



# 第一指数

倍发风格因子 7 月表现回顾：大涨  
与剧震中不变的成长主题

2020 年 8 月

## 市场研究

2020年8月6日

·7月A股市场上涨幅度较大，但经历了巨幅的波动，风格因子组合在7月经历了收益大幅增长的同时，也发生了较大的回撤。

·流动性因子一改过去一段时间的低迷表现，而质量因子则下滑明显，成长和分析师因子则延续了其较长时间以来的良好表现。

·而因子拥挤度的测算表明，动量、技术和成长因子在7月的交易热度持续上升，与此同时结合成长因子的估值情况来看，成长型股票在未来仍有一定的上涨空间。

## 目录

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

## 前言

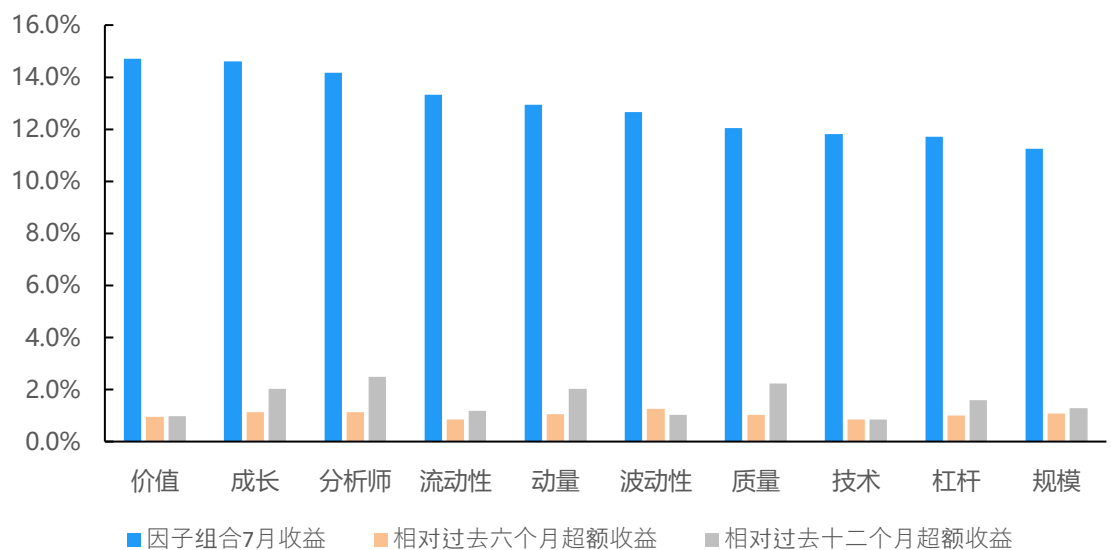
本报告考察了 A 股价值、规模、成长、质量、杠杆、技术、动量、波动性、流动性和分析师共十个类型的风格因子在 2020 年 7 月 A 股市场中的表现，从收益、相关性、行业分布等角度，对 A 股市场过去一个月的风格表现进行梳理。

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%）即为小流通市值、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 7 月共有 23 个交易日，期间上证综指上涨 10.90%，深证成指则大涨 13.72%，同期创业板指数则上涨了 14.65%。代表性指数中，上证 50 和沪深 300 分别上涨了 10.44% 和 12.75%，而中证 500、中证 1000 以及科创 50 则分别上涨了 12.20%、13.01% 和 4.50%，7 月 A 股市场主要指数全面上涨，并且主要板块之间涨幅差异不大。但 7 月 A 股市场也经历了巨大的波动，以上证指数为例，其月内振幅达到 15.87%，是 2016 年 1 月之后指数遭遇的最大月内振幅。

图表 1：风格因子组合 7 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 7 月份的收益情况，这里我们在回测中剔除了 ST、PT 类的股票。从表现上来看，在 7 月整个市场大幅上涨的大背景下，各个因子风格组合在 7 月都取得了比较出色的收益，并且都大幅跑赢过去一段时间的均值，这一点比 6 月还要明显。今年以来一直表现出色的成长和分析师因子保持了自身的趋势，而长期“蛰伏”的价值因子组合则在 7 月异军突起，从这一点可以发现，7 月实际上存在一定的补涨行情。同时低波动和低流动性的股票也呈现出一定的上涨势头。而在图表 2 中，由于月内市场本身存在很大的波动，所以我们看到因子组合的月波动率和最大回撤都十分显著。

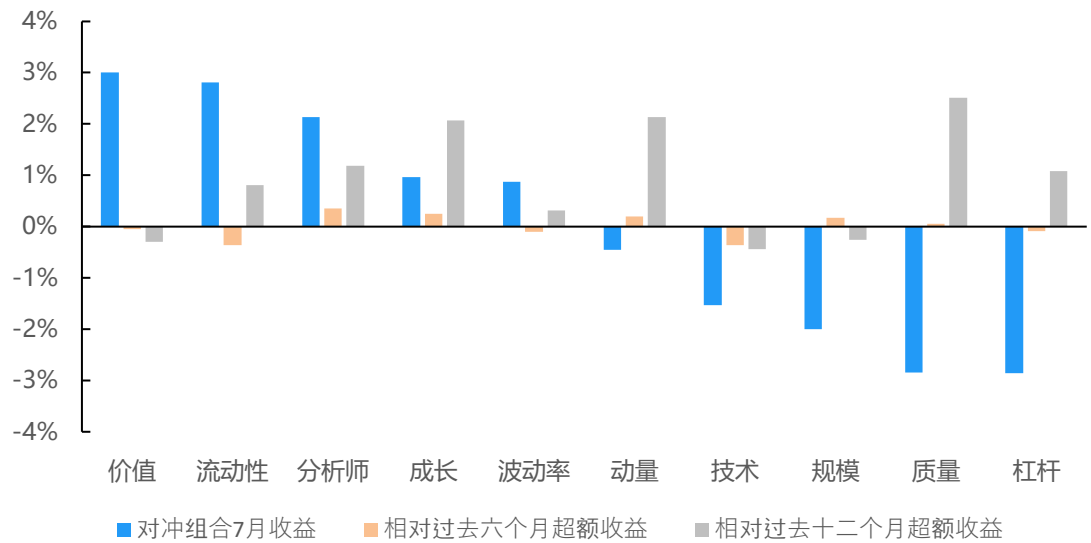
图表 2：风格因子组合 7 月相关统计

	月波动率	月夏普比率	月最大回撤
技术	10.54%	1.1452	8.23%
动量	10.54%	1.0667	8.34%
规模	10.34%	0.9631	8.91%
波动性	10.26%	0.9898	6.86%
杠杆	10.08%	0.9866	8.23%
价值	9.93%	1.2311	6.76%
质量	9.88%	1.0309	7.85%
分析师	9.73%	1.2537	8.28%
流动性	9.27%	1.1617	5.82%
成长	8.58%	1.3113	7.47%

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，除了之前提到过得持续的分析师与成长效应，低估值和低流动性的股票在 7 月呈现出很好的超额表现，与之相对应的是过去较长一段时间表现良好的高质量股票在 7 月表现下滑，同时市场中的动量效应也没有前几个月那么突出，7 月的大幅波动是一种补涨与补跌交替出现带来的现象。另外值得注意的是，杠杆因子在 7 月表现比较糟糕。

图表 3：风格因子多空对冲组合 7 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 7 月相关统计

	月波动率	月信息比率	月最大回撤
流动性	4.79%	0.3748	5.46%
动量	3.93%	-0.0049	3.94%
价值	3.24%	0.6763	2.73%
技术	2.91%	-0.3880	3.68%
质量	2.72%	-0.7744	2.89%
波动性	2.67%	0.3231	2.76%
成长	2.30%	0.4049	2.12%
规模	2.11%	-0.5237	2.48%
分析师	1.74%	1.1429	1.09%
杠杆	1.15%	-2.2177	2.79%

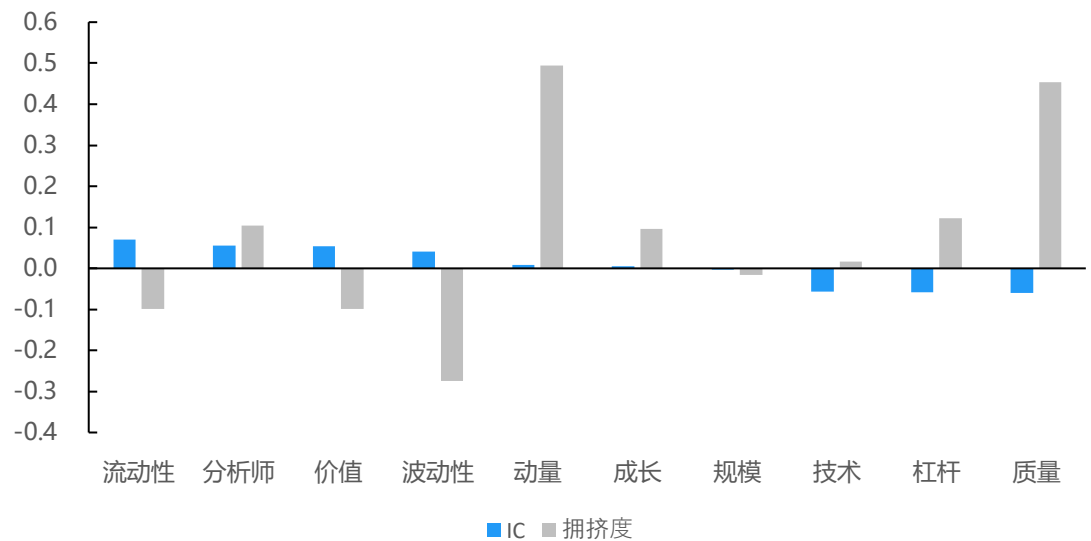
数据来源：倍发科技

### 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 6 展示了十个风格因子 7 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，7 月份流动性、分析师、价值和波动性因子值与收益之间的正相关性更强，并且除了分析师因子之外，均高于过去 12 个月的平均水平，而规模、技术和质量因子的 IC 为负，在 7 月流动性和质量因子与之前几个月相比，好像“复制”了对方的表现。与此同时，波动性、价值、流动性因子的拥挤度依然为负。

图表 5：风格因子 7 月 IC 值与拥挤度



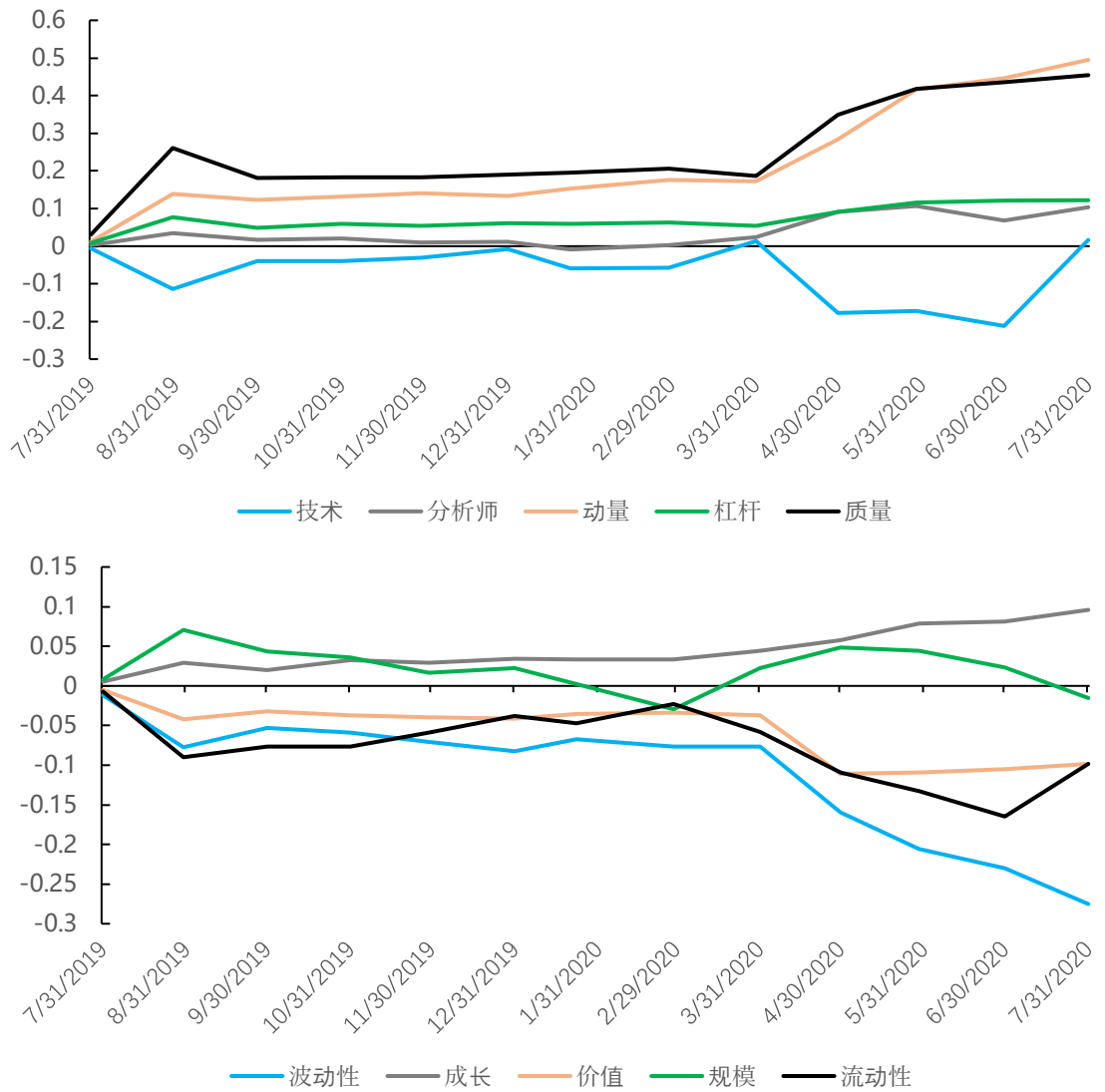
数据来源：倍发科技

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
流动性	0.0395	0.4282	动量	0.0273	0.5430
规模	-0.0216	-0.3393	质量	0.0626	0.8738
价值	-0.0098	-0.1434	波动性	0.0577	0.7529
成长	0.0532	1.4937	分析师	0.0169	0.3196
杠杆	-0.0010	-0.0178	技术	0.0264	0.6768

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，7 月拥挤度呈上升趋势的主要有动量、技术和成长因子，质量因子的拥挤度上升趋势出现一定程度的放缓，这几类因子在交易热度上仍然在不断提高。波动性因子的拥挤度则延续一段时间以来的下降的趋势。

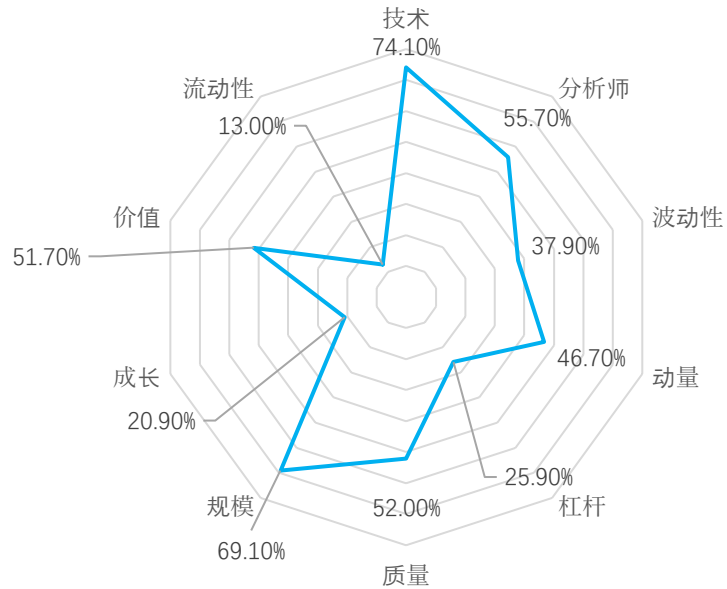
与此同时，我们给出了各个风格因子组合历史和当前 PE 的变化情况，进一步判断风格因子的价格水平。图表 8 展示了风格因子组合当前 PE 所处的历史分位数，可以发现，流动性和杠杆因子组合的估值水平相对较低，成长因子尽管是当前市场的主题，但是估值水平在历史中处于低位，而除了技术和规模因子之外，其他因子组合的估值水平处于历史的中位数上下。

当然从图表 9 可以发现，除了波动性、流动性和成长因子之外，其余因子当前的估值水平均已高于最近三年的平均 PE 水平，技术和规模因子的估值已经高于 2010 年以来的平均水平，



从这个角度来看，市场的成长性主题依然有持续的空间。而规模因子在 PE 处于较高水平的同时，我们观察到了其拥挤度在不断下降的趋势，这也是最近一段时间市场中小市值效应难以体现的一个可能的原因。

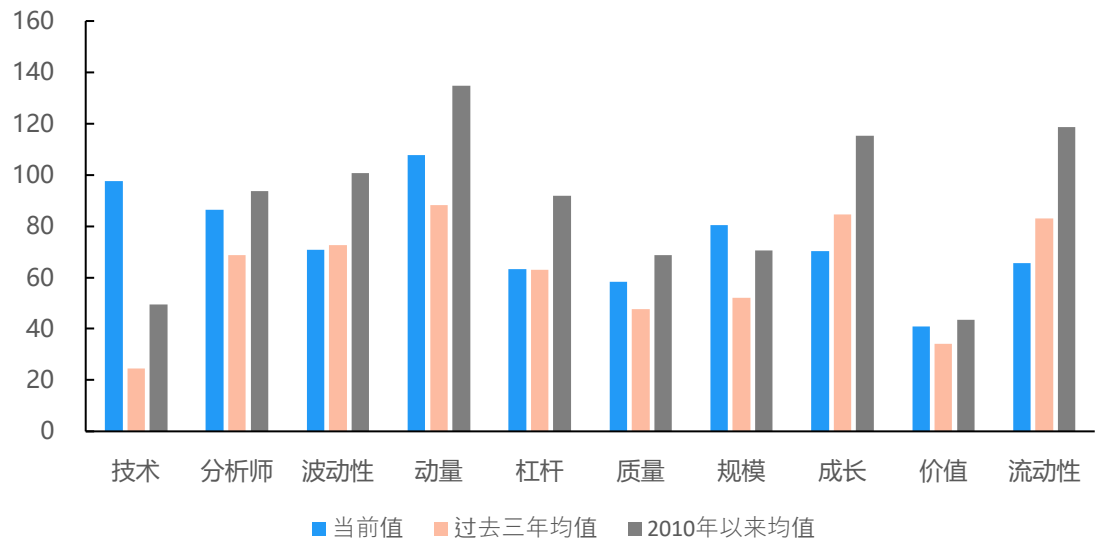
图表 8：风格因子 PE 历史分布



数据来源：倍发科技

注：图表数字表示风格因子组合当前 PE 所处的历史分位数（2010 年以来）。

图表 9：风格因子组合 PE 变化情况



数据来源：倍发科技

## 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组合在沪深 300 和中证 500 成分股中行业分布情况，这里只列举持仓最高的三个行业（申万一级行业分类）。在沪深 300 成分股中，总体来说 7 月因子的行业配置同 6 月的差异不大，7 月表现优异的流动性、成长、分析师因子均超配了医药生物行业，同时可以观察到银行在各个因子组合中的配置比例大幅上升。

图表 10：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	交通运输 ( 13.27% )	医药生物 ( 12.27% )	银行 ( 11.97% )	电子 ( 16.56% )	银行 ( 20.32% )	医药生物 ( 16.59% )
	银行 ( 10.14% )	银行 ( 10.80% )	交通运输 ( 10.02% )	银行 ( 12.43% )	医药生物 ( 11.72% )	食品饮料 ( 13.27% )
	医药生物 ( 8.41% )	非银金融 ( 10.57% )	非银金融 ( 9.58% )	医药生物 ( 10.11% )	食品饮料 ( 8.28% )	银行 ( 12.11% )
因子/指数	成长	价值	规模	流动性	沪深 300	
前三大行业	医药生物 ( 15.01% )	建筑装饰 ( 15.19% )	非银金融 ( 39.09% )	医药生物 ( 16.99% )	非银金融 ( 15.38% )	
	食品饮料 ( 13.34% )	非银金融 ( 13.55% )	银行 ( 34.19% )	银行 ( 15.60% )	银行 ( 11.93% )	
	电子 ( 9.98% )	房地产 ( 10.00% )	采掘 ( 5.00% )	非银金融 ( 13.79% )	食品饮料 ( 11.81% )	

数据来源：倍发科技

图表 11：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	医药生物 ( 25.10% )	医药生物 ( 15.68% )	化工 ( 10.02% )	医药生物 ( 17.05% )	医药生物 ( 10.93% )	医药生物 ( 14.96% )
	电子 ( 11.04% )	计算机 ( 9.12% )	机械设备 ( 8.97% )	计算机 ( 11.04% )	传媒 ( 9.03% )	化工 ( 9.00% )
	计算机 ( 9.06% )	电子 ( 7.81% )	传媒 ( 7.92% )	电子 ( 8.99% )	电子 ( 8.83% )	房地产 ( 8.02% )
因子/指数	成长	价值	规模	流动性	中证 500	
前三大行业	医药生物 ( 13.90% )	房地产 ( 11.11% )	非银金融 ( 16.77% )	医药生物 ( 25.21% )	医药生物 ( 15.18% )	
	化工 ( 7.99% )	化工 ( 10.05% )	房地产 ( 12.26% )	电子 ( 11.04% )	电子 ( 7.94% )	
	房地产 ( 6.20% )	传媒 ( 8.03% )	交通运输 ( 10.51% )	计算机 ( 9.06% )	化工 ( 7.39% )	

数据来源：倍发科技

而同中证 500 成分股的行业分布相比，表现较好的因子同样较大比例地配置了医药生物行业和电子行业，同时传媒行业和化工行业在因子组合中的配置比例有了显著的上升。

## 附录：

图表 12：本文主要因子 7 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 信息比率	对冲组合 最大回撤	IC 值	拥挤度
										-
波动性	12.65%	10.26%	0.9898	6.86%	0.87%	2.67%	0.3231	2.76%	0.0406	0.2751
成长	14.61%	8.58%	1.3113	7.47%	0.97%	2.30%	0.4049	2.12%	0.0059	0.4543
										-
动量	12.94%	10.54%	1.0667	8.34%	-0.45%	3.93%	0.0049	3.94%	0.0087	0.0959
分析师	14.16%	9.73%	1.2537	8.28%	2.14%	1.74%	1.1429	1.09%	0.0556	0.1037
										-
杠杆	11.70%	10.08%	0.9866	8.23%	-2.85%	1.15%	2.2177	2.79%	0.0585	0.1221
										-
规模	11.25%	10.34%	0.9631	8.91%	-2.01%	2.11%	0.5237	2.48%	0.0031	0.0152
										-
技术	11.81%	10.54%	1.1452	8.23%	-1.53%	2.91%	0.3880	3.68%	0.0562	0.0167
										-
价值	14.72%	9.93%	1.2311	6.76%	3.00%	3.24%	0.6763	2.73%	0.0542	0.0984
										-
流动性	13.31%	9.27%	1.1617	5.82%	2.81%	4.79%	0.3748	5.46%	0.0707	0.0981
										-
质量	12.05%	9.88%	1.0309	7.85%	-2.85%	2.72%	0.7744	2.89%	0.0596	0.4949

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。

## 倍发研究

- 深度融合现代金融研究与技术手段
- 推动研究成果的前沿市场化应用
- 传统与非传统方案的风险因子的持续探索

- 风险模型及多资产配置方案的分析与设计
- 基于风险角度的市场评价与跟踪

### 倍发研究咨询团队

电子邮件：[research@betalpha.com](mailto:research@betalpha.com)

倍发官网：[www.betalpha.com](http://www.betalpha.com)

第一指数：[www.1index.cn](http://www.1index.cn)

