

四象限资产定位模型

——大类资产和行业相对收益分析

荀玉根（海通证券首席经济学家） SAC号码： S0850511040006

郑子勋（海通策略联席首席分析师） SAC号码： S0850520080001

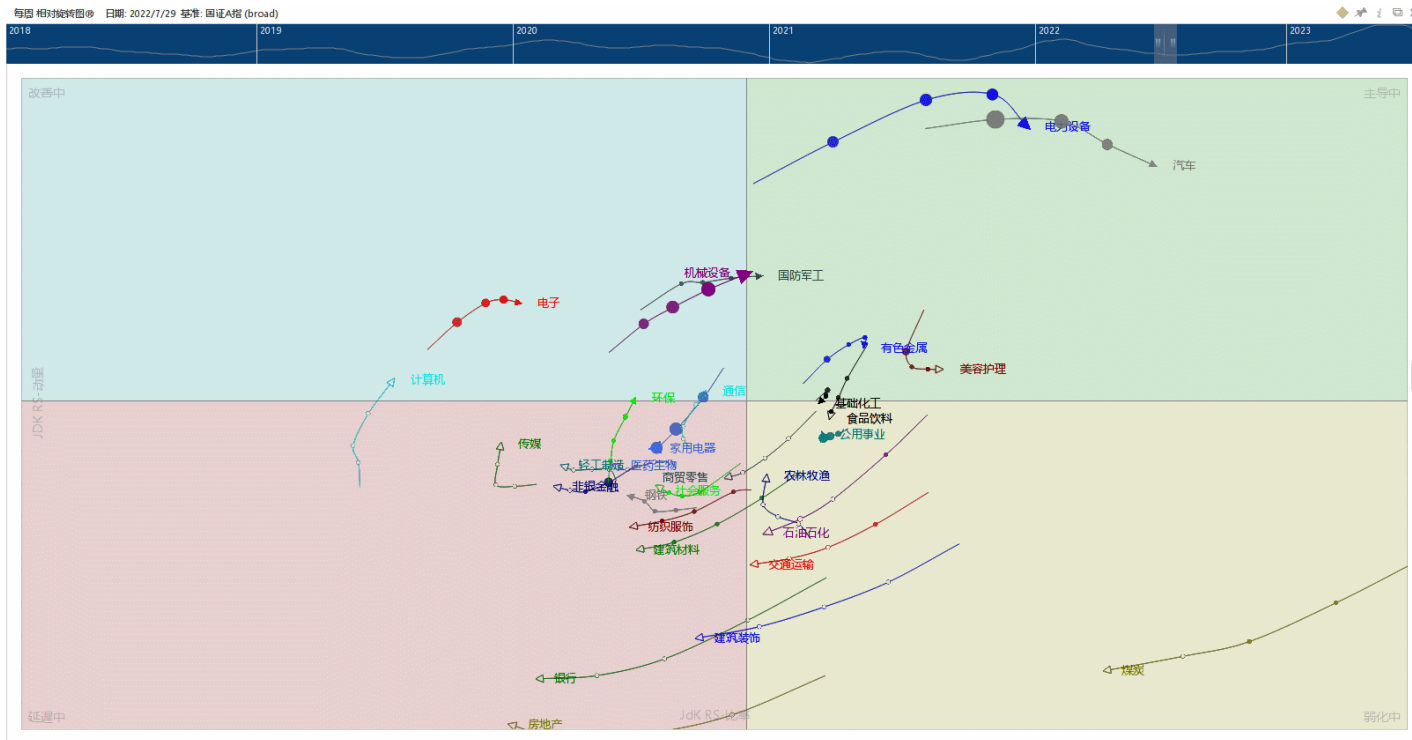
余培仪（海通策略高级分析师） SAC号码： S0850523040002

王正鹤（海通策略高级分析师） SAC号码： S0850523060001

2023年8月3日

效果呈现：多资产——截面+时间序列

✓ 不同行业的超额收益在四个象限中周期性地轮回。



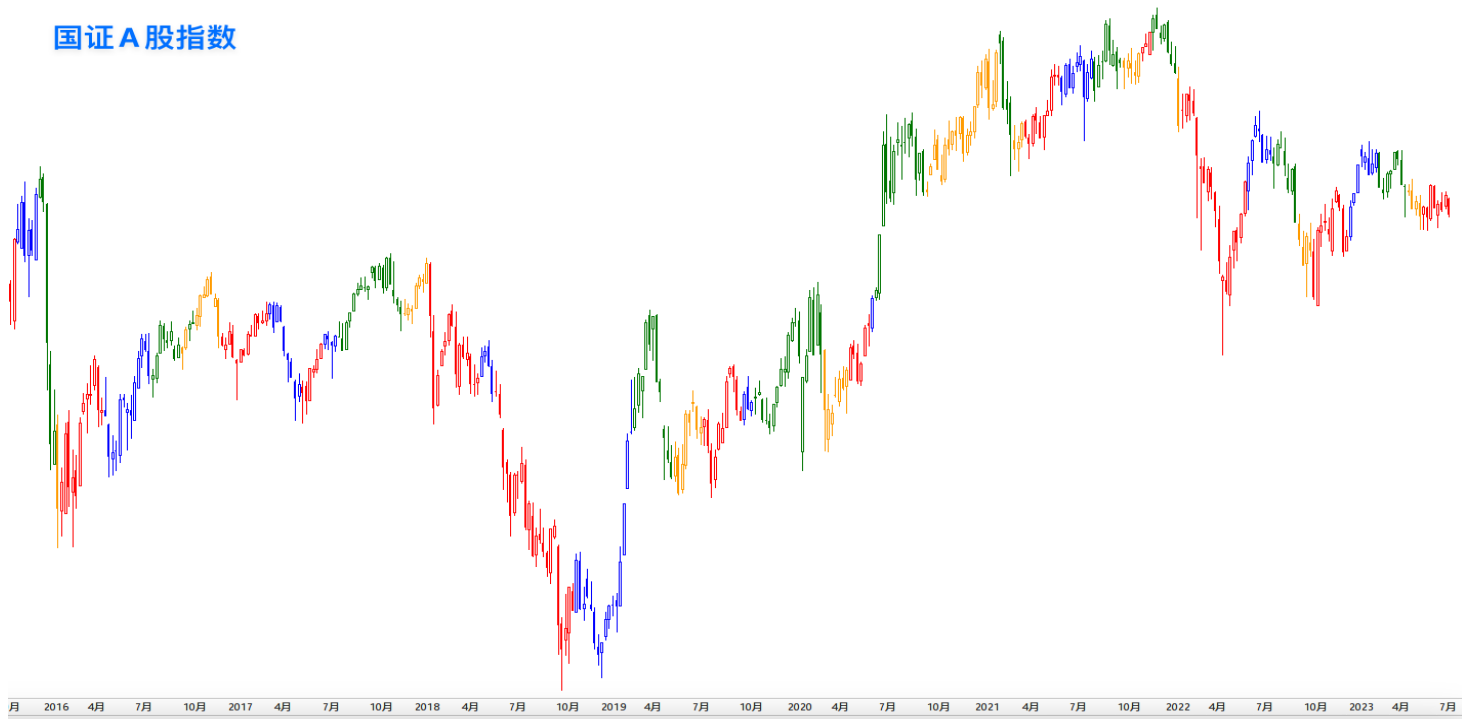
Optuma

资料来源：Uqer, Optuma, 海通证券研究所。基准为国证全A指数，行业指数为申万行业指数

效果呈现：单一资产——时间序列

✓ 将股价按超额收益的四个象限划分，能看出资产超涨/超跌的情况。

国证A股指数



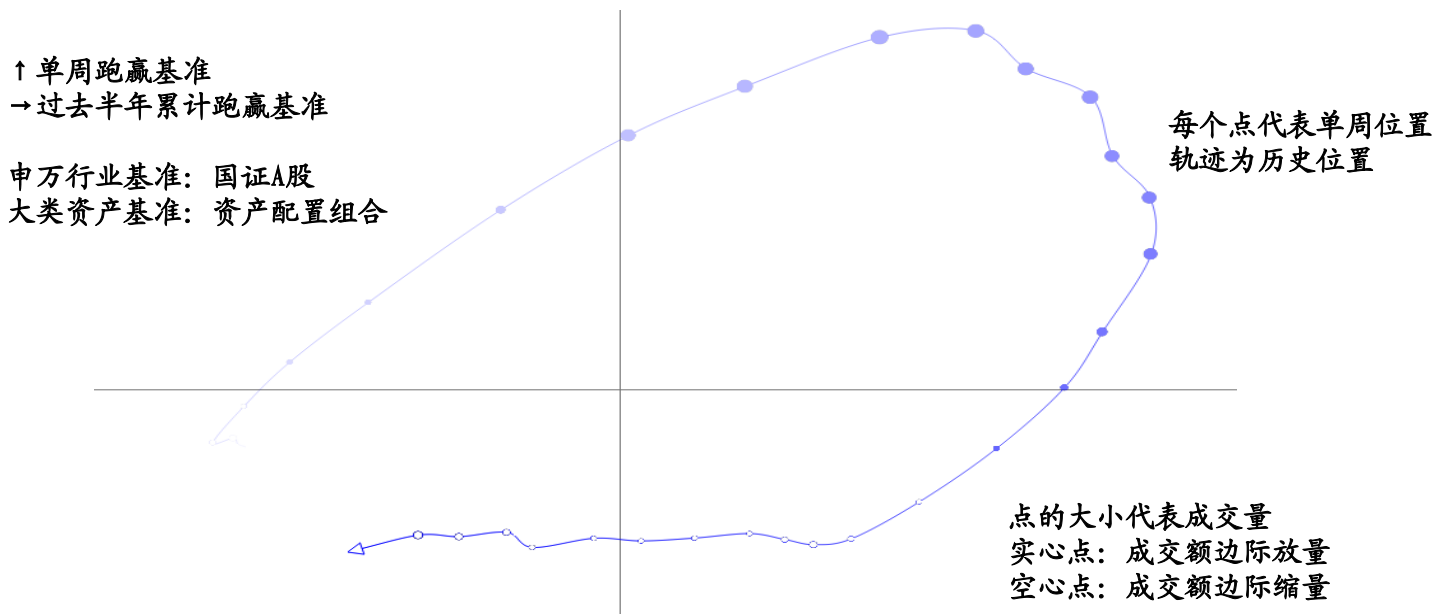
1. 模型的技术细节

2. 四象限如何应对

3. 近三年案例复盘

缘何能够转圈？

- ✓ 逻辑上：单个资产相对基准的表现会反复（跑赢↔跑输）。
- ✓ 数理上：横坐标是纵坐标的区间滚动累计值。



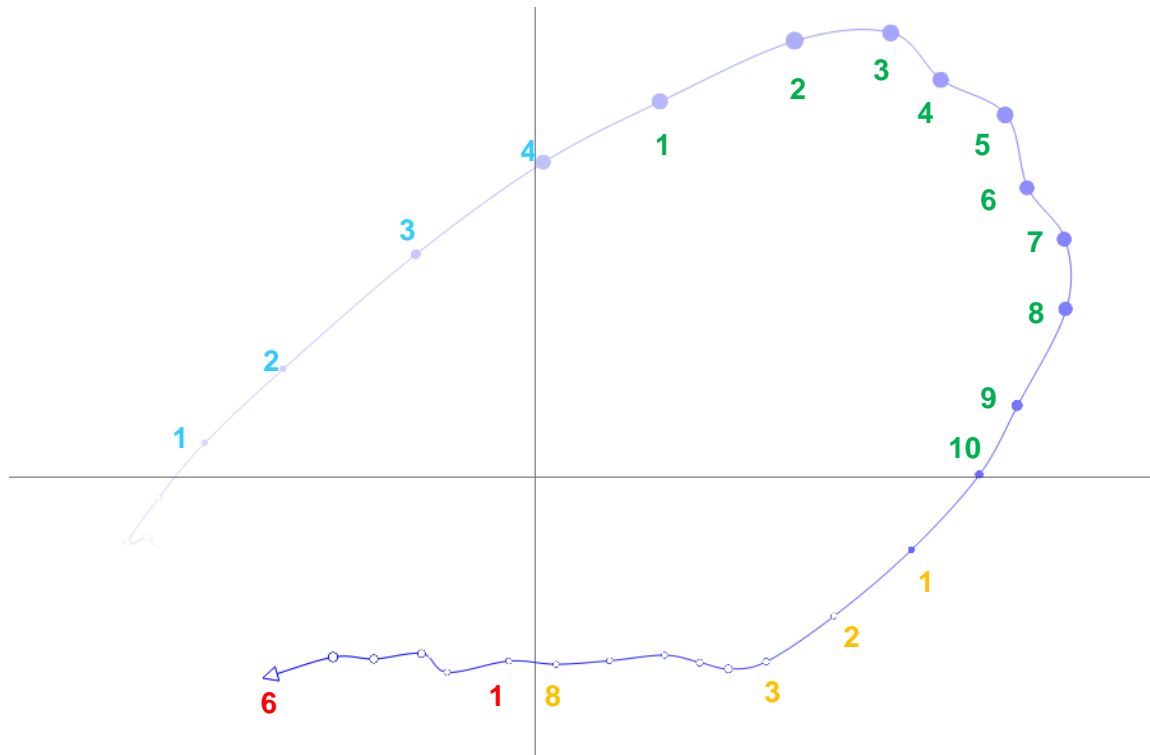
四个象限代表不同的资产定位

✓ 纵坐标代表短期情绪，横坐标其实代表基本面的相对优势（因为连续跑赢半年）。



注意点1: 模型管多久?

✓ 一个象限运行时间为1-3个月，决策周期为季度到半年。



注意点2: 更长的产业趋势如何把握?

✓ 基本面趋势向上时，黄绿反复；基本面趋势向下时，红蓝交替。

电力设备



注意点3: 相对收益≈绝对收益

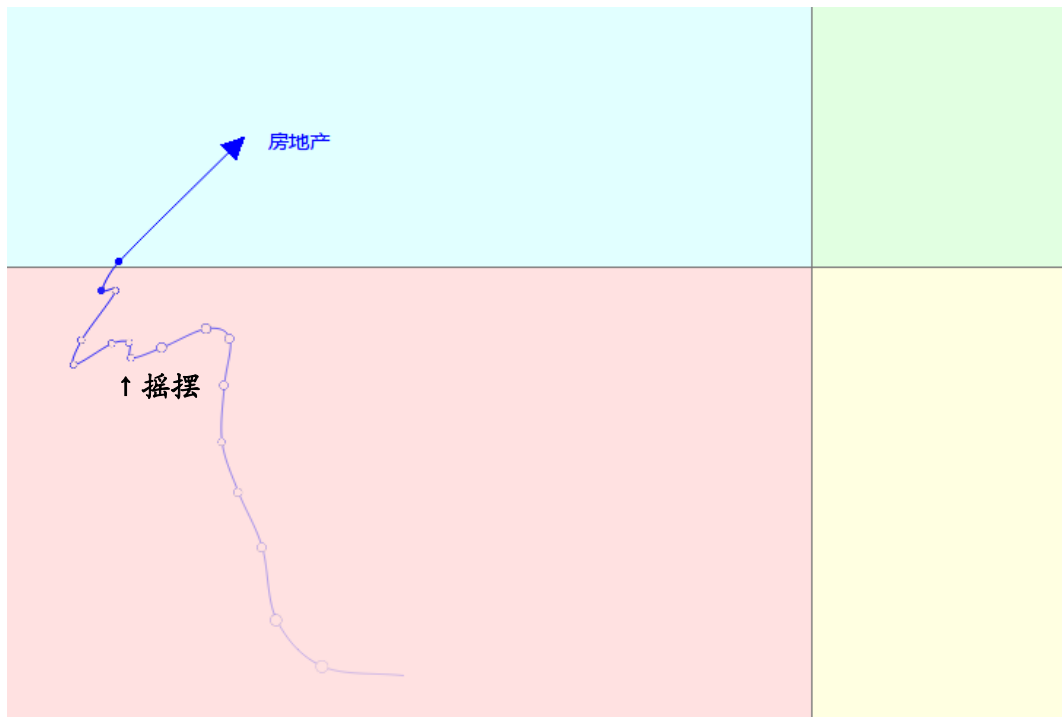
- ✓ 跑赢=领涨/抗跌，跑输=领跌/滞涨。通常资产股价波动性大于基准。
- ✓ 特例如14-15年食品饮料跑输了大盘但是有绝对收益。

食品饮料



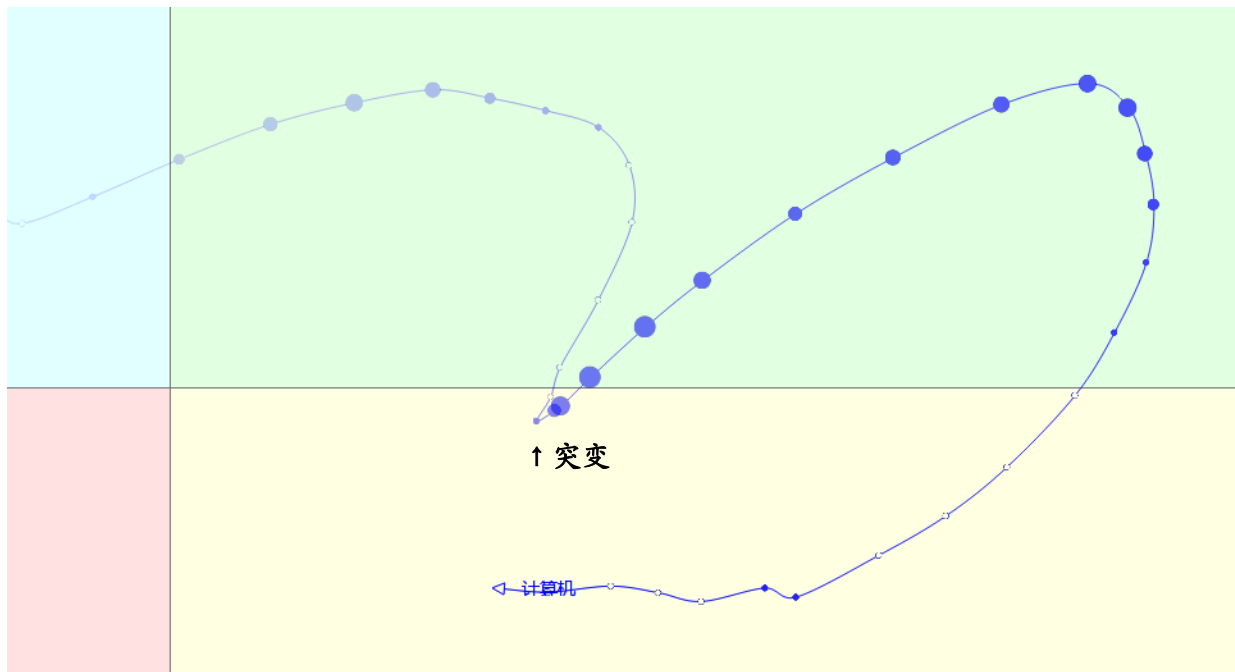
注意点4: 模型并非百分百完美

✓ 因为平滑技术有限，有时候资产超额收益的旋转不会一帆风顺。



注意点4: 模型并非百分百完美

✓ 23年2月chatGPT推出订阅模式，计算机AI主题放量上涨。



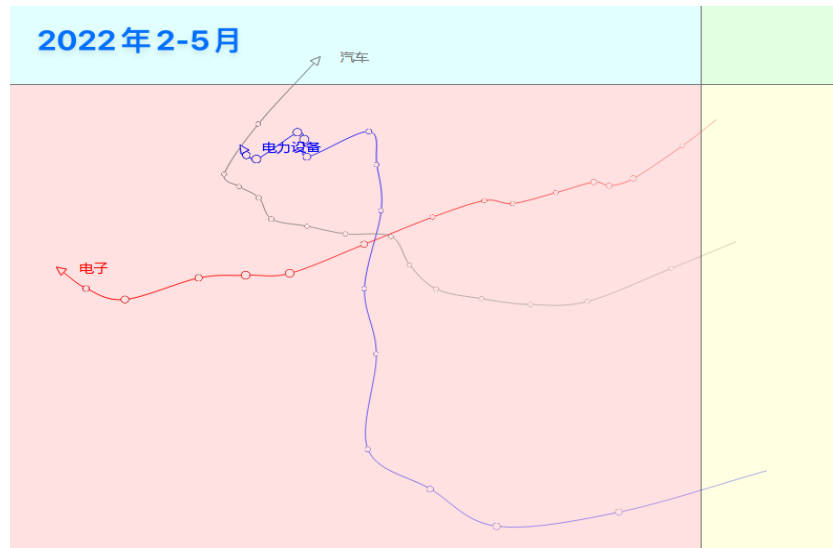
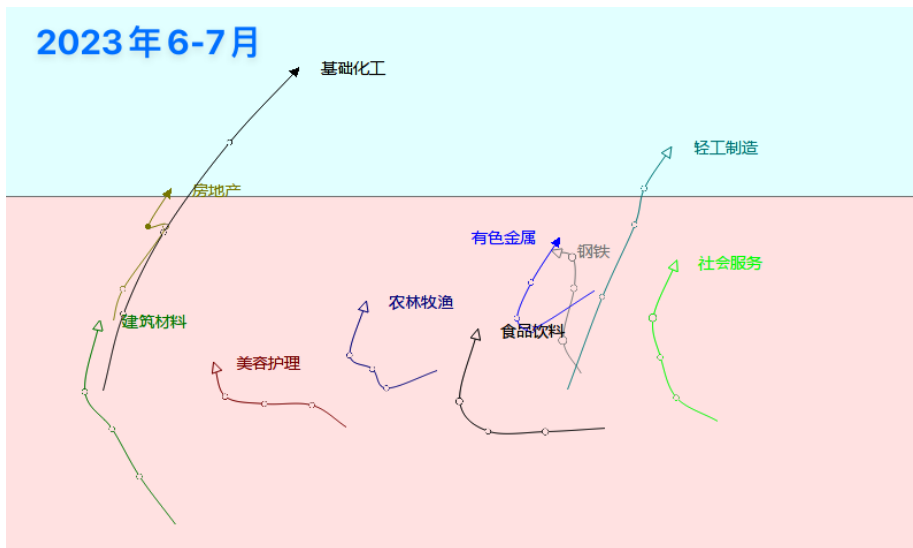
1. 模型的技术细节

2. 四象限如何应对

3. 近三年案例复盘

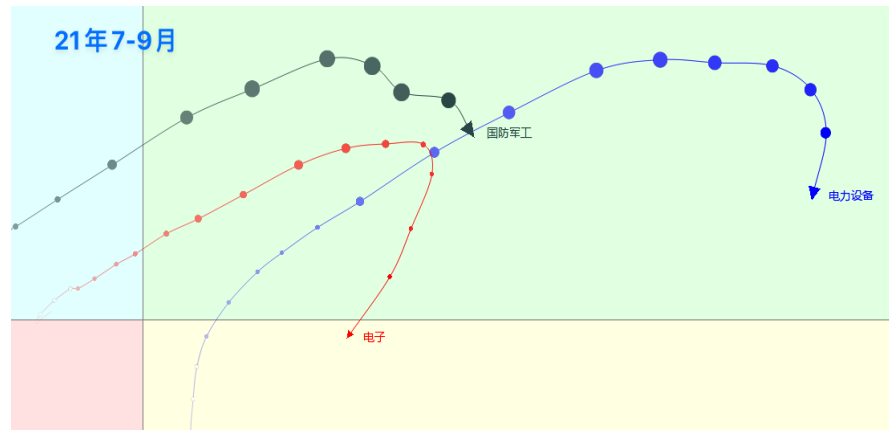
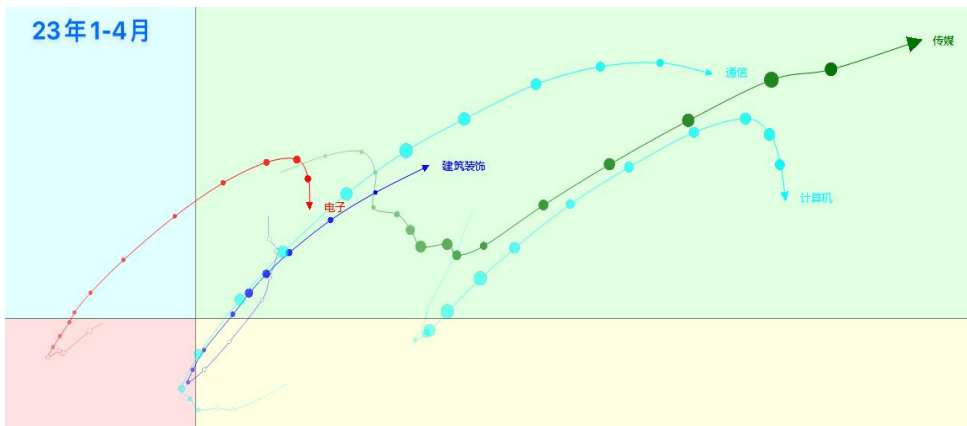
红色区域：困境能反转吗？

- ✓ 特征：跌半年+基本面有瑕疵，如23年7月的宏观品种。
- ✓ 收益&风险：安全垫/时间换空间&困境难以反转/最后一跌。
- ✓ 适合深度价值型选手，适合研究员提前做研究。



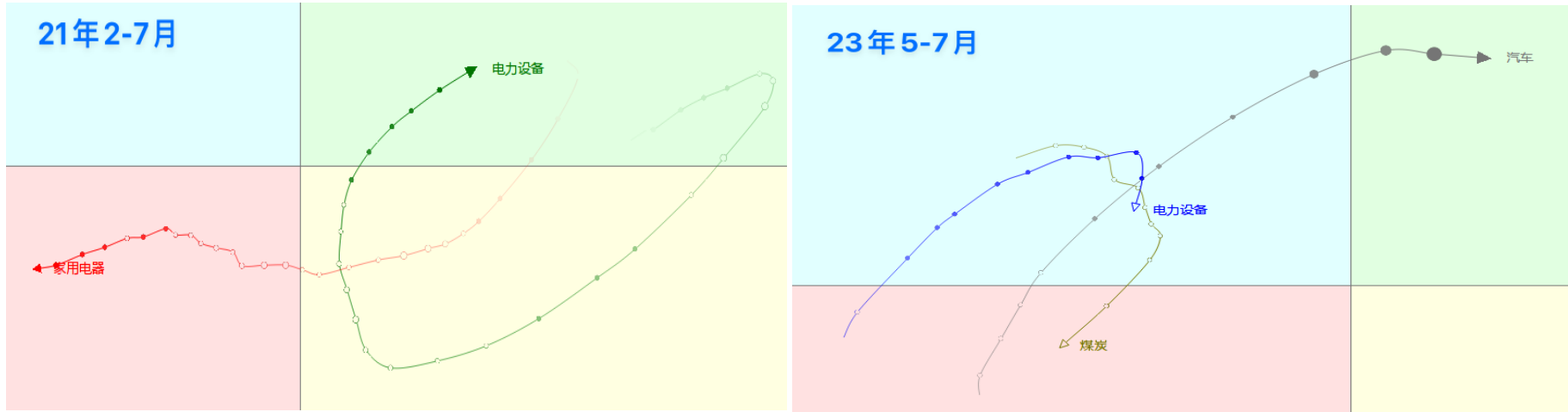
绿色区域：情绪能更嗨吗？

- ✓ 特征：涨半年+基本面有催化，如23年4月的TMT
- ✓ 收益&风险：资金效率高/研究资源丰富& A字尖顶
- ✓ 适合擅长技术分析/做补涨的选手，不适合回撤敏感性选手

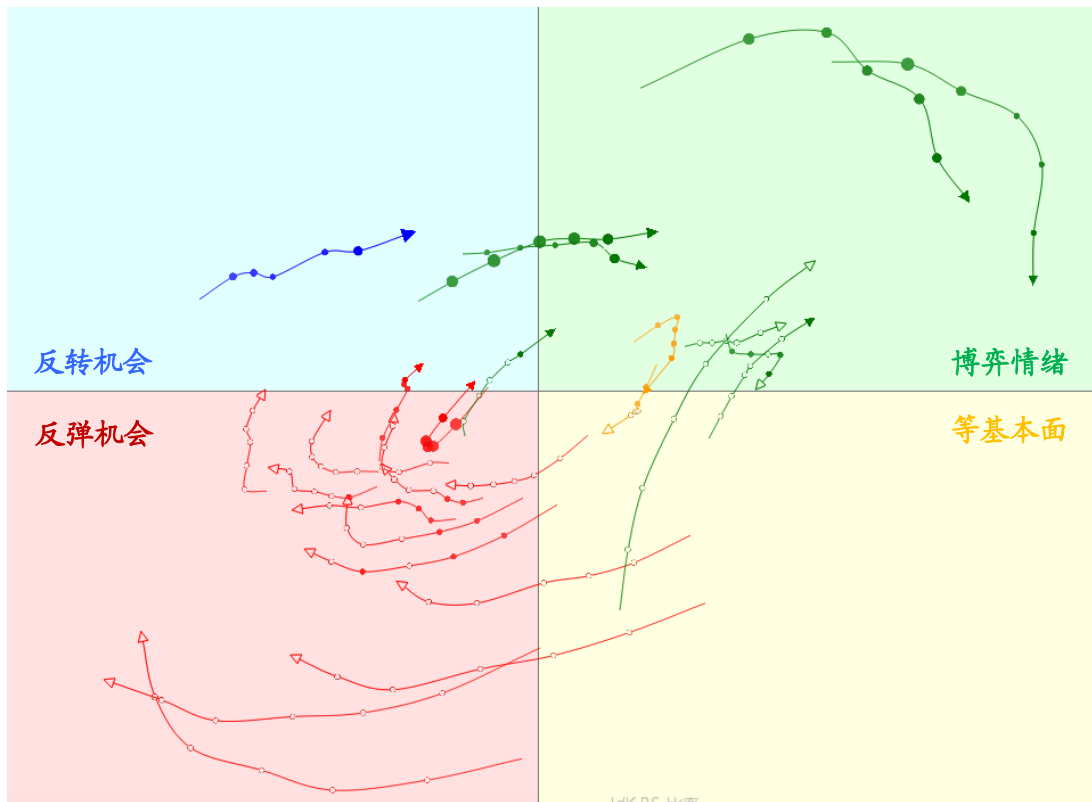


蓝色&黄色区域：暂停还是终止？

- ✓ 特征：反弹/回踩进行中，判断是否反转，例如21年2月后电新vs家电
- ✓ 有基本面重大变化时行业左右漂移，即中长期超额发生显著变化
- ✓ 只是情绪扰动时行业上下摆动，即只是反弹/回踩



总结：四个象限各有可为之处



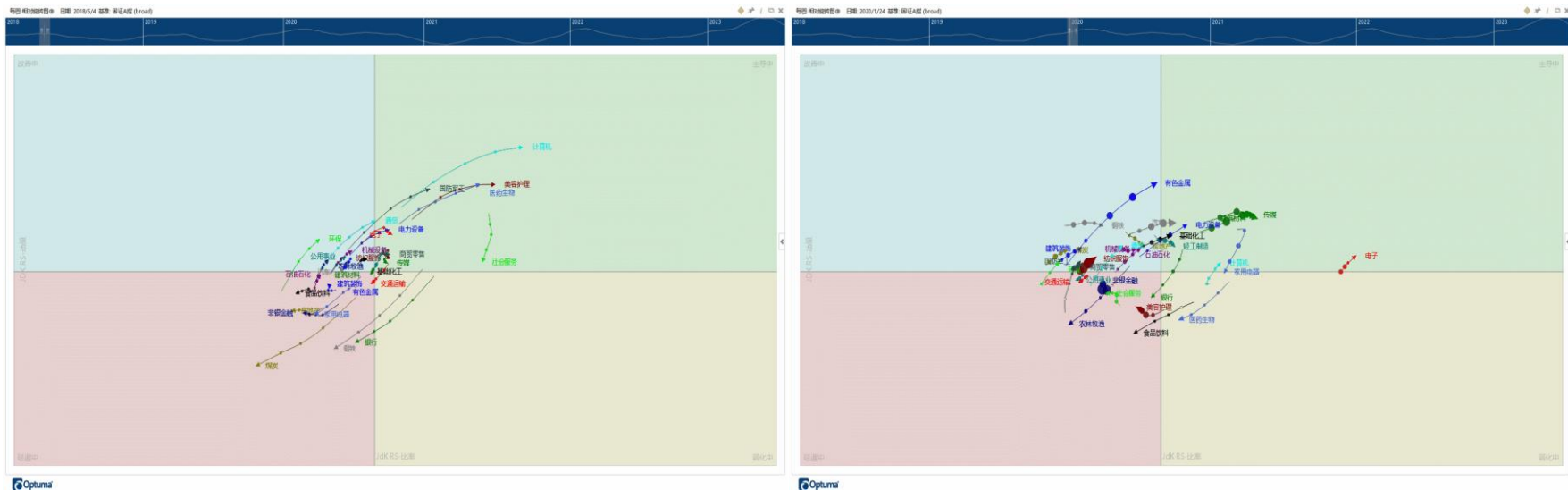
1. 模型的技术细节

2. 四象限如何应对

3. 近三年案例复盘

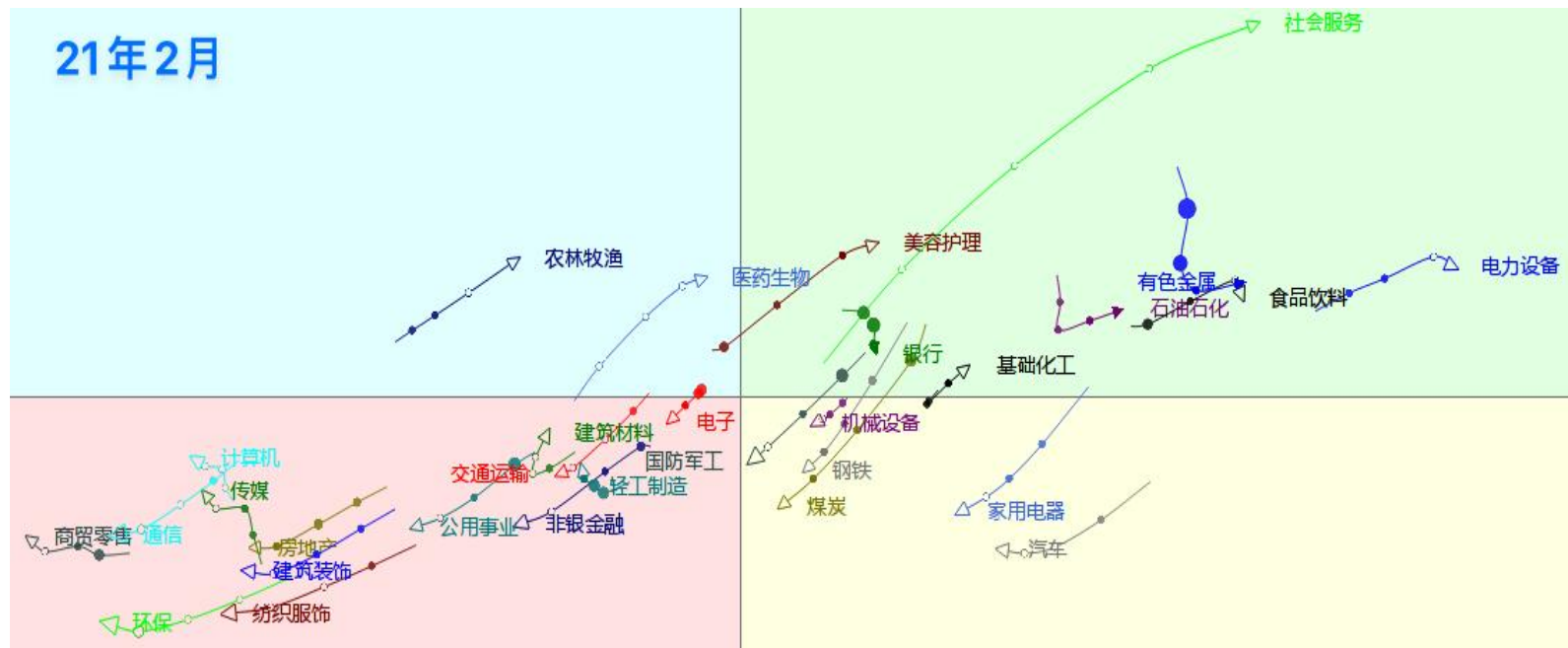
讨论1：行业配置vs行业轮动？

- ✓ 2020年以后行业轮动加剧，行业分化更为明显。
- ✓ 赛道型选手赔率上升（易成名），胜率下降（难复制）。



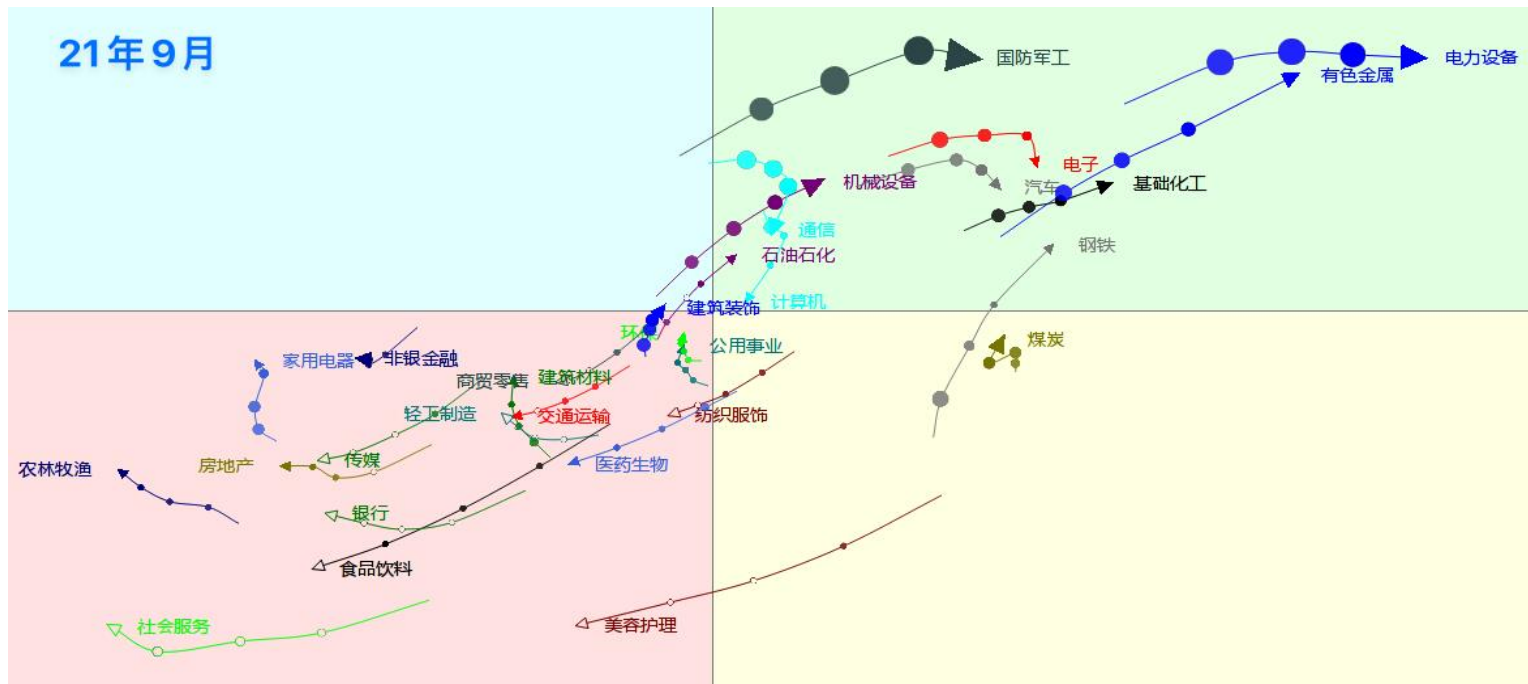
讨论2: 微观结构恶化带来的系统性风险

- ✓ 2021年2月行业图呈现长条的对角线，即左下角行业被右上角核心资产抽血，如果发生均值回归，指数会面临较大回撤。



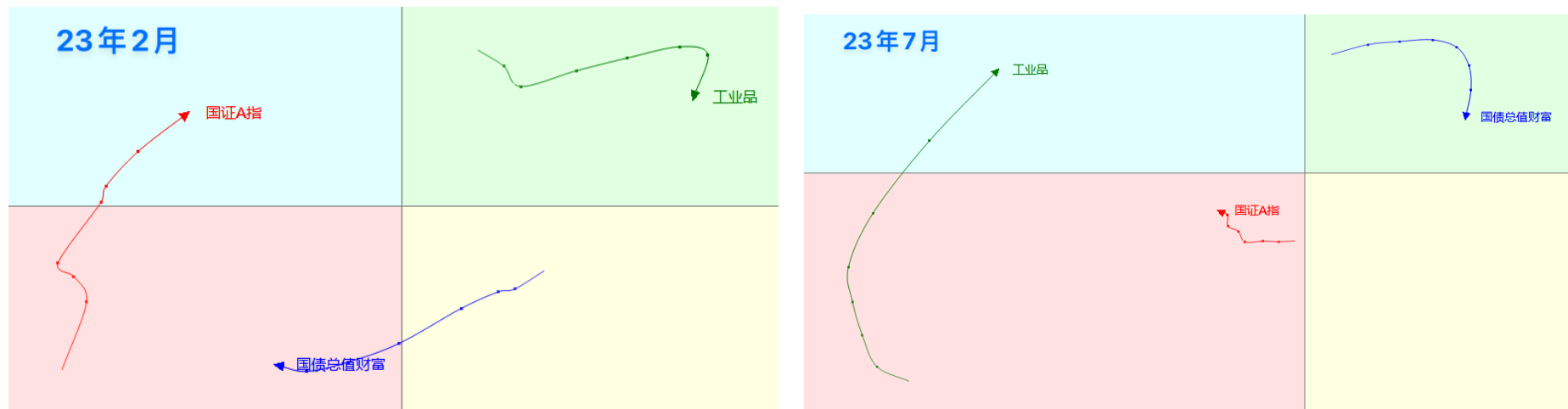
讨论2: 微观结构恶化带来的系统性风险

✓ 2021年9月行业图再次呈现长条的对角线，市场热议“新半军”。



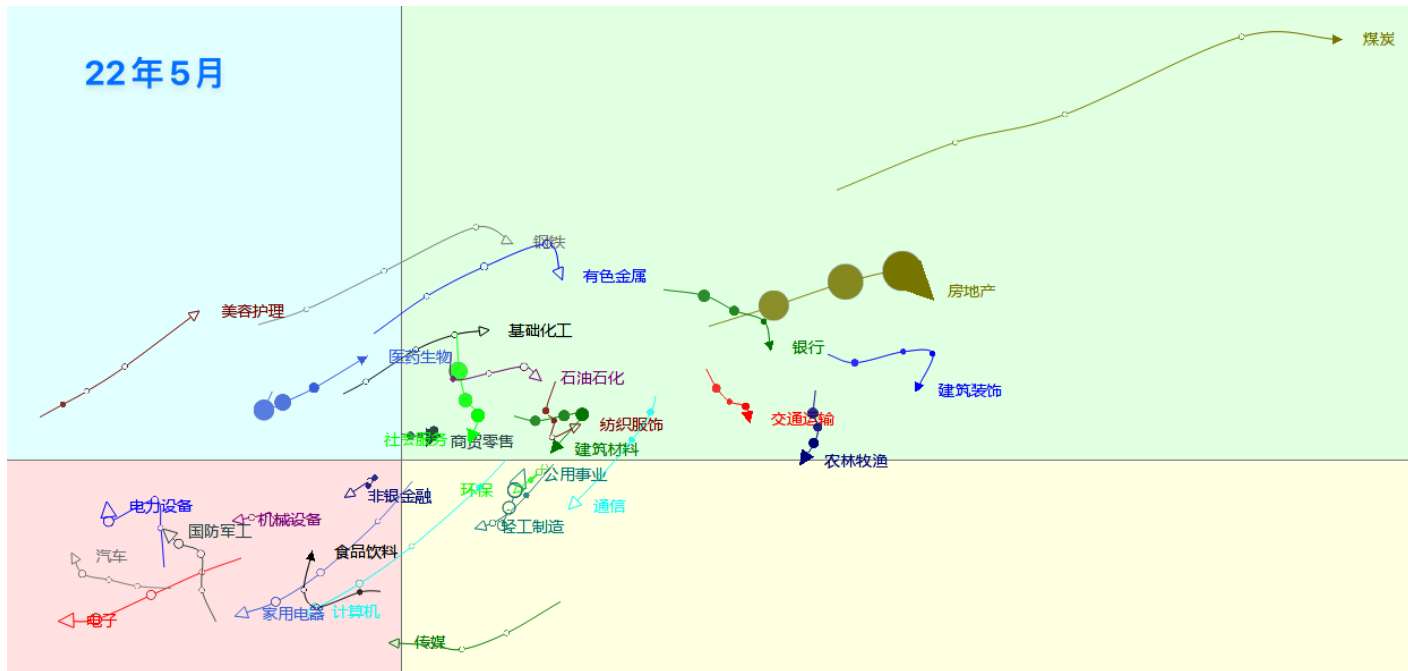
讨论3: 宏观前景price in到哪儿了?

- ✓ 2023年2月疫情刚结束，市场对宏观前景极度乐观，债超跌/商品超涨。
- ✓ 2023年7月市场讨论资产负债表衰退，宏观预期为极度悲观。



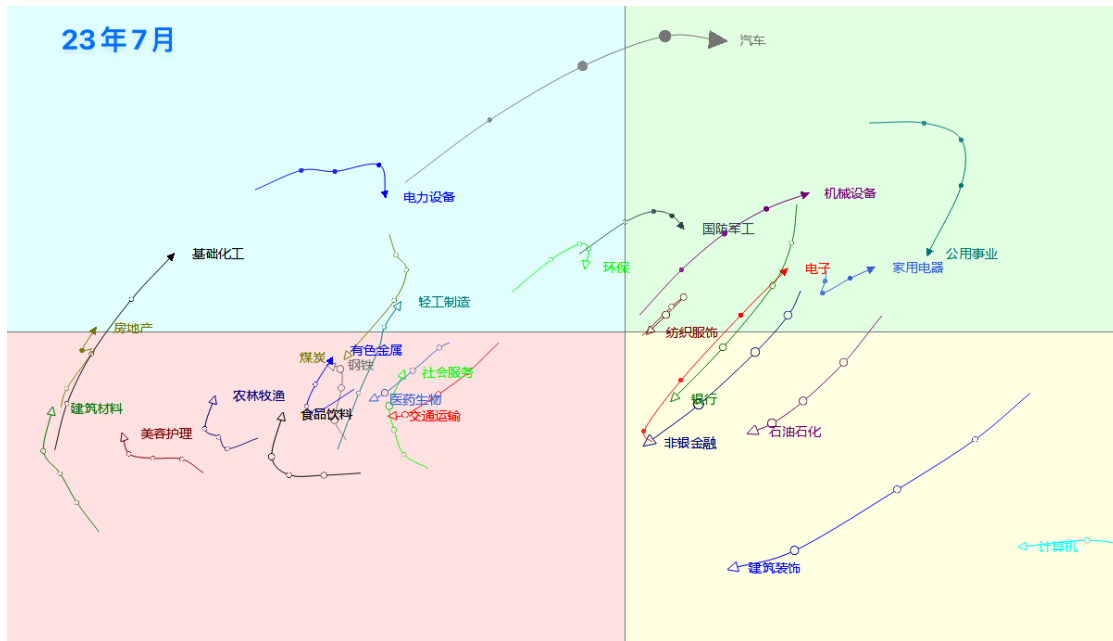
讨论3: 宏观前景price in到哪儿了?

- ✓ 2022年5月: 超跌可能反弹的电新vs稳增长的宏观品种?
- ✓ 由于稳增长品种已经过热, 左下角的超跌品种未来一个季度更优。



讨论3: 宏观前景price in到哪儿了?

- ✓ 2023年7月市场热议宏观需求不足，资产负债表衰退。实则宏观品种已经超跌，悲观预期已经饱含在股价中。



资料来源: Uqer, Optuma, 海通证券研究所

风险提示: 模型仅描述现象, 不提供投资建议。

- ✓ 模型仅描述现象，不提供投资建议。
- ✓ 理论与现实存在差异，模型描述的现象有时无法解释。

分析师声明

荀玉根、郑子勋、余培仪、王正鹤

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

姓名	职级	SAC执业证书编号	联系电话	邮箱
荀玉根	首席经济学家	S0850511040006	021-23185715	xyg6052@haitong.com
郑子勋	联席首席分析师	S0850520080001	021-23219733	zzx12149@haitong.com
吴信坤	联席首席分析师	S0850521070001	021-23154147	wxk12750@haitong.com
高上	资深分析师	S0850515090002	021-23185662	gs10373@haitong.com
杨锦	高级分析师	S0850523030001	021-23185661	yj13712@haitong.com
余培仪	高级分析师	S0850523040002	021-23185663	ypy13768@haitong.com
王正鹤	高级分析师	S0850523060001	021-23185660	wzh13978@haitong.com
刘颖	联系人		021-23185665	ly14721@haitong.com
陈菲	联系人			cf15315@haitong.com

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准:

以报告发布后的 6 个月内的市场表现作为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;

2. 市场基准指数的比较标准:

A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

类别	评级	说明
股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
	中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
	弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
	无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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客户。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。