



第一指数

倍发风格因子 6 月表现回顾：转暖
行情下的风格延续

2020 年 7 月

市场研究

2020 年 7 月 5 日

·6 月 A 股市场上涨幅度较大，而分析师、动量和质量因子延续了近一段时间的趋势，相较于其他因子有更好的表现。

·从市场交易状况来看，总体市场呈现出“三高特征”，高动量、高流动性和高波动的股票受到了更多的配置。

·同时质量和动量因子 6 月的交易拥挤度有非常明显的提升，而代表反转效应的技术因子则在 6 月继续遭到冷遇。同时从估值情况来看，规模、杠杆和价值因子的估值水平已经超过过去三年的均值水平。

·从行业配置上来看，6 月行业配置在不同成分股中与 5 月相比差异不大，医药生物行业依然是因子配置的主流。

目录

前言	1
风格因子收益表现	1
图表 1：风格因子组合 6 月收益情况	1
图表 2：风格因子组合 6 月相关统计	2
图表 3：风格因子多空对冲组合 6 月收益情况	3
图表 4：风格因子多空对冲组合 6 月相关统计	3
风格因子的收益相关性	3
图表 5：风格因子 6 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 6 月指标统计	9
免责声明	10

前言

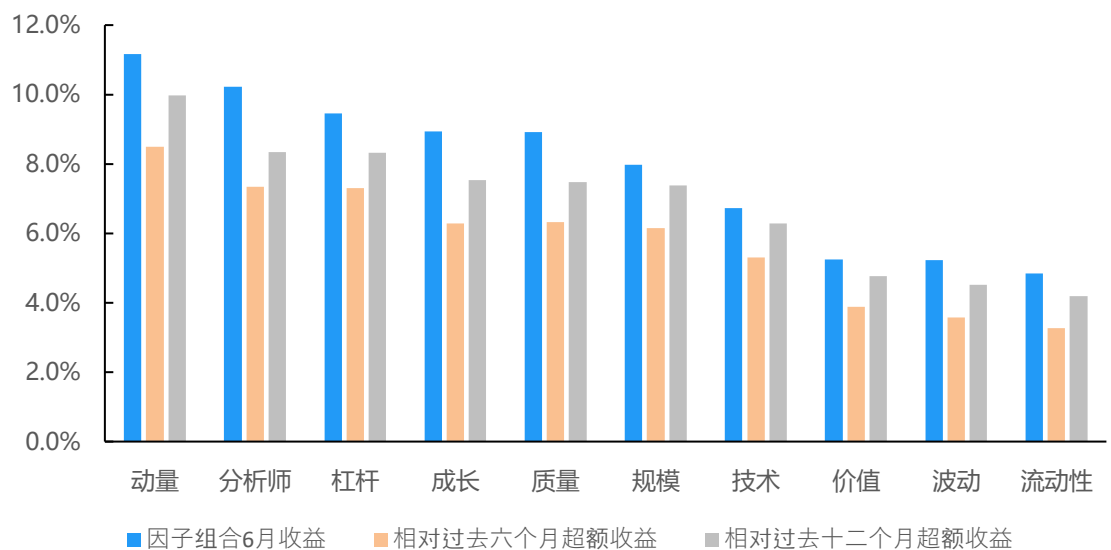
本报告考察了 A 股价值、规模、成长、质量、杠杆、技术、动量、波动性、流动性和分析师共十个类型的风格因子在 2020 年 6 月 A 股市场中的表现，从收益、相关性、行业分布等角度，对 A 股市场过去一个月的风格表现进行梳理。

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 6 月共有 20 个交易日，期间上证综指上涨 4.64%，深圳成指则大涨 11.60%，同期创业板指数更是上涨了 16.85%。代表性指数中，上证 50 和沪深 300 分别上涨了 4.82% 和 7.68%，而中证 500 和中证 1000 则分别上涨了 8.47% 和 8.65%，相较上个月指数的分化行情，6 月 A 股市场主要指数全面上涨，除上证 50 外主要指数月涨幅均创下年内新高，尤其是中证 500、中证 1000 和创业板等代表中小盘股和成长型股票的指数，已经连续四个月上涨。

图表 1：风格因子组合 6 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 6 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 6 月整个市场大幅上涨的大背景下，各个因子风格组合在 6 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。5 月强势的分析师、质量、杠杆因子依旧表现不俗，分析师看好、高盈利水平和高杠杆的股票依然受到投资者的欢迎，同时由于市场延续并加速了 5 月的行情，我们可以看到 6 月份动量因子表现也非常强势。此外，与深证、创业板等指数行情一致的是，6 月份的成长因子同样取得了不俗表现，疫情前的市场风格几乎完全恢复。而在图表 2 中，我们还可以看到各个风格因子组合在 6 月几乎没有回撤，在整个月内一直保持高涨的势头。

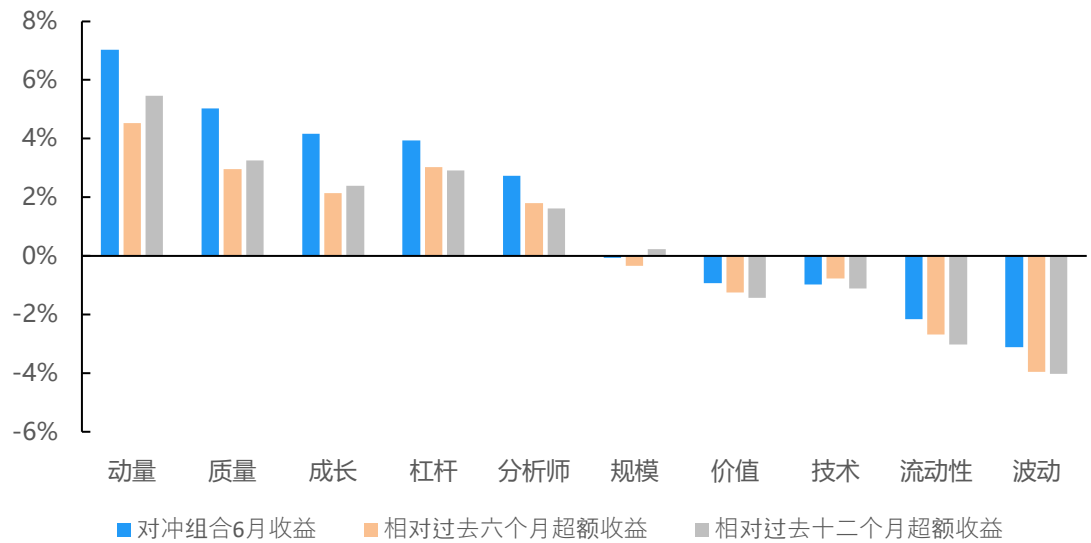
图表 2：风格因子组合 6 月相关统计

	月波动率	月夏普比率	月最大回撤
技术	2.51%	1.5123	1.05%
分析师	3.09%	2.2775	0.49%
波动性	2.45%	1.1732	1.02%
动量	2.94%	2.5575	0.36%
杠杆	2.83%	2.2648	0.34%
质量	2.72%	2.1771	0.44%
成长	2.89%	2.1049	0.52%
价值	2.71%	1.0524	1.44%
规模	3.08%	1.5283	0.99%
流动性	2.38%	1.1074	1.14%

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，6 月份动量、质量和成长因子呈现出明显的单调递减的趋势，而风格因子组合中表现较好的分析师因子，实际上并没有呈现出太明显的单调性特征。规模因子未能延续上个月的表现，小市值效应在指数全面上涨的背景下其实并不突出，而价值、流动性和波动性依旧延续了过去较长时间的状态，在 6 月甚至要劣于过去几个月，在动量效应全面复苏的状况下，高波动、高流动性和高估值的“三高”股票反而成为主流追捧的风格。

图表 3：风格因子多空对冲组合 6 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 6 月相关统计

	月波动率	月信息比率	月最大回撤
技术	2.44%	-0.2645	2.55%
分析师	1.34%	1.9979	0.83%
波动性	1.39%	-1.1981	1.99%
动量	2.17%	2.8623	0.89%
杠杆	1.32%	2.8291	0.38%
质量	1.26%	3.1587	0.38%
成长	2.03%	2.2873	0.75%
价值	1.78%	-0.5166	1.79%
规模	2.04%	-0.2598	2.10%
流动性	1.27%	-1.0078	1.82%

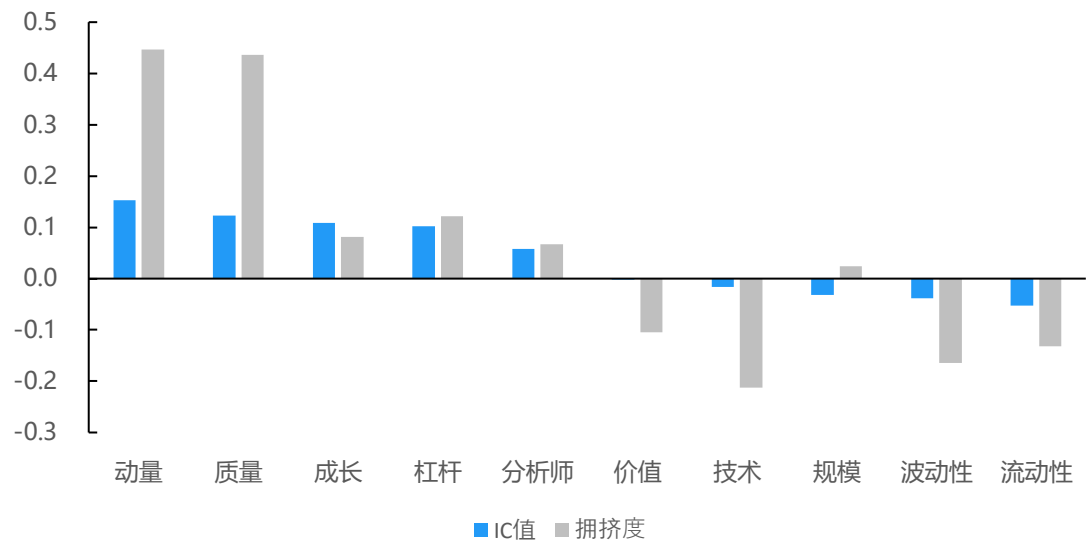
数据来源：倍发科技

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 5 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，6 月份动量、质量、成长、杠杆因子的因子值与收益之间的正相关性更强，并且高于过去 12 个月的平均水平，而技术、流动性、波动性和规模因子的 IC 为负。与此同时，波动性、价值、流动性和技术因子的拥挤度依然为负，这表明这几个因子的估值并不高。而质量和动量因子在 6 月的交易热度相则十分高涨。

图表 5：风格因子 6 月 IC 值与拥挤度



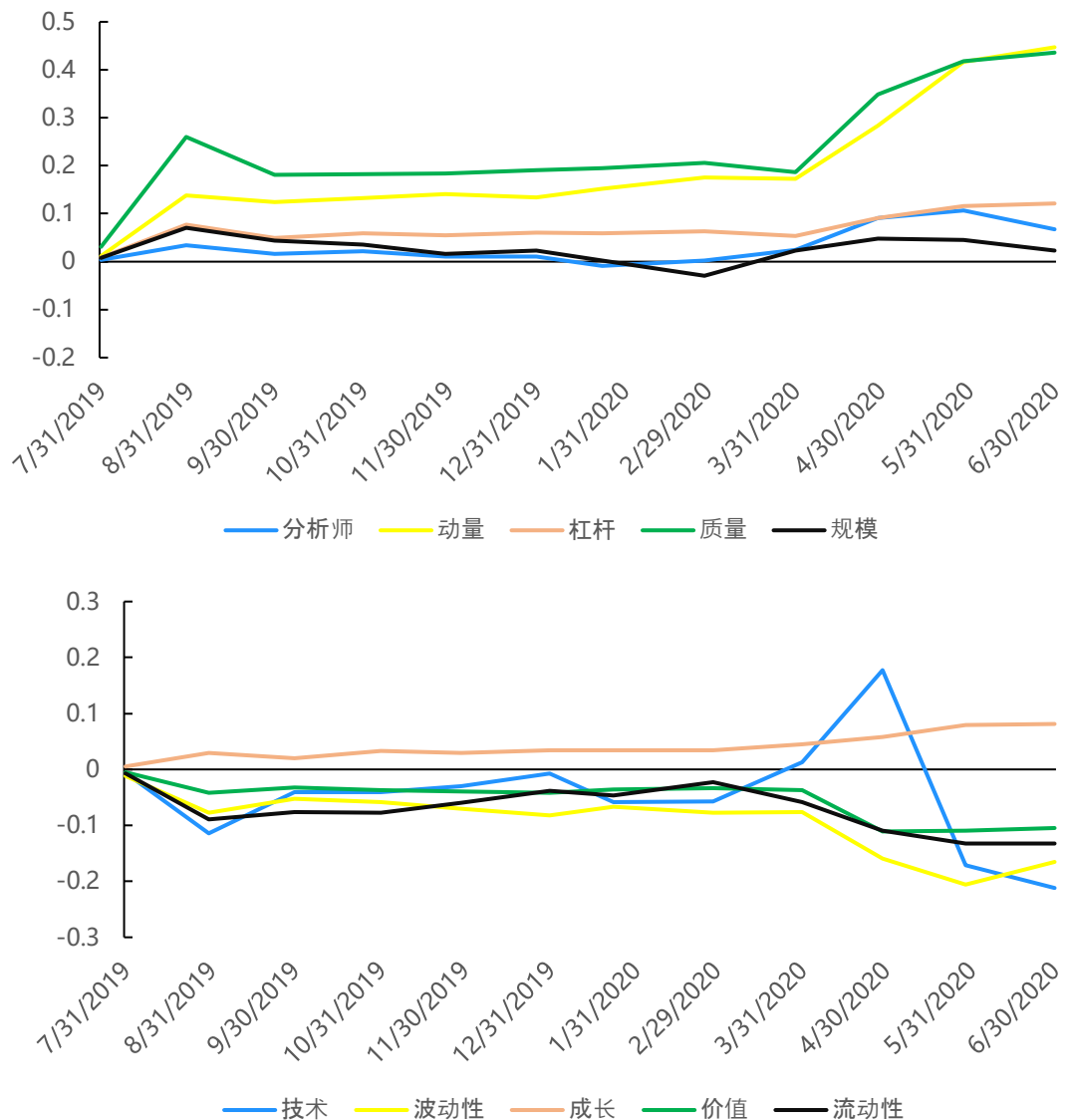
数据来源：倍发科技

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
技术	-0.0040	-0.0600	质量	0.0622	1.0775
分析师	0.0338	0.7259	成长	0.0543	1.5614
波动性	0.0254	0.3572	价值	0.0194	0.4375
动量	0.0575	0.6766	规模	-0.0112	-0.1978
杠杆	0.0404	1.1918	流动性	0.0081	0.1177

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



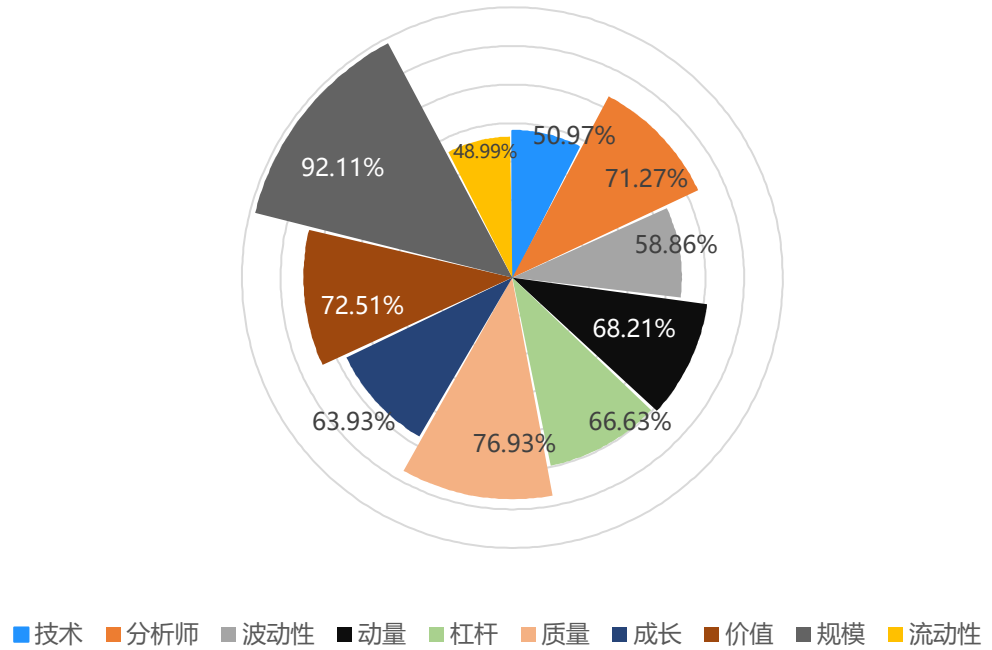
数据来源：倍发科技

结合过去 12 个月因子拥挤度的变化情况来看，6 月质量和动量因子的拥挤度相较过去继续攀升，达到了过去 12 个月以来的最高水平，与之类似的还有成长和杠杆因子。与之相对应地，是技术因子的继续下滑，在市场延续性上涨的状况下，反转因子出现这样的效果也是很自然的。

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 与历史平均 PE（2010 年以来）之间的比值，可以发现，当前各个风格因子组合的 PE 水平均低于历史平均 PE，即当前各个因子的估值水平仍然处于历史较低的位置，这也与整个市场目前所处的位置近似，但相较过去 1 个月，各个因子的估值水平都有比较明显的提升。横向比较而言，规模因子组合 PE 更接近历

史平均水平，并且已经超过最近三年的平均水平和中位数水平。与之类似的，杠杆和质量因子的估值水平也超过了最近三年的平均水平。

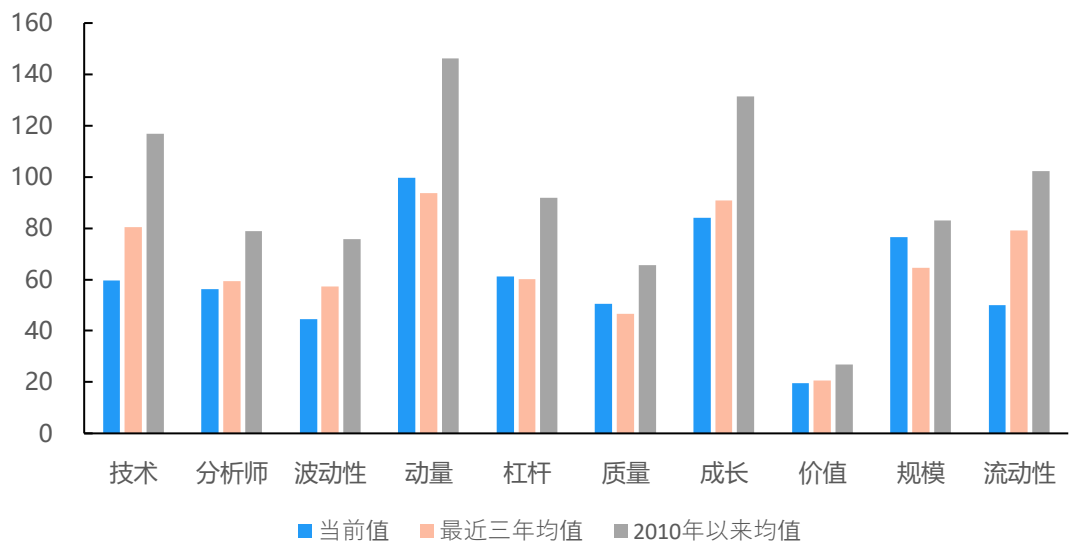
图表 8：风格因子 PE 历史分布



数据来源：倍发科技

注：图表数字表示风格因子组合当前 PE 与其历史平均 PE 值的比值。

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 6 月因子的行业配置同 5 月的差异不大，5 月表现优异的分析师、动量和质量因子均超配了电子和医药生物行业，但总体来看电子行业的配置比例有所下滑。

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	银行 (11.86%)	电子 (14.88%)	非银金融 (16.57%)	电子 (23.69%)	医药生物 (13.96%)	医药生物 (17.59%)
	交通运输 (9.89%)	医药生物 (11.46%)	传媒 (8.68%)	医药生物 (12.74%)	银行 (10.77%)	电子 (15.11%)
	医药生物 (9.88%)	非银金融 (9.69%)	有色金属 (8.42%)	银行 (10.65%)	传媒 (9.80%)	食品饮料 (14.11%)
因子/指数	成长	价值	规模	流动性	沪深 300	
前三大行业	非银金融 (22.06%)	建筑装饰 (14.79%)	非银金融 (37.07%)	电子 (19.93%)	非银金融 (15.07%)	
	电子 (9.04%)	非银金融 (12.15%)	银行 (29.49%)	银行 (15.40%)	银行 (13.56%)	
	交通运输 (8.08%)	银行 (9.88%)	房地产 (6.57%)	医药生物 (9.56%)	食品饮料 (11.33%)	

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
	医药生物 (13.00%)	医药生物 (15.39%)	医药生物 (8.92%)	医药生物 (19.05%)	医药生物 (11.26%)	医药生物 (12.48%)
前三大行业	化工 (9.79%)	房地产 (7.13%)	传媒 (8.09%)	计算机 (10.21%)	传媒 (8.96%)	化工 (7.13%)
	传媒 (8.14%)	机械设备 (6.91%)	交通运输 (7.12%)	电子 (9.51%)	电子 (8.13%)	食品饮料 (6.92%)
因子/指数	成长	价值	规模	流动性	中证 500	
	交通运输 (11.18%)	房地产 (13.33%)	非银金融 (17.15%)	医药生物 (19.98%)	医药生物 (14.93%)	
前三大行业	医药生物 (11.15%)	化工 (8.95%)	房地产 (13.33%)	电子 (13.83%)	电子 (8.21%)	
	汽车 (8.07%)	钢铁 (7.92%)	银行 (7.10%)	计算机 (9.65%)	计算机 (7.53%)	

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 6 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
技术	3.76%	2.51%	1.5123	1.05%	-0.65%	2.44%	-0.2645	2.55%	-0.0163	-0.2119
分析师	7.01%	3.09%	2.2775	0.49%	2.59%	1.34%	1.9979	0.83%	0.0574	0.0673
波动性	2.85%	2.45%	1.1732	1.02%	-1.59%	1.39%	-1.1981	1.99%	-0.0378	-0.1647
动量	7.51%	2.94%	2.5575	0.36%	6.11%	2.17%	2.8623	0.89%	0.1524	0.4470
杠杆	6.39%	2.83%	2.2648	0.34%	3.63%	1.32%	2.8291	0.38%	0.1021	0.1213
质量	6.04%	2.72%	2.1771	0.44%	4.54%	1.26%	3.1587	0.38%	0.1226	0.4358
成长	5.90%	2.89%	2.1049	0.52%	3.90%	2.03%	2.2873	0.75%	0.1085	0.0812
价值	2.82%	2.71%	1.0524	1.44%	-0.89%	1.78%	-0.5166	1.79%	-0.0024	-0.1049
规模	4.66%	3.08%	1.5283	0.99%	-0.53%	2.04%	-0.2598	2.10%	-0.0317	0.0235
流动性	2.62%	2.38%	1.1074	1.14%	-1.23%	1.27%	-1.0078	1.82%	-0.0528	-0.1324

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

