

行业估值偏离度因子绩效月报：现象：银行 SVD 值与 A 股的高度负相关

2020 年 10 月 13 日

报告要点

证券分析师 高子剑

执业证号：S0600518010001

021-60199793

gaozj@dwzq.com.cn

相关研究

1.《估值视角下的行业轮动模型》

20190926

■ **因子多空对冲绩效**：2009 年 1 月至今，行业估值偏离度因子在 28 个申万一级行业中，5 分组多头对冲空头的年化超额收益为 13.02%，年化波动 9.86%，信息比率 1.32，月度最大回撤 11.59%，月度胜率 68.09%；多头对冲全市场行业等权组合的年化收益为 7.02%，年化波动 5.97%，信息比率 1.18，月度最大回撤 8.79%，月度胜率 60.99%

■ **9 月因子组合收益统计**：在申万一级 28 个行业中，选取偏离度因子最小的 6 个行业，等权重构建行业估值因子多头组合，选取偏离度因子最大的一组，等权重构建行业估值因子空头组合。2020 年 9 月份多头组合收益率为-4.43%，空头组合收益率为-5.10%，全行业等权组合收益率为-4.99%，多头超额收益为 0.56%，多空对冲收益为 0.67%。

■ **10 月行业组合最新持仓**：休闲服务、通信、银行、钢铁、建筑装饰、房地产，与 9 月多头组合保持一致。

■ **本期 SVD 因子“小贴士”**：现象：银行 SVD 值与 A 股的高度负相关：我们通过对均值和标准差的比较，找到了行业估值模型中，中性、稳定的基准行业——银行行业，将其行业估值结构视为一个基准。我们发现基准行业的 SVD 值（衡量其估值结构）与 A 股走势呈现了强的负相关性，并且在所有的行业中相关性最强，达到-0.63。

■ **行业估值偏离度因子简介**：企业生命周期理论解释同行业内不同公司之间的估值差异。由于壳溢价与龙头溢价存在，上市公司的市值与公司净利润并非简单的线性关系，通过二次线性拟合能够更加全面地反映行业内的估值结构。通过剔除龙头公司与壳公司，间接计算行业估值偏离度 SVD 指标，该指标越低说明行业中龙头公司与壳公司的相对估值溢价越高，则行业更被看好走出强势行情。

	多空超额	多头超额	空头超额
年化超额	16.02%	6.60%	8.90%
年化波动	9.69%	5.95%	6.42%
信息比率	1.65	1.11	1.38
最大回撤	10.70%	5.30%	6.70%
收益回撤比	1.50	1.25	1.33
月度胜率	68.80%	65.60%	70.40%

■ **风险提示**：模型所有统计结果均基于历史数据，未来市场可能发生重大变化；单因子的收益可能存在较大波动，实际应用需结合资金管理、风险控制等方法。

内容目录

1. 行业估值偏离度因子简介	4
2. 因子组合绩效回顾	5
3. 行业组合最新持仓	5
4. 本期 SVD 因子“小贴士”：现象：银行 SVD 值与 A 股的高度负相关	6
5. 风险提示	9

图表目录

图 1：近期银行行业估值结构（市值-归母净利润分布）	6
图 2：各行业 SVD 值统计（2009.01-2020.09）	7
图 3：银行*SVD 值与 A 股走势（2009.01-2020.09）	7
图 4：银行*行业分年度 SVD 值与 A 股走势的相关性	8
图 5：各行业 SVD 值与万得全 A 指数相关系数（2009.01-2020.09）	9
表 1：偏离度因子绩效表现(2009/01-2019/05)	4
表 2：偏离度因子组合多空对冲表现(2009/01-2020/09)	5
表 3：东吴金工行业组合 2020 年每月持仓	5

1. 行业估值偏离度因子简介

行业估值因子模型从行业内公司的估值结构中提取行业特征。行业内公司的市值盈利关系常使用线性模型拟合，但是由于行业中龙头股与壳公司都存在估值溢价，导致线性模型对市值的估计存在偏差。因此我们在线性估值曲线中引入凸度，加入二次项。二次估值曲线相比线性模型，能更准确地反应行业龙头公司与壳公司溢价，是更好的估值曲线。此外，我们进一步发现二次估值曲线的溢价水平反映了行业龙头公司对行业内其他公司的牵引效果。牵引效果越强，说明行业关注度越高，因此我们更看好溢价水平高的行业走出强势的行情。由于行业估值溢价水平难以直接计算，我们通过间接手段捕捉溢价水平。具体构造方法如下：

在每个行业内选取市值(MV)和净利润(Ettm)拟合，得到具有行业截面特征的二次行业估值曲线。我们定义龙头公司为行业内市值最大的 10%公司或行业内营业收入最高的 10%公司；壳公司为行业内市值最小的 10%公司或全市场市值最小的 10%公司。在行业内剔除龙头公司与壳公司后，我们计算行业内剩余公司的平均净利润 \overline{Ettm} 与平均市值 \overline{MV} 。通过二次行业估值曲线f，我们也能得到平均净利润对应的理想市值 $f(\overline{Ettm})$ 。计算剩余公司平均市值相对于理想市值的溢价水平，即 $f(\overline{Ettm})/\overline{MV}$ 。此指标就可以衡量行业内龙头公司与壳公司的估值溢价，我们称之为**行业估值偏离度**(Sector Valuation Deviation)。行业估值偏离度越低，说明行业中龙头公司与壳公司的相对估值溢价越高，则行业更被看好走出强势行情。为测试行业估值偏离度因子，将上述“行业估值偏离度”作为行业选择标准，构造如下行业轮动运行框架：

- 1) 样本空间：申万一级行业指数（共 28 个）；
- 2) 调仓方式：每月初，将行业指数按估值偏离度排序，分为五组，分别持有至月末；
- 3) 行业估值偏离度最低的组合为多头，最高的组合为空头。

在回溯期 2009/01/01-2019/05/31 内，申万一级行业中，偏离度因子 5 分组多空对冲的年化收益为 16.02%，信息比率为 1.65，月度胜率 68.80%，最大回撤为 10.70%。

表 1：偏离度因子绩效表现(2009/01-2019/05)

	多空超额	多头超额	空头超额
年化超额	16.02%	6.60%	8.90%
年化波动	9.69%	5.95%	6.42%
信息比率	1.65	1.11	1.38
最大回撤	10.70%	5.30%	6.70%
收益回撤比	1.50	1.25	1.33
月度胜率	68.80%	65.60%	70.40%

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2. 因子组合绩效回顾

2009年1月至今，行业估值偏离度因子在28个申万一级行业中，5分组多头对冲空头的年化超额收益为13.02%，年化波动9.86%，信息比率1.32，月度最大回撤11.59%，月度胜率68.09%；多头对冲全市场行业等权组合的年化收益为7.02%，年化波动5.97%，信息比率1.18，月度最大回撤8.79%，月度胜率60.99%

表 2: 偏离度因子组合多空对冲表现(2009/01-2020/09)

	多头-空头	多头-市场平均
年化超额	13.02%	7.02%
年化波动	9.86%	5.97%
信息比率	1.32	1.18
最大回撤	11.59%	8.79%
收益回撤比	1.12	0.80
月度胜率	68.09%	60.99%

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

在中万一级28个行业中，选取偏离度因子最小的6个行业，等权重构建行业估值因子多头组合，选取偏离度因子最大的一组，等权重构建行业估值因子空头组合。2020年9月份多头组合收益率为-4.43%，空头组合收益率为-5.10%，全行业等权组合收益率为-4.99%，多头超额收益为0.56%，多空对冲收益为0.67%。

3. 行业组合最新持仓

下表为行业估值因子组合2020年以来每月持仓明细，其中，10月最新持仓行业为：休闲服务、通信、银行、钢铁、建筑装饰、房地产，与9月多头组合保持一致。

表 3: 东吴金工行业组合 2020 年每月持仓

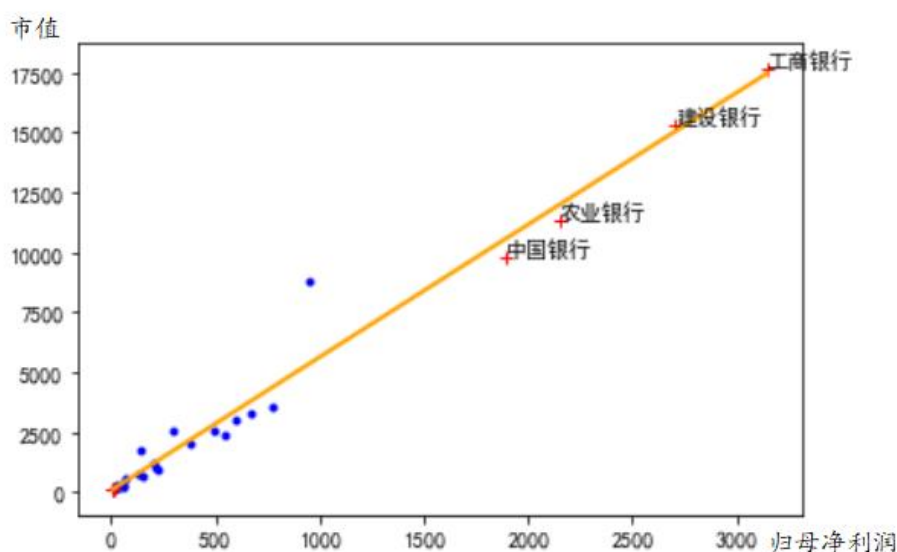
2020/01	电气设备	传媒	医药生物	轻工制造	银行	非银金融
2020/02	电气设备	休闲服务	纺织服装	房地产	轻工制造	传媒
2020/03	电气设备	轻工制造	采掘	通信	银行	医药生物
2020/04	传媒	电气设备	休闲服务	医药生物	轻工制造	银行
2020/05	休闲服务	传媒	通信	轻工制造	银行	建筑装饰
2020/06	休闲服务	传媒	通信	银行	建筑装饰	采掘
2020/07	休闲服务	通信	非银金融	农林牧渔	化工	建筑装饰
2020/08	休闲服务	通信	传媒	银行	纺织服装	房地产
2020/09	休闲服务	通信	钢铁	银行	房地产	建筑装饰
2020/10	休闲服务	通信	银行	钢铁	建筑装饰	房地产

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

4. 本期 SVD 因子“小贴士”：现象：银行 SVD 值与 A 股的高度负相关

估值视角下的行业轮动模型，自 2009 年回测至今，每月月末对各个申万行业计算一次行业估值偏离度 SVD 值，并按大小进行五分组，将值最小的 20% 纳入多头组合，并持有一个月。图 1 展示了近期银行行业公司市值-归母净利润分布，橙色曲线为行业估值曲线、蓝色点为中间公司、红色十字为龙头公司和壳公司。由于银行行业的特殊性，龙头公司并没有获得更高的估值，估值曲线相对笔直。根据 SVD 值的定义，估值偏离度接近为 0。在估值结构上，银行行业不存在龙头股的提振作用。

图 1：近期银行行业估值结构（市值-归母净利润分布）

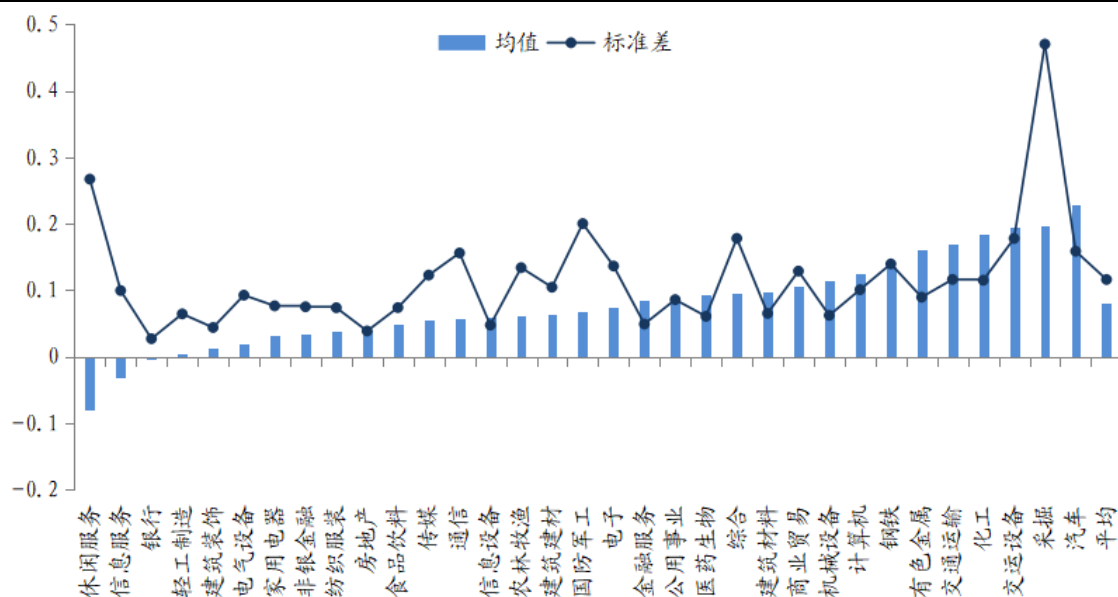


数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 2 统计各个行业自 2009 年的 SVD 值分布情况，从偏离程度上看，银行平均偏离最小，为 -0.001248，全行业平均偏离度为 0.08。从波动上看，银行波动最小，波动率为 0.027，全行业平均波动率为 0.116。无论是标准差还是均值，银行始终是最稳定，偏离最小的一个行业。

因此把银行视为行业估值模型的一个基准行业，其行业估值结构也被视为一个基准。我们倾向于看多偏离度为负的行业，当偏离度减少（增加），我们视为行业估值结构的改善（恶化）。

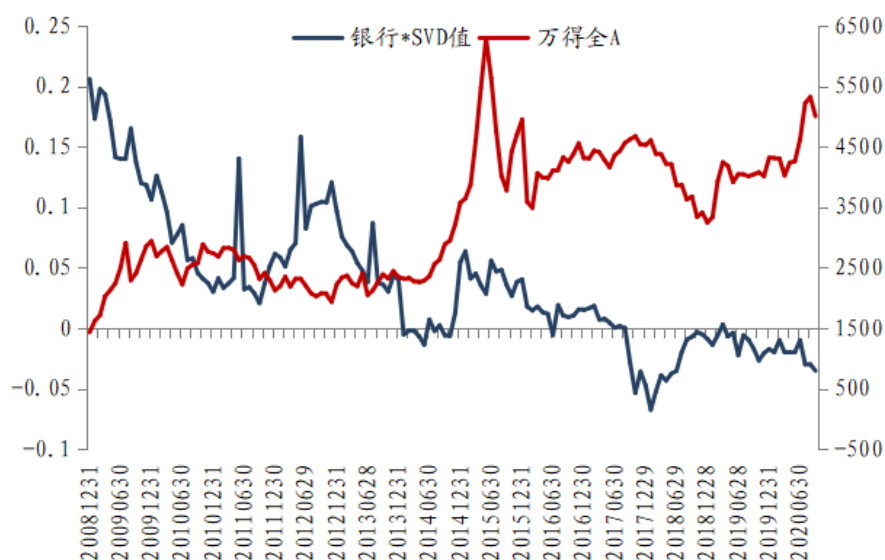
图 2：各行业 SVD 值统计（2009.01-2020.09）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

因为银行板块在大盘中占比较高，我们采用万得全 A 来代表 A 股走势。图 3 为银行*¹行业的月末 SVD 值序列与万得全 A 月末收盘价序列的走势，直观上看，二者呈现高度的负相关性。也就是说，银行行业的 SVD 值下降（上升），即行业估值结构的改善（恶化），伴随着 A 股的上涨（下跌）。

图 3：银行*SVD 值与 A 股走势（2009.01-2020.09）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

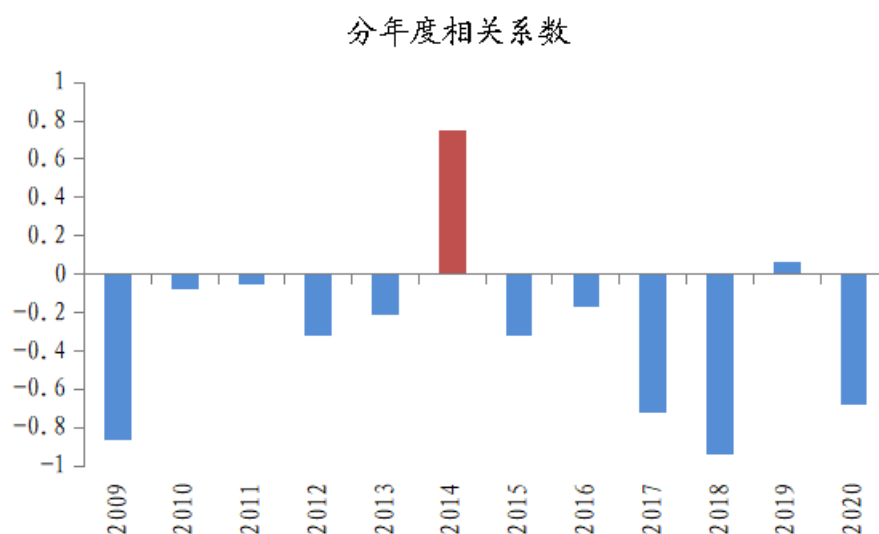
¹ 银行*在 2014/03 之前采用 801190.SI，之后采用 801780.SI，下同。

分年度来看，每年银行*行业 SVD 值与 A 股走势基本上负相关，仅在 14 年出现例外，相关系数为 0.75。虽然每一轮牛市的启动原因都不尽相同，但是通过图 4 能够发现：

1、在每一轮牛市，银行 SVD 值与 A 股走势的相关性都较强。

2、历史上的牛市都是由经济驱动的，唯独 2014 年牛市的主导因素是流动性的持续改善。由于不良贷款的暴露增加以及对银行业的监管加强，2014 年银行净利润增速大幅下降。这也就解释了为什么 A 股走强，而银行行业 SVD 值一直增加，估值结构恶化的现象。

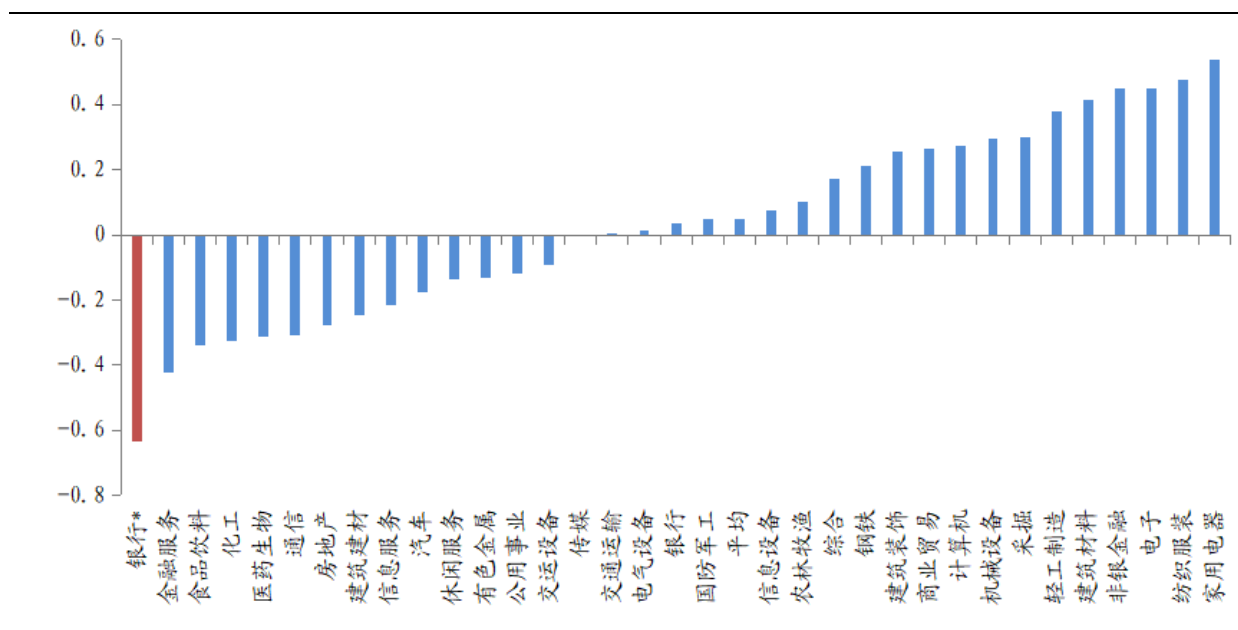
图 4：银行*行业分年度 SVD 值与 A 股走势的相关性



数据来源：Wind、东吴证券研究所

由于银行行业具有强周期性，其业绩增速与经济走势有强烈的相关性。为了探究行业估值模型与 A 股走势的内在关系，排除周期行业的影响，我们统计自 2009 年以来，各个行业每月 SVD 值在时序上与万得全 A 的相关系数。2014 年申万行业分类发生修订，因此存在部分行业计算区间为【2009.01-2014.2】和【2014.3-2020.09】。从图 5 可以看到，银行*行业相关性最强，为-0.63。同时图中展示了银行*拆分开前后的相关系数，2014 年之前归属的金融服务行业为-0.43，2014 年之后为 0.036（主要由于 14 年的异动导致）。

图 5: 各行业 SVD 值与万得全 A 指数相关系数 (2009.01-2020.09)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

我们通过对均值和标准差的比较,找到了行业估值模型中,中性、稳定的基准行业——银行行业,将其行业估值结构视为一个基准。我们发现基准行业的 SVD 值(衡量其估值结构)与 A 股走势呈现了强的负相关性,并且在所有的行业中相关性最强,达到 -0.63。

5. 风险提示

模型所有统计结果均基于历史数据,未来市场可能发生重大变化;单因子的收益可能存在较大波动,实际应用需结合资金管理、风险控制等方法。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>