

A 股市场不同波动性环境下的 市值投资策略

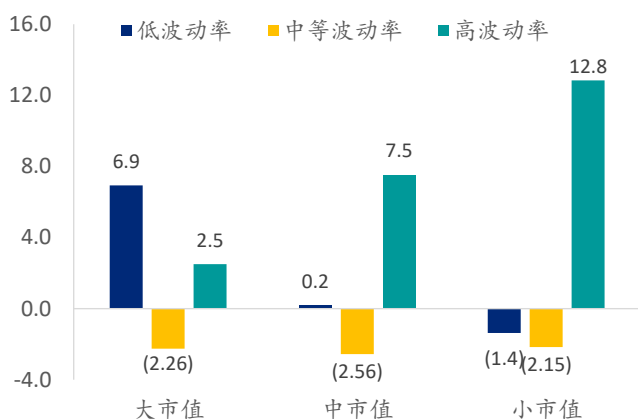
背景

投资者往往会面临一个难题：应该在市场平稳时进场，还是在市场波动时进场。市场的波动性是一把双刃剑。当市场平稳时，股价波动率很低，投资者不必担心大幅损失而感到安心，但是也难以获取高收益；当市场大幅波动时，高波动率既会带来高额回报，也可能带来巨额损失。我们基于股票市值构建了在不同波动性环境下的投资策略，可显著提高投资人的回报同时降低回撤与波动。

不同市值股票在不同波动率环境下的未来表现

我们首先按照市值来划分 A 股市场，用 MSCI 中国 A 股大市值、中市值和小市值指数来代表不同市值水平的市场。对于每个交易日，我们观测过去 22 天的收益波动率。我们将 2010 年以来的所有交易日按照波动率大小进行三等分，划分为三个波动率环境：低波动率、中等波动率和高波动率，并统计未来一个交易日的收益。图表 1 给出了自 2010 年以来，各波动率观测水平下，未来一个交易日的平均收益。

图表 1: 2010 年以来 MSCIA 股不同市值指数在不同波动率环境下未来一个交易日的平均收益 (bps)



资料来源: FactSet, 浦银国际

蔡瑞, CFA

策略分析师

carl_cai@spdbi.com
(852) 2808 6437

王彦臣, PhD

宏观分析师

yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

林琰

研究部主管

sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

2021 年 12 月 23 日

相关报告:

[《2022 年中国股市策略展望: 先下后上, 上半年需谨慎》](#) (2021-12-03)

[《全球大宗商品: CAPEX 结构之变》](#) (2021-10-19)

[《全球大宗商品: 来自 CAPEX 的复仇——供应端多维研究系列报告 \(一\)》](#) (2021-10-19)

[《全球股市资金流动能有筑顶迹象, 建议投资人继续保持谨慎》](#) (2021-09-20)

[《缩减 QE 日益临近, 对风险资产继续保持谨慎——见微知著》](#) (2021-08-26)

[《大幅下挫后的互联网板块是否已到抄底的时候? ——见微知著》](#) (2021-07-22)

[《2021 年中期策略: 高处不胜寒, 审慎中前行》](#) (2021-06-04)

[《板块四分法——市场预期的共识与分歧?》](#) (2021-05-31)



扫码关注浦银国际研究

- 在中等波动率的环境下，未来一个交易日，不论是何种市值的股票，表现都不佳。
- 在低波动的环境下，未来一个交易日的表现就出现了分化：大市值股票（MSCI 中国 A 股大市值指数涵盖 261 支大市值股票，总市值为 1.6 万亿美元）表现最佳；其次为中等市值（MSCI 中国 A 股中等市值指数涵盖 224 支股票，总市值为 0.37 万亿美元）；表现最差为小市值（MSCI 中国 A 股小市值指数涵盖 2353 支股票，总市值为 1.3 万亿美元），甚至不能取得正收益。
- 在高波动的环境下，未来一个交易日的表现同样也存在分化，大市值股票表现最弱，其次为中等市值，小市值股票表现最佳。

这说明了，不同波动率环境下，不同市值股票的未来表现完全不同：

- 中等波动率的环境下，各类市值股票表现皆弱
- 低波动环境下，大市值>中市值>小市值
- 高波动环境下，小市值>中市值>大市值

我们在不同的波动率环境下，股票的市值大小是我们应对波动率的重要依据。

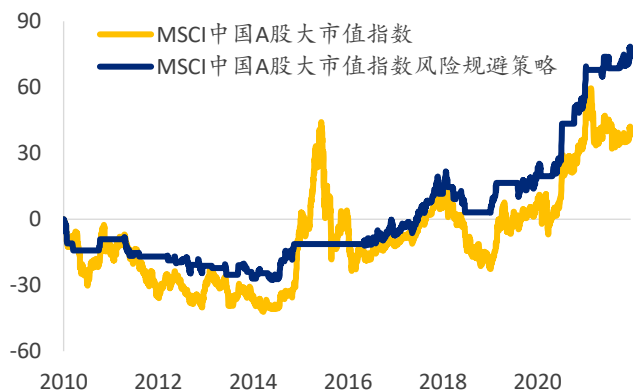
交易策略与回测：低波动环境下持大市值，高波动环境下持小市值

我们可以构建两组交易策略，并通过回测结果来验证前述结论。

1. 对于 MSCI 中国 A 股大市值指数，我们采取风险规避策略，即仅在低波动率环境持仓。统计得到 A 股大市值指数低波动率环境的波动率上限为 15.6%，因此当过去 22 天波动率从高位下穿过 15.6% 时买入，从低位上穿过 15.6% 时卖出转为现金。
2. 对于 MSCI 中国 A 股小市值指数，我们采取风险偏好策略，即仅在高波动率环境持仓。统计得到 A 股小市值指数高波动率环境的波动率下限为 24.5%，因此当过去 22 天波动率从低位上穿过 24.5% 时买入，从高位下穿过 24.5% 时卖出转为现金。

图表 2 到 5 分别给出了回测结果。

**图表 2: MSCI 中国 A 股大市值指数风险规避策略
累计收益 (%)**



资料来源: FactSet, 浦银国际

**图表 3: MSCI 中国 A 股大市值指数风险规避策略
回测**

	MSCI 中国 A 股大 市值指数风险规 避策略	MSCI 中国 A 股大 市值指数
年化收益%	4.6	2.7
波动率%	8.9	22.0
夏普比率	0.5	0.1
最大回撤%	-27.6	-47.0
平均调仓频率	11 次/年	

注: 回测自 2010 年 1 月

资料来源: FactSet, 浦银国际

**图表 4: MSCI 中国 A 股小市值指数风险偏好策略
累计收益 (%)**



资料来源: FactSet, 浦银国际

**图表 5: MSCI 中国 A 股小市值指数风险偏好策略
回测**

	MSCI 中国 A 股小 市值指数风险偏 好策略	MSCI 中国 A 股小 市值指数
年化收益%	9.0	4.3
波动率%	19.3	26.0
夏普比率	0.5	0.2
最大回撤%	-52.5	-72.7
平均调仓频率	9.8 次/年	

注: 回测自 2010 年 1 月

资料来源: FactSet, 浦银国际

在图表 2 和 3 中, MSCI 中国 A 股大市值指数从 2010 年至今的年化收益为 2.7%, 波动率 22%, 夏普比率仅 0.1, 最大回撤为 47%, 发生于 2015 年市场大跌。而风险规避策略的年化收益为 4.6%, 波动率 8.9%, 夏普比率提高至 0.5, 其最大回撤仅为 27.6%。由于该策略规避了高波动性, 成功躲避了 2015 年市场暴跌期间的巨大回撤。

在图表 4 和 5 中，MSCI 中国 A 股小市值指数从 2010 年至今的年化收益为 4.3%，波动率 26%，夏普比率仅 0.2，最大回撤为 72%。而风险偏好策略的年化收益为 9.0%，波动率 19.3%，夏普比率提高至 0.5，最大回撤为 52%，其回撤比指数基准低 20 个百分点。虽然该策略追逐高波动率，但是由于在低波动率和中等波动率环境下仅持有现金，总体波动率仍低于指数基准。我们看到，尽管由于追逐波动性而未能躲避 2015 年股灾时的回撤，但在四年后成功走出回撤期，而此时指数距离高点仍有 75% 的巨大亏损。

整体来看：

低波动环境下持有大市值股票，高波动环境下持有小市值股票，都可以提高未来的回报，基于此思路构建的策略可以显著降低回撤、提高夏普比率、提高年化收益，而每年不足 12 次的调仓频率令该策略具有较强的可操作性。

我们在[年度策略](#)中研判 2022 年的市场走势是先下后上，中国股市很可能在 2022 年一季度末见底，见底反弹的时候，我们很可能需要参考当时的波动率环境，如果是低波动环境下的反弹，那么大市值股票很可能是首选，如果是高波动环境下的反弹，那么小市值股票则应成为首选。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和人士不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

