



# 第一指数

A股市场 2020年1月风格因子报告

2020年1月

## 市场研究

---

2020年3月1日

- 我们构建了十个维度的风格因子指标对 A 股 2020 年 1 月的市场风格进行了分析，结果发现，成长、质量和动量因子是 A 股 1 月份表现最好的因子；
- 而对风格因子的进一步分析表明，质量和动量因子目前受到市场的过度追捧，预期其表现的可持续性较弱，市场总体呈现出高流动—高估值—高收益的循环态势；
- 因子组合与主要成分股股票行业配置的对比情况表明，1 月份因子的配置风格更偏向中小创型股票，这也与 A 股市场的版块表现一致。

## 目录

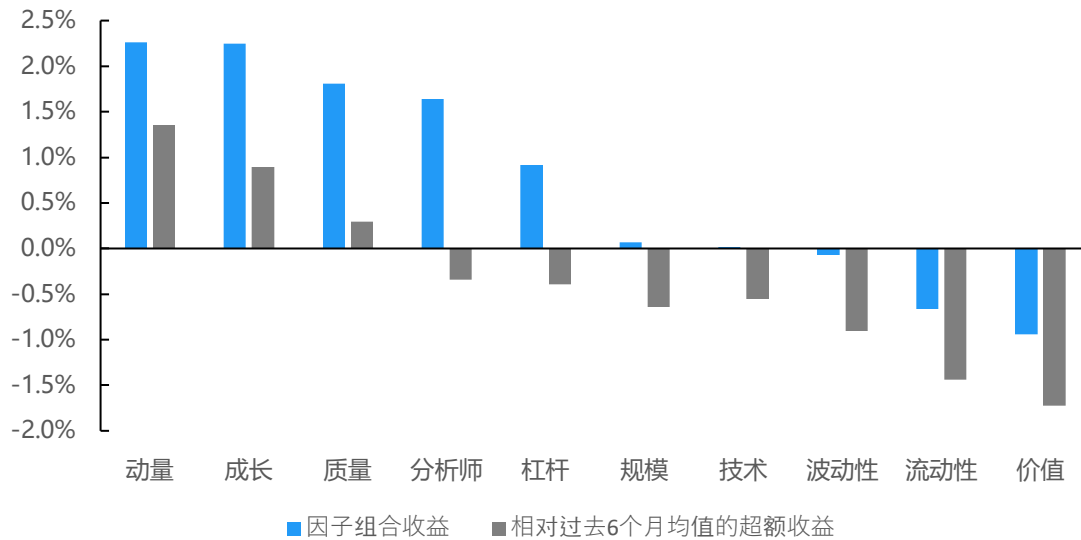
|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 风格因子收益表现.....                    | 1  |
| 图表 1: 风格因子组合 1 月收益情况.....        | 2  |
| 图表 2: 风格因子组合相关统计 .....           | 2  |
| 图表 3: 风格因子多空对冲组合收益情况 .....       | 3  |
| 图表 4: 风格因子多空对冲组合相关统计 .....       | 4  |
| 风格因子的收益相关性.....                  | 4  |
| 图表 5: 风格因子 1 月 IC 检验与拥挤度.....    | 5  |
| 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.....  | 6  |
| 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..... | 7  |
| 图表 9: 风格因子在中证 500 成分股中的行业配置..... | 8  |
| 附录 : .....                       | 9  |
| 图表 10: 本文主要因子 1 月指标统计.....       | 9  |
| 免责声明 .....                       | 10 |

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 1 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

由于春节假期的影响，2020 年 1 月共有 16 个交易日，期间上证综指下跌了 2.41%，深圳成指上涨了 2.41%，而创业板指数上涨了 7.21%，而代表性指数中，上证 50 和沪深 300 分别下跌了 4.27%和 2.26%，而中证 500 和中证 1000 则分别上涨了 2.09%和 2.37%，股票表现出现明显的分化，这也对风格因子的表现产生了影响。

**图表 1：风格因子组合 1 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的高因子值组合在 1 月份的收益情况。从表现上来看，高成长、高质量的因子表现较好，成长和动量因子的高因子组合月收益均超过 2%，同时基本面经营情况更好的高质量股票，在 1 月份也有较好表现，而与历史情况相比，高动量、成长和高质量因子值股票在 1 月的表现均有一定程度的突破，而流动性和价值因子的表现则出现了大幅度的回调。图表 2 展示了十个因子 F1 组的相关统计量情况，从夏普比和回撤情况来看，成长、质量和动量和分析师因子在 1 月份的表现都的确相对更为突出，低估值和和低流动性。

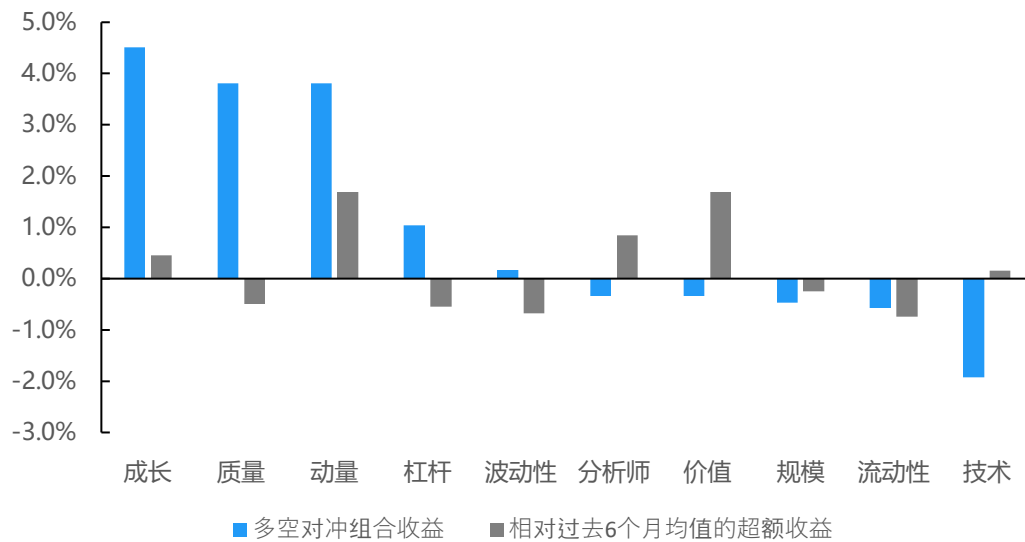
**图表 2：风格因子组合相关统计**

|     | 波动率   | 夏普比率    | 最大回撤  |
|-----|-------|---------|-------|
| 技术  | 4.85% | 0.0125  | 5.28% |
| 分析师 | 5.26% | 0.3219  | 4.49% |
| 波动性 | 4.65% | -0.0080 | 4.59% |
| 动量  | 5.63% | 0.4126  | 4.36% |
| 杠杆  | 4.99% | 0.1928  | 4.24% |
| 质量  | 5.14% | 0.3609  | 4.11% |
| 成长  | 5.24% | 0.4365  | 4.04% |
| 价值  | 5.13% | -0.1722 | 5.73% |
| 规模  | 5.38% | 0.0261  | 5.53% |
| 流动性 | 4.40% | -0.1462 | 4.71% |

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，成长、质量和动量因子依然呈现出比较显著的单调特征，结合图表 1 的内容，也可以发现高杠杆类股票也更受到市场的欢迎。同时以反转效应为代表的技术因子在 1 月表现不佳，这意味着市场主要呈现出对以往趋势的延续性。此外，估值效应和反转效应可能在 1 月份已经开始出现复苏的迹象，尽管低估值和低收益股票在月内的表现并不出色。

**图表 3：风格因子多空对冲组合收益情况**



数据来源：倍发科技

|   | 波动率 | 夏普比率  | 最大回撤    |       |
|---|-----|-------|---------|-------|
| 4 | 技术  | 1.67% | -1.1704 | 2.60% |
|   | 分析师 | 1.12% | -0.3863 | 0.65% |
|   | 波动性 | 1.43% | 0.1929  | 1.33% |
|   | 动量  | 2.00% | 1.8019  | 1.02% |
|   | 规模  | 1.29% | 0.0164  | 1.81% |
|   | 杠杆  | 0.88% | 0.9186  | 0.74% |
|   | 质量  | 1.15% | 3.3147  | 0.38% |
|   | 成长  | 1.29% | 3.4200  | 0.24% |
|   | 价值  | 0.81% | -0.4099 | 0.58% |
|   | 流动性 | 1.32% | -0.4414 | 1.83% |



**图表 4：风格因子多空对冲组合相关统计**

数据来源：倍发科技

而图表 4 的多空对冲组合统计进一步印证了前述的分析，A 股市场在 1 月呈现出显著的高成长、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，传统中非常显著的流动性溢价效应在 1 月份很难得到体现，市场总体呈现出高流动—高收益—高估值的循环态势。

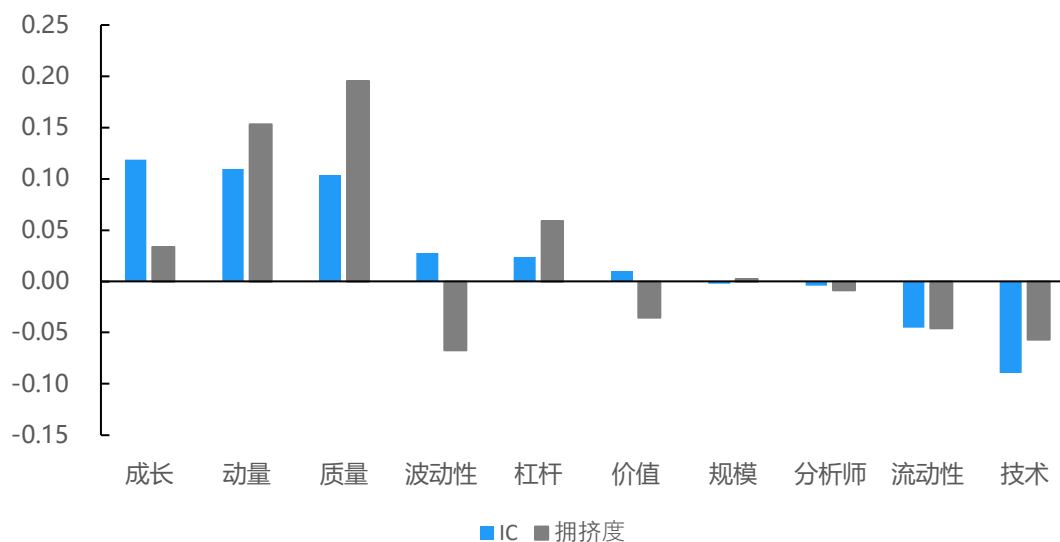
## 风格因子的收益相关性

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 1 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、动量和质量因子值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，同时波动性和杠杆因子也与收益有突出的正相关性。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已经出现了很明显的市场超配状况，对这两类因子的多头组合的估值要显著高于其空头组合，从这个角度来说，高质量和高动量股票在未来的收益可持续性是值得怀疑的。而低流动、低波动和低收益的股票明显早到了市场的冷落，这也与我们之前所讨论 1 月份市场展现出的高流动—高收益—高估值的循环态势一致。

**图表 5：风格因子 1 月 IC 检验与拥挤度**



数据来源：倍发科技

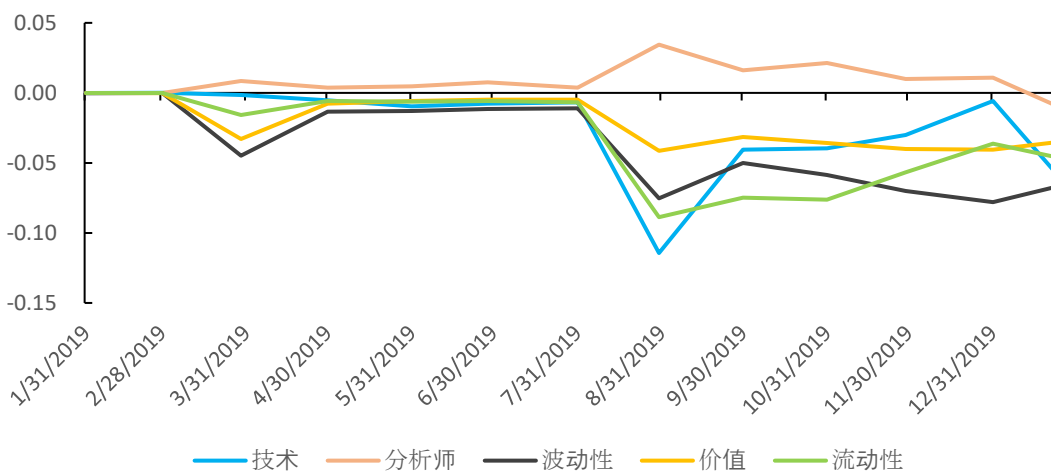
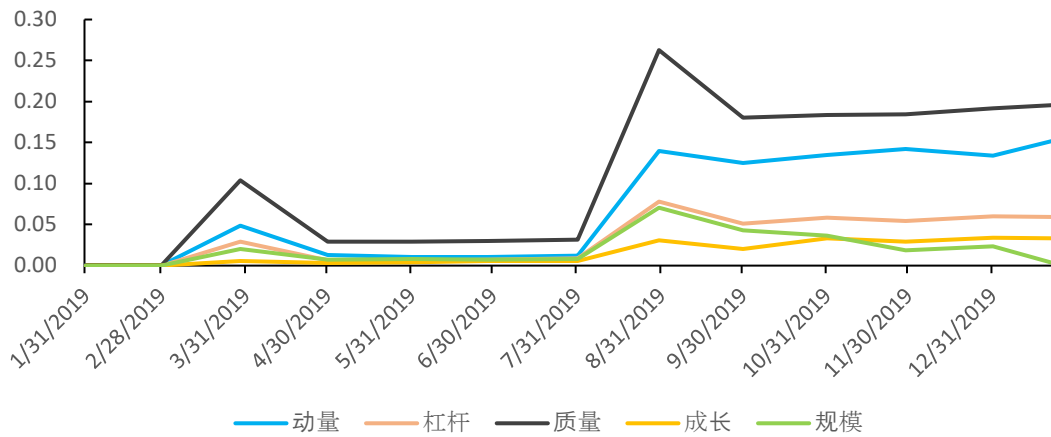
与此同时，从过去 12 个月因子的表现来看，成长、分析师和杠杆因子表现出了持续的稳定性，此外值得注意的是，在 1 月份技术因子和流动性因子实际上具有方向上的反转，与其历史趋势有明显的背离。



**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  | 0.0269  | 0.4209       | 质量  | 0.0271 | 0.4419       |
| 分析师 | 0.0297  | 0.5240       | 成长  | 0.0380 | 0.7790       |
| 波动性 | 0.0227  | 0.2625       | 价值  | 0.0161 | 0.3731       |
| 动量  | -0.0013 | -0.0127      | 规模  | 0.0051 | 0.0712       |
| 杠杆  | 0.0221  | 0.4707       | 流动性 | 0.0196 | 0.3956       |

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，就一直市场热捧的对象，而成长和杠杆因子在多头表现良好的同时，实际上目前价值相对高估的程度并不深。从因子轮动的角度来说，目前波动性、流动性和技术因子目前被低估的程度更大，在未来的配置中有必要关注这类因子的表现。而拥挤度的分析结果也在一定程度上印证了前文对 1 月市场表现的总结，市场总体呈现出高流动—高估值—高收益的自循环之中，在一定程度上表明投资者较高的交易热情和交易意愿，这在一定程度上导致了市场股票估值水平的偏高，也是动量效应持续的来源，而这可能也意味着市场中非理性要素的增加。

## 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，1 月表现较好的因子更多配置于非银金融和有色金属行业，此外大多数因子都会超配电子、有色金属、交通运输这几个行业。

**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            | 规模            | 杠杆            |
|-------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 前三大行业 | 电子 (14.31%)   | 电子 (13.90%)   | 电子 (15.57%)   | 银行 (10.74%)   | 非银金融 (39.76%) | 医药生物 (13.24%) |
|       | 医药生物 (13.06%) | 传媒 (6.85%)    | 计算机 (13.39%)  | 有色金属 (8.87%)  | 银行 (18.5%)    | 电子 (11.85%)   |
|       | 化工 (10.05%)   | 交通运输 (6.08%)  | 化工 (8.98%)    | 非银金融 (8.48%)  | 采掘 (6.29%)    | 计算机 (9.52%)   |
| 因子/指数 | 流动性           | 成长            | 价值            | 质量            | 沪深 300        |               |
| 前三大行业 | 有色金属 (14.32%) | 有色金属 (14.58%) | 交通运输 (14.88%) | 医药生物 (17.75%) | 非银金融 (15.89%) |               |
|       | 化工 (13.90%)   | 非银金融 (13.60%) | 汽车 (11.98%)   | 交通运输 (16.25%) | 银行 (15.07%)   |               |
|       | 食品饮料 (7.84%)  | 汽车 (8.87%)    | 有色金属 (9.38%)  | 电子 (13.68%)   | 食品饮料 (9.06%)  |               |

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               | 规模               | 杠杆             |
|-------|-----------------|------------------|----------------|------------------|------------------|----------------|
| 前三大行业 | 电子 (16.84%)     | 电子<br>(13.90%)   | 传媒 (9.70%)     | 电子<br>(12.22%)   | 非银金融<br>(18.97%) | 传媒<br>(13.10%) |
|       | 化工<br>(11.70%)  | 化工<br>(14.97%)   | 化工 (9.49%)     | 医药生物<br>(12.08%) | 交通运输<br>(9.33%)  | 化工<br>(8.94%)  |
|       | 计算机<br>(8.56%)  | 医药生物<br>(14.32%) | 电子 (9.37%)     | 房地产<br>(8.96%)   | 采掘 (9.20%)       | 电子<br>(8.33%)  |
| 因子/指数 | 流动性             | 成长               | 价值             | 质量               | 中证 500           |                |
| 前三大行业 | 化工<br>(25.23%)  | 计算机<br>(12.18%)  | 传媒<br>(11.87%) | 传媒<br>(13.07%)   | 电子<br>(13.59%)   |                |
|       | 机械设备<br>(8.88%) | 电子 (9.91%)       | 电子 (7.53%)     | 电子 (9.18%)       | 医药生物<br>(10.66%) |                |
|       | 电子 (7.98%)      | 医药生物<br>(8.41%)  | 房地产<br>(7.39%) | 化工 (7.00%)       | 计算机<br>(9.36%)   |                |

数据来源：倍发科技

而同中证 500 成分股的行业分布相比，风格因子在中证 500 成分股中同样大多集中于电子行业，不过相较成分股本身并没有显著超配，此外各个因子也多倾向于配置化工行业。从总体来看，风格因子在中证 500 成分股中与中证 500 指数的行业配置近似度更高。

## 附录：

### 图表 10：本文主要因子 1 月指标统计

|     | 因子组合<br>收益率 | 因子组合<br>波动率 | 因子组合<br>夏普比率 | 因子组合<br>最大回撤 | 对冲组合<br>收益率 | 对冲组合<br>波动率 | 对冲组合<br>夏普比率 | 对冲组合<br>最大回撤 | IC 值    | 拥挤    |
|-----|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|---------|-------|
| 技术  | 0.01%       | 4.85%       | 0.0125       | 0.0528       | -1.92%      | 1.66%       | -1.1950      | 0.0257       | -0.0892 | -0.05 |
| 分析师 | 1.64%       | 5.26%       | 0.3219       | 0.0449       | -0.34%      | 1.18%       | -0.3339      | 0.0072       | -0.0045 | -0.00 |
| 波动性 | -0.07%      | 4.65%       | -0.0080      | 0.0459       | 0.17%       | 1.42%       | 0.0780       | 0.0145       | 0.0276  | -0.06 |
| 动量  | 2.26%       | 5.63%       | 0.4126       | 0.0436       | 3.80%       | 2.07%       | 1.7829       | 0.0102       | 0.1097  | 0.15  |
| 杠杆  | 0.91%       | 4.99%       | 0.1928       | 0.0424       | 1.04%       | 0.88%       | 1.1072       | 0.0069       | 0.0241  | 0.05  |
| 质量  | 1.81%       | 5.14%       | 0.3609       | 0.0411       | 3.81%       | 1.28%       | 2.8718       | 0.0041       | 0.1035  | 0.19  |
| 成长  | 2.25%       | 5.24%       | 0.4365       | 0.0404       | 4.51%       | 1.26%       | 3.4576       | 0.0017       | 0.1189  | 0.03  |
| 价值  | -0.94%      | 5.13%       | -0.1722      | 0.0573       | -0.34%      | 0.79%       | -0.5063      | 0.0065       | 0.0103  | -0.03 |
| 规模  | 0.07%       | 5.38%       | 0.0261       | 0.0553       | -0.46%      | 1.21%       | -0.4326      | 0.0200       | -0.0024 | 0.00  |
| 流动性 | -0.67%      | 4.40%       | -0.1462      | 0.0471       | -0.58%      | 1.45%       | -0.4367      | 0.0207       | -0.0450 | -0.04 |

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](http://1index.cn)

电子邮件: [research@1index.cn](mailto:research@1index.cn)

联系方式: +86-21-50782950