

相关研究

《高频选股因子周报  
(20220221-20220225)》2022.02.27  
《期权周报(20220221\_20220225)》  
2022.02.26  
《量化选股周报  
(2022.02.18-2022.02.25)》2022.02.26

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(20220227)

### 投资要点:

- **上周(2022.02.21-2022.02.25)市场回顾。**上周A股受俄乌冲突影响,先扬后抑。上证50指数下跌2.76%,沪深300指数下跌1.67%,中证500指数下跌0.23%,创业板指上涨1.03%。当前全市场PE(TTM)为18.7倍,处于2005年以来的40.8%分位点。从宏观因子上看,1月新增人民币贷款与广义货币(M2)余额均高于Wind数据预期。日历效应上,2005年以来,沪深300和中证500在三月上半月表现相对较好,上涨概率分别为53%和50%,涨幅中位数分别为0.33%、1.51%。技术分析上,上周市场情绪受地缘局势严重干扰,Wind全A指数2月24日(周四)大幅下跌。但周五小幅反转,显示情绪有所恢复。当前,SAR指标仍为做多信号。同时,稳增长政策背景下,国内1月宏观数据均好于Wind数据预期。但考虑到俄乌冲突的不确定性仍在,我们认为,市场恐将继续维持震荡格局。不过,最坏的时刻已经过去,震荡过程中的波动有望下降。
- **震荡格局恐将维持,市场波动有望下降。**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-4.48%,低于前一周(-3.62%),市场处于下跌市,Wind全A指数处于20日均线之下。基于沪深300指数的流动性冲击指标周五为-1.38,低于前一周(-1.27),意味着当前市场的流动性低于过去一年平均水平1.38倍标准差。上证50ETF期权成交量的PUT-CALL比率震荡上升,周五为1.06,高于前一周(0.99),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0.87%和1.39%,处于2005年以来的58.60%和67.13%分位点,交易活跃度相比前期有所下降。从宏观因子上看,1.根据中国人民银行发布的数据,1月新增人民币贷款3.98万亿元,高于Wind数据预期3.77万亿元与前值1.13万亿元;广义货币(M2)余额243.1万亿元,同比增长9.8%,高于Wind数据预期9.4%与前值9.0%。2.上周人民币汇率震荡,在岸和离岸汇率周涨幅分别为0.19%、0.23%。从资金流向上看,北上资金上周流出64.13亿元,2022年以来累计流入187.07亿元。日历效应上,2005年以来,上证综指、沪深300、中证500、创业板指在3月上半月的上涨概率分别为47%、41%、53%、50%,涨幅均值分别为-0.48%、-0.7%、0.91%、2.45%,涨幅中位数分别为-0.15%、-1.12%、0.33%、1.51%,沪深300和中证500表现相对较好。事件驱动上,1.美股市场上周小幅反弹,道琼斯工业指数、标普500指数和纳斯达克指数一周收益率分别为-0.06%、0.82%、1.08%。下周美联储经济状况褐皮书将公布,美联储重申在美国就业市场活跃的情况下,“很快”加息以应对通胀将是适宜的。2.北京时间2月24日,俄罗斯与乌克兰地缘政治冲突全面升级,俄罗斯总统普京宣布对乌克兰顿巴斯地区采取特别军事行动。市场情绪受到地缘局势严重干扰,包括债市、汇市、股市、大宗商品等诸多资产的价格展现出极大的波动性。其中,油价自2014年以来首次突破每桶100美元,而欧洲天然气期货价格上涨超过50%。3.下周全国“两会”将召开,其中全国政协十三届五次会议拟于2022年3月4日在北京召开,十三届全国人大五次会议拟于2022年3月5日在北京召开。技术分析上,上周市场情绪受地缘局势严重干扰,Wind全A指数2月24日(周四)大幅下跌。但周五小幅反转,显示情绪有所恢复。当前,SAR指标仍为做多信号。同时,稳增长政策背景下,国内1月宏观数据均好于Wind数据预期。但考虑到俄乌冲突的不确定性仍在,我们认为,市场恐将继续维持震荡格局。不过,最坏的时刻已经过去,震荡过程中的波动有望下降。
- **因子预警:小盘股仍有望取得相对收益。**小市值因子拥挤度0.23,低换手因子拥挤度0.02,低估值因子拥挤度-0.37,高盈利因子的拥挤度-0.37,高盈利增长因子拥挤度-0.34。
- **行业拥挤度:电力设备及新能源、汽车、基础化工、煤炭、医药的行业拥挤度相对较高。**医药和交通运输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. 震荡格局恐将维持，市场波动有望下降.....	4
2. 因子预警：小盘股仍有望取得相对收益.....	5
3. 行业拥挤度：电力设备及新能源、汽车、基础化工、煤炭、医药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 3 月上半月指数涨跌幅 (%) .....	4
图 2	2021 年以来 Wind 全 A 指数及其反转信号走势 .....	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 (2022.02.25) .....	7

## 表目录

表 1	复合因子拥挤度及分项得分 (2022.02.25) .....	5
表 2	行业拥挤度变化 .....	8

## 1. 震荡格局恐将维持，市场波动有望下降

上周 A 股受俄乌冲突影响，先扬后抑。上证 50 指数下跌 2.76%，沪深 300 指数下跌 1.67%，中证 500 指数下跌 0.23%，创业板指上涨 1.03%。当前全市场 PE (TTM) 为 18.7 倍，处于 2005 年以来的 40.8% 分位点。从宏观因子上看，1 月新增人民币贷款与广义货币 (M2) 余额均高于 Wind 数据预期。日历效应上，2005 年以来，沪深 300 和中证 500 在三月上半月表现相对较好，上涨概率分别为 53% 和 50%，涨幅中位数分别为 0.33%、1.51%。技术分析上，上周市场情绪受地缘局势严重干扰，Wind 全 A 指数 2 月 24 日 (周四) 大幅下跌。但周五小幅反转，显示情绪有所恢复。当前，SAR 指标仍为做多信号。同时，稳增长政策背景下，国内 1 月宏观数据均好于 Wind 数据预期。但考虑到俄乌冲突的不确定性仍在，我们认为，市场恐将继续维持震荡格局。不过，最坏的时刻已经过去，震荡过程中的波动有望下降。

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 -4.48%，低于前一周 (-3.62%)，市场处于下跌市，Wind 全 A 指数处于 20 日均线之下。

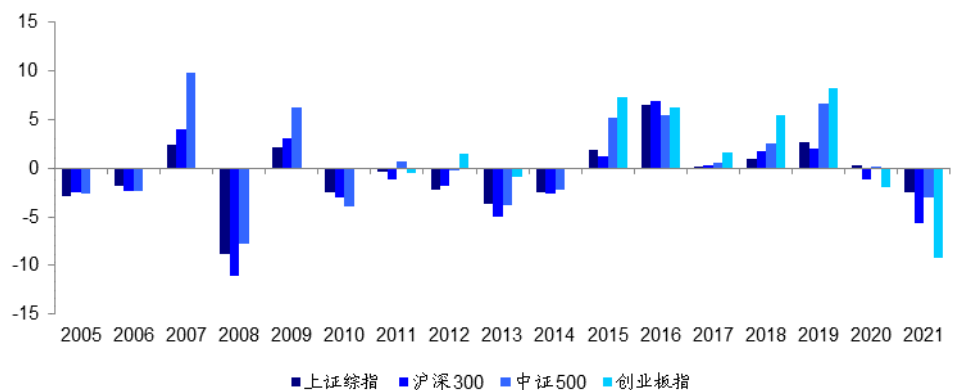
基于沪深 300 指数的流动性冲击指标周五为 -1.38，低于前一周 (-1.27)，意味着当前市场的流动性低于过去一年平均水平 1.38 倍标准差。上证 50ETF 期权成交量的 PUT-CALL 比率震荡上升，周五为 1.06，高于前一周 (0.99)，投资者对上证 50ETF 短期走势谨慎程度上升。上证综指和 Wind 全 A 五日平均换手率分别为 0.87% 和 1.39%，处于 2005 年以来的 58.60% 和 67.13% 分位点，交易活跃度相比前期有所下降。

从宏观因子上看，1. 根据中国人民银行发布的数据，1 月新增人民币贷款 3.98 万亿元，高于 Wind 数据预期 3.77 万亿元与前值 1.13 万亿元；广义货币 (M2) 余额 243.1 万亿元，同比增长 9.8%，高于 Wind 数据预期 9.4% 与前值 9.0%。2. 上周人民币汇率震荡，在岸和离岸汇率周涨幅分别为 0.19%、0.23%。

从资金流向上看，北上资金上周流出 64.13 亿元，2022 年以来累计流入 187.07 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 3 月上半月的上涨概率分别为 47%、41%、53%、50%，涨幅均值分别为 -0.48%、-0.7%、0.91%、2.45%，涨幅中位数分别为 -0.15%、-1.12%、0.33%、1.51%，沪深 300 和中证 500 表现相对较好。

图1 2005-2021 年 3 月上半月指数涨跌幅 (%)



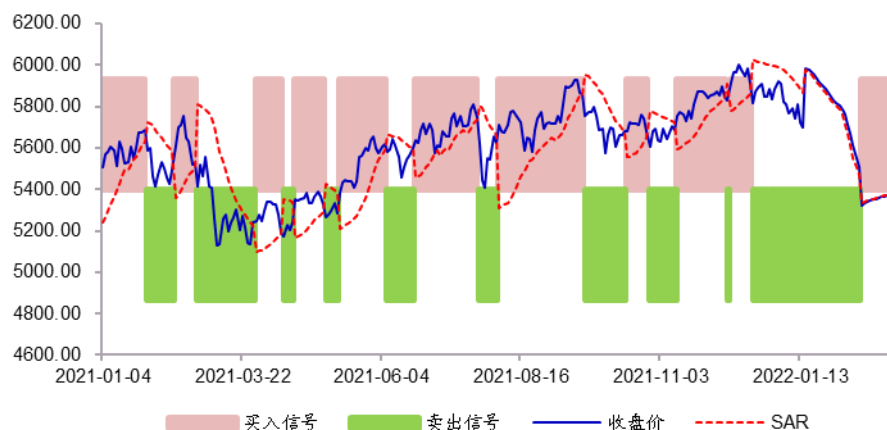
资料来源：Wind，海通证券研究所

事件驱动上，1. 美股市场上周小幅反弹，道琼斯工业指数、标普 500 指数和纳斯达克指数一周收益率分别为 -0.06%、0.82%、1.08%。下周美联储经济状况褐皮书将公布，美联储重申在美国就业市场活跃的情况下，“很快”加息以应对通胀将是适宜的。2. 北

北京时间 2 月 24 日，俄罗斯与乌克兰地缘政治冲突全面升级，俄罗斯总统普京宣布对乌克兰顿巴斯地区采取特别军事行动。市场情绪受到地缘局势严重干扰，包括债市、汇市、股市、大宗商品等诸多资产的价格展现出极大的波动性。其中，油价自 2014 年以来首次突破每桶 100 美元，而欧洲天然气期货价格上涨超过 50%。3. 下周全国“两会”将召开，其中全国政协十三届五次会议拟于 2022 年 3 月 4 日在北京召开，十三届全国人大五次会议拟于 2022 年 3 月 5 日在北京召开。

技术分析上，上周市场情绪受地缘局势严重干扰，Wind 全 A 指数 2 月 24 日（周四）大幅下跌。但周五小幅反转，显示情绪有所恢复。当前，SAR 指标仍为做多信号。同时，稳增长政策背景下，国内 1 月宏观数据均好于 Wind 数据预期。但考虑到俄乌冲突的不确定性仍在，我们认为，市场恐将继续维持震荡格局。不过，最坏的时刻已经过去，震荡过程中的波动有望下降。

图2 2021 年以来 Wind 全 A 指数及其反转信号走势



资料来源：Wind，海通证券研究所

## 2. 因子预警：小盘股仍有望取得相对收益

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 2 月 25 日的数据计算得到的常见因子的拥挤度。

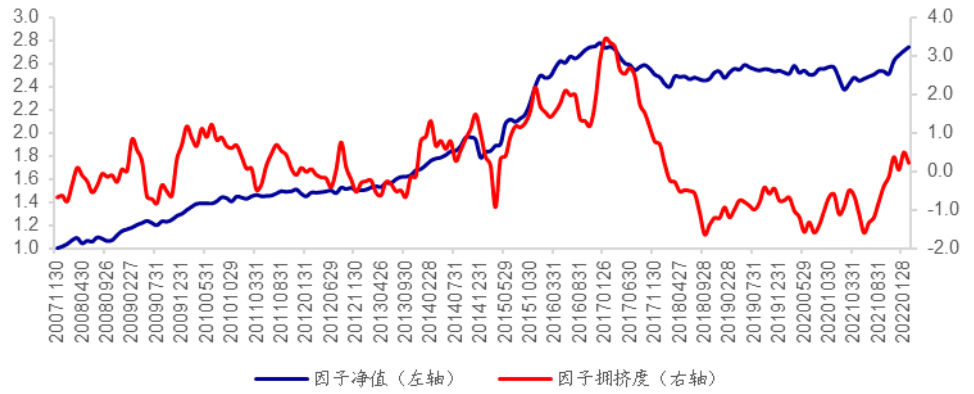
表 1 复合因子拥挤度及分项得分（2022.02.25）

	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	-1.44	-0.01	0.62	0.15	-1.32	1.08	0.11
配对相关性	1.77	0.05	-0.66	0.21	-0.03	-0.72	-0.20
长期累计收益	-0.83	1.04	-1.10	0.21	0.16	-0.55	-0.50
多空波动率	1.42	-1.01	-0.16	0.05	-0.29	-1.29	-0.77
综合打分	0.23	0.02	-0.33	0.15	-0.37	-0.37	-0.34

资料来源：Wind，海通证券研究所

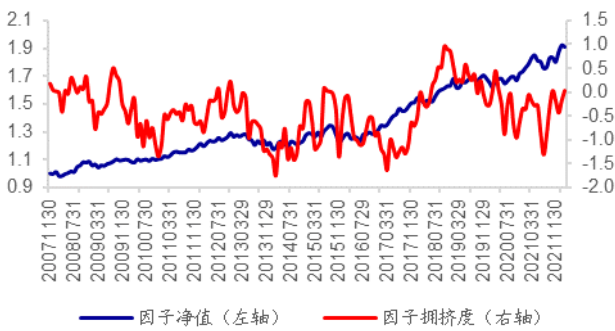
下图分别展示了小市值、低换手、反转、低波动、低估值、高盈利、高盈利增长的复合拥挤度与因子净值历史走势。其中，小市值因子拥挤度 0.23，低换手因子拥挤度 0.02，低估值因子拥挤度-0.37，高盈利因子的拥挤度-0.37，高盈利增长因子拥挤度-0.34。

图3 小市值因子净值与因子复合拥挤度



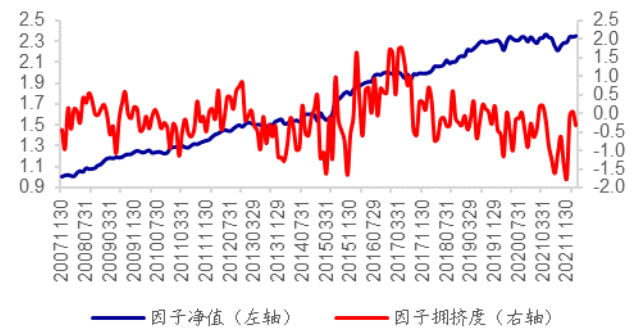
资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 低换手因子净值与因子复合拥挤度



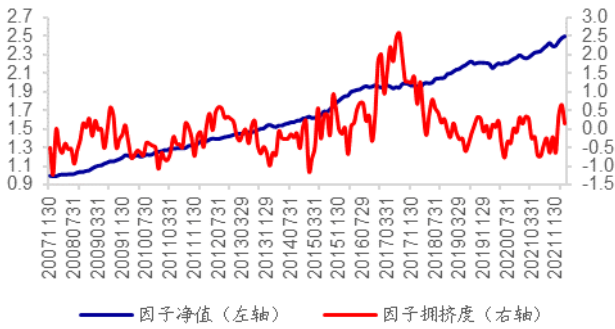
资料来源：Wind，海通证券研究所

图5 反转因子净值与因子复合拥挤度



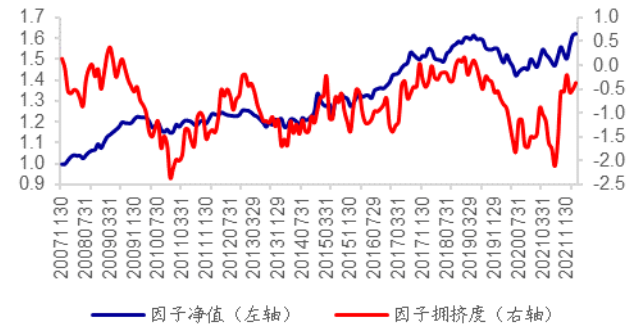
资料来源：Wind，海通证券研究所

图6 低波动因子净值与因子复合拥挤度



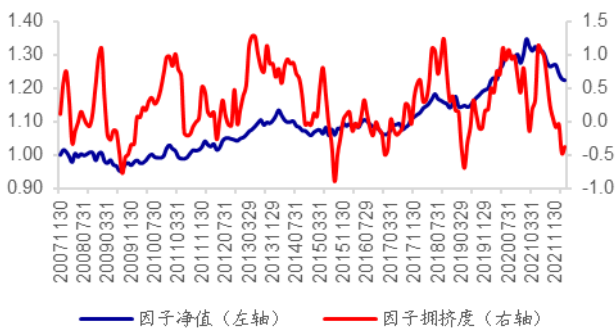
资料来源：Wind，海通证券研究所

图7 低估值因子净值与因子复合拥挤度



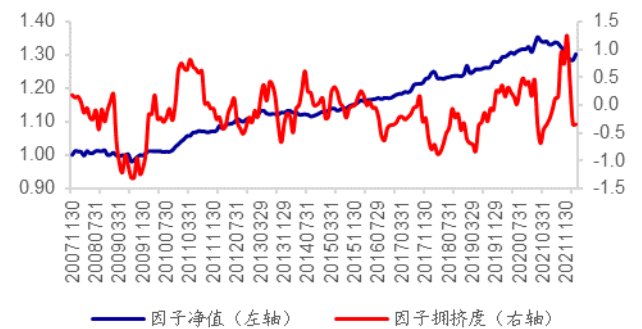
资料来源：Wind，海通证券研究所

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

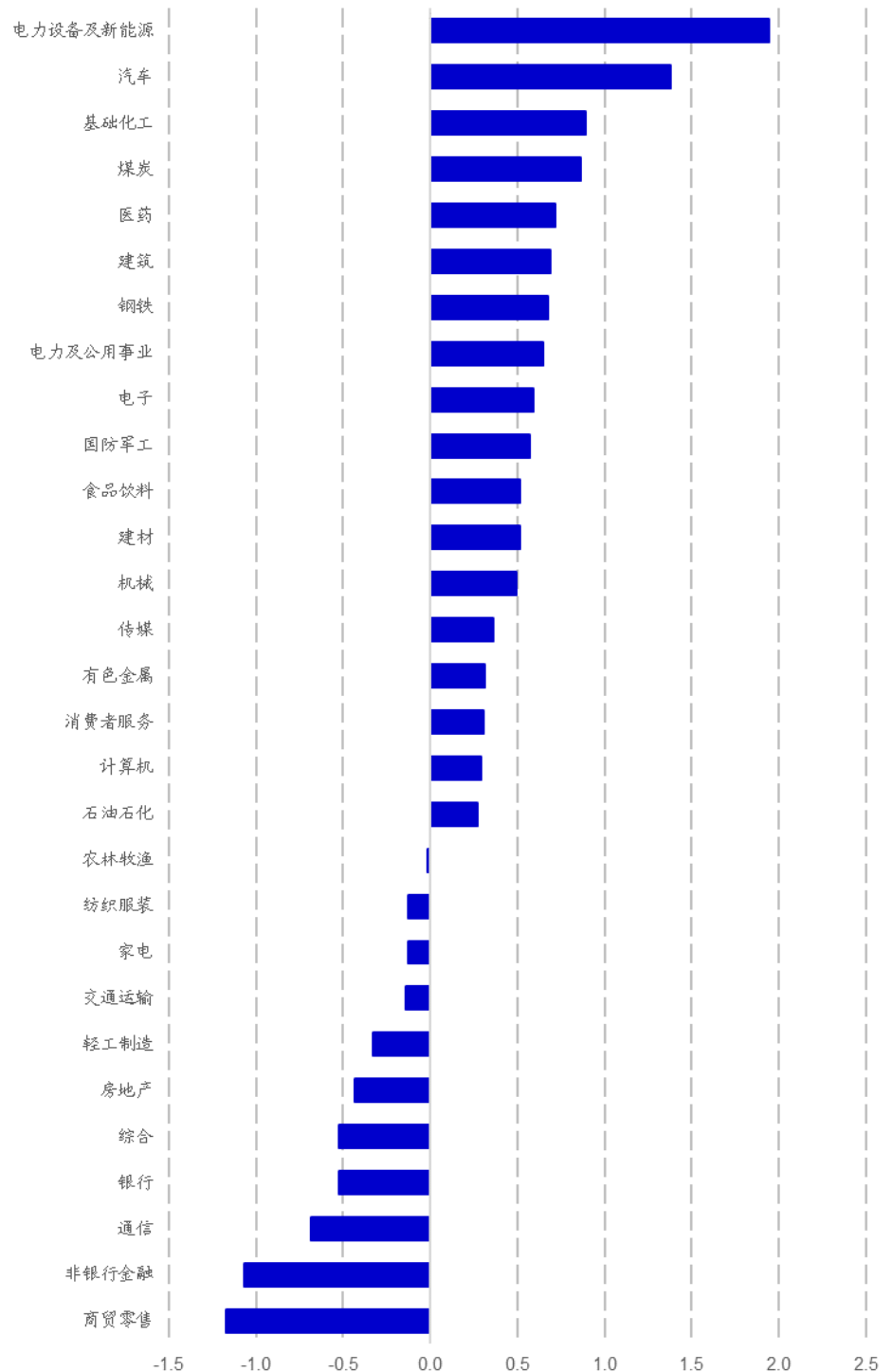


资料来源：Wind，海通证券研究所

### 3. 行业拥挤度：电力设备及新能源、汽车、基础化工、煤炭、医药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 2 月 25 日，电力设备及新能源、汽车、基础化工、煤炭、医药的行业拥挤度相对较高，医药和交通运输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 2 月 18 日的行业拥挤度。

图10 行业拥挤度（2022.02.25）



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	20220225 拥挤度	20220128 拥挤度	拥挤度变化
医药	0.72	-0.03	0.75
交通运输	-0.14	-0.76	0.62
建筑	0.69	0.15	0.54
通信	-0.69	-1.08	0.40
银行	-0.53	-0.76	0.23
煤炭	0.86	0.70	0.16
食品饮料	0.52	0.43	0.09
计算机	0.29	0.21	0.08
综合	-0.52	-0.60	0.07
钢铁	0.67	0.61	0.06
电力及公用事业	0.64	0.59	0.06
石油石化	0.27	0.22	0.05
非银行金融	-1.07	-1.09	0.02
传媒	0.36	0.35	0.01
农林牧渔	-0.01	-0.01	0.00
消费者服务	0.30	0.31	-0.01
商贸零售	-1.17	-1.14	-0.03
电子	0.59	0.64	-0.04
建材	0.52	0.66	-0.14
纺织服装	-0.12	0.05	-0.17
汽车	1.38	1.59	-0.21
有色金属	0.31	0.52	-0.21
轻工制造	-0.33	-0.10	-0.23
机械	0.50	0.80	-0.30
家电	-0.12	0.32	-0.44
电力设备及新能源	1.94	2.48	-0.54
基础化工	0.89	1.43	-0.54
房地产	-0.43	0.14	-0.57
国防军工	0.57	1.17	-0.60

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。