

2022 年 07 月 20 日

行业拥挤度高会导致相对收益回撤吗？

—— 行业配置与量化组合周报 20220720

相关研究

证券分析师

邓虎 A0230520070003
denghu@swsresearch.com

联系人

邓虎
(8621)23297818×转
denghu@swsresearch.com

本期投资提示：

- **哪些行业拥挤但相对收益不易发生回撤？**从交易拥挤、估值变化、个人投资者资金和收益波动等四个维度衡量行业拥挤度，发现四个拥挤度因子 IC 方向变动频繁，证明某些历史区间拥挤度较高的行业相对收益表现更好。综合来看，通信、电子、汽车、国防军工、电力设备等先进制造板块行业和公用事业、建筑装饰、石油石化等行业明显拥挤时，短期相对收益不会马上发生回撤，行业相对收益对拥挤度反应并不敏感。农林牧渔、轻工制造、纺织服装等消费行业 and 有色金属、煤炭、建筑材料等周期行业的相对收益对拥挤度反应较为敏感，行业发生拥挤时，相对收益马上发生回撤概率较大。当这些行业拥挤度较低时，可以适当增加配置。
- **风格板块配置：风格波动加大，消费相对更强。**根据申万金工风格四象限模型，按照行业相关性将市场划分为金融、周期、消费、成长等四大风格板块，各板块相对强弱位置显示消费板块处于超配区域，但边际趋弱。金融、周期维持低配，两个板块上涨动力均显不足短期走强后快速走弱；成长板块在超配和低配之间来回震荡，未形成稳定趋势，有待市场形成统一观点。
- **行业轮动组合：7 月行业组合推荐计算机、传媒、建筑装饰、通信、纺织服装和交通运输等行业。**计算机、传媒和通信受益于数字经济发展红利，分析师预期改善较为明显，加之前期互联网产业政策限制而近期放松，相关行业估值已回调到合理配置区间；纺织服装和交通运输等行业是复工复产后需求改善较为明确的行业，有望迎来业绩改善。截至 2022 年 7 月 18 日，行业组合 7 月收益-2.6%，相对于申万一级行业等权组合超额收益为 0%。
- **因子表现：成长、反转因子强势，估值有效性回撤。**上周 A 股市场总体表现为小盘成长风格，大盘蓝筹股在前期资金拥挤交易导致估值抬升后，上周发生回调，市场反转效应较强，同时市场风险偏好边际回调，低波动和低流动性股票收益表现更好。小市值股票在沪深 300 中表现更好，主要原因是银行、食品饮料等行业龙头股上周大幅调整，在中证 500、中证 1000 指数中大小盘风格并不明显，在全市场中仍然是小市值风格较为强势。
- **北向资金：上周北向资金大幅净流出 220.4 亿，增持建筑装饰、汽车和美容护理。**上周北向资金大幅净流出 220.4 亿，南向资金小幅净流入 21.1 亿。北向资金增减持排名前三的行业为建筑装饰、汽车和美容护理，增减持排名后三的行业为银行、建筑材料和家用电器。北向资金一改前期稳定净流入态势，上周开始净流出。
- **风险提示：本报告相关测算结果均基于合理假设前提下的客观研究，模型数据均为公开信息，未来市场环境发现变化，亦会存在结论失效可能。**



申万宏源研究微信服务号

目录

1 . 哪些行业拥挤但相对收益不易发生回撤 ?	5
1.1 行业拥挤度：交易、估值、资金和波动	5
1.2 哪些行业相对收益对拥挤度反应更敏感 ?	7
1.3 行业拥挤度结合行业趋势	12
2. 风格轮动：风格波动加大，消费相对更强.....	12
3. 行业组合：7 月行业组合推荐计算机、传媒、建筑装饰、 通信、纺织服装和交通运输等行业.....	15
4. 因子表现：成长、反转因子表现强势.....	16
5. 量化产品：指数增强产品表现好于基准	18
6. 沪深港通：上周北向资金净流出 220.4 亿，增持建筑装饰、 汽车和美容护理.....	20
7. 风险提示.....	21

图表目录

图 1：交易活跃、资金聚集、估值抬升和收益波动四个方面刻画行业拥挤度	5
图 2：波动贡献因子累计 IC 与上证指数走势对比	6
图 3：估值变化因子累计 IC 与上证指数走势对比	6
图 4：交易拥挤因子累计 IC 与上证指数走势对比	7
图 5：个人投资者资金因子累计 IC 与上证指数走势对比	7
图 6：行业趋势&行业拥挤度二维图	12
图 7：金融、周期、消费、成长风格四象限风格轮动状态图	13
图 8：申万行业估值-成长分布：交通运输、有色金属和石油石化等行业配置价值较高	14
图 9：行业轮动模型得分排名前六和后六的行业	15
图 10：2012 年至今多维共振行业轮动组合净值走势	15
图 11：上周风格因子 Rank_IC (2022.7.11-2022.7.15)	17
图 12：历史区间风格因子 Rank_IC 均值 (周频、2010.1.4-2022.7.15)	17
图 13：上周沪深 300 指数增强基金表现	18
图 14：上周中证 500 指数增强基金表现	18
图 15：沪深 300 指增基金近一年收益、回撤、规模分布	19
图 16：中证 500 指增基金近一年收益、回撤、规模分布	19
图 17：量化对冲基金分年度收益表现	20
图 18：2019 年以来量化对冲基金表现	20
图 19：沪深港通资金持股比例前十	20
图 20：上周份北上资金增减持排名前六和后六的行业	21
表 1：估值指标、波动贡献、个人投资者资金和交易指标 IC 值统计	6
表 2：估值变化因子序号与未来 1-6 周行业收益序号之间的相关性	8
表 3：个人投资者资金因子序号与未来 1-6 周行业收益序号之间的相关性	9
表 4：交易拥挤因子序号与未来 1-6 周行业收益序号之间的相关性	10
表 5：行业拥挤度序号与未来 1-6 周行业收益序号之间的相关性	11
表 6：短中长三维风格信号打分明细	13

表 7 : 2022 年沪深 300、中证 500 指数增强产品收益排名前 10	18
表 8 : 2022 年以来量化对冲基金收益排名前 10	19
表 9 : 沪深港通资金流量统计	20

1. 哪些行业拥挤但相对收益不易发生回撤？

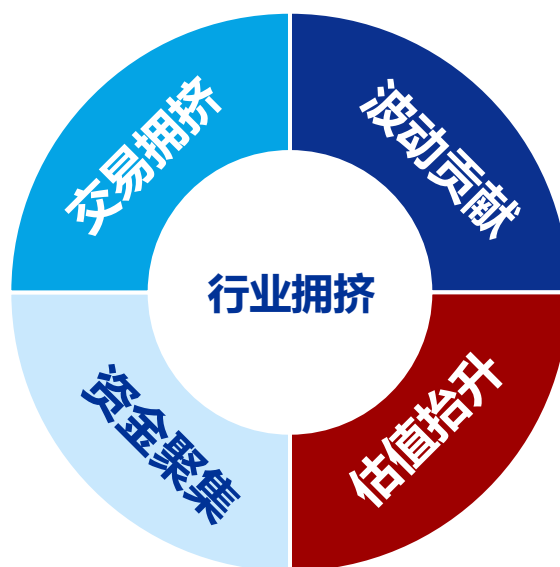
1.1 行业拥挤度：交易、估值、资金和波动

“羊群聚集”在 A 股市场屡见不鲜，理性告诉我们“人多的地方少去”，但投资交易受非理性因素影响，导致交易活跃、资金聚集的股票或行业价格超过了其基本价值，累积较高估值风险，最终侵蚀长期投资者收益。

除了基于基本面信息进行的交易外，“流动性交易者”或“噪声交易者”进行的与企业基本价值无关的买卖行为也会影响股票或行业的长期价格，因此，我们看到拥挤度较高的股票或行业在短期似乎相对表现更好，就是噪声交易者对公司的基本价值产生了干扰，这种干扰随着时间推移越来越小，最终价格会回归其基本面价值。哪些行业拥挤度高但相对收益表现更好，是我们本篇小专题想探讨的话题。

行业拥挤度往往表现为交易拥挤、资金聚集、估值抬升、以及收益波动，我们从以上四个方面构建行业拥挤度细分因子。

图 1：交易活跃、资金聚集、估值抬升和收益波动四个方面刻画行业拥挤度



资料来源：申万宏源研究

波动贡献：参考 Kinlaw&Kritzman (2019)，借助主成分分析方法，计算单个行业对市场波动率贡献程度，反映行业交易热度和资产抱团程度，行业对市场波动贡献越大，资产拥挤度越高。

资金聚集：个人投资者由于缺乏专业知识和分析能力，且具有明显“羊群效应”，其资金往往在市场泡沫时期加仓，在市场底部减仓。

交易拥挤：行业换手率衡量行业内成分股流动性，行业成交额代表买卖行业成分股的资金量大小。换手率和成交额边际变化越大，代表市场对该行业交易越拥挤。

估值抬升：拥挤交易带来的结果之一是行业估值抬升较快，从结果出发，也可以观察行业之间拥挤度的差别。不同行业之间估值不具可比性，因此我们用估值历史分位数的变化作为从估值角度的行业拥挤度衡量。

我们发现行业拥挤度因子是典型的风险因子，而非 alpha 因子。估值变化、波动贡献、交易拥挤和个人投资者资金构建的拥挤度因子自 2017 年以来的周度累计 IC 值并不稳定，其中波动贡献因子的累计 IC 值为正，市场对波动贡献更高的行业给予高溢价，波动贡献似乎并不能较好衡量行业拥挤度。估值变化、交易拥挤和个人投资者资金三个细分因子累计 IC 值均为负值，说明估值抬升快，交易热度高和个人投资者资金流入多的行业长期收益下行。但因子 IC 值并不稳定，因子方向变动也较为频繁。除了波动贡献因子外，其他三个因子的 IC>0 占比均小于 50%，且 IC 均值绝对值小于 2%。

表 1：估值指标、波动贡献、个人投资者资金和交易拥挤因子周度 IC 值统计

	估值变化	波动贡献	个人投资者资金	交易拥挤
IC>0 占比	46.3%	52.6%	49.3%	45.2%
IC 均值	-1.0%	3.1%	-1.4%	-1.9%
IC_IR	(0.26)	0.98	(0.41)	(0.56)

资料来源：申万宏源研究

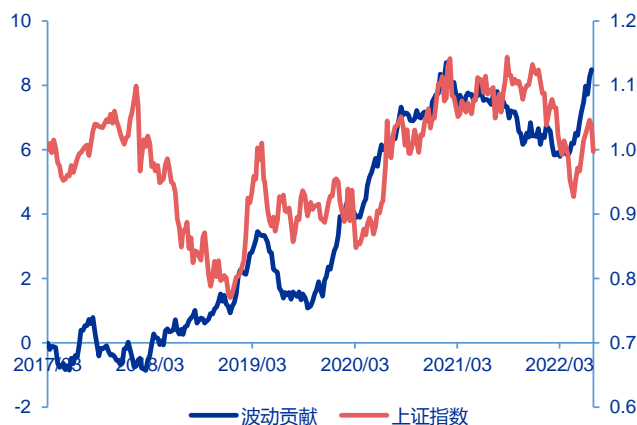
四个拥挤度因子 IC 方向变动频繁，证明某些历史区间拥挤较高的行业相对收益表现更好。将因子累计 IC 值结合上证综合指数走势比较来看，可以观察拥挤度较高的行业相对收益延续或回撤时的大盘走势。

对全市场波动贡献更高的行业长期相对收益更高，在大盘指数见顶回调后的一段时间，波动贡献更高的行业相对收益容易发生回撤。从两者的先后顺序来看，波动贡献累计 IC 值回撤略早于大盘指数见顶 1-2 周。

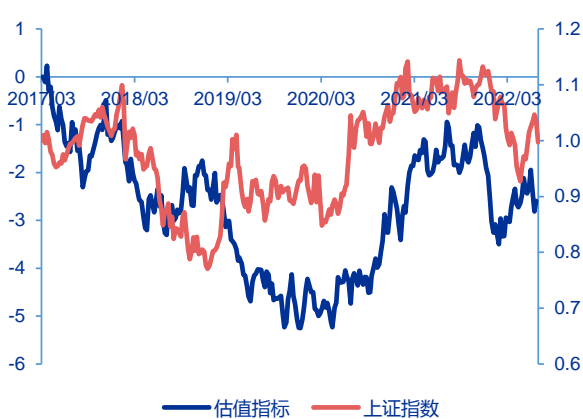
估值变化因子累计 IC 值走势与大盘指数高度一致，在大盘指数下跌区间内，估值抬升较快的行业发生估值回调的可能性较大；大盘指数上涨区间内，市场对高估值的容忍度较高，高估值行业相对表现更好。估值因子累计 IC 值底部和顶部略微提前于大盘指数底部和顶部。

图 2：波动贡献因子累计 IC 与上证指数走势对比

图 3：估值变化因子累计 IC 与上证指数走势对比



资料来源：申万宏源研究

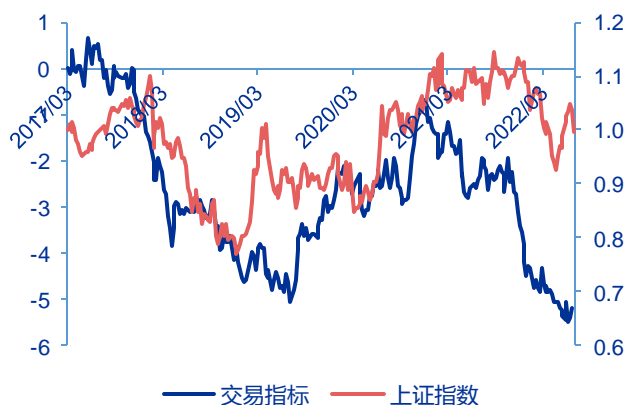


资料来源：申万宏源研究

交易拥挤因子可以较好的衡量市场情绪，A股投资者情绪偏谨慎，除非大盘有明确的上涨趋势，否则交易拥挤的行业相对收益回撤可能性较大。而且，交易拥挤因子累计IC顶部较上证指数顶部提前，但底部较上证指数底部滞后。

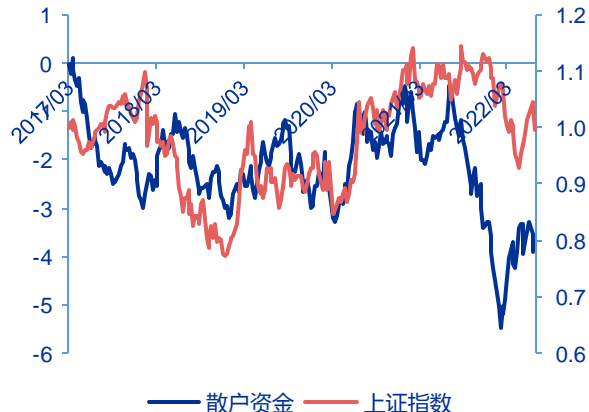
个人投资者资金因子方向变化最为频繁，证明个人投资者对市场观点经常发生改变，市场零星风吹草动，都会导致个人投资者进行买卖交易行为，且个人投资者有“追涨杀跌”倾向，其资金流入较多的行业相对收益发生回撤和大盘下跌也较为吻合。

图4：交易拥挤因子累计IC与上证指数走势对比



资料来源：申万宏源研究

图5：个人投资者资金因子累计IC与上证指数走势对比



资料来源：申万宏源研究

1.2 哪些行业相对收益对拥挤度反应更敏感？

历史复盘我们发现一般大盘指数上行时，高拥挤行业相对收益表现会更好；而大盘下跌区间，高拥挤度行业相对收益发生回撤概率高。从行业自身角度，哪些行业相对收益对拥挤度反应更为敏感？即拥挤度较高的行业，是否会马上反映到未来相对收益上。

排除波动贡献因子，只考虑估值变化、交易拥挤和个人投资者资金三个因子衡量行业拥挤度。在每一期末，对行业按照拥挤度从大到小排序，即行业拥挤度越高，序号越小；同时对截面上行业未来收益从大到小排序，收益越大，序号越小。

针对某个行业，计算时序上拥挤度因子序号和未来 1-6 周的行业收益序号之间相关性，如果相关性为负，则表示该行业拥挤度越高，未来相对收益越小；如果相关性为正，则表示该行业拥挤度较高时，未来相对收益越高。

通信、汽车、钢铁、公用事业和家用电器等行业估值短期快速抬升后，未来收益在所有行业中居于前列，相对收益短期不会发生较大回撤。通信行业一般在未来第 4 周相对收益会回调；随着时间延长，公用事业拥挤度因子序号和未来收益序号之间的相关性减小。

食品饮料、电力设备、电子和农林牧渔等行业短期估值快速抬升后，短期内相对收益会出现较大回调，随着时间延长，相对收益在所有行业中表现较好。

轻工制造、建筑材料、煤炭和非银金融等行业在估值短期抬升后，未来相对收益会马上发生回撤，这些行业相对收益对拥挤度较为敏感。

表 2：估值变化因子序号与未来 1-6 周行业收益序号之间的相关性

行业名称	return_1w	return_2w	return_3w	return_4w	return_5w	return_6w
通信	8.8%	6.3%	4.2%	-2.0%	-3.9%	3.2%
汽车	8.8%	10.8%	14.8%	16.2%	14.4%	11.0%
钢铁	7.4%	5.4%	3.9%	4.2%	3.4%	4.3%
公用事业	7.2%	6.1%	4.7%	0.7%	-0.5%	-4.9%
家用电器	6.5%	11.7%	2.2%	7.4%	6.0%	3.5%
国防军工	4.2%	12.7%	14.4%	11.5%	6.3%	4.3%
有色金属	3.4%	4.4%	6.0%	10.7%	10.7%	5.4%
建筑装饰	1.9%	1.6%	5.0%	4.2%	4.7%	2.7%
医药生物	1.6%	-0.6%	-2.7%	-5.7%	-3.6%	-4.3%
房地产	0.6%	1.0%	-1.3%	-5.0%	-3.6%	-0.8%
食品饮料	-1.0%	4.8%	6.2%	4.1%	4.6%	4.5%
电力设备	-2.2%	1.3%	8.3%	8.8%	8.7%	8.1%
传媒	-2.5%	-1.1%	-3.4%	-3.5%	-5.1%	-2.5%
机械设备	-2.6%	3.3%	8.5%	4.2%	2.8%	0.4%
商贸零售	-3.5%	5.1%	3.1%	1.3%	0.1%	1.2%
电子	-3.5%	-3.0%	3.9%	7.2%	6.3%	5.7%
纺织服饰	-3.5%	-8.9%	3.1%	4.6%	2.9%	6.1%
石油石化	-3.9%	1.0%	4.4%	2.6%	-2.1%	-2.0%
交通运输	-3.9%	-8.1%	-1.9%	2.1%	-4.1%	-3.2%
银行	-4.0%	0.6%	-3.2%	-2.2%	-2.2%	-1.2%
社会服务	-4.3%	-9.7%	-10.7%	-9.9%	-4.4%	-1.6%
计算机	-5.2%	-2.0%	-1.5%	-2.5%	-2.2%	0.0%
综合	-6.0%	-1.2%	2.0%	8.6%	2.2%	3.4%

基础化工	-6.4%	-8.4%	-11.1%	-8.0%	-1.6%	-2.1%
煤炭	-9.8%	-7.8%	1.9%	-0.7%	3.7%	1.9%
非银金融	-9.9%	-3.3%	-6.6%	-2.3%	2.6%	-3.7%
建筑材料	-10.0%	-6.7%	-8.4%	-5.4%	-0.4%	-5.2%
轻工制造	-10.1%	-2.0%	0.4%	5.5%	1.2%	-0.2%
农林牧渔	-13.9%	2.4%	3.4%	4.9%	5.4%	3.0%

资料来源：申万宏源研究

汽车、电子、石油石化、钢铁和交通运输等行业在个人投资者资金流入较多时，短期未来相对收益维持优势，但随着时间延长，相对收益会发生回调。

银行、电力设备这两个行业在个人投资者资金流入较多时，未来相对收益在所有行业中维持前列，对拥挤度并不敏感。

农林牧渔、纺织服饰、基础化工、国防军工和食品饮料等行业在个人投资者资金流入较多时，相对收益后续发生回调概率较大，对拥挤度反应灵敏。

表 3：个人投资者资金因子序号与未来 1-6 周行业收益序号之间的相关性

行业名称	return_1	return_2	return_3	return_4	return_5	return_6
电子	7.5%	5.8%	-2.0%	-3.2%	-3.8%	-2.1%
汽车	5.2%	-5.1%	-3.1%	-4.0%	-3.0%	-6.4%
石油石化	3.1%	-0.4%	-4.5%	-9.5%	-12.4%	-15.5%
钢铁	3.1%	-0.8%	-2.3%	-5.0%	-2.9%	-1.1%
交通运输	2.2%	2.7%	1.9%	-2.5%	-0.7%	-1.3%
计算机	0.9%	-0.7%	-6.2%	-8.2%	-7.5%	-10.3%
银行	0.4%	4.8%	9.5%	11.2%	8.0%	9.7%
电力设备	-0.1%	10.3%	9.9%	9.4%	10.8%	8.0%
医药生物	-0.4%	-1.1%	-3.0%	-1.3%	-4.1%	1.8%
有色金属	-1.0%	-10.8%	-10.6%	-6.2%	-8.0%	-7.7%
建筑材料	-1.1%	-0.4%	-6.1%	-3.5%	-4.3%	0.1%
商贸零售	-1.5%	-0.1%	-4.6%	-6.2%	-2.9%	-0.8%
传媒	-1.8%	-0.6%	-2.9%	-3.7%	-8.5%	-8.5%
通信	-2.3%	-7.7%	-8.6%	-7.1%	-2.4%	-8.6%
公用事业	-2.3%	0.2%	1.2%	2.2%	-0.5%	-3.5%
非银金融	-3.8%	-5.8%	-5.4%	-3.3%	-1.1%	-3.8%
机械设备	-4.8%	-0.6%	-1.3%	-6.0%	-5.8%	-6.6%
轻工制造	-4.9%	-1.6%	-4.9%	-0.6%	-1.8%	-0.3%
综合	-4.9%	1.3%	-2.0%	-6.3%	-3.5%	-4.3%
建筑装饰	-5.8%	-2.5%	-2.2%	-1.3%	3.9%	0.1%
社会服务	-6.3%	-9.1%	-9.3%	-13.6%	-7.3%	-7.9%
房地产	-6.7%	5.0%	-0.4%	0.8%	3.6%	2.2%
家用电器	-8.1%	-2.2%	5.3%	0.7%	-2.5%	0.6%
煤炭	-8.6%	0.3%	1.5%	-5.6%	-2.8%	-1.2%
食品饮料	-9.7%	-8.7%	-10.9%	-11.8%	-6.8%	-6.1%
国防军工	-11.0%	-2.6%	-3.9%	-1.7%	-3.0%	-6.8%

基础化工	-11.4%	-11.8%	-2.7%	-7.6%	-8.5%	-14.1%
纺织服饰	-12.3%	-3.7%	-1.2%	-2.9%	-5.6%	-2.7%
农林牧渔	-13.2%	-16.8%	-13.3%	-16.4%	-16.1%	-24.2%

资料来源：申万宏源研究

行业交易层面表现较为拥挤时，公用事业、商贸零售、通信、国防军工和农林牧渔等行业在短期内相对收益维持前列，通信和交通运输行业从第 2 周开始相对收益回撤，国防军工在第 4 周相对收益开始回撤。

钢铁、电力设备、传媒、农林牧渔和汽车等行业在市场放量时相对收益并不会立即上涨，一般在第 2 周开始上涨。

纺织服饰、建筑材料、建筑装饰、基础化工和非银金融等行业交易热度较高时，相对收益发生回撤的可能性更大，对拥挤度反应敏感。

表 4：交易拥挤因子序号与未来 1-6 周行业收益序号之间的相关性

行业名称	return_1	return_2	return_3	return_4	return_5	return_6
公用事业	11.9%	10.5%	5.1%	1.9%	-0.2%	-2.7%
商贸零售	7.0%	9.2%	6.1%	1.6%	-1.6%	2.5%
通信	6.3%	-1.8%	-1.9%	-2.9%	-1.7%	1.0%
国防军工	5.1%	8.1%	4.3%	5.6%	-0.3%	-1.5%
交通运输	3.3%	-2.5%	-4.7%	-0.6%	-3.9%	-3.0%
石油石化	3.0%	6.9%	9.1%	10.2%	6.4%	5.4%
银行	1.4%	10.1%	8.5%	3.3%	0.3%	-0.7%
有色金属	1.3%	0.6%	0.4%	2.9%	2.3%	-0.1%
电力设备	0.9%	1.5%	1.3%	2.2%	4.4%	7.0%
钢铁	0.1%	-0.5%	0.2%	1.1%	7.6%	11.3%
医药生物	0.0%	2.7%	1.9%	-1.5%	-2.3%	-3.1%
家用电器	-0.6%	3.0%	0.4%	6.0%	1.7%	4.0%
社会服务	-0.6%	6.7%	3.8%	7.0%	3.4%	3.0%
电子	-0.9%	4.3%	3.5%	4.1%	2.2%	-0.8%
机械设备	-0.9%	2.2%	8.1%	8.8%	3.2%	4.4%
计算机	-1.1%	-1.0%	1.0%	0.5%	1.9%	1.5%
轻工制造	-1.2%	2.0%	1.4%	4.3%	0.3%	2.5%
传媒	-2.8%	8.7%	5.7%	4.6%	4.0%	1.5%
非银金融	-4.2%	-5.1%	-13.4%	-16.8%	-16.2%	-19.4%
汽车	-4.3%	4.5%	7.8%	5.1%	2.1%	2.4%
房地产	-5.0%	-10.0%	-11.3%	-5.7%	-4.3%	-3.0%
综合	-5.1%	3.0%	3.8%	1.5%	1.5%	0.6%
食品饮料	-5.2%	0.7%	0.5%	5.1%	2.2%	4.5%
农林牧渔	-5.3%	5.2%	5.4%	2.9%	7.1%	2.8%
煤炭	-6.6%	-10.2%	-5.6%	-5.3%	1.4%	3.6%
基础化工	-6.7%	4.7%	-4.5%	-4.4%	-2.1%	-2.9%
建筑装饰	-6.8%	-0.2%	2.8%	-0.5%	3.9%	4.9%
建筑材料	-12.7%	-16.8%	-9.7%	-5.2%	-4.2%	1.0%

纺织服装

-12.7%

-9.8%

-4.6%

-3.6%

-8.7%

-6.5%

资料来源：申万宏源研究

将三个维度的拥挤度细分因子加总为行业拥挤度因子。综合来看，通信、电子、汽车、国防军工、电力设备等先进制造板块行业和公用事业、建筑装饰、石油石化等行业明显拥挤时，短期相对收益不会马上发生回撤，行业相对收益对拥挤度反应并不敏感。

农林牧渔、轻工制造、纺织服装等消费行业和有色金属、煤炭、建筑材料等周期行业的相对收益对拥挤度反应较为敏感，行业发生拥挤时，相对收益马上发生回撤概率较大。当这些行业拥挤度较低时，可以适当增加配置。

表 5：行业拥挤度序号与未来 1-6 周行业收益序号之间的相关性

行业名称	return_1	return_2	return_3	return_4	return_5	return_6
通信	9.3%	1.0%	1.0%	-1.7%	-1.5%	1.4%
公用事业	5.2%	4.4%	2.6%	-0.5%	-2.9%	-6.0%
钢铁	5.0%	-0.7%	-2.4%	-3.1%	1.3%	4.7%
汽车	4.7%	4.8%	10.8%	9.0%	7.2%	3.9%
电子	2.2%	3.2%	-0.1%	0.2%	-0.2%	-0.6%
家用电器	1.0%	3.6%	0.9%	4.0%	-1.8%	-0.4%
交通运输	0.9%	-4.9%	-6.5%	-2.9%	-5.4%	-3.0%
国防军工	0.5%	11.8%	11.0%	10.7%	4.0%	1.5%
石油石化	0.4%	5.0%	9.1%	6.7%	-0.4%	-1.6%
医药生物	-1.3%	-5.4%	-7.3%	-7.8%	-8.9%	-4.9%
商贸零售	-1.8%	6.5%	3.3%	-0.8%	-2.0%	2.5%
电力设备	-2.8%	5.4%	8.8%	6.9%	8.7%	9.2%
建筑装饰	-2.9%	0.6%	5.1%	5.0%	9.0%	7.9%
非银金融	-3.3%	-1.9%	-9.6%	-6.9%	-3.8%	-11.7%
综合	-3.6%	3.3%	4.0%	6.0%	4.3%	4.3%
传媒	-3.8%	0.5%	-2.5%	-2.9%	-5.2%	-5.8%
房地产	-4.3%	-2.9%	-6.3%	-5.5%	-3.6%	-1.6%
社会服务	-4.3%	-1.5%	-3.0%	-1.9%	0.4%	2.8%
计算机	-4.3%	-0.4%	-1.1%	-2.4%	-2.4%	-3.1%
机械设备	-4.4%	1.6%	5.3%	0.9%	-3.0%	-3.6%
有色金属	-4.5%	-7.2%	-6.7%	-1.7%	-2.6%	-6.7%
银行	-4.7%	5.7%	6.0%	5.0%	1.3%	0.3%
食品饮料	-5.5%	1.6%	-0.5%	0.2%	0.5%	0.8%
建筑材料	-8.1%	-11.3%	-11.7%	-7.8%	-4.8%	-3.7%
轻工制造	-9.8%	-1.8%	-2.4%	5.0%	0.7%	0.6%
纺织服装	-11.5%	-10.6%	0.5%	-0.1%	-4.2%	0.4%
煤炭	-11.6%	-9.1%	-2.9%	-4.0%	3.4%	3.6%
基础化工	-13.9%	-11.1%	-9.5%	-10.2%	-7.2%	-10.9%
农林牧渔	-18.1%	-5.1%	-1.3%	-3.3%	-0.7%	-8.6%

资料来源：申万宏源研究

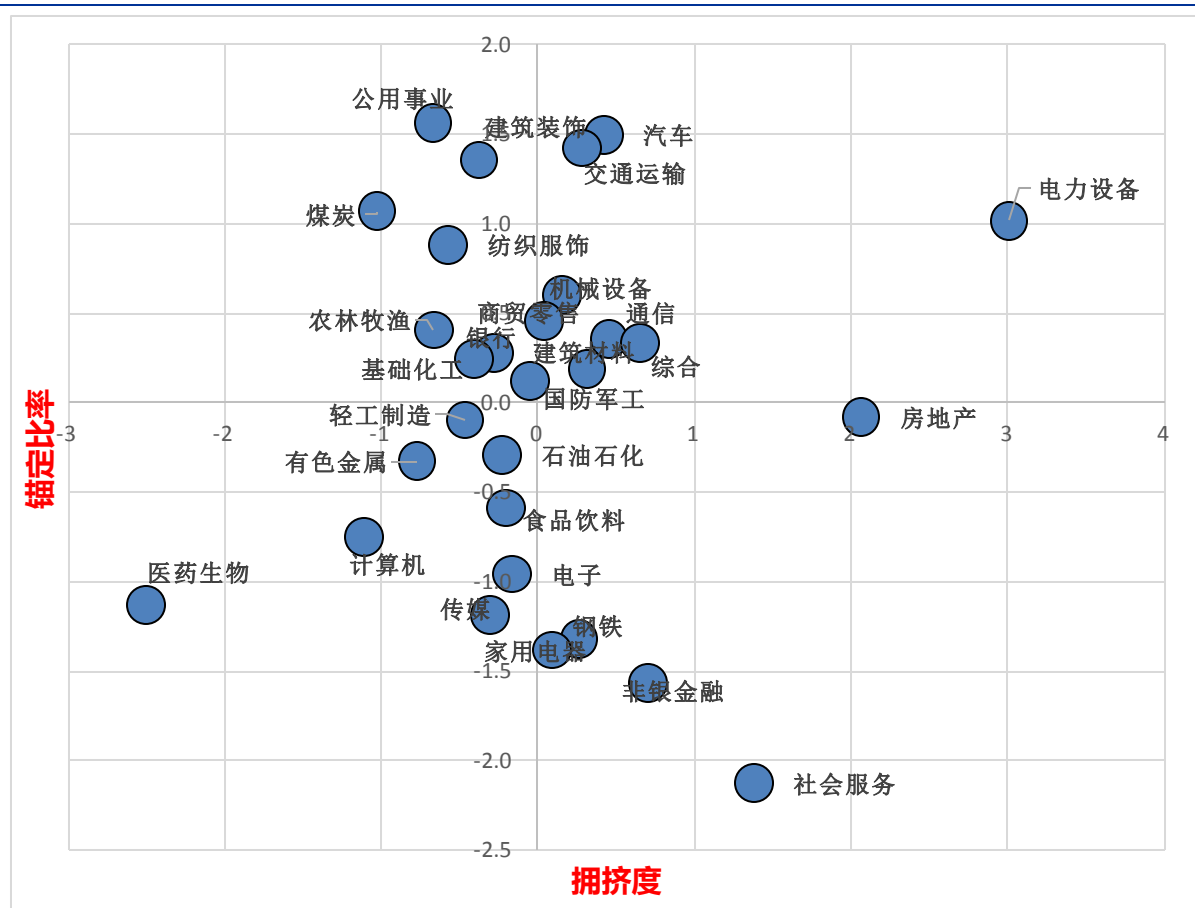
1.3 行业拥挤度结合行业趋势

锚定效应是投资决策中普遍存在的一种直觉偏差。当评估股价高低时，投资者会以过去一段时间内的某些特定数值，比如最高价、最低价，作为“锚”来判断股价的相对高低。我们借鉴行为金融学中锚定效应概念，将过去一年区间的最高价定义为锚定价格，当前价格相对锚定价格的比率作为锚定比率，来刻画行业价格趋势。

当前拥挤度排名前五位的行业为：电力设备、房地产、社会服务、非银金融和通信。拥挤排名后五位的行业为医药生物、计算机、煤炭、有色金属和公用事业。

行业趋势排名前五位的行业为：公用事业、汽车、交通运输、建筑装饰和煤炭；行业趋势排名后五位的行业为：社会服务、非银金融、钢铁、家用电器和传媒。

图 6：行业趋势&行业拥挤度二维图



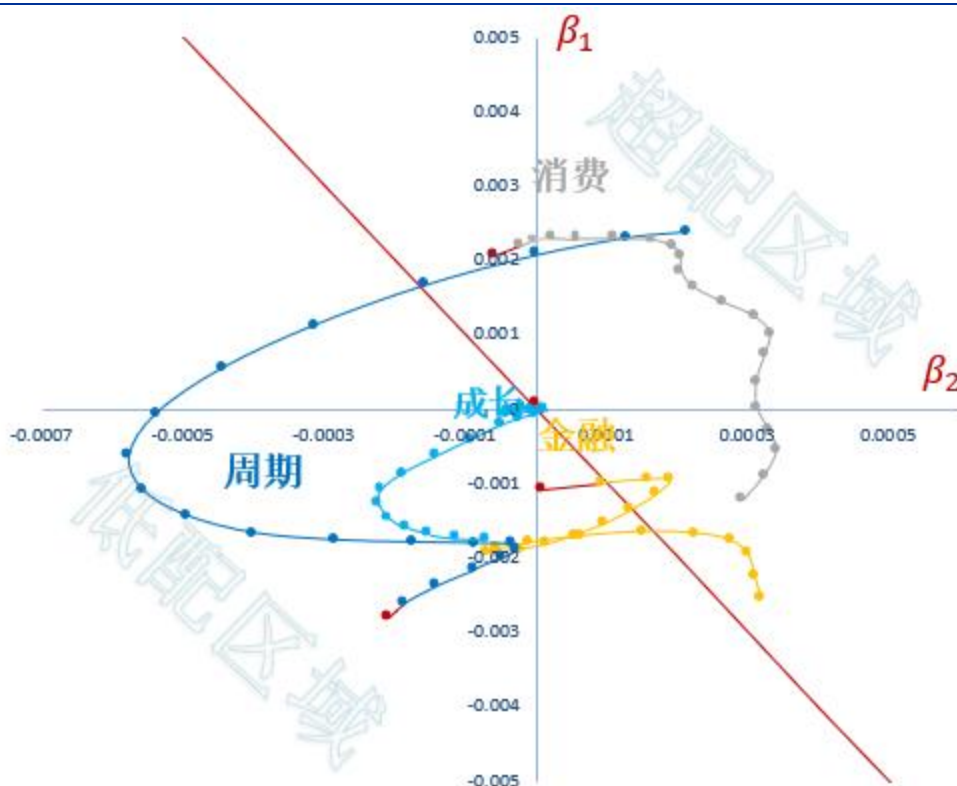
资料来源：申万宏源研究，截至 2022/7/15

2. 风格轮动：风格波动加大，消费相对更强

根据申万金工风格四象限模型，按照行业相关性将市场划分为金融、周期、消费、成长等四大风格板块，各板块相对强弱位置显示，消费板块处于超配区域，但边际趋

弱。金融、周期维持低配，两个板块上涨动力均显不足，短期走强后快速走弱；成长板块在超配和低配之间来回震荡，未形成稳定趋势，有待市场形成统一观点。

图 7：金融、周期、消费、成长风格四象限风格轮动状态图



资料来源：申万宏源研究，注：以上风格划分以行业聚类得到，图中每一点代表一日数据，起点为 2022 年 6 月 20 日，红色为终点 2022 年 7 月 18 日（所有风格沿逆时针方向移动）。横轴 β_2 为相对强弱曲线二阶导数替代指标，纵轴 β_1 为相对强弱曲线一阶导数替代指标，红色直线为边界线，直线右上方（越远越好）建议超配该风格，反之低配。

短、中、长三维度风格信号加总显示，当前风格强弱顺序为：消费 > 科技 > 金融 > 周期。长期信号方面，A 股盈利水平和成长板块盈利水平 22Q1 有所改善，流动性指标方面，当前流动性宽松信号明确，利好成长风格；中期指标方面，机构资金持续净流出，市场风险短期释放，总体以成长信号为主；短期指标方面，市场交易热度周度下行，或在酝酿反弹时机，市场对于成长风格标的的买方力量较强，总体利好成长风格。

表 6：短中长三维度风格信号打分明细

指标名称		周期	金融	科技	消费
长期指标	两两强弱对比打分	0.3	1.7	1	3
	A 股				
	wind 全 A(除金融、两石)	0	0	1	1
	盈利				
	创业板指数-沪深 300 指数	0	0	1	1
	流动性				
短期指标	九款货币条件指数	0	0	1	1
	国债期限利差	0	0	1	1
	一年期国债率	0	0	1	1

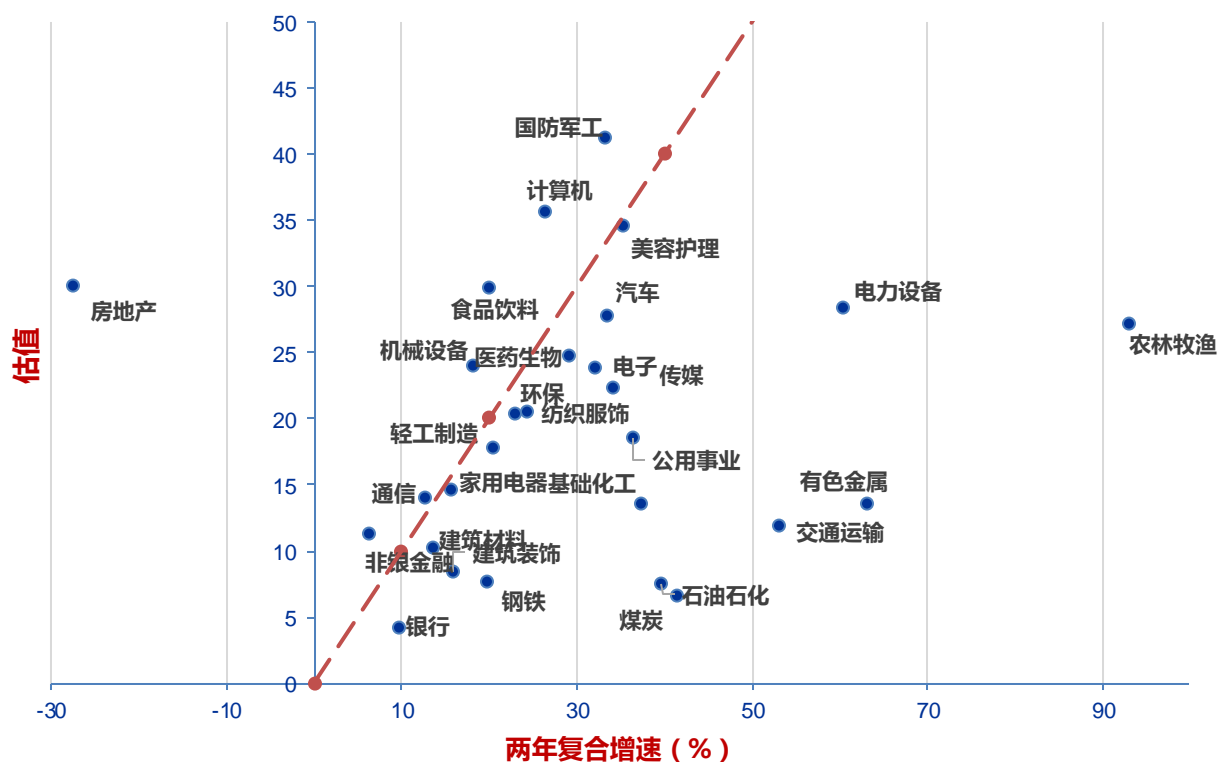
中期 指标	机构 资金	市场卖比信号	1	1	0	0
		公募基金股票资产占比	0	0	1	1
		股票型基金新发基金份额	1	1	0	0
		机构资金净流入	0	0	1	1
短期 指标	风险 溢价	股权风险溢价(ERP)	1	1	0	0
		小盘成长多空能量信号	0	0	1	1
	市场 交易	沪深成交额	0	0	1	1
		wind 全 A 换手率	0	0	1	1
组合信号			3.3	4.7	11	13

资料来源：申万宏源研究

根据朝阳永续一致预期数据，以 2022 年和 2023 年预期净利润计算的滚动一致预期 PE 为估值指标，滚动一致预期净利润两年复合增长率为成长指标。申万一级行业估值指标均为正，估值 100 倍以上的行业为商贸零售和综合两个行业；成长指标为负的行业为房地产行业。

从成长、估值分布来看，交通运输、有色金属、农林牧渔和电力设备等行业长期配置性价比较高，电力设备和农林牧渔两个行业当前估值调整到合理水平，但预期盈利增速较高。成长性较低但估值偏高的行业为国防军工、计算机和食品饮料等行业；成长性偏低且估值也低的行业为银行、非银金融和钢铁等行业。

图 8：申万行业估值-成长分布：农林牧渔、电力设备和有色金属等行业配置价值较高



资料来源：朝阳永续，申万宏源研究，截至 2022 年 7 月 18 日，注：横坐标为滚动一致预期净利润两年复合增长率；纵坐标为行业滚动一致预期 PE

3. 行业组合：7 月行业组合推荐计算机、传媒、建筑装饰、通信、纺织服装和交通运输等行业

我们从价格趋势、短期交易情绪、资金分化、基本面指标、分析师预期变化等多个维度，寻找共振指标，构建超额收益相对稳健的行业组合。基于多维共振行业轮动模型，我们推荐配置经调整后价格趋势向上、短期加速下跌或短期缓慢上涨、机构资金流入及个人投资者资金流出、基本面稳健、分析师预期变化向好的行业。

7 月行业组合配置主线为“数字经济发展红利”和“疫后需求修复”，推荐计算机、传媒、建筑、通信、纺织服装和交通运输等 6 个行业，计算机、传媒和通信受益于数字经济发展红利，分析师预期改善较为明显，加之前期互联网产业政策限制近期政策放松，相关行业估值已回调到合理配置区间；纺织服装和交通运输等行业是复工复产后需求改善较为明确的行业，有望迎来业绩改善。

根据申万宏源金工五维共振行业轮动模型，7 月行业组合计算机、传媒、建筑装饰、通信、纺织服装和交通运输等 6 个行业。截至 2022 年 7 月 18 日，行业组合 7 月收益-2.6%，相对于申万一级行业等权组合超额收益为 0%。

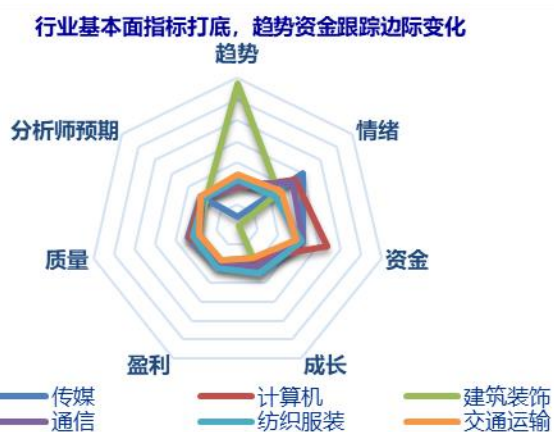
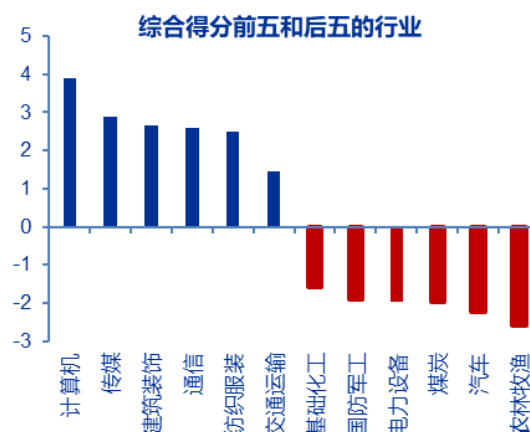


图 9：行业轮动模型得分排名前六和后六的行业



资料来源：申万宏源研究

资料来源：申万宏源研究

6 月份行业组合（传媒、食品饮料、纺织服装、通信、家电和汽车）收益 9.5%，相比于基准组合超额收益 1.6%。长期来看，行业轮动模型收益表现稳健，2012 年至今行业组合年化收益 20.5% 相比基准超额收益 10.4% 超额收益波动率仅 8.2%，最大回撤-18.9%。

图 10：2012 年至今多维共振行业轮动组合净值走势



资料来源：申万宏源研究，截至 2022 年 7 月 18 日

4. 因子表现：成长、反转因子表现强势

根据申万金工因子监控体系，从因子数据库中筛选有效性较强的 33 个细分因子，经过市值行业中性化，去极值、标准化等预处理，合成规模（负向）、估值（正向）、分红（正向）、盈利（正向）、财务质量（正向）、成长（正向）、反转（负向）、波动率（负向）、流动性（负向）、分析师一致预期（正向）等 10 大类风格因子，观测沪深 300、中证 500、中证 1000 以及全市场样本内因子收益和风格变化。

我们将沪深 300、中证 500、中证 1000、全市场等 4 种样本空间内股票，按照风格因子从小到大排序分成 10 组（其中沪深 300 分 5 组），分别计算因子组合收益、因子与下期收益相关性来衡量风格因子有效性。

上周 A 股市场总体表现为小盘成长风格，大盘蓝筹股在前期资金拥挤交易导致估值抬升后，上周发生回调，市场反转效应较强，同时风险事件频发导致市场风险偏好边际回调，低波动和低流动性股票收益表现更好。

规模因子方面，小市值股票在沪深 300 中表现更好，主要原因是银行、食品饮料等行业龙头股上周大幅调整，在中证 500、中证 1000 股票大小盘风格并不明显，在全市场中仍然是小市值风格较为强势。

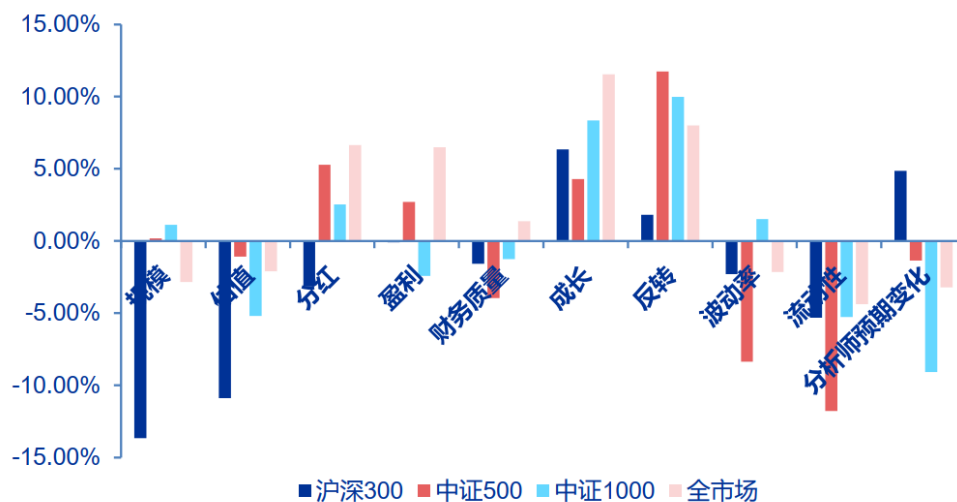
估值因子有效性持续回撤，在所有股票池中选股有效性均较差；分红因子中证 500、中证 1000 和全市场中表现强势。

成长因子表现强势，得益于市场对电力设备、汽车等高景气赛道的偏好，成长因子在所有股票池中均表现强势，但市场未对成长板块尚未形成统一看法，成长因子选股有效性并不稳定。盈利因子在全市场和中证 500 中表现更为强势，中证 500 指数后续上涨动力或来自于指数盈利水平改善。

量价因子方面，上周市场风险偏好边际下行，波动率与流动性因子方向为负，表示低波动率和低流动性股票收益表现相对更好；反转因子表现强势。

分析师预期因子有效性与市场风险偏好关系较大，在市场风险偏好较高时，市场往往对预期业绩给予较高溢价，而在上周市场风险偏好边际下行的背景下，分析师预期因子在多数股票池中失效。

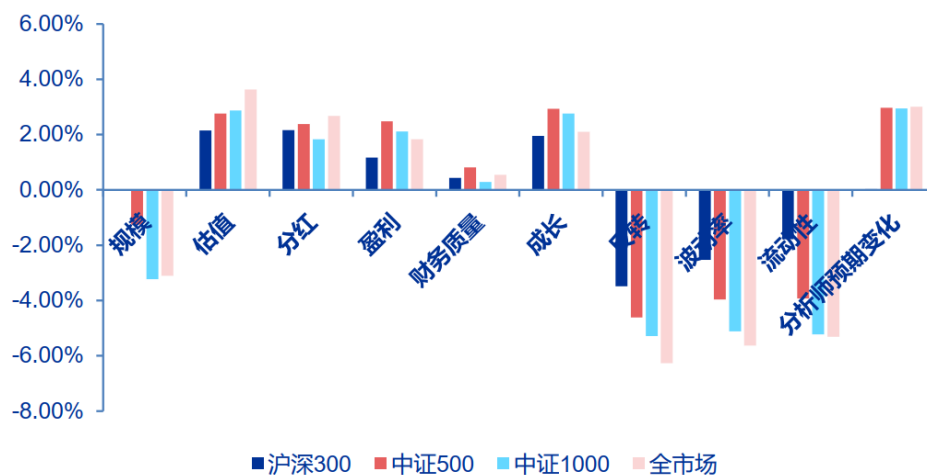
图 11：上周风格因子 Rank_IC (2022.7.11-2022.7.15)



资料来源：申万宏源研究

计算 2010 年至今风格因子周度秩相关系数，长期来看大类风格因子均具备较强有效性，保证基于经济逻辑的因子配置可收获长期收益。

图 12：历史区间风格因子 Rank_IC 均值 (周频、2010.1.4-2022.7.15)

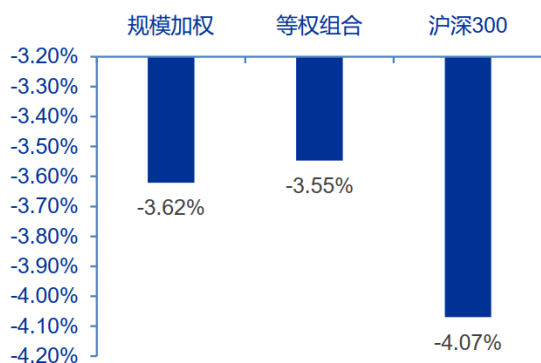


资料来源：申万宏源研究

5. 量化产品：指数增强产品表现好于基准

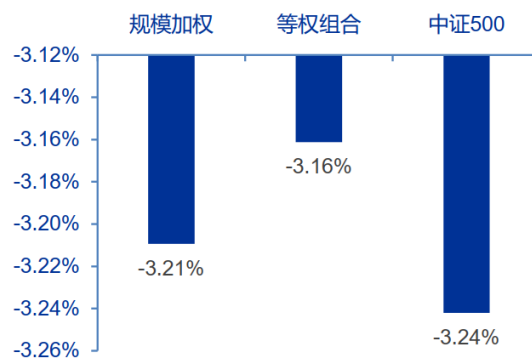
中证 500 指数和沪深 300 指数增强产品上周表现均好于基准。沪深 300 增强基金上周超额收益平均为 0.52%，超额收益中位数为 0.45%。中证 500 增强基金上周超额收益平均为 0.08%，超额收益中位数为-0.05%。

图 13：上周沪深 300 指数增强基金表现



资料来源：申万宏源研究，Wind

图 14：上周中证 500 指数增强基金表现



资料来源：申万宏源研究，Wind

2022 年以来收益排名前三的沪深 300 指数增强基金：鹏华沪深 300 指数增强、万家沪深 300 指数增强 A 和汇添富沪深 300 指数增强 A，收益分别为-4.63%、-6.50%和-8.63%，同期沪深 300 指数收益-14.00%。

2022 年以来收益排名前三的中证 500 指数增强基金：富荣中证 500 指数增强 A、国泰君安中证 500A 和嘉实中证 500 指数增强 A，收益分别为-7.09%，-7.38%和-7.68%，同期中证 500 指数收益-15.80%。

表 7：2022 年沪深 300、中证 500 指数增强产品收益排名前 10

沪深 300 指数增强基金收益排名前 10				中证 500 指数增强基金收益排名前 10			
代码	名称	基金规模	2022 年以来收益	代码	名称	基金规模	2022 年以来收益
005870.OF	鹏华沪深 300 指数增强	3.53	-4.63%	004790.OF	富荣中证 500 指数增强 A	0.06	-7.09%
002670.OF	万家沪深 300 指数增强 A	9.22	-6.50%	014155.OF	国泰君安中证 500A	10.44	-7.38%
005530.OF	汇添富沪深 300 指数增强 A	4.08	-8.63%	008778.OF	嘉实中证 500 指数增强 A	0.93	-7.68%
007143.OF	国投瑞银沪深 300 量化增强 A	8.19	-8.69%	006783.OF	红土创新中证 500 指数增强 A	0.42	-7.96%
310318.OF	申万菱信沪深 300 指数增强 A	7.60	-8.86%	005607.OF	华宝中证 500 指数增强 A	0.45	-8.37%
004190.OF	招商沪深 300 指数增强 A	4.73	-9.24%	561550.SH	华泰柏瑞中证 500 增强策略 ETF	9.58	-8.42%
561990.SH	招商沪深 300 增强策略 ETF	4.99	-9.46%	003986.OF	申万菱信中证 500 优选增强 A	23.29	-8.45%
010872.OF	博时沪深 300 指数增强 A	0.22	-9.60%	013639.OF	光大保德信中证 500 指数增强 A	5.22	-8.47%
005137.OF	长信沪深 300 指数增强 A	3.93	-9.65%	006682.OF	景顺长城中证 500 指数增强	16.63	-8.60%
010908.OF	大成沪深 300 增强 A	2.21	-9.67%	161017.SZ	富国中证 500 指数增强 A	76.53	-9.46%

资料来源：Wind，申万宏源研究，规模数据为 A\C 份额合计，截至 2022 年 7 月 15 日，单位：亿元

从近一年指增产品相对于基准的超额收益和超额回撤来看,规模中等偏小的基金控制回撤的能力较强。近一年超额 Calmar 比率前三的 300 增强产品为诺安沪深 300 指数增强 A、富荣沪深 300 增强 A 和中泰沪深 300 指数增强 A;近一年超额 Calmar 比率前三的 500 增强产品为中金中证 500 指数增强 A、申万菱信中证 500 优选增强 A 和招商中证 500 指数增强 A。

图 15：沪深 300 指增基金近一年收益、回撤、规模分布

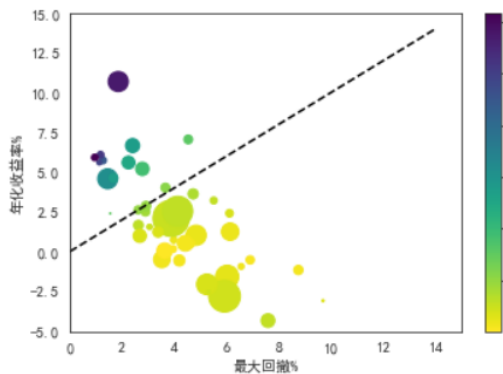
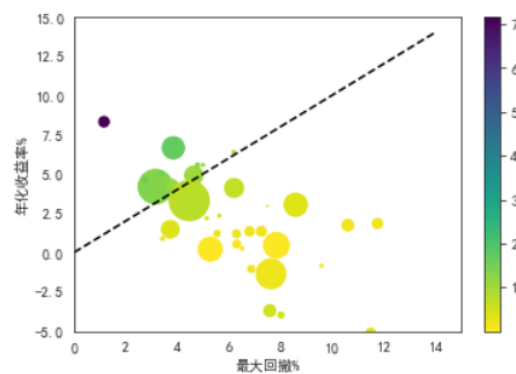


图 16：中证 500 指增基金近一年收益、回撤、规模分布



资料来源：申万宏源研究，2021.7.15-2022.7.15，注：横轴表示相对于基准指数的超额最大回撤，纵轴表示相对于基准指数超额收益，气泡颜色深浅表示相对于基准指数的超额 Calmar 大小，气泡大小表示截至 2022Q1 的基金规模，虚线表示超额 Calmar 比率=1

上周量化对冲基金等权组合收益率-0.239%，规模加权收益率-0.007%。近一年收益排名前三的量化对冲基金为富国量化对冲策略三个月 A、华泰柏瑞量化对冲、南方绝对收益策略，收益分别为 2.38%、1.98%、1.64%。

表 8：2022 年以来量化对冲基金收益排名前 10

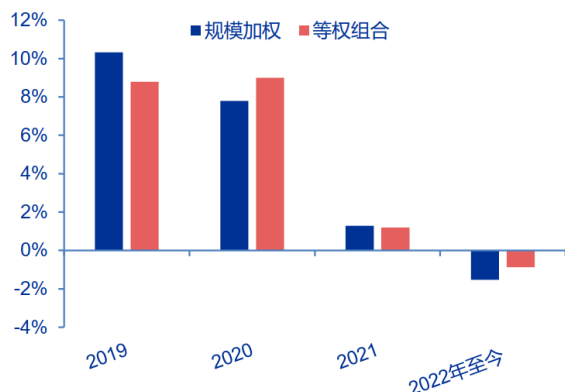
基金代码	基金名称	成立日期	基金规模	2022 年收益	本周收益	本月收益	2021 年收益
008835.OF	富国量化对冲策略三个月 A	2020-02-25	12.30	2.38%	-1.09%	0.46%	3.56%
002804.OF	华泰柏瑞量化对冲	2016-05-26	0.41	1.98%	-0.47%	0.86%	1.39%
000844.OF	南方绝对收益策略	2014-12-01	1.50	1.64%	-0.05%	0.09%	0.15%
008851.OF	景顺长城量化对冲策略三个月	2020-02-27	5.05	1.33%	-0.67%	-0.03%	1.57%
008856.OF	华夏安泰对冲策略 3 个月定开	2020-06-05	2.87	0.76%	0.87%	1.25%	6.45%
860010.OF	光大阳光对冲策略 6 个月 A	2020-03-25	4.17	0.38%	-0.27%	0.33%	-2.58%
008895.OF	申万菱信量化对冲策略	2020-03-25	8.57	0.30%	-0.25%	-0.45%	2.50%
001073.OF	华泰柏瑞量化收益	2015-06-29	1.95	0.30%	-0.44%	0.59%	2.45%
008848.OF	中融智选对冲策略 3 个月定开	2020-04-03	3.47	-0.17%	0.57%	0.68%	7.78%
002224.OF	中邮绝对收益策略	2015-12-30	1.97	-0.19%	0.19%	0.28%	1.99%

资料来源：Wind，申万宏源研究，规模数据为 A\C 份额合计，截至 2022 年 7 月 15 日，单位：亿元

2021 年 8 月量化对冲基金收益发生回撤 2022 年 4 月底以来回撤逐渐修复。长期来看，量化对冲基金回撤较小、具备风险低的优势。由于量化对冲基金存量较少，我们以 2019 年 1 月 1 日作为基期，对市场上 25 只基金（成立三个月以

上、截至 2022 年 7 月 15 日) 分别以等权组合、规模加权方法计算量化对冲基金整体收益。2019 年至今, 量化对冲基金按规模加权平均累计收益 18.77%, 等权组合累计收益 16.18%。

图 17 : 量化对冲基金分年度收益表现



资料来源：申万宏源研究，截至 2022 年 7 月 15 日

图 18 : 2019 年以来量化对冲基金表现



资料来源：申万宏源研究，2019.1.1-2022.7.15

6. 沪深港通：上周北向资金净流出 220.4 亿，增持建筑装饰、汽车和美容护理

上周北向资金大幅净流出 220.4 亿，南向资金小幅净流入 21.1 亿，其中，沪港通中的北向资金净流出 138 亿元，南向资金净流入 11.9 亿；深港通中的北向资金净流出 82.4 亿元，南向资金净流入 9.2 亿。

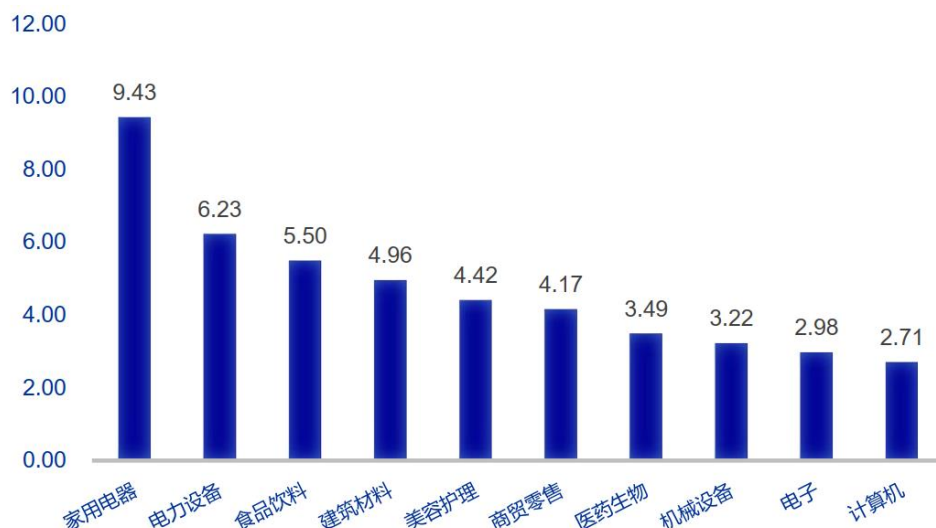
表 9：沪深港通资金流量统计

	沪港通		深港通		沪、深港通合计	
	沪股通 (北向)	港股通 (南向)	深股通 (北向)	港股通 (南向)	陆股通 (北向)	港股通 (南向)
本周合计	-138.0	11.9	-82.4	9.2	-220.4	21.1
本月合计	-147.0	-13.3	-37.8	2.1	-184.8	-11.3
本年合计	715.1	570.8	-181.9	1151.4	533.2	1722.2
近 3 月	508.4	346.9	260.7	537.4	769.1	884.3
近 6 月	571.9	463.0	-175.2	1084.8	396.7	1547.9
开通以来	8840.6	11042.3	8038.4	9501.0	16879.0	20543.4

资料来源：申万宏源研究，单位：亿（人民币），截至 2022 年 7 月 15 日

根据个股的持股比例，并根据市值加权，计算北上资金在 2021 版申万一级行业的持股比例，上周北上资金持股比例排名前三的行业为家用电器、电力设备和食品饮料。持股比例排名前十的行业名单如下：

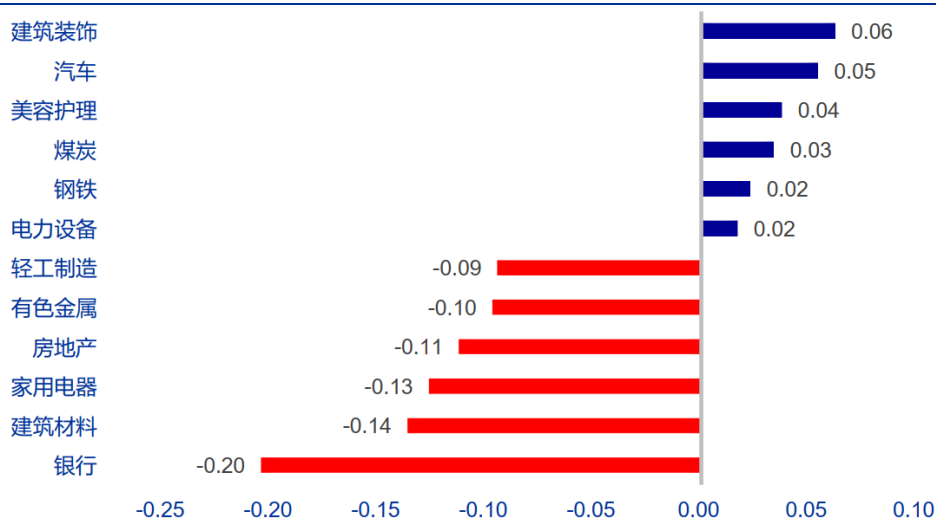
图 19：沪深港通资金持股比例前十



资料来源：申万宏源研究，截至 2022 年 7 月 15 日，单位 (%)，持股比例为占行业总市值比例

上周北上资金增减持排名前三的行业为建筑装饰、汽车和美容护理，北上资金增减持排名后三的行业为银行、建筑材料和家用电器，北上资金过去一月增减持排名前五、后六的行业如下：

图 20：上周份北上资金增减持排名前五和后六的行业



资料来源：申万宏源研究，截止 2022 年 7 月 15 日，单位 (%)，持股比例为占行业总市值比例

7. 风险提示

本报告相关测算结果均基于合理假设前提下的客观研究，模型数据均为公开信息，未来市场环境发现变化，亦会存在结论失效可能。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准,取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的,还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swsresearch.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swsresearch.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swsresearch.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通,需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准,本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人,除非另有说明,仅作为本公司就本报告与客户的联络人,承担联络工作,不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突,不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险,投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有,属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。