

## 证券研究报告—深度报告

## 金融工程

## 数量化投资

## 金融工程专题研究

2021年05月13日

## 专题报告

## 相关研究报告：

《超预期投资全攻略》——2020-09-30  
 《基于优秀基金持仓的业绩增强策略》——2020-11-15  
 《FOF 系列专题之一：基金业绩粉饰与隐形交易能力》——2020-08-26  
 《FOF 系列专题之二：基金经理前瞻能力与基金业绩》——2020-10-28  
 《FOF 系列专题之三：基金经理调研能力与投资业绩》——2021-04-21  
 《基于分析师认可度的成长股投资策略》——2020-05-12

## 证券分析师：张欣慰

电话：021-60933159  
 E-MAIL: zhangxinwei1@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520060001

## 证券分析师：陈可

电话：021-60933160  
 E-MAIL: chenke4@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521010002

# JumpFit 行业轮动策略

我们将行业层面的  $\alpha$  源拆分为三部分：1) 基本面与技术面的共振；2) 财务的边际改善；3) 聪明资金的观点。这类  $\alpha$  源往往在成长风格上有较强暴露，容易在风格切换时面临动量崩溃；从务实的角度出发，我们适当引入风格调节因子，来平滑这种过度的成长风格暴露，使得模型能够适应更多的市场风格。

## ● 基本面与技术面的共振

行业板块轮动中，一直有“强者恒强”的经验法则，这种强势主要体在：1) 基本面预期强势；2) 技术面强势。我们分别从两方面进行刻画。

我们基于分析师点评盈余公告标题信息构建 surprise 因子，该因子反映业绩惊喜公司的行业分布情况，在中信一级行业中分五组表现优异，IC 均值达到 5.86%；

我们对传统动量因子改进，构建反映技术面强势程度的因子，该因子在中信一级行业中表现出色，IC 均值达到 9.51%。

## ● 财务的边际改善

我们尝试从基本面财务指标入手，寻找财务出现边际改善的行业。我们构建了 Fundamental 因子，该因子在中信一级行业中 IC 均值达到 9.82%。

## ● 聪明资金的观点

在行业层面上，我们能够看到的聪明资金（聪明观点）的剖面，主要来源于两方面：1) 北上资金；2) 券商金股。

基于北上资金的交易活跃情况，我们构建了北上成交活跃度因子 north，该因子在中信一级行业中 IC 均值达到 14.46%。

基于的券商金股的行业分布情况，我们构建了券商金股因子 goldstock，该因子在中信一级行业中 IC 均值达到 10.51%。

## ● 宏观周期视角下的风格调节因子

行业层面多数  $\alpha$  因子在利率上行周期的表现优于在利率下行周期的表现，我们基于利率趋势方向动态调节 pb 因子预测方向：利率趋势上行时，pb 方向为正，利率趋势下行时，pb 因子方向为负，由此形成一个动态的风格调节因子 tvpb，改因子表现远优于传统 pb 因子，适合与行业其它  $\alpha$  因子搭配使用。

## ● JumpFit 行业轮动模型

我们将基本面和技术面的共振 Jump、财务的边际改善 Fundamental、聪明资金的观点 Intelligent、风格调节 Tvpb 这 4 个维度因子进行复合，形成复合因子 JumpFit 因子，该因子多空年化收益为 28.2%，IC 均值 13.74%。

我们每月按照 JumpFit 复合因子排序前 5 的行业等权构建组合，该组合业绩表现较为优异，回溯期内每年都能战胜基准，年化超额行业等权基准 16.43%。

**风险提示：**模型基于历史数据，存在失效风险。

### 独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 内容目录

国信JumpFit行业轮动体系.....	4
基本面与技术面的共振.....	5
基于分析师维度的盈余动量.....	5
基于技术面的价格动量.....	6
财务的边际改善.....	7
聪明资金的观点.....	9
北上成交活跃度因子.....	9
券商金股因子.....	10
宏观周期视角下的风格调节因子.....	11
JumpFit行业轮动模型.....	13
总结.....	15
国信证券投资评级.....	17
分析师承诺.....	17
风险提示.....	17
证券投资咨询业务的说明.....	17

## 图表目录

图 1: 国信JumFit行业轮动体系 .....	4
图 2: 中航光电 2020Q3 业绩超预期.....	5
图 3: 国防军工板块走势.....	5
图 4: surprise因子分五档分组净值走势 .....	6
图 5: surprise因子分五档分组年化超额 .....	6
图 6: ret250因子分五档分组净值走势.....	6
图 7: ret250因子分五档分组年化超额.....	6
图 8: momentum因子分五档分组净值走势 .....	7
图 9: momentum因子分五档分组年化超额 .....	7
图 10: fundamental因子分五档分组净值走势.....	8
图 11: fundamental因子分五档分组年化超额.....	8
图 12: north因子分五档分组净值走势 .....	9
图 13: north因子分五档分组年化超额 .....	9
图 14: goldstock因子分五档分组净值走势 .....	10
图 15: goldstock因子分五档分组年化超额 .....	10
图 16: 利率趋势划分与 10y 国债收益率(%).....	11
图 17: fundamental因子 Top5 组合在不同利率环境下对行业等权超额收益累计图 ...	12
图 18: 传统pb因子分五档分组净值走势.....	12
图 19: 传统pb因子分五档分组年化超额.....	12
图 20: tvpb因子分五档分组净值走势.....	13
图 21: tvpb因子分五档分组年化超额.....	13
图 22: Jumpfit行业轮动模型.....	13
图 23: JumpFit因子分五档分组净值走势及多空对冲表现.....	14
图 24: JumpFit因子分五档分组年化超额.....	14
图 25: JumpFit行业轮动策略表现.....	15
表 1: 分析师标题超预期与低于预期方式判定 .....	5
表 2: surprise因子统计效果.....	6
表 3: momentum因子统计效果 .....	7
表 4: fundamental因子统计效果 .....	8
表 5: north因子统计效果 .....	10
表 6: goldstock因子统计效果 .....	10
表 7: JumpFit行业轮动策略分年度表现统计.....	15

## 国信JumpFit行业轮动体系

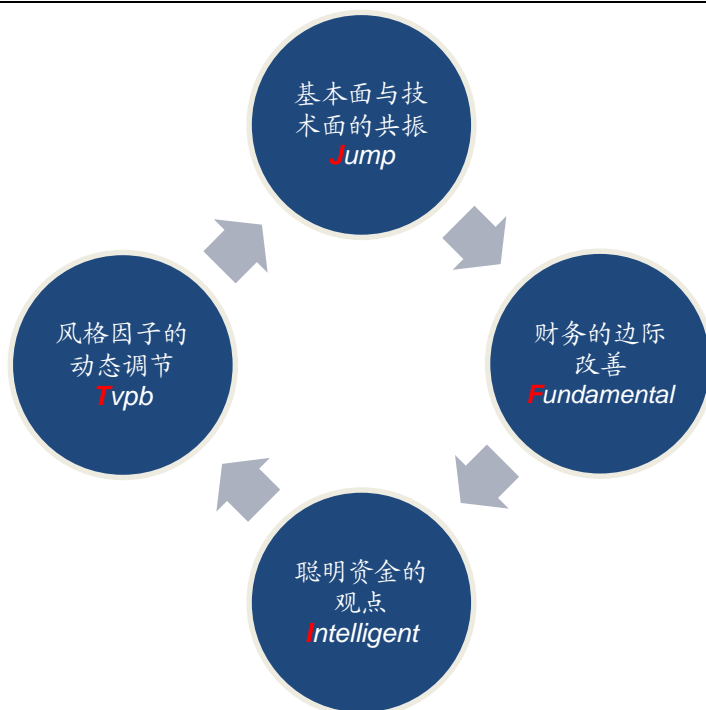
从量化视角出发构建行业轮动策略，往往基于一种右侧逻辑：无论是追踪景气度的趋势，还是某种价格动量。但这种偏动量的因子在行业层面上并非纯  $\alpha$ ，极端市场风格或者风格切换时可能面临动量崩溃。故从务实的角度出发，我们在构建行业轮动的动量体系时，适当引入风格调节因子，来平滑这种过度的成长风格暴露，使得模型能够适应更多的市场风格状况。

我们将行业层面的  $\alpha$  源拆分为三部分：1) 基本面与技术面的共振：“强者恒强”，同时满足业绩亮眼、走势强劲的行业往往还会有一段盈余漂移；2) 财务的边际改善：业绩处于或临近某种拐点的行业往往能够享受业绩和估值的“双击”；3) 聪明资金的观点：聪明资金往往具备前瞻性，能够有效指导投资实践。

我们观察到这类行业层面的因子会在成长风格上有明显暴露，当市场风格从成长切向价值风格时，模型收益会出现明显回撤。故我们设计了一个基于利率趋势的风格调节因子，对模型的风格偏好进行适当校正，来使得模型尽可能适应更多的宏观环境变化，并取得更加稳健的收益表现。

基于上述思考，我们构建了国信JumpFit行业轮动模型。后续章节中，我们分别从不同维度介绍所使用的相关因子。

图 1：国信JumpFit行业轮动体系



资料来源:国信证券经济研究所整理

## 基本面与技术面的共振

行业板块轮动中，一直有“强者恒强”的经验法则，这种强势主要体在：1）基本面的盈余动量；2）技术面的价格动量。我们分别从两方面进行刻画。

### 基于分析师维度的盈余动量

我们发现景气度预期具有一定的溢出效应，板块内部某家公司的业绩惊喜常常能带动整个板块的景气度预期。例如：2020 年三季度中，军工板块的中航光电发布超预期的业绩公告，市场会对整个军工行业形成更高的景气度预期，从而推动整个军工板块走强。

图 2：中航光电 2020Q3 业绩超预期



资料来源：Wind，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

图 3：国防军工板块走势



资料来源：Wind，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

我们认为，如果借助分析师预期找到那些业绩超预期公司的所属行业分布状况，有助于确定景气度高的行业。

基于上述分析，我们尝试构建反映行业业绩超预期程度的 $surprise$ 因子：在每个财报季（4月、8月和10月），我们回看过去两个月所有股票的盈余公告日（包含预告、快报和财报）。若某个股票盈余公告日为 $T$ ，则我们规定它的分析师点评报告为撰写时间和报告入库时间 $t$ 均满足 $T \leq t \leq T + 3$ 的所有报告。我们对所有筛出来的点评报告，对报告标题进行判定，分别计数每个行业成分股的超预期股票数量 $n1$ 和低于预期股票数量 $n2$ ，另外记每个行业当期股票数量为 $n3$ ，

则行业超预期因子 $surprise$ 定义为：
$$surprise = \frac{n1 - n2}{n3}$$

表 1 中我们给出了具体研报标题超预期与低于预期的判定方式。

表 1：分析师标题超预期与低于预期方式判定

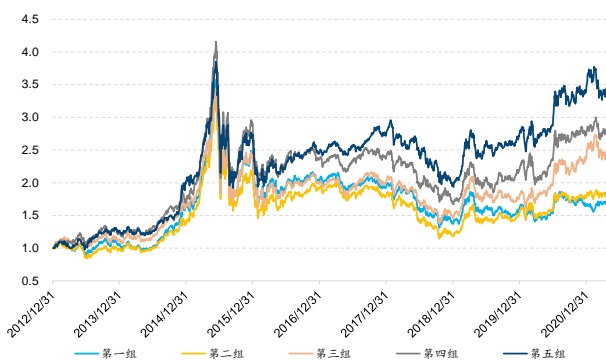
	超预期判定标准	低于预期判定标准
断句符号	句号、逗号、问号	句号、逗号、问号
必须词组	预期	预期
屏蔽词组	料，或，将，预计，望，可能，待，略，小幅	料，或，将，预计，望，可能，待
必选词组	超、高于、好于	低于、不及、弱于、逊于

资料来源：国信证券经济研究所整理

我们以中信一级行业为研究对象，考虑到综合板块中的股票没有明确的单一行业归属，因此将综合板块剔除。我们将 $surprise$ 因子从低到高排序，将中信一级行业等分成 5 组，考察不同分组下组合的表现。图 4 展示了 $surprise$ 因子的

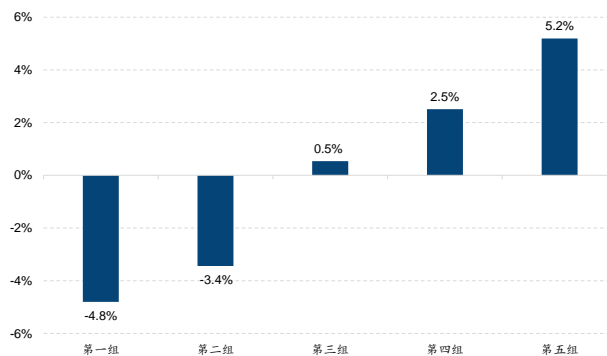
五档分组净值走势，可以看到五个组合收益分化显著。图 5 展示了分档组合相对中信一级行业等权基准的年化超额收益，取值最高第五组具有明显超额收益，2013 年至今相对行业平均年化超额 5.2%；取值最低的第一组显著跑输基准，2013 年以来相对行业平均年化超额-4.8%。

图 4: surprise因子分五档分组净值走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: surprise因子分五档分组年化超额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 2 统计了 surprise因子的绩效统计结果，该因子月度 IC 均值 5.86%，年化 ICIR 为 1.04，IC 的月度胜率为 65.31%。

表 2: surprise因子统计效果

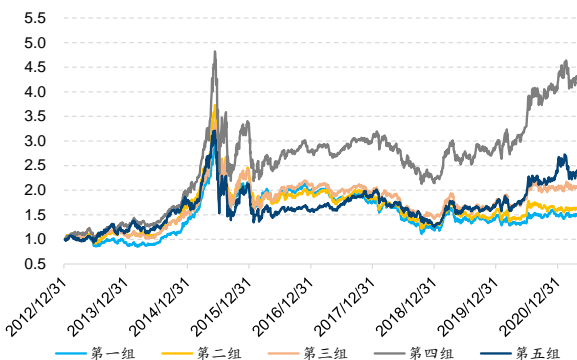
IC 统计指标	数值
IC 均值	5.86%
ICIR (年化)	1.04
ICT 值	2.98
IC 月胜率	65.31%
IC 统计期数	98

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 基于技术面的价格动量

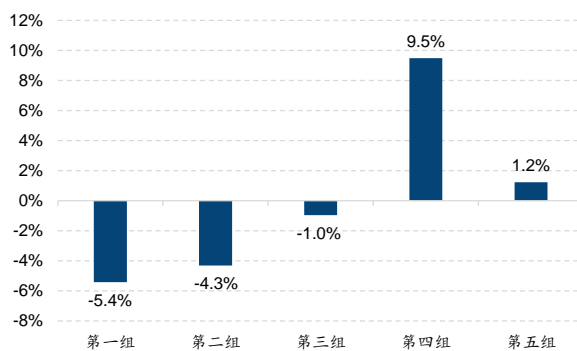
量化投资中经常采用过证券去过一段时间的涨跌幅来刻画该标的在过去一段时间的强势程度，比如行业指数过去一年的涨跌幅就是常见的价格动量因子，但传统的价格动量因子在行业轮动中效果并不理想，这主要源于价格信号的噪音较大，我们需要剔除价格信号中非基本面的噪音。

图 6: ret250因子分五档分组净值走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: ret250因子分五档分组年化超额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧



图 6 和图 7 展示了中信以一级行业指数过去一年涨跌幅因子 $ret_{250}$ 对行业指数未来的收益预测能力，我们发现该因子对未来收益预测能力非常一般。

我们对传统动量因子进行改进，聚焦于传统动量因子中的价格形成的路径因素，形成了改进的动量因子 $momentum$ ，该因子效果比传统动量因子提升明显。

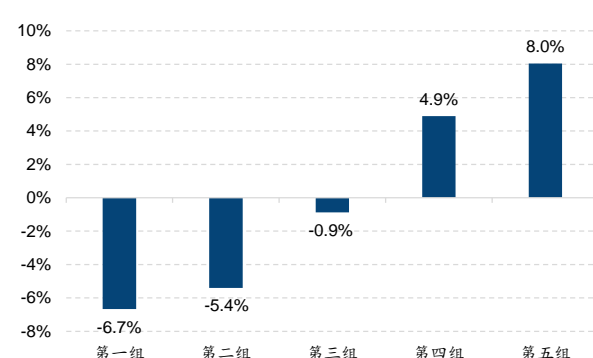
图 8 展示了 $momentum$ 因子的五档分组净值走势，可以看到五个组合收益分化显著。图 9 展示了分档组合相对中信一级行业等权基准的年化超额收益，取值最高第五组具有明显超额收益，2013 年至今相对行业平均年化超额 8.0%；取值最低的第一组显著跑输基准，2013 年以来相对行业平均年化超额-6.7%。

图 8:  $momentum$ 因子分五档分组净值走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 9:  $momentum$ 因子分五档分组年化超额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 3 统计了  $momentum$ 因子的绩效统计结果，该因子月度 IC 均值 9.51%，年化 ICIR 为 1.08，IC 的月度胜率为 63.27%。

表 3:  $momentum$ 因子统计效果

IC 统计指标	数值
IC 均值	9.51%
ICIR (年化)	1.08
ICT 值	3.08
IC 月胜率	63.27%
IC 统计期数	98

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

通过以上分析我们发现，反映技术面强势程度的 $momentum$ 因子和反映基本面强势程度 $surprise$ 因子均具有较强的行业预测能力，A 股行业“强者恒强”的规律得到印证。

## 财务的边际改善

我们尝试从模型的基本面财务指标入手，提供源于真实财务信息的行业视角。由于不同行业天然的商业模式差异，使得行业在一些传统财务因子上排序表现较为固定，例如 ROE、PE、毛利率等。我们更加追求行业财务指标相对自身历史的边际改善。一般而言，基本面边际改善的行业，有望享受业绩和估值的“双击”。

我们构建了每个行业成分股实时滚动更新的 $SUE$ 因子中位数，用该因子刻画整体行业的业绩边际改善幅度。

首先，我们计算行业内成分股的实时更新SUE因子，该因子能够刻画成分股的业绩改善程度。我们所采用的SUE因子计算方式如下：

$$SUE = \frac{NP_t - E(NP_t)}{\sigma_{NP_t}}$$

其中， $NP_t$  为当期单季度归母净利润相比去年同期变化， $E(NP_t)$  为过去 8 个季度的归母净利润相对上一年同期变化均值， $\sigma_{NP_t}$  为过去 8 个季度的归母净利润相对上一年同期变化的标准差。

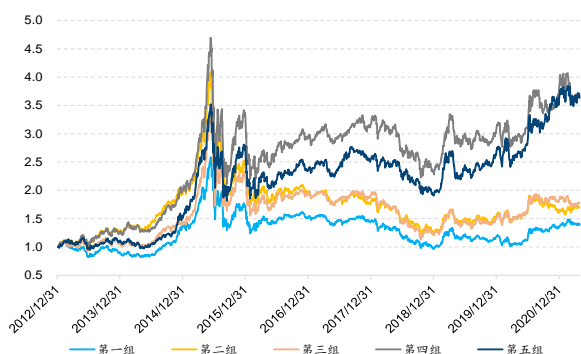
SUE因子刻画了当期盈利相比历史单季度盈利变化平均水平的改善程度。为了更加及时地反映行业内成分股的盈余状况，我们按照最新发布的财报、快报和预告实时更新成分股因子值。

$$fundamental = median(SUE)$$

*fundamental*因子记录了每个行业滚动更新的成分股SUE因子值中位数。

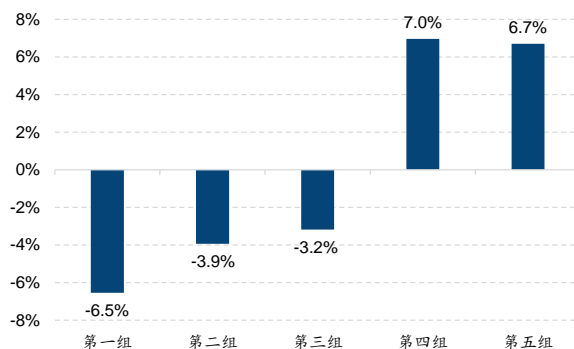
图 10 展示了*fundamental*因子的五档分组净值走势，可以看到五个组合收益分化显著。图 11 展示了分档组合相对中信一级行业等权基准的年化超额收益，取值最高第五组具有明显超额收益，2013 年至今相对行业平均年化超额 6.7%；取值最低的第一组显著跑输基准，2013 年以来相对行业平均年化超额-6.5%。

图 10: *fundamental*因子分五档分组净值走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 11: *fundamental*因子分五档分组年化超额



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表 4 统计了*fundamental*因子的绩效统计结果，该因子月度 IC 均值 9.82%，年化 ICIR 为 1.37，IC 的月度胜率为 66.33%。

表 4: *fundamental*因子统计效果

IC 统计指标	数值
IC 均值	9.82%
ICIR (年化)	1.37
ICT 值	3.92
IC 月胜率	66.33%
IC 统计期数	98

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



## 聪明资金的观点

在行业层面上，我们能够看到的聪明资金（聪明观点）的剖面，主要来源于两方面：1）北上资金；2）券商金股。

北上资金流能够实时记录每日外资在个股层面的流向，能够及时体现外资的市场观点；历史经验表明，外资在行业维度上的选择偏好往往具有较高的胜率，那些北上资金成交活跃的行业往往能够大幅跑赢行业等权指数。我们设计了北上成交活跃度因子 $north$ ，该因子在中信一级行业中分组表现出色。

券商金股是国内各家研究所集全所研究力量每月提供的金股名单。大多数券商每月提供的金股数量为 10 个，而中信一级行业数量为 29 个，所以，券商在提供金股时无形中已经进行了行业筛选。我们发现总体上，券商金股在行业维度的暴露，体现了券商分析师对行业的前瞻判断，是行业轮动较好的参照。我们设计了券商金股行业暴露因子 $goldstock$ ，该因子在中信一级行业中分组表现出色。

### 北上成交活跃度因子

北上资金是 A 股聪明资金的典型剖面。我们利用其每日中央结算持股变化信息，计算北上资金在 A 股市场过去一个月各个行业中的净流入占比；我们认为北上资金作为践行长期价值投资的聪明资金代表，其成交活跃的行业，往往具有更好的基本面前景，以及持续的股票表现动量。我们构建北上成交活跃度因子：

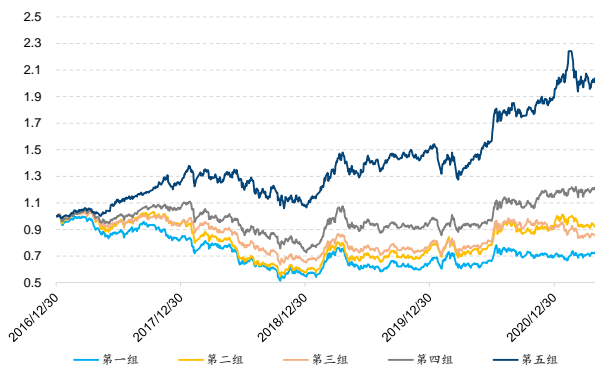
$$north = \frac{\sum abs(\Delta holding_t) * p_t}{amt}$$

其中， $\Delta holding_t$ 代表过去一个月行业中股票每天的持股变动， $p_t$ 代表过去一个月股票每天的收盘价， $amt$ 代表行业过去一个月的累计成交金额。

考虑到北上资金的数据可得性，该因子从 2017 年每月月末更新。

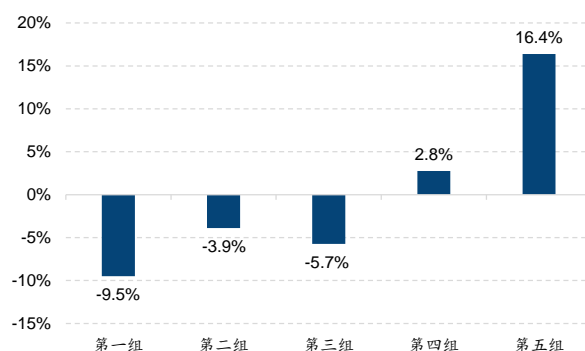
图 12 展示了 $north$ 因子的五档分组净值走势，可以看到五个组合收益分化显著。图 13 展示了分档组合相对中信一级行业等权基准的年化超额收益，取值最高第五组具有明显超额收益，2017 年至今相对行业平均年化超额 16.4%；取值最低的第一组显著跑输基准，2017 年以来相对行业平均年化超额-9.5%。

图 12:  $north$ 因子分五档分组净值走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 13:  $north$ 因子分五档分组年化超额



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表 5 统计了 *north* 因子的绩效统计结果, 该因子月度 IC 均值 14.46%, 年化 ICIR 为 1.38, IC 的月度胜率为 62.00%。

**表 5: *north* 因子统计效果**

IC 统计指标	数值
IC 均值	14.46%
ICIR (年化)	1.38
ICT 值	2.81
IC 月胜率	62.00%
IC 统计期数	50

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

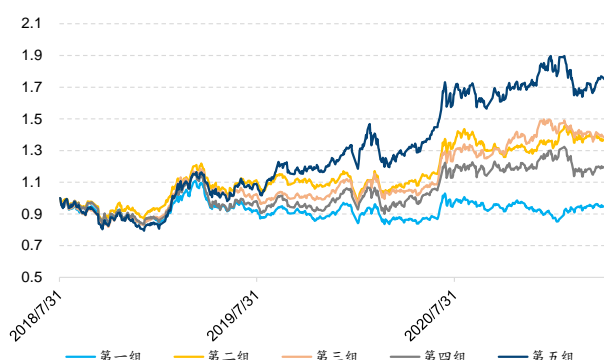
## 券商金股因子

券商金股是我们认为极具潜力的聪明资金 (观点) 跟踪指标。随着各家券商对月度推出的十大金股的重视程度日益加深, 每个券商给出的十大金股行业分布将深刻反映各家券商对未来行业趋势的前瞻判断。当然, 目前该因子的存续时间相对较短, 主要从 2018 年 7 月开始该指标达到可用标准。

每个月月末, 我们从每市 APP 收集所有券商发布的月度金股组合, 剔除所有发布金股数量超过 12 个的券商数据, 并剔除所有非 A 股标的, 我们对剩下的样本每月进行行业汇总, 各个行业金股入选次数即为 *goldstock* 因子。

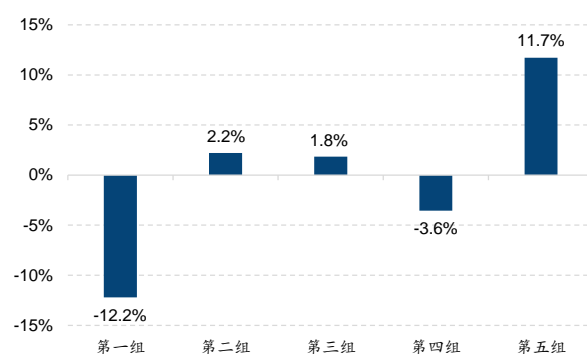
图 14 展示了 *goldstock* 因子的五档分组净值走势, 可以看到五个组合收益分化显著。图 15 展示了分档组合相对中信一级行业等权基准的年化超额收益, 取值最高第五组具有明显超额收益, 2018 年至今相对行业平均年化超额 11.7%; 取值最低的第一组显著跑输基准, 2018 年以来相对行业平均年化超额 -12.2%。

**图 14: *goldstock* 因子分五档分组净值走势**



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**图 15: *goldstock* 因子分五档分组年化超额**



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 6 统计了 *goldstock* 因子的绩效统计结果, 该因子月度 IC 均值 10.51%, 年化 ICIR 为 1.17, IC 的月度胜率为 65.63%。

**表 6: *goldstock* 因子统计效果**

IC 统计指标	数值
IC 均值	10.51%
ICIR (年化)	1.17
ICT 值	1.91
IC 月胜率	65.63%
IC 统计期数	32

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

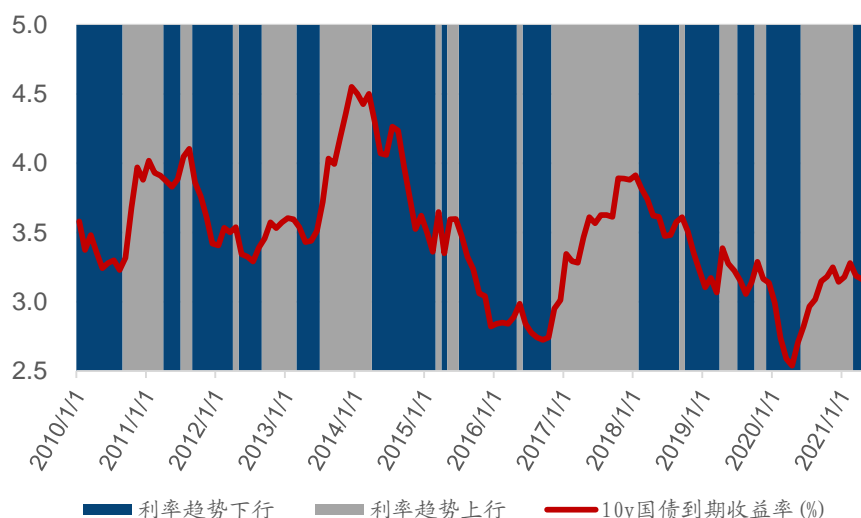
## 宏观周期视角下的风格调节因子

本质上，量化手段的行业轮动均是基于动量的右侧策略，无论是盈余动量还是价格动量。这种动量并不是时刻持续的，在某些特殊时点会出现动量的崩溃。

**我们发现利率趋势可能是把握这种动量的关键因素：**在利率整体下行阶段，成长型行业、热点板块拥有更强劲的盈利预期，市场更愿意去追捧，并且对估值的忍受阈值更高；但一旦利率转入上行阶段，市场对估值的忍受能力会迅速降低，之前热门板块积累的估值压力会不断释放。

我们将 10 年期国债到期收益率的趋势视作区分风格偏好的关键。如果月末 10 年期国债到期收益率大于过去 120 个交易日的均值，则判定为利率上行阶段；如果月末 10 年期国债到期收益率小于过去 120 个交易日均值，则判定为利率下行阶段。

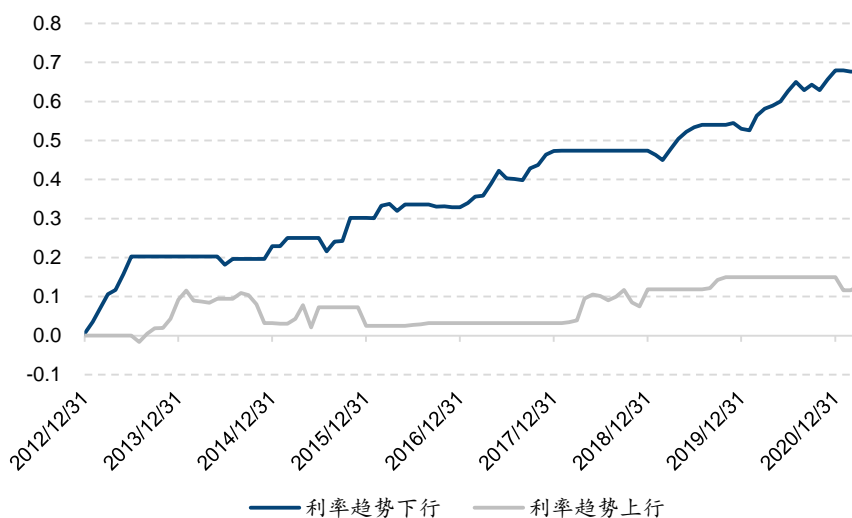
图 16: 利率趋势划分与 10y 国债收益率(%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

进一步地，我们将上文所构建的 *fundamental* 因子为例，测试其不同宏观环境下相对行业等权的超额表现，该因子在 2013 年至今表现出色，但如果对因子进行周期划分，可以发现这种盈余动量收益基本来源于利率趋势上行时期累积；利率趋势下行时该因子虽然累积超额收益为正，但波动相对较大。

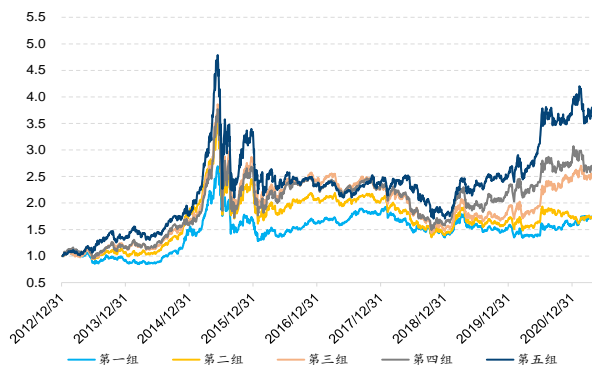
图 17: *fundamental* 因子 Top5 组合在不同利率环境下对行业等权超额收益累计图



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

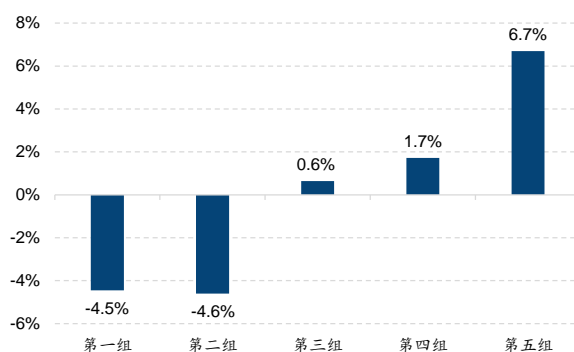
我们尝试用估值来平滑这种过度暴露的动量风格。如果以行业 pb (LF) 作为传统估值因子, 发现估值因子的多空收益波动非常剧烈, 这种无效可能与利率环境变化中估值因子的作用方向不同有关。

图 18: 传统 pb 因子分五档分组净值走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 19: 传统 pb 因子分五档分组年化超额



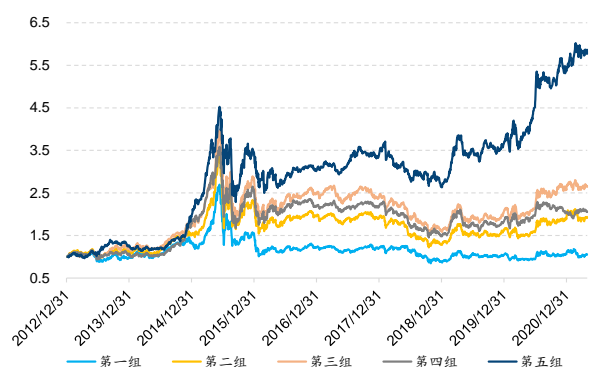
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

我们基于利率趋势方向动态调节 pb 因子预测方向: 利率趋势上行时, pb 方向为正 (我们给予 PB 得分越高的行业越大的因子取值), 利率趋势下行时, pb 因子方向为负, 由此形成一个动态的风格调节因子 *tvpb* (Time-Varing Pb)。

该因子表现相对传统 pb 因子显著提升, 分五组表现多头组更加出色, 我们推荐投资者在行业轮动模型中 *tvpb* 因子作为模型的逆向缓冲, 避免投资者在面对盈余动量或者价格动量崩溃时面临较大的净值回撤。

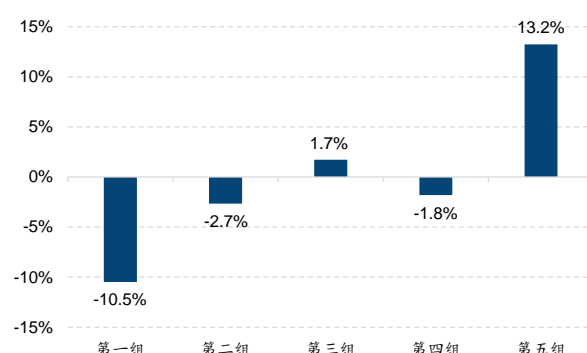
改进后的 *tvpb* 因子相对传统 pb 因子显著提升, 分五组表现更加单调, 图 21 展示了分档组合相对中信一级行业等权基准的年化超额收益, 取值最高第五组具有明显超额收益, 2018 年至今相对行业平均年化超额 13.2%; 取值最低的第一组显著跑输基准, 2018 年以来相对行业平均年化超额 -10.5%。

图 20: *tvpb*因子分五档分组净值走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 21: *tvpb*因子分五档分组年化超额

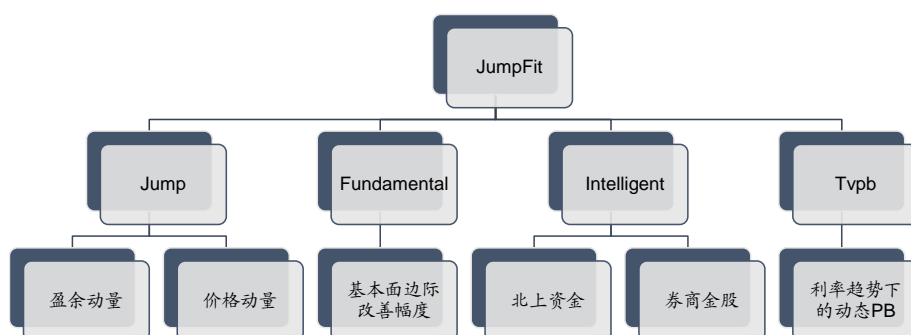


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## JumpFit行业轮动模型

前文我们详细介绍了基本面和技术面的共振*Jump*、财务的边际改善*Fundamental*、聪明资金的观点*Intelligent*、风格调节*Tvpb*四个维度的因子在行业轮动上的效果，现在我们对四个因子进行等权重合成构建复合因子*JumpFit*。*JumpFit*因子的具体构建体系如图 22 所示：

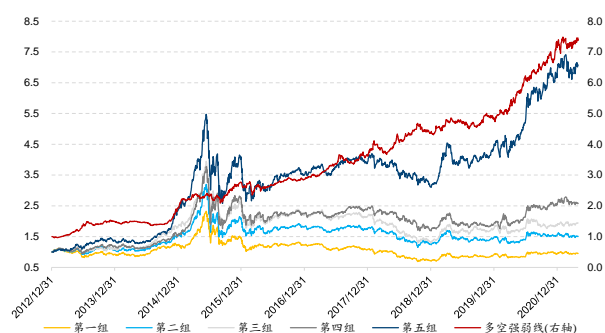
图 22: *Jumpfit*行业轮动模型



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

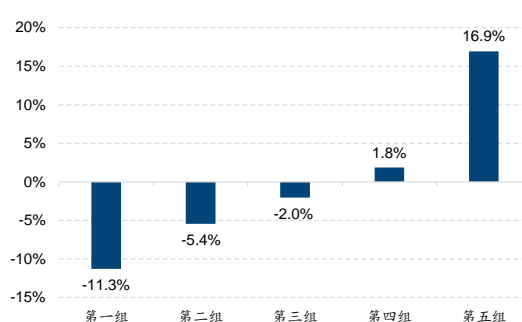
图 23 展示了*JumpFit*因子的五档分组净值走势，可以看到五个组合收益分化显著。图 24 展示了分档组合相对中信一级行业等权基准的年化超额收益，取值最高第五组具有明显超额收益，2013 年至今相对行业平均年化超额 16.9%；取值最低的第一组显著跑输基准，2013 年以来相对行业平均年化超额-11.3%。

图 23: JumpFit因子分五档分组净值走势及多空对冲表现



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 24: JumpFit因子分五档分组年化超额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 7 统计了JumpFit因子的绩效统计结果, 该因子月度 IC 均值 13.74%, 年化 ICIR 为 1.66, IC 的月度胜率为 65.31%, 因子的行业轮动能力非常优异。

表 7: JumpFit因子统计效果

IC 统计指标	数值
IC 均值	13.74%
ICIR (年化)	1.66
ICT 值	4.73
IC 月胜率	65.31%
IC 统计期数	98

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 国信JumpFit行业轮动策略

我们基于JumpFit复合因子构建国信JumpFit行业轮动策略, 具体回测方式如下:

**调仓频率:** 每个月月初第一个交易日收盘

**回测区间:** 2013 年 1 月 1 日—2021 年 4 月 30 日

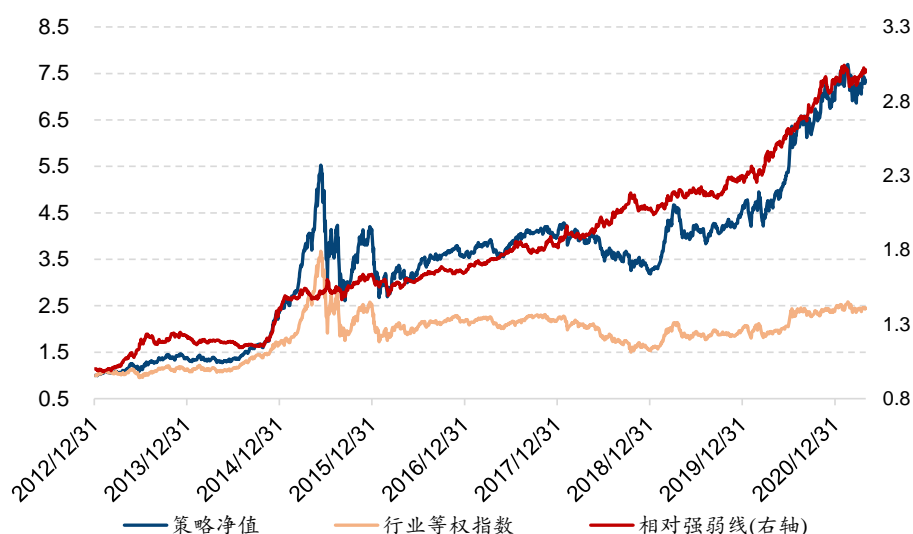
**组合构建方式:** 每个月月初基于上个月最新的JumpFit因子值从高到低排序, 选取排序前五的行业等权构建组合

**业绩基准:** 中信一级行业等权重组合

**交易费用:** 双边千三



图 25: JumpFit行业轮动策略表现



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 25 展示了 JumpFit 行业轮动策略的历史表现, 可以看到该组合在历史上能稳定战胜行业等权基准。表 7 展示了该组合的分年度表现, 该组合每年都能战胜行业等权基准, 年化超额收益为 16.43%, 相对最大回撤为 9.53%, 信息比为 1.76, Calmar 为 1.72。

表 7: JumpFit 行业轮动策略分年度表现统计

	组合收益	基准收益	超额收益	最大回撤	回撤开始	回撤结束	信息比	Calmar
2013	38.93%	13.77%	25.16%	6.14%	2013/7/29	2013/9/5	2.34	4.10
2014	70.82%	48.40%	22.42%	6.74%	2014/1/6	2014/10/8	1.91	3.32
2015	71.28%	47.77%	23.51%	7.74%	2015/7/8	2015/9/2	1.68	3.04
2016	-12.52%	-13.57%	1.05%	6.44%	2016/2/19	2016/3/4	0.36	0.16
2017	11.95%	1.34%	10.60%	4.40%	2017/7/21	2017/9/20	1.68	2.41
2018	-19.26%	-29.05%	9.79%	6.09%	2018/10/17	2018/11/16	1.64	1.61
2019	42.46%	28.43%	14.03%	3.70%	2019/7/22	2019/9/24	1.54	3.79
2020	56.26%	22.25%	34.01%	5.17%	2020/2/4	2020/2/25	2.89	6.58
20210430	2.63%	0.15%	2.48%	4.94%	2021/2/4	2021/2/25	0.99	0.50
全样本	28.16%	11.73%	16.43%	9.53%	2013/7/29	2014/10/9	1.76	1.72

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 总结

我们将行业层面的  $\alpha$  源拆分为三部分: 1) 基本面与技术面的共振; 2) 财务的边际改善; 3) 聪明资金的观点。这类  $\alpha$  源往往在成长风格上有较强暴露, 容易在风格面临切换时面临动量崩溃; 从务实的角度出发, 我们适当引入风格调节因子, 来平滑这种过度的成长风格暴露, 使得模型能够适应更多的市场风格。

### 基本面与技术面的共振

行业板块轮动中, 一直有“强者恒强”的经验法则, 这种强势主要体在: 1) 基本面预期强势; 2) 技术面强势。我们分别从两方面进行刻画。

我们基于分析师点评盈余公告标题信息构建 surprise 因子, 该因子反映业绩惊喜公司的行业分布情况, 在中信一级行业中分五组表现优异, IC 均值达到 5.86%;

我们对传统动量因子改进，构建反映技术面强势程度的momentum因子，该因子在中信一级行业中表现出色，IC 均值达到 9.51%。

### 财务的边际改善

我们尝试从基本面财务指标入手，寻找财务出现边际改善的行业。我们构建了fundamental因子，该因子在中信一级行业中 IC 均值达到 9.82%。

### 聪明资金的观点

在行业层面上，我们能够看到的聪明资金（聪明观点）的剖面，主要来源于两方面：1）北上资金；2）券商金股。

基于北上资金的交易活跃情况，我们构建了北上成交活跃度因子north，该因子在中信一级行业中 IC 均值达到 14.46%。

基于的券商金股的行业分布情况，我们构建了券商金股因子goldstock，该因子在中信一级行业中 IC 均值达到 10.51%。

### 宏观周期视角下的风格调节因子

行业层面多数 $\alpha$ 因子在利率上行周期的表现优于在利率下行周期的表现，我们基于利率趋势方向动态调节 pb 因子预测方向：利率趋势上行时，pb 方向为正，利率趋势下行时，pb 因子方向为负，由此形成一个动态的风格调节因子tvpb，改因子表现远优于传统 pb 因子，适合与行业其它 $\alpha$ 因子搭配使用。

### JumpFit行业轮动模型

我们将基本面和技术面的共振Jump、财务的边际改善Fundamental、聪明资金的观点Intelligent、风格调节Tvpb这 4 个维度进行因子复合，形成复合因子JumpFit因子，该因子多空年化收益为 28.2%，IC 均值 13.74%。

我们每月按照JumpFit复合因子排序前 5 的行业等权构建组合，该组合业绩表现较为优异，回溯期内每年都能战胜基准，年化超额行业等权基准 16.43%。

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032