



A股 Smart Beta 因子年度分析

2019.01

研发机构：**财新智能贝塔**

引言

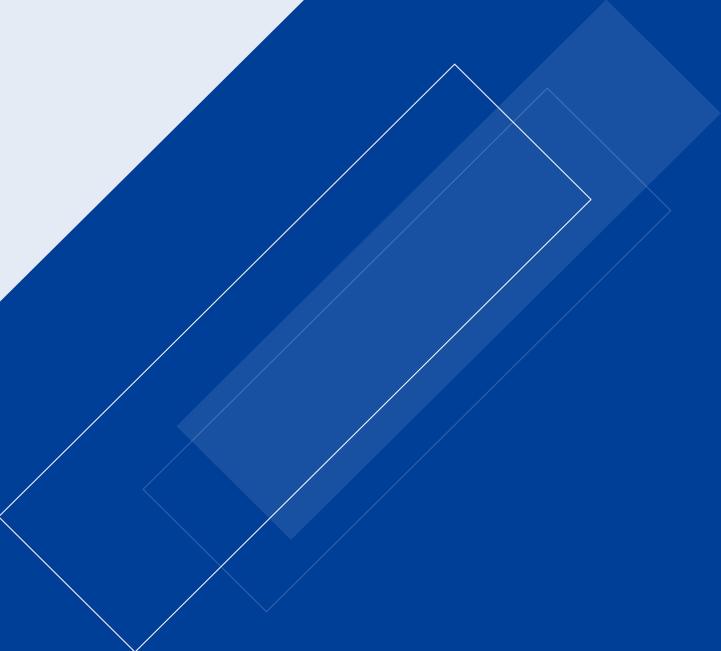
古人说，梅具四德，初生蕊为元，开花为亨，结子为利，成熟为贞。

梅花刚发芽代表万物更新，开花了代表事事亨通，结子了代表处处有利，成熟了代表一生圆满。而这四个字，“元亨利贞”，就是《易经》卦辞记事之总符号。

朱熹将此四德解为元亨利贞之“理”，表现为万物从生长到成熟四个阶段，“物生为元，长为亨，成而未全为利，成熟为贞”。四阶段周而复始，被称为“贞下起元”，遂成为哲学家用来表述事物从始到终发展阶段的术语。

通过建立透明有效的因子分析机制，我们帮助中国 A 股市场的投资者们建立一套 A 股投资的“元亨利贞”，更好地做出投资决策，这些风格因子是基于长期的 Smart Beta 学术研究并结合 A 股市场的运行规律建立的，已被证明是市场长期收益的系统性驱动。





因子数据分析

A 股 Smart Beta 年度报告

数据基于 2018 年 1 月 1 日 -2018 年 12 月 31 日

- Smart Beta 因子 2018 年度分析和 2019 年展望
- 10 个风格因子的 55 个独立指标的收益表现
- 中证财新锐联基石经济股票指数和中证财新锐联新动能股票指数的月度表现



智能贝塔分析

- 在财新数据，我们联合国际领先的因子投资团队，为中国 A 股投资者提供系统性风险因子分析和 Smart Beta 指数设计，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。
- 我们的分析覆盖了 A 股自 2006 年以来的因子绩效，以及 2016 年 12 月正式发布的中证财新锐联基石经济指数与中证财新锐联新动能指数的绩效分析。
- 股票空间：以 A 股流通市值排名前 300 的股票池中作为股票空间，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% 股票的收益减去后 33% 股票的相对收益。

2018 年因子表现回顾

所用相对收益率为多空组合的对数绝对收益率



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平均组合的超额收益,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。

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		

2018 年因子绩效分析

2018年,中国A股市场出现了两次风格转化,年初表现优异的进取型因子在市场整体下行中逆势上涨,体现了投资者仍然看好中期成长股的风险回报,随着年中去杠杆和贸易战带来风险悲观预期,防御型因子在三、四季度表现最好。而中性因子在2018间全年持续获得了稳定的正收益。

风格因子 2018 年度表现 (数据截至 2018.12.28)

	全年	一季度	二季度	三季度	四季度	夏普比率 (2018.01.02-2018.12.28)	波动率 (2018.01.02-2018.12.28)
会计质量	7.84%	-1.99%	3.67%	3.92%	2.24%	1.43	4.43%
金融风险	3.90%	2.15%	7.10%	-2.01%	-3.33%	0.26	9.21%
流动性	11.05%	3.18%	2.11%	1.40%	4.37%	1.91	5.00%
投资质量	5.82%	-2.35%	0.47%	4.70%	3.00%	0.82	5.29%
外部融资	9.24%	1.61%	5.54%	1.64%	0.45%	2.65	2.93%
低风险	8.01%	-0.59%	-0.95%	3.41%	6.15%	0.52	12.45%
动量	5.63%	5.54%	0.68%	-0.81%	0.22%	0.76	5.45%
经营质量	-0.08%	2.65%	9.60%	-4.96%	-7.37%	-0.14	11.44%
创新研发	2.41%	2.76%	1.62%	-0.94%	-1.03%	0.14	6.69%
估值	5.32%	-4.65%	-2.34%	5.91%	6.41%	0.29	13.10%

2018年因子表现回顾,正如我们所分析的,2018年不同阶段因子风格表现出不同的超额收益。

虽然几乎所有的因子都在整个2018年取得了正超额收益,但是只使用一个因子不仅收益不高而且会在市场波动上额外叠加因子周期波动,单因子策略会放大组合波动率。而传统上多因子的简单叠加或者进行分层筛选则会遇到因子之间的因子收益出现减弱乃至互相抵消。

类别	因子	表现
成长	金融风险	金融风险因子在一、二季度表现较好,在三、四季度表现落后。
	经营质量	经营质量因子在二季度所有因子中表现最好,在三、四季度所有因子中表现最差。
	创新研发	创新研发因子在一、二季度的表现优于其在三、四季度的表现。
行为	外部融资	外部融资因子在四个季度的相对收益均为正数,同时获得了次高的年度相对收益。
	动量	动量因子在第一季度所有因子中表现最好,二、三、四季度表现落后。
	流动性	流动性因子在四个季度的相对收益均为正数,同时获得了最高的年度相对收益。
价值	估值	估值因子在三、四季度的表现优于其在一、二季度的表现。
	投资质量	投资质量因子在一季度表现不佳,在三、四季度表现优秀。
	会计质量	会计质量因子在一季度表现不佳,在二、三、四季度,表现较为稳健。
	低风险	低风险因子在一、二季度表现不佳,在三、四季度表现不错。

03

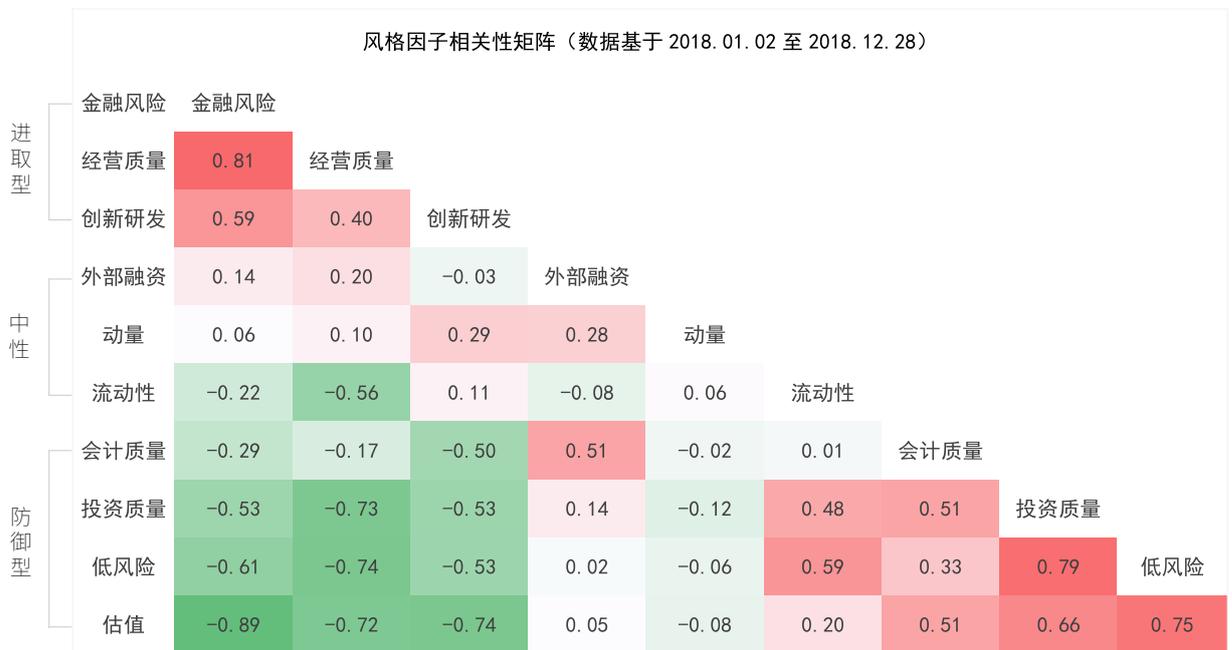
因子相关性

如何将不同因子作为“砖块(building blocks)”进行组合以获取更高更稳定的收益,是因子投资的第二个主要问题。

在我们的因子分析框架中,为了避免数据挖掘和过度拟合等量化分析的常见错误,我们根据金融研究,将因子大类、因子、指标之间进行相关度的分析。

三类因子风格,十个因子的相关性矩阵表现出强有效的统计规律。

- 进取型因子和防御型因子大类内部各个因子间均具有强正相关性 (>0.5)
- 行为中性类内部各因子相关性很弱 (<0.3)
- 进取和防御两类因子相互之间呈负相关性 (<-0.3)
- 行为中性因子和进取类因子之间不相关或弱相关 (-0.3<<0.3)
- 行为中性因子和防御类因子之间不相关或弱相关 (-0.3<<0.3)



2019 年，你该考虑用 Smart Beta 投资 A 股吗？

01

因子展望

A股监管的改善和投资者结构的国际化正在持续改变A股的 Smart Beta 特性，我们定义的**成长进取类因子**代表的“定价合理的成长(Growth At Reasonable Price)”在A股过去三年越来越显著，持续关注金融开放和结构改革带来的因子轮动，是因子分析在未来进一步加强分析的方向。

与最大的传统行业大市值和排名靠后的小盘股相比，我们更偏好A股流通市值前300公司中的中小市值，结合低流动性因子(包括中小市值、低换手率)和动量反转因子，构成了**行为中性因子**，通过捕捉投资者的错误行为偏差，持续压注中国系统性风险并获取长期超额回报。

A股中的大市值、低估值股票中大多是多元化低效率扩张的结果，即使在一个非常低的市盈率水平，这类企业的未来增长和盈利也不被看好。因此，规模大估值低无法抵消投资者对其长期低效率运营的担忧。我们推荐结合质量和风险类指标的**价值防御因子**才是A股在风险偏好降低环境中进行防御型价值投资的有效指标。

02

A 股风格展望

经济学家凯恩斯也是行为金融学的先驱，他80多年前对股票市场与信用周期的描述，仍然适用于总结目前A股所处的周期：“股票市场的暴跌……可能是由于投资人缺少信心或经济信贷状况的恶化。两者之一足以导致市场崩溃，而市场再次修复却需要两者合力。因此，尽管信贷疲软足以导致市场崩溃，但信贷增长只是复苏的必要条件，而不是充分条件。”

中国A股市场没有长期不变的风格,我们建议投资者选择2019年的投资方式时采取 Smart Beta因子投资框架,以**行为中性因子为基础,动态配置成长或价值类因子**来构建A股的多因子组合。

2019年,A股追逐题材的突出特点不会改变,散户在市场上占比仍然可观,他们的投资偏好非常集中于有故事的题材股,机构所依靠的卖方分析员缺少系统化分析训练,资产管理行业的短期考核机制带来对短期走势的过度关注,这些分析和投资决策行为中的偏差会不断给Smart Beta行为中性因子提供源源不断的超额回报。

中国是世界第二大经济体,GDP大约相当于全球GDP16%的,在超过15年内累计贡献了30%的全球GDP增量,但是中国A股在全世界资产管理市场的份额却远远低于这个数字,中国A股市场的逐步开放和A股纳入主要指数的步伐加快,外资机构的资产再平衡将会带来更多的资金流入,也会带来持续的风格改变。

融资因子由上市公司增发新股、可转债、回购、债务融资等融资行为构成,是A股一个持续显著的系统性收益来源,2018年,上市公司回购股份的相关制度激进改革,据财新,11月9日证监会联合财政部和国资委推出《回购意见》,旋即沪深交易所所出台实施细则,上市公司掀起股票回购的热潮,截止12月25日A股共有988家公司启动了股份回购流程,实际回购金额488.5亿元,比2017年全年增长431%,创历史新高。

同时,宏观风险和投资风格会动态决定A股的主流风格,我们将动态配置进取型或防御型因子,兼顾收益和风险的平衡。

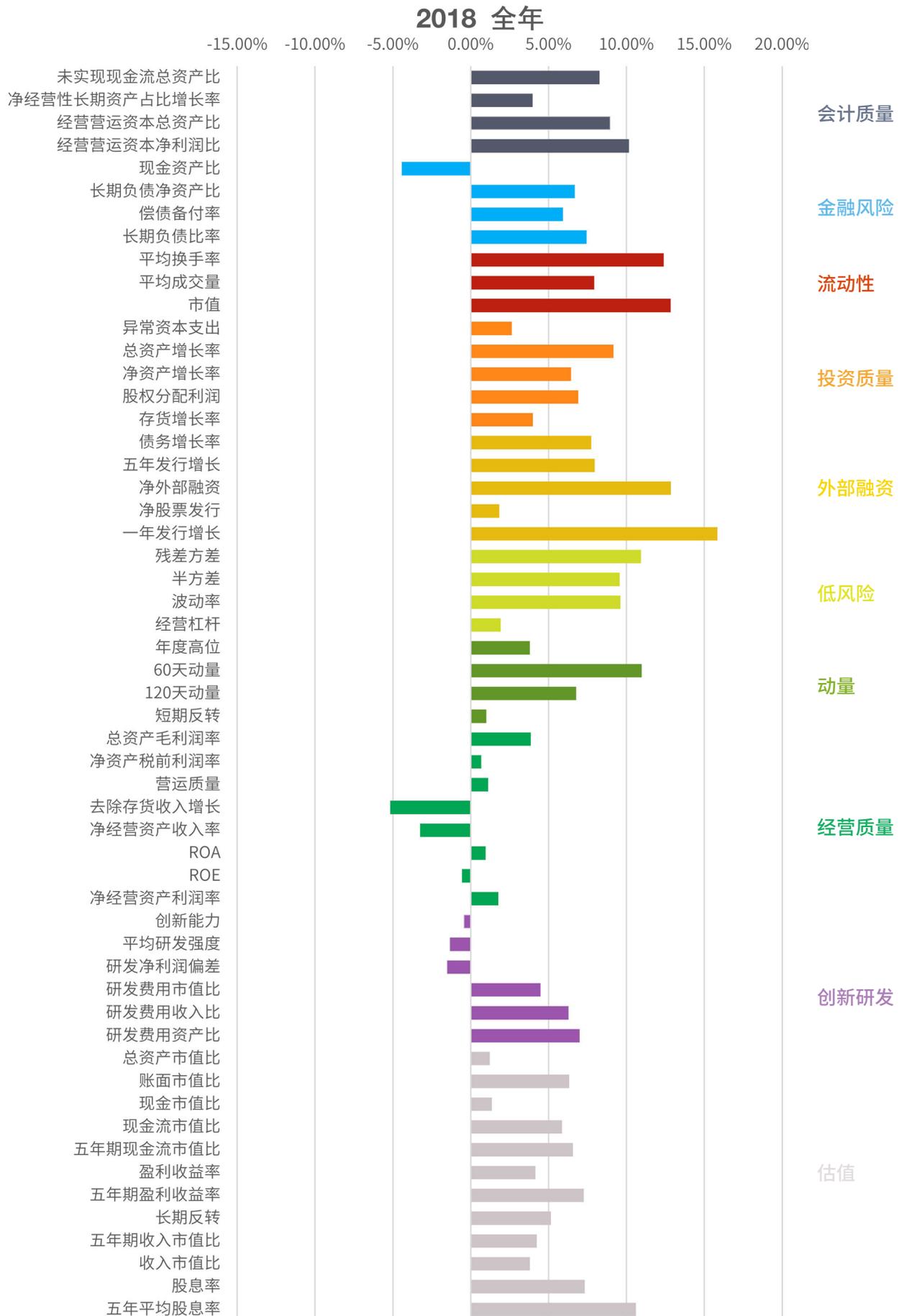
展望2019年,A股仍然可能面临频繁的风格切换。Smart Beta不预测未来宏观经济和个股基本面变化,但是我们会关注以下核心变量的不断变化以判断风格趋势:

1) 信贷:美元的流动性走势,将决定新兴市场的流动性会得到一定程度的改善还是继续收缩。中美经济周期和流动性周期的关联度变化,将决定外部和内部冲击对A股分别会产生何种影响。

2) 信心:我们构建并持续关注以相关系数、波动率变化为核心的领先风险指标,以判断投资者对宏观风险和微观个股风险之间的关注度漂移。

Smart Beta 因子投资体系融合了现在组合投资理论和行为金融学的一系列成就,过去两年我们将其逐渐在A股市场本地化,为A股长期投资者提供低成本、高信息比率的投资方式。

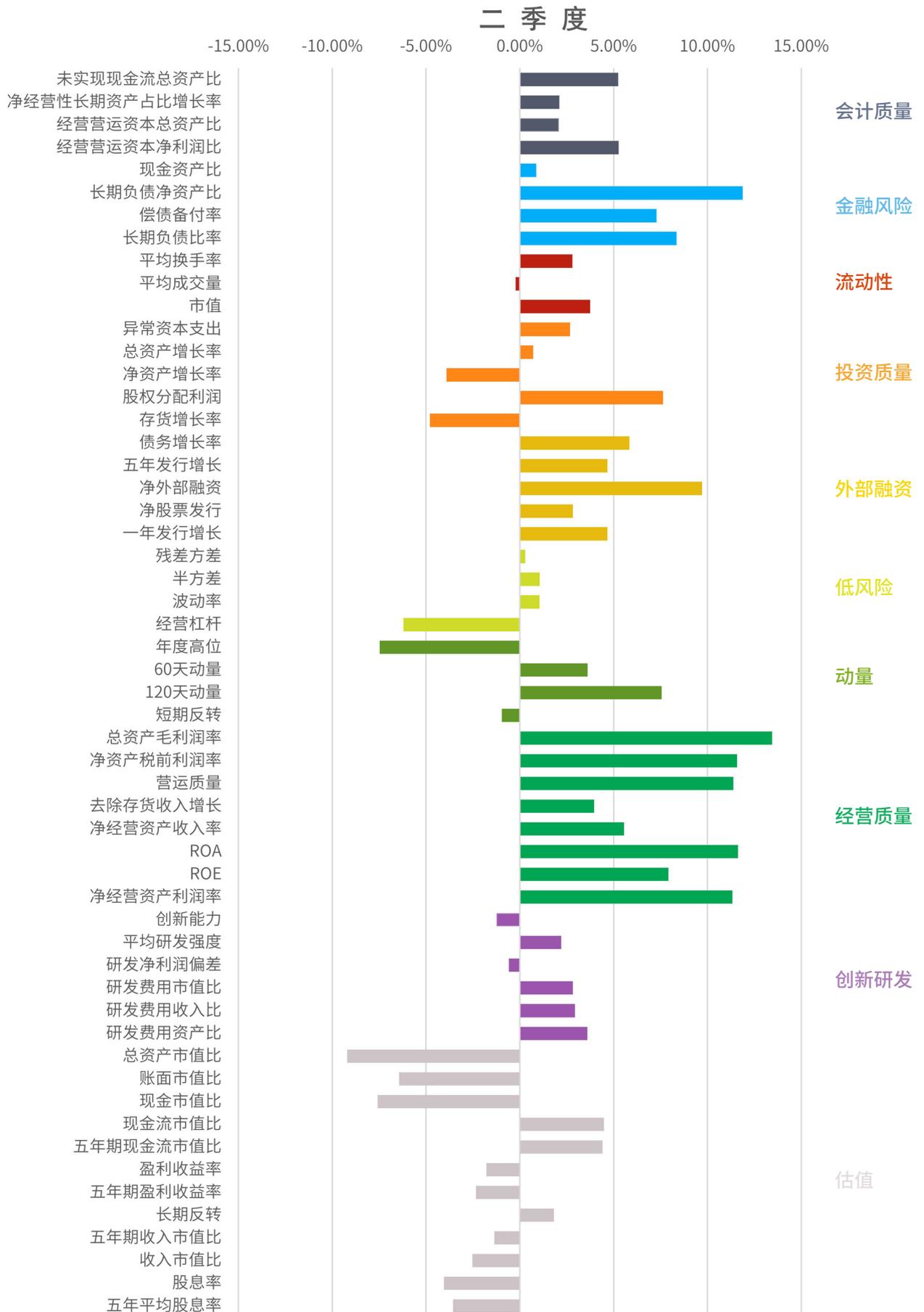
下面我们细分55个指标, 详细展示10个因子2018年各个季度的表现。



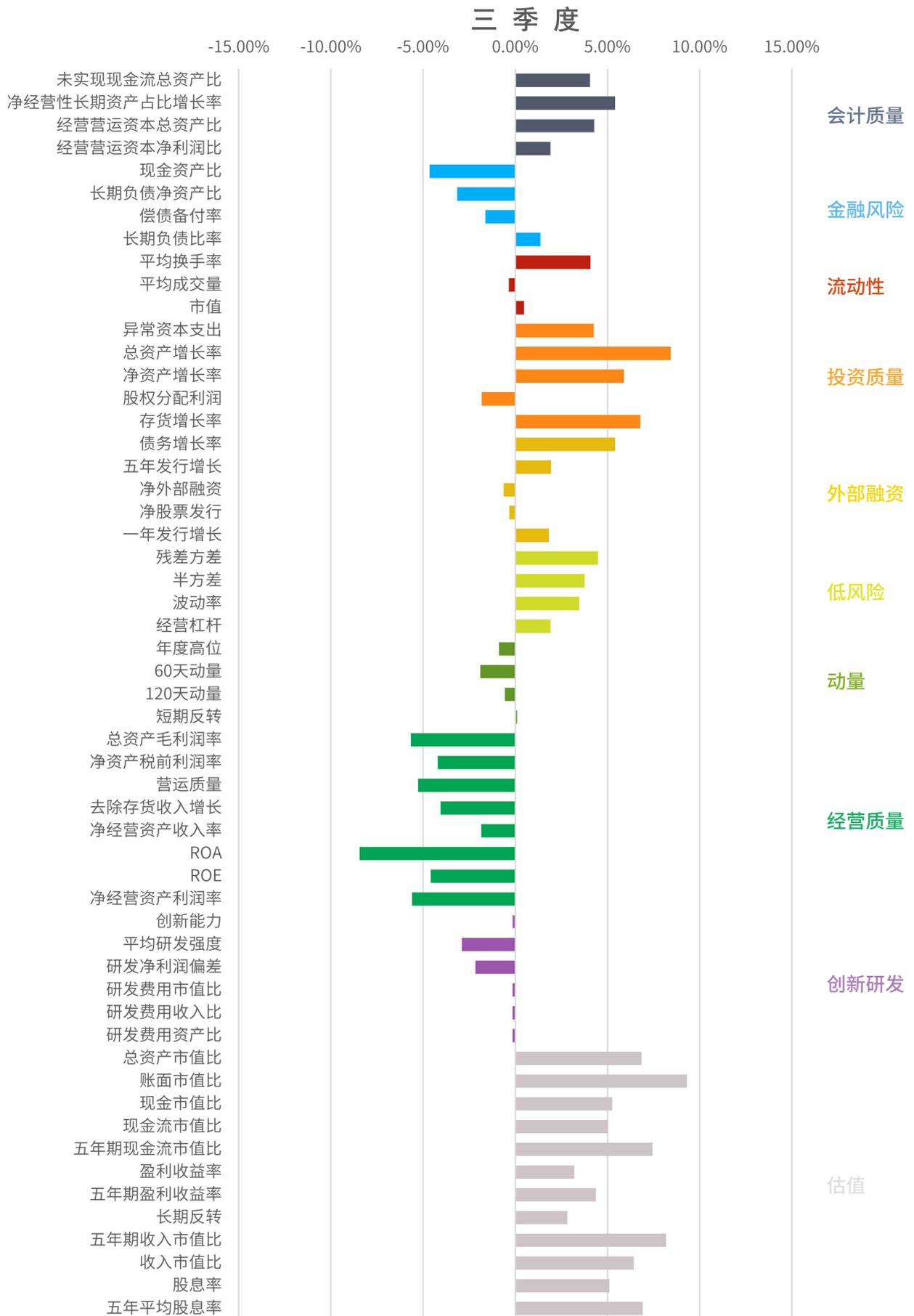
2018年一季度表现：



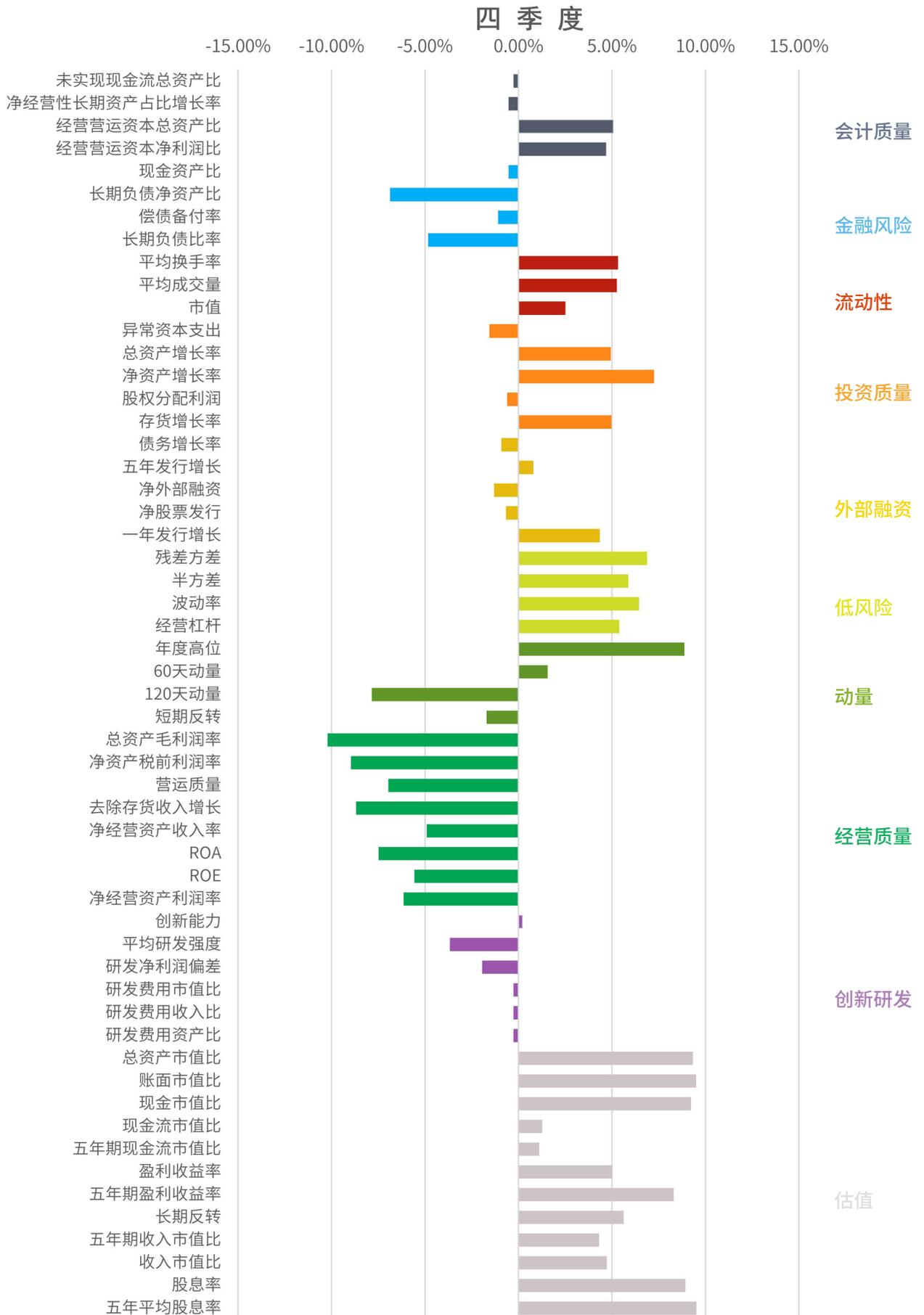
2018年二季度表现：



2018年三季度表现：



2018年四季度表现：



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，从下图可以看到，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潜力。	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。

指数月报

01

财新智能贝塔指数——A股智能贝塔投资系列基准指数

财新A股智能指数系列由财新智能贝塔团队与锐联财智 (Rayliant) 共同研究开发,并由 Smart Beta 创始人 Jason Hsu 许仲翔博士担任首席指数设计师。除了抓住中国经济增长的机遇外,对指数组合的构建方法采用智能贝塔因子(Smart Beta)的构建方法,纳入经济学理论验证和投资实践认可的长期系统性风险因子并且考虑投资容量,流动性和换手率等交易成本问题。

A股智能指数的设计目标是获取多类 Smart Beta 因子风险暴露,反映多因子在A股市场的平均表现,长期来看可以为投资者带来超过市值加权指数的收益。

A股智能指数由财新锐联指数科技有限公司提供策略研究服务并授权中证指数公司计算,于2016年12月23日正式发布。

a)、指数不是投资产品,投资者不可以直接投资指数,概不能保证指数在任何时候都将跑赢市场,指数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。由于指数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。

b)、A股智能指数相关ETF基金产品:中国基石经济ETF(港交所主板2803HK)及中国新经济ETF(港交所主板3173HK),由香港基金管理公司 Premia Partners Company Limited 发行并管理。

02

基石经济指数 (价格指数: 930927.CSI, 全收益指数: H20927.CSI)

中证财新锐联基石经济指数选取国际各市场长期有超额收益的 Smart Beta 因子,包括规模、价值、质量、低风险四类因子,进行综合评分,以因子表现最好的300只大市值股票作为成分股,并依据公司规模进行相应权重分配,是A股 Smart Beta 策略投资的宽基基准指数。

收益表现及风险特征

全收益表现

	持有期收益			年化收益			
	今年以来	近一个月	近三个月	近一年	近三年	近五年	2006年6月以来
沪深300全收益	-23.64%	-5.10%	-12.41%	-23.64%	-4.87%	7.54%	8.32%
中证财新锐联基石经济全收益	-20.46%	-3.95%	-9.33%	-20.46%	-4.28%	13.14%	14.96%

基本面指标

近十二个月				
股息率	市盈率	市净率	市现率	市销率
2.89%	10.23	1.26	7.24	1.05
3.28%	9.18	1.15	7.40	1.15

风险信息

	近一年				2006年6月以来			
	周转率	波动率	夏普比率	最大回撤	周转率	波动率	夏普比率	最大回撤
沪深300全收益	10.08%	15.57%	-1.61	-28.03%	12.73%	31.33%	0.18	-70.47%
中证财新锐联基石经济全收益	36.62%	14.70%	-1.49	-24.15%	43.51%	29.85%	0.42	-65.59%

指数绩效回顾

2018年全年，A股市场出现大幅震荡下跌走势，其中，年初市场风格延续了2017年“漂亮50”所集中的规模、价值和增长因子，随后在贸易战、去杠杆等内外部冲击下，因子表现出现了明显的均值回归，基石指数采用的多因子风险暴露，全年下跌-20.46%，好于市值类指数沪深300 -25.31%和中证500 -33.32%的绩效。

基石指数的构建方式与A股传统的超额收益因子“成长”和“小盘”完全不同，并且不进行主动因子择时，因此指数不断倾向于持有低估值、高盈利和低债务水平的优质公司，这种前瞻性的投资风格，随着2018年国际资本的持续流入，逐步转变成了持续稳定的超额表现。

03

中国新动能股票指数（价格指数：930928.CSI，全收益指数：H20928.CSI）

中证财新锐联新动能指数是一个新经济行业主题指数，采用了财务质量因子进行选股，旨在选取新经济领域财务稳健的300家上市公司，是长期投资A股新经济行业的基准指数。

收益表现及风险特征

全收益表现

	持有期收益			年化收益			
	今年以来	近一个月	近三个月	近一年	近三年	近五年	2006年6月以来
沪深300全收益	-23.64%	-5.10%	-12.41%	-23.64%	-4.87%	7.54%	8.32%
中证财新锐联新动能全收益	-28.16%	-5.12%	-11.76%	-28.16%	-16.50%	1.89%	12.74%

基本面指标

近十二个月				
股息率	市盈率	市净率	市现率	市销率
2.89%	10.23	1.26	7.24	1.05
1.98%	16.26	2.14	24.55	1.41

风险信息

	近一年				2006年6月以来			
	周转率	波动率	夏普比率	最大回撤	周转率	波动率	夏普比率	最大回撤
沪深300全收益	10.08%	15.57%	-1.61	-28.03%	12.73%	31.33%	0.18	-70.47%
中证财新锐联新动能全收益	51.45%	17.27%	-1.71	-30.90%	43.69%	31.75%	0.32	-63.56%

指数绩效回顾

在A股市场大幅下跌的情况下，聚焦高新科技发展、城镇化与消费升级、人口老龄化与医疗保健的新经济行业表现不及大盘。以新经济行业A股股票为投资标的的新动能指数去年下跌28.16%，反映了在传统增长模式遇到挑战的环境中，外需荣景不在，内需提振乏力，新旧动能转换也未能顺利完成，新动能对经济的拉动作用不如预期。

新动能股票指数暴露于财务质量因子，在风险偏好逐步变弱的市场环境中，质量因子贡献了显著的超额回报，整体走势好于市值类似的中证500指数-33.32%和行业类似的创业板综合指数-31.12%的指数表现。

获取更多信息，敬请联络：

阮伟佳

电话：13564580486

邮箱：weijiaruan@caixin.com

关于财新智能贝塔团队

财新智能贝塔团队专注系统性的Smart Beta风格因子研究，同时推出一系列智能投资指数，为广大机构投资者提供被动投资领域优质的指数投资工具，推动指数化投资发展。

免责声明

财新智库（深圳）投资发展有限公司（“财新智库”）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，财新智库概不承担任何责任（无论其为侵权、违约或其他责任）。

财新智库并未就数据及/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，财新智库概不承担任何责任（无论其为侵权、违约或其他责任）。