海外市场指数

	收盘价	涨跌幅
道琼斯工业	26428.32	0.44%
标普 500	3271.12	0.77%
纳斯达克	10745.27	1.49%
富时 100	5897.76	-1.54%
法国 CAC	4783.69	-1.43%
日经 225	21710.00	-2.82%
德国 DAX	12313.36	-0.54%

国内市场指数

上证指数	3367.97	1.75%
沪深 300	4771.31	1.62%
深圳成指	13964.56	2.40%
中小板	9295.85	2.29%
香港恒生	24458.13	-0.56%
H 股指数	10033.20	-0.07%
AH 溢价	136.45	1.11%
中证转债	374.04	1.33%
上证转债	328.85	1.01%
上证基金	7315.67	1.50%

汇率

美元汇率	6.9752	-0.48%
欧元汇率	8.2463	-0.10%
英镑汇率	9.1653	0.41%
澳元汇率	4.9987	0.03%

分析师：严佳炜
执业证书号：S0010520070001
邮箱：yanjw@hazq.com

分析师：朱定豪
执业证书号：S0010520060003
邮箱：zhudh@hazq.com

华安证券研究所
上海市吴淞路宝矿国际大厦 27 层

1.总量观点

【金工/严佳炜、朱定豪】《资产定价：昼与夜的故事——“学海拾珠”系列之四》

本篇报告摘选自论文 《ASSET PRICING: A TALE OF NIGHT AND DAY》的核心结论。

作为资本资产定价的入门级公式，CAPM 长久以来在实际市场中表现不佳，市场风险（BETA）与经典的日度收益率（CLOSE-TO-CLOSE）之间的相关性很弱，本文作者创造性地提出了一个观点：股票日内收益（OPEN-TO-CLOSE）和隔夜收益（CLOSE-TO-OPEN）对于 BETA 的敏感度是完全不同的。

本文以美股为样本，将股票收益拆分成日内收益和隔夜收益两部分，分别研究两者和 BETA 的相关性，实证结果表明，日内收益与 BETA 负相关，而隔夜收益与 BETA 正相关，由此得到了两条非常漂亮的、描述日内和隔夜收益与 BETA 关系的证券市场线（SML），BETA 在昼与夜中演绎着不同的故事。

经典 CAPM（CLOSE-TO-CLOSE）的失效原因可能是无风险率在日内高、隔夜低导致的。美国国债期货的日内和隔夜回报率的符号的相反也对 CAPM 的失效有着一定的解释力。

2. 财经要闻

【人民银行召开 2020 年下半年工作电视会议】

【7 月中国制造业 PMI 升至 52.8 为九年半来最高】

【7 月全国期市成交大幅增长 成交额同比增逾 55%】

3.华安证券近期研究报告摘要

1. 总量观点

【金工】《资产定价：昼与夜的故事——“学海拾珠”系列之四》

本篇是“学海拾珠”系列第四篇，摘选自论文 《Asset Pricing: A tale of night and day》的核心结论。

作为资本资产定价的入门级公式，CAPM 长久以来在实际市场中表现不佳

市场风险（beta）与经典的日度收益率（close-to-close）之间的相关性很弱。在资本资产定价模型(CAPM)中，每项资产的市场风险暴露都会被其市场 beta 值捕获。单项资产的风险溢价为其 beta 值乘以市场风险溢价。因此，CAPM 模型的主要横截面含义是：如果市场风险溢价为正，单个资产的风险溢价与其 beta 值成正比。然而大多实证表明，股票横截面上的 beta 值和收益关系并不大。

在美股市场上的研究发现，风险-回报的关系只在特定的时期为正

通过检验 CAPM 在每天不同时间段内的有效性来进一步拓展测试 CAPM 在特定日期和月份上的时间变化，结果表明 beta 和收益之间的关系的符号取决于市场是否开放交易。隔夜收益和 beta 值之间的关系是单调递增的，日内收益和 beta 值之间的关系是单调递减的，且均在统计学上显著。因此将日内收益和隔夜收益合并时得到的传统意义上的 SML 是平坦的或略微向下倾斜的。

将这种猜想拓展到国际市场："欧盟"和"亚洲"，发现昼夜之间 beta 的不同表现形式依然成立

欧盟地区由法国、德国、希腊、以色列、意大利、荷兰、挪威、波兰、南非、西班牙、瑞典、瑞士和英国组成。 亚洲地区包括澳大利亚、中国、中国香港、印度、印度尼西亚、日本、韩国、新西兰、菲律宾、新加坡和泰国。欧盟和亚洲地区的日内 SML 斜率分别为-27 个基点和-25 个基点，体现了低 beta 值股票投资组合的日内的高平均回报率；隔夜 SML 斜率分别为 14 和 19 个基点，体现了高 beta 值股票投资组合的隔夜的高平均回报率。

本文还补充分析了一些可能遭受质疑的点

比如全文 beta 的估测是通过隔夜收益计算的，而使用传统的收盘至收盘收益率来滚动估测 beta 可以得到类似的结论。由于周末的存在，隔夜收益的“隔夜”实际上可能隔了不止一夜，夜间隐含的股市风险溢价将随着休市时间的长短（计算收益的夜数）而增加。通过使用 Fama-Macbeth 和面板回归均发现这与“风险厌恶型投资者在较长的非交易期内持有高风险证券需要更高的溢价”是一致的。在控制了行业、规模等因素以及外部消息冲击状况下，上述结论依然成立，因此结果是稳健的。

经典 CAPM（close-to-close）的失效原因可能是无风险利率在日内高、隔夜低导致的

美国国债期货的日内和隔夜回报率的符号的相反也对 CAPM 的失效有着一定的解释力。这篇文献也表明：进一步研究合适的无风险利率可能很重要。例如，什么是 24 小时无风险利率的正确指标？无风险利率的变化对投资者和资产定价模型有多重要？甚至是无风险利率在日内是否会变化？

风险提示

本文结论基于历史数据、海外情况进行测试，不构成任何投资建议。

2.财经要闻

【人民银行召开 2020 年下半年工作电视会议】

8 月 3 日，人民银行召开 2020 年下半年工作电视会议。会议要求，一是货币政策要更加灵活适度、精准导向，切实抓好已出台稳企业保就业各项政策落实见效。二是守住底线，继续打好防范化解重大金融风险三年攻坚战。三是坚定不移推动金融业稳妥有序开放。四是不断深化金融领域体制机制改革。五是继续做好金融管理和金融服务工作。（来源：新浪财经）

【7 月中国制造业 PMI 升至 52.8 为九年半来最高】

随着国内疫情基本结束，经济持续恢复。8 月 3 日公布的 7 月财新中国制造业采购经理人指数录得 52.8，为 2011 年 2 月以来最高，连续三个月处于扩张区间，为 2011 年 2 月以来最高。制造业产出已连续五个月处于扩张区间，7 月生产指数录得 2011 年 2 月以来最高。许多企业表示，市况从疫情中逐渐恢复，客户需求增强。新订单指数也录得 2011 年 2 月以来最高，连续两个月处于扩张区间。海外疫情继续拖累出口，7 月新出口订单指数继续处于收缩区间，但降幅为六个月以来最低。（来源：财新）

【7 月全国期市成交大幅增长 成交额同比增逾 55%】

中国期货业协会 8 月 3 日发布的最新统计资料显示，7 月全国期货市场交易规模较上月增长，以单边计算，当月全国期货市场成交量为 567.65 百万手，成交额为 45.42 万亿元，同比分别增长 36.77%和 55.70%，环比分别增长 23.70%和 47.21%。数据还显示，1 月至 7 月，全国期货市场累计成交量为 3089.38 百万手，累计成交额为 210.89 万亿元，同比分别增长 43.69%和 33.70%。（来源：新浪财经）

3.华安证券近期研究报告摘要

华安证券最新研报

日期	报告	分析师
7 月 13 日	古井贡酒：省内势不可挡，后百亿征程可期	文献
7 月 13 日	金地集团（600383）—三十余载耕耘，稳健发展逢春	邹坤，王洪岩
7 月 13 日	侧袋机制在公募产品中的应用展望	朱定豪
7 月 14 日	新宝股份：收入利润同高增，摩飞 50 亿元可期——2020H1 业绩预告点评报告	虞晓文、谢丽媛
7 月 15 日	地产后周期系列报告之深度拆解家居家电精装修产业链	虞晓文、谢丽媛
7 月 16 日	行业点评：销售仍有支撑，投资韧性十足	邹坤、王洪岩
7 月 16 日	6 月地产新开工高增，家电快速恢复，轻工必选消费表现靓丽	虞晓文、谢丽媛
7 月 16 日	黄金产业龙头，上游矿产资源优势明显——山东黄金首次覆盖报告	石林
7 月 16 日	二季度业绩大幅提升，持续看好长期收益——华菱钢铁点评报告	石林
7 月 16 日	电影院开放营业，票房恢复尚需时日	郑磊
7 月 19 日	上半年完美收官，下半年值得期待——2020 年上半年挖机行业总结	郭倩倩
7 月 19 日	大消费行业专题：经济指标延续改善，消费基础韧性仍强	文献、姚启璠
7 月 20 日	偏度之外：股票收益的不对称性 —“学海拾珠”系列之二	严佳炜、朱定豪
7 月 20 日	正邦科技深度报告：全力扩张生猪养殖业务，成本下行拐点已现	
7 月 20 日	拐点明确，光伏板块有望迎来戴维斯双击	陈晓
7 月 21 日	华安金工指数增强基金跟踪模板	朱定豪、严佳炜
7 月 21 日	进击的安徽新兴产业之半导体	尹沿技、华晋书
7 月 21 日	进击的安徽：安徽优势产业系列之人工智能	尹沿技、夏瀛韬

7 月 22 日	集成灶产品专题：关于同质化、价格战、利润率的分析与思考——基于 150 个厨电产品梳理分析	虞晓文、谢丽媛
7 月 22 日	走向全球钛产业龙头 — 龙蟒佰利系列报告之一	刘万鹏、古武
7 月 22 日	海螺水泥深度报告：拥有坚实壁垒的周期核心资产	石林
7 月 22 日	AD5-NCOV 临床 2 期及 CHADOX1 NCOV-19 临床 1/2 期试验结果点评	邹坤
7 月 23 日	《信息提纯，寻找高质量反转因子——市场微观结构剖析之八》	严佳炜、朱定豪
7 月 23 日	首批 32 家精选层企业全景透视——基于创投视角和财务分析	邹坤
7 月 26 日	物业管理行业深度报告：物业管理迎风正潮平，蓝海板块顺扶摇而上	邹坤、王洪岩
7 月 27 日	价格张力：股票流动性度量的新标尺——“学海拾珠”系列之三	严佳炜、朱定豪
7 月 27 日	弘亚数控深度报告：竣工回暖设备需求边际改善，精装逻辑开启二次成长	郭倩倩、李疆
7 月 27 日	核酸疫苗技术在 COVID-19 疫苗研发中的应用，及相关产品临床试验 1 期结果点评	邹坤
7 月 28 日	贵州茅台深度报告：产能释放新周期，量价齐升仍可期	文献、姚启璠
7 月 28 日	贵州茅台点评报告：中报符合预期，唯需紧密关注供给	文献、姚启璠
7 月 28 日	圣农发展深度报告：全力打造成功基因，力争全球白羽肉鸡食品龙头	王莺
7 月 30 日	金融工程深度报告：沪深 300 杠杆反向基金在港交所上市	朱定豪、严佳炜
7 月 30 日	斯达半导深度报告：乘风破浪的国产 IGBT 龙头	尹沿技、刘体劲
8 月 2 日	行业点评 :“淡季不淡”，百强 7 月销售延续高增	邹坤、王洪岩
8 月 3 日	《资产定价：昼与夜的故事——“学海拾珠”系列之四》	严佳炜、朱定豪

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

联系

华安证券研究所
上海市吴淞路宝矿国际大厦 27 层

机构请致电：
上海地区销售总监 纪孝娟 13524204720 jixj@hazq.com