



第一指数

倍发风格因子 9 月表现回顾：一阵
秋雨一阵凉

2020 年 10 月

市场研究

2020 年 10 月 1 日

·9 月 A 股市场出现较大回撤，回撤幅度也刷新年内月度最大幅度，导致各个风格组合在 9 月表现疲软，相对而言技术、价值、杠杆因子表现较好。与 3 月的因子组合表现相对比，可以发现除了技术和流动性因子之外，其他因子的 9 月表现均要劣于 3 月，总体来看 9 月是 A 股市场 2020 年迄今表现最为糟糕的月份。

·成长和动量因子在 9 月的表现持续式微，并且同时相对估值水平并没有出现同等规模的回复，这可能意味着这两类因子未来的持续性依然缺乏支撑。

·风格因子对指数主要行业的配置比例开始下滑，尤其是之前表现较好的医药生物行业，在多数风格因子中均遭到低配。

目录

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

前言

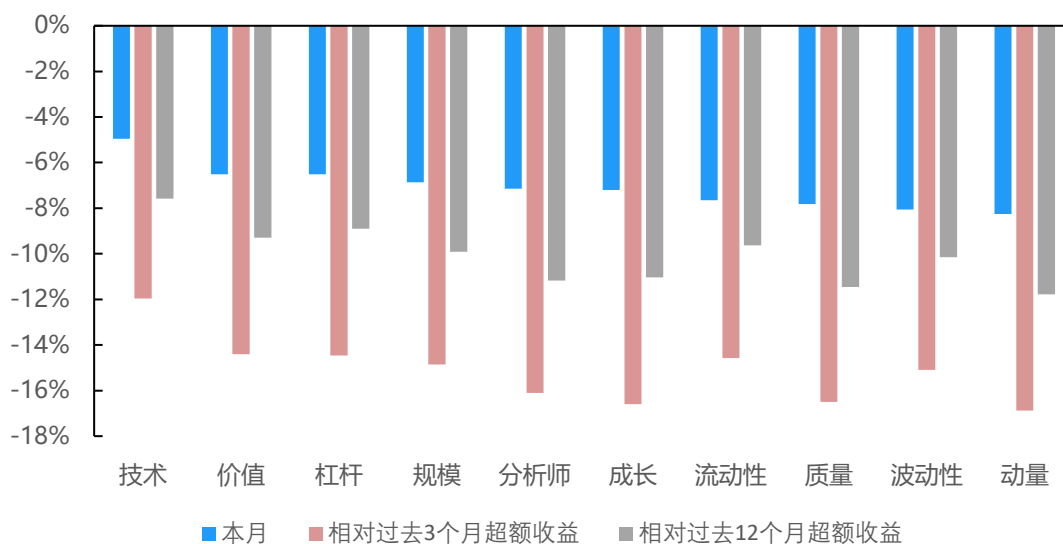
本报告考察了 A 股价值、规模、成长、质量、杠杆、技术、动量、波动性、流动性和分析师共十个类型的风格因子在 2020 年 9 月 A 股市场中的表现，从收益、相关性、行业分布等角度，对 A 股市场过去一个月的风格表现进行梳理。

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 9 月共有 19 个交易日，期间上证综指下跌 5.23%，深证成指则下跌了 6.18%，同期创业板指数则下跌了 5.63%，连续第二个月收跌。代表性指数中，上证 50 和沪深 300 分别下跌了 3.33%和 4.75%，而中证 500、中证 1000 分别下跌了 7.14%和 8.40%，科创 50 则下跌了 0.31%。9 月份总体 A 股市场出现全面下跌，上证指数在月底出现了收盘五连阴的状况，同时市场交易情绪低迷，以沪市为例，9 月成交额为 6.19 万亿，相较 8 月的 9.62 万亿下滑超过 35%。

图表 1：风格因子组合 9 月收益情况

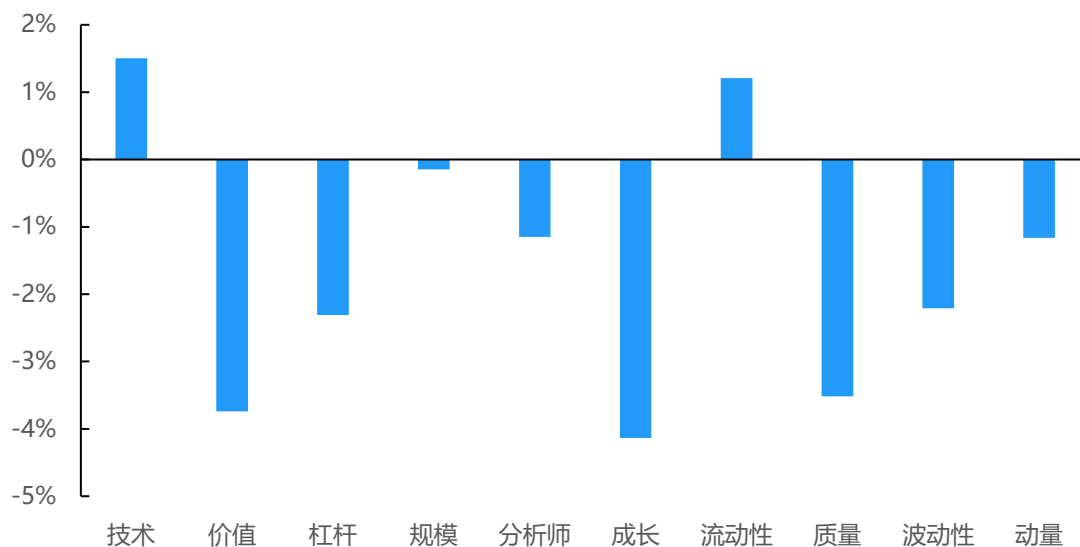


数据来源：倍发科技

图表 1 展示了各个风格因子组合在 9 月份的收益情况。从表现上来看，9 月份风格因子组合普遍下跌，下跌最少的技术因子组合的收益也只有-4.96%，与沪指跌幅相仿。各个因子组合的表现大幅下滑，相较今年此前表现最差的 3 月也不遑多让。从图表 2 中就可以发现，只有

技术和流动性两个因子的表现相较 3 月更好，其他 8 个风格因子组合的表现都更糟糕，图表 3 的结果也显示，各个风格因子组合在 3 月月内遭遇了大幅回撤。结合市场指数同样的疲弱，可以说 9 月是 2020 年以来 A 股表现最为糟糕的一个月份。

图表 2：9 月风格因子组合相较 3 月的超额收益



数据来源：倍发科技

图表 3：风格因子组合 9 月相关统计

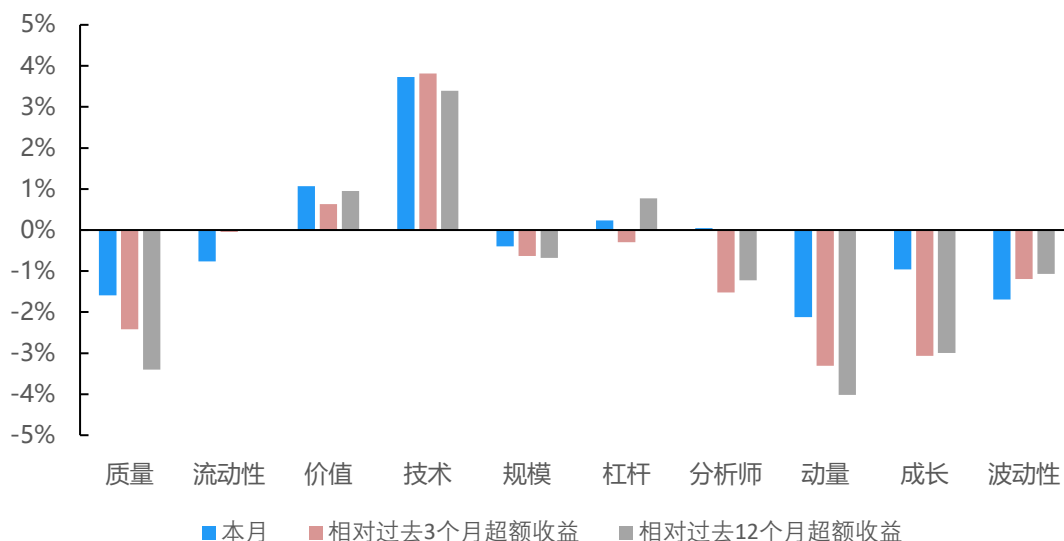
	月波动率	月夏普比率	月最大回撤
技术	7.87%	-0.2967	11.05%
分析师	4.46%	-0.8615	8.50%
动量	4.91%	-0.8929	9.50%
波动	5.18%	-0.8362	9.24%
杠杆	5.54%	-0.6144	9.44%
质量	4.90%	-0.8508	9.33%
价值	4.20%	-0.8353	7.50%
成长	4.95%	-0.7800	8.97%
规模	4.09%	-0.9005	8.07%
流动性	6.50%	-0.6122	9.68%

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，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。我们在 8 月报告中强调的成长和动量效

应的消弭状况继续持续，与之类似的还有质量效应。交易热度的下降使得股票市场的风格持续性很难得到保持，当然这究竟意味着风格的切换，还是风格性回调的蛰伏，我们还需要结合未来的交易量进行判断，当然从估值的角度来说，上述因子已经处于近年来一个相对高位。

图表 4：风格因子多空对冲组合 9 月收益情况



数据来源：倍发科技

图表 5：风格因子多空对冲组合 9 月相关统计

	月波动率	月信息比率	月最大回撤
技术	4.60%	2.3054	5.06%
分析师	1.75%	-0.1890	3.34%
动量	3.85%	-1.5340	8.44%
波动	2.52%	-1.9303	5.54%
杠杆	1.60%	0.6937	2.71%
质量	3.33%	-1.3267	7.10%
价值	2.02%	1.0735	2.73%
成长	2.37%	-1.3439	5.20%
规模	4.01%	-0.4755	5.01%
流动性	2.57%	-0.5093	4.08%

数据来源：倍发科技

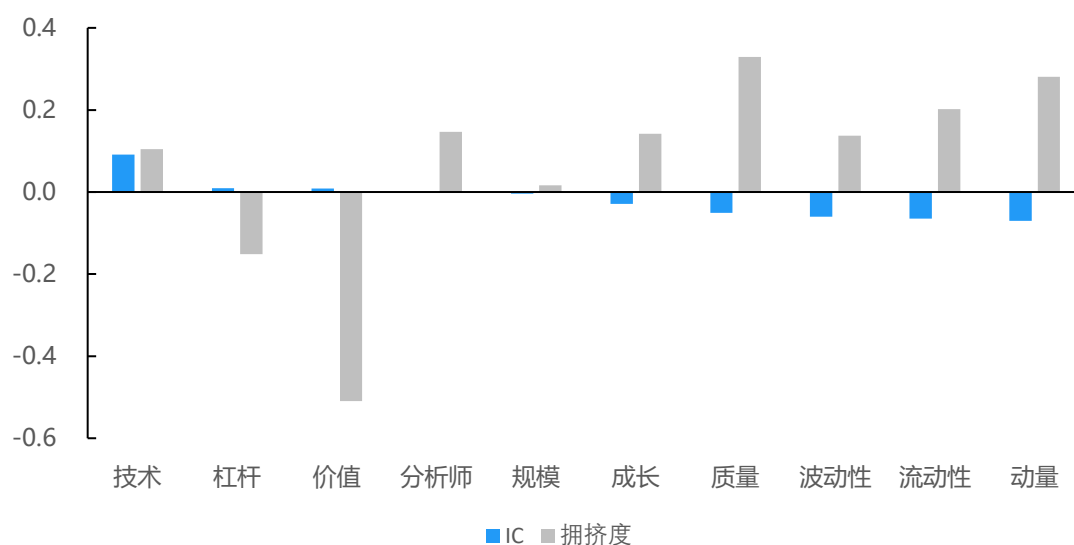
风格因子的收益相关性

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 9 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，9 月份价值、杠杆和因子值与收益之间有一定的正相关性，其余因子的 IC 系数均为负值。同时，可以发现，除价值和杠杆因子之外，其他各个风格因子的拥挤度都为正，实际上杠杆和价值因子的估值水平仍然不高。

图表 6：风格因子 9 月 IC 值与拥挤度



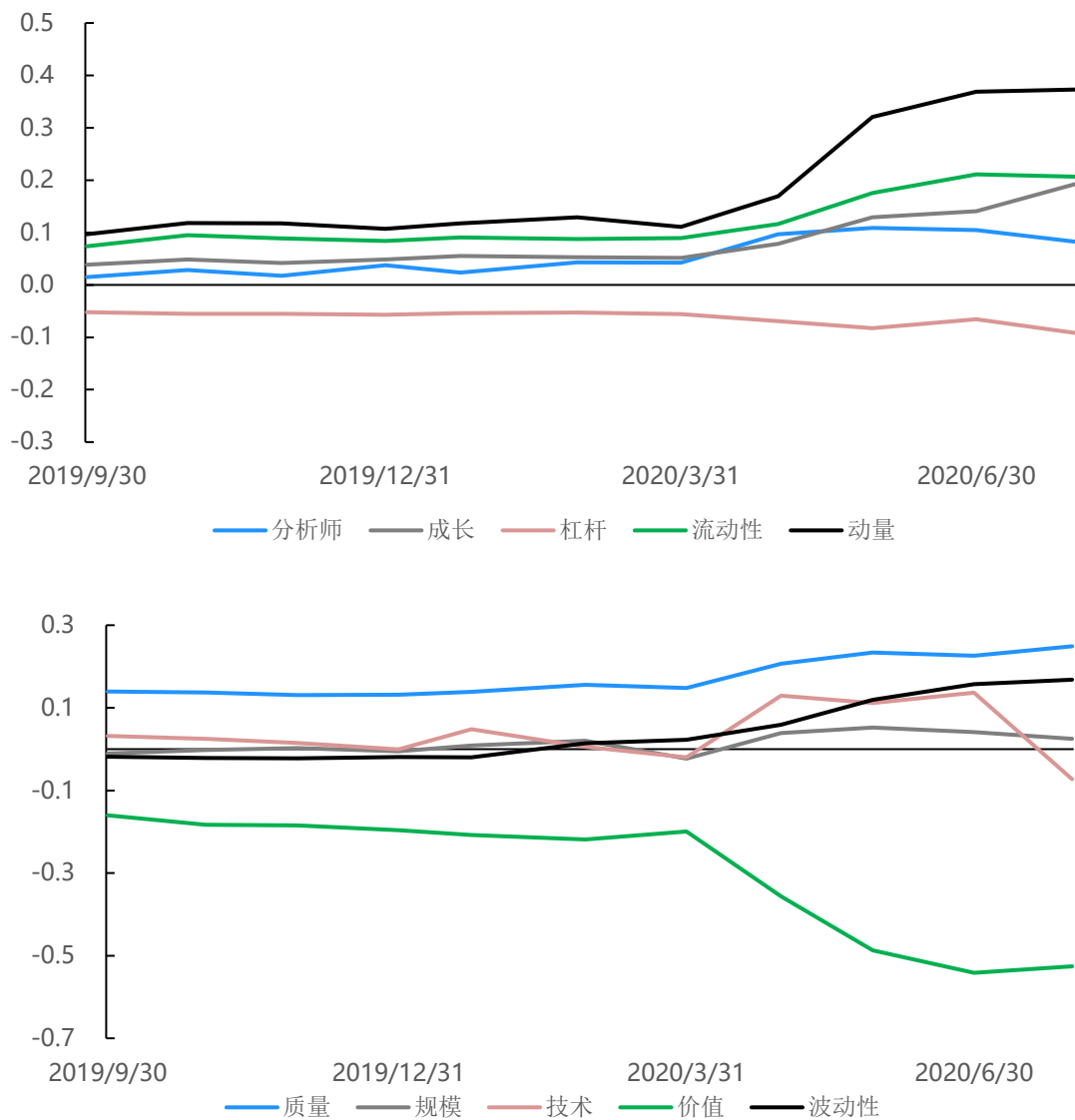
数据来源：倍发科技

图表 7：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
成长	0.0448	0.9946	价值	0.0107	0.2483
质量	0.0412	0.5083	规模	0.0051	0.0670
动量	0.0394	0.4175	杠杆	-0.0168	-0.3415
分析师	0.0252	0.6408	波动性	-0.0261	-0.4450
技术	0.0201	0.2635	流动性	-0.0411	-0.4720

数据来源：倍发科技

图表 8：过去 12 个月风格因子的拥挤度变化情况



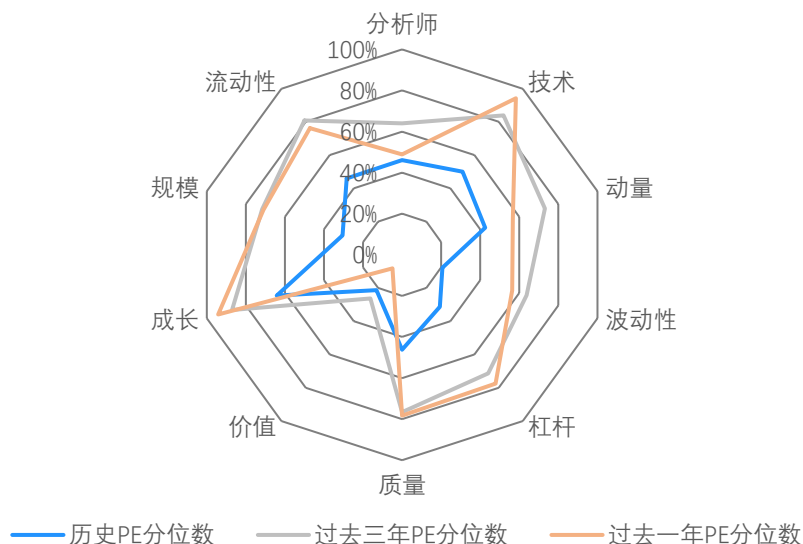
数据来源：倍发科技

结合过去 12 个月因子拥挤度的变化情况来看，9 月技术因子虽然表现相对优于其他几类因子，但其拥挤度是下降的，即技术风格因子暴露较高的股票相对估值其实在下降。而成长和动量因子的拥挤度则有所上升，在这两类因子风格组合收益连续下降的背景下，这表明高成长和高动量组合的相对估值反而有所上升，这意味着这两类风格主题的可持续性进一步受到了限制。

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 9 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，如果基于历史序列，实际上只有成长风格因子组合的百分位数突破了中位数水平（64.20%），其余风格因子组合的估值都不算高。但是如果最近三年和一年的维度来看，质量、规模、流动性、

杠杆、技术和成长因子组合 PE 都已经突破了近年来的 70%分位数水平，尤其是成长因子和技术因子组合的估值已经达到最近一年的高点水平（高于 94%分位数）。同时动量因子的分位数水平也达到了最近三年的 70%分位数水平，因此从 9 月的表现来看，动量和成长主题的可持续性仍然是比较存疑的。

图表 9：风格因子 PE 历史分布



数据来源：倍发科技

注：历史 PE 分位数指 2010 年以来的时间序列上当前组合 PE 的分位数水平。

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。而从交通运输、房地产、建筑装饰等行业在部分风格因子组合中出现超配的状况。本月表现相对较好的技术、杠杆和价值因子均低配了之前表现火热的电子行业。

图表 10: 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	电气设备 (4.84%)	交通运输 (5.69%)	电子 (12.04%)	化工 (6.05%)	有色金属 (7.84%)
	采掘 (3.89%)	机械设备 (3.19%)	房地产 (11.33%)	国防军工 (3.61%)	化工 (7.72%)
	传媒 (3.03%)	公用事业 (3.14%)	纺织装饰 (6.46%)	电气设备 (3.18%)	房地产 (6.33%)
低配行业	银行 (-2.39%)	家用电器 (- 4.67%)	医药生物 (- 9.04%)	汽车 (-2.58%)	家用电器 (- 4.67%)
	电子 (-2.96%)	银行 (-5.60%)	非银金融 (- 10.85%)	家用电器 (- 3.00%)	非银金融 (- 5.85%)
	食品饮料 (- 9.16%)	食品饮料 (- 10.79%)	食品饮料 (- 12.49%)	食品饮料 (- 7.49%)	食品饮料 (- 9.15%)
	质量	成长	价值	规模	流动性
超配行业	传媒 (8.04%)	非银金融 (9.22%)	建筑装饰 (13.13%)	建筑装饰 (4.80%)	房地产 (17.61%)
	食品饮料 (2.51%)	交通运输 (5.54%)	公用事业 (8.06%)	化工 (4.39%)	商业贸易 (6.05%)
	电子 (2.04%)	有色金属 (4.50%)	房地产 (8.00%)	建筑材料 (3.60%)	采掘 (5.45%)
低配行业	有色金属 (- 2.16%)	家用电器 (- 4.67%)	电子 (-6.29%)	食品饮料 (- 7.49%)	医药生物 (- 5.77%)
	汽车 (-2.58%)	银行 (-5.72%)	银行 (-9.05%)	银行 (- 12.38%)	电子 (-6.32%)
	化工 (-2.28%)	食品饮料 (- 10.82%)	食品饮料 (- 12.49%)	非银金融 (- 14.38%)	食品饮料 (- 10.85%)

数据来源: 倍发科技

图表 11: 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	采掘 (5.06%)	交通运输 (3.34%)	商业贸易 (4.01%)	化工 (5.72%)	化工 (4.38%)
	公用事业 (3.97%)	银行 (2.53%)	传媒 (3.75%)	商业贸易 (5.50%)	建筑装饰 (3.72%)
	食品饮料 (2.98%)	医药生物 (1.77%)	钢铁 (3.43%)	计算机 (4.07%)	非银金融 (1.67%)
低配行业	传媒 (-3.19%)	化工 (-2.63%)	国防军工 (- 3.33%)	银行 (-6.38%)	农林牧渔 (- 2.32%)
	计算机 (- 3.76%)	非银金融 (- 3.08%)	公用事业 (- 3.35%)	食品饮料 (- 8.49%)	传媒 (-3.25%)
	医药生物 (- 10.36%)	电子 (-3.76%)	医药生物 (- 4.45%)	非银金融 (- 12.85%)	国防军工 (- 3.33%)
	质量	成长	价值	规模	流动性
超配行业	食品饮料 (4.79%)	银行 (5.78%)	房地产 (6.20%)	机械设备 (6.50%)	房地产 (11.36%)
	房地产 (3.20%)	传媒 (3.75%)	公用事业 (5.65%)	化工 (6.41%)	商业贸易 (8.13%)
	家用电器 (2.05%)	房地产 (2.20%)	交通运输 (5.09%)	电气设备 (3.48%)	建筑装饰 (3.77%)
低配行业	国防军工 (- 2.33%)	国防军工 (- 2.33%)	电子 (-5.51%)	食品饮料 (- 3.21%)	电子 (-5.49%)
	电子 (-2.51%)	计算机 (- 5.72%)	计算机 (- 6.85%)	非银金融 (- 4.33%)	计算机 (- 5.84%)
	计算机 (- 3.85%)	电子 (-6.51%)	医药生物 (- 7.48%)	电子 (-4.51%)	医药生物 (- 8.42%)

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, 与之类似的还有计算机和电子行业。而房地产、化工等行业则得到了风格组合的超额配置。

附录:

图表 12: 本文主要因子 9 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
质量	-7.82%	4.90%	0.8508	9.33%	3.73%	3.33%	1.3267	7.10%	0.0412	0.2490
流动性	-7.65%	6.50%	0.6122	9.68%	1.07%	2.57%	0.5093	4.08%	0.0411	0.2067
价值	-6.51%	4.20%	0.8353	7.50%	0.23%	2.02%	1.0735	2.73%	0.0107	0.5255
技术	-4.96%	7.87%	0.2967	11.05%	0.04%	4.60%	2.3054	5.06%	0.0201	0.0727
规模	-6.87%	4.09%	0.9005	8.07%	-0.40%	4.01%	0.4755	5.01%	0.0051	0.0247
杠杆	-6.52%	5.54%	0.6144	9.44%	-0.76%	1.60%	0.6937	2.71%	0.0168	0.0921
分析师	-7.15%	4.46%	0.8615	8.50%	-0.96%	1.75%	-0.189	3.34%	0.0252	0.0824
动量	-8.25%	4.91%	0.8929	9.50%	-1.59%	3.85%	-1.534	8.44%	0.0394	0.3729
成长	-7.20%	4.95%	-0.78	8.97%	-1.70%	2.37%	1.3439	5.20%	0.0448	0.1934
波动性	-8.06%	5.18%	0.8362	9.24%	-2.12%	2.52%	1.9303	5.54%	0.0261	0.1681

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

