

财新智能贝塔：A 股高质量股票策略

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

刘晓芳

xiaofangliu@caixin.com

自从我们在 2016 年推出 A 股智能贝塔以来，我们认为现在是关注低估值的成长因子风格的好时机，经历了过去两年的经济低迷和金融去杠杆措施后，我们在 2018 年底看到了“政策底”的出现和监管对于控制股权质押风险和信用违约风险蔓延的一系列措施，同时市场的风险偏好接近历史底部。

我们的研究表明，投资于高质量因子是增加 A 股风险敞口的最佳方式。

去年 5 月份开始，我们构建了兼顾估值合理和成长潜力的 A 股高质量动态多因子策略，到现在，我们观测到许多行业的估值已经进一步降低，对宏观风险做出了较为充分的反映，而且日趋符合价值投资者的标准，而最近一次类似的估值低谷还需要追溯到 2016 年初。

估值被压制的成长股

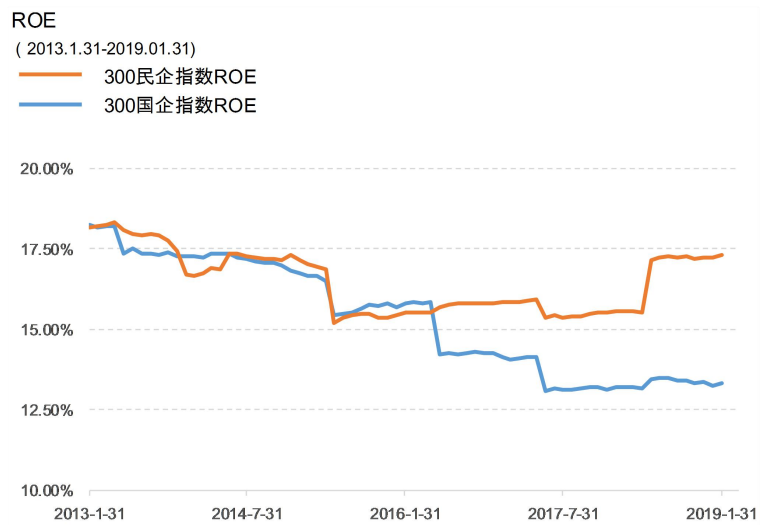
熟悉美股的投资者了解，过去十年美国市场质量因子相对于价值因子出现了大幅超额收益（虽然从历史数据来看，成长类的因子和价值类的因子在更长时间内都取得了相对市值指数的超额回报，这也是它们成为 Smart Beta 因子的原因）。其中一个重要的原因是 2008-2009 年金融危机后，市场对于成长类股票的看法极为保守，反映为成长股和价值股之间的估值水平差异被压缩到了前所未有的水平。而成长类因子其后取得了极为可观的回报，高质量的上市公司通过实现盈利的快速增长，不断吸引资金的关注和更高的估值，投资者持续获得了超额回报，风险偏好的抬升进一步扩大了成长类和价值类股票之间的估值差异。

我们认为类似的情形正在中国重演，在经历了两年的估值压制和民营经济放缓后，股票市场上对于成长股的盈利增长预期已经接近历史低位；而另一个趋势正在形成，去年底开始从中央最高决策层到各大部委地方政府，纷纷发出了支持民营企业的最强音，涉及融资支持、减税降费、放开准入、产权保护、公平竞争等诸多核心内容。

民营上市公司具有更强的高成长和高质量属性

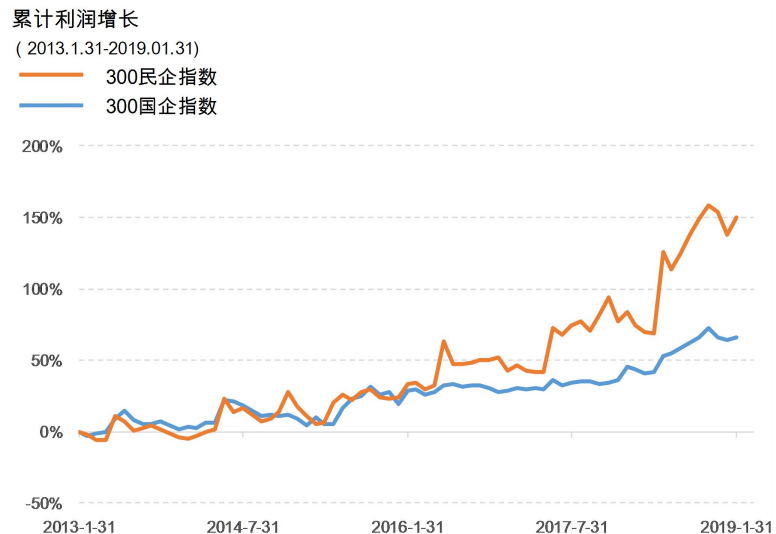
我们采用市场上最常见的沪深 300 成份股中的国企构建国有企业组合指数 (SOE Index) 和民营企业组合指数 (POE Index) 作为我们观察的对象, 这两个指数的构成非常简单透明, 然而却有着不错的代表性。从 GICS 的行业分类来看, 国企组合更多由金融、能源、原材料领域的企业构成, 而民营企业指数主要由科技、通信、消费导向的企业构成, 而民营企业指数涵盖的公司平均资本回报率和历史收益增长更为显著。

从资本回报率 (ROE) 来看, 我们构建的 300 民营企业指数平均创造 17.5% 的资本回报率, 同时 300 国企指数只创造 13.5% 的资本回报率。



数据来源: Bloomberg

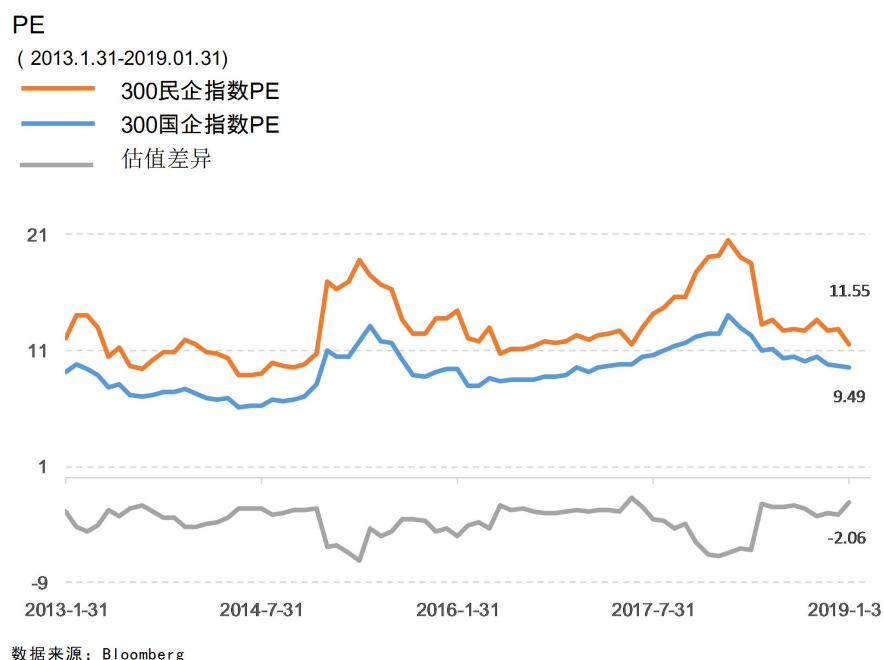
同样的, 从历史盈利增长速度来看, 2013 年至 2018 年, 300 国企指数累计盈利增长为 66%, 而同期民营企业指数收获了高达 150% 的利润增长。



数据来源: Bloomberg

估值差异被压缩到历史极限

从估值水平来看，截至 2019 年 1 月，沪深 300 民营企业指数的市盈率 (PE) 为 11.55 倍，沪深 300 国企指数的市盈率 (PE) 为 9.49 倍，两者差值已经缩小至 2.06 倍，这一差值在过去三年一直降低，目前已经接近历史最低水平。



当前市场对于贸易战、金融去杠杆等宏观风险已经有了不低的预期，虽然市场短期情绪和风险偏好无法预测，但是长期来看，沪深 300 的估值水平和盈利预期都已经是历史低位，如果已经显现的宏观风险得到化解、潜在风险得到防范，中国市场的价值和成长策略都应该逐步给投资者带来周期性回报。

因子策略偏好质量因子

在目前的估值水平下，低 PE、高分红企业构成的沪深 300 价值型策略将是非常好的防御选择，但是在中国经济“新常态”的环境下，中国经济增长更加依赖科技、通讯、消费、医疗等新经济板块作为增长引擎。静态估值合理，长期财务杠杆率稍高，ROE 和盈利增速更高的优质蓝筹公司构成的成长型策略将提供更为理想的风险收益比。

2017年-2018年估值指标统计

估值指标	2017年12月31日		2018年12月31日	
	300 国企指数	300 民企指数	300 国企指数	300 民企指数
PE	12.43x	19.03x	9.70x	12.85x
ROE	13.11%	15.54%	13.24%	17.23%
ROA	1.17%	1.13%	1.21%	1.33%
股息率	1.68%	0.47%	2.51%	0.87%
杠杆率（长期负债）	5.05%	7.96%	5.14%	9.28%

数据来源：Bloomberg

财新智库 2018 年 5 月开始推出的高质量动态多因子策略，聚焦中国经济趋势，投资主题是中国 A 股上市公司中高质量因子组合，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 股市场的长期超额收益来源，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。自从 2018 年 5 月份推出以来，取得了相对主要股票指数的超额收益同时波动率小于主要指数。

附注：

- * 沪深 300 国企指数组合是由沪深 300 成份股中央及地方国企构成的子组合指数，沪深 300 民营企业指数是由沪深 300 成份股非中央及地方国企构成的子组合指数，权重及样本调整与沪深 300 指数保持一致。
- ** 国企与民营企业指数组合的分析之外，更多的相应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。