

宏观

证券研究报告

2024年04月19日

拆解定量资产配置模型系列 1——什么是我们眼中好的交易拥挤度指标？

换手率作为常见的拥挤度指标在代理持仓量上逻辑上并不严谨，在交易的可参考性上也存在痛点。因此我们倾向于采用乖离率这样的超买超卖技术指标来刻画交易拥挤度。

当前来看，房地产、建材、医药和消费者服务的交易拥挤度较低，煤炭、石油石化、银行和有色金属的交易拥挤度相对较高。

拥挤度较低（或表示交易盈亏比相对较高）的部分集中在“杠铃杆”（与经济总量更加相关的部分）上，也就意味着我们在《2024年，投资要破局》（2024年4月2日）中提到的配置切换目前交易上性价比也相对较高，逐渐到了可以谋划切换的时间点了。拥挤度较高的板块主要集中在“杠铃策略”的防守侧，在配置不变的假设下（配置维持“杠铃策略”），“杠铃策略”的进攻侧（TMT等成长主题）更有交易吸引力。

风险提示：政策不及预期，经济运行不及预期，地缘政治风险

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522100002
linyan@tfzq.com

相关报告

- 《宏观报告：宏观-经济数据缘何超预期》 2024-04-17
- 《宏观报告：宏观-从人口流动看中国经济地理变迁》 2024-04-15
- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24年4月第3周》 2024-04-14

“全球资产配置之父”加里·布林森曾说过，“从长远看，大约90%的投资收益都是来自于成功的资产配置。”我们以为，布林森所说的资产配置更多是战略层面上的标的选择，剩下的10%则有可能来自于更战术层面上时机的选择。

旧经济在去杠杆，新经济还在孕育，从去年开始，杠铃型的配置策略似乎已经逐渐形成共识。因此，配置上可能逐渐到了要破局的时候（详见《2024年，投资要破局》，2024年4月2日）。

交易上也到了要关注“过拥挤”板块的卖点和“欠拥挤”板块的买点的时候。

在配置层面上，我们更关注胜率和赔率两个维度。在交易层面上，我们则把注意力更多放在资金流向和拥挤度两个方面。本篇报告我们分享构建拥挤度的思路。

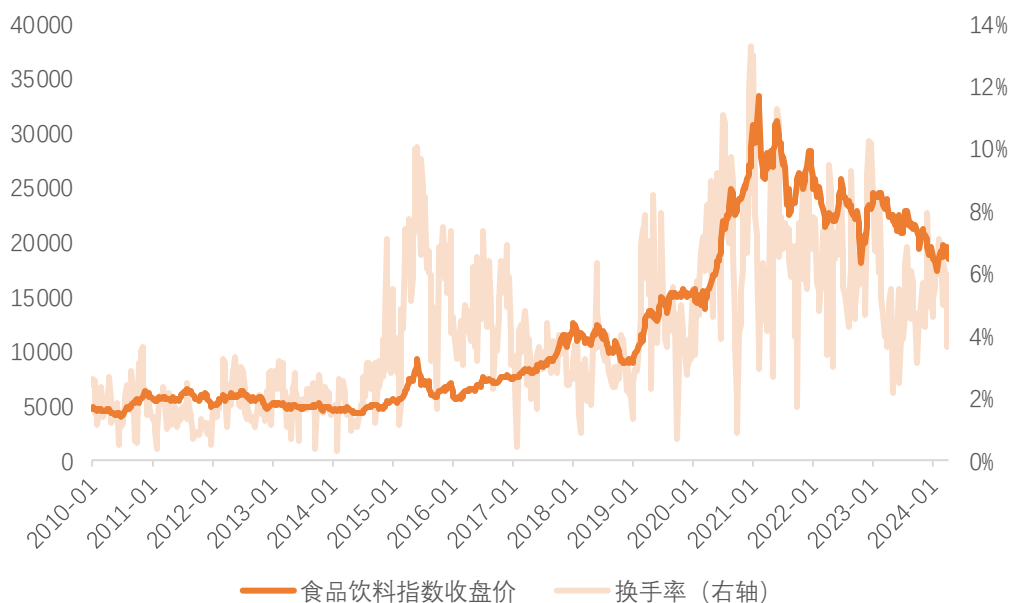
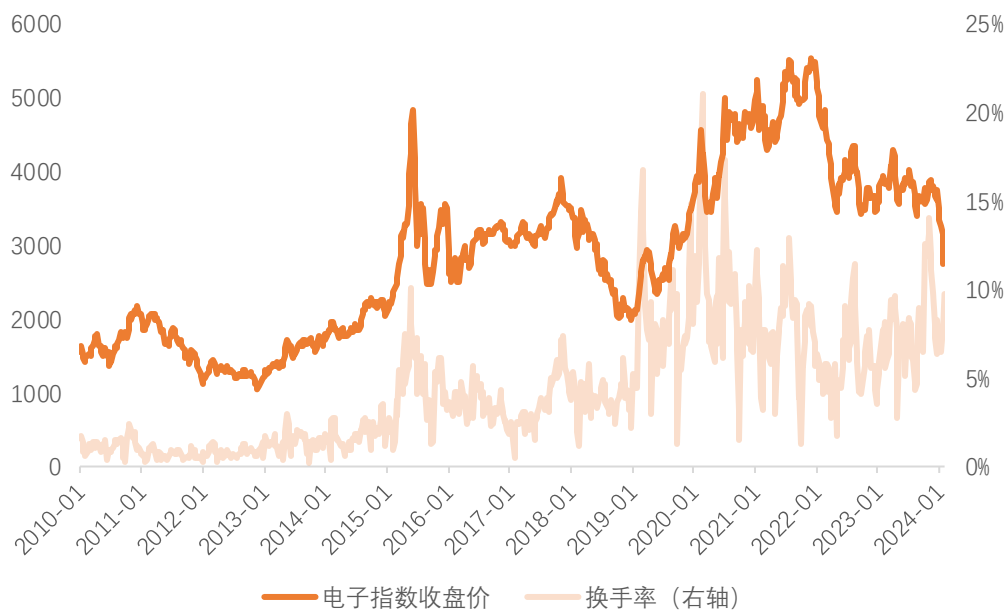
我们认为，在投资中，“拥挤”的含义是投资者持有某一类资产的比重过高。可惜这类数据频度不高、时效性不强且覆盖率一般。例如，公募基金每季度披露一次，相关监管要求“季报公布时间为每季度末起十五个工作日”，因此理论上公募基金季报可能最多晚于报告期15个工作日，并且公募总持仓只占A股总市值不到6%，占自由流通市值不到15%。

所以，最常见的交易拥挤度的构建方法是用成交量（为了横向可比经常标准化为换手率）作为持仓量的高频代理变量。需要注意的是，两者有着本质区别：持仓量是矢量，带有方向，高则代表过拥挤，反之则欠拥挤；而成交易是标量，不代表情绪的方向，高成交量表示交投活跃，有这么多买入就有相应的卖出，可以是乐观也可以是悲观，不代表情绪的方向。

因此，拿成交量（或者换手率）来作为持仓量的代理变量，本身逻辑就难言严谨。

图 1：公募重仓前三行业的指数与其换手率





资料来源: Wind, 天风证券研究所

其次在交易指导性上，换手率的均值回归性和拐点的提示性都相对较弱。以公募基金持仓量（2023 年年报）前三的行业为例，对比生物医药、电子、食品饮料的指数和换手率（详见图 1），可以明显发现这类指标在使用上的痛点：

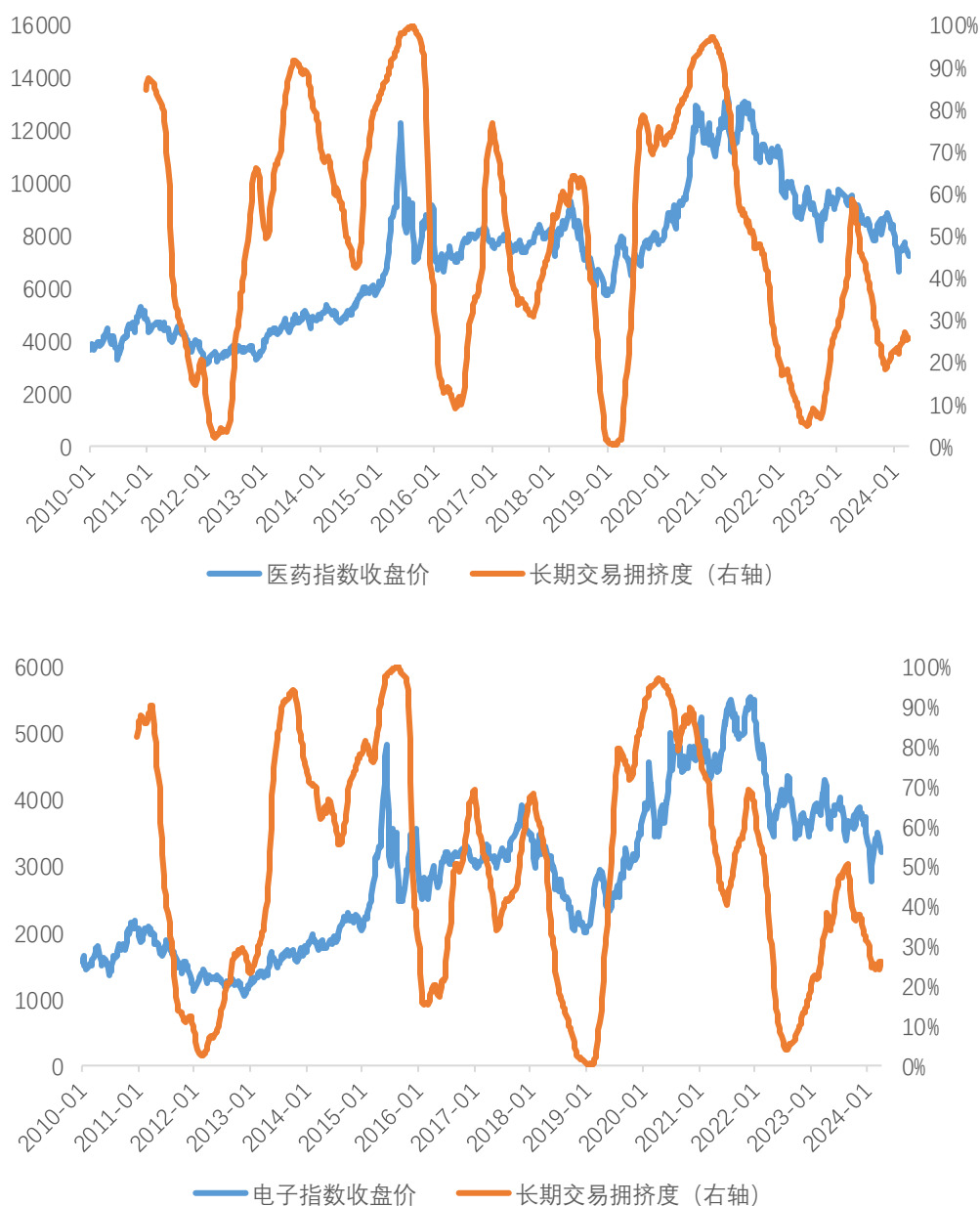
- 1、换手率的高点与指数的高点常常不是同时出现的（最典型的例子是 2020 年 2 月医药和电子的换手率创历史新高后回落，但后续指数仍维持强势）。
- 2、换手率的每一轮高点并不一致，导致当换手率突破前一轮高点时，或无法判断是否过于拥挤。
- 3、换手率的中枢随着行业配置权重的上升而抬升，导致历史经验对于当前位置的参考价值进一步受限。
- 4、换手率的低点对市场见底的指示效果更差，换手率往往在价格底部是钝化的。

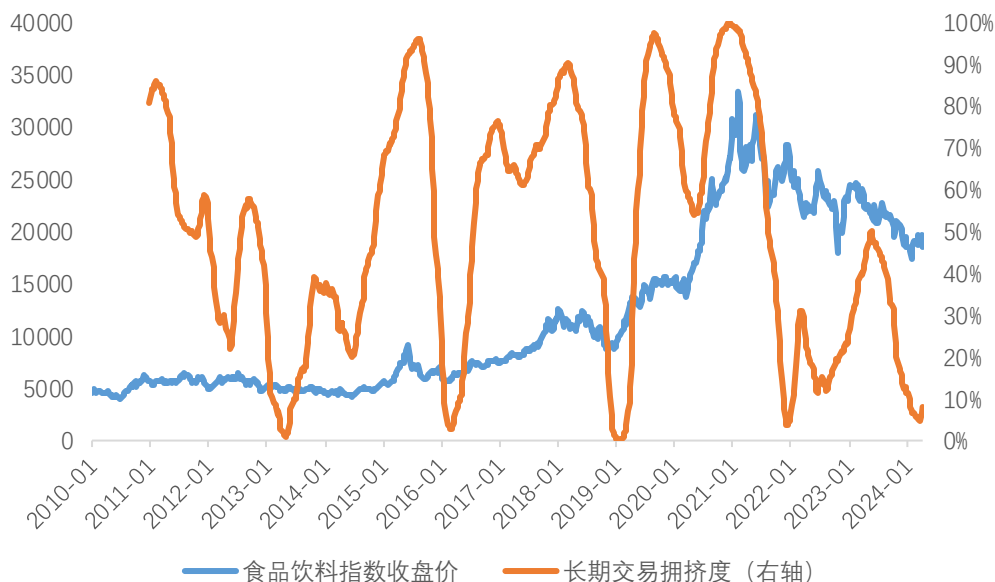
换手率既不能作为持仓量的完美代理变量，也不能作为指数拐点的领先指标，那我们不妨换一个思路，围绕可用性来思考如何构建可靠的交易拥挤度指标。

超买超卖指标在某种程度上也是市场拥挤与否的技术刻画。拥挤度的定量刻画避免不了参考历史，而只有均值回归性强的指标才适合与历史对比。价格乖离率天生就具有这样的属性，只要时间拉得足够长，短均线总是围绕着长均线波动的。

因此，我们更倾向于使用价格乖离率作为交易拥挤度的刻画指标。对比公募前三重仓行业的指数与其长期乖离率（半年移动平均价/年移动平均价）的历史分位数之间的关系，可以看到：长期交易拥挤度（历史分位数）的均值回归属性明显好于换手率；长期交易拥挤度的顶部和底部对于指数拐点的指示性也明显强于换手率。

图 2：长期乖离率分位数与公募前三重仓行业指数之前的关系

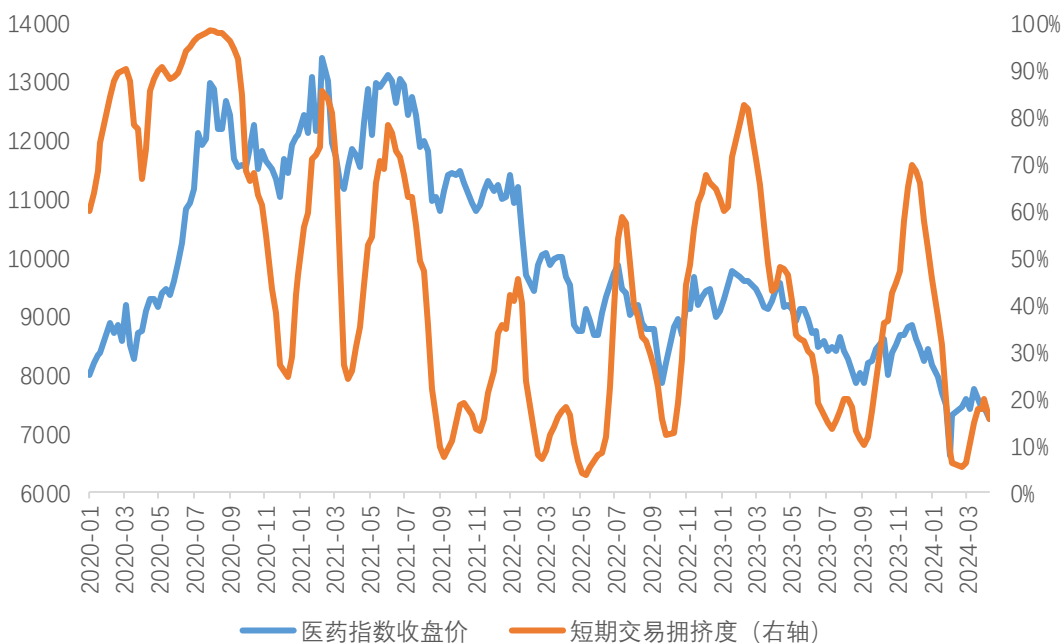


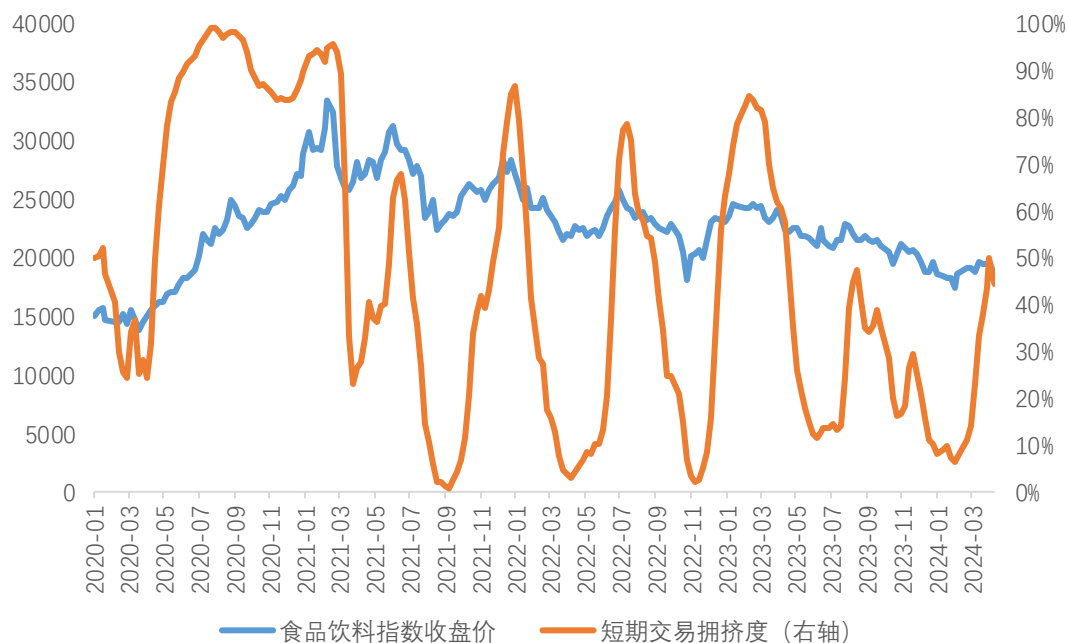
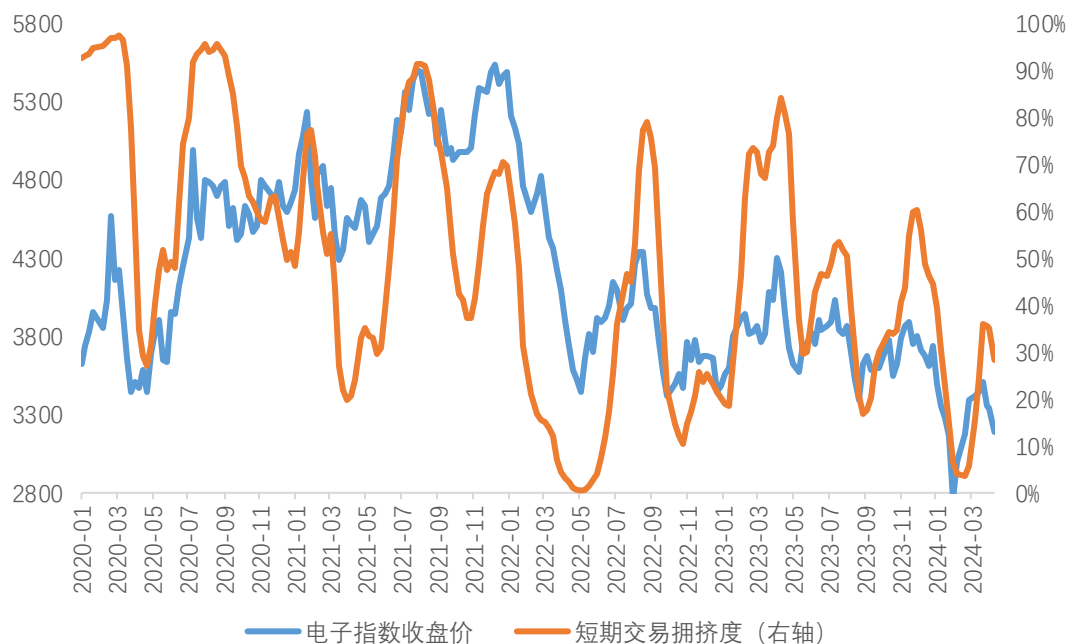


资料来源: Wind, 天风证券研究所

当然我们也可以对短期波动更加敏感的短期乖离率(月移动均价/半年移动均价)的分位数指导更短周期的交易。

图 3: 短期乖离率分位数与公募前三重仓行业指数之前的关系



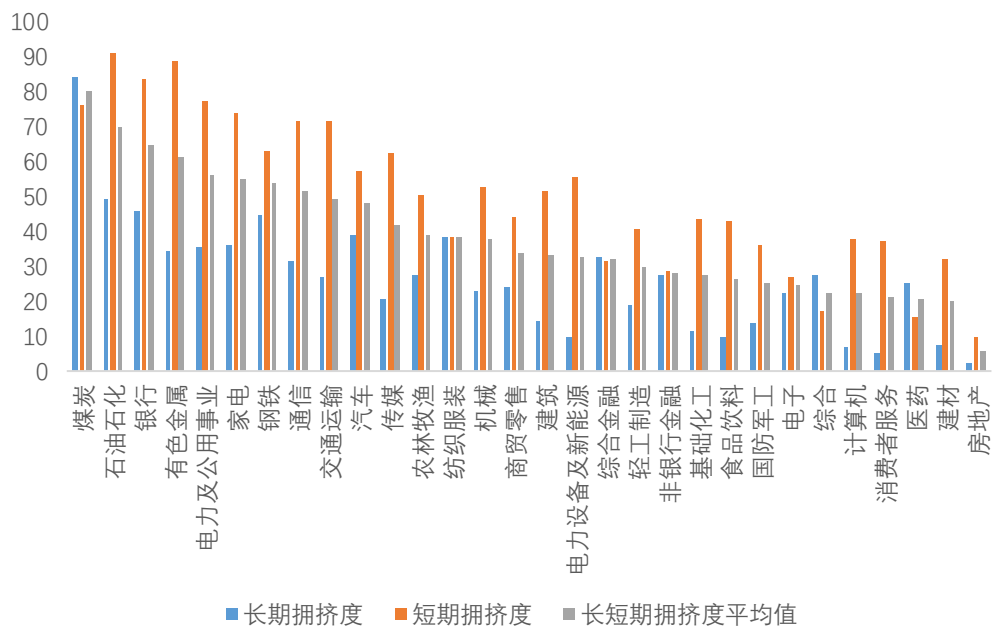


资料来源: Wind, 天风证券研究所

当前来看，房地产、建材、医药和消费者服务的交易拥挤度较低，煤炭、石油石化、银行和有色金属的交易拥挤度相对较高。

拥挤度较低（或表示交易盈亏比相对较高）的部分集中在“杠铃杆”（与经济总量更加相关的部分）上，也就意味着我们在《2024年，投资要破局》（2024年4月2日）中提到的配置切换目前交易上性价比也相对较高，逐渐到了可以谋划切换的时间点了。拥挤度较高的板块主要集中在“杠铃策略”的防守侧，在配置不变的假设下（配置维持“杠铃策略”），“杠铃策略”的进攻侧（TMT等成长主题）更有交易吸引力。

图4：一级行业的拥挤度（单位：百分位数，截止4月12日）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com