



A股 Smart Beta 月度报告

2019年3月

研发机构：**财新智能贝塔**

引言

在《诗经·郑风·溱洧》里，牡丹作为爱情的信物被提及。牡丹作为很多人心目中的国花，雍容华贵、富丽堂皇，国运兴、牡丹盛，在中国人的心中，牡丹花大色艳，枝叶并茂，象征着幸福、繁荣、昌盛。

我们对A股上市公司的中长期发展前景坚定乐观，并看好高质量的上市公司会在未来长期跑赢大盘。A股市场3月由非理性题材炒作逐步转向了理性分化行情，主要指数在震荡中上升，同时整体大中盘股的联动性指标仍然保持在历史高位，显示投资情绪主要受宏观政策预期左右，二季度陆续披露的上市公司的基本面数据是否能支撑市场整体进一步上扬，仍然需要结合宏观和微观数据进行深入分析。

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 3 月 1 日 -2019 年 3 月 29 日

- Smart Beta 因子 2019 年 3 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
3、财新锐联 A 股智能贝塔基准指数月报：中国基石经济股票指数
中国新动能股票指数



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。
- 我们分析了 A 股 2019 年 3 月的因子绩效，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表现。
- 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 3 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. 04. 02 至 2019. 3. 29)

	金融风险	金融风险																	
进 取	经营质量	0.82	经营质量																
	创新研发	0.52	0.45	创新研发															
	外部融资	0.08	0.12	0.00	外部融资														
中 性	动量	-0.01	-0.13	0.21	0.11	动量													
	流动性	-0.44	-0.67	-0.01	0.01	0.26	流动性												
	会计质量	-0.35	-0.26	-0.41	0.47	-0.05	0.24	会计质量											
防 御	投资质量	-0.54	-0.72	-0.55	0.22	0.04	0.57	0.57	投资质量										
	低风险	-0.70	-0.77	-0.55	0.19	0.17	0.63	0.51	0.82	低风险									
	估值	-0.89	-0.70	-0.61	0.14	0.01	0.38	0.57	0.64	0.79	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	
	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3月因子绩效分析

2019年3月,随着国际上以美联储为代表的主要央行货币政策边际宽松、中美贸易冲突和缓,国内两会公布的增值税下调幅度超预期、企业盈利预期改善等利好消息持续发酵,A股各大指数在震荡中上涨,上证综指上涨5.09%,沪深300上涨5.53%。

3月初,美债收益率倒挂反映了美国长期经济增长动能衰减的悲观预期,3月25日陆股通净流出106亿元,3月29日陆股通净流入113亿元,短期内北向资金大出大进,似乎预示着A股市场普涨的动力力竭,机构投资者将进一步分化。

风格因子2019年3月表现

(数据截至2019.03.29)

		3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	金融风险	1.85%	3.99%	0.30	8.35%
	经营质量	3.23%	-0.49%	-0.17	11.73%
	创新研发	2.99%	3.18%	0.30	5.61%
中性	外部融资	0.59%	7.30%	2.32	2.51%
	动量	-0.64%	-0.14%	-0.30	5.45%
	流动性	0.65%	6.80%	0.95	5.58%
防御	会计质量	-0.07%	7.09%	1.30	4.30%
	投资质量	-1.48%	5.26%	0.69	5.46%
	低风险	-4.90%	0.56%	-0.08	12.30%
	估值	-4.17%	4.38%	0.25	11.74%

3月份,进取型因子大幅跑赢市场,防御型因子继2月后持续跑输市场,中性因子中的外部融资因子和流动性因子录得相对收益为正、动量因子相对收益为负。其中,经营质量因子所有指标均录得超额收益。这反映了3月市场风险情绪乐观,风险偏好增强,投资者对高盈利企业持续追捧。

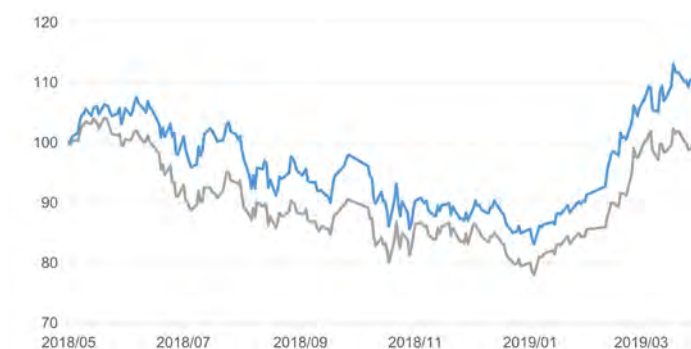
高质量动态多因子策略

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 (2018.05.02-2019.04.01)

—— 高质量动态多因子策略 —— 沪深300指数



数据来源Data Source: 财新Caixin, Wind

截至 2019 年 4 月 1 日 April 1st, 2019	高质量动态多因子策略 Quality Leaders	沪深 300 SHSZ300	+/-
1M	8.69%	5.46%	3.23%
3M	34.16%	29.30%	4.85%
6M	19.57%	16.05%	3.52%
YTD	34.16%	29.30%	4.85%
Since May 2018	14.89%	3.48%	11.41%

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 4 月 1 日 April 1st, 2019	高质量动态多因子策略 Quality Leaders	沪深 300 SHSZ300	+/-
股息率 Dividend Ratio (%)	2.37	2.19	0.17
市盈率 (P/E)	18.89	14.01	4.88
价格 / 现金流量 (P/CF)	22.85	7.39	15.47
市净率 (P/B)	3.02	1.69	1.33
流动比率 (Liquidity Ratio)	1.48	1.25	0.23

数据来源Data source: Bloomberg

02
高质量动态多因子策略表现分析

3月初的因子调整中,我们继续保持了对高质量因子等成长类因子的暴露,收到了良好回报,得益于经营质量因子3月份在所有10类因子中表现最优,高质量多因子策略在三月份上涨8.69%,单月跑赢沪深300指数3.23%。

截至4月1日,策略组合比沪深300拥有更高的股息率、流动比率,同时保持合理的市盈率、价格/现金流量和市净率,这符合我们的最新研究成果——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(参考我们的研究报告:《[智能贝塔:以高质量策略弥补价值策略的不足](#)》)

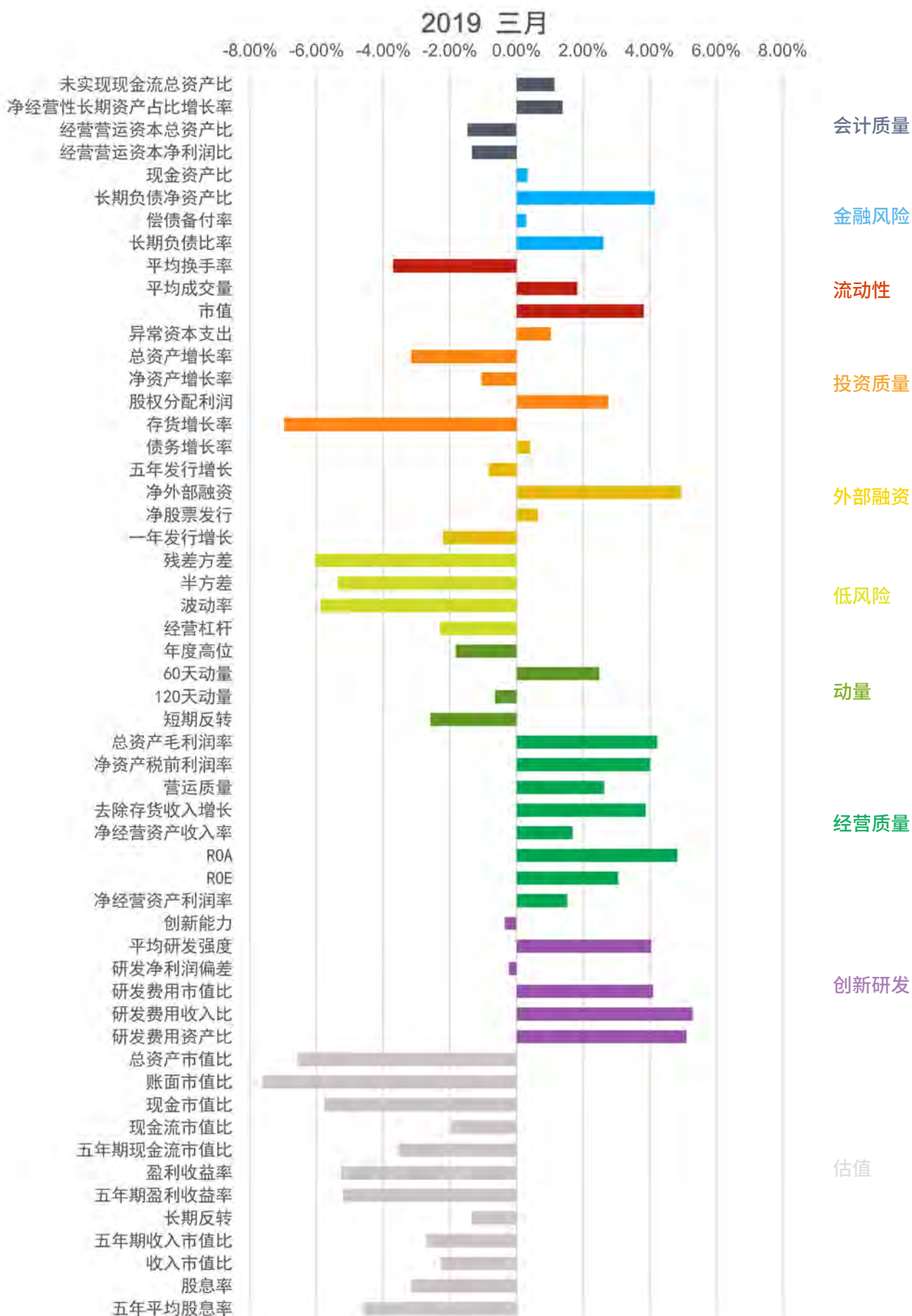
3月份最后几个交易日市场波动显著增加,北向资金短期内大出大进,市场情绪分化,风险上升将使4月市场从非理性的普涨行情转向理性的行情分化,我们的宏观风险指标——股票平均相关性指标在3月上旬创出极高的数值后也逐步进入了下行通道。4月份我们将密切关注上市公司披露的年报和一季报数据,保持对质量因子的暴露,同时密切关注防御型因子指标,及时对冲组合风险,保持投资组合在风险调整后的稳定收益。



4 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
000418.SZ	小天鹅 A	002508.SZ	老板电器
000568.SZ	泸州老窖	300144.SZ	宋城演艺
000596.SZ	古井贡酒	600406.SH	国电南瑞
000625.SZ	长安汽车	600809.SH	山西汾酒
000661.SZ	长春高新	601158.SH	重庆水务
002007.SZ	华兰生物	601231.SH	环旭电子
002032.SZ	苏泊尔	603369.SH	今世缘
002050.SZ	三花智控	603589.SH	口子窖
002081.SZ	金螳螂	603899.SH	晨光文具
002311.SZ	海大集团	603156.SH	养元饮品

附 1: 细分 55 个指标，详细展示 10 个因子 2019 年 3 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。

附 3: 财新锐联 A 股智能贝塔基准指数月报

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库与锐联财智 (Rayliant) 共同研究开发,并由中证指数公司维护计算。指数策略紧抓住中国经济增长的不同主题,采用智能贝塔因子 (Smart Beta) 的非市值加权构建方法,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

中国基石经济股票指数 (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
	成立以来	今年以来	近一个月	近三个月	近一年
沪深300全收益	22.08%	28.66%	5.54%	28.66%	1.57%
中证财新锐联基石经济全收益	15.26%	24.49%	6.01%	24.49%	3.35%

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
沪深300全收益	2.32%	12.70	1.51	10.58	1.26
中证财新锐联基石经济全收益	2.69%	11.18	1.35	11.33	1.35

风险信息

	近一年			
	周转率	波动率	夏普比率	最大回撤
沪深300全收益	10.08%	22.86%	0.01	-21.06%
中证财新锐联基石经济全收益	36.62%	20.70%	0.09	-16.98%

指数绩效回顾

采用多因子风险暴露, 倾向于持有低估值、高盈利、低债务水平等优质公司的基石指数本月报收于11763.03点, 录得6.01%的正收益, 好于同是蓝筹股构成的沪深300指数 (5.53%)。除能源行业外, 其余行业对指数贡献均为正向, 其中金融、工业、房地产、非日常生活消费品、医疗保健等行业为本月指数上涨的主要拉动因素。

随着制造业景气度修复, 经济初现企稳迹象。年报及一季报密集发布期将至, 前期题材股炒作逐步偃旗息鼓。接下来市场资金或将继续向具有业绩支撑且估值较为合理的大盘蓝筹企业倾斜, 助推其成长。

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
	成立以来	今年以来	近一个月	近三个月	近一年
创业板指R	-12.60%	35.44%	10.29%	35.44%	-10.39%
中证财新锐联新动能全收益	-1.57%	32.90%	7.76%	32.90%	-8.16%

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
创业板指R	0.48%	54.22	4.71	41.51	4.31
中证财新锐联新动能全收益	1.56%	24.70	2.79	33.50	1.81

风险信息

	近一年			
	周转率	波动率	夏普比率	最大回撤
创业板指R	10.08%	33.83%	-0.35	-35.03%
中证财新锐联新动能全收益	51.45%	29.35%	-0.33	-30.90%

指数绩效回顾

年初至今市场总体回暖, 风险偏好持续提升, 中小创估值逐步修复。

暴露于财务质量因子, 聚焦于高新科技、消费升级等新经济行业的新动能指数报收于1820.20点, 录得7.76%的正收益, 落后于市值类似的中证500指数(10.39%)及行业类似的创业板指数(10.28%)。本月行业对指数贡献均为正向, 信息技术、非日常生活消费品、医疗保健以及工业等行业为指数上涨的主要驱动因素。

随着科创板的有序推进, 相关行业及个股有望持续得到市场资金的关注, 以消费、科技为主导的新兴行业依然具备较好的投资机会。

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)。