

专题报告

订单簿视角的开盘分歧刻画与跳空博弈因子—多因子选股系列研究之二十一

方正证券研究所证券研究报告

分析师

曹春晓

登记编号：S1220522030005

陈泽鹏

登记编号：S1220524100003

相 关 研 究

《30 秒、15 秒频数据对分钟频因子能否带来信息增量？——多因子选股系列研究之二十》
2024. 11. 29

《主动权益非银、食品饮料仓位占比提高，“球队硬币”因子今年以来多空收益 19.57%》2024. 11. 10

《3 季度业绩预告中电子、化工维持高增速，“球队硬币”因子今年以来多空收益 19.73%》2024. 11. 03

《2024 年 12 月沪深 300、中证 500 等指数成分调整预测》2024. 11. 02

《反弹以来主动权益基金加仓食品饮料等行业，“球队硬币”因子今年以来多空收益 18.38%》2024. 10. 27

《三季报业绩预告中电子、化工等行业超预期，全年基本面风格持续强势可期》
2024. 10. 20

自 2021 年四季度以来，传统的“业绩跳空”因子面临显著挑战。我们认为，“业绩跳空”因子的多头组失效主要源于市场博弈程度的加剧，一方面来源于估值端，另一方面来源于交易端。

逐步跳空因子

我们为估值端博弈构建了逐步跳空因子，因子在回测区间 IC 均值为 0.81%，但年化 ICIR 达到了 1.23，月 IC 胜率超过 63%，稳定性强。因子的多空收益率为 5.4%，信息比率为 1.32，多头组合未出现明显回撤。与主要风格因子相关性低，特异性强。

早盘撤单比例因子

同时为交易端博弈我们构建了早盘撤单比例因子，在回测区间内 IC 均值达到-1.16%，年化 ICIR 达到-1.15，月 IC 胜率超过 60%；因子多空收益率达到了 12.2%，信息比率为 1.99，因子表现稳定性较好。

“跳空博弈”因子

将原始三个因子（跳空因子、逐步跳空因子和盈余公告日早盘撤单比例因子）进行正交处理以及剥离相关性后，按照等权合成称为“跳空博弈”因子。跳空博弈因子在月频调仓下的平均 IC 为 2.03%，年化 ICIR 为 2.06，月 IC 胜率超过 75%；因子的多空收益率达到 11.2%，最大回撤仅为 5.88%，信息比率为 2.31。进一步剥离了相关风格因子后，“纯跳空博弈”因子在月频调仓下的平均 IC 为 1.83%，年化 ICIR 由 2.06 提升至 2.45，月 IC 胜率超过 76%。

“跳空博弈”组合

我们每个月底选取“跳空博弈”因子值最大的 50 只股票构建组合，我们称为“跳空博弈”组合，整体持仓市值中位数约为 80 亿，风格接近中证 1000 指数，所以组合的基准为中证 1000 指数。在回测区间相对于中证 1000 指数长期有稳定超额，年化收益达到 18.9%，超额收益超过 17%，收益波动比为 2.07。

风险提示

本报告基于历史数据分析，历史规律未来可能存在失效的风险；市场可能发生超预期变化；各驱动因子受环境影响可能存在阶段性失效的风险。

正文目录

1 前言	4
2 盈余动量减弱与估值端博弈	5
2.1 盈余动量减弱	5
2.2 业绩跳空因子多头组“拥挤”	6
2.3 估值端博弈增强与逐步跳空因子	7
3 订单委托数据的分歧刻画与交易端博弈	9
3.1 早盘撤单比例	9
3.2 早盘撤单比例刻画跳空幅度分歧	13
4 跳空博弈因子	14
5 组合构建	18
5.1 “跳空博弈”组合构建	18
6 总结	19

图表目录

图表 1: 业绩预增股票发布时间超额收益分析 (2021 年四季度之前)	5
图表 2: 业绩预增股票发布时间超额收益分析 (2021 年四季度及之后)	5
图表 3: 业绩跳空因子十分组超额收益	6
图表 4: 业绩跳空因子 IC 统计	6
图表 5: 业绩跳空因子全时间段 IC 表现 (月频、2018.7-2024.10)	6
图表 6: 业绩跳空因子十分组超额收益曲线	7
图表 7: 业绩加速度分组下估值(PB)同比变化中位数	7
图表 8: 逐步跳空因子十分组超额收益	8
图表 9: 逐步跳空因子 IC 统计	8
图表 10: 逐步跳空因子全时间段 IC 表现 (月频、2018.7-2024.10)	8
图表 11: 逐步跳空因子十分组超额收益曲线	9
图表 12: Pre_Mkt_Cancel 十分组超额收益 (月频)	10
图表 13: Pre_Mkt_Cancel 因子 IC 统计 (月频)	10
图表 14: Pre_Mkt_Cancel 因子全时间段 IC 表现 (月频、2018.1-2024.10)	10
图表 15: Pre_Mkt_Cancel 因子十分组超额曲线 (月频)	10
图表 16: Pre_Mkt_Cancel 十分组超额收益 (周频)	11
图表 17: Pre_Mkt_Cancel 因子 IC 统计 (周频)	11
图表 18: Pre_Mkt_Cancel 因子全时间段 IC 表现 (周频、2018.1-2024.10)	11
图表 19: Pre_Mkt_Cancel 因子十分组超额曲线 (周频、2018.1-2024.10)	11
图表 20: Pre_Mkt_Cancel 因子十分组累积收益曲线 (周频、2018.1-2024.10)	12
图表 21: 盈余公告日跳空因子、早盘撤单比例计算逻辑流程	13
图表 22: 盈余公告日跳空因子、早盘撤单因子各个分组回测区间收益统计 (月度平均)	13
图表 23: 盈余公告日早盘撤单比例因子 IC 统计	14
图表 24: 跳空博弈因子十分组超额收益 (月频)	14
图表 25: 跳空博弈因子 IC 统计 (月频)	14
图表 26: 跳空博弈因子全时间段 IC 表现 (月频、2018.7-2024.10)	15
图表 27: 跳空博弈因子十分组累积收益曲线 (月频、2018.7-2024.10)	15
图表 28: 跳空博弈因子和风格因子之间相关性	16
图表 29: 跳空博弈因子十分组累积收益曲线 (月频、2018.7-2024.10)	16
图表 30: 跳空博弈因子十分组年度收益 (月频、2018.7-2024.10)	17
图表 31: 纯跳空博弈因子十分组超额收益 (月频)	17
图表 32: 纯跳空博弈因子 IC 统计 (月频)	17
图表 33: 纯跳空博弈因子全时间段 IC 表现 (月频、2018.7-2024.10)	17
图表 34: 跳空博弈组合累积净值曲线 (月频、2018.7-2024.10)	18
图表 35: 跳空博弈组合年度收益 (月频、2018.7-2024.10)	18

1 前言

自 2021 年四季度以来，传统的“业绩跳空”因子面临显著挑战。尽管因子的空头组合表现稳定，但多头组合在接下来的两年里贡献了显著的负向 alpha，直到 2024 年初才有所企稳。我们观察到，随着 PEAD（Post-Earnings Announcement Drift）效应逐渐为投资者所熟知，因子多头组的拥挤度显著增加，导致多头组的 alpha 逐步消失，趋向 beta 化，因子收益稳定性下降。

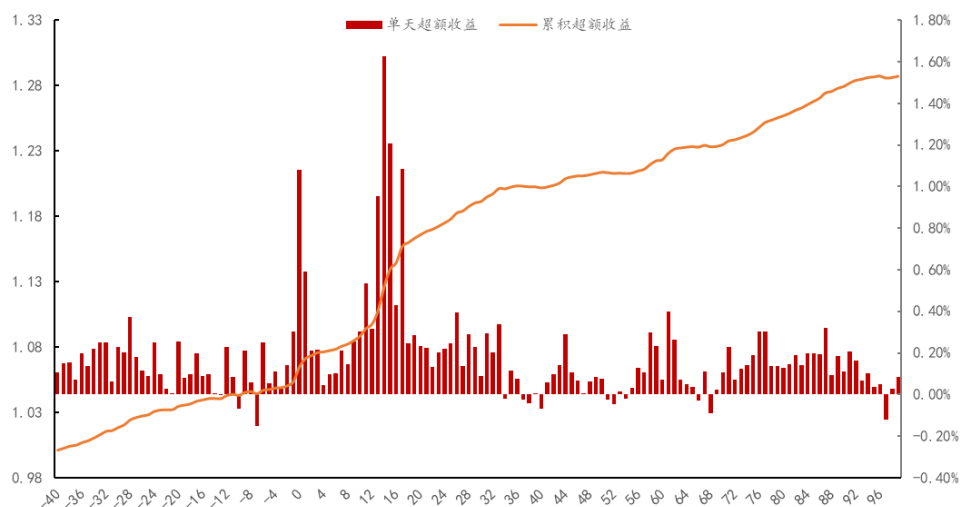
我们认为，“业绩跳空”因子的失效主要源于市场博弈程度的加剧。一方面，随着市场风格发生变化，“成长”类策略的拥挤度增加，增量资金减少，导致市场对成长股的估值端博弈变得更加激烈。因此，需要避免将“强现实、弱预期”的股票纳入多头组合；另一方面，随着投资者对“业绩跳空”因子关注度提升，越来越多的资金提前在业绩预告和公告发布前埋伏，使得业绩超预期股票的交易拥挤度增加，盈余动量的持续性减弱。因此，需进一步探索市场对业绩跳空幅度的分歧度表达。

2 盈余动量减弱与估值端博弈

2.1 盈余动量减弱

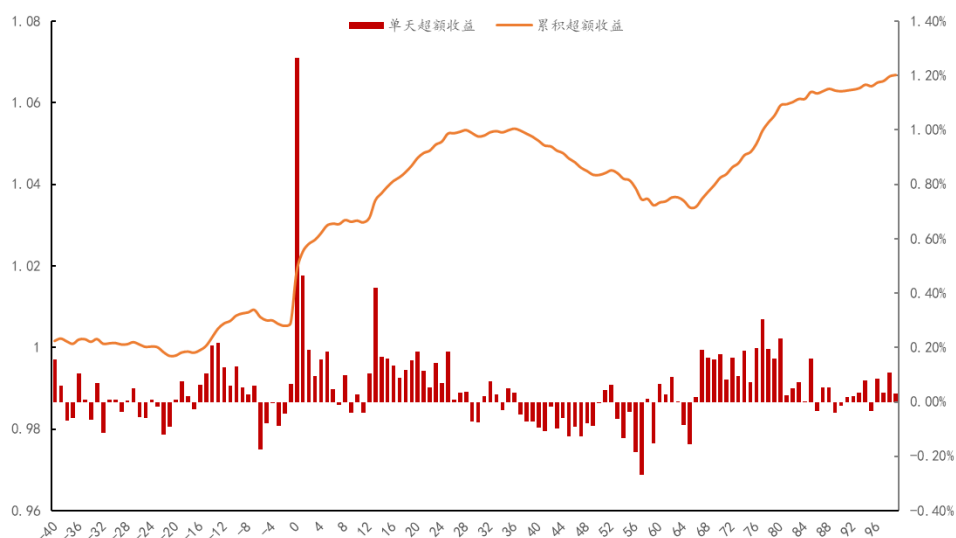
根据图表 1 和图表 2，我们对比了不同时间段内业绩预增股票的收益表现。分析结果显示，2021 年第四季度之前，业绩预增股票在业绩预告发布前后 3 个月内持续实现显著的超额收益，这一收益模式在历史数据中表现稳定，未出现明显回撤，充分体现了 PEAD (Post-Earnings Announcement Drift) 效应。然而，自 2021 年第四季度起，市场环境发生显著变化，整体风险偏好明显下降，“超预期”策略的拥挤度逐步提高，市场对超预期、高成长股票的“抢跑”现象愈加明显。此类股票发布业绩预增公告后的超额收益通常仅维持约 20 个交易日，随后转为负向超额收益，策略的有效期显著缩短。

图表1:业绩预增股票发布时间超额收益分析（2021 年四季度之前）



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表2:业绩预增股票发布时间超额收益分析（2021 年四季度及之后）



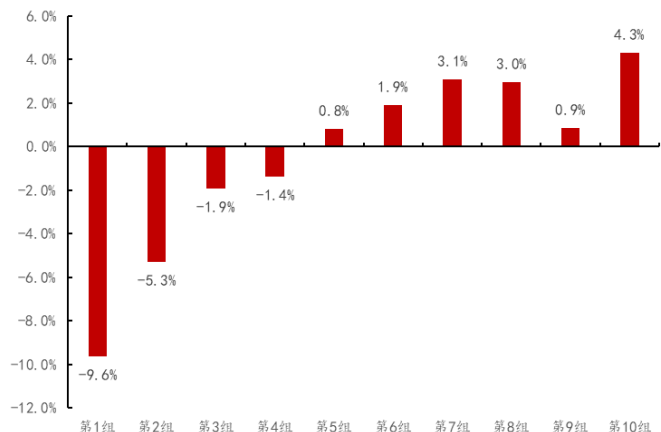
资料来源: Wind, 方正证券研究所

2.2 业绩跳空因子多头组“拥挤”

常见的业绩跳空因子通过衡量盈余公告发布后股价的开盘反应，评估市场对业绩公告的认可程度。当业绩公告超出市场预期且受到高度认可时，股价通常大幅高开；反之，若公告低于预期或市场反应平淡，股价可能低开或持平。通过计算公告发布后第二天股价相对于中证 500 的跳空幅度，业绩跳空因子能够有效量化市场对业绩公告的预期反馈。

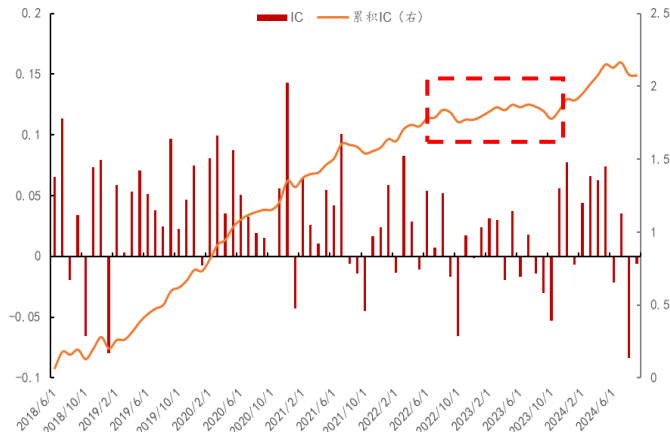
$$Jump_Earning = \frac{Open_t}{Close_{t-1}} - \frac{Index_Open_t}{Index_Close_{t-1}}$$

图表3: 业绩跳空因子十分组超额收益



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表4: 业绩跳空因子 IC 统计



资料来源: Wind, 方正证券研究所

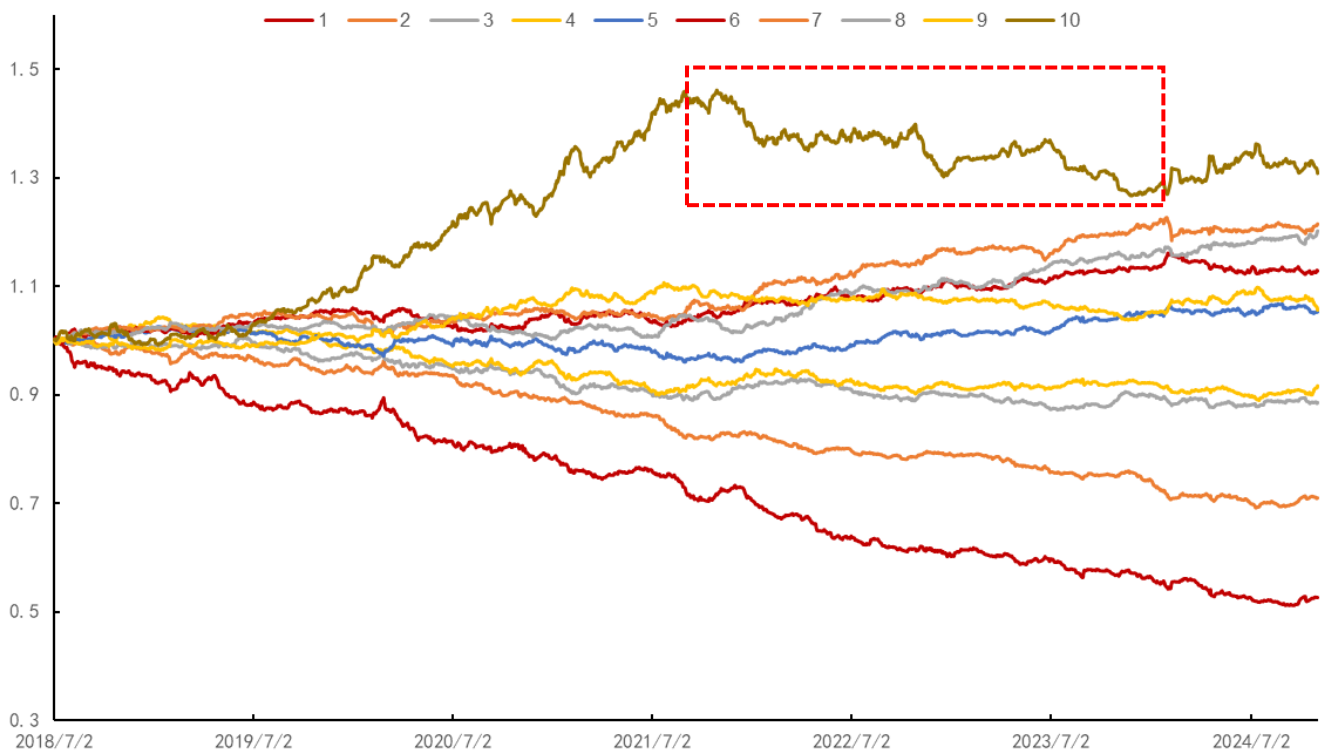
图表5: 业绩跳空因子全时间段 IC 表现 (月频、2018.7-2024.10)

因子绩效					十分组多空组合表现				
IC均值	IC标准差	ICIR	IC T值	IC胜率	因子年化多空收益率	波动率	最大回撤	信息比率	
2.73%	0.05	2.05	5.16	0.71	15.4%	0.06	-5.81%	2.58	

资料来源: Wind, 方正证券研究所

- 1) 业绩跳空因子在回测区间内整体表现良好，IC 均值达到 2.7%，年化 ICIR 为 2.05，月 IC 胜率超过 71%。因子的多空收益率达到 15.4%，信息比率为 2.58，其中空头收益表现更加显著且稳定。
- 2) 从图表 4 和图表 6 可以看出，业绩跳空因子多头组自 2021 年三季度起出现显著回撤，直至 2024 年一季度左右触底反弹。整体 IC 表现方面，自 2022 年三季度起，IC 值趋于平稳，并持续至 2023 年底后开始回升。我们认为，业绩跳空因子与成长因子高度相关，因此，当成长因子发生显著回撤时，业绩跳空多头因子也呈现出类似的回撤趋势。

图表6: 业绩跳空因子十分组超额收益曲线



资料来源: Wind, 方正证券研究所

2.3 估值端博弈增强与逐步跳空因子

在我们之前的分析师预期系列报告《超预期陷阱与估值动态及“预期惯性”因子构建》，我们阐述了估值变化长期与业绩加速度线性相关。我们定义净利润同比增速的一阶差分为业绩加速度，将年度业绩加速度划分为 16 个不同的组别。如图表 7 所示，我们展示了这些分组对应估值（PB）同比变化率的中位数。

图表7: 业绩加速度分组下估值(PB)同比变化中位数

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
第1组	-8.92%	4.12%	30.99%	33.57%	-28.18%	-28.99%	-46.87%	0.46%	-7.11%	-2.75%	-21.00%	-1.75%
第2组	-12.53%	-2.95%	26.80%	45.89%	-27.26%	-31.98%	-43.56%	1.59%	-9.32%	-5.62%	-31.93%	-13.52%
第3组	-13.74%	-3.90%	19.50%	29.29%	-25.40%	-29.94%	-43.53%	-0.14%	-9.14%	-4.17%	-31.88%	-15.54%
第4组	-17.02%	2.10%	10.87%	28.56%	-32.76%	-26.80%	-43.77%	5.87%	-12.43%	-8.87%	-29.33%	-7.49%
第5组	-15.61%	5.09%	21.03%	29.19%	-24.75%	-29.75%	-40.56%	3.04%	-3.24%	-7.35%	-30.63%	-6.97%
第6组	-15.85%	6.28%	18.70%	27.49%	-26.11%	-28.71%	-39.09%	5.13%	-7.32%	-4.18%	-29.51%	-5.08%
第7组	-12.56%	9.08%	16.56%	33.76%	-25.81%	-30.78%	-39.95%	5.48%	-7.30%	-2.52%	-29.09%	-2.73%
第8组	-14.68%	10.97%	21.94%	36.02%	-23.32%	-26.78%	-40.00%	8.21%	-2.31%	-0.96%	-23.99%	-0.73%
第9组	-7.89%	8.52%	25.48%	30.58%	-21.39%	-26.04%	-34.56%	6.85%	-4.11%	-1.55%	-26.39%	-4.77%
第10组	-7.88%	14.39%	26.65%	32.68%	-25.96%	-26.02%	-34.91%	10.30%	-1.70%	3.54%	-21.42%	-0.89%
第11组	-10.26%	14.67%	25.28%	45.35%	-24.54%	-25.82%	-31.92%	5.53%	3.75%	3.65%	-24.90%	0.35%
第12组	-5.33%	16.86%	21.50%	38.83%	-25.02%	-22.11%	-34.73%	12.65%	-0.20%	3.53%	-21.24%	3.52%
第13组	-2.36%	14.46%	29.49%	51.07%	-21.58%	-21.97%	-33.42%	17.93%	3.55%	9.85%	-18.67%	2.97%
第14组	-3.35%	12.93%	26.38%	50.98%	-21.51%	-26.45%	-32.76%	18.84%	4.57%	8.59%	-18.14%	5.99%
第15组	-1.28%	12.37%	40.43%	53.33%	-20.76%	-19.29%	-31.94%	21.82%	7.05%	29.15%	-12.47%	9.61%
第16组	3.11%	16.18%	47.95%	63.49%	-19.65%	-18.45%	-29.84%	39.15%	9.51%	29.28%	-4.47%	10.98%

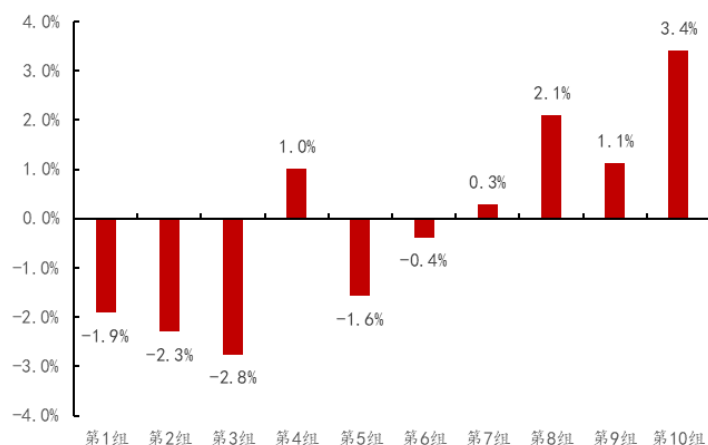
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表 7 展示了股票估值变动与业绩加速度之间的紧密相关性，长期以来两者之间变化线性相关。我们观察到，那些展现业绩加速增长的公司往往能够扩大市

场对其未来业绩的预期空间，从而获得估值的提升。相反，那些业绩增长减速的公司则面临市场对其业绩潜力预期的缩减，导致其估值受到压缩。受以上逻辑启发，我们尝试去寻找 alpha 属性更强，与成长相关性更低的跳空类因子。**逐步跳空因子（Jump_Earning_Inc）**是基于普通跳空因子的进一步改进，通过计算当前跳空幅度与过去一段时间（如过去两年）均值的差异，来捕捉跳空幅度的边际特征。具体来说，逐步跳空因子计算如下：

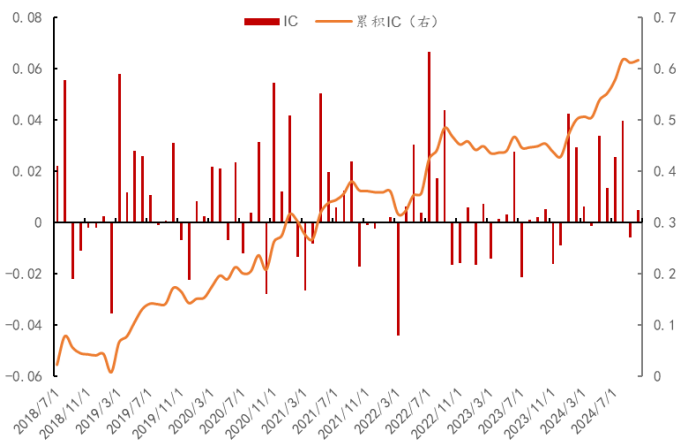
$$Jump_Earning_Inc = \frac{Jump_Earning_t - Avg(Jump_Earning)_{t-1 \sim t-8}}{Std(Jump_Earning)_{t-1 \sim t-8}}$$

图表8: 逐步跳空因子十分组超额收益



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表9: 逐步跳空因子 IC 统计



资料来源: Wind, 方正证券研究所

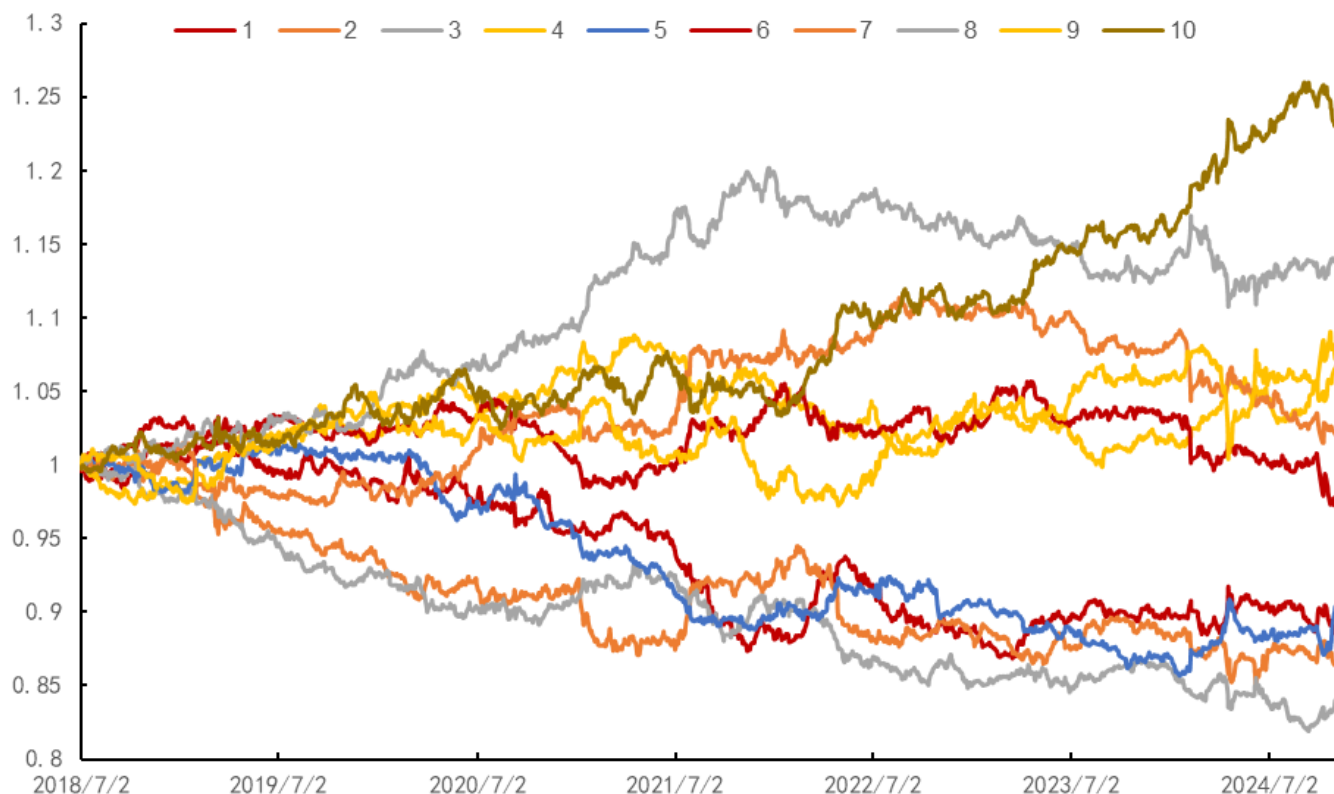
图表10: 逐步跳空因子全时间段 IC 表现（月频、2018.7-2024.10）

因子绩效					十分组多空组合表现			
IC均值	IC标准差	ICIR	IC T值	IC胜率	因子年化多空收益率	波动率	最大回撤	信息比率
0.81%	0.02	1.23	3.11	0.63	5.4%	0.04	-4.30%	1.32

资料来源: Wind, 方正证券研究所

- 1) 根据逐步跳空因子的回测表现显示，因子的 IC 均值为 0.81%，但年化 ICIR 达到了 1.23，月 IC 胜率超过 63%。因子的多空收益率为 5.4%，信息比率为 1.32，整体表现稳定，多头组合未出现明显回撤。
- 2) 因子十分组收益虽然并不十分单调，但多头贡献的收益较为稳定；与主要风格因子相关性低，能够提供更加低相关的特征。

图表11:逐步跳空因子十分组超额收益曲线



资料来源: Wind, 方正证券研究所

3 订单委托数据的分歧刻画与交易端博弈

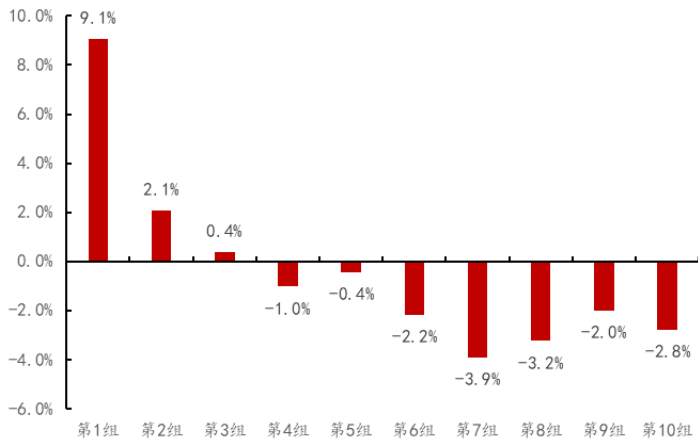
3.1 早盘撤单比例

盘前撤单比例是指9:20前撤回的买卖委托单总量与9:20前累计的买卖委托单总量之比。A股的交易时间可以分为三个阶段:开盘集合竞价阶段(9:15—9:25)、盘中连续竞价阶段(9:30—11:30, 13:00—14:57)和收盘集合竞价阶段(14:57—15:00)。其中,开盘集合竞价又细分为两个时段:9:15—9:20和9:20—9:25。在9:15—9:20阶段,撤单是被允许的,而在9:20—9:25阶段则不再接受撤单。

开盘集合竞价的第一阶段主要是模拟撮合价格,实际并不成交。因此,投资者通常会在9:20前提交挂单,通过观察模拟撮合价格的变化来测试对手盘的挂单价格和委托量,并在此基础上决定是否撤单。基于这一行为模式,我们认为集合竞价第一阶段的撤单比例能够反映市场对价格的预期和投资者的行为动向,因此具有重要的市场信息价值,早盘撤单因子的具体定义如下。

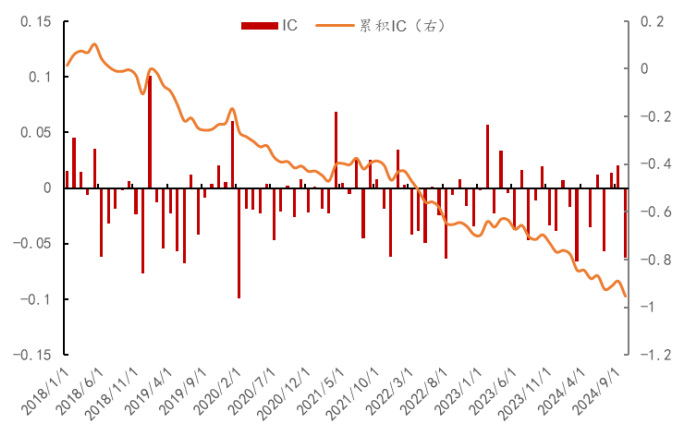
$$Pre_Mkt_Cancel = \frac{\text{9:20 前撤回的买卖委托单总量}}{\text{9:20 前累计的买卖委托单总量}}$$

图表12:Pre_Mkt_Cancel 十分组超额收益 (月频)



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表13:Pre_Mkt_Cancel 因子 IC 统计 (月频)



资料来源: Wind, 方正证券研究所

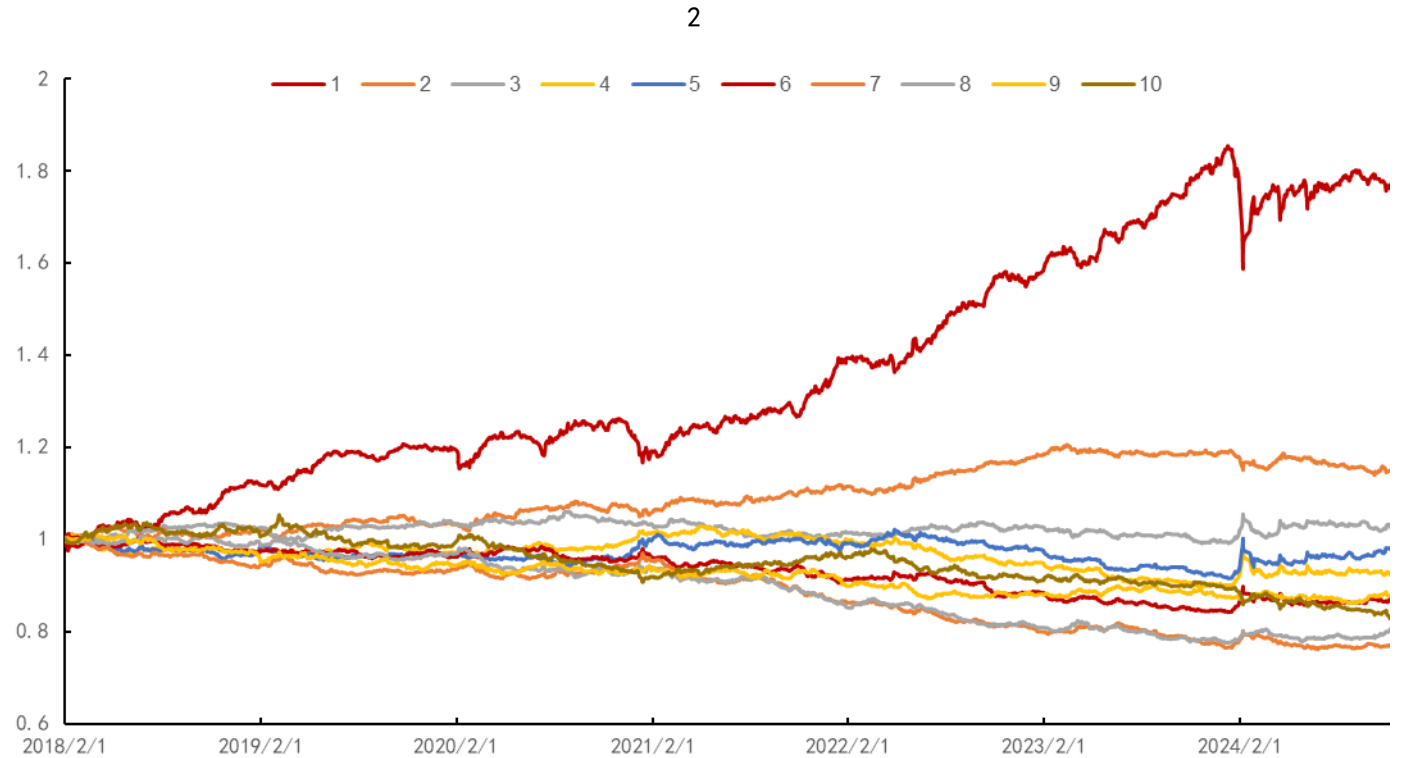
图表14:Pre_Mkt_Cancel 因子全时间段 IC 表现 (月频、2018.1-2024.10)

因子绩效					十分组多空组合表现			
IC均值	IC标准差	ICIR	IC T值	IC胜率	因子年化多空收益率	波动率	最大回撤	信息比率
-1.16%	0.03	-1.15	-3.01	0.60	12.2%	0.06	-11.09%	1.99

资料来源: Wind, 方正证券研究所

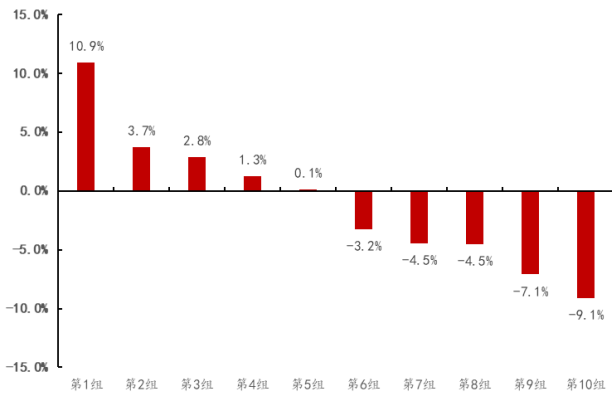
- 1) 根据图表 12-15, 早盘撤单因子的 IC 均值达到-1.16%, 年化 ICIR 达到-1.15, 月 IC 胜率超过 60%; 因子多空收益率达到 12.2%, 信息比率为 1.99, 因子表现稳定性较好, 多头组表现良好, 但是与小市值因子表现出一定的相关性。

图表15:Pre_Mkt_Cancel 因子十分组超额曲线 (月频)



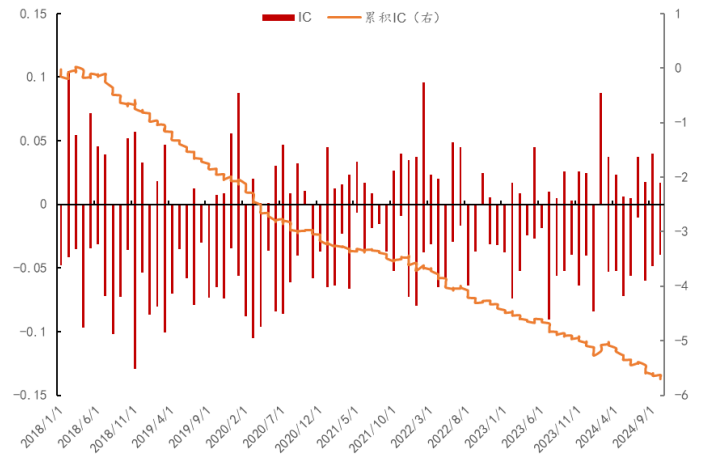
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表16:Pre_Mkt_Cancel 十分组超额收益 (周频)



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表17:Pre_Mkt_Cancel 因子 IC 统计 (周频)



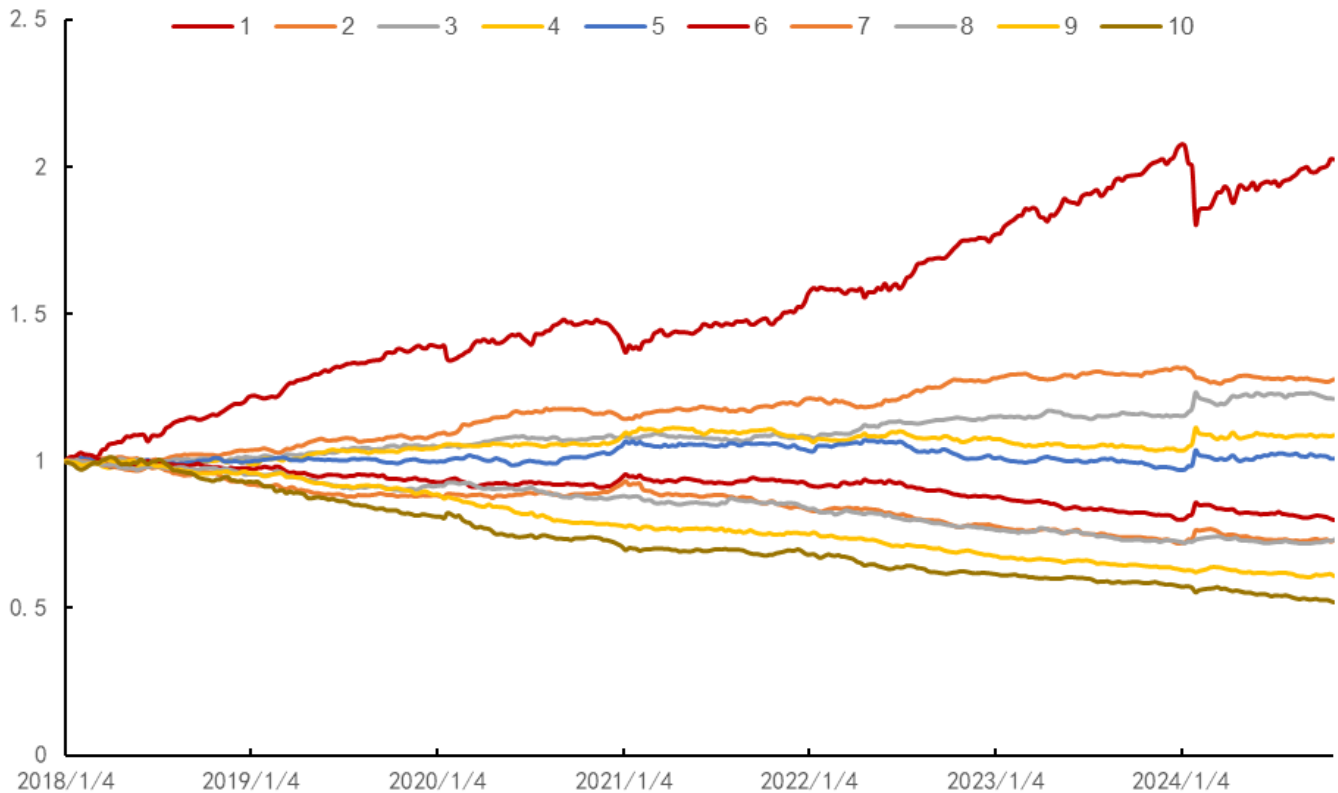
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表18:Pre_Mkt_Cancel 因子全时间段 IC 表现 (周频、2018.1-2024.10)

因子绩效					十分组多空组合表现				
IC均值	IC标准差	ICIR	IC T值	IC胜率	因子年化多空收益率	波动率	最大回撤	信息比率	
-1.72%	0.04	-3.39	-8.54	0.68	21.95%	0.07	9.96%	3.09	

资料来源: Wind, 方正证券研究所

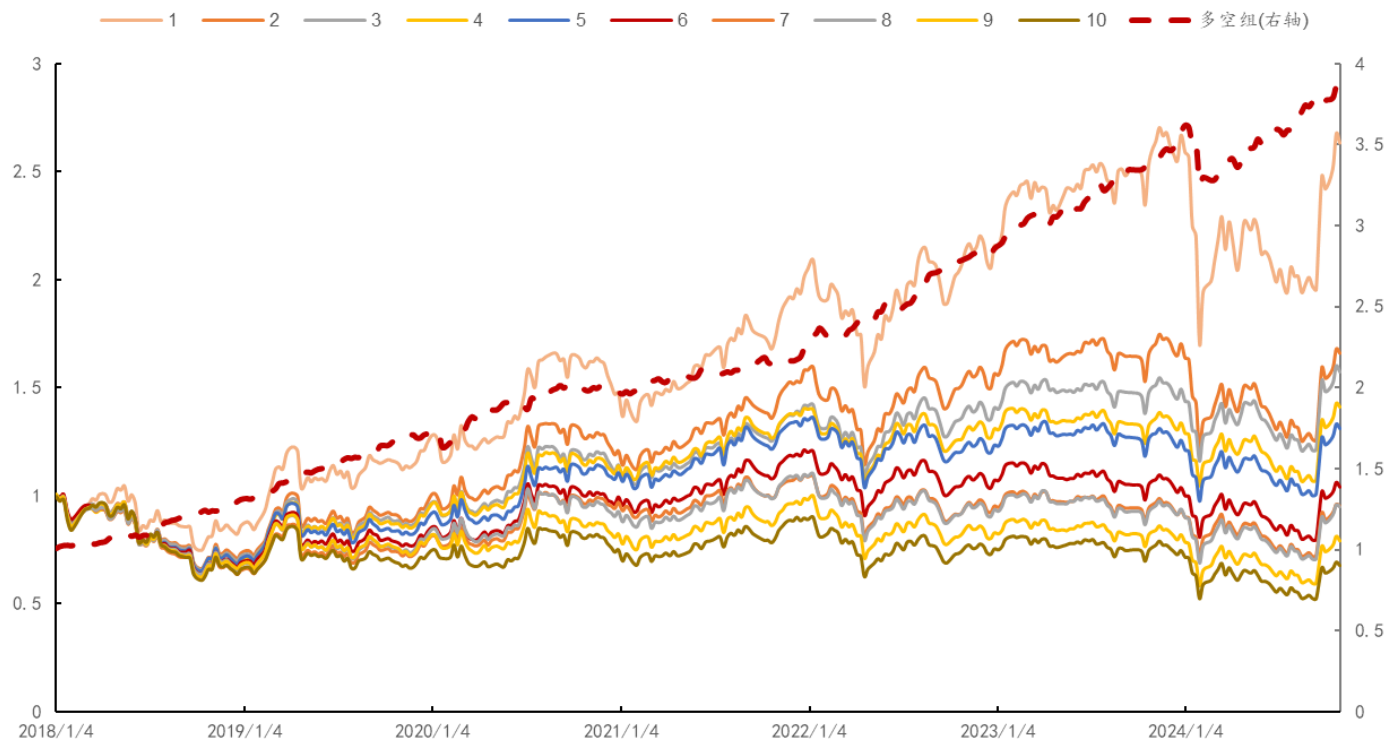
图表19:Pre_Mkt_Cancel 因子十分组超额曲线 (周频、2018.1-2024.10)



资料来源: Wind, 方正证券研究所

- 1) 如图 16-20 所示，早盘撤单因子在周频调仓下的平均 IC 为-1.72%，年化 ICIR 为-3.39，周 IC 的胜率超过 68%；因子的多空收益率为 21.95%，信息比率为 3.09，相较于月频调仓，表现有了显著提升。
- 2) 我们分析了周频调仓相较于月频调仓表现更佳的原因。通常，早盘进行试盘操作的投资者具有较强的投机属性，尤其是“游资”参与较为显著，因此，这类信号的半衰期较短，反映了更高频的市场波动和迅速的市场反应。

图表20:Pre_Mkt_Cancel 因子十分组累积收益曲线（周频、2018.1-2024.10）



资料来源：Wind，方正证券研究所

3.2 早盘撤单比例刻画跳空幅度分歧

盈余公告日的开盘涨跌幅通常反映了市场投资者对公司业绩的认可程度，而这种盈余动量效应往往可以延续一个季度。然而，自 2021 年三季度以来，跳空因子多头组的表现出现回撤，这一节我们尝试从交易端刻画市场对于跳空幅度的分歧。

图表21: 盈余公告日跳空因子、早盘撤单比例计算逻辑流程



资料来源: Wind, 方正证券研究所

通过分析盈余公告日的开盘撤单比例与未来收益率之间的关系。从逻辑上看，开盘撤单比例越高，通常意味着市场对开盘价（即盈余公告跳空因子）的分歧程度越大，而这种不一致性往往预示着股票在未来的收益表现较差。

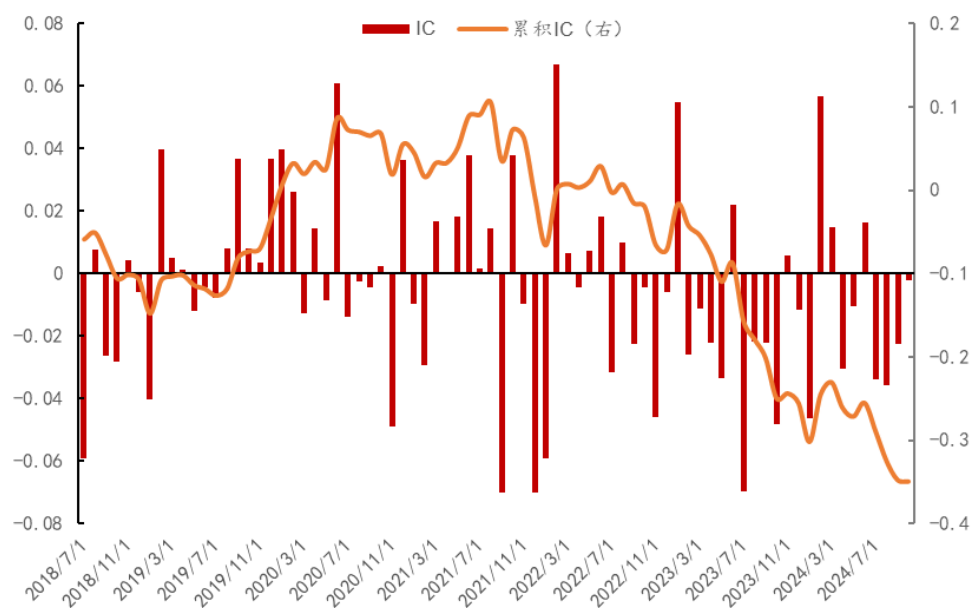
图表22: 盈余公告日跳空因子、早盘撤单因子各个分组回溯区间收益统计（月度平均）

跳空因子\早盘撤单因子	第1组	第2组	第3组	第4组	第5组	第6组	第7组	第8组	第9组	第10组
第1组	-1.4%	0.5%	0.0%	-0.5%	-1.1%	-1.3%	-1.5%	-1.5%	-1.6%	-1.4%
第2组	0.5%	-0.9%	-0.9%	-1.1%	-1.1%	-1.1%	-1.0%	-0.9%	-0.8%	-0.7%
第3组	1.0%	-0.5%	-0.8%	-1.1%	-1.1%	-1.0%	-1.0%	-0.9%	-0.6%	-0.5%
第4组	-0.3%	-0.3%	-0.6%	-0.3%	-1.0%	-0.8%	-0.4%	-1.0%	-0.4%	-0.5%
第5组	-0.4%	-0.5%	-0.4%	-0.8%	-0.7%	-0.9%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.5%
第6组	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.3%	-0.4%	-0.6%	-0.5%	-0.8%	-0.1%	-0.9%
第7组	-0.3%	-0.1%	-0.3%	-0.4%	-0.3%	-0.5%	-0.5%	-0.2%	-0.4%	0.0%
第8组	0.0%	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.5%	0.0%	-0.5%	-0.8%	0.0%	-1.0%
第9组	-0.3%	-0.6%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.6%	-0.6%	-0.7%	-0.7%	-0.4%
第10组	-0.4%	0.1%	0.0%	-0.5%	0.2%	-0.7%	-0.1%	-0.1%	-0.4%	-0.7%

资料来源: Wind, 方正证券研究所

通过结合业绩跳空因子和盈余公告日早盘撤单因子，进行了双十组分组分析，以观察不同因子组合下的未来收益表现。根据图表 22 显示，在大多数跳空因子分组中，早盘撤单因子与未来收益之间存在显著的负相关性，这验证了我们的假设：早盘撤单比例越高，市场分歧越大，未来收益越差。进一步从图表 23 可以看出，这种负相关性在 2021 年中旬之后尤为明显，盈余公告日早盘竞价的撤单比例与未来收益几乎呈完全负相关关系。这表明，撤单比例较高的股票市场对其跳空幅度分歧较大，从而导致未来收益表现较差。

图表23: 盈余公告日早盘撤单比例因子 IC 统计



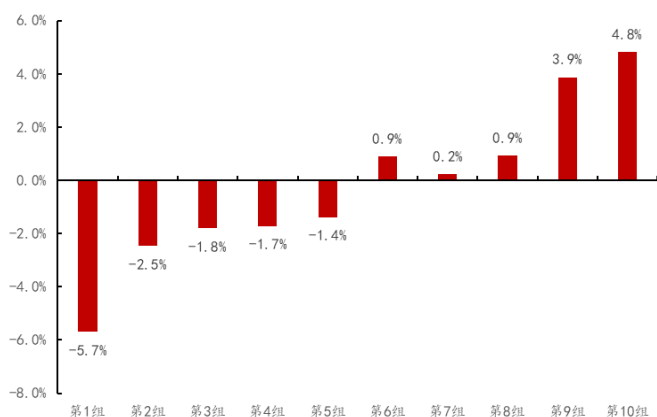
资料来源: Wind, 方正证券研究所

4 跳空博弈因子

在前两章中, 我们基于市场环境的变化, 分析了近年来对估值博弈更加剧烈的市场特征, 并据此构建了“逐步跳空因子”, 以捕捉跳空幅度的边际变化。同时, 我们引入了盈余公告日早盘撤单比例因子, 用于衡量市场对开盘价(跳空因子)的分歧程度, 表征业绩跳空因子的交易端博弈。研究结果显示, 开盘分歧程度越高, 与未来收益呈显著负相关性, 验证了分歧信号的有效性。

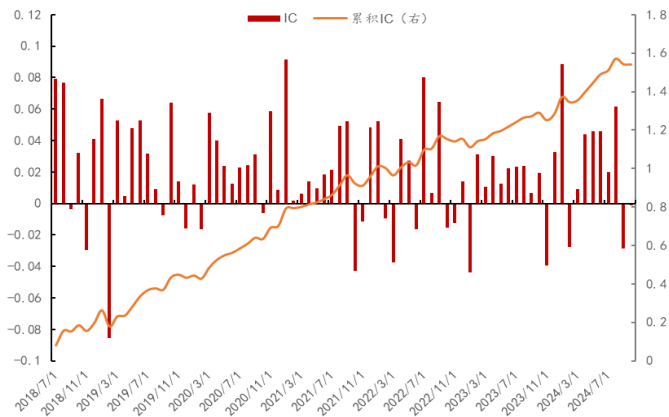
本节中, 我们尝试将原始三个因子(跳空因子、逐步跳空因子和盈余公告日早盘撤单比例因子)进行正交处理以及剥离相关性后, 按照等权合成构建出新的因子, 因为新因子考虑了市场对估值端博弈、交易端博弈、所以命名为“跳空博弈”因子。

图表24: 跳空博弈因子十分组超额收益(月频)



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表25: 跳空博弈因子 IC 统计(月频)



资料来源: Wind, 方正证券研究所

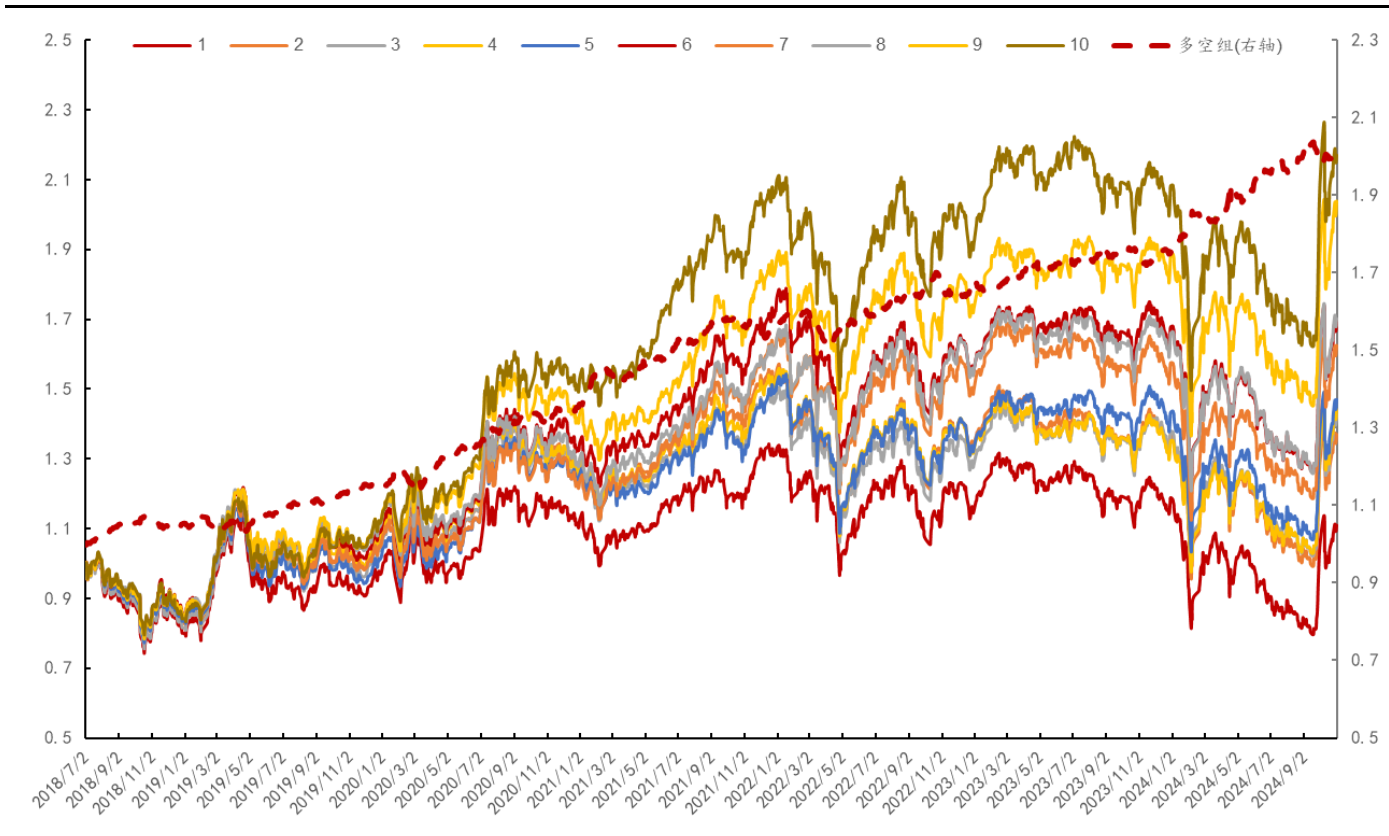
图表26:跳空博弈因子全时间段 IC 表现（月频、2018.7-2024.10）

因子绩效					十分组多空组合表现			
IC均值	IC标准差	ICIR	IC T值	IC胜率	因子年化多空收益率	波动率	最大回撤	信息比率
2.03%	0.03	2.06	5.19	0.75	11.2%	0.05	-5.88%	2.31

资料来源: Wind, 方正证券研究所

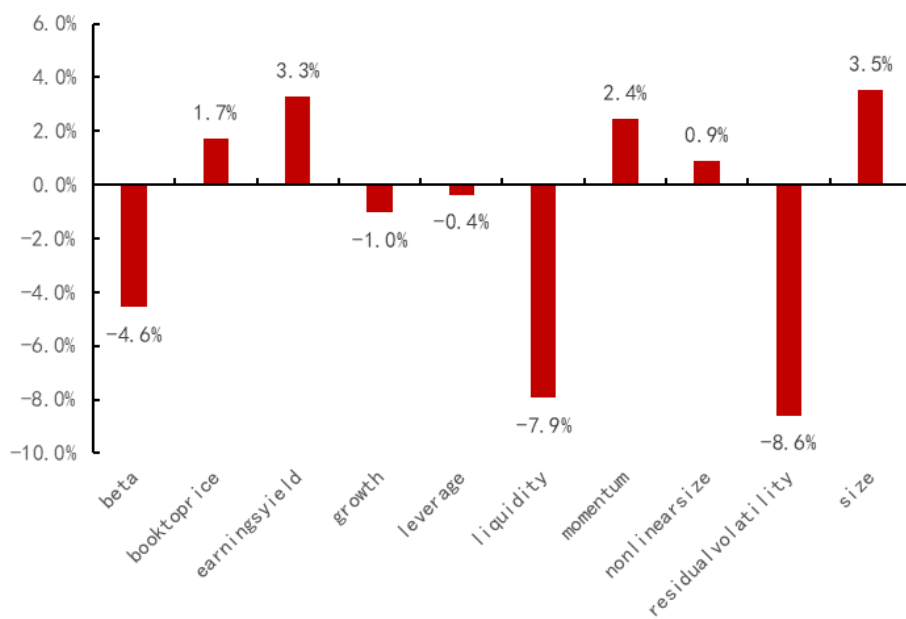
- 1) 如以图表 24-26 所示,在回测区间内,“跳空博弈”因子在月频调仓下的平均 IC 为 2.03%,年化 ICIR 为 2.06,月 IC 胜率超过 75%;因子的多空收益率达到 11.2%,最大回撤仅为 5.88%,信息比率为 2.31。
- 2) 与原始跳空因子相比,“跳空博弈”因子的平均 IC 有所下降,从 2.7%降至 2.03%,但因子多头收益表现显著改善,呈现稳步上行的趋势。同时,因子 IC 的稳定性显著提高,使得年化 ICIR 达到 2.06
- 3) 此外,“跳空博弈”因子与主要风格因子相关性较低,相关系数均在 10%以下,这表明该因子能够为组合和模型提供具有差异化的特征,进一步增强其独立性和有效性。
- 4) 从十分组年度收益来看,我们发现大部分年份收益皆较为单调,因子稳定性强。

图表27:跳空博弈因子十分组累积收益曲线（月频、2018.7-2024.10）



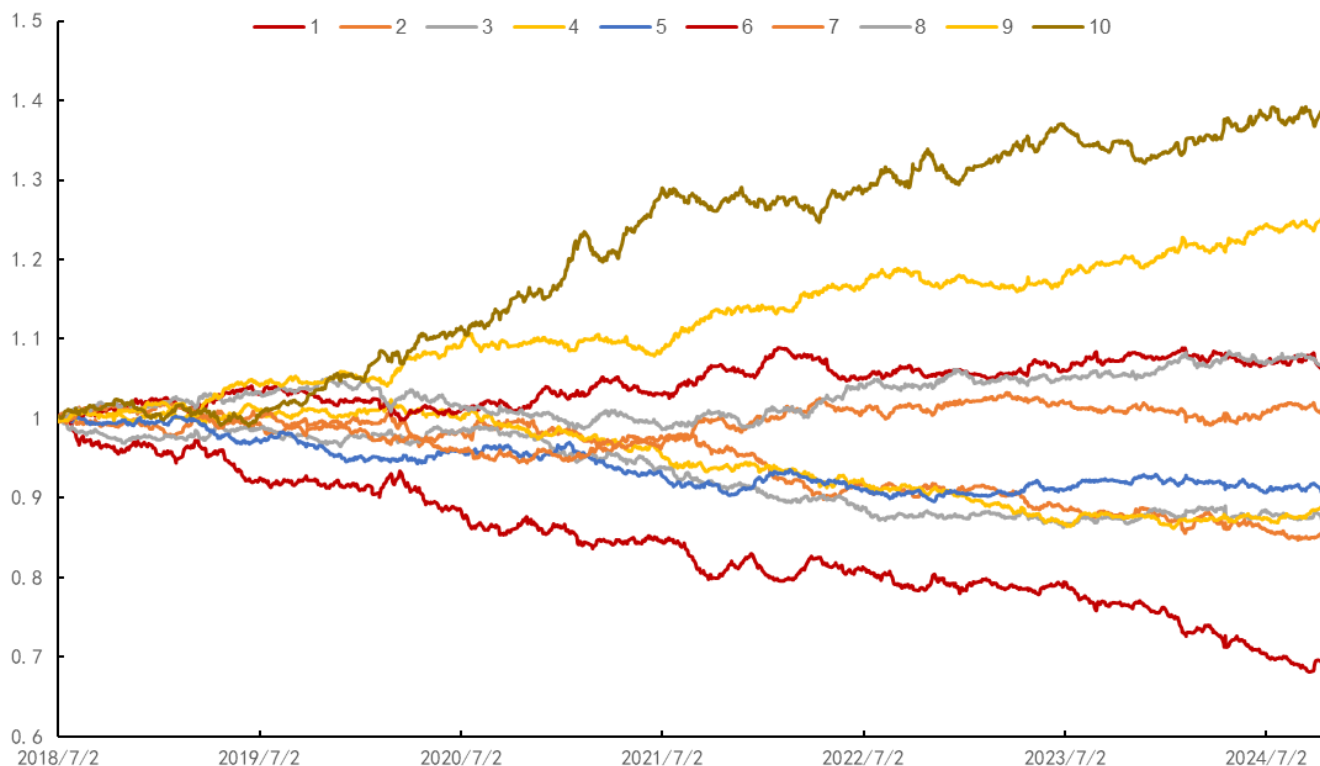
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表28:跳空博弈因子和风格因子之间相关性



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表29:跳空博弈因子十分组累积收益曲线 (月频、2018.7-2024.10)



资料来源: Wind, 方正证券研究所

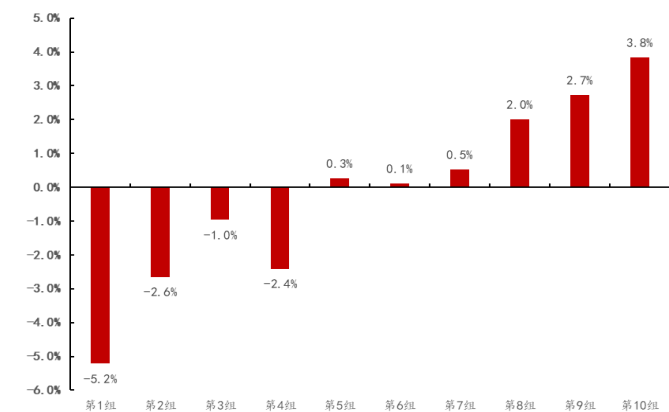
图表30:跳空博弈因子十分组年度收益（月频、2018.7-2024.10）

	第1组	第2组	第3组	第4组	第5组	第6组	第7组	第8组	第9组	第10组
2018	-18.4%	-15.4%	-16.5%	-14.6%	-15.5%	-12.2%	-13.8%	-13.8%	-14.1%	-14.2%
2019	22.1%	29.0%	29.1%	29.0%	24.1%	28.7%	25.7%	33.1%	32.6%	34.0%
2020	13.0%	19.3%	17.5%	18.4%	23.0%	23.4%	14.7%	16.3%	25.7%	33.8%
2021	22.2%	22.5%	22.0%	22.6%	23.7%	31.7%	35.5%	28.4%	33.4%	38.6%
2022	-13.0%	-13.7%	-13.9%	-11.3%	-11.1%	-12.2%	-6.9%	-5.2%	-6.9%	-7.2%
2023	4.2%	4.2%	7.2%	2.7%	8.7%	9.6%	6.5%	8.4%	9.6%	9.8%
2024	-5.5%	0.2%	4.9%	7.0%	2.9%	0.6%	4.3%	3.0%	9.2%	5.6%

资料来源: Wind, 方正证券研究所

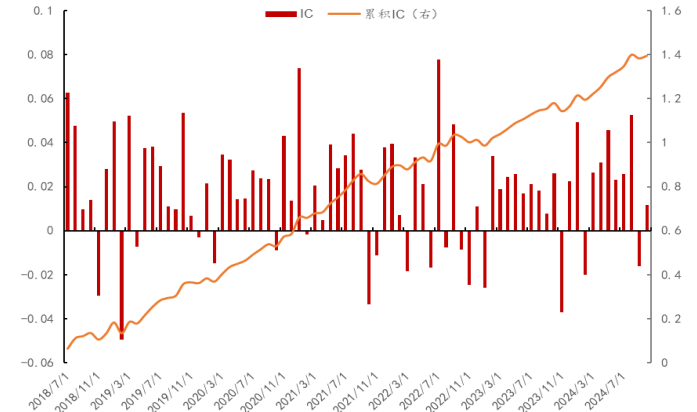
如图表 31-33 所示, 我们进一步剥离了相关风格因子后, 观察了“纯跳空博弈”因子的收益表现。在月频调仓下, “纯跳空博弈”因子的平均 IC 为 1.83%, 年化 ICIR 由 2.06 提升至 2.45, 月 IC 胜率超过 76%; 因子多空收益率达到 9.6%, 最大回撤缩小至-4.46%, 信息比率为 2.28。总体来看, “纯跳空博弈”因子仍然表现优异, 相比于原始因子并未出现显著的衰减, 保持了较高的收益和稳健性

图表31:纯跳空博弈因子十分组超额收益（月频）



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表32:纯跳空博弈因子 IC 统计（月频）



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表33:纯跳空博弈因子全时间段 IC 表现（月频、2018.7-2024.10）

因子绩效					十分组多空组合表现			
IC均值	IC标准差	ICIR	IC T值	IC胜率	因子年化多空收益率	波动率	最大回撤	信息比率
1.83%	0.03	2.45	6.17	0.76	9.6%	0.04	-4.46%	2.28

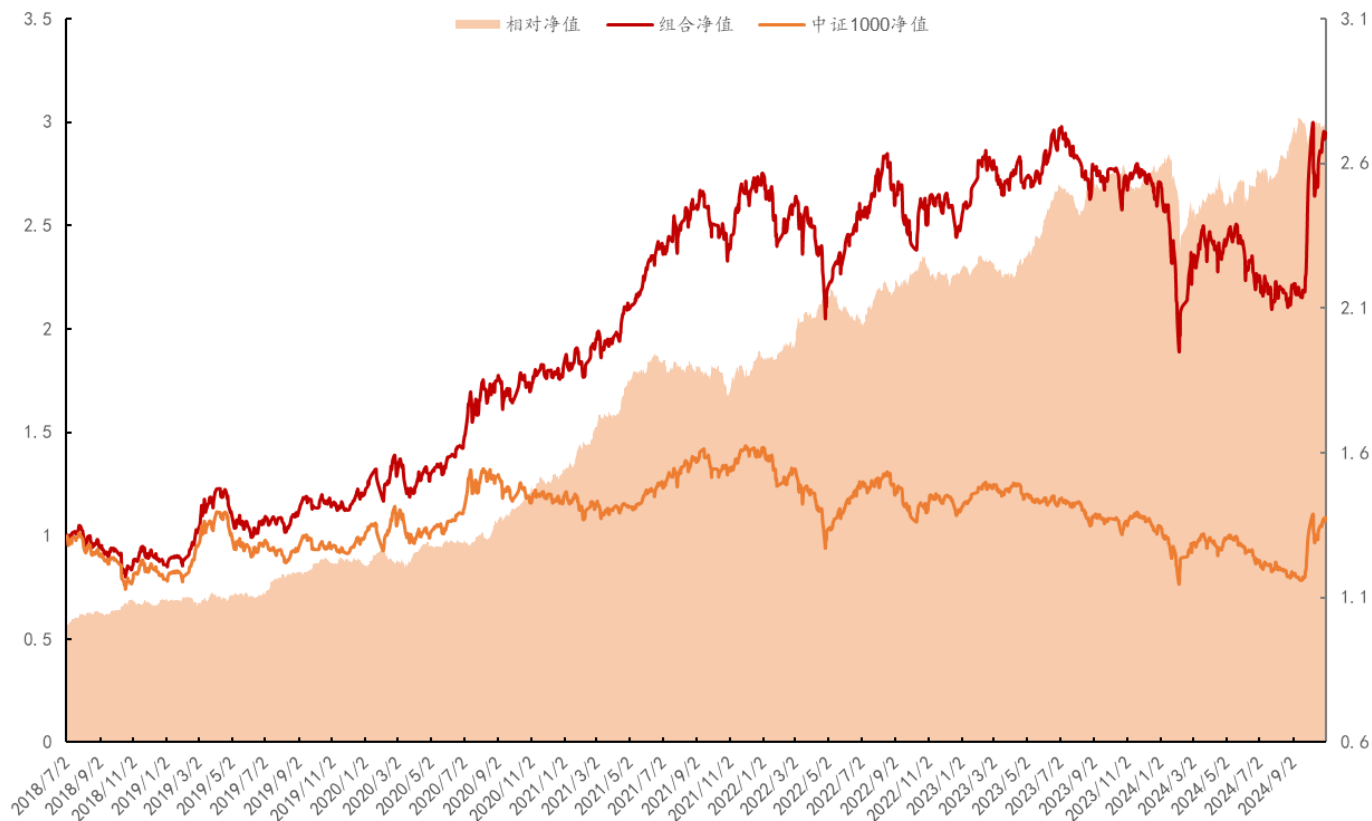
资料来源: Wind, 方正证券研究所

5 组合构建

5.1 “跳空博弈”组合构建

我们每个月底选取“跳空博弈”因子值最大的 50 只股票构建组合，我们称为“跳空博弈”组合，整体持仓市值中位数约为 80 亿，风格接近中证 1000 指数，所以组合的基准为中证 1000 指数。

图表34:跳空博弈组合累积净值曲线（月频、2018.7-2024.10）



资料来源：Wind，方正证券研究所

可以看到跳空博弈组合在回测区间相对于中证 1000 指数长期有稳定超额，年化收益达到 18.9%，超额收益超过 17%，收益波动比为 2.07。

图表35:跳空博弈组合年度收益（月频、2018.7-2024.10）

年份	收益率	波动率	基准收益	超额收益	最大回撤	收益波动比
2018	-13.8%	0.27	-21.0%	7.2%	-24%	-0.51
2019	39.4%	0.25	25.7%	13.7%	-19%	1.50
2020	51.9%	0.27	19.4%	32.5%	-15%	1.91
2021	51.1%	0.19	20.5%	30.6%	-13%	2.64
2022	-9.6%	0.25	-21.6%	12.0%	-24%	-0.39
2023	8.8%	0.16	-6.3%	15.1%	-14%	0.54
2024	8.9%	0.37	3.9%	5.0%	-30%	0.24
合计	18.9%	0.25	1.9%	17.0%	-37%	2.07

资料来源：Wind，方正证券研究所

6 总结

自 2021 年四季度以来，传统的“业绩跳空”因子面临显著挑战。我们认为，“业绩跳空”因子的失效主要源于市场博弈程度的加剧，一方面市场对估值端，另一方面来源于交易端。

我们为估值端博弈构建了逐步跳空因子，在回测区间内的 IC 均值为 0.81%，但年化 ICIR 达到了 1.23，月 IC 胜率超过 63%。因子的多空收益率为 5.4%，信息比率为 1.32，整体表现稳定，多头组合未出现明显回撤。因子十分组虽然并不单调，但多头贡献的收益较为稳定，能够提供更加低相关的特征。

同时为交易端博弈我们构建了早盘撤单比例因子，在回测区间内 IC 均值达到-1.16%，年化 ICIR 达到-1.15，月 IC 胜率超过 60%；因子多空收益率达到了 12.2%，信息比率为 1.99，因子表现稳定性较好。

将原始三个因子（跳空因子、逐步跳空因子和盈余公告日早盘撤单比例因子）进行正交处理以及剥离相关性后，按照等权合成构建出新的因子，为“跳空博弈”因子。“跳空博弈”因子在月频调仓下的平均 IC 为 2.03%，年化 ICIR 为 2.06，月 IC 胜率超过 75%；因子的多空收益率达到 11.2%，最大回撤仅为 5.88%，信息比率为 2.31。进一步剥离了相关风格因子后，“纯跳空博弈”因子在月频调仓下的平均 IC 为 1.83%，年化 ICIR 由 2.06 提升至 2.45，月 IC 胜率超过 76%。

我们每个月底选取“跳空博弈”因子值最大的 50 只股票构建组合，我们称为“跳空博弈”组合，整体持仓市值中位数约为 80 亿，风格接近中证 1000 指数，所以组合的基准为中证 1000 指数。可以看到跳空博弈组合在回测区间对于中证 1000 指数长期有稳定超额，年化收益达到 18.9%，超额收益超过 17%，收益波动比为 2.07。

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：朝阳区朝阳门南大街 10 号兆泰国际中心 A 座 17 层

上海：静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳：福田区竹子林紫竹七道光太银行大厦31层

广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券

长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

网址：<https://www.foundersc.com>

E-mail：yjzx@foundersc.com