

分析师:

任瞳

rentong@xyzq.com.cn

S0190511080001

西学东渐——海外文献推荐系列之二十五

2019 年 02 月 01 日

报告关键点

第一篇报告主要从交易量、分红溢价率、封闭式基金折价等外生变量来构建情绪指数来对投资者情绪进行刻画,对未来股票收益率的预测能力进行实证。第二篇报告测试了不同技术指标在不同市场指数上的表现,并通过合成信号的方式提升指标的预测能力。

投资要点

- 西学东渐,是指从明朝末年到近代,西方学术思想向中国传播的历史过程。西学东渐不仅推动了中国在科学技术和思想文化方面的发展,也有力地促进了社会与政治的大变革。在今天,西学东渐仍有其重要的现实意义。作为 A 股市场上以量化投资为研究方向的卖方金融工程团队,我们在平日的工作中,常常深感海外相关领域的研究水平之高、内容之新。而这也正促使我们通过大量的材料阅读,去粗取精,将我们认为最有价值的海外文献呈现在您的面前!为了保证品质,我们的文献推荐系列报告将以双周形式推出,每期推荐 1~3 篇不等的优秀文章。
- 第一篇报告主要从交易量、分红溢价率、封闭式基金折价等外生变量来构建情绪指数来对投资者情绪进行刻画,对未来股票收益率的预测能力进行实证。第二篇报告测试了不同技术指标在不同市场指数上的表现,并通过合成信号的方式提升指标的预测能力。。

相关报告

团队成员:

风险提示:文献中的结果均由相应作者通过历史数据统计、建模和测算完成,在政策、市场环境发生变化时模型存在失效的风险。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



目 录

文献一：Investor Sentiment in the Stock Market.....	- 3 -
推荐原因	- 3 -
数据与研究方法	- 3 -
结论	- 3 -
我们的思考	- 3 -
文献二：The Profitability Of Technical Trading Rules: A Combined Signal Approach -	
5 -	
推荐原因	- 5 -
数据与研究方法	- 5 -
结论	- 6 -
我们的思考	- 6 -

报告正文

文献一：Investor Sentiment in the Stock Market

作者：Malcolm Baker and Jeffery Wurgler

来源：Journal of Economic Perspectives, Vol. 21, No. 2 (Spring 2007), pp. 129-151

推荐人：周靖明

推荐原因

Baker 和 Wurgler 的这篇文章是行为金融学领域的经典之作，重读经典更是让我们有不一样的收获。投资者情绪的刻画一直以来都是大家关注的焦点，本篇文章广泛地选取了交易量、分红溢价率、封闭式基金折价、IPO 上市首日收益率等外生变量来构建情绪指数来对投资者情绪进行刻画，并对情绪指数对未来股票收益率的预测能力进行了实证。此外，本文指出套利难易程度不同的股票受市场情绪的影响不同，并对这一结论进行了论证，非常具有启发性。

数据与研究方法

本文基于交易量（用 NYSE 的换手率刻画）、分红溢价率、封闭式基金折价、IPO 数量、IPO 上市首日收益率、增发股票数量来构建情绪指数，后续又加入了公募基金资金流这个变量。为了剔除宏观经济的影响，本文首先将这些代理变量对一系列宏观变量进行回归，取残差作为经过处理之后的代理变量。然后提取变量的第一主成分作为情绪指数，并同时构建了衡量情绪绝对水平和衡量情绪变化的情绪指数。

在所构建的情绪指数的基础上，本文进一步研究了情绪对不同套利难易程度股票当期收益率的影响，并对情绪指数对未来股票收益的预测能力进行了实证。

结论

结果表明，具有较高套利难度的股票（投机个股）收益率受情绪的影响较大（情绪 Beta 较大），而那些套利难度较低的类债股收益受情绪影响较小（情绪 Beta 略为负）。除个股之外，情绪指数与当期市场的整体收益（等权或市值加权）具有显著的正相关性。

从对未来股票收益率的预测能力来看，当情绪指数较低时，投机个股未来的平均收益率要高于类债股，而当情绪指数较高时，投机个股的未来平均收益率要低于类债股。从整体收益率来看，投机个股的收益率也要低于类债股。此外，当情绪指数较高时，未来市场整体收益率较低，当情绪指数较低时，未来市场整体收益率较高。

我们的思考

传统的定价模型认为，个股具有较高的预期收益率是因为其承担了更多的风

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

险，但从本文的实证结果来看具有更高风险的投机个股实际未来的收益反倒没有风险更低的类债股高，这一结果是对传统定价理论的极大挑战。此外，本文提出的情绪对不同类型个股影响不一的结论是我们在实际模型构建中需要特别注意的。

文献二: The Profitability Of Technical Trading Rules: A Combined Signal Approach

作者: Camillo Lento, Nikola Gradojevic

来源: Journal of Applied Business Research, First Quarter 2007, Volume 23, number 1

推荐人: 高智威

推荐原因

与传统的基本面研究不同,技术指标分析基于价格的变动以及图形的识别。从传统经验来看,技术指标可以对股价的变动做出预测。本文重点对几个技术指标策略的盈利能力进行测试。这些技术指标包括均线交叉、过滤规则、布林带以及区间突破等。本文进一步将技术指标合成,并应用该合成指标构建策略,最后对策略的表现进行评估。

数据与研究方法

文章首先将技术指标分为三大类:市场结构、市场情绪和基金流向。本文重点关注的是市场结构类技术指标,这类指标包括过滤规则、移动均线交叉(MAC-O)、布林带、头肩顶以及区间突破(TRB-O)等。

文章采取的数据为多伦多股票交易所(TSX)、道琼斯工业平均指数、NASDAQ综合指数以及 Canada/U.S.即期汇率的收盘数据。测试的时间段为 1995 年 5 月 9 日至 2004 年 12 月 31 日,数据频率为日频。

首先,通过技术指标信号构建策略,并将策略的收益与基准(买入并持有策略)的收益进行对比。然后通过 Bootstrap 方法对策略的显著性进行检验,同时也使用子周期数据对策略的鲁棒性进行测试。

交易信号采取常规定义方法,当信号触发时,假设投资者可以在随后一个交易日交易,在下一个交易信号前保持仓位。同时,策略取得的收益考虑了交易成本。

通过对指标的测试发现,在外汇市场上,大部分信号表现较好,获得超过基准的收益。在 NASDAQ 指数上,所有的 MAC-O 和 TRB-O 策略均获得超越基准的收益,年化超额收益在 8.7%至 14.4%之间。但过滤规则在该指数上无效,较高的交易成本是重要原因。有的技术指标在部分指数上无法超越基准。

文中将多个技术指标合成构建策略。由于没有理论表明该使用哪个技术指标来构建策略,因此将信号进行合成是一个比较好的选择。当合成信号时,预测价格走势的信息会分散,从而得到更有效的信号,同时还可以分散单一信号不稳定的风险。在进行合成时,采取了一个简单合成规则,即当 12 个单一指标给出的规则中,有 7 个或更多的规则给出买入(卖出)信号,则定义合成信号为买入(卖出)信号。采取合成信号后,四个指数上均获得了可观的超额收益。

结论

本文通过研究发现，不是所有技术指标均能持续产生超额收益，但的确有一些技术指标可以帮助我们做出投资决策。将不同技术指标进行合成，在不同指数上择时，表现均好于基准买入并持有策略，提升了指标的预测效果。

我们的思考

技术指标是一种与传统基本面因子有别的量化信号。各种研究表明，技术指标在不同市场和不同品种上存在一定的预测能力，有一些技术指标在 A 股上也具有预测能力，这些技术指标可以应用在选股和择时上。近期，我们的报告《另类因子研究系列之二：一种价量因子新的构建方式》就是将技术指标应用在选股上，开发了一种技术指标因子新的构建方式，感兴趣的投资者可以关注。

风险提示：文献中的结果均由相应作者通过历史数据统计、建模和测算完成，在政策、市场环境发生变化时模型存在失效的风险。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明