

假如能够穿越

报告日期 2011-10-13

潘凡
021-68765295
执业证书编号

行业分析师
panfan@essence.com.cn
S1450511020018

报告关键点:

- 过去10年A股市场中，选股提供的盈利空间巨大，而行业轮动和大盘择时提供的盈利空间较小；
- 大部分基金经理都表现出很好的选股能力，而大部分基金经理的择时能力都是反向的。

报告摘要:

- 过去10年A股中如果每月选到最好的1/10的股票，累计增长18亿倍之巨，而每月大盘择时增长61倍。行业轮动最好达到7万多倍，风格轮动最好达到500多倍。其他不同长时的测试都显示选股的盈利空间要远大于择时的盈利空间。
- 过去表现好的股票组合市值小，估值低，前一期的换手率和波动率低，前一期的回报率低。过去表现差的股票组合市值大，估值高，前一期的换手率和波动率高，前一期的回报率高。
- 模拟结果显示，如果分析师能够把选中好股票的概率提高1%-2%，则累计的回报率会非常高。
- 过去十年最好的风格指数是小盘价值股，最差风格指数是大盘成长。
- 过去十年中最好的行业指数是食品饮料，最差行业指数是信息设备。
- 用Treynor和Mazuy模型分析2005年以来的85只基金的业绩发现大部分基金都有选股能力，而大部分基金的择时能力都是反向的。
- 风险提示：本文分析了过去股票市场表现出的规律，但是这些规律在未来，特别是短期内不一定依然成立。

报告联系人

柴宗泽

010-66581652
chaizz@essence.com.cn

前期研究成果

Piotroski 选股策略的实证研究

Mohanram 选股策略的实证研究

基于有效因子的多因子选股模型

一个惊人的投资策略

回归法的多因子模型

金融工程研究团队

柴宗泽
010-66581652
吴卓凌
0755-82558031

报告联系人
chaizz@essence.com.cn
报告联系人
wuzl2@essence.com.cn

预测对于投资来说是一件至关重要的事情。预测的方法五花八门，有基于宏观经济分析的较为长期的预测，基于市场情绪的短期预测，看 K 线图的技术分析，甚至周易八卦，奇门遁甲，无奇不有。量化投资的模型一般从过去的数据中发现一个大样本的规律，然后以此建模，作为未来投资的指导。这也常被人诟病为看着后视镜在崎岖的山路上飙车。当然，这种诟病是有欠公允的。因为任何预测，都是基于历史的事实，通过逻辑的推理，得到对未来的判断，不同的预测方法差别在于从历史到未来的预测的这个过程。比如行业分析师从其他公司的成长轨迹，市场的情况等等预测一个公司未来的盈利状况；宏观分析师通过对货币政策，财政政策的分析判断未来的市场整体情况，而货币政策等对经济体的影响效果也都是从过去的经验提炼出一个经济学的模型，把它一般化，作为预测的基础。量化投资的模型不过是比较明确地给出了判断的规则。没有人拥有看到未来的水晶球，所以看着后视镜飙车是不得已而为之。如果后视镜看得好，依然能够产生远胜于不看后视镜的效果。当然，作为一个量化投资的研究者，我们非常渴望能够有一个预知未来的水晶球。如果真的有这样一个水晶球，那我们的投资会是一个什么样子呢？这是一个非常有趣的问题。本文中我们假设能够穿越，重新走过去 10 年的股票投资之路，假设我们能够准确的预知每一只股票的每一个时段的回报率，那资本市场会给我们展现出怎样的一幅图景呢？

表 1 中我们假设从 2001 年 7 月 1 日到 2011 年 6 月 30 日 10 年的时间内，每个月我们都能够准确的预测下一个月每个股票的回报率，然后每个月根据下一个月回报率把股票等分成 10 份，每一份简单平均加权，持有一个月，每月末调整一次，那 10 个组合的累计回报是多少呢？表中的 group1 是回报率最差的一组股票，group10 是回报率最好的一组股票。如果我们在 2001 年 7 月 1 日在每个组合里投资 1 块钱，group1 到 group4 几乎都归零了。Group5 跌到 0.22 元。Group6-10 都实现了正的收益。其中 group10 累计增长了 18 亿倍之巨，显示了复利的惊人力量，诚如爱因斯坦所说：“复利是第八大奇迹”。这个结果也显示了过去 10 年资本市场所提供给我们的巨大空间。在这个巨大的空间中，投资者能够实现的回报几乎是沧海之一粟。从表中也可以看出，在过去 10 年的 120 个月中，最好的一组在 115 个月内实现了正的收益，最差的只有 7 个月有正的收益。最好的一组月度最大跌幅只有 4%，最大涨幅 80%，而最差的一组最大跌幅 43%，最大涨幅 4%。平均换仓率度量了每个月大概有百分之多少的股票要换掉，从表中可以看到，平均换仓率都在 80% 以上，说明个股回报率的波动率高，持续性低。这与我们前面的报告中观察到的反转效应很强是一致的。

表 1 月度选股的各组回报率统计量

	group1	group2	group3	group4	group5	group6	group7	group8	group9	group10
增长倍数	0.00	0.00	0.00	0.02	0.22	2.26	30.47	735.08	65297.58	1811861603.8
平均回报率	-0.13	-0.07	-0.05	-0.03	-0.01	0.01	0.03	0.06	0.10	0.20
波动率	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.11	0.12	0.15
最大涨幅	0.04	0.13	0.19	0.25	0.29	0.34	0.39	0.44	0.54	0.80
最大跌幅	-0.43	-0.37	-0.33	-0.30	-0.27	-0.25	-0.23	-0.20	-0.15	-0.04
平均换手率	0.90	0.92	0.91	0.89	0.89	0.89	0.90	0.91	0.91	0.88
正的次数	7	23	38	48	59	63	68	83	101	115
正的频率	0.06	0.19	0.32	0.40	0.49	0.53	0.57	0.69	0.84	0.96

数据来源：安信证券研究中心

表 1 给了我们 10 组股票的回报率的统计量。一个自然的问题就是这 10 组股票都有什么特征，能否给我们一些启示？表 2 中我们统计了上述 10 组股票的一些特征，其中市值是在各组中出现的股票在当时的市值的简单平均，其他特征变量也是这样的平均值。E2P 是 E/P 值的平均值，B2P 是 B/P 值的平均值。提前期波动率是前一个月股票每日回报率的标准差的平均数，提前期换手率是前一个月股票的每日换手率的平均数。持有期波动率和换手率是持有当月的波动率和换手率。提前期回报率是各组股票前一个月的回报率，持有期回报率是当月回报率的平均值。从表中可以看出最差的一组平均市值明显偏大，估值明显偏高，其他各组规律并不明显。波动率并没有明显的规律。低回报的股票组提前期换手率明显高，这说明低回报的股票组在前一个月的交易非常活跃，在单边做多的市场限制下，股价会偏高，第二个月会出现价格回归。这并不是一个随意的解读，而是由很多的学术研究证明了的结论，这个规律在国外的市场上也是存在的，有着深刻的行为金融学内涵。最好的一组股票持有期的波动率和换手率明显偏高，说明投资者再次将热情倾注到新的一组股票中。从提前期回报率来看最差的一组前一个月的回报率明显高，再次印证了反转效应的存在。

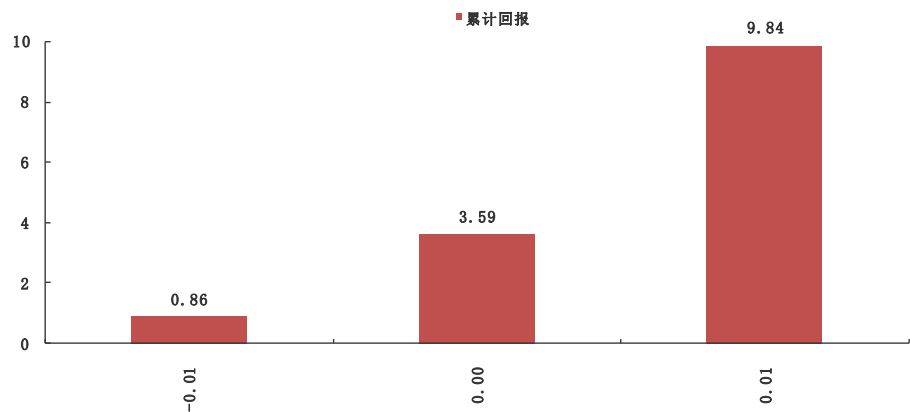
表 2 月度选股各组特征

分组	市值	E2P	B2P	提前期波动率	提前期换手率	持有期波动率	持有期换手率	提前期回报率	持有期回报率
0	309451.258	-0.001	0.274	0.029	0.025	0.029	0.021	0.038	-0.128
1	271557.593	0.010	0.335	0.028	0.023	0.027	0.019	0.014	-0.074
2	254197.325	0.013	0.359	0.028	0.022	0.026	0.019	0.002	-0.047
3	237858.051	0.013	0.371	0.028	0.021	0.026	0.019	-0.003	-0.026
4	231544.660	0.012	0.382	0.028	0.021	0.027	0.019	-0.007	-0.008
5	227321.961	0.013	0.383	0.027	0.021	0.027	0.020	-0.008	0.012
6	240848.333	0.014	0.375	0.027	0.020	0.027	0.021	-0.005	0.034
7	238065.017	0.012	0.361	0.027	0.020	0.028	0.022	-0.005	0.062
8	250843.788	0.011	0.344	0.028	0.021	0.029	0.024	-0.001	0.103
9	248157.856	0.006	0.324	0.028	0.021	0.032	0.031	0.004	0.205

数据来源：安信证券研究中心

在这里我们顺便做了一个实验，检验一下分析师存在的价值。这个问题，高善文博士已经写了好多文章分析。我们这里从金融工程的角度用 Monte Carlo 模拟的方法做一个分析。如果我们每个月随机地选择上述 10 组股票，选中了持有一个月然后再随机选下一个月的。这个过程重复 1000 遍，然后算平均的累计回报率。计算的结果如图 1 中间的柱图所示，平均增长了 3.59 倍。如果我们把最好的一组选中的概率增加 2%，次好的增加 1%，最差的降低 2%，次差的降低 1%，做同样的模拟，平均增长 9.84 倍。反之，如果我们把选中最好的概率降低 2%，次好的降低 1%，选中最差的增加 2%，次差的增加 1%，则累计回报降到 0.86 倍。这说明分析师只要能把选中好股票的概率稍微提高一点，产生的价值也是巨大的，说明分析师的存在是有价值的。

图 1 随机选股的蒙特卡罗模拟



数据来源：安信证券研究中心

前面我们统计了每月选股的结果，如果我们做择时，假如我们依然能够准确地预测上证指数每个月的回报率，在指数涨的月份做多，指数跌的月份空仓，投资的结果会如何呢？从表 3 中我们可以看到，过去 10 年上证指数增长了 24.5%，在过去的 120 个月中，只有 66 个月产生正的回报率。如果按照我们的指数择时的方法投资，累计增长 61.25 倍。从这个数据来看，大盘择时所提供的空间远小于选股所提供的空间。如果我们每个月选中一个最好的行业投资，择累计增长 7 万多倍，选中最差的投资则归 0。同样，如果我们把股票按照晨星风格分为 9 种风格，每月选择回报率最高的风格投资，累计增长 578 倍，每月选择最差风格投资则下降到 0.022 元。这些数据说明行业轮动和风格轮动所提供的空间要大于大盘择时，但是远小于个股。另外，行业轮动的空间大于风格轮动的空间。

表 3 每月择时的结果

	指数	指数择时	行业最好	行业最差	风格最好	风格最差
增长倍数	1.245	61.254	71634.236	0.000	578.407	0.022
平均回报率	0.564	3.610	0.104	-0.062	0.060	-0.027
波动率	8.700	5.181	0.120	0.089	0.106	0.091
最大涨幅	27.450	27.450	0.494	0.166	0.430	0.263
最大跌幅	-24.630	0.000	-0.171	-0.340	-0.216	-0.268
正的次数	66	66	97	0	87	46
正的频率	0.550	0.550	0.808	0.000	0.725	0.383

数据来源：安信证券研究中心

上述的选股思路在同样的时间内每个季度选择一次，结果如表 4 所示。最好的一组增长了 17 万倍，在过去的 40 个季度里有 38 个季度产生正的回报。季度最大涨幅 159%，最大跌幅 4%。Group1 到 group3 几乎都归 0，group6 以后产生正的收益率。说明股票的回报率分布比较对称。换仓率都在 90%以上。

表 4 每季度选股的各组回报率统计量

	group1	group2	group3	group4	group5	group6	group7	group8	group9	group10
增长倍数	0.00	0.00	0.03	0.14	0.51	1.88	8.19	49.12	653.14	172921.41
平均回报率	-0.19	-0.11	-0.06	-0.03	0.00	0.04	0.08	0.13	0.20	0.39
波动率	0.15	0.17	0.19	0.20	0.21	0.22	0.24	0.26	0.29	0.38
最大涨幅	0.14	0.39	0.50	0.59	0.67	0.75	0.84	0.96	1.13	1.59
最大跌幅	-0.53	-0.45	-0.41	-0.38	-0.35	-0.32	-0.28	-0.23	-0.13	-0.04
平均换仓率	0.98	0.99	0.97	0.97	0.97	0.97	0.99	0.99	0.98	0.96
正的次数	5	9	12	13	18	18	21	25	31	38
正的频率	0.13	0.23	0.30	0.33	0.45	0.45	0.53	0.63	0.78	0.95

数据来源：安信证券研究中心

季度选股的各组股票特征如表 5 所示，从表中可以看出回报差的组市值大，估值高，前期的波动率和换手率都略高，前期的回报率也较高。回报好的组合持有期的波动率和换手率略高。

表 5 季度选股特征变量

分组	市值	E2P	B2P	提前期波动率	提前期换手率	持有期波动率	持有期换手率	提前期回报率	持有期回报率
0	321654.845	-0.004	0.269	0.029	0.023	0.029	0.021	0.108	-0.193
1	281038.193	0.011	0.333	0.029	0.023	0.028	0.020	0.074	-0.108
2	242576.546	0.013	0.363	0.028	0.022	0.027	0.020	0.052	-0.064
3	235256.247	0.013	0.372	0.028	0.022	0.027	0.020	0.040	-0.029
4	220516.029	0.013	0.375	0.028	0.021	0.027	0.020	0.032	0.003
5	226148.550	0.014	0.380	0.028	0.021	0.028	0.021	0.033	0.037
6	221486.224	0.010	0.377	0.028	0.021	0.028	0.022	0.031	0.077
7	240568.920	0.013	0.361	0.027	0.021	0.028	0.022	0.035	0.128
8	234321.346	0.010	0.338	0.027	0.021	0.029	0.024	0.047	0.206
9	229535.709	0.009	0.327	0.028	0.021	0.031	0.028	0.054	0.398

数据来源：安信证券研究中心

表 6 中我们考察了季度择时的结果。季度指数择时增长 18 倍，行业轮动最好的达到 1300 倍，风格轮动达到 87 倍。过去 10 年的 40 个季度中，指数有 19 个季度收益为正，不到 50%。选择最好的行业有 34 个季度产生正的收益，最好的风格有 28 个季度产生正的收益。

表 6 季度择时的结果

	指数	指数择时	行业最好	行业最差	风格最好	风格最差
增长倍数	1.245	18.402	1305.930	0.009	87.107	0.135
平均回报率	0.021	0.082	0.227	-0.097	0.145	-0.035
波动率	0.185	0.129	0.296	0.160	0.270	0.161
最大涨幅	0.527	0.527	1.249	0.261	1.141	0.388
最大跌幅	-0.340	0.000	-0.294	-0.553	-0.348	-0.496
正的次数	19	19	34	9	28	13
正的频率	0.475	0.475	0.850	0.225	0.700	0.325

数据来源：安信证券研究中心

表 7 我们以半年为频率进行上述选股的统计。最好的一组累计增长 6821 倍，在过去的 20 个半年中有 19 个半年产生正的回报，最大涨幅半年 296%，最大跌幅半年 5%。Group1 到 group5 均亏损，group6 以上出现盈利。换仓率都在 80%以上。

表 7 半年选股的各组回报率统计量

	group1	group2	group3	group4	group5	group6	group7	group8	group9	group10
增长倍数	0	0.03	0.1	0.27	0.7	1.79	5.06	18.6	120.77	6821.15
平均回报率	-0.24	-0.13	-0.07	-0.01	0.04	0.09	0.15	0.23	0.36	0.69
波动率	0.24	0.28	0.31	0.34	0.36	0.39	0.43	0.48	0.55	0.78
最大涨幅	0.21	0.46	0.61	0.76	0.9	1.07	1.24	1.47	1.86	2.96
最大跌幅	-0.65	-0.58	-0.55	-0.52	-0.48	-0.44	-0.41	-0.35	-0.24	-0.05
平均换仓率	0.89	0.92	0.90	0.91	0.89	0.89	0.91	0.90	0.90	0.87
正的次数	3	6	6	7	9	10	12	12	15	19
正的频率	0.15	0.3	0.3	0.35	0.45	0.5	0.6	0.6	0.75	0.95

数据来源：安信证券研究中心

表 8 中总结了各组股票的特征。类似地，表现最差的股票组市值较大，估值较高，提前期的波动率和换手率都较高，持有期的换手率和波动率较低。表现好的股票组市值较小，估值较低，提前期的波动率和换手率也较低，而持有期的换手率和波动率较高。表现差的股票提前期的回报率相对较高，表现出较强的反转效应。

表 8 半年选股特征变量

分组	市值	E2P	B2P	提前期波动率	提前期换手率	持有期波动率	持有期换手率	提前期回报率	持有期回报率
0	317078.123	-0.006	0.270	0.029	0.022	0.029	0.021	0.189	-0.241
1	282346.133	0.011	0.339	0.029	0.022	0.028	0.020	0.114	-0.126
2	237870.628	0.013	0.361	0.029	0.022	0.028	0.020	0.101	-0.065
3	239365.152	0.009	0.372	0.028	0.021	0.028	0.020	0.080	-0.013
4	216374.416	0.013	0.377	0.028	0.022	0.028	0.021	0.079	0.037
5	209152.940	0.012	0.390	0.028	0.021	0.028	0.021	0.072	0.089
6	208965.574	0.011	0.382	0.028	0.021	0.028	0.022	0.078	0.150
7	219221.310	0.012	0.370	0.028	0.021	0.029	0.022	0.100	0.231
8	217209.134	0.010	0.358	0.028	0.021	0.029	0.023	0.107	0.358
9	207980.671	0.011	0.337	0.028	0.021	0.031	0.026	0.127	0.687

数据来源：安信证券研究中心

以半年为频率进行择时的效果如表 9 所示，指数择时增长 11.9 倍，过去 20 个半年中，有 11 个半年回报率为正，最大涨幅 62.5%，最大跌幅 48%。行业最好增长 117.6 倍，过去有 16 个半年增长为正，半年最大涨幅 165%，最大跌幅 19%，行业最差跌到 0.05。风格最好增长 29.9 倍，过去有 13 个半年产生正的收益，风格最差跌到 0.323 倍，过去只有 6 个半年产生正的收益。

表 9 半年择时的效果

	指数	指数择时	行业最好	行业最差	风格最好	风格最差
增长倍数	1.245	11.906	117.616	0.050	29.932	0.323
平均回报率	0.055	0.149	0.354	-0.105	0.250	-0.016
波动率	0.310	0.216	0.555	0.264	0.444	0.302
最大涨幅	0.625	0.625	1.655	0.503	1.437	0.711
最大跌幅	-0.480	0.000	-0.196	-0.516	-0.241	-0.413
正的次数	11	11	16	5	13	6
正的频率	0.550	0.550	0.800	0.250	0.650	0.300

数据来源：安信证券研究中心

如果用年度为频率进行上述选股,结果如表 10 所示。最好的一组增长了 763 倍,过去 10 年中有 9 年产生正的收益,最大涨幅 485%,最大跌幅 27%。group1 到 group4 亏损,group5 以上盈利。这说明从较长期来看,股票的回报率的分布中心向右移,大部分股票的回报率为正。平均换仓率都在 90%以上,说明股票表现的持续性差。

表 10 年度选股各组合回报率的统计量

	group1	group2	group3	group4	group5	group6	group7	group8	group9	group10
增长倍数	0.02	0.12	0.30	0.63	1.23	2.38	5.00	12.50	45.59	763.27
平均回报率	-0.24	-0.07	0.03	0.11	0.19	0.28	0.39	0.53	0.75	1.35
波动率	0.42	0.54	0.61	0.67	0.73	0.80	0.89	1.00	1.17	1.65
最大涨幅	0.52	0.97	1.20	1.43	1.65	1.89	2.20	2.58	3.18	4.85
最大跌幅	-0.79	-0.73	-0.69	-0.66	-0.63	-0.60	-0.57	-0.52	-0.44	-0.17
平均换仓率	0.90	0.91	0.90	0.90	0.88	0.90	0.91	0.91	0.91	0.90
正的次数	3	3	3	3	4	4	4	5	8	9
正的频率	0.30	0.30	0.30	0.30	0.40	0.40	0.40	0.50	0.80	0.90

数据来源：安信证券研究中心

表 10 中的各组股票的特征如表 11 的统计。从表 11 中可以看到,各组的特征与前面几种频率下选股的特征基本类似。大市值,高估值,前一期波动大,换手高,回报高的股票在下一年表现较差,这一规律具有相当的普遍性。

表 11 年度选股特征变量

分组	市值	E2P	B2P	提前期波动率	提前期换手率	持有期波动率	持有期换手率	提前期回报率	持有期回报率
0	393640.496	-0.006	0.273	0.030	0.023	0.029	0.021	0.462	-0.248
1	310830.988	0.013	0.347	0.029	0.023	0.028	0.020	0.333	-0.073
2	266322.635	0.010	0.374	0.029	0.022	0.028	0.020	0.293	0.023
3	264142.771	0.010	0.394	0.029	0.022	0.028	0.020	0.254	0.105
4	228841.192	0.013	0.394	0.029	0.022	0.028	0.022	0.264	0.187
5	218152.301	0.012	0.397	0.029	0.022	0.029	0.022	0.237	0.274
6	207999.282	0.013	0.398	0.029	0.022	0.029	0.023	0.258	0.381
7	231253.979	0.012	0.394	0.028	0.021	0.029	0.023	0.205	0.521
8	210193.986	0.012	0.376	0.028	0.021	0.030	0.024	0.253	0.746
9	196288.887	0.011	0.357	0.028	0.021	0.031	0.025	0.276	1.347

数据来源：安信证券研究中心

表 12 是年度择时的结果，指数择时增长 4.4 倍，过去 10 年中只有 4 年的指数回报率是正的，年度最大涨幅 128%，最大跌幅 28%。行业轮动最好的增长 45 倍，过去 10 年中 9 年产生正收益，最大涨幅 378%，最大跌幅 2%。行业轮动最差增长 0.13 倍，过去 10 年只有 2 年产生正收益。最大涨幅 117%，最大跌幅 51%。风格轮动最好的组增长 20 倍，有 6 年产生正收益，最大涨幅 275%，最大跌幅 13%。最差的组增长 0.44 倍，只有 3 年收益为正。最大涨幅 1%，最大跌幅 43%。

表 12 年度择时效果

	指数	指数择时	行业最好	行业最差	风格最好	风格最差
增长倍数	1.245	4.402	45.586	0.136	20.428	0.439
平均回报率	0.094	0.207	0.682	-0.097	0.518	0.035
波动率	0.487	0.415	1.166	0.495	0.851	0.604
最大涨幅	1.285	1.285	3.786	1.177	2.751	0.019
最大跌幅	-0.284	0.000	-0.026	-0.509	-0.130	-0.431
正的次数	4	4	9	2	6	3
正的频率	0.400	0.400	0.900	0.200	0.600	0.300

数据来源：安信证券研究中心

如果我们以五年为频率，把过去十年分为两段，按照前述规则选股，结果如表 13 所示。最好的组合增长 26 倍，过去两个五年都是正收益。Group1 到 group3 亏损，group4 以上盈率，再次说明长期股票回报率的分布向右移动，股票的走势是带正漂移的随机过程。

表 13 五年选股各组合回报率的统计量

	group1	group2	group3	group4	group5	group6	group7	group8	group9	group10
增长倍数	0.28	0.63	0.93	1.27	1.66	2.19	3.03	4.65	7.84	26.06
平均回报率	-0.33	-0.04	0.19	0.39	0.58	0.80	1.09	1.53	2.21	4.68
波动率	0.58	0.78	0.98	1.16	1.30	1.45	1.63	1.87	2.21	3.51
最大涨幅	0.08	0.51	0.88	1.21	1.50	1.82	2.24	2.85	3.77	7.16
最大跌幅	-0.74	-0.58	-0.50	-0.43	-0.34	-0.22	-0.06	0.21	0.64	2.19
平均持仓率	0.97	1.00	0.95	0.88	0.92	0.94	0.95	0.92	0.96	0.97
正的次数	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2
正的频率	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	1.00	1.00	1.00

数据来源：安信证券研究中心

五年选股的特征变量如表 14 所示。基本的规律依然与前面雷同。此不赘述。

表 14 五年选股的特征变量

分组	市值	E2P	B2P	提前期波动率	提前期换手率	持有期波动率	持有期换手率	提前期回报率	持有期回报率
0	249638.411	0.012	0.257	0.024	0.017	0.030	0.020	0.588	-0.341
1	163582.031	0.016	0.297	0.025	0.017	0.030	0.020	0.571	-0.046
2	128368.121	0.014	0.318	0.025	0.018	0.031	0.022	0.501	0.178
3	113661.952	0.006	0.366	0.025	0.017	0.031	0.023	0.390	0.384
4	113039.516	0.014	0.341	0.025	0.017	0.030	0.022	0.386	0.578
5	111232.746	-0.014	0.343	0.025	0.017	0.030	0.023	0.294	0.798
6	110095.659	0.003	0.391	0.024	0.017	0.030	0.023	0.294	1.081
7	100162.321	0.006	0.383	0.024	0.017	0.031	0.024	0.266	1.516
8	102102.972	-0.003	0.354	0.024	0.017	0.031	0.023	0.268	2.174
9	114459.585	-0.037	0.294	0.024	0.017	0.033	0.023	0.253	4.592

数据来源：安信证券研究中心

表 15 是五年择时的结果。指数前五年增长 65%，后五年下跌 24.6%。行业轮动最好增长 5.46 倍，过去两个五年都是正的回报率，最大涨幅 372%，最小涨幅 15%。行业最差增长 0.65 倍，最大涨幅 59%，最大跌幅 58%。过去 10 年中前五年最好的行业是食品饮料，最差的行业是农林牧渔，后 5 年最好的行业是家用电器，最差的行业是交通运输。风格轮动最好的增长 10 倍，最差的增长 0.99 倍。过去 10 年中前 5 年增长最好的是大盘价值，最差的是小盘成长；后五年最好的是小盘价值，最差的是大盘成长。

表 15 五年择时

	指数	指数择时	行业最好	行业最差	风格最好	风格最差
增长倍数	1.245	1.650	5.461	0.65	10.267	0.996
平均回报率	0.203	0.326	1.941	0.002	4.507	0.210
波动率	0.635	0.461	2.525	0.832	6.333	0.683
最大涨幅	0.652	0.652	3.726	0.590	8.985	0.893
最大跌幅	-0.246	0.000	0.155	-0.587	0.028	-0.474
正的次数	1	1	2	1	2	1
正的频率	0.500	0.500	1.000	0.500	1.000	0.500
			食品饮料	农林牧渔	大盘价值	小盘成长
			家用电器	交通运输	小盘价值	大盘成长

数据来源：安信证券研究中心

表 16 是根据过去 10 年的回报率把股票分为 10 组,最好的一组平均增长 7.9 倍,最差的年增长 0.76 倍。Group1 亏损, group2 以上盈利。再次说明长期来看股票的回报率会有正的漂移。

表 16 十年选股各组合回报率的统计量

	group1	group2	group3	group4	group5	group6	group7	group8	group9	group10
增长倍数	0.76	1.08	1.30	1.53	1.80	2.11	2.50	3.05	4.01	7.91
平均回报率	-0.24	0.08	0.30	0.53	0.80	1.11	1.50	2.05	3.01	6.91

数据来源：安信证券研究中心

表 17 是上述 10 组股票的特征变量。从表 17 看来,各组股票的市值差别不大,而估值的重要性凸显,说明估值在股票的长期走势中非常重要。

表 17 十年选股的特征变量

分组	市值	E2P	B2P	提前期波动率	提前期换手率	持有期波动率	持有期换手率	提前期回报率	持有期回报率
0	122574.236	0.014	0.191	0.021	0.009	0.031	0.020	-0.177	-0.252
1	136279.084	0.016	0.225	0.021	0.009	0.031	0.023	-0.195	0.088
2	105934.352	0.013	0.217	0.022	0.010	0.035	0.022	-0.231	0.306
3	112425.390	0.017	0.257	0.021	0.010	0.032	0.022	-0.215	0.540
4	101419.386	0.015	0.252	0.021	0.009	0.032	0.024	-0.215	0.802
5	109060.199	0.016	0.277	0.021	0.010	0.033	0.023	-0.248	1.112
6	112329.540	0.018	0.259	0.020	0.009	0.031	0.022	-0.203	1.493
7	117018.339	0.019	0.294	0.020	0.009	0.032	0.022	-0.188	2.054
8	117823.997	0.019	0.265	0.020	0.009	0.032	0.020	-0.215	3.016
9	130357.617	0.021	0.287	0.020	0.009	0.031	0.018	-0.190	6.871

数据来源：安信证券研究中心

表 18 是 10 年择时的结果。从表中可知，过去 10 年最好的行业是食品饮料，增长 3.5 倍，最差的是信息设备，增长 1.01 倍。过去 10 年最好的风格指数是小盘价值，增长到 8.93 倍，最差的是大盘成长，增长 1.18 倍。这一结果并不是偶然现象，美国市场也是这个规律，具有相当的普遍性。

表 18 十年择时

	指数	指数择时	行业最好	行业最差	风格最好	风格最差
增长倍数	1.245	1.245	3.51	1.01	8.93	1.18
平均回报率	0.24	0.24	2.51	0.01	7.93	0.18
			食品饮料	信息设备	小盘价值	大盘成长

数据来源：安信证券研究中心

表 19 是过去 10 年各行业指数的回报率及排名。

表 19 过去十年行业表现排名

行业名称	10年增长倍数	排名	行业名称	10年增长倍数	排名
食品饮料	3.51	1	餐饮旅游	1.48	13
采掘	2.89	2	交通运输	1.40	14
机械设备	2.69	3	化工	1.40	15
有色金属	2.66	4	综合	1.33	16
商业贸易	2.37	5	纺织服装	1.28	17
家用电器	2.35	6	公用事业	1.26	18
医药生物	2.35	7	农林牧渔	1.24	19
金融服务	2.12	8	轻工制造	1.15	20
交运设备	2.00	9	电子元器件	1.13	21
建筑建材	1.83	10	信息服务	1.12	22
黑色金属	1.73	11	信息设备	1.01	23
房地产	1.70	12			

数据来源：安信证券研究中心

以上的分析表明选股的空间要远远大于择时的空间，而这巨大的空间，投资者真正能够赚到的非常有限。作为专业的投资者，基金经理在择时和选股方面的表现如何呢？我们这里选取了 2005 年 7 月 1 日之前成立的 15 只普通股票型基金、40 只偏股型混合型基金、13 只偏债型混合型基金和 17 只平衡型混合型基金（Wind 分类），用 2005 年 7 月 1 日到 2011 年 7 月 1 日之间的回报率做一个简单的分析。分析基金经理的择时和选股能力的方法有很多，我们这里采用 Treynor 和 Mazuy 模型做一个如下的回归：

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_1 (R_{mt} - R_{ft}) + \beta_2 (R_{mt} - R_{ft})^2 + \varepsilon_{it}$$

其中， R_{it} 为 t 期基金 i 的组合收益率， R_{ft} 为 t 期无风险收益率， R_{mt} 为 t 期市场基准收益率， ε_{it} 为随机干扰项。 α_i 代表选股能力，如果 α_i 显著大于零，表明基金

经理具有证券选择能力。 β_2 代表择时能力，如果 β_2 显著大于零，那么基金经理具有择时能力。

数据分析的结果如表 20 所示，过去基金经理大部分表现出很好的选股能力，而择时能力竟然大部分是反向的。

表 20 基金经理择时选股能力的分析结果

基金类型	显著正 α 比例	显著负 α 比例	显著正 β_2 比例	显著负 β_2 比例
普通股票型	60.00%	0.00%	0.00%	26.67%
偏股混合型	82.50%	0.00%	0.00%	60.00%
偏债混合型	76.92%	0.00%	0.00%	61.54%
平衡混合型	17.65%	0.00%	0.00%	35.29%

数据来源：安信证券研究中心

从以上的分析可以看出，股票市场提供的选股空间远大于择时空间，而从基金经理的表现来看，选股的难度也低于择时的难度，这些发现可以为我们的投资决策提供一定的参考。

分析师简介

潘凡，华中科技大学理学学士、金融工程硕士。2007 年开始从事基金产品与衍生品研究，2010 年《新财富》金融工程最佳分析师。

分析师声明

潘凡声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034