



# A股 Smart Beta 月度报告

---

2019年9月

研发机构：**财新智能贝塔**



## 引言

十月深秋，百花凋零，而芙蓉拒霜怒放。芙蓉花因光照强度不同，颜色一日三变，其娇艳之姿，令人新奇喜爱。《古诗十九首》中有：“涉江采芙蓉，兰泽多芳草。”白居易诗曰：“莫怕秋无伴愁物，水莲花尽木莲开。”木芙蓉不只有观赏价值，花叶皆可入药，《本草纲目·木芙蓉》篇，说其皮可为索，花叶可入药，治疗痈疽肿毒恶疮殊有神效，妙不可言。

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9月受中美贸易摩擦影响，指数先涨后跌，沪深300指数9月微涨0.39%，上证综指9月收盘上涨0.66%。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。

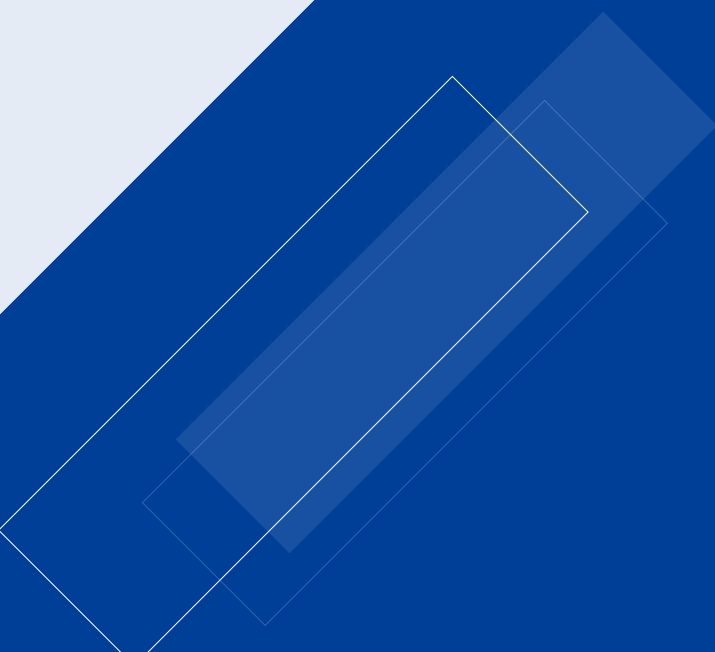



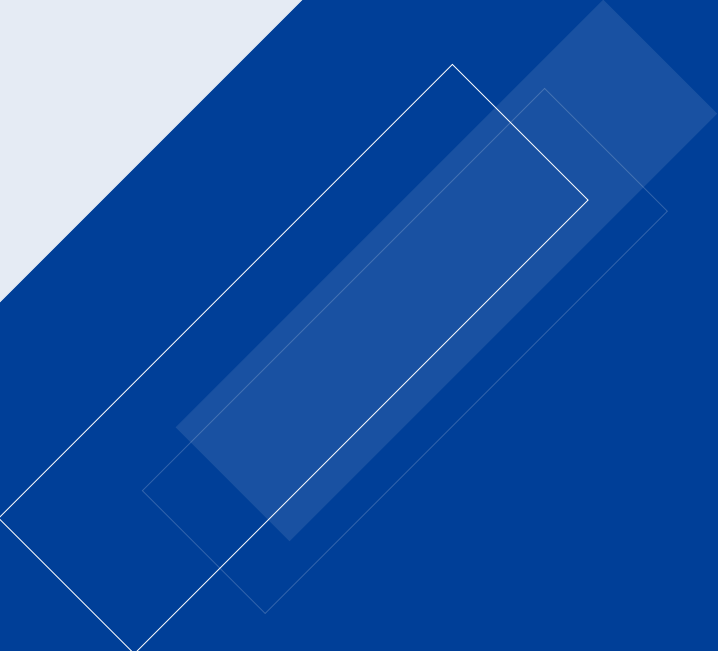



# 因子数据分析

## A 股 Smart Beta 月度报告

数据基于 2019 年 9 月 1 日 -2019 年 9 月 30 日

- Smart Beta 因子 2019 年 9 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 9 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 9 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

### 因子溢价与因子择时

我们能够从直观逻辑出发得到经济增速或通胀会对股票或债券市场会产生什么样的影响。然而基本面因子、估值因子或是行为因子呢？变量主要与宏观经济活动有关，无论是国际还是国内，都已经有许多试图将因子溢价与宏观经济模型联系起来的尝试。这里存在的一个问题是相关研究资料较少，例如因子与宏观经济如何相互作用？宏观经济会如何影响因子？同时由于不同的因子彼此之间的弱相关甚至可能是负相关的，它们面对的风险可能是完全不同的。

海外市场的相关研究给我们提供了一定的借鉴,一些研究者(Asness, Moskowitz 和 Pedersen (2013) 以及 Baker 和 Wurgler (2008))认为,美国市场的价值因子收益与流动性风险,情绪指标有显著的正相关关系。即当流动性风险更高、情绪高涨或经济放缓时价值因子收益会更高。当非流动性风险较高和情绪高涨时,防御因子的收益更高,动量因子与经济增速放缓指标负相关。另外,研究者也对预期的经济变量对因子溢价的预测能力展开研究。

我们试图通过从中国当期所有可得的宏观经济活动指标数据中筛选分析,构建了中国经济活动指标(Economic Activity Indicator),以期捕捉短期数据趋势。同时,我们对金融变量,构造了融资条件指标(Financial Conditions Indicator),以此对因子表现进行前瞻判断。

我们所采用的经济变量指标的发布频率都不低于月度,充分考虑了不同数据公布时间后,我们在每个月末以已公布的最新数据计算经济活动和融资条件指标,判断下一个月的周期状态,并以此为依据调整动态多因子在高质量多因子组合中的权重暴露。

借鉴海外的宏观因子择时周期划分,我们也以融资条件和经济活动两个指标的不同状态组合将周期分为四段:

周期信号	融资条件指标 (Financial Conditions Indicator,FCI)	经济活动指标 (Economic Activity Indicator,EAI)
收缩	融资条件紧缩	经济活动景气低
复苏	融资条件宽松	经济活动景气低
繁荣	融资条件宽松	经济活动景气高
放缓	融资条件紧缩	经济活动景气高

数据来源Data Source: 财新Caixin

过去60个月历史周期信号及我们对10月的周期状态预测:

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2014								繁荣	放缓	放缓	放缓	收缩
2015	收缩	复苏	复苏	复苏	繁荣	繁荣	繁荣	繁荣	繁荣	繁荣	繁荣	繁荣
2016	复苏	复苏	复苏	复苏	繁荣	繁荣	繁荣	繁荣	放缓	放缓	繁荣	繁荣
2017	繁荣	繁荣	繁荣	放缓	繁荣	繁荣	繁荣	繁荣	繁荣	繁荣	繁荣	繁荣
2018	放缓	放缓	收缩	放缓	放缓	放缓	放缓	放缓	放缓	收缩	收缩	收缩
2019	收缩	收缩	复苏	复苏	繁荣	繁荣	繁荣	繁荣	繁荣	繁荣		

数据来源Data Source: 财新Caixin

过去60个月,中国的因子周期和对应的因子平均收益如下:

过去 5 年	月份数	低估值因子	高质量因子	低波动因子
收缩	14	-0.73%	0.70%	-1.13%
复苏	19	-0.67%	0.93%	0.06%
繁荣	14	2.02%	-0.52%	3.08%
放缓	13	0.99%	1.04%	1.65%

数据来源Data Source:财新Caixin

03 因子相关性

风格因子相关性矩阵 (数据基于 2018.09.30 至 2019.09.30)

进取型	金融风险	金融风险								
	经营质量	0.80	经营质量							
	创新研发	0.40	0.28	创新研发						
中性	外部融资	0.18	0.26	-0.13	外部融资					
	动量	-0.23	-0.29	-0.08	0.01	动量				
	流动性	-0.58	-0.52	-0.09	0.02	0.13	流动性			
防御型	会计质量	-0.36	-0.24	-0.27	0.34	0.01	0.26	会计质量		
	投资质量	-0.57	-0.72	-0.40	0.12	0.12	0.46	0.51	投资质量	
	低风险	-0.74	-0.61	-0.63	0.17	0.13	0.64	0.46	0.68	低风险
	估值	-0.84	-0.61	-0.52	0.05	0.18	0.58	0.52	0.58	0.88

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	
	投资质量	股息率	
		五年平均股息率	
		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
低风险	经营营运资本净利润比		
	残差方差		
	半方差		
	波动率		
	经营杠杆		



03

## 2019年9月风格因子绩效分析

本月创新研发因子表现最优, 录得所有因子中最高的1.02%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9月表现  
(数据截至2019.09.30)

	9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	0.62%	5.73%	0.60	7.02%
	经营质量	0.39%	2.38%	0.08	10.69%
	创新研发	1.02%	0.16%	-0.23	5.75%
中性	外部融资	-0.40%	1.43%	-0.03	2.10%
	动量	0.14%	1.18%	-0.06	4.94%
	流动性	-0.51%	-0.81%	-0.38	6.02%
防御型	会计质量	-1.09%	0.12%	-0.35	3.98%
	投资质量	-1.06%	-0.14%	-0.33	4.94%
	低风险	-2.67%	-7.33%	-0.74	11.99%
	估值	-0.92%	-8.97%	-1.07	9.76%

### 全球经济前景未明, 宽松预期继续上升

10月1日ISM公布了9月美国PMI为47.8, 远低于预期值50.5, 连续2个月位于萎缩区间, 并创出了2009年6月以来的新低。欧洲整体疲软, 英、法两国9月PMI不及预期, 德国9月PMI虽高于预期, 但仍大幅低于前值, 欧元区的制造业PMI创下2012年10月以来的最低水平。**欧美多项经济数据不及预期, 投资者对于经济下行风险的担忧加剧, 全球央行的宽松政策大概率将继续加码。**全球经济度过10年复苏后再度迎来挑战, 经济前景并不明朗。

### CPI抑制宽松预期, 市场风格不确定性加大

9月30日公布的9月财新中国制造业采购经理人指数 (PMI) 录得51.4, 较8月上升1个百分点, 连续三个月回升; 10月8日公布的9月财新中国通用服务业经营活动指数 (服务业PMI) 录得51.3, 较8月回落0.8个百分点, 为七个月新低。9月中国经济内需改善, 但受汇率波动、劳动力和原材料成本影响, 企业信心受压。9月CPI同比上涨 3%, 创2013年11月以来最大涨幅。9月PPI同比下降 1.2%, 创2016年7月以来最大降幅。**CPI数值超出市场此前预期, 市场担忧通胀快速上行可能会对后续货币政策形成抑制, 因此市场的风险偏好逐步下行。**国家统计局公布的6%的三季度GDP, 引发市场对经济下行的担忧, 10月陆续集中发布的三季报, 后续的政策面、资金面和外部风险的变化, 将综合决定后续市场的风格走势。

### 陆股通9月继续净流入, 个股相关性指标低位运行

9月, 国际两大指数——富时罗素指数、标普道琼斯指数的生效扩容以及纳入A股计划吸引大量被动资金流入A股, 北上资金9月全月净流入约659亿元。个股相关性指标 (Correlation) 8月下旬至9月下旬持续低位运行, **在9月16日创下今年2月以来的最低点(0.2363)**, 投资者系统性风险偏好降低, 行情持续分化。

个股相关性指标 (Correlation) 变化趋势 (2019.02.01-2019.10.08)

— 流通市值前300股票收益的月度平均相关性



数据来源Data Source: 财新数据Caixin Data

**10月, 中美新一轮贸易谈判释放出积极的信号, 但经过一年多的反复, 中美贸易战的影响对市场情绪面的冲击力度已经大幅减弱, 而其对中国经济基本面的负面影响仍将持续释放。** 短期来看, 9月开户数创年内新低, 货币政策受到通胀和外汇的掣肘后续放松空间有限, A股市场可能面临短期波动。

10月, MSCI宣布将在11月份的半年度评估中把符合条件的上海科创板股票纳入MSCI全球可投资市场指数 (GIMI), 外资流入A股趋势不改, A股在国际大类资产中仍具显著性价比。减税降费降低企业成本, 行业集中度上升意味着小企业将市场份额让予大企业 (大部分是上市公司), 上市公司盈利边际有望得到改善, 支撑A股中长期走势。资本市场地位提升, 政策环境不断完善, 科创板等重大制度改革也将为市场带来新的活力, 稳定、繁荣、健全的资本市场投资体系正在确立。中长期来看, A股市场稳中求进的趋势仍在。

## 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 (2018.05.02-2019.10.08)



数据来源Data Source: 财新Caixin, Wind

截至 2019 年 10 月 8 日 October 8th, 2019	高质量动态多因子策略 Quality Leaders	沪深 300 SHSZ300	+/-
1M	0.63%	0.39%	0.24%
3M	2.18%	-2.07%	4.25%
6M	4.49%	-2.12%	6.61%
1Y	24.95%	13.60%	11.35%
YTD	40.19%	26.57%	13.62%
年化收益 (2018.5 以来)	13.58%	0.90%	12.68%
夏普比率 (过去 12 个月)	1.01	0.53	0.48
波动率 (过去 12 个月)	23.26%	22.93%	0.33%

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 10 月 8 日 October 8th, 2019	高质量动态多因子策略 Quality Leaders	沪深 300 SHSZ300	+/-
股息率 Dividend Ratio (%)	2.05	2.43	(0.39)
市盈率 (P/E)	19.62	13.14	6.48
价格 / 现金流量 (P/CF)	16.89	7.39	9.50
市净率 (P/B)	3.71	1.56	2.14
流动比率 (Liquidity Ratio)	1.53	1.22	0.31

数据来源 Data source: Bloomberg

02  
高质量动态多因子策略表现分析

9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,得益于进取型因子表现优于中性因子和防御型因子,9月高质量多因子策略上涨0.63%,单月跑赢沪深300指数0.24%。10月初,我们观察到市场的风格发生了转变,我们将加大防御型因子在组合的暴露,力争在变化的市场中帮助投资者获取长期稳定的超额收益。

截至10月8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](#)》),近期我们将推出质量因子的专项报告,深入分析质量因子的研究理论、收益来源、历史表现和因子特性。

在去年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13.58%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12.68%,同时一年历史波动率23.26%,与沪深300指数相当。



### 10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
000538	云南白药	600332	白云山
600406	国电南瑞	000333	美的集团
300124	汇川技术	600660	福耀玻璃
600741	华域汽车	601318	中国平安
002032	苏泊尔	601225	陕西煤业
600271	航天信息	600398	海澜之家
600104	上汽集团	600519	贵州茅台
600036	招商银行	600690	海尔智家
002024	苏宁易购	000651	格力电器
600436	片仔癀	600276	恒瑞医药

## 附 1: 细分 55 个指标, 详细展示 10 个因子 2019 年 9 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)。