

量化策略专题

风格轮动研究（1）：价量视角下的市值风格轮动策略

市值风格轮动现象观察

在由“择时、配置、选股”构成的研究体系中，中观层面的配置，在A股市场通常意义上涵盖行业配置、主题投资，以及风格轮动这三个维度。相较于行业和主题，量化投资者对于风格投资更加熟悉。某种意义上，用于对市场进行风格描述的方法一般都是较为规则化，或者说量化的。该系列报告立足于对风格轮动现象进行观察，并力争建立相应交易规则；本篇报告将首先对A股市场表现最为突出的市值风格轮动进行观察。

对沪深300指数和中证500指数分别进行多级别走势结构分解后，我们发现：1）两者的顶部和底部拐点在多数情形下是重合的，即呈现出同涨同跌效应；历史上仅有3次发生了走势的背离，分别出现在2007-2008年、2009-2010年以及2013-2014年。2）对于基于市值风格轮动构建的交易策略，相较于次数较少的方向截然相反的投资机会，市场更多时候给出的是方向相同但幅度有明显差异的相对强弱机会。3）周线级别的市值轮动次数较少，趋势延伸性较弱，不太具有可操作性；而日线级别的市值轮动次数较多，趋势性较强，适合构建相应投资策略。

价量视角下的市值风格轮动策略

构建市值风格轮动策略，本质上是想对相对价格时间序列进行一些方向上的判断，即相对价格择时。但无论实践还是理论都表明，想构建一个择时模型来长期提供有效的市场观点是一件非常困难的事。高胜率模型往往难以在统计上保证其显著性；而无论CTA策略还是高频交易，大多是通过略超过（甚至低于）50%的胜率以及较高的盈亏比来获得收益。本文构建的策略属于后者，即趋势确认后的动量策略，即“右侧交易”。

1）构建基于沪深300指数和中证500指数价格信息的相对强弱指标，并对其通过单均线识别趋势后进行右侧交易，当趋势确认结束后，反向操作；2010年以来，策略效果不错。2）简单基于成交量信息构建相应策略表现一般，主要是因成交信息包含噪音较多，可通过对成交信息进行分类来提高信息质量；分类方法主要是基于市场微观结构研究常用的交易方向判别和订单金额大小；基于机构投资者的交易行为对市场有预测作用的假设，我们认为特大单和大单的买入成交包含了更强的看涨预期，可以用来判断市值风格的强弱。基于此信息的相对强弱指标构建的趋势策略效果，绝对收益和夏普比率均有所提高，但回撤也明显增加。

为更好地将价量信息结合，并有效控制回撤，我们做出以下改进：1）市场由趋势和震荡两种状态交替组成。但两种状态下，择时指标有效性却不尽相同，有时甚至完全相反，例如：趋势策略在震荡市中效果往往不佳。为了过滤掉震荡市中的无效信号，我们增加了判断当下震荡性和趋势性的区分指标，以此对策略进行增强，效果显著。2）通过“或信号”的机制，可以将价量指标有机结合，使模型稳健性进一步提高。3）此外，本文最后也展示了轮动策略与选股策略相结合的一个简单例子。

投资建议：1）价格指标12月15日收盘发出看多中证500指数，看空沪深300指数的信号；上一次信号出现在11月18日，模型看多沪深300指数，看空中证500指数，在此期间，沪深300指数跑赢中证500指数2.5%。2）成交量指标在12月13日收盘率先发出看多中证500指数，看空沪深300指数的信号，本周收盘，中证500指数已跑赢沪深300指数2.3%。3）从趋势和震荡的区分来看，两指数相对强弱指标仍没有确认形成趋势，因此暂不建议重仓布局风格切换。

分析员

耿帅军

SAC 执证编号: S0080516060002
shuaijun.geng@cicc.com.cn

分析员

王浩

SAC 执证编号: S0080516090001
hao.wang@cicc.com.cn

分析员

王汉锋, CFA

SAC 执证编号: S0080513080002
SFC CE Ref: AND454
hanfeng.wang@cicc.com.cn

近期研究报告

- 市场策略 | 第1期：市场将迎周度调整 (2016.07.11)



基于价格结构走势分解的市值风格轮动现象观察

风格轮动研究

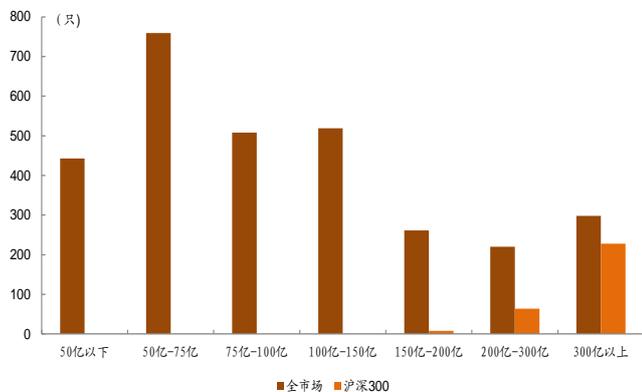
由“择时、配置、选股”构成的研究体系中，中观层面的配置，在A股市场通常意义上涵盖以下三个维度：行业配置、主题投资，以及风格轮动。伴随着宏观经济周期、企业盈利周期、政策引导周期，投资者博弈周期等的变化，行业、主题或风格会表现出一定的规律。

相对于行业和主题，量化投资者对于风格投资普遍较为熟悉。某种意义上，用于对市场进行风格描述的方法一般都是较为规则化，或者说量化的。市场经常讨论的大/小市值风格，价值/成长风格，等等都可以用量化投资者比较熟悉的因子体系来定义，只是不同投资者对于市场的认知不同，风险偏好不同，因此对于不同因子处理方式也不尽相同。该系列报告立足于对风格轮动现象进行一定观察，并力争找到可以用来交易的规则。本篇报告我们首先对A股市场表现最为突出，投资者最为关心的市值风格轮动进行观察。

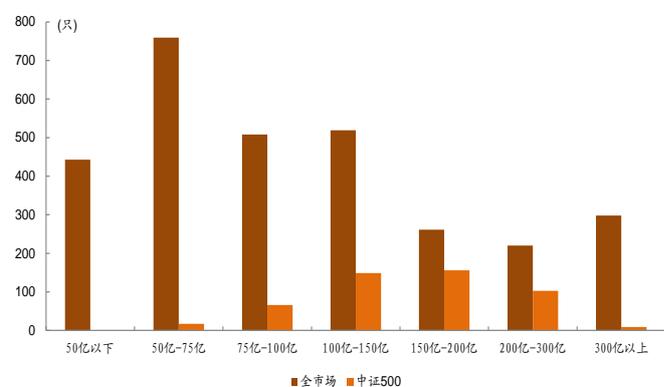
市值风格轮动现象观察

在之前发布的第一篇量化周报《市场将迎周度调整》中，我们曾经引入了一种对价格时间序列进行观察的方法，双均线价格走势结构分解体系。在构建市值风格轮动策略前，我们先利用价格走势结构分解方法对A股的市值风格的轮动效应进行一定观察。我们选取**沪深300指数**作为大市值股票的代表，**中证500指数**作为中市值股票的代表，以它们为载体来进行研究。沪深300指数和中证500指数在市值和行业的分布有以下特征：

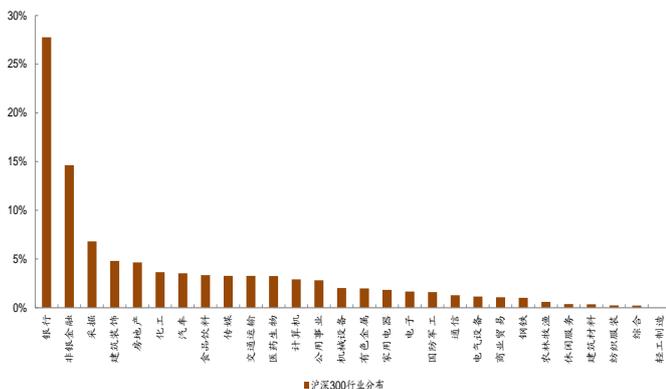
图表1：沪深300成分股总市值集中在300亿以上



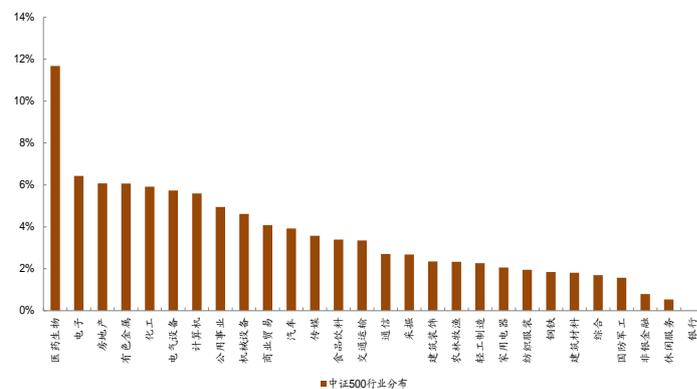
图表2：中证500成分股总市值集中在100-300亿区间



图表3：沪深300成分股行业分布



图表4：中证500成分股行业分布



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

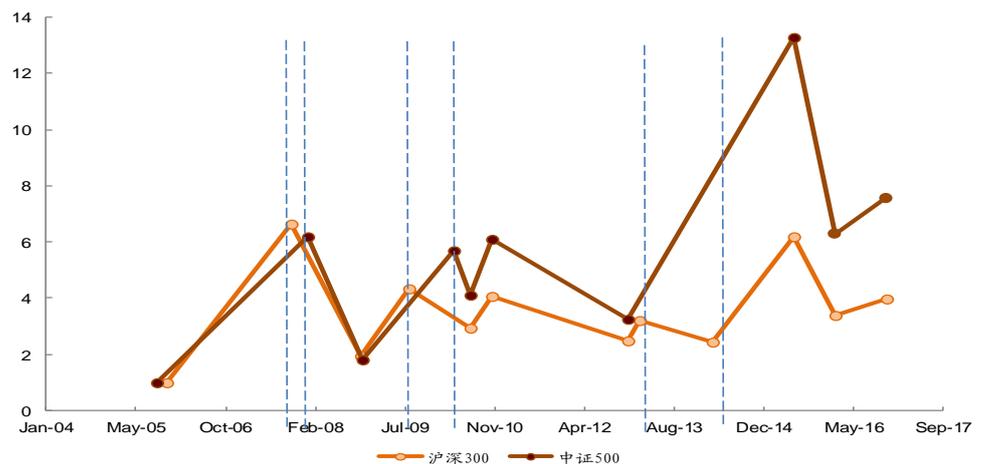


选取这两个指数有以下好处：1)两个指数的成分股是由机构投资者最为关注的股票构成，截至2016年11月底，两个指数总计涵盖了全市场超过60%的市值，具有较高可投资性和代表性。2)目前市场上拥有大量的基于两个指数开发的现货及衍生品投资工具，比如相应的ETF产品、股指期货合约等，将研究转化为投资策略时具有交易灵活，成本较低、流动性好等特点。3)市场上以这两个指数作为业绩基准的产品众多，方便我们将研究规律转化为相应的基金投资组合(FOF)。

在周线级别上对沪深300指数和中证500指数分别进行走势结构分解后，我们发现：两者的顶部和底部拐点在多数情形下是重合的，即呈现出同涨同跌效应，历史上仅有3次发生了走势的背离，出现在2007-2008年、2009-2010年以及2013-2014年。前两次背离发生在市场顶部区域，股价相对高位需要推动上涨的增量资金需要不断增加，一旦增量资金出现边际上的下降就容易形成上涨拐点。在顶部拐点形成前后，相对于超大市值的股票，资金会选择市值相对较小的股票进行交易，即选择阻力小的方向。第三次背离发生在牛市的起步阶段，中证500指数在2012年底便开始触底上涨，沪深300指数直到2014年才出现最终底部拐点，在长达1年多的时间里，市场并没有明显的增量资金流入，表现为存量博弈特征，热点主要集中在中小市值股票。而2014-2015年的这段周线级别上涨的尾声，沪深300指数和中证500指数并没有表现出明显背离，是由于中证500先于沪深300上涨超过1年，在相对高位；市场快速回落，全市场股票流动性均明显不足，同步下跌。

对于基于市值风格轮动进行的交易策略，相较于次数较少的方向明显相反的投资机会，市场更多时候给出的是方向相同但幅度有明显差异的相对强弱机会。

图表5：沪深300和中证500周线级别走势



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表6：历史上共有3次沪深300和中证500指数走势发生背离

开始日期	终止日期	沪深300	中证500
2005/9/23	2007/10/12	521.4%	455.8%
2007/10/12	2008/1/11	-1.1%	7.4%
2008/1/11	2008/10/31	-70.7%	-71.0%
2008/10/31	2009/7/31	120.0%	147.0%
2009/7/31	2010/4/9	-7.0%	29.9%
2010/4/9	2010/7/2	-24.3%	-26.3%
2010/7/2	2010/11/5	39.4%	47.3%
2010/11/5	2012/11/30	-38.5%	-46.1%
2012/11/30	2013/2/8	31.0%	30.1%
2013/2/8	2014/3/14	-23.1%	9.3%
2014/3/14	2015/6/12	149.3%	195.5%
2015/6/12	2016/1/29	-44.5%	-51.9%
2016/1/29	2016/11/11	19.7%	24.9%
2016/1/1	2016/11/24	-6.5%	-13.1%

资料来源：万得资讯，中金公司研究部



价格相对强弱指标

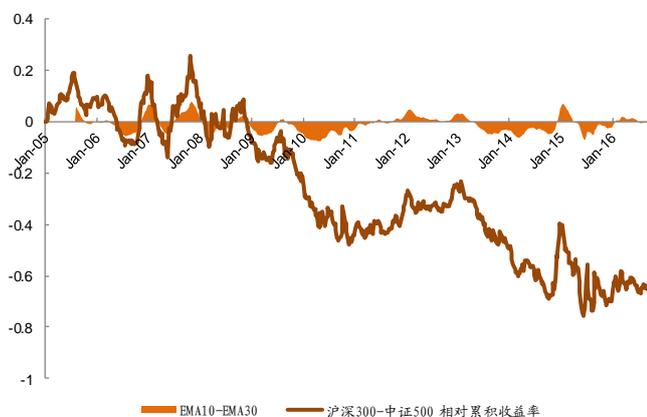
为了更直观得在任一时点度量市值风格的相对强弱，我们构建了基于价格收益率的市值风格相对强弱指标，即沪深300的累积收益率与中证500累积收益率的差值。

$$P_t = \ln\left(\frac{price_{hs300_t}}{price_{hs300_1}}\right) - \ln\left(\frac{price_{zz500_t}}{price_{zz500_1}}\right)$$

长期来看，累积收益率差值 P_t 趋势向下，即10多年来相对中小市值股票跑赢大市值股票，但这期间并不是一帆风顺，存在波段性的反弹。

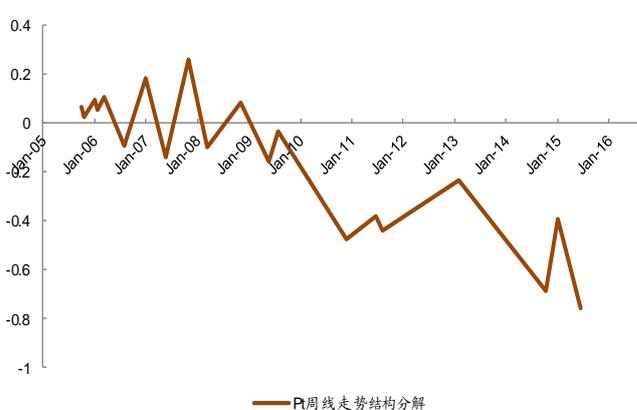
P_t 的曲线横盘无波动时，代表市值风格差异化不明显，这就意味着市场并没有提供市值轮动的投资机会。2011-2012年以及2016年中， P_t 在窄幅区间内震荡，沪深300指数和中证500指数同涨同跌，轮动机会很少。

图表7：市值风格相对强弱指标（周线）



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表8：市值风格相对强弱指标的周线结构



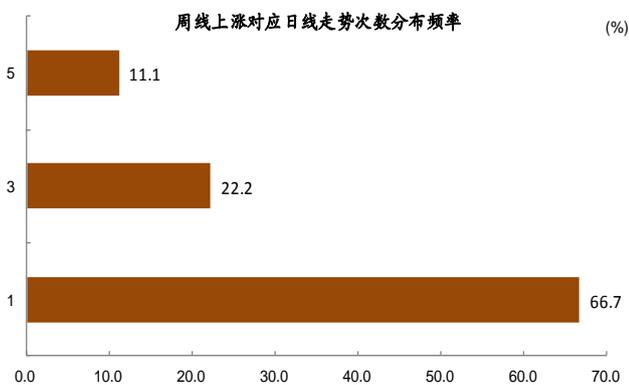
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

趋势延伸性

我们将价格的相对强弱指标 P_t 在各周期间的结构联立来观察轮动的趋势延续性。

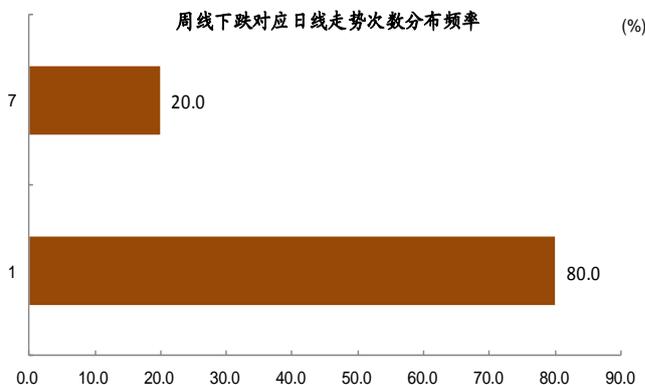
► 周线级别对应日线级别关系

图表9：相对强弱指标周线上涨对应日线结构



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表10：相对强弱指标周线下跌对应日线结构



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



图表 11：相对强弱指标的周线拐点统计

日期	拐点类型	次级别对应段数
2005/10/21	-1	1
2006/1/6	1	1
2006/1/20	-1	1
2006/3/10	1	1
2006/7/28	-1	1
2006/12/29	1	1
2007/5/25	-1	1
2007/10/26	1	1
2008/3/14	-1	1
2008/11/7	1	3
2009/5/22	-1	1
2009/7/31	1	1
2010/11/26	-1	7
2011/6/24	1	3
2011/8/5	-1	1
2013/2/1	1	5
2014/10/10	-1	7
2014/12/31	1	1
2015/6/12	-1	1

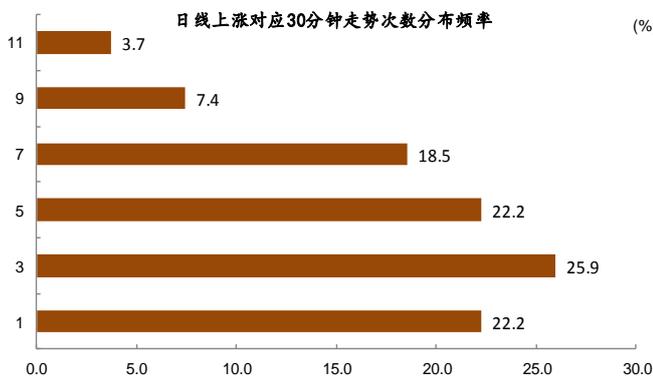
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

市值风格相对强弱指标 P_t 的周线级别上涨和下跌，在次级别日线上走 1 段的结构居多，周线级别在次级别上延伸度一般，不宜捕捉。

► 日线级别对应 30 分钟级别关系

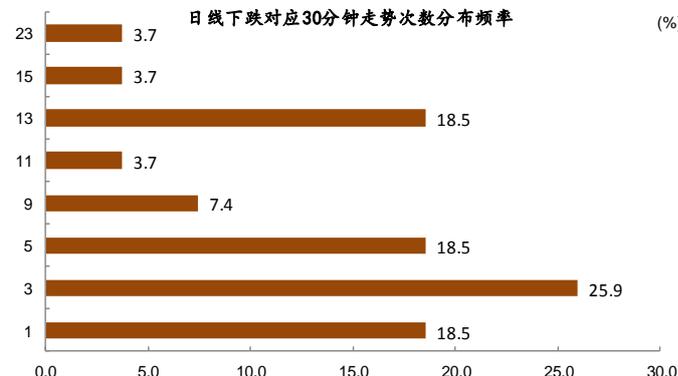
相对强弱指标 P_t 日线级别行情在次级别 30 分钟上走 1 段结束的条件概率只有 20% 左右，走 3 段结束的条件概率 30% 左右，即日线上的大小盘强弱趋势一旦确认后延伸性更强。此外，风格轮动的走势结构存在一定非对称性：无论从出现的段数还是频率分布，都不难发现日线上涨（300 强，500 弱）的延伸性不及日线下跌（500 强，300 弱）的延伸性，即中小市值强于大市值的趋势一旦形成，其后持续性更强。

图表 12：大小盘相对强弱指标日线上涨对应 30 分钟结构



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 13：大小盘相对强弱指标日线下跌对应 30 分钟结构



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

结论：周线级别的市值轮动次数较少，趋势延伸性较弱，不太具有可操作性。日线级别的市值轮动次数较多，趋势性较强，适合构建相应投资策略。

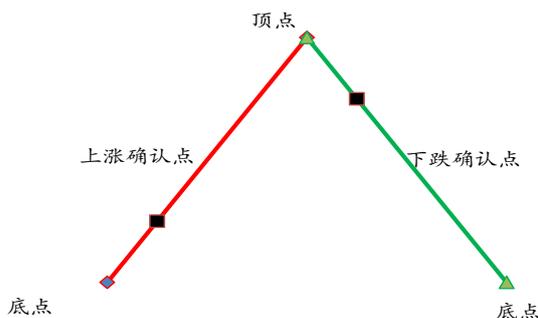


价量视角下的市值风格轮动策略

前文中我们通过价格结构走势分解对沪深 300 指数和中证 500 指数的轮动规律进行了一些观察，分析了构建市值轮动策略的可行性，其本质是想对相对价格时间序列进行一些方向上的判断，即相对价格择时。但无论从实践上还是理论上，想构建一个择时模型来提供长期有效的市场观点是一件非常困难的事。高胜率模型往往难以在统计上保证其显著性；而无论 CTA 策略还是高频交易，绝大部分都是通过略超过 50% 的胜率（甚至低于 50% 的胜率）以及比较高的盈亏比来获得收益。我们接下来构建的策略更接近后者，即通过较大样本次数来获取长期收益。

基于对时间序列进行分析而构建的策略一般分位两种，即动量策略（例如，上涨/下跌确认后入场交易，所谓的右侧交易）和反转策略（预测上涨/下跌的完成点提前交易，所谓的左侧交易）。由于风格发生变化时，往往是由基本面、政策、资金、事件等多方面因素导致的，以量化的方法直接预测其拐点有一定难度，因此我们退而求其次，不去做左侧预测，而是在趋势形成之后才介入，顺势而为：在上涨趋势确认点买入，下跌趋势确认点卖出，这种方法胜率可能不高，但在长期运行中能抓住大的上涨，避开大的下跌，通过高盈亏比获得收益。

图表 14：趋势策略示意图



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

常见的趋势指标包括单均线、双均线、MACD 等。为了使信号更加敏感，我们选择单均线构建了趋势突破策略，该方法操作思路简单且无过多参数需要优化，具体步骤如下：指标突破过去的 N 日均线，即认为上涨趋势确认，策略做多；指标跌破过去的 N 日均线，即认为下跌趋势确认，策略做空。我们分别用市值风格相对强弱的价格和成交量指标构建了趋势跟踪策略。

价格的相对强弱

$$P_t = \ln \left(\frac{\text{price}_{hs300_t}}{\text{price}_{hs300_1}} \right) - \ln \left(\frac{\text{price}_{zz500_t}}{\text{price}_{zz500_1}} \right)$$

价格指标的趋势策略： P_t 收盘突破 N 日均线，则在下一个交易日以开盘价做多沪深 300 指数，做空中证 500 指数； P_t 收盘跌破 N 日均线，则在下一个交易日以开盘价做空沪深 300 指数，做多中证 500 指数。

交易成本：千分之一

测试区间：2010/1/1-2016/11/30



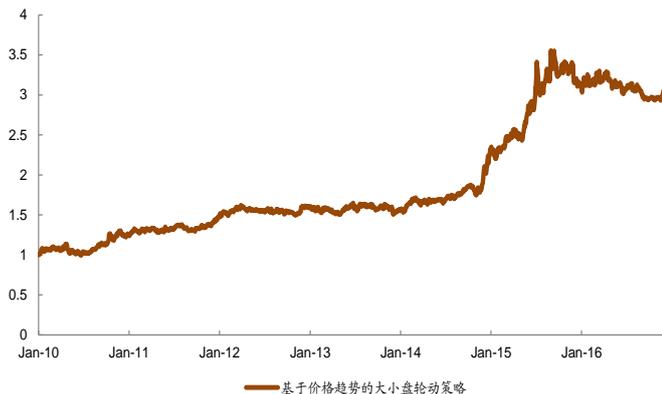
均线系数 N: 20

保证金比例: 50%

从历史回测的结果来看,该策略在过去7年累积收益率为199%,年化收益率达到17%;交易次数144次,而胜率并不高,只有39%。2011年-2012年以及2016年中,大小盘差异不明显,价格强弱指标横盘震荡时,该市值风格策略效果较差。

关于参数 N: 我们遍历了 N=1:60, 从年化收益率和最大回撤两个绩效指标分析了模型对参数 N 的敏感性。结果显示当 N 位于 15-25 区间时, 策略表现稳定有效。

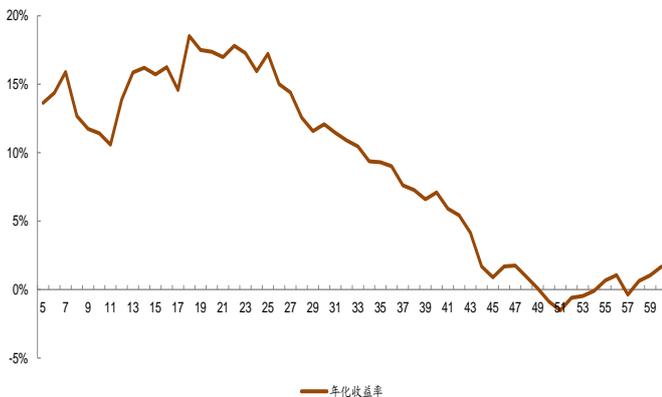
图表 15: 基于价格趋势的市值风格轮动策略



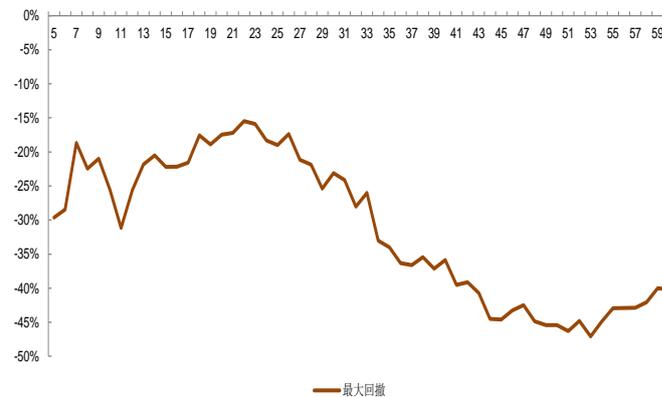
图表 16: 策略绩效统计

指标	数值
策略净值	3.0
年化收益率	17.8%
年化波动率	14.9%
夏普比率	1.2
最大回撤	-17.5%
最大回撤开始日期	2015/9/2
最大回撤结束日期	2016/11/18
胜率	39.2%
交易次数	144

图表 17: 年化收益率对参数 N 的敏感性



图表 18: 最大回撤对参数 N 的敏感性



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

成交量的相对强弱

A 股市场有一句俗语叫“价量结合”:即股票价格的持续上涨,往往伴随着成交量的逐渐放大;没有成交量配合的价格上涨一般不具有可持续性。当然,该说法需要通过设计合理统计实验来实证,因此我们引入成交量因素来看策略表现。用两个指数的成交量的值构建相对强弱指标;不同于价格指标的连续性,指数的单日成交量波动大,噪声较多,因此做了移动平滑处理。

$$V_t = \frac{1}{10} * \sum_{\tau=9}^t \text{volume_hs300}_\tau / \text{volume_zz500}_\tau$$



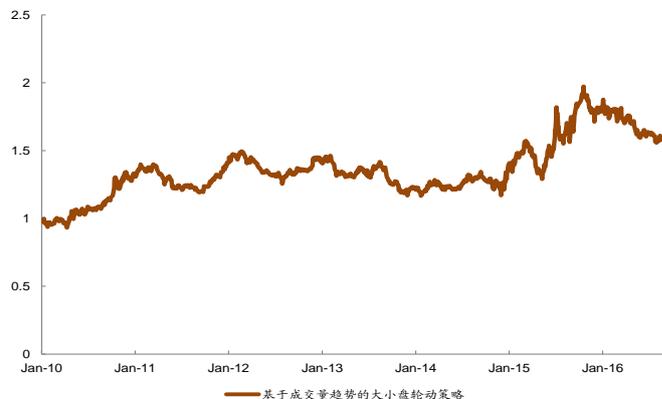
对比价格指标和成交量指标，两者之间存在一定的相关性，价格指标的顶部和底部区间同时对应了成交量指标的顶部和底部区间。但单以成交量强弱指标构建趋势突破策略，我们发现模型效果较差，收益率波动和回撤都很大。

图表 19：价格和成交量相对强弱对比图



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 20：基于成交量趋势的市值风格轮动策略



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

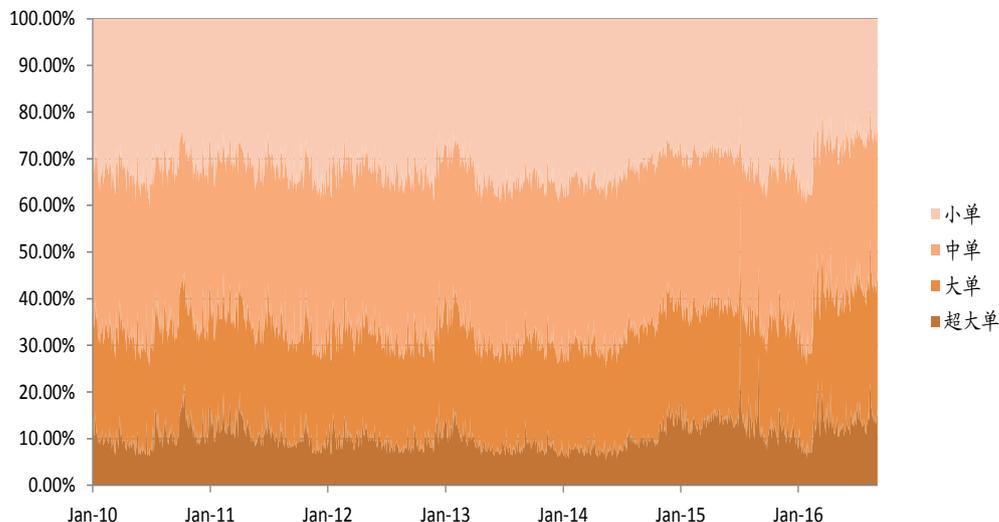
价格指标直接反映的是市场的趋势强弱，而成交量指标包含的信息较多，我们可以通过对成交信息进行分类来提高信息质量。分类的方法主要是基于市场微观结构研究中常用的交易方向判别，和订单金额的大小：

- 小单：<4 万元
- 中单：4 万到 20 万
- 大单：20 万到 100
- 特大单：>100 万元

一般我们因为，特大单和大单以机构投资者为主，小单则以个人投资者为主。统计 A 股所有股票每日成交量大中小单的比例，可以发现 10-14 年前后小单和中单占比达到 70% 左右，15 年之后该比例有所下降，但仍占 60% 左右。

基于机构投资者的交易行为对市场有预测作用的假设，我们认为特大单和大单的买入成交量包含了更强的看涨预期，可以用来判断市值风格的强弱。

图表 21：A 股市场大中小单比例



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



我们构建基于超大单和大单成交量的相对强弱指标：

$$V_t = \frac{1}{10} * \sum_{t-9}^t \frac{XLvolume_{hs300_t} + Lvolume_{hs300_t}}{volume_{hs300_t}} \div \frac{XLvolume_{zz500_t} + Lvolume_{zz500_t}}{volume_{zz500_t}}$$

成交量的趋势策略交易规则： V_t 收盘突破其自身N日均线，则在下一个交易日以开盘价做多沪深300指数，做空中证500指数； V_t 收盘跌破N日均线，则在下一个交易日以开盘价做空沪深300指数，做多中证500指数。

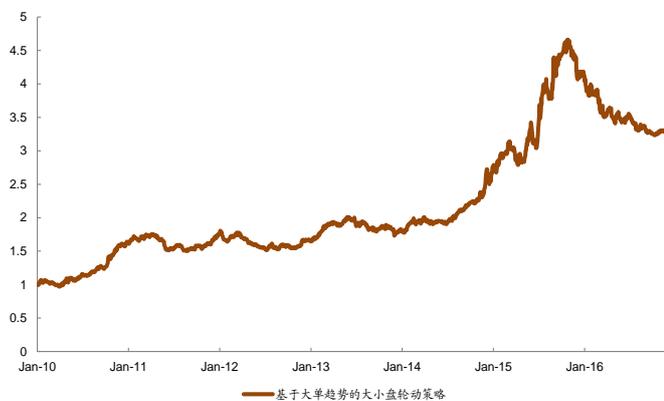
交易成本：千分之一

测试区间：2010/1/1-2016/11/30

均线系数 N: 20

保证金比例：50%

图表 22：基于大单趋势的市值风格轮动策略



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 23：策略绩效统计

指标	数值
策略净值	3.4
年化收益率	19.4%
年化波动率	14.9%
夏普比率	1.3
最大回撤	-31%
最大回撤开始日期	2015/10/27
最大回撤结束日期	2016/10/10
胜率	42.1%
交易次数	172

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

策略累积收益率达 237%，收益率和夏普比率有所提高，但最大回撤达到 30%，发生在 2015 年 10 月至 2016 年 10 月。之所以在此期间表现较差，主要是因为市值风格几乎同涨同跌，相对收益率不明显，波动幅度较小；2016 年以来沪深 300 和中证 500 指数本身也在窄幅区间内震荡，并无较强趋势，上涨确认信号买入后很难延续。

结论：2010 年至今，基于价格和大单趋势的市值风格轮动策略都能取得不错的效果，2011-2012 年以及 2016 年，市值风格强弱区分不明显，策略效果一般。



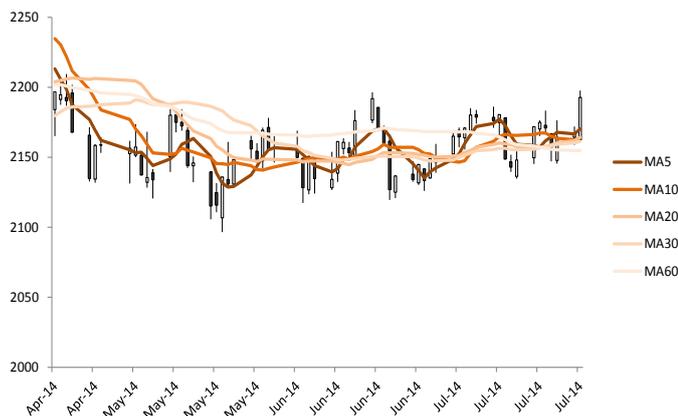
策略优化与拓展

震荡与趋势的区分

我们知道，从大的市场状态来说，市场无非就是趋势和震荡两种状态。在这两种状态里，择时指标的有效性不尽相同，有时甚至是完全相反的。因此，如何有效的识别市场状态，提高模型在两种状态里的兼容性是我们努力的方向。趋势策略一旦到在震荡市场中就会失效，如果能够有效区分当下市场是趋势市还是震荡市，并过滤那些在震荡市中发出的信号，就能够提高模型的效果。

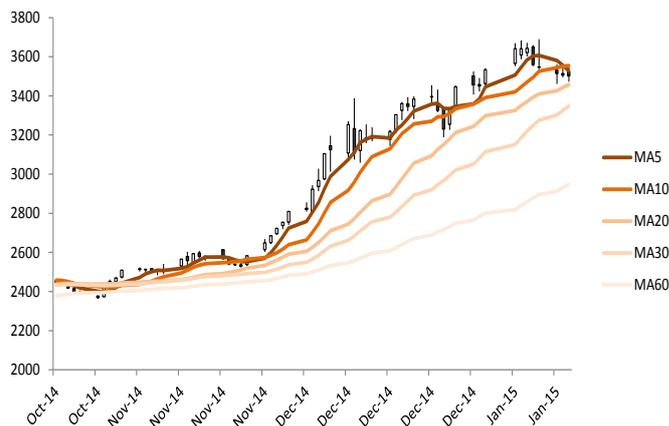
简单来讲，震荡市中股价一般在区间内上下波动，趋势市中则持续朝着一个方向运行。通过均线系统可以更加直观的描述：1) 在震荡市中，多条均线纠结在一起，短中长期均线的排序杂乱无章；2) 在强势上涨的趋势中，短中长期均线按从高到低顺序依次排序，即多头排列；3) 在单边下跌的趋势中，短中长期均线按从低到高顺序依次排序，即空头排列。我们可以计算当前多条均线从高到低的顺序与多头排列时顺序的 Spearman 秩相关系数去刻画当下趋势的强弱，该系数介于-1和1之间。当系数越接近1时，上涨趋势越强，越接近-1时，下跌趋势越强，位于0附近时，属于震荡状态。

图表 24：震荡中的均线系统



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 25：趋势中的均线系统



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

震荡与趋势的辅助判断指标：

$$\text{Filter}_t = \frac{1}{60} * \left| \sum_{t=59}^t \text{RankC}(X_0, X_t) \right|$$

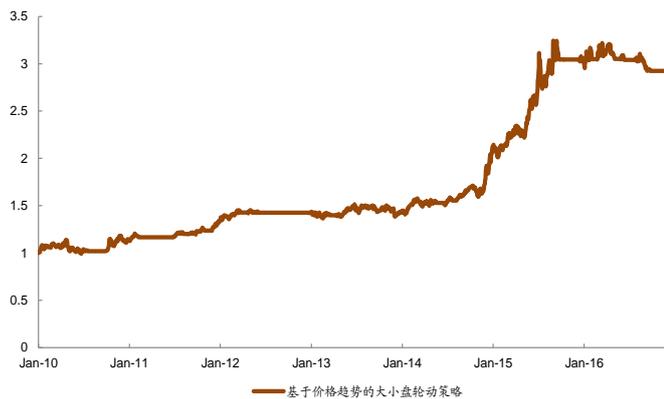
X_0 ：多头排列时均线顺序， X_t ：t时刻均线排列顺序。

当 Filter_t 小于0.2时，则认为当前市场属于震荡市，期间任何轮动信号都会被忽略，模型选择空仓；当 Filter_t 大于0.2时，根据模型信号进行相应操作。

加入市场趋势判断指标后，基于价格和大单的市值风格轮动策略交易次数减少了20%左右，避免了频繁换仓带来的交易成本以及震荡市中的错误信号，最大回撤相应明显降低。在2011年至2012年期间，市值风格强弱不明显，模型基本处于空仓状态，除此之外的几次趋势性机会都成功捕捉了。基于大单的趋势策略优于价格的趋势策略，累积收益率为238%，年化收益率达到19%，夏普比率1.5，最大回撤15%。

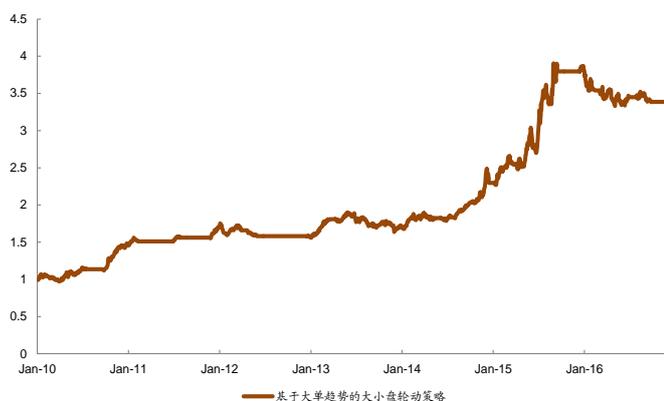


图表 26：基于价格趋势的市值风格轮动（结合趋势判断） 图表 27：策略绩效统计



指标	数值
策略净值	2.9
年化收益率	17.1%
年化波动率	13.5%
夏普比率	1.3
最大回撤	-12.7%
最大回撤开始日期	2010/4/26
最大回撤结束日期	2010/6/24
胜率	42.9%
交易次数	99

图表 28：基于大单趋势的市值风格轮动（结合趋势判断） 图表 29：策略绩效统计



指标	数值
策略净值	3.4
年化收益率	19.2%
年化波动率	13.0%
夏普比率	1.5
最大回撤	-14.7%
最大回撤开始日期	2015/9/2
最大回撤结束日期	2016/5/5
胜率	46.4%
交易次数	125

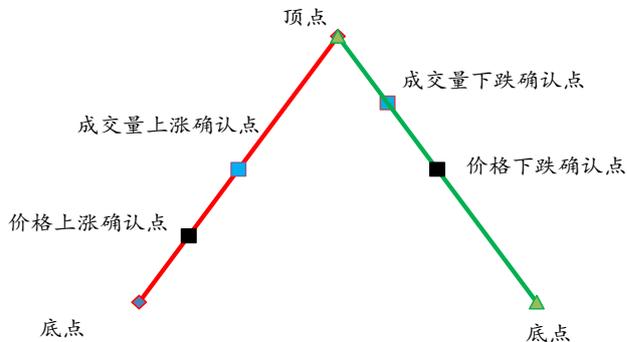
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

价量结合

如前描述，价格趋势策略和大单趋势策略是两个独立系统，如何将两个系统进行有效结合，从而提高模型的效果呢？我们考虑两种方法：“和信号”以及“或信号”。

图表 30：“或信号”与“和信号”



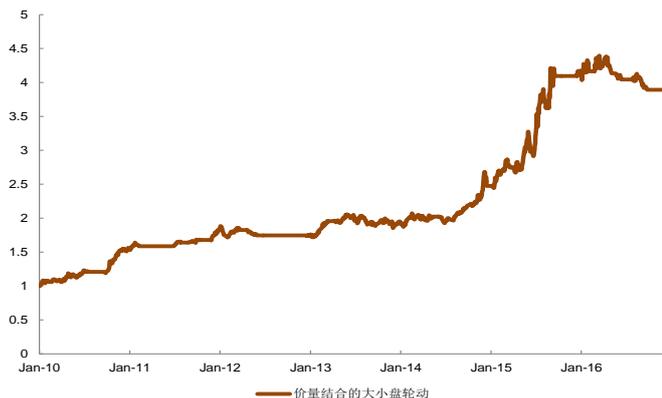
资料来源：万得资讯，中金公司研究部



由于价格或大单的信号都是右侧信号，即只有趋势形成之后才会触发。那么，如果选择“和信号”，意味着价格上涨确认时我们不会操作，直到成交量信号同时满足后才买入；在也下跌时也是如此，直到下跌使得成交量和价格信号双双确认才进行操作。这时进场时间和离场时间都可能出现延后，从而影响策略效果。而采取“或信号”，只要其中一个发出看多信号就买入，发出看空信号就卖出，这样便可以更早介入趋势，一旦看错也能更快止损。

回溯结果验证了我们的分析，价量结合的策略效果更好，累积收益率达 289%，年化收益率达到 21%，夏普比率 1.6，最大回撤 11%。

图表 31：价量结合的市值风格轮动策略（结合趋势判断） 图表 32：策略绩效统计



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

指标	数值
策略净值	3.9
年化收益率	21.3%
年化波动率	13.1%
夏普比率	1.6
最大回撤	-11.5%
最大回撤开始日期	2016/3/16
最大回撤结束日期	2016/9/26
胜率	46.5%
交易次数	154

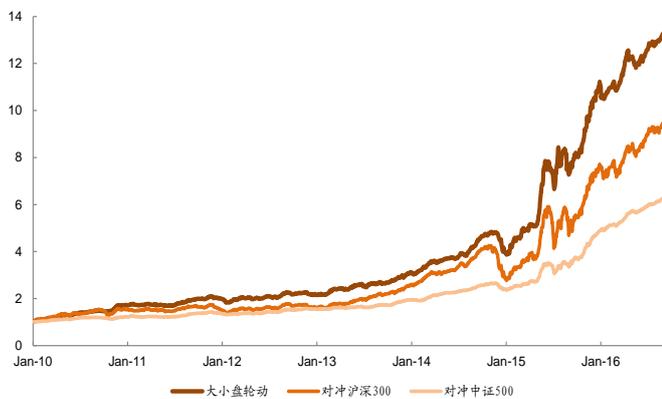
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

选股策略与市值风格轮动的结合

我们也可以将选股策略与市值风格轮动相结合，常见的 Alpha 策略多头选择股票组合，空头则使用沪深 300 或中证 500 期货对冲。为了避免风格偏离造成的回撤，通常会对市值因子进行约束。如果能够对市值风格进行一些判断，我们就能够即赚取稳定 Alpha 收益，又能够获得市值风格的轮动收益。

我们仅以 1 个月成交额单一选股因子来进行测试来说明结合效果。多头组合根据上月成交额选取市场相对不活跃的股票，空头敞口则根据价量结合的趋势策略进行沪深 300 期指和中证 500 期指轮动。相比于固定使用沪深 300 期指或中证 500 期指对冲，轮动模型收益更高。尽管波动和回撤也有所加大，但信息比率仍能达到 2.9。

图表 33：因子策略与市值风格轮动的结合



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 34：策略绩效统计

指标	大小盘轮动	对冲沪深300	对冲中证500
策略净值	14.1	10.3	6.9
年化收益率	41.0%	37.0%	29.4%
年化波动率	14.4%	18.9%	8.3%
信息比率	2.9	2.0	3.5
最大回撤	-20.0%	-35.0%	-12.8%
最大回撤开始日期	2014/11/7	2014/11/6	2015/6/12
最大回撤结束日期	2015/1/5	2014/11/6	2015/7/8

资料来源：万得资讯，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者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，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、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。中金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。中金公司的资产管理部、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。

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。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

