559@htsec.com  
hyf6699@htsec.com

### 农林牧渔行业

丁频 (021) 23219405  
联系人  
夏木 (021) 23219748

dingpin@htsec.com  
xiam@htsec.com

### 纺织服装行业

联系人  
杨艺娟 (021) 23219811

yyj7006@htsec.com

### 非银行金融行业

丁文韬 (021) 23219944  
董乐 (021) 23219374

dwt8223@htsec.com  
dl5573@htsec.com

### 联系人

黄媚 (021) 23219638  
吴绪越 (021) 23219947

hm6139@htsec.com  
wxy8318@htsec.com

### 电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413  
联系人  
张孝达 (021) 23219697  
郑震湘 (021) 23219816

qiucc@htsec.com  
zhangxd@htsec.com  
zzx6787@htsec.com

### 互联网及传媒行业

联系人  
白洋 (021) 23219646  
薛婷婷 (021) 23219775

baiyang@htsec.com  
xtt6218@htsec.com

### 交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420  
钱列飞 (021) 23219104

ymniu@htsec.com  
qianlf@htsec.com

### 联系人

虞楠 (021) 23219382  
李晨 (021) 23219817

yun@htsec.com  
lc6668@htsec.com

### 汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473  
冯梓钦 (021) 23219402  
联系人  
陈鹏辉 (021) 23219814

zhaoxc@htsec.com  
fengzq@htsec.com  
cph6819@htsec.com

### 食品饮料行业

赵勇 (0755) 82775282  
齐莹 (021) 23219166  
联系人  
马浩博 (021) 23219822

zhaoyong@htsec.com  
qiy@htsec.com  
mhb6614@htsec.com

### 钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391  
联系人  
任玲燕 (021) 23219406

liuyq@htsec.com  
rly6568@htsec.com

## 医药行业

刘宇 (021) 23219608 liuy4986@htsec.com  
联系人  
刘杰 (021) 23219269 liuj5068@htsec.com  
冯皓琪 (021) 23219709 fhq5945@htsec.com  
郑琴 (021) 23219808 zq6670@htsec.com

## 有色金属行业

联系人  
刘博 (021) 23219401 liub5226@htsec.com

## 基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267 caoxf@htsec.com  
联系人  
张瑞 (021) 23219634 zr6056@htsec.com  
朱睿 (021) 232193737 zr3533@htsec.com

## 家电行业

陈子仪 (021) 23219244 chenzy@htsec.com  
联系人  
孔维娜 (021) 23219223 kongwn@htsec.com

## 建筑建材行业

联系人  
张光鑫 (021) 23219818 zgx7065@htsec.com

## 电力设备及新能源行业

张浩 (021) 23219383 zhangh@htsec.com  
牛品 (021) 23219390 np6307@htsec.com  
联系人  
房青 (021) 23219692 fangq@htsec.com  
徐柏乔 (021) 23219171 x bq6583@htsec.com

## 公用事业

陆凤鸣 (021) 23219415 lufm@htsec.com  
联系人  
汤砚卿 (021) 23219768 tyq6066@htsec.com

## 银行业

戴志锋  
联系人  
刘瑞 (021) 23219635 lrf6185@htsec.com

## 社会服务业

林周勇 (021) 23219389 lzy6050@htsec.com  
联系人  
汤婧 (021) 23219809 tj6639@htsec.com

## 房地产业

涂力磊 (021) 23219747 tll5535@htsec.com  
谢盐 (021) 23219436 xiey@htsec.com  
联系人  
贾亚童 (021) 23219421 jiayt@htsec.com

## 造纸轻工行业

徐琳 (021) 23219767 xl6048@htsec.com

## 通信行业

联系人  
侯云哲 (021) 23219815 hyz6671@htsec.com  
宋伟 (021) 23219949 sw8317@htsec.com

## 海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理  
(021) 63609993  
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理  
(021) 23219381  
hzh@htsec.com

## 深广地区销售团队

蔡铁清 (0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
刘晶晶 (0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
辜丽娟 (0755)83253022 gulj@htsec.com  
高艳娟 (0755)83254133 gyj6435@htsec.com  
伏财勇 (0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
邓欣 (0755)23607962 dx7453@htsec.com

## 上海地区销售团队

高臻 (021)23219386 gaoqin@htsec.com  
姜洋 (021)23219442 jy7911@htsec.com  
季唯佳 (021)23219384 jiwj@htsec.com  
胡雪梅 (021)23219385 huxm@htsec.com  
黄毓 (021)23219410 huangyu@htsec.com  
张亮 (021)23219397 zl7842@htsec.com  
朱健 (021)23219592 zhuj@htsec.com  
王丛丛 (021)23219454 wcc6132@htsec.com  
卢倩 (021)23219373 lq7843@htsec.com

## 北京地区销售团队

孙俊 (010)58067988 sunj@htsec.com  
郭文君 (010)58067996 gwj8014@htsec.com  
隋巍 (010)58067944 sw7437@htsec.com  
张广宇 (010)58067931 zgy5863@htsec.com  
王秦豫 (010)58067930 wqy6308@htsec.com  
张楠 (010)58067935 zn7461@htsec.com

## 海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼  
电话: (021) 23219000  
传真: (021) 23219392  
网址: www.htsec.com