

2021年01月26日

胜利者的“陷阱”

策略研究团队

——投资策略专题

牟一凌（分析师）

mouyiling@kysec.cn

证书编号：S0790520040001

方智勇（联系人）

fangzhiyong@kysec.cn

证书编号：S0790120040049

● 胜利者的“陷阱”

当下投资者已经习惯了从过往业绩和持股体验去理解未来组合的预期收益。但有趣的是，我们历史数据回测发现了如下有趣的规律：从行业来看，无论是一级、二级还是三级行业，长期来看，买入过去一年表现好的前10%—20%的行业组合总是不能战胜过去一年后10%—20%的行业组合；行业内部，除了食品饮料以外，过往业绩表现好的公司也无法战胜过往业绩表现差的公司；从全市场个股来看，过往业绩表现好的前10%的个股组合也总是被后10%的个股的组合所击败。其背后的问题是：**尽管动量效应和均值反转同样存在，但是动量效应胜率不够高，赔率又较低，造成了长期预期收益率的低下。**

● 基金管理人：落后者的逆袭

在基金管理人中，胜利者的“陷阱”似乎更广泛存在。无论选取过去1年还是3年的业绩作为参考，长期看前10%的基金的组合总是被后10%的基金构成的组合所击败，差距在16.76%—70%。更令人遗憾的是，过往优秀的管理人组合长期似乎不能战胜市场“中等生”（每年中位数收益率）。当然我们需要关注的是，2020年出现了明显的动量效应，即过往优秀的基金表现同样战胜了落后者。投资者有两种选择：**相信过往长期的现象，或者相信2020年发生的偶然可以延续到未来。**

● 过往的ROE是可以长期“依赖”的指标

过往历史数据中，基本面财务数据中的ROE仍然是值得信赖的：通过将筛选标准由过去一年的收益率排名调整为ROE，可以发现无论在大类还是细分行业中，高ROE赢家组合的当期收益率相较输家组合均显著占优，长期回报也领先于基准指数与输家组合。将标的扩展为整个A股市场，同样可以发现**ROE表现优秀的股票组合长期可以大幅跑赢沪深300指数与ROE表现靠后的股票组合，并且在近两年来有领先扩大趋势。**我们此前在年度系列报告中提到：**无论全A还是行业，长期回报均有向ROE回归的特征。**我们认为，市场存在长期回报向ROE回归的特征，因此ROE决定着股票投资的收益中枢，这是高ROE组合长期回报能够显著高于低ROE组合与基准的主要原因。因此可以认为，ROE是投资者在投资过程中可以长期“依靠”的指标。

● 对当下的启示：把握历史信息中的有限理性

研究与决策总是只能基于可观测的过去，而投资的结果却又依赖于不可直接观测的未来。当下投资者喜欢根据历史价格表现预测未来的收益，但是遗憾的是历史样本告诉我们这种方法并不能帮助我们战胜市场。庆幸的是，如果超脱过往股票价格本身，基于以ROE为代表的基本面历史数据，反而更容易帮我们应对不确定性的未来。在当下这个用过去3年历史价格评判好赛道的市场里，在一个不以基本面而是基于下一个接盘者的市场预期中，我们并非毫无依靠，回归ROE也许这是隐藏的超额收益来源。

● 风险提示：测算误差

相关研究报告

《投资策略周报-不能“犯错”的市场》
-2021.1.24

《投资策略专题-南下资金难夺“定价权”》-2021.1.22

《投资策略专题-还周期以“成长”，看金融以“当下”》-2021.1.21

目 录

1、 行业中的胜利者“陷阱”现象.....	3
2、 全市场个股中并不存在强者恒强	6
3、 公募基金：逆转的未来	7
4、 长期来看，高 ROE 特征的赢家组合将脱颖而出	9
5、 基于历史信息的有限理性	12
6、 风险提示	12

图表目录

图 1： 长期而言，行业间的动量效应低于基准与反转效应，胜利者“陷阱”现象明显。	4
图 2： 2006 年至 2020 年赢家组合年末收益率-输家组合年末收益率	5
图 3： 长期来看，大部分行业内部的赢家组合均无法跑赢输家组合	5
图 4： 短期来看，股票“赢家”组合的收益延续性弱于“输家”组合的收益反转性	6
图 5： 从长期来看，2006 年至 2020 年股票输家组合的累计收益率远高于赢家组合与沪深 300 指数	7
图 6： 一年维度而言，基金组合的收益表现相对较小，但 2019 年是明显的反转年份，而 2020 年明显的动量效应持续年份	8
图 7： 长期来看，基金输家组合十年累计收益率高于基金赢家组合与平庸组合	8
图 8： 新的基金赢家组合、输家组合与基准组合当年收益相对接近	9
图 9： 新的基金输家组合十年累计收益与基准接近，略领先于赢家组合	9
图 10： 长期而言，各级行业中高 ROE 组合均跑赢低 ROE 组合	10
图 11： 在过往 15 年中，基于 ROE 筛选的个股赢家组合有 11 年的当年收益跑赢了输家组合	11
图 12： 基于高 ROE 筛选的个股赢家组合 15 年累计收益率远高于输家组合与基准指数	11
图 13： 全部 A 股长期回报向 ROE 回归	12
表 1： 从当年收益来看，赢家组合的收益延续性并没有稳定强于输家组合的收益反转性	3
表 2： 2016 年以来，各级行业中的高 ROE 组合持续跑赢低 ROE 组合	10

当下投资者似乎更愿意用过往表现去预判未来,“XX类股票过往投资体验好(上涨稳定回撤少)、强者恒强优选过往业绩好的管理人”似乎成为了共识。我们对此方法在历史上的有效性产生了兴趣。我们将以历史为样本,检验利用过往收益率来线性外推来年的表现的策略,看“动量效应”是否能在长期动态调整中战胜基准与“反转效应”。

在当下这个基于过往价格表现外推未来的市场,全市场交易者对价格波动本身敏感,我们需要警惕胜利者的“陷阱”。

1、行业中的胜利者“陷阱”

长期来看,行业输家组合累计收益率高于赢家组合与沪深300基准指数,过往业绩表现好的一、二、三级行业均存在胜利者“陷阱”。我们构建以下投资策略:在每年初设定过去一年收益率排名为筛选标准,在各级行业中分别选取排名头部和尾部一定比例的行业构建“赢家”和“输家”两个投资组合,其中一级行业设定比例为20%(考虑到一级行业家数较少),二级与三级行业设为10%;对组合内行业进行等权配置,持有期一年,年末统计当年收益,并计算累计收益率。从当年收益来看,单年度看反转效应和动量效应都存在,在过去的15年间,各级行业中赢家组合共有7次均跑赢输家组合,有6次均跑输。从累计收益率角度来看,三类行业的输家组合15年累计收益率均战胜输家组合与沪深300基准指数,其中一级行业的输家组合累计收益最高,达到了662.33%,跑赢基准198.00%。

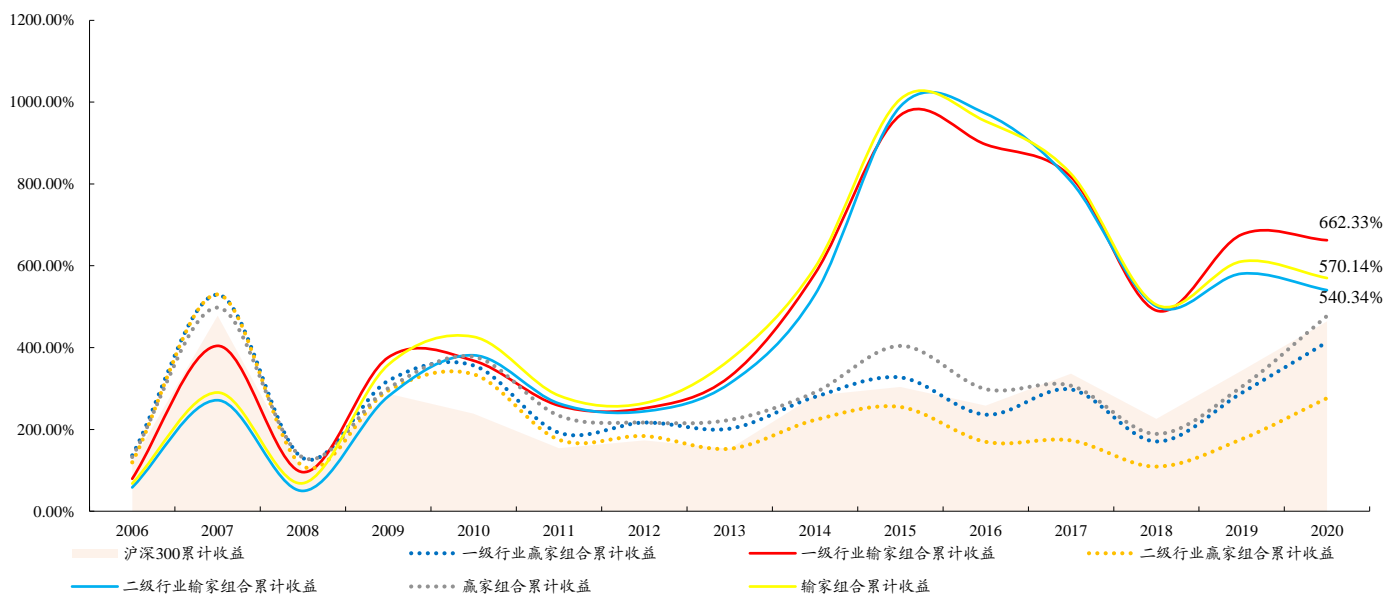
我们可以得出的规律是:动量效应确实存在,但是相信趋势可以延续与相信均值会反转相比,胜率不占优势,但赔率很占劣势。最终长期而言,行业间的动量效应的收益率明显低于反转效应。如果相信过去的强者,长期看则存在胜利者“陷阱”。

表1:从当年收益来看,赢家组合的收益延续性并没有稳定强于输家组合的收益反转性

年份	一级行业		二级行业		三级行业		基准
	赢家组合收益	输家组合收益	赢家组合收益	输家组合收益	赢家组合收益	输家组合收益	沪深300收益
2006/12/31	136.44%	79.46%	119.42%	58.28%	132.59%	67.96%	121.02%
2007/12/31	166.10%	180.94%	187.05%	134.62%	156.99%	132.47%	161.55%
2008/12/31	-63.45%	-61.21%	-66.63%	-59.68%	-61.27%	-56.78%	-65.95%
2009/12/31	82.10%	143.39%	87.93%	154.22%	73.11%	171.52%	96.71%
2010/12/31	8.94%	-1.68%	10.08%	26.42%	19.18%	14.93%	-12.51%
2011/12/31	-36.00%	-23.46%	-36.78%	-24.47%	-30.16%	-27.27%	-25.01%
2012/12/31	8.50%	-1.81%	3.26%	-5.32%	-5.02%	-4.85%	7.55%
2013/12/31	-4.75%	21.88%	-10.92%	19.79%	2.02%	29.07%	-7.65%
2014/12/31	25.79%	58.77%	27.82%	52.61%	20.83%	47.96%	51.66%
2015/12/31	12.50%	56.91%	9.82%	73.11%	29.07%	59.13%	5.58%
2016/12/31	-21.30%	-6.69%	-24.01%	-1.59%	-20.94%	-4.87%	-11.28%
2017/12/31	18.32%	-7.97%	1.28%	-15.46%	2.11%	-12.18%	21.78%
2018/12/31	-31.96%	-35.59%	-23.41%	-33.68%	-28.96%	-34.59%	-25.31%
2019/12/31	43.79%	31.43%	32.02%	13.26%	39.80%	17.47%	36.07%
2020/12/31	31.95%	-1.78%	36.29%	-5.92%	42.82%	-5.71%	27.21%

数据来源: Wind、开源证券研究所

图1: 长期而言, 行业间的动量效应低于基准与反转效应, 胜利者“陷阱”现象明显。



数据来源: Wind、开源证券研究所

进一步的, 为考察行业内部是否存在龙头效应和强者恒强, 我们将投资策略修改为: 在年初对每个一级行业内上一年收益率前 10% 和后 10% 的股票分别构建赢家组合与输家组合, 并在年末统计各个行业赢家组合与输家组合的当年收益率与累计收益率。通过比较赢家组合与输家组合各年末收益率之差, 可以发现, 在大部分行业内部, 赢家组合跑赢次数低于 50%, 动量效应在大多数年份均弱于反转效应。仅有传媒, 食品饮料等 6 个行业的赢家组合跑赢次数较多, 展现出了一定“强者较强”的局面。

从长期来看, 几乎所有行业的输家组合近 15 年来均能获得较为可观的收益, 除食品饮料外均能大幅跑赢赢家组合, 呈现出明显的胜利者“陷阱”。当然输家组合中, 家用电器、休闲服务输家组合未能战胜指数, 只是战胜了赢家组合。

我们的总结是: 行业内部, 相信强者恒强即使在部分行业内部可能胜率尚可, 但是赔率仍然不足, 最终导致长期收益率较弱。当然, 食品饮料可能是特例。

图2: 2006年至2020年赢家组合年末收益率-输家组合年末收益率

行业	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	输家组合 占优比例
商业贸易	127.7%	-91.0%	-32.0%	-71.9%	-13.0%	-12.2%	-3.1%	-26.8%	-31.5%	-1.3%	-20.7%	1.8%	6.8%	-6.2%	11.9%	73.3%
建筑材料	52.1%	-8.8%	-11.7%	-112.8%	-2.4%	-6.8%	-8.5%	-10.1%	-36.0%	-92.2%	-16.7%	-23.7%	14.2%	24.0%	80.4%	73.3%
机械设备	70.1%	-97.5%	-14.3%	-90.8%	-6.2%	5.4%	-28.4%	11.8%	-71.9%	-36.7%	-10.5%	-6.9%	-3.0%	30.7%	-5.0%	73.3%
电子	-0.7%	-78.8%	-16.9%	49.4%	-16.6%	-1.0%	16.8%	-12.0%	-42.0%	-7.3%	-23.5%	4.2%	-20.0%	-35.6%	18.2%	73.3%
纺织服装	30.4%	-19.0%	-1.2%	-28.8%	9.7%	35.1%	-10.9%	-16.9%	-28.9%	-62.0%	-43.9%	-1.1%	-2.3%	-30.2%	13.3%	73.3%
综合	-68.6%	-52.2%	-26.1%	11.1%	15.0%	-19.1%	-33.6%	-45.1%	-75.7%	-32.6%	-30.7%	-14.6%	-23.0%	30.2%	46.5%	73.3%
计算机	43.9%	-61.4%	-21.1%	-192.0%	-29.1%	-17.4%	-3.1%	-16.1%	-5.6%	-33.9%	-11.7%	5.5%	-9.1%	31.6%	28.7%	73.3%
采掘	99.2%	-163.6%	-10.0%	-167.5%	-12.0%	-14.1%	-6.9%	-16.2%	-48.3%	-35.3%	-18.3%	6.4%	16.7%	-19.3%	7.1%	73.3%
建筑装饰	-5.2%	-346.6%	-13.2%	-167.9%	0.3%	5.0%	0.3%	-25.5%	-26.0%	-56.9%	-28.3%	12.8%	-11.5%	-34.6%	36.7%	66.7%
汽车	51.6%	-132.1%	-23.2%	-158.3%	-32.8%	-2.4%	12.4%	4.1%	-44.9%	-27.6%	-31.9%	1.7%	-5.1%	-8.8%	53.9%	66.7%
电气设备	17.3%	-62.7%	8.6%	-133.8%	-15.7%	0.0%	27.9%	-2.3%	-38.3%	-32.6%	-23.4%	0.9%	-10.2%	-0.5%	51.5%	66.7%
钢铁	-47.8%	-23.4%	-9.0%	-50.9%	29.1%	-4.9%	-28.6%	-0.3%	107.6%	-94.2%	-31.2%	4.5%	4.5%	-9.1%	75.5%	66.7%
医药生物	-18.0%	-212.5%	-10.6%	-77.7%	-22.7%	-1.6%	5.9%	6.8%	-15.1%	-1.7%	-29.3%	8.0%	15.5%	25.8%	70.4%	60.0%
国防军工	29.8%	184.4%	-24.4%	21.5%	-14.3%	2.5%	-4.9%	-18.1%	-37.7%	23.8%	-12.3%	29.4%	-5.5%	-46.7%	-1.4%	60.0%
家用电器	-41.1%	-2.2%	3.7%	-86.9%	-4.5%	-23.3%	-9.9%	-22.9%	-43.2%	86.0%	-27.5%	64.0%	2.5%	2.3%	66.5%	60.0%
房地产	93.0%	9.2%	-39.9%	116.9%	-25.3%	0.9%	-20.8%	-11.1%	-45.2%	-29.9%	-23.0%	-7.4%	-4.0%	15.2%	2.5%	60.0%
有色金属	203.3%	-53.3%	-14.4%	-114.4%	-39.5%	-20.8%	12.8%	-23.1%	-7.7%	10.9%	-24.8%	10.9%	-20.1%	12.1%	39.5%	60.0%
轻工制造	-44.4%	-110.0%	-35.4%	-63.5%	6.9%	2.3%	1.5%	-15.9%	-13.8%	-7.8%	-24.9%	29.1%	1.5%	-4.0%	67.3%	60.0%
银行	2.4%	52.2%	-14.0%	-130.2%	-15.5%	21.7%	4.4%	-4.6%	-14.3%	-5.8%	10.9%	-14.0%	-1.4%	-1.5%	26.0%	60.0%
非银金融	45.9%	40.8%	-43.5%	-118.7%	-117.2%	0.8%	130.1%	-64.3%	-54.9%	-97.5%	26.3%	-10.0%	-2.2%	-12.1%	26.4%	60.0%
交通运输	-11.0%	-20.6%	-18.8%	16.2%	9.6%	2.3%	0.4%	6.3%	-39.7%	-81.1%	-21.6%	-4.7%	3.1%	29.6%	-29.2%	53.3%
休闲服务	68.6%	0.3%	-19.2%	-76.6%	14.6%	-4.1%	-9.0%	-13.9%	2.1%	-6.4%	-16.0%	-26.0%	9.3%	34.1%	67.6%	53.3%
公用事业	14.8%	87.9%	-14.7%	5.6%	29.0%	-22.7%	-20.1%	-66.9%	-75.4%	-37.2%	1.5%	-0.2%	5.0%	7.9%	7.6%	46.7%
农林牧渔	20.5%	49.1%	-111.1%	-20.8%	-20.1%	1.3%	12.3%	23.9%	-2.6%	-25.0%	1.5%	-6.5%	8.3%	4.7%	-36.6%	46.7%
化工	24.3%	-36.5%	-9.1%	-74.0%	3.3%	-13.2%	6.0%	16.1%	-26.2%	26.2%	-28.1%	1.1%	-7.5%	9.5%	32.7%	46.7%
通信	-241.6%	-77.1%	-32.1%	18.8%	38.7%	-16.4%	0.2%	11.0%	17.3%	-83.5%	-21.6%	32.0%	-10.9%	42.8%	22.4%	46.7%
食品饮料	164.4%	-21.2%	-5.3%	-105.3%	69.8%	13.0%	-8.9%	-51.1%	-41.6%	63.8%	-34.5%	42.0%	9.7%	28.2%	153.8%	46.7%
传媒	35.9%	71.8%	-34.2%	42.4%	43.1%	0.6%	-17.1%	0.9%	-71.9%	29.1%	-29.3%	-3.6%	2.9%	13.1%	-1.8%	40.0%

数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 长期来看, 大部分行业内部的赢家组合均无法跑赢输家组合

所属行业	赢家组合累计收益率	输家组合累计收益率	行业指数累计收益率
交通运输	44.39%	488.70%	126.53%
休闲服务	301.94%	477.57%	1361.53%
传媒	251.58%	417.15%	244.37%
公用事业	122.82%	555.49%	153.08%
农林牧渔	665.17%	2188.34%	838.06%
化工	421.43%	882.00%	363.95%
医药生物	1070.72%	2411.92%	1678.21%
商业贸易	18.55%	543.60%	332.89%
国防军工	1105.42%	2348.13%	862.48%
家用电器	505.39%	634.93%	2349.79%
建筑材料	230.13%	961.37%	926.29%
建筑装饰	40.16%	2291.61%	286.28%
房地产	155.90%	920.56%	454.22%
有色金属	277.20%	674.23%	445.64%
机械设备	187.18%	1493.32%	702.20%
汽车	495.10%	3950.33%	757.68%
电子	607.69%	3375.66%	781.15%
电气设备	478.68%	1334.54%	1071.47%
纺织服装	56.47%	328.25%	221.83%
综合	-41.95%	1349.52%	449.37%
计算机	240.46%	1910.80%	983.07%
轻工制造	181.69%	822.86%	374.65%
通信	855.96%	3646.49%	215.20%
采掘	21.91%	1015.78%	86.82%
钢铁	122.44%	564.39%	94.37%
银行	205.12%	876.04%	430.99%
非银金融	568.95%	6728.57%	848.28%
食品饮料	2340.82%	612.17%	3084.81%

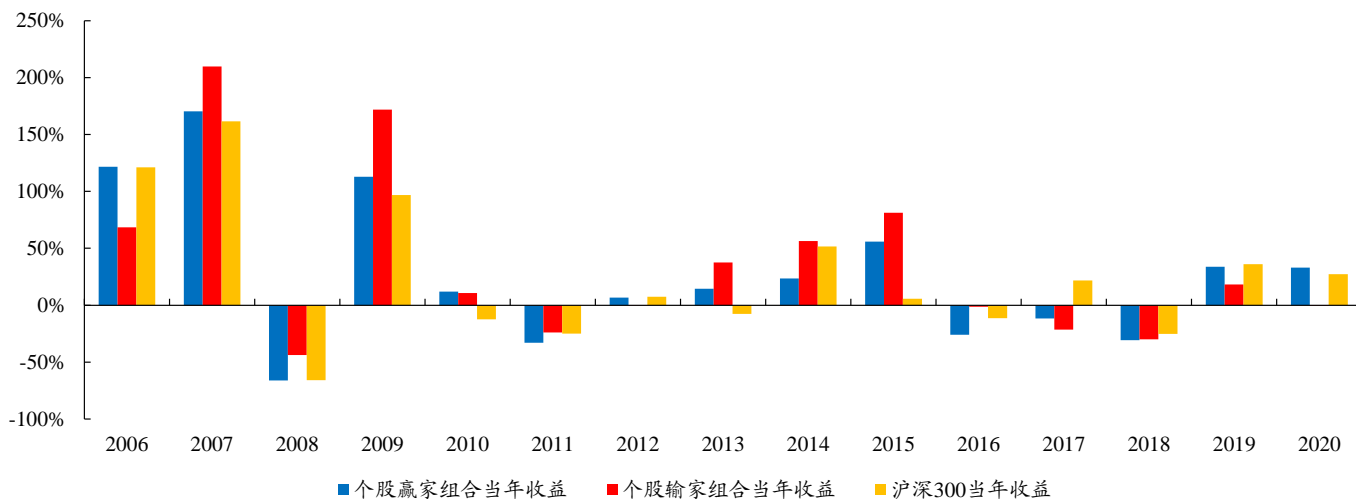
数据来源: Wind、开源证券研究所

2、全市场个股中并不存在强者恒强

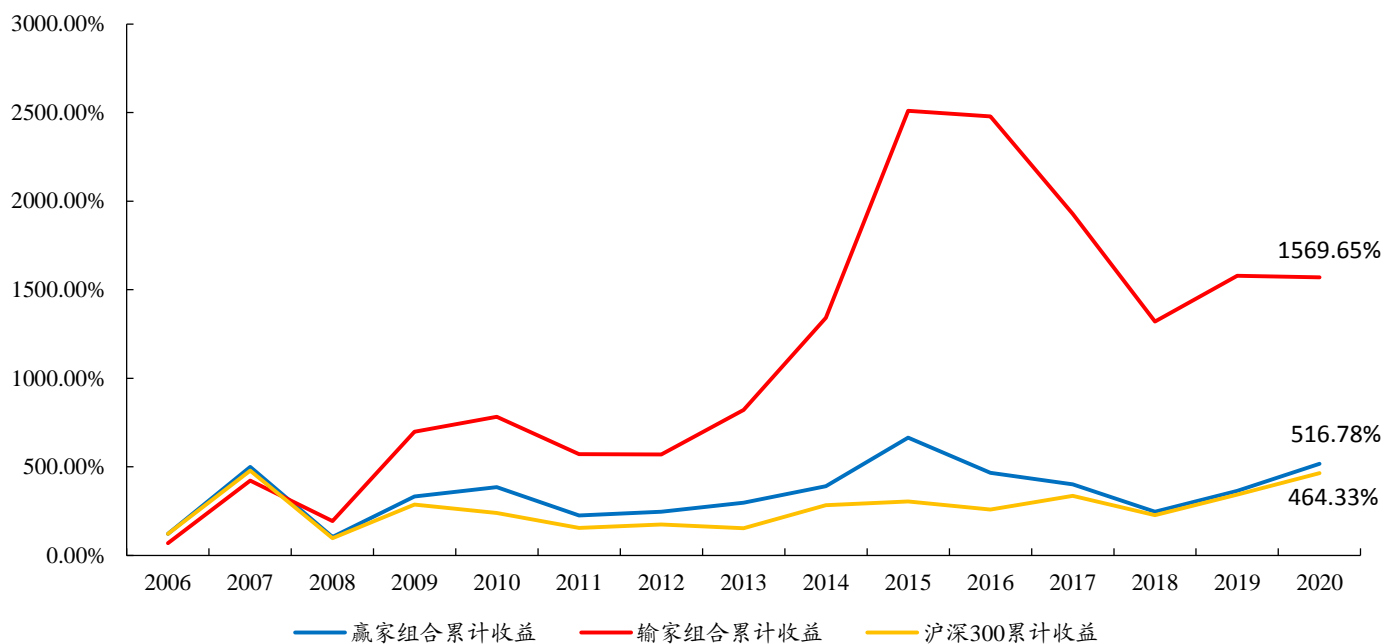
长期来看，个股赢家组合累计收益同样落后于输家组合，且落后幅度远大于行业。为考虑全市场的动量效应是否同样弱于反转效应，我们将投资策略修改为在每年初分别选取上一年末全市场涨幅排名前 10% 与后 10% 的股票分别构建股票标的的赢家组合与输家组合，在年末计算当年收益与累计收益。短期看，个股赢家组合收益落后输家组合的 9 年里平均落后 26.31%，而跑赢的 6 年则平均仅跑赢 20.11%；长期来看，赢家组合累计收益率仅略高于沪深 300 基准指数，落后于输家组合，且落后幅度相较行业标的组合更大，达到了 1052.87%。

从全市场维度出发：过去表现好的个股作为选股依据整体胜率不足，赔率更是不够。反转效应明显高于动量效应。

图4：短期来看，股票“赢家”组合的收益延续性弱于“输家”组合的收益反转性



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：从长期来看，2006年至2020年股票输家组合的累计收益率远高于赢家组合与沪深300指数


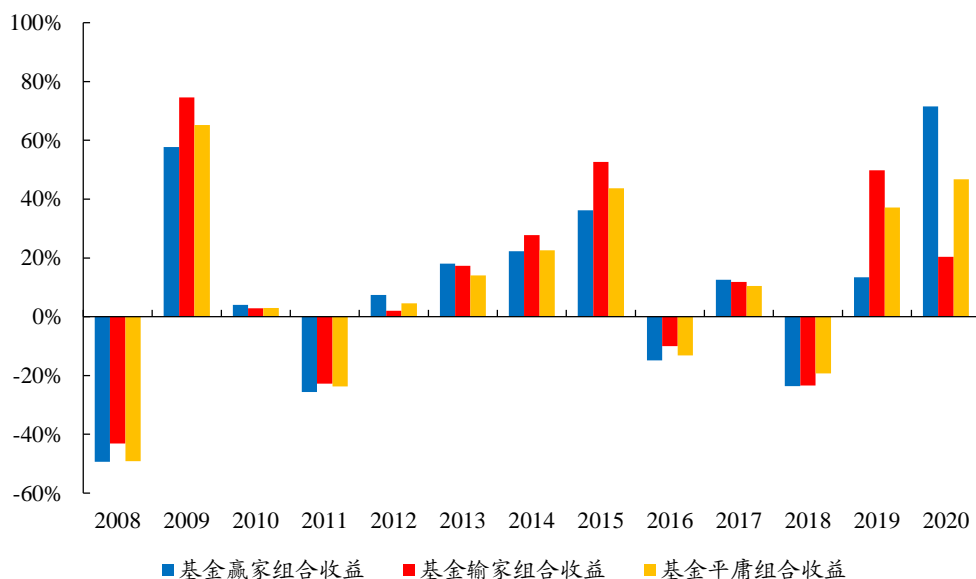
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、公募基金：逆转的未来

在发现行业轮动与全市场个股中长期来看均存在明显的“动量效应”不及“反转效应”的现象后，我们将目光转向主动型公募基金。在每年初分别选取上一年复权单位净值增长率排名前10%与后10%的基金作为基金赢家组合与输家组合，并在年末统计当年复权净值增长率与累计复权净值增长率，同时设定每年增长率中位数作为新的市场基准，即“中等生”组合。

可以发现，即使是主动型公募基金，胜利者“陷阱”现象依然广泛存在。一年维度而言，基金组合的收益表现差异相对较小，但2019年是明显的反转年份，而2020年明显的动量效应持续年份。但从长期来看，不断买入基金过去一年业绩的优胜者无法跑赢底部逆袭的管理人（跑输70%），也无法战胜市场“中等生”组合（跑输30%）。

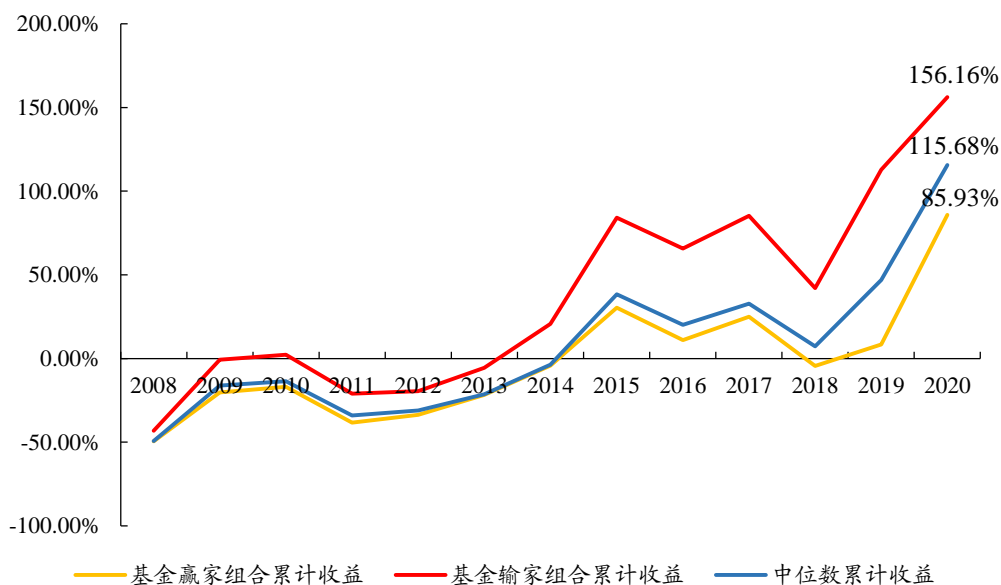
图6：一年维度而言，基金组合的收益表现相对较小，但2019年是明显的反转年份，而2020年明显的动量效应持续年份



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：考虑到基金数据可得性与代表性，我们设定的考察区间为2007年至2020年，下同。

图7：长期来看，基金输家组合十年累计收益率高于基金赢家组合与“中等生”组合



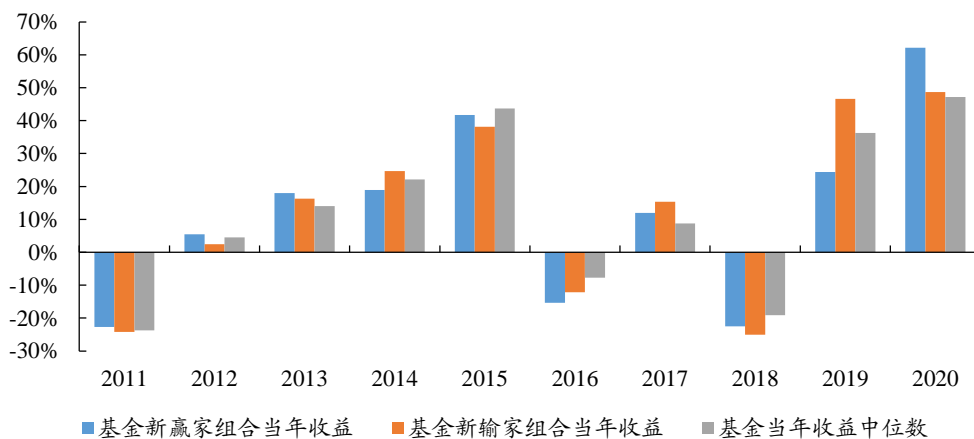
数据来源：Wind、开源证券研究所

进一步的，考虑到投资者在申购基金时可能会参考基金过去多年的表现，从而排除基金收益的偶然性，我们将策略修改为在年初挑选过去三年复权单位净值增长率排名前10%与后10%的基金分别作为新的赢家组合与输家组合，仍然在年末统计当年与累计的复权单位净值增长率。可以发现结论与前者类似：长期来看，新的输家组合十年累计收益率表现同样与“中等生”组合接近，优于新的赢家组合，跑赢幅度

较前者有所收窄，仅为 16.76%。

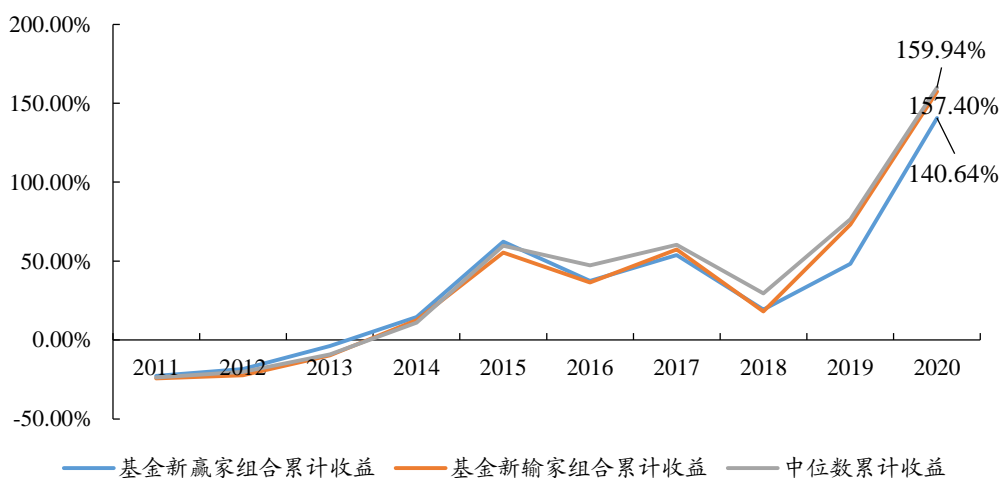
我们选择过往优秀业绩的基金，长期来看似乎并不能帮助我们战胜那个市场的“中等生”与底部的逆袭者。

图8: 新的基金赢家组合、输家组合与“中等生”组合当年收益相对接近



数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 新的基金输家组合十年累计收益与“中等生”接近，略领先于赢家组合



数据来源: Wind、开源证券研究所

4、长期来看，高 ROE 特征的赢家组合将脱颖而出

通过以上分析，可以发现简单依靠过去的收益表现来指导未来投资并不可靠，长期来看动量效应不如反转效应的现象广泛存在于行业，个股与基金当中。我们不禁思考什么样的历史数据是我们在投资决策中可以长期“依靠”的呢？

我们将筛选标准由过去一年的收益率排名调整为 ROE，每年动态选取上一年 ROE 排名前 10% 和后 10% 的各级行业分别构建基于 ROE 的行业赢家组合与输家组合（一级行业的选取比例为 20%），在年末统计当年与累计的组合收益率。从当年收益率角度来看，一级行业中高 ROE 的赢家组合跑赢输家组合与基准指数的次数均为

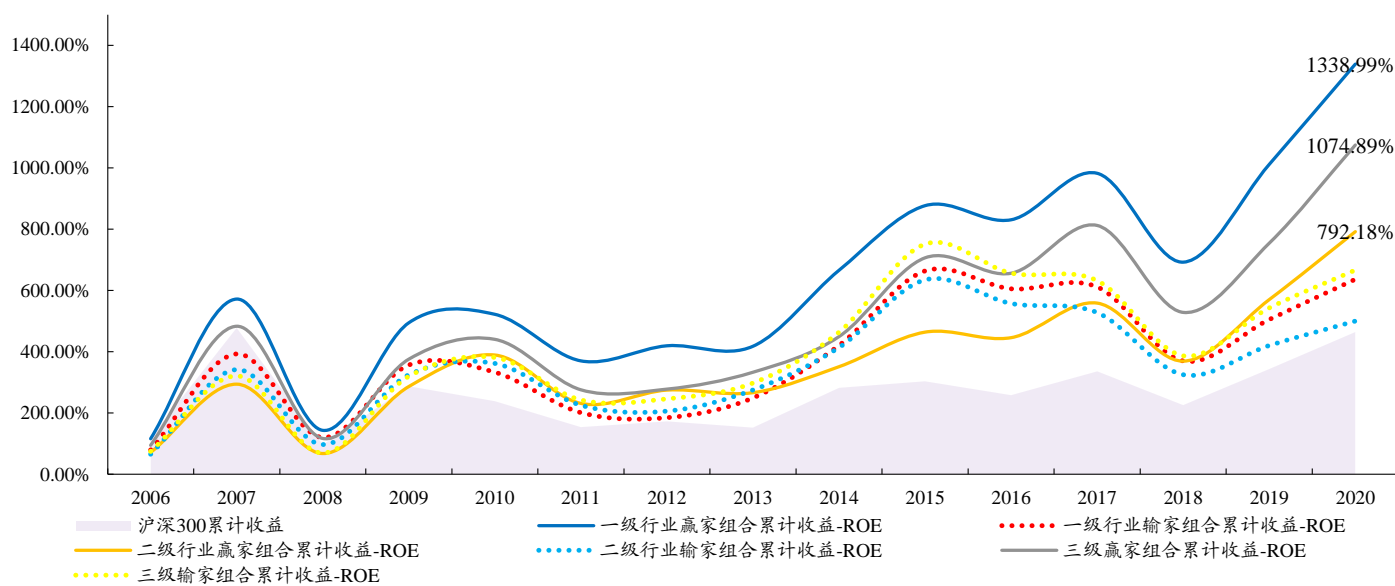
11次，二级行业则均为9次，三级行业则分别为7次和8次，高ROE组合显著占优；而从累计收益率角度来看，过去15年三类行业中高ROE组合的累计收益率均能跑赢输家组合与沪深300基准指数，其中一级行业中高ROE组合录得的累计收益率最高，达到1338.99%。

表2: 2016年以来，各级行业中的高ROE组合持续跑赢低ROE组合

年份	一级行业		二级行业		三级行业		基准 沪深300收益
	赢家组合收益 ROE	输家组合收益 ROE	赢家组合收益 ROE	输家组合收益 ROE	赢家组合收益 ROE	输家组合收益 ROE	
2006/12/31	115.73%	79.15%	71.15%	65.72%	95.10%	75.22%	121.02%
2007/12/31	211.40%	175.10%	130.36%	166.58%	199.06%	140.64%	161.55%
2008/12/31	-63.81%	-55.37%	-57.44%	-55.35%	-62.73%	-59.72%	-65.95%
2009/12/31	144.42%	107.57%	130.30%	115.40%	118.91%	147.32%	96.71%
2010/12/31	4.67%	-5.14%	26.64%	8.75%	13.60%	14.69%	-12.51%
2011/12/31	-24.44%	-30.48%	-32.28%	-29.55%	-30.45%	-28.77%	-25.01%
2012/12/31	10.49%	-5.45%	13.11%	-5.89%	0.59%	1.04%	7.55%
2013/12/31	-0.29%	22.69%	-2.24%	22.52%	14.56%	14.88%	-7.65%
2014/12/31	47.90%	49.02%	23.15%	36.95%	26.84%	41.67%	51.66%
2015/12/31	27.55%	46.74%	24.98%	42.98%	46.74%	50.94%	5.58%
2016/12/31	-4.72%	-7.65%	-3.20%	-10.52%	-6.23%	-11.14%	-11.28%
2017/12/31	16.30%	0.87%	20.66%	-4.52%	20.61%	-3.21%	21.78%
2018/12/31	-26.80%	-33.94%	-28.74%	-32.29%	-31.09%	-33.50%	-25.31%
2019/12/31	40.31%	28.77%	42.80%	22.46%	35.95%	32.11%	36.07%
2020/12/31	29.44%	21.69%	33.07%	15.29%	37.46%	19.18%	27.21%

数据来源: Wind、开源证券研究所

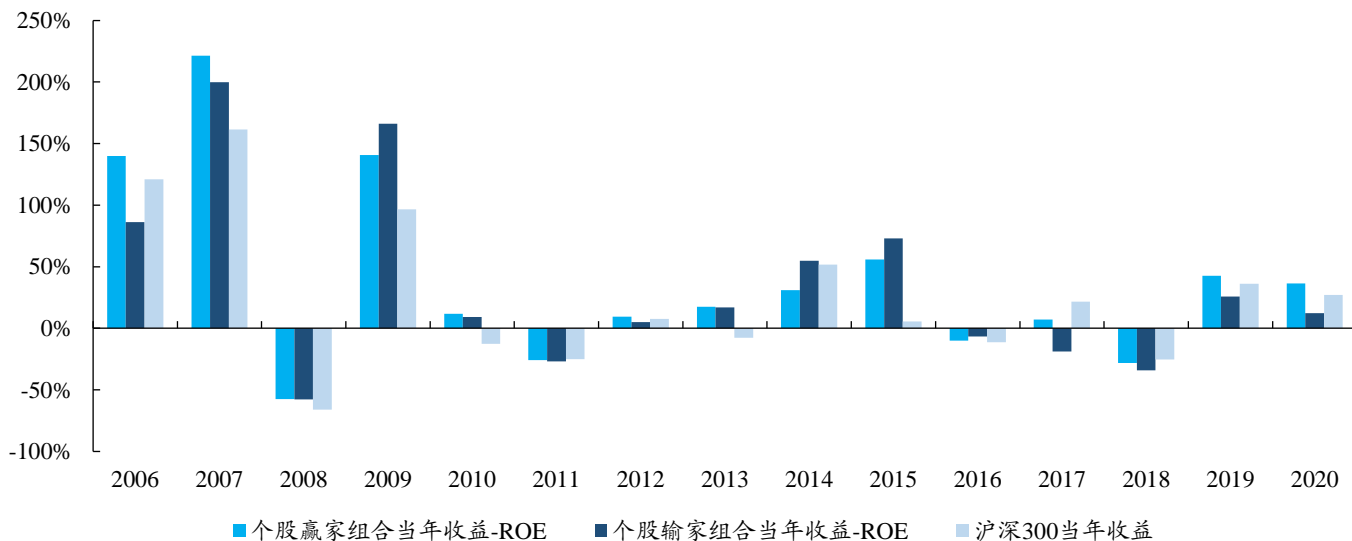
图10: 长期而言，各级行业中高ROE组合均跑赢低ROE组合



数据来源: Wind、开源证券研究所

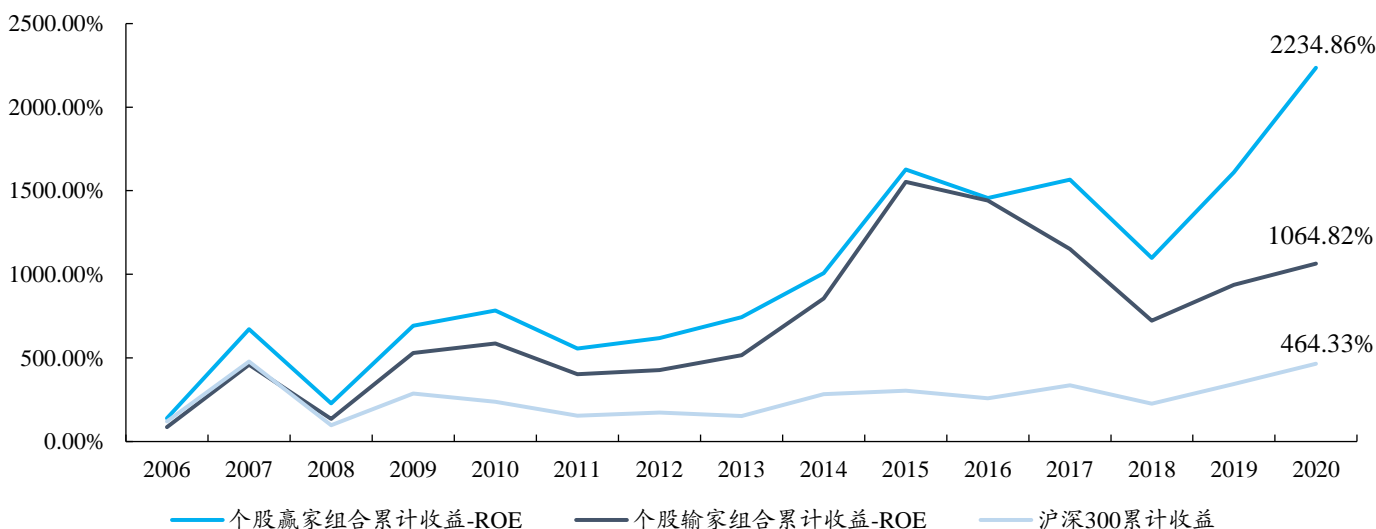
同样地，我们将投资标的调整为所有 A 股，在每年动态选取上一年 ROE 排名前 10% 和后 10% 的股票分别构建基于 ROE 的个股赢家组合与输家组合，发现结论与行业类似，且赢家组合最终累计收益率跑赢输家组合幅度扩大至 1170.04%。有意思的是，无论是基于行业还是个股的 ROE 排名筛选出的输家组合，长期来看也能跑赢基准指数沪深 300。

图11: 在过往 15 年中，基于 ROE 筛选的个股赢家组合有 11 年的当年收益跑赢了输家组合



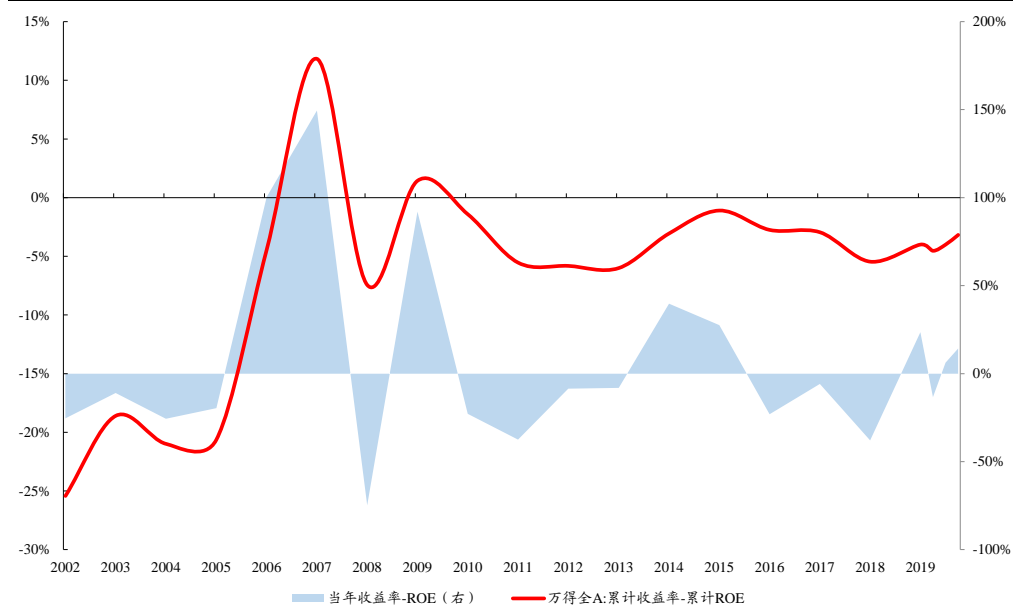
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 基于高 ROE 筛选的个股赢家组合 15 年累计收益率远高于输家组合与基准指数



数据来源: Wind、开源证券研究所

我们此前在年度系列报告中提到：无论全 A 还是行业，长期回报均有向 ROE 回归的特征。尽管在回归过程中存在某种长期的认知偏差使得长期回报的绝对数值会在一定幅度上高于或低于 ROE，然而 ROE 依然像“地心引力”一般，决定着股价的长期回报中枢，我们认为这是高 ROE 的资产组合长期获得了的高回报的原因。

图13: 全部 A 股长期回报向 ROE 回归


数据来源：Wind、开源证券研究所

5、基于历史信息的有限理性

研究与决策总是只能基于可观测的过去，而投资的结果却又只依赖于不可直接看到的未来。当下投资者喜欢根据历史价格表现预测未来的收益，但是遗憾的是历史样本告诉我们这种方法并不可靠。历史数据告诉我们，以ROE为代表的基本面数据，可能是历史中更容易帮我们获取收益的信息。在当下这个用过去3年历史价格评判好赛道任何时候上车都是正确的市场，在一个不以基本面而是基于下一个接盘者的市场中，投资者应该更多从基本面的历史中去理解未来，而不是相信价格本身的经验，也许这是隐藏的超额收益来源。

6、风险提示

测算误差

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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金融工具的邀请或向人做出邀请。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可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn