



第一指数

市场回顾与风险分析

2019年6月

收益分解

随着贸易战逐渐显出其长期性的实质，在五月被当头一棒，谈判可能突然破裂的震撼性心理冲击也就不再那么难于承受。这个月，中方政策立场站的非常稳，尤其是华为等科技战一线企业的战略备胎抗打击能力的呈现，使得市场普遍对六月底的 G20 达成妥协休战感到乐观，这给了市场一定的支撑。各大宽基指数尝试收复五月的失地，而其中上证 50 和沪深 300 明显强于中证 500 和中证 1000。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。

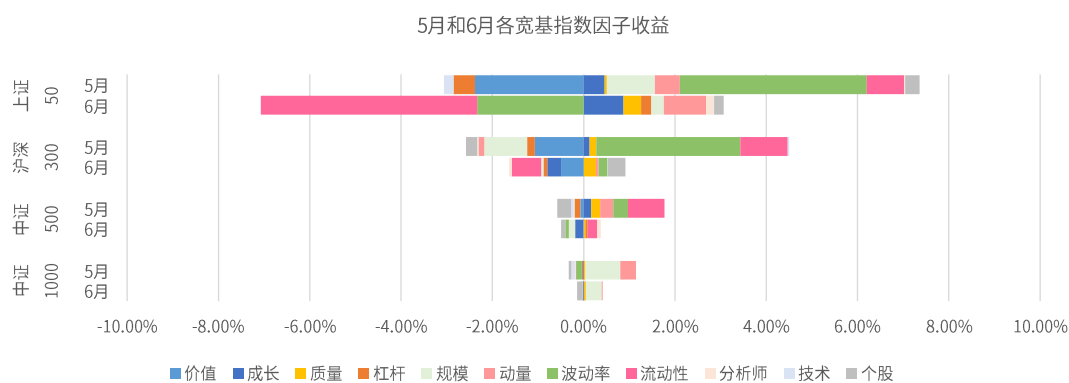
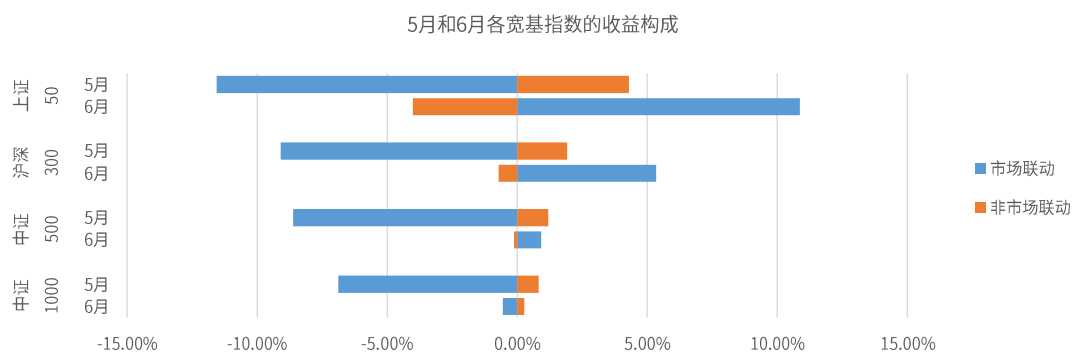
在收益分解维度，各大指数在五月宏观外部冲击下，市场联动因素的负向拖累，在这个月全面反转。正向的市场联动因素贡献，以大市值宽基的上证 50 和沪深 300 为领头，成雁行排列。这一明确清晰的信号说明，大市值宽基成分股在静候宏观环境不确定性出清的六月，对市场信心维护的极端重要性。与之相对的是中小市值的中证 500 和中证 1000，在市场联动和因子风险风格的维度对收益的贡献上都完全没有存在感，在跟随，在等待。让人不得不感慨，在六月宏观环境全然没有确定性，静候方向之时市场各参与者也顺势偃旗息鼓，提前放个小暑假。

在风格因子对收益贡献维度，我们可以讨论的也就只剩下了上证 50 和沪深 300。这个月最重要的一个转变是波动率和流动性因子对收益贡献的反转。我们都知道在熊市中，大市值宽基指数中股票自带的低流动性和低波动率特点会给收益有正向保护性贡献，这在五月的大跌中表现的很明显。而在六月，宏观信心稳住之后，这样的特点反倒成了上述宽基收益的拖累。一方面体现了这两个因子风格固有的

特点（市场涨起来的时候会拖累收益），另一方面也说明市场的风险偏好还很正常。因为从这一侧面看，投入到大市值宽基中的机构资金，并非是政策导向不得不入场，只愿意去买低风险的那些股票。

在价值因子维度，5月大跌中的负向收益贡献消失。这来源于价值风格本身还是一个跌下去吸引力就会提升的特性。这在第一指数的长期跟踪中，这种表现也非常清晰。在配置端建议上，我们认为在中国市场长期配置价值因子会有不错的收益，短期的负向贡献看淡一些，耐心一些，价值投资穿越时间的回报一直在那里。

如今，大阪 G20 已经闭幕了，中美贸易战暂时休战。在这里我们已经可以期待在七月宏观环境更有确定性后，前期被压抑的中小市值宽基股票的百舸争流，在风险风格的收益维度一定可以比六月看到更多的特色。



各宽基指数收益分解到各因素后的明细如下：

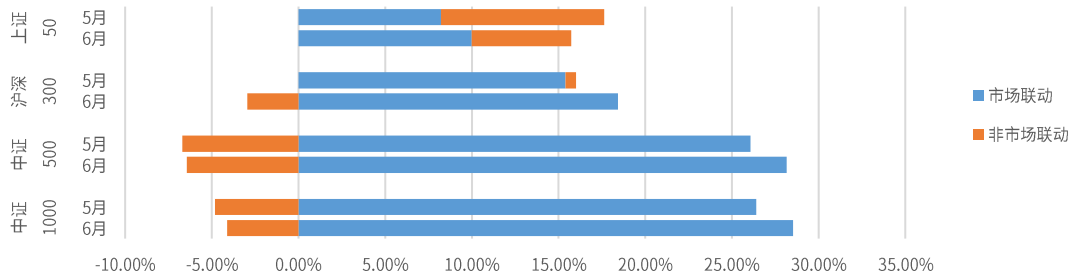
指数	时间	价值	成长	质量	杠杆	规模	动量	波动率	流动性	分析师	技术	个股	市场联动
上证 50	5月	-2.38%	0.46%	0.05%	-0.47%	1.05%	0.54%	4.10%	0.82%	0.03%	-0.21%	0.31%	-11.56%
	6月	0.00%	0.87%	0.39%	0.23%	0.27%	0.93%	-2.33%	-4.74%	0.17%	0.01%	0.21%	10.87%
沪深 300	5月	-1.07%	0.13%	0.15%	-0.17%	-0.94%	-0.13%	3.15%	1.04%	-0.02%	0.04%	-0.25%	-9.09%
	6月	-0.49%	-0.31%	0.27%	-0.08%	-0.05%	0.06%	0.20%	-0.64%	-0.06%	0.01%	0.39%	5.34%
中证 500	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%
	6月	-0.01%	-0.18%	0.04%	0.04%	-0.14%	0.00%	-0.08%	0.21%	0.08%	0.00%	-0.09%	0.92%
中证 1000	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%
	6月	0.01%	-0.01%	0.04%	0.00%	0.35%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.11%	-0.55%

风险分解

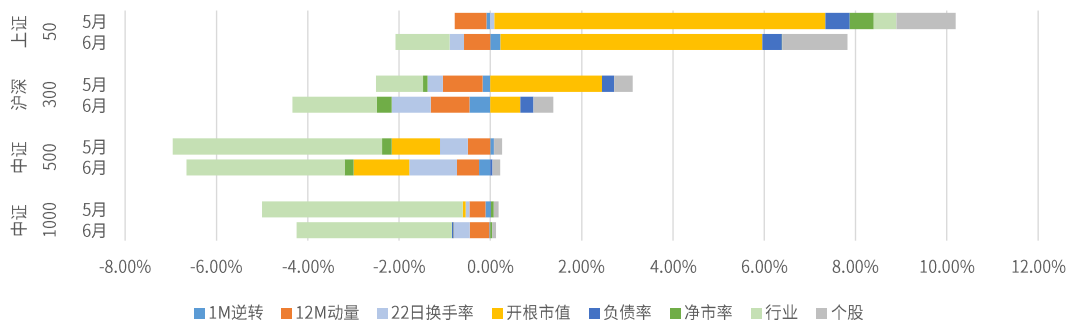
在上个月的月报中，我们谈到利用五月底时点数据，使用第一指数的风险模型预测市场的风险，是相对上个月底预测下降的。五月初的下跌完成了一次风险释放。六月的市场表现完美的佐证了这个观点，不管是风险模型对宽基收益波动的预测和实现波动性的差异，还是收益本身的企稳都体现了这一观点。站在六月底，我们发现市场四大宽基的风险预测值变化不大，而其中市场联动因素对风险贡献都有小幅提升。

我们同时还观察到，风险模型中认为中小市值宽基的风险被行业特征所分散。而大市值宽基特别是上证 50 的风险预测值被其市值集中特点所增加。分散化是风险管理的核心的要素，也是长期组合投资中唯一的免费午餐。宽基作为一种特定组合的上述风险特征和行业分散化带来的风险降低好处，也给了各位基金经理资产配置思考的抓手。如何利用行业和风格分散来降低组合风险，需要更多的多样化指数化可投资产品。

各宽基指数的风险构成



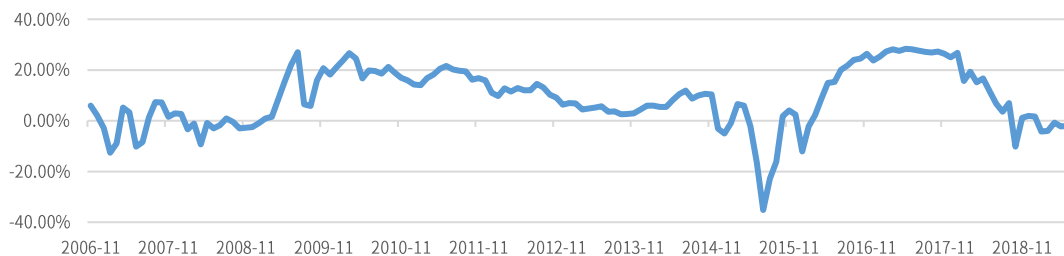
各宽基指数非市场联动风险构成



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状态。

技术面风险偏离基本面风险的历史走势



关于第一指数

第一指数是从事 SmartBeta, 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