

成长小盘难持续、风格跌宕配价值

——二季度投资风格展望

报告摘要:

● 一季度风格回顾：小盘先抑后扬，聚焦风格跌宕

2017 年 1 月，中小创延续 16 年底的杀跌行情先给自己挖了一个大坑，开启了一季度风格“跌宕起伏”的局面！2 月份 A 股步入春季躁动行情，大小盘齐涨；3 月份小盘成长依旧坚挺，而大盘则窄幅震荡，风格分化加大。而随着企业盈利增速的逐步见顶，其对市场的驱动力也逐渐减弱，成长小票能否持续上涨也成为目前 A 股风格的最大的讨论热点。

报告分别从季节效应、风格趋势特征、宏观背景以及市场波动特征四个不同维度对二季度市场风格走向进行综合分析和预判。

● 日历效应看风格：春季躁动渐尾声，盈利成长或降温

若从季节日历效应角度进行分析，发现近 10 年来一季度的春季效应尤为显著，其中小盘风格常常有出众的表现；而随着春季躁动行情的结束，市场在二季度中往往回归“理性”，小盘股弱于大盘股，成长股相对走弱，低换手成为较佳选择，短期股价反转亦有不错表现。

● 不能忽视的风格趋势：成长小盘调整或刚开始

基于风格强度的趋势特性，结合当前市场短期风格混乱的局面，短期的风格走向参考意义不大，宜以中长期趋势作为辅助判断依据。

从风格趋势的角度来看，目前成长小票的调整或许才刚刚开始，而价值股则相对更为稳妥。

● PMI 数据佐证复苏：价值及短期反转优于小票成长

3 月份 PMI 为 51.8，进一步支撑和强化了经济弱复苏结论。广发宏观郭磊认为，一季度或为今年 GDP 高点，但经济显著下行的概率较小。

基于历史复苏周期风格测算：价值成为最佳风格，值得重点配置，此外短期技术反转也有较佳表现，可以适当布局前期超跌或滞涨的个股。

● 窄幅震荡新常态：把握中短期反转，规避高换手个股

在震荡市期间，个股波动有限，投资者短期获利了结的交易心理集中体现，对应的最佳风格策略是短期一个月反转及低流通个股；此外基于对市场震荡向上的短期预判，关注低估值标的。

● 核心风险

报告采用量化方法对各类风格进行规律总结和机会展望，未来随着政策及市场环境变化，结论可能会有不同，请投资者结合实际情况及自身对市场的判断进行恰当使用。

图 1：一季度行情回顾

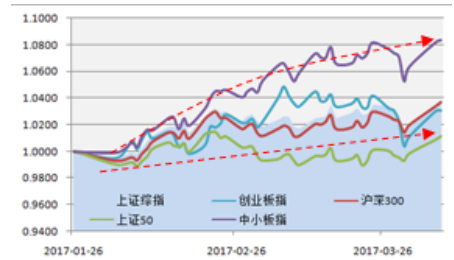


图 2：风格的季节效应

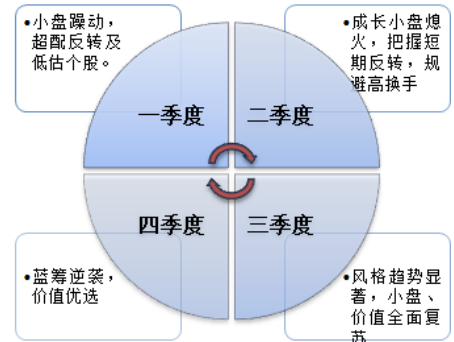
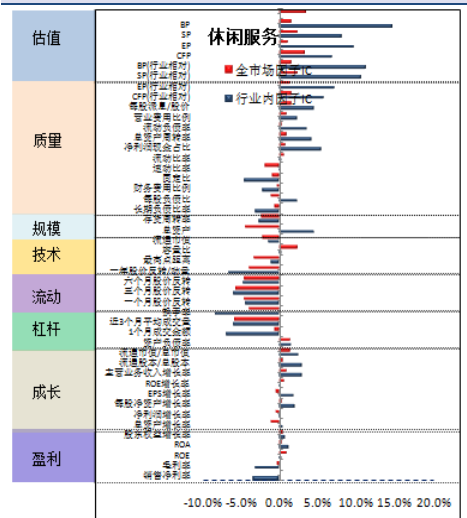


图 3：价值风格策略在休闲服务应用



分析师：史庆盛 S0260513070004



020-87577060



sqs@gf.com.cn

相关研究：

从量化对冲、CTA 再到大类配置——2017 年绝对收益策略展望 2016-12-29
市场低位整理，估值因子表现亮眼 2017-03-31

联系人：史庆盛 sqs@gf.com.cn

目录索引

一、多维度下的风格展望	4
1. 一季度风格回顾：小盘先抑后扬，聚焦风格跌宕	4
2. 日历效应看风格：春季躁动渐尾声，盈利成长或降温	6
3. 不能忽视的风格趋势：成长小盘调整或刚开始	7
4. PMI 数据佐证复苏：价值及短期反转优于小票成长	8
5. 窄幅震荡新常态：把握中短期反转，规避高换手个股	10
二、风格投资建议	11
1. 背景预测：弱复苏下大盘震荡向上	11
2. 风格建议：规避成长小盘，超配价值反转	11
3. 适用板块：家电、钢铁及农业等	12
三、风格均衡策略构建及回测	14
1. 不同股票池中的风格差异	14
2. 股指期货基差现状	16
3. 沪深 300 多因子组合策略表现	17
4. 中证 500 多因子组合策略表现	18
5. 中证 800 多因子组合策略表现	19
三、风险提示	21

图表目录

图 1：一季度行情回顾	1
图 2：风格的季节效应	1
图 3：价值风格策略在休闲服务应用	1
图 4：一季度行情回顾	4
图 5：风格表现一览	5
图 6：板块盈利成长对比	5
图 7：风格因子季节性统计	6
图 8：成长风格趋势性测算	7
图 9：风格因子风格趋势	8
图 10：PMI 数据走势	9
图 11：历史复苏期风格表现	9
图 12：大盘振幅变化	10
图 13：市场震荡期风格表现	11
图 14：家电行业风格有效性	12
图 15：休闲服务风格有效性	12
图 16：钢铁行业风格有效性	13
图 17：交运行业风格有效性	13
图 18：农业行业风格有效性	14
图 19：纺织服装行业风格有效性	14

图 20: 中证 500 主流风格表现.....	15
图 21: 上证 50 主流风格表现.....	15
图 22: IH 近一年基差变化.....	16
图 23: IF 近一年基差变化.....	16
图 24: IC 近一年基差变化.....	17
图 25: 沪深 300 多因子组合全样本回测结果.....	17
图 26: 沪深 300 多因子组合近期表现.....	18
图 27: 中证 500 多因子组合全样本回测结果.....	18
图 28: 中证 500 多因子组合近期表现.....	19
图 29: 中证 800 多因子组合全样本回测结果.....	19
图 30: 中证 800 多因子组合近期表现.....	20

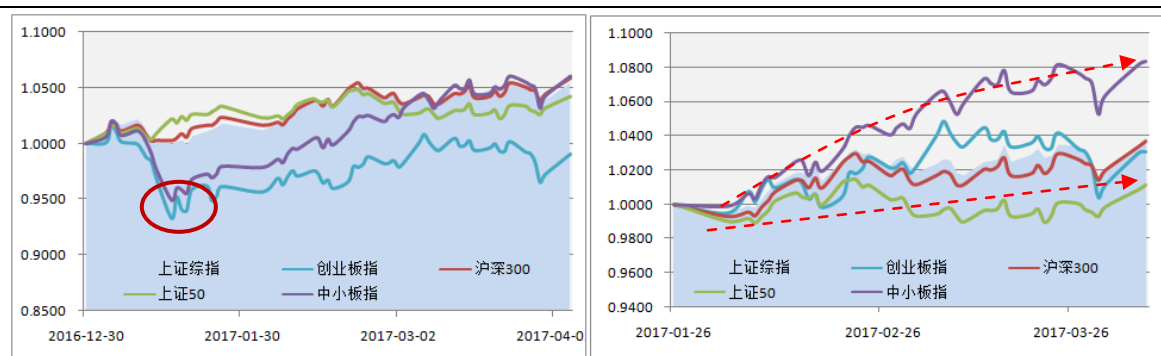
一、多维度下的风格展望

1. 一季度风格回顾：小盘先抑后扬，聚焦风格跌宕

A股的风格轮动素来尤为明显，其中以“大盘/小盘”和“价值/成长”最受瞩目，近年来随着经济进入“新常态”，A股风格轮动也步入“新阶段”：中小创非理性炒作有所降温，价值股的长期配置更受青睐，与此同时风格的切换也更加频繁。

17年1月，中小创延续16年底的杀跌行情先给自己挖了一个大坑，开启了一季度“风格跌宕”的局面！2月份A股步入春季躁动行情，大小盘齐涨；3月份小盘成长依旧坚挺，而大盘则进入窄幅震荡，风格的分化再次加大。

图 4：一季度行情回顾

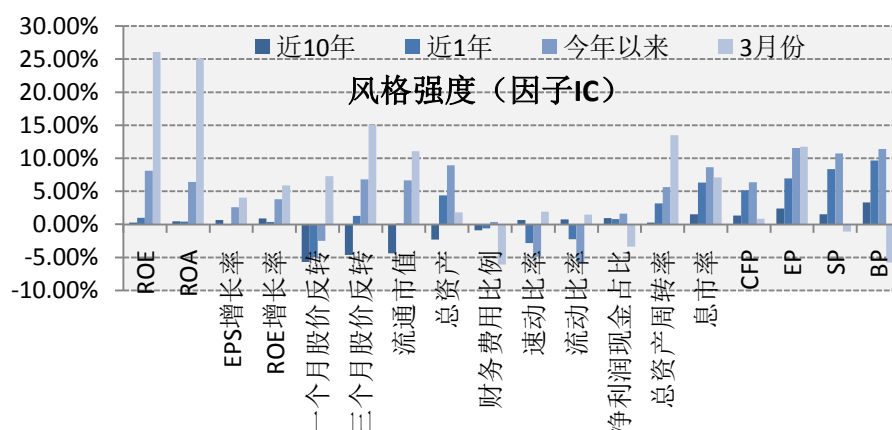


数据来源：广发证券发展研究中心

广发金工对主流的风格策略进行建模跟踪，总结风格轮动特征：小盘股先跌后涨，整个季度大盘相对占优；成长风格近期表现突出，尤其3月份均有爆发式表现；而表现最稳健的是价值风格，长中短期呈“多头排列”；伴随大盘进入窄幅震荡，反转风格一致失效，中长期动量显著。

短期主流风格表现与中长期相比均有较大差别，主要体现为：盈利成长风格有效性大幅提高，大小盘轮动频繁，反映了一季度风格跌宕起伏特征明显。

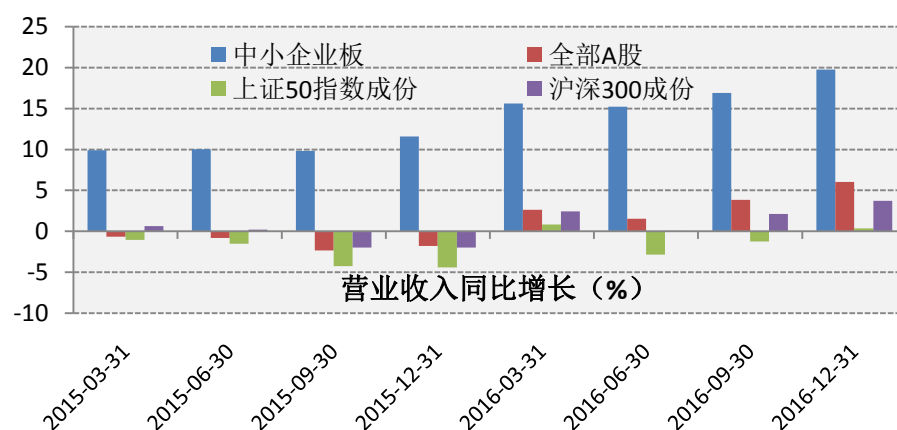
图 5：风格表现一览



数据来源：广发证券发展研究中心

盈利成长风格近期的强劲表现，离不开短期业绩改善预期的影响，3月份随着年报的陆续披露，中小企业业绩增长符合预期，营业收入同比增长约20%，远高于沪深300及全A板块的业绩增长，而随着企业盈利增速的逐步见顶，其对市场的驱动力也将逐渐减弱，成长小票能否持续上涨也成为目前A股风格的最大的讨论热点。

图 6：板块盈利成长对比



数据来源：广发证券发展研究中心

报告分别从季节效应、风格趋势特征、宏观背景以及市场波动特征四个不同维度对二季度市场风格走向进行综合分析和预判。

2. 日历效应看风格：春季躁动渐尾声，盈利成长或降温

A股在岁末年初的风格切换总让人记忆犹新，以近几年为例：2014年12月沪港通热点推动下的金融股走俏令许多重仓小盘股的量化对冲基金纷纷折戟；2015年底险资举牌带动下的大蓝筹行情；2016年底以中字头概念股为代表的大蓝筹依然成为11月大盘上涨的主力军，而12月创业板则创出半年新低...

下面我们对风格的季节进行统计分析。

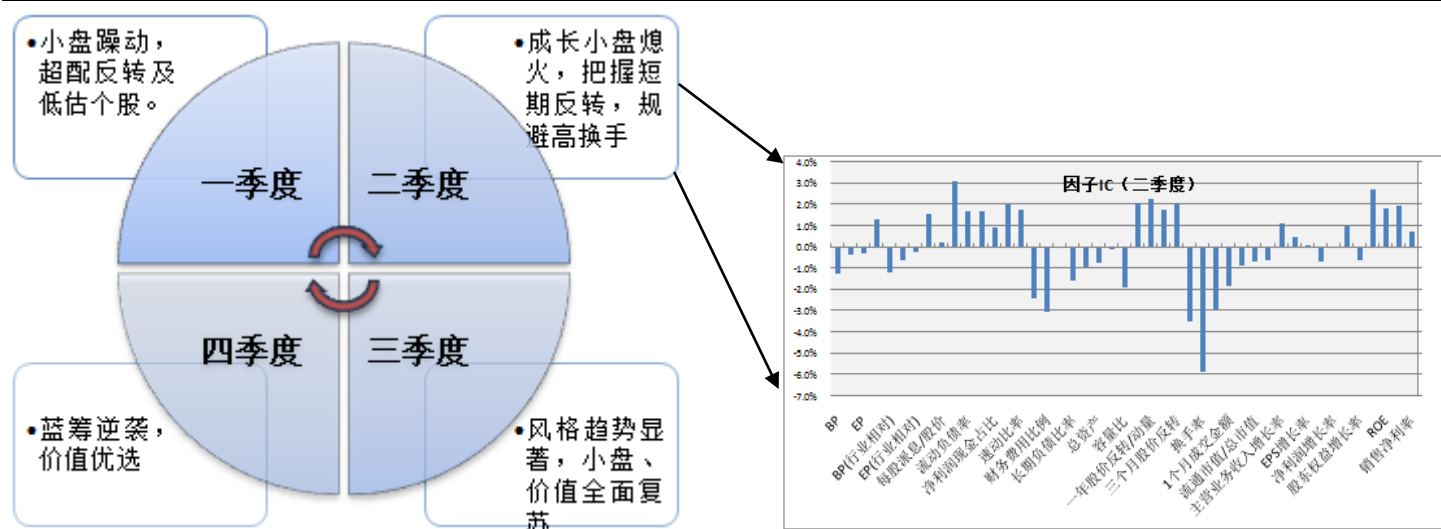
若从简单的日历效应角度进行分析，我们会发现历年来一季度的春季效应尤为显著，其中小盘风格常常有出乎意料的表现。

随着春季躁动行情的结束，市场在二季度中往往回归理性，小盘股弱于大盘股，盈利成长股相对走弱，低换手成为较佳选择，短期股价反转亦有不错表现。

三季度是全年风格表现最佳的一段时期，各类主流风格均能延续不错的惯性，小盘风格归来，价值风格也逐渐得到重视。

四季度蓝筹再次逆袭，尤其11月及12月份小盘多次走低，价值股成为该时期最佳选择。

图 7：风格因子季节性统计



数据来源：广发证券发展研究中心

3. 不能忽视的风格趋势：成长小盘调整或刚开始

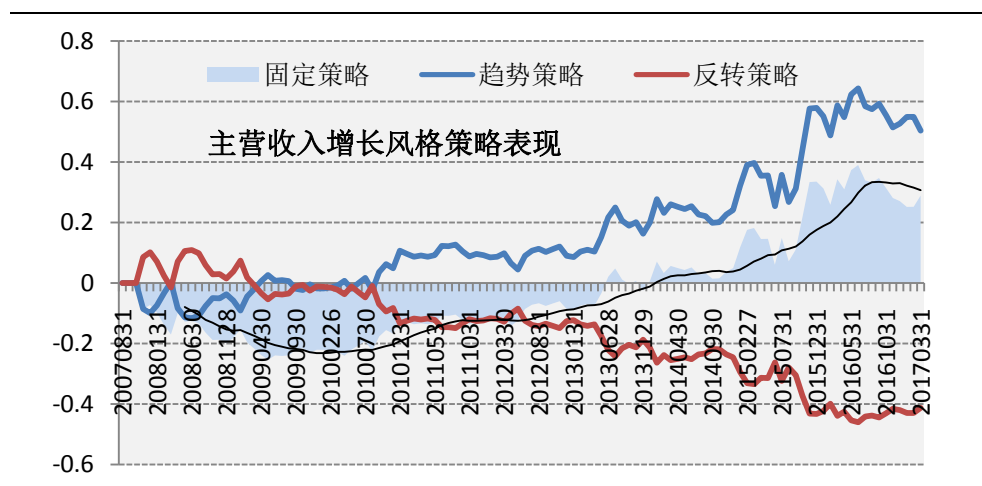
基于风格强度的趋势特性，结合当前市场短期风格混乱的局面，短期的风格走向参考意义不大，宜以中长期趋势作为辅助判断依据。

以成长风格因子中的“主营收入增长率”为例，自2010年以来盈利成长逐渐成为A股风格轮动的核心逻辑之一，该类风格有效性也明显提升，高成长个股相对低成长个股有持续超额收益，若基于一年均线对风格强度进行趋势跟踪，投资效果远胜于反转操作。

风格趋势策略的构造如下：

首先将所有成分股（中证800指数）按照主营增长进行排休，选择前10%与后10%分别作为多空组合计算期累计超额收益，并对风格策略进行一年平滑处理及趋势追踪：当均线向上，则正向追踪该风格；反之则反向追踪该风格；反转策略则：当均线向下，正向追踪该风格；反之则反向追踪该风格；

图 8：成长风格趋势性测算



数据来源：广发证券发展研究中心

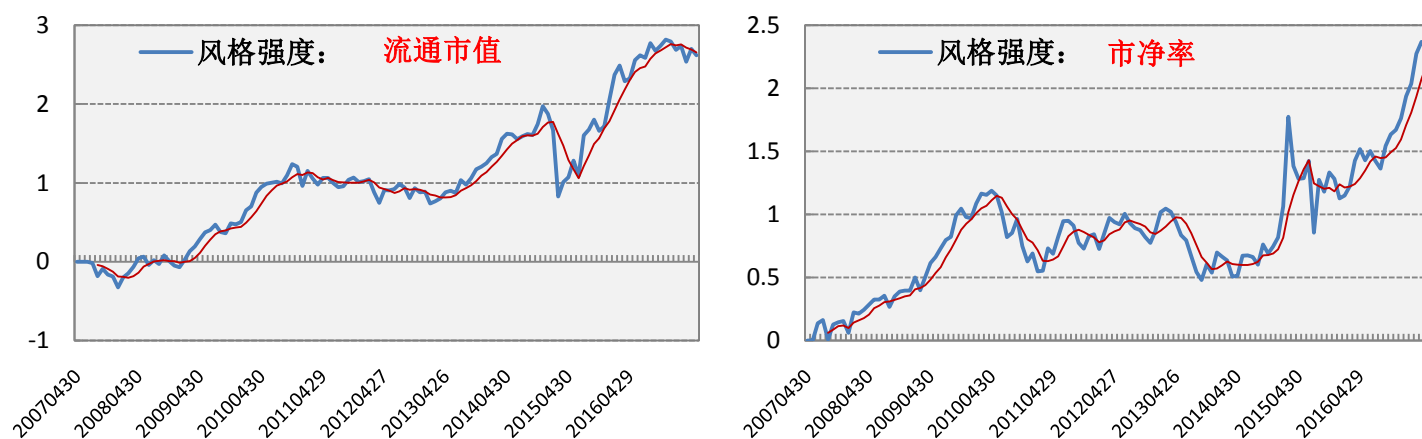
自2016一季度以来，成长风格有效性持续减弱，近期的成长反弹尚未改变风格向下的趋势，成长风格的有效性将持续衰减。

同理，小盘风格及价值风格也具备较强的趋势性，分别以流通市值及PB两个指标构造两类风格组合并跟踪其有效性，前者同样自2016年下半

年以来趋势向下，小盘风格失效；后者则自2015年股灾以来一路凯歌，价值风格备受投资者喜爱，有效性非常显著。

综上，从风格趋势的角度来看，目前成长小票的调整或许才刚刚开始，而价值股则相对更为稳妥。

图 9：风格因子风格趋势



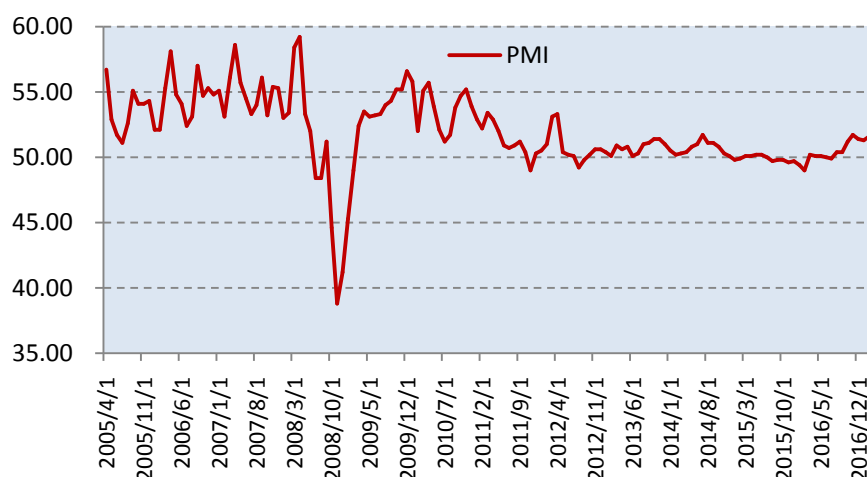
数据来源：广发证券发展研究中心

4. PMI 数据佐证复苏：价值及短期反转优于小票成长

2017年3月PMI数据为51.8，相比2月份上升0.2，创下本轮经济景气度复苏周期（2016年2月份以来）新高。

广发宏观分析师郭磊认为，一季度也许为今年GDP的高点，但经济显著下行的概率很小，3月份PMI数据的进一步走强支撑和强化了经济处于复苏周期的结论。

图 10: PMI 数据走势

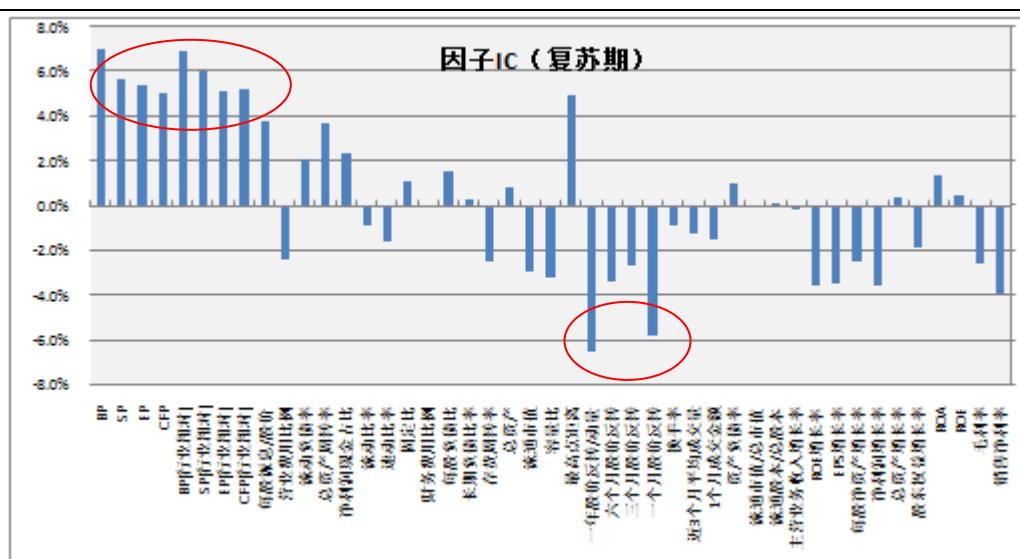


数据来源：广发证券发展研究中心

基于这一判断，我们对历史近十年的样本进行宏观映射，分析各类风格在历史经济复苏周期阶段的表现，结果显示：

复苏期价值成为市场的最佳风格，值得重点配置，此外短期技术反转也有较佳表现，可以适当布局前期超跌或滞涨的个股。

图 11: 历史复苏期风格表现



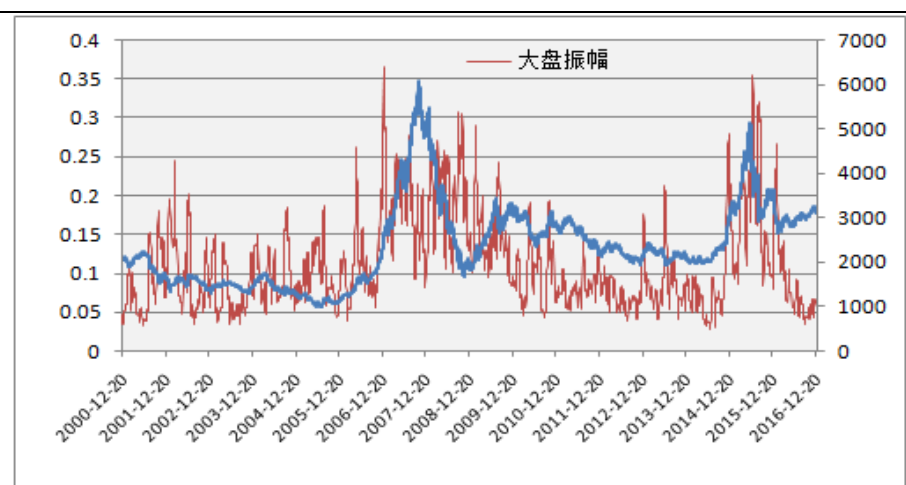
数据来源：广发证券发展研究中心

5. 窄幅震荡新常态：把握中短期反转，规避高换手个股

风格的形成来自于市场分化，而风格的强度则直接体现了市场分化的程度。

大盘自今年一月份大跌以来，陷入了长时间的窄幅震荡，大盘一个月振幅在10%以下，处于历史低位。下面对比2000年来不同市场走势阶段中，各类风格的表现。

图 12：大盘振幅变化



数据来源：广发证券发展研究中心

在震荡市期间，由于个股波动空间有限，投资者短期获利了结的交易心理集中体现，对应的最佳风格策略是短期一个月反转及低流通个股，价值风格在趋势行情中与股价反转因子相关度较高，有效性也显著提升，尤其在牛市初期表现最佳，可见相对低估机会往往是“跌”出来的。

目前从基本面来看大盘还不具备打破震荡格局的条件，广发金工择时模型显示，大盘继续窄幅上涨的概率较高，尤其四月上旬历史上涨概率高达83%，短期趋势的形成或将延续价值风格的有效性，可关注相对低估个股。

因子IC（震荡期）

因子	IC值 (%)
BP	1.3
SP	0.8
EP	0.5
CET	-0.5
BP行业相对	1.4
SP行业相对	0.7
EP行业相对	0.8
CET行业相对	-0.2
恒隆总溢价	0.4
若龙溢价比例	1.3
流动负债率	1.8
总资产周转率	1.5
净利润现金占比	1.0
流动比率	1.2
周占比	-0.5
财务费用比例	-1.2
每股负债比	-2.0
长期负债比率	-2.0
台数周转率	-1.0
总资产	-4.5
流动比率	-5.5
资产负债率	-1.2
最高资产负债率	1.3
一年股价反折次数	-0.2
六个月内股价反折	-0.5
三个月股价反折	-3.2
一个月股价反折	-4.5
换手率	-3.5
近3个月月平均成交量	-5.5
1个月内成交量	-6.5
资产负债率	-2.0
流通市值/总市值	2.0
流通股本/总股本	2.0
主营业务收入增长率	0.4
ROA增长率	1.7
EPS增长率	1.3
每股净资产增长率	0.8
净利润增长率	-0.3
总资产增长率	0.8
总股本增长率	-1.5
ROA	0.5
ROE	0.2
毛利率	-1.5
销售毛利率	-1.5

二、风格投资建议

1. 背景预测：弱复苏下大盘震荡向上

从宏观经济来看，3月底披露的PMI数据为51.8，创下2016年2月份以来新高，虽说历年3月份PMI均偏高，但持续的景气度提升从数据上支撑了经济维持复苏的现状。

伴随经济步入“L”型形态以来，市场也随之形成窄幅震荡的特征，短期来看似乎看不到打破这一现状的催化条件，基于历史规律统计结合量化趋势择时模型的信号，我们预测大盘二季度将维持窄幅震荡，同时重心稍有上升。

2. 风格建议：规避成长小盘，超配价值反转

上一节分别从季节效应、风格趋势特征、宏观背景以及市场波动特征四个不同维度对二季度市场风格进行综合分析。

根据分析结果，建议二季度规避成长小盘股，而重点配置相对低估或超跌个股，此外应规避前期换手过高的标的。

3. 适用板块： 家电、钢铁及农业等

针对前文推荐的价值、反转及低流通等风格因子，下面挑选每类因子的最佳适用行业样本进行展示。

(1) 价值风格： 家电与休闲服务最佳，银行地产同样适用

价值风格在多数行业中应用效果均不错，最熟为人知的便是银行地产等金融板块，而根据我们跟踪测算，在家电及休闲服务行业中挖掘相对低估个股，效果更为凸显。

可关注相关行业的价值选股策略。

图 14： 家电行业风格有效性

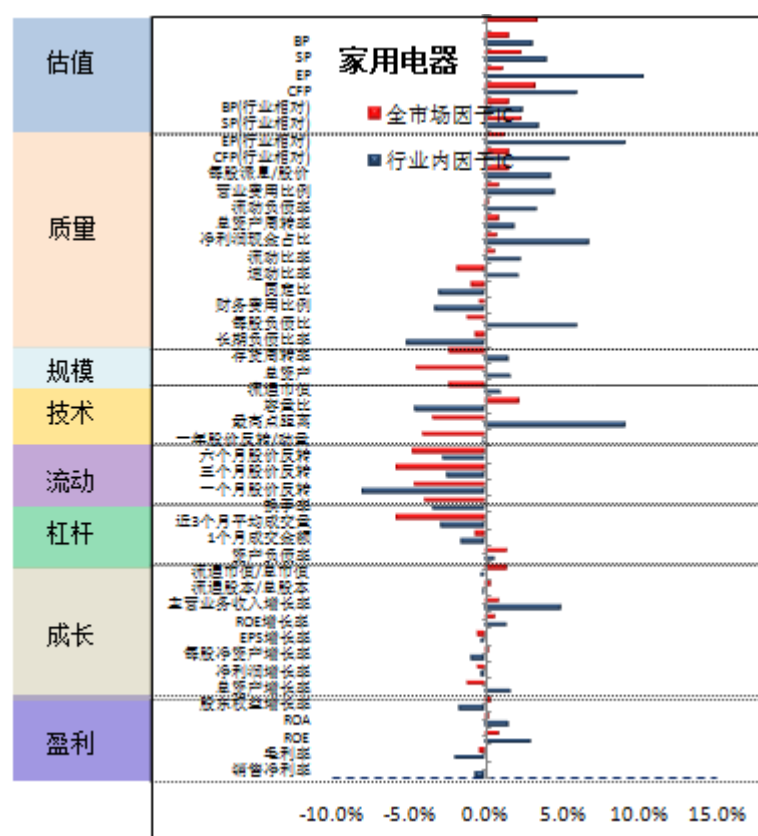
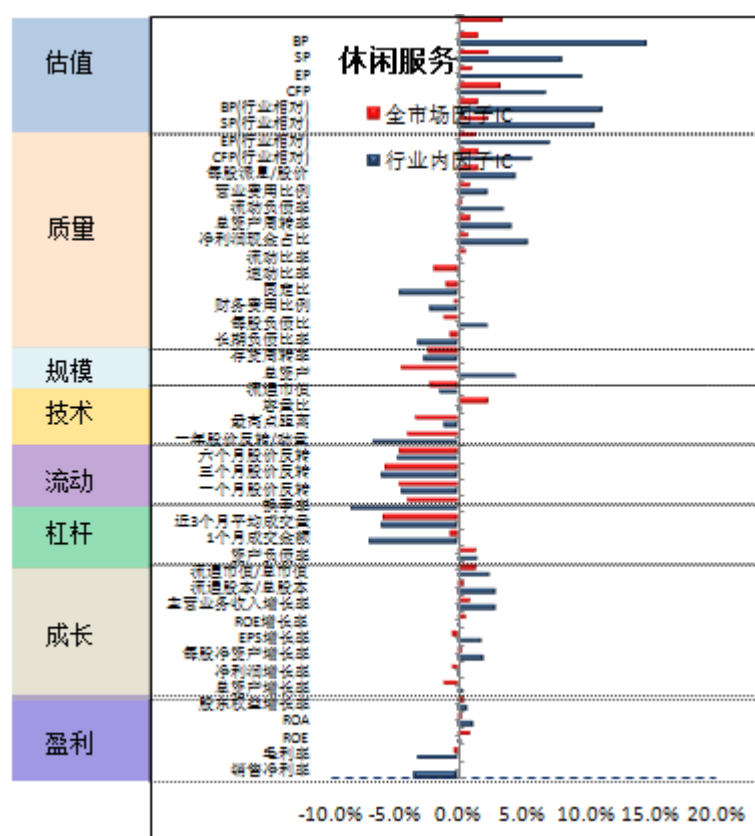


图 15： 休闲服务风格有效性



数据来源:广发证券发展研究中心

(2) 股价反转： 股价反转普遍适用，钢铁交运最为显著

股价反转效应在 A 股无处不在，几乎所有板块都适用该策略，其中钢铁、交运、商贸及地产等板块效果最为显著，可在相关行业中通过相对价差交易捕捉超额收益。

图 16: 钢铁行业风格有效性

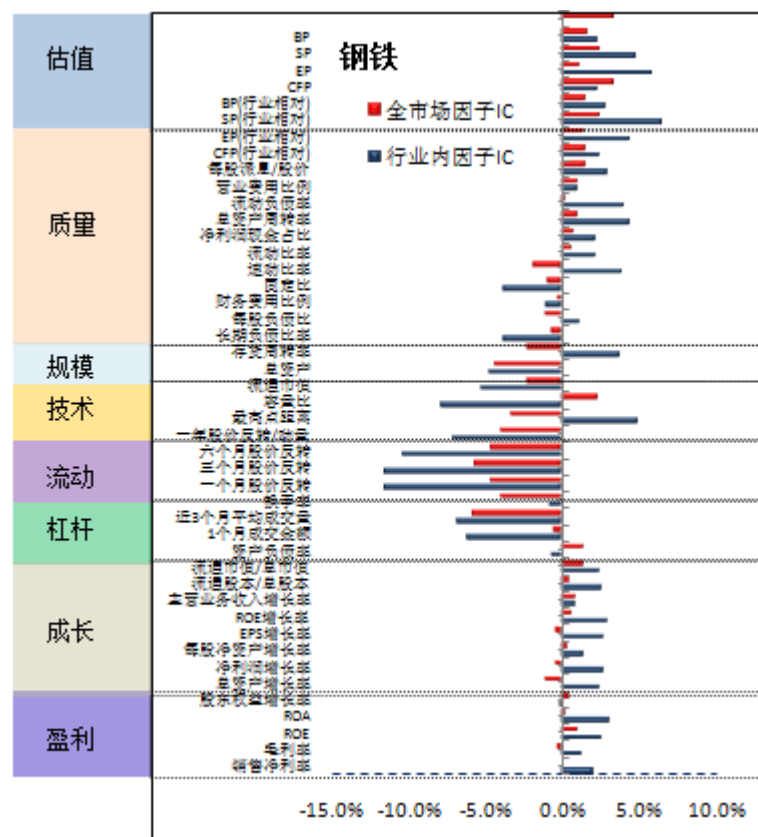
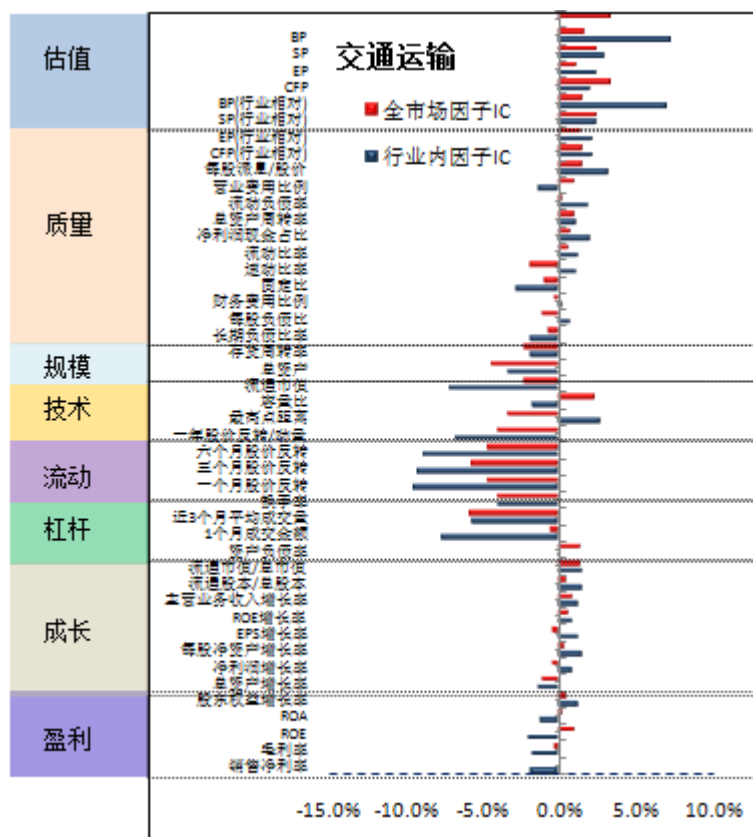


图 17: 交运行业风格有效性



数据来源:广发证券发展研究中心

(3) 低流动风格: 农业纺织看重基本价值, 警惕高换手

低换手率选股在许多行业中应用效果不错, 尤其在农业、纺织服装、传媒及计算机等行业更加适用。

可关注相关行业的低流动性选股策略。

图 18: 农业行业风格有效性

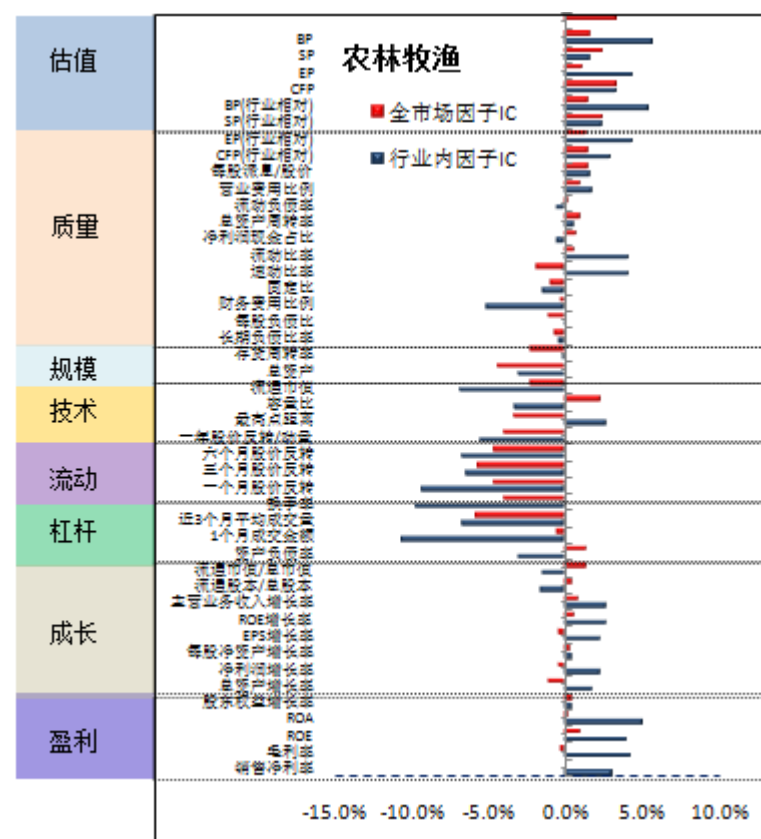
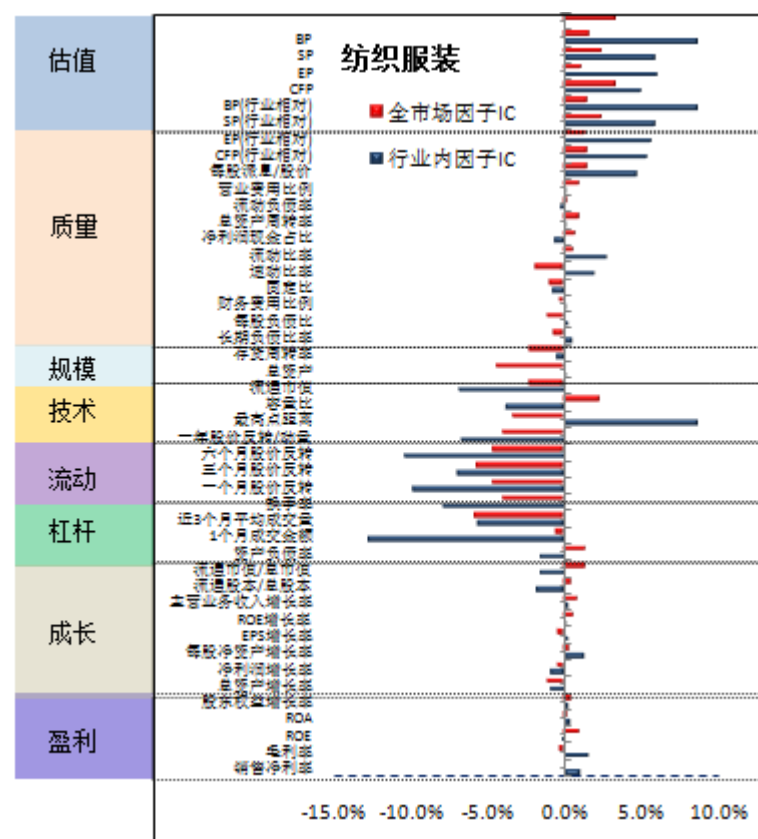


图 19: 纺织服装行业风格有效性



数据来源:广发证券发展研究中心

三、风格均衡策略构建及回测

我们分别以沪深 300、中证 500 以及中证 800 指数成分股作为股票池构造了不同的风格均衡策略，风格因子采用加权综合打分，并采用行业中性选股配权得到超配（10%）的投资组合，对冲标的为各自对应的基准指数。

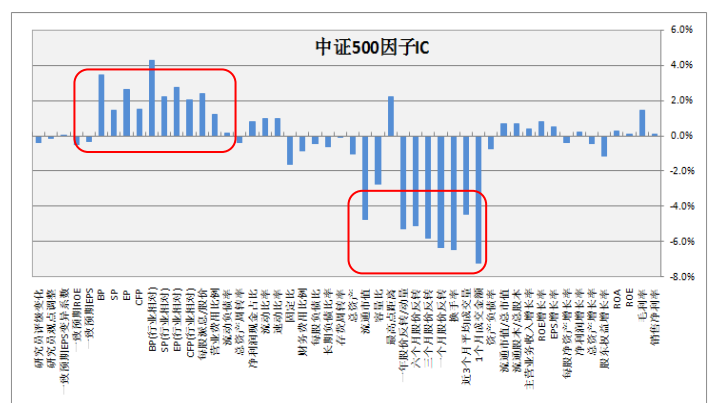
以下为三种方案下期现两端的差异对比及策略历史回测情况。

1. 不同股票池中的风格差异

首先对比现货股票端的差异，出于对策略风格要求不同，或对冲标的基差的考虑，投资者往往需要在不同的股票池中构建风格组合，因而需要

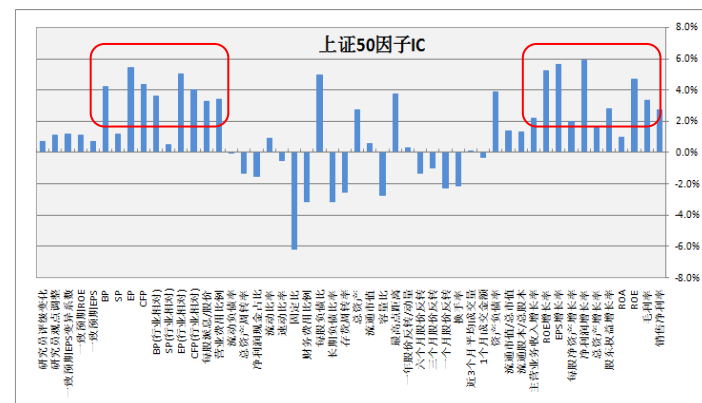
区分不同股票池中风格的差异，下面分别以中证500成分股及上证50成分股为例，分别测算不同风格在指数成分股中的表现差异。

图 20: 中证 500 主流风格表现



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 21: 上证 50 主流风格表现



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

分析结果表明，以中小盘股票为主的中证500股票池中，有效性最显著的风格依然是规模、反转、流动性以及估值等（其中估值风格的有效性多数时候与反转风格有较高的相关性，尤其在趋势行情中尤为显著。这点我们在后面市场情景分析中会提到）；而代表大蓝筹的上证50中，风格表现却显著不同，最有效的风格是盈利及成长性因子，此外估值风格因子尤其PE同样表现突出。

投资者在构建属于自己的风格组合时，需要根据自己的样本池，选择合适的风格进行策略构建。

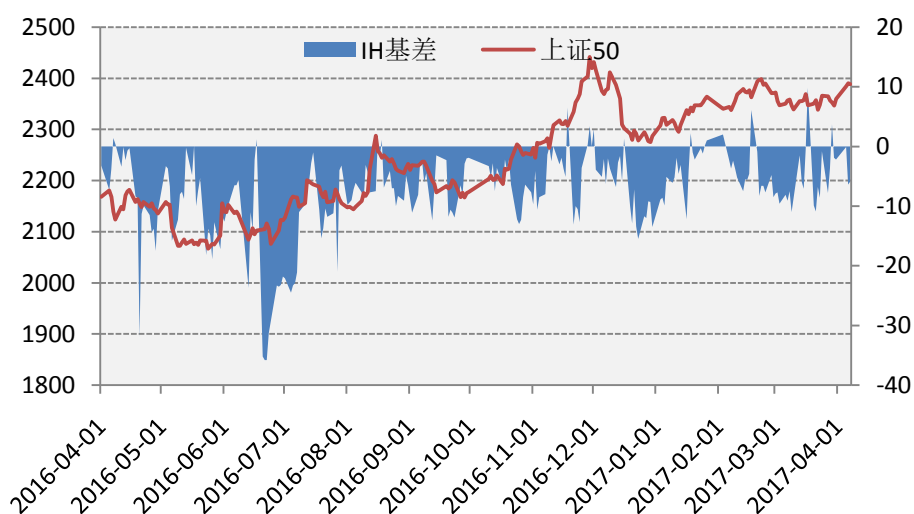
若希望在更大的样本池中选股，期望风格带来较高收益，则更适合在中证500或者更广的范围中选股，因而适合选择更为灵活的规模及反转等风格因子，但组合存在回撤较大的风险，同时若希望通过期指对冲获取绝对收益，则可能将承受对应标的更大的负基差影响；

反之若需构建大蓝筹指数增强组合，或配置更稳健的大蓝筹组合用于打新策略底仓等需要，则盈利成长及估值为首选风格，虽然风格整体有效性减弱，但较低的基差以及上证50期权的另类对冲方式是该类策略的优势。

2. 股指期货基差现状

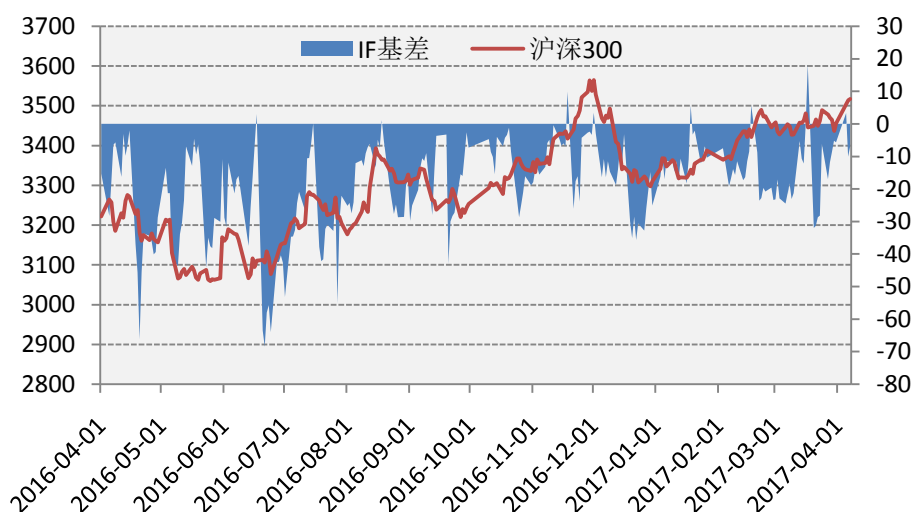
自 2015 年股灾以来，各股指期货长期处于贴水状态，其中上证 50 股指期货（IH）贴水幅度相对较小，沪深 300 股指期货（IF）次之，而中证 500 股指期货（IC）贴水幅度相对较大。自去年四季度以来，基差贴水情况有所好转，幅度明显降低且较为稳定，截止一季度末，三个主力合约基差贴水比例分别约为-0.1%，-0.16%和-0.34%。

图 22: IH 近一年基差变化



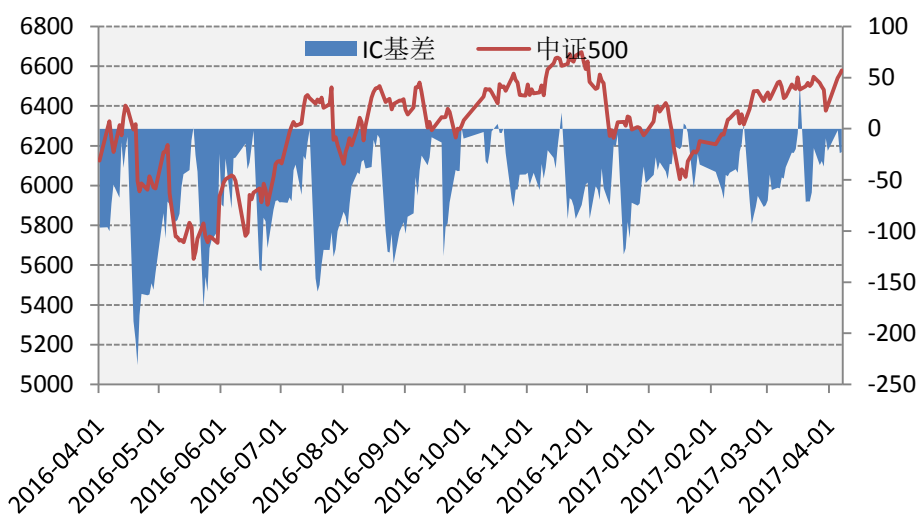
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 23: IF 近一年基差变化



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

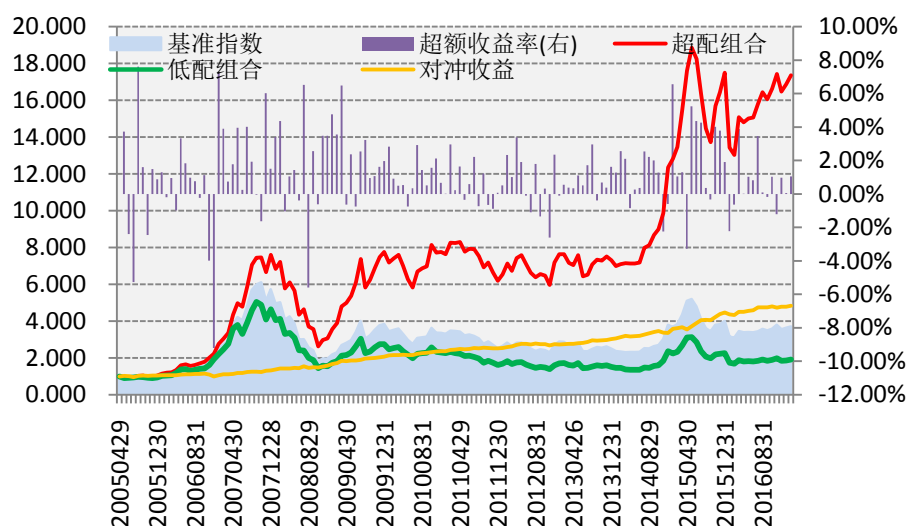
图 24: IC 近一年基差变化



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

3. 沪深 300 多因子组合策略表现

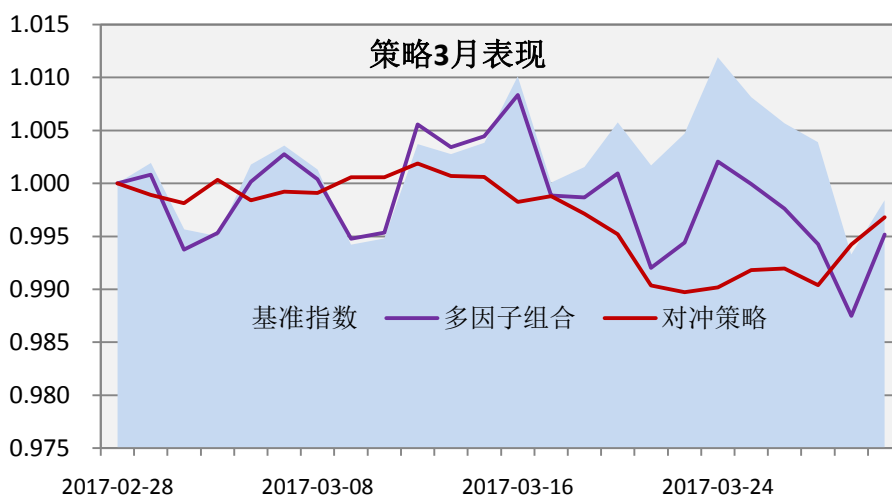
图 25: 沪深 300 多因子组合全样本回测结果



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

策略全样本(2007年3月至今)获年化**13.73%**超额收益, 胜率**74.64%**, 最大回撤为**12.83%**, 信息比**1.68**, 平均月换手率**46.22%**。

图 26: 沪深 300 多因子组合近期表现

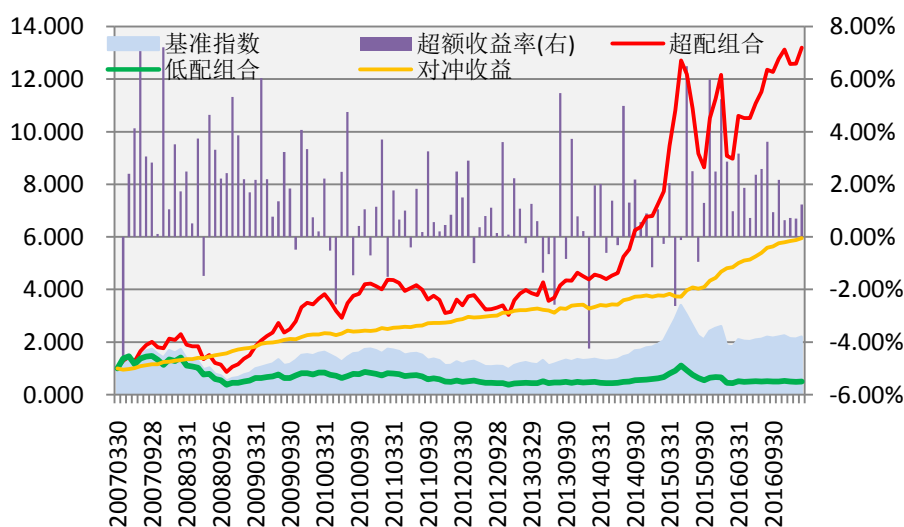


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

三月初至今，相对沪深300基准指数，策略组合收获**-0.3%**的超额收益（对比上周收获**-1.0%**收益），最大回撤**2.2%**。

4. 中证 500 多因子组合策略表现

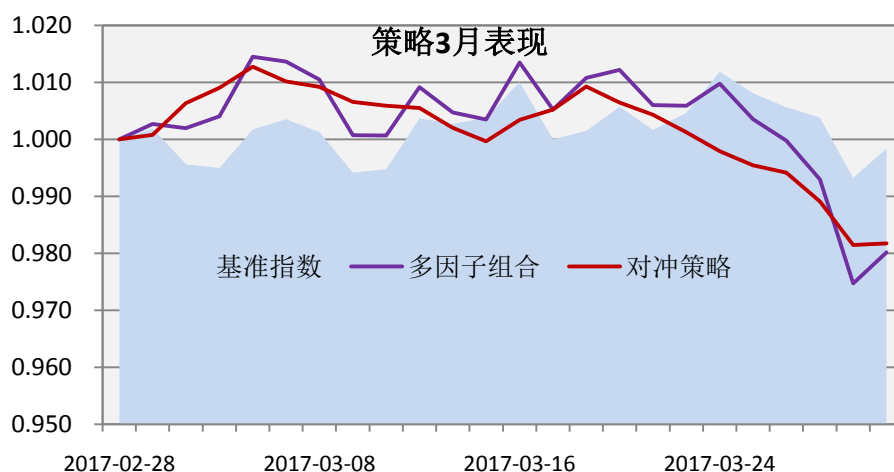
图 27: 中证 500 多因子组合全样本回测结果



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

策略全样本(2007年3月至今)获年化**18.40%**超额收益,胜率**80.67%**,最大回撤仅为**4.77%**,信息比**2.48**,平均月换手率**47.42%**。

图 28: 中证 500 多因子组合近期表现

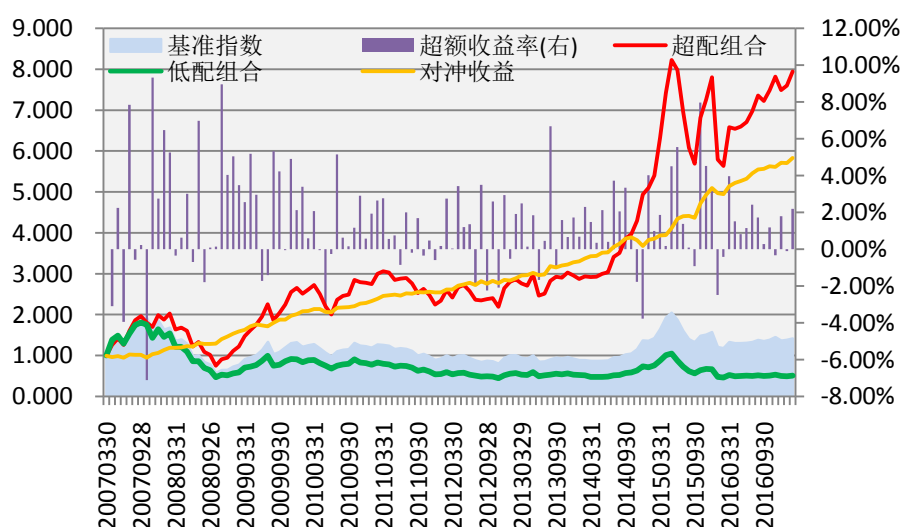


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

三月初至今,相对中证500基准指数,策略组合收获-1.8%的超额收益(对比上周收获-0.2%收益),最大回撤3.2%。

5. 中证 800 多因子组合策略表现

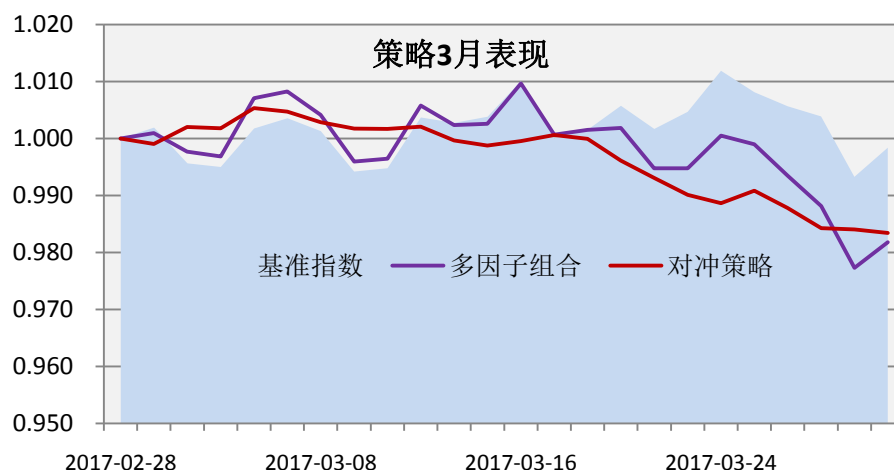
图 29: 中证 800 多因子组合全样本回测结果



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

策略全样本(2007年3月至今)获年化**18.33%**超额收益,胜率**74.78%**,最大回撤仅为**7.42%**,信息比**1.97**,平均月换手率**45.14%**。

图 30: 中证 800 多因子组合近期表现



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

三月初至今,相对中证800基准指数,策略组合收获**-1.7%**的超额收益(对比上周收获**-1.1%**收益),最大回撤**2.2%**。

综合上述三类策略的表现,虽然3月份由于风格分化较为极端导致传统的风格均衡策略有所回撤,但中长期来看,通过风格的分散构建均衡组合,能够获得相对基准更为稳定持久的超额收益。

随着期指逐步放开的预期加大,而各类主要期指合约基差贴水幅度缩小,通过风格均衡选股,结合相应期指合约进行风险对冲获取绝对收益的策略有望逐步复苏。

三、风险提示

本报告采用量化方法对各类风格进行规律总结和机会展望,未来随着政策及市场环境变化,结论可能会有不同,请投资者结合实际情况及自身对市场的判断进行恰当使用。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。