

金工研究/量化投资周报

2018年02月11日

林晓明 执业证书编号: S0570516010001
研究员 0755-82080134
linxiaoming@htsc.com

刘志成 010-56793923
联系人 liuzhicheng@htsc.com

相关研究

- 1《金工：市场大幅回调，组合本周净值下跌》
2018.02
- 2《金工：市场下跌，大部分策略跑赢基准》
2018.02
- 3《金工：市场下跌，两融余额下行》2018.02

市场下跌后的可能方向判断

华泰金工周期研究最新观点 2018年2月11日

A股超预期下跌，出现反弹概率较高

本周A股受美股影响出现大幅下跌超出了我们的预期。着眼未来，我们认为美股是风险触发的核心。周期模型给出的判断是美股当前已经进入顶部区域，难以确定美股会快速向下还是企稳震荡几个月做出头部后再向下，前者将是投资者需要注意的重要风险。从周期状态与主导板块上做类比，A股当前行情类似2004年的五朵金花行情。我们判断如果美股能够企稳转为震荡缓跌，利用未来几个月的时间做出头部，那么A股有望在这段时间内迎来反弹。

美股高位震荡引发风险，重点关注美股顶部形态

前期观点中我们认为美股风险超过收益。但由于从历史上来看，美股往往呈现出“尖底圆顶”的形态特征，往往会花费几个月的时间来做出头部形态后下行。美股最近两周的急剧下跌确实超出预期。我们判断美股未来有两种可能：第一种可能是美股在当前位置持续弱势，且无力形成有效反弹，则美股可能无法止跌；第二种可能是美股能够在当前位置逐渐企稳，下跌趋势缓解，未来几个月逐渐做出头部形态。

美股2000年与2007年的下跌，都在顶部区域震荡6个月左右

从历史上来看，美股在顶部区域震荡时间比较长，以2000年互联网泡沫破裂与2007年次贷危机爆发造成的下跌来看，每次市场在顶部都会震荡6个月左右。2000年3月24日标普500达到收盘最高1527.46点，之后迅速下跌后震荡上升，于2000年9月1日再次逼近高点，此后才正式开始下跌趋势，到11月左右正式脱离震荡区域。2007年的顶部区域，标普500在7月19日到达比较高的位置，收盘报1553.08点，此后20个交易日下跌了9.43%，之后开始反弹，于10月19日到达最高点1565.15点。之后开始趋势性下跌，于2008年1月份才正式脱离震荡区域。

若美股下跌趋势缓解，A股走势可能类似2004年

如果美股在几个月基本企稳，则A股当前大概率依然处于上升期中的调整阶段，最近两周的回调就是在调整阶段的后期出现了强势股补跌，同时美股下跌带动A股出现了超跌。由于本轮周期中强势股为价值型股票，类似2004年的五朵金花行情。A股在2002年到2005年有四波明显的上涨下跌，且每次上涨下跌差不多在10个月左右。第二次上涨后的回调期比较长，第三次上涨期的上涨幅度较大。以此对应的的话，A股从16年2月底到现在可能仅仅度过了两个与之类似的10个月左右的上涨下跌阶段，当前大概率处于第二次回调中，未来可能出现的是类似2004年的第三波上涨。

A股未来有望延续低估值主导的价值投资风格

上证综指100个月中周期代表了全市场的估值水平，过去两个主要上升段03~07年，12~15年，都是市场整体估值不断抬升的阶段。目前，中周期从15年中见顶回落，一直处于下行趋势，其走势和16年后的风格分化相互呼应，也即蓝筹类低估值股票不断上涨，而成长类高估值股票一路下跌，整个市场的估值中枢是在向下的。风格的背后核心是经济增长，我们判断未来一年都将延续价值投资风格。类似PB-ROE的选股策略将长期有效。

风险提示：模型根据历史规律总结，历史规律可能失效；市场出现超预期波动；海外其他市场出现大幅波动并向A股传导。

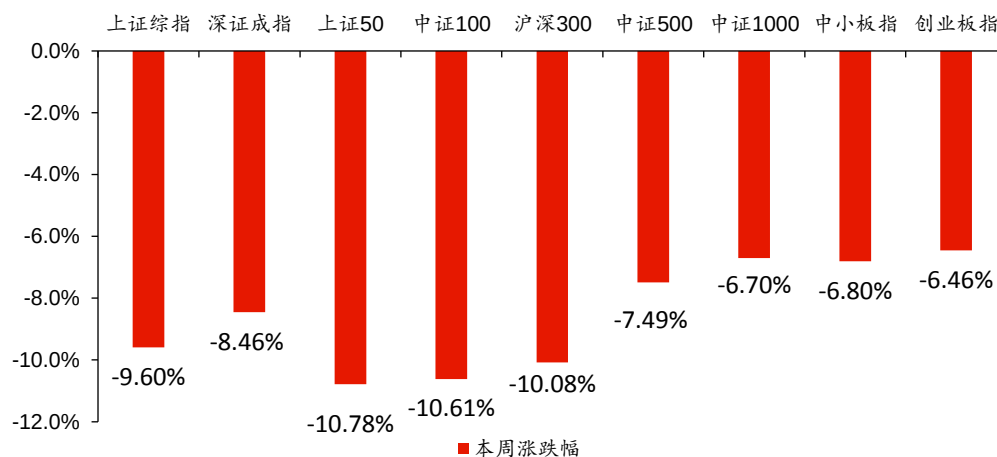
A 股超预期下跌，出现反弹概率较高

本周 A 股受美股影响出现大幅下跌超出了我们的预期。着眼未来，我们认为美股是风险触发的核心。周期模型给出的判断是美股当前已经进入顶部区域，难以确定的就是美股会快速向下还是企稳震荡几个月做出头部后再向下，前者将是投资者需要注意的重要风险。从周期状态与主导板块上做类比，A 股当前行情类似 2004 年的五朵金花行情。我们判断如果美股能够企稳转为震荡缓跌，利用未来几个月的时间做出头部，那么 A 股有望在这段时间内迎来反弹。

所有指数大幅下跌，上证综指跌破 3200 点

本周主要指数全部大跌，上证综指下跌 9.60%，深证成指下跌 8.46%，上证 50 下跌 10.78%，中证 100 下跌 10.61%，沪深 300 下跌 10.08%，中证 500 下跌 7.49%，中证 1000 下跌 6.70%，中小板指下跌 6.80%，创业板指下跌 6.46%。上证综指一周下跌了 332.23 点，实属市场罕见。

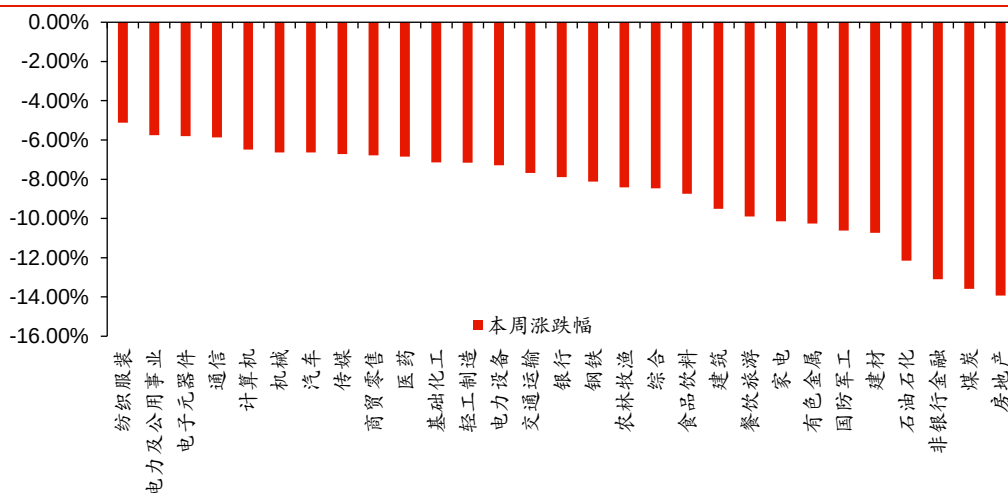
图表1：A 股主要指数本周涨跌幅



资料来源：Wind，华泰证券研究所

行业方面前期上涨较大的房地产领跌，下跌 13.94%，煤炭、非银、石油石化、建材、国防军工、有色金属、家电下跌均超过 10%。

图表2：中信一级行业本周涨跌幅



资料来源：Wind，华泰证券研究所

个股层面呈现全面下跌态势，站上 20 日均线个股比例已经非常低

应用站上 20 日均线个股比例来观察市场状态，这个指标能够反映个股层面的信息。2018 年 1 月初，这个指标达到 70% 附近的高点，然后开始逐渐向下，意味着部分股票在上升状态持续时间较短。本周市场大幅下跌，这个指标不断向下，已经到达 5% 附近的历史低值，市场情绪悲观，这种行情状态下我们认为大概率存在大量的错杀、超跌股票。

图表3： 站上 20 日均线个股比例

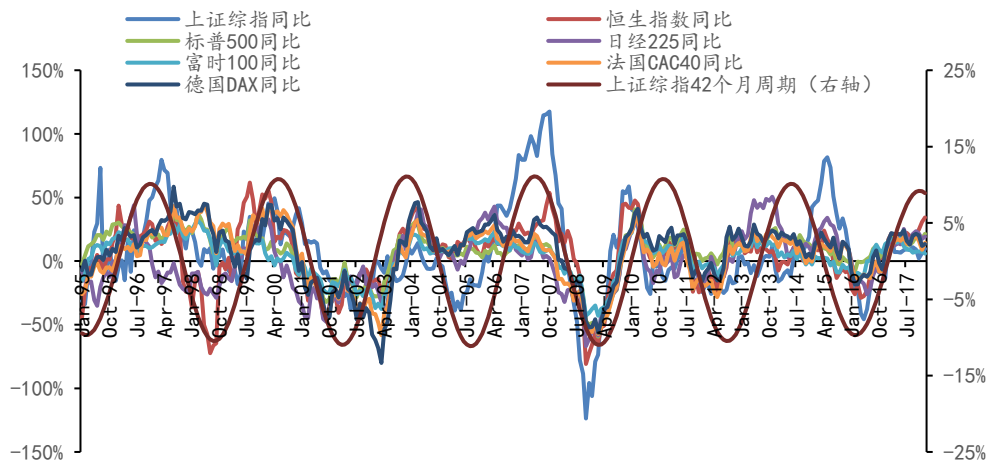


资料来源：Wind，华泰证券研究所

全球主要股票市场同比节奏基本一致

华泰金工在前期“周期系列研报”中已经通过傅里叶变换、高斯滤波、共同谱分析等信号处理手段研究了很多金融资产价格序列的周期特性，结果表明全球主要国家股票市场指数、债券指数、宏观经济指标、以及 CRB 大宗商品指数都存在显著的 42 个月，100 个月，200 个月周期。这三个周期的长度和古典经济学研究中的基钦周期、朱格拉周期、库兹涅茨周期基本一致，且在海量数据中均得以验证。因此我们提出，42 个月、100 个月、200 个月是全球金融经济体的统一驱动因素，是影响各个资产价格序列走势的核心变量。事实上，我们单纯把不同国家股票指数的同比序列画在一起就可以明显看出，全球股票市场的同比序列节奏基本一致，不同国家的股票市场已经逐渐演化成了一个相互关联的一个整体。

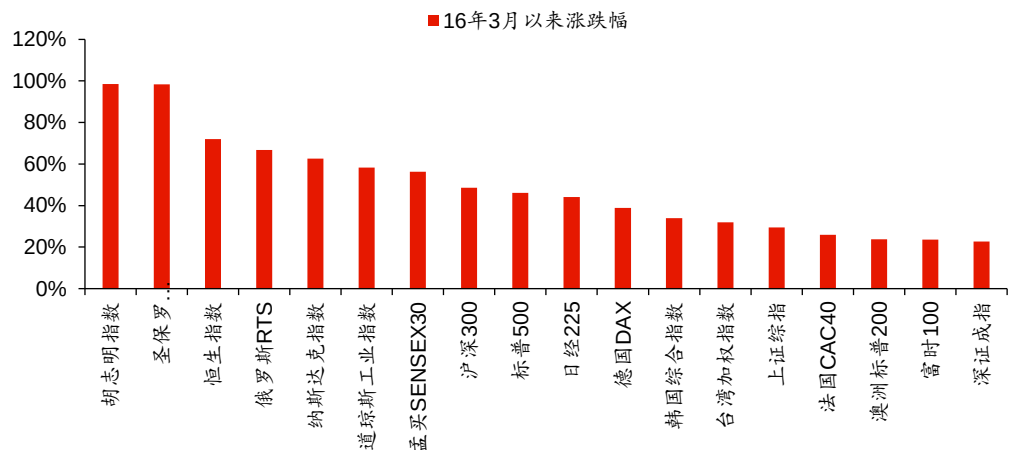
图表4： 全球主要股票市场同比序列



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2016 年 2 月底，我们在周期系列第一篇报告《市场的轮回》中指出全球股票市场普遍存在 42 个月左右的周期，并于 2016 年初同步见底，建议积极关注反转。截止到 2018 年 1 月底，全球主要国家股票市场呈现出明显的普涨格局，涨幅最高的越南胡志明指数上涨 98.50%，巴西圣保罗指数也上涨 98.42%，恒生指数已经上涨 72.08%，纳斯达克已经上涨 62.61%，道琼斯指数上涨 58.32%。18 个指数平均涨幅达 49.01%。市场表现基本印证了我们的预测。

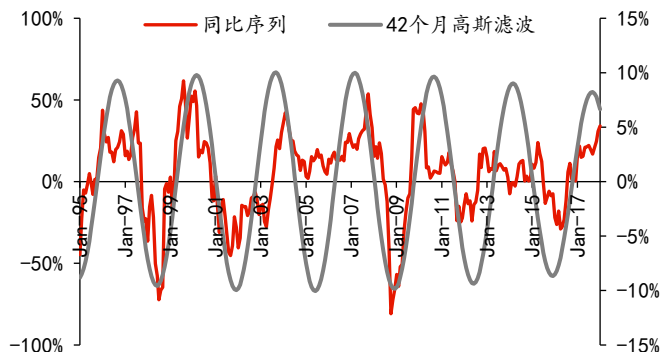
图表5： 16 年 3 月以来主要股票指数涨跌幅



资料来源：Wind，华泰证券研究所

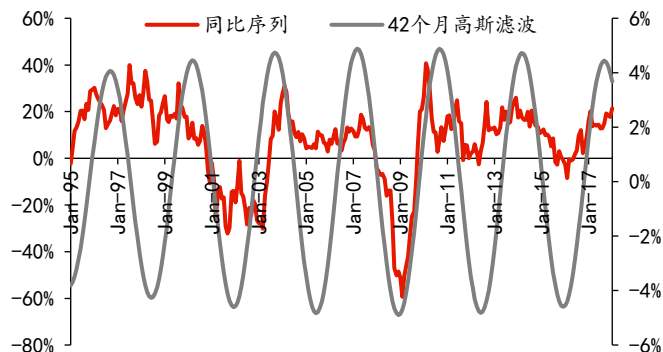
从同比周期上来判断，主要国家股票市场同比的 42 个月周期在 2017 年先后见顶，开始逐渐拐头向下，因此我们认为 2018 年主要国家的股票市场大概率都会向下波动，波动率也将逐渐触底向上。

图表6：恒生指数同比序列与 42 个月周期



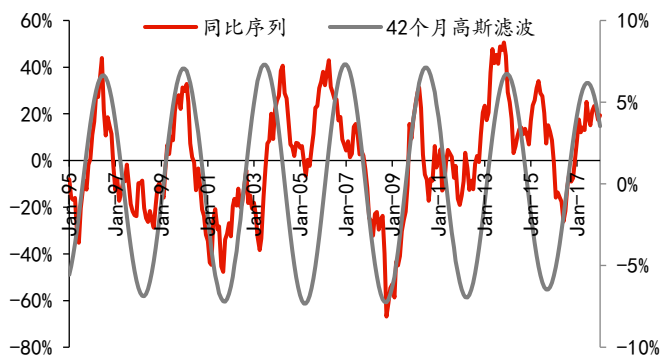
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：标普 500 同比序列与 42 个月周期



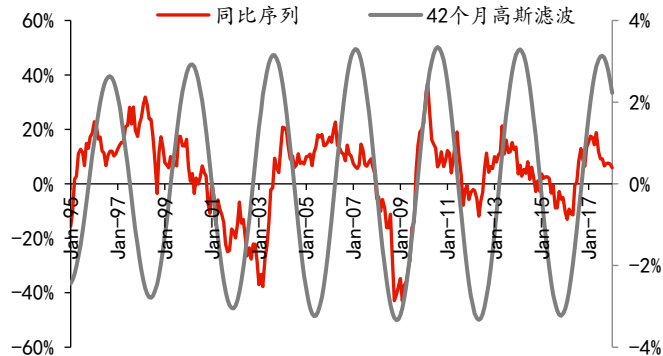
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：日经 225 同比序列与 42 个月周期



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：富时 100 同比序列与 42 个月周期

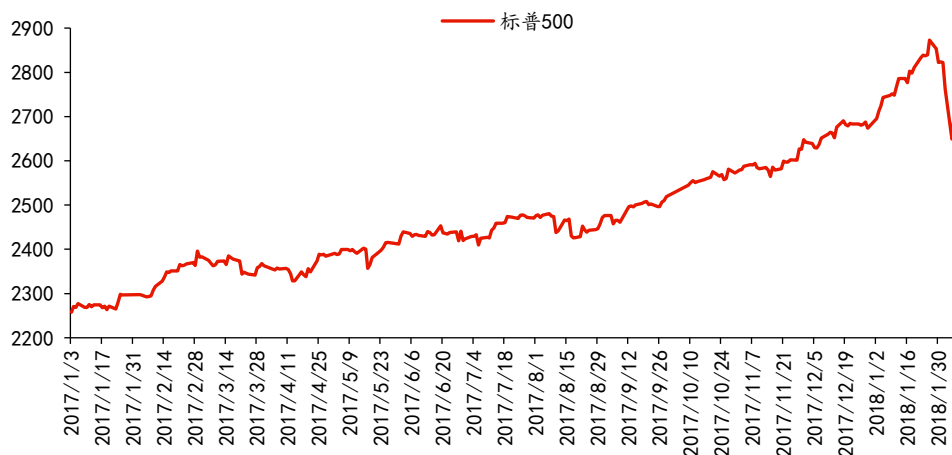


资料来源：Wind，华泰证券研究所

美股高位震荡，是全球市场的核心风险

前期观点中我们认为美股风险超过收益。最近两周美股出现明显下跌。自 1 月 26 日收盘后算起，道琼斯指数已经下跌 9.11%，纳斯达克指数下跌 8.41%，标普 500 下跌 8.82%。美股的下跌带动全球股票市场向下，我们认为美股已经成为全球股票市场的核心风险。

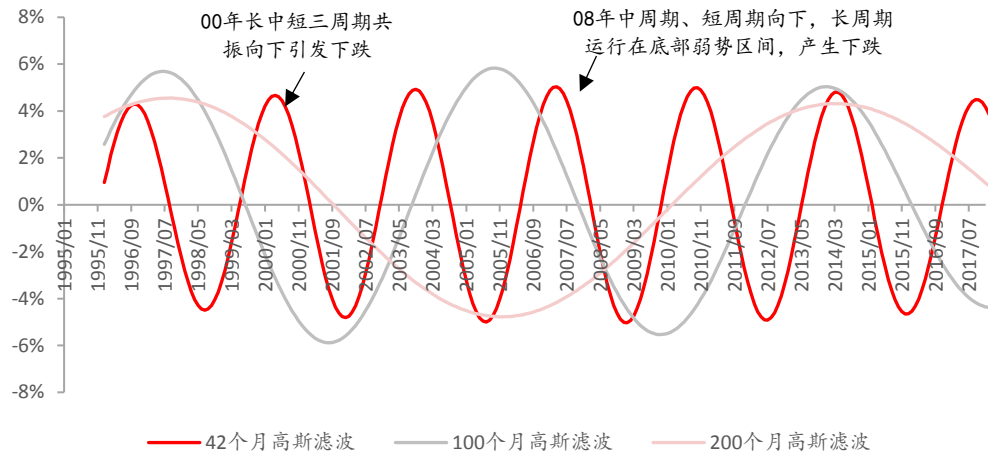
图表10： 标普 500 过去一年走势（20170103-20180209）



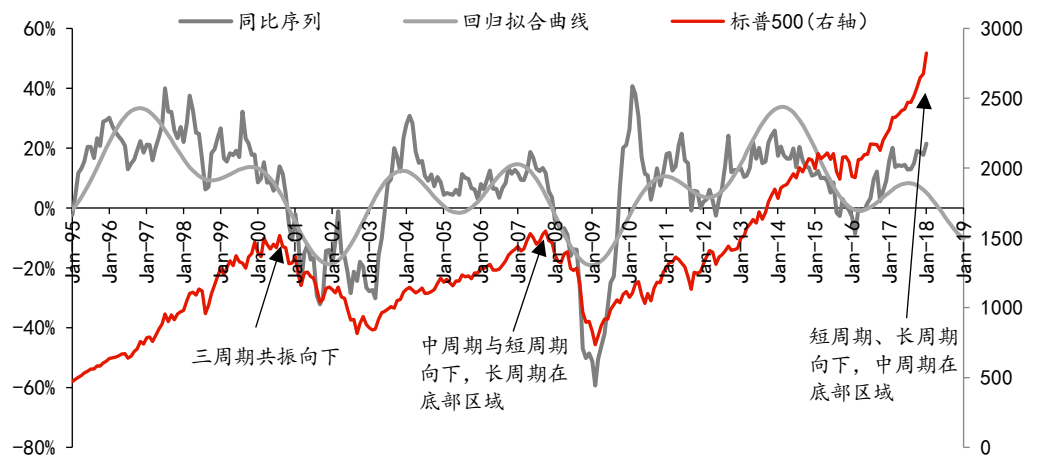
资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们判断美股大概率会出现风险的主要逻辑是因为美股的 42 个月、100 个月、200 个月三个周期未来都将偏弱甚至带来负面影响，其周期表现接近互联网泡沫破裂与次贷危机时的状态。回顾标普 500 的三周期历史走势，2000 年前后，长、中、短三个周期共振向下，引发较大下跌，宏观背景是互联网泡沫破裂；2008 年前后，中周期、短周期下杀，长周期运行在底部弱势区域，同样发生较大下跌，背景是次贷危机引发全球经济下行。那么从当前三个周期的位置来看：42 个月短周期已经越过高点拐头向下；200 个月中周期目前处于下跌中继状态；100 个月长周期已经运行到底部弱势区间。所以我们认为，标普 500 的未来走势不太乐观。

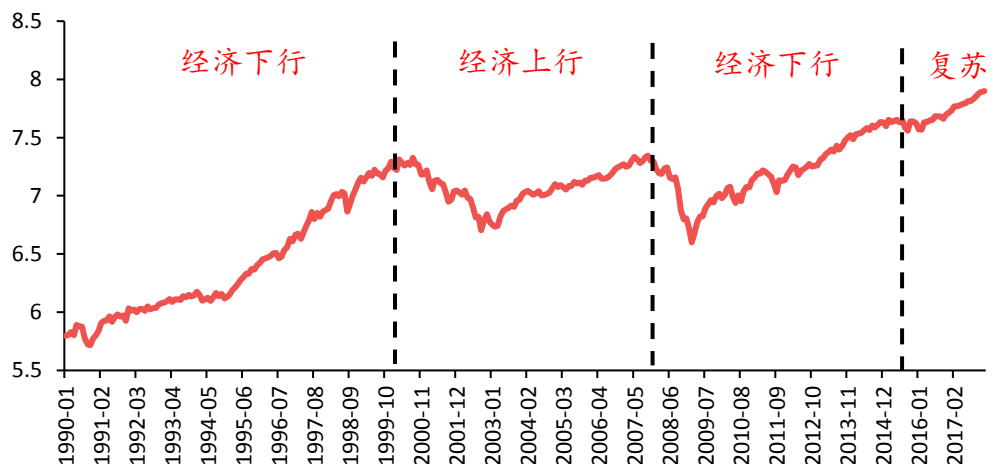
另外，从宏观角度来看，99 年以前，亚洲深陷金融危机，全球经济处于下行趋势；00 年至 07 年，全球经济共振复苏，经济处于上行趋势；08 年至 15 年，次贷危机引发全球经济下行；16 年以后，随着发达经济体消费需求的企稳回升，全球经济开始复苏。按照上述经济上行、下行阶段划分，对比标普 500 的历史走势，可以发现明显的规律，经济上行时，美股往往表现一般，甚至伴随着较大的下跌，而经济下行时，美股则表现强势。我们认为这背后的原因是：当全球经济表现较弱时，资本出于避险考虑回流美国，股票市场得到支撑；而经济向好时，资金回流到高 beta 的新兴市场，美股上行乏力。另外经济复苏将带动利率上行，对股票估值造成明显压制。从长周期滤波结果来看，2015 年上半年开始基本面已经重新拐头向上，未来预计会震荡上行，我们认为美股可能出现 2000 年到 2009 年不太强势的状态。

图表11： 标普 500 三周期分解

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12： 标普 500 与其对数同比序列（1995 年 1 月-2018 年 1 月）

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表13： 标普 500 对数走势（1990 年 1 月-2018 年 1 月）

资料来源：Wind，华泰证券研究所

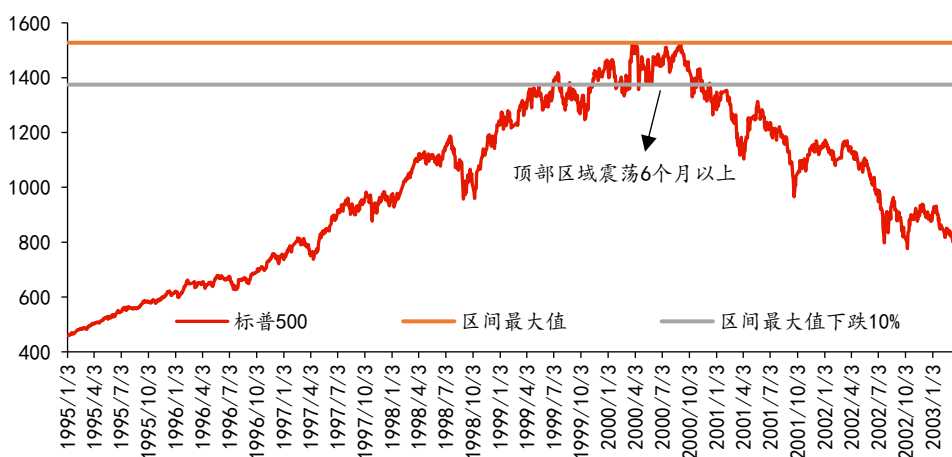
由于从历史上来看，美股往往呈现出“尖底圆顶”的形态特征，美股往往会花费几个月的时间来做出头部形态后下行，因此我们之前预计拐点可能会在二季度出现。美股最近两周的急剧下跌确实是超预期的。这种下跌方式对全球股票市场的杀伤都比较大。因此我们也必须重新思考美股未来可能的走势状态。

美股历史上顶点附近震荡时间较长，未来核心关注美股顶部状态

由于美股出现了超预期的下跌，引发全球股票市场震荡，结合周期模型与美股历史走势我们判断未来美股可能有两种演绎方向。第一种可能是美股在当前位置持续弱势，且无力形成有效反弹，则美股可能无法止跌；第二种可能是美股能够在当前位置逐渐企稳，下跌趋势缓解，未来几个月逐渐做出头部形态。

从历史上来看，美股在顶部区域附近震荡时间比较长，以过去 2000 年互联网泡沫破裂与 2007 年次贷危机爆发造成的下跌来看，每次市场在顶部都会震荡 6 个月左右。2000 年 3 月 24 日标普 500 达到收盘最高 1527.46 点，之后迅速下跌后震荡上升，于 2000 年 9 月 1 日再次逼近高点，收盘报 1520.77 点，此时才正式开始下跌趋势，到 11 月左右才正式脱离震荡区域。前前后后时间达到了 6 个月以上。

图表14： 1995 年至 2003 年美股标普 500 走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2007 年的顶部区域，标普 500 在 2007 年 7 月 19 日到达比较高的位置，收盘报 1553.08 点，此后 20 个交易日下跌了 9.43%，之后开始反弹，于 10 月 19 日到达最高点 1565.15 点。之后开始趋势性下跌，于 2008 年 1 月份才正式脱离震荡区域。前后震荡 6 个月左右。以此来看，美股都会在头部位置震荡较长时间，本次下跌标普 500 快速下跌 8.82%，周五上涨 1.49%，初步稳定。如果能够跟之前两次顶部区域一致，逐渐企稳反弹，美股转为震荡行情，全球股票市场短期大概率不会引发持续性下行风险。

图表15： 2004 年至 2009 年美股标普 500 走势

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表16： 2009 年至 2018 年美股标普 500 走势

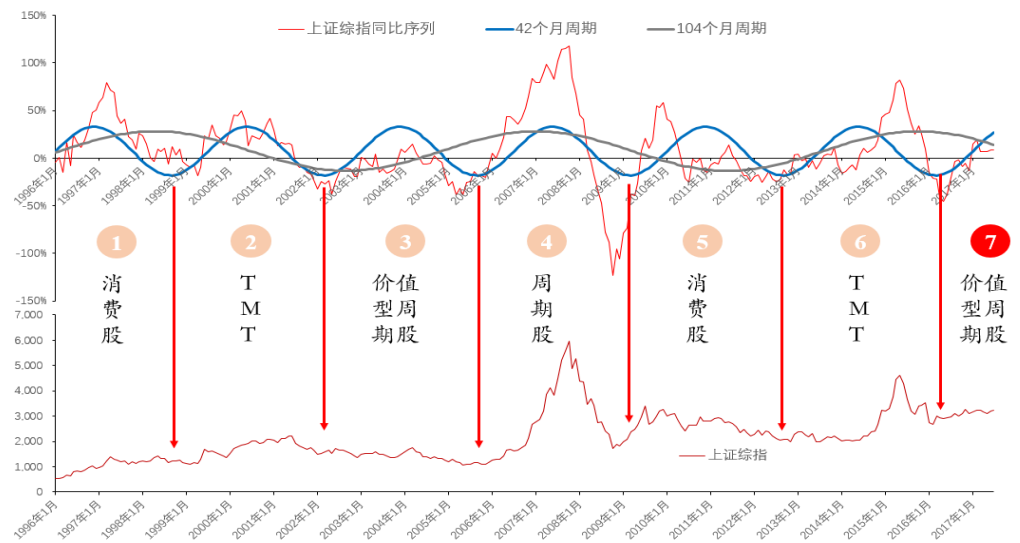
资料来源：Wind，华泰证券研究所

若美股向下趋势减缓，A 股大概率迎来反弹

受美下跌影响，A 股本周出现大跌，部分指数下跌超过 10%。我们认为核心关注点在美国股市顶部状态。在全球市场关联度逐渐提高的情况下，全球市场的同比序列节奏基本一致。美股是需要重点关注的风险来源，若美股与历史上前两次顶部状态一致，能够企稳反弹开始震荡行情，我们认为 A 股大概率仍然有向上动力，形成较为强势的反弹。

如果美股在未来基本企稳，我们认为 A 股当前大概率依然处于上升期中的调整阶段，最近两周的下跌就是在调整阶段的后期出现强势股补跌，同时美股下跌带动 A 股出现了超跌。由于本轮周期中强势股为价值型股票，类似 2004 年五朵金花行情的市场状态。我们可以与当时市场情形作对比。

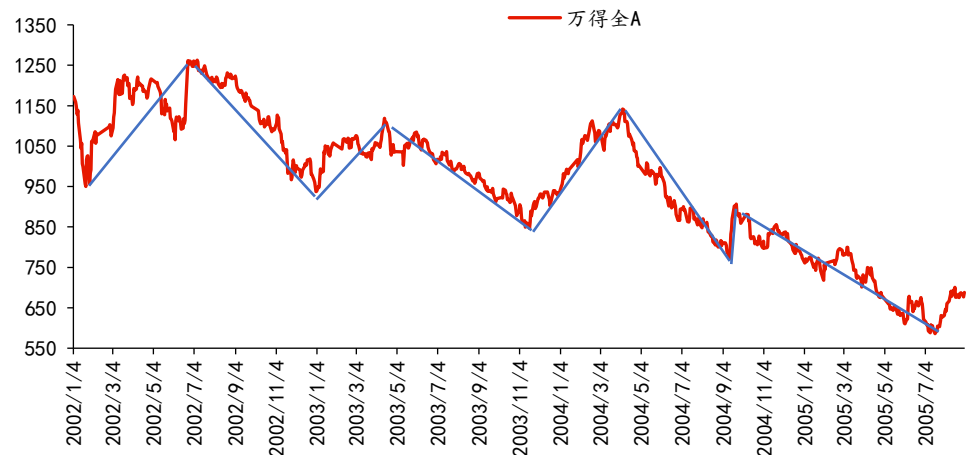
图表17： A 股市场经历的周期



资料来源：Wind，华泰证券研究所

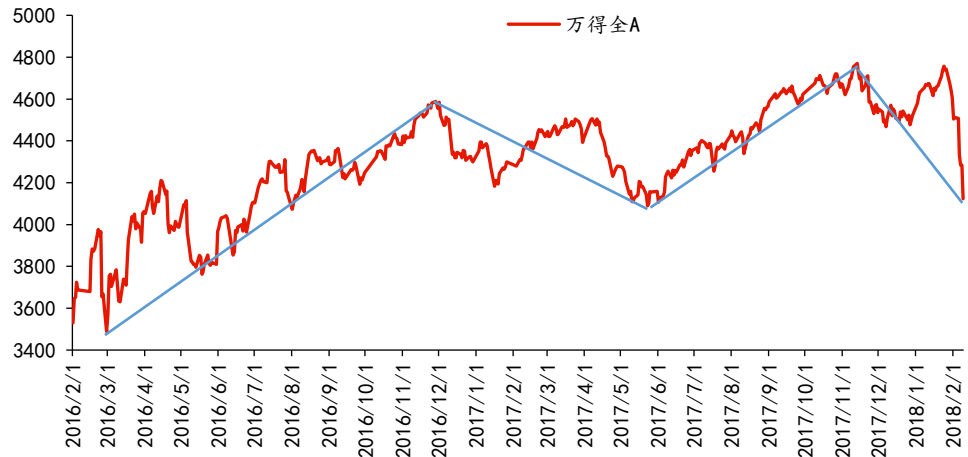
如图表 18 所示，以万得全 A 作为观察标的，A 股在 2002 年到 2005 年有四波明显的上涨下跌，且每次上涨下跌差不多在 10 个月左右。第二次上涨后的回调期比较长，第三次上涨期的上涨幅度较大。以此对应的话，A 股从 16 年 2 月底到现在可能仅仅度过了两个这样的阶段，当前依然处于第二次回调中，未来可能出现的是类似 2004 年的第三波上涨。

图表18： 万得全 A2002 年到 2005 年走势分解



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表19：万得全 A2016 年至今走势分解



资料来源：Wind，华泰证券研究所

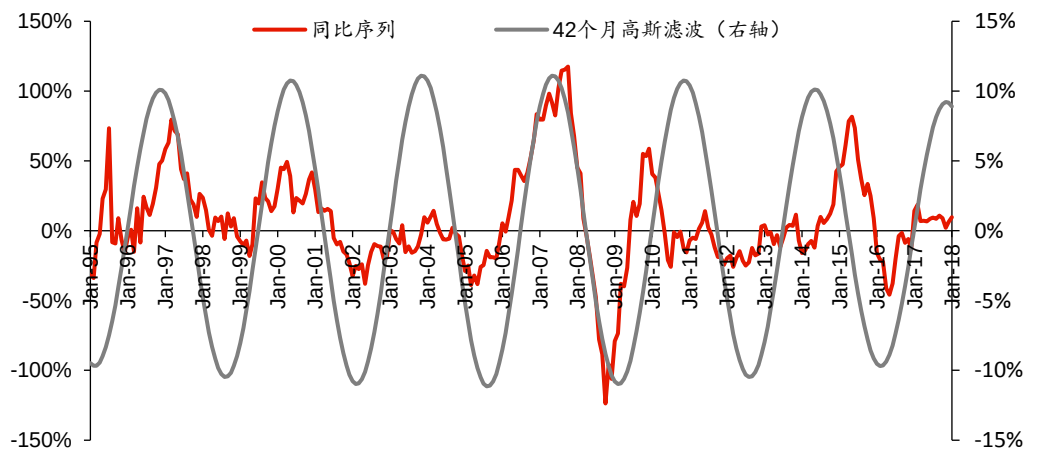
提取上证综指 42 个月周期信号对其历史走势进行阶段划分，从 98 年 8 月开始，A 股经历了 5 轮完整周期，行情均呈现出牛长熊短的特征。本轮周期从 16 年 2 月开始，已经持续 23 个月，运行刚刚过半。

图表20：上证综指周期阶段划分（两阶段划分）

	阶段划分	开始时间	结束时间	累计涨跌幅	持续时间（月）	合计时间（月）
第一轮周期	上升阶段	1998-08-18	2001-06-13	109.32%	34	42
	下降阶段	2001-06-14	2002-01-28	-38.27%	8	
第二轮周期	上升阶段	2002-01-29	2004-04-07	27.41%	26	40
	下降阶段	2004-04-08	2005-06-06	-41.57%	14	
第三轮周期	上升阶段	2005-06-07	2007-10-16	490.92%	29	42
	下降阶段	2007-10-17	2008-10-28	-70.65%	13	
第四轮周期	上升阶段	2008-10-29	2011-04-18	72.55%	29	49
	下降阶段	2011-04-19	2012-12-04	-35.40%	20	
第五轮周期	上升阶段	2012-12-05	2015-06-12	154.26%	31	39
	下降阶段	2015-06-15	2016-01-28	-47.55%	8	

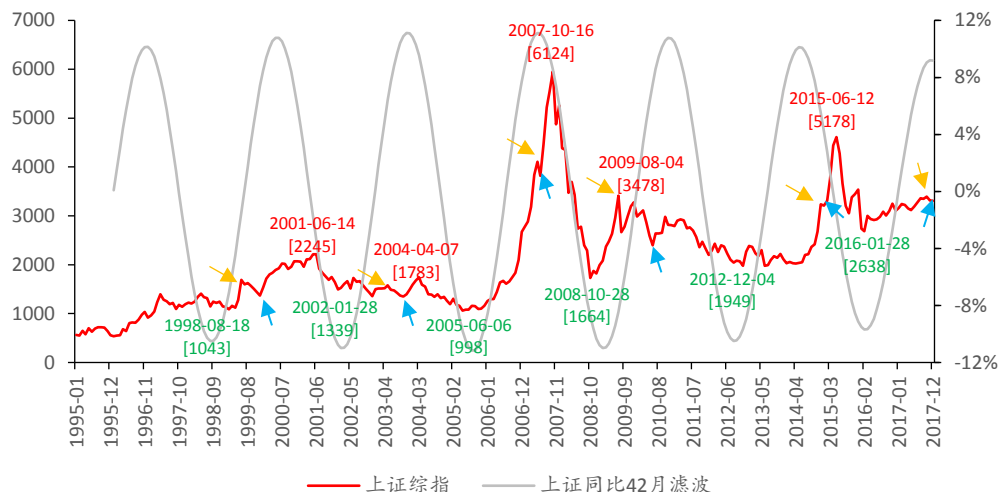
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表21：上证综指同比序列与 42 个月周期



资料来源：Wind，华泰证券研究所

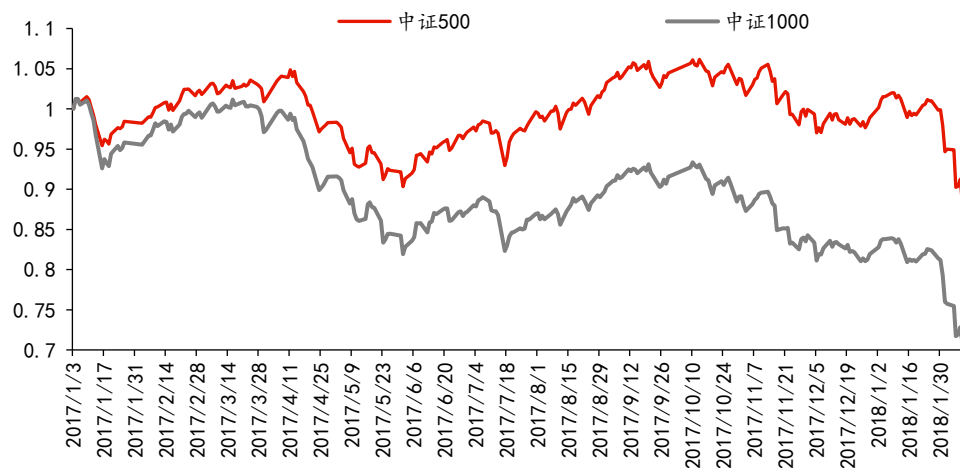
图表22： 上证综指（左轴）历史走势划分



资料来源：Wind，华泰证券研究所

在这轮周期划分中，我们之前认为 A 股在 17 年 11 月开始回调，12 月底回调结束，但以当前市场走势来看，10 月、11 月开始的回调可能没有在 12 月底结束。这是因为上证综指略有失真，如果使用中证 500 和中证 1000 来看，前期高点依然在 10 月份附近，18 年 1 月份的上涨没有突破前期高点。这意味着市场可能还处于回调期之中。另外，统计过去五轮周期的上升期后期中股票的上涨比例，可以发现过去每轮最后的上涨都是普涨行情，有 90% 以上的股票上涨。而 2017 年 12 月 28 日开始至 2018 年 1 月 26 日的上涨只有 56% 的股票是上涨的。这佐证了 18 年 1 月份可能还是处于回调期的判断。我们认为 A 股可能走出类似 2002 年到 2005 年的四次波动。未来可能还有第三波上涨。

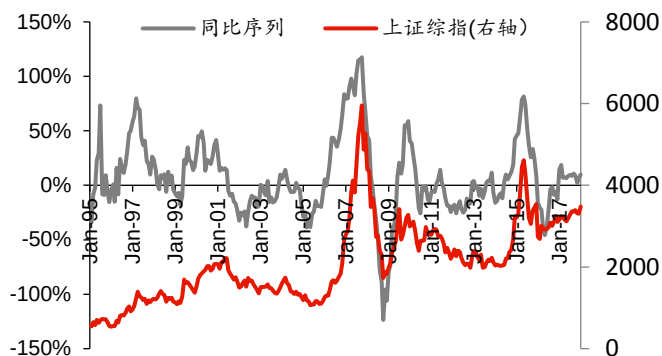
图表23： 2017 年以来中证 500 与中证 1000 走势（初始值归一）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

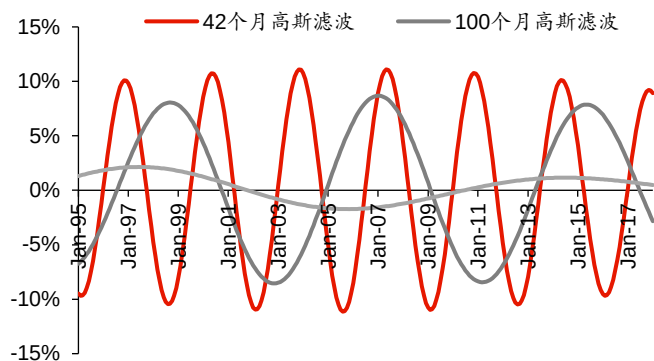
A 股未来有望延续低估值主导的价值投资风格

图表24： 上证综指价格与同比序列



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表25： 上证综指三周期状态

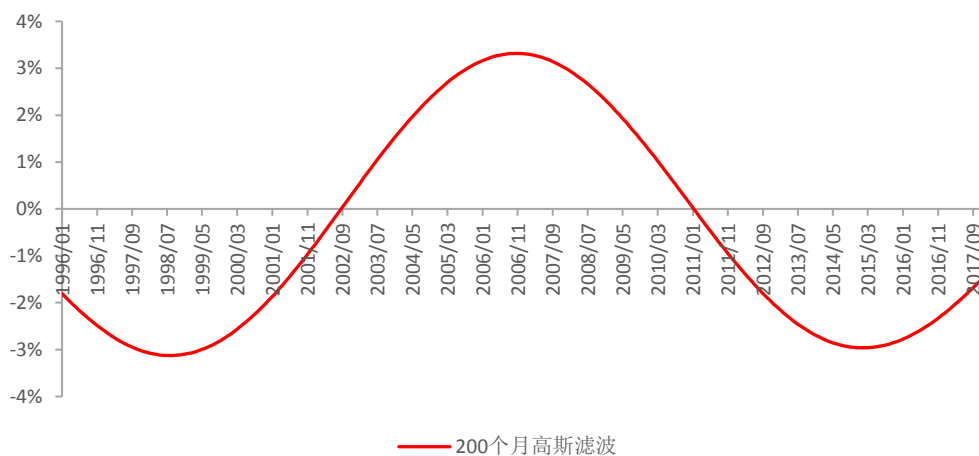


资料来源：Wind，华泰证券研究所

上证综指100个月周期代表了全市场的估值水平,过去两个主要上升段03~07年,12~15年,都是市场整体估值不断抬升的阶段,特别是当100个月周期和42个月周期共振向上时,直接催生了07年和15年的大牛市行情。目前,中周期从15年中见顶回落,一直处于下行趋势,其走势和16年后的风格分化相互呼应,也即蓝筹类低估值股票不断上涨,而成长类高估值股票一路下跌,整个市场的估值中枢是在向下的。

事实上,A股投资风格的变迁背后的核心变量就是经济的变化。我们以CRB200个月周期来代表经济的长期走势,2000年到2007年经济整体上行,2008年到2015年经济整体下行,进入2016年之后经济又开始企稳向上。如果拿债券市场作为对比,我们认为成长股就类似长久期的债,价值股类似短久期的债,因为成长股的利润更多在未来,价值股的利润时间分布上更为均匀。2000年至2007年,经济上行使得企业盈利能力不断提高,而通胀预期会促使央行采取加息政策,所以DDM模型分子、分母处于双升状态。分母上行对长久期的成长股形成估值压力,而盈利能力强、业绩弹性大的价值股、周期股更受青睐,所以出现了“五朵金花”的炒作行情。期间大宗商品市场同样火爆,油价突破100美元,铜价屡创新高,这背后都说明经济上升势头强劲。

图表26： CRB 综合现货指数 200 个月滤波结果



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2008 年至 2015 年经济下行使得企业盈利严重受损，央行采用减息政策刺激经济，此时 DDM 模型处于分子、分母双降的环境。分子下降不利于业绩驱动的投资思路，只能转向分母驱动，也即利率降低，估值提升。这种情况下，长久期的成长股显然更受青睐，因为其现金流主要取决于未来的预期，折现率的降低会抬升其估值。所以当我们回顾这段行情，可以发现，从 12 年创业板开始稳步上涨，到 14 年的债券市场大牛，到 16 年初的资产荒，其背后都反应了同一个事实，那就是经济在下行，利率在下行，基本面在探底。

在债券市场，我们认为投资者类似在做一个价差交易。当经济上行带动利率上行的时候，投资者就开始配置短久期的债，获得票息收益，当经济下行带动利率下行的时候，投资者更倾向配置长久期的债，以便获取更高的收益。我们认为当前 A 股市场的价值股行情就类似债券市场配置短久期债券的行为，都是在选取与宏观环境相适应的标的。

上文中我们分析 A 股上涨后期大概率是普涨行情，如果未来市场反弹上升，大概率主要行业与板块都有机会。但从长期风格上来看，大概率依然是低估值高盈利的股票更有机会。因此推荐使用 PB-ROE 策略进行选股，行业上也建议配置低 PB 的银行与周期类行业。

风险提示：模型根据历史规律总结，历史规律可能失效，金融周期规律被打破。市场出现超预期波动，导致拥挤交易；海外其他市场出现大幅波动并向 A 股传导，引发 A 股风险。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

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

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com