

相关研究

《量化选股周报  
(2022.01.21-2022.01.28)》2022.02.05  
《高频选股因子周报  
(20220124-20220128)》2022.02.04  
《海通金工一周观点和策略回顾  
(20220117-20220121)》2022.01.25

分析师:冯佳睿  
Tel:(021)23219732  
Email:fengjr@htsec.com  
证书:S0850512080006  
分析师:袁林青  
Tel:(021)23212230  
Email:ylq9619@htsec.com  
证书:S0850516050003  
联系人:曹君豪  
Tel:021-23219745  
Email:cjh13945@htsec.com

## 量化择时及拥挤度预警周报 (20220206)

### 投资要点:

- **上周 (2022.01.24-2022.01.28) 市场回顾。**A 股市场春节前大幅下跌。上证 50 指数下跌 5.12%，沪深 300 指数下跌 4.51%，中证 500 指数下跌 5.68%，创业板指下跌 4.14%。当前全市场 PE (TTM) 为 18.2 倍，处于 2005 年以来的 37.9% 分位点。从宏观因子上看，中国 2022 年 1 月官方制造业 PMI 和财新 PMI 相对前值均有所回落，制造业扩张步伐略微放缓。日历效应上，2005 年以来，各大宽基指数在 2 月上半月均表现优秀，沪深 300 及中证 500 表现较为突出，上涨概率分别为 94% 和 83%，涨幅中位数分别为 3.99%、6.06%。综上所述，A 股在 2 月上半月上涨概率较高，同时，海外各大指数及恒生指数春节期间均表现较好，我们认为，A 股春节后大概率将延续日历效应，迎来久违的反弹。考虑到 2022 年以来，中证 500 的跌幅远超上证 50 和沪深 300，我们认为，中证 500 指数有望在未来 5-10 日内占优。
- **海外市场迎来转折，A 股节后或将迎来反弹。**从趋势模型上看，Wind 全 A 指数短期均线和长期均线的距离为 -1.05%，低于前一周 (0.54%)，市场处于震荡市，Wind 全 A 指数处于 20 日均线之下。从量化指标上看，基于沪深 300 指数的流动性冲击指标周五为 -1.00，低于前一周 (-0.42)，意味着当前市场的流动性低于过去一年平均水平 1.00 倍标准差。上证 50ETF 期权成交量的 PUT-CALL 比率震荡上升，周五为 0.97，高于前一周 (0.86)，投资者对上证 50ETF 短期走势谨慎程度上升。上证综指和 Wind 全 A 五日平均换手率分别为 0.69% 和 1.09%，处于 2005 年以来的 43.26% 和 51.15% 分位点，交易活跃度相比前期有所下降。从宏观因子上看，1. 中国 2022 年 1 月官方制造业 PMI 为 50.1，高于 Wind 数据预期 50.0，低于前值 50.3，制造业扩张步伐有所放慢；财新 PMI 为 49.1，较上月回落 1.8 个百分点，低于 Wind 数据预期 50.4。2. 上周人民币汇率震荡，在岸和离岸汇率周涨幅分别为 -0.38%、-0.46%。从资金流向上看，北上资金上周流出 260.71 亿元，2022 年以来累计流入 167.75 亿元。日历效应上，2005 年以来，上证综指、沪深 300、中证 500、创业板指在 2 月上半月的上涨概率分别为 82%、88%、94%、83%，涨幅均值分别为 2.87%、3.71%、5.56%、4.79%，涨幅中位数分别为 2.91%、3.32%、3.99%、6.06%。此外，2005 年以来，春节后 5 个交易日，中证 500 相对上证 50 和沪深 300 的胜率均为 100%，超额收益的均值分别为 2.98%、4.07%，中位数分别为 2.91%、3.66%。事件驱动上，1. 美股于春节前触底反弹，道琼斯工业指数、标普 500 指数和纳斯达克指数周涨幅分别为 1.34%、0.77%、0.01%；春节期间，三大指数延续涨势，周涨幅分别为 1.05%、1.55%、2.38%。此外，纽约轻质原油期货价格 7 年来首次站上每桶 91 美元关口，布伦特原油站上每桶 92 美元。2. 香港交易所 2 月 4 日上午举行了新春开市仪式，港股虎年首日，恒生指数收盘上涨 3.24%。Wind 港股行业指数中，汽车、耐用消费品、零售、保险、消费等板块涨幅居前。其中，作为 A 股风向标的 A+H 股，2 月 4 日共有 34 只取得 3% 及以上的涨幅。综上所述，A 股在 2 月上半月上涨概率较高，同时，海外各大指数及恒生指数春节期间均表现较好，我们认为，A 股春节后大概率将延续日历效应，迎来久违的反弹。考虑到 2022 年以来，中证 500 的跌幅远超上证 50 和沪深 300，我们认为，中证 500 指数有望在未来 5-10 日内占优。
- **因子预警：盈利和增长因子仍未触底，小市值拥挤度依然健康。**小市值因子拥挤度 0.38，低换手因子拥挤度 -0.18，低估值因子拥挤度 -0.55，高盈利因子的拥挤度 -0.32，高盈利增长因子拥挤度 -0.30。
- **行业拥挤度：电力设备及新能源、汽车、基础化工、国防军工、机械的行业拥挤度相对较高。**电力设备及新能源和汽车的行业拥挤度上升幅度相对较大。
- **风险提示：市场系统性风险、海外市场波动风险、模型误设风险。**

## 目 录

---

1. 海外市场迎来转折，A 股节后或将迎来反弹.....	4
2. 因子预警：盈利和增长因子仍未触底，小市值拥挤度依然健康 .....	5
3. 行业拥挤度：电力设备及新能源、汽车、基础化工、国防军工、机械的行业拥挤度相对较高.....	7
4. 风险提示.....	8

## 图目录

图 1	2005-2021 年 2 月上半月指数涨跌幅 (%)	4
图 2	2005-2021 年春节后 5 个交易日, 中证 500 相对其他宽基指数超额收益 (%)	5
图 3	小市值因子净值与因子复合拥挤度	6
图 4	低换手因子净值与因子复合拥挤度	6
图 5	反转因子净值与因子复合拥挤度	6
图 6	低波动因子净值与因子复合拥挤度	6
图 7	低估值因子净值与因子复合拥挤度	6
图 8	高盈利因子净值与因子复合拥挤度	6
图 9	高盈利增长因子净值与因子复合拥挤度	6
图 10	行业拥挤度 (2022.01.28)	7

## 表目录

表 1	复合因子拥挤度及分项得分 (2022.01.28)	5
表 2	行业拥挤度变化	8

## 1. 海外市场迎来转折，A股节后或将迎来反弹

A股市场春节前大幅下跌。上证50指数下跌5.12%，沪深300指数下跌4.51%，中证500指数下跌5.68%，创业板指下跌4.14%。当前全市场PE(TTM)为18.2倍，处于2005年以来的37.9%分位点。从宏观因子上看，中国2022年1月官方制造业PMI和财新PMI相对前值均有所回落，制造业扩张步伐略微放缓。日历效应上，2005年以来，各大宽基指数在2月上半月均表现优秀，沪深300及中证500表现较为突出，上涨概率分别为94%和83%，涨幅中位数分别为3.99%、6.06%。综上所述，A股在2月上半月上涨概率较高，同时，海外各大指数及恒生指数春节期间均表现较好，我们认为，A股春节后大概率将延续日历效应，迎来久违的反弹。考虑到2022年以来，中证500的跌幅远超上证50和沪深300，我们认为，中证500指数有望在未来5-10日内占优。

从趋势模型上看，Wind全A指数短期均线和长期均线的距离为-1.05%，低于前一周(0.54%)，市场处于震荡市，Wind全A指数处于20日均线之下。

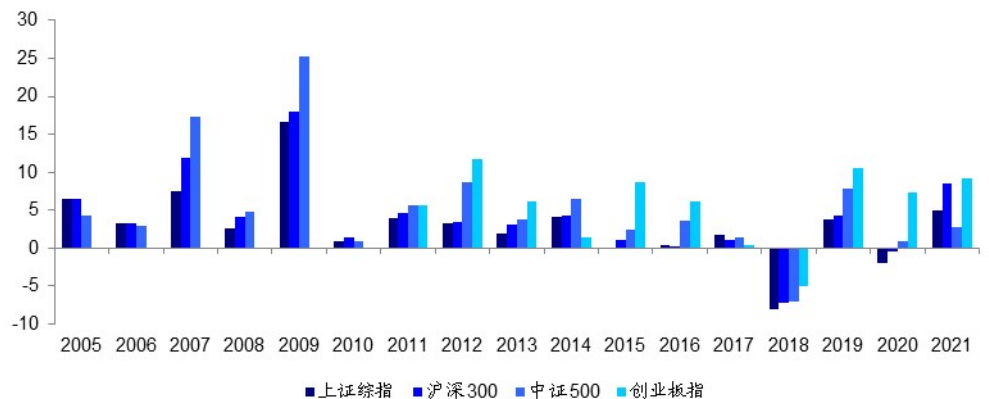
从量化指标上看，基于沪深300指数的流动性冲击指标周五为-1.00，低于前一周(-0.42)，意味着当前市场的流动性低于过去一年平均水平1.00倍标准差。上证50ETF期权成交量的PUT-CALL比率震荡上升，周五为0.97，高于前一周(0.86)，投资者对上证50ETF短期走势谨慎程度上升。上证综指和Wind全A五日平均换手率分别为0.69%和1.09%，处于2005年以来的43.26%和51.15%分位点，交易活跃度相比前期有所下降。

从宏观因子上看，1. 中国2022年1月官方制造业PMI为50.1，高于Wind数据预期50.0，低于前值50.3，制造业扩张步伐略微放慢；财新PMI为49.1，较上月回落1.8个百分点，低于Wind数据预期50.4。2. 上周人民币汇率震荡，在岸和离岸汇率周涨幅分别为-0.38%、-0.46%。

从资金流向上看，北上资金上周流出260.71亿元，2022年以来累计流入167.75亿元。

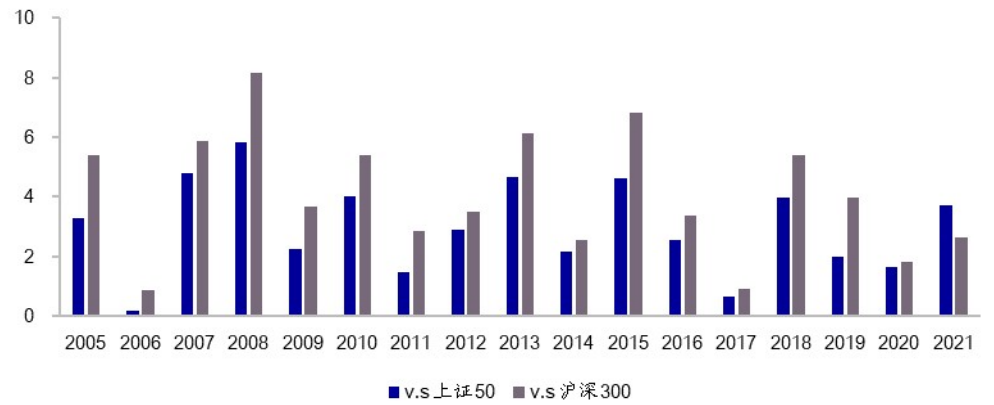
日历效应上，2005年以来，上证综指、沪深300、中证500、创业板指在2月上半月的上涨概率分别为82%、88%、94%、83%，涨幅均值分别为2.87%、3.71%、5.56%、4.79%，涨幅中位数分别为2.91%、3.32%、3.99%、6.06%。

图1 2005-2021年2月上半月指数涨跌幅(%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

此外，2005年以来，春节后5个交易日，中证500相对上证50和沪深300的胜率均为100%，超额收益的均值分别为2.98%、4.07%，中位数分别为2.91%、3.66%。

**图2 2005-2021年春节后5个交易日，中证500相对其他宽基指数超额收益(%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

事件驱动上, 1. 美股于春节前触底反弹, 道琼斯工业指数、标普 500 指数和纳斯达克指数周涨幅分别为 1.34%、0.77%、0.01%; 春节期间, 三大指数延续涨势, 周涨幅分别为 1.05%、1.55%、2.38%。此外, 纽约轻质原油期货价格 7 年来首次站上每桶 91 美元关口, 布伦特原油站上每桶 92 美元。2. 香港交易所 2 月 4 日上午举行了新春开市仪式, 港股虎年首日, 恒生指数收盘上涨 3.24%。Wind 港股行业指数中, 汽车、耐用消费品、零售、保险、消费等板块涨幅居前。其中, 作为 A 股风向标的 A+H 股, 2 月 4 日共有 34 只取得 3% 及以上的涨幅。

综上所述, A 股在 2 月上半月上涨概率较高, 同时, 海外各大指数及恒生指数春节期间均表现较好, 我们认为, A 股春节后大概率将延续日历效应, 迎来久违的反弹。考虑到 2022 年以来, 中证 500 的跌幅远超上证 50 和沪深 300, 我们认为, 中证 500 指数有望在未来 5-10 日内占优。

## 2. 因子预警: 盈利和增长因子仍未触底, 小市值拥挤度依然健康

因子拥挤, 是指跟踪或者投资某一因子的资金过多, 使得该因子的收益或者收益稳定性下降的现象。因此, 因子拥挤度指标可作为因子失效的预警指标。

根据海通量化团队前期发布的专题报告《选股因子系列(四十二)——因子失效预警: 因子拥挤》, 我们使用估值价差、配对相关性、长期收益反转、因子波动率这四个指标度量因子拥挤程度。关于指标的详细计算方法与历史效果请参考对应专题报告。

下表展示了使用截至 2022 年 1 月 28 日的数据计算得到的常见因子的拥挤度。

**表 1 复合因子拥挤度及分项得分 (2022.01.28)**

	小市值	低换手	反转	低波动	低估值	高盈利	高盈利增长
估值价差	-1.38	0.12	1.43	-0.09	-1.35	1.15	-0.04
配对相关性	2.69	-0.60	0.16	1.56	-0.04	-1.04	-0.16
长期累计收益	-1.23	0.85	-1.56	-0.24	-0.18	-0.34	-0.64
多空波动率	1.45	-1.09	-0.69	0.08	-0.61	-1.05	-0.38
综合打分	0.38	-0.18	-0.17	0.33	-0.55	-0.32	-0.30

资料来源: Wind, 海通证券研究所

下图分别展示了小市值、低换手、反转、低波动、低估值、高盈利、高盈利增长的复合拥挤度与因子净值历史走势。其中, 小市值因子拥挤度 0.38, 低换手因子拥挤度 -0.18, 低估值因子拥挤度 -0.55, 高盈利因子的拥挤度 -0.32, 高盈利增长因子拥挤度 -0.30。

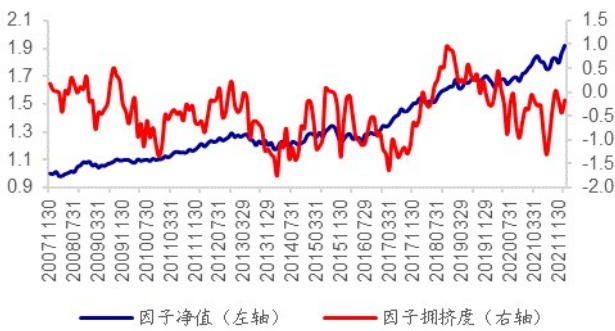


图3 小市值因子净值与因子复合拥挤度



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图4 低换手因子净值与因子复合拥挤度



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图5 反转因子净值与因子复合拥挤度



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 低波动因子净值与因子复合拥挤度



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图7 低估值因子净值与因子复合拥挤度



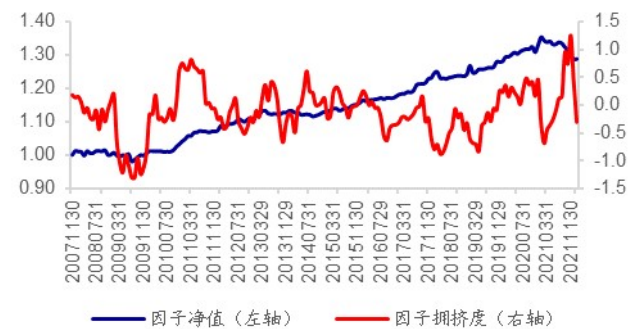
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图8 高盈利因子净值与因子复合拥挤度



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图9 高盈利增长因子净值与因子复合拥挤度

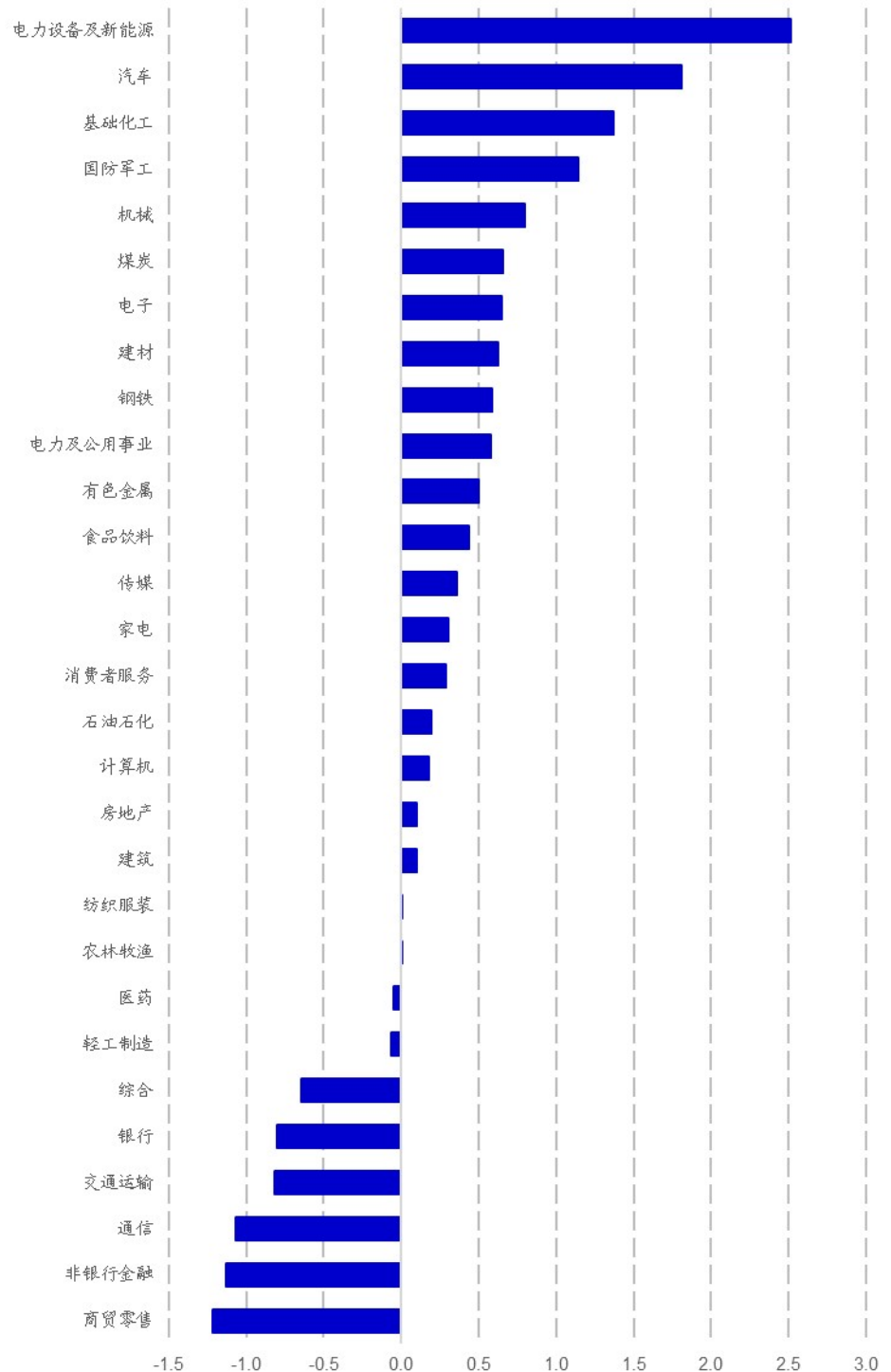


资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 3. 行业拥挤度：电力设备及新能源、汽车、基础化工、国防军工、机械的行业拥挤度相对较高

根据海通量化团队前期发布的专题报告《行业轮动系列研究 15——行业板块拥挤度》，截至 2022 年 1 月 28 日，电力设备及新能源、汽车、基础化工、国防军工、机械的行业拥挤度相对较高，电力设备及新能源和汽车的行业拥挤度上升幅度相对较大。下列图表展示了截至 2022 年 1 月 28 日的行业拥挤度。

图10 行业拥挤度（2022.01.28）



资料来源：Wind，海通证券研究所

**表 2 行业拥挤度变化**

行业名称	20220128 拥挤度	20211231 拥挤度	拥挤度变化
电力设备及新能源	2.51	1.87	0.64
汽车	1.81	1.18	0.63
国防军工	1.14	0.58	0.56
建筑	0.10	-0.27	0.37
机械	0.79	0.43	0.37
房地产	0.10	-0.23	0.33
计算机	0.18	-0.11	0.29
纺织服装	0.01	-0.25	0.26
建材	0.63	0.37	0.25
农林牧渔	0.01	-0.23	0.24
基础化工	1.37	1.18	0.19
银行	-0.80	-0.89	0.09
电子	0.65	0.59	0.05
商贸零售	-1.22	-1.24	0.02
综合	-0.64	-0.63	-0.02
非银行金融	-1.13	-1.09	-0.04
交通运输	-0.82	-0.75	-0.06
轻工制造	-0.06	0.03	-0.10
传媒	0.36	0.49	-0.13
通信	-1.07	-0.93	-0.14
医药	-0.05	0.22	-0.27
有色金属	0.50	0.93	-0.43
钢铁	0.59	1.06	-0.47
家电	0.31	0.86	-0.56
石油石化	0.19	0.85	-0.65
食品饮料	0.44	1.20	-0.76
电力及公用事业	0.58	1.57	-1.00
消费者服务	0.29	1.40	-1.11
煤炭	0.66	2.27	-1.62

资料来源：Wind，海通证券研究所

## 4. 风险提示

市场系统性风险、海外市场波动风险、模型误设风险。



## 信息披露

### 分析师声明

冯佳睿 金融工程研究团队  
袁林青 金融工程研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。