



第一指数

市场回顾与风险分析

2019年5月

收益分解

受中美贸易战影响，A 股市场在五一黄金周后第一个交易日就跳空大幅下跌，延续了四月下旬的弱势。而在月初急速下跌后，市场在月内各交易日开始了拉锯找底过程。一方面，市场各方在等待外部环境的形式逐渐明朗，尤其是贸易战的走向；另一方面，前期积累了涨幅并在上月出现涨跌分化的各种风格 beta 和各大板块，也需要时间来找到新的均衡。透过第一指数的因子体系放大镜，让我们看看在主要宽基指数在因子维度的收益分解上都发生了什么。

不出所料，从收益分解来看，市场联动因素对四大指数的影响都是负向的，而且同比四月的负向贡献幅度都在加大。在五月，市场受到外界信息动向影响极大，市场 beta 是个股和指数走势不容置疑的核心驱动力源头。

和四月的情况类似，流动性因子是在市场下跌期间重要的正向收益来源。不过我们可以明显的看到相对于四月的正向贡献幅度，四大指数中流动性因子带来正向贡献的绝对水平都在下降。流动性因子的正向贡献降低意味着，前期换手高炒作热烈的板块和个股的相对跌幅（相对于换手低的其他股票）在收窄。考虑到这个月全市场本身下跌的幅度和速度比四月更深更快，从另一个侧面生动刻画了外部因素主导下本月市场普跌，个股板块前期是否被高换手炒作，是否有获利落袋等分化的考量仍然存在，但影响程度在下降。

市场动因主要来自外部因素，从动量因子的表现也间或能看到，动量因子在四大指数都有了或零或微正的贡献。这背离于动量因子在市场下跌环境中长期表现为

负向贡献。尤为明显的是在四月上证 50 中动量因子本已经随同市场联动转向为负，而在五月的行情中也转正了。在这点上，或能感知到某些个股或板块的长期可投资趋势在形成，在外部冲击下，可能需要类似可持续投入和增长的突破口。

波动率因子的正向收益贡献在上证 50 和沪深 300 上仍然相当明显，在中证 500 和中证 1000 上面，却并不显著。投资于低波动的大型上市企业的机构资金投资的长期性显著呈现，定力十足。

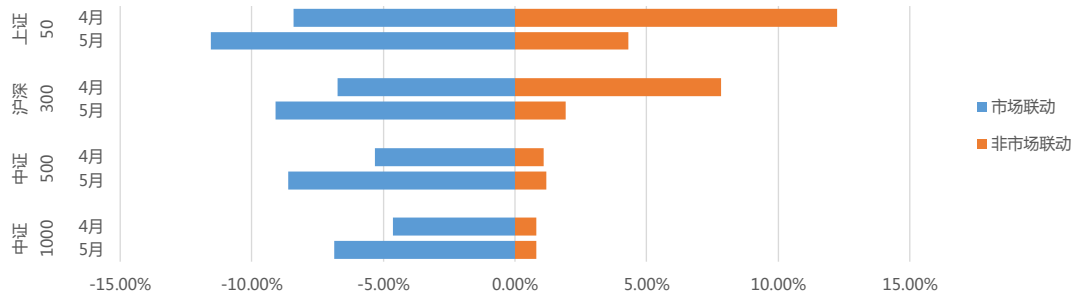
本月价值因子表现颓势明显，在沪深 300 里面贡献同比转负，上证 50 中负向贡献程度同比扩大。我们之前就谈到，从年初到现在，价值因子本应该是熊市反弹后提供正向收益贡献的主力，却并没有起到反弹先锋的作用，基本都是负向拖累。从这点看，资金对深度价值风格的谨慎配置，或许还蕴含着对经济结构调整方向的预判。在这样的预判下，价值股是否会成为价值陷阱就成了棘手的问题。

本月其他风格因子对宽基指数收益的贡献乏善可陈。在四月上证 50 里面已经很明显地出现在关注企业财务质量的现象，这个月也消失掉了。市场的主要矛盾不是个股，而是宏观。

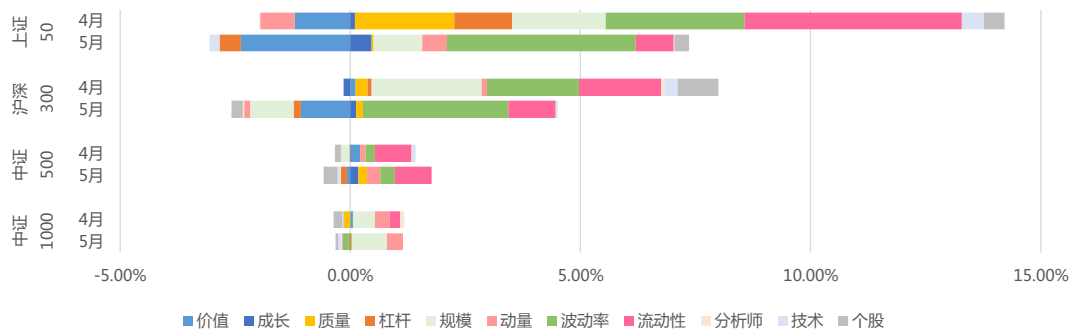
综上，五月的市场可以用“外部宏观冲击下普跌”来概括。如果市场能提供更多有明晰风险风格的指数化被动产品，机构资金就可以配置，提纯后的波动率和流动性等抗跌的风险风格，来防守和规避风险。另外在动量和价值两个维度上，我们也隐约看到在经济结构面临调整的不确定性之下，一些长期观察到的市场规律

在起变化。在新的经济动能维度上如果有更细化的配置可能，对机构资金来说可能是来获取前瞻性结构调整收益的利器。基于上述思考，第一指数在五月底正式推出了系列主题指数 ([链接](#))，内容还在持续增加，敬请查阅。

4月和5月各宽基指数的收益构成



4月和5月各宽基指数因子收益



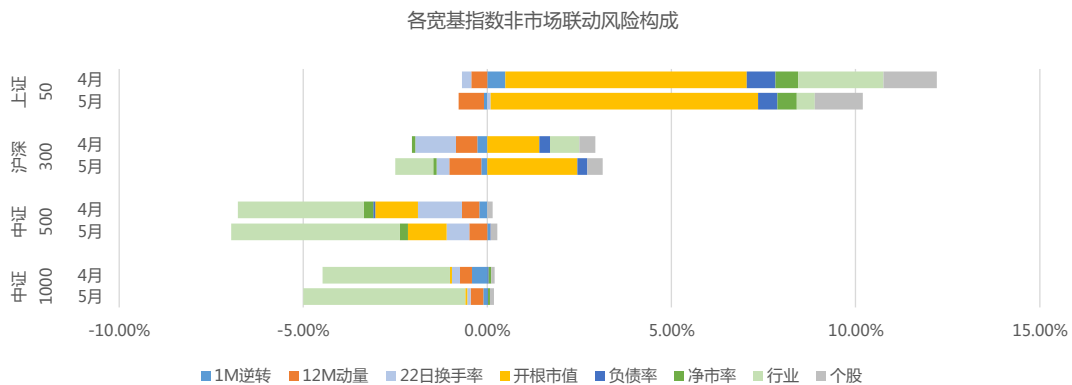
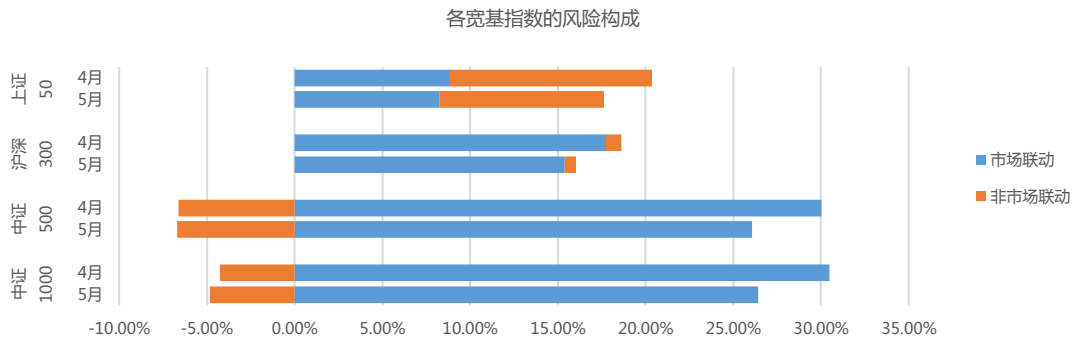
各宽基指数收益分解到各因素后的明细如下：

指数	时间	价值	成长	质量	杠杆	规模	动量	波动率	流动性	分析师	技术	个股	市场联动
上证 50	4月	-1.21%	0.11%	2.15%	1.27%	2.03%	-0.75%	3.00%	4.73%	0.00%	0.47%	0.45%	-8.42%
	5月	-2.38%	0.46%	0.05%	-0.47%	1.05%	0.54%	4.10%	0.82%	0.03%	-0.21%	0.31%	-11.56%
沪深 300	4月	0.11%	-0.15%	0.25%	0.09%	2.40%	0.12%	1.99%	1.78%	0.08%	0.29%	0.88%	-6.74%
	5月	-1.07%	0.13%	0.15%	-0.17%	-0.94%	-0.13%	3.15%	1.04%	-0.02%	0.04%	-0.25%	-9.09%
中证 500	4月	0.21%	-0.01%	0.01%	-0.01%	-0.18%	0.11%	0.21%	0.80%	0.00%	0.08%	-0.13%	-5.33%
	5月	-0.07%	0.16%	0.20%	-0.13%	-0.02%	0.29%	0.32%	0.80%	0.00%	-0.05%	-0.30%	-8.61%
中证 1000	4月	0.06%	0.00%	-0.14%	0.00%	0.47%	0.31%	0.00%	0.23%	0.09%	-0.03%	-0.18%	-4.63%
	5月	0.01%	-0.01%	0.03%	-0.02%	0.76%	0.34%	-0.13%	-0.01%	-0.02%	-0.08%	-0.05%	-6.88%

风险分解

虽然从收益分解维度讲，五月市场是面临外部宏观冲击下的普跌，在风险维度看就是一次风险的集中释放。站在五月底这个时点，我们将指数未来一个月波动率的预测分解到不同的风险因素后，我们明显观察到虽然 A 股同涨同跌的联动效应始终主导了对波动率的预测，但四大指数中市场联动风险影响在波动率预测中占比都在同比缩小。带来的结果是，四大指数的总体预测风险也全部下降。从因子风险维度看，市场联动因素的下降，对应的是其他风险因素尤其是行业因素和市值规模贡献变得更加显著。

这些变化到底是机构行为引起的结构性风险变化，还是短期的市场因素，我们仍然持谨慎态度，不做定论。不过指数点位跌了下来，波动风险的预测还在下降，对配置类机构资金而言，A 股权益类资产或许比一个月前有了更强的吸引力。



市场风险与基本面

下图是我们将基于公司基本面的风险预测与基于技术面的风险预测进行对比,两者相差越大说明市场动态越偏离基本面对股票之间相关性的反映。目前,基于基本面的预测与基于技术面的预测相差不大,表明市场总体来说符合基本面驱动的趋势。



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