

# 市场下行风险监测：投资者结构平衡度

## 核心观点

行情终结内因之一是投资者结构失衡。本文定量描述了投资者结构平衡度指标。经实证，指标对市场下行风险预警效果良好。

指标成功在 2021 年核心资产行情和 2023 年小市值行情反转前发出预警。预警后 120 交易日，各宽基指数平均跌幅为 6.41%；预警后 60 交易日，各万得一级行业平均跌幅为 3.67%。

### □ 行情终结的内因是投资者结构失衡

当投资者对资产的预期高度一致，并迅速在市场上交易这些预期时，持有反向预期的投资者数量以及反向市场的流动性都会减少，市场供需失衡导致市场价格快速运动。一致预期实现或者落空，投资者会平仓自己的交易（兑现收益或认错止损）。由于缺乏反向流动性的支撑，市场投资者结构失衡，微观结构恶化，资产价格快速向反方向运动，行情终结。

### □ 投资者结构平衡度的量化表达

长期来看，股票收益率呈类似正态分布的钟形曲线（尖峰肥尾，有偏）。如果短期收益率分布与长期分布大幅偏离，则认为出现了投资者结构失衡的现象。这种偏离可以用 K-S 统计量衡量。用风险调整后收益给 K-S 统计量赋予方向，得到投资者平衡度的量化表达。

### □ 指标能有效对市场风险进行预警

对历史进行回溯，从上证 50 至中证 2000，指标能对不同市值风格的宽基指数发出预警信号。对预警阈值进行敏感性测试，预警的成功率和阈值高低呈线性关系，未发生异常跳跃或极端值。

### □ 存量市场下，指标有效性更强

存量市场下，指标预警到行情见顶平均间隔为 8 个自然日，期间收益率小于 0。

增量市场下，长短期收益率分布偏离可能更加持续。指标预计到行情见顶间隔平均间隔为 30 个自然日，期间可能存在大幅正收益。因此，指标需要配合成交量信息共同使用。

### □ 风险提示

模型风险：由于模型构建、参数估计、假设条件及其应用等方面存在的不确定性或错误，导致模型预测结果与实际情况产生显著偏离。

历史数据不代表未来：市场和环境随时间变化，历史数据不能完全代表未来趋势，尤其当市场结构、政策环境或投资者行为发生突变时，基于历史数据训练的模型可能失效。

分析师：陈奥林

执业证书号：S1230523040002  
chenaolin@stocke.com.cn

分析师：陆达

执业证书号：S1230524070003  
luda@stocke.com.cn

### 相关报告

- 1 《盈利预期见底，开启底部布局》 2024.07.07
- 2 《养殖行业有望二次上行》 2024.07.07
- 3 《哑铃失衡，胜率优于赔率》 2024.07.02

## 正文目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 1 投资者结构失衡是行情反转内因之一 .....    | 4  |
| 2 投资者结构平衡度的量化表达 .....       | 5  |
| 3 应用：市场风险预警 .....           | 7  |
| 3.1 宽基指数风险预警 .....          | 7  |
| 3.2 板块预警 .....              | 11 |
| 4 存量市场下，指标更有效 .....         | 12 |
| 4.1 增量资金市场容易错过行情 .....      | 12 |
| 4.2 增量市场滞后见顶，存量市场同步见顶 ..... | 13 |
| 5 结论 .....                  | 14 |
| 6 风险提示 .....                | 15 |
| 参考文献 .....                  | 16 |

## 图表目录

|                                                                         |    |
|-------------------------------------------------------------------------|----|
| 图 1: 市场风格切换复盘 (2019 年 1 月至 2024 年 5 月)                                  | 4  |
| 图 2: 沪深 300 长、短期收益分布偏离 (左: 2019-01~2021-02; 右: 2020-12~2021-02, 白马行情高潮) | 5  |
| 图 3: KS 检验示意图                                                           | 6  |
| 图 4: 收益不确定性逻辑图                                                          | 6  |
| 图 5: 沪深 300 走势与信号                                                       | 7  |
| 图 6: 沪深 300 择时策略净值                                                      | 7  |
| 图 7: 中证 1000 走势与信号                                                      | 8  |
| 图 8: 中证 1000 择时策略净值                                                     | 8  |
| 图 9: 中证 2000 走势与信号                                                      | 8  |
| 图 10: 中证 2000 择时策略净值                                                    | 9  |
| 图 11: 预警日 $t$ 日至 $t+500$ 日, 宽基指数平均净值                                    | 9  |
| 图 12: 指标阈值与准确率呈线性关系 (横轴为阈值, 纵轴为准确率)                                     | 11 |
| 图 13: 预警日 $t$ 日至 $t+500$ 日, 万得一级行业平均净值                                  | 12 |
| 图 14: 万得全 A 走势与信号                                                       | 12 |
| 表 1: 指标预警后宽基指数收益                                                        | 9  |
| 表 2: 指标敏感度分析                                                            | 10 |
| 表 3: 预警后板块收益                                                            | 11 |
| 表 4: 增量市场与存量市场, 指标预警后万得全 A 收益率                                          | 13 |
| 表 5: 增量环境下, 市场见顶滞后                                                      | 13 |
| 表 6: 存量环境下, 市场同步见顶                                                      | 13 |

## 1 投资者结构失衡是行情反转内因之一

一段行情的终结或反转，往往源自于投资者结构的失衡。

当投资者对资产的预期高度一致，并迅速在市场上交易这些预期时，持有相反观点的投资者数量以及流动性都会减少，投资者结构失衡。投资者结构失衡导致资产供需失衡，使得资产价格单边快速上涨或者下跌，价格可能显著偏离资产的内在价值。

当资产价格大幅偏离其内在价值时，原本的一致预期可能会转变为反向一致预期。在资产价格快速上涨的情况下，如果投资者的预期得到实现，且价格显著高于价值，投资者会选择获利了结。若预期未能实现，则投资者可能会重新评估并决定是继续持有还是卖出。在这两种情况下，主动卖盘往往超过主动买盘，导致行情发生反转，进入下跌趋势。相反，在价格下跌的情况下，价格可能显著小于价值，如果投资者的一致预期得以实现，利空因素被消化，市场迎来困境反转，主动买盘会逐渐超过主动卖盘，使行情企稳或反转。以上几种情况，原本的一致预期可能演变为反向一致预期，且由于交易对手的缺失，资产供需继续失衡，直至价格回到价值中枢，形成新的平衡。

在反向一致预期的市场格局下，资产价格较脆弱，小规模交易也可能引发价格的大幅波动。外部因素，如经济数据发布、财务数据、市场传言或意外事件，都可能成为触发市场反转的催化剂。一旦市场出现反转信号，剩余的投资者可能会迅速调整头寸，导致价格急剧下跌（如果之前的预期过于乐观）或上涨（如果之前的预期过于悲观）。

在 A 股市场，由投资者结构失衡引发的行情反转并不罕见。历史上多次重大市场波动之前，都出现了这种失衡。例如，2021 年 2 月，“茅行情”的突然瓦解导致了市场风格由大向小再平衡；2023 年 11 月，小市值股票的风格调整逐步发酵，最终在 2024 年 2 月引发了小市值股票的流动性困局。

综上所述，关键在于通过对投资者结构平衡度的量化分析，来确定投资结构的状态，并评估投资者结构失衡到何种程度后，行情可能走到尽头或发生反转。

图1： 市场风格切换复盘（2019 年 1 月至 2024 年 5 月）



以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/645043001001011243>