

倍发风格因子 3 月表现 回顾：市场普跌下的风格迁移

2020 年 4 月

市场研究

2020 年 4 月 5 日

·我们构建了十个维度的风格因子指标对 A 股 2020 年 3 月的市场风格进行了分析，可以发现，在市场普跌的状况下，各个风格因子在 3 月的收益表现均不尽人意。

·而从因子的具体表现来看，A 股市场的风格可能正在发生变化，过去一段时间表现优异的动量、成长等风格的因子在 3 月份表现糟糕，而过去一段时间表现不佳的市值、波动性、反转效应又成为 3 月相对表现更为出色的因子。

·总体而言 A 股市场各个因子的估值依然处于历史较低的水平，不过从因子拥挤的程度来看，动量、成长等前期表现出色的因子依然存在收益继续回落的可能。

目录

风格因子收益表现	1
图表 1：风格因子组合 3 月收益情况	1
图表 2：风格因子组合相关统计	2
图表 3：风格因子多空对冲组合 3 月收益情况	3
图表 4：风格因子多空对冲组合相关统计	3
风格因子的收益相关性	4
图表 5：风格因子 3 月 IC 检验与拥挤度	4
图表 6：过去 12 个月风格因子 IC 统计情况	5
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	7
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	8
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 3 月指标统计	9
免责声明	10

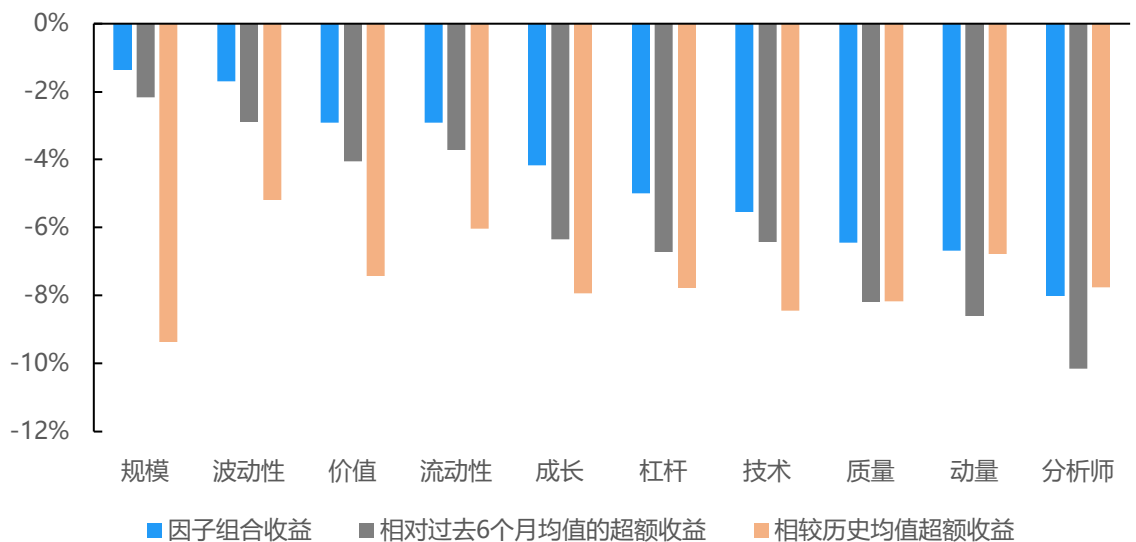
本报告考察了 A 股价值、规模、成长、质量、杠杆、技术、动量、波动性、流动性和分析师共十个类型的风格因子在 2020 年 3 月 A 股市场中的表现，从收益、相关性、行业分布等角度，对 A 股市场过去一个月的风格表现进行梳理。

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 3 月共有 22 个交易日，期间上证综指下跌了 4.51%，深圳成指下跌了 9.28%，创业板指数下跌了 9.64%。代表性指数中，上证 50 和沪深 300 分别下跌了 4.67% 和 6.44%，而中证 500 和中证 1000 则分别下跌了 7.52% 和 7.56%，受到全球疫情和金融市场巨幅波动的影响，A 股市场也出现普遍下跌的态势。

图表 1：风格因子组合 3 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 3 月份的收益情况。从表现上来看，在 3 月市场总体疲软的情况下，各个风格因子组合延续了 2 月的情况，相较过去 6 个月平均收益都表现更差，同时风格因子组合的收益均为负值，同时过去几个月表现较好的分析师、质量、动量因子的

成为 3 月表现最糟糕的几个因子，这一点从图表 2 的回撤幅度中也能发现，事实上尽管规模、波动性、价值等因子相比之下下跌的幅度较小，但实际上相较上个月的收益而言并没有好转，在市场出现较大幅度回撤的情况下，各个风格因子并没有出现逆市特征，成为市场普跌的一个重要注脚，从图表 1 中各个风格因子在 3 月相较历史均值收益的表现也可以发现，3 月份 A 股市场的总体表现在历史上也是比较糟糕的。

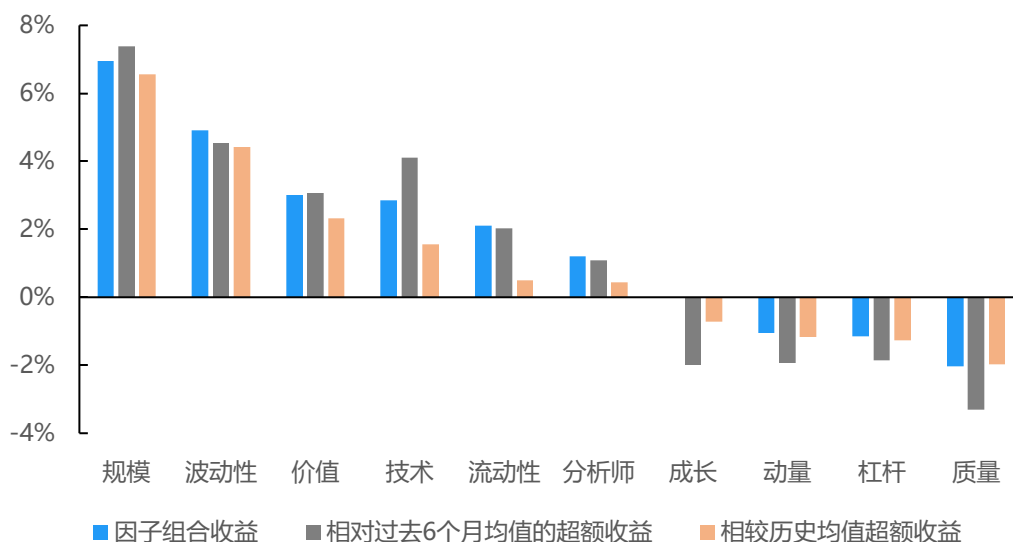
图表 2：风格因子组合相关统计

	波动率	夏普比率	最大回撤
技术	8.50%	-0.6565	12.85%
分析师	9.50%	-0.8127	14.56%
波动性	8.11%	-0.1501	8.95%
动量	9.96%	-0.6940	13.79%
杠杆	9.11%	-0.5126	12.17%
质量	9.46%	-0.6585	13.16%
成长	9.07%	-0.4297	11.67%
价值	8.37%	-0.3032	10.59%
规模	9.16%	-0.0846	9.90%
流动性	7.73%	-0.3063	9.59%

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，3 月份规模、波动性、价值和成长因子呈现出比较显著的单调递减特征，成长、动量因子则出现收益的反转，与 2 月的表现相比，因子的多空对冲表现出现了显著的反转，尤其是前期的成长、动量、质量等因子完全扭转了过去一段时间的趋势，市场中重新出现小市值、低波动、低流动性的异象，同时一同回归的还有反转效应，并且从图表 3 可以发现这几类效应多空对冲组合的收益差异要大于历史均值。

图表 3：风格因子多空对冲组合 3 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相关统计

	波动率	信息比率	最大回撤
技术	3.28%	0.7159	2.19%
分析师	1.38%	0.9282	0.77%
波动性	1.94%	2.7492	0.65%
动量	2.69%	-0.6221	3.96%
杠杆	1.15%	-1.0438	1.87%
质量	2.19%	-0.9731	3.04%
成长	0.99%	-0.1386	1.38%
价值	1.25%	2.3692	0.40%
规模	1.80%	4.0123	0.62%
流动性	2.49%	0.8420	1.71%

数据来源：倍发科技

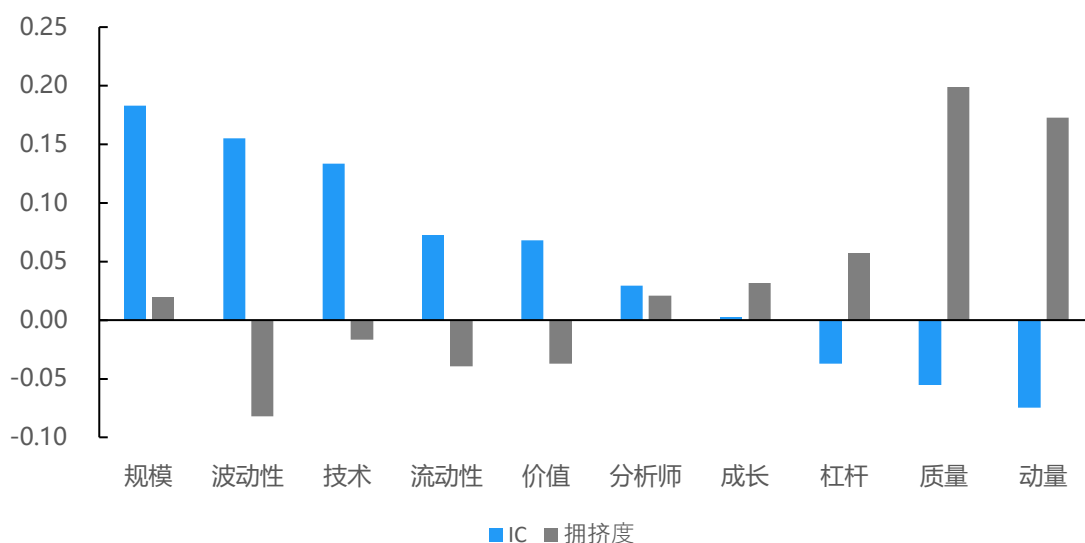
而图表 3-4 的多空对冲组合相关统计表明，A 股市场过去几个月的主要因子风格出现了一定程度上的反转，我们在 2 月的纯因子组合报告中就观测到成长、动量、质量等主题风格的收益已经开始出现缩水，并认为这是因子风格可能出现切换的一个预兆。而尽管 3 月份整个市场的赚钱效应都较差，但的确前期表现出色的几类因子出现了更大程度上的回撤，在未来一段时间这种切换是否能够持续，还需要进一步数据的确认，尤其是在疫情不确定性影响较大的当下，这种对风格切换判断的谨慎性是更为必要的。

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 5 展示了十个风格因子 3 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，3 月份 A 股市场中的风格切换十分明显，规模、波动性、技术、价值、流动性等因子在 3 月与股票收益之间的正向关系更强，同时由从拥挤度来看，小市值、低波动、低收益和低流动性的股票目前的估值水平也相对较低，所以我们可以发现这几类因子当下的拥挤度也不高。而前期市场瞩目的成长、动量、质量等因子在本期表现下滑，同时我们可以从拥挤度数据发现，这几类因子的相对拥挤度仍然较高（尤其是动量和质量因子），如果我们能确认市场风格出现了切换，那么这类风格因子在未来可能还会有一定的回撤空间。

图表 5：风格因子 3 月 IC 检验与拥挤度



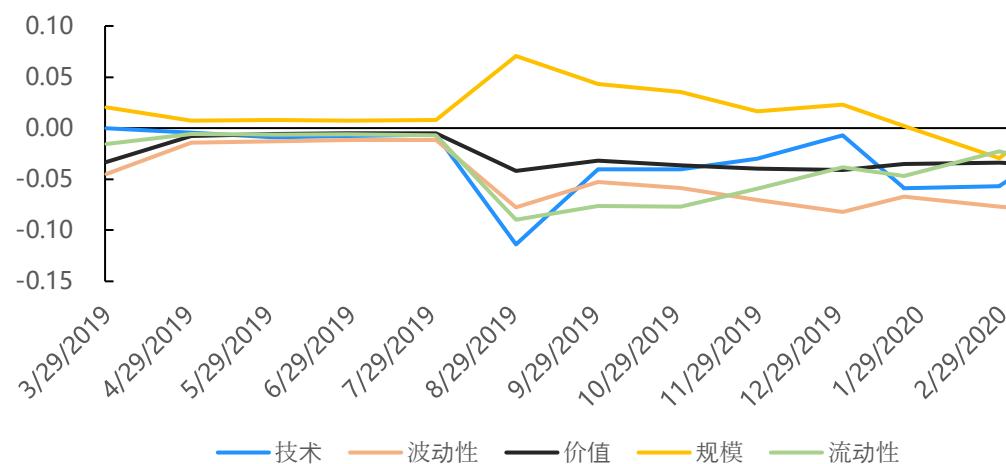
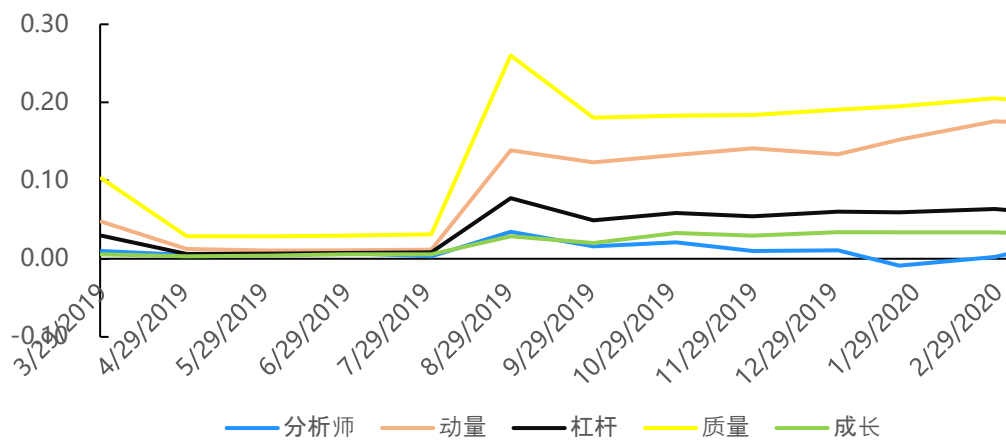
数据来源：倍发科技

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	0.0148	0.1943	质量	0.0343	0.6668
分析师	0.0321	0.7077	成长	0.0493	1.3186
波动性	0.0536	0.9167	价值	0.0242	0.5646
动量	0.0249	0.4047	规模	0.0069	0.0863
杠杆	0.0298	1.0464	流动性	0.0209	0.4024

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



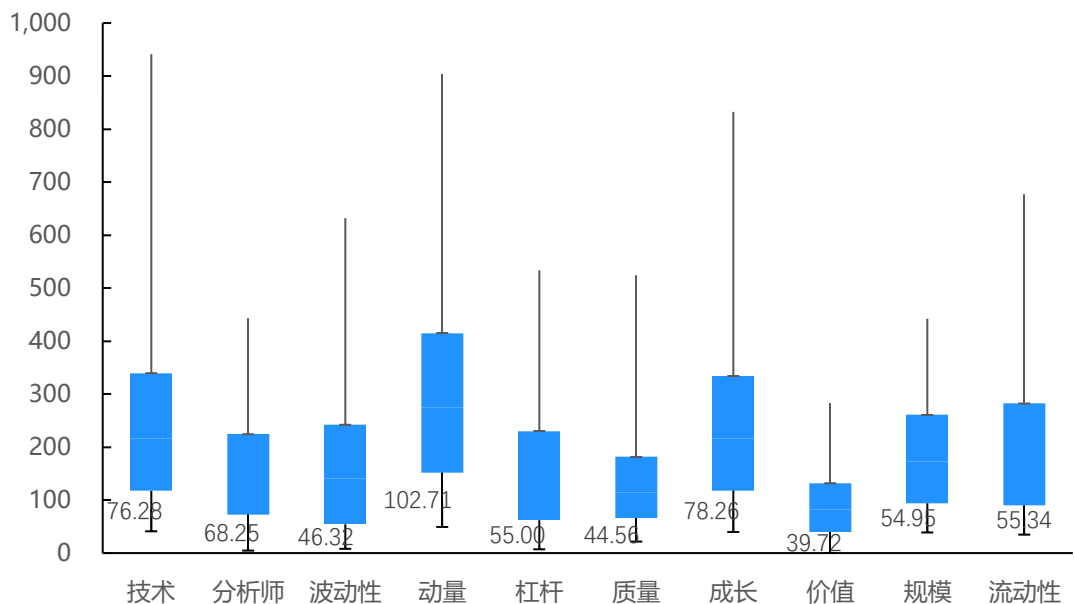
数据来源：倍发科技

结合过去 12 个月因子拥挤度的变化情况来看，之前大热的动量、质量因子的拥挤度相较上月已经开始下降，与此同时，技术、规模因子的拥挤度则出现明显的上升，这是这两类因子

在 3 月份表现相对更为强势的一个体现。另一方面波动性和流动性两个因子尽管在 3 月的收益表现相对更好，但是拥挤度相较上月却是下降的，这表明这两类因子的高因子值组合其实相对上个月并没有得到市场更多的配置。

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 的蜡烛图箱体的上下限分别为各个风格因子 PE 的历史均值和中位数，数字为当前 PE，可以发现，当前风格因子组合的 PE 相较历史而言处于低位，这与目前 A 股总体处于一个较低的估值水平有关。而图表 9 所展示的当前 PE 与过去三年的平均 PE 相比，波动性、价值、规模和流动性四个因子的估值是要略差的，而另外六个因子的估值水平要高于过去 3 年的均值，这也反映了过去几年市场对白马股主题的热捧。

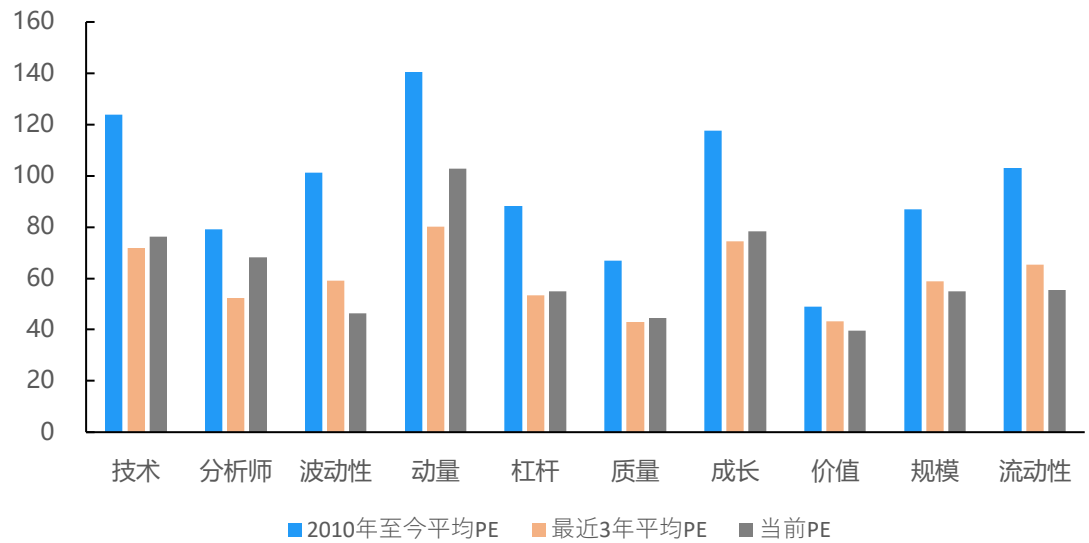
图表 8：风格因子 PE 历史分布



数据来源：倍发科技

注：箱体上、下端分别为风格因子组合历史 PE 的均值和中位数，数字为当前 PE，蜡烛图线端上、下点分别为风格因子组合历史 PE 的最大、最小值。

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在沪深 300 和中证 500 成分股中，F1 组合的行业分布情况，这里只列举持仓最高的三个行业（申万一级行业分类）。在市价值、流动性、波动性、反转效应主导的 3 月，非银金融、有色金属、医药生物、化工、电子等行业成为风格因子配置的主流，值得注意的是，过去一段时间得到高配的电子行业配置比例实际上正在不断降低，而医药生物的超配可能与疫情的影响有关。

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	医药生物 (19.84%)	电子 (11.49%)	医药生物 (16.50%)	电子 (12.77%)	医药生物 (13.13%)	医药生物 (16.35%)
	非银金融 (12.94%)	非银金融 (7.20%)	化工 (9.99%)	非银金融 (8.47%)	电子 (12.36%)	交通运输 (13.10%)
	交通运输 (11.48%)	有色金属 (7.10%)	电子 (7.01%)	银行 (8.35%)	计算机 (8.59%)	电子 (12.20%)
因子/指数	成长	价值	规模	流动性	沪深 300	
前三大行业	有色金属 (12.07%)	有色金属 (11.78%)	非银金融 (36.40%)	化工 (14.95%)	非银金融 (15.36%)	
	非银金融 (8.53%)	银行 (11.65%)	银行 (18.36%)	通信 (10.24%)	银行 (15.29%)	
	汽车 (8.31%)	交通运输 (9.88%)	采掘 (8.54%)	有色金属 (8.46%)	食品饮料 (10.10%)	

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
前三大行业	医药生物 (13.74%)	化工 (18.57%)	化工 (13.14%)	医药生物 (14.83%)	传媒 (12.97%)	传媒 (13.07%)
	化工 (10.10%)	医药生物 (10.51%)	机械设备 (9.18%)	电气设备 (8.38%)	电子 (11.44%)	医药生物 (8.83%)
	计算机 (9.27%)	电子 (6.82%)	医药生物 (8.95%)	化工 (8.14%)	化工 (8.06%)	电子 (7.14%)
因子/指数	成长	价值	规模	流动性	中证 500	
前三大行业	医药生物 (10.97%)	房地产 (13.04%)	非银金融 (17.01%)	化工 (22.84%)	医药生物 (11.71%)	
	计算机 (10.40%)	传媒 (11.07%)	房地产 (16.06%)	通信 (10.28%)	电子 (11.70%)	

电子	有色金属	采掘	机械设备	计算机
(8.42%)	(8.06%)	(10.11%)	(9.10%)	(9.27%)

数据来源：倍发科技

而同中证 500 成分股的行业分布相比，化工、传媒等行业在风格因子中得到了比较高比例的配置，但总体来说，因子在中证 500 成分股中的配置情况与上一个月差异并不明显。

附录：

图表 12：本文主要因子 3 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 夏普比率	对冲组合 最大回撤	IC 值	拥挤度
技术	-5.55%	8.50%	-0.6565	12.85%	2.86%	3.28%	0.7159	2.19%	0.1337	-0.0168
分析师	-8.00%	9.50%	-0.8127	14.56%	1.20%	1.38%	0.9282	0.77%	0.0297	0.0211
波动性	-1.70%	8.11%	-0.1501	8.95%	4.91%	1.94%	2.7492	0.65%	0.1551	-0.0820
动量	-6.68%	9.96%	-0.6940	13.79%	-1.05%	2.69%	-0.6221	3.96%	-0.0746	0.1728
杠杆	-4.98%	9.11%	-0.5126	12.17%	-1.16%	1.15%	-1.0438	1.87%	-0.0370	0.0572
质量	-6.43%	9.46%	-0.6585	13.16%	-2.04%	2.19%	-0.9731	3.04%	-0.0553	0.1987
成长	-4.18%	9.07%	-0.4297	11.67%	-0.01%	0.99%	-0.1386	1.38%	0.0025	0.0315
价值	-2.90%	8.37%	-0.3032	10.59%	3.01%	1.25%	2.3692	0.40%	0.0680	-0.0371
规模	-1.37%	9.16%	-0.0846	9.90%	6.96%	1.80%	4.0123	0.62%	0.1832	0.0199
流动性	-2.90%	7.73%	-0.3063	9.59%	2.10%	2.49%	0.8420	1.71%	0.0728	-0.0395

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