

投资策略

# 港股历次牛熊市风格因子回测研究：

· 低波动因子在熊市中表现出众 · 熊市末期关注成长与质量因子

自恒生指数 1969 年正式对外公布以来，以阶段高点到阶段低点计，港股市场已历经 11 轮牛熊更替。在这篇报告中，我们采用规模 (Size)、价值 (Value)、动量 (Momentum)、低波动 (Low volatility)、质量 (Quality) 及成长 (Growth) 这六大风格因子的综合性指标，对有历史数据的历次熊市和牛市进行回测，以期发现不同时期港股回报的驱动力。

港股“牛长熊短”，牛市指数变幅整体胜熊市。我们首先回顾了港股的牛熊更替历史，发现牛市持续时间及恒指变幅的平均值与中位数，均远高于熊市期间的相关指标，显示出其长线投资价值。不过，由于各类因子历史数据的限制，我们今次进行回测的时期仅包括 2007 年以来的五轮熊市和四轮牛市，回测范围分别是恒生指数 (HSI) 和恒生综合指数 (HSCI) 的成份股，暂无法呈现历史全貌。

历时最长与跌幅最深的熊市未能在回测期内。在 2007 年以前的六轮熊市中，包括迄今为止历时最长的 2000 年 3 月至 2003 年 4 月熊市，以及跌幅最深的 1973 年 3 月至 1974 年 12 月熊市。前者涉及美国科网泡沫破裂与非典肺炎疫情，后者涉及成熟市场的滞胀困局，这与当前的形势有一定相似之处。这两轮熊市因数据限制未能在回测期内，令我们这次的研究存在一定局限性。不过，涉及回测的近十余年期间的牛熊市，市场结构与当前更为贴近，相信亦能够提供不少投资启示。

风格因子具学术理论基础，并广泛应用于投资实践。从上世纪六十年代的 CAPM 单因子到 1993 年起的 Fama-French 多因子模型，再到近二十多年的 Carhart、Novy-Marx、Hou-Xue-Zhang 及 Daniel-Hirshleiger-Sun 等一系列主流多因子模型，均从严谨的学术角度提出并验证了各类风格因子对资产预期收益的解释力度。资产管理界亦广泛应用价值、规模、动量、波动性及质量因子增强收益及控制风险。在这篇报告中，考虑到港股近年纳入较多新经济股票的结构变化，我们亦加入了成长因子，最终构成六大因子，采取多头策略 (Long only) 进行历史回测。

港股近五次熊市的因子回测表现呈以下五点重要特征：

1) 低波动因子在熊市时期普遍表现出色，无论对于恒指还是恒综指而言；2) 就恒指而言，成长因子历史上通常在熊市的前期和中期跑输价值因子，但在后期或尾声时开始逐渐小幅跑赢价值因子；3) 就恒指而言，成长因子在此前熊市期间的表现并不差，尤其是 2010 年 11 月至 2011 年 10 月期间和 2018 年 1 月至 2020 年 3 月期间，但在 2021 年 2 月迄今就表现最落后；4) 就恒综指而言，成长因子熊市期间常表现最差，而价值因子在 2021 年以前的历次熊市中表现不错，且常胜过恒指价值因子的表现；5) 就恒综指而言，规模因子在 2018 年初以来的两轮熊市中表现较差。

港股近四次牛市的因子回测表现呈以下六点重要特征：

1) 低波动因子在牛市期间普遍表现垫底，无论对于恒指还是恒综指而言；2) 就恒指而言，成长因子在牛市期间普遍表现出色，并且其连同质量因子在最近的两次牛市中均位列表现最佳因子；3) 就恒指而言，成长因子通常在整个牛市或牛市中后期显著地跑赢价值因子；

4) 就恒指而言，2020 年 3 月至 2021 年 2 月这轮相对短暂的牛市中，除了质量和成长以外的其他四个因子均表现平平，其中价值和低波动因子更录得罕见的负回报；5) 就恒综指而言，动量因子在最近的三次牛市中均表现不俗，而在 2016 年之前的两次牛市中，规模因子表现出色；6) 恒综指的价值因子表现在四次牛市中均远胜恒指的价值因子表现。

整体而言，在回测的熊市时期，上述因子表现往往能够跑赢恒指变幅，其中部分因子能够大幅跑赢恒指。但在牛市背景下，因子跑赢恒指的幅度显著下降，甚至在最近一轮牛市中，多数因子无法跑赢恒指。

港股近二十年的因子回测长期表现如下：1) 就恒指而言，在 2002 年 12 月至 2022 年 10 月期间，规模和动量因子表现最为优异，其次是成长和质量因子，最差是价值和低波动因子，其中成长因子持续跑赢价值等因子，直到 2022 年首季；2) 就恒综指而言，在 2005 年 11 月至 2022 年 10 月期间，动量和规模因子表现最为优异，其次是价值和低波动因子，最差是成长和质量因子，其中规模因子表现在 2015 年中见顶后一落千丈，并在 2019 年中被动量因子超越，此外价值因子自 2016 年末起持续跑赢成长因子。

最近这轮熊市伴随着新冠疫情持续、成熟市场高通胀及美联储大幅加息，其风格因子的具体表现如下：1) 2021 年 2 月至 2022 年 10 月期间，就恒指而言，低波动和价值因子表现最佳，分别下跌 12% 和 19%，显著跑赢恒指，而质量和成长因子表现最差，分别下跌 55% 和 64%；2) 就恒综指而言，低波动和动量因子表现最佳，分别下跌 21% 和 37%，而规模和成长因子表现最差，分别下跌 56% 和 65%；3) 同以往的熊市相比，无论是恒指还是恒综指，这次成长和质量因子的表现最差，而低波动因子仍然表现突出。

我们对 2022 年初迄今的恒指进行了因子回测，采取了多头和市场中性 (market-neutral) 两种策略。结果显示，多头策略之下，成长和质量因子在今年首 10 个月中有 8 个月录得负回报，在六个因子中表现最差。9 月和 10 月，这两个因子在多头策略下的月度回报均接近 -20%，而在市场中性策略下就录得单位数负回报。同时，低波动因子表现就最为优异，首 10 个月中，多头策略下有 7 个月录得单位数负回报，市场中性策略下有 8 个月录得正回报，其中 9 月和 10 月分别录得可观的正回报 9% 和 20%，并伴随着强劲的信息系数 (Information Coefficient) 和命中率 (Hit ratio)。

总之，风格因子在熊市中比在牛市中更能够明显跑赢市场，获得超额回报。首先，我们建议关注低波动因子。多头策略下，低波动因子在港股熊市时期普遍表现出色，而在牛市时期就表现垫底。市场中性策略下，低波动因子在近期惊涛骇浪的市场环境中，录得颇为可观的收益，并显现出较强的选股能力，跑赢其他一众因子。其次，熊市后期可关注成长和质量因子。鉴于成长因子在历史上通常在熊市后期或尾声时开始逐渐小幅跑赢价值因子，并且成长和质量因子在近两次牛市中表现优异。第三，价值选股建议以恒综指为范围，鉴于无论在熊市或牛市中，恒综指价值因子历史表现普遍胜过恒指价值因子。



刘思棉

(852) 3911 8014  
scarlettliu@ccbintl.com

赵文利

(852) 3911 8279  
cliffzhao@ccbintl.com

宋林

(852) 3911 8267  
lynnson@ccbintl.com

## 目录

香港股市历史上 11 轮牛熊市回顾.....	3
学术理论基础和风格因子选择.....	4
熊市的回测结果.....	7
1. 2007 年 10 月 – 2009 年 3 月.....	7
3. 2015 年 4 月 – 2016 年 2 月.....	9
4. 2018 年 1 月 – 2020 年 3 月.....	10
5. 2021 年 2 月至今.....	11
牛市的回测结果.....	13
1. 2009 年 3 月 – 2010 年 11 月.....	13
2. 2011 年 10 月 – 2015 年 4 月.....	14
3. 2016 年 2 月 - 2018 年 1 月.....	15
4. 2020 年 3 月 – 2021 年 2 月.....	16
过去二十年长期回测结果.....	17
结论.....	18
附录：排序居前的股份列表.....	19

## 香港股市历史上 11 轮牛熊市回顾

香港股市已经历了 11 轮牛熊更替。自恒生指数于 1969 年 11 月正式向公众公布以来，以阶段高点和阶段低点计，香港股市迄今已经历了 11 轮牛市和熊市的转换（图 1）。整体而言，牛市的持续时间长于的熊市（持续时间中位数：39 个月对比 13 个月），并且指数变幅也高于熊市（指数变幅中位数：181%对比 53%）。仅从 1995 年 1 月以来最近 7 轮牛市和熊市来看，牛市持续时间中位数是 23 个月，变幅中位数是 120%，也高于熊市持续时间的中位数 16 个月和变幅的中位数 53%。这显示香港市场具有长期投资价值。

图 1：香港股市历史上恒生指数 11 轮牛市和熊市持续时间和变动

	牛市时期	持续月数	恒指涨幅 (%)	熊市时期	持续月数	恒指跌幅 (%)
1	1969年11月-1973年3月	39	1023	1973年3月-1974年12月	21	92
2	1974年12月-1981年7月	79	1107	1981年7月-1982年12月	5	63
3	1982年12月-1987年10月	58	484	1987年10月-1987年12月	2	52
4	1987年12月-1994年1月	73	565	1994年1月-1995年1月	13	45
5	1995年1月-1997年8月	27	144	1997年8月-1998年8月	12	61
6	1998年8月-2000年3月	19	181	2000年3月至2003年4月	37	55
7	2003年4月-2007年10月	54	284	2007年10月至2009年3月	16	64
8	2009年3月-2010年11月	20	120	2010年11月-2011年10月	11	35
9	2011年10月-2015年4月	43	75	2015年4月-2016年2月	10	36
10	2016年2月-2018年1月	23	83	2018年1月-2020年3月	25	35
11	2020年3月-2021年2月	10	43	2021年2月-至今*	20	53
	中位数	39	181		13	53
	平均数	40	374		16	54

资料来源：彭博，万得，《香港股市》，建银国际证券；截至2022年10月31日

**历史上持续时间最长的牛市和熊市是什么时候？**自 1969 年 11 月以来，持续时间最长的牛市是 1974 年 12 月至 1981 年 7 月，持续 79 个月，这一时期也是恒生指数涨幅最大的牛市，涨幅达 1107%。持续时间最长的熊市是从 2000 年 3 月到 2003 年 4 月，持续了 37 个月，期间恒生指数下跌了 55%。而跌幅最大的熊市发生在 1973 年 3 月至 1974 年 12 月，在此期间恒生指数暴跌 92%。

自 1995 年 1 月以来，持续时间最长的牛市是 2003 年 4 月至 2007 年 10 月，持续 54 个月，期间恒生指数上涨 284%，这也是涨幅最大的牛市。持续时间最长的熊市仍然是 2000 年 3 月至 2003 年 4 月。至于跌幅最大的熊市为 2007 年 10 月至 2009 年 3 月，期间恒生指数大幅下跌 64%。

**能够进行回测的时期有限。**本报告中的回测期包括自 2007 年 10 月以来的 5 轮熊市和 4 轮牛市。值得注意的是，由于历史数据及指标的不足，我们暂时无法回测此前的牛市和熊市，包括 2000 年 3 月到 2003 年 4 月这个史上最长的熊市，伴随科网泡沫破裂，以及 1973 年 3 月到 1974 年 12 月这个跌幅最大的熊市，伴随石油危机与经济滞胀。这在一定程度上令研究结果存在局限性。

## 学术理论基础和风格因子选择

风格因子具有扎实的学术理论基础。投资因子主要分为风格因子和宏观因子，本文主要讨论前者。风格因子在学术界有着悠久的历史，有大量翔实的理论和实证研究。它也被广泛地应用于投资领域，以提高预期收益和风险管理。图 2 展示了主流学术因子模型，包括经典的单一因子 CAPM 和 Fama-French 多因子模型，根据《因子投资：方法论与实践》(2020) 的总结。

图 2：学术界主流因子模型

来源	模型	涉及因子
Treynor, Sharpe, Lintner, and Mossin (1960s)	<b>Capital Asset Pricing Model (CAPM) 单因子:</b> $E[R_i] - R_f = \beta_i (E[R_M] - R_f)$	市场
Fama and French (1993)	<b>Fama-French 三因子:</b> $E[R_i] - R_f = \beta_i, \text{MKT} (E[R_M] - R_f) + \beta_i, \text{SMBE}[\text{RSMB}] + \beta_i, \text{HMLE}[\text{RHML}]$	市场、规模、价值
Carhart (1997)	<b>Carhart 四因子:</b> $E[R_i] - R_f = \beta_i, \text{MKT} (E[R_M] - R_f) + \beta_i, \text{SMBE}[\text{RSMB}] + \beta_i, \text{HMLE}[\text{RHML}] + \beta_i, \text{MOME}[\text{RMOM}]$	市场、规模、价值、动量
Novy-Marx (2013)	<b>Novy-Marx 四因子:</b> $E[R_i] - R_f = \beta_i, \text{MKT} (E[R_M] - R_f) + \beta_i, \text{HMLE}[\text{RHML}] + \beta_i, \text{UMDE}[\text{RUMD}] + \beta_i, \text{PMUE}[\text{RPMU}]$	市场、价值、动量、盈利能力
Fama and French (2015)	<b>Fama-French 五因子:</b> $E[R_i] - R_f = \beta_i, \text{MKT} (E[R_M] - R_f) + \beta_i, \text{SMBE}[\text{RSMB}] + \beta_i, \text{HMLE}[\text{RHML}] + \beta_i, \text{RMWE}[\text{RRMW}] + \beta_i, \text{CMAE}[\text{RCMA}]$	市场、规模、价值、盈利能力、投资
Hou et al. (2015)	<b>Hou-Xue-Zhang 四因子:</b> $E[R_i] - R_f = \beta_i, \text{MKT} (E[R_M] - R_f) + \beta_i, \text{MEE}[\text{RME}] + \beta_i, \text{I/AE}[\text{RI/A}] + \beta_i, \text{ROEE}[\text{RROE}]$	市场、规模、盈利能力、投资
Stambaugh and Yuan (2017)	<b>Stambaugh-Yuan 四因子:</b> $E[R_i] - R_f = \beta_i, \text{MKT} (E[R_M] - R_f) + \beta_i, \text{SMBE}[\text{RSMB}] + \beta_i, \text{MGMT}[\text{RMGMT}] + \beta_i, \text{PERF}[\text{RPERF}]$	市场、规模、管理、表现
Daniel et al. (2020)	<b>Daniel-Hirshleiger-Sun 三因子:</b> $E[R_i] - R_f = \beta_i, \text{MKT} (E[R_M] - R_f) + \beta_i, \text{FINE}[\text{RFIN}] + \beta_i, \text{PEADE}[\text{RPEAD}]$	市场、长周期行为、短周期行为

资料来源:《因子投资:方法与实践》(2020)

**CAPM 作为单一因子的模型在 20 世纪 60 年代提出。**该模型用 beta 来衡量资产收益对市场风险的敏感性，并显示资产的预期超额收益率正好与 beta 成正比。然而，这种通过单一市场因子解释资产预期收益的模型，随着学术研究和市场实践的进一步发展推进受到了挑战。

**多因子模型的建立能够更好地解释预期收益。**Fama-French 三因子模型是由 Eugene Fama 和 Kenneth French 在 1993 年发表的《股票和债券收益的共同风险因子》一文中提出。除了市场因子，Fama-French 模型还加入了规模(SMB)和价值(HML)两个因子，构建了涵盖 1963-1990 年期间纽约证交所、美国证券交易所和纳斯达克股票的三因子模型，更好地解释了 CAPM 之前无法解释的异常现象，开创了多因子投资的先河。

自此之后，多因子模型被在实践中进行了检验并被学术界进一步充实。在 Carhart 四因子模型(1997)中，动量因子(MOM)被加在 Fama-French 三因子模型的基础之上。在 Novy-Marx 四因子模型(2013)中，盈利能力因子(PMU)被设计用来解释预期收益。在 Fama-French 五因子模型(2015)中，在之前的 Fama-French 三因素模型中增加了两个额外的因子——盈利能力因子(RMW)和投资因子(CMA)。

此外，Hou-Xue-Zhang 四因子模型(2015)运用市场(MKT)、规模(ME)、投资(I/A)和盈利能力(ROE)四个因子来解释预期收益，这也被称作 q 因子，因为这一模型是从托宾的 q 理论角度发展而来。Stambaugh-Yuan 四因子模型(2017)从行为金融学的理论出发，在市场和规模因素的基础上引入了管理(MGMT)和绩效(PERF)因子。Daniel-Hirshleiger-Sun 三因子模型(2020)也提出了长周期和短周期两种行为因子(FIN 和 PEAD)，以捕捉行为金融学视角下由于过度自信和关注有限而导致的错误定价。

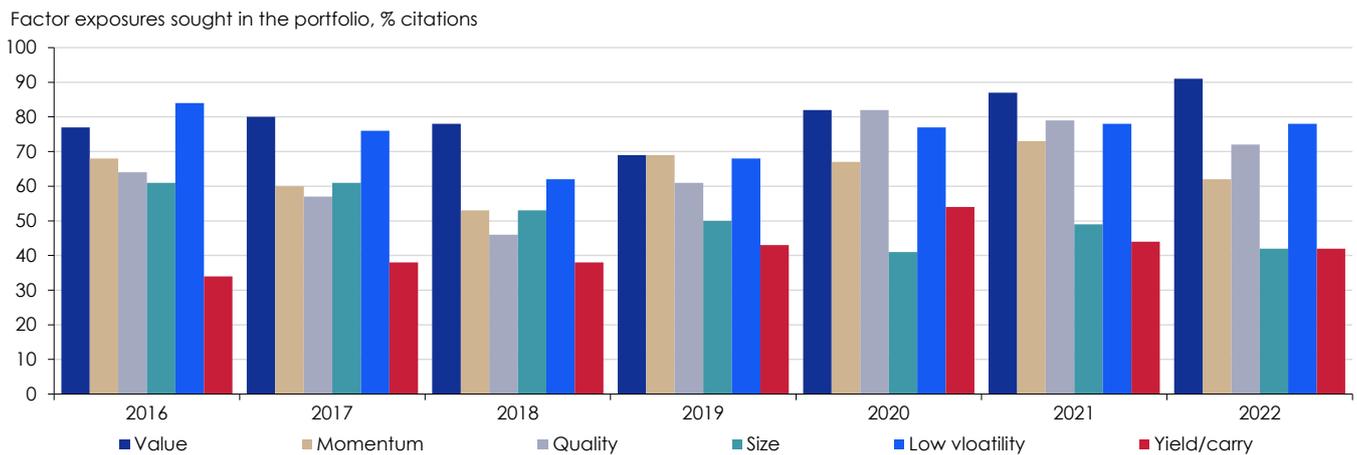
图 3：投资界流行的风格因子

风格因子	寻求获取的收益	常见方式
价值	长期而言，相对于定价较高的同业，定价较低证券的超额收益	市盈率、市净率、现金流收益率、债券的期限对冲收益率
规模	小公司（按市值计算）或发行的债券相对于大公司的超额收益	股票的市值（全流通或自由流通）和债券的发行规模
动量	过去表现较好证券的超额收益	相对收益（6个月，12个月，通常不包括最后一个月），盈利修正
波动性	低于平均波动率或β值的证券经风险调整后的超额回报	标准差（1年，2年，3年），下行的标准差，特异性回报的标准差，β
质量	对那些具有低债务、稳定的盈利增长、盈利能力和其他“质量”指标的股票超额回报	ROE，盈利稳定，股息增长稳定，资产负债表具实力，财务杠杆或对与债券的短久期，高信用质量或低波动

资料来源: Invesco

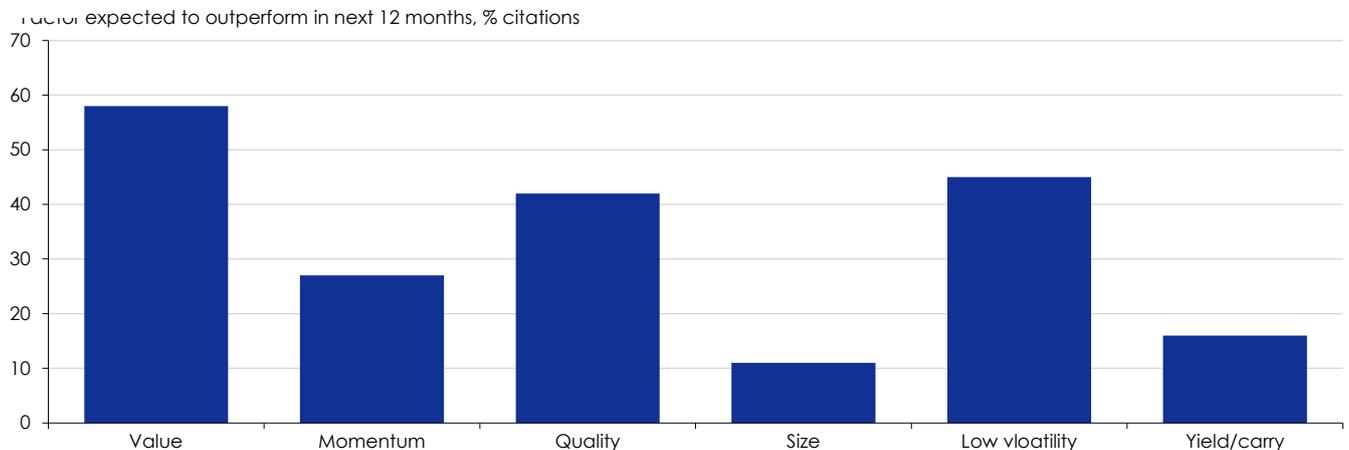
这五大风格因子是目前投资实践中最受欢迎和广泛使用的因子。价值、规模、动量、波动率和质量是资产管理界经常引用的因子（图 3）。“Invesco Global Factor Investing Study 2022”显示，截至 2022 年 3 月底，负责管理 254 万亿美元资产的受访者在最近 3 年里表现出很高的意愿，寻求对价值、低波动率、质量和动量因素的敞口（图 4）

图 4：被调查者对投资组合中寻求的因子敞口引用的比例（Invesco Global Factor Investing Study 2022）



资料来源: Invesco

图 5：被调查者对未来 12 个月将跑赢的风格因子的引用比例（Invesco Global Factor Investing Study 2022）



资料来源: Invesco

考虑到香港股票市场的特征以及在较长时期和较大范围内数据和指标的可用性，我们在本次研究中选择以下六个风格因子进行回测研究。除了五大常见的因子 - 规模、价值、动量、波动性和质量之外，我们还加入了成长因子，因为近年来主要指数加入了许多新经济股，并且这样与价值因子比较更加方便。我们的回测研究基于多头策略，即投资按因子评分排名，做多恒生指数和恒生综合指数中排名前五分之一的股票，而非多空策略。每个因子使用彭博定义的综合指标，而非单一指标，以覆盖更多的股票，使结果更有代表性。以下是根据彭博对这六个因子的描述：

- **规模**：标准化的综合指标，为每只股票对总资产自然对数的权重，对销售额的自然对数和市值的自然对数。
- **价值**：相对销售额和 EBITDA 倍数的平均值。
- **动量**：过去 52 周落后两周周收益率的算术平均值。
- **低波动性**：6 个月和 1 年相对波动性的平均值。
- **质量**：根据 ROE 和 ROIC 定义的高盈利性的平均值，以及以债务/市值定义的低杠杆率作为 Z 分数。
- **成长**：每只股票每股盈利成长的标准化综合指标，5 年 NI CAGR 和 5 年资产 CAGR。以高于或低于彭博 PORT 基本股票风险模型平均值的标准差显示的因子敞口，缩尾处理至 +/-3。

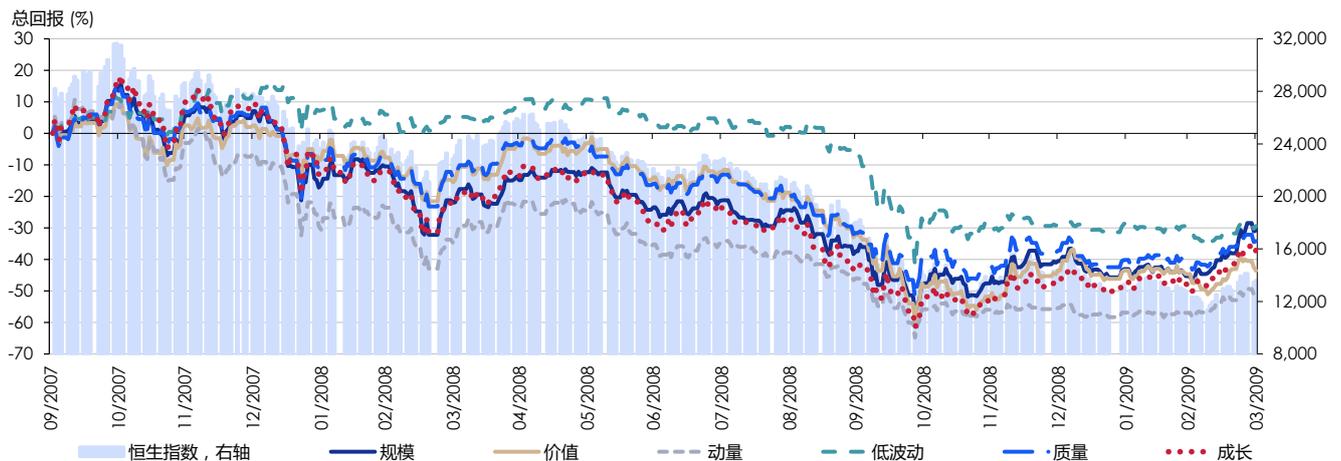
在多头策略的历史牛市和熊市因子回测之外，我们还对 2022 年年初迄今的恒生指数进行了回测，不仅根据多头策略，亦采用了市场中性策略。回测的结果包括每个因子的月度收益，以及它们的信息系数和命中率 (Hit ratio) 作为其选股能力的指标。

## 熊市的回测结果

熊市因子回测包括五个时期，即 2007 年 10 月- 2009 年 3 月，2010 年 11 月- 2011 年 10 月，2015 年 4 月- 2016 年 2 月，2018 年 1 月- 2020 年 3 月，2021 年 2 月-至今\*。我们发现低波动性因子通常在熊市中表现良好，无论是对恒生指数还是恒生综合指数而言。与此同时，对于恒生指数来说，成长因子在熊市的前期和中期表现通常差于价值因子，但在后期或末期又逐渐开始略微优于价值因子。

### 1. 2007 年 10 月 - 2009 年 3 月

图 6：2007 年 10 月至 2009 年 3 月恒生指数股份各因子回测表现



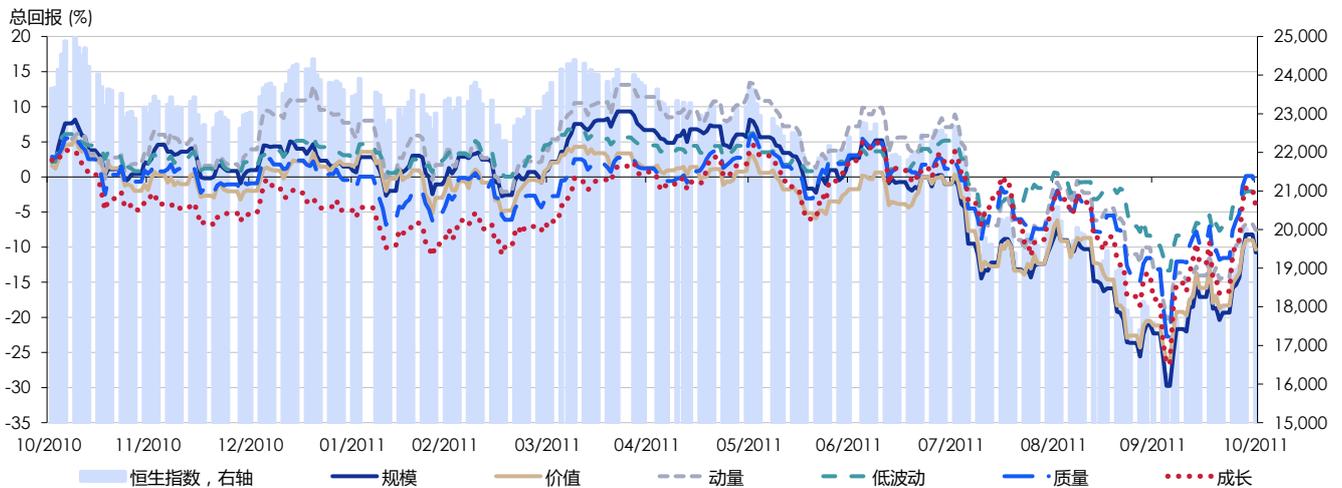
资料来源：彭博，建银国际证券

2007 年 10 月至 2009 年 3 月美国次贷危机和全球金融海啸发生时，恒生指数在 16 个月左右的时间里，从高点至低点累计下跌 64%。以下是回测结果的重点：

- 在恒生指数股份中，在这一时期根据低波动率和小规模的多头策略在这一时期的回报率分别为-29%和-31%，其次是质量、成长、价值和动量因素的回报率分别为-34%、-37%、-44%和-50%。
- 低波动因子在熊市的早期至中期保持了正回报（2008 年 9 月以前），大幅跑赢其他回报率为负的因子。
- 2018 年 1 月之后成长因子弱于价值因子，并在 2009 年 3 月初熊市的最后阶段再次开始跑赢价值因子。
- 在恒生综合指数股份中，在这一时期价值和低波动率的多头策略的回报率分别为-25%和-38%，其次是规模、质量、成长和动量因子的回报率分别为-44%、-48%、-57%和-60%。
- 综上所述，在这段时间内，无论是在蓝筹股范围内，还是在更广泛的恒生综合指数范围内，低波动率因子的表现胜出，而动量因子的表现落后。除了价值因子，基于规模、动量、低波动率、质量和成长的恒生指数多头策略投资，都比相同策略的恒生综合指数投资获得了更好的回报。

## 2. 2010年11月 - 2011年10月

图 7: 2010年10月至2011年10月恒生指数股份各因子回测表现



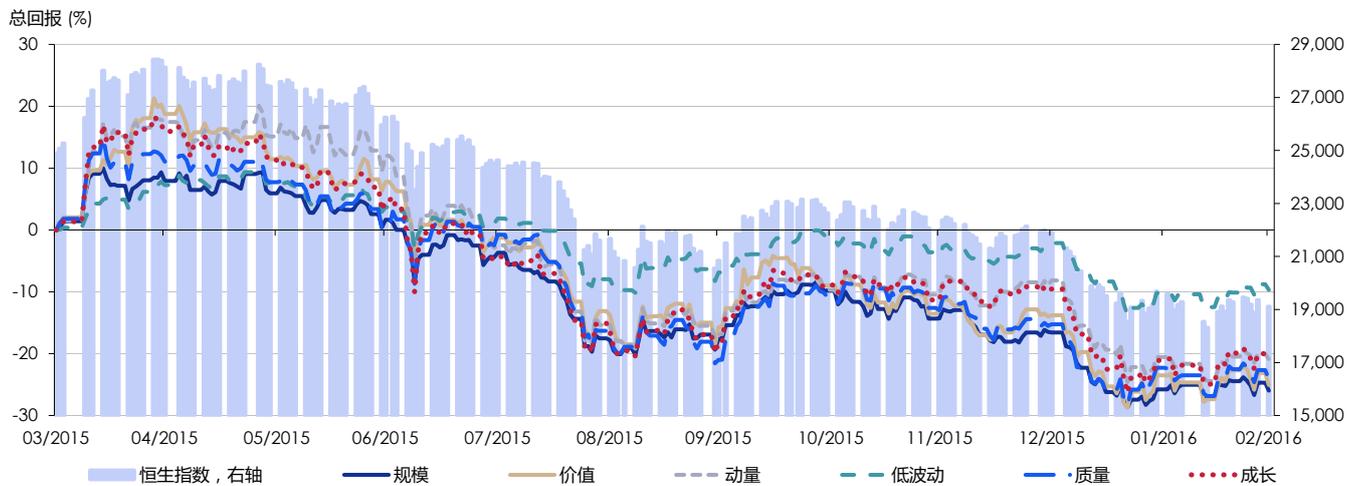
资料来源: 彭博, 建银国际证券

2010年11月-2011年10月欧债危机爆发期间, 恒生指数从高位到低位下跌了35%, 持续约11个月。以下是回测结果的重点:

- **在恒生指数股份中**, 这一时期**质量和低波动率的多头策略**回报率分别为-2%和-3%, 其次是成长、动量、价值和规模因子的回报率分别为-4%、-8%、-10%和-11%, 它们在这一时期的表现都优于恒生指数。
- 动量、规模和低波动率在这段时期的早期和中期(2011年8月之前)保持了正回报, 表现优于其他因子, 而成长因子在这个熊市时期的前半段保持了负回报, 表现弱于所有其他因子。
- 在截至2011年5月的这一熊市上半段, 成长因子表现弱于价值因子, 而在下半段优于价值因子。
- 2010年11月至2011年7月的震荡市中, 动量多头策略投资在大部分时间都优于其他因子。
- **在恒生综合指数股份中**, **小规模、价值和低波动的多头策略**投资, 在这一时期的回报率分别为-10%、-13%和-13%, 其次是质量、动量和成长因子的回报率分别为-16%、-16%和-21%, 在这一时期的表现也都好于恒生指数。
- 综上所述, 在此期间无论对于恒生指数还是恒生综合指数, 低波动率因子仍然表现良好。同时, 成长多头策略投资在恒指股票范围内比恒生综合指数范围内的效果好得多(回报率-4% vs. -21%)。在6种风格因子中, 恒生综合指数仅有规模因子表现胜过恒指规模因子。

### 3. 2015年4月 - 2016年2月

图 8: 2015年4月至2016年2月恒生指数股份各因子回测表现



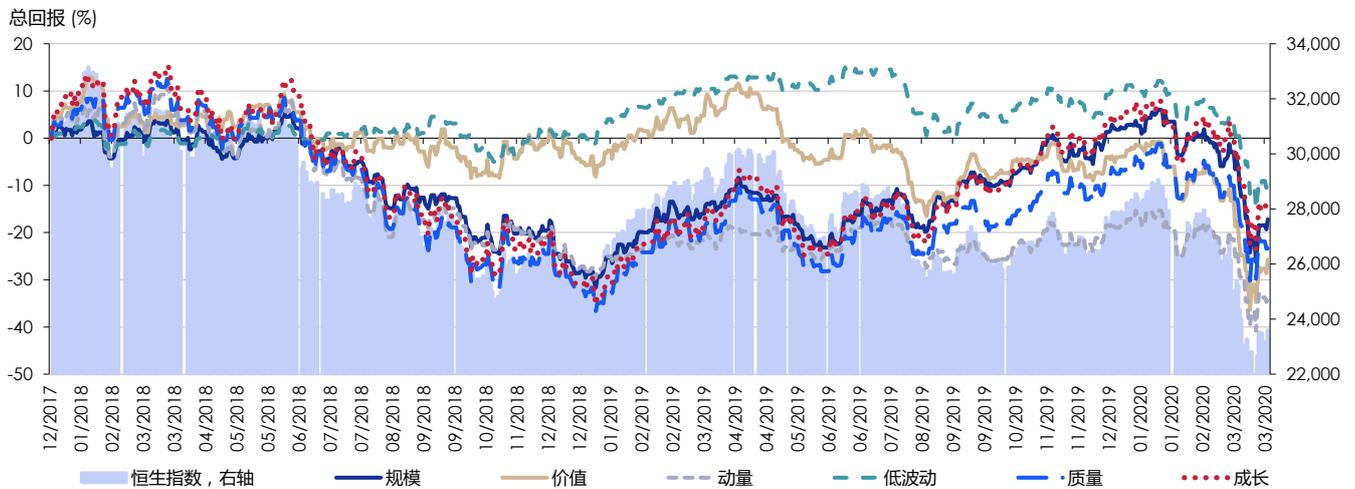
资料来源: 彭博, 建银国际证券

2015年4月-2016年2月A股泡沫破裂期间, 恒生指数从阶段高点到低点下跌了约10个月, 跌幅达36%。以下是回测结果的重点:

- 在恒生指数股份中, 这一期间低波动率多头策略的回报率为-10%, 其次是动量、成长、质量、价值和规模投资的回报率分别为-21%、-21%、-24%、-25%和-26%。
- 从2015年7月开始, 低波动率因子开始显著跑赢其他所有因子。
- 成长因子表现持续类似或逊于价值因子, 在2015年11月之前, 不过在这之后它开始跑赢价值因子。
- 在恒生综合指数股份中, 低波动率和价值多头策略在这一时期的回报率均为-15%, 其次是成长、质量、规模和动量因子的回报分别为-21%、-22%、-22%和-28%。
- 与之前熊市时期不同, 在这一时期, 恒生指数并未能在多数因子策略上跑赢恒生综合指数。实际上, 除了低波动率和动量因子, 基于其他四种因子的恒生指数投资跑输恒生综合指数, 尤其是价值因子(-25%对比-15%)。整体而言, 低波动率因子在这一时期对恒生指数和恒生综合指数来说都仍然是最有韧性的因子。

## 4. 2018年1月 - 2020年3月

图 9：2018年1月至2020年3月恒生指数股份各因子回测表现



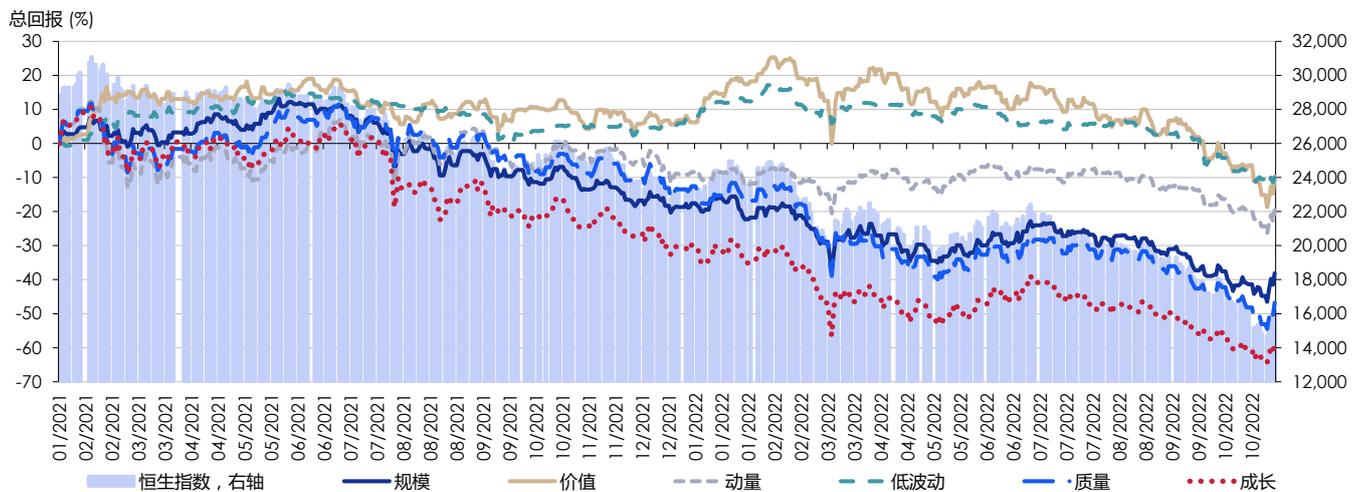
资料来源：彭博，建银国际证券

2018年1月至2020年3月，伴随中美关系问题及新冠肺炎疫情爆发，恒生指数在25个月左右的时间里从高位到低位下跌了35%。以下是回测结果的重点：

- 在恒生指数股份中，这一时期低波动率多头策略的回报率为-9%，其次是成长、规模、质量、价值和动量的回报率分别为-14%、-17%、-23%、-26%和-34%。
- 从2018年底开始的熊市中后期，低波动率因子开始显著跑赢其他所有因子。
- 2018年7月至2019年7月，成长因子的表现明显逊于价值因子，而在这一时期熊市的最后5个月里，成长因子明显优于价值因子。
- 在这一熊市的中段（2018年7月至2019年7月），价值因子的表现优于除低波动率之外的所有其他因子。
- 在恒生综合指数股票中，这一时期动量和质量多头策略的回报率分别为-16%和-18%，其次是低波动率、价值、成长和规模分别为-20%、-21%、-22%和-44%。其中，规模因子远远落后于其他因子。
- 简而言之，在这一时期，低波动率因子在恒生指数范围内表现继续优异，但在恒生综合指数范围内表现平平。同时，恒生指数的价值、动量及质量因子表现不及恒生综合指数这些因子的表现。

## 5. 2021年2月至今

图 10: 2021年2月至今\*恒生指数股份各因子回测表现



资料来源：彭博，建银国际证券；\*截至2022年11月4日

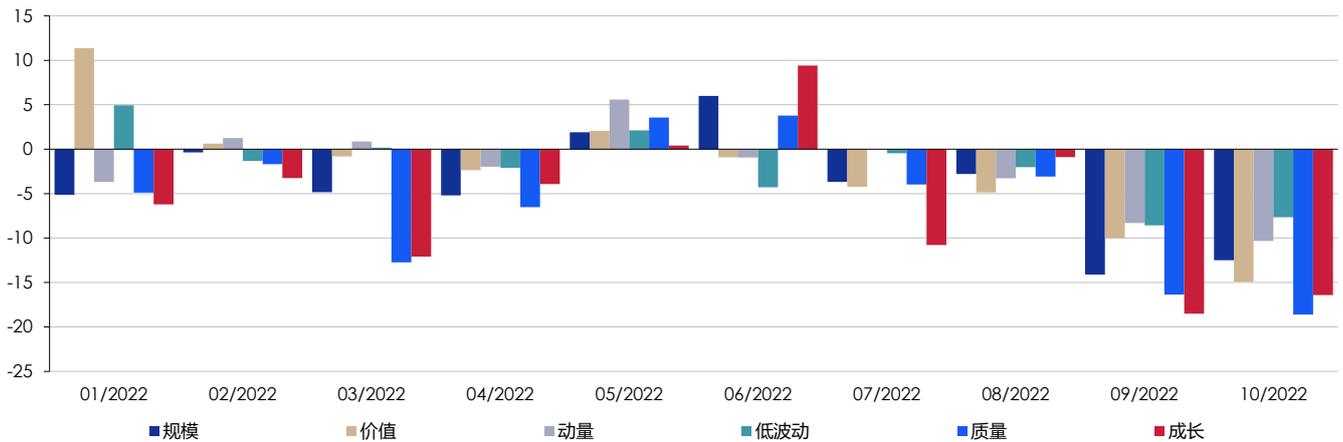
2021年2月到目前这一新冠肺炎大流行、通胀高企且美联储加息的时期，恒生指数在大约20个月的时间里从高点到低点下跌了53%。以下是回测结果的重点：

- 在恒生指数股份中，截至2022年10月底，低波动率和价值多头策略在这一时期的回报率分别为-12%和-19%，其次是动量、规模、质量和成长，分别为-27%、-47%、-55%和-64%。
- 低波动率和价值因子的表现明显跑赢恒生指数，而成长因子的表现明显弱于恒生指数。
- 在恒生综合指数股份中，这一时期低波动性和动量多头策略的回报率分别为-21%和-37%，其次是价值、质量、规模和成长，回报率分别为-50%、-54%、-56%和-65%。
- 与之前回测的熊市时期相比，恒生指数和恒生综合指数的成长和高质量因子在这一时期的回报都表现不佳，而低波动率因子与以往一样仍然非常突出。

下面的三个图显示了恒生指数范围内基于六种风格因子，采用多头策略和市场中性策略，在2022年初迄今录得的月度回报率，以及市场中性策略下的月度信息系数。以下是这段时期内的回测结果：

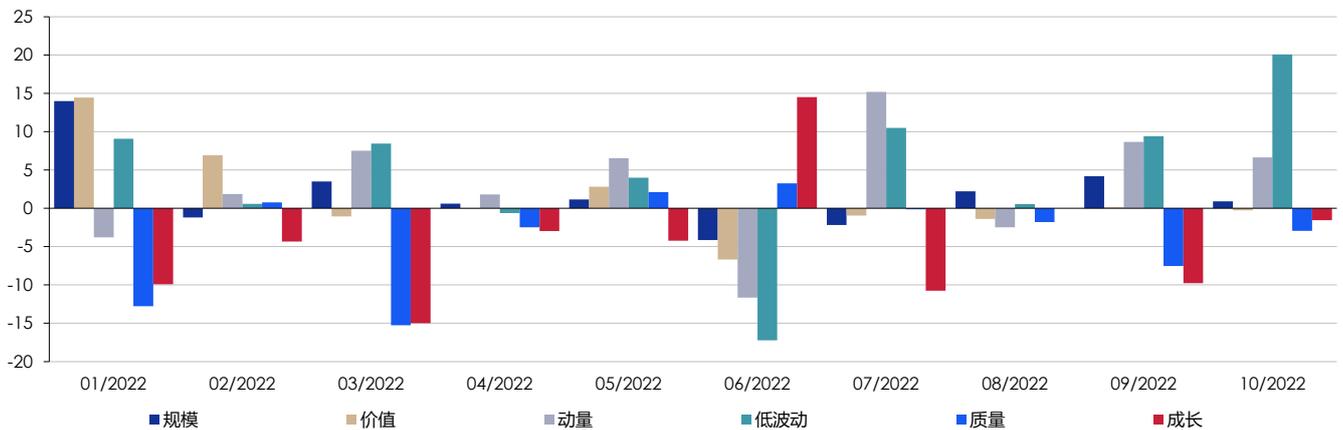
- 成长和质量因子的多头策略在这10个月中有8个月的回报为负，在今年以来六个因子中表现最差。9月和10月，这两个因子的多头策略回报率都接近-20%，而以市场中性策略则录得略好的单位数负回报。
- 低波动率因子按照多头策略在今年前10个月中有7个月的回报率为单位数负值，而以市场中性策略在前10个月的8个月中的回报为正值，在年初至今六个因子中表现最好。9月和10月，低波动率因子在市场中性策略下展现了非常可观的回报率，分别为9%和20%，信息系数和命中率分别约为0.5和83%，远超其他因子。

图 11: 2022 年初至今恒生指数只做多策略月度回报 (%)



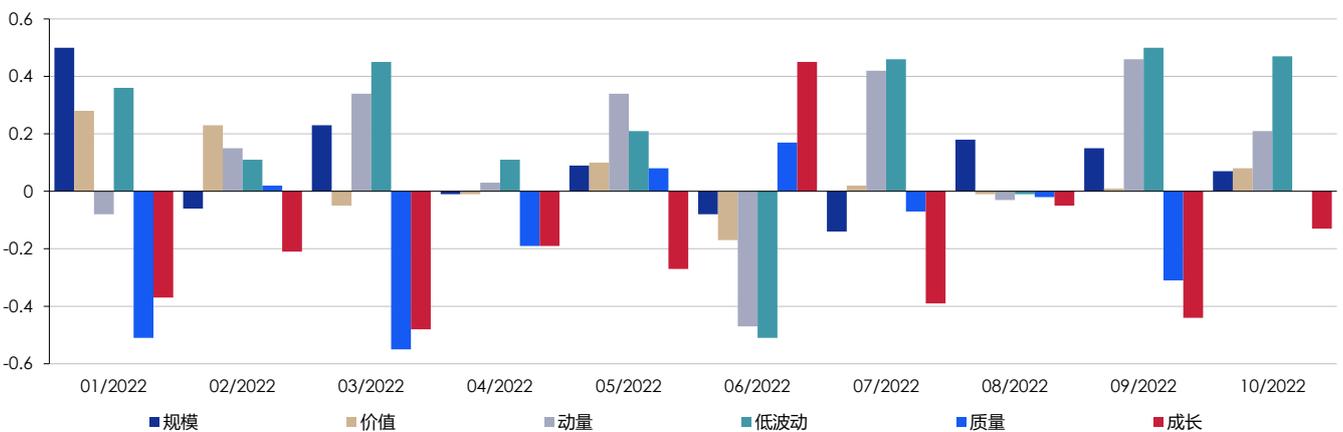
资料来源: 彭博, 建银国际证券\*截至 2022 年 10 月 31 日

图 12: 2022 年初至今恒生指数市场中性策略月度回报 (%)



资料来源: 彭博, 建银国际证券\*截至 2022 年 10 月 31 日

图 13: 2022 年初至今恒生指数市场中性策略月信息系数



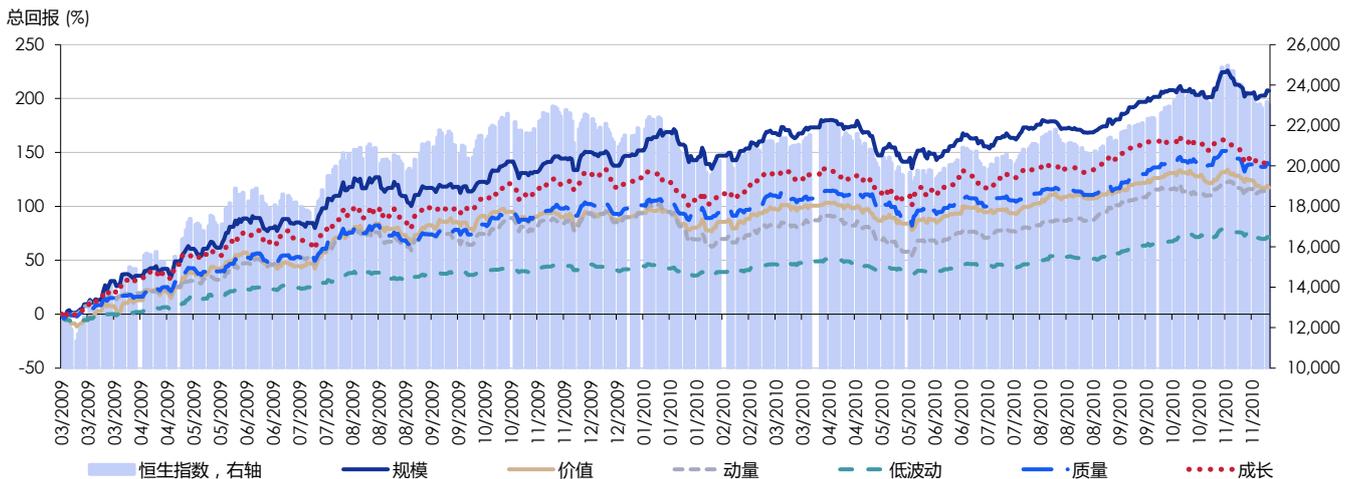
资料来源: 彭博, 建银国际证券\*截至 2022 年 10 月 31 日

## 市的回测结果

牛市因子回测包括五个时期，分别是2009年3月-2010年11月、2011年10月-2015年4月、2016年2月-2018年1月和2020年3月-2021年2月。我们发现低波动因子在牛市中通常表现不佳，无论是恒生指数还是恒生综合指数。此外，就恒生指数而言，成长因子在牛市中表现通常跑赢，在最近两次牛市中，成长因子与质量因子一起被列为表现最好的因子。

### 1. 2009年3月 - 2010年11月

图 14: 2009年3月至2010年11月各因子恒生指数股份回测表现



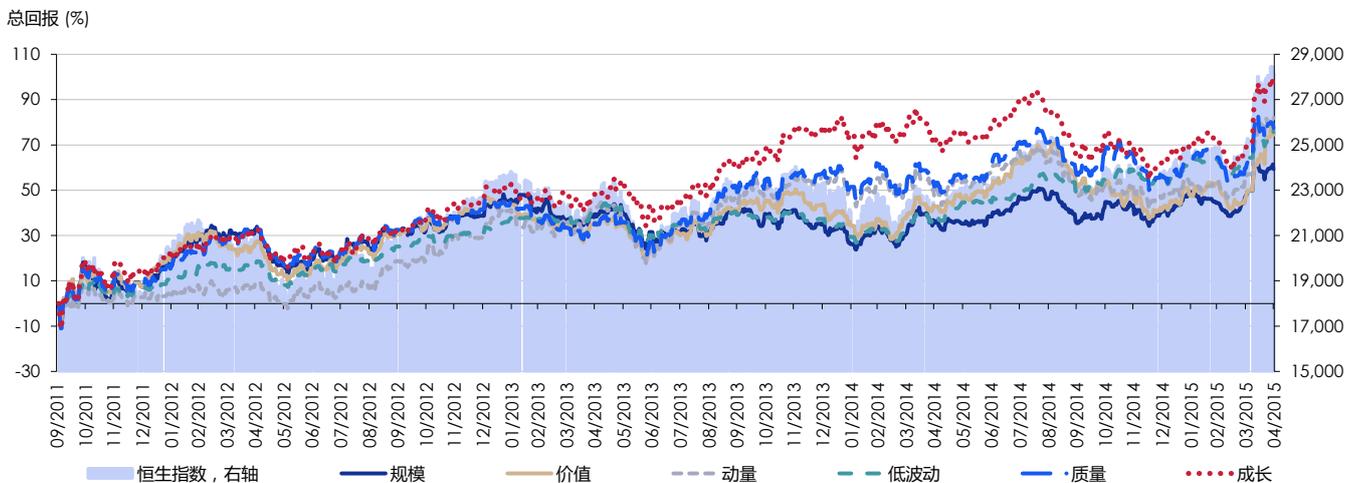
资料来源：彭博，建银国际证券

2009年3月至2010年11月期间，恒生指数在20个月左右的时间里从低点到高点上涨了120%。以下是回测结果的重点：

- 在恒生指数股份中，这一时期小规模和成长多头策略的回报率分别为207%和143%，其次是质量、价值、动量和低波动率的回报率分别为139%、117%、116%和71%。
- 在整个牛市期间，成长因子的表现一直优于价值因子和质量因子。
- 低波动因子在熊市中是大赢家，但在这次牛市中却表现最差。
- 在恒生综合指数股份中，这一时期小规模和价值多头策略的回报率分别为453%和360%，其次是动量、成长、质量和低波动率的回报率分别为269%、261%、231%和133%。
- 在这一牛市时期，根据这六个因子投资恒生综合指数比在相同策略下投资恒生指数能够获得更有吸引力的回报，特别是恒生综合指数的价值因子，录得的回报是恒生指数价值因子的三倍。

## 2. 2011年10月 - 2015年4月

图 15: 2011年10月至2015年4月各因子恒生指数股份回测表现



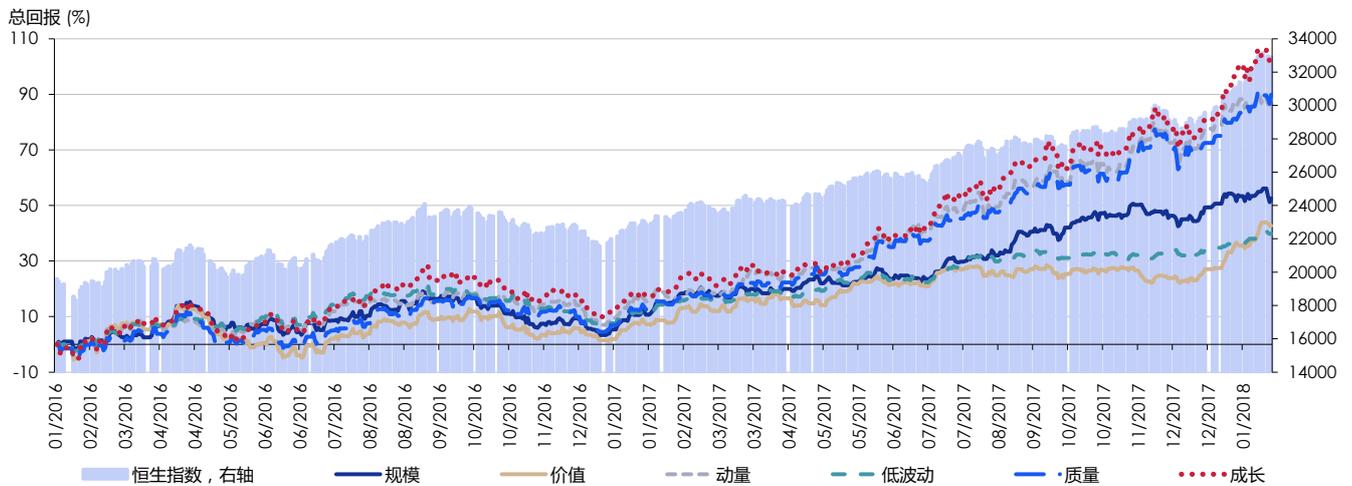
资料来源: 彭博, 建银国际证券

2011年10月至2015年4月期间, 恒生指数在43个月左右的时间里从低位到高位上涨了75%。以下是回测结果的重点:

- 在恒生指数股份中, 这一时期**成长和动量多头策略**的回报率分别为96%和82%, 其次是质量、低波动率、价值和规模分别为77%、76%、75%和59%。
- 成长因子这一时期上半段的回报与价值和质量因子相当, 但自2013年4月开始转变为明显跑赢它们。
- 在恒生综合指数股份中, **小规模和动量因子策略**在这一时期的回报为306%和276%, 其次为价值、成长、质量和低波动率因子的回报分别189%、123%、114%和109%。
- 在恒生综合指数的六种因子中, 低波动率因子仍然表现最差。
- 综上所述, 在这一持续时间相对较长的牛市中, 动量因子在恒生指数和恒生综合指数中均表现良好。基于这六个因子, 特别是规模、动量和价值因子, 恒生综合指数范围的投资回报继续高于恒生指数。

### 3.2016年2月 - 2018年1月

图 16: 2016年2月至2018年1月各因子恒生指数股份回测表现



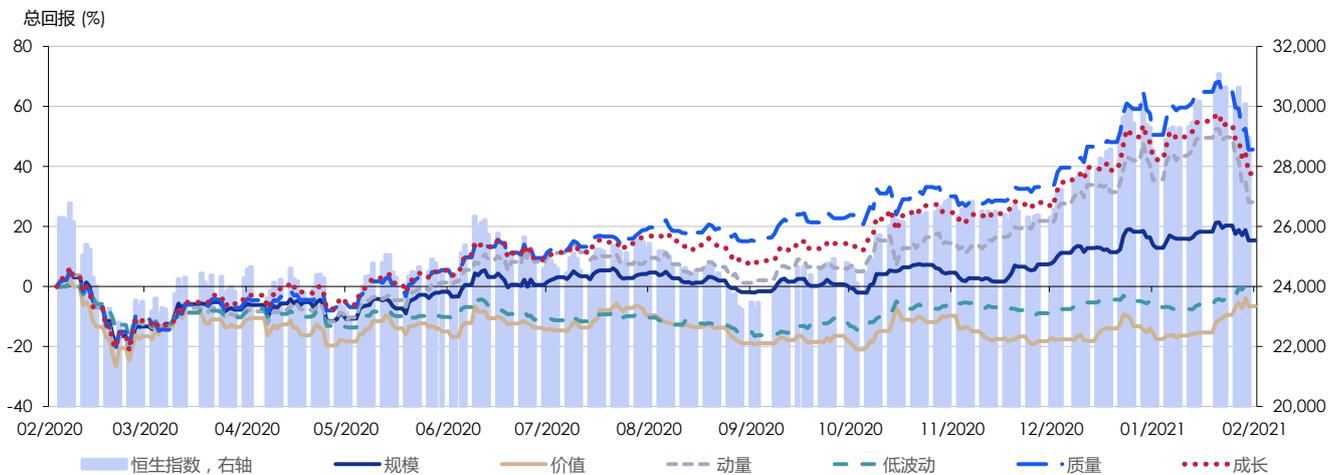
资料来源：彭博，建银国际证券

2016年2月至2018年1月期间，恒生指数在大约23个月的时间里从低点到高点上涨了83%。以下是回测结果的重点：

- **在恒生指数股份中**，这一时期**成长和质量多头策略**的回报率分别为104%和90%，其次是动量、规模、价值和低波动率的回报分别为89%、53%、43%和40%。这表明只有成长、质量和动量因子表现跑赢大市。
- 在本轮牛市的中后期，成长、质量和动量因子的表现明显优于其他三个因子，而价值和低波动因子的表现则明显落后。
- **在恒生综合指数股份中**，这一时期**投资价值 and 动量多头策略**的回报率分别为101%和96%，其次是质量、成长、低波动和规模，回报率分别为63%、59%、52%和10%。只有价值和动量因子的表现跑赢恒生指数。
- 与2011年10月至2015年4月的前一轮牛市不同，恒生综合指数的六大因子多头策略并没有录得比恒生指数更有吸引力的回报，甚至在这一轮牛市中，规模因子明显落后于其他因素及大市，显示小型公司表现不佳。
- 恒生综合指数的价值、动量和低波动性因子，对比恒生指数的这些因子，在这一时期获得了更好的回报。

## 4. 2020年3月 - 2021年2月

图 17: 2020年3月至2021年2月各因子恒生指数股份回测表现



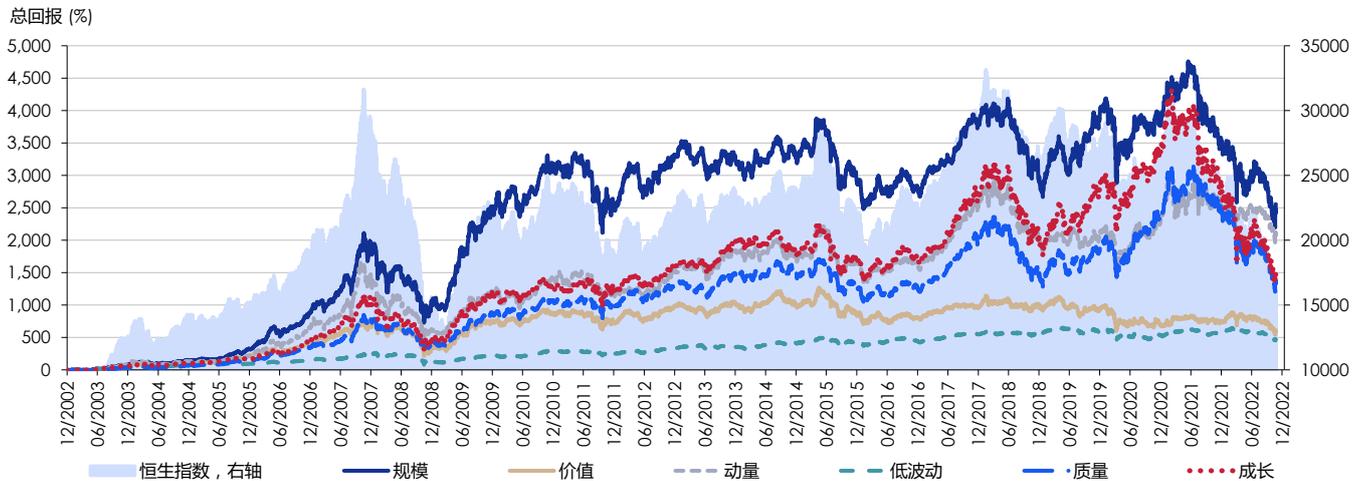
资料来源: 彭博, 建银国际证券

2020年3月至2021年2月, 为了应对新冠肺炎疫情的影响, 全球货币政策大幅宽松, 恒生指数从低位到高位上涨了大约10个月, 涨幅为43%, 这是近十多年来持续时间最短的牛市。以下是回测结果的重点:

- 在恒生指数股份中, 这一时期**质量和成长多头策略**的回报率分别为46%和38%, 其次是动量、规模、低波动率和价值, 分别为28%、15%、-1%和-7%。
- 就像上一轮牛市一样, 成长和**质量**因子在这一时期仍然是恒生指数中表现最好的因子, 而低波动性和价值则是表现最落后的因子, 甚至录得负回报。
- 在恒生综合指数股份中, 这一时期**动量和质量多头策略**的回报率分别为54%和40%, 其次是成长、规模、价值和低波动率, 分别为38%、27%、18%和4%。
- 综上所述, 在这个相对短暂的牛市中, 质量因子在恒生指数和恒生综合指数中都表现突出, 而低波动率和价值因子的表现最差。各因子表现之间的差异如此明显, 以至于一些因子回报为负或低单位数, 这在历史上的牛市时期较为罕见。

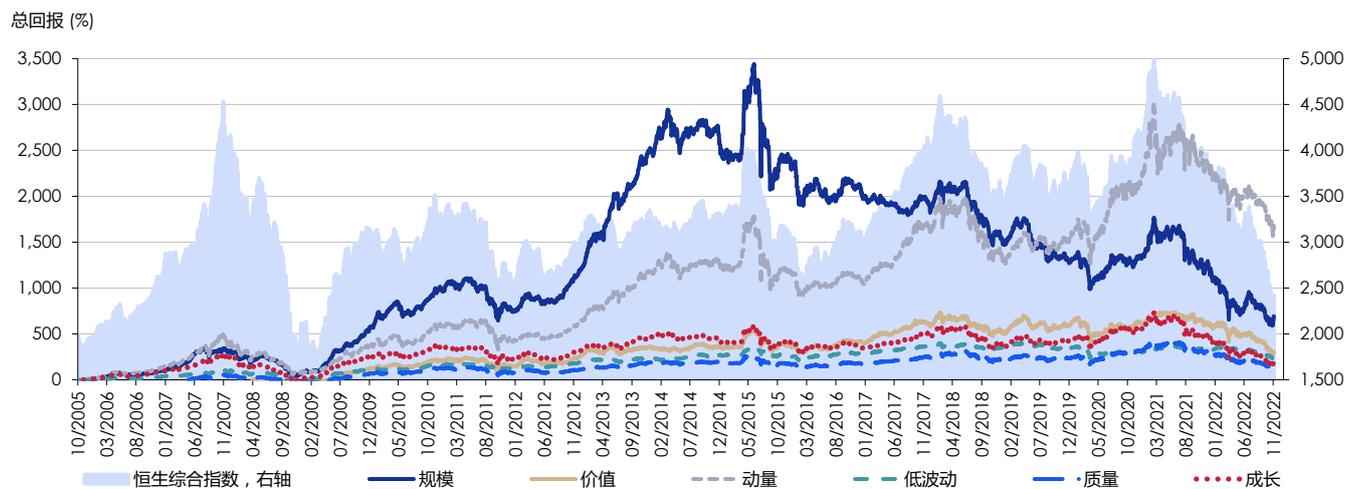
## 过去二十年长期回测结果

图 18: 2002 年至今\*各因子恒生指数股份回测表现



资料来源: 彭博, 建银国际证券\*截至2022-11-4

图 19: 2005 年 11 月至今\*各因子恒生综合指数股份回测表现



资料来源: 彭博, 建银国际证券\*截至2022-11-4

长期视角的回测结果显示了六种风格因子如何在多头策略下驱动恒生指数和恒生综合指数回报:

- 在恒生指数股份中, 2002年12月至2022年10月期间, 小规模和动量多头策略的投资回报率分别为2196%和1966%, 其次是成长和质量的回报率分别为1319%和1205%, 价值和低波动性的回报率分别为541%和455%。直至2022年第一季度, 成长因子一直跑赢除了规模之外的价值和其他因子。
- 在恒生综合指数股份中, 2005年11月至2022年10月, 动量和小规模多头策略的投资回报率分别为1568%和594%, 其次是价值和低波动性策略的回报率分别为270%和225%, 成长和质量的回报率分别为154%和115%。规模因子的表现在2015年年中时达到峰值后开始下滑, 自2019年年中以来一直被动量超越。2016年底以来, 价值因子的表现一直优于成长因子。

## 结论

香港股市共经历了11次牛市和熊市的交替。自恒生指数于1969年11月正式向公众公布以来，香港股市迄今为止经历了11轮牛市和熊市的更替。总体而言，牛市的持续时间长于熊市（持续时间中位数：39个月比13个月），并且指数变幅也高于熊市（指数平均变化：181%比53%），显示香港市场具有长期投资价值。

历史上，因子投资在熊市期间获得了更好的超额收益。总体而言，在熊市期间，上述因子往往跑赢恒生指数，其中一些因子能够大幅跑赢恒生指数。然而，在牛市背景下，各因子跑赢恒生指数的幅度明显下降，甚至在最新一轮牛市中，多数因子无法跑赢恒生指数。

**最近五次熊市的因子回测表现呈以下五点重要特征：**1) 低波动因子在熊市时期普遍表现出色，无论对于恒指还是恒综指而言；2) 就恒指而言，成长因子历史上通常在熊市的前期和中期跑输价值因子，但在后期或尾声时开始逐渐小幅跑赢价值因子；3) 就恒指而言，成长因子在此前熊市期间的表现并不差，尤其是2010年11月至2011年10月期间和2018年1月至2020年3月期间，但在2021年2月迄今就表现最落后；4) 就恒综指而言，成长因子熊市期间常表现最差，而价值因子在2021年以前的历次熊市中表现不错，且常胜过恒指价值因子的表现；5) 就恒综指而言，规模因子在2018年初以来的两轮熊市中表现较差。

**最近四次牛市的因子回测表现呈以下六点重要特征：**1) 低波动因子在牛市期间普遍表现垫底，无论对于恒指还是恒综指而言；2) 就恒指而言，成长因子在牛市期间普遍表现出色，并且其连同质量因子在最近的两次牛市中均位列表现最佳因子；3) 就恒指而言，成长因子通常在整体牛市或牛市中后期显著地跑赢价值因子；4) 就恒指而言，2020年3月至2021年2月这轮相对短暂的牛市中，除了质量和成长以外的其他四个因子均表现平平，其中价值和低波动因子更录得罕见的负回报；5) 就恒综指而言，动量因子在最近的三次牛市中均表现不俗，而在2016年之前的两次牛市中，规模因子表现出色；6) 恒综指的价值因子表现在四次牛市中均远胜恒指的价值因子表现。

**2022年年初至今，在多头策略和市场中性策略下，低波动因子表现突出。**在多头策略下，成长和质量因子在今年前10个月中有8个月出现了负回报，在6个因子中表现最差，9月和10月，这两个因子的多头月度回报都接近-20%，而在市场中性策略下为略好的单位数负回报。与此同时，低波动率因子表现突出，在多头策略下，前10个月有7个月录得单位数负回报，在市场中性策略下，前10个月有8个月录得正回报，9月和10月更录得9%和20%的显著正回报，伴随强劲的信息系数和命中率。

总而言之，我们建议关注低波动因子，因其基于多头策略和市场中性策略，在熊市时期普遍表现出色。其次，熊市后期可关注成长和质量因子。第三，价值选股建议以恒综指而非恒指为范围，鉴于无论在熊市或牛市中，恒综指价值因子历史表现普遍胜过恒指价值因子。

## 附录：排序居前的股份列表

图 20：恒生指数低波动率股票前五分之一（截至 2022 年 11 月 1 日）

股票代码	公司名称	行业	因子值
66 HK	港铁公司	运输与物流	100
762 HK	中国联通	电信	99
3988 HK	中国银行	银行	97
6 HK	电能实业	电力公用	97
2 HK	中电控股	电力公用	94
941 HK	中国移动	电信	94
16 HK	新鸿基地产	房地产业主与开发商	92
1398 HK	工商银行	银行	91
11 HK	恒生银行	银行	89
823 HK	领展房产基金	房地产投资信托	89
1 HK	长和	零售 - 必需性消费	87
3 HK	香港中华煤气	燃气和水务公用	85
939 HK	建设银行	银行	85
1038 HK	长江基建集团	工程与建筑	83
1044 HK	恒安国际	家用产品	81

资料来源：彭博，建银国际证券

图 21：恒生指数成长股票前五分之一（截至 2022 年 11 月 1 日）

股票代码	公司名称	行业	因子值
3690 HK	美团 - W	互联网媒体及服务	2.6 $\sigma$
6098 HK	碧桂园服务	地产服务	2.2 $\sigma$
2269 HK	药明生物	健康护理设施与服务	1.6 $\sigma$
2331 HK	李宁	零售 - 非必需性	1.6 $\sigma$
9618 HK	京东集团	电商非必需性	1.2 $\sigma$
1810 HK	小米集团	科技硬件	1.1 $\sigma$
241 HK	阿里健康	零售 - 必需性消费	1.0 $\sigma$
881 HK	中升控股	零售 - 非必需性	1.0 $\sigma$
1211 HK	比亚迪	汽车	0.9 $\sigma$
2020 HK	安踏体育	零售 - 非必需性	0.9 $\sigma$
6862 HK	海底捞	休闲设施与服务	0.9 $\sigma$
968 HK	信义光能	可再生能源	0.9 $\sigma$
9633 HK	农夫山泉	啤酒饮料	0.8 $\sigma$
669 HK	创科实业	机械	0.6 $\sigma$
1299 HK	友邦保险	保险	0.6 $\sigma$

资料来源：彭博，建银国际证券

图 22：恒生指数质量股票前五分之一（截至 2022 年 11 月 1 日）

股票代码	公司名称	行业	因子值
9633 HK	农夫山泉	啤酒饮料	100
2331 HK	李宁	零售 - 非必需性	99
1093 HK	石药集团	生物技术与制药	98
388 HK	香港交易所	机构金融服务	96
291 HK	华润啤酒	啤酒饮料	95
2382 HK	舜宇光学科技	科技硬件	93
2020 HK	安踏体育	零售 - 非必需性	92
316 HK	东方海外国际	运输与物流	91
6098 HK	碧桂园服务	地产服务	89
3692 HK	翰森制药	生物技术与制药	88
2269 HK	药明生物	健康护理设施与服务	86
1876 HK	百威亚太	啤酒饮料	85
9999 HK	网易	娱乐内容	84
868 HK	信义玻璃	建筑材料	82
968 HK	信义光能	可再生能源	81

资料来源：彭博，建银国际证券

图 23: 恒生综合指数低波动率股份前五分之一 (截至 2022 年 11 月 1 日)

股票代码	公司名称	行业	因子值
1883 HK	中信国际电讯	电信	100
66 HK	港铁公司	运输与物流	100
6823 HK	香港电讯 - S S	电信	100
762 HK	中国联通	电信	100
1288 HK	农业银行	银行	99
16 HK	新鸿基地产	房地产业主与开发商	99
3618 HK	渝农商行	银行	99
3988 HK	中国银行	银行	99
6 HK	电能实业	电力公用	99
941 HK	中国移动	电信	99
1963 HK	重庆银行	银行	98
2 HK	中电控股	电力公用	98
2638 HK	港灯 - S S	电力公用	98
8 HK	电讯盈科	电信	98
998 HK	中信银行	银行	98
1339 HK	中国人保	保险	97
1398 HK	工商银行	银行	97
1475 HK	日清食品	食物	97
3969 HK	中国通号	运输设备	97
823 HK	领展房产基金	房地产投资信托	97
1 HK	长和	零售 - 必需性消费	96
173 HK	嘉华国际	房地产业主与开发商	96
1972 HK	太古地产	房地产业主与开发商	96
2356 HK	大新银行集团	银行	96
3633 HK	中裕能源	燃气和水务公用	96
6818 HK	光大银行	银行	96
778 HK	置富产业信托	房地产投资信托	96
939 HK	建设银行	银行	96
11 HK	恒生银行	银行	95
3 HK	香港中华煤气	燃气和水务公用	95
728 HK	中国电信	电信	95
1038 HK	长江基建集团	工程与建筑	94
1186 HK	中国铁建	工程与建筑	94
14 HK	希慎兴业	房地产业主与开发商	94
3328 HK	交通银行	银行	94
363 HK	上海实业控股	房地产业主与开发商	94
1044 HK	恒安国际	家用产品	93
12 HK	恒基地产	房地产业主与开发商	93
1800 HK	中国交建	工程与建筑	93
683 HK	嘉里建设	房地产业主与开发商	93
934 HK	中石化冠德	油气生产商	93
1113 HK	长实集团	房地产业主与开发商	92
1988 HK	民生银行	银行	92
2388 HK	中银香港	银行	92
440 HK	大新金融	银行	92
576 HK	浙江沪杭甬	运输与物流	92
83 HK	信和置业	房地产业主与开发商	92
1099 HK	国药控股	健康护理设施与服务	91
1234 HK	中国利郎	零售 - 非必需性	91
1766 HK	中国中车	运输设备	91
177 HK	宁沪高速	运输与物流	91
1816 HK	中国广核	电力公用	91
23 HK	东亚银行	银行	91
386 HK	中国石化	油气生产商	91
1381 HK	粤丰环保	电力公用	90
2611 HK	国泰君安	机构金融服务	90
341 HK	大家乐集团	休闲设施与服务	90
3799 HK	达利食品	食物	90
6837 HK	海通证券	机构金融服务	90
2666 HK	环球医疗	特殊金融	89
17 HK	新世界发展	房地产业主与开发商	88
19 HK	太古股份公司	啤酒饮料	88
2328 HK	中国财险	保险	88
2628 HK	中国人寿	保险	88
267 HK	中信股份	银行	88
338 HK	上海石化	化学	88
659 HK	新创建集团	工程与建筑	88
788 HK	中国铁塔	工程与建筑	88
116 HK	周生生	零售 - 非必需性	87
272 HK	瑞安房地产	房地产业主与开发商	87
293 HK	国泰航空	运输与物流	87
392 HK	北京控股	燃气和水务公用	87
5 HK	汇丰控股	银行	87
506 HK	中国食品	啤酒饮料	87
6886 HK	华泰证券	资产管理	87
101 HK	恒隆地产	房地产业主与开发商	86
1448 HK	福寿园	消费服务	86
303 HK	VTECH HOLDINGS	科技硬件	86
2727 HK	上海电气	电子设备	85
288 HK	万洲国际	食物	85
857 HK	中国石油	油气生产商	85
1361 HK	3 6 1 度	服装及纺织产品	84
1997 HK	九龙仓置业	房地产业主与开发商	84
322 HK	康师傅控股	啤酒饮料	84
405 HK	越秀房产信托基金	房地产投资信托	84
552 HK	中国通信服务股份有限公司	工程与建筑	84
590 HK	六福集团	零售 - 非必需性	84
6881 HK	中国银河	机构金融服务	84
86 HK	新鸿基有限公司	特殊金融	84
1821 HK	ESR 集团	房地产业主与开发商	83
2233 HK	西部水泥	建筑材料	83
2778 HK	冠君产业信托	房地产投资信托	83
670 HK	中国东航	运输与物流	83
151 HK	中国旺旺	食物	82
1658 HK	邮储银行	银行	82
6030 HK	中信证券	机构金融服务	82
1299 HK	友邦保险	保险	81
1382 HK	互太纺织	服装及纺织产品	81
165 HK	中国光大控股	资产管理	81
390 HK	中国中铁	工程与建筑	81
604 HK	深圳控股	房地产业主与开发商	81
6066 HK	中信建投	机构金融服务	81
6600 HK	赛生药业	生物技术与制药	81
966 HK	中国太平	保险	81

资料来源: 彭博, 建银国际证券

图 24: 恒生综合指数质量股份前五分之一 (截至 2022 年 11 月 1 日)

股票代码	公司名称	行业	因子值
1579 HK	颐海国际	食物	100
1755 HK	新城悦服务	地产服务	100
3913 HK	合景悠活	地产服务	100
639 HK	首钢资源	金属与采矿	100
9633 HK	农夫山泉	啤酒饮料	100
9979 HK	绿城管理控股	工程与建筑	100
1093 HK	石药集团	生物技术与制药	99
2331 HK	李宁	零售 - 非必需性	99
2669 HK	中海物业	地产服务	99
3319 HK	雅生活服务	地产服务	99
388 HK	香港交易所	机构金融服务	99
1995 HK	旭辉永升服务	地产服务	98
6186 HK	中国飞鹤	食物	98
6699 HK	时代天使	医疗设备与器械	98
6969 HK	思摩尔国际	烟草	98
990 HK	荣晖国际	化学	98
291 HK	华润啤酒	啤酒饮料	97
327 HK	百富环球	科技硬件	97
9983 HK	建业新生活	地产服务	97
1302 HK	先健科技	医疗设备与器械	96
1585 HK	雅迪控股	汽车	96
168 HK	青岛啤酒	啤酒饮料	96
189 HK	东岳集团	化学	96
3613 HK	同仁堂国药	生物技术与制药	96
6049 HK	保利物业服务股份有限公司	地产服务	96
1308 HK	海丰国际	运输与物流	95
136 HK	中国儒意	互联网媒体及服务	95
1448 HK	福寿园	消费服务	95
2359 HK	药明康德	健康护理设施与服务	95
506 HK	中国食品	啤酒饮料	95
867 HK	康哲药业	生物技术与制药	95
9997 HK	康基医疗	医疗设备与器械	95
1209 HK	华润万象生活	地产服务	94
1888 HK	建滔积层板	化学	94
2382 HK	舜宇光学科技	科技硬件	94
558 HK	力劲科技	机械	94
151 HK	中国旺旺	食物	93
2020 HK	安踏体育	零售 - 非必需性	93
6098 HK	碧桂园服务	地产服务	93
9666 HK	金科服务	地产服务	93
1772 HK	赣锋锂业	化学	92
303 HK	VTECH HOLDINGS	科技硬件	92
316 HK	东方海外国际	运输与物流	92
6169 HK	宇华教育	消费服务	92
6989 HK	卓越商企服务	地产服务	92
9992 HK	泡泡玛特	批发 - 非必需性	92
1675 HK	亚信科技	软件	91
1876 HK	百威亚太	啤酒饮料	91
1882 HK	海天国际	机械	91
2096 HK	先声药业	生物技术与制药	91
2269 HK	药明生物	健康护理设施与服务	91
3800 HK	协鑫科技	可再生能源	91
9999 HK	网易	娱乐内容	91
1268 HK	美东汽车	零售 - 非必需性	90
1475 HK	日清食品	食物	90
2138 HK	医思健康	健康护理设施与服务	90
3692 HK	翰森制药	生物技术与制药	90
1368 HK	特步国际	服装及纺织产品	89
3799 HK	达利食品	食物	89
522 HK	ASMPT Ltd	半导体	89
1999 HK	敏华控股	家庭及办公用品	88
2285 HK	Chervon Holdings Ltd	机械	88
3759 HK	康龙化成	健康护理设施与服务	88
3998 HK	波司登	服装及纺织产品	88
6110 HK	滔搏	零售 - 非必需性	88
6600 HK	赛生药业	生物技术与制药	88
968 HK	信义光能	可再生能源	88
1361 HK	3 G 1 度	服装及纺织产品	87
2343 HK	太平洋航运	运输与物流	87
2518 HK	汽车之家	互联网媒体及服务	87
868 HK	信义玻璃	建筑材料	87
2057 HK	中通快递	运输与物流	86
3347 HK	泰格医药	健康护理设施与服务	86
669 HK	创科实业	机械	86
6988 HK	乐享集团	广告与营销	86
992 HK	联想集团	科技硬件	86
1177 HK	中国生物制药	生物技术与制药	85
1691 HK	JS 环球生活	家庭及办公用品	85
1929 HK	周大福	零售 - 非必需性	85
6616 HK	环球新材国际	资产管理	85
6993 HK	蓝月亮集团	家用产品	85
2162 HK	康诺亚	生物技术与制药	84
2688 HK	新奥能源	燃气和水务公用	84
467 HK	联合能源集团	油气生产商	84
6055 HK	中烟香港	批发 - 必需性	84
6878 HK	鼎丰集团汽车有限公司	特殊金融	84
1066 HK	威高股份	医疗设备与器械	83
1211 HK	比亚迪	汽车	83
1717 HK	澳优	食物	83
3709 HK	赢家时尚	服装及纺织产品	83
6078 HK	海吉亚医疗	健康护理设施与服务	83
777 HK	网龙	娱乐内容	83
881 HK	中升控股	零售 - 非必需性	83
883 HK	中国海洋石油	油气生产商	83
1193 HK	华润燃气	燃气和水务公用	82
631 HK	三一国际	机械	82
973 HK	L'OCCITANE	家用产品	82
1516 HK	融创服务	地产服务	81
2313 HK	申洲国际	服装及纺织产品	81
2869 HK	绿城服务	地产服务	81
3606 HK	福耀玻璃	汽车	81
6100 HK	同道猎聘	互联网媒体及服务	81
6185 HK	康希诺	生物技术与制药	81

资料来源: 彭博, 建银国际证券

## 分析师证明：

本文作者谨此声明：(i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，目前或将来会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关；及 (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本文发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本文所提述的股票，或在本文发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

## 免责声明：

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际（控股）有限公司（「建银国际控股」）和中国建设银行股份有限公司（「建行」）全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得，但建银国际证券有限公司，其关联公司及/或附属公司（统称「建银国际证券」）不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证（不论明示或默示）。当中的意见及预测为我们于本文日的判断，并可更改，而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告，但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版，大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的，且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保，或认为该等预测、预期或估值，或基本假设将实现。投资涉及风险，过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见，因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途，在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性（或相关投资）做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失（不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的）概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要，亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素，并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动；(ii) 过去表现不反应未来业绩；(iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的（至少 12 个月），且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下，未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧；(iv) 未来回报不受保证，且本金可能受到损失；以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是，本文仅覆盖此处特定的证券或公司，且不会延伸至此外的衍生工具，该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响，且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险，并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上，建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核，且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责，亦不作任何陈述或保证（不论明示或默示）。除非特别声明，本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行，且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值，且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及/或意见的阐释，且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外，禁止以任何形式复制及分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断，并在认为有需要或适当时就作出独立调查。收件人如对本文内容有任何疑问，应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源（如有）的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的，且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任，且不对其完整性、准确性、适当性、可用性及安全性作任何担保、陈述及保证（不论明示或默示）。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前，用户须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可不撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比，建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致，但建银国际证券有防止选择性披露的程序，并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序，亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是，收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来，包括投行业务或直接投资业务，或不时自行及/或代表其客户持有该等证券（或在任何相关的投资中）的权益（和/或迟后增加或处置）。因此，投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突，而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外，本文所载信息可能与建银国际证券关联人士，或中国建设银行的其它成员，或建银国际控股集团集团公司发表的意见不同或相反。本文中所提及的产品、投资、证券、金融工具或行业板块，仅为建银国际的机构和专业客户所提供，本文不应提供给零售客户。

如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例可向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发给依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士（根据美国《交易法》或 1986 年《美国国内税收法（修订）》的定义），如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易，则此类交易仅限转交与，且仅应通过建银国际海外（美国）公司进行。除非根据适用法律，本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大，及中国境内的公众人士（就本文而言，不包括香港、澳门及台湾）。严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发给任何人士，建银国际

证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，则该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。本文中所述的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

在新加坡的分发：本文中的信息/研究由建银国际（新加坡）有限公司（建银国际新加坡）（公司注册号 201531408W）的外国分支机构建银国际证券有限公司（“建银国际证券”）提供。建银国际新加坡持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务牌照，可用于基金管理、资本市场产品交易（特别是证券和集体投资计划）并提供托管服务，并且是新加坡 Financial Advisers Act 规定的通过发布或颁发研究分析或研究报告的豁免财务顾问。建银国际证券可以根据新加坡 Financial Advisers Regulations 第 32C 条之与建银国际新加坡的安排分发信息/研究报告。建银国际证券在香港获得了提供此类信息/研究报告的许可。新加坡接收者应通过+ 65-68071880 与建银国际新加坡联系，解决分发此信息引起的或与之相关的事宜。

©建银国际证券有限公司 2022。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

**建银国际证券有限公司**

香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 12 楼  
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097