

金工研究/量化投资周报

2019年01月06日

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

李聪
联系人 licong@htsc.com

相关研究

- 1 《金工：上周市场下跌，两融余额下行》
2019.01
- 2 《金工：2018 年 Stacking 超额收益
10.76%》2019.01
- 3 《金工：海外市场继续下跌，风险依旧较大》
2019.01

A 股存在显著的“春节效应”

华泰金工林晓明团队每周观点 20190106

历史规律表明，A 股存在显著的春节效应，短期内或迎上行行情

选取了沪深两市 8 个影响力较大的指数——上证综指、深证成指、万得全 A、中小板指数、创业板指数、上证 50、沪深 300、中证 500。获取每个指数 2000 年以来（上市日期较晚的指数统一从上市日开始统计）的农历日收益率序列，将每年 x 月 y 日的日收益率求简单平均，作出日平均收益率序列的累加曲线（即第 k 个日历日处曲线的值为第 1~k 个日历日的平均日收益率的和）。结果表明，每年农历春节前后（腊月十八开始到正月十八），各个指数都呈现出明显的上涨态势，因此我们判断，A 股预计在 1 月 23 日（对应腊月十八）前后会出现一个阶段性低点，然后开启春节行情。

统计表明，春节效应期间小盘指数表现更好，行业方面成长板块表现更好

统计 2009 年以来历次春节效应期间 A 股主要指数的涨跌幅，结果显示：除了 13 年、16 年以及 18 年初的单边下行行情中，部分指数表现较差之外，其他情况下，各个指数都呈现出普涨行情；相较而言，以中证 500、中证 1000 为代表的小盘指数表现更好，每一次春节效应期间都录得正收益。一级行业的统计结果显示，有色金属、国防军工、电子元器件、计算机等行业多次排名靠前，在春节效应中录得较高收益。将一级行业聚类成周期上、中、下游，大金融，消费与成长六大板块，结果表明成长板块优势显著，过去 10 次春节行情中有 6 次排名第一，平均收益率也是最高。

动量方面，过去一年为单边下行行情时，次年春节行情往往存在反转效应

按照前一年个股涨跌幅从高到低排序分为十组（第一组代表过去一年表现最好的组合），组合内采用市值加权的方法计算组合涨跌幅。以此来分析各个组合在次年春节效应期间的表现。结果表明，在 09 年、12 年、13 年的春节行情中，前一年表现更差的股票相对更优，存在较为显著的反转效应。这几次春节效应的一个共同特征都是前一年经历了大幅、单边下行行情。其中：08 年、11 年上证综指全年分别下跌 65.70%、20.30%，而 12 年指数虽然整体收红，但除了年初稍有表现之外，2 月 27 日见顶后一直阴跌至 12 月 4 日，跌幅高达 -19.04%，也是典型的下行行情。

中长期来看，未来 A 股可能面临盈利下行和外围股市承压的考验

虽然历史统计规律显示，A 股在春节前后都至少会出现结构性行情，多数情况下甚至呈现出普涨格局，但我们还是要强调，这只是短期判断，将视角拉长，我们认为 A 股未来还将面临两方面的考验：1、每轮基钦周期下行期，盈利水平都出现了不同程度的下滑，未来基钦周期持续下行，盈利有回落风险，市场的整体估值水平也有下行压力；2、自 18 年十月以来，全球主要国家股票市场指数均走势疲软。尤其是前期表现强势的美股三大指数，跌幅均超过 10%，这也会影响 A 股投资者的风险偏好。

风格方面，中长期配置仍然建议大市值、低估值的价值投资风格

短期来看，我们认为春节效应期间小市值、成长风格将相对占优，但中长期来看我们仍然建议大市值、低估值的价值投资风格。实证研究表明市值因子和 EP 因子的表现均呈现出一定的周期性：1、当代表实体经济长期趋势的库兹涅茨周期上行时，企业盈利回升，流动性环境收紧，此时盈利弹性大、估值低的股票更受青睐；2、当库兹涅茨周期下行时，企业盈利不确定性增加，同时流动性环境趋于宽松，此时高估值、小市值的成长股表现更好。当前库兹涅茨周期仍然处于上行状态，所以从中长期配置的视角，我们更推荐大市值、低估值的价值投资风格。

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。

历史规律表明，A 股存在显著的春节效应，短期内或迎上行行情

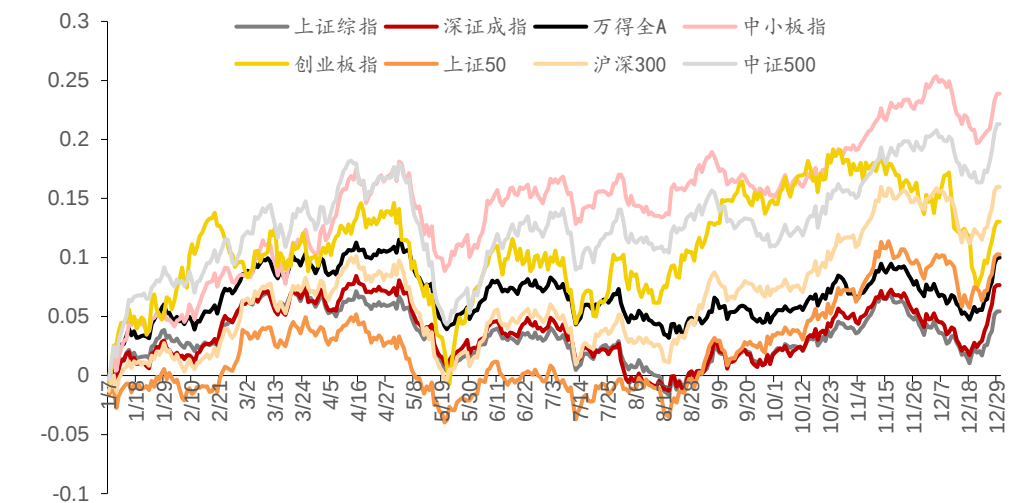
从农历日期出发研究主要指数涨跌规律，发现存在显著的“春节效应”

在华泰金工月份效应系列报告《A 股市场及行业的农历月份效应》中，我们选取了沪深两市 8 个影响力较大的指数——上证综指、深证成指、万得全 A、中小板指数、创业板指数、上证 50、沪深 300、中证 500，使用 2000 年至今的数据（上市日期较晚的指数统一从上市日开始统计），计算了各指数的农历日均收益率累加曲线，具体步骤如下：

1. 获取每个指数的农历日收益率序列，将每年 x 月 y 日的日收益率求简单平均。这里需要说明的是，如果某个 x 月 y 日的样本数量小于 3，则该日的日收益率记为 0，这是为了防止个别的、偶然性的收益率数据对我们的统计结果造成较大影响。
2. 以 0 为基点，作出日平均收益率序列的累加曲线（即第 k 个日历日处曲线的值为第 1~k 个日历日的平均日收益率的和）。这一曲线上点的值的大小意义不大，我们主要通过观察曲线的走势来观察涨跌趋势较为明显的区间。

结果显示，农历 1 月到 4 月的行情趋势为震荡微升，在 5 月全体呈现大幅下跌的状态，6 月可能存在调整机会，10 月到 12 月的行情则为中小板拉升明显，在其他月份上指数基本以震荡为主。同时我们注意到，每年农历春节前后（腊月十八开始到正月十八），各个指数都呈现出明显的上涨态势，这与我们常说的“春节效应”、“春季躁动”密切相关。后文中，我们主要针对 2009 年以后每年度的“春节效应”市场特征进行分析，以期对当前市场提供配置建议。

图表1：A 股市场指数日均收益率累加图（农历）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：每年农历春节效应期间（腊月十八到正月十八）对应的阳历日期

	农历腊月十八对应阳历日期	农历正月十八对应阳历日期
2009	2009/1/13	2009/2/12
2010	2010/2/1	2010/3/3
2011	2011/1/21	2011/2/20
2012	2012/1/11	2012/2/9
2013	2013/1/29	2013/2/27
2014	2014/1/18	2014/2/17
2015	2015/2/6	2015/3/8
2016	2016/1/27	2016/2/25
2017	2017/1/15	2017/2/14
2018	2018/2/3	2018/3/5

资料来源：华泰证券研究所

指数层面，春节效应期间中证 1000、中证 500 等小盘指数表现更好

统计 2009 年以来历次春节效应期间 A 股主要指数的涨跌幅，结果显示：

- 除了 13 年、16 年以及 18 年初的单边下行行情中，部分指数表现较差之外，其他情况下，各个指数在春节期间都取得了正收益，说明 A 股确实存在显著的“春节效应”。
- 相较而言，以中证 500、中证 1000、中小板指为代表的小盘指数在历次春节效应期间都录得正收益，表现好于上证 50、沪深 300、中证 500 为代表的大盘指数。

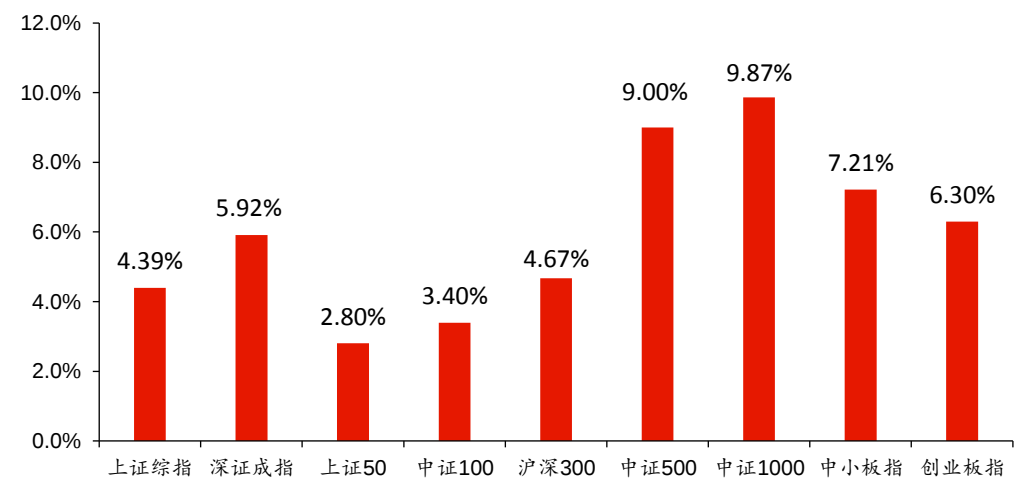
图表3：主要指数春节效应期间涨跌幅统计

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
上证综指	20.65%	5.29%	6.79%	3.23%	-1.94%	7.24%	5.37%	0.21%	3.69%	-6.61%
深证成指	27.38%	5.20%	8.36%	3.48%	-3.83%	5.58%	5.57%	1.37%	5.68%	0.36%
上证 50	20.17%	4.66%	5.43%	4.95%	-4.70%	5.00%	1.99%	-1.07%	1.55%	-9.98%
中证 100	21.43%	5.00%	6.37%	4.24%	-4.27%	4.91%	2.29%	-0.77%	2.76%	-8.00%
沪深 300	23.57%	5.78%	7.66%	3.84%	-3.03%	6.72%	5.01%	-0.40%	3.51%	-5.99%
中证 500	30.08%	9.86%	9.66%	3.68%	1.53%	15.60%	10.81%	2.03%	5.70%	1.10%
中证 1000	29.81%	12.94%	9.65%	3.08%	2.23%	15.91%	12.43%	3.16%	6.20%	3.29%
中小板指	19.47%	8.57%	7.61%	2.91%	1.14%	12.37%	10.22%	0.46%	5.83%	3.58%
创业板指			7.41%	-2.81%	6.87%	13.54%	12.73%	1.99%	4.29%	6.36%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

将各个指数在历次春节效应期间的涨跌幅求平均，表现最好的三个指数是中证 1000（9.87%）、中证 500（9.00%）、中小板指（7.21%），而以上证 50、中证 100 位代表的大盘指数平均涨幅均低于 4%，风格分化相对显著。市场上有观点认为：跨年银行间流动性的边际宽松、年初广义流动性投放节奏早是春季效应产生的重要原因，而流动性环境的宽松更利好长久期的小盘成长股，这或许能解释为什么中证 500、中证 1000 指数在春节效应期间表现更好。

图表4：主要指数春节效应期间平均涨跌幅



资料来源：Wind，华泰证券研究所

行业层面，成长板块显著占优，消费板块相对较弱

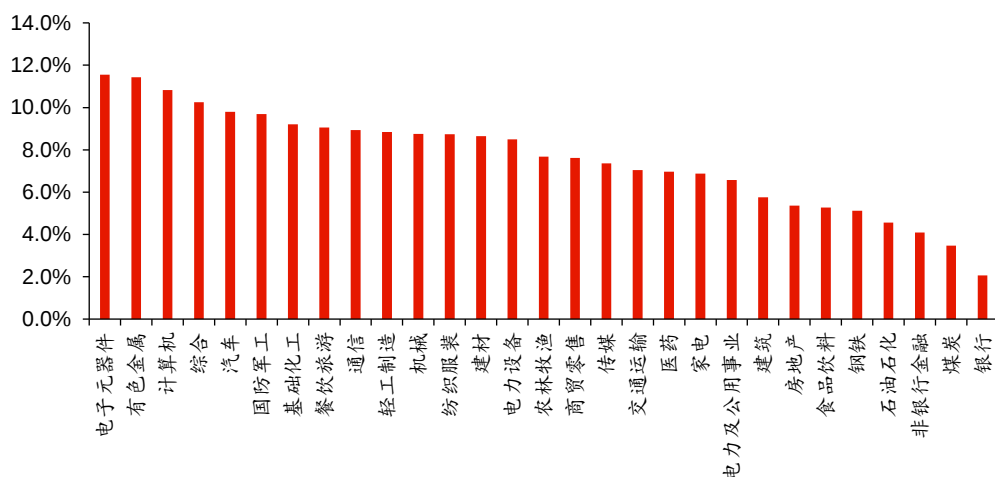
统计 2009 年以来历次春节效应期间一级行业的涨跌幅，结果如下，其中历次统计区间涨幅前五的行业已经红色高亮标注。可以看到有色金属、国防军工、电子元器件、计算机等行业多次排名靠前，在春节效应中录得较高收益。将各个指数在历次春节效应期间的涨跌幅求平均，表现最好的 5 个行业是：电子元器件（11.55%）、有色金属（11.43%）、计算机（10.82%）、综合（10.25%）、汽车（9.80%），主要是成长或周期这类弹性大的行业。

图表5：一级行业春节效应期间涨跌幅统计

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	均值
石油石化	19.07%	5.48%	6.72%	2.30%	1.41%	7.25%	6.75%	1.96%	3.94%	-9.26%	4.56%
煤炭	21.66%	6.34%	5.95%	4.77%	-6.20%	5.78%	7.40%	-2.66%	6.92%	-15.29%	3.47%
有色金属	44.87%	8.51%	11.82%	11.63%	-3.16%	11.88%	13.48%	8.46%	8.86%	-2.01%	11.43%
电力及公用事业	17.19%	10.00%	7.09%	1.00%	3.97%	9.01%	11.15%	1.58%	3.27%	1.44%	6.57%
钢铁	18.94%	6.94%	10.48%	2.41%	-3.53%	7.80%	10.89%	-3.34%	8.46%	-7.81%	5.12%
基础化工	28.85%	9.98%	10.48%	5.51%	1.50%	13.03%	14.02%	3.01%	5.71%	-0.11%	9.20%
建筑	15.58%	7.25%	7.19%	2.99%	-0.86%	8.88%	12.43%	0.02%	9.57%	-5.46%	5.76%
建材	29.17%	8.04%	17.68%	4.49%	-4.58%	10.73%	10.08%	2.83%	12.07%	-4.08%	8.64%
轻工制造	29.36%	10.63%	7.10%	1.19%	2.59%	15.14%	10.02%	4.25%	7.97%	0.19%	8.84%
机械	26.80%	7.80%	13.06%	3.43%	0.49%	13.73%	12.99%	1.12%	6.40%	1.73%	8.75%
电力设备	21.94%	11.82%	10.15%	1.70%	0.41%	18.37%	12.16%	1.19%	4.88%	2.34%	8.50%
国防军工	34.31%	12.72%	12.80%	3.16%	4.96%	16.21%	8.15%	-3.83%	5.51%	2.88%	9.69%
汽车	32.99%	11.28%	13.26%	2.49%	0.61%	16.16%	10.92%	3.12%	5.25%	1.87%	9.80%
商贸零售	25.40%	7.00%	6.55%	2.54%	0.45%	13.37%	13.61%	3.31%	3.97%	-0.10%	7.61%
餐饮旅游	31.69%	7.94%	10.31%	2.09%	0.14%	19.93%	10.69%	3.50%	4.09%	0.18%	9.06%
家电	27.63%	9.31%	11.06%	2.63%	-2.66%	8.29%	8.10%	-0.64%	7.30%	-2.24%	6.88%
纺织服装	26.24%	11.28%	8.22%	2.58%	-0.21%	15.67%	14.19%	3.96%	4.49%	0.88%	8.73%
医药	18.73%	5.70%	6.75%	1.10%	4.65%	12.03%	11.61%	2.19%	3.90%	2.94%	6.96%
食品饮料	23.49%	1.17%	6.89%	1.34%	1.67%	5.99%	5.68%	2.25%	5.84%	-1.65%	5.27%
农林牧渔	27.28%	10.83%	8.39%	2.76%	0.11%	9.64%	12.96%	4.01%	3.90%	-3.05%	7.68%
银行	20.06%	6.60%	3.14%	5.05%	-6.11%	5.46%	-1.89%	-1.64%	1.78%	-11.75%	2.07%
非银行金融	29.49%	3.04%	8.00%	6.59%	-2.25%	3.08%	2.53%	-0.10%	1.07%	-10.54%	4.09%
房地产	31.41%	5.83%	3.47%	4.61%	-5.04%	10.28%	7.23%	2.73%	3.28%	-10.21%	5.36%
交通运输	27.07%	10.03%	7.88%	2.05%	-1.03%	11.67%	9.27%	1.36%	5.12%	-3.00%	7.04%
电子元器件	36.28%	15.31%	9.08%	3.55%	3.46%	16.20%	11.79%	4.36%	6.33%	9.09%	11.55%
通信	25.81%	7.32%	10.07%	-2.62%	0.88%	19.30%	14.53%	2.31%	5.56%	6.11%	8.93%
计算机	36.08%	8.74%	8.37%	-0.48%	2.36%	22.06%	13.80%	1.59%	4.47%	11.19%	10.82%
传媒	22.99%	9.15%	4.85%	-3.17%	6.41%	15.25%	12.23%	-0.32%	3.91%	2.37%	7.37%
综合	37.58%	9.76%	9.90%	5.32%	-0.32%	16.02%	12.09%	6.50%	5.24%	0.40%	10.25%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：一级行业春节效应期间平均涨跌幅



资料来源：Wind，华泰证券研究所

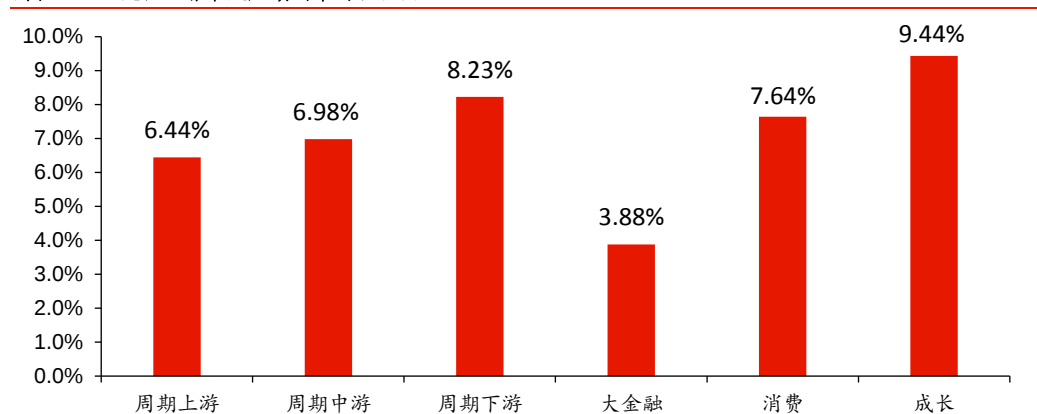
将一级行业聚类成周期上、中、下游，大金融，消费与成长六大板块，板块内采用等权方式合成板块指数。统计六大板块在历次春节效应期间的涨跌幅，可以看到成长板块优势显著，过去 10 年中，有 6 次排名第一，而且从平均涨跌幅来看，成长板块同样排名第一。值得注意的是，消费板块在历次春节行情中整体弹性较弱，仅有一次排名第一。

图表7： 六大板块春节效应期间涨跌幅

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
周期上游	28.19%	6.82%	8.18%	6.25%	-2.65%	8.29%	9.21%	2.56%	6.57%	-8.98%
周期中游	22.99%	9.25%	9.00%	2.75%	0.22%	10.37%	11.36%	0.66%	5.64%	-2.40%
周期下游	26.04%	8.61%	12.79%	3.37%	-1.08%	12.36%	11.64%	1.78%	8.30%	-1.51%
大金融	27.03%	5.19%	4.90%	5.45%	-4.34%	6.28%	2.61%	0.39%	2.04%	-10.79%
消费	26.26%	7.98%	8.19%	2.05%	0.87%	12.46%	10.86%	2.88%	5.18%	-0.32%
成长	28.59%	10.48%	8.51%	-0.21%	2.70%	18.28%	12.95%	1.83%	5.03%	6.19%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8： 六大板块春节效应期间平均涨跌幅



资料来源：Wind，华泰证券研究所

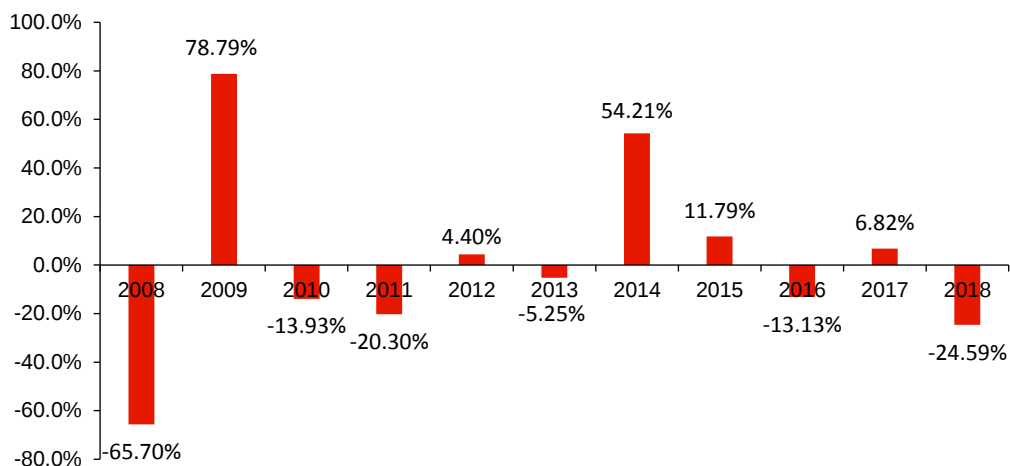
动量分析，过去一年为单边下行行情时，次年春季行情往往存在反转效应

按照前一年个股涨跌幅从高到低排序分为十组，第一组代表过去一年表现最好的组合，第十组代表过去一年表现最差的组合，组合内采用市值加权的方法计算组合涨跌幅。以此来分析各个组合在次年春节效应期间的表现。可以看到，在 09 年、12 年、13 年的春节行情中，前一年表现更差的股票相对更优，存在较为显著的反转效应。这几次春节效应的一个共同特征都是前一年经历了大幅、单边下行行情。其中：08 年、11 年上证综指全年分别下跌 65.70%、20.30%，而 12 年指数虽然整体收红，但除了年初稍有表现之外，2 月 27 日见顶后一直阴跌至 12 月 4 日，跌幅高达 -19.04%，也是典型的下行行情。

图表9： 按前一年涨跌幅分组统计次年春节效应中各组表现

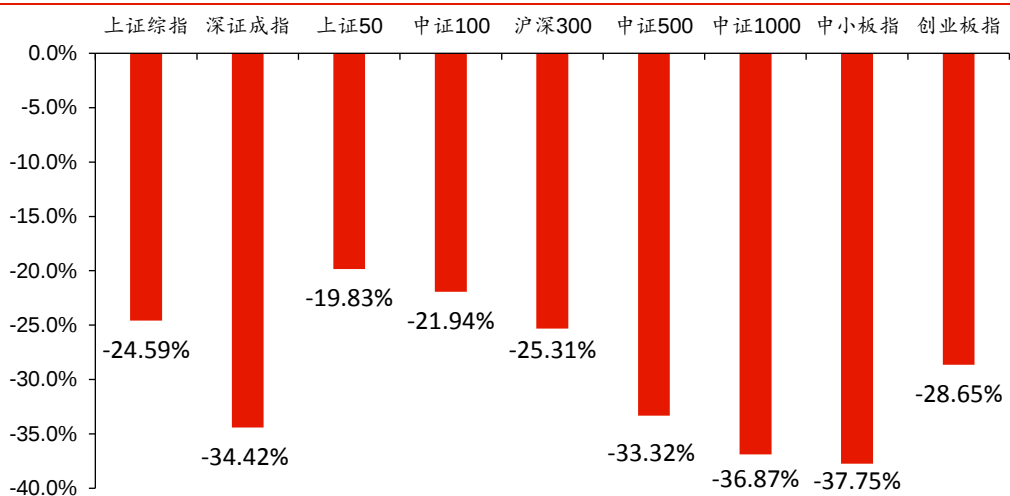
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
第 1 组	17.66%	9.17%	11.83%	2.03%	-1.31%	12.88%	6.75%	3.15%	4.72%	-6.65%
第 2 组	22.36%	9.64%	9.43%	2.99%	-3.80%	11.43%	2.22%	4.20%	4.27%	-6.42%
第 3 组	13.85%	10.04%	11.43%	2.46%	-1.49%	12.61%	5.90%	4.09%	3.01%	-2.86%
第 4 组	20.62%	9.38%	8.96%	2.61%	-1.87%	13.07%	4.48%	2.64%	4.03%	-2.42%
第 5 组	25.32%	8.47%	7.54%	3.16%	-1.00%	14.44%	9.54%	2.56%	2.87%	0.13%
第 6 组	17.20%	7.81%	8.33%	5.74%	-0.75%	10.68%	11.92%	2.93%	2.35%	1.02%
第 7 组	23.25%	3.30%	4.86%	4.25%	-0.68%	9.55%	9.40%	2.54%	2.75%	2.67%
第 8 组	24.43%	6.23%	4.63%	4.29%	0.29%	4.24%	12.51%	1.63%	2.83%	3.47%
第 9 组	29.62%	3.76%	6.38%	6.36%	0.68%	2.47%	11.07%	-1.32%	0.86%	2.77%
第 10 组	39.75%	3.79%	5.01%	0.52%	-0.37%	7.03%	10.32%	-1.06%	0.31%	3.06%
前五组均值	19.96%	9.34%	9.84%	2.65%	-1.90%	12.89%	5.78%	3.33%	3.78%	-3.64%
后五组均值	26.85%	4.98%	5.84%	4.23%	-0.17%	6.79%	11.04%	0.95%	1.82%	2.60%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10： 上证综指分年度涨跌幅

资料来源：Wind，华泰证券研究所

回顾 18 年市场表现，除了年初 1 月市场出现快速上涨行情之外，全年几乎都处于下行区间，其中以中小板指、中证 1000、中证 500 为代表的小盘指数表现较差，全年分别下跌 -37.75%、-36.87%、-33.25%，而以上证 50、中证 100 为代表的大盘指数相对抗跌，跌幅都在 -20% 左右。根据历史规律，我们预计在 19 年的春节行情中，小盘指数将相对占优，这与前文的结论一致。

图表11： 上证综指分年度涨跌幅

资料来源：Wind，华泰证券研究所

中长期来看，A 股未来还将面临盈利下行和外围股市承压的考验

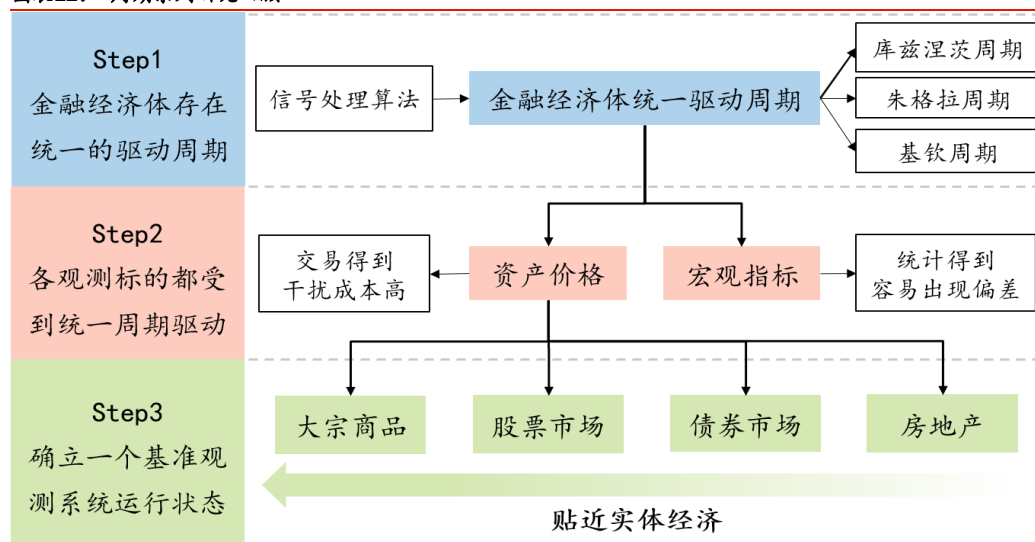
前文中我们通过对历年春节行情进行分析，发现每年春节前后（腊月十八到正月十八），市场都至少出现了结构性行情，多数情况下甚至出现了普涨格局。而且在报告《A 股市场及行业的农历月份效应》中，我们通过统计检验论证了这个规律是显著的，因此我们判断，A 股短期内或将迎来春季行情，其中小盘成长风格将相对占优。但我们仍然需要强调，这只是短期判断，将视角拉长，我们认为 A 股未来还将面临盈利下行、外围股市承压的考验。周期建模结论显示，A 股大的底部预计在三季度前后出现，而且从长周期视角来看，预计未来多年仍然是大盘、价值风格占优。

周期建模显示，实体经济基钦周期仍然处于下行区间

华泰金工“周期系列研究”思路如下：

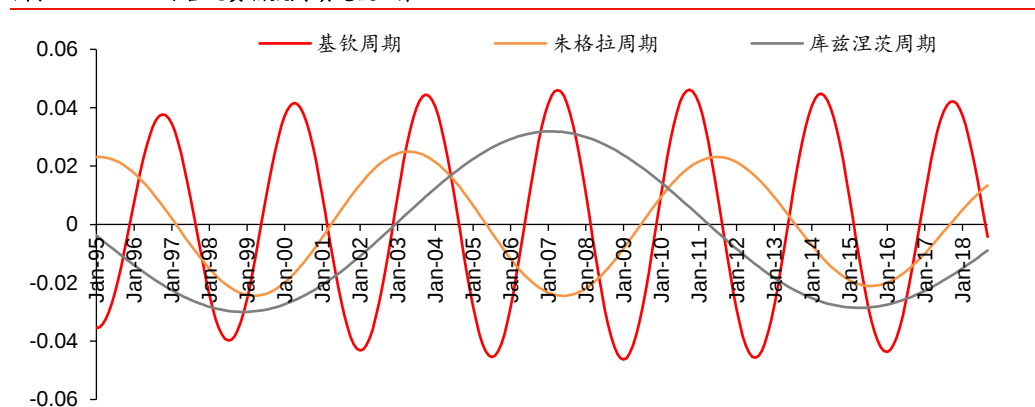
1. 基于信号处理算法对海量数据的实证分析，证明了金融经济体存在三个共同周期，分别是 42 个月的基钦周期、100 个月的朱格拉周期、200 个月的库兹涅茨周期。
2. 利用三周期对主要资产价格和宏观指标回归，论证三周期是金融经济体的主要驱动力。
3. 在所有资产中，大宗商品最贴近实体经济，可以从中提取三周期表征基本面运行状态。从当前三周期的运行状态来看，决定市场牛熊的基钦周期仍然处于下行区间，预计 19 年三季度前后见底，未来 A 股还将面临盈利下行、外围股市承压的考验，当前仍难言大底。

图表12： 周期系列研究回顾



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表13： CRB 综合现货指数周期建模结果

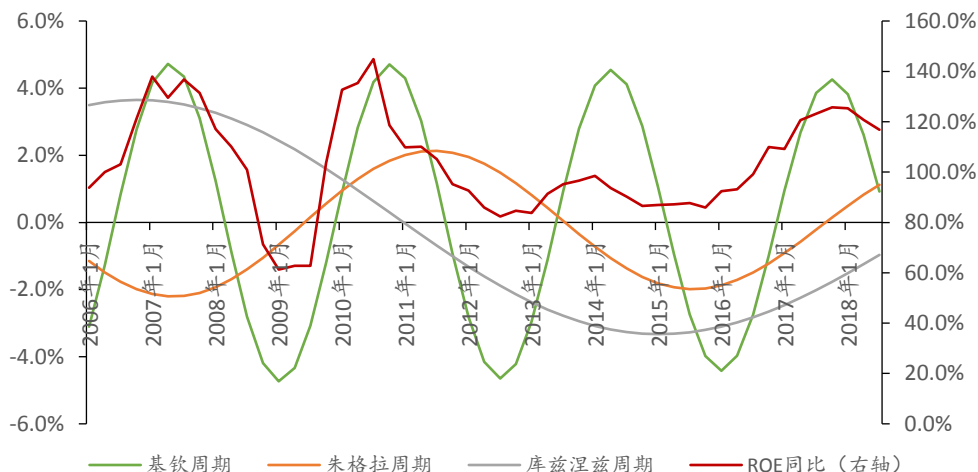


资料来源：Wind，华泰证券研究所

历次基钦周期下行期，盈利都有下行压力，流动性也会趋于宽松

回顾 05 年以来全市场（剔除金融股）ROE 同比增量与实体经济三周期的走势，可以发现每轮基钦周期下行期，盈利水平都出现了不同程度的下滑，本轮基钦周期自 17 年底见顶回落，目前仍然处于下行趋势，而当前市场盈利水平仍然处于相对高位，未来基钦周期持续下行，盈利有回落风险，市场的整体估值水平也有下行压力，因此我们判断，在盈利探底前难言市场底部。按周期长度推演，基钦周期预计于 19 年三季度前后见底，届时盈利有望触底回升，大的市场底部才会出现。

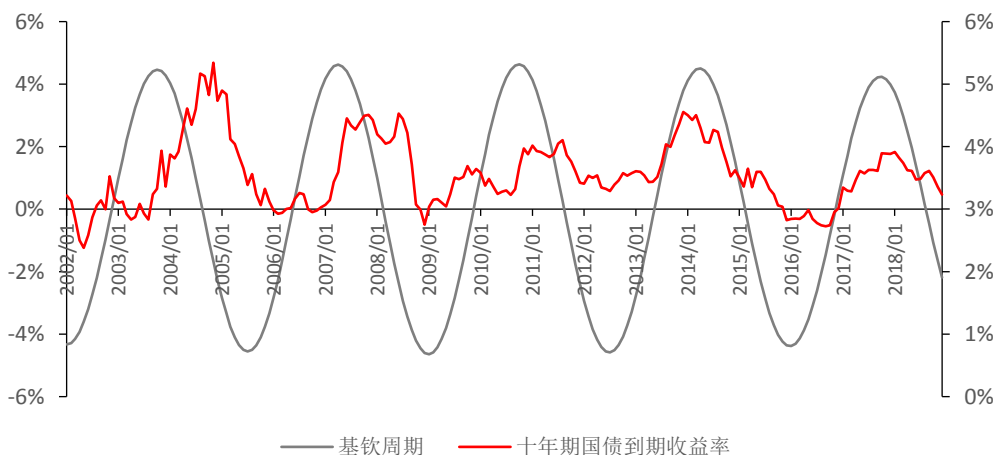
图表14：全市场（剔除金融股）ROE 同比增量与 CRB 三周期对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

另一方面我们注意到，基钦周期下行期一般都会出台相应的政策手段来对冲经济下滑预期，可以看到基钦周期下行时十年期国债到期收益率一般也会出现不同程度的下行，此时流动性环境有边际宽松预期，更利好长久期的小盘成长风格，这也支撑了我们前文的判断，也即春节行情期间，我们更看好小盘、成长风格。

图表15：基钦周期与国债十年期到期收益率走势对比

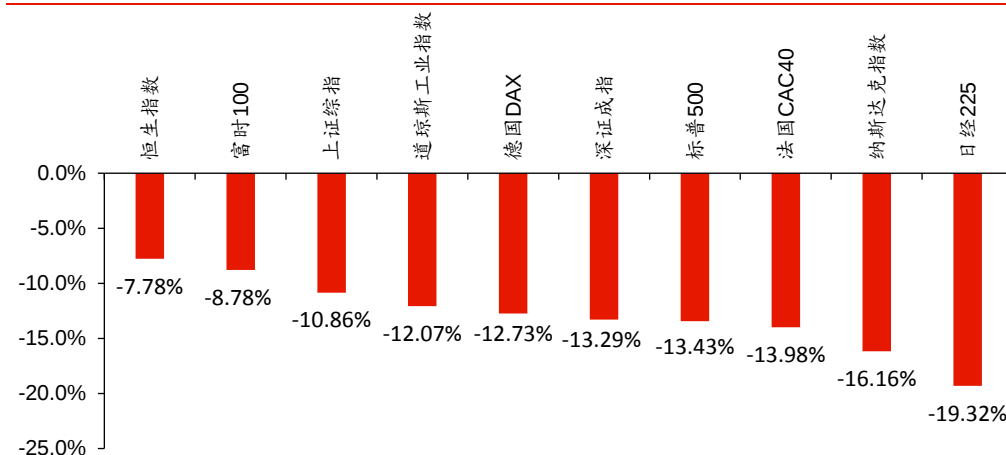


资料来源：Wind，华泰证券研究所

外围股市近期走势疲软，基钦周期下行风险正逐步发酵，影响风险偏好

自 18 年十月以来，全球主要国家股票市场指数均走势疲软。尤其是前期表现强势的美股三大指数，跌幅均超过 10%，其中纳斯达克指数下跌 16.16%、标普 500 下跌 13.43%、道琼斯工业指数下跌 12.07%。外围股市的疲弱走势也影响了 A 股投资者的风险偏好，上证综指、深证成指区间跌幅均超过 10%。未来随着基钦周期下行风险持续发酵，外围股市，尤其是以美股为代表的发达市场，大概率难以延续 18 年 10 月前的强势行情，这也是 A 股未来将面临的考验之一。

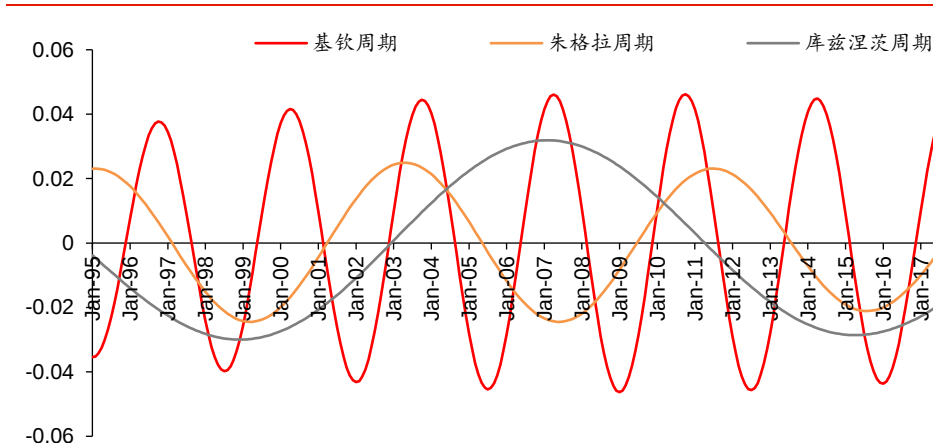
图表16： 18 年 10 月 1 日以来全球主要国家股票市场指数涨跌幅统计



资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们在前期周报中曾反复强调，新兴国家经济结构中制造业和上游原材料行业占比较大，更容易受短周期（也就是库存周期）的影响；发达国家经济结构更为成熟、均衡，因而受中长周期的影响更明显。所以 17 年底短周期开始拐头下行后，以中国为代表的新兴市场基本面最先承压，不确定性风险陡然增加，股市也出现大幅下行，而以美国为代表的发达市场由于受中长周期影响更大，而中、长周期在 18 年后是持续上行的，因此 18 年大部分时间里，美国的基本面和股票市场都是维持强势的。

图表17： CRB 综合现货指数周期建模结果



资料来源：Wind，华泰证券研究所

但是，整个金融经济体内在状态的改变会对各个资产价格和宏观指标的走势产生影响，只不过受影响的领先滞后关系不同。我们以 MSCI 新兴市场、MSCI 发达市场的走势为例，可以看到 17 年底基钦周期拐头后，风险呈现出“新兴市场→发达市场”的传导特征，在 18 年前十个月，以美国为代表的发达市场股市表现明显强于新兴市场，而 18 年 10 月以后，风险逐步扩散，主要股票指数都出现下行走势。

图表18： MSCI 新兴市场、MSCI 发达市场指数走势对比

资料来源：Wind，华泰证券研究所

进一步，观察中国和美国的股票指数和十年期国债到期收益率的走势：18年初，上证综指和中国十年期国债到期收益开始同步走弱，基钦周期拐头后经济基本面立马承压；而标普500和美国十年期国债到期收益率都是在18年10月以后才开始走弱；由此可以看到清晰的“新兴市场→发达市场”的风险传导规律。尤其是美国利率近期的大幅下行值得重视，在美联储仍处于加息通道的背景下，美国利率的大幅下行反映出基本面强势预期开始松动，这再次印证了我们之前的推论，系统状态改变的影响是广泛存在的。

图表19： 16年以来上证综指与中国十年期国债到期收益率走势对比

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表20： 16年以来标普500与美国十年期国债到期收益率走势对比

资料来源：Wind，华泰证券研究所

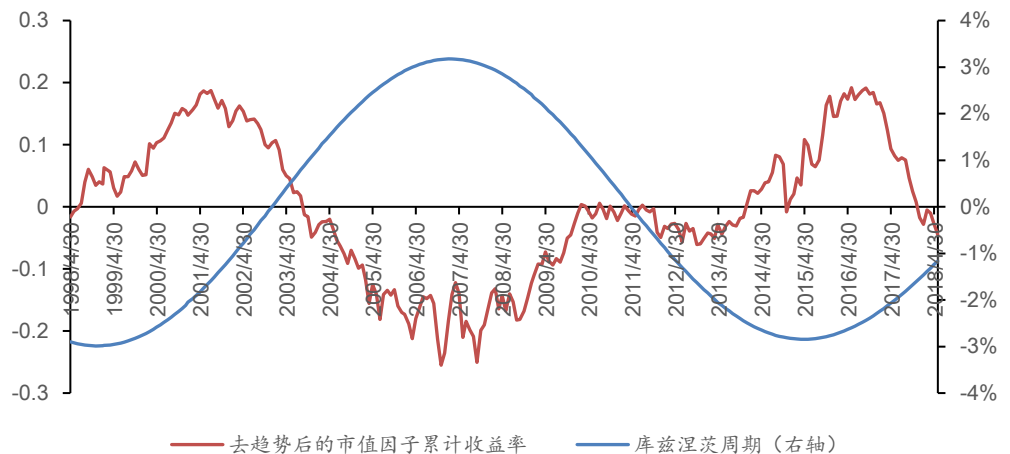
风格视角，中长期配置仍然建议大市值、低估值的价值投资风格

我们采用市值和估值两个核心维度来考察 A 股自 2000 年以来的风格变化。一般来说，价值股具有大市值、低估值的特征，成长股具有小市值、高估值的特征。

这里我们通过线性回归的方法来获取市值因子和 EP 因子的收益率（做了行业中性处理），然后对收益率求累计值，最后将累计因子收益率序列去趋势来考察其周期波动特征。结果表明市值因子和 EP 因子的表现均呈现出一定的周期性：1、当代表实体经济长期趋势的库兹涅茨周期上行时，企业盈利回升，投资者倾向于选择增长确定性更强的大市值股票，同时，由于经济上行带动利率上行，流动性收紧，会对股票估值形成压力，所以低估值的股票更受青睐；2、当库兹涅茨周期下行时，企业盈利不确定性增加，同时流动性环境趋于宽松，在找不到优质生息资产的情况下，投资者会倾向于投资未来，此时高估值、小市值的成长股表现更好。

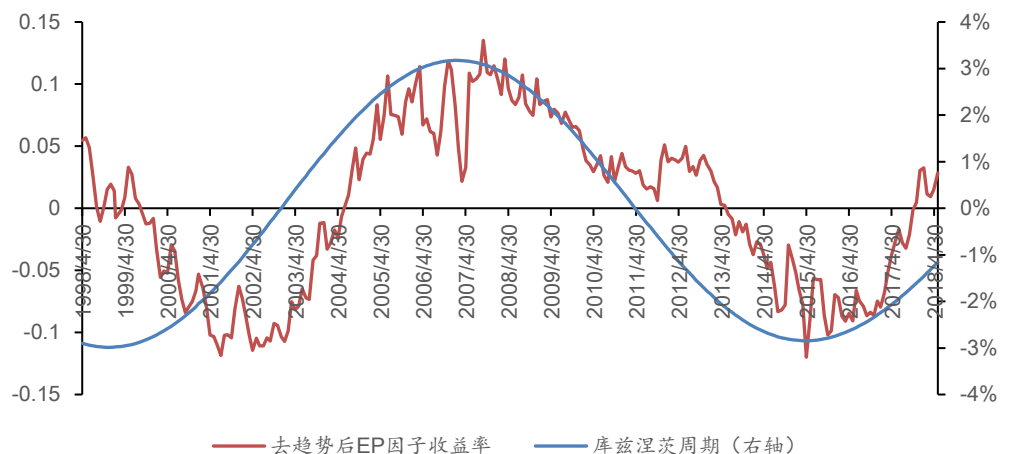
自 2015 年下半年库兹涅茨周期重回上行通道后，低估值股票几乎同步占据主导地位，表现显著优于高估值股票，而市值因子则是在 16 年下半年开始拐头向下，说明大市值风格开始占优。我们认为，未来随着库兹涅茨周期持续上行，这种趋势会得以保持，所以从长期配置的视角看，我们更推荐大市值、低估值的价值投资风格。

图表21：去趋势后的市值因子累积收益率与库兹涅茨周期



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表22：去趋势后的 EP 因子累积收益率与库兹涅茨周期



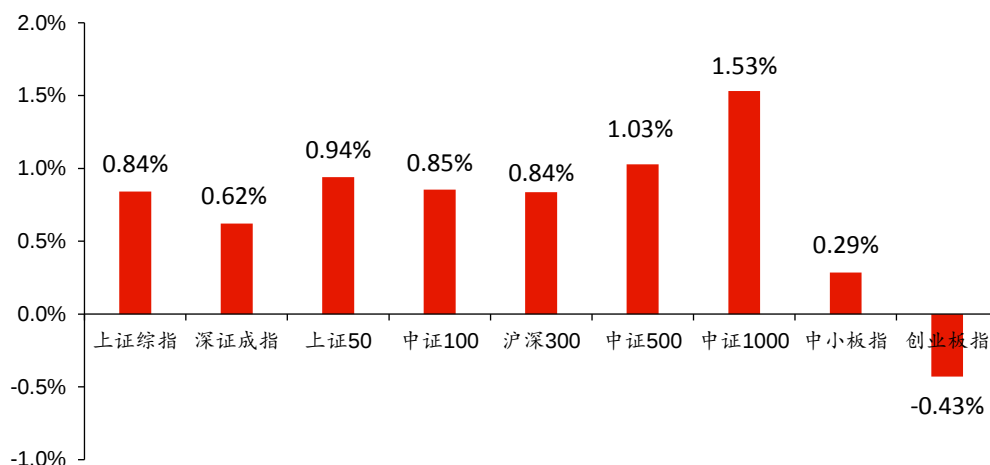
资料来源：Wind，华泰证券研究所

本周市场表现回顾

本周主要指数先跌后涨，除创业板指之外均收红

本周市场先跌后涨，多数指数最终收红，仅有创业板指微跌-0.43%，表现最好的是中证1000，上涨1.53%。

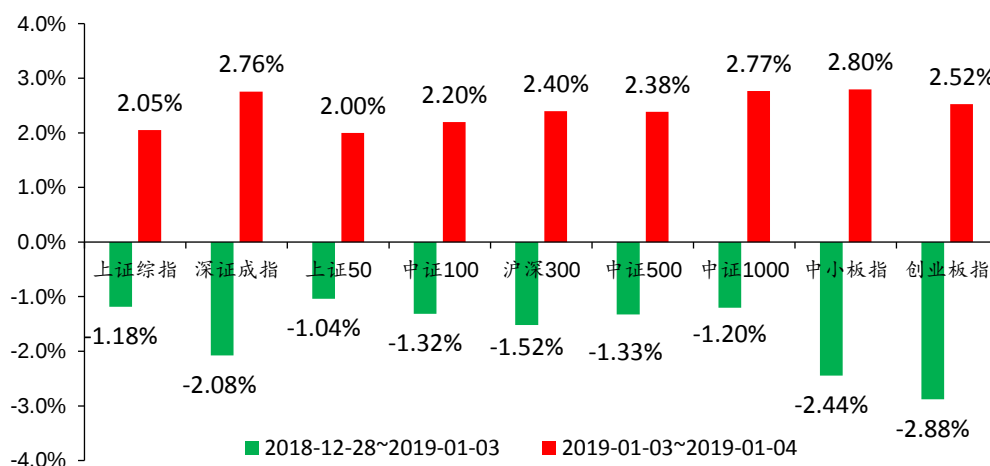
图表23：主要指数本周涨跌幅



资料来源：Wind，华泰证券研究所

本周五之前，主要指数整体呈下行态势，其中以创业板指和中小板指为代表的小盘指数跌幅较大；而周五当天主要指数均收红，领涨的同样是以中小板指、中证1000为代表的小盘指数。

图表24：本周主要指数分阶段（周五之前和周五当天）涨跌幅



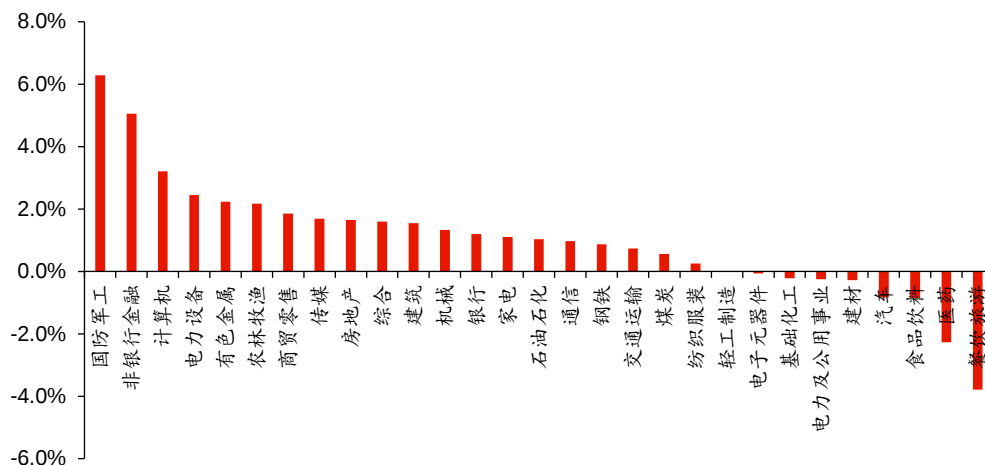
资料来源：Wind，华泰证券研究所

在2018年12月16日的周报《历次大底之前强势风格都出现补跌》中，我们曾指出：每轮基钦周期下行期，企业盈利水平都出现了不同程度的下滑，同时也伴随着政策对冲手段的出台，这种环境更利好小盘成长风格。目前来看观点正逐步应验，未来流动性环境有望进一步宽松，因此我们判断春季行情中，小盘成长风格将相对占优。

行业层面，国防军工、非银行金融领涨，餐饮旅游、医药表现较差

本周大部分行业收红，涨幅前五的行业为：国防军工（6.28%）、非银行金融（5.06%）、计算机（3.21%）、电力设备（2.45%）、有色金属（2.24%）；跌幅前五的行业为：餐饮旅游（-3.79%）、医药（-2.27%）、食品饮料（-0.85%）、汽车（-0.83%）、建材（-0.28%）。

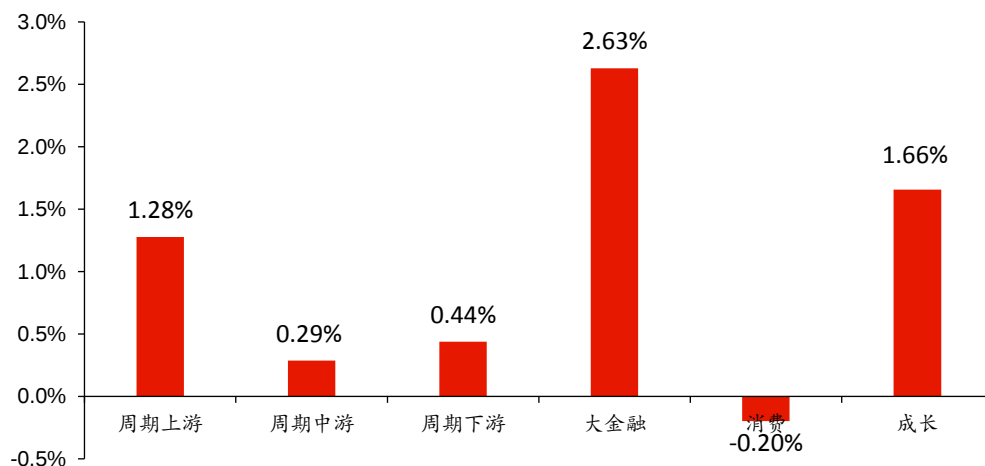
图表25： 中信一级行业本周涨跌幅



资料来源：Wind，华泰证券研究所

将一级行业聚类成周期上、中、下游，大金融，消费与成长六大板块，板块内采用等权方式合成板块指数。可以看到六大板块中仅有消费板块收跌，表现最好的是大金融板块。周涨幅 2.63%，成长板块也录得 1.66% 的收益。

图表26： 六大板块本周涨跌幅



资料来源：Wind，华泰证券研究所

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。

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：91320000704041011J。

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 2019 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

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

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