



A股 Smart Beta 月度报告

2019年7月

研发机构：**财新智能贝塔**


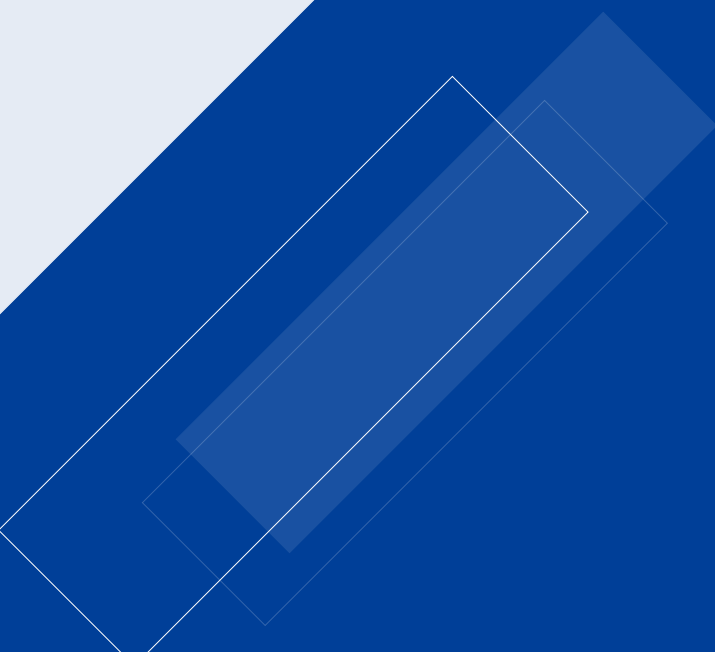

引言

夏秋繁花尽落，果实成熟之际，紫薇花适时开放了，以大片灿烂的紫色弥补爱花人的遗憾。紫色一向被视为尊贵、高贵的象征。紫薇花除了它美丽的颜色，还以花期长而深受人们喜爱，宋人杨万里因而有诗赞曰：“似痴如醉丽还佳，露压风欺分外斜。谁道花无红百日，紫薇长放半年花。”

我们对A股上市公司的中长期发展前景坚定乐观，并看好具备高质量发展特征的上市公司会在未来长期跑赢。A股市场7月受二季度经济数据表现疲软和科创板资金分流效应的共同影响，回落后呈窄幅震荡走势。8月初美方再度挑起贸易摩擦，市场情绪急转而下，上证综指进一步向下探底。后续我们将继续关注经济基本面数据变化、国家结构性改革与金融市场开放进度和外部金融风险事件，密切跟踪A股市场走势的变化和转机。

通过建立透明有效的因子分析机制，我们的长期目标是基于坚实的因子分析和行为金融理论，将国际领先的量化分析与中国经济运行规律的本地洞察相结合，帮助A股投资者获得长期超额收益。





因子数据分析

A 股 Smart Beta 月度报告

数据基于 2019 年 7 月 1 日 -2019 年 7 月 31 日

- Smart Beta 因子 2019 年 7 月月度分析
- 高质量动态多因子策略月度报告
- 附录：1、10 个风格因子的 55 个独立指标的收益表现
2、风格因子定义



智能贝塔分析

- 我们筛选并关注十组已被理论研究和投资实践采用的风格因子，并以此搭建了 A 股市场的因子模型，这十类因子包括了财务、交易及行为偏好的有效信息。
- 我们分析了 A 股 2019 年 7 月的风格因子的短期表现，以及因子过去 12 个月的累计绩效和相关性分析。
- 股票空间：以 A 股流通市值排名前 300 的股票池作为股票空间，它们覆盖了 A 股市场 64% 的可投资市值并且是机构投资者持仓的主要标的。
- 在每月月初，我们用排序后的股票构建投资组合计算指标收益，每个指标的收益是用因子指标排名前 33% 的股票减去后 33% 的股票的相对收益。

2019 年 7 月 因子表现回顾

所用相对收益率为多空组合的对数绝对收益率

01

因子指标分类框架

我们将中国A股市场的因子分为三个大类，分别是成长类(进取型)因子、行为类(中性)因子和价值类(防御型)因子。长期来看，这些因子在A股都能取得高于市值加权型组合的超额收益，所以也被称为智能贝塔因子。

- **进取型因子**：金融风险、经营质量、创新研发
- **中性因子**：外部融资、动量、流动性（低）
- **防御型因子**：估值、投资质量、会计质量、低风险

然而A股市场风格多变，受金融环境、参与者、投资工具的影响，A股市场的投资风格往往只持续半年到一年的时间，一味坚持单个因子风格可能会带来难以预料的风险和回撤，通过有效的多因子Smart Beta策略能够顺应市场风格变化，达到更高的收益风险比。

- 在市场风险情绪乐观（Risk on），流动性边际改善的时候，进取型因子往往能够取得最大的超额收益；
- 在市场避险情绪高涨（Risk off），流动性逐步变差的时候，防御型因子往往能够取得较为优秀的收益；
- 中性因子通过捕捉市场上各类投资者的行为偏差获利，几乎不受市场风格影响，只要市场上的散户和机构仍然表现出类似的行为特征，那么在不同的宏观市场环境中，行为因子都能够取得绝对收益。

02

因子相关性

风格因子相关性矩阵 (数据基于 2018.07.31 至 2019.07.31)

	金融风险	金融风险											
进取型	经营质量	0.81	经营质量										
	创新研发	0.43	0.35	创新研发									
中性	外部融资	0.11	0.17	-0.07	外部融资								
	动量	-0.26	-0.29	-0.15	0.04	动量							
	流动性	-0.62	-0.61	-0.09	-0.03	0.16	流动性						
防御型	会计质量	-0.35	-0.25	-0.27	0.42	0.07	0.32	会计质量					
	投资质量	-0.56	-0.72	-0.45	0.22	0.15	0.53	0.55	投资质量				
	低风险	-0.77	-0.70	-0.59	0.16	0.21	0.66	0.49	0.75	低风险			
	估值	-0.86	-0.65	-0.51	0.12	0.24	0.60	0.54	0.60	0.88	估值		

风格因子分类:

类别	因子	指标
成长	金融风险	现金资产比
		长期负债净资产比
		偿债备付率
		长期负债比率
	经营质量	总资产毛利润率
		净资产税前利润率
		营运质量
		去除存货收入增长
		净经营资产收入率
		ROA
		ROE
	创新研发	净经营资产利润率
		创新能力
		平均研发强度
		研发净利润偏差
研发费用市值比		
行为	外部融资	研发费用收入比
		研发费用资产比
		债务增长率
	动量	五年发行增长
		净外部融资
		净股票发行
		一年发行增长
	流动性	年度高位
		60 天动量
		120 天动量
	短期反转	
	平均换手率	
	平均成交量	
	市值	

类别	因子	指标
价值	估值	总资产市值比
		账面市值比
		现金市值比
		现金流市值比
		五年期现金流市值比
		盈利收益率
		五年期盈利收益率
		长期反转
		五年期收入市值比
		收入市值比
	股息率	
	五年平均股息率	
	投资质量	异常资本支出
		总资产增长率
		净资产增长率
		股权分配利润
		存货增长率
	会计质量	未实现现金流总资产比
		净经营性长期资产占比增长率
		经营营运资本总资产比
		经营营运资本净利润比
	低风险	残差方差
		半方差
		波动率
		经营杠杆



2019年7月风格因子绩效分析

7月国家统计局公布的二季度经济数据整体回落,虽有6月数据短暂反弹,但持续性备受市场怀疑,下半年经济受内外需疲软、中美贸易摩擦加剧等预期因素影响,下行压力仍在。7月下旬科创板鸣锣开盘,分流效应明显,吸引大批资金关注。8月伊始,中美贸易局势再度拉紧,8月1日特朗普宣布对中国加征关税、8月5日美财政部将中国列为“汇率操纵国”,带动全球股市波动加剧。

上证综指7月震荡下跌1.56%。本月经营质量因子表现最优,录得所有因子中最高的0.34%的相对收益,进取型因子表现优于中性因子和防御型因子。

风格因子2019年7月表现
(数据截至2019.07.31)

		7月	过去12个月收益	夏普比率 (过去12个月)	波动率 (过去12个月)
进取型	金融风险	-0.08%	0.05%	-0.20	7.19%
	经营质量	0.34%	-6.26%	-0.70	11.07%
	创新研发	0.09%	-3.28%	-0.90	5.30%
中性	外部融资	-0.08%	2.00%	0.25	2.02%
	动量	-0.32%	0.41%	-0.22	4.88%
	流动性	-0.39%	2.24%	0.12	6.03%
防御型	会计质量	-0.17%	4.23%	0.69	3.98%
	投资质量	-0.47%	5.91%	0.86	5.13%
	低风险	-0.21%	5.54%	0.34	11.95%
	估值	-0.34%	3.22%	0.17	10.00%

全球降息周期启动,中美贸易局势再度紧张

7月18日,韩国、南非、印尼、乌克兰四个国家在一天之内先后宣布降息。7月31日,美联储宣布降息25个基点,鲍威尔表示,降息是经济周期中期的调整,并非长期降息周期的开始。但随后澄清,称降息不一定是一次性的事件,显示了美联储今年再次降息的可能性。在美联储降息四小时内,已有巴西、阿联酋、巴林和沙特等四国跟随降息,全球降息潮起。紧随降息消息,特朗普宣布将于9月1日对剩余3000亿美元中国输美商品加征10%的关税,标普500由降息带动的上涨转为下跌,市场恐慌情绪急剧升高,全球股市震荡加剧。

经济数据整体不佳,房地产融资再调控

7月财新中国制造业PMI录得49.9,高于6月0.5个百分点,仍处于荣枯分界线以下,同时7月财新中国服务业PMI降至51.6,为近五个月新低,在制造业景气回升的带动下,中国经济表现略有改善,但可持续性仍待观察。企业投资意愿偏弱与居民需求不足的情况并存,实体经济仍存下行压力。根据国家统计局8月9日

公布的数据显示,7月CPI同比上涨2.8%,为2018年3月以来最高;PPI同比下降0.3%,2016年9月以来首次同比负增长,通胀与通缩担心并存,再加上人民币兑美元汇率破7,央行政策空间受到挤压。7月银保监会信托部约谈警示了十家信托公司,要求控制房地产信托业务规模和增速。年中政治局会议首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”,展示了我国政府的政策定力。

MSCI二次扩容落地,扩大开放有望提升A股对外资吸引力

7月国务院金融委办公室发布11条扩大金融业对外开放措施,当前A股估值整体处于较低区间,扩大金融业对外开放有望提升A股对外资的吸引力。7月陆股通净流入超162亿,与6月相比大幅回落。8月MSCI如期宣布A股第二步扩容计划:260只现有的中国大盘股纳入因子将从10%提升至15%,此外8只中国A股将以15%的纳入因子加入。紧随其后的富时罗素指数、标普道琼斯指数的生效扩容以及纳入A股计划都显示外资流入A股规模逐步提升是大势所驱。个股相关性指标(Correlation)7月至8月上旬持续在低位运行,显示市场行情分化,短时间内难以走出强势行情,预计在弱势修复趋势中,以高经营质量、高投资质量等为核心的质量因子,仍然会在8月份表现优异。

个股相关性指标(Correlation)变化趋势 ((2019.02.01-2019.08.08))

— 流通市值前300股票收益的月度平均相关性



数据来源Data Source: 财新Caixin, Wind

中美贸易摩擦已经进入一个长期的动态博弈的过程,经过一年多的反反复复,投资者对中美之间博弈的认识愈加深入,对情绪面的影响逐渐减弱。但资产价格对企业基本面的影响仍未全面反映,未来随着中美贸易摩擦的深入,出口链企业受到的影响将逐步显现。近期,房地产融资渠道收紧,年中政治局会议再次强调“房住不炒”,政策的收紧将影响房地产及其相关行业,使三季度经济承压。

中美贸易摩擦是压力也是动力,国内对结构性改革和金融市场对外开放的支持力度也越来越强,在此过程中,拥有持续稳定盈利能力和健康安全财务杠杆的各行业龙头企业将脱颖而出。长期来看,货币政策支持适度宽松,市场结构化改革持续推进,将进一步提振投资者信心、提高市场效率,推动经济健康向上发展,帮助股市由“牛短熊长”逐步向“长期慢牛”转变。

高质量动态多因子策略

高质量动态多因子策略的投资主题是中国A股高质量因子组合,设计目标是立足于智能贝塔的因子分析原理,系统性地捕捉A股市场的长期收益来源,运用中国本地化的风险因子指标,动态调整大类因子风险暴露,控制组合风险。

净值走势 (2018年5月1日设立以来):

高质量动态多因子策略表现 (2018.05.02-2019.08.01)



数据来源Data Source: 财新Caixin, Wind

截至 2019 年 8 月 1 日 August 1st, 2019	高质量动态多因子策略 Quality Leaders	沪深 300 SHSZ300	+/-
1M	-2.02%	-2.05%	0.03%
3M	4.57%	1.17%	3.40%
6M	26.08%	18.40%	7.68%
1Y	13.84%	8.20%	5.64%
YTD	34.42%	26.59%	7.83%
年化收益 (2018.5 以来)	11.93%	1.05%	10.88%
夏普比率 (过去 12 个月)	0.50	0.28	0.22
波动率 (过去 12 个月)	24.56%	23.70%	0.87%

数据来源Data Source: 财新Caixin, Wind *收益率以开盘价计算

*创立日期2018年5月1日

**策略不是投资产品,投资者不可以直接投资于策略表现,概不能保证策略在任何时候都将跑赢市场,非市值加权可能会跑输市值加权指数或其他基准,甚至可能会持续较长一段时间。由于策略设计方法偏重特定的因子暴露,可能会非有意地导致投资组合集中于某些特定行业。

- 投资空间: 以沪深市场流通市值前 300 为股票池,策略有着与沪深 300 类似的市值规模和平均投资容量。
- 股票和权重集中度: 高质量因子策略由 80 只左右的股票构成,为了足够的分散度,权重前十大股票总权重不超过 25%。
- 波动特征: 通过低风险因子管理波动风险,目标是达到比沪深 300 更低的波动率。

01
策略特征

截至 2019 年 8 月 1 日 August 1st, 2019	高质量动态多因子策略 Quality Leaders	沪深 300 SHSZ300	+/-
股息率 Dividend Ratio (%)	2.11	2.44	(0.33)
市盈率 (P/E)	17.91	13.23	4.68
价格 / 现金流量 (P/CF)	16.83	6.61	10.22
市净率 (P/B)	3.68	1.54	2.14
流动比率 (Liquidity Ratio)	1.55	1.24	0.32

数据来源 Data source: Bloomberg

02
高质量动态多因子策略表现分析

7月初的因子调整中,我们继续保持了质量因子和金融风险因子的暴露,但由于小市值因子的拖累,七月高质量多因子策略小幅下跌2.02%,单月跑赢沪深300指数0.03%.

截至8月1日,策略组合比沪深300拥有更高的流动比率,同时保持合理的股息率、市盈率、价格/现金流量和市净率,这符合我们的研究成果——在市场震荡整理阶段,代表具有良好的财务质量和盈利能力的上市公司的高质量因子表现优异,是市场波动、投资者回归理性的过程中最为合意的避风港。(参考我们的研究报告:《[A股牛熊启示录——Smart Beta多因子分析](#)》)

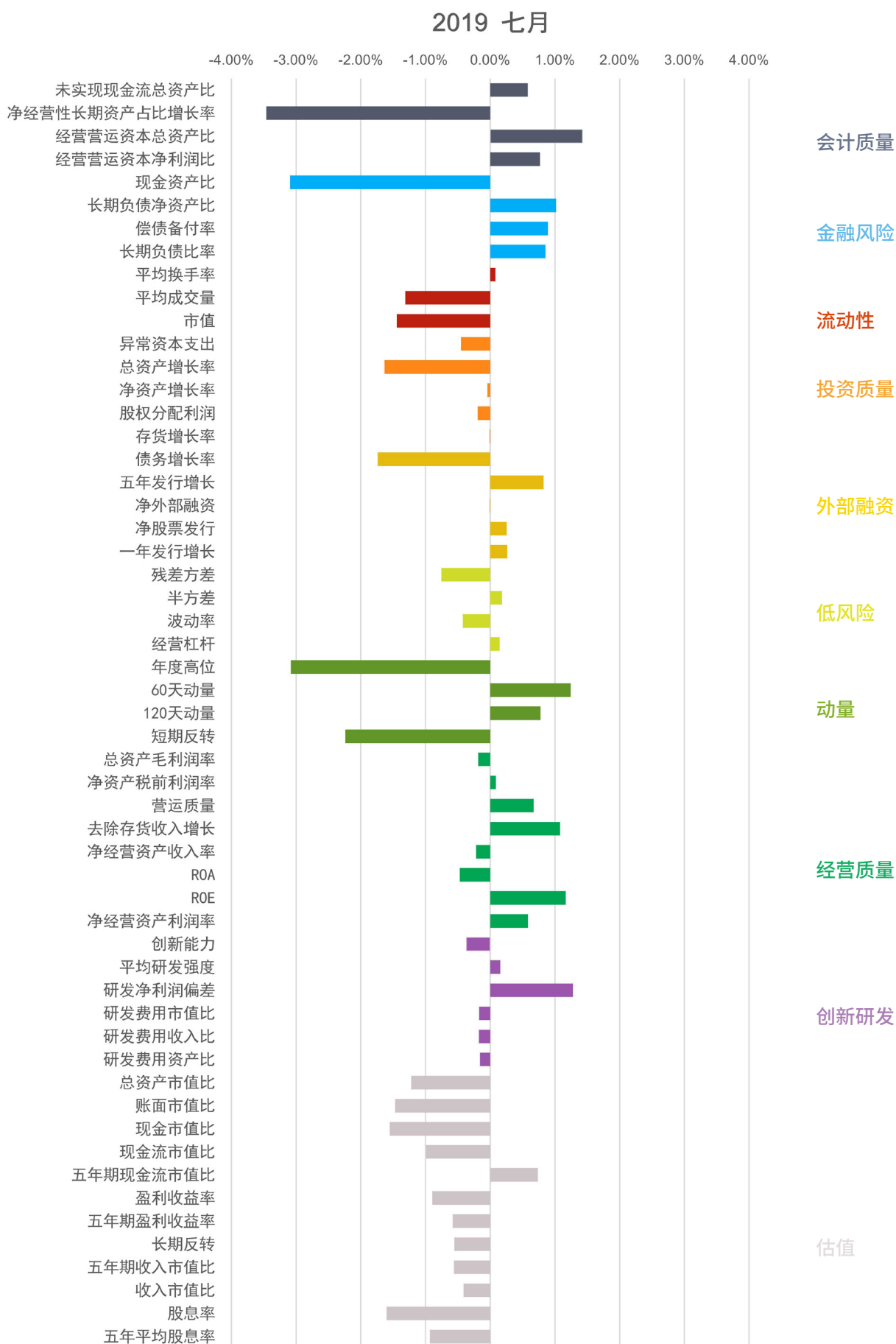
去年5月初推出高质量多因子策略以来,通过对于市值因子、质量因子、低风险因子等A股长期有效的系统性回报因子的暴露,高质量多因子策略通过每月初调仓,动态暴露于稳定的多因子收益来源,取得了11.93%的年化收益,大幅战胜同期市值单因子的沪深300价格收益达到年化10.88%,同时一年历史波动率24.56%,与沪深300指数相当。



8 月高质量动态策略前 20 大权重股票名单

证券代码	证券简称	证券代码	证券简称
002001.SZ	新和成	603866.SH	桃李面包
002007.SZ	华兰生物	000596.SZ	古井贡酒
000661.SZ	长春高新	600009.SH	上海机场
600161.SH	天坛生物	601100.SH	恒立液压
300347.SZ	泰格医药	603899.SH	晨光文具
300015.SZ	爱尔眼科	300124.SZ	汇川技术
600867.SH	通化东宝	002032.SZ	苏泊尔
300142.SZ	沃森生物	300144.SZ	宋城演艺
600763.SH	通策医疗	002179.SZ	中航光电
002294.SZ	信立泰	300408.SZ	三环集团

附 1: 细分 55 个指标, 详细展示 10 个因子 2019 年 7 月的表现



附 2: 风格因子定义

名称	定义	超额收益来源
会计质量	当会计事项有不同的处理方法可供选择时,尽可能选择更为严格的方法,不得少计负债及费用,多计资产或收益。	因子原理是会计计量健康、保守的公司相比计量夸大、激进的公司表现更好,超额收益来源于普通投资者只关注企业的总收入高低,而聪明的投资者则仔细分析各个分项信息。
金融风险	企业可能丧失偿债能力的风险及股东收益的不确定性。	原理是偿债能力好、财务健康的公司相比偿债能力差的公司表现更好。公司的财务状况和经营水平紧密相连,金融风险因子和经营质量因子有强正相关关系。
流动性	股票在市场中快速按照公允价值交易变现的难易程度。	在经济增速放缓和投资者风险厌恶增加时,投资者对频繁交易、换手率高的股票的热情降低。
投资质量	衡量企业投资能力和资本实际投资活动的水平。	相比于低投资企业,投资者对高投资企业的成长期望一般过大,很有可能高估对方股价,即投资者对公司的投资行为反应过度。
外部融资	衡量企业股权外部融资活动的变化情况。	体现了在经济增速放缓的时期,投资者对企业盲目增发股票,导致股票价格变动的风险厌恶。
低风险	波动率、贝塔值、半方差较低的股票。	大部分因子都被投资者用来提高资产组合的收益,低风险因子的构建原理是为了降低组合的风险。 原理是散户投资者的行为偏差导致他们频繁买卖“明星股”,这些股票的高波动性会导致后期收益不佳,而价格波动较低的股票往往伴随着较为稳定的收益和较低的风险,在市场下行时,该因子往往表现较好。
动量	延续过往高收益或低收益趋势的股票。	动量效应是指股票未来表现与其过去的表现有一定的相关性,股票的价格有延续原来运行方向的趋势,因此股票收益可以根据该股过去的收益进行预测。 动量效应主要是因投资者对新消息反应不足造成的。
经营质量	企业财务健康(尤其是资产负债表稳健),盈利能力强,并拥有可持续的竞争力。	从风险角度解释,持续稳定盈利是企业增长源动力,但是高盈利的企业和行业也往往伴随着高风险。此外,投资者的投机心理使其容易追逐热点题材股而非真正识别财务健康,盈利能力佳的股票,导致此类股票产生超额收益。
创新研发	企业研发投入的相对程度,一定程度上体现了企业未来创造价值的能力。	投资者往往给予创新研发投入高的企业更高的期待,但当企业实际发展情况达不到预期时,就会带来股价波动的风险。
估值	估值偏低的股票长期表现优于估值偏高的股票。	投资者容易追涨杀跌,在市场向好时,投资者往往过度关注股票价格增长,而忽略其内在价值,当市场转向时,股票价格低于其基本价值的股票会受到追捧。主要原因是人们往往对负面消息反应过度,导致相关股票发生超卖,从而使低估值股票的内在价值和价格发生背离,为价值投资者创造超额收益机会。

获取更多信息，敬请联络：

阮伟佳

电话：13564580486

邮箱：weijiaruan@caixin.com

关于我们

财新智能贝塔专注系统性Smart Beta因子数据分析，同时财新和锐联财智联合推出一系列财新锐联智能投资指数，为广大机构投资者提供优质的指数投资工具。

免责声明

财新数据科技有限公司(“财新数据”)将本着专业、负责的态度，努力确保所提供数据的准确性和可靠性，但并不对此予以担保。本文件不构成投资建议，不是购买或销售的要约，亦不作为您投资判断、参考的决策依据。任何人因该等数据不准确、缺失或因依赖其任何内容而造成的任何损失和损害，财新数据概不承担任何责任(无论其为侵权、违约或其他责任)。

财新数据并未就数据及/或本文件中的任何信息做出过任何明示或暗示的声明或保证，包括对其准确性、完整性、及时性、特定目的的适用性、安全性及非侵权等的保证。任何人因上述信息不准确、缺失或因依赖其任何内容而造成的任何损失和损害，财新数据概不承担任何责任(无论其为侵权、违约或其他责任)。