

# 以高质量策略弥补价值策略的不足

## 前言：

通过建立透明有效的因子分析机制，我们帮助中国 A 股市场的投资者们找到更好的投资方式。这些智能因子是基于长期的因子研究并结合 A 股市场的运行规律建立的，已被证明是市场超额收益的系统性驱动因素。

## 作者：

傅杰 CFA

[jiefu@caixin.com](mailto:jiefu@caixin.com)

刘雯

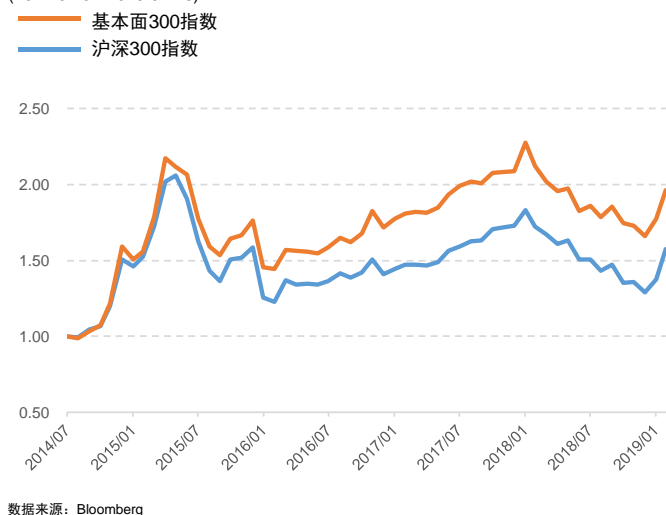
[wenliu@caixin.com](mailto:wenliu@caixin.com)

刘晓芳

[xiaofangliu@caixin.com](mailto:xiaofangliu@caixin.com)

财新智能贝塔长期跟踪并采用价值因子投资，经典的三因子模型中，Fama 和 French 证明了美国市场价值因子存在长期超额收益，中证基本面（RAFI）系列指数的长期超额收益也证明了价值因子投资在 A 股同样长期有效（图 1）。

中证锐联基本面300指数表现  
(2014.07.31-2019.02.28)



价值因子主要关注股票价格相对于盈利、分红、账面价值等基本面因素被高估、低估的程度，旨在选出市场中相对被低估的股票，价值因子在 A 股的超额收益来源于对于散户和机构不理性地“追涨杀跌”的反向操作；质量因子则聚焦于企业基本面本身，如盈利能力、财务质量等，旨在选出具有稳定盈利能力的优秀公司。考量因素的不同使得价值因子和质量因子显示出不同的收益特征，互为补充，相辅相成。

研究价值因子、质量因子如何相对表现不仅有助于加深对因子相关性的理解，也对投资组合的构建、投资绩效的提升具有借鉴意义。为此我们以沪深 300 成份股为研究对象，分别构建价值因子和质量因子的多空组合，对比 2010 年至 2018 年期间价值因子和质量因子的 3 年期滚动年化收益数据，发现长期来看价值因子与质量因子呈现负相关关系，其相关系数为-0.36。

学术研究也表明价值因子和质量因子会在经济周期的不同阶段呈现

出超额收益。在价值因子超额收益下降时，质量因子可以作为增长引擎对冲价值因子的下行风险，从而提升组合的整体投资业绩。

如何将不同因子进行组合以获取更高更稳定的收益，是因子投资的重要议题。将负相关的价值因子和质量因子相结合进行投资组合构建，可以提升投资组合的分散化程度，对冲组合风险，降低组合波动，从而提升投资组合的风险调整后收益。从 2010 年至 2018 年沪深 300 成份股价值因子多空组合、质量因子多空组合的业绩对比来看，当价值因子表现不佳时，质量因子可以提供相近程度的超额收益，从而平滑组合波动，提升投资组合的性价比（图 2）。

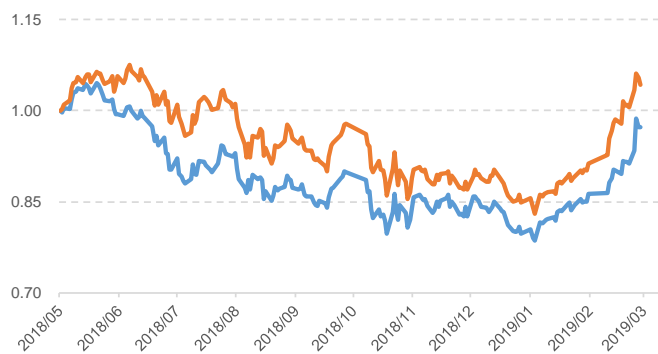
价值策略与质量策略超额收益对比  
(2010.5.31-2019.02.28)



股票投资的最终收益来源是上市公司的经营能力，去年 5 月份开始，我们构建了 A 股高质量动态多因子策略，以衡量上市公司经营能力和财务质量的高质量因子为核心，兼具合理的估值水平和行为金融因子，随着 A 股市场有效性逐步增强，A 股市场与实体经济的联系越来越紧密，高质量多因子策略能够帮助 A 股市场的长期投资者获得中国经济进入高质量发展时期的系统性超额回报。

高质量多因子指数表现  
(2018.05.02-2019.02.28)

—— 高质量动态多因子策略  
—— MSCI国际通



数据来源: Bloomberg

年初至今的反弹行情中，价值因子表现落后大盘，基本面 300 指数累计上涨 19.34%，落后于沪深 300 指数的 24.45%和 MSCI 国际通指数的 23.42%。但是同期，增加了质量因子暴露的高质量多因子策略累计上涨 28.68%，显示出质量多因子在风险偏好提升的市场环境中的显著超额收益。

### 附注：

- \* 价值因子组合、质量因子组合的分析之外，更多因子分析的完整内容、数据和分析，请联系财新智能贝塔。
- \*\* 投资者无法直接投资于策略或者指数，策略或指数不是金融产品，请联系金融产品服务商来咨询有关策略或产品的看法。