

## 基于行业轮动的做多择时研究

### 核心观点:

- **行业轮动减缓或者停止预示市场反弹**

行业轮动可以被用来观察市场中多空力量对抗,从而进一步判断市场的涨跌。行业轮流杀跌基本停止意味着市场空头力量减弱,预示市场可能反弹。在本报告中,我们将讨论如何利用行业轮动减缓来捕捉市场向上拐点,寻找做多时机。

- **基于行业轮动进行做多择时**

基于 29 个中信一级行业和沪深 300 指数,我们构建了做多择时模型。我们将由两个连续交易日组成的一个时间窗口中,收益率排名前 10 的行业定义为强势行业组。在市场处于下跌时,当分别来自两个连续时间窗口的两组强势行业中,相同的行业数超额一半时,做多信号初步发出。在信号初步发出的翌日,如果沪深 300 指数的收盘价高过前一日,并且有超额收益的行业数不超额不过 15 个,我们认为做多信号正式发出。

- **做多择时信号胜率和可操作性都高**

在 2010 年到 2014 年,该做多择时模型共发出 81 次信号。如果在做多信号验证后的一个交易日,以开盘价开仓,涨破 5 日和 10 日均线较高者的收盘平仓,或者 3% 止损的操作规则,一共有 65 次信号正确,胜率为 80.2%,信号按年的胜率均不低于 73%。同时,所有有效信号均为同步或者右侧一个交易日信号,具有极高的可操作性。另外,大量做多信号发出之后的指数上涨高位远高于 5 日或者 10 日均线。该信号可以被进一步的利用来增加做多收益。最近一次做多信号发出日为 2014 年 11 月 20 日。

### 分析师

郑源

☎: 0755-21515619

✉: zhengyuan@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514050005

王红兵

☎: 0755-83479312

✉: wanghongbing\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514060001

## 目 录

一、多空对抗导致行业轮动 .....	2
二、市场企稳的必要条件和验证条件.....	2
三、基于行业轮动的做多择时模型描述与实证.....	2
(一) 做多择时模型的构建.....	3
(二) 市场做多信号的实证结果.....	3
四、总结 .....	8

## 一、多空对抗导致行业轮动

在 A 股市场中，不同行业板块轮流涨跌的现象被称之为行业轮动现象。强势行业的上涨往往是由于政策面，消息面，或者基本面向好，从而吸引多头买入而产生的；相反，弱势行业的下跌则往往是由于政策面，消息面，或者基本面利空，从而导致空头的抛售而出现。从本质上来讲，行业轮动现象是由于市场中的多头和空头力量对抗所造成的。因此，作为多空力量对抗的总体结果，也就是市场的涨跌，常常被投资者用来推断哪些行业会上涨，而哪些行业会下跌。

反观之，行业轮动现象也应该可以成为投资者观察整个市场中多空力量对比的有效角度。因此，我们能否利用行业轮动的结果，来判断市场涨跌？在《基于行业轮动的做空择时研究》的报告中，我们建立了基于行业轮动的做空择时模型。无论在样本内，还是样本外，该模型的表现都非常有效，特别是，该模型在 12 月 8 日收盘后，已经发出看空信号，而 12 月 9 日，上证指数和沪深 300 则分别大幅下跌 5.43% 和 4.49%，上证指数更是创下 5 年来单日最大跌幅。鉴于行业轮动可以有效提示市场趋势的变化，我们能否也利用行业轮动，来判断市场是否已经见底或者将会出现反弹？本报告将对如何用行业轮动来判断做多时机进行深入的阐述和讨论。

## 二、市场企稳的必要条件和验证条件

如前所述，从多空对抗的角度来时，市场的上涨来自于多头的买入，而市场的下跌来自于空头的抛售。当市场处于下跌的过程中，空头的抛售往往在一段时间内集中在几个行业中。这些行业有可能是前期获利的行业，也可能是由于政策或者消息利空的行业，也可能是基本面转差的行业。当这些行业中的个股价格下降，其利空因素被市场所消化后。空头的抛售就会转向其他的板块，导致其他板块个股价格下跌，并引发市场的进一步下跌。如果这样的板块轮流抛售不断继续，市场则会持续下行。因此，如果市场下跌要结束，行业的轮流杀跌就必须减缓甚至终止。这就意味着从时间序列上来看，行业轮动要减缓或者停止。因此，我们认为市场企稳的必要条件是行业轮动减缓或者停止。

然而，仅根据行业轮动的减缓或者停止就认为市场下跌结束了，也有可能导致对市场的误判。这是因为当空头在某段时间内对某些板块进行集中抛售时，一段时间内，行业轮动也会减缓或者终止。因此，为了准确的判断市场下跌结束，我们还需要在出现行业轮动减缓或者终止时，对市场是否会否继续下跌进行验证。首先，从直观的角度上来看，市场必须出现价格回升；另外，市场企稳还必须有权重板块的支撑。也就是说高权重的板块应该表现相对较好。当高权重的板块相对走强时，意味空头的抛售主要集中在低权重板块中，这时抛售对市场的影响已经逐步变成次要因素，市场反弹的可能性则大幅增加。

## 三、基于行业轮动的做多择时模型描述与实证

在前一节中，我们讨论了市场企稳或者反弹的必要条件和验证条件。在这一节中，我们将分别以 29 个中信一级行业和沪深 300 指数为行业体系和市场指数，根据前述的必要条件和验证条件，构建我们基于行业轮动的做多择时模型。

## （一）做多择时模型的构建

首先，我们认为行业轮动减缓和终止可以通过比对强势行业的轮替来判断。也就是说，强势行业并不随着时间而显著改变时，行业轮动减缓或者基本停止了。关于如何定义强势行业以及相关参数，我们在之前《基于行业轮动的做空择时研究》报告中已经进行了深入的讨论。和前报告相同，我们将2个连续交易日定义为一个时间窗口，在每个时间窗口中，总收益率排在前1/3的10个中信一级行业定义为该时间窗口中的强势行业组别。在市场下跌的过程中，当两个连续时间窗口中的两组强势行业组别中相同的行业数量不少于6时，即超过一半的行业相同时，我们认为持续强势的行业数量已经足够多。在这种情况下，我们认为市场轮流杀跌的情况减缓或者中止了，这将会成为市场底部形成或者反弹的必要条件。

当某个交易日收盘之后，连续两个时间窗口中的两组强势行业中相同的行业数大于等于6时，市场出现见底或者反弹的必要条件即被满足。如前一节所述，我们需要对接下来的交易日中指数和行业轮动的状态进行进一步的验证。首先，下一个交易日的收盘价必须比当前交易日高，即市场出现上涨。同时，下一个交易日高权重行业板块应该相对走强。具体来说，在下一个交易日，只要中信29个一级行业中有超额收益的行业不超过15个，我们就认为高权重行业相对走强。也就是说，只要下个交易日收盘后，指数上涨，并且相对沪深300指数而言，有超额收益行业不超过15个，我们就可以认为市场见底或者反弹的必要条件被验证有效。

当然，有效做多信号的发出应该是针对市场指数的下跌状态发出的，因此，我们需要定义市场的下跌状态。在本报告中，我们将市场指数收盘价既低于5日均线，又低于10日均线的市场状态定义为下跌状态。综上所述，当市场处于下跌状态时，行业轮动满足见底和反弹的必要条件，同时，在接下来的交易日，市场反弹又被验证有效，我们就认为市场会出现反弹，可以开仓做多。

## （二）市场做多信号的实证结果

本节的开始已经提到做多模型将利用中信29个一级行业的轮动所发出的信号，对沪深300指数进行做多择时。为了衡量基于行业轮动的做多择时模型所发出信号的有效性，我们定义了做多信号的使用方法。当经过验证的做多信号在某一个交易日收盘后发出，我们将模拟在下一个交易日，以开盘价对沪深300进行做多操作。如果在开仓后，某一个交易日的沪深300收盘价高于沪深300的5天和10日均线中的较高者之上，我们将以该交易日沪深300指数的收盘价进行模拟平仓。如果做多信号失效，即按信号发出开仓之后，沪深300指数没有收盘于5天和10日均线较高者之上，并且下跌了3%，那么我们将按3%的亏损进行收盘或者盘中平仓。根据这一规则，我们对所有经过验证的做多信号进行了实证分析。我们将基于中信29个一级行业和沪深300指数的做多择时模型所发出的所有做多信号标明在沪深300从2010年到2014年的K线图中，如图1到图9所示。其中，标有红色箭头的K线所对应的交易日为做多信号的初步发出日期，所有的做多操作均在验证交易日之后的第二个交易日开盘进行。没有带红叉的红色箭头表明该做多信号为有效的做多信号，即该信号发出之后，根据我们前述的平仓规则，做多沪深300指数可以获得正的做多收益；而带有红叉的红色箭头则表明该做多信号为无效做多信号，即该信号发出之后，做多沪深300，以前述规则进行止损平仓。

图 1： 2010 年 1-6 月做多信号发出时点



资料来源：通达信软件，中国银河证券研究部

图 2： 2010 年 7-12 月做多信号发出时点



资料来源：通达信软件，中国银河证券研究部

图 3： 2011 年 1-6 月做多信号发出时点



资料来源：通达信软件，中国银河证券研究部

图 4： 2011 年 7-12 月做多信号发出时点



资料来源：通达信软件，中国银河证券研究部

图 5： 2012 年 1-6 月做多信号发出时点



资料来源：通达信软件，中国银河证券研究部

图 6： 2012 年 7-12 月做多信号发出时点



资料来源：通达信软件，中国银河证券研究部

图 7： 2013 年 1-6 月做多信号发出时点



资料来源：通达信软件，中国银河证券研究部

图 8： 2013 年 7-12 月做多信号发出时点



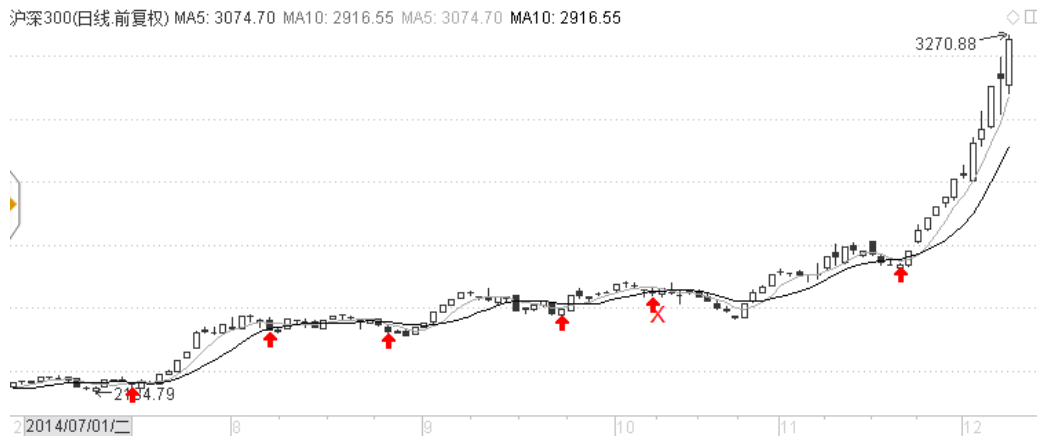
资料来源：通达信软件，中国银河证券研究部

图 9： 2014 年 1-6 月做多信号发出时点



资料来源：通达信软件，中国银河证券研究部

图 10： 2014 年 7-12 月做多信号发出时点



资料来源：通达信软件，中国银河证券研究部

在图 1 到图 8 中，我们分别以半年为一个描述周期，展示了行业轮动做多模型的信号在样本内 2010 年至 2013 年的分布情况。图 9 和图 10 则展示了样本外 2014 年 1 月到 12 月的做多信号分布情况。而在表 1 中，我们则按年总结了从 2010 年到 2014 年中，总做多信号数，有效做多信号数，做多信号的胜率，平均收益，以及连续发出错误信号的统计情况。

表 1： 做多模型信号的有效性统计

年份	总信号数	有效信号数	胜率	平均有效上涨幅度	全年累计收益	最大连错次数
2010	12	11	91.7%	1.8%	17.1%	1
2011	24	18	75.0%	1.4%	6.5%	2
2012	16	14	87.5%	2.0%	21.4%	1
2013	19	14	73.7%	2.1%	13.9%	1
2014	10	8	80.0%	1.7%	7.6%	1
总计	81	65	80.2%	1.8%	66.5%	2

资料来源：通达信软件，中国银河证券研究部

结合图 1 到图 10 以及表 1，我们可以看到行业轮动做多模型具有非常高的命中率，即信号发出指数有相当高的概率会在没有 3% 跌幅的情况下，上涨超过 5 日和 10 日均线。从图中和表中，我们看到尽管 2010 年到 2014 年上半年，整个市场都处于震荡下行，有效做多信号的胜率，除 2013 年为 73.7% 之外，其余年份均在 75% 以上。同时，我们还可以从图中看到所有有效做多信号的发出时点，均为有效的同步或者右侧一天。另外，尽管有效做多信号判定规则只计算信号发出后沪深 300 指数上涨超过 5 日和 10 日均线中较高者的做多盈利水平，但是大量的有效做多信号发出后，沪深 300 指数的上涨幅度远超过前述规则中所获得的上涨幅度。因此，投资者可以根据已有的择时模型或者交易规则，对行业轮动做多模型的信号进行更有效的利用，从而获得远超报告中所统计的做多盈利。

该模型在 2014 年 11 月 20 日发现市场在下跌状态，其行业轮动已经满足见底的必要条件。在接下来的交易日 11 月 21 日，市场收盘价高于 11 月 20 日的收盘价，同时，有超额收益的行



业只有 1 个，见底信号被验证。在被验证后的第一个交易日 11 月 24 日开盘即可做多，沪深 300 指数开盘点数为 2614.16 点，之后沪深 300 指数出现 11 连涨，直到 12 月 9 日才出现下跌，最高点为 3387.83 点，涨幅高达 29.6%。

## 四、总结

综上所述，我们有以下结论。

第一，在 A 股市场中，行业轮动现象的出现，可以被看成是市场上做多和做空力量对抗的结果。因此，从行业轮动现象也可以被用来衡量多空力量的对比。具体来说，我们可以利用行业轮动来观察市场空头做空的持续性，对市场下跌的中断或者终结进行判断，从而捕捉市场的做多时机。

第二，从实证效果来看，市场下跌过程中，行业轮动时的强势行业基本不变可以成为判断市场反弹的必要条件。同时，利用市场出现回升和强势行业数量较少来进行市场见底的验证，投资者可以获得高胜率的做多信号。同时，利用市场出现回升和超额收益行业较少来进行市场见底的验证。由于该模型发出的做多信号均为同步或者右侧一天信号，其可用性和可操作性也非常高，可以使得投资者在市场确立上涨之前进行提前建仓。

第三，对于做多模型所发出的信号，我们仅以涨过 5 日均线和 10 日均线较高者的收益，对其获利能力进行了测算。但实际上，基于行业轮动的做多择时模型所发出的信号中，有大量信号的发出时点是在市场指数较大上涨的开端，其上涨幅度将远远大于涨过 5 日均线 and 10 日均线较大者的幅度。因此，我们认为该模型所提供的做多信号可以作为已有趋势策略的有效提示和补充。

## 插图目录

图 1: 2010 年 1-6 月做多信号发出时点.....	4
图 2: 2010 年 7-12 月做多信号发出时点.....	4
图 3: 2011 年 1-6 月做多信号发出时点.....	4
图 4: 2011 年 7-12 月做多信号发出时点.....	5
图 5: 2012 年 1-6 月做多信号发出时点.....	5
图 6: 2012 年 7-12 月做多信号发出时点.....	5
图 7: 2013 年 1-6 月做多信号发出时点.....	6
图 8: 2013 年 7-12 月做多信号发出时点.....	6
图 9: 2014 年 1-6 月做多信号发出时点.....	6
图 10: 2014 年 7-12 月做多信号发出时点.....	7

## 表格目录

表 1: 做多模型信号的有效性统计.....	7
------------------------	---

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**郑源，证券分析师。**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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

### 机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn  
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn  
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn