

分析师:

徐寅

xuyinsh@xyzq.com.cn

S0190514070004

研究助理:

乔良

qiaoliang@xyzq.com.cn

## 5 月建议仓位为何大幅提升?

### ——VVT 模型周度跟踪

2021 年 05 月 03 日

#### 报告关键点

在我们团队前期的报告《估值、波动率、趋势—三维视角下的股票仓位动态管理》中，我们重点从风险的角度出发，提出了 VVT 模型（Valuation-volatility-trend Model），结合估值、波动率与趋势来动态管理股票仓位。根据最新的数据，截至 2021 年 4 月 30 日，VVT 模型给出的建议配置仓位为 81.5%，相比于上月末 56.5% 的仓位，提升了 25.0%。结合模型给出的结论，我们看好 5 月的股票市场表现。历史上相似调仓情形下，大多数情况下随后 3 个月内股票指数呈上行趋势。7 次相似情景中有 5 次实现了正收益，3 个月收益率均值达到 10.8%。

#### 投资要点

- 在我们团队前期的报告《估值、波动率、趋势—三维视角下的股票仓位动态管理》中，我们重点从风险的角度出发，提出了 VVT 模型（Valuation-volatility-trend Model），结合估值、波动率与趋势来动态管理股票仓位。
- 根据最新的数据，截至 2021 年 4 月 30 日，VVT 模型给出的建议配置仓位为 81.5%，相比于上月末 56.5% 的仓位，提升了 25.0%。结合模型给出的结论，我们看好 5 月的股票市场表现。
- 历史上相似调仓情形下，大多数情况下随后 3 个月内股票指数呈上行趋势。7 次相似情景中有 5 次实现了正收益，3 个月收益率均值达到 10.8%。
- 后期我们将对 VVT 模型进行周度跟踪。

#### 相关报告

《估值、波动率、趋势—三维视角下的股票仓位动态管理》  
2021-04-02

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

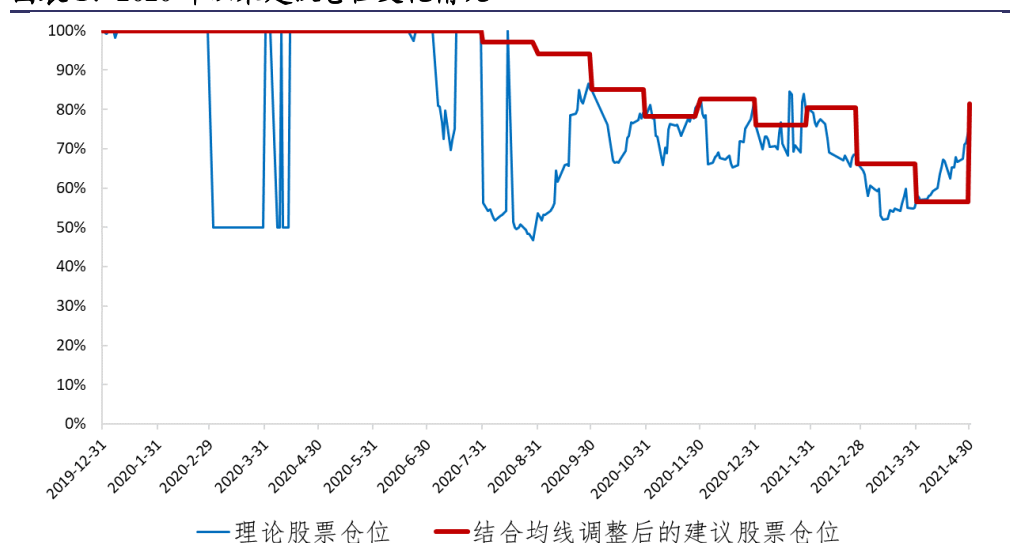
1、VVT 模型 5 月仓位配置建议 .....	3 -
2、相似调仓情形下的收益统计 .....	4 -
3、策略表现回顾 .....	5 -
图表 1、2020 年以来建议仓位变化情况 .....	3 -
图表 2、2020 年以来相对收益率分位数与波动率分位数 .....	4 -
图表 3、月度仓位上调幅度大于 25%的时间点之后 3 个月内万得全 A 收益率 .....	4 -
图表 4、月度仓位上调幅度大于 25%的时间点之后 3 个月内万得全 A 收益统计 .....	5 -
图表 5、与本次调仓原因相似的时间点后 3 个月万得全 A 收益率 .....	5 -
图表 6、与本次调仓原因相似的时间点后 3 个月万得全 A 收益率统计 .....	5 -
图表 7、2018 年以来的策略净值走势 .....	6 -
图表 8、2018 年以来的策略收益风险特征统计 .....	6 -
图表 9、2018 年以来的股票仓位变化 .....	6 -

## 1、VVT 模型 5 月仓位配置建议

在我们团队前期的报告《估值、波动率、趋势——三维视角下的股票仓位动态管理》中，我们重点从风险的角度出发，提出了 VVT 模型（Valuation-volatility-trend Model），结合估值、波动率与趋势来动态管理股票仓位。

根据最新的数据，截至 2021 年 4 月 30 日，VVT 模型给出的建议配置仓位为 81.5%，相比于上月末 56.5% 的仓位，提升了 25.0%。结合模型给出的结论，我们看好 5 月的股票市场表现。

图表 1、2020 年以来建议仓位变化情况

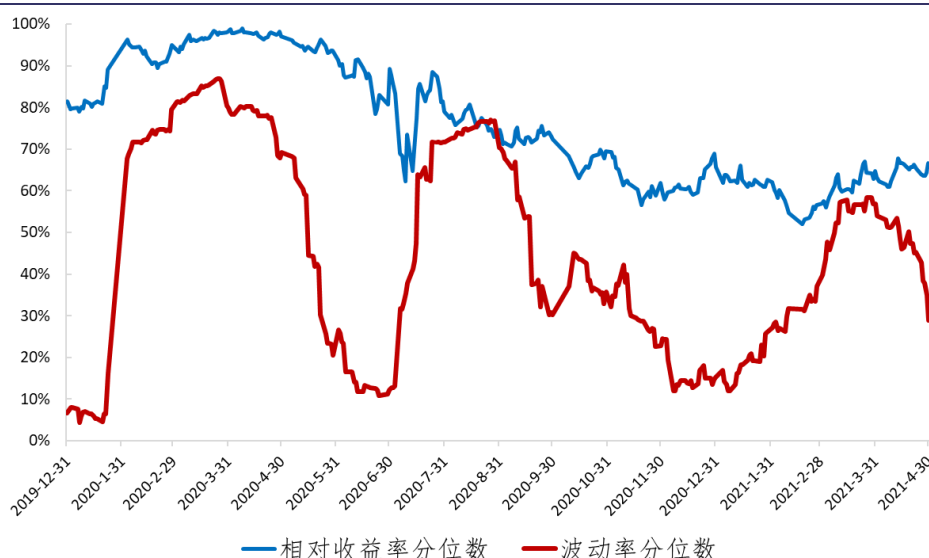


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：时间段为 2020.1.1-2021.4.30

本次建议仓位的大幅提升主要来自于波动率维度：近期估值层面没有太大变化，但波动率自 3 月以来不断下行，由近 60% 分位数下降至 30% 分位数，预示着市场未来风险可能有所减小，在我们策略的规则之下，理论股票仓位大幅提高。结合均线之后，当前并不处于强上行趋势或者强下行趋势，因此将换手率限制放开，直接将建议股票仓位从 56.5% 提升至 81.5%。

图表 2、2020 年以来相对收益率分位数与波动率分位数



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：时间段为 2020.1.1-2021.4.30

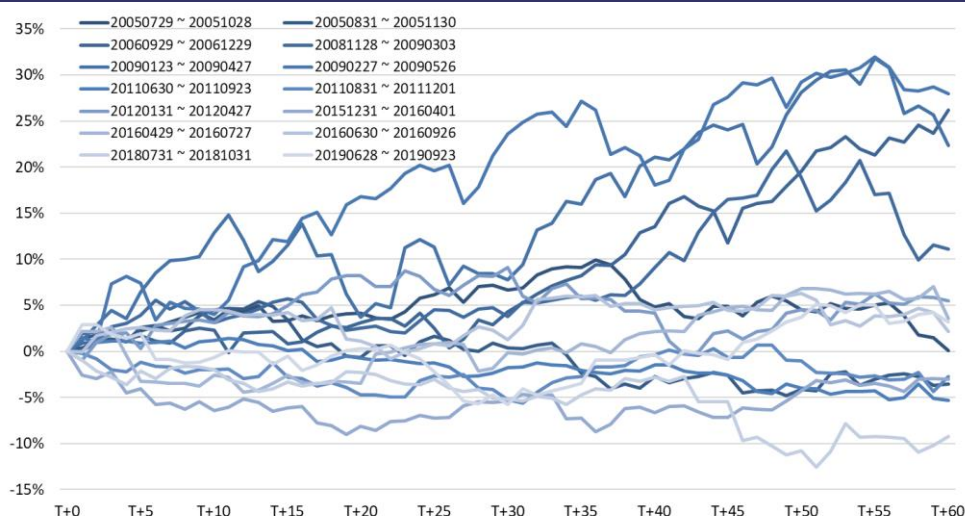
从波动率的变动来看，结合波动率的历史分布情况，目前波动率分位数与通常较低点（10%分位数）之间大约还有 20% 的距离，可能继续维持下行态势；结合波动率的聚集效应，波动率扭头向上的可能性不大。因此我们认为接下来市场的风险将可能处于较低水平，看好未来的市场表现。

## 2、相似调仓情形下的收益统计

我们对历史上相似调仓情形下的收益进行统计：筛选历史上月度仓位上调幅度大于 25% 的时间点，考察随后 3 个月的万得全 A 指数表现。

14 次相似情景中有 9 次实现了正收益，3 个月收益率均值达到 5.6%。

图表 3、月度仓位上调幅度大于 25% 的时间点之后 3 个月内万得全 A 收益率



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图表 4、月度仓位上调幅度大于 25%的时间点之后 3 个月内万得全 A 收益统计

	平均值	中位数	最大值	最小值
1 个月收益率	1.4%	0.7%	16.8%	-8.1%
2 个月收益率	4.5%	3.2%	21.1%	-6.6%
3 个月收益率	5.6%	2.7%	28.0%	-9.2%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

我们进一步筛选与本次调仓原因相似的时间点。本次的仓位大幅上调主要来自于波动率的下降，因此我们对历史上月度仓位上调幅度大于 25%的时间点做进一步的筛选，选择其中仓位上调主要来自于波动率下降的情形。7 次相似情景中有 5 次实现了正收益，3 个月收益率均值达到 10.8%。

图表 5、与本次调仓原因相似的时间点后 3 个月万得全 A 收益率



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 6、与本次调仓原因相似的时间点后 3 个月万得全 A 收益率统计

	平均值	中位数	最大值	最小值
1 个月收益率	1.8%	1.1%	16.8%	-8.1%
2 个月收益率	7.2%	4.5%	21.1%	-6.6%
3 个月收益率	10.8%	3.6%	28.0%	-3.5%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、策略表现回顾

2018 年来 VVT 模型给出的策略表现如下。

图表 7、2018 年以来的策略净值走势



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：时间段为 2018.1.1-2021.4.30

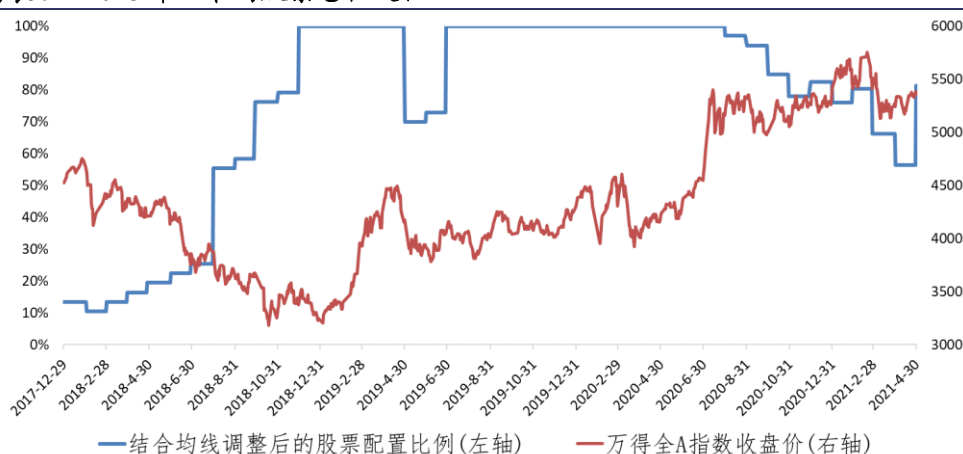
图表 8、2018 年以来的策略收益风险特征统计

	收益率	年化 收益率	年化 波动率	收益 波动比	夏普 比率	最大 回撤	最长亏损 周期(月)	3 年投资期内 亏损时间占比
策略净值	49.92%	13.31%	18.13%	0.73	0.57	14.88%	9	22.04%
基准股债组合	20.62%	5.96%	12.93%	0.46	0.23	19.17%	14	45.33%
股票指数	18.57%	5.40%	21.69%	0.25	0.11	33.17%	29	68.55%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：时间段为 2018.1.1-2021.4.30

图表 9、2018 年以来的股票仓位变化



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：时间段为 2018.1.1-2021.4.30

**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。**



## 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.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.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门、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@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 7 -