



第一指数

倍发风格因子 10 月表现回顾：低
热度市场下的流动性偏好

2020 年 11 月

市场研究

2020 年 11 月 4 日

·10 月总体市场波澜不惊，A 股市场出现一定的分化，大盘股的表现更为出色，因此我们可以观察到市值、杠杆因子的表现不佳。10 月相对表现更好的是流动性和技术因子，这说明 10 月市场存在比较明显的调整特征，并且在市场交易热度下滑的状况下，市场展现出了对高流动性的偏好。

·大部分风格因子估值水平已经达到最近三年以来的高位，比如分析师因子的 PE 水平已经达到最近三年的最高值，这与市场本身所处的点位相关，如果后续市场无法形成突破，风格因子组合的估值可能会出现回调。

·风格因子对指数主要行业的配置比例下滑，机械设备行业得到了风格组合更多的青睐。

目录

前言	1
风格因子收益表现.....	1
图表 1: 风格因子组合 10 月收益情况.....	1
图表 2: 10 月风格因子组合收益历史百分位数情况.....	2
图表 3: 风格因子组合 10 月相关统计	2
图表 4: 风格因子多空对冲组合 10 月收益情况	3
图表 5: 10 月风格因子多空对冲组合收益历史百分位数情况	4
图表 6: 风格因子多空对冲组合 10 月相关统计	4
风格因子的收益相关性	4
图表 7: 风格因子 10 月 IC 值与拥挤度.....	5
图表 8: 过去 12 个月风格因子 IC 统计情况.....	5
图表 9: 过去 12 个月风格因子的拥挤度变化情况.....	6
图表 10: 当前风格因子组合拥挤度与过去三年平均拥挤度对比	7
图表 11: 风格因子 PE 历史分布	8
风格因子组合的行业分布	8
图表 12: 风格因子在沪深 300 成分股中的高、低配情况.....	8
图表 13: 风格因子在中证 500 成分股中的高、低配情况.....	9
附录:	10
图表 14: 本文主要因子 10 月指标统计	10
免责声明.....	11

前言

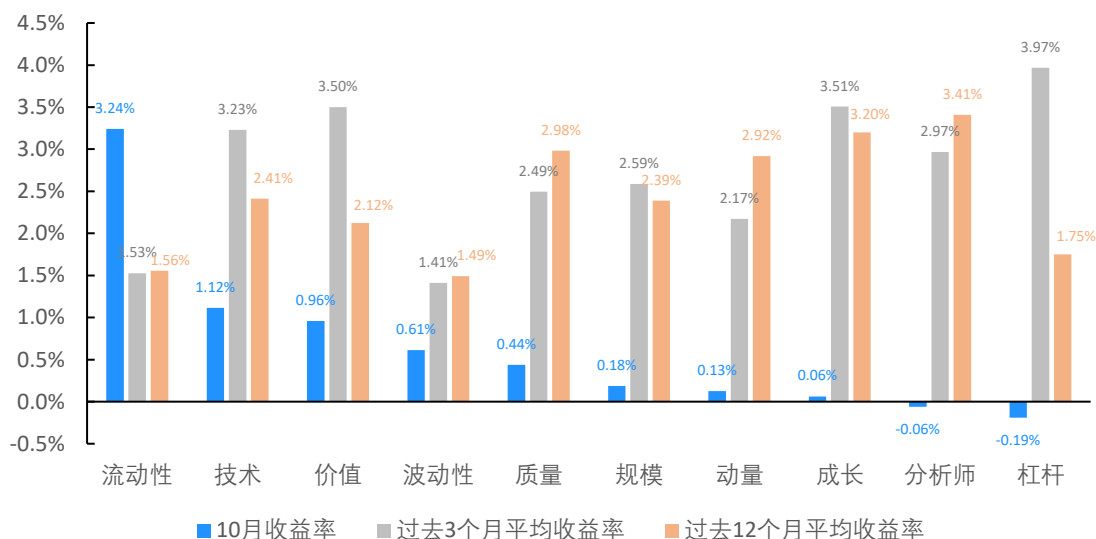
本报告考察了 A 股价值、规模、成长、质量、杠杆、技术、动量、波动性、流动性和分析师共十个类型的风格因子在 2020 年 10 月 A 股市场中的表现，从收益、相关性、行业分布等角度，对 A 股市场过去一个月的风格表现进行梳理。

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。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 10 月共有 16 个交易日，期间上证综指微涨 0.20%，深证成指则上涨了 2.55%，同期创业板指数上涨了 3.15%，科创 50 指数再次与大盘呈现反向运动的趋势，月内下跌 1.75%。代表性指数中，上证 50 和沪深 300 分别上涨了 1.48%和 2.35%，而中证 500、中证 1000 分别下跌了 1.35%和 1.60%。10 月份 A 股市场呈现出先扬后抑的趋势，月末市场出现显著回撤。同时如主要指数的表现所示，实际上半数上市股票月内收跌，中位数收益率为-1.44%。同时两市交易热度继续下滑，相较上一月的 16.90 万亿，本月成交额为 11.93 万亿。

图表 1：风格因子组合 10 月收益情况

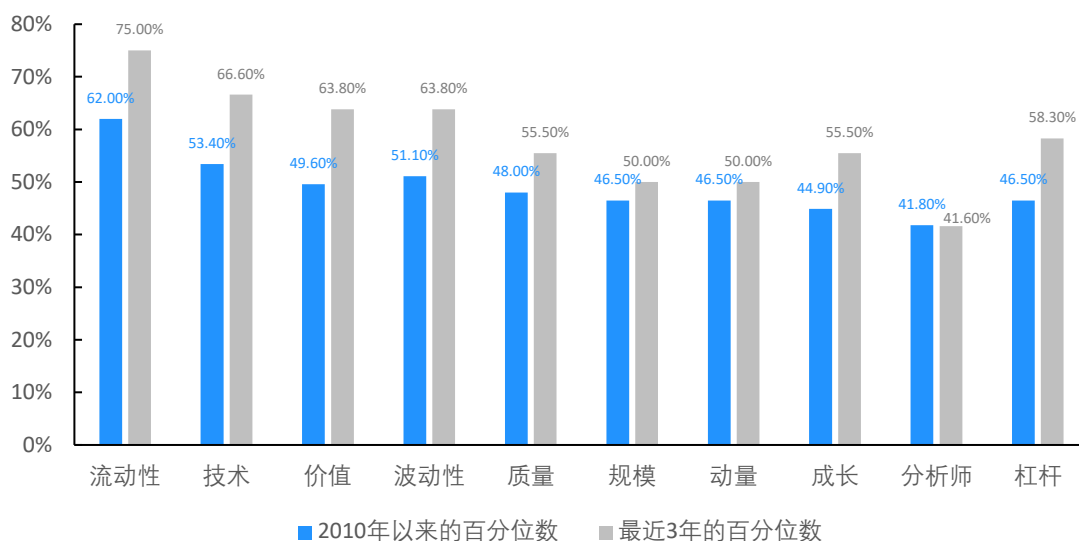


数据来源：倍发科技

图表 1 展示了各个风格因子组合在 10 月份的收益情况。从表现上来看，10 月份风格因子组中，除了杠杆和分析师因子之外，均取得月内正收益。其中月表现最好的是流动性因子，而

前几个月表现出色的分析师、成长和动量因子的表现较为逊色。但总体而言大多数因子在 10 月的表现相较过去一段时间并不突出。图表 2 进一步展示了 10 月风格组合收益在历史上的百分位数情况。流动性因子组合在 10 月的收益已经达到最近 3 年的高位,同时技术、价值、波动性因子的收益也超过了最近 3 年的 60%分位数,可见这几个风格因子在最近几年中的式微。结合图表 3 中的统计信息,流动性因子在月内的波动情况比较明显,动量和波动性因子在月内的回撤幅度也相对较大,价值因子组合的稳定性则更胜一筹。

图表 2：10 月风格因子组合收益历史百分位数情况



数据来源：倍发科技

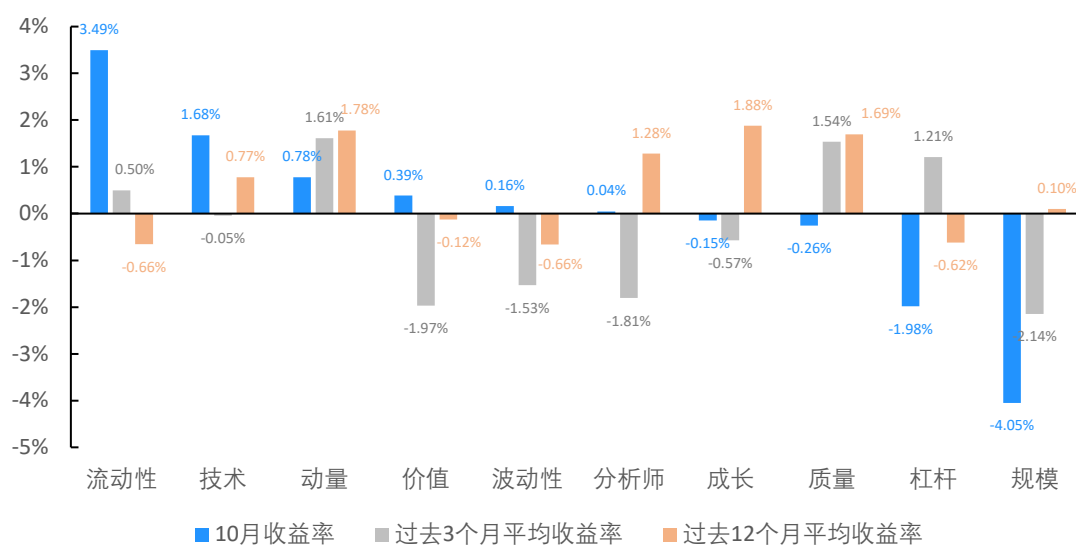
图表 3：风格因子组合 10 月相关统计

	月波动率	月夏普比率	月最大回撤
分析师	7.01%	-0.0085	6.37%
成长	7.15%	0.0087	6.42%
杠杆	6.97%	-0.0272	6.64%
流动性	9.46%	0.3427	7.00%
动量	7.51%	0.0167	6.90%
质量	6.71%	0.0651	5.86%
规模	6.04%	0.0306	5.55%
技术	7.30%	0.1529	6.17%
价值	6.14%	0.1564	4.81%
波动性	7.78%	0.0788	6.85%

数据来源：倍发科技

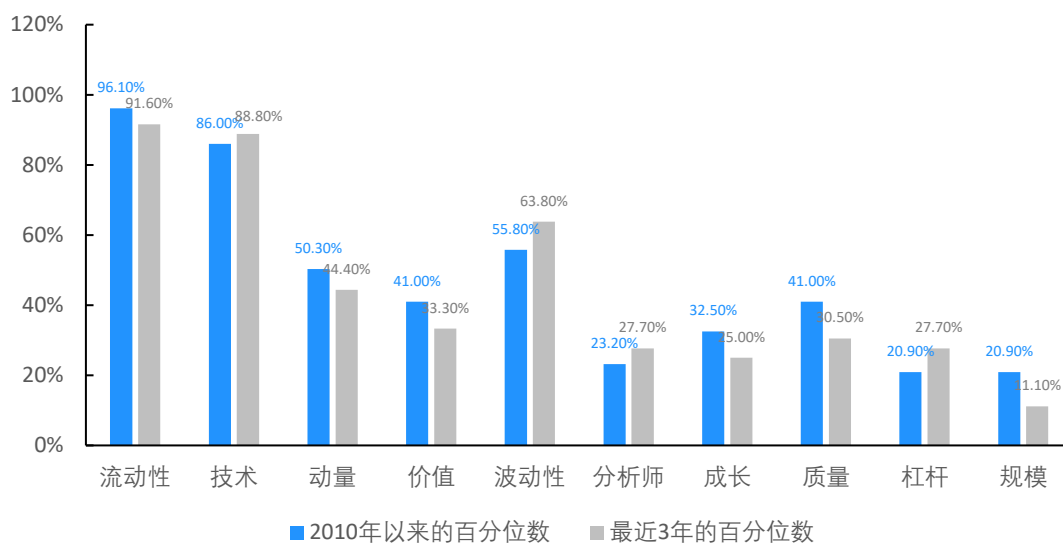
接下来我们对因子多空对冲组合的表现进行比较，具体方法为做多 F1 组、做空 F5 组的股票并构造组合，进一步观察因子组合的收益情况。从结果来看，高流动性、高技术和高动量因子暴露的股票组合有更好的回报，这意味着虽然之前市场中成长主题在 10 月雄风不再，在总体市场交易热度下降（以上证为例，10 月上证成交额为 4.27 万亿，而 9 月为 6.19 万亿，相较 8 月的 9.62 万亿已经腰斩）的情况下，市场对流动性的偏好是必然的。与 F1 的分析结果一致，存在反转特征、高杠杆、高价值因子的股票表现更好。同时，结合图表 5 的结果来看，目前流动性、技术和波动性因子对冲组合的收益都处于一个历史高位。结合图表 6 的统计结果，则可以发现规模因子对冲组合在月内经历过相对较大的回撤。

图表 4：风格因子多空对冲组合 10 月收益情况



数据来源：倍发科技

图表 5：10 月风格因子多空对冲组合收益历史百分位情况



数据来源：倍发科技

图表 6：风格因子多空对冲组合 10 月相关统计

	月波动率	月信息比率	月最大回撤
分析师	1.87%	0.0240	2.16%
成长	1.49%	-0.0985	1.85%
杠杆	1.26%	-1.5762	1.96%
流动性	4.20%	0.8316	2.68%
动量	2.71%	0.2873	3.22%
质量	2.01%	-0.1290	2.24%
规模	3.56%	-1.1370	6.12%
技术	1.92%	0.8731	1.46%
价值	2.63%	0.1467	1.75%
波动性	1.82%	0.0877	1.48%

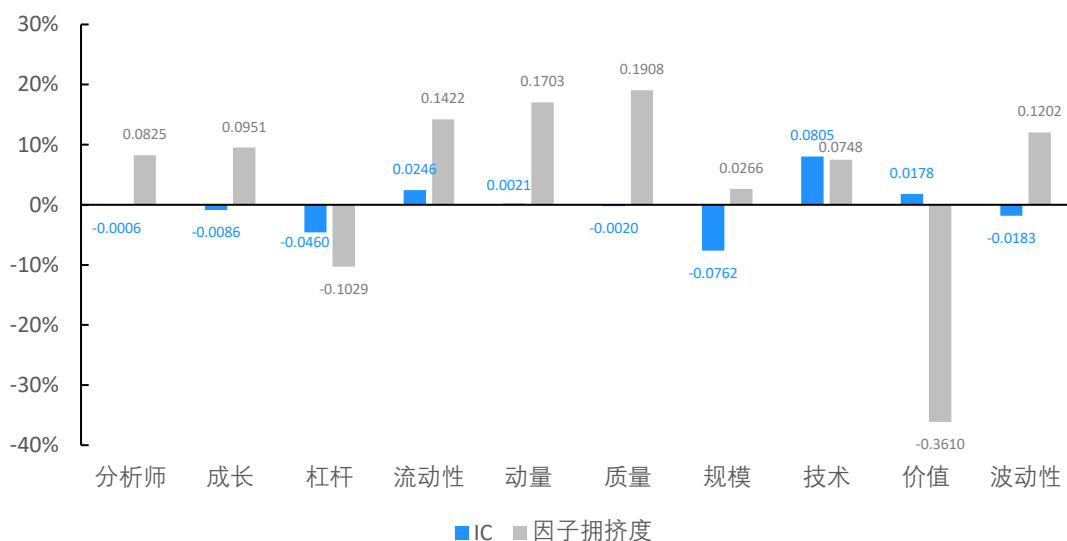
数据来源：倍发科技

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 7 展示了十个风格因子 10 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，技术和流动性因子的 IC 值显著为正，而杠杆和规模因子的 IC 显著为负，杠杆和规模因子值与收益之间负相关性的持续性也是非常显著的。同时从拥挤度情况来看，价值因子继续保持非常明显的低交易热情，在 10 月中交易热情最高的是流动性、动量和质量因子。

图表 7: 风格因子 10 月 IC 值与拥挤度



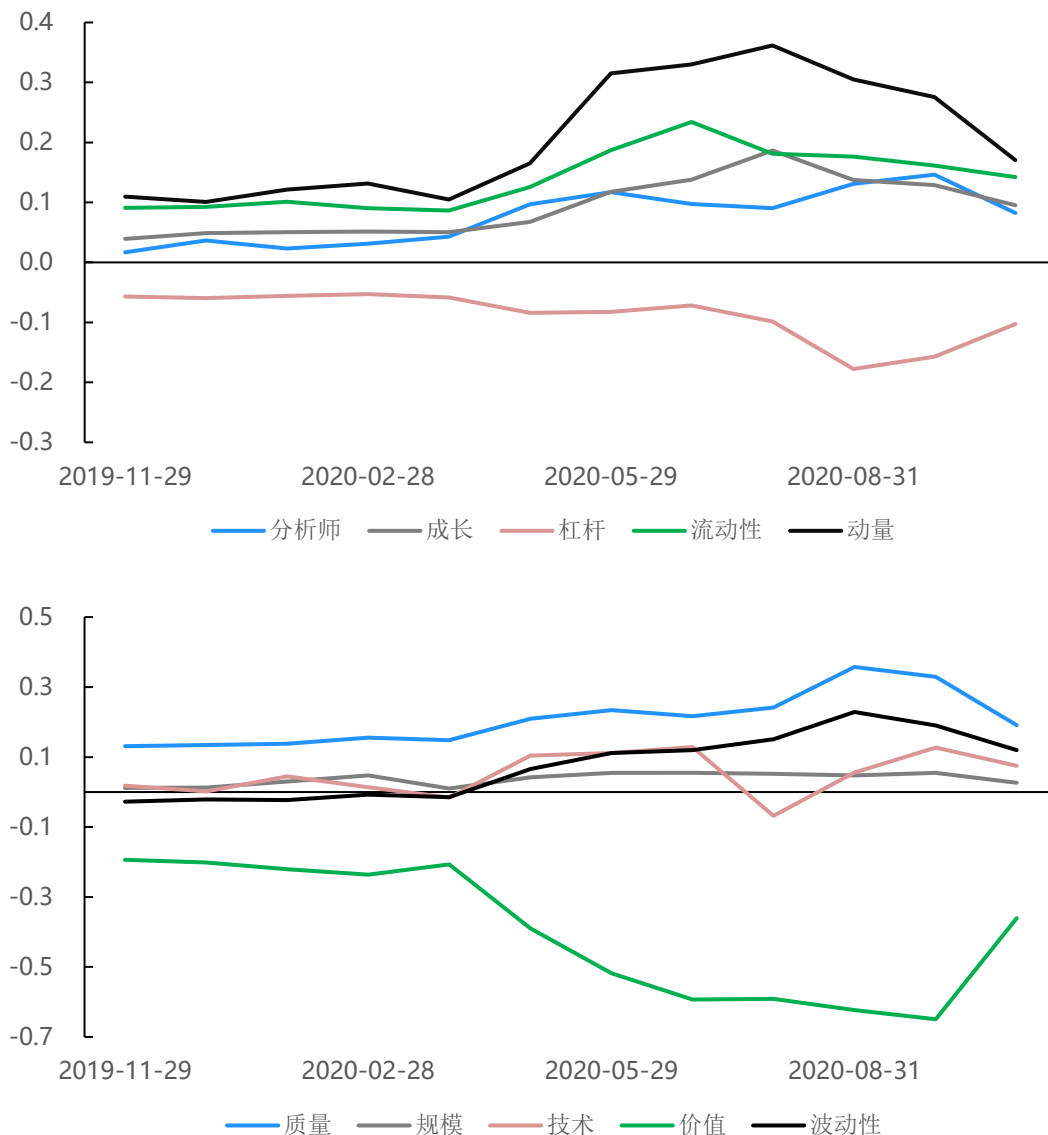
数据来源: 倍发科技

图表 8: 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
分析师	0.0220	0.5821	质量	0.0379	0.4763
成长	0.0363	0.8026	规模	-0.0049	-0.0641
杠杆	-0.0205	-0.4180	技术	0.0297	0.4056
流动性	-0.0252	-0.2929	价值	0.0123	0.3484
动量	0.0314	0.3454	波动性	-0.0252	-0.4477

数据来源: 倍发科技

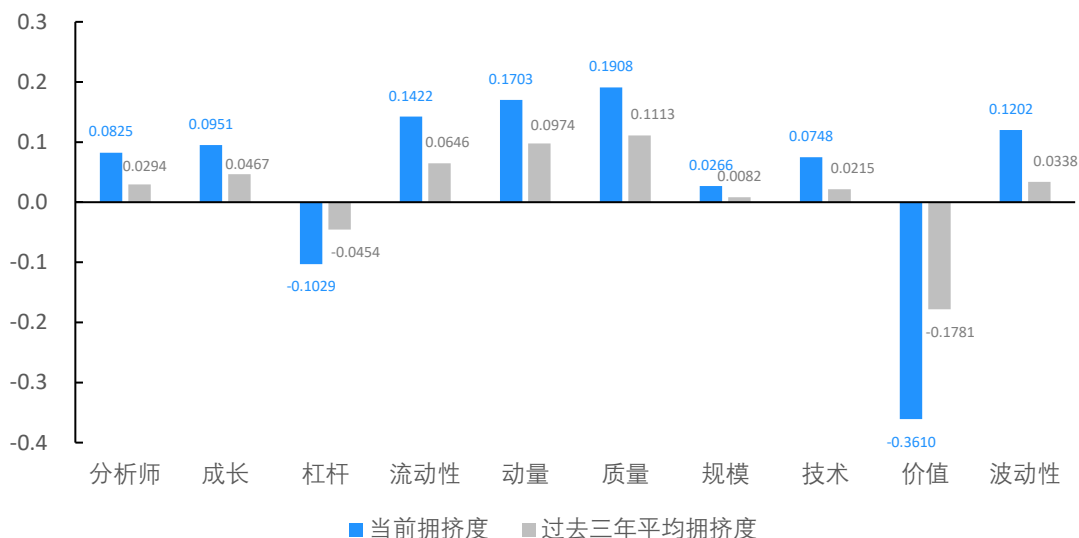
图表 9: 过去 12 个月风格因子的拥挤度变化情况



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, 10 月价值因子的交易热度其实已经有所回升, 同样回升的还有杠杆因子。而其他各个因子的实际交易热度相较上个月都在下降。结合图表 10 的结果, 可以发现 10 月份除了杠杆和流动性因子, 其余因子的交易热度都处于一个比较高的水平。

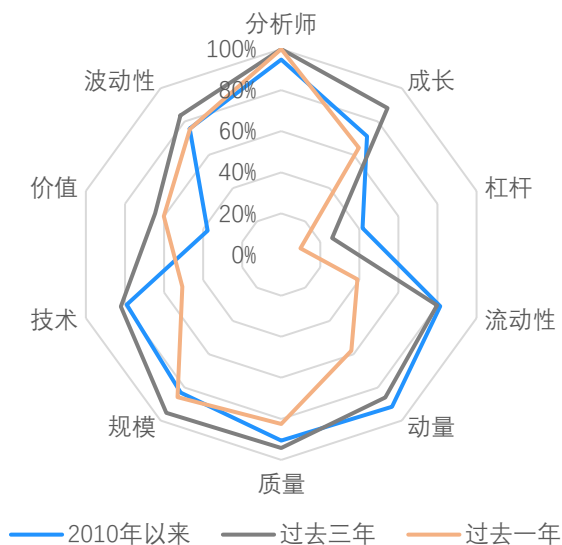
图表 10：当前风格因子组合拥挤度与过去三年平均拥挤度对比



数据来源：倍发科技

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 11 展示了风格因子组合当前 PE 所处的历史分位数，这里我们给出了 2010 年以来、过去三年和过去一年序列上组合当前 PE 的百分位数情况。可以发现，10 月中分析师、流动性、动量、质量、规模、技术以及波动性因子的 PE 水平都来到了历史的高位（超过 75%），分析师因子组合的估值甚至来到过去三年以来的最高水平，相对而言只有杠杆因子处于一个比较“便宜”的阶段，价值因子也处于最近三年以来超过 60% 的分位数水平。考虑到整体市场指数也处于一个近年来比较高的位次，如果后续市场不能有效向上突破，那么风格组合可能会出现一个回撤的趋势。

图表 11: 风格因子 PE 历史分布



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, 这里只列举相较基准指数超配和低配最多的三个行业 (申万一级行业分类)。在沪深 300 成分股中, 除开质量因子之外, 各个风格因子均大幅低配了食品饮料行业, 同时银行和非银金融行业也是主要的低配行业, 这三个行业正好是沪深 300 成分股中比重最大的三个行业。而从主要超配的行业是机械设备、化工和计算机。

图表 12: 风格因子在沪深 300 成分股中的高、低配情况

	技术	分析师	波动性	动量	杠杆
超配行业	机械设备 (7.50%)	机械设备 (5.79%)	机械设备 (7.69%)	化工 (7.21%)	机械设备 (7.10%)
	化工 (6.87%)	化工 (5.30%)	化工 (6.47%)	机械设备 (7.06%)	化工 (7.02%)
	传媒 (3.11%)	计算机 (4.32%)	计算机 (3.83%)	公用事业 (2.37%)	房地产 (3.55%)
低配行业	食品饮料 (-10.07%)	食品饮料 (-8.83%)	食品饮料 (-9.76%)	食品饮料 (-10.16%)	食品饮料 (-8.83%)
	银行 (-11.85%)	银行 (-9.91%)	银行 (-11.45%)	银行 (-11.10%)	银行 (-9.91%)
	非银金融 (-)	非银金融 (-)	非银金融 (-)	非银金融 (-)	非银金融 (-)

	14.01%)	12.52%)	13.01%)	13.15%)	12.25%)
	质量	成长	价值	规模	流动性
超配行业	化工 (7.48%)	化工 (7.27%)	机械设备 (7.26%)	机械设备 (6.89%)	机械设备 (9.11%)
	机械设备 (7.05%)	机械设备 (7.09%)	化工 (7.11%)	化工 (6.02%)	化工 (7.60%)
	计算机 (3.37%)	轻工制造 (2.90%)	计算机 (2.99%)	计算机 (3.65%)	计算机 (3.42%)
	食品饮料 (- 9.63%)	食品饮料 (- 10.24%)	食品饮料 (- 10.73%)	食品饮料 (- 9.73%)	食品饮料 (- 10.69%)
低配行业	银行 (- 11.57%)	银行 (- 11.51%)	银行 (- 12.50%)	银行 (- 11.45%)	银行 (- 11.83%)
	非银金融 (- 14.03%)	非银金融 (- 13.11%)	非银金融 (- 13.29%)	非银金融 (- 13.01%)	非银金融 (- 13.25%)

数据来源：倍发科技

图表 13：风格因子在中证 500 成分股中的高、低配情况

	技术	分析师	波动性	动量	杠杆
超配行业	机械设备 (5.78%)	机械设备 (4.06%)	机械设备 (5.96%)	机械设备 (5.41%)	机械设备 (5.47%)
	建筑装饰 (1.84%)	纺织服装 (1.96%)	建筑装饰 (2.10%)	公用事业 (2.85%)	建筑装饰 (2.54%)
	汽车 (1.81%)	银行 (1.54%)	纺织服装 (1.60%)	建筑装饰 (1.62%)	公用事业 (2.02%)
	钢铁 (-2.08%)	非银金融 (- 1.40%)	钢铁 (-1.97%)	钢铁 (-1.93%)	非银金融 (- 1.99%)
低配行业	非银金融 (- 2.89%)	传媒 (-1.45%)	国防军工 (- 2.13%)	非银金融 (- 2.03%)	国防军工 (- 1.99%)
	医药生物 (- 4.71%)	医药生物 (- 5.35%)	医药生物 (- 7.24%)	医药生物 (- 6.45%)	医药生物 (- 5.45%)
	质量	成长	价值	规模	流动性
超配行业	机械设备 (5.32%)	机械设备 (5.37%)	机械设备 (5.53%)	机械设备 (5.16%)	机械设备 (7.38%)
	化工 (1.68%)	建筑装饰 (2.38%)	建筑装饰 (2.21%)	建筑装饰 (1.85%)	纺织服装 (1.96%)

	纺织服装 (1.65%)	纺织服装 (1.51%)	纺织服装 (2.12%)	纺织服装 (1.74%)	化工 (1.80%)
低配行业	国防军工 (- 1.59%)	钢铁 (-1.92%)	钢铁 (-1.59%)	钢铁 (-1.84%)	钢铁 (-1.96%)
	非银金融 (- 2.92%)	非银金融 (- 1.99%)	非银金融 (- 2.17%)	非银金融 (- 1.89%)	非银金融 (- 2.13%)
	医药生物 (- 5.37%)	医药生物 (- 5.45%)	医药生物 (- 5.95%)	医药生物 (- 4.68%)	医药生物 (- 5.66%)

数据来源：倍发科技

而在中证 500 成分股中的配置情况，我们则可以发现，大部分风格组合都低配了中证 500 中比例最大的医药生物行业股票，与之类似的还有非银金融和钢铁行业。而机械设备、纺织服装和建筑装饰是风格组合主要超配的行业。

附录：

图表 14：本文主要因子 10 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
分析师	-0.06%	7.01%	-0.0085	6.37%	0.04%	1.87%	0.0240	2.16%	-0.0006	0.0825
成长	0.06%	7.15%	0.0087	6.42%	-0.15%	1.49%	-0.0985	1.85%	-0.0086	0.0951
杠杆	-0.19%	6.97%	-0.0272	6.64%	-1.98%	1.26%	-1.5762	1.96%	-0.0460	-0.1029
流动性	3.24%	9.46%	0.3427	7.00%	3.49%	4.20%	0.8316	2.68%	0.0246	0.1422
动量	0.13%	7.51%	0.0167	6.90%	0.78%	2.71%	0.2873	3.22%	0.0021	0.1703
质量	0.44%	6.71%	0.0651	5.86%	-0.26%	2.01%	-0.1290	2.24%	-0.0020	0.1908
规模	0.18%	6.04%	0.0306	5.55%	-4.05%	3.56%	-1.1370	6.12%	-0.0762	0.0266
技术	1.12%	7.30%	0.1529	6.17%	1.68%	1.92%	0.8731	1.46%	0.0805	0.0748
价值	0.96%	6.14%	0.1564	4.81%	0.39%	2.63%	0.1467	1.75%	0.0178	-0.3610
波动性	0.61%	7.78%	0.0788	6.85%	0.16%	1.82%	0.0877	1.48%	-0.0183	0.1202

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

倍发官网：www.betalpha.com

第一指数：www.1index.cn

