



第一指数

A股市场 2020年2月风格因子报告：
趋势延续下的不确定性

2020年1月

市场研究

2020年3月8日

- 我们构建了十个维度的风格因子指标对 A 股 2020 年 2 月的市场风格进行了分析，结果发现，成长和动量因子是 A 股 2 月份表现最好的因子，相较 1 月份，2 月 A 股市场的风格并没有出现显著切换；
- 而对风格因子的进一步分析表明，2 月份因子的收益普遍都出现了下滑，在疫情之下，尽管股票指数的表现呈现对 1 月的延续性，市场情绪较为热情，但是总体来说 A 股市场的赚钱效应在 2 月份是下降的。
- 因子组合的行业情况表明，2 月份各个风格因子对电子行业的追捧热潮正在减退，而医药生物行业并没有成为因子配置的主流，行业配置的分歧加大。

目录

风格因子收益表现.....	1
图表 1: 风格因子组合 2 月收益情况	2
图表 2: 风格因子组合相关统计	3
图表 3: 风格因子多空对冲组合 2 月收益情况.....	4
图表 4: 风格因子多空对冲组合相关统计.....	4
风格因子的收益相关性.....	5
图表 5: 风格因子 2 月 IC 检验与拥挤度	6
图表 6: 过去 12 个月风格因子 IC 统计情况.....	6
图表 7: 过去 12 个月风格因子的拥挤度变化情况	7
风格因子组合的行业分布.....	7
图表 8: 风格因子在沪深 300 成分股中的行业配置	8
图表 9: 风格因子在中证 500 成分股中的行业配置	9
附录 :	10
图表 10: 本文主要因子 2 月指标统计	10
免责声明	11

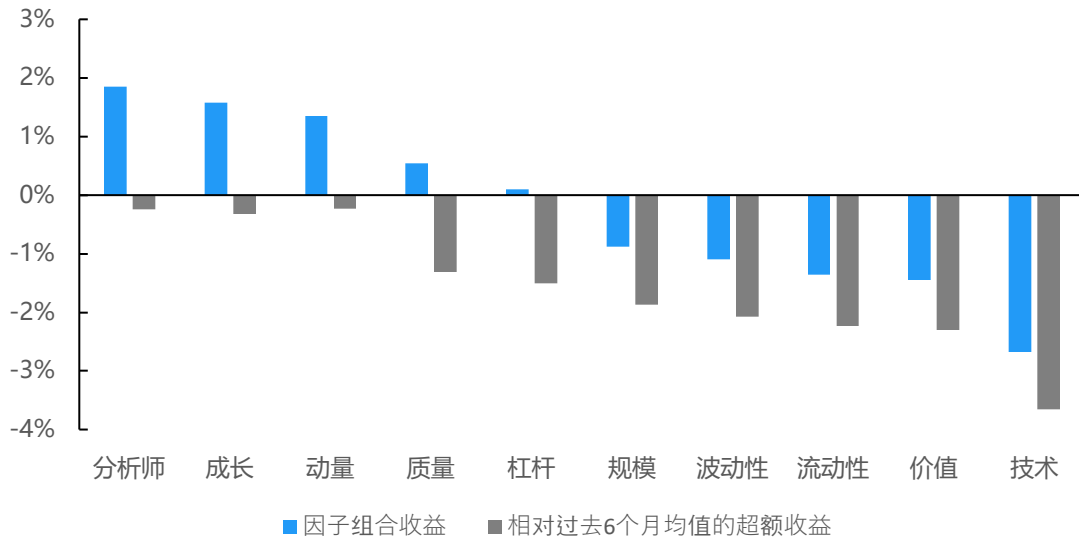
本报告考察了 A 股价值、规模、成长、质量、杠杆、技术、动量、波动性、流动性和分析师共十个类型的风格因子在 2020 年 2 月 A 股市场中的表现，从收益、相关性、行业分布等角度，对 A 股市场过去一个月的风格表现进行梳理。

我们在选取风格因子后，对因子进行了标准化的处理，一方面避免极端值的干扰，另一方面也对因子进行了风险提纯，使得因子对风格的代表性更为充分。此外，我们在分析时已经对因子的方向进行了统一处理，例如规模、技术和波动率相关因子的 F1 组（因子值前 20%）即为小市值、低历史收益和低特异波动率的因子股票组合，因子组合均使用等权重基于全市场股票进行构建。具体的甄选和处理方法请与我们联系获取。

风格因子收益表现

2020 年 2 月共有 20 个交易日，期间上证综指下跌了 3.23%，深圳成指上涨了 2.80%，而创业板指数上涨了 7.46%。代表性指数中，上证 50 和沪深 300 分别下跌了 3.80% 和 1.59%，而中证 500 和中证 1000 则分别上涨了 1.37% 和 3.02%，股票延续了 1 月大小盘股的分化趋势，这也对风格因子的表现产生了影响。

图表 1：风格因子组合 2 月收益情况



数据来源：倍发科技

图表 1 展示了各个风格因子组合在 2 月份的收益情况。从表现上来看，分析师、成长、动量因子表现较好，而 1 月表现较好的质量和杠杆类股票的表现则出现下滑，技术因子则变为 2 月份表现最差的风格因子，价值、波动和流动性因子的表现与 1 月份表现差异不大，A 股市场并没有出现较大的风格切换趋势。而与历史情况相比，所有因子的收益相较过去六个月的均值都出现了一定程度的下滑，在疫情笼罩之下，尽管我们从指数层面观察到了指数的涨幅，但是在因子层面，2 月份的数据表明 A 股总体的赚钱效应是在下滑的。而图表 2 的风格因子统计可以发现，由于 A 股在 2 月出现过千股跌停的状况，因此风格因子的最大回撤和波动情况相较 1 月都有非常明显的提高，同时夏普比率都出现下滑，成长、动量和分析师因子的表现相对依然稳健。

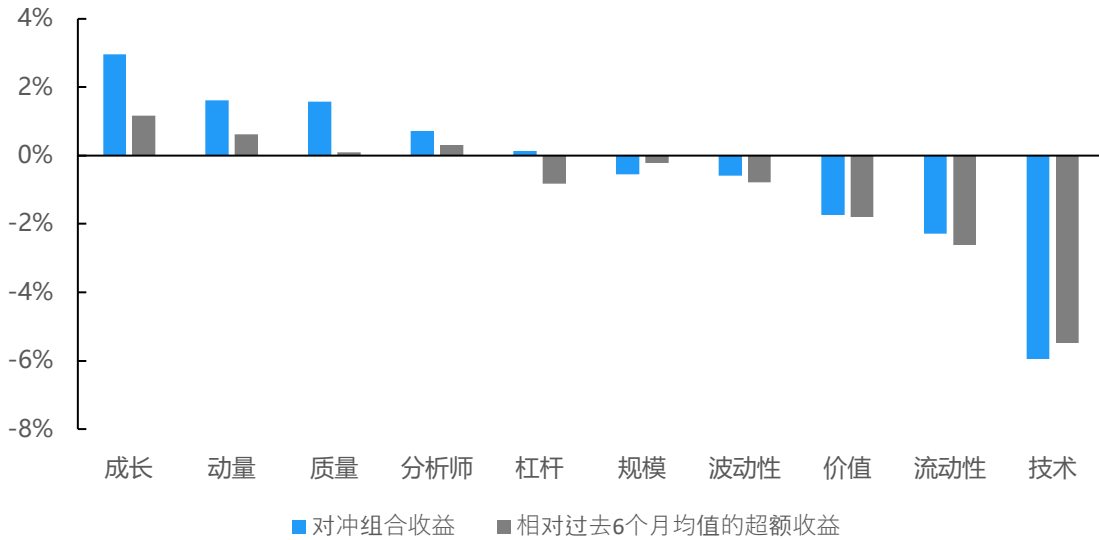
图表 2：风格因子组合相关统计

	波动率	夏普比率	最大回撤
技术	12.78%	-0.1588	10.85%
分析师	12.38%	0.1898	8.83%
波动性	11.88%	-0.0291	8.97%
动量	13.14%	0.1618	9.08%
杠杆	12.61%	0.0627	8.84%
质量	12.65%	0.0975	8.80%
成长	12.67%	0.1786	9.17%
价值	11.92%	-0.0712	9.47%
规模	13.55%	-0.0045	10.89%
流动性	11.33%	-0.0910	9.29%

数据来源：倍发科技

接下来我们对因子多空对冲组合的表现进行比较，具体方法为做多 F1 组、做空 F5 组的股票并构造组合，进一步观察因子组合的收益情况。从结果来看，2 月份成长、动量和分析师因子依然呈现出比较显著的单调特征，同时尽管高质量股票的收益相较 1 月出现了下滑，不过同样还是延续了其相对较低质量股票的优势。而流动性、价值和技术因子同样延续了上个月的反向表现，相较历史收益的下滑也更为明显，同时成长和质量因子的多空对冲收益相较历史收益形成向上突破的趋势，而动量因子的多空对冲收益尽管依然高于历史均值，但是两者间的差异正在缩小。

图表 3：风格因子多空对冲组合 2 月收益情况



数据来源：倍发科技

图表 4：风格因子多空对冲组合相关统计

	波动率	信息比率	最大回撤
技术	4.22%	-1.4613	8.00%
分析师	1.51%	0.2779	1.39%
波动性	3.59%	-0.0983	6.01%
动量	3.00%	0.5117	2.02%
杠杆	1.92%	0.0527	1.27%
质量	2.60%	0.6284	1.73%
成长	1.93%	1.4726	0.79%
价值	1.94%	-0.9292	3.66%
规模	4.14%	-0.1153	3.75%
流动性	3.61%	-0.7047	7.28%

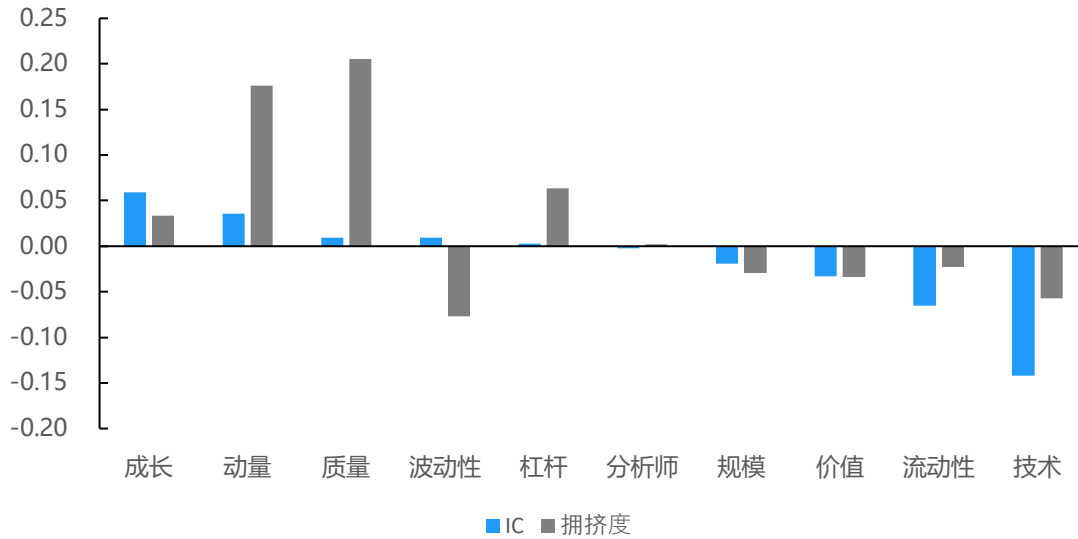
数据来源：倍发科技

而图表 4 的多空对冲组合统计表明，A 股市场在 2 月依然遵循着 1 月延续的高成长、高质量和高动量特征，有较强盈利能力的成长类股票成为市场追捧的对象，这其实延续了过去一年 A 股的成长性主题，高估值股票的业绩延续也使得价值效应在市场中表现不佳，同时较高的交易热情推动了高换手率，这使得价值和流动性因子依旧表现不佳，但是相比 1 月而言，这些表现良好的因子的相对优势已经出现了一定程度的缩水。

风格因子的收益相关性

这一部分我们主要考察风格因子值的变化是否能对未来收益的变化起到一定的启示作用。这里我们主要使用 IC 检验和因子拥挤度两种方法进行分析：IC 检验考察了因子值与未来收益之间的相关性，相关性越强意味着因子走势对未来收益有一定的指示作用；而因子拥挤度则考察了市场目前对因子的追捧程度，通常来说拥挤度越高意味着因子在当期可能出现了过度投资，未来收益有更大的几率出现反转。具体的计算方法请联系我们索取。

图表 5 展示了十个风格因子 2 月的 IC 检验结果和因子拥挤度情况。与前文的分析结果一致，1 月份 A 股市场中的成长和动量与股票收益之间呈现比较显著的相关性，因子值均超过 0.1，不过相关性相较 1 月已经出现了一定程度的下滑。与此同时，流动性和技术因子与收益之间的负相关关系比较显著。而从拥挤度的结果可以发现，1 月表现较佳的质量因子和动量因子的市场超配状况并没有得到太大的缓解，对这两类因子的多头组合的估值在 2 月仍显著高于其空头组合，因此 2 月份高质量和高动量股票的收益出现了一定程度的下滑，预期这两个因子在未来的表现可能会进一步下降。同时，2 月份因子表现较好的成长和分析师因子的拥挤度相对更小，这意味着市场中目前较为显著的中小盘股票驱动的特征，以及所谓“神创”效应，在短期内可能依然有持续的可能。

图表 5：风格因子 2 月 IC 检验与拥挤度


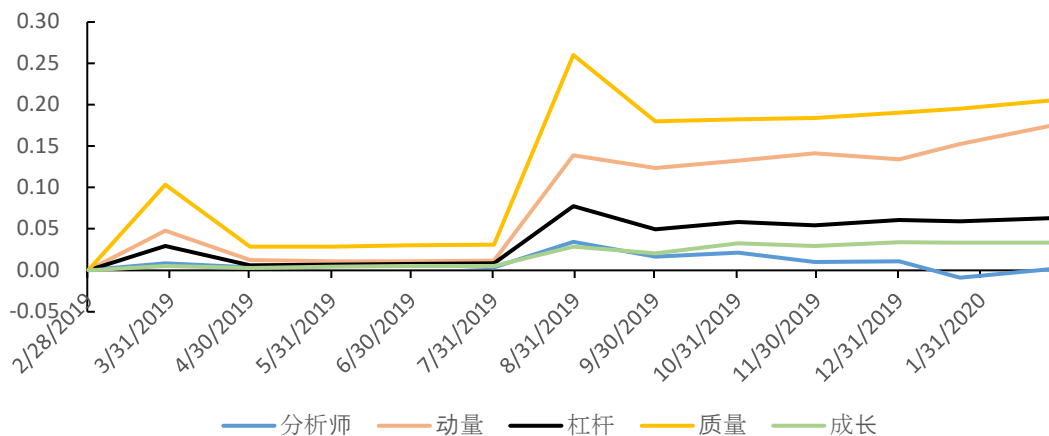
数据来源：倍发科技

与此同时，从过去 12 个月因子的表现来看，成长和杠杆因子表现出了持续的稳定性，波动性和质量因子的稳定性也相对较强。

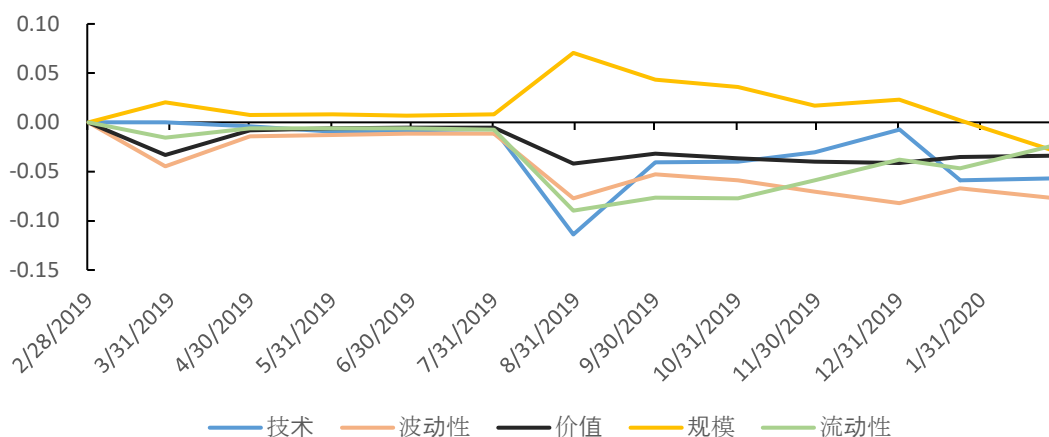
图表 6：过去 12 个月风格因子 IC 统计情况

因子	IC 均值	IC 均值/IC 标准差	因子	IC 均值	IC 均值/IC 标准差
技术	0.0025	0.0379	质量	0.0466	0.7772
分析师	0.0341	0.7774	成长	0.0384	1.2378
波动性	0.0415	0.8500	价值	0.0415	0.3822
动量	0.0337	0.6530	规模	0.0573	-0.1381
杠杆	0.0322	1.4204	流动性	0.0484	0.3953

数据来源：倍发科技



图表 7：过去 12 个月风格因子的拥挤度变化情况



数据来源：倍发科技

结合过去 12 个月因子拥挤度的变化情况来看，动量和质量因子自 2019 年年中之后，就一直一直是市场热捧的对象，并且从趋势上来看，2 月份这两个因子的拥挤度依然出现了上升，结合前文对两类因子表现的观察，我们对这两个因子在未来表现的持续性存疑。而 2 月份可以观察到分析师、杠杆、流动性、价值和技术因子的拥挤度都相较 1 月有一定程度的上升，而成长、波动性和规模因子的拥挤度则连续三个月下跌。

风格因子组合的行业分布

这一部分我们分别比较了十个风格因子在沪深 300 和中证 500 成分股中，F1 组合的行业分

布情况，这里只列举持仓最高的三个行业（申万一级行业分类）。同沪深 300 成分股更多配置于金融和食品饮料股票不同，2 月表现较好的因子比如动量、分析师和成长因子在行业配置上的差异比较显著，成长和分析师因子的主流行业配置与 1 月较为一致，但是动量因子主要配置的行业中，则将 1 月的有色金属和非银金融替换为了电子和采掘行业。此外，从配置比例来看，各个因子对电子行业的配置比例相较 1 月份都出现了一定程度的下降。

图表 8：风格因子在沪深 300 成分股中的行业配置

因子	技术	分析师	波动性	动量	杠杆	质量
前三大行业	电子 (14.13%)	电子 (7.36%)	化工 (12.83%)	银行 (11.69%)	医药生物 (15.11%)	医药生物 (18.50%)
	医药生物 (12.80%)	传媒 (7.19%)	电子 (10.84%)	电子 (9.90%)	计算机 (8.51%)	交通运输 (14.87%)
	化工 (11.14%)	交通运输 (7.17%)	医药生物 (9.60%)	采掘 (8.63%)	电子 (8.13%)	电子 (9.86%)
因子/指数	成长	价值	规模	流动性	沪深 300	
前三大行业	有色金属 (15.41%)	交通运输 (11.11%)	非银金融 (37.07%)	化工 (9.73%)	非银金融 (15.67%)	
	非银金融 (12.11%)	有色金属 (9.57%)	银行 (22.79%)	建筑装饰 (8.58%)	银行 (14.97%)	
	汽车 (8.60%)	非银金融 (8.01%)	采掘 (6.69%)	有色金属 (7.88%)	食品饮料 (9.20%)	

数据来源：倍发科技

图表 9：风格因子在中证 500 成分股中的行业配置

因子	技术	分析师	波动性	动量	杠杆	质量
前三大行业	电子 (11.48%)	化工 (15.08%)	化工 (10.46%)	医药生物 (15.19%)	传媒 (13.61%)	传媒 (11.46%)
	机械设备 (11.34%)	医药生物 (10.99%)	机械设备 (9.68%)	电子 (9.87%)	电子 (9.50%)	电子 (9.37%)
	化工 (10.30%)	电子 (10.09%)	传媒 (9.68%)	传媒 (7.70%)	房地产 (8.80%)	交通运输 (8.74%)
因子/指数	成长	价值	规模	流动性	中证 500	
前三大行业	计算机 (10.45%)	房地产 (13.80%)	非银金融 (17.79%)	化工 (15.74%)	电子 (12.48%)	
	房地产 (9.07%)	传媒 (10.71%)	房地产 (12.66%)	计算机 (8.96%)	医药生物 (10.87%)	
	电气设备 (8.18%)	电子 (9.20%)	采掘 (9.85%)	通信 (5.99%)	计算机 (9.61%)	

数据来源：倍发科技

而同中证 500 成分股的行业分布相比，风格因子基本都低配了电子行业的股票，与 1 月各个因子均高比例配置电子行业不同，2 月份部分因子配置的前三名不再有电子行业的身影，同时化工、房地产和传媒行业得到了风格因子更为热烈的追捧。而在疫情之下，2 月份医药生物行业相对并没有得到风格因子更多的青睐。

附录：

图表 10：本文主要因子 2 月指标统计

	因子组合 收益率	因子组合 波动率	因子组合 夏普比率	因子组合 最大回撤	对冲组合 收益率	对冲组合 波动率	对冲组合 夏普比率	对冲组合 最大回撤	IC 值	拥挤度
技术	-2.67%	12.78%	-0.1588	10.85%	-5.94%	4.22%	-1.4613	8.00%	-0.1417	-0.0569
分析师	1.85%	12.38%	0.1898	8.83%	0.73%	1.51%	0.2779	1.39%	-0.0021	0.0019
波动性	-1.09%	11.88%	-0.0291	8.97%	-0.58%	3.59%	-0.0983	6.01%	0.0091	-0.0769
动量	1.36%	13.14%	0.1618	9.08%	1.61%	3.00%	0.5117	2.02%	0.0354	0.1759
杠杆	0.10%	12.61%	0.0627	8.84%	0.14%	1.92%	0.0527	1.27%	0.0027	0.0633
质量	0.54%	12.65%	0.0975	8.80%	1.58%	2.60%	0.6284	1.73%	0.0093	0.2055
成长	1.58%	12.67%	0.1786	9.17%	2.96%	1.93%	1.4726	0.79%	0.0593	0.0336
价值	-1.45%	11.92%	-0.0712	9.47%	-1.75%	1.94%	-0.9292	3.66%	-0.0334	-0.0337
规模	-0.88%	13.55%	-0.0045	10.89%	-0.55%	4.14%	-0.1153	3.75%	-0.0193	-0.0294
流动性	-1.35%	11.33%	-0.0910	9.29%	-2.29%	3.61%	-0.7047	7.28%	-0.0651	-0.0230

数据来源：倍发科技

免责声明

本报告相关资料和观点来源均被倍发科技认为可靠,但倍发科技不对相关内容的完整性和准确性做出保证。本报告内容仅供参考,报告中的信息不构成直接投资的意见或建议,倍发科技不对因使用本报告内容而引致的损失承担责任,读者不应当以本报告内容取代其独立判断。

报告内容反映倍发科技不同研究人员的相关见解和分析方法,并不代表倍发科技及附属机构的立场。报告所载内容是研究人员基于当期信息提供的意见,因此有权对内容进行更改和基于更丰富的信息进行不同的判断。

本报告旨在发送给倍发科技特定用户、具备风险识别能力的专业人士阅读,未经倍发科技允许,任何机构和个人不得复制、翻版、转载和刊登本报告内容,否则造成任何法律后果由私自使用者自负。

关于第一指数

第一指数是从事 Smart Beta,因子组合,智能指数定制研发的金融科技服务商。第一指数的因子研究和定制指数产品可供金融投资机构使用,协助机构投资者高效构建风险收益透明清晰的组合,为智能投顾等资产配置方提供底层资产生成和配置方案。

官方网站: 1index.cn

电子邮件: research@1index.cn

联系方式: +86-21-50782950