

相关研究

《量化基金周报 20240131——微盘下跌是因为私募在降低持仓吗?》2024.01.31

《上周共三只基金净值创新高——量化选基周报 (2024.01.22-2024.01.26)》
2024.01.31

《本周 255 只固收+产品净值创历史新高——绝对收益产品及策略周报
(20240122-20240126)》2024.01.30

分析师:冯佳睿

Tel:(021)23219732

Email:fengjr@haitong.com

证书:S0850512080006

分析师:袁林青

Tel:(021)23185659

Email:ylq9619@haitong.com

证书:S0850516050003

联系人:曹君豪

Tel:(021)23185657

Email:cjh13945@haitong.com

下周市场反弹可能性较大——量化择时和拥挤度预警周报 (20240204)

投资要点:

- **上周 (2023.01.29-2023.02.02) 市场回顾。** 上周 A 股市场震荡上行, 上证 50 指数下跌 3.69%, 沪深 300 指数下跌 4.63%, 中证 500 指数下跌 9.23%, 创业板指下跌 7.85%。当前全市场 PE (TTM) 为 14.8 倍, 处于 2005 年以来的 19.2% 分位点。日历效应上, 2005 年以来, 各大宽基指数在 2 月上半月均表现较好。技术分析上, 1. 从 SAR 指标来看, Wind 全 A 指数于 1 月 31 日向下突破翻转点位; 2. 根据我们通过 Wind 二级行业指数算出的均线强弱指数, 当前市场得分为 23, 处于 2021 年以来的 7% 分位点。上周, 美国 1 月份就业增长超预期, 我们认为, 美联储在 3 月降息的概率已非常小。因此, 美元指数飙升, 对 A 股市场也有所影响。从基本面来看, 我国 1 月 PMI 指标有所回升, 经济似有温和复苏的迹象。同时, 日历效应显示, 2 月市场上涨的概率较大, 结合情绪指数正处于历史低位, 我们认为, 下周市场反弹的可能性较大。
- **下周市场反弹可能性较大。** 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 -8.36%, 低于前一周 (-6.62%), 市场处于下跌市, 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 -1.04, 高于前一周 (-1.13), 意味着当前市场的流动性低于过去一年平均水平 1.04 倍标准差。上证 50ETF 期权成交量的 PUT-CALL 比率震荡上升, 周五为 1.07, 高于前一周 (0.93), 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 0.83% 和 1.16%, 处于 2005 年以来的 58.22% 和 55.89% 分位点, 交易活跃度相比前期有所上升。从宏观因子上看, 1. 根据国家统计局公布的数据, 中国 1 月官方制造业 PMI 为 49.2, 高于前值 49; 财新制造业 PMI 为 50.8, 与前值持平。2. 上周人民币汇率震荡, 在岸和离岸汇率周涨幅分别为 0.02%、-0.38%。从资金流向上看, 北上资金上周流入 99.38 亿元, 2024 年以来累计流出 94.19 亿元。事件驱动上, 1. 上周美股震荡上行, 道琼斯工业指数、标普 500 指数和纳斯达克指数周收益率分别为 1.43%、1.38%、1.12%。根据 Wind, 美国劳工部劳工统计局周五公布的数据显示, 当月非农就业人数增加 35.3 万人, 远好于预期的 18.5 万人。失业率维持在 3.7%, 而不是预期的 3.8%。2. 根据 Wind, 央行披露, 1 月, 国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净新增抵押补充贷款 (PSL) 1500 亿元, 这是央行连续两个月通过政策性银行投放抵押补充贷款。上周, 美国 1 月份就业增长超预期, 我们认为, 美联储在 3 月降息的概率已非常小。因此, 美元指数飙升, 对 A 股市场也有所影响。从基本面来看, 我国 1 月 PMI 指标有所回升, 经济似有温和复苏的迹象。同时, 日历效应显示, 2 月市场上涨的概率较大, 结合情绪指数正处于历史低位, 我们认为, 下周市场反弹的可能性较大。
- **因子拥挤度观察: 小市值拥挤度仍处于 2019 年以来的 95% 分位数。** 小市值因子拥挤度 1.02, 低估值因子拥挤度 0.24, 高盈利因子拥挤度 -1.28, 高盈利增长因子拥挤度 -0.32。
- **行业拥挤度: 石油石化、机械、消费者服务、计算机和传媒的行业拥挤度相对较高。** 轻工制造及纺织服装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. 下周市场反弹可能性较大	4
2. 因子拥挤度观察：小市值拥挤度仍处于 2019 年以来的 95%分位数	6
3. 行业拥挤度：石油石化、机械、消费者服务、计算机和传媒的行业拥挤度相对较高	7
4. 风险提示	9

图目录

图 1	2005-2022 年 2 月上半月指数涨跌幅 (%)	5
图 2	2021 年以来 Wind 全 A 指数及其翻转信号走势	5
图 3	2021 年以来 Wind 全 A 指数及市场均线强弱指数百分位走势	6
图 4	主动基金平均 Alpha 和 Wind 全 A 走势	6
图 5	主动基金平均 Alpha 结合估值因子预测收益率	6
图 6	小市值因子净值与因子复合拥挤度	7
图 7	低估值因子净值与因子复合拥挤度	7
图 8	高盈利因子净值与因子复合拥挤度	7
图 9	高增长因子净值与因子复合拥挤度	7
图 10	行业拥挤度 (2024.02.02)	8

表目录

表 1	2024 年 1 月部分宏观数据	4
表 2	复合因子拥挤度及分项得分 (2024.02.02)	7
表 3	行业拥挤度变化	9

1. 下周市场反弹可能性较大

上周 A 股市场震荡上行，上证 50 指数下跌 3.69%，沪深 300 指数下跌 4.63%，中证 500 指数下跌 9.23%，创业板指下跌 7.85%。当前全市场 PE (TTM) 为 14.8 倍，处于 2005 年以来的 19.2% 分位点。日历效应上，2005 年以来，各大宽基指数在 2 月上半月均表现较好。技术分析上，1. 从 SAR 指标来看，Wind 全 A 指数于 1 月 31 日向下突破翻转点位；2. 根据我们通过 Wind 二级行业指数算出的均线强弱指数，当前市场得分为 23，处于 2021 年以来的 7% 分位点。上周，美国 1 月份就业增长超预期，我们认为，美联储在 3 月降息的概率已非常小。因此，美元指数飙升，对 A 股市场也有所影响。从基本面来看，我国 1 月 PMI 指标有所回升，经济似有温和复苏的迹象。同时，日历效应显示，2 月市场上涨的概率较大，结合情绪指数正处于历史低位，我们认为，下周市场反弹的可能性较大。

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 -8.36%，低于前一周 (-6.62%)，市场处于下跌市，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 -1.04，高于前一周 (-1.13)，意味着当前市场的流动性低于过去一年平均水平 1.04 倍标准差。上证 50ETF 期权成交量的 PUT-CALL 比率震荡上升，周五为 1.07，高于前一周 (0.93)，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 0.83% 和 1.16%，处于 2005 年以来的 58.22% 和 55.89% 分位点，交易活跃度相比前期有所上升。

从宏观因子上看，1. 根据国家统计局公布的数据，中国 1 月官方制造业 PMI 为 49.2，高于前值 49；财新制造业 PMI 为 50.8，与前值持平。2. 上周人民币汇率震荡，在岸和离岸汇率周涨幅分别为 0.02%、-0.38%。

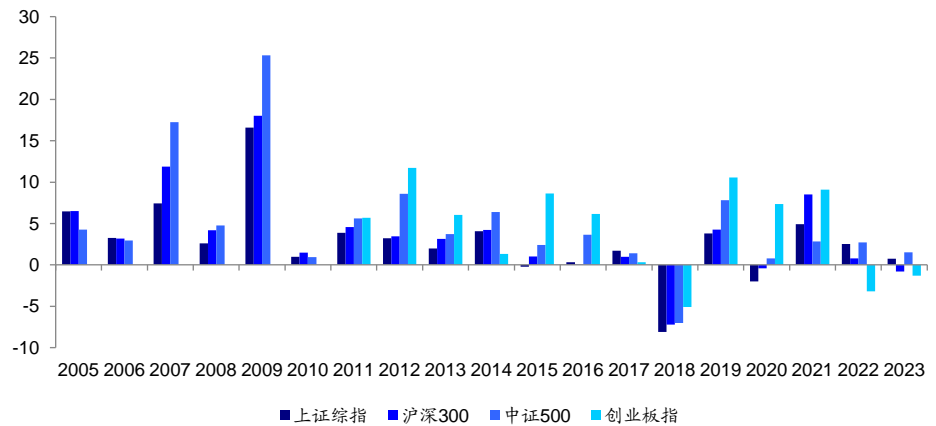
表 1 2024 年 1 月部分宏观数据

	当月	Wind 一致预测	前值
PMI	49.2	-	49
财新 PMI	50.8	-	50.8
CPI 同比	-	-0.4%	-0.30%
PPI 同比	-	-2.51%	-2.7%
新增人民币贷款 (亿元)	-	47000	11700
M2 同比	-	10.5	9.7

资料来源：Wind，海通证券研究所

从资金流向上看，北上资金上周流入 99.38 亿元，2024 年以来累计流出 94.19 亿元。

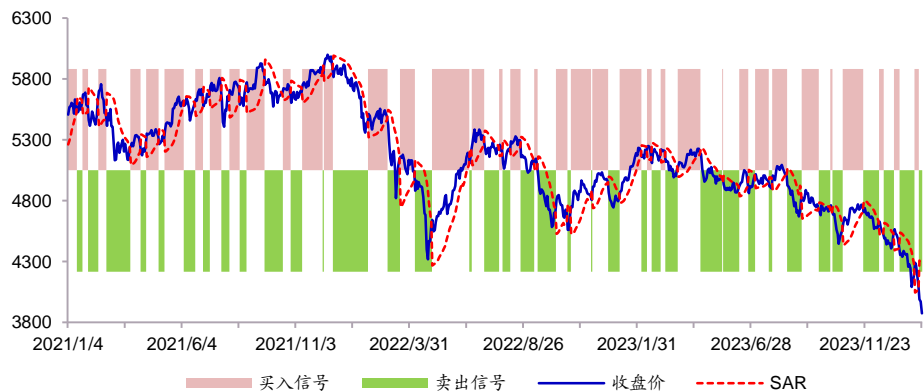
日历效应上，2005 年以来，上证综指、沪深 300、中证 500、创业板指在 2 月上半月的上涨概率分别为 89%、89%、100%、77%，涨幅均值分别为 2.85%、3.57%、5.05%、4.1%，涨幅中位数分别为 2.59%、3.18%、3.64%、5.88%，各大宽基指数均表现较好。

图1 2005-2022年2月上半月指数涨跌幅(%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

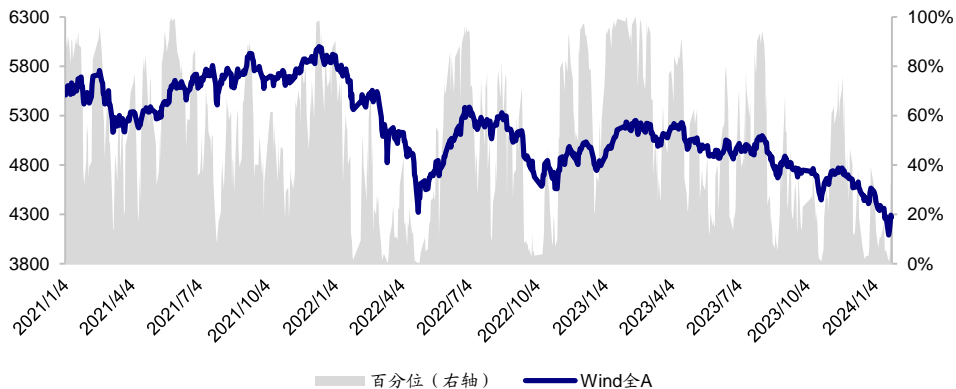
事件驱动上, 1. 上周美股震荡上行, 道琼斯工业指数、标普 500 指数和纳斯达克指数周收益率分别为 1.43%、1.38%、1.12%。根据 Wind, 美国劳工部劳工统计局周五公布的数据显示, 当月非农就业人数增加 35.3 万人, 远好于预期的 18.5 万人。失业率维持在 3.7%, 而不是预期的 3.8%。2. 根据 Wind, 央行披露, 1 月, 国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净新增抵押补充贷款 (PSL) 1500 亿元, 这是央行连续两个月通过政策性银行投放抵押补充贷款。

技术分析上, 1. 从 SAR 指标来看, Wind 全 A 指数于 1 月 31 日向下突破翻转点位; 2. 根据我们通过 Wind 二级行业指数算出的均线强弱指数¹, 当前市场得分为 23, 处于 2021 年以来的 7%分位点。

图2 2021年以来 Wind 全 A 指数及其翻转信号走势


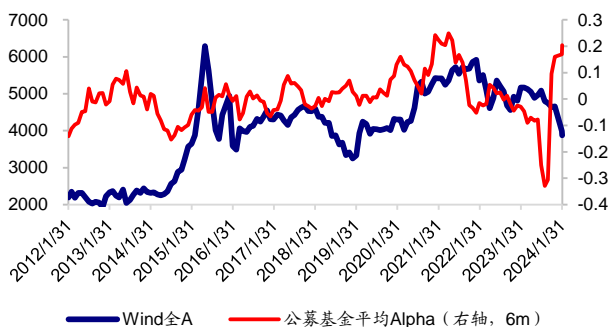
资料来源: Wind, 海通证券研究所

¹ 均线强弱指数采用 Wind 二级行业指数的 8 日、13 日、21 日等 8 种均线组合, 比较不同均线与目前收盘价的相对位置, 预测目前市场顶部/底部是否显现。

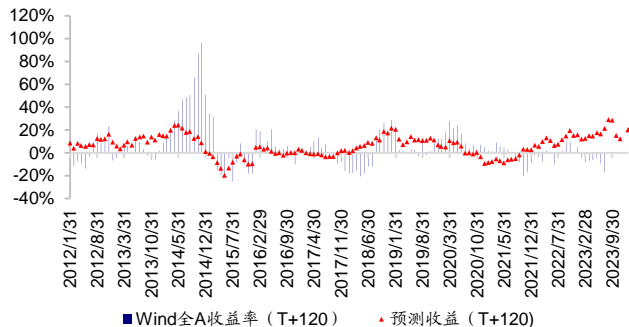
图3 2021年以来 Wind 全 A 指数及市场均线强弱指数百分位走势


资料来源：Wind，海通证券研究所
 注：根据 Wind 二级行业指数点位计算

根据海通量化团队前期发布的专题报告《公募基金 Alpha 与 A 股预期收益》，我们发现，全市场公募基金平均 Alpha 与 Wind 全 A 未来的走势呈显著负相关。因此，我们使用全市场公募主动权益基金滚动 6 个月的平均 Alpha，预判 Wind 全 A 未来的走势。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。如下图所示，目前全市场公募主动权益基金平均 Alpha 为 0.20，结合估值因子所构建模型预测 Wind 全 A 指数 T+120 日的收益为 20.31%。

图4 主动基金平均 Alpha 和 Wind 全 A 走势


资料来源：Wind，海通证券研究所

图5 主动基金平均 Alpha 结合估值因子预测收益率


资料来源：Wind，海通证券研究所

上周，美国 1 月份就业增长超预期，我们认为，美联储在 3 月降息的概率已非常小。因此，美元指数飙升，对 A 股市场也有所影响。从基本面来看，我国 1 月 PMI 指标有所回升，经济似有温和复苏的迹象。同时，日历效应显示，2 月市场上涨的概率较大，结合情绪指数正处于历史低位，我们认为，下周市场反弹的可能性较大。

2. 因子拥挤度观察：小市值拥挤度仍处于 2019 年以来的 95%分位数

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。

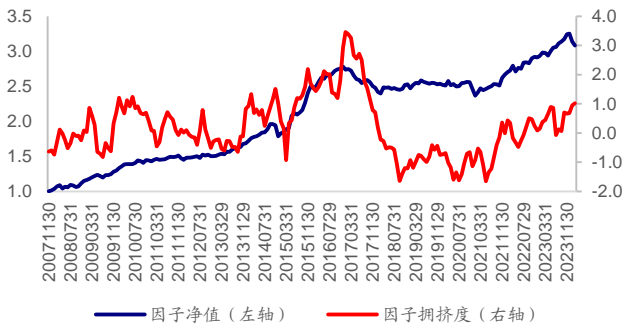
下表展示了使用截至 2024 年 2 月 2 日的数据计算得到的常见因子的拥挤度。

表 2 复合因子拥挤度及分项得分 (2024.02.02)

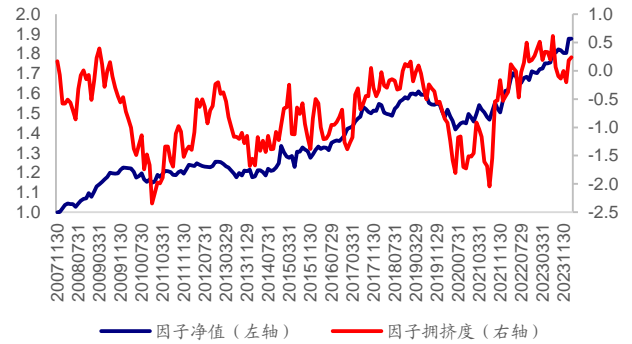
	小市值	低估值	高盈利	高增长
估值价差	-0.07	0.04	-1.18	0.24
配对相关性	2.23	0.38	-0.60	-0.09
长期累计收益	-0.33	0.93	-1.08	-0.52
多空波动率	2.25	-0.39	-2.24	-0.93
综合打分	1.02	0.24	-1.28	-0.32

资料来源: Wind, 海通证券研究所

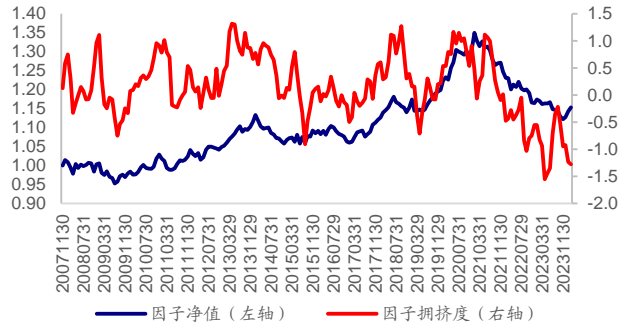
以下四图分别展示了小市值、低估值、高盈利、高增长的复合拥挤度与因子净值历史走势。其中,小市值因子拥挤度 1.02,低估值因子拥挤度 0.24,高盈利因子拥挤度-1.28,高盈利增长因子拥挤度-0.32。

图6 小市值因子净值与因子复合拥挤度


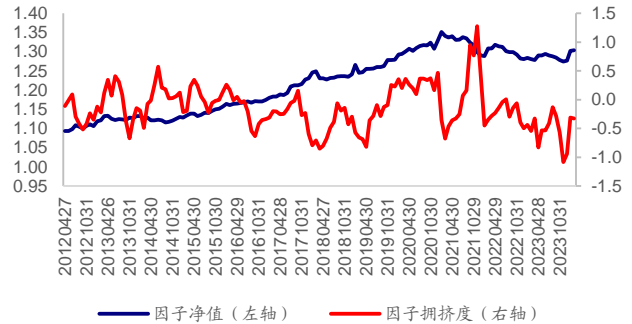
资料来源: Wind, 海通证券研究所

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

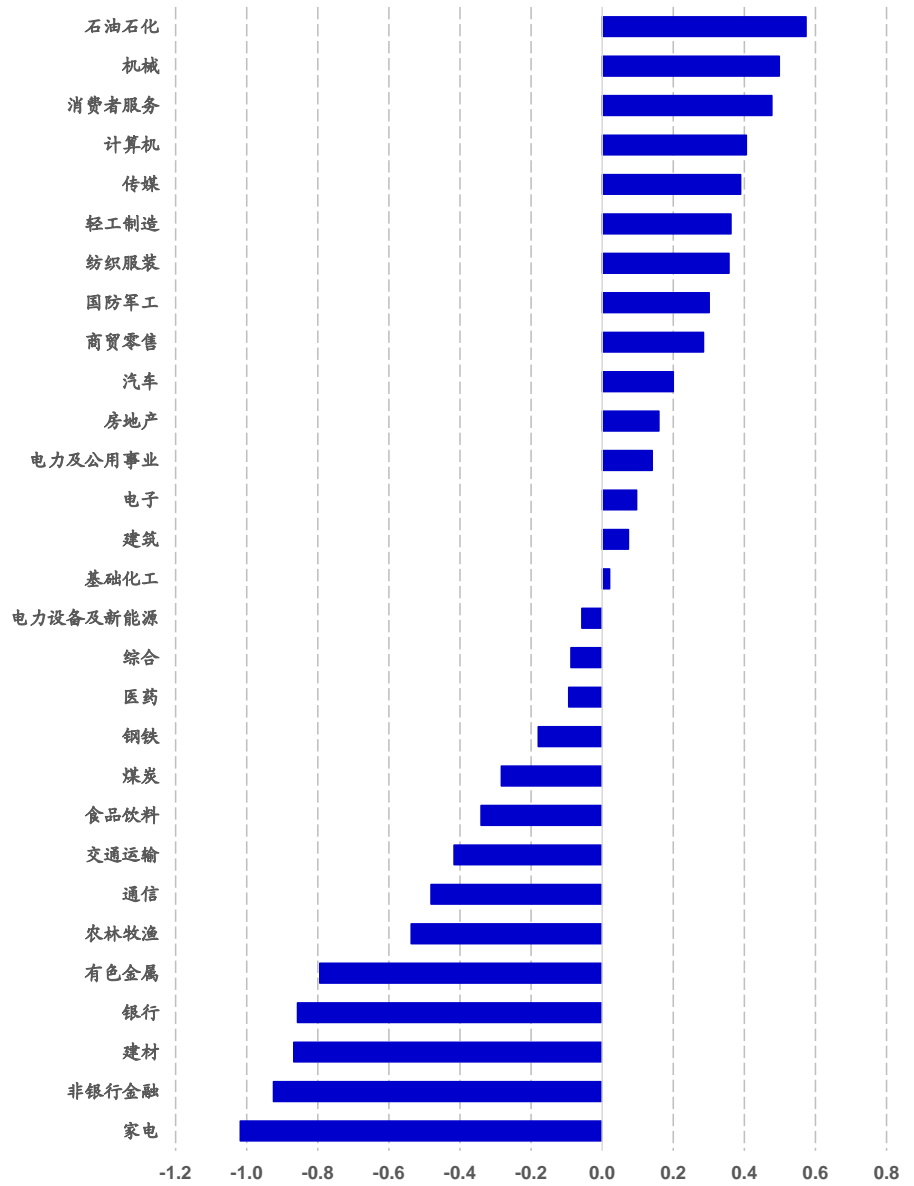
图9 高增长因子净值与因子复合拥挤度


资料来源: Wind, 海通证券研究所

3. 行业拥挤度: 石油石化、机械、消费者服务、计算机和传媒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 2024 年 2 月 2 日,石油石化、机械、消费者服务、计算机和传媒的行业拥挤度相对较高,轻工制造及纺织服装的行业拥挤度上升幅度相对较大。下列图表展示了截至 2021 年 2 月 2 日的行业拥挤度及相对上一周的变化。

图10 行业拥挤度 (2024.02.02)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 3 行业拥挤度变化

行业名称	20240202 拥挤度	20240126 拥挤度	拥挤度变化
轻工制造	0.36	-0.12	0.48
纺织服装	0.36	0.08	0.27
商贸零售	0.28	0.04	0.25
基础化工	0.02	-0.18	0.20
医药	-0.09	-0.23	0.14
综合	-0.09	-0.20	0.11
国防军工	0.30	0.27	0.03
交通运输	-0.42	-0.43	0.01
农林牧渔	-0.54	-0.52	-0.02
消费者服务	0.48	0.50	-0.02
电力及公用事业	0.14	0.16	-0.02
房地产	0.16	0.19	-0.03
银行	-0.86	-0.82	-0.03
家电	-1.02	-0.98	-0.03
有色金属	-0.79	-0.75	-0.04
通信	-0.48	-0.44	-0.04
食品饮料	-0.34	-0.28	-0.06
汽车	0.20	0.26	-0.06
建筑	0.07	0.14	-0.07
电子	0.10	0.17	-0.07
计算机	0.41	0.48	-0.07
建材	-0.87	-0.79	-0.08
钢铁	-0.18	-0.09	-0.09
机械	0.50	0.59	-0.09
石油石化	0.57	0.68	-0.11
煤炭	-0.28	-0.16	-0.12
电力设备及新能源	-0.06	0.11	-0.17
非银行金融	-0.92	-0.73	-0.19
传媒	0.39	0.73	-0.34

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范围包括证券投资咨询业务。