

交易咨询资格号：  
证监许可[2012]112

金融工程  
专题报告

2024 年 8 月 28 日

### 分析师

**分析师：杨旻**

期货从业资格：F03096114

交易咨询资格：Z0020184

**分析师：时翔宇**

期货从业资格：F03104321

交易咨询资格：Z0019649

**联系人：李开来**

期货从业资格号：F03124866

**联系电话：**021-61625026

**邮箱：**ztqh\_sh@163.com

**客服电话：**400-618-6767

### 报告概述

- 异质期望是资产定价领域研究的重要课题，投资者由市场信息产生异质期望，通过交易行为体现出来，最终反映在价格中。异质期望目前在学界没有公认完善的指标，经常被使用的换手率和波动率也只能反映最终达成交易的投资者的意见分歧程度（Garfinkel, 2009），并没有将观望型意见分歧纳入统计。本文研究构建观望因子，用于表征市场投资者意见分歧所产生的观望行为特征，研究该因子与品种未来收益率的关系，并开发单因子中频多空对冲截面策略。
- 回测显示，观望因子在四年样本区间的年化收益为 7.05%，年化波动为 5.57%，夏普比率为 1.09，最大回撤为 -4.97%。该因子为正向因子，即当观望型意见分歧产生之后，资产价格走势或许延续当前运动趋势。
- **风险提示：**基于历史数据研究总结的相关规律未来可能存在失效的风险。

### 中泰期货研究所



### 中泰期货服务号



## 观望因子构建

### ——多因子选期系列研究之三十五

#### 一、观望因子构建思路

- 传统资产定价模型假设所有投资者对于同一种资产未来收益的预期相同，然而在现实市场中，投资者往往存在意见分歧，这样的意见分歧就是异质期望。异质期望如何影响资产价格是一项重要课题，**这一课题研究的焦点在于，市场中投资者意见分歧的增大是否产生溢价。**（王硕等，2016）
- 目前，学界没有公认的完善的异质期望衡量指标。分析师预测结果主要是分析师的观点，较难表征市场整体状况；**换手率和波动率也只能反映最终达成交易的投资者的意见分歧程度（Garfinkel, 2009），并没有将未达成交易投资者的意见分歧纳入统计。**
- 那么，投资者持“观望”态度是否是意见分歧的一种表现形式？当市场成交持仓均比较低迷甚至下降时，如前期卖出开仓者平仓其持有的空头合约，或前期买入开仓者也开始大量地平仓其持有的多头合约，而其他投资者却普遍持观望态度，此时品种持仓量、成交量均下降，投资者交易观点很不明确（在当前市场行情或价格区间下未能做出关于走势的明确判断）或者不愿意表达自己的观点，我们认为这也是意见分歧的一种特殊表现形式。值得注意的是，此时品种走势往往沿着投资者平仓方向运动，那么在“观望”状态下品种价格走势是否有相应的规律呢？

#### 二、观望因子构建方法

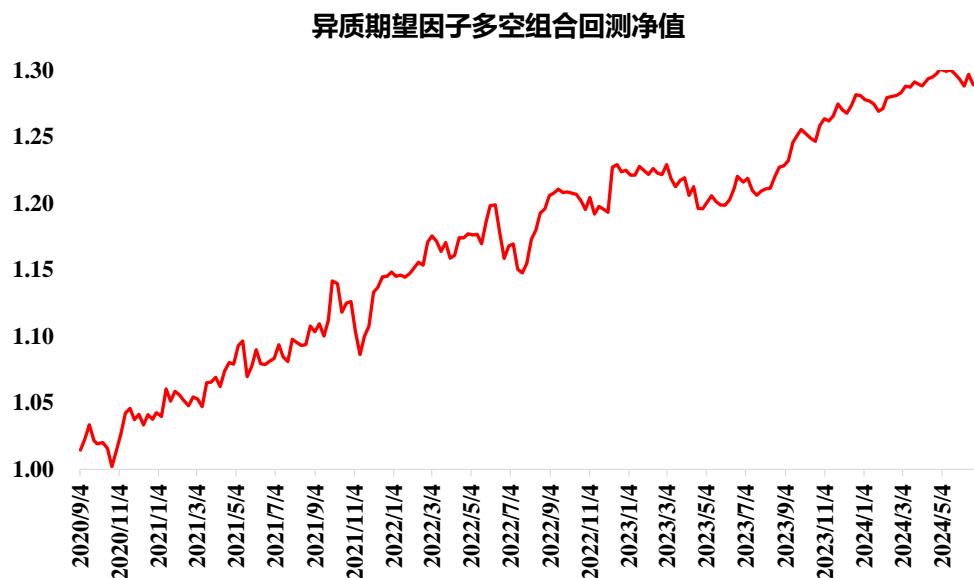
- 基于学术界和实务界讨论成果，本文研究构建观望因子，表征市场投资者意见分歧所产生的观望行为特征，研究该因子与品种未来收益率的关系，并且基于该因子开发中频多空对冲截面量化策略。
- **第一步：样本数据整理。**本研究选取 33 个在 2018 年 5 月 14 日之前上市且流动性相对较好的商品期货品种作为因子构建样本，样本覆盖能源化工产业链、黑色产业链、贵金属、有色金属以及农产品大类。
- **第二步：观望因子构建。**在 T-n 期至 T 期内，我们可以求得单品种测试

样本价格涨跌幅、成交量变动幅度、持仓量变动幅度等指标数值，对这些指标的组合能够体现投资者意见分歧所产生的观望行为。由于这些指标数值存在正负值，用统计方法对各指标线性组合无法获取单因子测试的单调序列，故我们对上述指标采用综合判定方法合成观望因子。本部分仅对白名单用户开放，如需查看因子计算完整过程及参数细节、因子代码，请联系中泰期货对口销售或研究所，开通 ZHONGTECH 策略平台权限。

### 三、观望因子回测表现

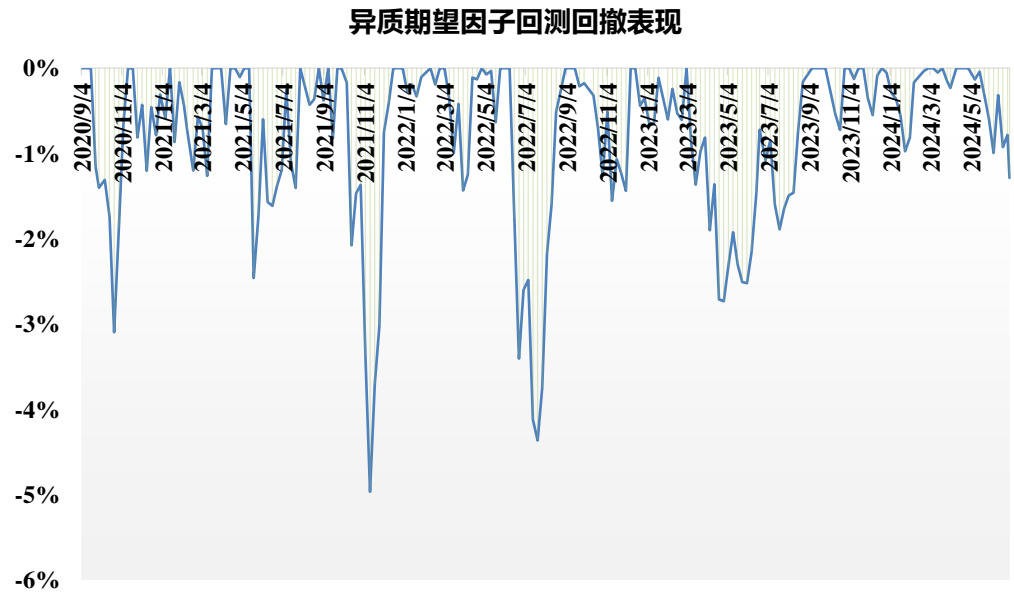
- 本研究对观望因子进行单因子测试，测试方式为排序法，周度调仓，建仓成本未考虑保证金占用情况（即在回测中去除杠杆）。回测样本区间为 2020 年 7 月 1 日至 2024 年 7 月 1 日，测试期货品种共 33 个。因子多空组合回测净值如图表 1 所示，回撤表现如图表 2。

**图表 1：观望因子多空组合回测净值表现**



来源：同花顺 iFinD，中泰期货研究所整理

**图表 2：观望因子多空组合回测回撤表现**



来源：同花顺 iFinD，中泰期货研究所整理

- 由图表 1 和图表 2 所示，基于观望因子开发的单因子策略回测表现较为稳定，因子在四年样本区间回测年化收益为 7.05%，年化波动为 5.57%，夏普比率为 1.09，最大回撤为-4.97%。从因子效力发挥情况看，本研究构建的观望因子与期货品种未来收益率存在正相关关系，即当观望型意见分歧产生之后，资产价格走势或许延续当前运动趋势。

#### ■ 参考文献：

- [1] 刘凤珠，闵超，文国权. 基于市场资金流向分析的商品期货量化交易策略[J]. 中国证券期货, 2023, (06): 44-51.
- [2] 王硕，李鹏程，杨宝臣. 基于指令驱动市场 EKOP 模型的异质期望研究[J]. 管理科学, 2016, 29(03): 123-135.
- [3] Garfinkel J A. Measuring Investors' Opinion Divergence[J]. Journal of Accounting Research, 2009, 47(5): 1317-1348.

- **风险提示：**基于历史数据研究总结的相关规律未来可能存在失效的风险。

## 免责声明：

中泰期货股份有限公司（以下简称本公司）具有中国证券监督管理委员会批准的期货交易咨询业务资格（证监许可〔2012〕112）。本报告仅限本公司客户使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的交易建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的知识产权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何方式进行复制、传播、改编、销售、出版、广播或用作其他商业目的。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为中泰期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。