

分析师:

郑兆磊

zhengzhaolei@xyzq.com.cn

S0190520080006

联系人:

张博

zhangbo21@xyzq.com.cn

乔良

qiaoliang@xyzq.com.cn

占康萍

zhankangping@xyzq.com.cn

报告关键点

我们创新性地引入“机构投资者分歧”这一指标衡量各行业反映新信息的速度：如果机构投资者对新信息的分歧度较小，那么相关信息会被很快地反映在行业成分股的股价中；如果机构投资者对该信息的分歧较大，那么该信息完全被反映在股价中的过程则会被延缓。

在机构分歧较大的 14 个行业中，我们通过多变量打分构建“机构分歧”行业轮动模型。从 2014 年 8 月到 2021 年 7 月，我们的“机构分歧”行业轮动模型可获得年化 18.09% 的超额收益，月度胜率 71.43%，年度胜率为 100%。

相关报告

《基本面量化视角下的机构持仓信息研究系列之一：公募基金持仓因子全解析》

《基本面量化视角下的机构持仓信息研究系列之二：基金优选下的重仓股信息研究》

《基本面量化视角下的机构持仓信息研究系列之三：基于北向资金持仓信息的 A 股配置全攻略》

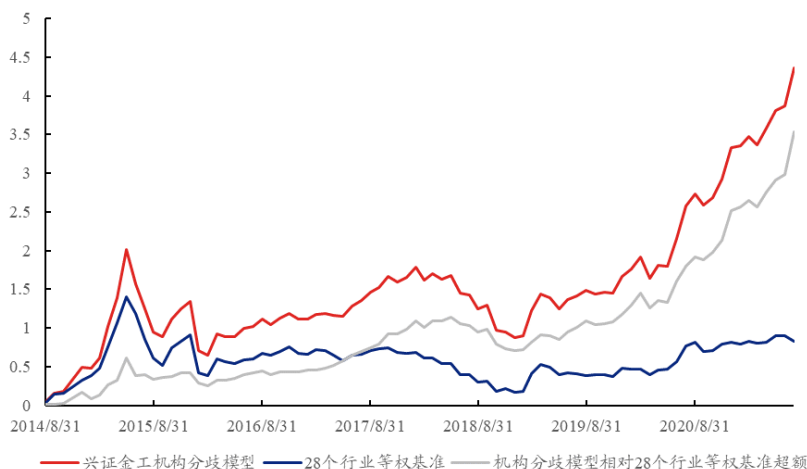
行业轮动系列二：基于机构实时持仓分歧的行业轮动模型研究

2021 年 9 月 6 日

投资要点

- 有效市场假说认为，如果股价已经反映了所有信息，则无法对未来回报率进行预测。然而在现实中，信息传播需要时间，股价不可能立刻反映所有信息。因此，我们推测，在反映新信息较为缓慢的行业中，基本面预期变化等变量能够展现出更好的行业筛选效果。
- 我们创新性地引入“机构投资者分歧”这一指标衡量各行业反映新信息的速度：基于对偏股主动型基金的总体与行业仓位进行的实时测算，我们构建了机构行业持仓分歧度指标。我们认为：如果机构投资者对新信息的分歧度较小，那么相关信息会被很快地反映在行业成分股的股价中；如果机构投资者对该信息的分歧较大，那么相关信息完全被反映在股价中的过程则会被延缓。
- 一般来讲，中观维度的行业轮动模型比较多地聚焦在分析师预期、机构持仓、资金流、动量效应等维度。我们进一步叠加机构分歧度信息，对以上维度的行业轮动效果进行分析。实证结果显示：ROE 一致预期变化率、公募基金行业配比变动、北向资金流、动量效应等变量的行业筛选能力集中在机构分歧较大，即反映新信息较慢的行业中；而在机构分歧较小的行业中，上述变量筛选能力较弱，或没有筛选效果。
- 最终我们在机构分歧较大的 14 个行业中，通过多变量打分构建“机构分歧”行业轮动模型：该模型年化收益率高达 27.10%，相对 28 个申万一级行业等权基准的年化超额收益为 18.09%，且策略每年均大幅度跑赢基准。同时超额策略风险收益比高达 1.72，最大回撤仅为 9.6%，有效性和稳健性可见一斑。
- 兴证金工“机构分歧”行业轮动模型 9 月份看好的 5 个申万一级行业为：有色金属、钢铁、国防军工、电气设备、化工。

核心图表：“机构分歧”行业轮动策略累积收益



资料来源：Wind、聚源、香港交易所，兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示：结论基于历史数据，在市场环境转变时模型存在失效的风险。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



目录

1、研究背景	4 -
1.1、结构化行情下，行业轮动重要性凸显	4 -
1.2、行业轮动与机构投资者分歧	5 -
2、如何衡量机构投资者分歧？	7 -
3、单变量行业轮动模型与机构分歧	10 -
3.1、基于 ROE 一致预期的行业轮动与机构分歧	10 -
3.2、基于公募基金持仓的行业轮动与机构分歧	12 -
3.3、基于北向资金的行业轮动与机构分歧	15 -
3.4、基于动量效应的行业轮动与机构分歧	18 -
4、知行合一——“机构分歧”行业轮动模型构建	20 -
5、策略如何通过 ETF 落地？	24 -
6、总结与投资建议	24 -
7、参考文献	26 -
8、附录	27 -
8.1、基于 ROE 一致预期的行业轮动与机构分歧（每期行业数不固定）	27 -
8.2、基于公募基金持仓的行业轮动与机构分歧（每期行业数不固定）	27 -
8.3、基于北向资金的行业轮动与机构分歧（每期行业数不固定）	28 -
8.4、基于动量效应的行业轮动与机构分歧（每期行业数不固定）	28 -
图表 1、2020 年下半年申万一级行业涨跌幅前五名	4 -
图表 2、2021 年上半年申万一级行业涨跌幅前五名	4 -
图表 3、申万一级行业走势分化	4 -
图表 4、百度“行业轮动”搜索指数	5 -
图表 5、美国股市盈利公告之后，不同盈利惊喜分组的累积收益率	6 -
图表 6、机构分歧与信息扩散示意图	7 -
图表 7、公募基金整体规模	8 -
图表 8、机构分歧与行业指数（化工，申万一级）	9 -
图表 9、机构分歧与行业指数（国防军工，申万一级）	9 -
图表 10、机构分歧与行业指数（医药生物，申万一级）	9 -
图表 11、ROE 一致预期变化率分组	11 -
图表 12、ROE 一致预期变化分组的年化超额收益	11 -
图表 13、先挑选 14 个机构分歧较大的行业，再根据 ROE 一致预期变化率分组	11 -
图表 14、先挑选 14 个机构分歧较大的行业，再根据 ROE 一致预期变化率分组的年化超额收益率	11 -
图表 15、先挑选 14 个机构分歧较小的行业，再根据 ROE 一致预期变化率分组	12 -
图表 16、先挑选 14 个机构分歧较小的行业，再根据 ROE 一致预期变化率分组的年化超额收益率	12 -
图表 17、基于 ROE 一致预期变化率和机构分歧的行业轮动策略长期业绩表现	12 -
图表 18、公募基金年报、半年报和季报的最晚公布时间（按月底考察）	13 -
图表 19、基金行业配比变动分组	14 -
图表 20、基金行业配比变动分组的年化超额收益率	14 -
图表 21、先挑选 14 个机构分歧较大的行业，再根据基金行业配比变动分组	14 -
图表 22、先挑选 14 个机构分歧较大的行业，再根据基金行业配比变动分组的年	

化超额收益率	14 -
图表 23、先挑选 14 个机构分歧较小的行业，再根据基金行业配比变动分组	15 -
图表 24、先挑选 14 个机构分歧较小的行业，再根据基金行业配比变动分组的年化超额收益率	15 -
图表 25、基于基金行业配比变动和机构分歧的行业轮动策略长期业绩表现	15 -
图表 26、港交所中央结算系统参与者分类	16 -
图表 27、北向券商资金流分组	17 -
图表 28、北向券商资金流分组的年化超额收益率	17 -
图表 29、先挑选 14 个机构分歧较大的行业，再根据北向券商资金流分组	17 -
图表 30、先挑选 14 个机构分歧较大的行业，再根据北向券商资金流分组的年化超额收益率	17 -
图表 31、先挑选 14 个机构分歧较小的行业，再根据北向券商资金流分组	18 -
图表 32、先挑选 14 个机构分歧较小的行业，再根据北向券商资金流分组的年化超额收益率	18 -
图表 33、基于北向券商资金流和机构分歧的行业轮动策略长期业绩表现	18 -
图表 34、动量效应分组	19 -
图表 35、动量效应分组的年化超额收益率	19 -
图表 36、先挑选 14 个机构分歧较大的行业，再根据动量效应分组	19 -
图表 37、先挑选 14 个机构分歧较大的行业，再根据动量效应分组的年化超额收益率	19 -
图表 38、先挑选 14 个机构分歧较小的行业，再根据动量效应分组	20 -
图表 39、先挑选 14 个机构分歧较小的行业，再根据动量效应分组的年化超额收益率	20 -
图表 40、基于动量效应和机构分歧的行业轮动策略长期业绩表现	20 -
图表 41、各变量相关性	21 -
图表 42、等权_5 策略（在全行业内根据 Comb_Sig 筛选行业）	21 -
图表 43、兴证金工“机构分歧”行业轮动策略（在分歧度较高的 14 个行业中根据 Comb_Sig 筛选行业）	22 -
图表 44、行业轮动策略的整体表现	22 -
图表 45、行业轮动策略的分年度表现	22 -
图表 46、等权_5 策略每期持有的行业明细	23 -
图表 47、兴证金工“机构分歧”模型每期持有的行业明细	23 -
图表 48、申万一级行业与 ETF	24 -
图表 49、ROE 一致预期变化率叠加机构分歧	27 -
图表 50、ROE 一致预期变化率叠加机构分歧的年化超额收益率	27 -
图表 51、公募行业配置比例变动叠加机构分歧	28 -
图表 52、公募行业配置比例变动叠加机构分歧的年化超额收益率	28 -
图表 53、北向券商资金流叠加机构分歧	28 -
图表 54、北向券商资金流叠加机构分歧的年化超额收益率	28 -
图表 55、动量效应叠加机构分歧	29 -
图表 56、动量效应叠加机构分歧分组的年化超额收益率	29 -

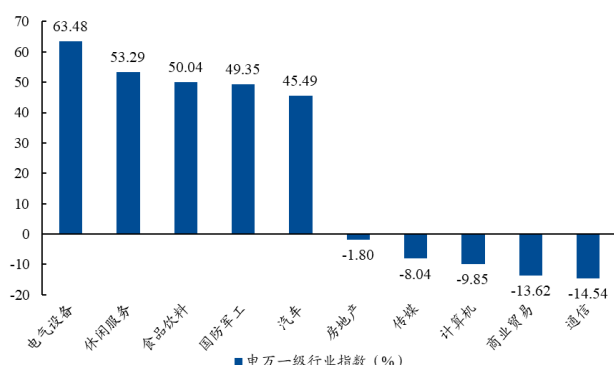
报告正文

1、研究背景

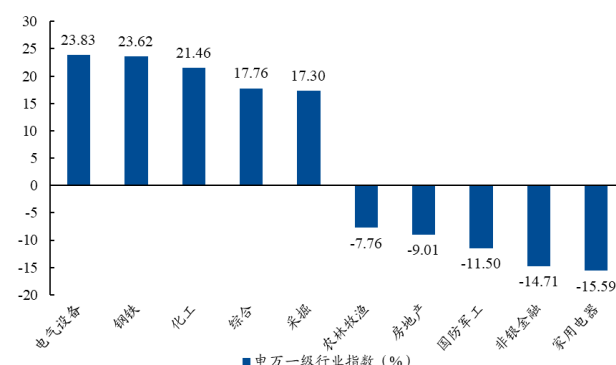
1.1、结构化行情下，行业轮动重要性凸显

我国股市曾经的一个特点是“普涨普跌”，“千股涨停”与“千股跌停”的行情时有发生。而随着我国资本市场的发展，近年来，A股更多地呈现出“结构化行情”的趋势：1）钢铁、化工、采掘等在去年较少被投资者提及的行业，今年上半年交出了一份亮丽的成绩单（图表1与图表2）；2）申万一级行业每月表现前5名与后5名之差在近年来多次走阔，28个行业月收益率的标准差也屡次走高（图表3），这些现象都凸显出行业轮动，也就是选择行业Beta的重要性。事实上，随着“结构化行情”的进行，投资者对行业轮动也愈加关注：根据百度搜索指数，“行业轮动”自2019年下半年以来一直维持在较高水准（图表4）。

图表1、2020年下半年申万一级行业涨跌幅前五名



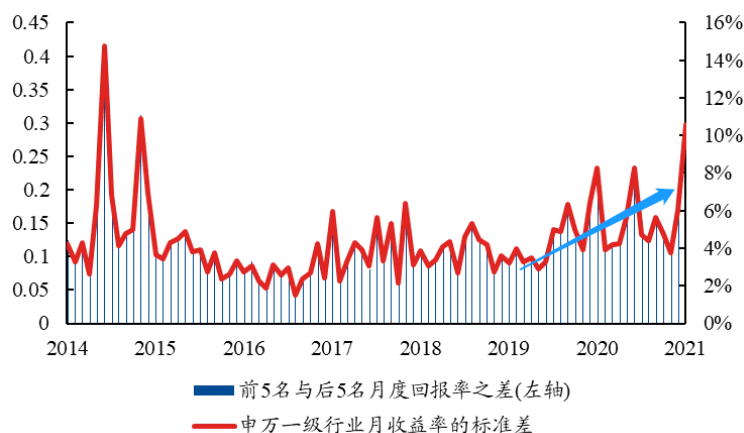
图表2、2021年上半年申万一级行业涨跌幅前五名



资料来源：聚源、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期：2020年7月1日至2020年12月31日

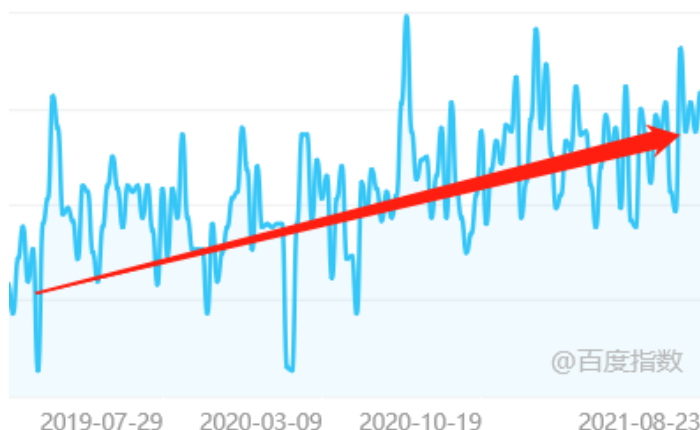
资料来源：聚源、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期：2021年1月1日至2021年6月30日

图表3、申万一级行业走势分化



资料来源：聚源、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期：截至2021年7月31日

图表 4、百度“行业轮动”搜索指数



资料来源：百度，兴业证券经济与金融研究院整理
 数据日期：截至 2021 年 8 月 25 日

1.2、行业轮动与机构投资者分歧

鉴于行业轮动的重要性以及投资者对行业轮动的关注，兴证金工尝试从全新的角度探索行业轮动，力图为投资者提供更深刻的市场洞见。

从现有研究的分类来看，行业轮动的体系可基本分成两大类：1）从高频量价的角度出发挖掘行业主题的投资机会。这种方式忽略了行业表现背后的经济学逻辑以及未被反映在价格和成交量中的信息；2）从宏观中观角度出发构建行业轮动模型。该方法比较关注宏观经济周期、中观行业逻辑在行业轮动中的效应。而宏观经济周期噪音较大，数据较为滞后，应用可行性有待于进一步商榷。中观层面则从行业角度出发，利用行业自身的逻辑构建模型，具有更好的普适性。

近年来从中观层面出发建模的视角大致包含：行业基本面层面、机构持仓层面、资金流层面、动量效应、分析师预期等。这些维度也成为我们构建模型的出发点。具体来看，我们检验分析师 ROE 一致预期变化率、公募基金行业配置比例变化、北向资金流、动量效应的行业轮动能力：1）分析师 ROE 一致预期变化率可以看成是行业基本面变化的表征；2）公募基金近年来持股市值占比不断提升，表现也非常优异¹，因此他们的行业配置比例变动可能对行业轮动具有指导意义；3）北向资金，尤其是托管于券商的资金流（后文简称“北向券商资金”）常常被认为是聪明资金，且具备较强的交易能力，因此北向券商资金在行业层面的流入或流出可能也对行业轮动具备前瞻性；4）动量效应在各国、各大类资产、横截面、时间序列都存在²，因此，我们检验行业动量效应在行业轮动中的效果。实证结果表明，基于以上每个维度分别构建的行业轮动模型均可以提供可观的超额收益。

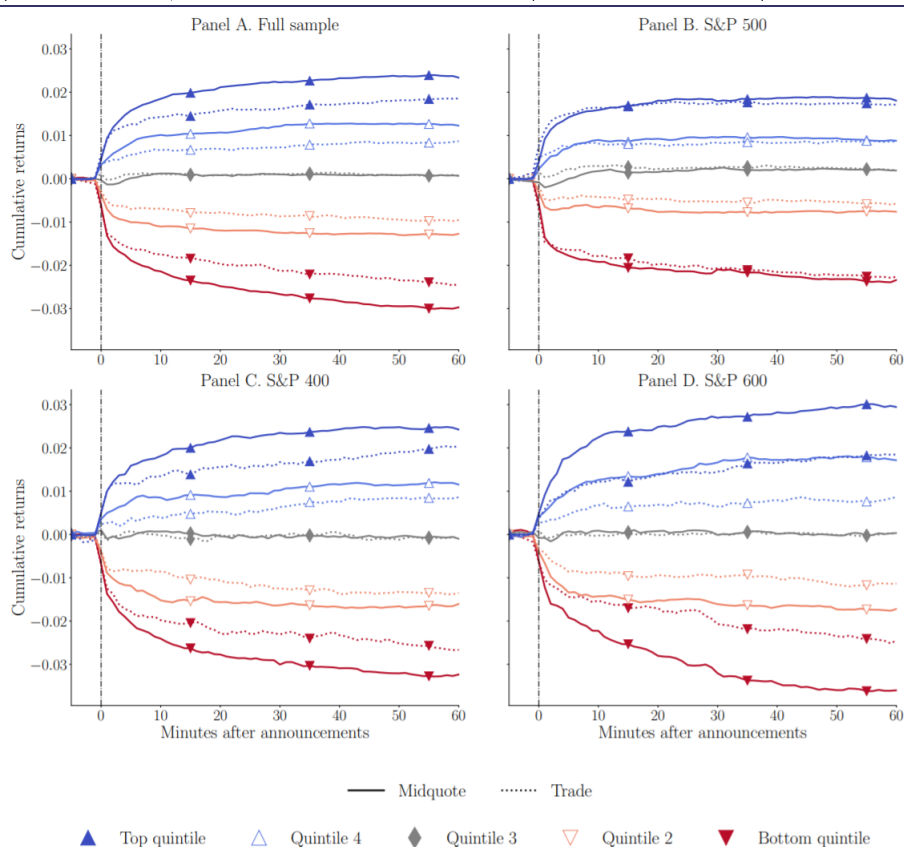
接下来，我们从新颖的角度思考以上行业轮动模型有效的原因：根据有效

¹详见兴证金工 2020 年 8 月 24 日报告《基本面量化视角下的机构持仓信息研究系列之一：公募基金持仓变量全解析》。

²详见 Asness, Moskowitz, and Pedersen (2013)、Moskowitz, Ooi, and Pedersen (2012)等

市场假说，如果以上维度的信息能立即被反应到股价上，那么这些信号应不具备行业选择能力。然而，在现实世界中，**信息扩散需要时间；并且，不同股票反映新信息的速度也有差别**。以美国股市盈利公告后的盈利惊喜为例，图表 4 的 Panel B、Panel C、Panel D 分别展示了代表美国大盘股（S&P 500）、中盘股（S&P 400）、小盘股（S&P 600）的盈利惊喜分组筛选结果。可以看到，在盈利公告 20 分钟后，大盘股已经基本反映了盈利惊喜的信息：Panel B 中，盈利惊喜 top quantile（深蓝实线）的累积收益在 20 分钟后基本停止增加；而在小盘股中，盈利惊喜 top quantile 的累积收益在 50 分钟后仍在增长；而中盘股介于两者之间。也就是说，在大盘股中，信息被反映在股票中的速度较快，而小盘股反映新信息的速度较慢。

图表 5、美国股市盈利公告之后，不同盈利惊喜分组的累积收益率



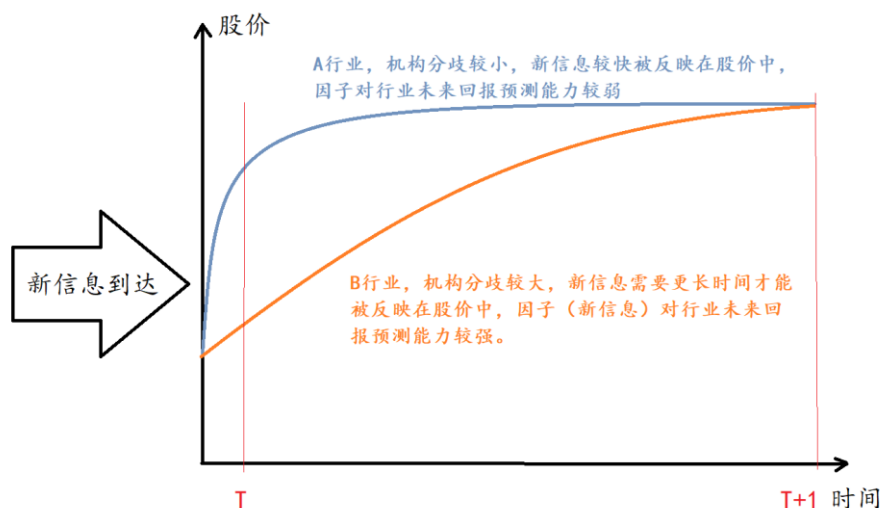
资料来源：Journal of Accounting Research，兴业证券经济与金融研究院整理
 数据日期：2011 年 1 月 1 日至 2015 年 12 月 31 日

与盈利惊喜类似，其他维度的信息也不可能立刻被反映在成分股的股价中，因此，我们推测，在反映新信息较为缓慢的行业，基本面预期变化、机构行为等变量能够展现出更好的行业筛选效果。那么如何衡量各个行业反映新信息的速度？

我们创新性地使用“行业机构分歧度”这一指标来衡量各个行业反映新信息的速度：假设某行业的基本面发生了变化，如果机构对该信息的分歧度较小，那么该信息会被很快地反映在行业成分股的股价中，该基本面变量对行业未来的

回报率就没有预测能力；如果机构对该信息的分歧较大，大量机构选择买入，同时大量机构选择卖出，那么该信息完全被反映在股价中的过程则会被延缓，也即当前股价只反映了一部分新信息，随着余下新信息的扩散，未来股价还会随之变动，因此当前的新信息就对未来行业回报有较好的预测能力。也就是说，在那些机构分歧较大，也即反映新信息较为缓慢的行业中，用于行业轮动的变量会展现出更好的行业筛选效果。

图表 6、机构分歧与信息扩散示意图



资料来源：兴业证券经济与金融研究院绘制

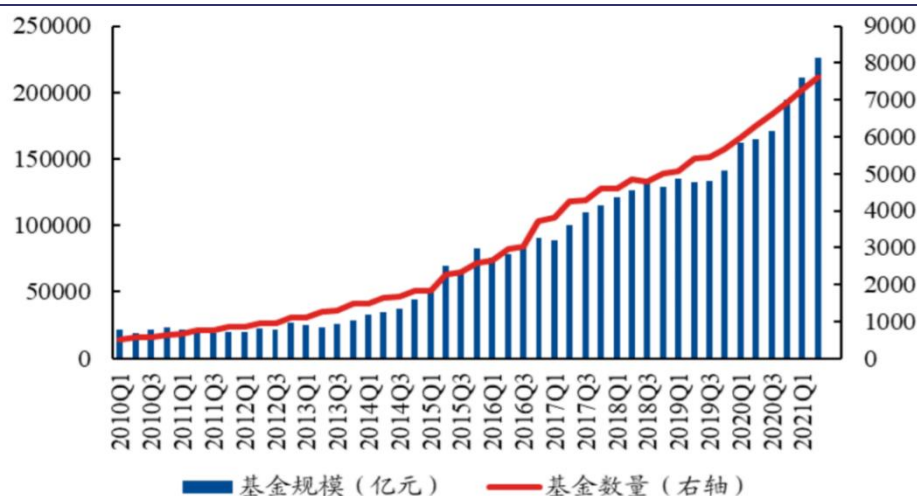
接下来，我们将验证机构投资者分歧度对基本面、机构持仓、资金流、动量等维度的改进作用，并推出“机构分歧”行业轮动模型。具体如下：

- 1、第二章我们将详细解释如何衡量各行业的机构投资者分歧；
- 2、第三章中我们展示基于单因子的行业轮动效果；
- 3、在第四章中，我们展示基于多变量综合打分与机构投资者分歧的行业轮动策略（即兴证金工“机构分歧”行业轮动模型）；
- 4、为方便策略的落地，第五章列出了部分行业 ETF；
- 5、第六章对研究进行总结和展望。

2、如何衡量机构投资者分歧？

近年来，A 股市场机构化进程日益加快，A 股机构投资者的持股市值占比从 2015 年底的 20% 左右增长到 2020 年底的约 30%，其中，公募基金始终是最大的机构投资者，且规模保持高速增长。目前，大部分对公募基金的研究集中在持仓信息、业绩评价与多变量选基金等维度。这些研究大多受制于较低的基金持仓披露频率。

图表 7、公募基金整体规模

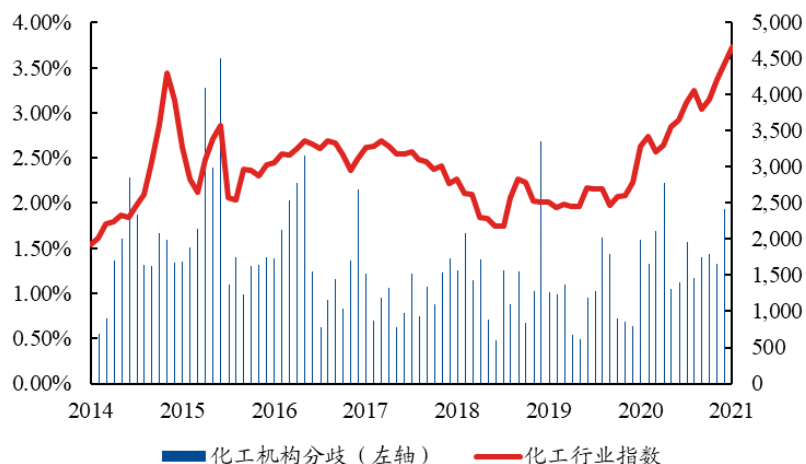


资料来源：聚源、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

兴证金工对实时跟踪偏股主动型基金的股票与行业仓位进行过深入的探索，并且每周发布基金股票仓位、基金申万一级行业配置比例的测算结果。在长期对基金仓位的测算与跟踪中，我们发现，基金行业仓位的变化蕴含着丰富的信息。假设存在 A、B、C 三只基金以及以下两种场景：在场景一，A、B、C 各自把他们在 i 行业的仓位提高了 2%，此时 A、B、C 三只基金在行业 i 的仓位变化的平均值为 2%，仓位变化的标准差为 0%；在场景二，A 基金将行业 i 的仓位提高了 7%，B 基金将行业 i 的仓位提高了 2%，而 C 基金将行业 i 的仓位降低了 4%，此时，三只基金在行业 i 仓位变化的平均值仍然是 2%，但仓位变化的标准差却提高到了 4.50%。尽管两种场景的持仓变化均值相同，但很显然，在场景二，基金有着更加不同的交易方向，也就是说，此时基金经理对行业的走势有着较为不同的看法，基金之间的分歧较大（行业持仓变动的标准差较大）。基于以上分析，在每个月末，我们对各个行业构建了“机构投资者分歧”指标。

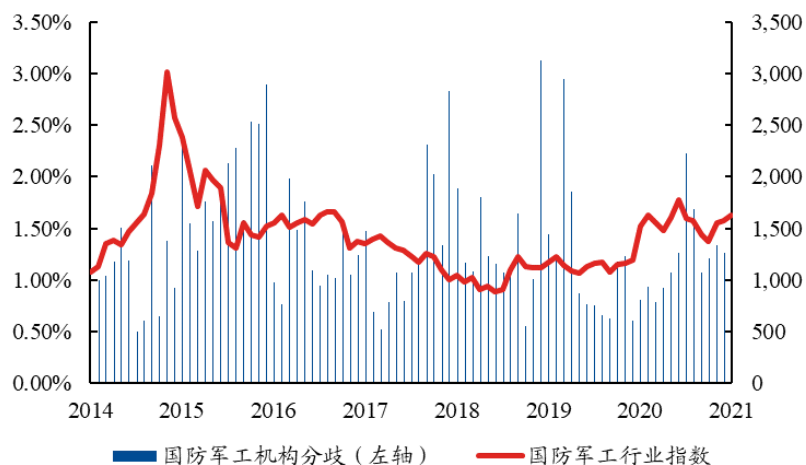
图表 8 至图表 10 展示了投资者近期较为关注的一部分行业的机构分歧时间序列。可以看到，机构分歧没有明显的趋势，且本身与指数相关性较低。

图表 8、机构分歧与行业指数（化工，申万一级）



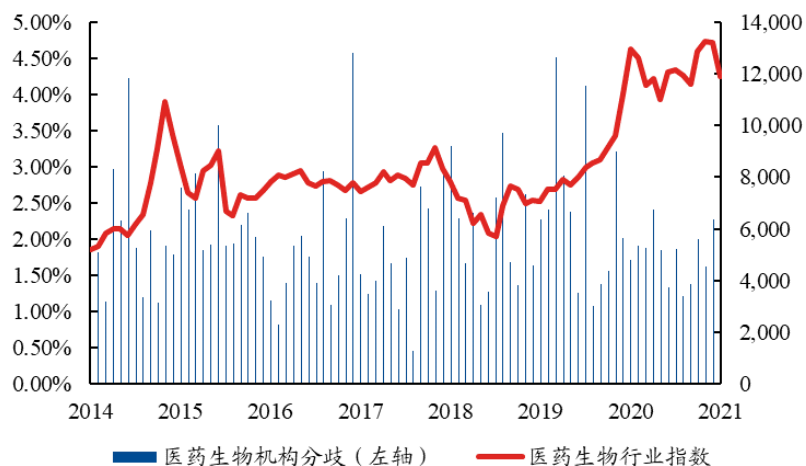
资料来源：聚源、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 9、机构分歧与行业指数（国防军工，申万一级）



资料来源：聚源、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 10、机构分歧与行业指数（医药生物，申万一级）



资料来源：聚源、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3、单变量行业轮动模型与机构分歧

本章节解释了 ROE 一致预期变化率、公募基金行业配置比例变动、北向资金流、行业动量等变量的逻辑与构造方法，并检验了这些变量的行业筛选能力。具体来看，我们先展示这些变量在 28 个申万一级行业中的筛选结果；接下来，我们根据机构投资者分歧，将全部申万一级行业分为高低分歧两组，再分别在两组内检验这些变量的行业筛选能力。

和我们的推测一致，以上变量的行业筛选能力集中在机构投资者分歧较大，也即反映新信息较慢的 14 个行业中；而在 14 个分歧度较低的行业中，以上变量的筛选能力较弱，或没有展现出任何筛选效果。并且，在大多数情况下，以上变量在高分歧行业中筛选出的行业等权组合跑赢了在全行业筛选出的等权组合。

3.1、基于 ROE 一致预期的行业轮动与机构分歧

“如果只能用一个指标选股的话，我会选择 ROE”。——沃伦·巴菲特

ROE 直接衡量了公司净资产的盈利能力，在投资实践中的重要性不言而喻。从股利贴现模型的角度来看，股价可被表示为：

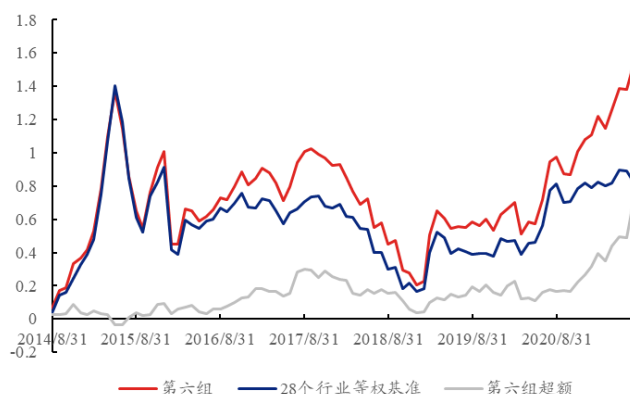
$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(BV \times ROE \times d)_t}{(1+R)^t}$$

其中 BV 指净资产，d 是派息率，R 是折现率。若投资者预期公司的 ROE 增长（假设其它因素不变），那么股价也会随之抬升。在每个月末，对行业内成分股 ROE 一致预期变化率加权处理，我们得到行业的 ROE 一致预期变化率。

我们首先检验 ROE 一致预期变化率在全部分歧行业中的筛选结果（分为六组，每组分别包含 5、5、4、4、5、5 个行业）；然后我们根据机构投资者分歧，将全行业分为高低分歧两组，再分别在两组内根据 ROE 一致预期变化率构建行业轮动策略（再分为三组，每组分别包含 5、4、5 个行业）。

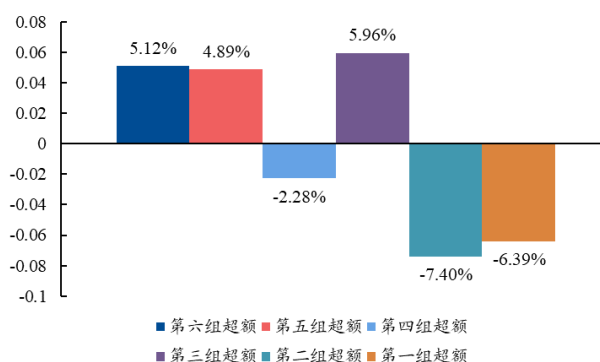
可以看到，在全行业中选取 ROE 一致预期变化率较高的 5 个行业（第六组）仅取得了 5.12% 的年化超额收益率。而在机构投资者分歧较大，也就是反映新信息较慢的 14 个行业中，ROE 一致预期变化率较高的 5 个行业等权组合（第三组）取得了 6.13% 的年化超额收益；在机构投资者分歧较小，也就是反映新信息较快的 14 个行业中，根据 ROE 一致预期变化率构建的等权组合（第三组）的年化超额收益仅为 2.24%，低于高分歧组中的策略表现。以上实证结果与我们“ROE 一致预期变化率的筛选效果集中在分歧较大的行业中”的判断基本一致。

图表 11、ROE 一致预期变化率分组



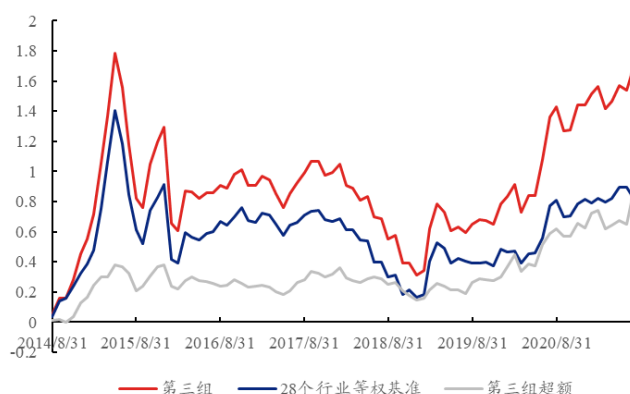
资料来源：聚源、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

图表 12、ROE 一致预期变化分组的年化超额收益



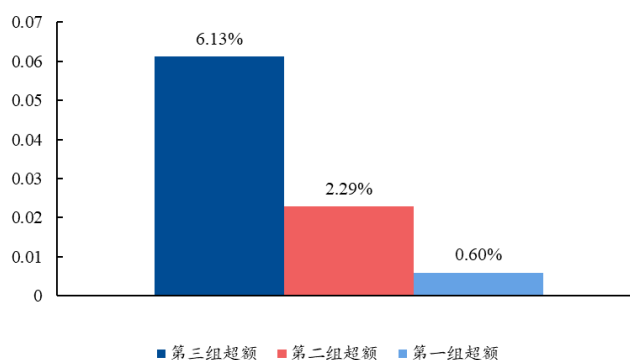
资料来源：聚源、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

图表 13、先挑选 14 个机构分歧较大的行业，再根据 ROE 一致预期变化率分组



资料来源：聚源、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

图表 14、先挑选 14 个机构分歧较大的行业，再根据 ROE 一致预期变化率分组的年化超额收益率



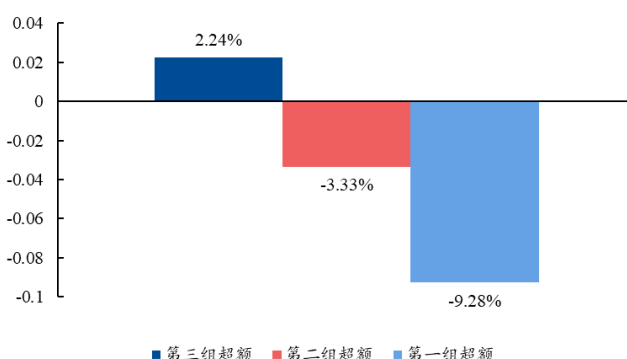
资料来源：聚源、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

图表 15、先挑选 14 个机构分歧较小的行业，再根据 ROE 一致预期变化率分组



资料来源：聚源、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

图表 16、先挑选 14 个机构分歧较小的行业，再根据 ROE 一致预期变化率分组的年化超额收益率



资料来源：聚源、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

图表 17、基于 ROE 一致预期变化率和机构分歧的行业轮动策略长期业绩表现

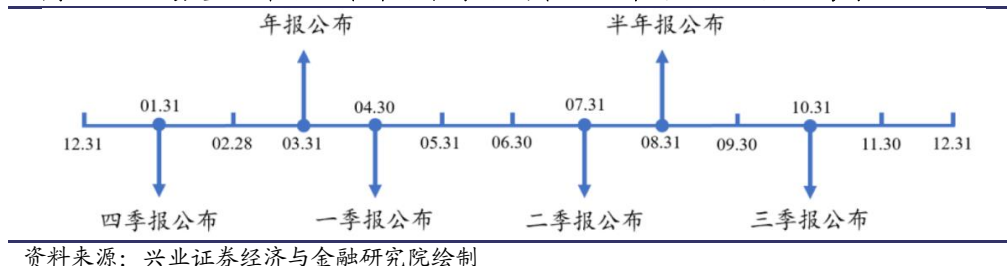
策略	策略年化收益	等权基准	超额	波动率	最大回撤
在 28 个申万一级行业中，挑选 ROE 一致预期变化较高的 5 个行业（第六组）	14.13%	9.01%	5.12%	26.15%	-49.03%
在机构分歧大的 14 个行业中，挑选 ROE 一致预期变化较高的 5 个行业（第三组）	15.14%	9.01%	6.13%	27.58%	-52.75%
在机构分歧小的 14 个行业中，挑选 ROE 一致预期变化较高的 5 个行业（第三组）	11.25%	9.01%	2.24%	24.82%	-43.56%

资料来源：聚源、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

3.2、基于公募基金持仓的行业轮动与机构分歧

近年来，许多公募基金交出了一份亮丽的答卷，2020 年，偏股主动型基金回报率的中位数超过了 60%。兴证金工在《公募基金持仓因子全解析》、《公募基金持仓因子全解析》等报告中对公募基金的持仓进行了深入的研究，基于持仓信息构建的股票组合持续产生可观的超额收益。作为专业投资者，公募基金可能具备优于市场平均水平的信息优势；而该优势信息，可能会随着持仓的公布而扩散到市场中，因此，我们认为，公募基金的行业配置可能对行业轮动也具备指导意义。

公募基金在半年报和年报中披露全部持股信息，但半年报披露的最晚时间为八月底，年报披露的最晚时间为三月底，时滞较为严重。而基金季报披露的频率较高，且在一月底、四月底、七月底、十月底均披露完毕，时效性较高。因此，我们使用基金季报所披露的十大重仓股信息构建行业轮动组合。

图表 18、公募基金年报、半年报和季报的最晚公布时间（按月底考察）


具体来看，在季报公布后，我们首先计算公募基金在各行业的配置比例：

$$Holding\ Ratio_{i,t} = \frac{Holding\ Value_{i,t}}{Total\ Holding_t}$$

其中 i 代表行业， t 代表某个季报； $Holding\ Value_{i,t}$ 是公募基金在行业 i 的持仓市值， $Total\ Holding_t$ 是公募基金的持股总市值，以上市值的计算全部基于季报披露的十大重仓股。接着我们计算公募行业配置比例的变动：

$$\Delta Holding\ Ratio_{i,t} = Holding\ Ratio_{i,t} - Holding\ Ratio_{i,t-1}$$

我们使用 $\Delta Holding\ Ratio_{i,t}$ 对申万一级行业进行排序，且该排序结果持续到下次季报公布之前。以二季报为例，七月底二季报全部公布完毕，我们计算各行业配置比例相对于一季报的变动，并依据变动大小将行业排序。在接下去的三个月份（三季报公布之前）均使用该排序结果。

在实证中，我们首先检验公募基金行业配比变动在全部申万一级行业中的筛选结果（分为六组，每组分别包含 5、5、4、4、5、5 个行业）；然后我们根据机构投资者分歧，将全行业分为高低分歧两组，再分别在两组内根据公募基金行业配比变动构建行业轮动策略（再分为三组，每组分别包含 5、4、5 个行业）。

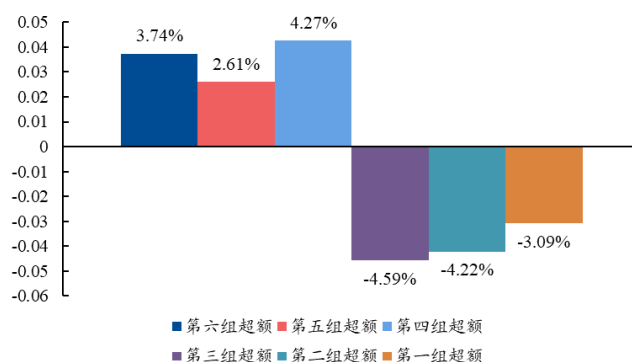
可以看到，在全行业中选取配比增加较多的 5 个行业（第六组）仅仅取得了 3.74% 的年化超额收益率。而在机构投资者分歧较大，也就是反映新信息较慢的 14 个行业中，公募基金行业配比增加较多的 5 个行业等权组合（第三组）取得了 5.20% 的年化超额收益；在机构投资者分歧较小，也就是反映新信息较快的 14 个行业中，根据公募基金行业配比变动构建的等权组合（第三组）的年化超额收益为 -3.26%，没有展示出任何筛选效果。以上实证结果与我们“公募基金行业配比变动的筛选效果集中在分歧较大的行业中”的判断基本一致。

图表 19、基金行业配比变动分组



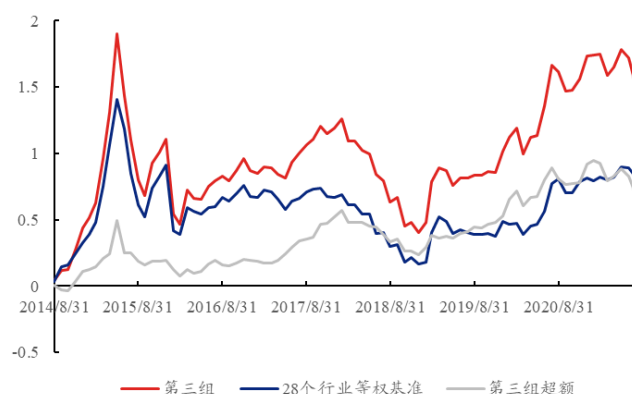
资料来源：聚源、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

图表 20、基金行业配比变动分组的年化超额收益率



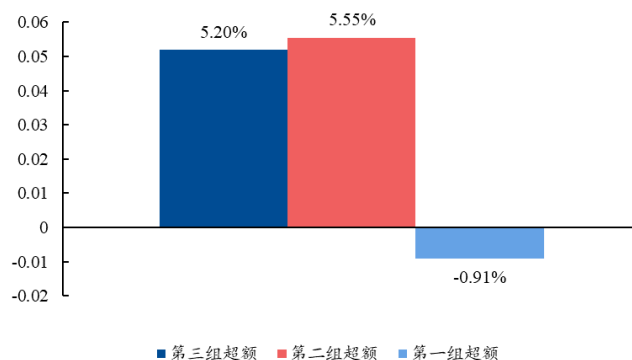
资料来源：聚源、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

图表 21、先挑选 14 个机构分歧较大的行业，再根据基金行业配比变动分组



资料来源：聚源、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

图表 22、先挑选 14 个机构分歧较大的行业，再根据基金行业配比变动分组的年化超额收益率



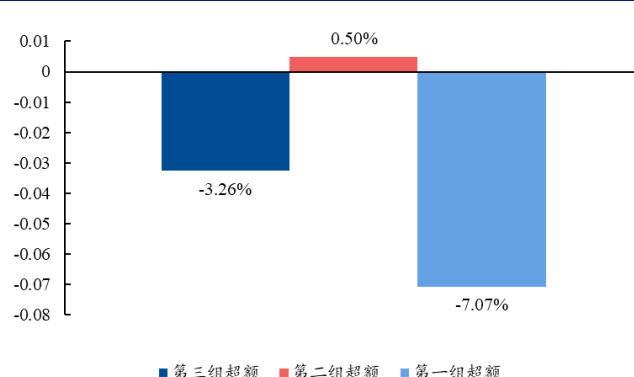
资料来源：聚源、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

图表 23、先挑选 14 个机构分歧较小的行业，再根据基金行业配比变动分组



资料来源：聚源、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

图表 24、先挑选 14 个机构分歧较小的行业，再根据基金行业配比变动分组的年化超额收益率



资料来源：聚源、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

图表 25、基于基金行业配比变动和机构分歧的行业轮动策略长期业绩表现

策略	策略年化收益	等权基准	超额	波动率	最大回撤
在 28 个申万一级行业中，挑选配置比例相对增加的前 5 个行业（第六组）	12.75%	9.01%	3.74%	26.97%	-47.91%
在机构分歧大的 14 个行业中，挑选配置比例相对增加的前 5 个行业（第三组）	14.21%	9.01%	5.20%	28.56%	-51.62%
在机构分歧小的 14 个行业中，挑选配置比例相对增加的前 5 个行业（第三组）	5.75%	9.01%	-3.26%	25.37%	-54.39%

资料来源：聚源、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

3.3、基于北向资金的行业轮动与机构分歧

近年来，通过陆股通“北上”的资金在 A 股的持股市值占比不断提升，这些资金的行为也受到了投资者的广泛关注，兴证金工亦在《基于北向资金持仓信息的 A 股配置全攻略》等报告中对北向资金的择时和选股能力进行了较为深入的研究。

在投资实践中，陆股通参与者需要通过“港交所中央结算系统参与者”对股份的买卖进行交收。目前，中央结算系统的主要参与者可分为两类，一类为直接结算参与者（券商为主），另一类为托管商参与者（银行为主）。券商不仅可以提供结算、托管服务，还能提供交易、投研等更多样化的服务手段，而银行通常仅负责托管与结算。为方便阐述，我们将通过券商进行结算的资金称为“北向券商资金”，将通过银行进行结算的资金称为“北向银行资金”。

图表 26、港交所中央结算系统参与者分类



资料来源：香港交易所，兴业证券经济与金融研究院整理

通常认为，北向银行资金倾向于长期资产配置，而北向券商资金以交易型为主，更符合“聪明钱”的特征，他们的交易行为可能对行业轮动具备启示意义。因此，对每个行业，在每个交易日，我们构建如下变量：

$$FlowRatio_{i,t} = \sum_s w_s \times \frac{Net\ Inflow_{s,t}}{Previous\ Month\ Average\ Holding_s}$$

其中 i 代表行业， s 代表股票， t 代表交易日； $w_{s,i}$ 是股票 s 在行业 i 所属的申万一级行业 i 中的权重， $Previous\ Month\ Average\ Holding_{s,i}$ 是北向券商资金上个月该股票的平均持有市值， $Net\ Inflow_{s,i,t}$ 是北向券商在 t 日流入股票 s 的资金量，计算方法为：

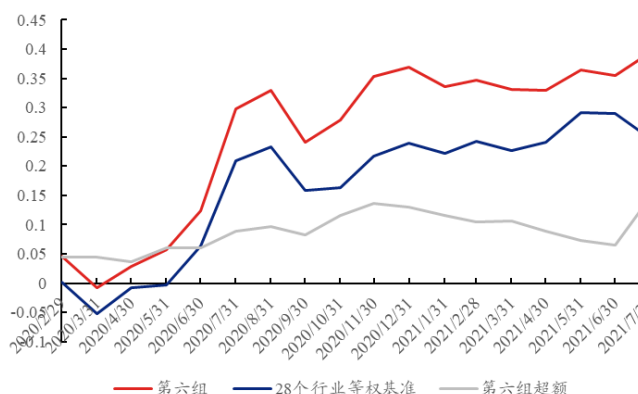
$$Net\ Inflow_{s,t} = (h_{s,t} - h_{s,t-1}) \times \bar{P}_{s,t}$$

其中 h 为北向券商资金持股数量， $\bar{P}_{s,t}$ 为股票 s 在 t 日的成交均价。接下来，对每个行业，我们在每个月计算其日均 $FlowRatio$ ，并将其作为衡量北向资金流的指标。

我们首先检验北向资金流在 28 个申万一级行业中的筛选结果（分为六组，每组分别包含 5、5、4、4、5、5 个行业）；然后我们根据机构投资者分歧，将所有申万一级行业分为高低分歧两组，再分别在两组内根据北向资金流构建行业轮动策略（再分为三组，每组分别包含 5、4、5 个行业）。

实证结果显示，在全行业中选取北向券商资金流入较高的 5 个行业（第六组）仅取得了 8.98% 的年化超额收益率。而在机构投资者分歧较大，也就是反映新信息较慢的 14 个行业中，北向券商资金净流入较多的 5 个行业等权组合（第三组）取得了 16.12% 的年化超额收益；在机构投资者分歧较小，也就是反映新信息较快的 14 个行业中，根据北向资金流构建的等权组合（第三组）的年化超额收益为 12.85%，低于高分歧组中的策略表现。以上实证结果与我们“北向资金流的行业筛选效果集中在分歧较大的行业中”的判断基本一致。

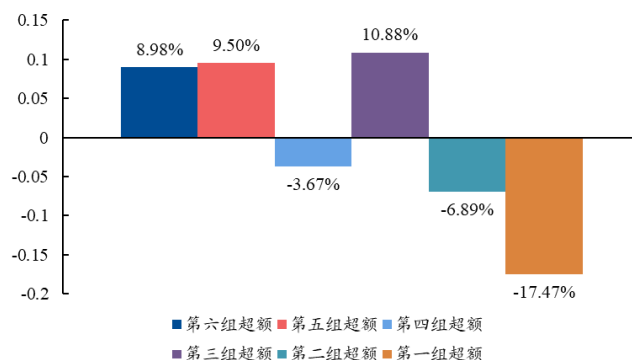
图表 27、北向券商资金流分组



资料来源：聚源、Wind、香港交易所，兴业证券经济与金融研究院整理

数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

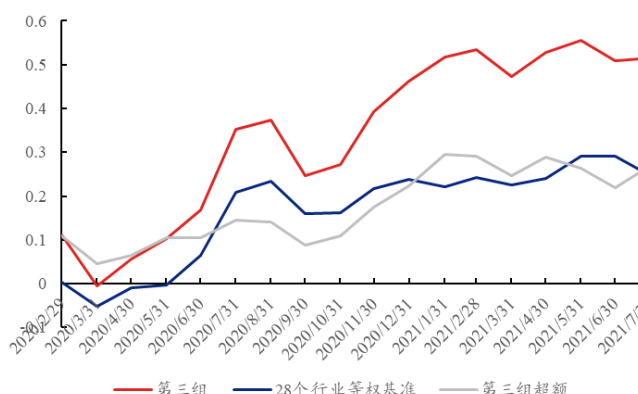
图表 28、北向券商资金流分组的年化超额收益率



资料来源：聚源、Wind、香港交易所，兴业证券经济与金融研究院整理

数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

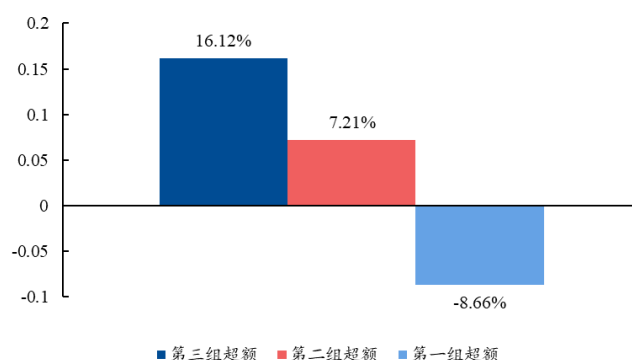
图表 29、先挑选 14 个机构分歧较大的行业，再根据北向券商资金流分组



资料来源：聚源、Wind、香港交易所，兴业证券经济与金融研究院整理

数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

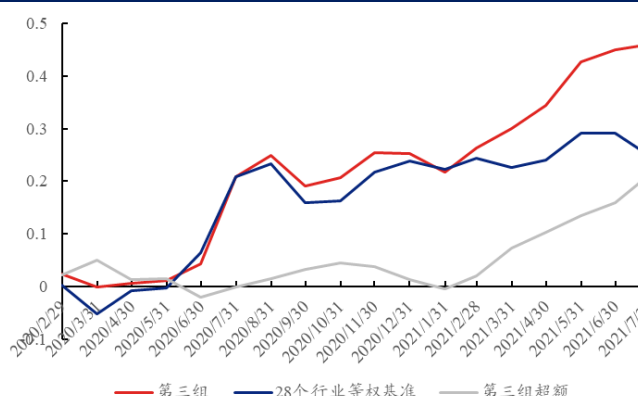
图表 30、先挑选 14 个机构分歧较大的行业，再根据北向券商资金流分组的年化超额收益率



资料来源：聚源、Wind、香港交易所，兴业证券经济与金融研究院整理

数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

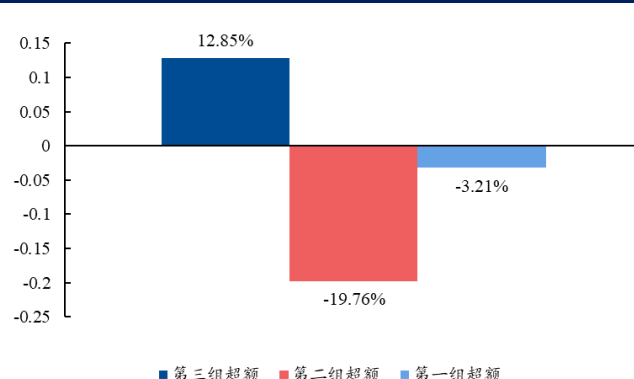
图表 31、先挑选 14 个机构分歧较小的行业，再根据北向券商资金流分组



资料来源：聚源、Wind、香港交易所，兴业证券经济与金融研究院整理

数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

图表 32、先挑选 14 个机构分歧较小的行业，再根据北向券商资金流分组的年化超额收益率



资料来源：聚源、Wind、香港交易所，兴业证券经济与金融研究院整理

数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

图表 33、基于北向券商资金流和机构分歧的行业轮动策略长期业绩表现

策略	策略年化收益	等权基准	超额	波动率	最大回撤
在 28 个申万一级行业中，挑选北向券商资金流入较多的 5 个行业（第六组）	24.81%	15.83%	8.98%	16.77%	-6.68%
在机构分歧大的 14 个行业中，挑选北向券商资金流入较多的 5 个行业（第三组）	31.95%	15.83%	16.12%	22.63%	-10.43%
在机构分歧小的 14 个行业中，挑选北向券商资金流入较多的 5 个行业（第三组）	28.68%	15.83%	12.85%	15.05%	-4.64%

资料来源：聚源、Wind、香港交易所，兴业证券经济与金融研究院整理

数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

3.4、基于动量效应的行业轮动与机构分歧

自从 Jegadeesh and Titman (1993)首次记录动量效应的存在后，动量效应就成为了金融学界和业界经久不衰的话题。Asness, Moskowitz, and Pedersen (2013) 发现横截面上的动量效应不仅存在于全球各主要市场的个股与股指，还广泛存在于货币、商品、债券等大类资产中；Moskowitz, Ooi, and Pedersen (2012) 则记录了时间序列动量效应的存在。

关于动量效应存在的原因也众说纷纭。其中，Hong and Stein (2007) 指出动量效应更有可能存在于投资者分歧较大的个股中。在他们的模型中，当投资者对资产的清算价值产生分歧的时候，仅有一部分关于清算价值的信息会在 $t=1$ 时被反映在资产的价格中，而余下的信息则要等到 $t=2$ ，也就是资产清算时才会被反映在价格中。Verardo (2009) 则从实证的角度上检验 Hong and Stein (2007) 的理论预测，最终的实证结果与理论预测是一致的。

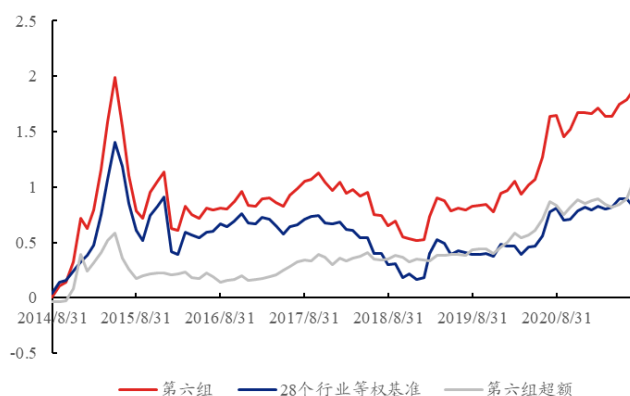
很自然地，我们考虑在行业轮动中运用动量效应。我们使用行业过去一个月的回报率来表征行业动量的强弱。我们首先检验动量效应在全部申万一级行业中

的筛选结果（分为六组，每组分别包含 5、5、4、4、5、5 个行业）；然后我们根据机构投资者分歧，将 28 个申万一级行业分为高低分歧两组，再分别在两组内根据动量效应构建行业轮动策略（再分为三组，每组分别包含 5、4、5 个行业）。

可以看到，在机构投资者分歧较大，也就是反映新信息较慢的 14 个行业中，动量效应较高的 5 个行业等权组合（第三组）取得了 5.67% 的年化超额收益；而在机构投资者分歧较小，也就是反映新信息较快的 14 个行业中，根据动量效应构建的等权组合（第三组）的年化超额收益为 -2.94%。这一结果和 Hong and Stein (2007) 以及我们的推测一致，也即动量效应集中在机构投资者分歧较大的行业中。

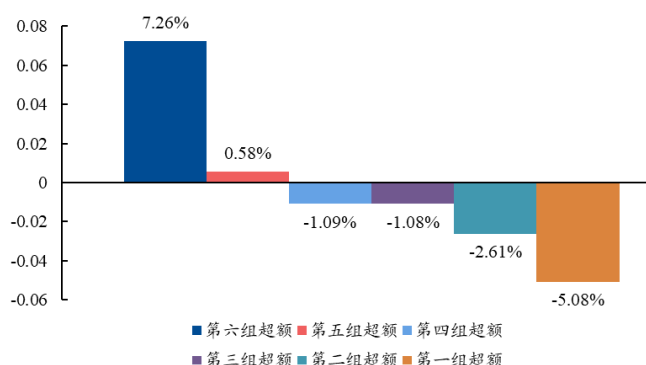
在全行业中选取动量效应较高的 5 个行业等权组合（第六组）获得了 7.26% 的年化超额收益，高于分歧较高的 14 个行业中的动量策略。这一现象出现的原因可能包括动量组合构建的方式、短期反转效应等等，我们将在后续研究中对其进行更深入的探索。

图表 34、动量效应分组



资料来源：聚源、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

图表 35、动量效应分组的年化超额收益率



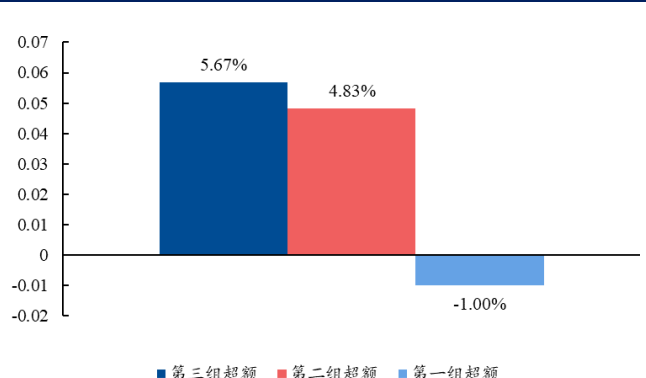
资料来源：聚源、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

图表 36、先挑选 14 个机构分歧较大的行业，再根据动量效应分组



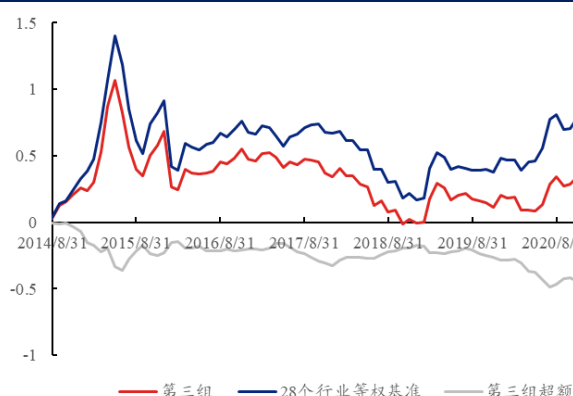
资料来源：聚源、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

图表 37、先挑选 14 个机构分歧较大的行业，再根据动量效应分组的年化超额收益率



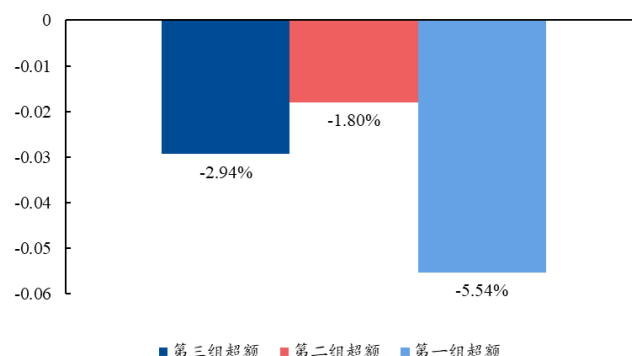
资料来源：聚源、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

图表 38、先挑选 14 个机构分歧较小的行业，再根据动量效应分组



资料来源：聚源、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

图表 39、先挑选 14 个机构分歧较小的行业，再根据动量效应分组的年化超额收益率



资料来源：聚源、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

图表 40、基于动量效应和机构分歧的行业轮动策略长期业绩表现

策略	策略年化收益	等权基准	超额	波动率	最大回撤
在 28 个申万一级行业中，挑选动量效应高的 5 个行业（第六组）	16.27%	9.01%	7.26%	28.21%	-49.20%
在机构分歧大的 14 个行业中，挑选动量效应较高的 5 个行业（第三组）	14.68%	9.01%	5.67%	26.90%	-46.08%
在机构分歧小的 14 个行业中，挑选动量效应较高的 5 个行业（第三组）	6.08%	9.01%	-2.94%	24.05%	-52.28%

资料来源：聚源、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

4、知行合一——“机构分歧”行业轮动模型构建

在第三章中，我们发现 ROE 一致预期变化率、公募基金行业配置比例变动、北向资金流、行业动量等变量均具备一定的行业筛选能力，且相关性较低（参见图表 41）。同时，我们构建的机构分歧度对各维度具有较好的改进作用。基于此，我们构建“机构分歧”行业轮动模型，细节如下：

1、策略

- 将 ROE 一致预期变化率、公募基金行业配置比例变动、北向资金流、行业动量四个维度等权合成，形成多变量综合打分，称之为 Comb_Sig;
- 计算每个行业的机构分歧度指标，将全部 28 个申万一级行业分为高低分歧两组;
- 在高分歧度组内根据 Comb_Sig，分成三组（每组分别包含 5、4、5 个行业），得分最高的 5 个行业成为我们下期持有的标的。

2、对比基准：

- 全体 28 个申万一级行业等权基准，称之为 BM_Mdl;

ii): 同时为了更好的研究模型, 我们根据 Comb_Sig, 每期在全行业内选择得分最高的 5 个行业, 构建等权组合作为基准策略, 称之为**等权_5 策略**;

3、调仓频度: 月度调仓。

测算结果显示:

a)、从 2014 年 8 月到 2021 年 7 月底, “机构分歧度” 行业轮动策略年化收益率高达 27.10%, 月胜率高达 65.5%;

b)、从相对于全行业等权基准 (BM_Mdl) 来看, 策略年化超额收益率达 18.09%, 最大回撤仅为 9.61%, 月胜率高达 71.43%, 风险收益比也达到 1.72。且策略每年均大幅度跑赢基准;

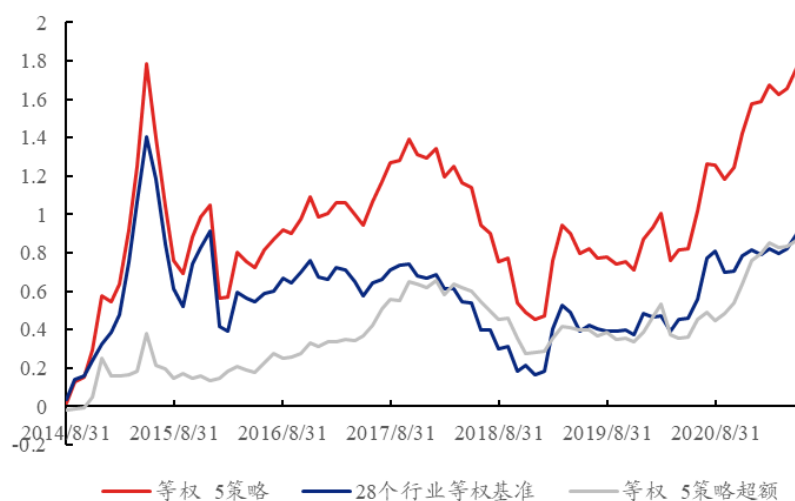
c)、从相对于等权_5 基准策略来看, 等权_5 策略年化收益率 16.15%, 年化超额收益 7.14%。无论是分年度亦或是整体表现, 等权_5 策略表现远逊于我们构建的机构分歧策略。

图表 41、各变量相关性

	北向资金流	公募基金行业 配比变化	ROE 一致预期 变化率	动量效应
北向资金流	-	-0.04	-0.05	0.28
公募基金行业配比变化	-0.04	-	0.09	0.05
ROE 一致预期变化率	-0.05	0.09	-	0.07
动量效应	0.28	0.05	0.07	-

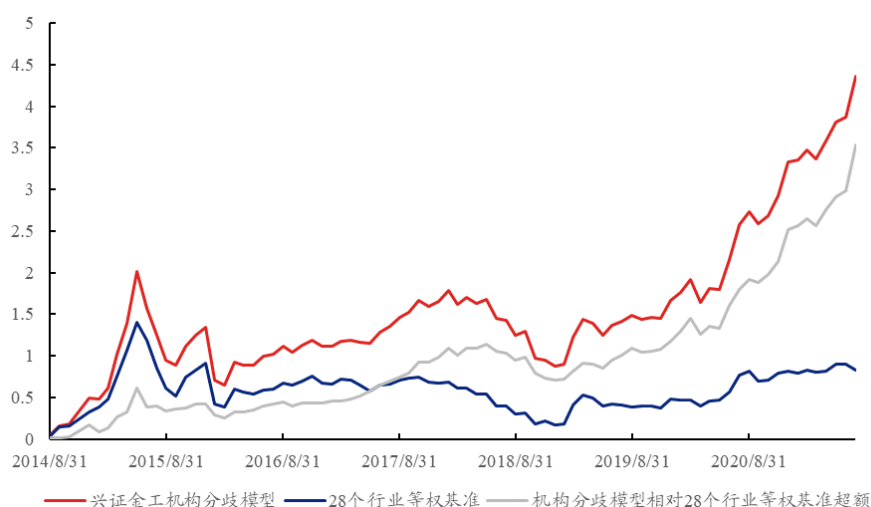
资料来源: 聚源、Wind、香港交易所, 兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期: 截至 2021 年 7 月 31 日

图表 42、等权_5 策略 (在全行业内根据 Comb_Sig 筛选行业)



资料来源: 聚源、Wind、香港交易所, 兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期: 截至 2021 年 7 月 31 日

图表 43、兴证金工“机构分歧”行业轮动策略（在分歧度较高的 14 个行业中根据 Comb_Sig 筛选行业）



资料来源：聚源、Wind、香港交易所，兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

图表 44、行业轮动策略的整体表现

策略	年化收益	年化波动率	收益风险比	最大回撤	月度胜率(>0 占比)
BM_Mdl	9.01%	24.62%	0.37	-51.46%	57.14%
等权_5 策略	16.15%	27.54%	0.59	-47.81%	60.71%
等权_5 策略超额	7.14%	10.52%	0.68	-12.04%	57.14%
机构分歧策略	27.10%	28.43%	0.95	-45.42%	65.48%
机构分歧策略超额	18.09%	10.51%	1.72	-9.61%	71.43%

资料来源：聚源、Wind、香港交易所，兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

图表 45、行业轮动策略的分年度表现

策略	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
BM_Mdl	32.63%	44.25%	-12.50%	-0.25%	-30.12%	27.16%	22.49%	0.63%
等权_5 策略	57.83%	29.89%	-2.93%	15.15%	-36.63%	28.67%	37.97%	10.63%
等权_5 策略超额	25.19%	-14.37%	9.57%	15.40%	-6.51%	1.51%	15.48%	10.00%
机构分歧策略	49.08%	56.90%	-9.74%	25.68%	-29.28%	41.85%	62.90%	23.58%
机构分歧策略超额	16.44%	12.65%	2.75%	25.93%	0.84%	14.69%	40.41%	22.95%

资料来源：聚源、Wind、香港交易所，兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

图表 46 与图表 47 分别展示了等权_5 策略和“机构分歧”行业轮动模型每期选择的结果。以 2021 年 7 月为例，等权_5 策略看好的七月份行业为钢铁、化工、采掘、电子、计算机，这 5 个行业的等权组合在七月份获得了 4.88% 的收益；而“机构分歧”模型则看好有色、钢铁、化工、电子、计算机，这 5 个行业的等权组合则在七月份获得了 9.96% 的收益。二者表现的差异主要在于有色金属：等权_5 模型未能给予有色金属较高的排名；而“机构分歧”模型则发现在六月

底有色金属的机构投资者分歧较高，且在高分歧组内，有色金属获得了相对较高的综合得分。此时该行业反映新信息的速度较慢，综合打分具备较强的行业筛选能力。正如模型所预测，有色金属在七月份获得了 27.40% 的收益，位列所有申万一级行业之首。

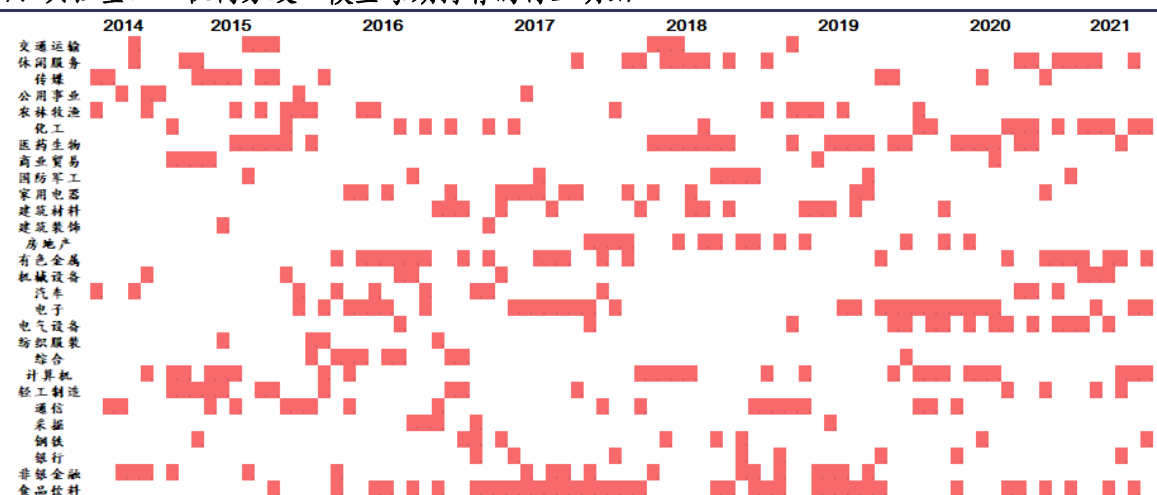
根据测算，我们的“机构分歧”行业轮动模型 9 月份看好的 5 个申万一级行业为：有色金属、钢铁、国防军工、电气设备、化工。

图表 46、等权 5 策略每期持有的行业明细



资料来源：聚源、Wind、香港交易所，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 47、兴证金工“机构分歧”模型每期持有的行业明细



资料来源：聚源、Wind、香港交易所，兴业证券经济与金融研究院整理

5、策略如何通过 ETF 落地？

为方便策略落地，我们列出 兴证金工“机构分歧”模型 9 月推荐的五个行业以及一部分与之对应的行业 ETF 供投资者参考。

图表 48、申万一级行业与 ETF

申万一级行业	ETF 产品				
钢铁	国泰中证钢铁 ETF (515210.OF)				
化工	鹏华中证细分化工产业主题 ETF (159870.SZ)	富国中证细分化工产业主题 ETF (516120.OF)	华宝中证细分化工产业主题 ETF (516020.OF)	国泰中证细分化工产业主题 ETF (516220.OF)	
国防军工	华宝中证军工 ETF (512810.OF)				
电气设备					
有色金属	南方中证申万有色金属 ETF (512400.OF)	建信中证细分有色金属产业主题 ETF (516680.OF)	银华中证有色金属 ETF (159871.OF)	鹏华国证有色金属行业 ETF (159880.OF)	华宝中证有色金属 ETF (159876.OF)

资料来源：聚源、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

6、总结与投资建议

为什么某些变量在横截面上对行业回报率具备预测能力？本报告做出了相应的尝试和思考：如果变量所包含的信息立刻被反映在股价中，那么该变量不应该对行业回报具有预测能力。变量之所以能够预测行业回报率，从有效市场的角度来看，是因为变量所包含的信息没有被完全反映在当前的股价中。因此，反映信息较慢的行业中，变量的预测能力可能较好。

我们创新性地引入“机构投资者分歧”这一指标，并用其衡量某行业反映新信息的快慢：若在某行业机构投资者对新信息呈现较大的分歧，也即他们的交易方向较为不同，那么该行业反映新信息的速度可能较慢。我们推测，在机构分歧较大的行业中，行业轮动策略能够展现出较好的效果。

实证结果和我们的推测一致。单变量的行业筛选能力集中在机构投资者分歧较大的 14 个行业中；而在 14 个分歧度较低的行业中，单变量筛选效果较弱。我们进一步构建了“机构分歧”行业轮动模型：从 2014 年 8 月到 2021 年 7 月，在机构投资者分歧较大的 14 个行业中，多变量综合打分最高的 5 个行业等权组合取得了 18.09% 的年化超额收益，月度胜率为 71.43%，年度胜率为 100%；而在全行业内进行多变量打分的“等权_5”策略仅取得了 7.14% 的年化超额收益。

有别于仅在因子构造层面上寻求改进的行业轮动策略，本研究直接从事新颖且重要的角度搭建轮动模型。同时，本研究引入的“机构投资者分歧”这一指标也罕见于研报与论文。本研究并不旨在挖掘新的因子，而是在探索：用于行业轮动的变量，在什么情况下，或者在哪些行业中表现的更好？我们给出的答案是：在信息扩散较慢，也即机构投资者分歧较高的行业中。

我们的“机构分歧”行业轮动模型 9 月份看好的 5 个申万一级行业为：有色金属、钢铁、国防军工、电气设备、化工，这些行业在八月底属于机构投资者分歧较高的分组，且在高分歧组内多变量综合得分较高。兴证金工将会继续努力，争取为投资者带来更多更深刻的市场洞见。

7、参考文献

Asness, C. S. , Moskowitz, T. J. , & Pedersen, L. H. . (2013). Value and momentum everywhere. *The Journal of Finance*.

Chen, Z. ,& Lu, A. . (2017). Slow diffusion of information and price momentum in stocks: evidence from options markets. *Journal of Banking & Finance*.

Diether, K. B. , Malloy, C. J. , & Scherbina, A. . (2002). Differences of opinion and the cross section of stock returns. *The Journal of Finance*.

Edward, M., & Miller. (1977). Risk, uncertainty, and divergence of opinion. *The Journal of Finance*.

Gregoire, V. ,& Martineau, C. . (2021). How is earnings news transmitted to stock prices? *Journal of Accounting Research*, forthcoming.

Hong, H. ,& Stein, J. C. . (2007). Disagreement and the stock market. *Journal of Economic Perspectives*.

Jegadeesh, N. ,& Titman, S. . (1993). Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency. *The Journal of Finance*.

Tobias J. Moskowitz and Yao Hua Ooi and Lasse Heje Pedersen. (2012). Time series momentum. *Journal of Financial Economics*.

Verardo, M. . (2009). Heterogeneous beliefs and momentum profits. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.

8、附录

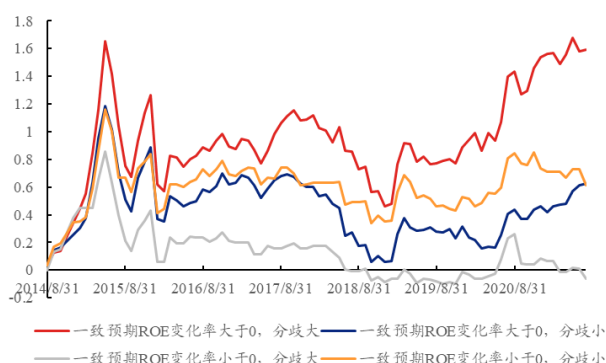
有别于正文中使用的顺序双重排序（Sequential Double-Sort，也称为 Dependent Double-Sort），本章节通过独立双重排序（Independent Double-Sort）来结合机构投资者分歧与 ROE 一致预期变化率等变量。在顺序双重排序中，每期选择的行业数固定为 5 个；而在独立双重排序中，每期选择的行业数不固定

实证结果和我们的预期一致，机构投资者分歧较大（前 50%），叠加一致预期 ROE 变化率大于 0、或公募配置增加、或北向券商资金净流入、或上个月回报为正的行业，均展现出了良好的表现。

8.1、基于 ROE 一致预期的行业轮动与机构分歧（每期行业数不固定）

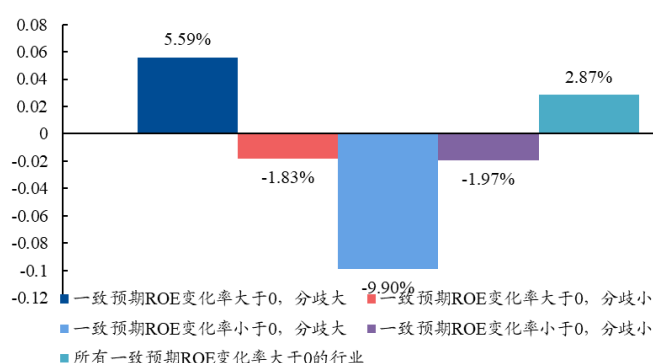
我们每月末将所有行业分别按照机构投资者分歧、ROE 一致预期变化率独立地分为两组，并且在两两分组之间取行业交集，等权持有一个月。一致预期 ROE 变化率大于 0 且机构投资者分歧较大（前 50%）的行业可获得 5.59% 的年化超额收益；而选取所有一致预期 ROE 变化率大于 0 的行业仅获得 2.87% 的年化超额收益。

图表 49、ROE 一致预期变化率叠加机构分歧



资料来源：聚源、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

图表 50、ROE 一致预期变化率叠加机构分歧的年化超额收益率

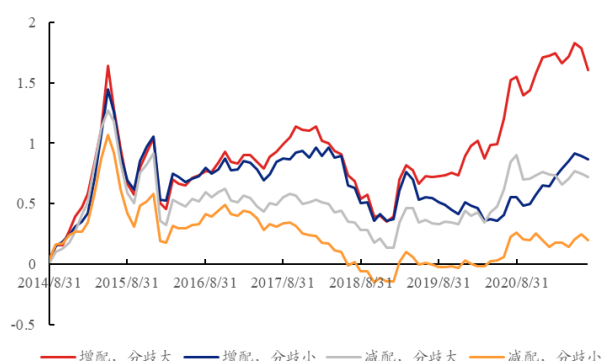


资料来源：聚源、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

8.2、基于公募基金持仓的行业轮动与机构分歧（每期行业数不固定）

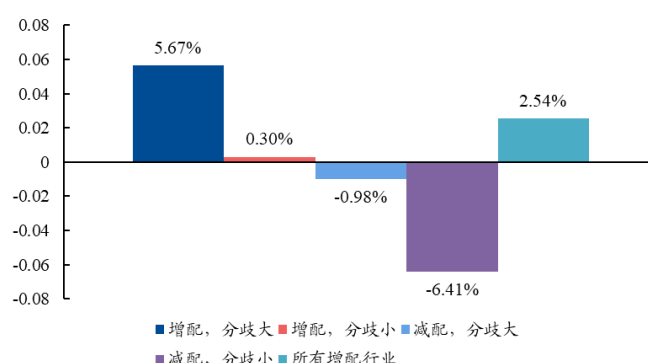
我们每月末将所有行业分别按照机构投资者分歧、公募行业配置比例变动独立地分为两组，并且在两两分组之间取行业交集，等权持有一个月。公募基金增配且机构投资者分歧较大（前 50%）的行业可获得 5.67% 的年化超额收益；而选取所有公募基金增配的行业仅获得 2.54% 的年化超额收益。

图表 51、公募行业配置比例变动叠加机构分歧



资料来源：聚源、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

图表 52、公募行业配置比例变动叠加机构分歧的年化超额收益率

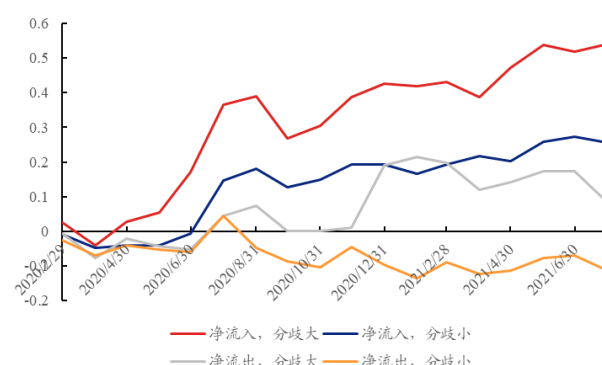


资料来源：聚源、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

8.3、基于北向资金的行业轮动与机构分歧（每期行业数不固定）

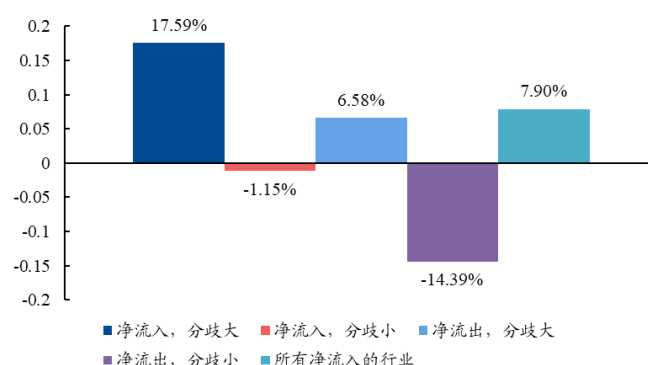
我们每月末将所有行业分别按照机构投资者分歧、北向券商资金流独立地分为两组，并且在两两分组之间取行业交集，等权持有一个月。北向券商资金净流入且机构投资者分歧较大（前 50%）的行业可获得 17.59% 的年化超额收益；而选取所有北向券商资金净流入的行业仅获得 7.90% 的年化超额收益。

图表 53、北向券商资金流叠加机构分歧



资料来源：聚源、Wind、香港交易所，兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

图表 54、北向券商资金流叠加机构分歧的年化超额收益率



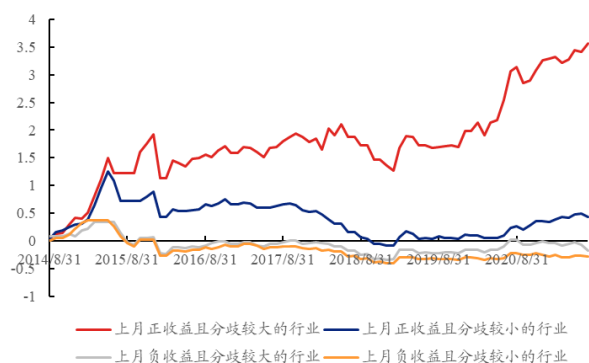
资料来源：聚源、Wind、香港交易所，兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

8.4、基于动量效应的行业轮动与机构分歧（每期行业数不固定）

我们每月末将所有行业分别按照机构投资者分歧、动量效应独立地分为两组，

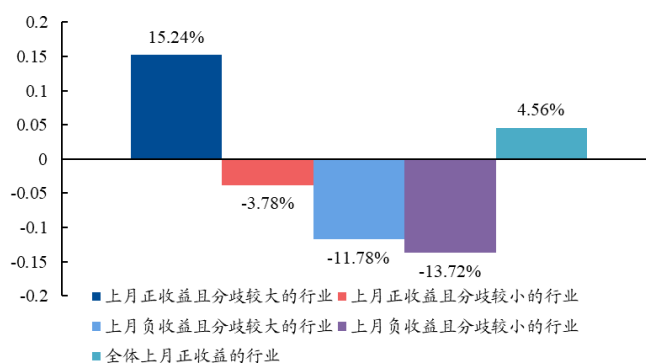
并且在两两分组之间取行业交集，等权持有一个月。行业动量为正且机构投资者分歧较大（前 50%）的行业可获得 13.94% 的年化超额收益；而选取所有行业动量为正的行业仅获得 4.56% 的年化超额收益。

图表 55、动量效应叠加机构分歧



资料来源：聚源、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

图表 56、动量效应叠加机构分歧分组的年化超额收益率



资料来源：聚源、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期：截至 2021 年 7 月 31 日

风险提示：结论基于历史数据，在市场环境转变时模型存在失效的风险。

定量研究专题报告

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.xyq.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、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@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn