

“稳健”是主旋律 —机构投资者行为选股策略跟踪之一—

研究结论：

历史实证表明，高机构持有比例股票组合（R1，R2）更具投资价值

我们认为，机构整体对于股票持有的比例信息能够反映机构对于股票“好坏”态度，说的专业一点，就是机构能够识别股票是否有投资价值。因此，机构持有比例越高的股票，越能够反映机构认同股票的投资价值。当然，对历史的实证也是强力支持了我们的结论（具体请参考图1和表1）。

最新跟踪显示，机构持有比例高的股票显示了强大的“稳健”

2009H1中的高机构持股比例的R1和R2组合从平均收益和累计收益来看，均比不上R5组合，但是由于R1和R2组合相对来说更低的收益波动率，因此从夏普比例的角度可以看到，R1和R2组合式更具投资价值（具体请参考图2和表2）。

交易量指标再次证明能够增强高机构持股比例股票组合的收益

根据2009H1的基金持股信息，选出的高机构持股比例中的低交易量组合（R1T5）再次获取了4个组合当中最高的夏普比例，无论采取1个月换手率、3个月换手率还是6个月换手率，其收益均值与收益标准差之间的比值（夏普比例）在0.36上方。

虽然我们同时还观察到，低机构持股比例的股票中，高换手率股票组合（R5T1）具有很好的收益，甚至是四个组合当中收益率最高的组合，但是伴随着高的收益率，其波动率也是最大的，从这个角度来看，其收益并不具备稳定性，并且历史的检验也证实了这一点（表3）。

具体的R1T5组合请参考第7页表5。



东方证券
ORIENT SECURITIES

胡卓文

金融衍生品高级分析师
021-63325888-6117
huzhuowen@orientsec.com.cn

高子剑

金融衍生品首席分析师
021-63325888-6115
gaozijian@orientsec.com.cn

报告日期

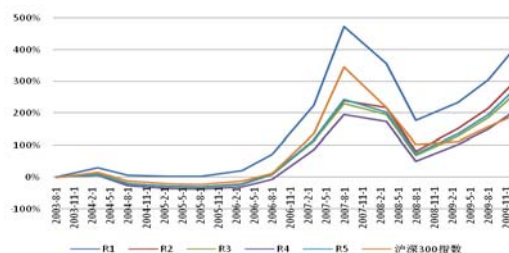
2009年12月29日

相关报告

2009年9月28日 《“量”为器，“价”为本》

2009年12月28日 《机构投资者行为与股票“量价”交叉套利》

不同机构持股比例股票组合累计表现



资料来源：Wind，东方证券整理

R1-R5 分别代表机构持股比例由高到低的五档股票组合

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

目录

机构持股比例与股票组合收益的关系	3
实证表明，机构持股比例高的股票组合较指数具有高的夏普比例（收益高，波动率低） .	3
最新结果表明，高机构持股比例股票的夏普比例依然超越指数	4
机构持股比例和股票价格交易量交叉组合	5
历史证明了交易量指标的有效性	5
新一期组合，历史重演。。。	6

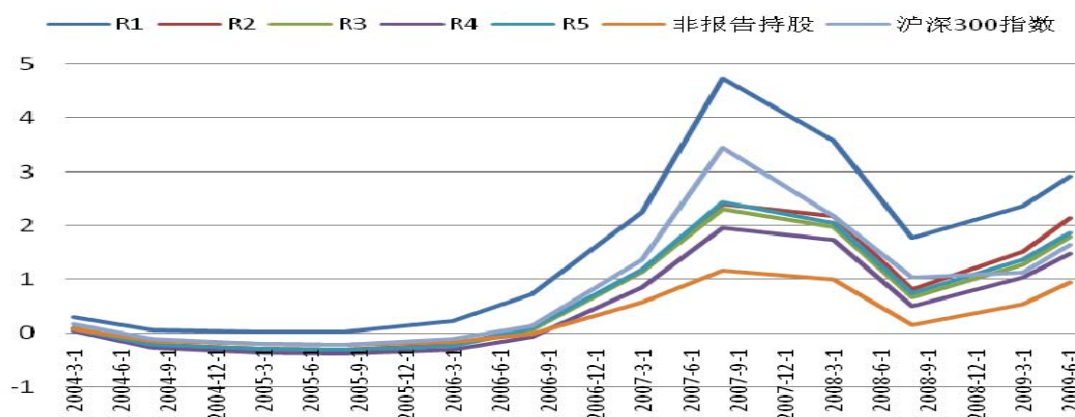
机构持股比例与股票组合收益的关系

我们认为，机构整体对于股票持有的比例信息能够反映机构对于股票“好坏”态度，如果机构对一只股票持有比例很高，那么除了基金看好这只股票的投资价值（无论是长期价值还是短期价值），没有别的理由会让所有的基金去持有这只股票。

实证表明，机构持股比例高的股票组合较指数具有高的夏普比例（收益高，波动率低）

实证表明，机构持股比例越高的股票组合，其长期收益越高。换言之，基金的持股比例信息能够帮助我们区分股票的好坏。图 1 和表 1 统计从 2003 年半年报到 2008 年年报不同机构持股比例股票组合的累计收益。

图 1: 2003H2-2008H2 不同机构持股比例股票组合累计收益



资料来源：Wind, 东方证券整理

表 1: 2003H2-2008H2 不同机构持股比例股票组合累计收益

	R1	R2	R3	R4	R5	非报告持股	沪深 300 指数
AVG	17.70%	15.84%	14.93%	14.04%	15.16%	9.30%	15.27%
STDEV	38.42%	38.13%	39.14%	39.72%	39.35%	29.03%	44.30%
AccRtn	291.29%	214.85%	179.24%	147.52%	186.81%	98.84%	163.78%

资料来源：Wind, 东方证券整理

说明：上图 1 和表 1 中的 R1-R5 分别代表按照机构持股比例的高低划分的五组股票组合，R1 代表前 20% 机构持股比例的股票组合，以此递减到 R5。

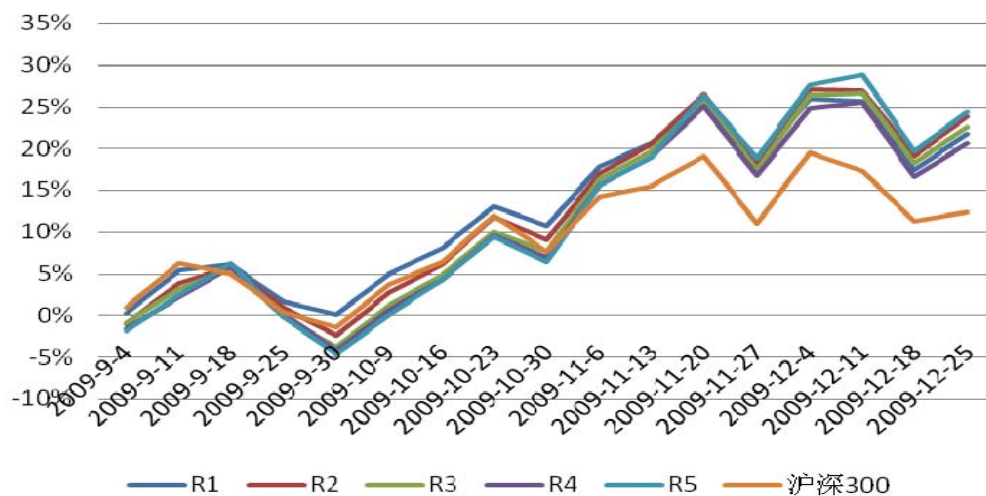
样本来源：偏股型基金半年度及年度报告披露的所有股票

可以发现一个明显的特点，那就是高机构持股比例的股票组合（R1，R2）累计收益和平均收益最高，而且累计收益和平均收益都能够超越指数（沪深 300 指数），并且在高收益的同时具有五组股票组合中最低的收益标准差。

最新结果表明，高机构持股比例股票的夏普比例依然超越指数

实证检验的结果持续到 2008H2，在这一部分，我们跟踪了最新的 2009H1 的股票组合，检验结果表明，高机构持股比例股票组合依然表现较好。具体参考图 2 和表 2。

图 2：2009H1 不同机构持股比例股票组合累计收益



资料来源：Wind, 东方证券整理

表 2：2009H1 不同机构持股比例股票组合收益统计

	R1	R2	R3	R4	R5	沪深 300
mean	1.25%	1.37%	1.31%	1.22%	1.42%	0.78%
stdev	4.12%	4.69%	4.78%	4.88%	5.08%	4.37%
mean/stdev	30.28%	29.23%	27.44%	25.06%	27.90%	17.84%
accRtn	21.81%	23.89%	22.58%	20.64%	24.47%	12.41%

资料来源：Wind, 东方证券整理

说明：上图 2 和表 2 中的 R1-R5 分别代表按照机构持股比例的高低划分的五组股票组合，R1 代表前 20% 机构持股比例的股票组合，以此按照 20% 的步长递减到 R5。

样本来源：偏股型基金 2009H1 报告披露的所有股票

从图 2 和表 2 可以发现，2009H1 中的高机构持股比例的 R1 和 R2 组合从平均收益和累计收益来看，均比不上 R5 组合，但是由于 R1 和 R2 组合相对来说更低的收益波动率，因此从夏普比例的角度可以看到，R1 和 R2 组合更具投资价值。

机构持股比例和股票价格交易量交叉组合

历史证明了交易量指标的有效性

2009年9月28日我们发布《“量”为器，“价”为本——基于交易量的动量反转策略》，在此篇报告中，我们对中国A股市场中的“量价”策略进行了系统的研究，得到的结论是股票的交易量信息能够帮助我们去区分动量反转效应，在交易量信息的帮助下，原有的动量组合和反转组合的收益都获得了显著的提升。

因此我们认为在机构持股比例信息的基础上，利用股票的“交易量”信息，能够增强原有股票组合（机构持股比例划分组合R1-R5）的收益水平，实证结果也证明了这一点。

前面我们通过实证，可以证实基金对股票的持有比例信息能够反映股票未来的收益的信息，高的持股比例反映了基金整体对于股票的看好，并且这部分股票在未来能够获得更高的收益水平。接下来在基金持有股票比例信息的基础之上，利用股票的交易量信息对原有股票组合进行增强。

历史实证表明（2003H2-2008H2），对于机构持股比例不同分组的股票组合，交易量信息能够稳定的增强原有组合的收益。具体而言，对于高机构持股比例的股票组合，低交易量信息能够增强原有组合的夏普比例，并且通过了检验。具体检验结果如表3。

表 3：R1T5 与其他三个组合（R1T1, R5T1, R5T5）的收益配对 t 检验显著性

	1 个月	3 个月	6 个月
R1T5-R5T1	0.95	0.95	0.95
R1T1-R5T1	0.95	0.95	0.95
R5T5-R5T1	0.95	0.95	0.95

资料来源：Wind, 东方证券整理

说明：R1T1 代表高机构持股+高换手率，R1T5 代表高机构持股+低换手率，R5T1 代表低机构持股+高换手率，R5T5 代表低机构持股+低换手率

新一期组合，历史重演。。。。

历史走到了 2009 年的中报，我们又得到了新一期基金的所有持股信息，我们接下来分别研究此股票组合的机构持股比例和股票交易量的交叉组合。

表 4：基金持股比例+股票换手率组合（1 个月，3 个月，6 个月）收益统计

1 个月

	R1T1	R1T5	R5T1	R5T5	沪深 300
mean	1.18%	1.29%	1.57%	0.89%	0.78%
stdev	4.38%	3.53%	5.39%	4.66%	4.37%
mean/stdev	26.89%	36.49%	29.02%	19.20%	17.84%
accRtn	20.20%	23.06%	27.26%	14.36%	12.41%

3 个月

	R1T1	R1T5	R5T1	R5T5	沪深 300
mean	1.05%	1.30%	1.55%	0.84%	0.78%
stdev	4.56%	3.46%	5.41%	4.29%	4.37%
mean/stdev	23.00%	37.72%	28.66%	19.49%	17.84%
accRtn	17.46%	23.46%	26.90%	13.55%	12.41%

6 个月

	R1T1	R1T5	R5T1	R5T5	沪深 300
mean	1.27%	1.25%	1.56%	0.82%	0.78%
stdev	5.73%	3.45%	5.46%	4.29%	4.37%
mean/stdev	22.24%	36.20%	28.63%	19.11%	17.84%
accRtn	20.83%	22.32%	27.14%	13.24%	12.41%

资料来源：Wind，东方证券整理

说明：R1T1 代表高机构持股+高换手率，R1T5 代表高机构持股+低换手率，R5T1 代表低机构持股+高换手率，R5T5 代表低机构持股+低换手率

1 个月，3 个月，6 个月分别代表以过去多长的时间计算股票的换手率

从表 4 中我们可以再次发现，高机构持股比例中的低交易量组合（R1T5）再次获取了 4 个组合当中最高的夏普比例，无论采取 1 个月换手率、3 个月换手率还是 6 个月换手率，其收益均值与收益标准差之间的比值（夏普比例）在 0.36 上方。

虽然我们同时还观察到，低机构持股比例的股票中，高换手率股票组合（R5T1）具有很好的收益，甚至是四个组合当中收益率最高的组合，但是伴随着高的收益率，其波动率也是最大的，从这个角度来看，其收益并不具备稳定性，并且历史的检验也证实了这一点（表 3）。

下表 5 列出了以股票过去三个月平均换手率作为交易量信息选出的股票组合。

表 5：3 个月 R1T5 组合

code	name	pastTurnover (%)	shareRatio	holdReturn
601601	中国太保	1.66	21.19%	12.38%
2038	双鹭药业	1.66	21.91%	31.99%
2024	苏宁电器	1.63	34.74%	34.63%
600748	上实发展	1.59	19.29%	-7.52%
600582	天地科技	1.58	31.73%	58.93%
600596	新安股份	1.56	42.84%	1.74%
601009	南京银行	1.55	16.30%	7.98%
600426	华鲁恒升	1.55	19.79%	34.32%
600729	重庆百货	1.53	37.79%	84.78%
600697	欧亚集团	1.51	49.40%	37.13%
600970	中材国际	1.49	30.11%	17.18%
600486	扬农化工	1.44	27.77%	8.67%
2153	石基信息	1.37	32.68%	6.71%
425	徐工机械	1.35	28.59%	16.78%
600570	恒生电子	1.24	20.81%	53.20%
600016	民生银行	1.21	22.71%	13.01%
600583	海油工程	1.20	18.55%	4.12%
2140	东华科技	1.19	24.19%	63.46%
869	张裕 A	1.18	38.41%	38.70%
600895	张江高科	1.13	17.62%	-5.22%
28	一致药业	1.10	29.17%	21.32%
600000	浦发银行	1.09	20.95%	0.59%
600153	建发股份	1.08	20.63%	3.34%
895	双汇发展	1.04	33.48%	36.66%
527	美的电器	1.04	18.26%	40.57%
651	格力电器	0.99	25.03%	36.81%
601318	中国平安	0.99	19.15%	5.98%
987	广州友谊	0.92	22.67%	33.56%
600315	上海家化	0.91	44.39%	26.25%
600036	招商银行	0.85	16.30%	7.89%
63	中兴通讯	0.81	19.88%	25.74%
601169	北京银行	0.80	21.02%	13.35%
600031	三一重工	0.78	16.84%	21.15%
601166	兴业银行	0.67	23.74%	14.39%
600585	海螺水泥	0.64	17.26%	13.72%
600276	恒瑞医药	0.57	21.03%	30.92%
600519	贵州茅台	0.35	16.53%	9.88%

资料来源：Wind，东方证券整理

说明：pastTurnover 代表股票过去三个月的平均日换手率，shareRatio 代表机构持股比例，holdReturn 代表股票从 2009-9-4 至 2009-12-25 的累计收益。

分析师承诺

胡卓文：金融衍生品高级研究员

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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接收到任何形式的报酬。

高子剑：金融衍生品首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn