

分析师:

于明明

yumingming@xyzq.com.cn

S0190514100003

研究助理:

系统化资产配置系列之十：利用基金仓位信息对市场择时

2020年7月21日

报告关键点

本文作为仓位测算的应用篇，分别在不同市场环境中对仓位数据进行了测试并按照均线系统将市场划为趋势市和震荡市，在震荡市中构建了基于基金仓位信息的择时模型。在此基础上本文将基金仓位因子融入到现有的择时模型中并进一步构建了分环境择时模型，无论是在趋势市还是在震荡市中均有优异的表现。

相关报告

《基金研究系列之三：如何更精准地实时跟踪基金的股票仓位？》2020-03-02

《系统化资产配置系列之四：基于长期、中期、短期择时模型相结合的 A 股市场择时研究》2019-11-03

团队成员:

投资要点

- 跟踪公募基金的股票仓位能较准确且及时地了解公募基金的仓位动向，同时我们也希望将仓位信息运用于实际投资中，本文作为仓位测算的应用篇，分别在不同市场环境中对仓位数据进行了测试并按照均线系统将市场划为趋势市和震荡市，在震荡市中构建了基于基金仓位信息的择时模型。在此基础上本文将基金仓位因子融入到现有的择时模型中并进一步构建了分环境择时模型，无论是在趋势市还是在震荡市中均有优异的表现。
- 本文在不同环境下对基金仓位进行了分析，发现在趋势市中基金仓位有明显的追涨杀跌特性，在市场趋势向上时管理人将提高仓位，趋势下行则降低仓位；在震荡市中管理人则反其道而行之，当市场上涨时趋向于降低仓位，当市场下跌时管理人将适当提高仓位。
- 对历史数据进行统计分析，我们发现在不同的市场环境下，基金仓位择时的信号表现有较大差异：在震荡市中基金仓位数据有明显的择时效果，在全局和趋势市中的择时效果并不明显。在震荡市中使用基金仓位对市场择时，年化多空收益率为 16.10%，收益波动比为 0.65；年化多头收益率为 10.08%，收益波动比为 0.56；基准 Wind 全 A 在震荡市中的年化收益率为 1.33%，收益波动比为 0.05，择时的效果非常明显。
- 受基金仓位因子的启发，本文对现有中期择时因子分别在不同市场环境中进行了检验，发现它们也有相似的特征，故将因子分成了三类：在震荡市中表现更为亮眼的震荡市占优因子、在趋势市中表现更为亮眼的趋势市占优因子以及整体表现均衡且稳定的全局因子。
- 本文将基金仓位因子融入到现有的择时模型中并进一步构建了分环境择时模型，无论是在趋势市还是在震荡市中均有优异的表现。从全局来看，分环境择时模型的年化多空收益率为 50.04%，收益波动比为 1.93，年均双边换手 20.08 次；多头的年化收益率为 33.27%，收益波动比为 1.81，同期 Wind 全 A 的年化收益率为 13.35%，收益波动比为 0.47，改进后的择时模型显著降低了波动和回撤，效果非常显著。

风险提示：模型结论是基于合理假设前提下结合历史数据推导得出，在市场环境转变时模型存在失效的风险。

目 录

1、基金仓位的测算方法回顾	- 3 -
2、利用灵活配置型基金仓位数据对市场择时	- 4 -
2.1、不同市场环境下的信号测试	- 7 -
2.2、震荡市中基金仓位信息择时模型的构建	- 8 -
2.3、融合基金仓位因子并进行分环境择时	- 9 -
3、总结	- 13 -
图表 1、满足筛选条件的灵活配置型基金的申万一级行业分布 (2019-12-31)	- 4 -
图表 2、灵活配置型基金的简单平均股票仓位与 Wind 全 A 的表现 (2005/1/7-2020/7/10)	- 5 -
图表 3、不同市场状态下灵活配置型基金仓位与市场收益率的统计数据 (2005/1/7-2020/7/10)	- 5 -
图表 4、不同市场状态下灵活配置型基金仓位与市场收益率的相关性统计 (2005/1/7-2020/7/10)	- 6 -
图表 5、不同环境下基金仓位与市场收益率当期和下一期相关性 (2005/2/4-2020/7/10)	- 7 -
图表 6、不同环境下周度多空收益率的统计 (2005/2/4-2020/7/10)	- 8 -
图表 7、震荡市中使用基金仓位择时的净值表现 (2005/2/4-2020/7/10)	- 8 -
图表 8、震荡市中使用基金仓位择时的表现 (2005/2/4-2020/7/10)	- 9 -
图表 9、基金仓位因子与现有择时因子在震荡市中多空收益率的相关性 (2012/7/2-2020/7/10)	- 9 -
图表 10、中期择时模型因子在震荡市中的表现汇总 (2005/2/4-2020/7/10)	- 10 -
图表 11、中期择时模型因子在趋势市中的表现汇总 (2005/2/4-2020/7/10)	- 10 -
图表 12、中期择时因子在不同市场环境中日度多空收益率的 T 检验值 (2005/2/4-2020/7/10)	- 10 -
图表 13、融入基金仓位信息因子的分环境择时模型在震荡市中的净值表现 (2005/2/4-2020/7/10)	- 11 -
图表 14、融入基金仓位信息因子的分环境择时模型在震荡市中的表现 (2005/2/4-2020/7/10)	- 11 -
图表 15、融入基金仓位信息因子的分环境择时模型在趋势市中的净值表现 (2005/2/4-2020/7/10)	- 12 -
图表 16、融入基金仓位信息因子的分环境择时模型在趋势市中的表现 (2005/2/4-2020/7/10)	- 12 -
图表 17、融入基金仓位信息因子的分环境择时模型在全局的净值表现 (2005/2/4-2020/7/10)	- 13 -
图表 18、融入基金仓位信息因子的分环境择时模型在全局的表现 (2005/2/4-2020/7/10)	- 13 -

1、基金仓位的测算方法回顾

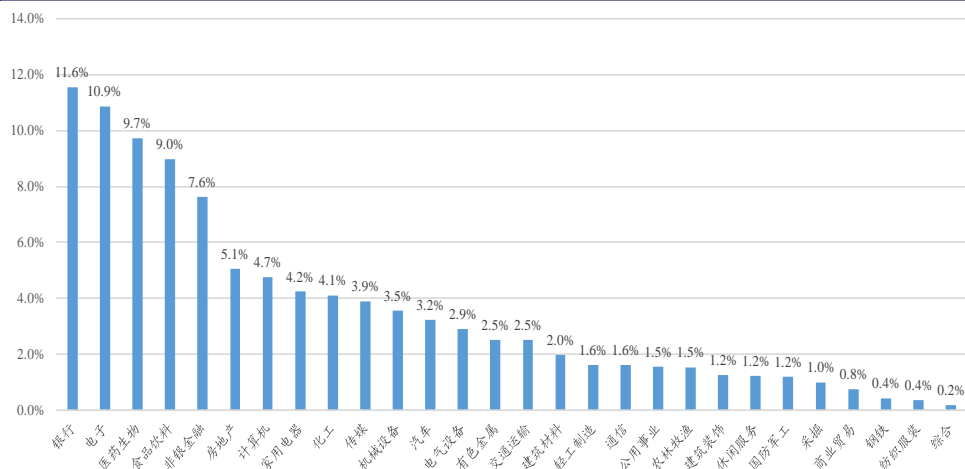
公募基金是股票市场的重要参与者，其仓位的变动反映了资金的流向，同时能体现其对市场走势的判断，是投资者极为关注的指标。考虑到国内公募基金仓位的披露频率较低（通常为季度）且公布时间具有一定的滞后性，为了实时跟踪基金的股票仓位变化，兴业证券金融工程团队基于规模指数回归法与重仓股测算法对基金仓位进行了测算并对影响测算误差的相关因素进行了分析（详细内容请参见报告《基金研究系列之三：如何更精准地实时跟踪基金的股票仓位？》2020-03-02）。在本文中，我们根据基金年报、半年报或季报公布的持仓构建基础组合，用基金净值增长率序列对基础组合收益率序列进行带约束条件的多元线性回归，并使用基于 60 天时间加权最小二乘法（若在过去 20 日市场波动率大于 50% 时，将这一期的回归窗口由 60 天改为 20 天）求解，实时跟踪各基金的股票仓位。

跟踪股票仓位能较准确且及时地了解公募基金的仓位动向，同时我们也希望将仓位信息运用于实际投资中，本文作为仓位测算的应用篇，尝试获取基金仓位中的有效信息，并对权益市场择时。

基于以上的考虑，我们在剔除定期开放基金和沪港深基金后，选择规模大于 5000 万的灵活配置型基金，作为基金仓位观察的对象。选择灵活配置型基金的理由如下：

- （1）灵活配置型基金的股票投资占基金资产的比例为 0%-95%（根据要求，此类型基金需要保持不低于基金资产净值 5% 的现金），不同于偏股型基金和偏债型基金，基金经理对此类型基金的仓位具有较高的灵活性。若基金经理非常看好权益资产，可以将股票型将其仓位调整至最高 95%，反之若对权益市场非常悲观，可以将仓位降至最低 0%。我们认为在所有基金中，灵活配置型基金更能显著地反映管理人对市场的判断；
- （2）灵活配置型基金的数量较多，且行业覆盖全面，在大样本条件下测算的数据更有可信度。截至 2020 年 4 月 24 日，我们选取符合要求的灵活配置型基金数量为 1641 只，总规模为 8353.90 亿元；根据 2019 年的年报所披露每只基金在申万一级行业的配置比例，我们计算了灵活配置型基金在每个行业的简单平均占比。从行业分布来看，灵活配置型基金在银行、电子、医药生物、食品饮料和非银金融行业的仓位较高，总占比接近 50%，在综合、纺织服装、钢铁、商业贸易和采掘行业的仓位占比较低。

图表 1、满足筛选条件的灵活配置型基金的申万一级行业分布（2019-12-31）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2、利用灵活配置型基金仓位数据对市场择时

下图展示了我们跟踪的灵活配置型基金的周度仓位数据和 Wind 全 A 的走势，经统计样本期内(2005/1/7-2020/7/10)基金仓位的均值为 64.95%，中位数为 67.48%，仓位最高值为 80.60%(2007 年 8 月 31 日)，最低值为 43.43%(2017 年 6 月 2 日)。

我们根据万得全 A 的表现对市场进行了简单的划分，并对灵活配置型基金仓位与市场同期以及不同滞后期数的周度收益率进行了统计，从直观的走势来看，在市场明显处于上涨和下跌趋势时基金仓位与市场往同一方向变化。根据数据结果分析，当市场处于震荡市时，市场收益率与仓位的同期相关性均为负；当市场处于牛市或者熊市时，市场收益率与仓位的同期或者与滞后几期的仓位呈现显著的正相关性，我们认为这是因为当市场趋势发生改变的时候，基金仓位的变化要相对滞后一些。

对基金仓位与市场涨跌幅的关系进行数据分析，我们发现仓位数据与市场同期涨跌幅的相关系数为 0.40%，与下一期的涨跌幅相关系数为-0.62%，从全局来看并没有显著的相关性。若按照下图表的市场划分方式，分别对全部震荡市和趋势市（牛市+熊市）进行仓位和收益率的相关性统计，可以发现**在震荡市中，基金仓位与市场周度收益率的同期相关性为-13.83%，而在趋势市中，基金仓位与周度收益率的同期相关性为 8.36%。**

图表 2、灵活配置型基金的简单平均股票仓位与 Wind 全 A 的表现 (2005/1/7-2020/7/10)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 3、不同市场状态下灵活配置型基金仓位与市场收益率的统计数据 (2005/1/7-2020/7/10)

起始时间	结束时间	周数	简单状态划分	市场涨跌幅	期初仓位 (单位: %)	期末仓位	平均仓位	仓位绝对变化值
2005-1-7	2006-3-31	64	震荡市	2.52%	66.88	56.50	65.51	-10.37
2006-4-1	2008-1-11	93	牛市	427.72%	56.50	71.42	72.32	14.92
2008-1-12	2008-11-7	43	熊市	-69.43%	71.42	55.82	68.39	-15.60
2008-11-8	2009-8-7	39	牛市	121.79%	55.82	77.89	65.28	22.07
2009-8-8	2014-7-11	257	震荡市	-14.96%	77.89	66.35	71.02	-11.54
2014-7-12	2015-6-12	48	牛市	203.16%	66.35	67.68	66.94	1.33
2015-6-13	2016-3-11	39	熊市	-49.74%	67.68	56.43	58.00	-11.25
2016-3-12	2018-1-26	98	牛市	30.65%	56.43	52.75	48.30	-3.68
2018-1-27	2018-12-28	48	熊市	-31.59%	52.75	55.36	55.37	2.61
2018-12-29	2019-4-19	16	牛市	38.60%	55.36	63.83	59.19	8.47
2019-4-20	2020-7-10	64	震荡市	16.93%	63.83	62.57	63.78	-1.26

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 4、不同市场状态下灵活配置型基金仓位与市场收益率的相关性统计
(2005/1/7-2020/7/10)**

起始时间	结束时间	简单状态划分	市场收益率与仓位的同期相关性(周度)	滞后一期相关性(周度)	滞后两期相关性(周度)	滞后三期相关性(周度)	滞后四期相关性(周度)
2005-1-7	2006-3-31	震荡市	-14.78%	-13.93%	-11.09%	-0.42%	-3.77%
2006-4-1	2008-1-11	牛市	-4.31%	9.97%	10.31%	7.65%	11.35%
2008-1-12	2008-11-7	熊市	3.13%	4.21%	2.82%	10.33%	20.55%
2008-11-8	2009-8-7	牛市	-8.23%	7.81%	11.68%	9.43%	9.34%
2009-8-8	2014-7-11	震荡市	-18.36%	-12.10%	-2.00%	9.57%	13.41%
2014-7-12	2015-6-12	牛市	6.18%	12.88%	16.52%	-2.58%	-17.48%
2015-6-13	2016-3-11	熊市	-31.96%	-14.10%	-0.63%	-2.67%	1.50%
2016-3-12	2018-1-26	牛市	21.34%	14.90%	0.73%	4.64%	-0.28%
2018-1-27	2018-12-28	熊市	17.81%	3.21%	-13.13%	-4.27%	24.92%
2018-12-29	2019-4-19	牛市	8.03%	9.82%	38.33%	25.08%	35.54%
2019-4-20	2020-7-10	震荡市	-7.74%	-5.82%	-4.40%	-0.64%	1.04%

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

在进行了简单的状态划分以及统计分析之后,下文将用系统的方式对市场状态进行定义,并计算在不同市场环境下基金仓位与市场表现的相关性。本文在每周最后一个交易日收盘后根据 Wind 全 A 过去一段时间的表现来划分市场的状态,若 Wind 全 A 在最近一段时间内的 20 日、40 日和 60 日均线呈单调排列 (MA20>MA40>MA60 或 MA20<MA40<MA60),我们认为市场具有明显上涨或者下跌趋势,将其划分为趋势市;若 Wind 全 A 最近一段时间内的 20 日、40 日和 60 日均线呈非单调排列,则将其划分为震荡市。在对市场进行划分后,我们再分别计算仓位数据与 Wind 全 A 周度收益率的同期和下一期的相关性。

下表展示了不同市场环境下仓位数据与收益率的同期以及下一期的相关性,从 2005 年 2 月到今年 7 月 10 日,有 213 周的时间被划分为震荡市,572 周的时间被划分为趋势市。当市场处于趋势市时,仓位与市场收益率呈正相关性,且衰减较为明显;当市场处于震荡市的时候,仓位与市场同期和下一期收益率均呈负相关性。根据数据不难得出结论:在趋势市中基金仓位有明显的追涨杀跌特性,在市场趋势向上时管理人将提高仓位,趋势下行则降低仓位;在震荡市中管理人则反其道而行之,当市场上涨时趋向于降低仓位,当市场下跌时管理人将适当提高仓位。

图表 5、不同环境下基金仓位与市场收益率当期和下一期相关性（2005/2/4-2020/7/10）

	样本数量（周）	基金仓位与同期市场收益率的相关性	基金仓位与下一期市场收益率的相关性
全局	785	0.40%	-0.62%
震荡市	213	-11.52%	-11.50%
趋势市	572	3.96%	2.80%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.1、不同市场环境下的信号测试

上文对基金仓位与市场的收益率进行了简单的相关性分析，我们发现在全局和趋势市中两者的相关性较弱，且趋势市中的信号衰减速度也较快，震荡市中两者呈显著的负相关性，所以我们暂且将基金仓位作为反向因子，并在震荡市中对市场择时。为了验证因子方向与所适应市场环境的正确性，在本部分中我们将在不同市场环境下进行信号的测试。

本篇报告采用的择时逻辑和 A 股择时相同（具体请参见报告《系统化资产配置系列之四：基于长期、中期、短期择时模型相结合的 A 股市场择时研究》2019-11-03），在判定因子的方向之后根据市场涨跌的比例发射信号。我们首先统计万得全 A 历史周度收益率并将其分成上涨和下跌两种情况，发现在样本区间内万得全 A 周度上涨的频率为 55.60%，下跌的频率为 44.40%，从周度层面来看上涨的频率大于下跌的频率，因此周度仓位择时发出看涨的信号应该也要多于看跌的信号，才能获得更高的胜率，所以我们根据择时标的本身的历史上涨下跌频率来确定因子的分位点。

为了检验在不同的市场环境下，基金仓位的择时能力是否有显著差异，我们用 t 统计量来检验不同情形下周度的多空收益率与 0 的差异，计算方法如下：

$$t = \frac{\bar{X} - \mu}{\frac{\sigma_x}{\sqrt{n-1}}}$$

其中：

- \bar{X} 为不同市场环境下（趋势市或震荡市）择时信号在未来一周多空收益率的均值；
- μ 为待检验的样本均值，在此将其设置为 0；
- σ_x 为不同市场环境下（趋势市或震荡市）择时信号在未来一周多空收益率的标准差；
- n 为不同市场环境（趋势市或震荡市）的样本容量；

该 t 统计量能反映在特定的市场环境中，下一期因子的多空收益率与 0 的差别。t 统计量的绝对值越大，说明某环境下的因子收益率与 0 的差异越明显。

对历史数据进行统计分析，我们发现在不同的市场环境下，基金仓位择时的信号

表现有较大差异：从下表可以看出，若此周市场处于震荡环境中，基金仓位择时未来一周收益率 t 检验的值为 1.53，在 80%的置信水平上拒绝了收益率为 0 的原假设，此环境中该因子的周度多空收益率均值为 0.3505%，明显高于全局和趋势市的多空收益率均值。统计检验的结果证明，在震荡市中基金仓位数据有明显的择时效果，在全局和趋势市中的择时效果并不明显。

图表 6、不同环境下周度多空收益率的统计（2005/2/4-2020/7/10）

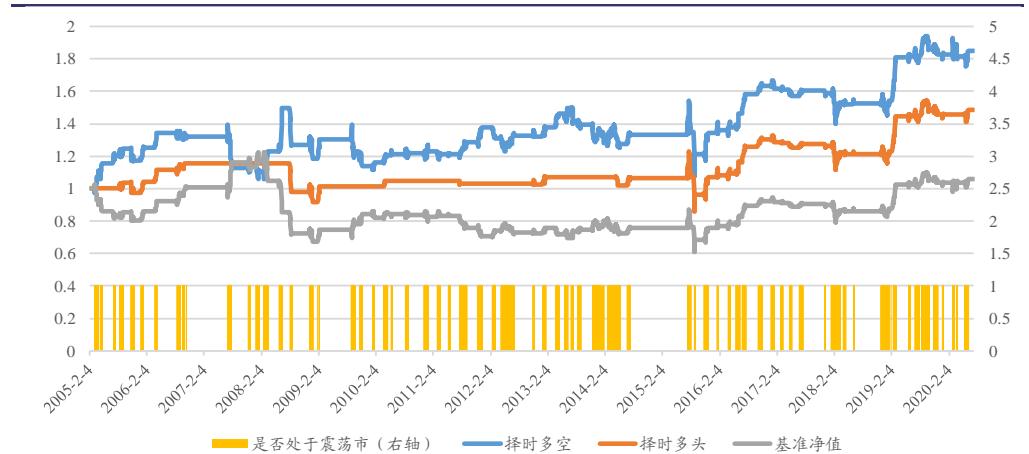
	样本数量（周）	多空收益率的均值	多空收益率的 T-value
全局	785	0.0364%	0.26
震荡市	213	0.3505%	1.53
趋势市	572	-0.0807%	-0.47

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、震荡市中基金仓位信息择时模型的构建

基于 2.1 中的结论，我们使用基金仓位进行择时，若市场处于震荡市中，且本期仓位高于全局的 55.60%分位点，当期信号为-1，即发出看空信号；若本期仓位低于全局的 55.60%分位点，当期信号为 1，发出看多信号；趋势市则不发射任何择时信号。震荡市中的表现如下图表所示，年化多空收益率为 16.10%，收益波动比为 0.65；年化多头收益率为 10.08%，收益波动比为 0.56；基准 Wind 全 A 在震荡市中的年化收益率为 1.33%，收益波动比为 0.05；多空择时模型的年均双边换手 10.36 次，多头择时模型的年均双边换手 5.44 次，震荡市中使用基金仓位择时的效果非常明显。

图表 7、震荡市中使用基金仓位择时的净值表现（2005/2/4-2020/7/10）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、震荡市中使用基金仓位择时的表现（2005/2/4-2020/7/10）

	年化收益率	年化波动率	收益波动比	最大回撤
震荡市多空表现	16.10%	24.86%	0.65	30.03%
震荡市多头表现	10.08%	17.98%	0.56	30.03%
震荡市 Wind 全 A	1.33%	24.88%	0.05	50.21%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

在进行择时因子的挖掘时，我们不仅要考虑因子自身的择时效果，还要考虑新的因子对原有因子库的补充效用。我们希望新增的因子与历史因子具有较低的相关性，因为相关性越低表明新增的因子带来的增量信息越多，反之若相关性越高表明新增的因子带来的增量信息越少。基于以上考虑，我们在震荡市中对基金仓位择时因子与原有的择时因子的多空收益率进行了相关性的统计（统计起始时间为最晚的因子信号出现时间），结果如下表。

图 9、基金仓位因子与现有择时因子在震荡市中多空收益率的相关性（2012/7/2 -2020/7/10）

	固定资产投资完成额:基础设施建设投资:累计同比	PMI:新出口订单	PPI:全部工业品:环比	股息率:计算的风险溢价	shibor 利率 (2W): 每月差分	shibor 利率 (ON):每月差分	7 天期回购利率: 每月	市场动量指标: 一个月的变化率	市场动量指标: 三个月的变化率	医药行业超额: 过去一个月的超额收益	美元兑离岸人民币: 每月: 差分
震荡市: 基金仓位信息择时	-50%	-50%	31%	11%	25%	-21%	54%	-25%	-40%	27%	-28%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

在震荡市中，基金仓位信息因子与现有因子的整体相关性较低，与固定资产投资累计同比、PMI 新出口订单因子、美元兑离岸人民币汇率、一个月和三个月的市场动量因子的相关性均为负，若在现有择时模型中加入基金仓位信息，或许能有效提升模型表现。

2.3、融合基金仓位因子并进行分环境择时

受基金仓位因子的启发，我们对现有中期择时因子分别在不同市场环境中进行了检验，发现它们也有相似的特征：部分因子在震荡市中的表现明显优于在趋势市中的表现（如医药行业超额收益、七天回购利率），也有部分因子在趋势市中的表现优于震荡市中的表现（如固定资产投资累计同比、PPI 环比、Shibor2W 差分、Wind 全 A 一个月动量、美元兑离岸人民币汇率），还有因子在两种环境下的表现较为均衡（如估值因子）。下表展示了中期择时模型中部分因子以及基金仓位因子在不同市场环境中的表现，对不同因子的多空日收益率进行了 T 检验，检验结果与因子在不同市场环境中的表现一致；在此基础上我们将因子分成了三类：在震荡市中表现更为亮眼的震荡市占优因子、在趋势市中表现更为亮眼的趋势市占优因子以及整体表现均衡且稳定的全局因子。

图 10、中期择时模型因子在震荡市中的表现汇总 (2005/2/4-2020/7/10)

	年化收益率	年化波动率	收益波动比	最大回撤
固定资产投资完成额:基础设施建设投资: 累计同比	9.18%	24.87%	0.37	29.79%
PPI:全部工业品:环比	6.80%	24.87%	0.27	47.02%
股息率计算的风险溢价(用中证红利指数计算):每月	21.50%	24.43%	0.88	35.27%
shibor 利率(2W):每月:差分	-1.35%	25.40%	-0.05	53.15%
7 天期回购利率:每月	22.38%	24.84%	0.90	36.77%
市场动量指标:一个月的变化率	-2.39%	24.88%	-0.10	42.87%
医药行业超额:过去一个月的超额收益	22.32%	24.84%	0.90	25.88%
美元兑离岸人民币:每月:差分	-3.29%	23.97%	-0.14	34.63%
基金仓位因子	16.10%	24.86%	0.65	30.03%

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 若因子的起始时间晚于 2005/2/4, 从因子开始时间计算表现。

图 11、中期择时模型因子在趋势市中的表现汇总 (2005/2/4-2020/7/10)

	年化收益率	年化波动率	收益波动比	最大回撤
固定资产投资完成额:基础设施建设投资: 累计同比	39.79%	29.53%	1.35	41.87%
PPI:全部工业品:环比	37.61%	29.53%	1.27	53.13%
股息率计算的风险溢价(用中证红利指数计算):每月	8.00%	28.38%	0.28	51.13%
shibor 利率(2W):每月:差分	11.02%	30.18%	0.36	61.12%
7 天期回购利率:每月	2.06%	29.62%	0.07	76.21%
市场动量指标:一个月的变化率	27.52%	29.57%	0.93	59.66%
医药行业超额:过去一个月的超额收益	-4.33%	29.62%	-0.15	73.82%
美元兑离岸人民币:每月:差分	30.88%	26.77%	1.15	35.24%
基金仓位因子	-8.31%	29.62%	-0.28	81.91%

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 若因子的起始时间晚于 2005/2/4, 从因子开始时间计算表现。

图 12、中期择时因子在不同市场环境中月度多空收益率的 T 检验值 (2005/2/4-2020/7/10)

	全局	趋势市	震荡市	因子分类
固定资产投资完成额:基础设施建设投资: 累计同比	4.18	4.21	0.97	趋势市占优因子
PPI:全部工业品:环比	4.18	4.04	0.79	趋势市占优因子
股息率计算的风险溢价	1.86	1.19	1.68	全局因子
shibor 利率(2W):每月:差分	1.43	1.54	0.14	趋势市占优因子
7 天期回购利率:每月	1.51	0.71	1.90	震荡市占优因子
市场动量指标:一个月的变化率	2.86	3.19	0.05	趋势市占优因子
医药行业超额:过去一个月的超额收益	0.87	0.00	1.89	震荡市占优因子
美元兑离岸人民币:每月:差分	2.31	2.68	-0.03	趋势市占优因子
仓位择时因子	0.26	-0.47	1.47	震荡市占优因子

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 若因子的起始时间晚于 2005/2/4, 就从因子开始时间计算表现。

以上虽然是统计层面的检验结果, 但是因子也有其内在的逻辑: 如动量因子在趋势市中的表现较好, 但是在震荡市中择时效果不佳, 因为在市场处于上升趋势时, 交易较为活跃, 市场中的多头力量占据主导地位, 股价处在强势的状态之下, 上升趋势更容易维持; 反之当市场处于下行趋势时, 交易冷清, 市场的空头力量相

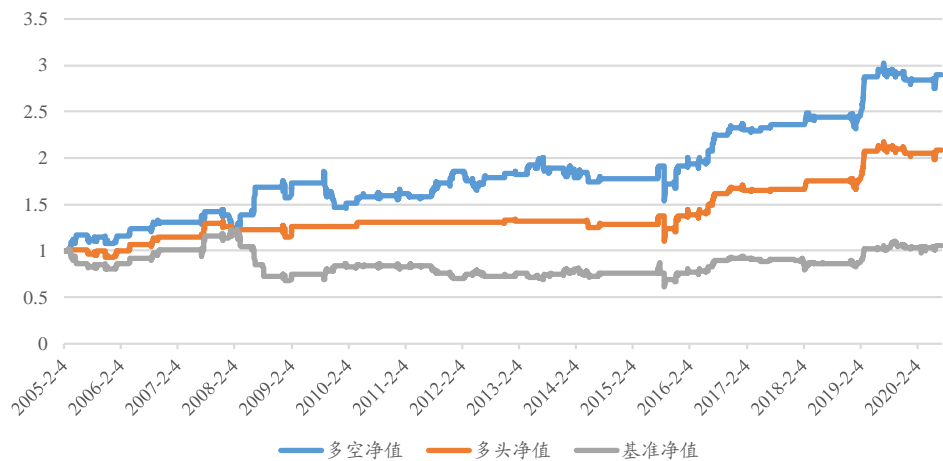
应较强。在震荡市中的趋势不易观察，所以常常难以获得超额收益。医药行业超额收益因子在震荡市中的表现显著优于在趋势市中的表现，因为医药行业是典型的防御型行业，当市场趋势上涨或者趋势下跌的时候，大部分投资者可能会追逐市场的热点行业进行投资，当市场处于趋势不明朗的震荡市中时，投资者可能会投资于医药或者食品饮料等行业以获取相对稳定的投资收益，所以在震荡环境下医药行业可以更好地捕捉投资者的情绪。

鉴于不同的因子分别在震荡市与趋势市中有不俗的表现，我们考虑将基金仓位因子融入到现有的择时模型中并进一步构建分环境择时模型：即当市场处于趋势市（趋势上升和趋势下降）中时，使用趋势市占优因子对市场进行择时；当市场处于震荡市中时，则使用震荡市占优因子择时，全局因子无论在震荡市还是在趋势市中均用来进行择时。

➤ 震荡市择时表现

下图表展示了震荡市中择时的效果，在现有择时模型的基础上，若融入基金仓位信息因子并分环境择时，在震荡市中的年化多空收益率为 29.60%，收益波动比为 1.35，年均双边换手 10.36 次；年化多头收益率为 19.61%，收益波动比为 1.21；Wind 全 A 在震荡市中的年化收益率为 1.33%，收益波动比为 0.05，震荡市中的择时效果非常显著。

图表 13、融入基金仓位信息因子的分环境择时模型在震荡市中的净值表现 (2005/2/4-2020/7/10)



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 14、融入基金仓位信息因子的分环境择时模型在震荡市中的表现 (2005/2/4-2020/7/10)

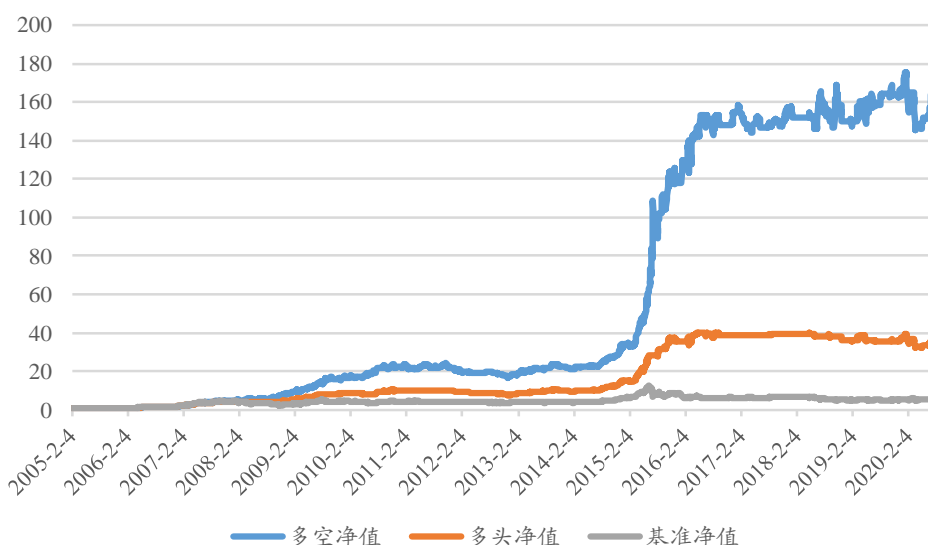
	年化收益率	年化波动率	收益波动比	最大回撤
多空表现	29.60%	21.99%	1.35	23.31%
多头表现	19.61%	16.16%	1.21	20.04%
Wind 全 A	1.33%	24.88%	0.05	50.21%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ 趋势市择时表现

下图表展示了趋势市中择时的效果，若融入基金仓位信息因子并分环境择时，在趋势市中的年化多空收益率为 61.99%，收益波动比为 2.28，年均双边换手 17.23 次；年化多头收益率为 40.92%，收益波动比为 2.13；Wind 全 A 在趋势市中的年化收益率为 19.03%，收益波动比为 0.64，趋势市中的择时效果同样非常显著。

图表 15、融入基金仓位信息因子的分环境择时模型在趋势市中的净值表现 (2005/2/4-2020/7/10)



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 16、融入基金仓位信息因子的分环境择时模型在趋势市中的表现 (2005/2/4-2020/7/10)

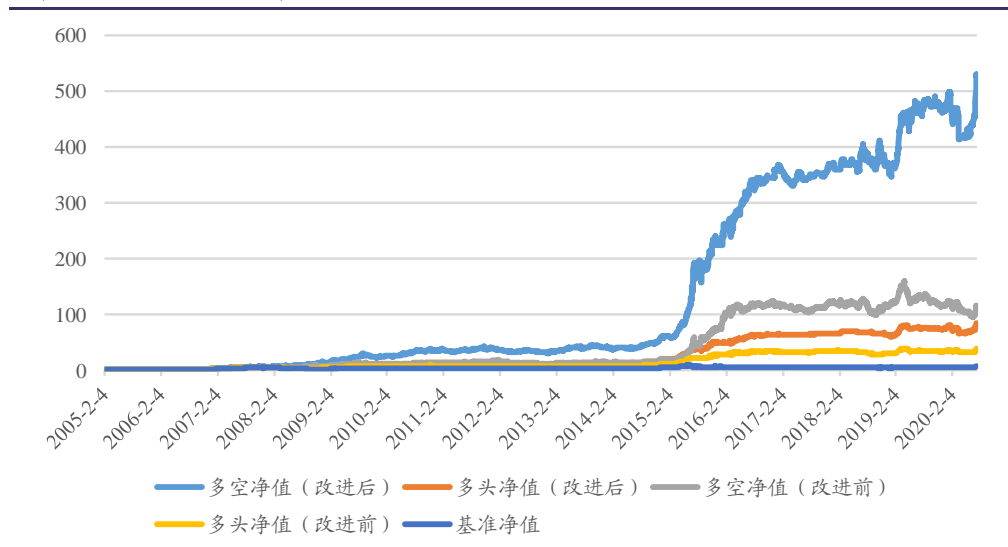
	年化收益率	年化波动率	收益波动比	最大回撤
多空表现	61.99%	27.19%	2.28	31.05%
多头表现	40.92%	19.19%	2.13	29.73%
Wind 全 A	19.03%	29.59%	0.64	61.46%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ 全局择时表现

从全局来看，择时模型的表现同样非常亮眼，经过分环境择时改进之后模型的年化多空收益率为 50.04%，收益波动比为 1.93，年均双边换手 20.08 次；多头的年化收益率为 33.27%，收益波动比为 1.81，同期 Wind 全 A 的年化收益率为 13.35%，收益波动比为 0.47，无论是多空表现还是纯多头的表现较原有择时模型和基准均有显著的提升。

图表 17、融入基金仓位信息因子的分环境择时模型在全局的净值表现 (2005/2/4-2020/7/10)



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 18、融入基金仓位信息因子的分环境择时模型在全局的表现 (2005/2/4-2020/7/10)

	年化收益率	年化波动率	收益波动比	最大回撤
多空表现 (改进后)	50.04%	25.87%	1.93	26.76%
多空表现 (改进前)	35.95%	28.30%	1.27	39.78%
多头表现 (改进后)	33.27%	18.41%	1.81	27.98%
多头表现 (改进前)	26.53%	20.18%	1.31	29.43%
Wind 全 A	13.35%	28.37%	0.47	70.59%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3、总结

跟踪公募基金的股票仓位能较准确且及时地了解公募基金的仓位动向，同时我们也希望将仓位信息运用于实际投资中，本文作为仓位测算的应用篇，分别在不同市场环境中对仓位数据进行了测试并按照均线系统将市场划为趋势市和震荡市，在震荡市中构建了基于基金仓位信息的择时模型。模型的年化多空收益率为 16.10%，收益波动比为 0.65；年化多头收益率为 10.08%，收益波动比为 0.56，基准 Wind 全 A 在震荡市中的年化收益率为 1.33%，收益波动比为 0.05。

在此基础上我们对现有的中期择时模型因子在不同市场环境下进行了检验，鉴于它们分别在震荡市与趋势市中有不俗的表现，本文将基金仓位因子融入到现有的择时模型中并进一步构建了分环境择时模型，无论是在趋势市还是在震荡市中均有优异的表现。从全局来看，分环境择时模型的年化多空收益率为 50.04%，收益波动比为 1.93，年均双边换手 20.08 次；多头的年化收益率为 33.27%，收益波动

比为 1.81，同期 Wind 全 A 的年化收益率为 13.35%，收益波动比为 0.47，改进后的择时模型在提升收益的同时降低了波动和回撤，效果非常显著。

风险提示：模型结论是基于合理假设前提下结合历史数据推导得出，在市场环境转变时模型存在失效的风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn