

金融工程

行業輪動系列研究9——高頻數據在行業輪動中的應用

在前期發佈的行業輪動專題報告中，我們對於有效的行業輪動因子進行了總結，部分基本面因子存在較好的行業輪動能力。然而，對於技術類行業輪動因子，我們並未得到較好的結果。

本文從高頻數據的角度出發，借鑒因子選股報告中的高頻因子構建行業高頻因子，並對於相關因子的行業輪動能力進行了回測。本文主要分為三部分，第一部分介紹了相關因子的邏輯以及計算方法，第二部分對於各高頻因子的月度行業輪動能力進行了回測分析，第三部分變換了模型參數，對於相關因子的行業輪動能力進行了敏感性測試，第四部分展示了2017年以來相關因子所選出的多頭行業。可參考高頻數據類選股因子構建高頻數據類行業輪動因子。考慮到使用日間數據構建的指標的行業輪動能力較差，本文嘗試基於高頻數據構建行業輪動因子。在構建相關因子時，我們參考了前期發佈的高頻選股因子專題研究。本文將重點回測已實現偏度、下行波動佔比的行業輪動能力。已實現偏度具有顯著的行業輪動能力。對於一級行業指數，已實現偏度因子IC均值約為-0.066，IC為負的比率約為67%，Rank IC均值約為-0.071，Rank IC為負的比率約為70%。

下行波動佔比因子同樣具有顯著的行業輪動能力。對於一級行業指數，下行波動佔比因子IC均值約為0.061，IC為正的比率約為61%，Rank IC均值約為0.065，Rank IC為正的比率約為60%。

對於二級行業指數，已實現偏度以及下行波動佔比因子同樣具有顯著的行業輪動能力。

計算因子時所使用的數據頻率越高，因子的行業輪動能力越好。對比回測1分鐘頻率、2分鐘頻率、5分鐘頻率以及10分鐘頻率計算得到的因子的行業輪動能力後可以發現，計算因子所使用的數據頻率越高，因子的行業輪動能力越強。因子的行業輪動能力源自高頻數據裡所包含的額外信息。

相關因子在月度換倉時表現較好。對比回測換倉頻率為1周、2周、3周、1個月、6周以及2個月下的因子的行業輪動能力後可以發現，因子在換倉間隔為1個月左右時，具有較強的行業輪動能力。

風險提示：市場系統性風險、資產流動性風險以及政策變動風險會對策略表現產生較大影響。

主動債券開放型基金一季報分析：債市情緒回暖，短融中票倉位提升

2018年基金一季報已披露完畢。我們剔除次新基金的影響，統計主動債券型基金（老）的持倉情況：大類資產配置：偏債債基中權益倉位有所上升。一般來說，偏債債券型產品在大類資產配置上的操作空間比較大，而我們看到基金經理在這一類型的產品中提高了權益類資產的佔比，同時降低了純

債類資產的佔比。但基金經理在權益操作上有一定的分化：一部分基金經理把握住了表現後來居上的成長風格機會，一部分基金經理在年初對於今年純債市場仍保持中性略偏謹慎的態度，認為權益市場相對有一些結構性機會，因此在年初大盤藍籌的上漲中加倉了這些品種，還有一部分基金經理選擇加倉了轉債，來增強組合的彈性。

類屬資產配置：同存倉位降，短融中票倉位升。一季度利率債倉位降，信用債倉位升。利率債中政金債的倉位升而同業存單的倉位降，信用債中短融和中票的倉位有所上升。一季度整體流動性寬鬆，在權益債券蹺蹺板效應以及中美貿易摩擦等事件的催化下，債市迎來了一輪上漲，投資者對於債市的情緒有所回暖，使得同業存單相對於短融來說性價比有所下降，因此基金經理減持了同業存單而增配了短融，來追求較好的票息收入，同時隨著收益率進一步下行基金經理也增配了久期適中的中票，來分享此輪債市上漲帶來的資本利得。

杠杆率：繼續提升。截至2018年3月31日，主動債券型基金（老）整體的杠杆率為115.71%，較去年四季度末上升2.30個百分點。

個券選擇：高評級個券倉位繼續抬升，組合久期回升。從高、低等級個券的配置比例來看，由於高等級信用債在債市上漲中一方面能獲得穩定的票息收入，另一方面也能收穫相對較優的資本利得，因此基金經理在一季度中大幅增配了這一品種，同時進一步梳理了持倉結構，減持含有一定信用風險的低評級個券。重倉券久期在一季度中所有拉伸，這同樣也反應了投資者對於債券市場的信心正在增強。

風險提示。本報告的內容為對2018年一季度基金季報的客觀分析，不構成基金產品的投資建議。債券組合的整體評級及久期由重倉券的情況進行推算，不代表真實持倉。

基金一季報分析：股混基金倉位保持穩定，中小創個股重獲關注

倉位分析：股混基金倉位保持穩定。2018年基金一季報已披露完畢。整體來看，相較於2017年四季報數據，公募基金的整體倉位保持穩定，使用加權平均方法計算的權益基金整體倉位77.07%（剔除5只救市基金），較上季度上升2.08個百分點。

重倉板塊分析：主板配比降低，中小創重獲青睞。截至2018年3月31日，在主動管理股混基金的重倉股中，主板個股的市值佔比達到62.66%（包括上海主板和深圳主板），較上一季度末減少4.46個百分點，其中投資滬市、深市主板的佔比分別為46.99%和15.67%，相比上季度末分別減少1.83%和2.63%。另一方面，主動股混基金在中小板和創業板的佈局比例分別為23.54%和13.80%，分別較前一季度增加0.76%和3.70%。另外，在主動管理的滬港深基金中，港股仍然是這類產品的主要投資標的，但配置比例較前一季度小幅下降。

重倉股特徵分析：白酒、家電等消費龍頭以及金融、地產等藍籌個股依然受關注，但機構持有體量回落。從基金持有個股的總市值來看，白酒和白電等消費龍頭依然受到市場追捧，例如貴州茅臺、格力電器等，而一些低估值的金融個股受歡迎程度也較高，例如中國平安、招商銀行等。從機構持倉市值來看，集中度較前一季度有明顯下降。另一方面，若從基金持股數量佔個股流通股數量比例

來看，重倉個股行業較分散，囊括商貿零售、交通運輸、機械、醫藥、家電、傳媒、電子元器件、計算機等，整體風格偏向成長。

重倉行業分析：醫藥重回榜首，食品飲料和非銀行金融遭遇機構大幅減持。截至2018年一季度末，主動股混基金的前五大重倉行業分別是醫藥、食品飲料、電子元器件、家電以及銀行。從基金持股市值佔比變化來看，一季度醫藥、計算機和傳媒等成長風格板塊獲增持，食品飲料和非銀行金融等藍籌行業遭遇大幅減持。

權益規模排名前20公募管理公司持倉：第一重倉易主，整體偏好醫藥、食品飲料等穩增長以及電子元器件等高彈性板塊。2018年一季度，醫藥、食品飲料、電子元器件和銀行等板塊是權益資產管理規模排名靠前的公募管理公司（2018年一季度末權益資產規模排名位居市場前20）的主要配置方向。

風險提示：本報告的內容為對2018年一季度基金季報的客觀分析，所涉及的股票和基金均不構成投資建議。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團 - 海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，僱員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去表現不一定是未來業績的指標。某些交易（包括涉及金融衍生工具的交易）會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及 / 或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。