

2023 年 05 月 17 日

港股及海外策略研究

研究所

证券分析师:

党崇钰 S0350522060001
dangcy@ghzq.com.cn

港股异象系列（二）：从行业指数看季节效应

——海外策略专题研究

最近一年走势



相关报告

《当前港股哪些行业值得关注？*党崇钰》——
2023-04-28《港股择时谜团系列一：2023 与 2022 的相似性 *
党崇钰》——2023-04-26《港股异象系列（一）：换月效应的前世今生*党崇
钰》——2023-04-04

通过复盘从 2015 年 1 月第一个交易日至 2023 年 3 月最后一个交易日的 Wind 香港一级/二级/三级行业分类指数，发现港股中存在明显的“季节效应”，具体而言，我们发现如下结论：

（1）在一级行业中，在 2015-2023 全样本期间，一季度行业收益率呈现分化之势，整体表现 1 月最好；二季度行业收益率普遍相对较高，整体表现 4 月最好；三季度市场疲软明显，7-9 月均贡献了第三季度的下跌趋势；四季度表现胜于二季度，四季度中整体表现 11 月最好。

（2）在二级与三级行业中，季度和月度收益率与一级行业呈现出类似现象，但一级行业内不同子行业之间出现分化；至于共性，我们发现 6 月份涨幅较大的行业集中于消费、医药和信息技术行业。其次，我们发现 11 月与 12 月绝大部分二级与三级行业出现上涨。

（3）从行业来看，基于香港一级行业 1-12 月的平均收益率，我们发现 在 5-7 月份中，6 月份收益率最高，5 月和 7 月收益率都较低，这显然与“五穷六绝七翻身”的说法相悖。而“Sell in May”有部分逻辑，因为 11 月至 4 月行业整体表现要优于 5 月至 10 月，但如果 6 月上涨明显，“Sell in May”则不是一个完全准确的说法。至于“Come back in September”，或许 9 月介入太早，因为 10 月仍然可能下跌。

除了我们在《港股异象系列（一）：换月效应的前世今生》中研究的“换月效应”，“季节效应”也是港股日历效应的关键部分，具有重要的现实意义。“季节效应”可为趋势投资者的日常判断以及价值投资者的重要择时提供一定参考价值。

风险提示：历史经验不代表未来；全球货币政策变化超预期；国际地缘政治局势变化超预期；海外经济衰退风险超预期；海外高通胀韧性超预期。

内容目录

1、 港股日历效应中的“季节效应”	4
1.1、 主要研究结论介绍	4
1.2、 数据说明	5
2、 不同时间跨度或行业细分构成下“季节效应”结论是否稳健?	6
2.1、 一级行业不同时间跨度下的“季节效应”	6
2.2、 二级行业与三级行业中的“季节效应”	8
3、 如何理解“Sell in May”与“五穷六绝七翻身”在港股行业中是否适用?	11
3.1、 从行业来看“Sell in May”有部分逻辑，但“五穷六绝七翻身”并不成立	11
4、 风险提示	12

图表目录

图 1: Wind 香港行业分类体系与恒生综合行业指数对比	5
图 2: 2015Q1 至 2023Q1 香港 Wind 一级行业三季度收益率普遍较低	6
图 3: 2020Q1 至 2023Q1 香港 Wind 一级行业三季度收益率普遍较低	6
图 4: 2015Q1 至 2023Q1 恒生综合行业指数一级行业三季度收益率普遍较低	6
图 5: 2020Q1 至 2023Q1 恒生综合行业指数一级行业三季度收益率普遍较低	6
图 6: 2015Q1 至 2023Q1 香港 Wind 一级行业 1 月份在 Q1 内表现相对最好	7
图 7: 2020Q1 至 2023Q1 香港 Wind 一级行业 1 月份在 Q1 内表现相对最好	7
图 8: 2015Q1 至 2023Q1 香港 Wind 一级行业 4 月份几乎所有行业有正收益	7
图 9: 2020Q1 至 2023Q1 香港 Wind 一级行业 4 月份绝大部分行业有正收益	7
图 10: 2015Q1 至 2023Q1 香港 Wind 一级行业 8 月份在 Q3 内表现突出	8
图 11: 2020Q1 至 2023Q1 香港 Wind 一级行业 8 月份在 Q3 内表现突出	8
图 12: 2015Q1 至 2023Q1 香港 Wind 一级行业 11 月份迎来普涨	8
图 13: 2020Q1 至 2023Q1 香港 Wind 一级行业 11 月份迎来普涨	8
图 14: 2015 年 Q1 至 2023 年 Q1 香港 Wind 二级行业季度与月度平均收益率呈现与一级行业类似现象	9
图 15: 2020 年 Q1 至 2023 年 Q1 香港 Wind 二级行业季度与月度平均收益率呈现与一级行业类似现象	9
图 16: 2020 年 Q1 至 2023 年 Q1 香港 Wind 三级行业季度与月度平均收益率呈现与一级行业类似现象	10
图 17: 2015 年 Q1 至 2023 年 Q1 香港 Wind 一级行业 5 月至 10 月平均收益率较低	11
图 18: 2020 年 Q1 至 2023 年 Q1 香港 Wind 一级行业 5 月至 10 月平均收益率较低	12

1、港股日历效应中的“季节效应”

1.1、主要研究结论介绍

Fama 在 1970 年提出“有效市场假说”(EMH)，市场有效性是金融市场的核心问题。如果认为在充分竞争的股票市场中，任何有价值的信息都及时准确的反映在股价中，投资者难以通过分析以往价格获得超额收益，一些对股市的研究似乎失去了意义，但是现实中股市运行却并非完全如此。股票市场择时是投资的重要问题，除了我们在《港股异象系列（一）：换月效应的前世今生》中研究的“换月效应”外，“季节效应”亦是值得关注的另一金融异象。所谓“季节效应”，广义上是指股市在一年中随季节的变化而呈现出规律性的特征，在这篇报告我们着重关注“季度效应”与“月度效应”（月度亦在季度中），即股市是否在季度或月份中呈现规律性的收益统计特征。

在文献里关于股市“季节效应”的研究中，Bouman & Jacobsen (2002)¹基于 37 个市场 1970-1988 年的 MSCI 再投资指数，发现在几乎所有市场中，11 月至 4 月收益率要显著高于 5 月至 10 月。在此基础上，Jacobsen & Visaltanachoti (2009)²检验了美国 1926-2006 年股票市场不同行业的收益率，发现超过三分之二的行业 11 月至 4 月收益率要显著高于 5 月至 10 月，工业行业尤为显著，但消费行业不明显。Zhang and Jacobsen (2021)³发现港股 1965 年至 2017 年之间 11 月至 4 月平均收益率比 5 月至 10 月显著高 1.03%。

我们通过复盘从 2015 年 1 月第一个交易日至 2023 年 3 月最后一个交易日的 Wind 香港一级/二级/三级行业分类指数，发现港股中存在明显的“季节效应”，具体而言，我们发现如下结论：

（1）在一级行业中，在 2015-2023 全样本期间，一季度行业收益率呈现分化之势，整体表现 1 月最好；二季度行业收益率普遍相对较高，整体表现 4 月最好；三季度市场疲软明显，7-9 月均贡献了第三季度的下跌趋势；四季度表现胜于二季度，四季度中整体表现 11 月最好。

（2）在二级与三级行业中，季度和月度收益率与一级行业呈现出类似现象，但一级行业内不同子行业之间出现分化；至于共性，我们发现 6 月份涨幅较大的行业集中于消费、医药和信息技术行业。其次，我们发现 11 月与 12 月绝大部分二级与三级行业出现上涨。

（3）从行业来看，基于香港一级行业 1-12 月的平均收益率，我们发现在 5-7 月份中，6 月份收益率最高，5 月和 7 月收益率都较低，这显然与“五穷六绝七翻身”的说法相悖。而“Sell in May”有部分逻辑，因为 11 月至 4 月行业整体表现要优于 5 月至 10 月，但如果 6 月上漲明显，“Sell in May”则不是一个完

¹ Bouman, Sven, and Ben Jacobsen. 2002. "The Halloween Indicator, "Sell in May and Go Away": Another Puzzle." American Economic Review, 92 (5): 1618-1635.

² Jacobsen, B. and Visaltanachoti, N. (2009) The Halloween Effect in U.S. Sectors. Financial Review, 44: 437-459.

³ Zhang CY, Jacobsen B., 2021. The Halloween indicator, "Sell in May and Go Away": Everywhere and all the time. Journal of International Money and Finance. 2021 Feb;110:102268.

全准确的说法。至于 “Come back in September”，或许 9 月介入太早，因为 10 月仍然可能下跌。

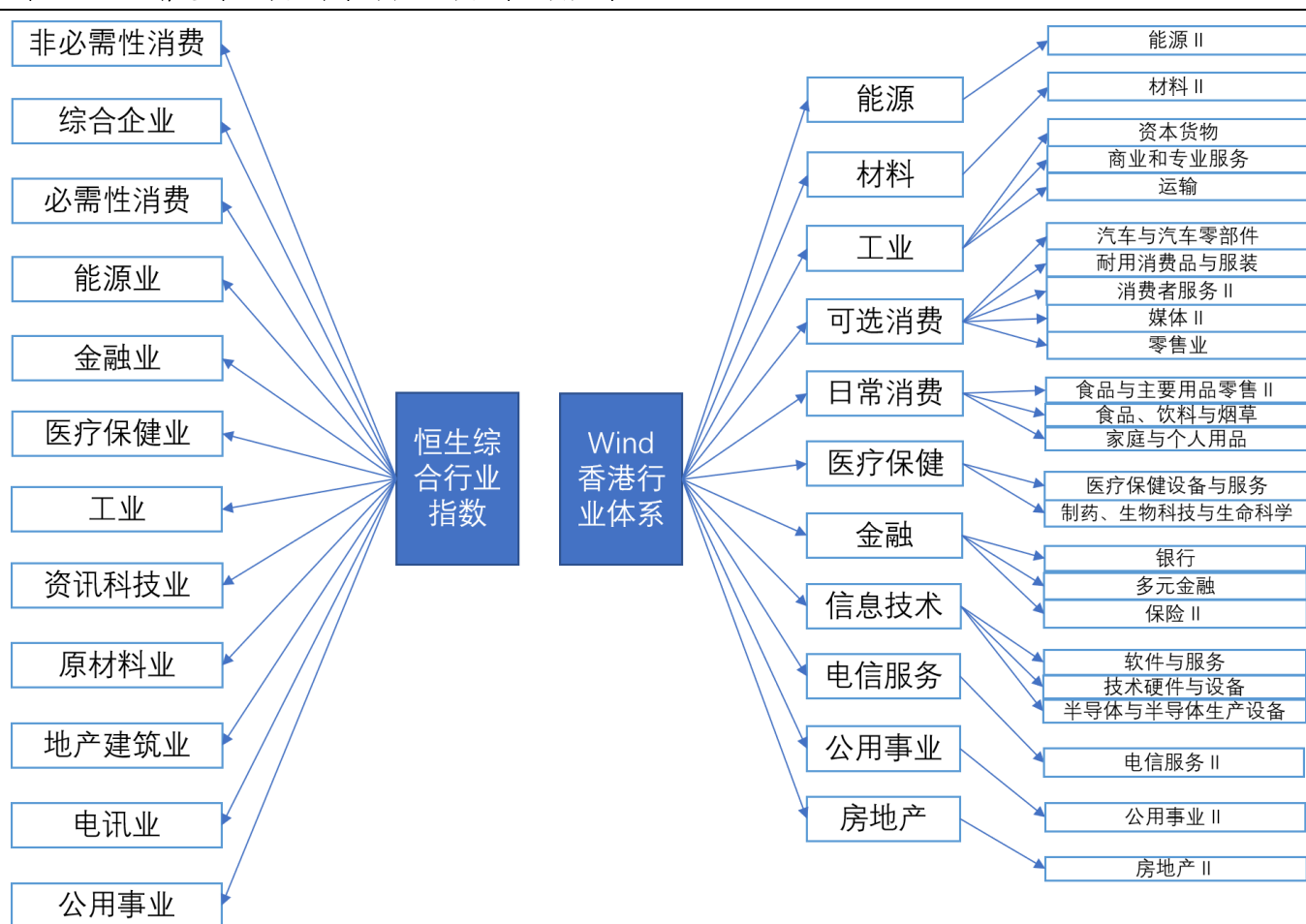
1.2、数据说明

Wind 行业分类标准借鉴 GICS（Global Industries Classification Standard）行业分类标准，构建四级行业体系结构。基于 GICS 在 2016 年 9 月调整的背景，Wind 在 2017 年 3 月 1 日收盘后将原二级行业“房地产”从一级行业“金融”中独立出来，改为“房地产”一级行业，形成 11 个一级行业、24 个二级行业、69 个三级行业和 163 个四级行业。

根据《WIND 行业指数编制方案》中说明港股一级/二级行业指数于 2014 年 11 月 5 日发布，我们主要使用 Wind 香港一级/二级/三级行业分类指数，时间跨度为 2015 年 1 月第一个交易日至 2023 年 3 月最后一个交易日，并且行业构成遵循 2017 年 3 月 1 日以后最新版调整后的 Wind 行业分类指数。

此外，考虑到结论的稳健性，部分分析我们也选择使用恒生综合行业指数验证。

图1：Wind 香港行业分类体系与恒生综合行业指数对比



资料来源：Wind，国海证券研究所

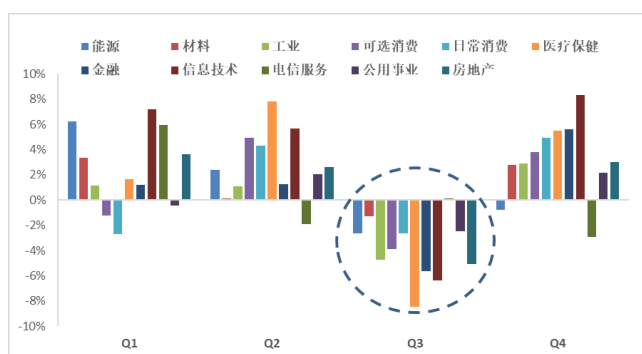
2、不同时间跨度或行业细分构成下“季节效应”结论是否稳健？

根据数据可得性，我们考虑 2015 年 1 月第一个交易日至 2023 年 3 月最后一个交易日以及 2020 年 1 月第一个交易日至 2023 年 3 月最后一个交易日的不同时间跨度，以及一级/二级/三级行业分类下的不同行业细分构成。

2.1、一级行业不同时间跨度下的“季节效应”

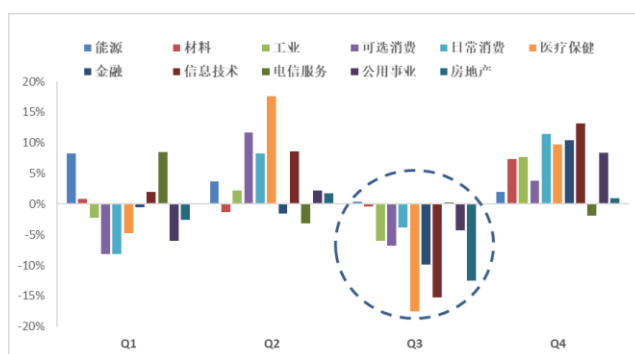
分别考虑全样本以及 2020 年 Q1 至 2023 年 Q1 样本下的香港一级行业平均涨跌幅，我们发现就全年而言，一季度是行业分化最为严重的时间段，二季度行情好转但依旧有较大分化，三季度表现最为糟糕，而四季度表现则最为亮眼。该结论在两种样本下均成立，港股“季节效应”有迹可循。

图2：2015Q1 至 2023Q1 香港 Wind 一级行业三季度收益率普遍较低



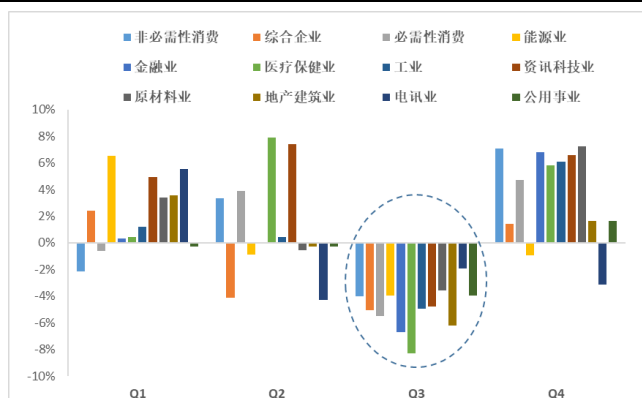
资料来源：Wind，国海证券研究所

图3：2020Q1 至 2023Q1 香港 Wind 一级行业三季度收益率普遍较低



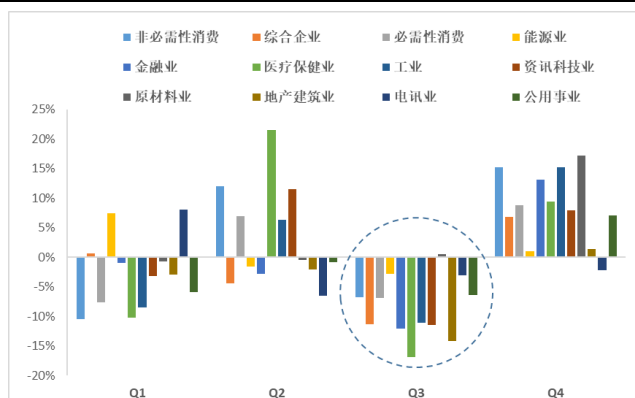
资料来源：Wind，国海证券研究所

图4：2015Q1 至 2023Q1 恒生综合行业指数一级行业三季度收益率普遍较低



资料来源：Wind，国海证券研究所

图5：2020Q1 至 2023Q1 恒生综合行业指数一级行业三季度收益率普遍较低



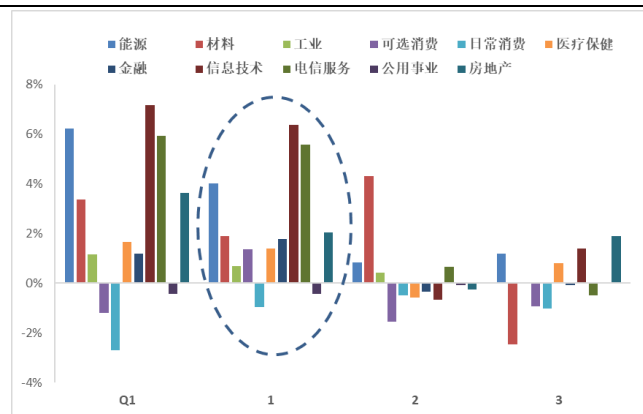
资料来源：Wind，国海证券研究所

为了检验结论的稳健性，我们将香港 Wind 一级行业分类指数与同时间段恒生综合行业指数做出比较，发现在行业季度层面，尽管对于一级行业的定义有所出入，

但是两者计算得到的季度规律普遍存在。

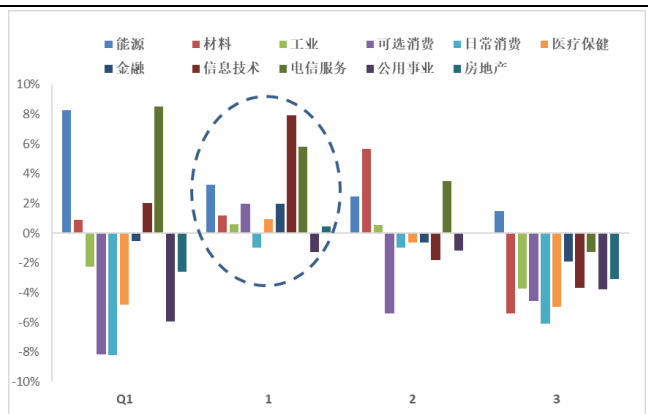
在相同的样本定义下，计算不同季度中三个月份的月平均收益率，我们发现在一季度中，1月份表现相对最好，2月份材料行业领涨市场，3月份能源表现依旧突出，其余行业表现相对较弱。在二季度中，2015年至今4月份表现较好，几乎所有行业有正收益，但是近三年金融行业在4月份偏弱，5月份日常消费行业跑赢市场，6月份消费、医疗和信息技术较为突出。在三季度中，市场普遍行情在一年中是最差的，7月与9月表现平平，8月在三季度中近三年表现相对突出。在四季度中，10月份表现较差，但是11月份市场迎来普涨，12月份市场延续11月上涨行情，但是上涨幅度有所减小。

图6：2015Q1至2023Q1 香港 Wind 一级行业 1 月份在 Q1 内表现相对最好



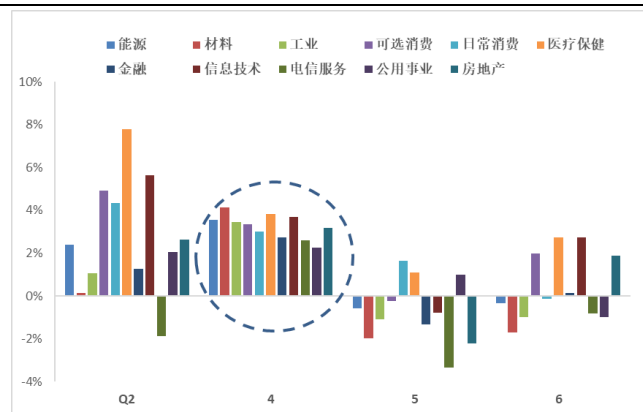
资料来源：Wind，国海证券研究所

图7：2020Q1至2023Q1 香港 Wind 一级行业 1 月份在 Q1 内表现相对最好



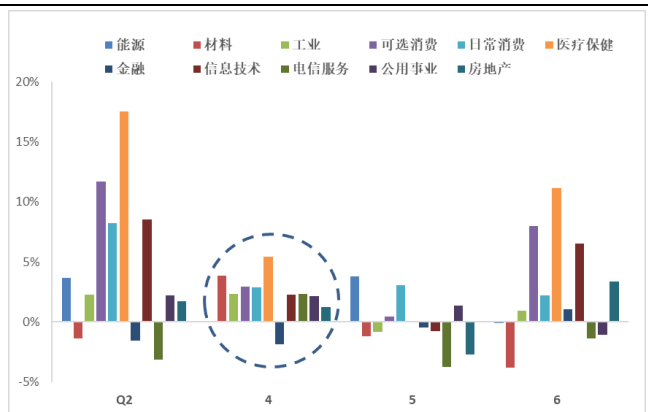
资料来源：Wind，国海证券研究所

图8：2015Q1至2023Q1 香港 Wind 一级行业 4 月份几乎所有行业有正收益



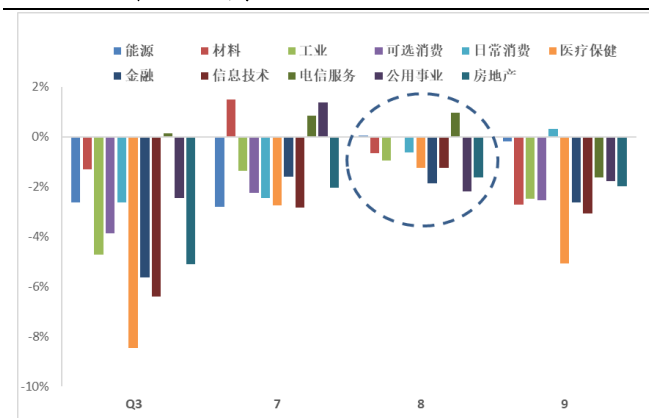
资料来源：Wind，国海证券研究所

图9：2020Q1至2023Q1 香港 Wind 一级行业 4 月份绝大部分行业有正收益



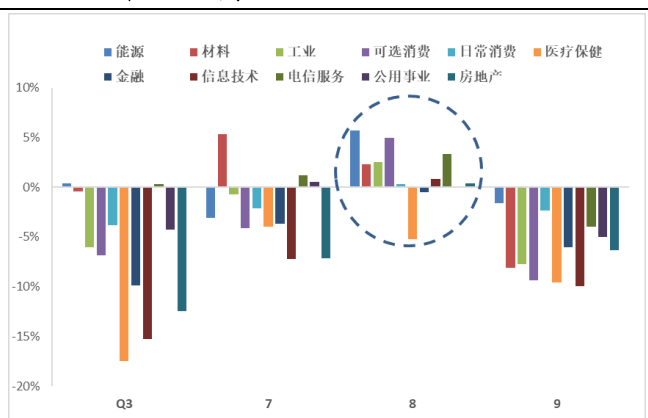
资料来源：Wind，国海证券研究所

图10: 2015Q1至2023Q1 香港 Wind 一级行业 8 月份在 Q3 内表现出



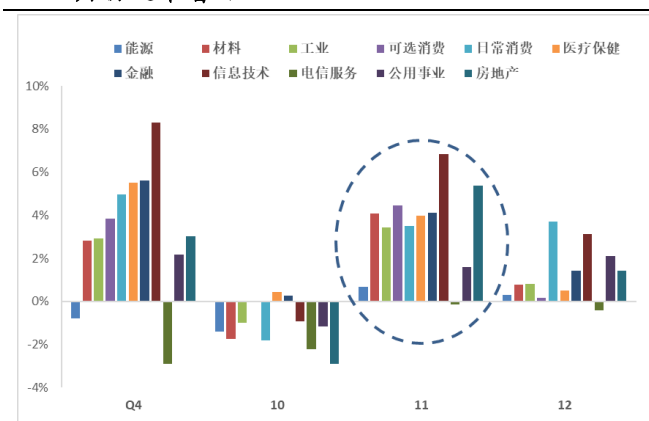
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图11: 2020Q1至2023Q1 香港 Wind 一级行业 8 月份在 Q3 内表现出



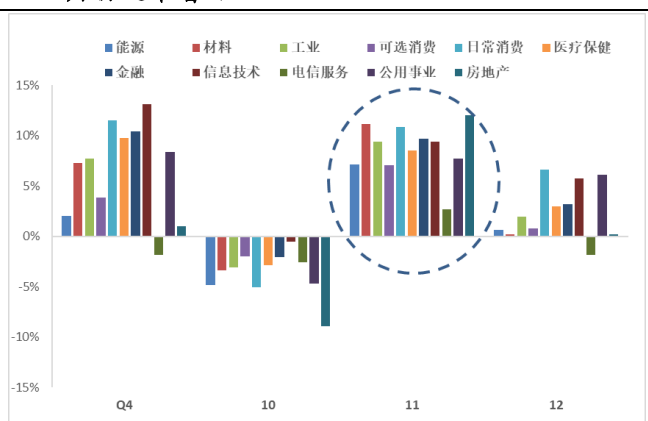
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图12: 2015Q1至2023Q1 香港 Wind 一级行业 11 月份迎来普涨



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图13: 2020Q1至2023Q1 香港 Wind 一级行业 11 月份迎来普涨



资料来源: Wind, 国海证券研究所

2.2、二级行业与三级行业中的“季节效应”

在二级与三级行业中，季度和月度收益率与一级行业呈现出类似现象，但一级行业内不同子行业之间呈现分化状态。我们发现同属于能源行业，能源设备与服务三级行业和石油、天然气与供消费用燃料三级行业表现出截然不同的收益率，再如同属于银行二级行业，商业银行三级行业和互助储蓄银行与抵押贷款 III 三级行业除四季度外表现出相当大的差异，这样的现象在三级行业里面有不少，这里面的具体原因我们在这里并不着重关注。

在差异现象之外，我们更多的关注在三级细分行业下在月度或季度存在的普遍共性特征。首先，我们发现 6 月份涨幅较大的行业集中于消费、医药和信息技术行业。其次，我们发现 11 月与 12 月绝大部分二级与三级行业处于上涨状态，但由于行业周期性原因的存在，行业之间的涨幅并不一致。

图14： 2015 年 Q1 至 2023 年 Q1 香港 Wind 二级行业季度与月度平均收益率呈现与一级行业类似现象

时间	能源	材料	工业			可选消费					日常消费			医疗保健与服务			金融			信息技术				电信服务	公用事业	房地产
	能源口	材料口	资本货物	商业和专业服务	运输	汽车与汽车零部件	耐用消费品与服装	消费者服务口	媒体口	零售业	食品与主要食品零售口	食品、饮料与烟草	家庭与个人用品	医疗保健设备与服务	制药、生物科技与生命科学	银行	多元金融	保险口	软件与服务	技术硬件与设备	半导体与半导体生产设备	电信服务口	公用事业口	房地产口		
Q1	6.07%	3.36%	1.41%	0.08%	1.70%	-2.64%	-1.48%	0.42%	-0.24%	-2.46%	0.75%	-2.87%	-2.22%	3.32%	0.65%	1.78%	0.19%	0.41%	9.49%	0.39%	-1.29%	5.99%	-0.42%	3.69%		
1	3.71%	1.90%	1.32%	-0.62%	0.18%	-0.79%	1.13%	1.23%	-1.02%	1.51%	1.32%	-1.39%	1.18%	1.98%	1.05%	2.07%	0.48%	1.18%	8.87%	-1.05%	0.89%	5.59%	-0.44%	2.05%		
2	1.26%	4.33%	0.18%	-0.17%	0.96%	0.38%	-1.76%	0.50%	0.37%	-2.32%	-1.38%	-0.44%	-0.90%	0.95%	-1.50%	-0.28%	-0.30%	-0.05%	-1.40%	1.44%	1.27%	0.67%	-0.08%	-0.25%		
3	0.75%	-2.46%	-0.10%	0.89%	0.39%	-2.21%	-1.13%	-1.40%	-0.10%	-1.25%	1.42%	-0.79%	-2.51%	0.50%	0.92%	0.15%	0.20%	-0.64%	2.14%	-0.44%	-2.96%	-0.48%	0.05%	1.90%		
Q2	3.28%	0.13%	0.12%	-0.15%	3.21%	6.46%	5.96%	0.44%	1.58%	8.43%	1.38%	4.38%	3.80%	8.68%	8.05%	0.97%	1.76%	2.76%	7.29%	2.57%	7.20%	-1.88%	2.07%	2.62%		
4	4.27%	4.12%	3.39%	3.91%	3.62%	0.91%	4.06%	3.15%	3.16%	5.82%	3.59%	2.79%	4.11%	4.78%	3.34%	2.44%	4.01%	2.72%	4.35%	1.52%	2.80%	2.56%	2.26%	3.17%		
5	-1.18%	-1.98%	-1.33%	-1.18%	-0.65%	0.35%	0.63%	-1.60%	-1.19%	0.44%	-4.75%	2.63%	-0.96%	-0.03%	2.24%	-1.01%	-1.89%	-1.09%	-0.09%	-0.21%	-2.63%	-3.33%	0.99%	-2.23%		
6	0.49%	-1.70%	-1.57%	-2.73%	0.48%	5.30%	1.18%	-0.76%	0.20%	2.41%	3.21%	-0.75%	0.72%	3.42%	2.38%	-0.29%	0.26%	1.40%	2.90%	1.72%	6.05%	-0.81%	-0.99%	1.86%		
Q3	-2.08%	-1.29%	-4.35%	-5.81%	-5.37%	0.63%	-0.34%	-6.03%	-9.04%	-3.36%	-9.16%	-1.92%	-5.56%	-10.70%	-6.57%	-5.82%	-7.30%	-4.37%	-6.94%	-2.34%	-4.55%	0.13%	-2.46%	-5.09%		
7	-3.93%	1.50%	-1.14%	-3.23%	-1.16%	0.17%	-0.84%	-1.33%	-5.96%	-4.47%	-4.72%	-2.47%	-1.50%	-2.63%	-2.96%	-1.56%	-3.02%	-0.97%	-3.26%	-1.17%	0.85%	0.86%	1.37%	-2.05%		
8	0.95%	-0.67%	-0.65%	-2.09%	-1.46%	-0.35%	2.32%	-2.71%	-5.99%	1.86%	-2.34%	-0.19%	-3.06%	-2.99%	-0.18%	-1.97%	-2.51%	-1.29%	-1.42%	1.26%	-3.16%	0.95%	-2.18%	-1.64%		
9	0.69%	-2.73%	-2.60%	-0.63%	-2.78%	-0.18%	-2.31%	-2.53%	2.36%	-1.78%	-2.87%	0.58%	-1.11%	-6.22%	-4.09%	-2.75%	-2.53%	-2.46%	-3.10%	-3.82%	-2.34%	-1.62%	-1.76%	-1.98%		
Q4	-0.83%	2.80%	1.77%	1.96%	5.08%	7.62%	7.66%	6.52%	7.53%	0.42%	4.78%	5.21%	1.97%	4.78%	6.18%	5.50%	5.51%	6.72%	8.92%	7.68%	9.32%	-2.91%	2.16%	3.01%		
10	-1.58%	-1.75%	-0.95%	-1.27%	-0.87%	2.22%	-1.12%	-2.33%	-0.70%	-0.45%	1.43%	-2.00%	-1.83%	1.19%	0.02%	0.65%	0.02%	-0.29%	-1.10%	-0.73%	2.56%	-2.22%	-1.18%	-2.89%		
11	1.14%	4.06%	2.91%	3.54%	4.19%	5.09%	5.36%	7.06%	7.08%	3.72%	2.18%	3.44%	2.09%	3.58%	4.37%	3.53%	4.53%	6.28%	7.59%	6.24%	3.49%	-0.14%	1.60%	5.37%		
12	-0.07%	0.79%	0.15%	0.18%	1.95%	0.08%	3.33%	2.94%	0.94%	-2.17%	1.87%	4.25%	2.15%	-0.51%	1.10%	1.52%	1.32%	0.95%	3.61%	1.71%	2.87%	-0.41%	2.11%	1.41%		

资料来源：Wind，国海证券研究所

图15： 2020 年 Q1 至 2023 年 Q1 香港 Wind 二级行业季度与月度平均收益率呈现与一级行业类似现象

时间	能源	材料	工业			可选消费					日常消费			医疗保健与服务			金融		信息技术			电信服务	公用事业	房地产
	能源Ⅱ	材料Ⅱ	资本货物	商业和专业服务	运输	汽车与汽车零部件	耐用消费品与服装	消费者服务Ⅱ	媒体Ⅱ	零售业	食品与主要用品零售Ⅱ	食品、饮料与烟草	家庭与个人用品	医疗保健设备与服务	制药、生物科技与生命科学	银行	多元金融	保险Ⅱ	软件与服务	技术硬件与设备	半导体与半导体生产设备	电信服务Ⅱ	公用事业Ⅱ	房地产Ⅱ
Q1	7.02%	0.89%	-0.15%	-9.15%	-4.32%	-12.63%	-10.39%	-6.82%	-4.80%	-7.33%	2.60%	-8.77%	-7.89%	-1.20%	-7.24%	2.03%	-6.11%	-4.30%	5.19%	-10.50%	-3.56%	8.50%	-5.85%	-2.61%
1	4.22%	1.18%	2.38%	-2.06%	-1.29%	-1.63%	1.08%	-0.59%	1.00%	3.65%	2.60%	-1.26%	0.86%	2.08%	0.27%	2.38%	0.94%	1.43%	10.20%	-1.05%	4.69%	5.80%	-1.28%	0.44%
2	2.91%	5.66%	0.46%	-0.57%	0.63%	-3.66%	-5.32%	0.26%	-1.42%	-7.88%	-3.65%	-0.85%	-2.23%	3.02%	-2.93%	0.34%	-4.11%	-1.43%	-1.53%	-4.03%	0.87%	3.49%	-1.20%	0.04%
3	-1.20%	-5.43%	-3.33%	-6.73%	-4.01%	-7.46%	-6.62%	-6.57%	-5.17%	-2.33%	3.56%	-6.49%	-6.55%	-6.88%	-4.32%	-0.77%	-3.11%	-4.31%	-2.90%	-6.12%	-8.06%	-1.29%	-3.77%	-3.08%
Q2	3.87%	-1.35%	1.86%	-6.81%	3.94%	19.94%	12.86%	3.18%	8.78%	10.81%	-0.48%	8.32%	9.53%	20.97%	17.67%	-3.57%	5.88%	0.67%	7.25%	9.58%	30.81%	-3.13%	2.23%	1.70%
4	1.26%	3.82%	2.00%	-1.73%	3.55%	0.94%	5.06%	3.65%	1.36%	2.64%	3.82%	2.37%	6.79%	10.28%	2.96%	-2.68%	-0.51%	-0.65%	2.98%	-1.58%	3.30%	2.31%	2.44%	1.25%
5	2.72%	-1.18%	-0.69%	-2.64%	-1.20%	3.43%	3.54%	-3.86%	0.36%	-1.04%	-8.17%	3.73%	2.04%	-4.03%	3.60%	-0.09%	0.92%	-2.05%	-2.07%	4.93%	4.30%	-3.78%	1.38%	-2.73%
6	0.06%	-3.79%	0.74%	-2.54%	1.84%	15.17%	3.62%	3.05%	6.98%	8.88%	4.60%	2.18%	0.67%	12.94%	10.16%	-0.65%	5.52%	3.80%	5.78%	6.12%	20.20%	-1.40%	-1.07%	3.36%
Q3	-1.36%	-0.46%	-6.94%	-1.13%	-5.34%	-1.96%	-0.91%	-9.05%	-2.26%	-7.17%	-26.19%	-1.49%	-10.56%	-22.70%	-13.96%	-11.49%	-4.83%	-9.76%	-17.15%	-6.52%	-9.71%	0.30%	-4.26%	-12.49%
7	-4.57%	5.33%	0.66%	-2.83%	-2.54%	4.27%	-0.34%	-7.39%	-5.77%	-5.86%	-11.57%	-0.96%	-3.47%	-3.07%	-5.26%	-4.76%	1.03%	-4.16%	-9.10%	-1.01%	3.95%	1.16%	0.50%	-7.18%
8	5.54%	2.28%	1.64%	4.12%	3.84%	0.37%	5.40%	4.57%	-1.53%	5.91%	-3.24%	0.69%	-1.74%	-9.78%	-1.75%	-1.38%	0.68%	0.88%	0.43%	5.47%	-4.10%	3.31%	-0.09%	0.37%
9	-1.67%	-8.13%	-9.18%	-2.27%	-6.36%	-9.23%	-7.08%	-7.09%	4.73%	-9.86%	-13.74%	-1.58%	-5.41%	-11.50%	-8.07%	-5.82%	-6.90%	-6.96%	-9.46%	-12.50%	-9.60%	-3.94%	-5.03%	-6.30%
Q4	0.34%	7.28%	5.73%	5.48%	11.30%	18.99%	19.58%	8.12%	12.40%	-1.15%	5.00%	12.23%	7.00%	11.38%	8.93%	10.61%	8.62%	12.61%	11.34%	19.92%	15.25%	-1.87%	8.37%	1.00%
10	-5.35%	-3.85%	-2.50%	-4.23%	-3.56%	2.12%	-3.54%	-9.67%	-3.84%	-0.70%	2.29%	-5.03%	-7.28%	-2.22%	-3.16%	-0.33%	-4.73%	-4.76%	-1.11%	0.59%	3.34%	-2.58%	-4.66%	-8.91%
11	7.32%	11.11%	8.38%	9.12%	11.01%	13.40%	14.80%	14.14%	12.08%	4.18%	1.48%	11.50%	7.24%	9.54%	7.81%	9.16%	8.84%	13.70%	9.79%	11.16%	8.64%	2.68%	7.69%	12.02%
12	-0.73%	0.22%	0.41%	1.42%	4.24%	2.76%	8.03%	5.83%	3.88%	-1.76%	3.78%	6.68%	8.15%	2.24%	3.29%	2.15%	5.46%	4.31%	6.07%	6.75%	2.02%	-1.83%	6.09%	0.16%

资料来源：Wind，国海证券研究所

图16: 2020年Q1至2023年Q1香港Wind三级行业季度与月度平均收益率呈现与一级行业类似现象

一级行业	二级行业	三级行业	Q1	1	2	3	Q2	4	5	6	Q3	7	8	9	Q4	10	11	12
能源	能源II	能源设备与服务	-6.74%	0.09%	1.13%	-9.00%	5.11%	-2.55%	6.99%	1.95%	-11.32%	-9.82%	1.67%	-3.05%	11.76%	0.67%	4.38%	7.01%
		石油、天然气与煤炭燃料	7.58%	4.42%	2.98%	-0.91%	3.77%	1.43%	2.49%	0.02%	-0.76%	-4.29%	5.75%	-1.56%	-0.19%	-5.65%	7.46%	-1.07%
材料	材料II	化工	0.98%	-0.08%	4.70%	-2.96%	8.76%	3.08%	-0.86%	5.61%	15.52%	19.84%	4.20%	-7.39%	8.24%	-4.34%	11.01%	1.35%
		建材III	0.14%	-0.22%	5.20%	-4.20%	-5.44%	4.43%	-3.08%	-6.52%	-2.66%	2.95%	2.80%	-8.07%	-3.88%	-8.91%	7.32%	0.16%
		容器与包装	-1.36%	2.98%	-0.58%	-3.95%	-4.64%	0.07%	-4.52%	-0.32%	-3.60%	-2.33%	3.07%	-4.47%	10.80%	1.30%	5.77%	3.37%
		金属、非金属与采矿	1.52%	2.16%	6.79%	-6.97%	2.01%	5.13%	0.29%	-3.06%	-2.36%	4.70%	1.83%	-8.94%	15.01%	-0.62%	15.82%	-0.03%
		纸与林木产品	-9.81%	-1.23%	3.38%	-11.56%	-7.18%	-0.87%	-0.80%	-5.31%	2.08%	2.24%	3.52%	-4.31%	13.98%	0.75%	6.46%	6.11%
工业	资本货物	航空航天与国防	-6.11%	-0.56%	-0.82%	-4.37%	8.20%	-0.95%	9.25%	-0.15%	-3.57%	12.00%	2.95%	-17.63%	13.48%	0.07%	8.89%	4.88%
		建筑产品III	2.19%	8.37%	1.98%	-7.54%	13.00%	8.29%	-1.62%	6.44%	-9.93%	6.29%	-0.18%	-16.65%	-2.77%	-7.69%	15.75%	-7.86%
		建筑与工程III	3.79%	1.62%	3.40%	-1.36%	-0.55%	3.95%	-2.84%	-1.80%	4.00%	1.34%	6.84%	-4.37%	2.27%	1.54%	6.40%	-4.42%
		电气设备	-10.28%	0.78%	-0.95%	-9.93%	11.04%	1.50%	0.92%	8.73%	-4.92%	8.06%	-5.35%	-7.23%	8.03%	-5.07%	9.33%	4.15%
		综合类III	1.08%	2.65%	-0.04%	-2.13%	-0.06%	2.56%	-0.84%	-1.43%	-9.18%	-1.91%	1.52%	-8.77%	5.98%	-2.37%	7.77%	1.68%
		机械	2.72%	3.56%	0.96%	-2.17%	2.44%	-1.46%	1.78%	2.31%	-6.54%	3.65%	1.27%	-11.15%	8.72%	-2.12%	9.71%	1.46%
		贸易公司与工业品经销商II	-5.90%	0.32%	0.38%	-6.78%	0.13%	0.49%	-3.75%	3.80%	-4.00%	-6.03%	6.32%	-3.39%	8.68%	-3.73%	10.83%	2.87%
		商业服务与用品	-9.85%	-2.12%	-0.99%	-6.97%	-6.03%	-0.84%	-2.91%	-2.33%	-0.47%	-2.61%	4.39%	-2.17%	5.86%	-4.52%	9.66%	1.60%
	商业和专业服务	专业服务	3.20%	-2.08%	5.72%	-0.50%	-12.75%	-10.56%	0.31%	-2.44%	-10.74%	-6.86%	-0.81%	-2.88%	-0.80%	1.12%	-0.79%	-1.17%
		航空货运与物流III	-7.08%	2.67%	-3.76%	-5.44%	4.43%	9.08%	-2.94%	-1.29%	9.70%	2.82%	3.33%	2.82%	4.75%	-6.61%	14.51%	-0.06%
		航空II	-5.42%	-6.07%	6.02%	-5.69%	-1.46%	1.92%	-4.47%	1.64%	-4.50%	-8.02%	7.29%	-3.09%	12.46%	-1.05%	9.67%	4.81%
		海运III	6.32%	-2.73%	4.63%	3.89%	17.27%	6.72%	2.45%	7.54%	-1.23%	2.75%	9.55%	-11.35%	36.73%	-0.09%	24.18%	8.71%
	运输	公路与铁路运输	-7.72%	-0.28%	-2.02%	-5.49%	-0.54%	-0.45%	-2.52%	2.85%	-11.07%	-6.70%	3.30%	-7.65%	6.11%	-3.52%	5.01%	4.85%
		交通基础设施	-5.22%	-1.01%	-1.19%	-3.52%	2.47%	1.96%	-0.01%	0.64%	-3.56%	-0.53%	0.95%	-4.07%	10.88%	-3.47%	9.20%	5.49%
		汽车零部件	-9.92%	1.74%	-3.42%	-8.47%	17.73%	1.30%	7.49%	8.43%	-2.23%	-2.06%	5.99%	-8.21%	16.36%	0.29%	12.43%	3.52%
		汽车	-13.60%	-2.35%	-3.69%	-7.51%	19.99%	0.78%	2.37%	16.52%	-0.93%	6.92%	-0.89%	-9.41%	20.82%	2.92%	14.13%	2.69%
	耐用消费品与服装	家庭耐用消费品	-13.24%	2.59%	-6.55%	-9.47%	10.31%	6.07%	2.61%	0.89%	9.38%	11.01%	5.57%	-7.98%	23.52%	-1.29%	17.74%	6.31%
		休闲设备与用品	-14.35%	-1.77%	1.10%	-12.84%	8.18%	4.75%	-5.00%	9.28%	-22.29%	-18.66%	5.24%	-10.14%	28.70%	-9.86%	15.83%	25.38%
		纺织品、服装与奢侈品	-7.52%	0.40%	-4.41%	-3.89%	16.41%	4.59%	4.92%	5.68%	-5.04%	-5.45%	6.09%	-6.28%	15.30%	-4.72%	12.19%	7.80%
		酒店、餐饮与休闲III	-5.56%	-0.40%	0.88%	-6.25%	2.53%	3.18%	-3.35%	2.75%	-8.35%	-7.35%	5.68%	-6.94%	8.02%	-10.46%	13.99%	6.87%
	可选消费	综合消费者服务III	-10.99%	-0.16%	-2.17%	-8.52%	6.24%	5.61%	-4.11%	6.00%	-13.08%	-5.50%	0.72%	-9.06%	12.90%	-3.33%	12.55%	2.43%
		媒体II	-4.80%	1.00%	-1.42%	-5.17%	8.78%	1.36%	0.36%	6.98%	-2.26%	-5.77%	-1.53%	4.73%	12.40%	-3.84%	12.08%	3.88%
		消费品经销商II	18.47%	6.55%	-0.91%	6.09%	4.47%	1.26%	-2.94%	6.15%	0.12%	4.25%	2.49%	-5.16%	18.02%	1.04%	4.37%	15.25%
		互联网与零售目录零售	-7.65%	4.03%	-8.72%	-1.99%	10.55%	2.70%	-1.49%	9.15%	-7.23%	-5.42%	6.49%	-10.20%	-1.95%	-0.98%	4.41%	-2.15%
日常消费	食品与主要消费品零售II	食品与主要用品零售III	2.60%	2.60%	-3.55%	3.56%	-0.48%	3.82%	-8.17%	4.60%	-26.19%	-11.57%	-3.24%	-13.74%	5.00%	2.29%	1.48%	3.78%
		饮料	-13.20%	-3.45%	-1.54%	-8.59%	12.60%	3.18%	7.35%	1.97%	3.08%	3.92%	-1.26%	0.30%	20.30%	-4.50%	15.82%	9.38%
		食品	-4.55%	1.91%	-0.83%	-5.24%	3.26%	1.84%	0.43%	0.97%	-6.14%	-4.75%	1.52%	-3.88%	5.30%	-4.81%	6.14%	4.73%
		家庭用品III	-5.12%	6.95%	-1.43%	-10.49%	20.09%	10.11%	1.78%	6.46%	-14.98%	-7.52%	0.35%	-7.56%	-1.12%	-12.47%	10.81%	2.60%
	家庭与个人用品	个人用品III	-6.08%	-0.88%	-2.22%	-3.13%	6.88%	5.12%	3.20%	-1.22%	-7.13%	0.09%	-3.46%	-3.81%	9.38%	-4.89%	5.46%	9.63%
		医疗保健设备与用品	5.99%	3.95%	5.11%	-4.09%	20.71%	4.59%	-3.46%	16.87%	-18.28%	8.97%	-13.67%	-12.28%	8.66%	-0.36%	1.44%	6.10%
		医疗保健提供与服务	-10.13%	-2.63%	-0.47%	-7.43%	26.50%	7.59%	6.74%	9.67%	-17.35%	-7.55%	-3.37%	-7.35%	10.13%	-2.84%	10.88%	2.15%
		医疗保健技术III	-0.46%	4.11%	4.13%	-8.51%	25.25%	15.97%	-6.74%	14.19%	-27.89%	-10.71%	-7.60%	-12.18%	15.45%	-3.49%	19.25%	-1.55%
	制药、生物科技与生命科学	生物科技III	-14.92%	-0.37%	-7.41%	-7.25%	28.72%	9.08%	1.61%	16.02%	-7.10%	-2.25%	3.90%	-10.00%	10.28%	-5.93%	11.85%	4.36%
		制药	-4.20%	0.19%	-0.81%	-3.52%	12.18%	0.28%	4.33%	7.19%	-16.35%	-6.41%	-4.87%	-6.15%	8.23%	-2.88%	7.10%	3.18%
金融	银行	生命科学与工具和服务III	-9.75%	1.97%	-4.92%	-5.43%	31.22%	6.23%	10.39%	10.85%	-14.80%	-1.82%	-1.97%	-12.18%	14.87%	-0.59%	8.46%	6.42%
		商业银行	2.03%	2.38%	0.33%	-0.76%	-3.58%	-2.88%	-0.08%	-0.66%	-11.49%	-4.76%	-1.38%	-5.82%	10.62%	-0.32%	9.16%	2.15%
		互联网金融与银行信贷II	5.69%	0.05%	15.19%	-6.49%	1.40%	-2.79%	-7.41%	12.20%	-18.16%	-5.56%	-4.04%	-9.49%	-10.96%	-3.46%	-1.92%	-5.77%
		多元金融服务	-3.55%	3.47%	-6.48%	-0.23%	11.20%	0.92%	1.98%	7.67%	-4.13%	2.68%	-0.48%	-6.84%	10.84%	-6.76%	12.07%	7.96%
	多元金融	消费信贷III	-9.58%	-0.92%	1.19%	-9.39%	9.12%	3.90%	3.66%	1.50%	-5.08%	0.72%	1.73%	-7.57%	8.43%	-4.33%	5.16%	7.97%
		资本市场	-7.61%	-1.41%	-2.48%	-4.06%	0.81%	-2.91%	0.19%	3.94%	-5.69%	-1.23%	2.05%	-6.51%	5.92%	-3.69%	7.68%	2.43%
	保险II	保险III	-4.30%	1.43%	-1.43%	-4.31%	0.67%	-0.85%	-2.05%	3.80%	-9.76%	-4.16%	0.88%	-6.96%	12.81%	-4.76%	13.70%	4.31%
		互联网软件与服务III	3.47%	10.88%	-4.37%	-2.85%	8.04%	3.69%	-1.64%	5.46%	-15.64%	-8.51%	1.68%	-9.28%	10.44%	-1.35%	9.92%	4.98%
	软件与服务	信息技术服务	-13.87%	-1.95%	-2.70%	-10.01%	12.39%	2.21%	3.16%	6.84%	-11.90%	-5.06%	-0.53%	-7.96%	11.18%	-2.45%	6.26%	6.93%
		软件	28.82%	9.70%	25.09%	-5.85%	4.25%	-2.65%	-2.50%	8.68%	-23.57%	-10.41%	-6.34%	-10.93%	24.50%	-3.15%	14.02%	15.53%
信息技术	技术硬件与设备	通信设备III	-9.83%	-0.24%	-4.27%	-5.76%	10.45%	-3.63%	9.55%	5.07%	0.61%	-0.88%	13.84%	-14.58%	20.01%	0.83%	9.54%	7.44%
		电脑与外围设备	8.04%	2.05%	2.56%	1.26%	-7.63%	-4.06%	-3.83%	-0.41%	-2.41%	-1.27%	6.67%	-7.23%	16.83%	2.54%	5.02%	8.62%
		电子设备、仪器和元件	-12.79%	-0.19%	-4.57%	-9.23%	14.88%	2.68%	1.22%	10.56%	-16.11%	-2.30%	-4.01%	-10.38%	19.21%	-0.89%	15.54%	4.38%
		半导体与半导体生产设施	-3.56%	4.69%	0.87%	-8.06%	30.81%	3.30%	4.30%	20.20%	-9.71%	3.95%	-4.10%	-9.60%	15.25%	3.34%	8.64%	2.02%
	电信服务	多元电信服务	6.63%	4.35%	3.68%	-1.83%	-2.39%	1.85%	-3.14%	-0.85%	0.48%	2.07%	2.53%	-3.82%	-1.73%	-2.34%	2.77%	-1.99%
		无线电信业务III	1.99%	4.63%	2.56%	-5.11%	-3.12%	2.67%	-4.57%	-0.94%	-0.38%	-0.20%	4.29%	-4.29%	0.48%	-2.57%	-0.84%	3.93%
		电力III	-2.32%	-0.56%	0.95%	-2.77%	1.44%	6.14%	-1.18%	-2.98%	-4.87%	1.84%	0.82%	-7.33%	5.18%	-3.11%	4.21%	4.52%
		燃气III	-7.66%	-0.93%	-2.01%	-5.13%	2.82%	0.35%	4.52%	-1.59%	-9.44%	-0.12%	-3.04%	-6.56%	9.38%	-5.10%	10.52%	5.12%
	公用事业	水务III	-8.75%	-2.08%	-1.39%	-5.51%	-2.47%	2.60%	-1.10%	-3.86%	-2.54%	-1.66%	0.51%	-1.49%	6.85%	-4.42%	8.59%	3.25%
		独立电力生产商与能源资源商II	-7.30%	-1.91%	-2.77%	-2.91%	9.08%	-0.05%	1.20%	7.83%	12.88%	3.39%	4.78%	1.84%	12.71%	-4.72%	6.84%	11.11%
房地产	房地产II	房地产管理与开发	-2.47%	0.54%	0.11%	-3.12%	1.66%	1.18%	-2.85%	3.52%	-12.71%	-7.62%	0.51%	-6.23%	0.78%	-9.07%	12.31%	-0.06%
		股权投资地产投资信托(REITs)	-4.10%	1.20%	-2.17%	-2.77%	8.35%	3.04%	1.07%	3.99%	-11.63%	-2.87%	-1.36%	-7.58%	6.22%	-4.87%	7.19%	4.75%

资料来源: Wind, 国海证券研究所 注: 烟草III与复合型公用事业III由于数据可得性暂未列入以上三级行业收益率分析

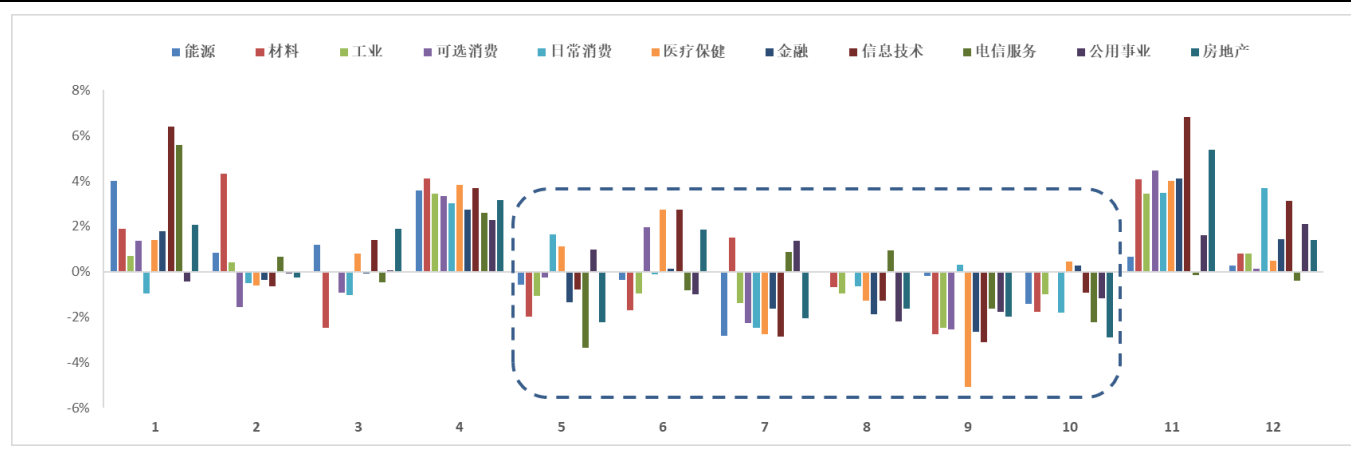
3. 如何理解“Sell in May”与“五穷六绝七翻身”在港股行业中是否适用？

3.1、从行业来看“Sell in May”有部分逻辑，但“五穷六绝七翻身”并不成立

在华尔街，有“Sell in May and go away”的说法，意思是5月开始行情通常比较差，因此需要卖出手中的股票规避风险，但同时也有后半句“but remember to come back in September”，在国内也流传着“五穷六绝七翻身”的说法。为验证港股中是否存在上述结论，我们单独将香港一级行业1-12月平均收益率计算出，发现在5-7月份中，6月份收益率最高，5月和7月收益率都较低，而8-10月整体也不佳，这显然与“五穷六绝七翻身”相悖。

Zhang and Jacobsen (2021)⁴发现港股1965年至2017年之间11月至4月平均收益率比5月至10月显著高1.03%。我们这里关注于更接近于当下的2015年至2023年与2020年至2023年，发现11月至4月的行业表现总体上要优于5月至10月，这些都表明了“Sell in May”并非无稽之谈，但因为6月表现可能相对较好，“Sell in May”也未必是完全精准的说法，例如2022年6月仍有上涨。此外，我们认为谚语后半句“but remember to come back in September”在数据中无法得到验证，因为我们发现平均而言10月份行业表现也不佳，因此不妨思考“remember to come back in November”是否更准确，换言之，9月份在一些年份可能是“接飞刀”的下跌中继，如果“万圣节效应”反弹力度不够大，左侧布局的效果可能未必最优。

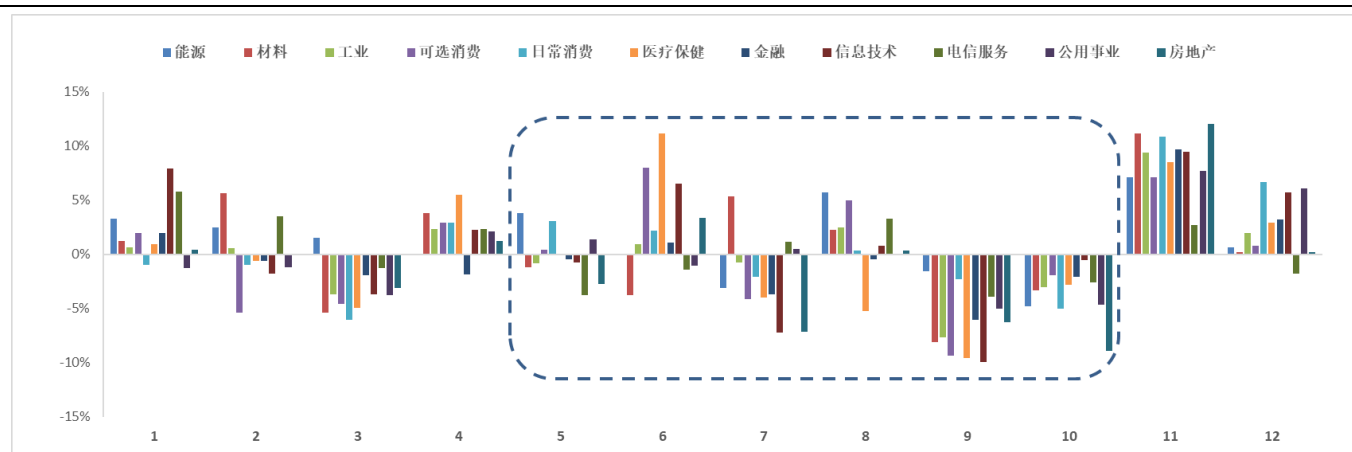
图17：2015年Q1至2023年Q1香港Wind一级行业5月至10月平均收益率较低



资料来源：Wind，国海证券研究所

⁴ Zhang CY, Jacobsen B. The Halloween indicator, “Sell in May and Go Away”: Everywhere and all the time. Journal of International Money and Finance. 2021 Feb;110:102268.

图18： 2020 年 Q1 至 2023 年 Q1 香港 Wind 一级行业 5 月至 10 月平均收益率较低



资料来源：Wind，国海证券研究所

4、风险提示

历史经验不代表未来; 全球货币政策变化超预期; 国际地缘政治局势变化超预期;
海外经济衰退风险超预期; 海外高通胀韧性超预期。

【海外策略小组介绍】

党崇钰，海外策略首席分析师，毕业于加拿大西安大略大学，获得金融学博士学位，研究成果发表于 Journal of Corporate Finance, Journal of Banking and Finance 等国际知名金融学期刊，主要研究港美股等全球股市、全球宏观与全球产业。

詹广鹏，国海证券海外策略组成员，伦敦大学学院（UCL）硕士，侧重研究港美股等全球股市、全球宏观与全球产业。

【分析师承诺】

党崇钰，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本

公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。