

择时与风格走向

核心观点:

从 PB 估值角度来看,目前的股票资产并不适宜长线配置,在流动性较为宽裕的当下,市场短平快的博弈属性将得到充分体现。市场不一定就此暴跌,但自股灾后已然重新步入高风险区域。

实体经济与股市的关系一直在发生着变化,从过去 10 多年来看,工业部门的经济效益与股市联动性很好,而 2014 年开始工业部门经营效益与股市背离明显,一定程度上已经透支未来经济改善预期。从目前来看工业部门的利润率和利润增速处于历史上较低水平,宏观经济指标与 A 股走势关联性不强。但近 3 年 A 股市场的强博弈特征和宏观经济走弱不无关联,整体缺乏成长性,但变革中的新兴产业和主题却精彩纷呈,这类标的变得更为稀缺。

从择时的角度,我们认为择时系统首先应规避大的系统风险,然后才是识别大级别的趋势。对于偏大盘蓝筹的上证 50 指数,我们倾向于识别其配置机会,对于波动较大的创业板,我们倾向于把握其交易性机会。目前我们倾向于认为上证 50 趋势性的机会并不会就此形成,虽然收盘价站在均线上方,但均线系统在下跌年份并不能更好地控制风险,至少要弱于我们的选时系统。

对于市值风格走向,我们的思路是选择成长更佳的那类资产,这个规律自 07 年以后配置成功的概率较高。三季报披露后,业绩如预期下滑,中证 500 中仍有结构性的业绩增长,而上证 50 中上季盈利上市公司的成长性是在恶化的,相对来讲,中小盘还是有亮点的。故在 16 年一季报披露之前我们仍倾向于中小盘的配置机会,但受估值影响,风格差异不会如前期那么显著。

分析师

王红兵

☎: 0755-83479312

✉: wanghongbing_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514060001

相关研究

金融工程-资产配置: 上证 50 和中证 500 的轮动配置, 2015 年 4 月 13 日

金融工程-宽道宏观: 中级调整、挤泡沫, 2015 年 6 月 22 日

目 录

一、择时的多个维度.....	2
(一) 估值角度.....	2
(二) 宏观经济角度.....	3
(三) 择时系统角度.....	5
二、市值风格的走向.....	8
(一) 基于三季报的结论.....	8
(二) 大小盘风格切换的基本面规律.....	9
(四) 三季报数据的历史规律.....	11
三、报告结论.....	12
四、风险提示.....	12

进入 2015 尾声，小盘股的调整并没有如 2014 年般发生，尽管小盘的估值还是那么贵。在上市公司业绩公告的真空期，市场缺乏一个强有力的定价主体。上市公司成长在哪里，在看得见的业绩里还是在看不见的“转型”中？

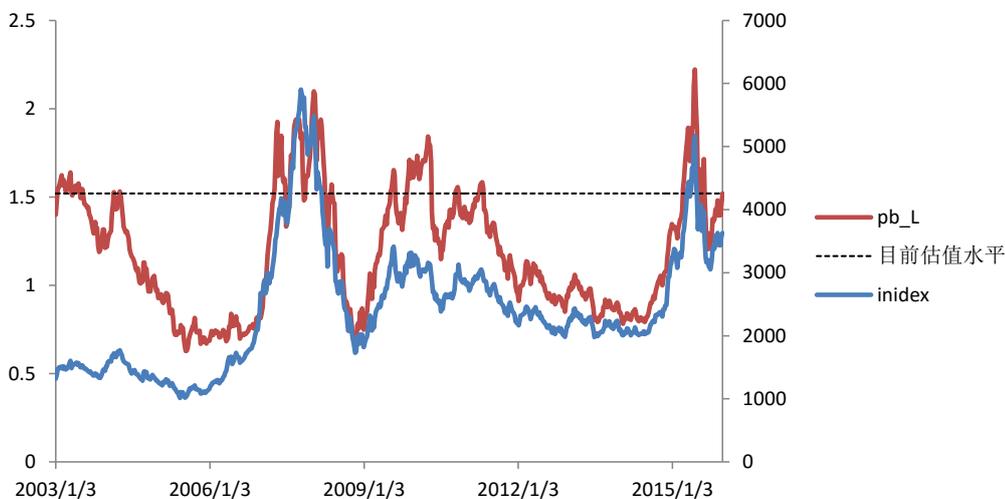
本报告通过观察一些核心变量来回答这些问题，主要从市场择时和大小盘风格轮动的维度。

一、择时的多个维度

(一) 估值角度

我们选取了 PB 作为估值参考指标，图 1 和图 2 分别是估值最高和最低 10% 股票的中位数，从估值最高的组别来看，20 倍的 PB 绝对是个风险区，自股灾后高估值的股票资产又重回高风险区域。从估值最低的组别来看，2 倍的 PB 也是个风险区，目前数值也处于较高水平。

图 1: A 股估值 PB-最低的 10%



资料来源：中国银河证券研究部

单从估值角度来看，目前的股票并不是适宜长线配置的资产，要么时间换空间，要么经济转型、基本面快速恢复等等。在流动性较为宽裕的当下，市场短平快的博弈属性将在这个阶段得到充分体现。

市场不一定就此暴跌，但现阶段的市场已然步入高风险区域。

图 2: A 股估值 PB-最高的 10%



资料来源: 中国银河证券研究部

(二) 宏观经济角度

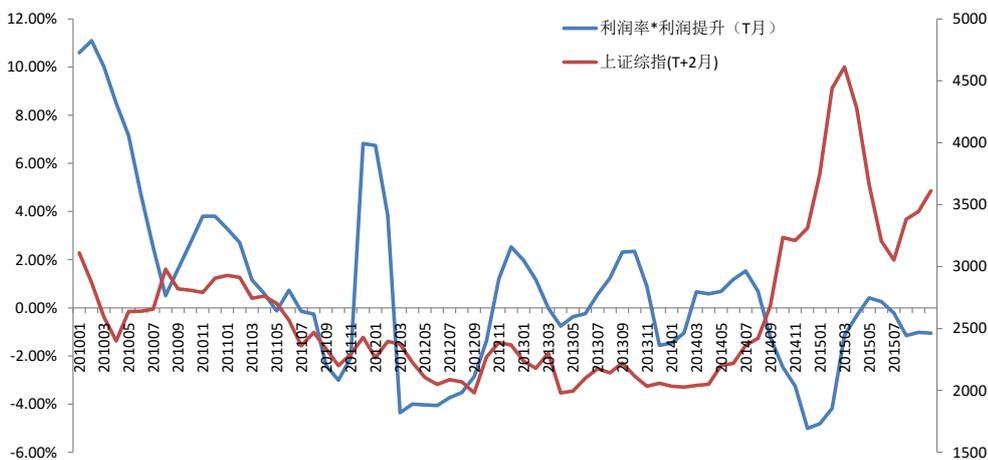
1、工业部门的利润率与利润增速

实体经济是股市的最本质的基础, 从过去 10 多年来看, 工业部门的经济效益与股市联动性很好, 而 2014 年开始工业部门经营效益与股市背离明显, 一定程度上已经透支未来经济改善预期。

从目前来看工业部门的利润率和利润增速处于历史上较低水平, 利润率还是负增长, 宏观经济指标与 A 股走势关联性不强。

但近 3 年 A 股市场的博弈特征和宏观经济走弱密切相关, 整体缺乏成长性, 但变革中的新兴产业和主题却精彩纷呈, 这类标的变得更为稀缺。

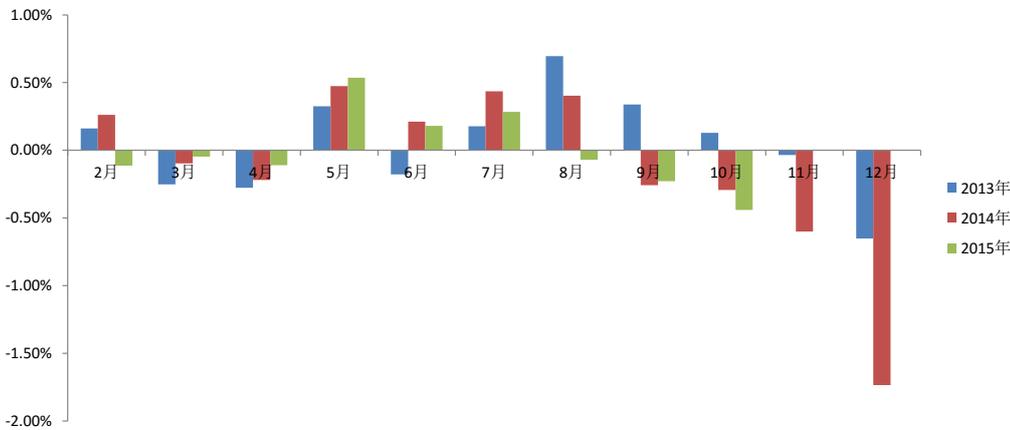
图 3: 上证 50 成长性与中证 500 成长性的差异



资料来源: 中国银河证券研究部

从单月工业企业利润率来看，2014 年出现常明显的下滑趋势，今年 7 月以后尚无改善迹象。

图 4: 最近 3 年工业企业单月利润率对比 (相对 2012 年)



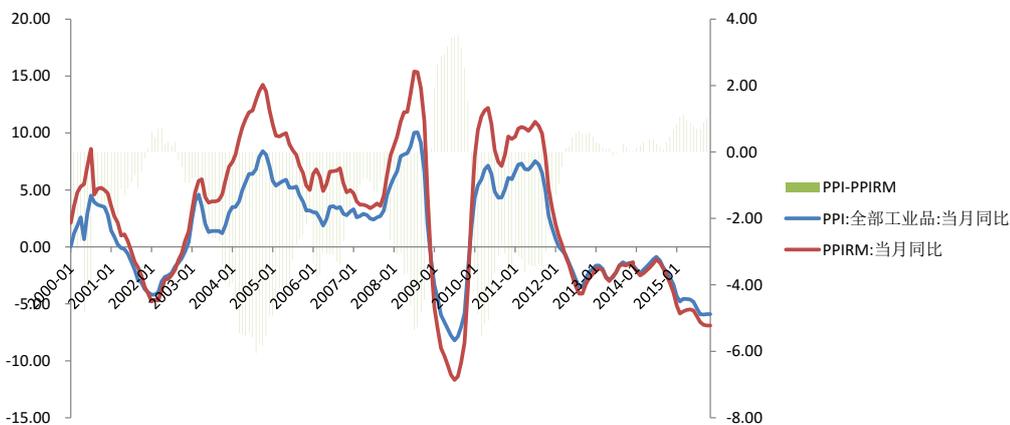
资料来源: 中国银河证券研究部

2、实体经济的利润空间

我们利用工业品出厂价格指数 (PPI) 和原材料、燃料、动力价格指数 (PPIRM) 的增速差来作为工业企业利润增速的领先指标。

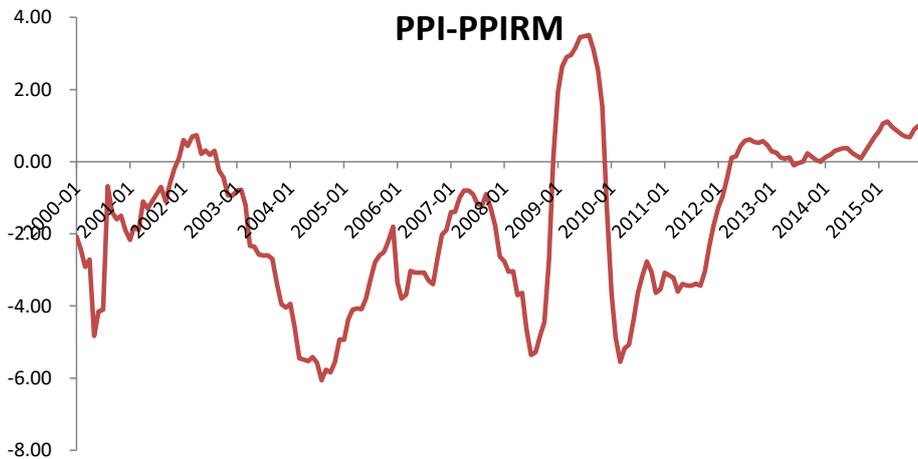
从 2011 年下半年开始工业增加值同比增速处于下降通道，经济处于下滑趋势，PPI 与 PPIRM 价差反映出原材料价格这种可变成本比 PPI 更快速的下降从而改善了工业企业的利润空间。

图 5: PPI、PPIRM 及其差额



资料来源: 中国银河证券研究部

图 6: PPI 与 PPIRM 差额

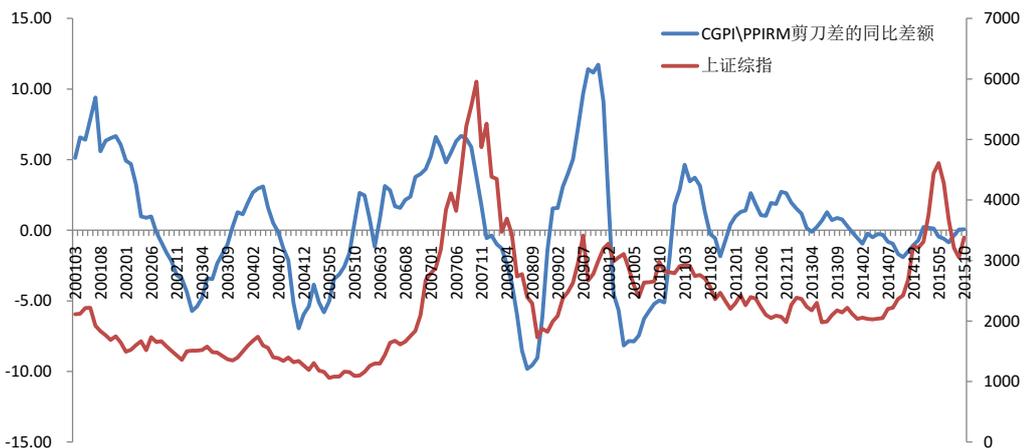


资料来源: 中国银河证券研究部

企业商品价格指数 CGPI 反映国内企业之间物质商品集中交易价格变动的统计指标, 是比较全面的测度通货膨胀水平和反映经济波动的综合价格指数。

CGPI 与 PPIRM 同比差额与上证综指的相关性要比 PPI 与 PPIRM 同比差额更强, 但不可避免的是, 自 2010 年以来这些指标与股市之间的关联性越来越差。

图 7: CGPI 与 PPIRM 的差额



资料来源: 中国银河证券研究部

(三) 择时系统角度

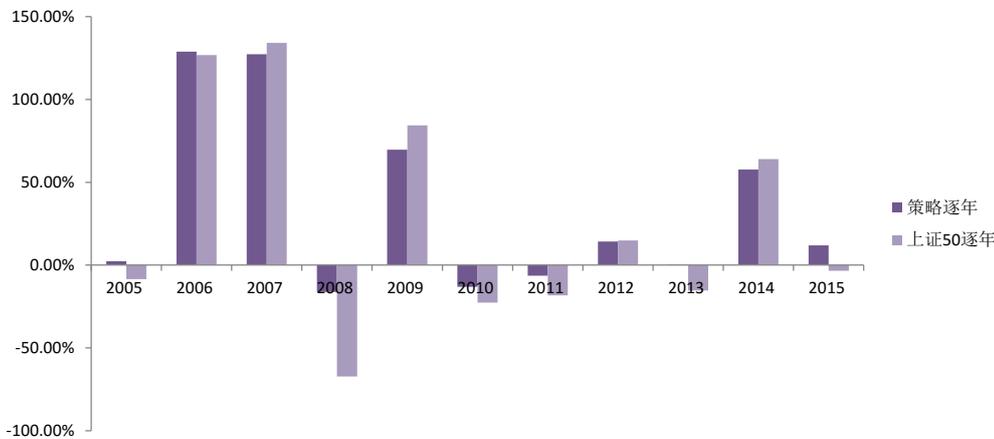
我们认为择时的目的首先是规避大的系统风险, 然后才是识别大级别的趋势。

对于偏大盘蓝筹的上证 50 指数, 我们倾向于识别其配置机会, 故对于上证 50 的择时以把握趋势、规避风险为主。

我们设计的择时系统并不保证在牛市中胜出,但能很好地控制系统风险,尤其在 2008 年、2015 年股灾等等。

2005 年至 2015 年期间共交易了 33 次, 平均每年 3 次交易, 胜率 45%, 盈亏比 8.2。

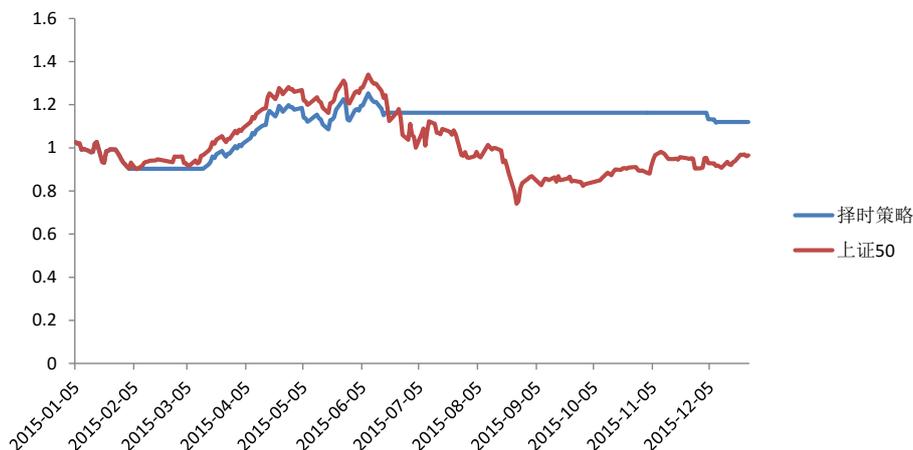
图 8: 上证 50 每年择时业绩



资料来源: 中国银河证券研究部

目前上证 50 维持看空判断, 股灾之后只交易了一次, 虽然上证 50 指数目前点位站在均线上方, 但均线系统在下跌年份并不能更好地控制风险, 至少要弱于我们这套选时系统。所以我们倾向于认为上证 50 趋势性的机会并不会就此形成。

图 9: 上证 50 指数 2015 年的择时业绩

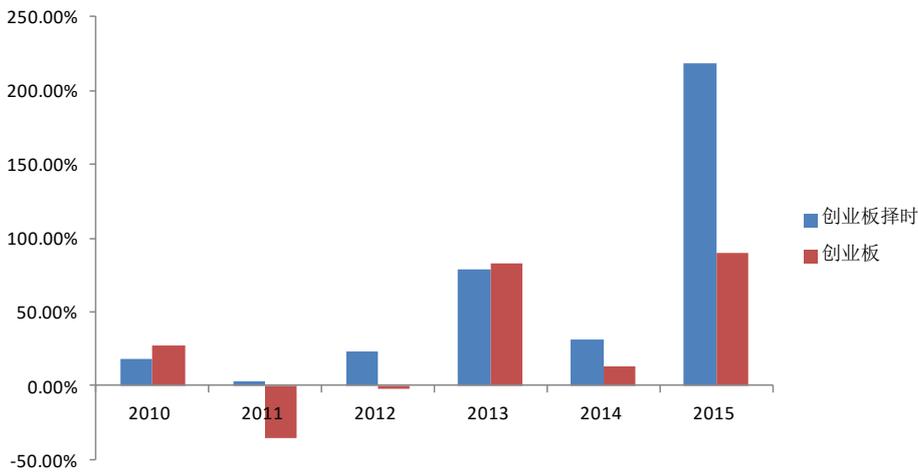


资料来源: 中国银河证券研究部

对于波动较大的创业板, 我们倾向于把握其交易性机会, 2010 年 7 月至 2015 年共交易了 138 次, 考虑 0.1% 的单边交易费用后, 胜率 45.65%, 盈亏比 3.74。

对于创业板来说, 交易机会的出现较为频繁, 看多或看空都是短暂的信号, 故不适于对创业板的长期趋势做出判断。

图 10: 创业板指 2010-2015 年年度择时业绩



资料来源: 中国银河证券研究部

图 11: 创业板指在 2015 年的择时业绩



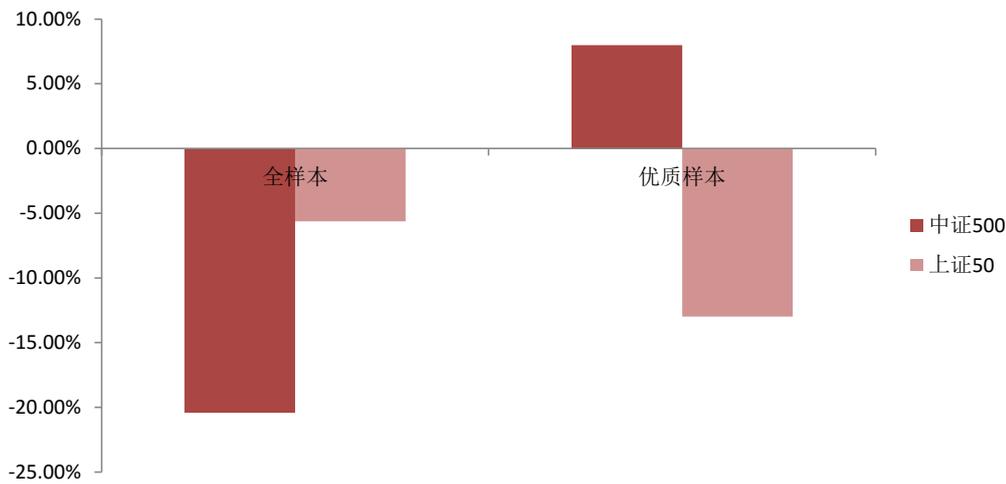
资料来源: 中国银河证券研究部

二、市值风格的走向

(一) 基于三季报的结论

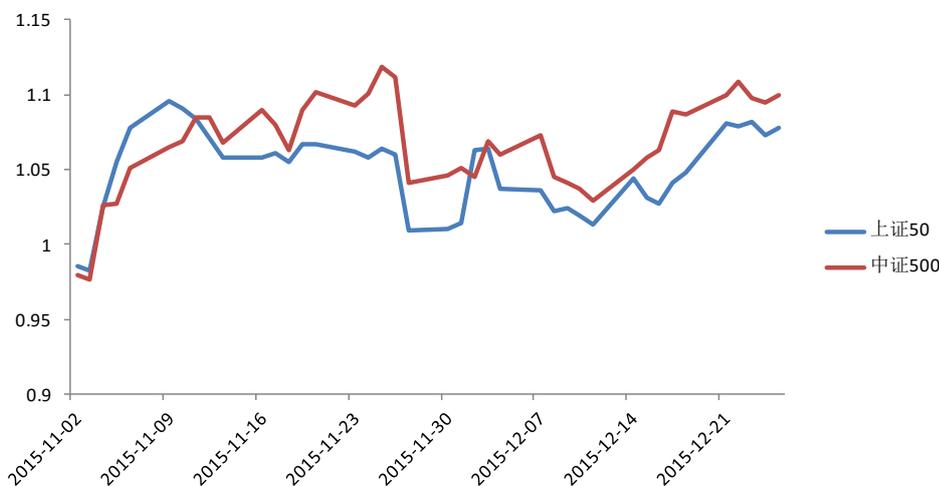
三季报披露后，如大家预期般业绩下滑，中证 500 中仍有结构性的业绩增长，而上证 50 中上季盈利上市公司的成长性是在恶化的，相对来讲，中小盘还是有亮点的。

图 12: 上证 50 和中证 500 在 15 年 Q3 的净利润增长对比



资料来源: 中国银河证券研究部

图 13: 上证 50 和中证 500 在 2015 年 11 月开始的表现



资料来源: 中国银河证券研究部

(二) 大小盘风格切换的基本面规律

除行业外，市值风格对资产配置的重要组成部分，我们是从资产成长性角度来解释市值风格切换的基础。

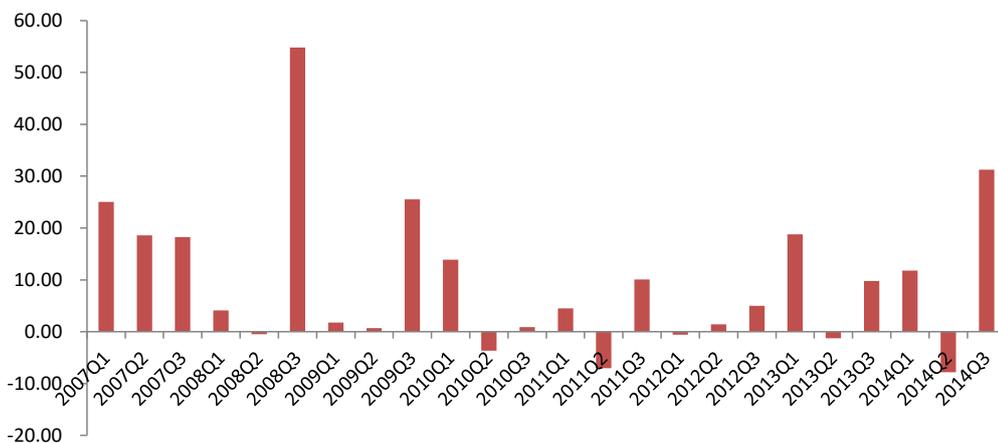
数据的可得性决定了我们的方法一年只能作三次判断，分别是 Q1（4 月 30 日）、Q2（8 月 31 日）、Q3（10 月 30 日），其中 Q1 的数据决定了未来 4 个月的资产配置（5-8 月），Q2 的数据决定了未来 2 个月的资产配置（9-10 月），Q3 的数据决定未来 6 个月的资产配置（11-4 月）。

在我们的方法中有两个成长性指标 G_W 和 G_HQ，它们共同决定未来那段时间的资产选择，从 2007 年至 2014 年共有 24 次资产配置的机会，18 次选对的收益更高的资产，胜率 75%。

在 24 次资产配置期间中，12 次大盘跑赢小盘，12 次小盘跑赢大盘，这两个指标构建的研判体系中胜率恰好也都是 75%。

下图是 24 次配置的相对收益率，即当期配置的资产收益率减去未配置的资产收益率，用以表示配置正确与否，其中 2014 年 Q3 资产配置的相对收益率截至 2015 年 4 月 21 日。

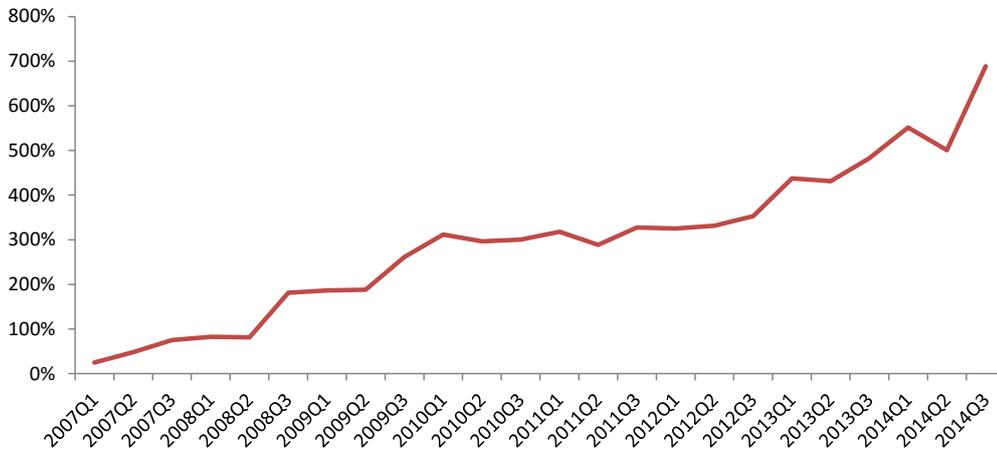
图 14: 配置的资产相对未配置资产的收益率 (%)



资料来源：中国银河证券研究部

如果按照每次的配置建议进行上证 50 和中证 500 的多空交易，每年 3 次再平衡，在 2007 年 5 月 1 日至 2015 年 4 月 21 日期间，该多空交易的累积收益率为 688.42%，年化收益率 25.79%。

图 15: 上证 50 与中证 500 配对多空交易累积收益率 (%)

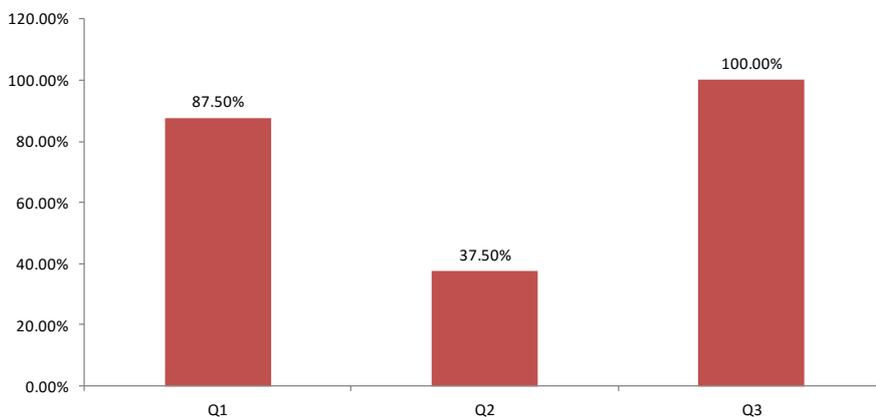


资料来源: 中国银河证券研究部

不同季报数据成功配置的概率是有差异的，Q3 数据在 9 年中全部压对正确的资产，Q1 数据只有 2012 年判断错误，且失误的成本很小，中证 500 和上证 50 在 2012 年 5-8 月期间的收益率非常接近。

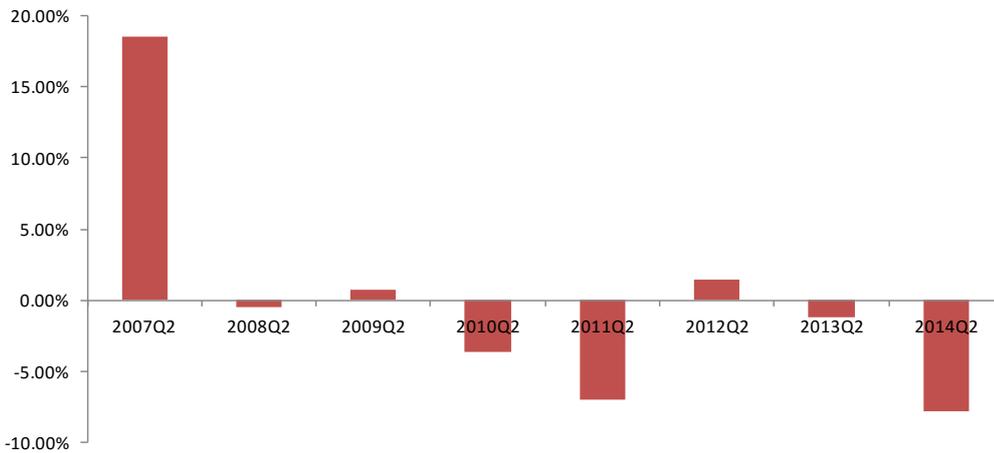
Q2 的数据出现了较大的错判概率，除 2007 年外，Q2 数据的表现差强人意，2011 年和 2014 年错判代价相对较大，这其中有着共性的因素使然。

图 16: 不同季报数据成功配置的概率



资料来源: 中国银河证券研究部

图 17: Q2 数据的相对配置收益率



资料来源: 中国银河证券研究部

(四) 三季度数据的历史规律

Q3 在资产配置上的胜率有 100%，这是一种神奇的现象，三季度数据决定着未来 6 个月的资产配置，下表中的数据是中证 500 指数月收益率减去上证 50 的月收益率。

可以发现，Q3 配置建议在接下来的 11、12 月非常精准，而每年的 1、2 月则小盘胜出，表现出非常显著的月历效应。

表 1: 历年 Q3 研判资产配置情况

年份	Q3 研判资产配置	11 月	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月
2007	S	6.76	11.07	11.50	9.23	-1.41	-14.16
2008	S	11.60	7.18	4.33	4.50	5.60	2.33
2009	S	11.24	-1.68	9.67	4.59	-0.74	1.89
2010	L	10.67	-3.28	-5.93	7.56	-4.92	-4.72
2011	L	2.73	-11.77	-7.01	7.72	-1.13	0.40
2012	L	-8.62	-3.72	-1.08	5.53	3.89	-0.79
2013	S	4.40	2.24	7.66	3.21	-3.51	-3.92
2014	L	-10.33	-33.37	12.65	3.97	9.20	1.59

资料来源: 中国银河证券研究部

三、报告结论

从 PB 估值角度来看,目前的股票资产并不适宜长线配置,在流动性较为宽裕的当下,市场短平快的博弈属性将得到充分体现。市场不一定就此暴跌,但自股灾后重回高风险区域。

实体经济与股市的关系一直在发生着变化,从过去 10 多年来看,工业部门的经济效益与股市联动性很好,而 2014 年开始工业部门经营效益与股市背离明显,一定程度上已经透支未来经济改善预期。从目前来看工业部门的利润率和利润增速处于历史上较低水平,宏观经济指标与 A 股走势关联性不强。但近 3 年 A 股市场的强博弈特征和宏观经济走弱不无关联,整体缺乏成长性,但变革中的新兴产业和主题却精彩纷呈,这类标的变得更为稀缺。

从择时的角度,我们认为择时系统首先应规避大的系统风险,然后才是识别大级别的趋势。对于偏大盘蓝筹的上证 50 指数,我们倾向于识别其配置机会,对于波动较大的创业板,我们倾向于把握其交易性机会。

目前上证 50 维持看空判断,虽然收盘价站在均线上方,但均线系统在下跌年份并不能更好地控制风险,至少要弱于我们的选时系统。所以我们倾向于认为上证 50 趋势性的机会并不会就此形成。

对于市值风格走向,我们的思路是选择成长更佳的那类资产,这个规律自 07 年以后配置成功的概率较高。三季报披露后,业绩如预期下滑,中证 500 中仍有结构性的业绩增长,而上证 50 中上季盈利上市公司的成长性是在恶化的,相对来讲,中小盘还是有亮点的。故在 16 年一季报披露之前我们仍倾向于中小盘的配置机会,但受估值影响,风格差异不会如前期那么显著。

四、风险提示

报告结论基于历史价格信息和统计规律,但二级市场受各种即时性政策影响易出现统计规律之外的走势,所以报告结论有可能无法正确预测市场发展,报告阅读者需审慎参考报告结论。

插图目录

图 1: A 股估值 PB-最低的 10%	2
图 2: A 股估值 PB-最高的 10%	3
图 3: 上证 50 成长性与中证 500 成长性的差异	3
图 4: 最近 3 年工业企业单月利润率对比 (相对 2012 年)	4
图 5: PPI、PIRM 及其差额	4
图 6: PPI 与 PPIRM 差额	5
图 7: CGPI 与 PPIRM 的差额	5
图 8: 上证 50 每年择时业绩	6
图 9: 上证 50 指数 2015 年的择时业绩	6
图 10: 创业板指 2010-2015 年年度择时业绩	7
图 11: 创业板指在 2015 年的择时业绩	7
图 12: 上证 50 和中证 500 在 15 年 Q3 的净利润增长对比	8
图 13: 上证 50 和中证 500 在 2015 年 11 月开始的表现	8
图 14: 配置的资产相对未配置资产的收益率 (%)	9
图 15: 上证 50 与中证 500 配对多空交易累积收益率 (%)	10
图 16: 不同季报数据成功配置的概率	10
图 17: Q2 数据的相对配置收益率	11

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

王红兵，证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王 婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn