

市场预期收益率选股策略



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

谢江

SAC 执业证书编号: S1000209100220

+755-82492392

xiejiang@lhqz.com

联系人:

张谦

+755-82535404

zhangqian@lhqz.com

- 市场预期收益率水平 EY (Earnings Yield) 是市场分析师对当前股价水平所能获得未来 EPS 水平的看法, EY 越大, 表示分析师预期的对应股票的回报率会更高, 我们通过选择高 EY 指标的股票作为一个的市场投资策略方法。
- 市场预期收益率选股策略的实现方法可以简要概括为: 首先按分析师对今后连续 3 年的 EY 进行排序评分, 然后去掉预期收益率 EY 过低的股票。当选出的股票少于需投资的证券数量时, 则按债券到期收益率排序, 选出最高收益率的债券来补充组合。
- 从策略在测试期间战胜市场的超额收益来看, 根据 EY 策略选出的 20 只股票债券投资组合分别按照月度持有期、季度持有期、半年度持有期及年度持有期的实证期间涨幅分别为 768.2%, 687%, 1009.8%, 1623.3%, 同期沪深指数涨幅为 304%。
- 从策略的胜率来看, 单月胜率在 58%到 73%左右, 上涨月份胜率保持在 58%至 68%之间, 下跌月份胜率在 68%到 81%之间, 说明策略在上涨和下跌市场里表现都比较稳定。
- 从风险角度来看, 策略的波动率大概是市场波动率的 88%至 96%左右, 总风险略低于市场风险, 信息比率按月度持有期、季度持有期、半年度持有期及年度持有期分别为 1.00、0.70、1.17 和 1.42, 表明策略有超越市场表现的选股能力。
- 我们推荐持有期为半年, 投资预期 EY 指标高于过去十年平均一年期商业贷款利率即 6%的证券组合策略, 经过实证策略在大多数市场情况下表现较好, 总体而言, 我们认为 EY 选股策略是一个可以战胜市场的稳健策略。

目 录

一、EY 特点与策略设计思路	3
EY 与指数负相关.....	3
投资高于一年期商业贷款利率的证券策略思路.....	3
策略实现方法-投资 EY 高于 6% 的股票、股票不够时债券作为补充.....	4
二、实证分析.....	4
策略收益最高相对沪深 300 好五倍!	4
策略下跌胜率显著优于基准指数, 有效防止下跌风险	5
EY 策略属于低风险稳健策略-波动率低于基准指数, 信息比率远高于 0.5	6
策略可长期战胜沪深 300	6
标准策略的最新组合-以银行为主.....	8
三、结论.....	9
附录: 策略换仓历史明细结论	10

图表目录

图 1 - 沪深 300 指数与平均 EY 走势对比图	3
图 2 - EY 策略按年收益率及超额收益	5
图 3 - EY 策略相对沪深 300 胜率	5
图 4 - EY 策略组合风险水平.....	6
图 5 - EY 策略按不同持有时间走势图	1
图 6 - EY 策略相对沪深 300 的相对强弱表现.....	7

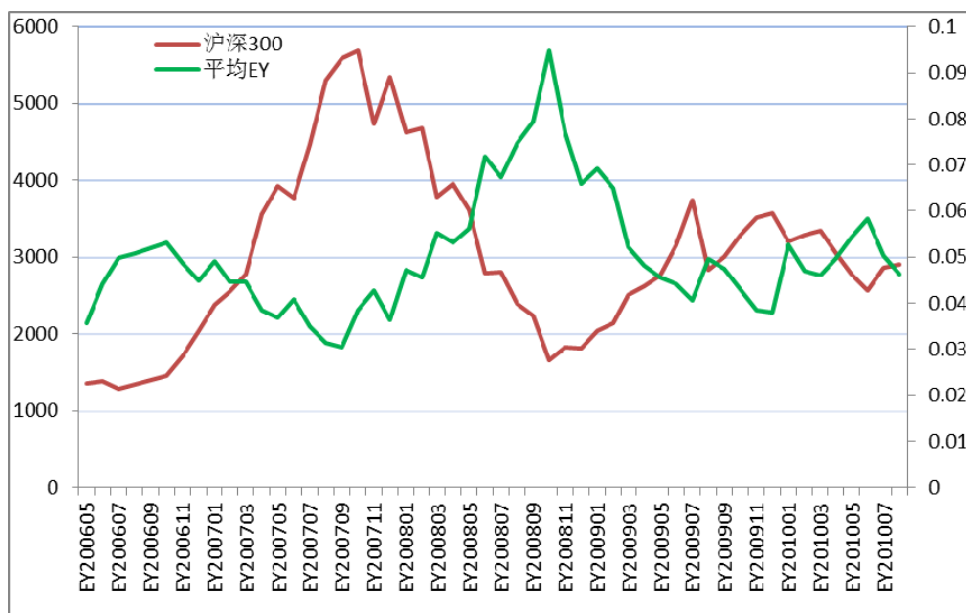
一、EY 特点与策略设计思路

EY 与指数负相关

EY 是预估的 EPS 回报率 (Estimated EPS Yield, 简称为 EY), 或称盈利收益率。我们用分析师对下一年度 EPS 的一致预期值与收盘价的比值来计算 EY 值。这个比率是市场分析师对当前股价水平所能获得未来 EPS 水平的看法。从 EY 角度来看, 可以评价预期未来的 EPS 水平是否能支撑现在的股价水平。在这里, EY 的倒数就是未来预期的市盈率水平 (PE)。

图 1 是从 06 年来至 10 年 8 月份的平均 EY 走势与沪深 300 的对比图, 可以看出平均 EY 与指数基本呈现负相关关系。当平均 EY 水平降到国债收益率水平附近甚至以下的时候, 我们也可以发现这时市场一般进入顶部区域后, 背后的意义我们可以理解为在股市的投资回报基本与国债回报接近的时候, 资金会流向债券等更稳定的品种, 这个时候也会导致股市的大幅调整, 所以我们可以利用平均 EY 的水平来判断市场是否处于高风险区域中。

图 1 - 沪深 300 指数与平均 EY 走势对比图



资料来源：朝阳永续，天软科技，华泰联合证券研究所

投资高于一年期商业贷款利率的证券策略思路

根据上述描述 EY 的特点, 我们可以开发一个根据 EY 水平选择证券的策略, 如果把投资证券当成经营企业的角度来看, EY 代表着今年投入的投资明年可以获得回报的比例, EY 越高, 明年获得的回报可能性会更大, EY 越低, 获得回报的可能性越低。EY 指标建立在分析师对基本面、企业的经营经过详细评估后得出未来的 EPS 指标的基础上, 它也代表分析师对未来的基本面的判断。在这里我们认为对于投资 EY 高于平均一年期商业贷款利率的股票, 回报是高效的, 低于这个平均一年期商业贷款利率, 从资金的成本角度来看, 我们认为投资属于低效投资。另外, 在市场过热导致 EY 水平较低的时候, 我们可以选出到期收益率较高的债券作为补充, 从而出现市场下跌的

时候可以有效降低策略的系统性风险。

策略实现方法-投资 EY 高于 6% 的股票、股票不够时债券作为补充

我们通过挑选连续 3 年的预期 EY 指标高于过去十年平均一年期商业贷款利率即 6% 的 20 个的证券组合作为一个等权投资，在市场过热或者平均估值较高的时候，EY 高于 6% 的股票数量会低于我们设定的固定数目，这个时候我们可以在 A 级以上债券里选择到期收益率最高的债券作为补充，通过这种方法，可以规避掉市场估值过高带来的回调风险，高 EY 指标股票和高到期收益率债券组合可以获得比较高的安全边际。我们把投资 EY 高于 6% 的策略作为标准策略，相应的，我们还可以调节 EY 策略的回报率标准取值使策略变的保守或激进。比如设定投资 EY 高于 5% 的策略会比较激进，激进策略会选中较多的股票，从而使收益会跟随基准指数上下动荡，上涨阶段可以超越基准指数，但下跌阶段得到的保护会较少；如果设定为投资高于 7% 的策略则会比较保守，在市场泡沫形成的初期，会选中较少的股票，从而上涨阶段不能跟上或超越基准指数，但在下跌阶段，却可以有效的保护投资组合。在本期报告里，我们着重讨论一下标准策略。

二、实证分析

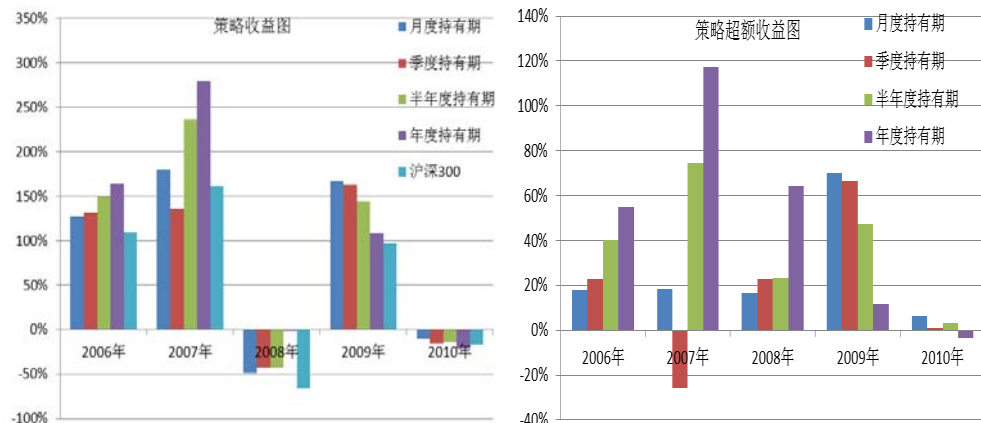
我们对标准策略进行实证分析，策略样本证券池为沪深 300 股票和 A 级债券，实证时间区间为 2006.1-2010.9（朝阳永续数据从 2006 年开始），持仓为 20 只证券等权投资，在这里我们采用投资高于过去十年的一年商业贷款利率均值 6% 来作为 EY 投资策略，交易成本设置为双向 1%，考察按照月度持有期、季度持有期、半年度持有期及年度持有期的情况下，所有的持有期策略都大幅战胜了沪深 300 指数。

策略收益最高相对沪深 300 好五倍！

从图 2 可知，不同持有期策略在测试时间段取得了很好的成绩，只有季度持有期的策略在 2007 年，年度持有期的策略在 2010 年跑输沪深 300 指数，其它时间段均对沪深 300 取得了相对较好的超额收益。我们也留意到，在频繁震荡年 2010 年，策略对沪深 300 取得的超额优势较少，我们认为频繁震荡期长持有期策略的效果较差的原因如下：

如果市场一个上涨或下跌的周期比持有周期长，策略就可以及时捕捉到 EY 信号并通过调整股票和债券比率来获得超额收益。但如果市场上涨下跌周期刚好落在策略的一个持有周期内，这个时候就会导致无法发现 EY 的变化而进行股票债券比率调整，策略就很难保障超额收益的获得。

图 2 - EY 策略按年收益率及超额收益

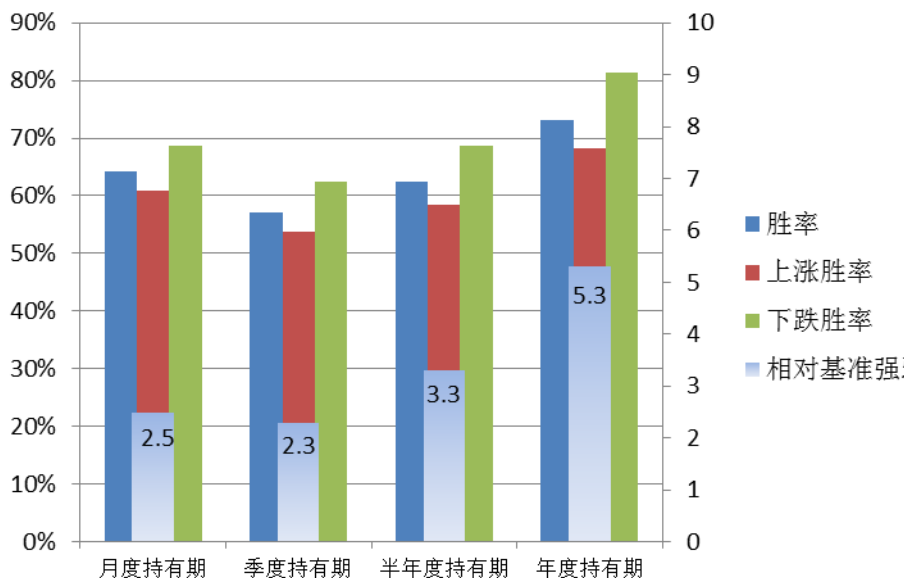


资料来源：朝阳永续，天软科技，华泰联合证券研究所

策略下跌胜率显著优于基准指数，有效防止下跌风险

我们观察策略战胜基准的胜率水平情况，分别从单月胜率¹、上涨月份胜率²及下跌月份胜率³来分析。

图 3 - EY 策略相对沪深 300 胜率



资料来源：朝阳永续，天软科技，华泰联合证券研究所

从图 3 可以看出，各持有期策略在月胜率及上涨和下跌月胜率都高于 0.5，年度持有期的胜率和收益率表现非常突出，在后面我们也会解释为什么在这里年度持有期的胜率和收益率会比较高。另外我们也注意到所有的策略里下跌月胜率都最高与上涨

¹ 单月胜率：指 EY 策略在测试期间各月度战胜基准指数业绩的比率。

² 上涨月份胜率：指测试期间，基准指数上涨时，EY 策略投资组合战胜基准指数的月度比率。

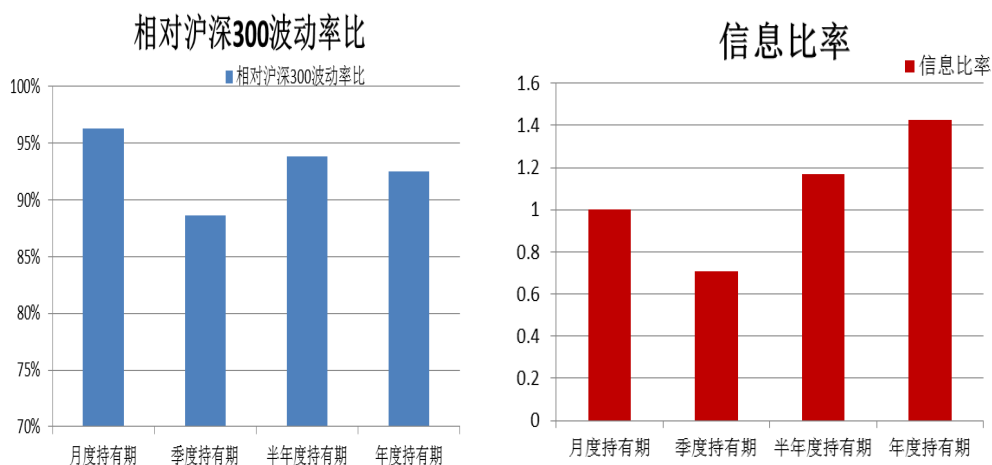
³ 下跌月份胜率：指测试期间，基准指数下跌时，EY 策略投资组合战胜基准指数的月度比率。

月胜率，说明在市场下跌过程中，通过配置债券的组合有效地防范了系统风险。

EY 策略属于低风险稳健策略-波动率低于基准指数,信息比率远高于 0.5

我们接着从风险角度出发分析 EY 策略的市场表现，在这里我们使用波动率来衡量市场及投资组合的风险水平。从图 4 上可以看出，不同持有期的 EY 策略的波动率都低于市场基准指数波动率，证明 EY 策略是一种较低风险的稳健投资策略，其中短期持有策略相对其它几个持有期的波动率较高，说明在较长的时间范围内考虑来看，EY 持有策略从风险角度也是中长期持有较为有利。

图 4 - EY 策略组合风险水平



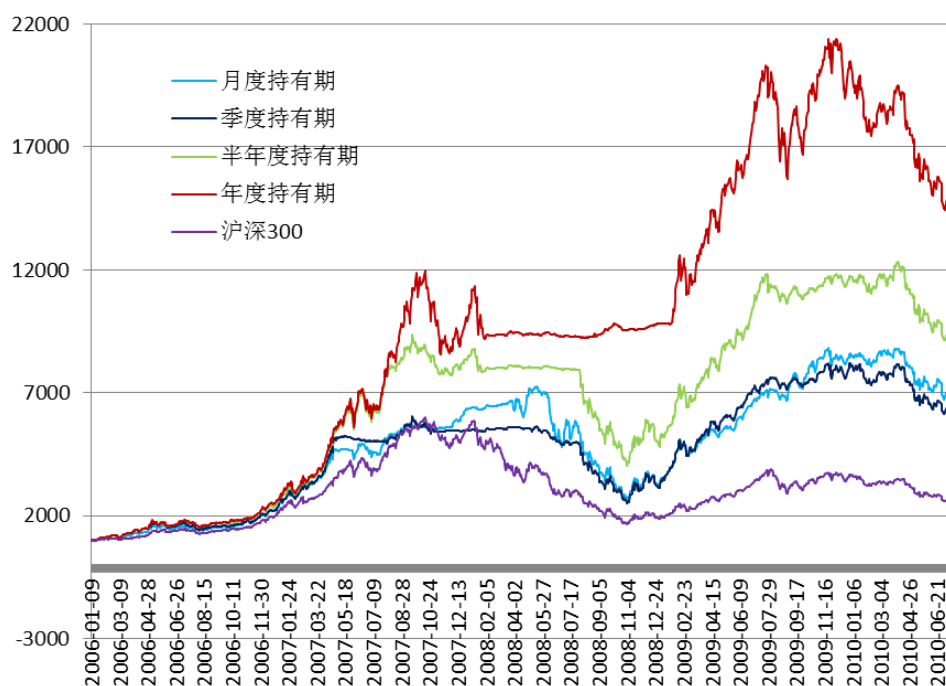
资料来源：朝阳永续，天软科技，华泰联合证券研究所

另外策略的信息比率按月度持有期、季度持有期、半年度持有期及年度持有期分别为 1.00、0.70、1.17 和 1.42，表明策略有超越市场表现的选股能力。

策略可长期战胜沪深 300

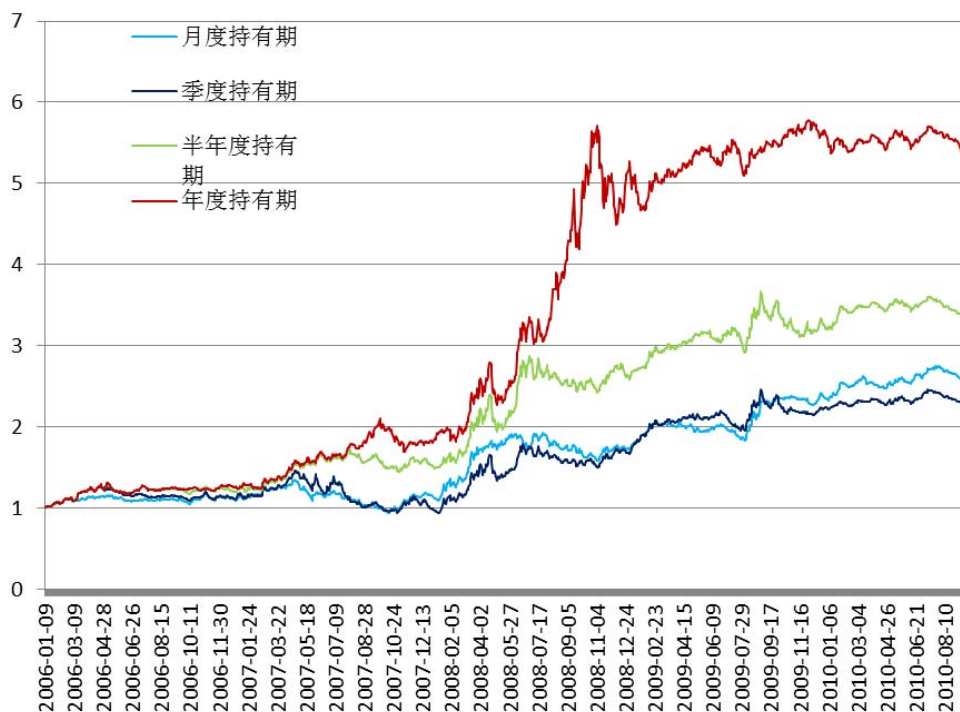
从图 5 可以看出，持有期较长（半年和一年）的策略会优于持有期较短（月和季度）的策略，这是因为 EY 指标属于预期 EPS 衍生计算出来的，该指标属于估值体系的指标，而市场估值的变化周期通常较长，所以持有期较长的能充分收获估值变化带来的收益（市场频繁动荡期也会有例外），同时持有期较短的策略会带来更高的手续费支出。

图 5 - EY 策略按不同持有时间走势图



资料来源：朝阳永续，天软科技，华泰联合证券研究所

图 6 - EY 策略相对沪深 300 的相对强弱表现



资料来源：朝阳永续，天软科技，华泰联合证券研究所

从图 5 和图 6 可以看出：当指数上涨阶段（06 年 1 月至 07 年 10 月、08 年 11 月

至 09 年 7 月), 策略可以跟上指数甚至能略高于指数的涨幅, 在高估值泡沫破裂的下跌阶段 (07 年 11 月至 08 年中), 策略可以很好选到的稳健的债券组合, 从而规避了高估值泡沫的系统风险。

标准策略的最新组合-以银行为主

我们推荐使用半年调仓及阈值设为 6% 来计算策略, 从 06 年 1 月至近 10 年 9 月, EY 策略最后一次调仓在 2010 年 7 月 30 日, 目前策略的最新组合见表格 1

表格 1- 2010 年 7 月期 EY 组合

股票代码	股票简称	行业	股票代码	股票简称	行业
601939	建设银行	金融	601328	交通银行	金融
601166	兴业银行	金融	601398	工商银行	金融
601288	农业银行	金融	600016	中国银行	金融
600216	浙江医药	医药	601390	中国中铁	建筑工程
601186	中国铁建	建筑工程	600000	浦发银行	金融
600657	信达地产	房地产	600166	福田汽车	汽车及零部件
600019	宝钢股份	钢铁	600048	保利地产	房地产
000951	中国重汽	汽车及零部件	000900	现代投资	公路
601169	北京银行	金融	601288	民生银行	金融
000625	长安汽车	汽车及零部件	600028	中国石化	石油天然气

资料来源: 朝阳永续, 天软科技, 华泰联合证券研究所

三、结论

市场预期收益率水平 EY (Earnings Yield) 是市场分析师对当前股价水平所能或的未来 EPS 水平的看法, EY 越大, 表示分析师预期的对应股票的回报率会更高, 我们通过选择高 EY 指标的股票作为一个的市场投资策略方法。

市场预期收益率选股策略的实现方法可以简要概括为: 首先按分析师对今后连续 3 年的 EY 进行排序评分, 然后去掉预期收益率 EY 过低的股票, 当选出的股票少于需投资的证券数量时, 则按债券到期收益率排序, 选出最高收益率的债券来补充组合。

从策略在测试期间战胜市场的超额收益来看, 根据 EY 策略选出的 20 只股票债券投资组合分别按照月度持有期、季度持有期、半年度持有期及年度持有期的实证期间涨幅分别为 768.2%, 687%, 1009.8%, 1623.3%, 同期沪深指数涨幅为 304%。

从策略的胜率来看, 单月胜率在 58%到 73%左右, 上涨月份胜率保持在 58%至 68%之间, 下跌月份胜率在 68%到 81%之间, 说明策略在上涨和下跌市场里表现都比较稳定。

从风险角度来看, 策略的波动率大概是市场波动率的 88%至 96%左右, 总风险略低于市场风险, 信息比率按月度持有期、季度持有期、半年度持有期及年度持有期分别为 1.00、0.70、1.17 和 1.42, 表明策略有超越市场表现的选股能力。

我们推荐持有期为半年, 投资预期 EY 指标或回报率高于过去十年平均一年期商业贷款利率即 6%的证券组合策略, 经过实证策略在大多数市场情况下表现较好, 总体而言, 我们认为 EY 选股策略是一个可以战胜市场的稳健策略。

附录：策略换仓历史明细结论

使用半年调仓及阈值设为 6%作为标准策略，从 06 年 1 月至近 10 年 9 月整个策略的历史换仓明细（最后一期换仓完成于 2010/7/30，详情见表格 1）如下表：

表格 2 EY 策略换仓明细

2006/1/9	2006/7/31	2007/1/31	2007/7/31	2008/1/31	2008/7/31	2009/1/23	2009/7/31	2010/1/29
太钢不锈	G 云 铜	金牛能源	宝钢股份	太钢不锈	安阳钢铁	巴士股份	云南城投	建设银行
G 华 靖	G 鞍 钢	神火股份	韶钢松山	国安债 1	莱钢股份	徐工科技	现代投资	工商银行
G 中 企	G 太 钢	济南钢铁	鞍钢股份	06 中化债	盘江股份	现代投资	赣粤高速	浙江医药
G 铜 都	G 武 钢	铜都铜业	太钢不锈	07 云化债	苏宁环球	盘江股份	徐工科技	交通银行
晨鸣纸业	G 建 发	莱钢股份	南钢股份	07 中关村	唐钢股份	万通地产	建设银行	浦发银行
南山实业	G 中 孚	中金岭南	济南钢铁	06 张江债	太钢不锈	交通银行	工商银行	中国银行
锡业股份	G 辽 通	焦作万方	唐钢股份	02 金茂债	徐工科技	中集集团	浦发银行	北京天桥
G 中 金	G 名 流	宏达股份	06 中化债	03 华能 2	武钢股份	赣粤高速	民生银行	深发展 A
G 宏 达	G 江 汽	鞍钢股份	07 云化债	07 上汽债	首开股份	苏宁环球	09 怀化债	民生银行
G 宝丽华	G 铜 都	中孚实业	05 华电债	05 京能债	韶钢松山	美的电器	08 长兴债	新 和 成
东方电机	G 韶 钢	开滦股份	03 浦发债	钢钒债 1	中华企业	中材国际	08 新湖债	华夏银行
宇通客车	G 马 钢	华菱管线	01 三峡债	04 华电 2	宝钢股份	工商银行	08 蒙泰伦	北京银行
雅 戈 尔	G 神 火	深能源 A	02 渝城投	03 电网	名流置业	格力电器	09 怀化债	建发股份
振华港机	G 宝 钢	安阳钢铁	03 沪杭甬	03 苏园建	鞍钢股份	上实发展	08 铁岭债	招商银行
G 申 能	G 华 发	宝钢股份	05 沪建设	03 华能 1	金地集团	山东高速	09 哈城投	新兴铸管
G 民 生	G 晨 鸣	平煤天安	04 华电 2	03 浦发债	包钢股份	名流置业	08 金发债	中国石化
G 华 发	G 云天化	中华企业	05 世博债	07 日照债	浙江医药	建发股份	澜 电 03	中国船舶
G 万科 A	G 兰 花	兰花科创	06 国网	06 铁道 07	中国船舶	青岛海尔	09 闽漳龙	潍柴动力
上海石化	G 宏 达	上海能源	03 苏园建	05 世博债	上实发展	南京银行	08 合建投	福田汽车
G 教 东	G 中 企	唐钢股份	钢钒债 1	07 武钢债	兴业银行	滨江集团	09 闽漳龙	格力电器

资料来源：朝阳永续，天软科技，华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上

增 持 股价超越基准 10%-20%

中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间

减 持 股价弱于基准 10%-20%

卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准

中 性 行业股票指数基本与基准持平

减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们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。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhqz.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhqz.com