

疫情之外，“专业派”酝酿股市新机会

—— 2020 资本市场思考（一）

宏观深度

◆要点

短期内市场非常关注疫情对市场的影响。但实际上，疫情之外，历史经验表明 2020 股市的走势跟专业投资者的行为也紧密相连。我们通过板块收益率的相关性来跟踪领域专业投资者的行为，为资产配置管理者提供一个主动型的配置视角。

在资本市场中，不同投资者具备不同的知识禀赋。一个投资者很难掌握所有行业的专业知识。这导致某领域专业投资者对本领域信息的获取、处理、应用具有超越其他领域专业投资者的优势。而资产配置的管理者，至少对部分行业信息的获取和处理上存在天然劣势，但若能扬长避短，及时识别和追踪领域专业投资者的行为，则可能有助于优化其配置策略。

在权益市场中，不同行业板块的表现一般会受来自公共和行业两种信号的影响。一般意义上，如果行业信号强于公共信号，该行业的领域专业投资者的行为可能更多取决于个体信号，当行业信号与公共信号相关性较弱时，该板块与大盘表现的相关性就会下降。受避险情绪的影响，与行业负面信号相比，当接收到较强的行业正面信号时，领域专业投资者的行为将更加体现行业信号特征。

领域专业投资者对公共和本行业信号解读的不同，最终体现在板块相关性的差异上。利用这些差异，我们可以构建一个追踪领域专业投资者行为的框架。理论上，在估值和避险情绪的影响下，各板块与大盘收益率相关性从高点向低点滑落的阶段，恰恰从属于指数从低位走向高位的时间段。这为判断大盘和子板块未来表现提供了参考。

计算 A 股大盘平均相关系数（指各个行业指数与相对应宽基指数收益率间的平均相关系数），我们发现它具有明显 3 到 4 年的周期性特征。从 2019 年末开始，大盘平均相关系数开始下滑，同时当前 PE 值尚处于 2006 年以来相对较低位置，这支撑了 2020 大盘仍具有上行的动力。

根据大盘相关系数以及板块相关系数的波动率，我们可以区分市场情绪处于系统性牛市、熊市，还是结构性牛市、熊市。当前，大盘的相关性下滑，而波动性上行，更符合结构性牛市的特征。

从 2019 年 8 月中旬开始，大盘的相关系数开始下滑，这为投资者提供了一个难得的窗口期。从相关系数角度上来讲，2020 在板块选择上，根据 2019 年新拐点以来的下滑幅度排名和下滑趋势，我们推荐关注：**有色、食品饮料、餐饮、电子、家电、医药、建材、国防、房地产、传媒。**

风险提示：对于相关系数背后所隐含的投资者行为动机仍值得进一步深入研究。板块的相关系数，是宏观以及板块的历史数据共同推动的。板块相关性的短期下滑，存在并非由领域专业投资者情绪推动的可能，需要仔细甄别。本文的推荐板块，仅基于板块相关系数的单一视角，需要结合基本面情况及新信息灵活应用。此外疫情演变可能短期内改变投资者行为逻辑。

分析师

周子彭 （执业证书编号：S0930518070004）
 021-52523803
zhouzipeng@ebcn.com

张文朗 （执业证书编号：S0930516100002）
 021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

目录

1、 A 股大盘相关性背后是专业投资者的影子	3
1.1、 相关性拐点有玄机	3
1.2、 指数与相关系数负相关具有穿透性	4
2、 板块相关性与领域专业投资者行为模式	7
2.1、 宏观公共信号和个体板块信号	7
2.2、 公共信号与板块信号冲击的不同模式	8
情形一：较强的公共信号冲击	8
情形二：正面和负面的板块信号冲击	9
2.3、 板块估值对领域专业投资者的影响	11
2.4、 结构性还是系统性的判断	12
3、 板块相关性对 2020 年权益市场的启示	13
3.1、 对 2020 年权益市场怎么看？	13
3.2、 结构型的还是系统型？	14
3.3、 哪些板块表现好的概率更高？	14
风险提示	16

1、A 股大盘相关性背后是专业投资者的影子

为了刻画 A 股整体价格的走势，一些金融机构编制并发布了代表大盘整体价格的指数，比如上证综指、沪深 300、万得全 A、申万 A 股等。这些指数在金融市场获得广泛应用。许多投资者正借助于这些大盘指数，努力探寻“战胜”市场的规律。本文通过公共信号与行业信号可能分化的视角，考察各板块指数相关性的特征以追踪专业投资者的行为，希望为资产配置管理者提供一个挖掘大盘及子板块配置机会的分析框架。

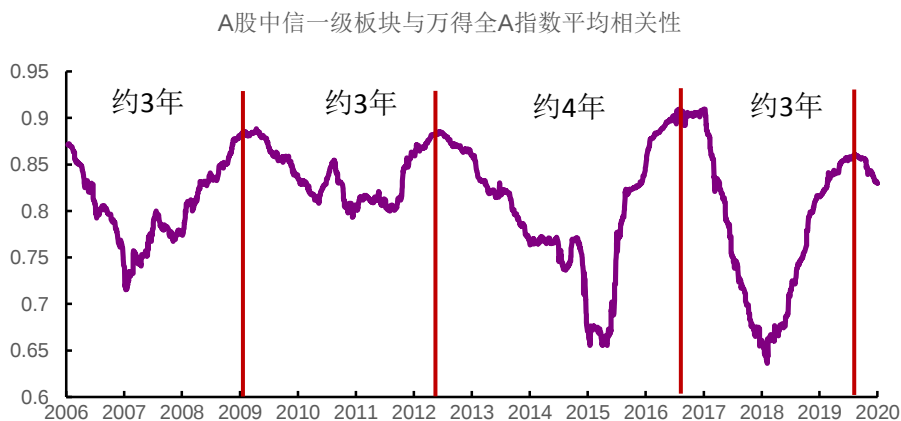
1.1、相关性拐点有玄机

大盘指数的日度收益率和子板块指数的日度收益率，刻画了 A 股系统和结构两个维度的收益特性。我们利用大盘和子板块的收益率，计算出大盘与子板块收益率的相关系数。而相关系数演进的背后，体现了投资者特定的行为模式。正确识别大盘和子板块相关系数蕴含的规律，理解这些规律背后的逻辑，可以为我们打开一扇窥探领域专业投资者行为的窗口。

本文将指数的日度收益率定义为指数的当日收盘价对上一交易日收盘价的变化率。而每个交易日的子板块的相关系数，则被定义为该板块的日度收益率在该交易日以及向后回滚 249 个历史交易日中与大盘指数日度收益率的相关系数。每个交易日的大盘相关系数则被定义为该交易日中大盘各子板块相关系数的算术平均值。

观察中国 A 股大盘的相关系数序列，我们发现其演进存在着一定的周期特征。图 1 展示了以中信一级 29 个板块¹与万得全 A 指数计算的大盘相关系数的形态。自 2006 年有数据以来，中信一级行业板块与大盘的平均相关系数呈现出 3 至 4 年的周期波动的特性。自中信一级指数创制以来直到 2019 年前，有三轮比较明确的相关性高点分别发生在 2009 年、2012 年和 2016 年。从 2019 年末开始，中信一级行业板块与万得全 A 的平均相关性开始从高点 0.85 向下滑落。现有数据似乎预示着，2019 年末我们又迎来了新一轮大盘相关性从高向低的转变²。

图 1：2020 年中国 A 股中信一级板块收益相关系数迎来下行通道



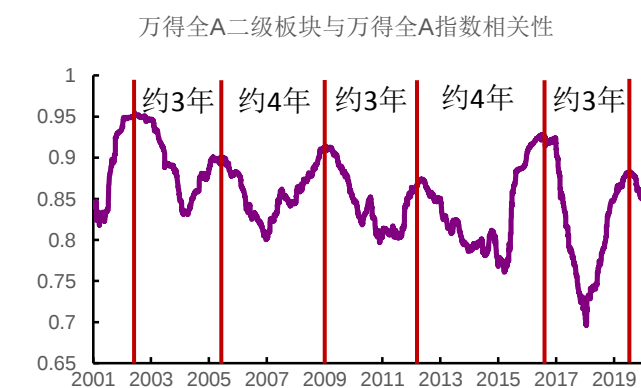
资料来源：光大证券研究所，数据截至 2019 年 1 月 17 日

¹该指数在 2020 年扩展成 30 个子板块，出于数据的可回溯性，我们仍然沿用老的编制口径。

²该数据尚未包括非典型冠状病毒疫情所引发的冲击。

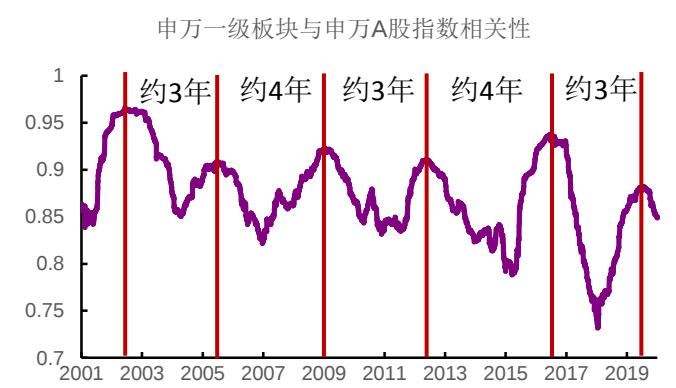
事实上，中信一级指数所显示的大盘相关系数的周期波动，并非中信一级板块所独有。图2和图3分别展示了根据万得全A指数与万得二级板块指数计算的板块平均相关系数以及根据申万A股指数与申万一级板块指数计算的板块平均相关系数。在不同指数编制方法下，图2和图3所刻画的股市板块相关性都呈现出了与图1类似的周期特征，并且也都表明自2019年末开始，大盘相关系数开始进入新一轮下滑通道。

图2：万得全A二级板块与万得全A指数相关性



资料来源：光大证券研究所，数据截至2019年1月17日

图3：申万一级板块与申万A股指数相关性



资料来源：光大证券研究所，数据截至2019年1月17日

我们如此关注A股相关性向下拐点的一个重要原因，在于我们观察到当A股的大盘相关性处于下行通道时，股指处于上行的概率往往较大，而这背后隐藏着鉴别领域专业投资者行为的方式，可能会给我们带来更多投资指引。

1.2、指数与相关系数负相关具有穿透性

一方面，板块相关性与宽基指数走势的负相关性体现在全局层面上。图4描绘了通过中信一级板块计算的大盘平均相关系数以及万得全A指数的历史序列。从大盘层级来看，万得全A指数上行的阶段往往伴随着大盘平均相关性下行，两者的相关系数约为-0.4，呈现出一定负相关性。在2007年、2015年和2019年的部分时间里，股指和大盘平均相关性出现过短暂的正相关阶段，不过在后文我们将表明，这种背离存在着一定的经济学含义。

图4：万得全A指数与通过中信一级板块计算的大盘平均相关系数



资料来源：Wind，光大证券研究所

为了更好地展现板块相关系数与全局指数表现的特征关系，结合图 1 至图 3 中的大盘指数平均相关系数的转折时间点，我们将中信一级指数编制以来的时间，按照大盘指数平均相关系数下行还是上行，分成 4 组通道，列于表 1。

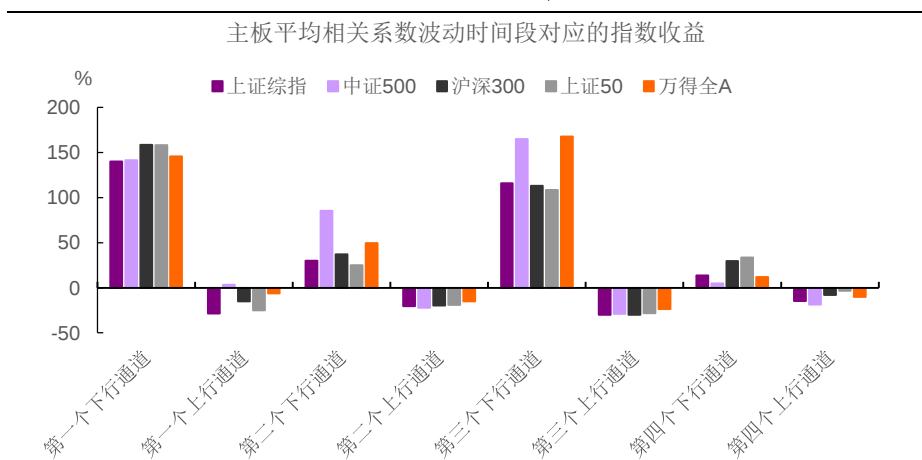
表 1：2005 年以来，大盘板块相关性的 4 组下行和上行通道

	下行时间段
第一个下行通道 ³	2005/10/12 至 2007/01/31
第一个上行通道	2007/02/01 至 2009/01/19
第二个下行通道	2009/01/20 至 2010/05/31
第二个上行通道	2010/06/01 至 2012/09/02
第三个下行通道	2012/09/03 至 2015/04/30
第三个上行通道	2015/05/01 至 2017/01/15
第四个下行通道	2017/01/16 至 2018/01/29
第四个上行通道	2018/01/30 至 2019/08/09

资料来源：光大证券研究所绘制

在全球视角上，我们发现存在两个有意义的特征（图 5）：第一，从全局上看，宽基指数的区间回报率⁴在板块相关性下行通道区间内表现为正，而在上行通道内表现为负。第二，宽基指数的区间回报率在板块相关性上行通道时的涨幅绝对值一般高于在下行通道时的跌幅绝对值。

图 5：宽基指数收益在下行通道与上行通道中表现差异明显



资料来源：Wind，光大证券研究所

另一方面，指数回报率与相关系数的负相关性具有穿透性。即大盘平均相关系数处于下行通道时，各子板块相关系数下滑的比率同该板块的区间收益同样呈反比关系。

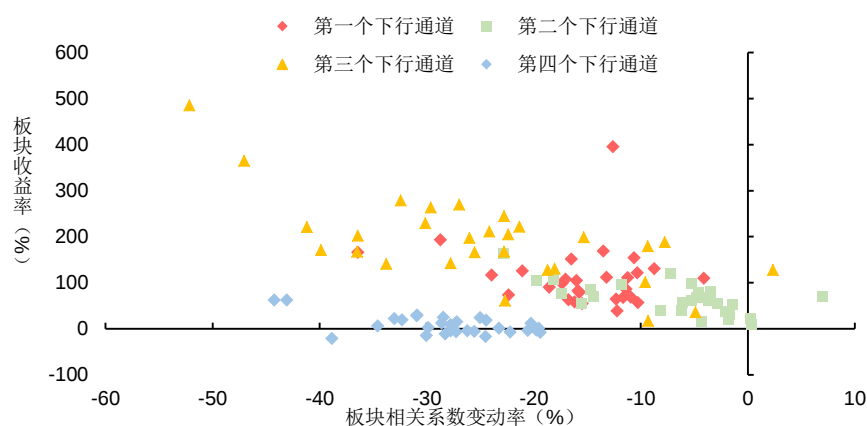
图 6 散点图中的点表示某个板块在下行通道中，其收益率和板块相关系数变动幅度所构建的对应关系，不同颜色的点对应不同的下行通道。图 6 中，每个下行通道中的板块收益和相关系数变动之间呈现出比较明显的负斜率。

³由于中信一级指数数据不够，该时间点选自 Wind 全 A 与申万指数的对应拐点。

⁴定义为该通道区间末的指数收盘价与区间初指数收盘价的百分比减 1。

这说明在下行通道中，如果某板块的相关系数下滑程度越大，那么该板块的区间收益率往往就越大，指数与相关性的反向关系穿透到子板块层面。

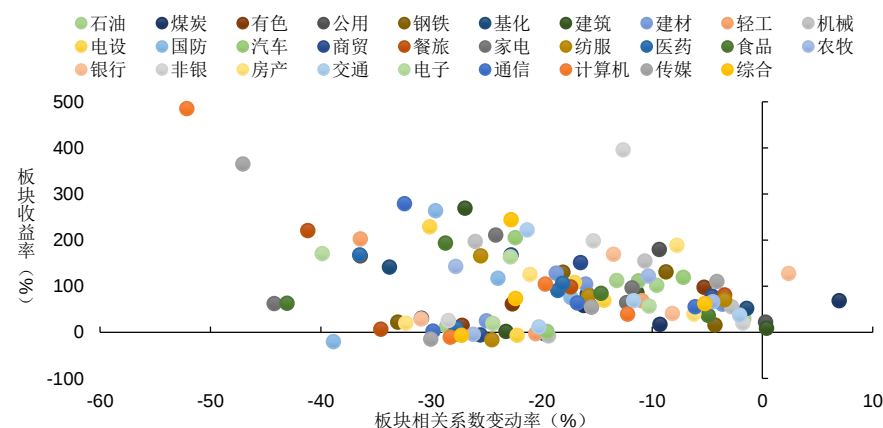
图 6：下行通道时子板块收益率与相关系数变动率负相关（中信一级）



资料来源：Wind，光大证券研究所

同时也要注意在各个下行通道中，子板块的收益率和相关系数变动率在不同的下行通道中所表现出来的相对位置并不固定（图 7）。这说明在大数定律下，尽管大盘收益率和平均相关系数呈负向关系，但是在微观层面上，子板块对大盘相关系数的贡献具有随机性，不存在固定的特征模式，这就为板块择时提供了存在价值。

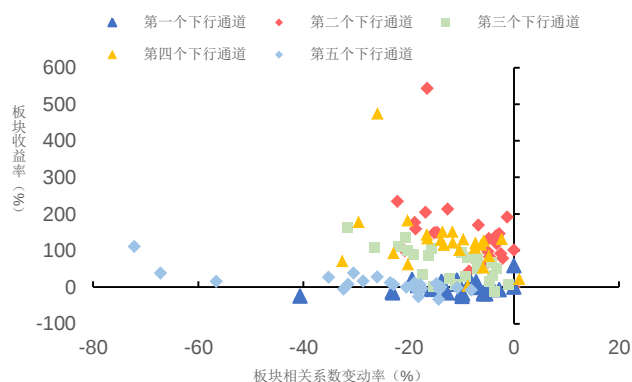
图 7：4 个下行通道下子板块表现并没有显示出固定模式特征（中信一级）



资料来源：Wind，光大证券研究所

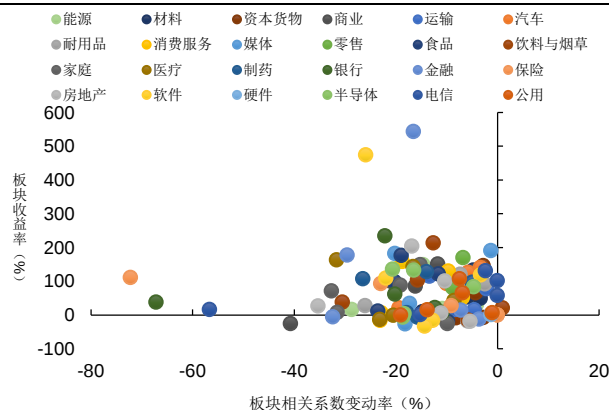
为了排除指数编制可能带来的偏误，我们利用万得全 A 的二级板块数据重复绘制了图 6 和图 7。我们发现万得全 A 二级子板块的穿透特性以及随机性的结论同样稳健，对应的关系作于图 8 和图 9。

图 8：下行通道板块指数与相关系数变动（万得全 A）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 9：不同阶段子板块未显示固定模式（万得全 A）



资料来源：Wind，光大证券研究所

那么该如何理解大盘以及子板块指数与板块收益相关指数的负相关性以及穿透性呢？这些特征背后包含着怎样的经济学逻辑？对我们的投资能起到什么样的指引作用呢？我们认为领域专业投资者的行为，在上述特征中扮演了重要的角色。而通过追踪这些特征，可以为不占据信息优势的资产配置管理者及时把握具体板块信号提供指引。

2、板块相关性与领域专业投资者行为模式

板块的相关性与领域专业投资者的行为模式息息相关。简单的说，当个体板块受到较强的与宏观不一致的正面行业信号冲击时，该领域专业投资者会快速准确地对信号进行处理，推动该板块指数根据板块信号而非宏观信号波动。而当板块信号相对悲观时，在避险情绪和信息不对称下，领域专业投资者的行为往往更依赖宏观指标。正是领域专业投资者对公共和板块信号的不同处理，在宏观上可以表现为板块收益和板块相关性弱反向的关系。认识投资者的行为模式，可以为资产组合管理者提供增量的参考信息。

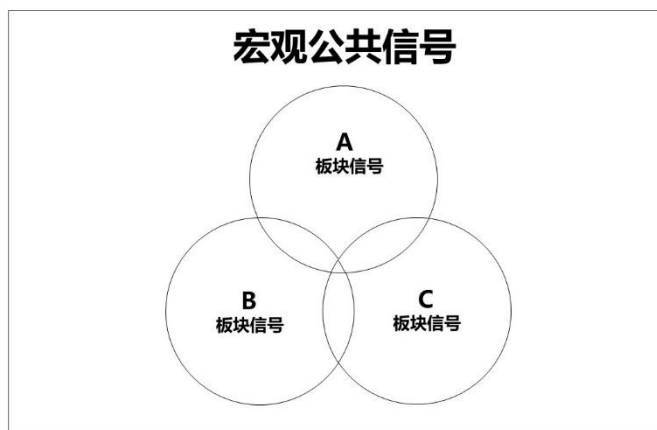
2.1、宏观公共信号和个体板块信号

我们假设投资者具有两个特性：第一，投资者的专业知识禀赋具有差异；第二，投资者是风险厌恶的。这两个基本假设具有一般性，我们不在这里赘述其合理性。

在投资者专业知识禀赋具有差异的前提下，领域专业投资者对公共信号和各专业领域信号的解读能力并不相同。领域专业投资者可以有效地接收和解读公共信号（比如，GDP、CPI 等宏观数据）并对此做出反应，但由于专业知识禀赋的差异，专业领域的投资者只对接收和解读本专业的信号更具优势，但对非专业领域信号的接收和解读则相对迟缓和不足。同样如果投资者是风险厌恶的，那么领域专业投资者对于专业板块好和坏的信号的反应也将不是线性的。投资者专业知识禀赋差异和风险厌恶，会造成不同领域专业投资者对相同的外部信号，做出不同的反应。

我们用图 8 来描述投资者所面临的信息环境。A、B、C 分别代表不同的专业板块。投资者通过接收和处理公共以及个体板块两大类信号，来决定自己的投资行为。对于大多数投资者而言，接收公共信号并作出合理解读的壁垒相对较低。但是不同的投资者对于专业板块的信息接收和解读能力却不相同。比如 A 板块领域投资者，很可能对作用于 A 板块的宏观和板块领域信号相对敏感、解读的正确率也高，但是对于解读作用于 B 板块或者 C 板块的信号影响则相对较弱。

图 10：宏观公共信息与板块专业信息的影响程度会影响板块相关性不一致



资料来源：光大证券研究所绘制

2.2、公共信号与板块信号冲击的不同模式

投资者如何处理公共信号和板块信号，是一个极为庞杂的题目，但是从两个特殊情形出发，我们可以比较好地解释中国股市板块性的几个特征，并从中提炼出鉴定领域专业投资者行为的方法。

情形一：较强的公共信号冲击

如果超预期的公共信号冲击显著强于个体板块信号，比如突发的公共卫生事件、经济衰退或者宏观强烈的刺激等，领域专业投资者对板块的判断更多基于同步的信息源，个体的专业知识禀赋作用下降。虽然同样的宏观信号，

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7411

