

4月超额收益显著，行业轮动策略5月配置推荐

报告要点：

● 行业轮动策略组合概述

从景气度、动量效应、财务指标的超预期效应和泡沫效应四个角度出发，分别构建分析师 SAC (Self_Attitude_Change) 因子，路径动量因子，SUE 因子和拥挤度因子，然后将前三类因子每期取排序后的值等权复合相加，拥挤度指标超过 90%历史分位数的，排名标记为当月最后，得到国元行业轮动复合因子。最终根据复合因子值对 28 个中信一级行业（剔除综合金融、综合行业）从高到底排序，选取排名最高的前五个行业等权配置，构建行业轮动策略组合。

● 行业轮动策略组合业绩表现

自 2013 年 1 月至今，行业轮动策略组合累计平均年化收益达到了 26.91%，年化波动率为 28.98%，累计净值达到 10.18，年化收益波动比为 0.93，最大回撤为 52.62%。

● 行业轮动策略组合 2023 年业绩表现

组合自 2023 年绝对收益达到 13.29%，相对于行业等权超额收益达到 7.7%。

● 2023 年 4 月组合收益表现

2023 年 4 月，行业轮动策略的行业选择为：传媒、建筑、通信、电力及公用事业、交通运输、食品饮料。行业轮动策略单月收益为 4.04%，相对于行业等权配置的超额收益为 5.09%。

● 5 月份行业轮动策略组合最新行业推荐

2023 年 5 月份行业轮动策略组合推荐行业为：传媒、非银、食品饮料、计算机、家电、电力及公用事业。

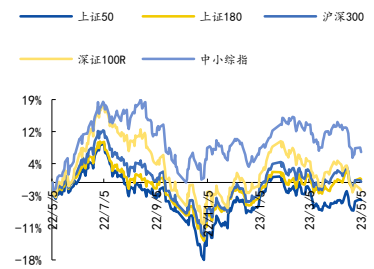
● 风险提示

本报告均基于历史数据与模型进行测试，历史回测结果不代表未来收益，在未来市场环境变化时不排除模型失效的风险，本文仅供投资者参考。

主要数据：

上证综指：	3334.50
深圳成指：	11180.87
沪深 300：	4016.88
中小盘指：	4089.71
创业板指：	2267.63

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《【国元策略】ETF 周报 20190505：股票 ETF 逆势吸金，产品多元化助多产业投资》
2019.05.06

报告作者

分析师 朱定豪
执业证书编号 S0020521120002
邮箱 zhudinghao@gyzq.com.cn
电话 021-51097188

内容目录

1. 行业轮动策略组合概述	3
2. 行业轮动策略组合绩效回顾	3
3. 行业轮动策略组合最新行业选择	5
4. 行业轮动策略组合构建思路	5
4.1 策略简介	5
4.2 组合构建	6
5. 风险提示	7

图表目录

图 1: 2023 年行业轮动月度收益	4
图 2: 行业轮动策略组合净值表现 (2013 年 1 月至 2023 年 4 月)	4
图 3: 国元行业轮动合成因子五档分组年化超额收益	6
图 4: 国元行业轮动合成因子 IC 统计图	6
图 5: 行业轮动策略构建思路	7
表 1: 行业轮动组合策略表现 (2013 年 1 月至 2022 年 9 月)	3
表 2: 行业轮动策略组合分年度收益情况 (2013 年 1 月至 2022 年 9 月)	3
表 3: 行业轮动策略组合每月选择行业及超额收益贡献详情 (2023 年至今)	4
表 4: 行业轮动策略组合 5 月推荐选择行业	5
表 5: 国元行业轮动合成因子表现	6

1. 行业轮动策略组合概述

我们在 2022 年 8 月 25 日发布的《行业轮动：基于分析师 SAC 因子的多维度范式》研究报告中从景气度、动量效应、财务指标的超预期效应和泡沫效应四个角度出发构造行业轮动策略。

具体我们构建了分析师 SAC (Self_Attitude_Change) 因子，路径动量因子，SUE 因子和拥挤度因子，将前三类因子每期取排序后的值等权复合相加，拥挤度指标超过 90% 历史分位数的，排名标记为当月最后，得到国元行业轮动复合因子。最终根据复合因子值对 28 个中信一级行业（剔除综合金融、综合行业）从高到底排序，选取排名最高的前五个行业等权配置，构建行业轮动策略组合。

2. 行业轮动策略组合绩效回顾

自 2013 年 1 月至今，行业轮动策略组合累计平均年化收益达到了 26.91%，年化波动率为 28.98%，累计净值达到 10.18，年化收益波动比为 0.93，最大回撤为 52.62%。由图 1 可以看到，2022 年至今，行业轮动策略基本都能跑赢行业等权配置策略，2022 年累计超额收益接近 15%。2022 年 9 月，行业轮动策略单月收益为 -5.46%，相对于行业等权配置的超额收益为 0.74%，其中煤炭行业贡献超额收益 9.28%，石油石化行业贡献超额收益 3.17%。

表 1：行业轮动组合策略表现（2013 年 1 月至 2022 年 9 月）

行业选择	年化收益	年化波动率	累计净值	收益波动比	最大回撤
行业轮动策略组合	26.91%	28.98%	10.18	0.93	52.62%

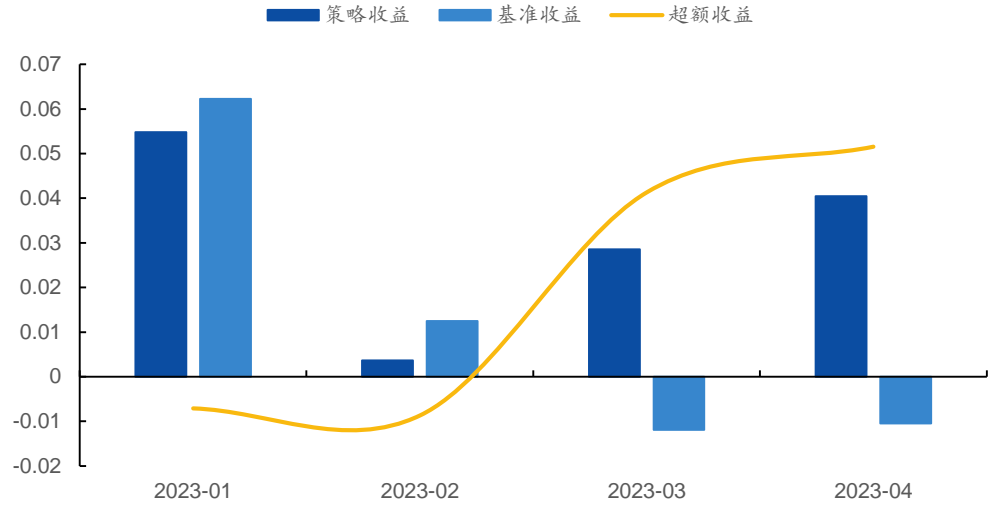
资料来源：Wind，国元证券研究所

表 2：行业轮动策略组合分年度收益情况（2013 年 1 月至 2022 年 9 月）

年份	年化收益率	年化波动率	收益波动比	累计净值	最大回撤	回撤开始日	回撤结束日
2013	44.44%	25.40%	1.75	1.44	13.82%	2013/5/29	2013/6/24
2014	67.04%	21.61%	3.10	1.67	14.83%	2014/2/19	2014/4/28
2015	58.71%	53.71%	1.09	1.58	52.62%	2015/6/12	2015/9/15
2016	-4.45%	32.23%	-0.14	0.96	27.67%	2016/1/6	2016/1/28
2017	20.54%	13.84%	1.48	1.20	9.77%	2017/4/11	2017/5/10
2018	-31.45%	23.22%	-1.35	0.69	34.14%	2018/1/22	2018/12/27
2019	46.39%	21.19%	2.19	1.46	12.35%	2019/4/19	2019/5/9
2020	56.24%	27.83%	2.02	1.56	15.92%	2020/2/25	2020/3/23
2021	58.56%	24.35%	2.40	1.58	14.50%	2021/9/13	2021/9/29
2022	-6.91%	26.17%	-0.26	0.95	24.25%	2022/3/3	2022/4/26
全样本	26.91%	28.98%	0.93	10.18	52.62%	2015/6/12	2015/9/15

资料来源：Wind，国元证券研究所

图 1：2023 年行业轮动月度收益



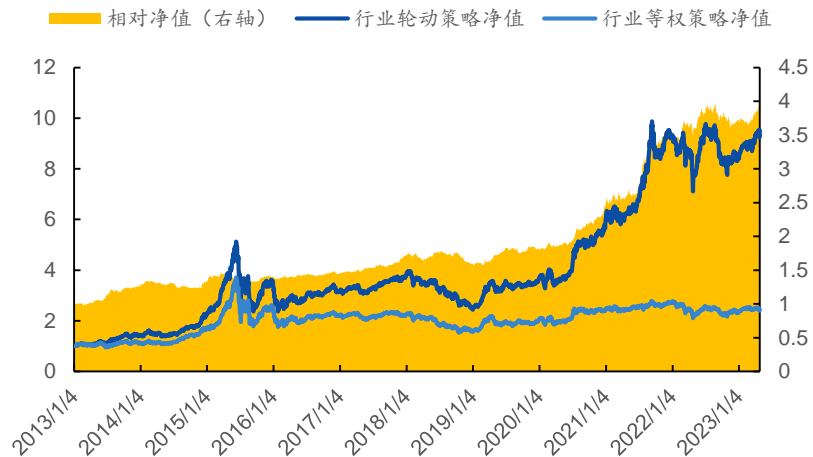
资料来源：Wind, 国元证券研究所

表 3：行业轮动策略组合每月选择行业及超额收益贡献详情（2023 年至今）

年月	行业轮动模型所选行业	超额收益贡献行业
202301	电力设备及新能源、汽车、煤炭、消费者服务、医药、交通运输	电力设备及新能源 (10.55%)、汽车 (11.27%)
202302	电力及公用事业、建筑、电力设备及新能源、汽车、交通运输	电力及公用事业 (1.77%)、建筑 (3.04%)
202303	有色金属、电力设备及新能源、国防军工、食品饮料、通讯、传媒	通讯 (9.1%)、传媒 (22.19%)
202304	传媒、建筑、通信、电力及公用事业、交通运输、食品饮料	传媒 (13.69%)、建筑 (10.76%)、通信 (2.42%)、电力及公用事业 (2.01%)、交通运输 (1.19%)

资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 2：行业轮动策略组合净值表现（2013 年 1 月至 2023 年 4 月）



资料来源：Wind, 国元证券研究所

3. 行业轮动策略组合最新行业选择

2023年5月行业轮动策略组合最新一期行业选择如下：传媒、非银、食品饮料、计算机、家电、电力及公用事业。

表 4：行业轮动策略组合 5 月推荐选择行业

年月	行业轮动模型所选行业
202305	传媒、非银、食品饮料、计算机、家电、电力及公用事业

资料来源：Wind, 国元证券研究所

4. 行业轮动策略组合构建思路

4.1 策略简介

从景气度、动量效应、财务指标的超预期效应、泡沫效应四个角度出发，分别刻画行业发展趋势、股价动量上涨表现、业绩是否符合预期和行业拥挤度，构造行业轮动策略组合。

分析师 SAC 因子：行业景气度越高，越会被市场共同认可，而分析师的研究往往能够准确刻画行业景气度。计算同一个分析师预期指标的前后变化幅度作为景气度因子。

路径动量因子：动量效应在市场中时常存在，动量即趋势，当行业进入强趋势的时候往往有不菲的收益。考虑到动量形成的分歧程度，结合动量因子和振幅因子合成路径动量因子。

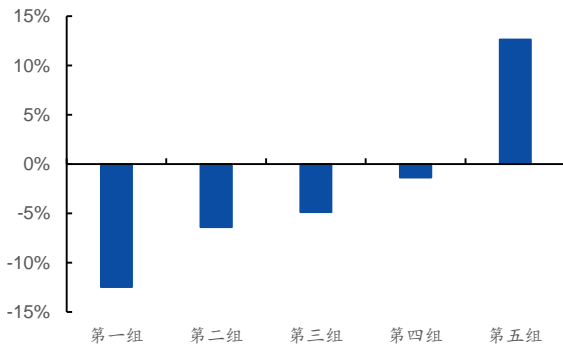
SUE 因子：财务指标存在超预期效应，使用财务指标刻画行业基本面超预期构造 SUE 因子。

拥挤度因子：行业轮动策略需要关注行业拥挤度，排除高拥挤行业，准确识别行业是否处于价格泡沫之中。考虑到泡沫效应，我们基于换手率计算出拥挤度因子。

最终将前三类因子每期取排序后的值等权复合相加，拥挤度指标超过 90% 历史分位数的，排名标记为当月最后，得到国元行业轮动复合因子。

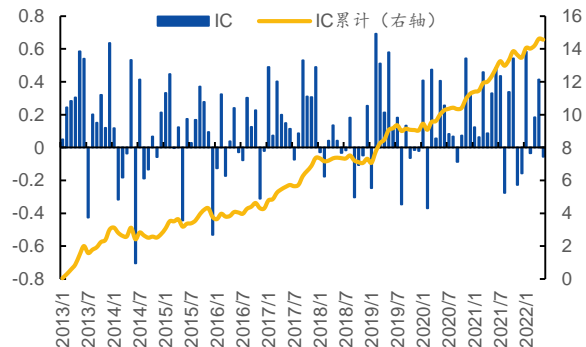
由图 2 我们观察到复合因子多头组十年平均年化超额收益约为 12.64%，空头组平均年化超额收益率为 -12.46%。表 5 中因子 IC 均值为 12.89%，年化 ICIR 达到 1.63，IC_T 达到 4.99，IC 胜率达到 67.25%。多头年化绝对收益率为 25.3%，收益波动比为 0.89，多空组年化收益率达到 27.03%，收益波动比为 1.84。

图 3：国元行业轮动合成因子五档分组年化超额收益



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：国元行业轮动合成因子 IC 统计图



资料来源：Wind，国元证券研究所

表 5：国元行业轮动合成因子表现

因子简称	IC 均值	ICIR(年化)	IC_T	IC_胜率	IC 统计期数(月)
GY_Industry_Factor	12.89%	1.63	4.99	67.25%	114

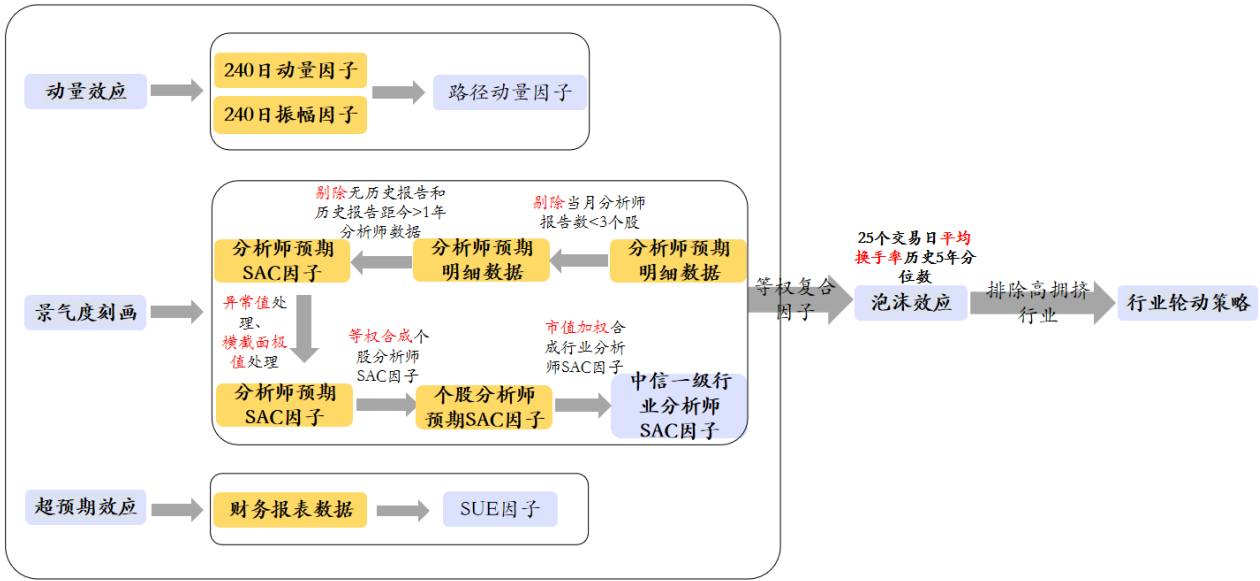
资料来源：Wind，国元证券研究所

4.2 组合构建思路

从景气度、动量效应、财务指标的超预期效应、泡沫效应四个角度出发，分别刻画行业发展趋势、股价动量上涨表现、业绩是否符合预期和行业拥挤度，构造行业轮动策略组合。

首先通过计算同一个分析师预期指标的前后变化幅度，构建景气度因子-分析师 SAC 因子；考虑到动量形成的分歧程度，结合动量因子和振幅因子合成路径动量因子；财务指标存在超预期效应，据此我们又构建了 SUE 因子；最后考虑到泡沫效应构建了拥挤度因子。将前三类因子每期取排序后的值等权复合相加，拥挤度指标超过 90%历史分位数的，排名标记为当月最后，得到国元行业轮动复合因子。最终根据复合因子值对 28 个中信一级行业（剔除综合金融、综合行业）从高到底排序，选取排名最高的前五个行业等权配置，最终构建行业轮动策略组合。

图 5：行业轮动策略构建思路



资料来源：Wind，国元证券研究所

详细构造步骤请参考国元金工专题研究报告《行业轮动：基于分析师 SAC 因子的多维度范式》。

5. 风险提示

本报告均基于历史数据与模型进行测试，历史回测结果不代表未来收益，在未来市场环境变化时不排除模型失效的风险，本文仅供投资者参考。

投资评级说明：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188