

2022.04.22

宏观周期下的机构交易与动量格局

——风格择时系列

陈奥林(分析师)
021-38674835
chenaolin@gtjas.com

证书编号 S0880516100001

本报告导读:

本篇报告从宏观周期下的市场预期利润格局刻画机构交易,分析动量风格的演绎。

摘要:

● 宏观周期轮回:总量定价到边际定价

本篇报告我们从宏观周期视角度出发,厘清了不同宏观阶段下,预期利润变化与机构交易,乃至动量风格变化之间的联系,解释了动量风格的周期性波动以及动量强势格局的形成和瓦解。

● 机构调仓:微观结构再平衡

机构交易对个股主要是交易性冲击,并不存在显著的定价惯性。机构调仓对个股当季收益会产生显著的交易影响,在接下来的1-2个季度并没有羊群效应现象。

● 动量格局:本质上是认知一致到持仓一致

动量风格强势格局形成的本质逻辑是市场定价偏好的变化。当宏观周期上行时,部分周期性较强的行业出现利润预期上修,机构会随之进行仓位调整。机构重仓股的调整过程中,机构持股集中持股效应下降,筹码有集中到分散的过程中,动量风格相应减弱。相对地,当宏观周期下行时,市场倾向于进入防御性配置模式,拥抱“确定性”较高的个股成为主流认知,筹码不断集中的过程即是动量风格不断强化的过程。

站在当下,宏观量化模型显示市场已经进入宽货币、宽信用的复苏期,虽然市场对2022年2月信贷数据存在一定分歧,但宽货币环境下,信用改善只是时间问题。接下来的行情仍将是去抱团化的过程,前期筹码集中度较高的板块,如新能源、核心资产等建议持规避态度。

金融工程团队:

陈奥林:(分析师)

电话:021-38674835

邮箱:chenaolin@gtjas.com

证书编号:S0880516100001

杨能:(分析师)

电话:021-38032685

邮箱:yangneng@gtjas.com

证书编号:S0880519080008

殷钦怡:(分析师)

电话:021-38675855

邮箱:yinqinyi@gtjas.com

证书编号:S08805190800013

徐忠亚:(分析师)

电话:021-38032692

邮箱:xuzhongya@gtjas.com

证书编号:S0880519090002

刘昺秩:(分析师)

电话:021-38677309

邮箱:liubingyi@gtjas.com

证书编号:S0880520050001

赵展成:(研究助理)

电话:021-38676911

邮箱:zhaozhancheng@gtjas.com

证书编号:S0880120110019

张烨垠:(研究助理)

电话:021-38038427

邮箱:zhangyekai@gtjas.com

证书编号:S0880121070118

徐浩天:(研究助理)

电话:021-38038430

邮箱:xuhaotian@gtjas.com

证书编号:S0880121070119

相关报告

防御姿态延续,关注金融地产板块的修复行情 2022.04.21

分享时代红利下的核心资产投资收益 2022.04.20

交易维度下的国债期货短周期策略 2022.04.18

量化策略:理念、策略架构与交易 2022.04.18

全球宏观对冲策略理念、框架和实战 2022.04.16

目 录

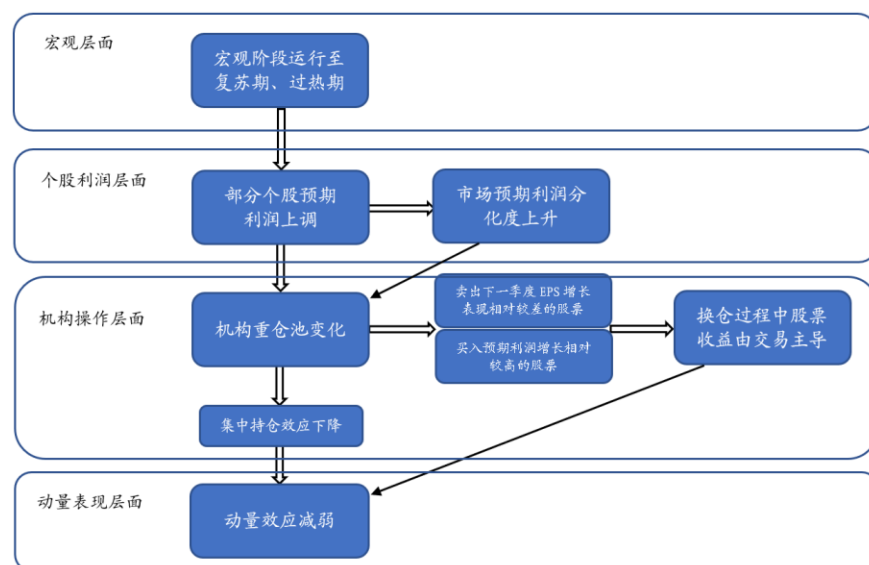
1. 引言	3
2. 宏观周期主导盈利预期	3
2.1. 市场利润环境：预期利润分化度指标	3
2.2. 宏观复苏期和过热期市场预期利润分化度上升	4
3. 机构仅交易可预见的 EPS 变化	6
3.1. 机构重仓股筛选与重仓池划分	6
3.2. 机构重仓股行业分布不均匀	7
3.3. 机构重仓股处于戴维斯双击时期	8
3.4. 公募调仓是从机会成本角度考虑	9
3.5. 预期利润提升的行业受到机构增持	10
3.6. 盈利格局稳定环境下：机构倾向于抱团相似股票	11
4. 机构调仓：交易冲击与动量格局	12
4.1. 机构重仓股买入和卖出当季存在交易冲击	12
4.1.1. 机构重仓股卖出的交易冲击	12
4.1.2. 机构重仓股买入的交易冲击	13
4.2. 边际信息匮乏时，易形成抱团格局	14
4.3. 机构抱团是导致动量格局形成的原因之一	15
5. 总结	16

1. 引言

本篇报告是风格择时系列的第二篇报告，我们在之前的报告中提出了以货币政策为核心的宏观阶段划分方法，将宏观经济阶段划分为复苏期、过热期、滞涨期和萧条期四个阶段，理清风格和宏观环境之间的联系是这个系列的核心目标。

本篇报告我们从宏观经济阶段出发，尝试对动量风格背后运行机制进行解释。动量风格并非由宏观阶段一蹴而就，其本质是机构在不同预期利润环境下调仓的结果：首先，宏观经济阶段主导不同行业和个股的预期利润情况，宏观复苏期和过热期对应周期性较强的板块预期利润在拐点出现后大幅上调，从而改变了市场预期利润格局；接下来，机构关注并交易可预见的 EPS 变化，随着市场预期利润分化度提升时机构集中持股效应下降、机构重仓范围缩小；此外，我们发现动量风格强势与机构抱团效应本质上是一回事，当筹码由集中走向分散时，动量风格亦会迎来反转。

图 1 动量风格逻辑流程图：宏观阶段下的机构调仓视角



数据来源：国泰君安证券研究

2. 宏观周期主导盈利预期

2.1. 市场利润环境：预期利润分化度指标

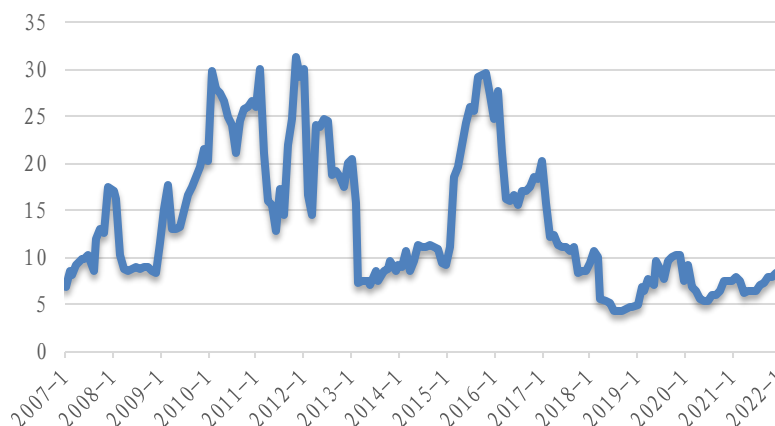
本节我们构建了预期利润分化度指标刻画市场预期利润环境。具体而言，预期利润分化度指标为一致预测净利润同比数据的截面前 10% 平均值减去后 10% 平均值，一致预测净利润同比为本年度一致预测净利润相对于上一年度净利润的增速。

$$\text{预期利润分化度} = \text{一致预测净利润同比}_{\text{前 10\%}} - \text{一致预测净利润同比}_{\text{后 10\%}}$$

$$\text{一致预测净利润同比} = \frac{\text{一致预测净利润}_{\text{FY1}} - \text{净利润}_{\text{FY0}}}{\text{净利润}_{\text{FY0}}} * 100\%$$

预期利润分化度上升表明当年市场预期利润极差上升，利润分布偏向极端。若仅考虑前 10% 平均值，则与指标走势基本一致，表明利润分化度的提高主要是部分股票利润大幅上升推动的。

图 2 预期利润分化度指标



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2.2. 宏观复苏期和过热期市场预期利润分化度上升

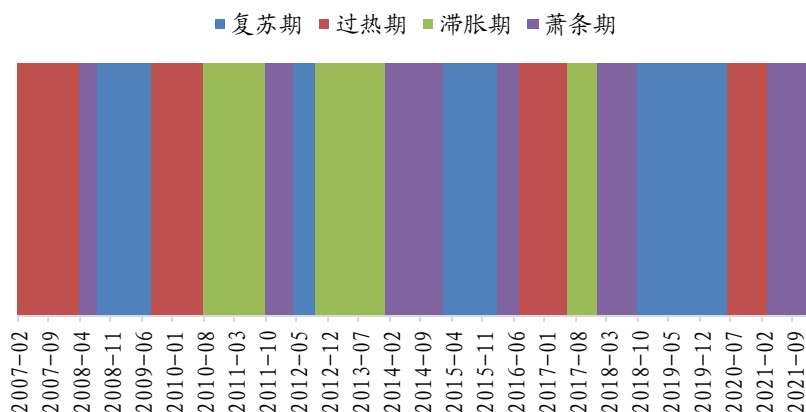
宏观经济阶段的变化是市场预期利润分化度周期性波动的主导因素。我们这里采用以货币政策为核心的宏观阶段划分方法，将宏观经济运行阶段划分为复苏期、过热期、滞胀期和萧条期。2007 年以来，宏观经济切换共经历 17 个阶段。具体的划分方法可以参考我们在 2021/12/22 发布的报告《宏观周期下的风格时钟——成长、盈利、杠杆风格》。

表 1: 以货币政策为核心的宏观阶段划分方法

宏观阶段	经济增长	货币	信用	阶段说明
复苏期	/	上行	上行	经济触底回升，市场风险偏好提升，信用扩张。
过热期	上行	下行	/	经济增长较快，紧缩货币政策效果有限，市场风险偏好较高。
滞胀期	下行	下行	/	经济增长回落，货币政策持续紧缩，市场风险偏好下行。
萧条期	/	上行	下行	宽松货币政策效果有限，市场风险偏好较低、信用持续下行。

数据来源：国泰君安证券研究

图 3 宏观阶段划分结果



数据来源：国泰君安证券研究

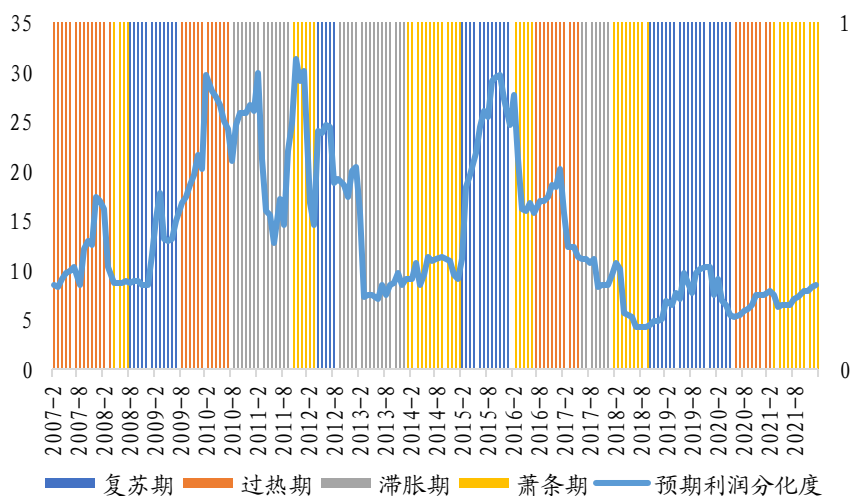
表 2: 各宏观阶段时间占比相对均衡

经济阶段	持续月数	占比
复苏期	49	27.22%
过热期	46	25.56%
滞胀期	37	20.56%
萧条期	48	26.67%

数据来源：国泰君安证券研究

预期利润分化度指标在宏观经济复苏期和过热期有更高概率上升,分别为 100% (4/4) 和 75% (3/4)。宏观阶段进入复苏期之后,部分行业出现利润预期上调现象,开启新的调仓主线。从指标上看,部分行业或个股预期利润大幅上调使预期利润增速的截面极差扩大,进而使预期利润分化度指标上升。

图 4 预期利润分化度走势与宏观阶段



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表 3: 不同宏观阶段下预期利润分化度走势统计

宏观阶段	上涨概率	平均变化幅度
复苏期	4/4	73%
过热期	3/4	23%
滞涨期	0/3	-29%
萧条期	2/6	-18%

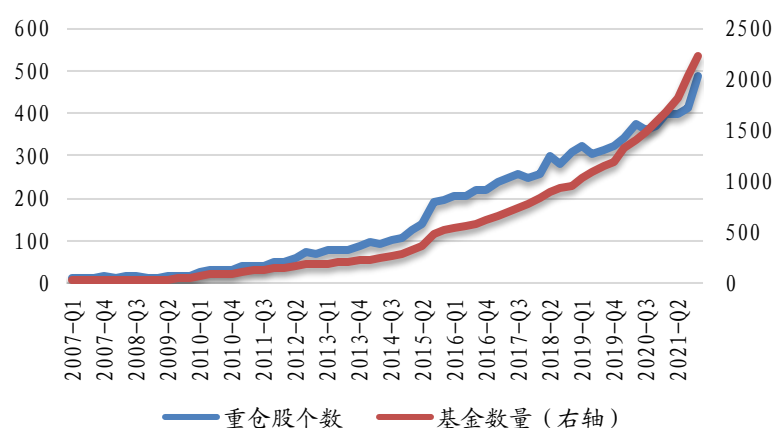
数据来源：国泰君安证券研究

3. 机构仅交易可预见的 EPS 变化

3.1. 机构重仓股筛选与重仓池划分

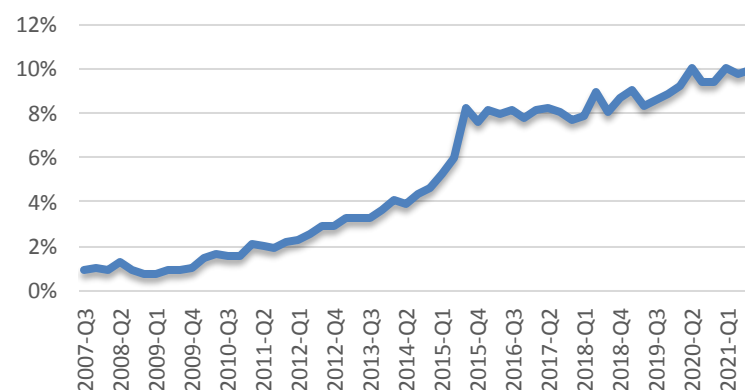
我们使用每个季度的基金产品前十大重仓股数据，超过 5 个以上产品持有的个股，作为机构持仓交集，即重仓池。若基金产品在年报和半年报中披露更多持仓数据，为了统一标准我们也只取前十大重仓股。2015 年重仓股数量和占比大幅提升，受益于基金新发数量的爆发式增长。

图 5 机构重仓池股票数量和股票型基金数量



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 6 机构重仓池股票数量占全市场股票个数



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

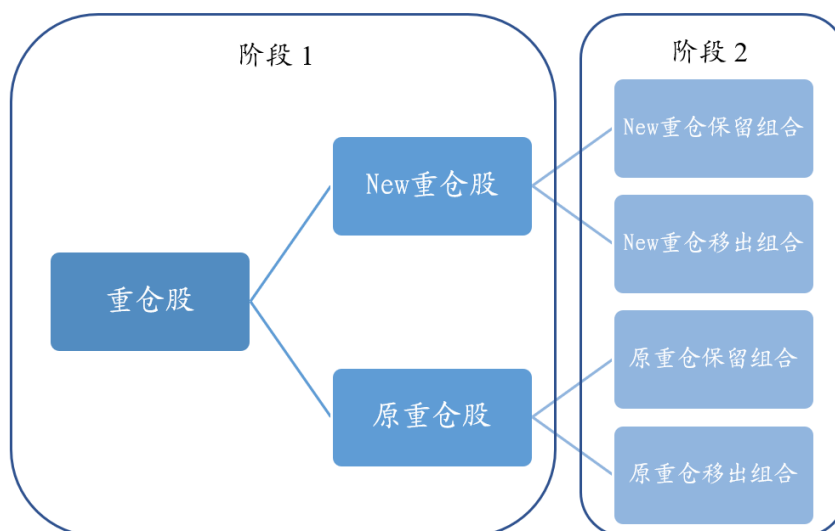
通过刻画机构重仓池的变化，每个季度就可以有效观测到机构持有了哪些股票，新交易了哪些股票。其中，原重仓股是上个季度就在重仓池中的股票，New 重仓股是本赛季新进入重仓池的股票。本赛季 New 重仓保留组合和原重仓保留组合形成了下一季度的原抱团股。我们通过两阶段的重仓股持仓模型可以刻画每个季度机构持股的操作，进而分析机构重仓形成和瓦解的过程。

图 7 机构持仓的时间线规则



数据来源：国泰君安证券研究

图 8 重仓股名单的划分

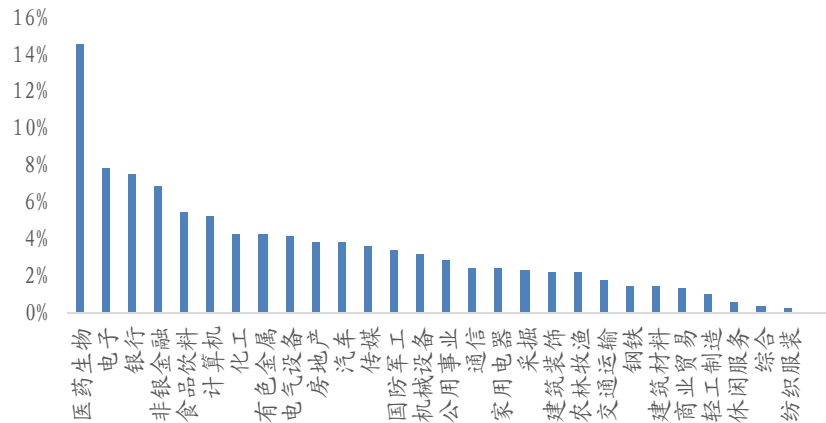


数据来源：国泰君安证券研究

3.2. 机构重仓股行业分布不均匀

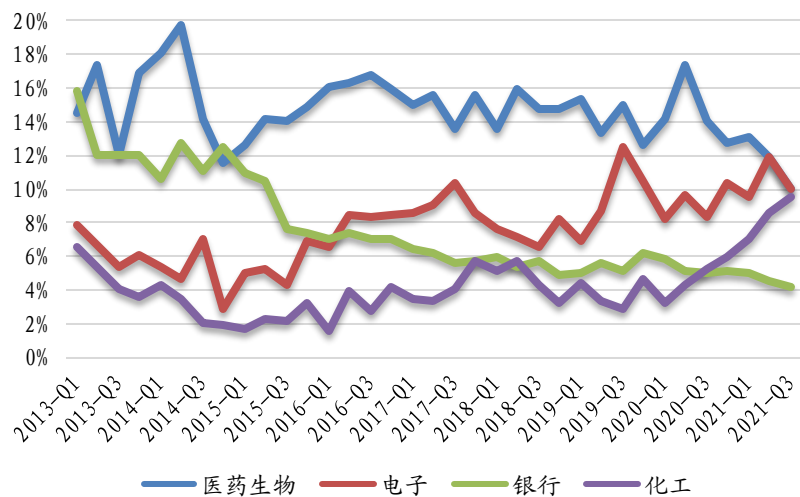
重仓股变化跟行情演绎一致，2013 年以来医药板块一直受到机构青睐，直到 2021 年核心资产瓦解，医药板块在机构重仓的比例大幅下行。取而代之的是电子和化工板块。其中，化工板块由于个股基本面差异较大，细分行业较多，虽然机构重仓比例在 2021 年以来节节攀升，但并未引起市场的广泛追捧。此外，银行板块自 2013 年以来机构重仓比例持续下行，这与近几年市场环境变化以及投资者定价理念的变化都密不可分。

图 9 2013 年以来生物医药和电子行业更受基金青睐



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 10 2013 年以来各行业股票数量占比存在波动



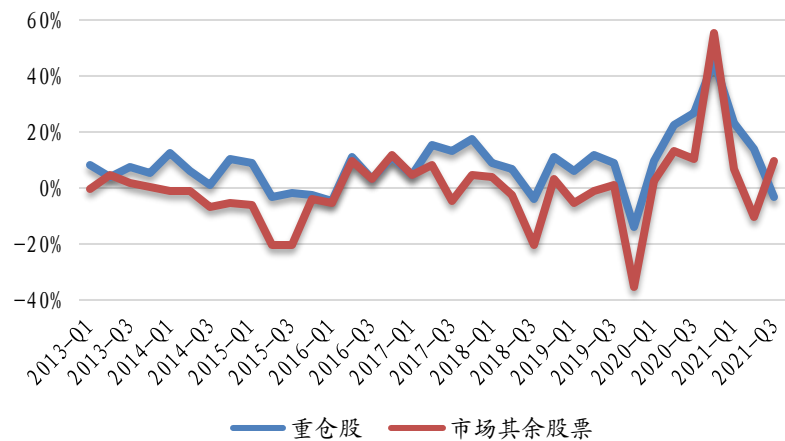
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

3.3. 机构重仓股处于戴维斯双击时期

机构重仓股质地相对确实更优，2013 年以来的大部分时期的重仓股在接下来的一个季度的 EPS 增长情况和 PE 估值情况都高于市场平均水平，可以看出，机构重仓股更容易出现戴维斯双击的情况。

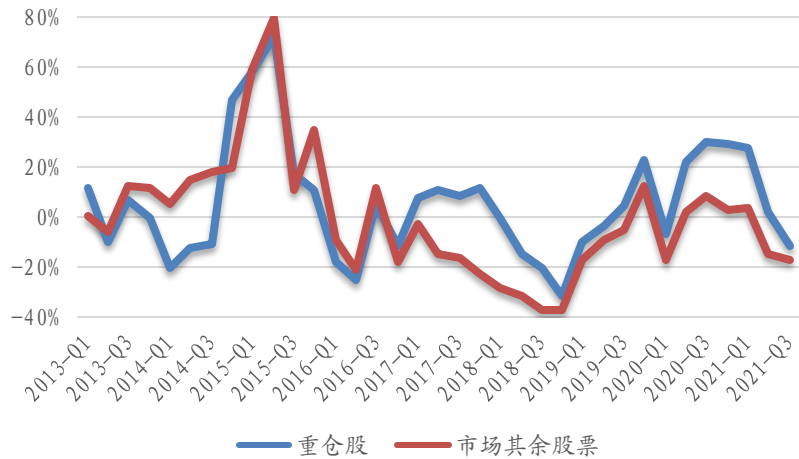
从 EPS 增长情况上看，机构重仓股仅在 2015 年底-2016 年和 2020 年底等少部分时间与市场平均水平接近或略低，表明在正常市场行情下机构定价能力优于市场平均水平。从 PE 估值变化情况上看，在 2017 年和 2020 年市场抱团行情期间，机构重仓股的估值泡沫更加明显，随后随着泡沫破裂重仓股 PE 变化也逐渐回归市场平均水平。

图 11 全部重仓股下个季度 EPS 增长情况



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 12 全部重仓股下个季度 PE 变化情况



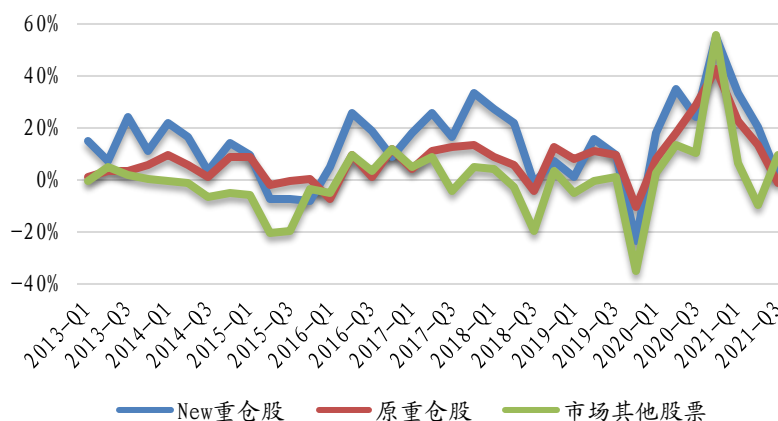
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

3.4. 公募调仓是从机会成本角度考虑

研究发现，机构并没有所谓的持仓信仰，其会沿着机会成本的角度不断审视自己的持仓，当出现边际信息时，调仓是大概率发生的事情。如图 13 所示，New 重仓股下一季度 EPS 增长率大部分时间超过原有的重仓股票池，并明显超过市场其余股票平均水平。

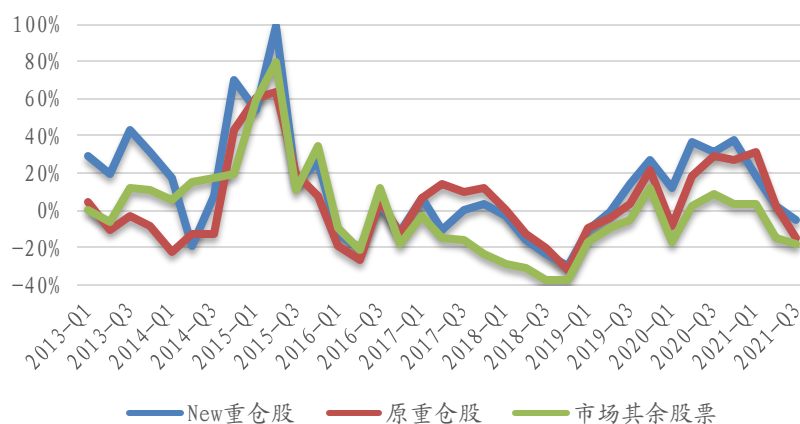
机构对个股有较强的定价能力，被公募重仓的股票估值会有持续上行动力。如图 14 所示，在 2016 年之后，无论 New 重仓股还是原重仓股，下一季度 PE 增长比例都明显高于市场其余股票平均。New 重仓股和原重仓股的 PE 增长比例之间并不存在显著区别，表明机构定价权与重仓时点不相关，更多的体现为对重仓股基本面的认知。市场一致预期形成过程中，估值会不断拔高。

图 13 New 重仓股和原重仓股下一季度 EPS 增长情况



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 14 New 重仓股和原重仓股下一季度 PE 变化情况



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3.5. 预期利润提升的行业受到机构增持

对于机构调仓演绎路径,我们以 2013 年以来 6 次典型的预期利润分化度扩大的时间段为例进行统计。如表 4 所示,在预期利润分化度指标上行拐点出现后的 6 个月,预期利润边际上修的行业大概率受到机构增持。值得一提的是,部分行业如有色金属行情变化较快,周期反转后,中长期并未发现机构显著增加持有比例。

表 4: 预期利润分化度提升时高预期利润增长个股的行业属性

上行拐点时间	预期利润上调前 10%股票数量的行业排名				
	1	2	3	4	5
2015 年 1 月	化工	传媒	电气设备	医药生物	计算机
2016 年 7 月	机械设备	化工	传媒	电子	有色金属
2017 年 9 月	化工	有色金属	机械设备	钢铁	采掘
2019 年 1 月	化工	机械设备	电子	采掘	公用事业
2020 年 6 月	电子	化工	农林牧渔	医药生物	电气设备
2021 年 4 月	化工	电子	有色金属	交通运输	汽车

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表 5: 高预期利润增长行业在拐点后 6 个月内机构持仓比例变化

季度	行业排名		
	1	2	3
2015-Q1	0.48%	3.37%	0.72%
2016-Q3	0.67%	0.63%	-0.23%
2017-Q3	1.18%	-1.22%	-2.01%
2019-Q1	0.25%	0.38%	5.59%
2020-Q2	0.70%	1.70%	-0.49%
2021-Q2	0.90%	-1.89%	-0.66%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

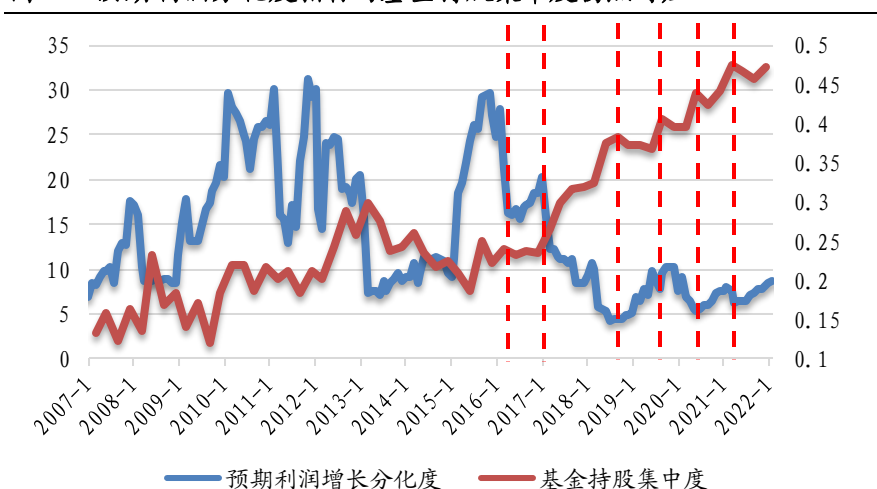
3.6. 盈利格局稳定环境下：机构倾向于抱团相似股票

通过刻画机构重仓池与机构所有持仓之间的差异，我们构建了基金持股集中度指标。具体来说，基金持股集中度是每个季度机构重仓池股票数量占当季全部重仓池数量的比例，指标数值越高表明受到机构重仓股票的范围越大，市场整体的抱团程度越高。

$$\text{基金持股集中度} = \frac{\text{机构重仓池股票数量}}{\text{全部机构持股数量}}$$

从测算结果看，预期利润分化度指标与抱团程度负相关。基金持股集中度与预期利润分化度负相关，并且上行（下行）拐点对应基金持股集中度的下行（上行）拐点，对应关系在 2017 年之后进一步强化。这一结果表明在利润分化度低、盈利预期稳定的环境下，机构倾向于抱团相似股票。

图 15 预期利润分化度指标与基金持股集中度拐点对应



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

4. 机构调仓：交易冲击与动量格局

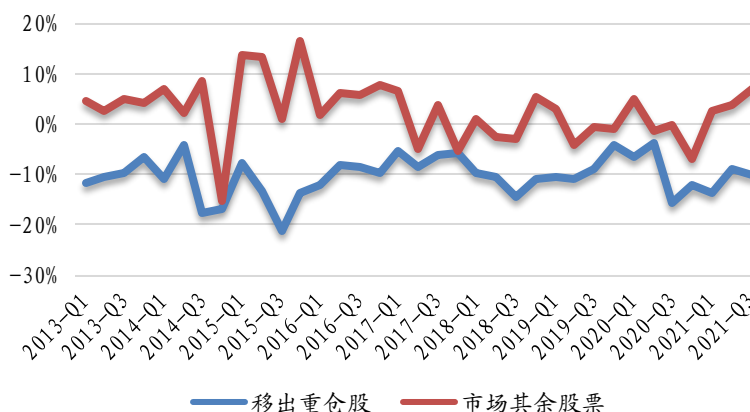
4.1. 机构重仓股买入和卖出当季存在交易冲击

机构重仓股买卖会造成交易冲击，而并没有显著的定价惯性。机构卖出（买入）的股票在当季收益明显低于（高于）市场其余股票，但值得关注的是，这种交易冲击仅限于交易当季，在 T+1 季度和 T+2 季度交易对股票价格的影响不再显著。

4.1.1. 机构重仓股卖出的交易冲击

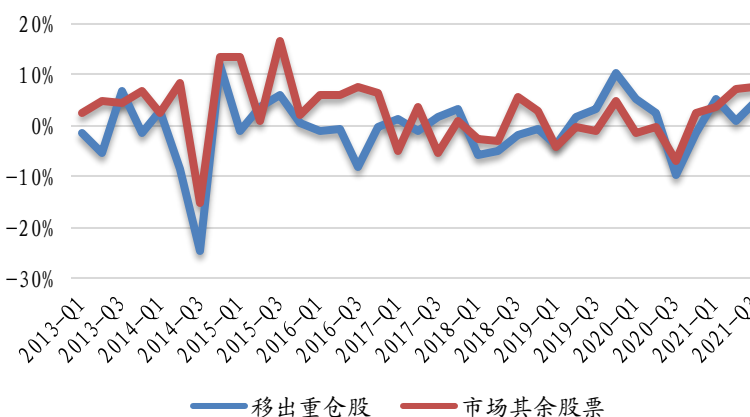
机构重仓股卖出当季股票收益明显低于市场其余股票，在卖出后 T+1 和 T+2 季度的股票收益相比于市场其余股票没有明显劣势。表明机构卖出的交易冲击仅限于当季。

图 16 重仓股卖出当期（T）收益情况



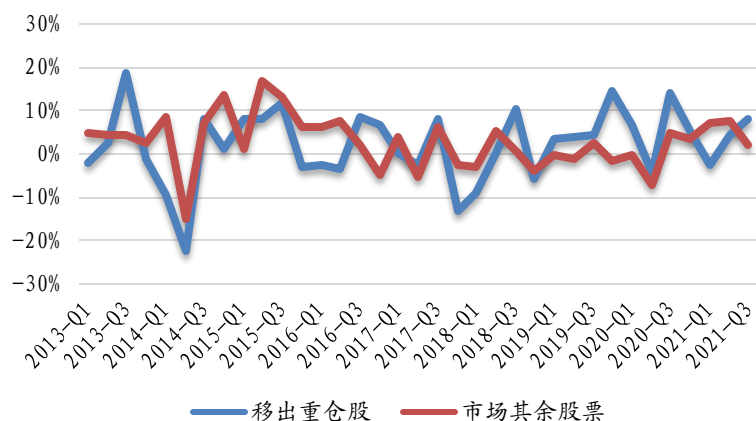
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 17 重仓股卖出后 T+1 季度收益情况



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 18 重仓股卖出后 T+2 季度收益情况

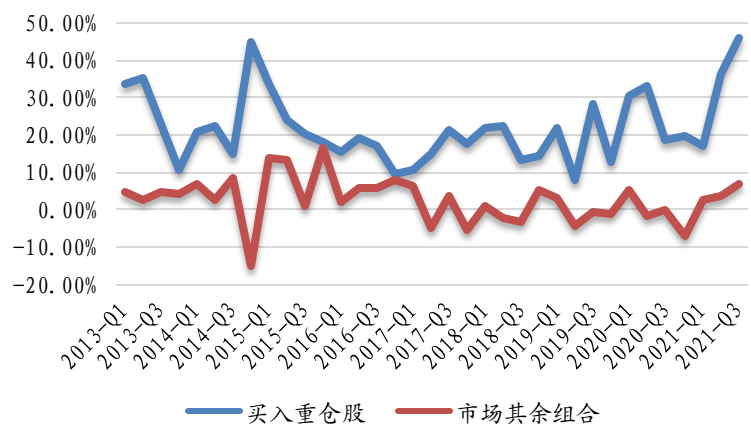


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

4.1.2. 机构重仓股买入的交易冲击

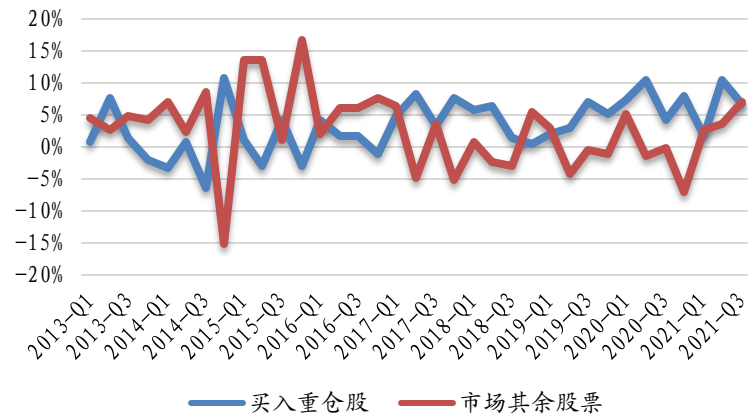
机构重仓股买入当季股票收益明显高于市场其余股票，在买入后 T+1 季度的股票收益仅在少部分时间段内相比于市场其余股票具有一定优势，在买入后 T+2 季度两者股票收益已无明显差异。表明机构买入的交易冲击仅限于当季。

图 19 重仓股买入当期 (T) 收益情况



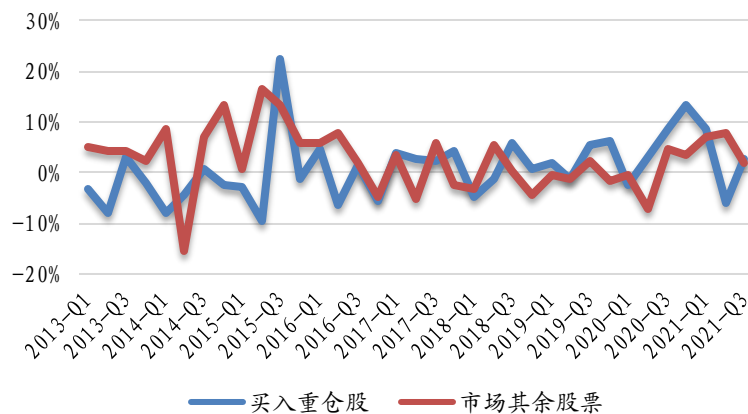
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 20 重仓股买入后 T+1 季度收益情况



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 21 重仓股买入后 T+2 季度收益情况



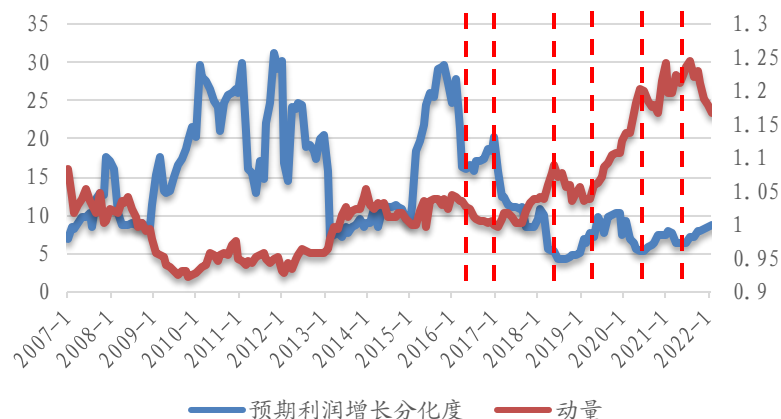
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

4.2. 边际信息匮乏时，易形成抱团格局

预期利润分化度指标与动量风格走势负相关，预期利润分化度上行（下行）拐点对应动量风格的下行（上行）拐点，对应关系在 2017 年之后强化。如何解释这样的现象，笔者认为预期利润分化度下行过程中，市场边际信息增量匮乏，在没有投资机会的环境下，机构倾向于追逐“确定性”，市场对于“好股票”的认知也会趋于一致，源源不断的资金流入使得市场呈现出强者恒强格局。相对地，当行业周期面临反转，周期性板块利润会出现大幅上修，此时预期利润分化度指标亦会上行，筹码由集中走向分散。

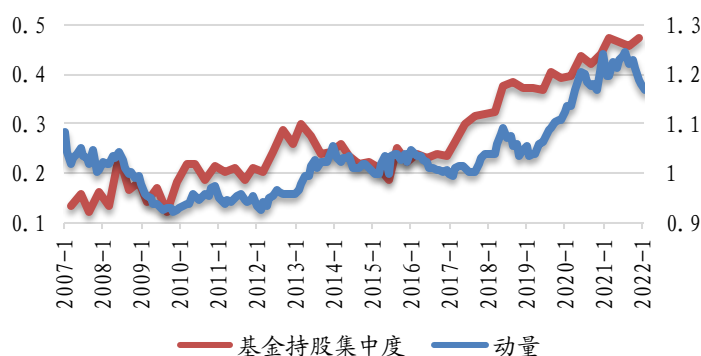
为什么利润上修的板块大概率跟抱团板块不一样？针对这个问题，研究发现，市场整体利润格局出现大幅变化往往跟经济周期有关，周期性较强的行业，如化工等板块在周期变化过程中，供需错配出现利润预期大幅变化。相对地，市场抱团板块往往具备“确定性”较高的属性，其较高的透明度以及逆周期属性，使得其对宏观周期的敏感度较低。

图 22 预期利润分化度指标与动量风格拐点对应



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 23 基金持仓集中度与动量风格走势相似

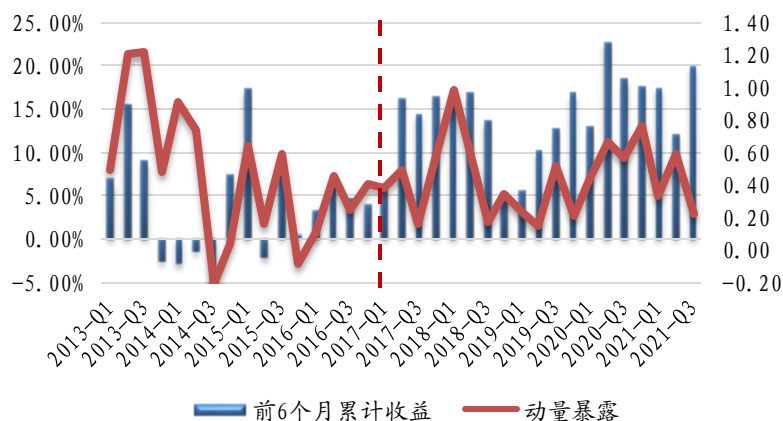


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

4.3. 机构抱团是导致动量格局形成的原因之一

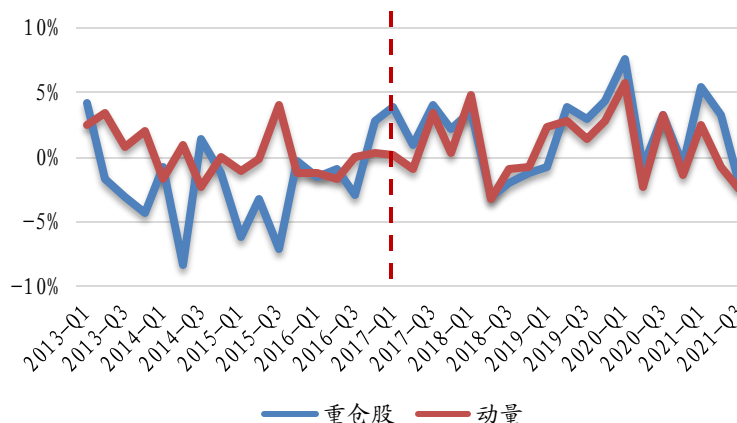
机构重仓股动量风格暴露较大,2017年后重仓股走势基本代表动量风格。具体如图 24 所示,机构重仓股在 2013 年、2017 年和 2019 年存在三轮过去 6 个月累计收益较高的时间段,分别对应动量风格的三轮强势期。

图 24 2017 年后重仓股前 6 个月具有较高累计超额收益



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 25 2017 年后重仓股下一季度收益与动量风格收益吻合



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

5. 总结

本篇报告我们从宏观周期视角出发，厘清了不同宏观阶段下，预期利润变化与机构交易，乃至动量风格变化之间的联系，解释了动量风格的周期性波动以及动量强势格局的形成和瓦解。

我们在本篇报告中构建了预期利润分化度指标，结合宏观阶段的识别可以即时刻画市场利润环境，对机构调仓方向和动量风格演绎提供了一些思路。

动量风格强势格局形成的本质逻辑是市场定价偏好的变化。当宏观周期上行时，部分周期性较强的行业出现利润预期上修，机构会随之进行仓位调整。机构重仓股的调整过程中，机构持股集中持股效应下降，筹码有集中到分散的过程中，动量风格相应减弱。相对地，当宏观周期下行时，市场倾向于进入防御性配置模式，拥抱“确定性”较高的个股成为主流认知，筹码不断集中的过程即是动量风格不断强化的过程。

机构交易对个股主要是交易性冲击，并不存在显著的定价惯性。机构调仓对个股当季收益会产生显著的交易影响，在接下来的 1-2 个季度并没有羊群效应现象。

站在当下，宏观量化模型显示市场已经进入宽货币、宽信用的复苏期，虽然市场对 2022 年 2 月信贷数据存在一定分歧，但宽货币环境下，信用改善只是时间问题。接下来的行情仍将是去抱团化的过程，前期筹码集中度较高的板块，如新能源、核心资产等建议持规避态度。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

		评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
		谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
		中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
		减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
		中性	基本与沪深 300 指数持平
		减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		