

摩根士丹利华鑫基金视窗

2022年7月18日第27期（总第903期）

市场洞察：

进入中报窗口期，把握结构性机会

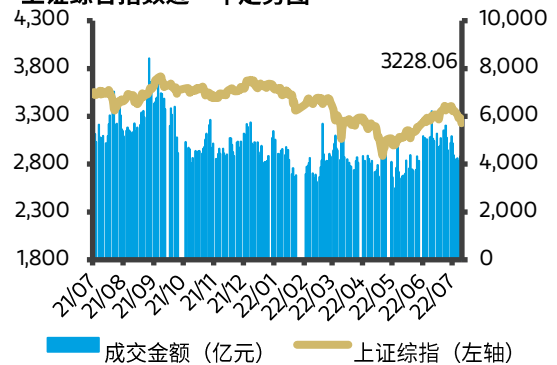
上证指数周度回调 3.8%。市场成交明显降温，日均成交额回落至1万亿元左右，北向资金也转为周度净流出 220 亿元。投资者风险偏好收缩以及对流动性宽松前景的分歧是调整的主因。国内方面，6月CPI增速略超预期，部分投资者担心后续流动性会出现一定收紧，同时房地产相关问题抑制市场风险偏好；海外方面，美国6月通胀超预期导致7月底美联储加息100bp概率上升，美元指数强势，外资波动加大，对A股短期影响偏负面。风格方面，部分成长风格在中报业绩预期支撑下相对抗跌，创业板指周跌幅 2.0%，而受金融拖累的沪深300和上证50分别下跌 4.1%和 5.1%。行业方面，新能源汽车和光伏产业链因部分龙头公司中报预告超预期表现较好，电力设备及新能源上涨，汽车等也相对抗跌；金融和地产链整体表现不佳。

二季度经济探底，金融条件边际改善

上周统计局公布2022年二季度和6月经济金融数据。二季度GDP同比+0.4%，低于市场预期。但6月经济数据整体较5月进一步改善，显示经济处于复苏进程之中。金融条件也出现明显改善，6月社融同比多增 1.47 万亿元，并超市场预期；企业中长期贷款相比去年同期多增 6130 亿元，较前期明显改善，居民中长期贷款同比降幅也明显收窄。此外，在上周末的G20会议上，央行行长易纲表示将加大稳健货币政策的实施力度，为实体经济提供更有力的支持。预计相对积极

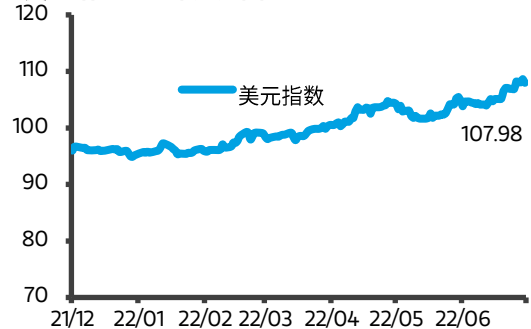
图表 1

上证综合指数近一年走势图



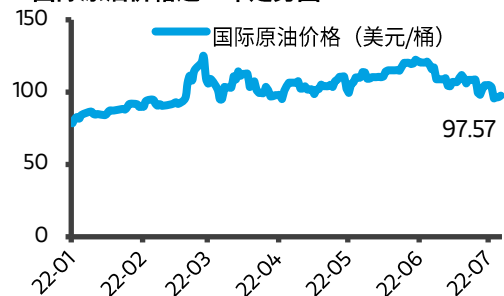
图表 2

美元指数近一年走势图



图表 3

国际原油价格近一年走势图



货币政策支持可能在未来的复苏效果中逐步显现。

进入中报窗口期，把握结构性机会

近期部分投资者担忧地产信用等相关风险，风险偏好有所回落，但另一方面复苏难度的预期抬升可能也相应抬升政策宽松的力度和持续性，宏观流动性往往相对充裕，对市场也形成有利支撑。从微观资金面来看，上周新成立偏股型基金（股票+混合）规模达 173 亿元，尽管与去年同期相比仍然较差，但创下自 2 月份以来的单周新高，呈现边际改善态势。整体来看，估值层面的压力相对较小。而盈利层面，在中报窗口期，市场受业绩驱动效应较为明显，在上半年成本端大宗商品价格上涨，需求端受疫情压制，利润相对集中于上游的格局下，需要把握结构性机会。从兼顾长期景气与短期业绩的角度考虑，前期相对滞涨的军工、医药等值得关注。

专栏——基金经理投资手记

业绩超预期选股策略

业绩超预期选股策略是经典的成长股投资策略之一。所谓“业绩超预期”，是指上市公司最新披露的盈余公告超过了披露之前的市场预期。当超预期事件发生时，上市公司的股价不仅在披露当日有所反应，在披露后的一段事件内，股价表现亦往往强于同类公司，这就是著名的盈余公告后价格漂移效应（Post Earning Announcement Drift，PEAD）。PEAD 效应的持续时间往往长达 3 个月至 6 个月。因此，投资人依然可以在盈余公告披露之后构建投资组合以获取 PEAD 效应带来的超额收益。

PEAD 效应早在 1968 年由 Ball and Brown¹发现。显然，PEAD 效应的存在是对有效市场理论的一大挑战。根据有效市场的设定，价格能够充分反应所有信息。而 PEAD 效应的存在却正好说明超预期的信息在市场是逐步扩散和消化的（投资者有限的注意力导致投资者无法对盈利信息及时作出反应）。

自发现以后，大量的研究工作围绕 PEAD 效应开展了起来（比如 Sojka²）。研究表明，PEAD 效应广泛存在于各个国家各个时间区间的股票市场，A 股市场也不例外。

如何选取超预期的股票？一般来说，可从以下三个角度来考虑。

第一个是分析师角度。假设上市公司有分析师覆盖，当盈余公告的业绩发生大幅变化的时候，分析师常常会在其研报中以“超预期”等特殊词组做标注。举个例子，宁德时代于 2020 年 8 月 26 日发布其 2020 年半年报，中信证券于 2020 年 8 月 27 日发布报告《宁德时代：2020 年中报点评，Q2 业绩超预期，盈利水平恢复》。通过对分析师研报标题做文本挖掘，可以迅速的找出超预期的公司。另外，如果盈余公告发布以后，分析师对公司未来的盈利预期进行了上调，这也同样说明了上市公司业绩是超预期的。

第二个是历史财务数据的角度。将上市公司当前的财务数据与其过去的历史财务数据相比较，也能挖掘出超预期的公司。常用的方法之一是计算公司的标准化预期外盈利（Standardized Unexpected Earnings，SUE）。

SUE 的计算方法如下：

$$SUE = (NP_t - E(NP_t)) / \sigma(NP_t)$$

其中， NP_t 为实际的当期归母净利润， $E(NP_t)$ 为预期的归母净利润， $\sigma(NP_t)$ 为盈利预期的标准差。从计算方法可以看出，SUE 越大，公司超预期的幅度就越大。下图展示了 SUE 因子自 2020 年以来的表现。可以看出，SUE 因子是具有长期 Alpha 的成长类因子。

图表 1

SUE 因子收益曲线(2020 年至今)



数据来源：摩根士丹利华鑫基金截至日期：2022.1.10。

第三个角度是盈余公告后市场的反应。具体的表现为，盈余公告后，（1）如果股价大幅高开，说明市场认可股票的超预期业绩；（2）如果股价平开或者是低开，说明公司高增的业绩已经 price-in 在股价当中，甚至是低于市场之前的预期。因此，通过计算股价在盈余公告日次日的跳空幅度（需要减去市场的涨跌来降低市场系统性波动带来的影响），也能挖掘出超预期的公司。

在寻找出业绩超预期的公司之后，投资者还可以进一步利用公司的基本面信息（比如 PE, ROE 等等）进行筛选，一个高成长高质量的投资组合就得以构建。

数据来源 1: Ball, R., Brown, P.(1968)., "An empirical evaluation of accounting income numbers", [Journal of accounting research](#).

数据来源 2: Sojka, M.(2018), "50 Years in PEAD Research", [SSRN](#).

（专栏作者：摩根士丹利华鑫基金量化投资部 陈健夫）

风险提示：本周刊中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本刊物中的观点、分析仅代表作者个人意见，不代表摩根士丹利华鑫基金管理有限公司立场。在任何情况下本刊物中的信息或所表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。本公司及雇员不对任何人使用本资料内容而引致的任何损失承担责任。本刊物版权归摩根士丹利华鑫基金管理有限公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何人不得对本刊物内容进行任何形式的发布、复制、引用或转载。投资有风险，敬请谨慎选择。

摩根士丹利华鑫基金管理有限公司

电话：(0755) 88318883

深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场一期二座17楼

传真：(0755) 82990384

邮编：518048

www.msfnunds.com.cn