



国联证券
GUOLIAN SECURITIES

资产管理的工业化 ——组合管理新时代

分析师：包承超、邓宇林

证券研究报告

2024年08月26日

请务必阅读报告末页的重要声明



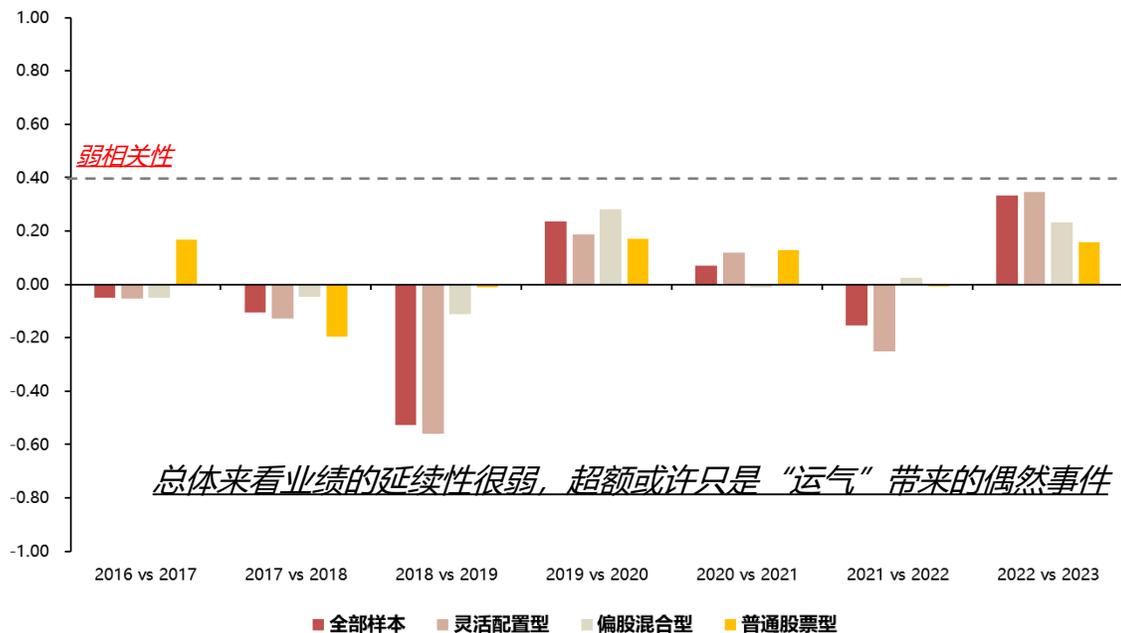
主动权益的痛点

——Alpha很难赚，Beta不太会赚

资产管理行业的痛点1——职业技能的“可积累性”不一定强，业绩的延续性较弱。过去优秀不代表未来优秀，这是导致负债端缺乏信任的根源

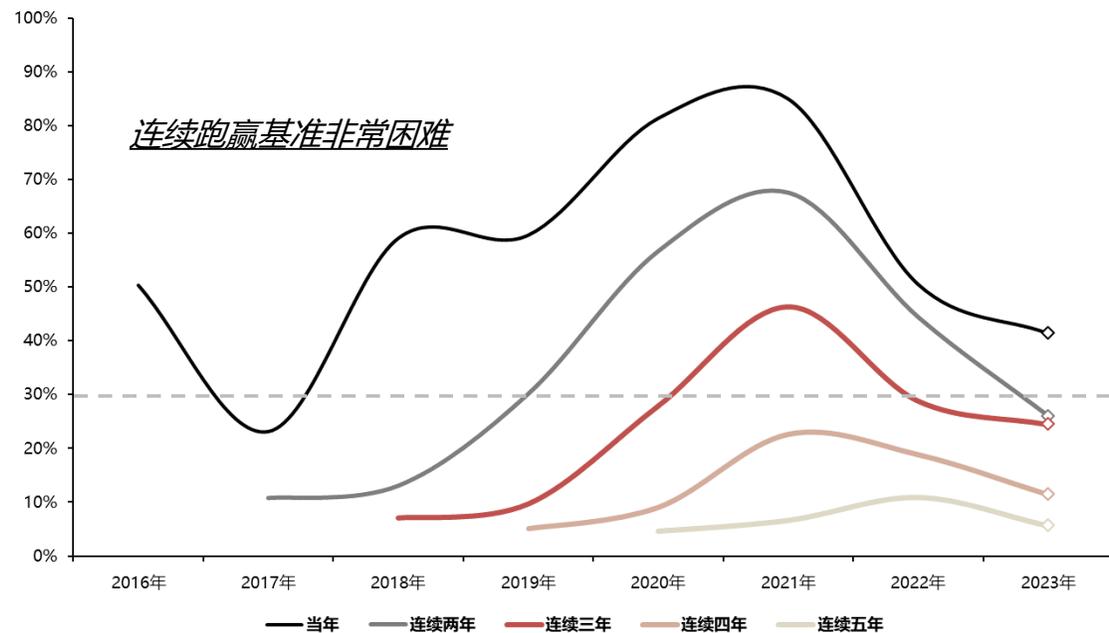
图：过去的业绩是否能代表未来？

——主动权益基金当年超额收益率&次年收益率的相关系数



图：单年度跑赢基准并不难，难的是每年都跑赢，连续5年连续跑赢基准的基金经理占比不到11%

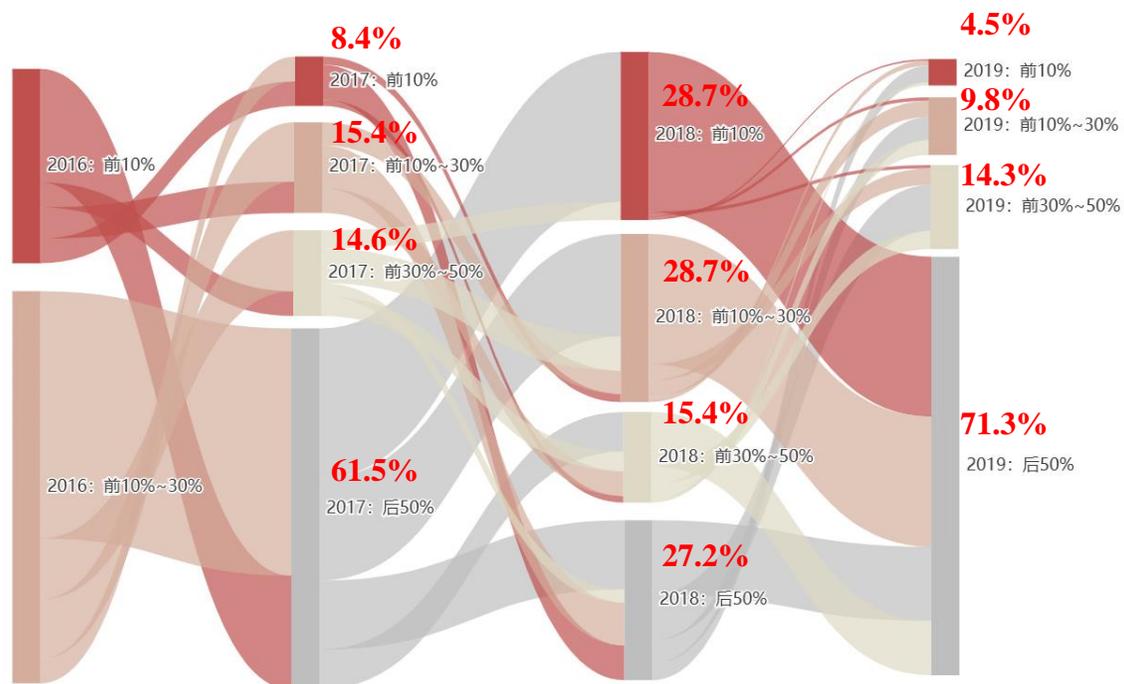
——不同时间长度，跑赢基准的主动型基金占比



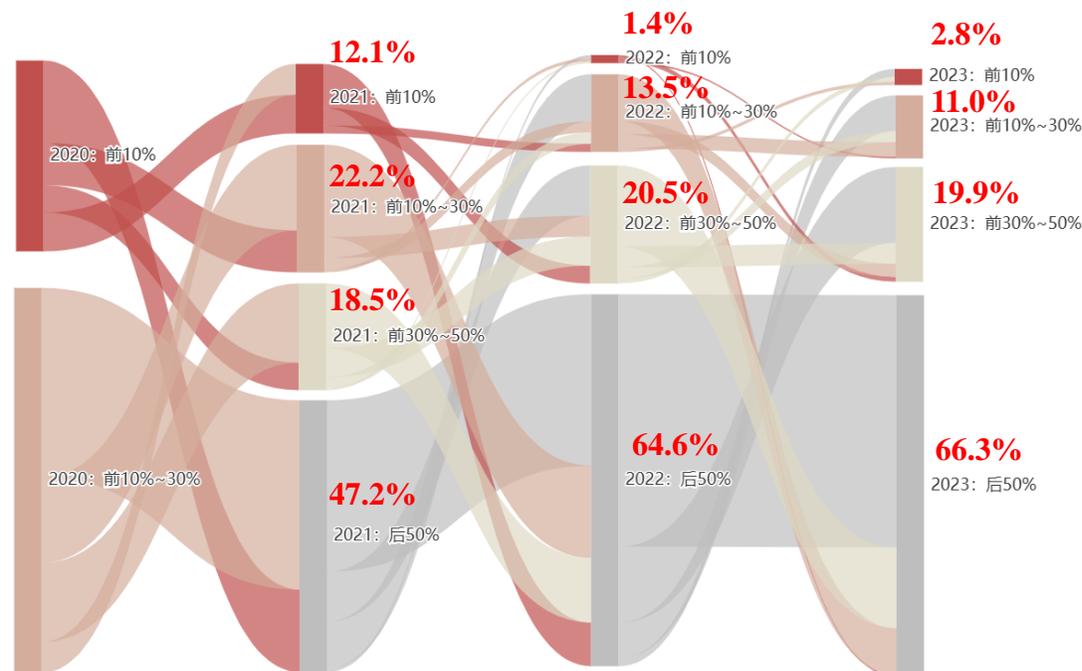
数据来源：Wind，国联证券研究所。注：全部样本涵盖2015年之前发行的灵活配置型、偏股混合型，以及普通股票型基金，超额基准选择沪深300。

过去优秀不代表未来优秀——3年期以上维度

图：2016年收益率排名前30%基金未来的收益率排名流向



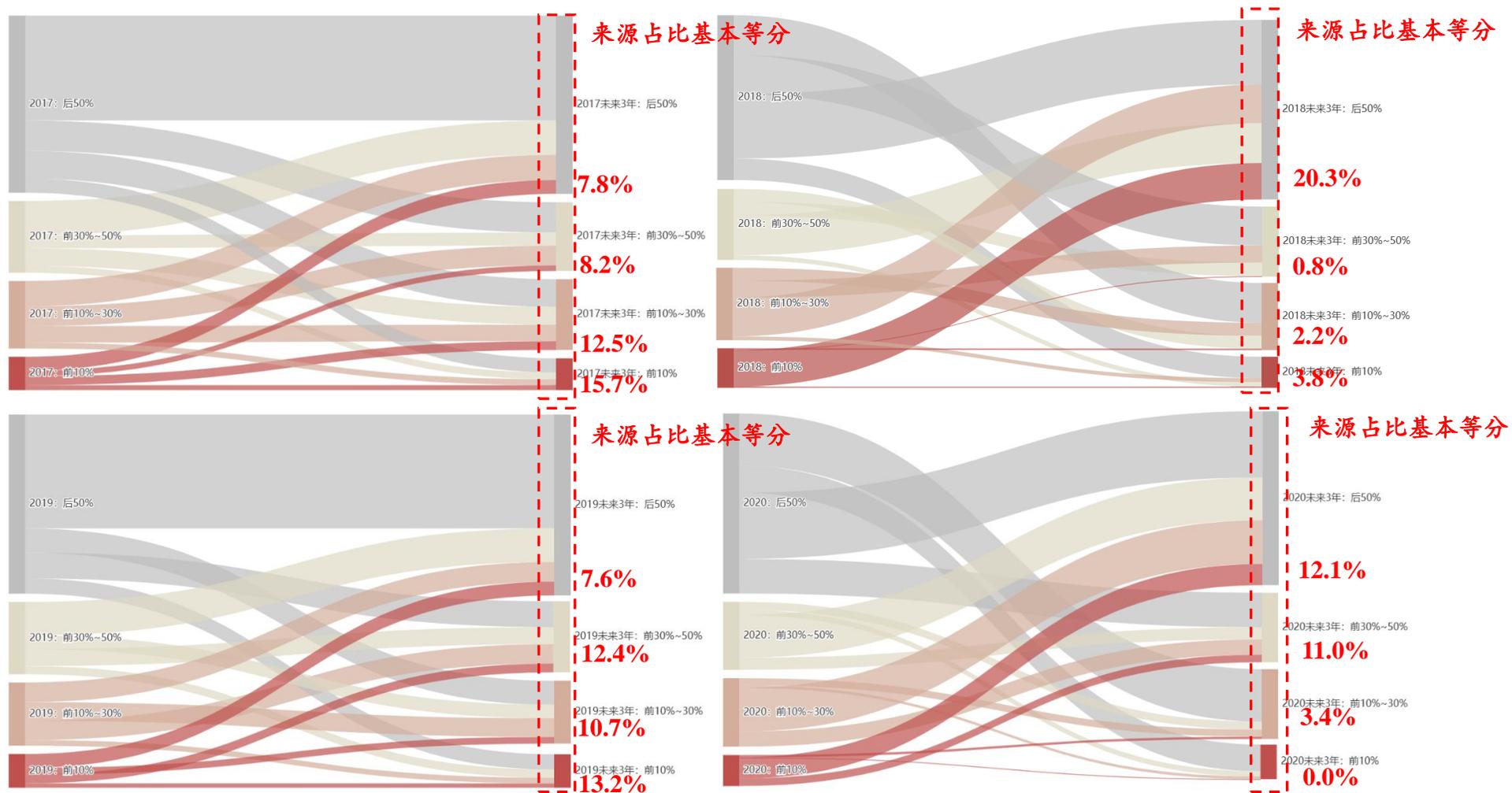
图：2020年收益率排名前30%基金未来的收益率排名流向



数据来源：Wind，国联证券研究所。注：全部样本涵盖2015年之前发行的灵活配置型、偏股混合型，以及普通股票型基金；此处以2016和2020年收益率排名前30%基金示例。

过去优秀不代表未来优秀——3年期以上维度

图：2017年-2020年各年度收益率排名前30%基金的3年年化收益率排名流向

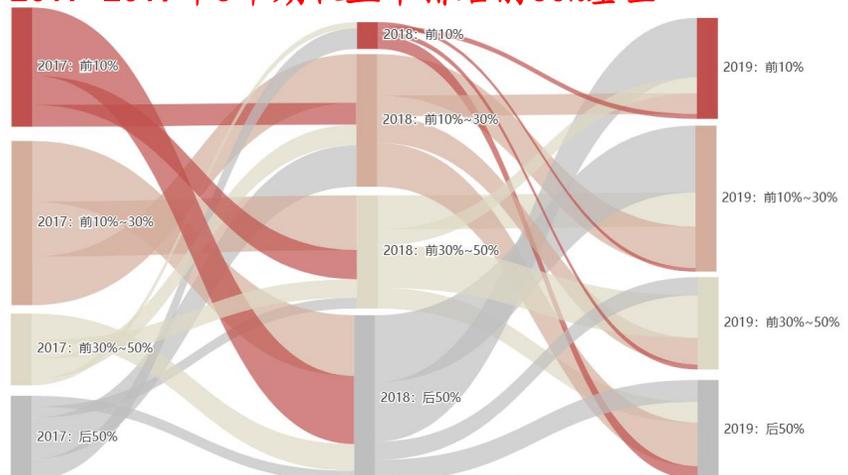


数据来源：Wind，国联证券研究所。注：全部样本涵盖2015年之前发行的灵活配置型、偏股混合型，以及普通股票型基金。

3年期维度业绩优秀的基金——单年度收益率排名都不会太差

图：3年期收益率排名前30%基金的3年间收益率排名流向

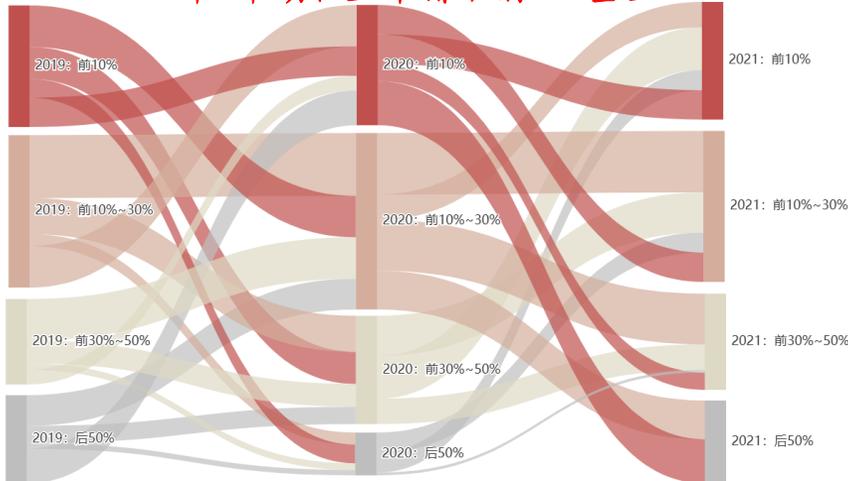
2017-2019年3年期收益率排名前30%基金



2018-2020年3年期收益率排名前30%基金



2019-2021年3年期收益率排名前30%基金



2020-2022年3年期收益率排名前30%基金



数据来源：Wind，国联证券研究所。注：全部样本涵盖2015年之前发行的灵活配置型、偏股混合型，以及普通股票型基金。

3年期维度业绩优秀的基金——单年度夏普比都较高

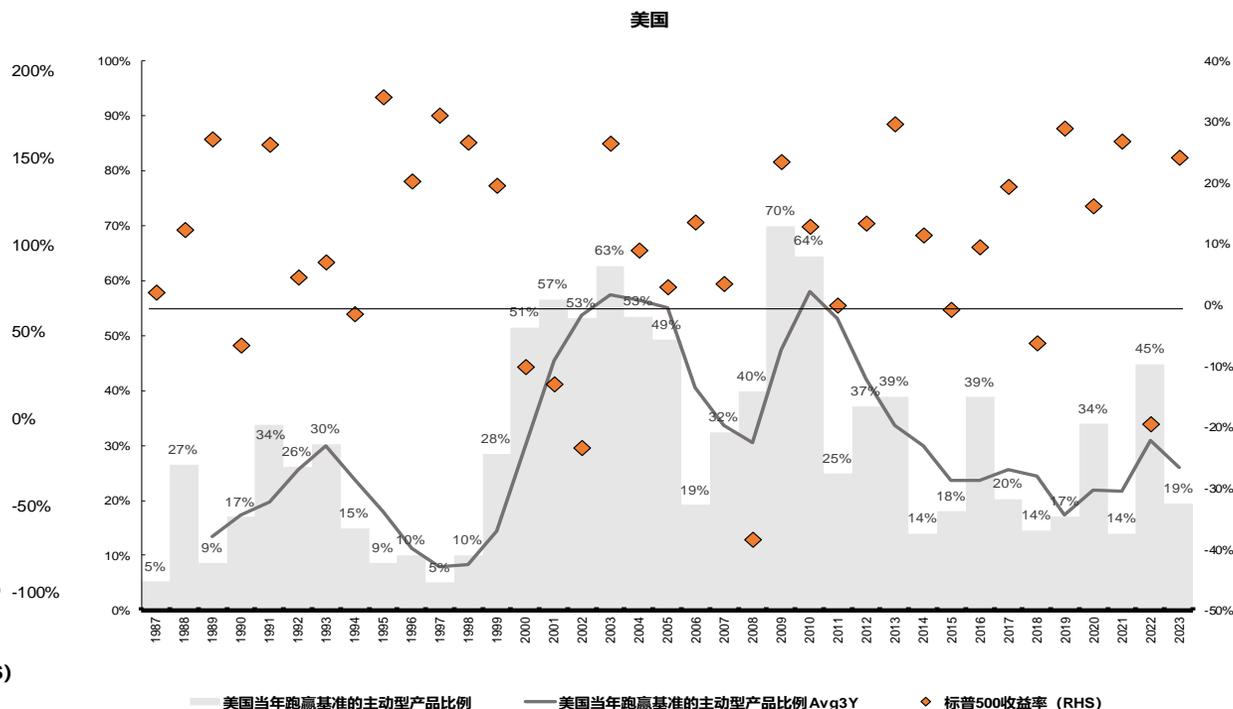
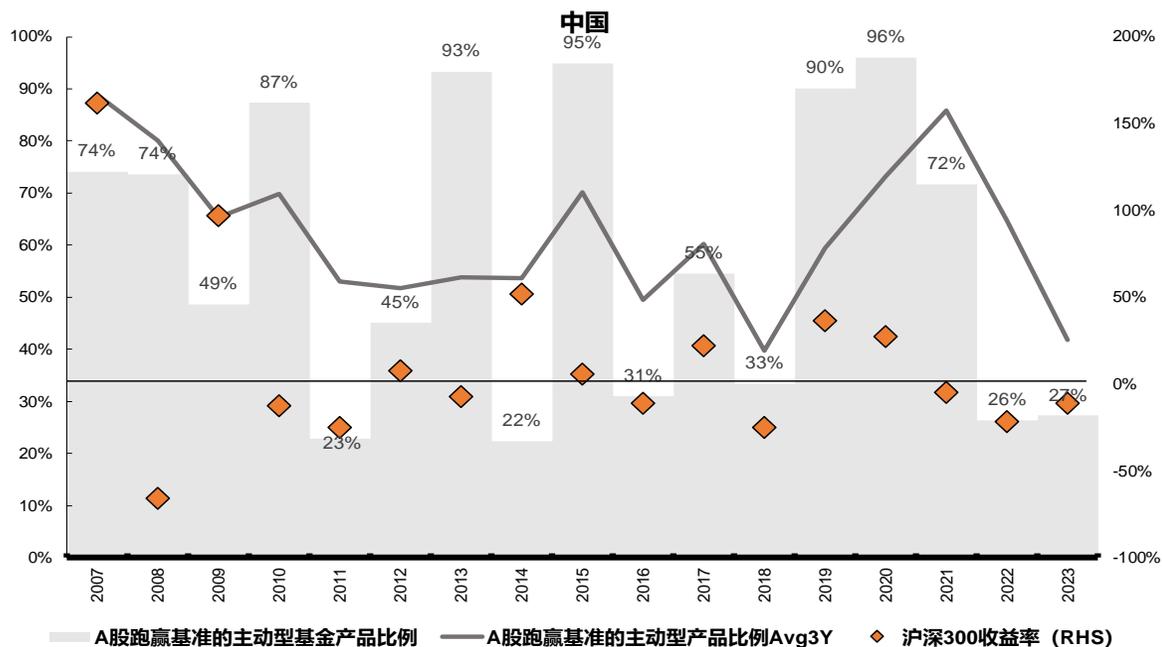
图：3年期收益率排名前30%基金的3年间夏普比分位数一览

2017-2019年	年度夏普比分位数			2018-2020年	年度夏普比分位数		
	2017年	2018年	2019年		2018年	2019年	2020年
3年期收益率排名：前10%	69%	57%	57%	3年期收益率排名：前10%	57%	61%	61%
3年期收益率排名：前10%~30%	60%	54%	59%	3年期收益率排名：前10%~30%	48%	57%	54%
3年期收益率排名：前30%~50%	54%	55%	52%	3年期收益率排名：前30%~50%	48%	51%	58%
3年期收益率排名：后50%	36%	42%	41%	3年期收益率排名：后50%	51%	37%	33%

2019-2021年	年度夏普比分位数			2020-2022年	年度夏普比分位数		
	2019年	2020年	2021年		2020年	2021年	2022年
3年期收益率排名：前10%	60%	59%	54%	3年期收益率排名：前10%	57%	63%	44%
3年期收益率排名：前10%~30%	57%	54%	57%	3年期收益率排名：前10%~30%	57%	64%	52%
3年期收益率排名：前30%~50%	55%	57%	42%	3年期收益率排名：前30%~50%	55%	48%	50%
3年期收益率排名：后50%	36%	37%	50%	3年期收益率排名：后50%	38%	45%	49%

资产管理行业的痛点2——不区分 β 和 α ，认为只有 α 重要，但结果上 β 和 α 要做好都不容易，主动跑赢基准变得愈发困难

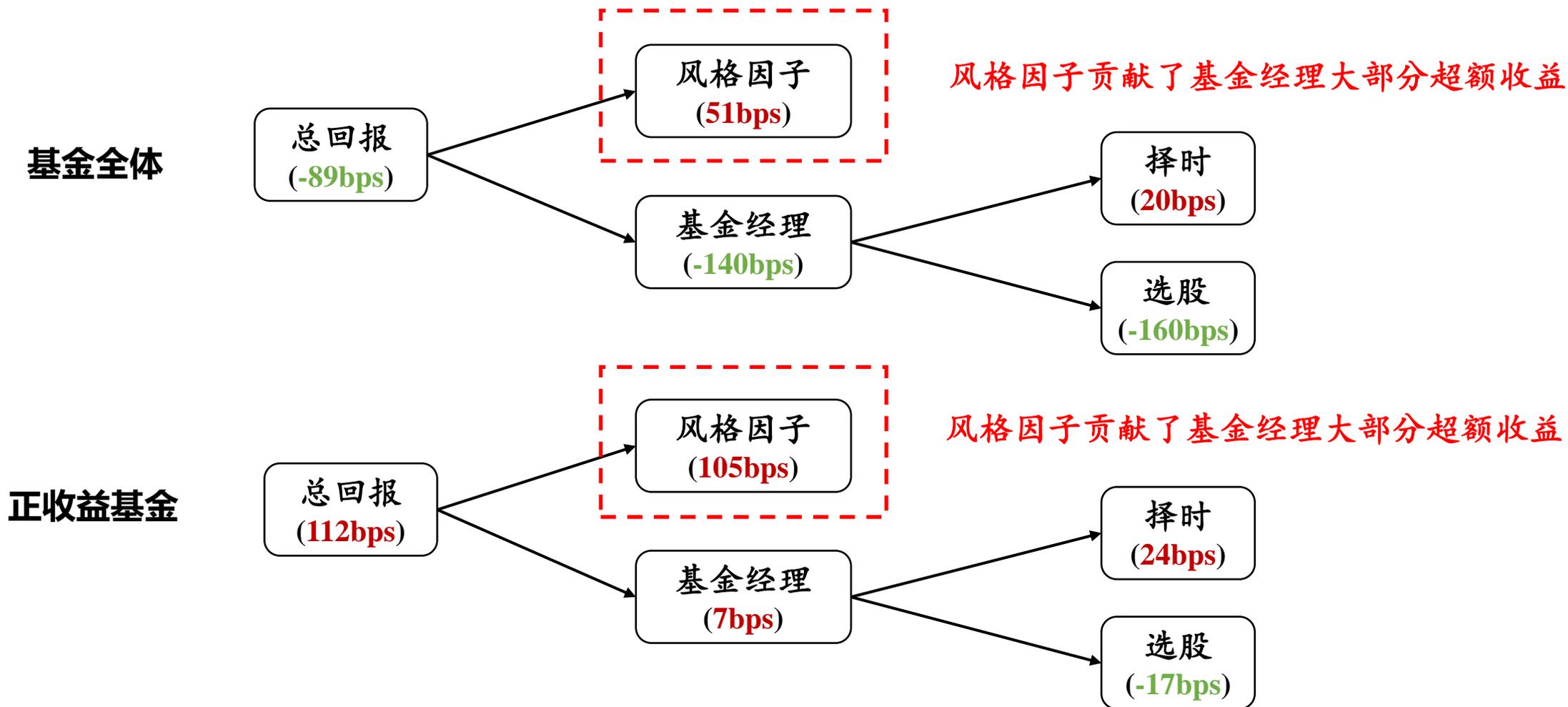
图：A股主动型基金很难在熊市打败基准，美股不到一半的主动权益产品能打败指数



数据来源：Wind，国联证券研究所

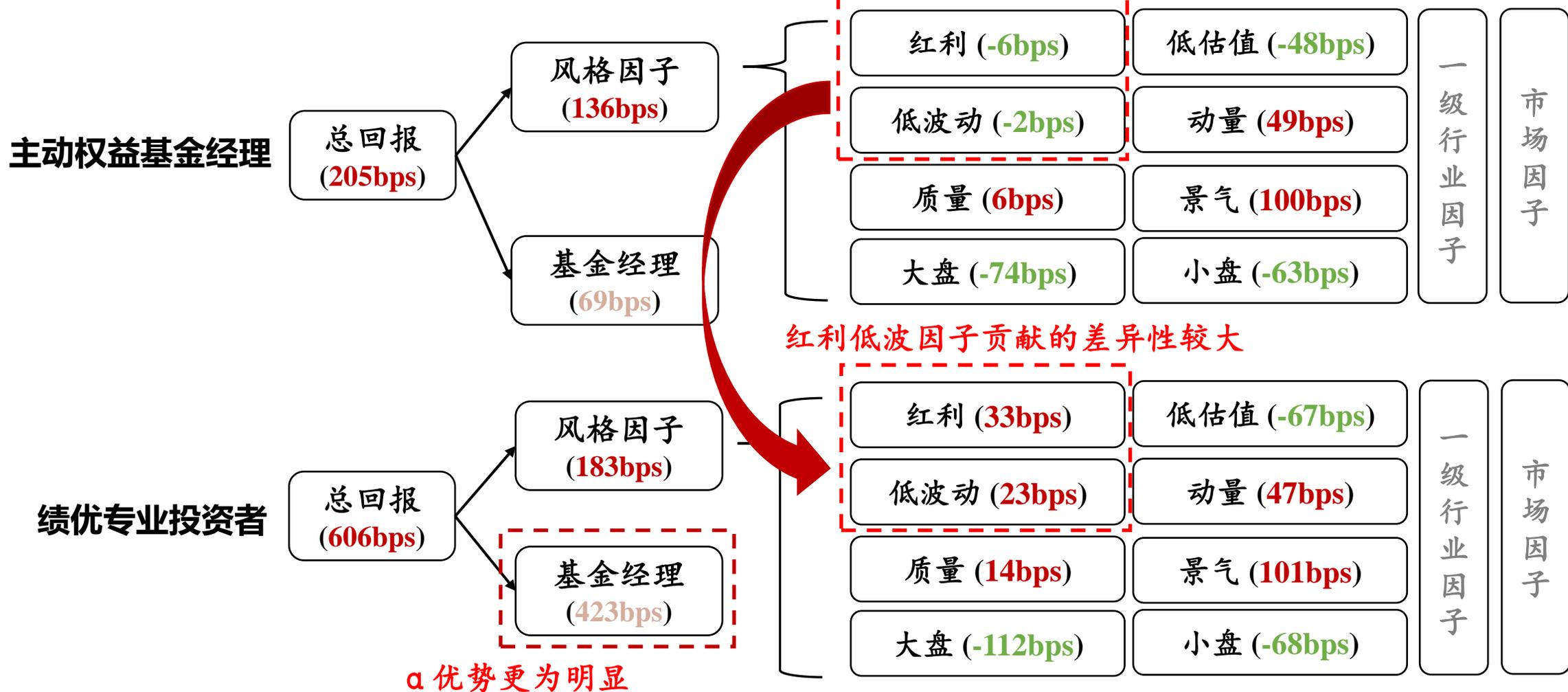
主动基金经理长期赚什么钱？（美国）—— α 负贡献，主要靠风格的 β

图：2005-2015年美国主动管理型基金的绩效归因分析



主动基金经理长期赚什么钱？（中国）—— α 有正回报，但 β 也很重要

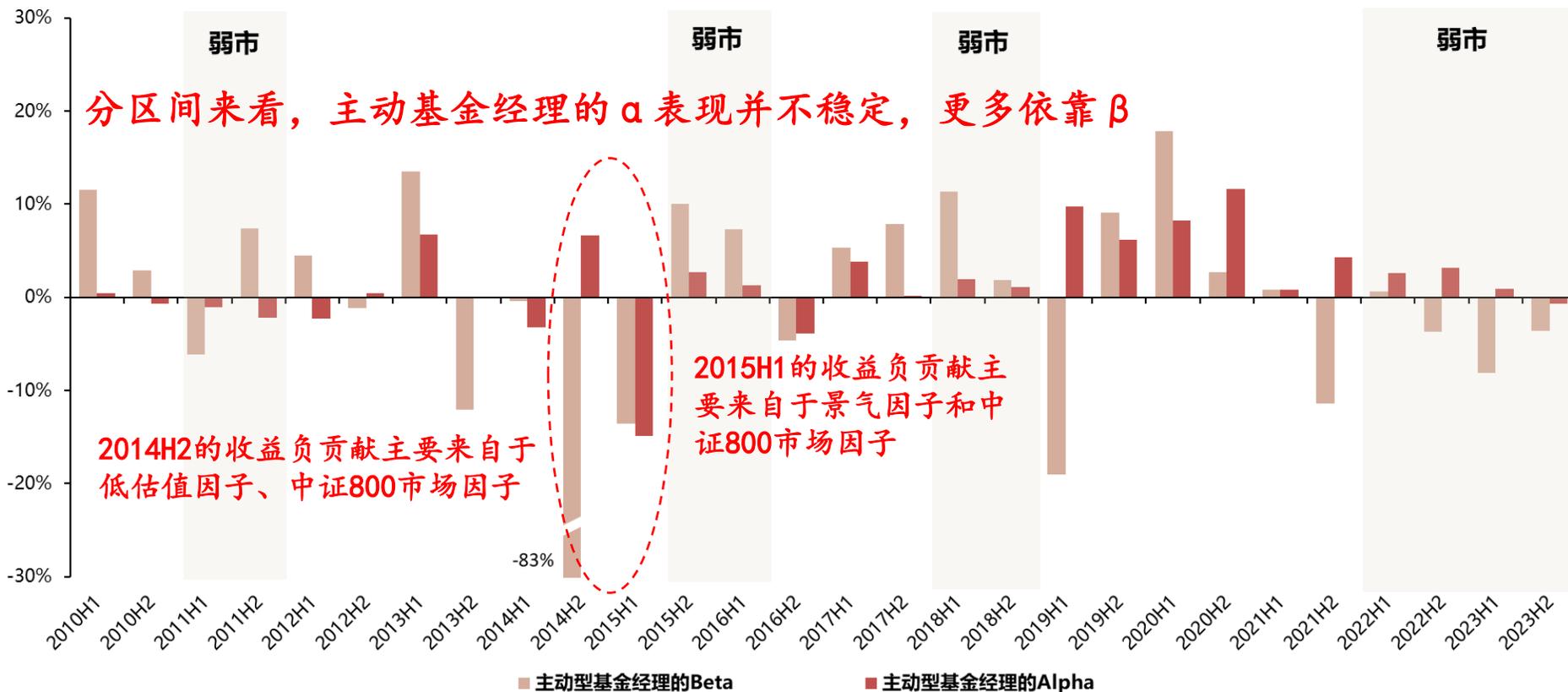
图：2010年以来，A股主动权益基金经理及绩优专业投资者的绩效归因分析(以万得全A为基准)



数据来源：Wind，国联证券研究所。注：绩优专业投资者选取基金经理为公募偏股中年限超过10年，同时任基金经理期间年化超额收益率排名前50的基金经理为样本，主动权益基金经理样本选取指数基期早于2013年12月31日的偏股型基金经理指数，以此表征基金经理的投资表现。各项贡献结果为整体情况的中位数。

主动基金经理赚的是多少钱？——分年度来看，“不稳定的 β ”+“日益收缩的 α ”

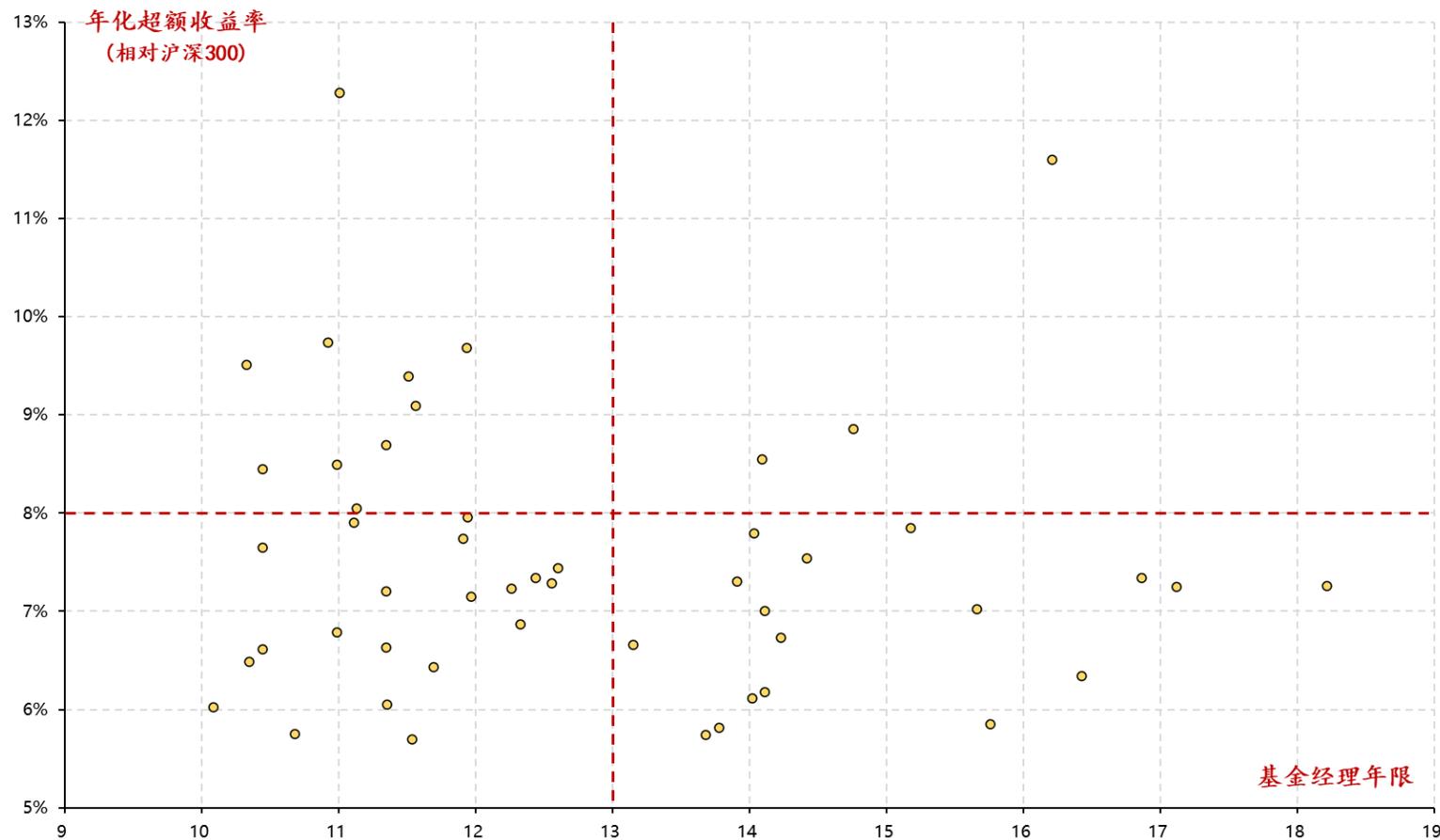
图：2010年以来，A股主动权益基金经理的半年度业绩拆解一览



数据来源：Wind，国联证券研究所。注：主动权益基金经理样本选取指数基期早于2015年1月1日的偏股型基金经理指数，以此表征基金经理的投资表现。各项贡献结果为整体情况的中位数。各项贡献结果为整体情况的中位数。

长周期来看，A股绩优专业投资者收益率几何？——平均年化超额收益率大约在8%

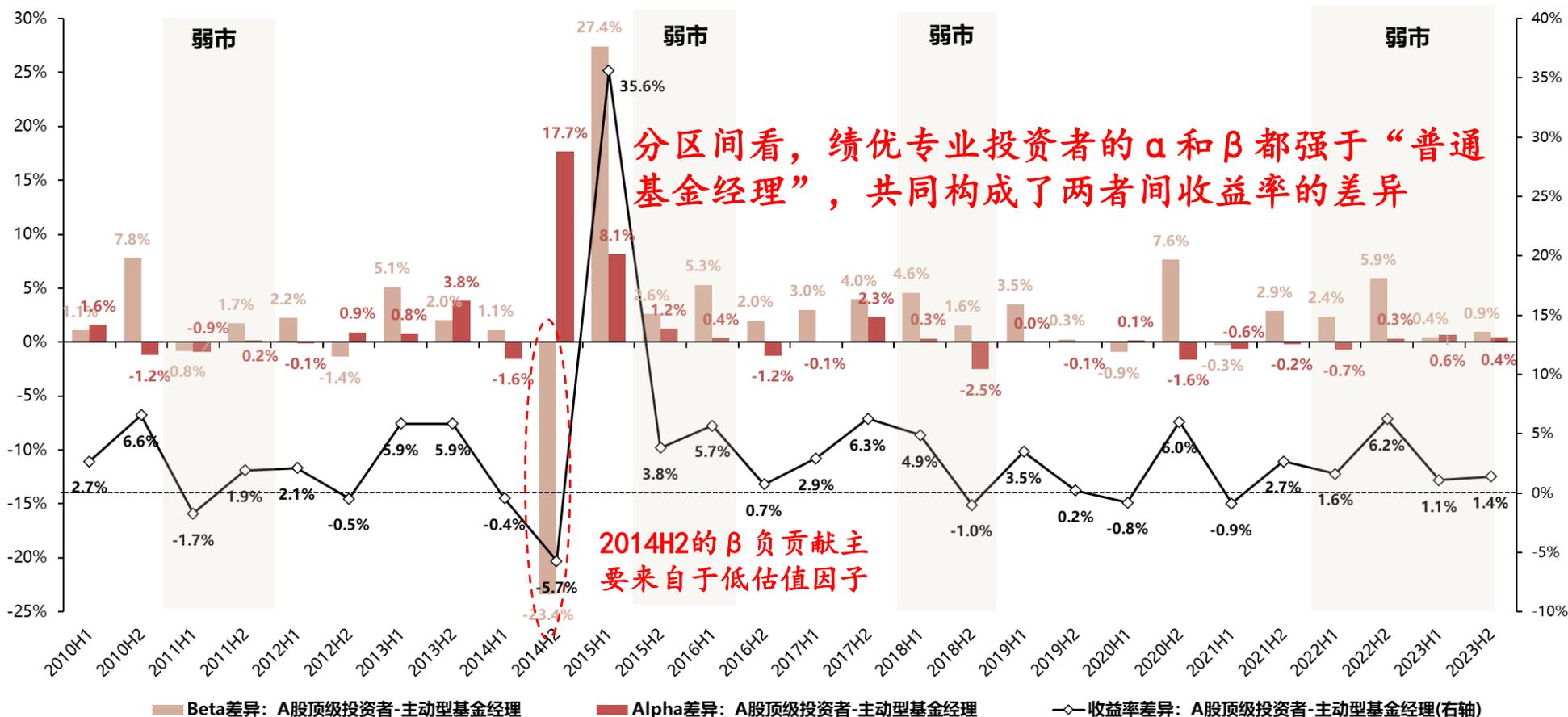
图：长周期来看，A股绩优专业投资者的从业年限及年化超额收益率一览



数据来源：Wind，国联证券研究所。注：选取基金经理为公募偏股中年限超过10年，同时任基金经理期间年化超额收益率排名前50的基金经理为样本。

绩优专业投资者和“基金经理整体”的差异在哪？——更稳定的 α + β 的风险管理优势

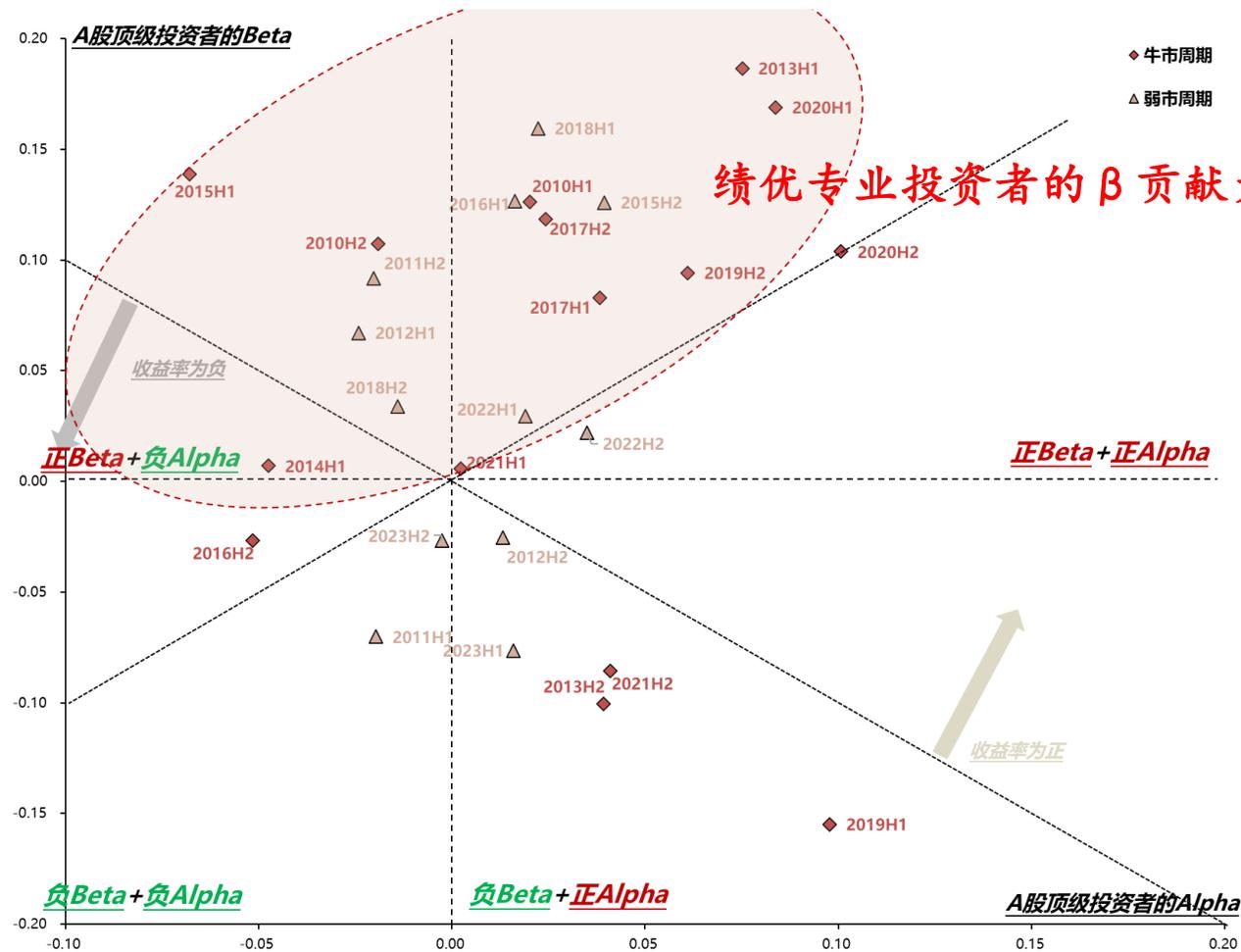
图：2010年以来，A股绩优专业投资者和主动型基金经理之间半年度Alpha和Beta的差异性一览



数据来源：Wind，国联证券研究所。注：绩优专业投资者选取基金经理为公募偏股中年限超过10年，同时任基金经理期间年化超额收益率排名前50的基金经理为样本，主动权益基金经理样本选取指数基期早于2015年1月1日的偏股型基金经理指数，以此表征基金经理的投资表现。各项贡献结果为整体情况的中位数。

绩优专业投资者和“基金经理整体”的差异在哪？——弱市的“β风险管理”做得更好

图：2010年以来，牛市弱市周期下A股绩优专业投资者投资者的半年度业绩拆解一览

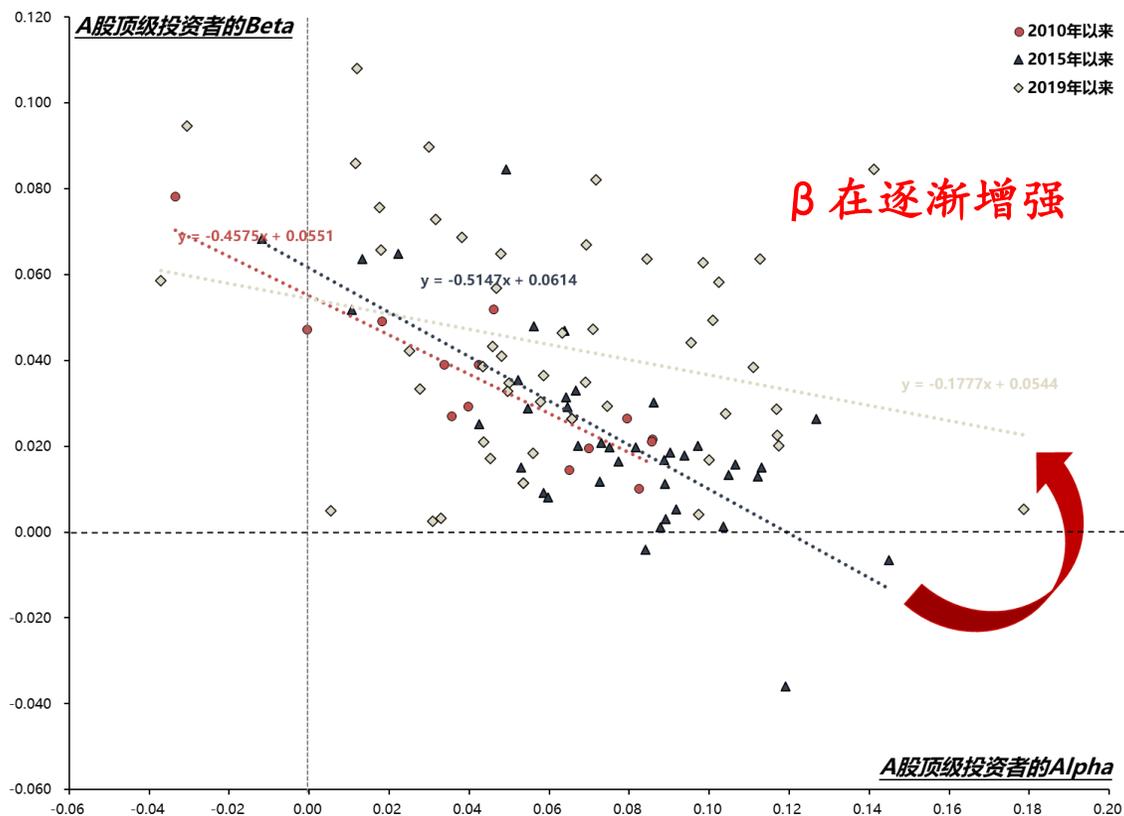


绩优专业投资者的β贡献大多数时候高于α贡献

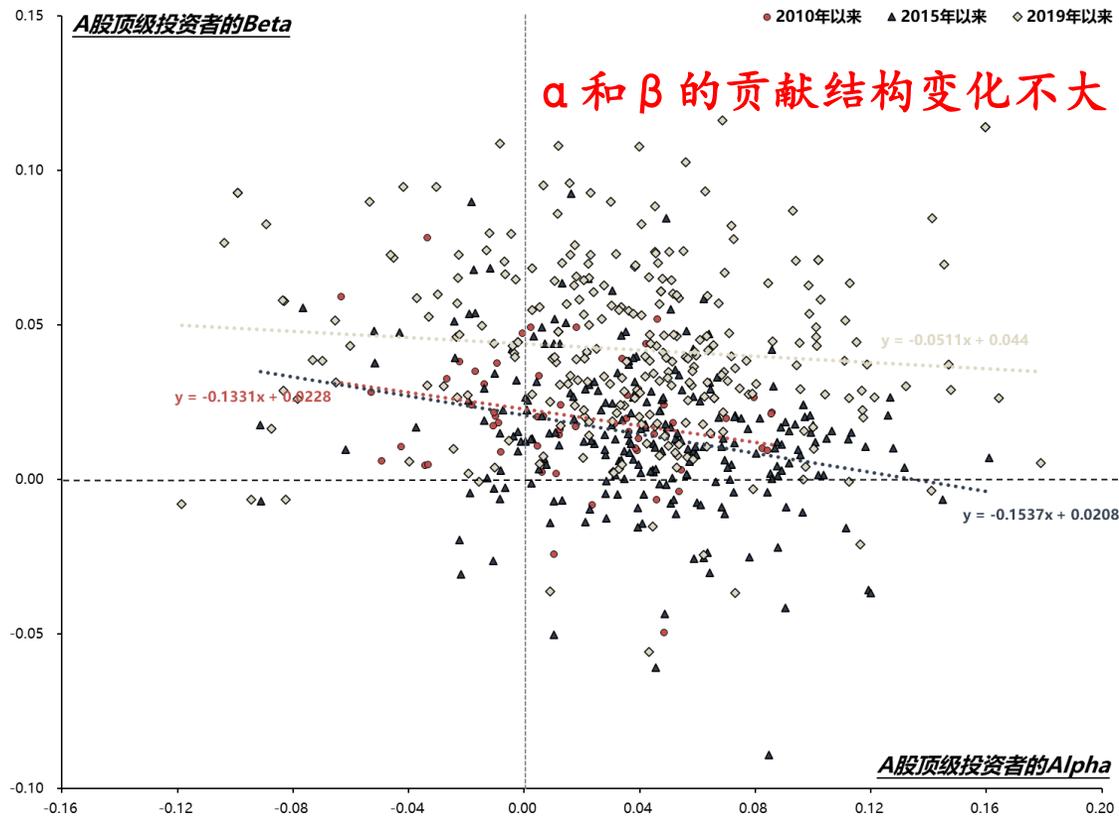
数据来源：Wind，国联证券研究所。注：选取基金经理为公募偏股中年限超过10年，同时任基金经理期间年化超额收益率排名前50的基金经理为样本。

绩优专业投资者和“基金经理整体”的差异在哪？—— α 都变难的情况下， β 优势在增强

图：长周期来看，A股绩优专业投资者的业绩拆解



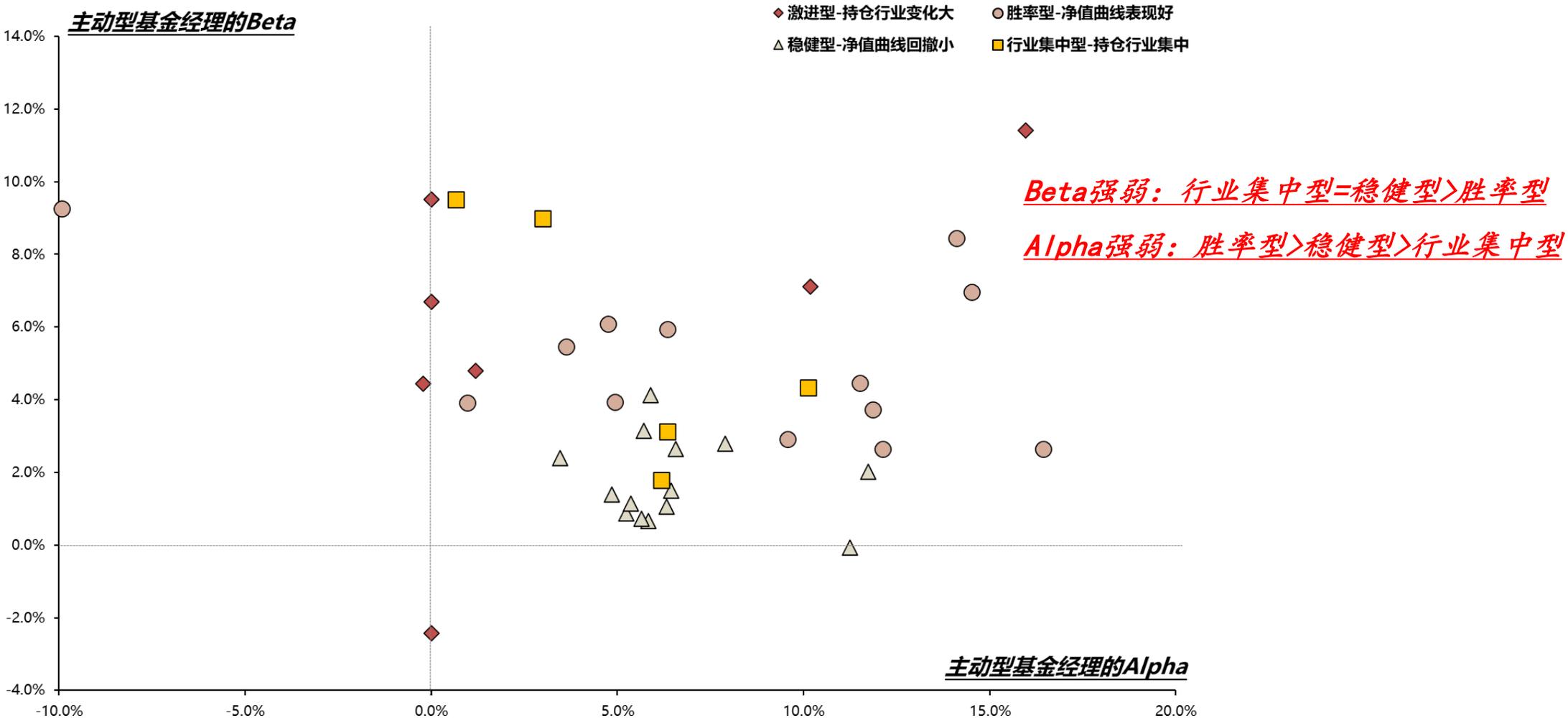
图：长周期来看，A股主动权益基金经理的业绩拆解



数据来源：Wind，国联证券研究所。注：绩优专业投资者选取基金经理为公募偏股中年限超过10年，同时任基金经理期间年化超额收益率排名前50的基金经理为样本，主动权益基金经理样本选取指数基期早于2015年1月1日的偏股型基金经理指数，以此表征基金经理的投资表现。各项贡献结果为整体情况的中位数。

不同类型基金经理有何业绩特征？——胜率型依赖 α ，行业集中型依赖 β

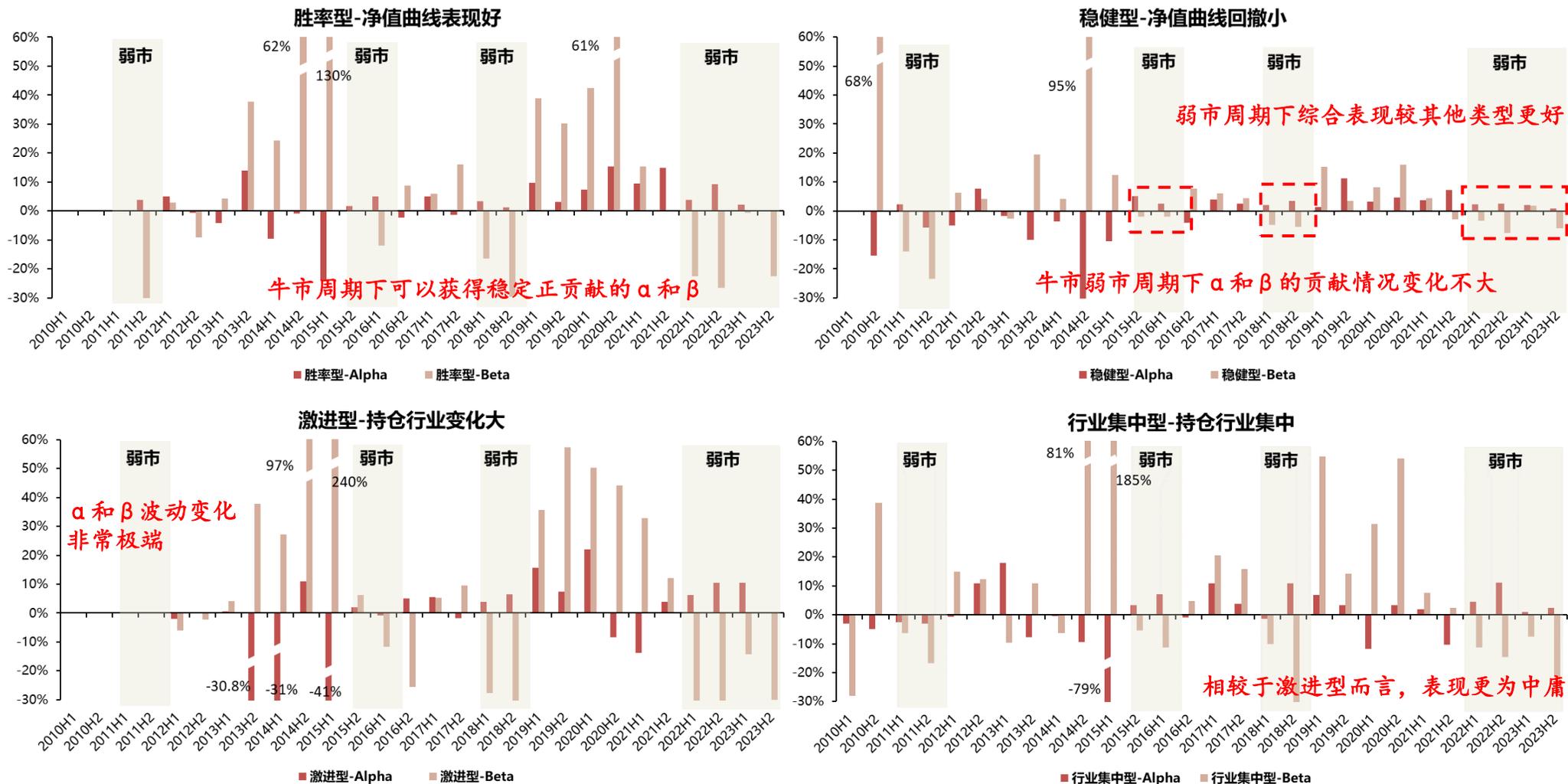
图：2019年以来，不同风格类型基金经理的业绩拆解



数据来源：Wind，国联证券研究所。注：根据基金的净值表现及持仓变化等维度综合评定基金经理类型。

不同类型基金经理有何业绩特征？——弱市稳健型占优，牛市胜率型占优

图：2019年以来，不同风格类型基金经理的业绩拆解



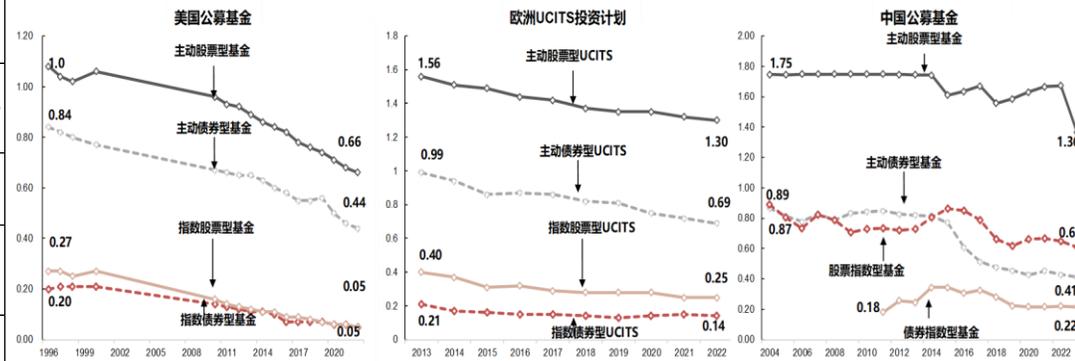
数据来源：Wind，国联证券研究所。注：根据基金的净值表现及持仓变化等维度综合评定基金经理类型。

如何破局？1——在商业模式上，把β和α分开做风险管理

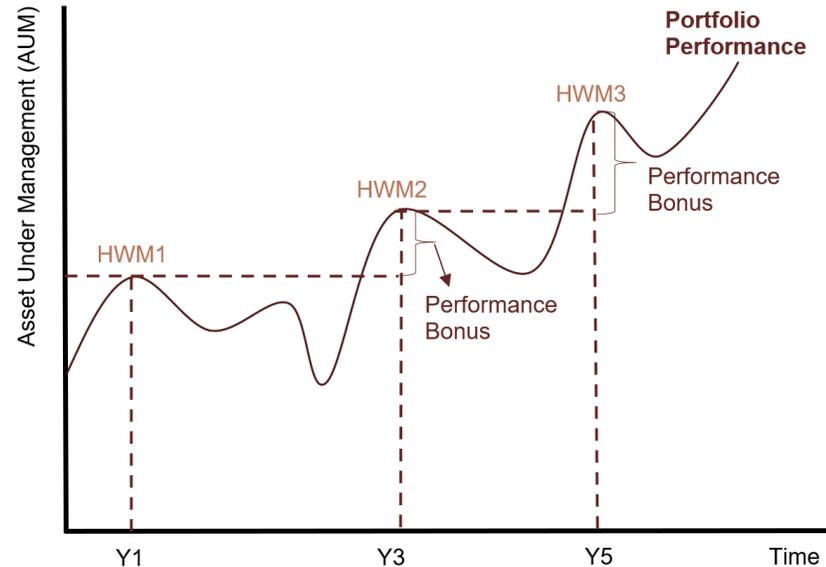
图：美国资产管理业的百年发展史，逐渐分离出了cheap β（Mutual fund，费率低）和high α（对冲基金，费率高）

发展轨迹	人物	地位	事件和业绩	旗下知名基金经理
19世纪40年代末至70年代初 对冲基金的初创时代	阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯	对冲基金业的鼻祖	<ul style="list-style-type: none"> 1949年创立了对冲基金历史上第一只对冲基金。 到1968年，他的累计回报率几乎高达5000%，远远超过了他的竞争对手。 他开创了对冲基金的新模式，他的基金具有四个特点：有绩效费、投资方式灵活、对潜力股的做多和对没有潜力的股票的做空。 	开创了“多经理人竞争结构”
19世纪70年代初至90年代初 宏观对冲基金时代	迈克尔·斯坦哈特	短线杀手 大额交易	<ul style="list-style-type: none"> 1967年与霍华德·博考维奇、杰罗德·范恩创立斯坦哈特-范-博考维奇公司。 1970年，弗兰克·席普夫加入公司，他的货币分析模型为公司带来了丰厚的利润。 从1967年7月开创立以来，公司获得了361%的收益，这个业绩比同时期的纽约证券交易所好36倍。在市场上打拼的28年里，斯坦哈特只有3次亏损，这种情况发生的概率是八万二千分之一。 	弗兰克·席普夫
	乔治·索罗斯	金融大鳄 三巨头	<ul style="list-style-type: none"> 1969年创立双鹰基金，1978年更名为量子基金。 他综合运用了传统的股市分析、大量的价格图表分析以及卡尔·波普尔的哲学思想。他从货币交易中赚取暴利，但他同时又是慈善家。 作为索罗斯的首席交易官，斯坦利·德普青长期带领量子基金对英镑和泰铢进行了漂亮的狙击，这次的英镑交易为量子基金赚取了超过10亿美元的利润，而泰铢狙击战也成为亚洲金融危机导火索的一部分。 	斯坦利·德普青米勒
	朱利安·罗伯逊	选股高手	<ul style="list-style-type: none"> 1980年创立老虎基金。 他挑战了学术界关于选股者不能战胜市场的论断，在20世纪80至90年代创造了传奇般的收益，他所培养的一批老虎基金员工纷纷创立了自己的对冲基金。 他的得力助手约翰·格里芬，在经营自己的基金后仍然与他保持密切的联系。 	约翰·格里芬
	海默·威玛	开创者	<ul style="list-style-type: none"> 1970年与保罗·库特勒、弗兰克·万纳森创立商品公司。 他先后招募了迈克尔·马库斯和布鲁斯·科夫勒加入公司。通过超越经济计量，将重点转到趋势分析，威玛体现了不断在对冲基金历史上出现的实用主义。 仅在1980年，商品公司就赚了4200万美元，这简直是个天文数字。因此，即使在为140名员工发放了1300万美元的奖金后，威玛这家公司不见经传的公司在世界500强企业仍然排名58。 	迈克尔·马库斯 布鲁斯·科夫勒
20世纪80年代末至90年代中期 新一代对冲基金的成长期	布鲁斯·科夫勒	宏观商品 流派	<ul style="list-style-type: none"> 1983年创立卡克斯顿对冲基金。 他在商品公司开始了他的职业生涯，开创了一种被称为“货币套利”的交易形式。 1977年，他与威玛和迈克尔·马库斯和迈克尔·马库斯相遇创造了最辉煌的职业生涯，在之后10年的平均年收益率达到了80%。 	
	保罗·都铎·琼斯	三新秀	<ul style="list-style-type: none"> 1983年创立都铎投资公司。 从棉花交易所走出的他，学会了将交易当做心理和盘张声势的一种游戏，每次他进场时，整个市场都会害怕。 他成功地预测到华尔街的崩溃，在1987年市场崩盘时赚了一大笔，而这得益于他的首席经济学家彼得·波里里的股市图表分析。 	
	路勇士·培根		<ul style="list-style-type: none"> 1989年创立路尔资本管理公司。 他也运用商品公司推行的交易方式进行宏观投资。 他投机于商品与货币，在1987年的崩盘中大赚一笔，他还成功地预测到了第一次伊拉克战争之后的市场走势。 	
20世纪90年代 对冲基金的蓬勃发展期	约翰·梅里韦瑟	债券基金	<ul style="list-style-type: none"> 1994年创立长期资本管理公司。 他聘请教授加入公司，对风险进行量化分析，长期资本管理公司成为第一批将风险进行数量化的对冲基金之一。 1994年，即使在减去2%的管理费和超出一般水平的25%的绩效费之后，公司当年10个月的交易中回报率达到了19.9%，1995年达到42.8%，1996年则是40.8%。但是在1997年的债券危机中，他的风险管理模型失效了，而失败的真实原因不在于衡量风险的方法过于简单，而是想要对风险准确衡量。 	埃里克·罗森菲尔德
	大卫·斯文森	捐赠基金	<ul style="list-style-type: none"> 1985年开始接管耶鲁捐赠基金。 他最先开始将耶鲁大学捐赠基金投资于对冲基金，随后，其他大学开始竞相模仿。 2005年，耶鲁大学140亿美元的捐赠基金中有78亿来自于他的投资。 	
	汤姆·斯泰尔	事件驱动型 对冲基金	<ul style="list-style-type: none"> 1985年创立法拉龙资本管理公司。 他开创了“事件驱动型”对冲基金，从导致现有市场价格错误的事件中获益。法拉龙是第一只从耶鲁吸引投资的对冲基金，机构投资的涌入，开始逐步改变对冲基金对社会的影响力。 法拉龙的资产从2002年的80亿美元激增到2006年的160亿美元，吸引了众多的模仿者，然而事件驱动型对冲基金的胜利并没有消除风险。 	
	詹姆斯·西蒙斯	量型对冲基金	<ul style="list-style-type: none"> 文艺复兴科技公司的旗舰产品——大奖赛基金创立于1988年。 他招募了数学家、密码破译者及翻译专家加入公司，使大奖赛基金成为迄今为止最成功的一只对冲基金。 在2008年危机的时候，大奖赛基金上涨了160%，西蒙斯本人的年收入超过10亿美元。 	彼得·布朗 罗伯特·默瑟
21世纪初 “阿尔法工厂时代”	肯尼斯·格里芬	多策略基金	<ul style="list-style-type: none"> 1988年创立肖氏对冲基金。 他也聘请数学家和科学家加入公司，并将计算机科学应用于市场，在他的团队里的数学家比任何其他市场参与者都更擅长建模。 他们创建了一台机器来找出股票价格的一场，很快，戴维·肖的增长超过了格林威治的前辈。到1994年，他的公司规模已达135人，每日成交额占到纽约证券交易所的5%。 	
	尼克·马奥尼斯		<ul style="list-style-type: none"> 1990年创立大东管投资集团。 他在2006—2007年从其他倒闭的基金中购买资产，这表明在市场混乱的时候对冲基金能稳定金融系统。 到2007年公司的资产就从2000年的20亿美元迅速增至130亿美元，格里芬的个人收入据说在业界排名第二，仅次于詹姆斯·西蒙斯。 在2008年的金融危机中，该公司濒临破产，但它没有靠纳税人的帮助而渡过了难关。大东管投资集团已经证明：也许对冲基金有时可能引发火灾，但它们也可能是消防队。 	
危机之后 信贷对冲基金	约翰·保尔森	对冲基金之王	<ul style="list-style-type: none"> 2000年创立不凋花基金公司，它是现代“阿尔法工厂”的榜样。 在开业的前3年，不凋花基金公司的回报率分别为22%、11%、17%。而这段时间，标准普尔500指数大部分时间在下降。 马奥尼斯认为，多种策略的混合可以分散风险，但是在2005年，不凋花基金的很多策略表现都不佳，这使得从事天然气交易的布莱恩·亨特脱颖而出，并受到重用。但是随着新的“阿尔法工厂”的建立，从事能源交易的对冲基金越来越多，不凋花基金正面临着崩溃的危险。 	布莱恩·亨特
危机之后 信贷对冲基金	约翰·保尔森	对冲基金之王	<ul style="list-style-type: none"> 1994年创立保尔森公司。 21世纪初，宏观对冲基金的鼎盛时期可能已经过去，但信贷对冲基金的鼎盛时期已经到来。约翰·保尔森就是新时代的乔治·索罗斯。 2005年，保尔森预感到经济要转向 downwards，于是，他开始对这个泡沫下注。截至2007年底，保尔森旗下的抵押贷款基金扣除费用后累计上涨了700%，产生了大约150亿美元的利润，保尔森本人赚了30-40亿美元。 	

图：中美公募基金管理费率对比



图：美国对冲基金一般管理费率2%+20%业绩提成，并设有high water mark 条款（HWM）



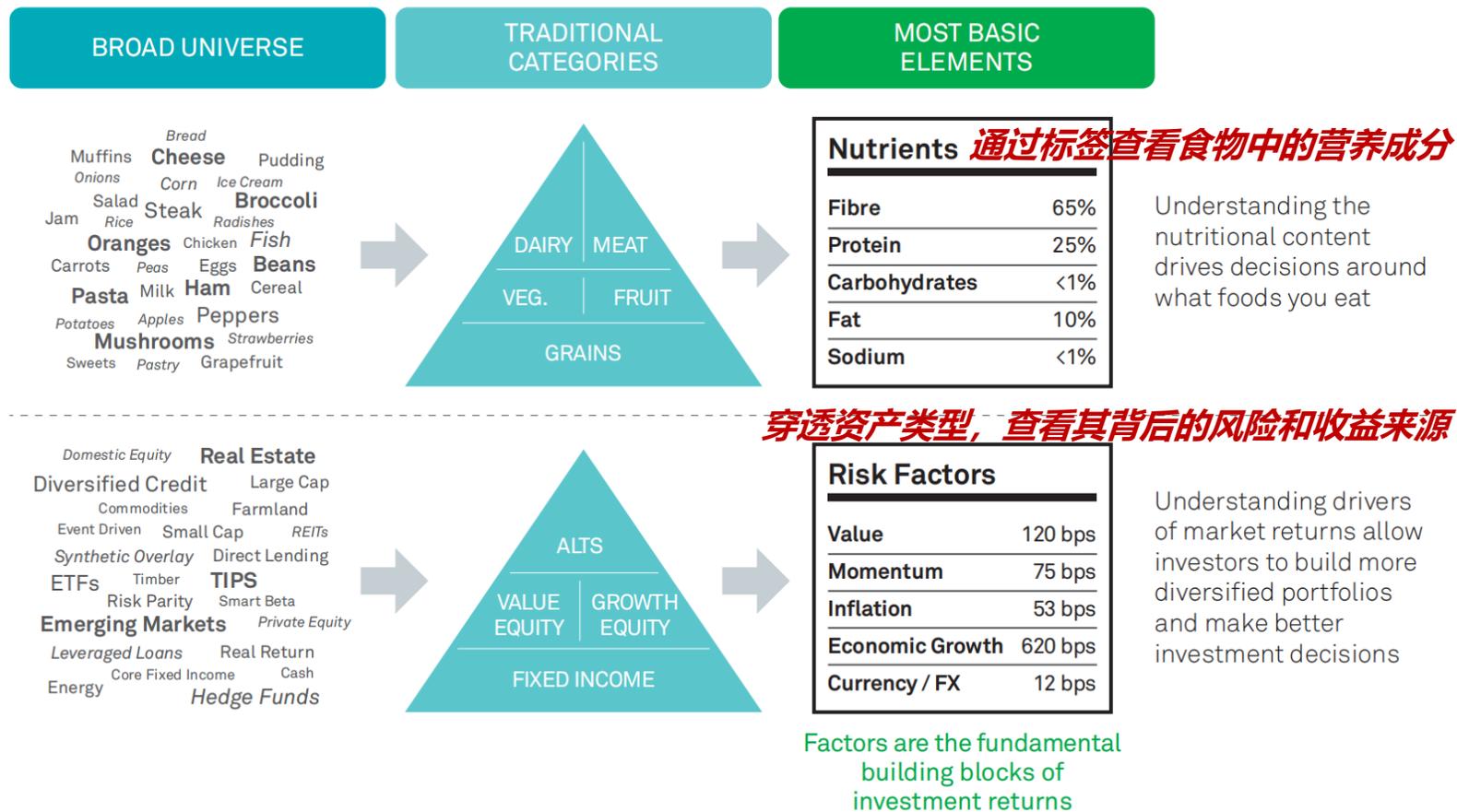
数据来源：《富可敌国》，ICI Research，国联证券研究所



如何破局？2——在构建组合上，用一些长期靠谱的资产和工具，来做组合管理

图：β的部分更多可以通过一些smart β工具来做风险管理，需要回答“我们赚什么钱”的问题

FIGURE 6: FACTOR EXPOSURE MATTERS



每个人应该根据自己的需求
要去选择营养成分

投资者也应该根据自己的
偏好选择适合的因子

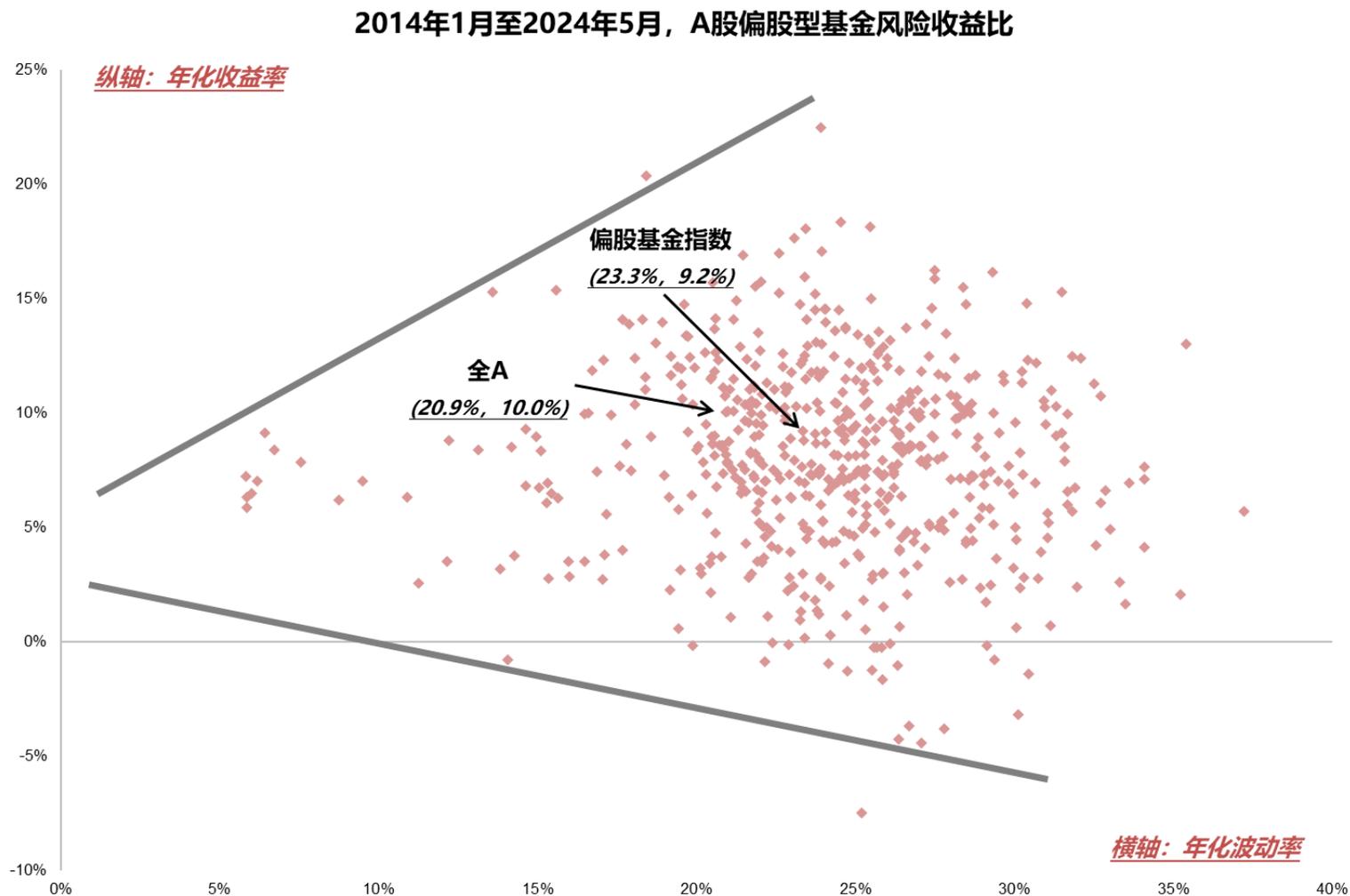
For illustrative purposes only.
Source: BlackRock, as of September 2015.



组合管理的前提——波动率控制

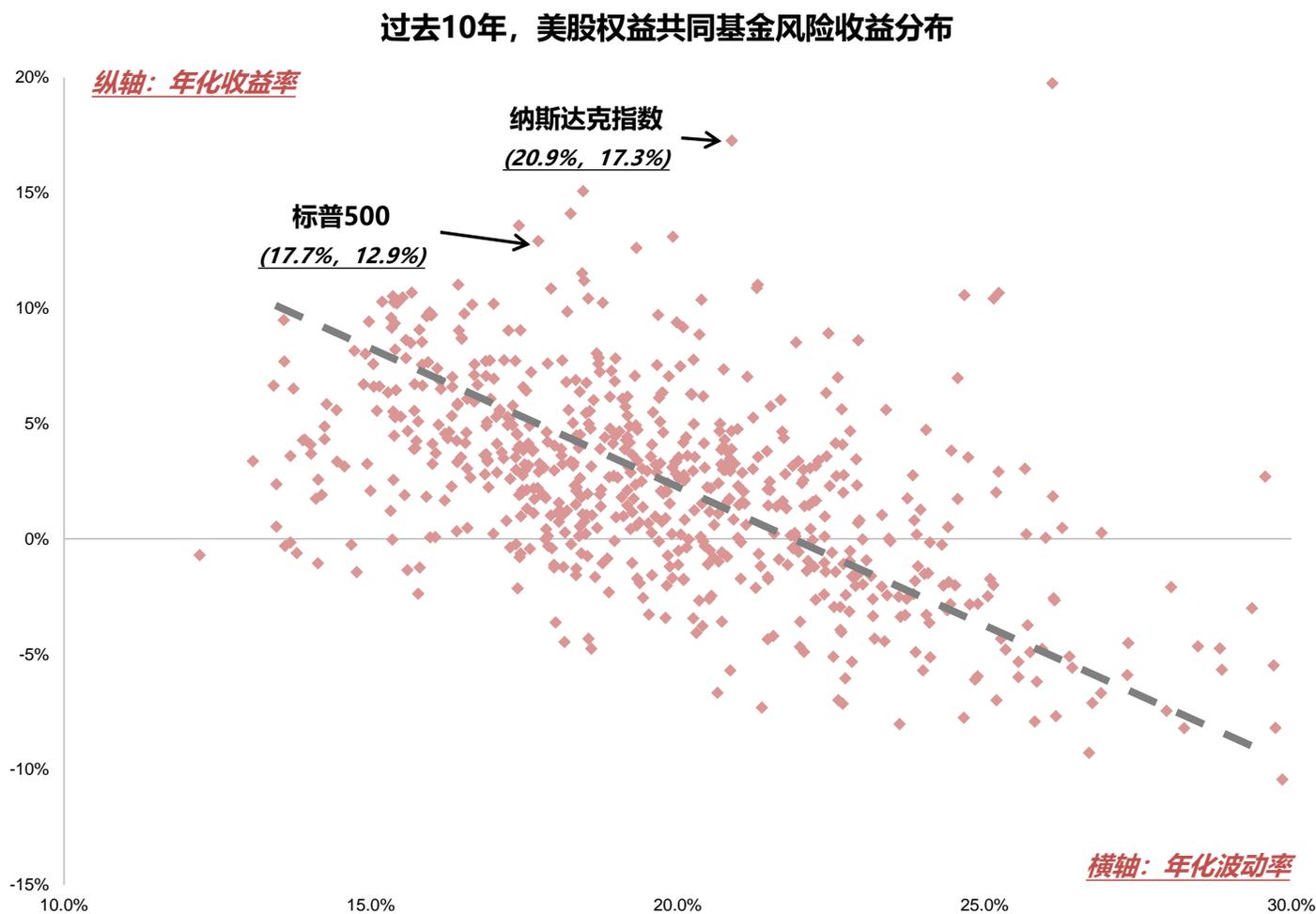
一个认知误区—风险和收益成正比?实际投资中, 风险与收益并不完全呈正比。从历史复盘来看, A股偏股基金承担更大的波动风险, 并未获得更高的风险溢价补偿

图: A股权益基金波动率提高的同时, 收益率并不一定能同时提高



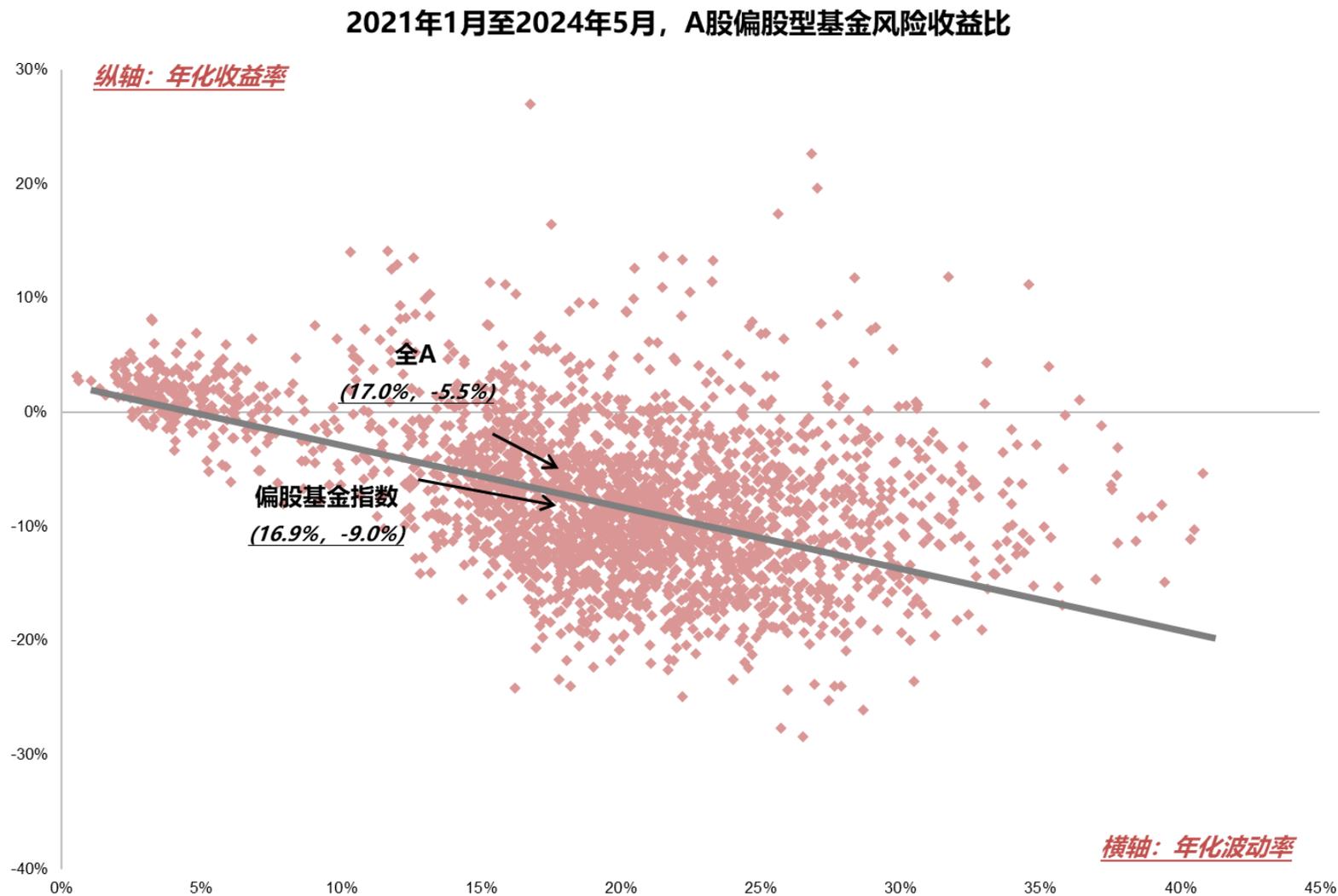
一个认知误区——风险和收益成正比？实际投资中，风险与收益并不完全呈正比。美股基金经理的“风险VS收益”甚至呈反比，“低波动”对应“高收益”

图：过去10年，美股主动权益基金的波动与收益负相关，波动越低，收益越高



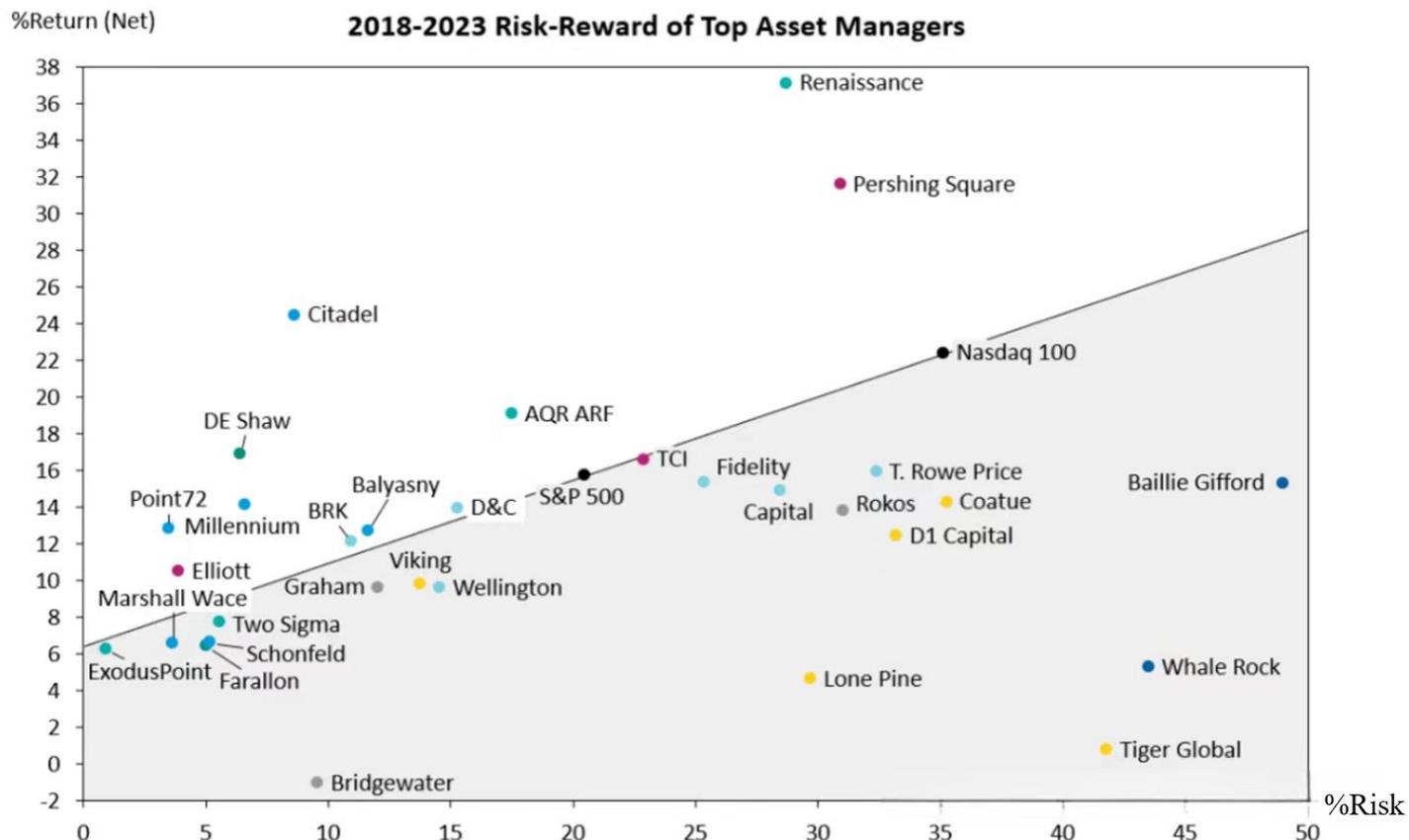
一个认知误区——风险和收益成正比？2021年以来，A股也逐渐呈现低波动、高收益的特点

图：2021年开始，A股主动权益基金的波动与收益负相关，波动越低，收益越高



海外头部基金经理更注重控制风险，从而提高Sharpe Ratio

图：美国代表性基金的风险收益回报



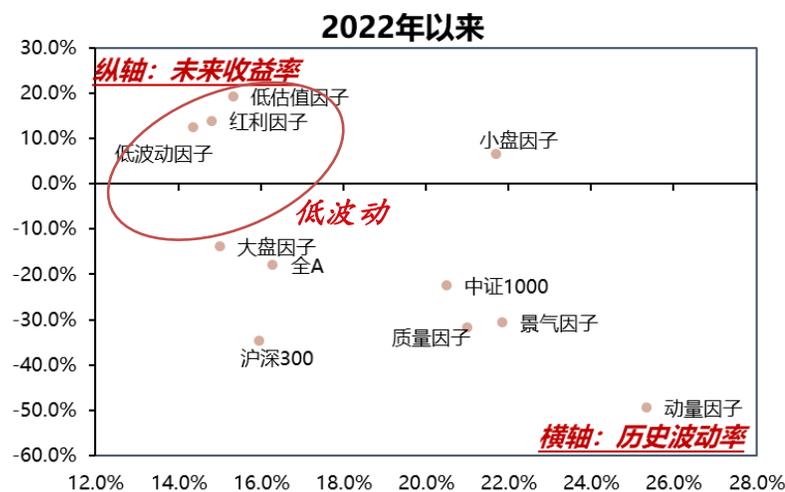
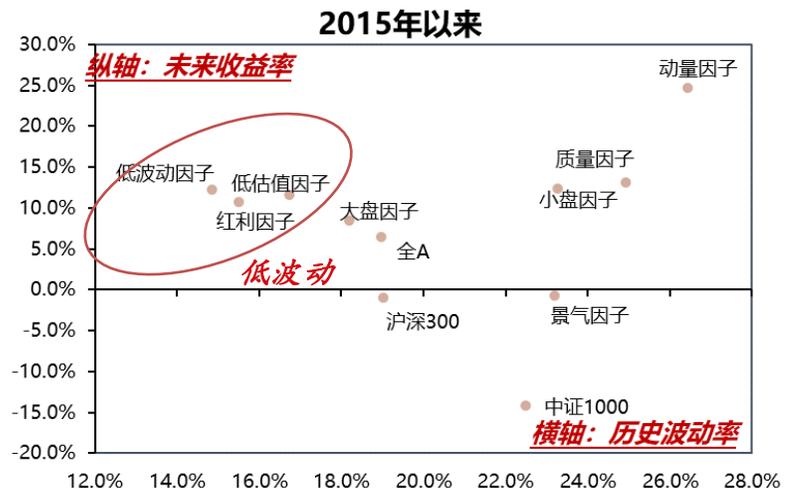
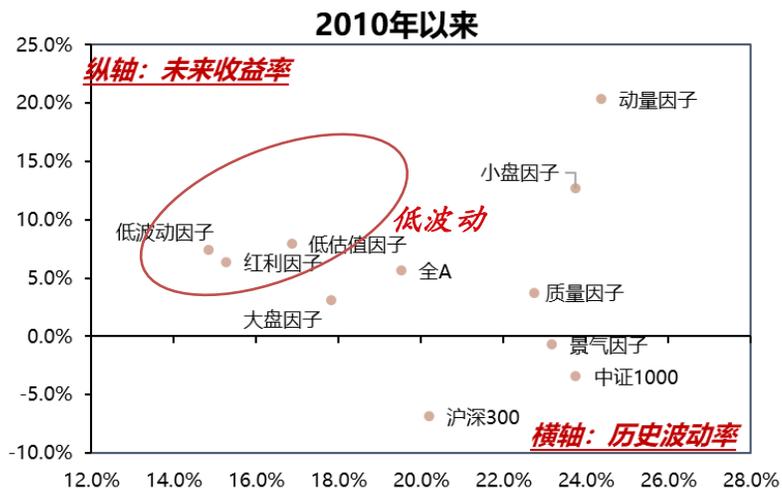
Source: Bloomberg, Cliffwater

Note: Return为geometric mean, risk为net return的标准 deviation

数据来源: FactSet, 国联证券研究所

更广义的验证，低波动因子并没有想象得那么差，过去低波动，未来收益或不差

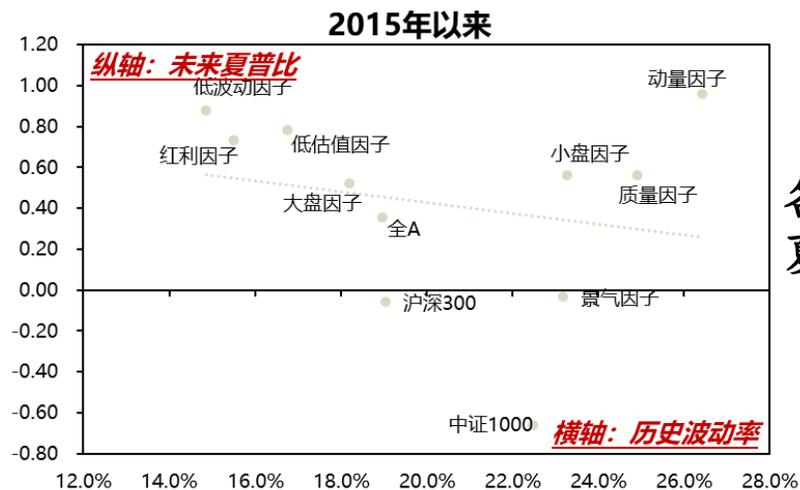
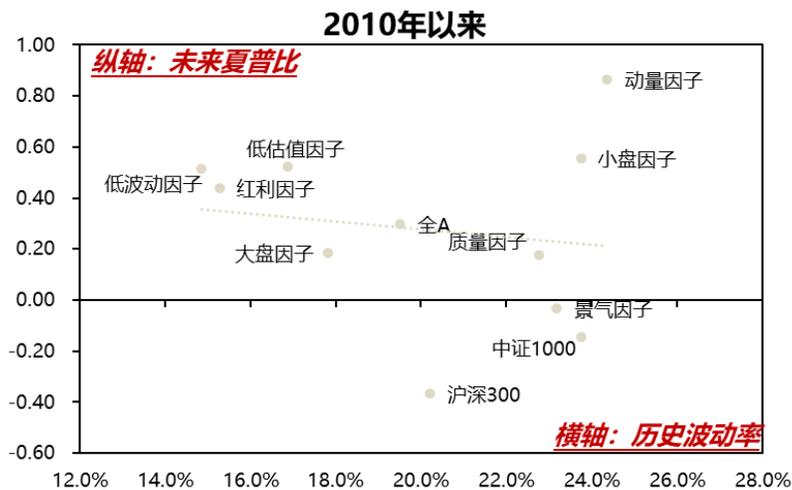
图：不同时间区间下，各因子历史波动率与未来收益率并未表现出稳定关系



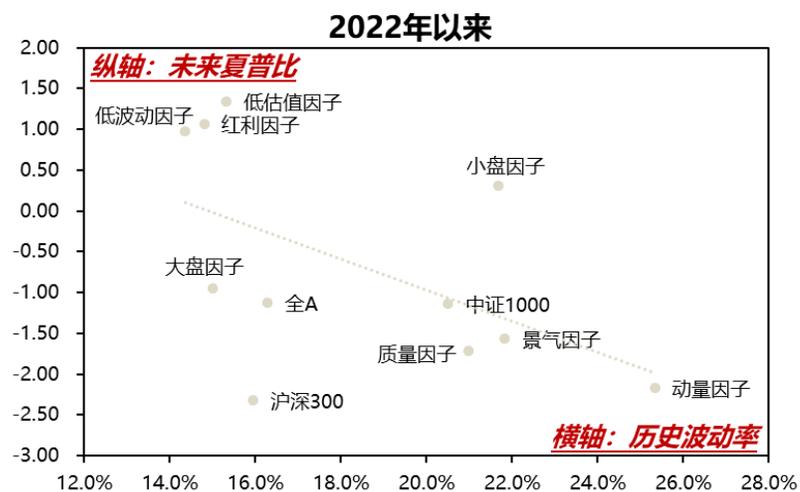
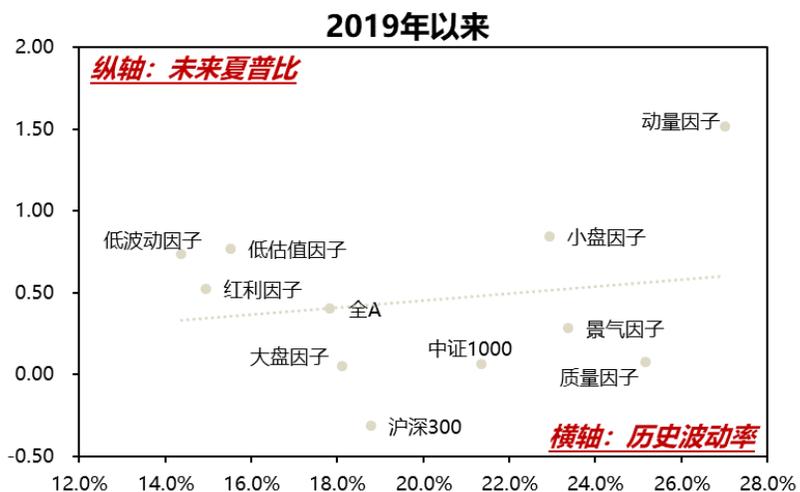
数据来源：Wind，国联证券研究所。注：横轴为各因子日度涨跌幅过去6个月的区间年化波动率，纵轴为各因子未来3个月的区间年化收益率。

衡量风险收益比后，规律更明显——历史波动率低的因子，未来Sharpe Ratio更高

图：不同时间区间下，各因子历史波动率与未来夏普比均呈现出稳定负相关



各时间区间，历史波动率和未来夏普比间的负相关性较为稳定

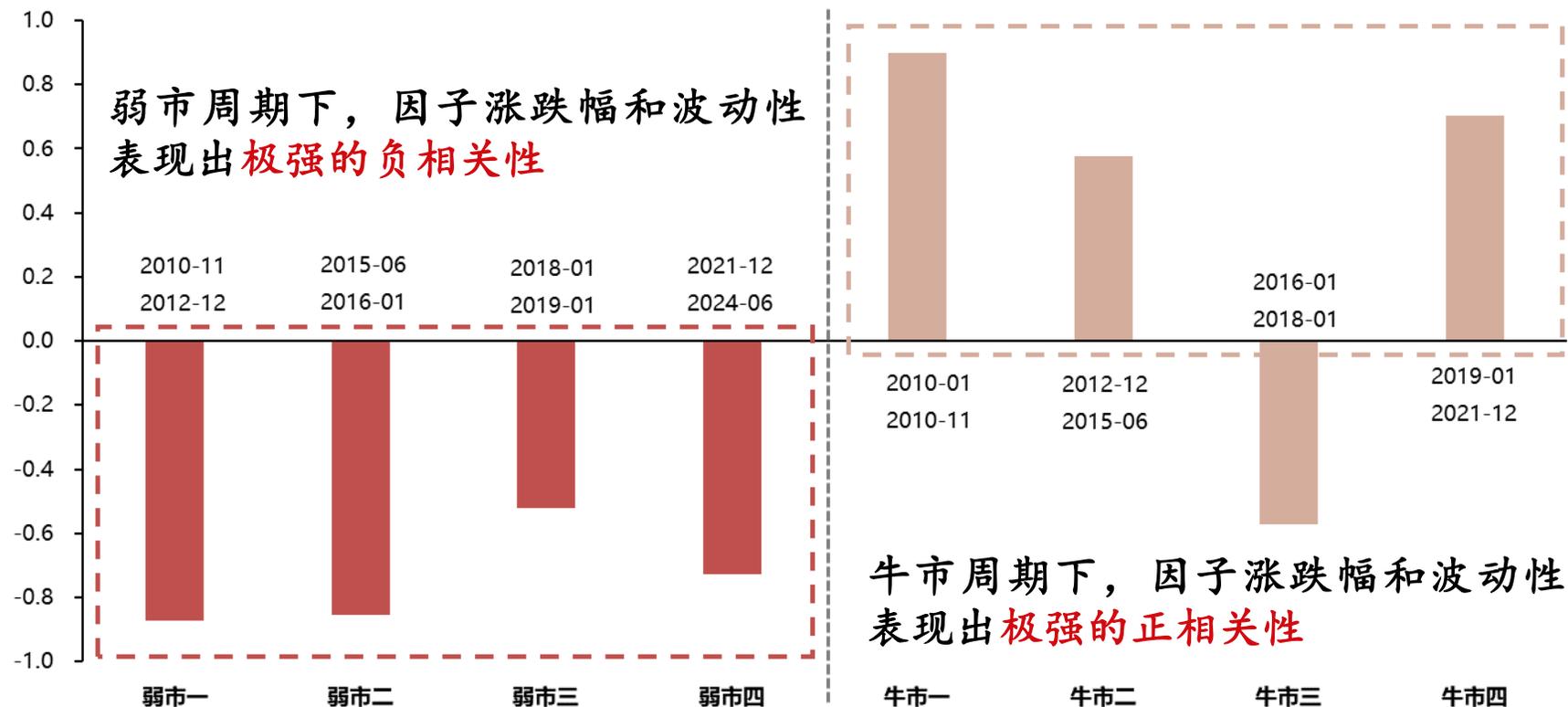


数据来源：Wind，国联证券研究所。注：横轴为各因子日度涨跌幅过去6个月的区间年化波动率，纵轴为各因子未来3个月的夏普比。

区分牛市和弱市周期——高波动因子在牛市占优，但低波动因子在弱市表现更好

图：牛市和弱市周期下，高波动性因子和低波动性因子的表现出现分化

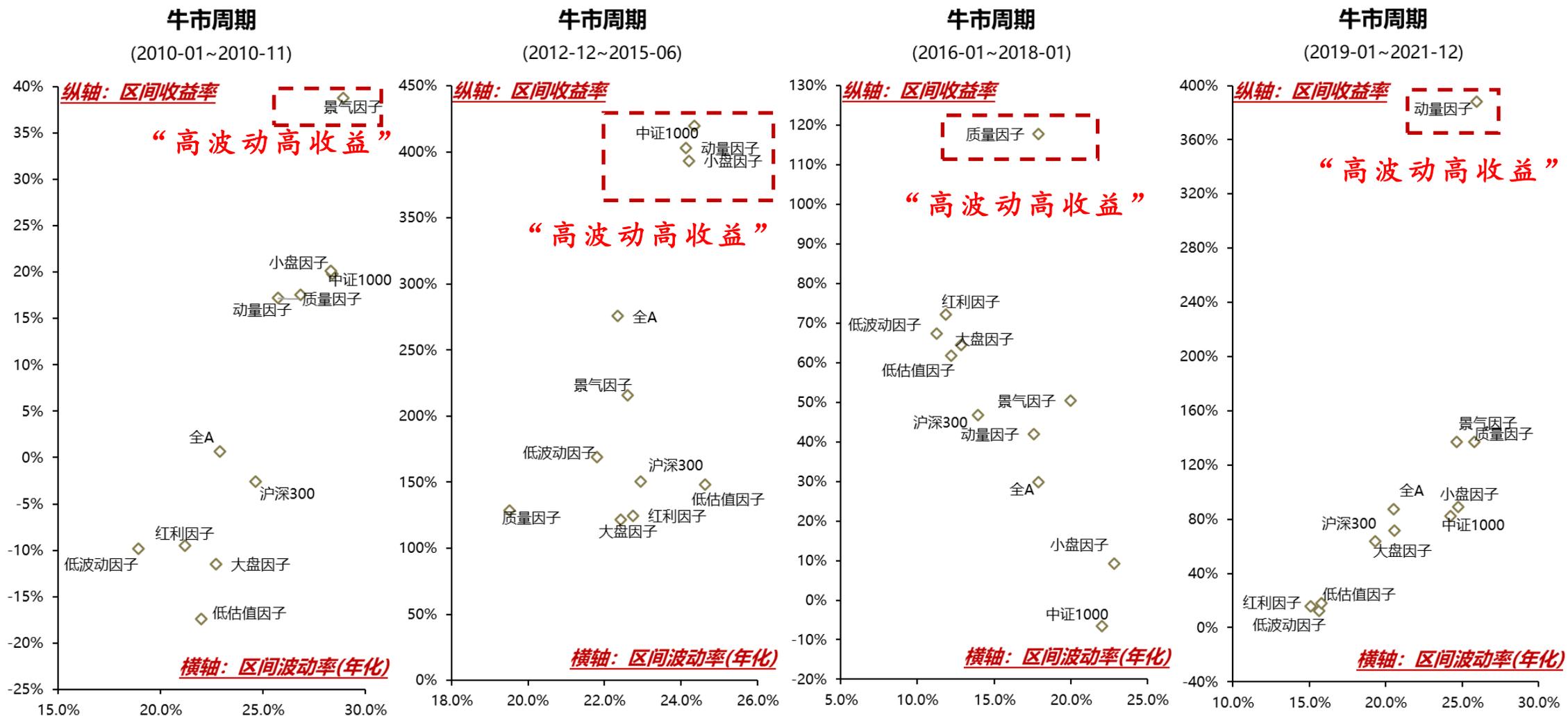
每一轮牛市弱市周期下因子涨跌幅和波动率的相关性



数据来源：Wind，国联证券研究所。注：因子数据样本起始于2010年初。

高波动性因子在牛市周期中的收益明显高于低波动因子

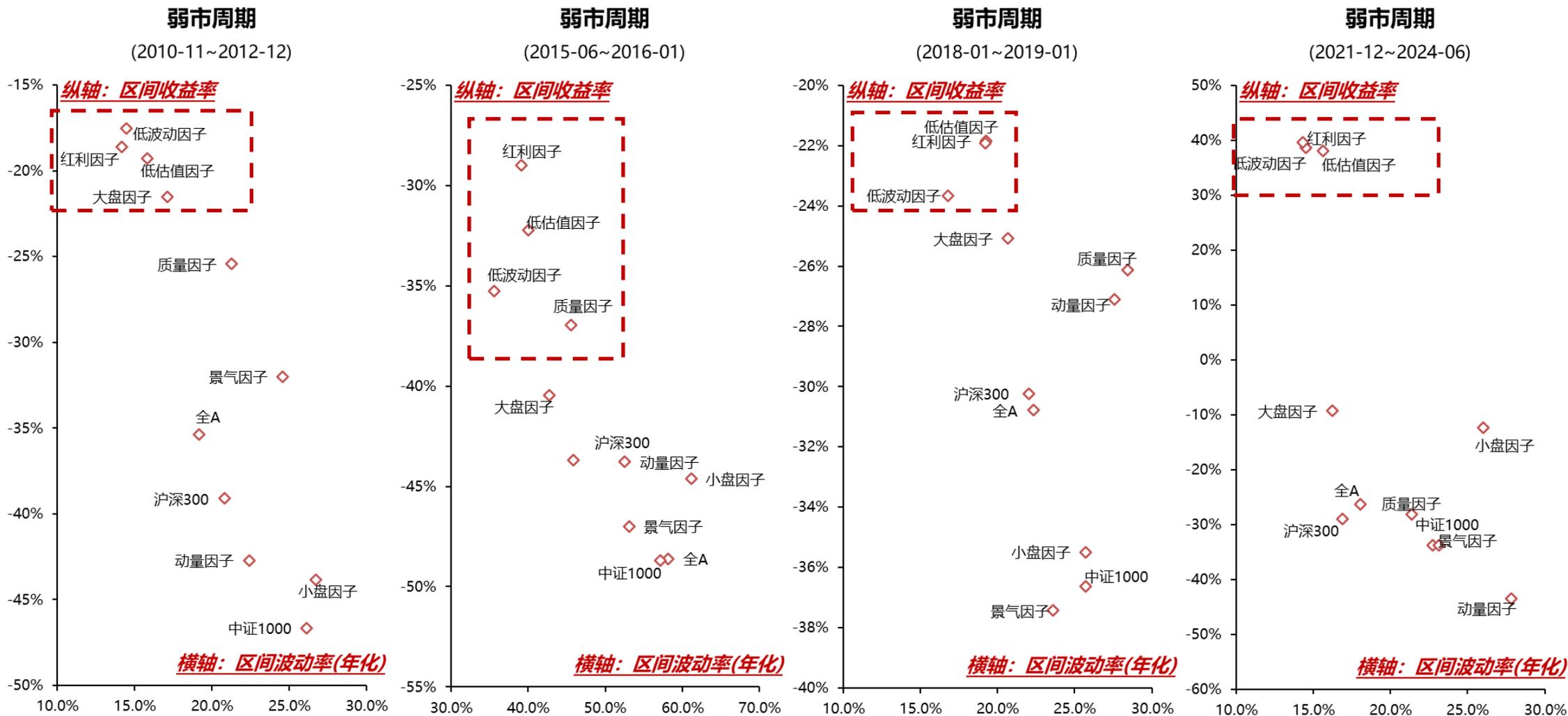
图：历轮牛市周期下，风格因子的风险收益特征



数据来源：Wind，国联证券研究所

低波动因子在弱市中更能抵抗回撤

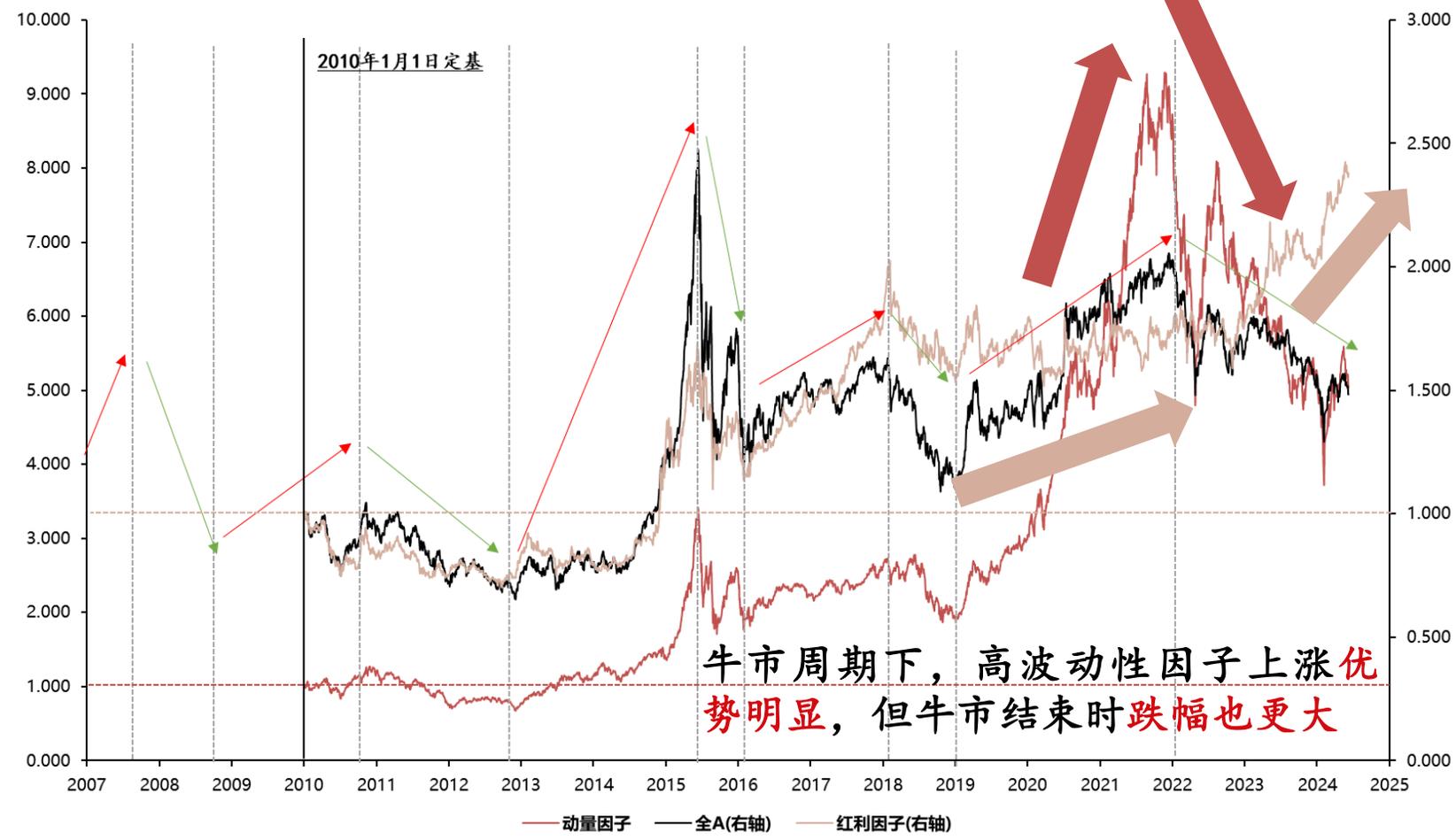
图：历轮弱市周期下，风格因子的风险收益特征



数据来源：Wind，国联证券研究所

低波动和高波动因子“龟兔赛跑”——高波动因子在牛市涨得多，但在弱市回撤的更多

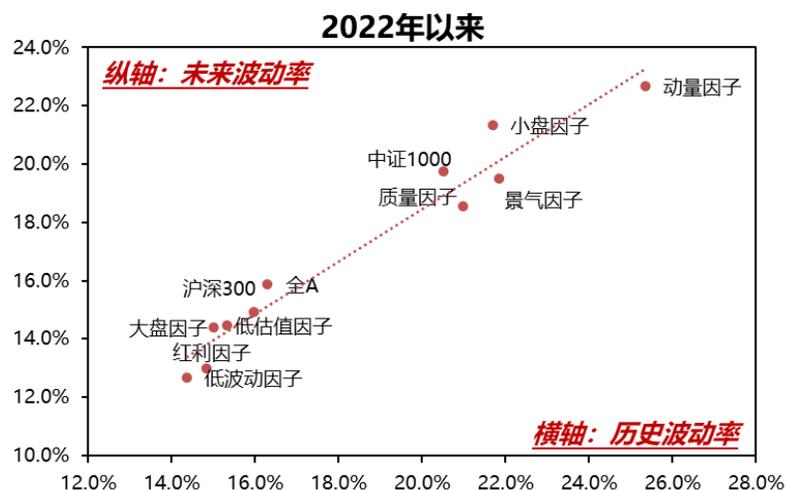
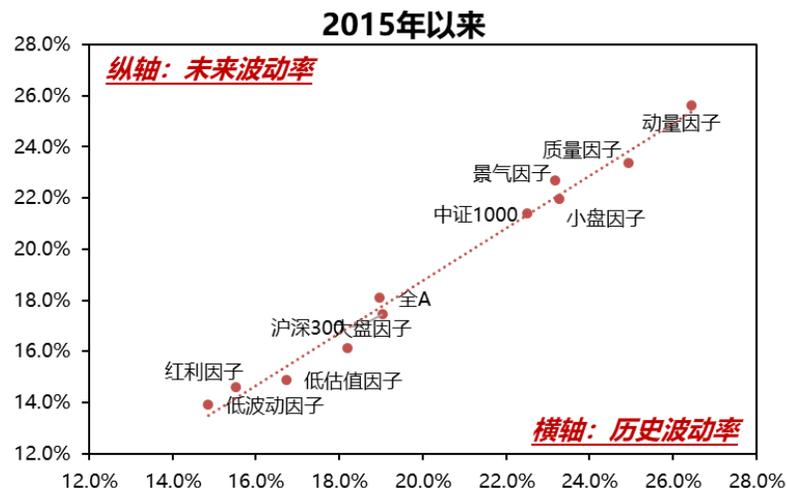
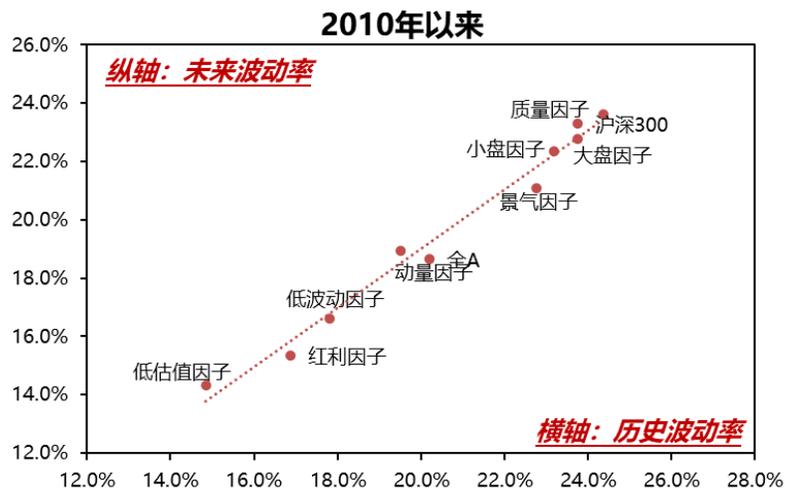
图：牛市和弱市周期下，高波动性因子和低波动性因子的趋势表现一览



数据来源：Wind，国联证券研究所。注：依据统计特征，此处选择动量因子代表高波动性因子，红利因子代表低波动性因子。

波动率指标有着较好的可预测性和延续性——高波动的因子未来大概率也是高波动

图：不同时间区间下，各因子历史波动率与未来波动率均呈现出稳定正相关



任一时间区间，历史波动率和未来波动率间的**正相关性**十分稳定

数据来源：Wind，国联证券研究所。注：横轴为各因子日度涨跌幅过去6个月的区间年化波动率，纵轴为各因子日度涨跌幅未来3个月的区间年化波动率。

波动率指标有着较好的可预测性和延续性——风格因子的波动率通常在1倍标准差内变化

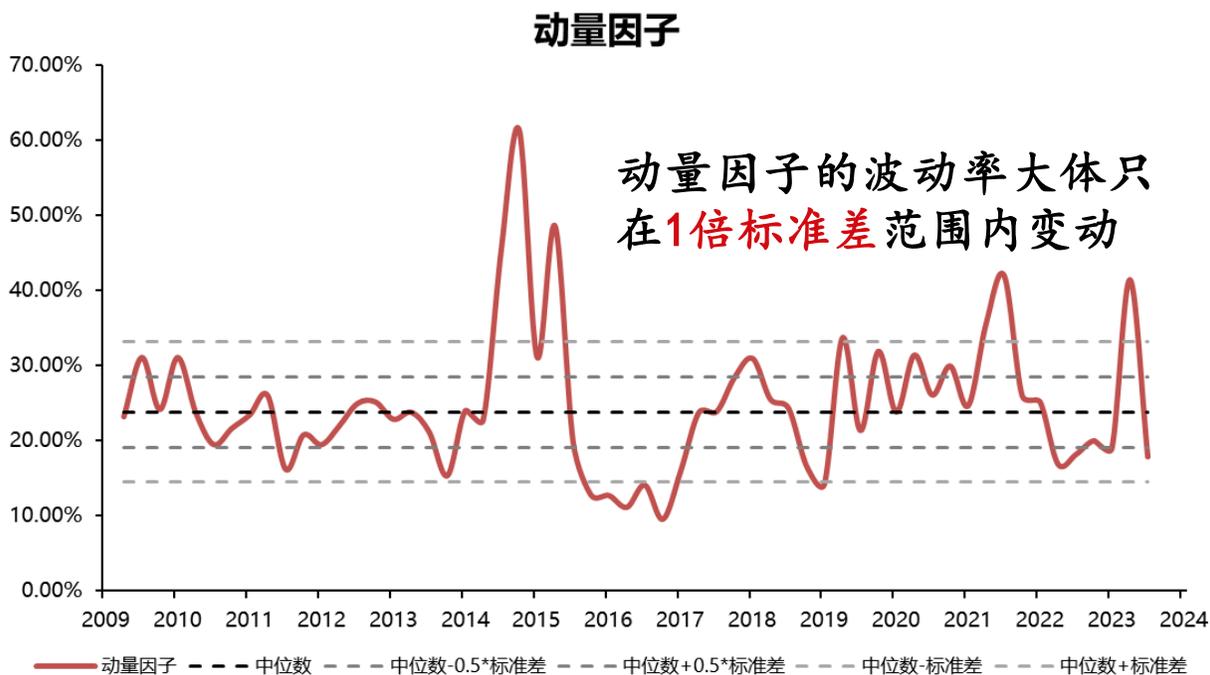
图：各因子的季度波动率指标特征一览

年份	红利因子	低估值因子	低波动因子	大盘因子	小盘因子	景气因子	质量因子	动量因子	全A	沪深300	中证1000
2010年	21%	22%	19%	23%	30%	31%	27%	28%	23%	25%	29%
2011年	15%	16%	15%	17%	26%	25%	22%	22%	19%	21%	25%
2012年	14%	15%	13%	16%	27%	23%	20%	21%	19%	20%	26%
2013年	17%	20%	15%	18%	24%	22%	17%	24%	22%	22%	24%
2014年	20%	21%	20%	20%	21%	20%	16%	21%	19%	19%	21%
2015年	38%	39%	35%	39%	50%	43%	38%	44%	48%	39%	46%
2016年	18%	19%	16%	21%	33%	30%	25%	27%	29%	22%	33%
2017年	9%	9%	9%	9%	18%	15%	15%	13%	11%	10%	16%
2018年	19%	19%	17%	20%	25%	23%	28%	27%	22%	21%	25%
2019年	16%	17%	15%	20%	28%	23%	25%	21%	21%	20%	25%
2020年	17%	17%	18%	21%	26%	27%	25%	28%	24%	23%	27%
2021年	13%	13%	13%	17%	18%	23%	27%	28%	16%	19%	19%
2022年	16%	17%	17%	20%	27%	27%	26%	33%	21%	20%	25%
2023年	14%	15%	12%	13%	16%	16%	16%	19%	13%	14%	15%
波动率中位数	16.5%	17.1%	15.8%	19.5%	26.0%	23.2%	24.8%	25.3%	20.7%	20.6%	25.1%
波动率标准差	6.6%	6.7%	6.1%	6.7%	8.3%	7.0%	6.3%	7.3%	8.6%	6.5%	7.7%
[中位数±0.5*标准差]-区间概率	64%	64%	57%	71%	57%	50%	43%	50%	64%	71%	50%
[中位数±标准差]-区间概率	86%	86%	86%	79%	79%	71%	64%	79%	86%	79%	71%

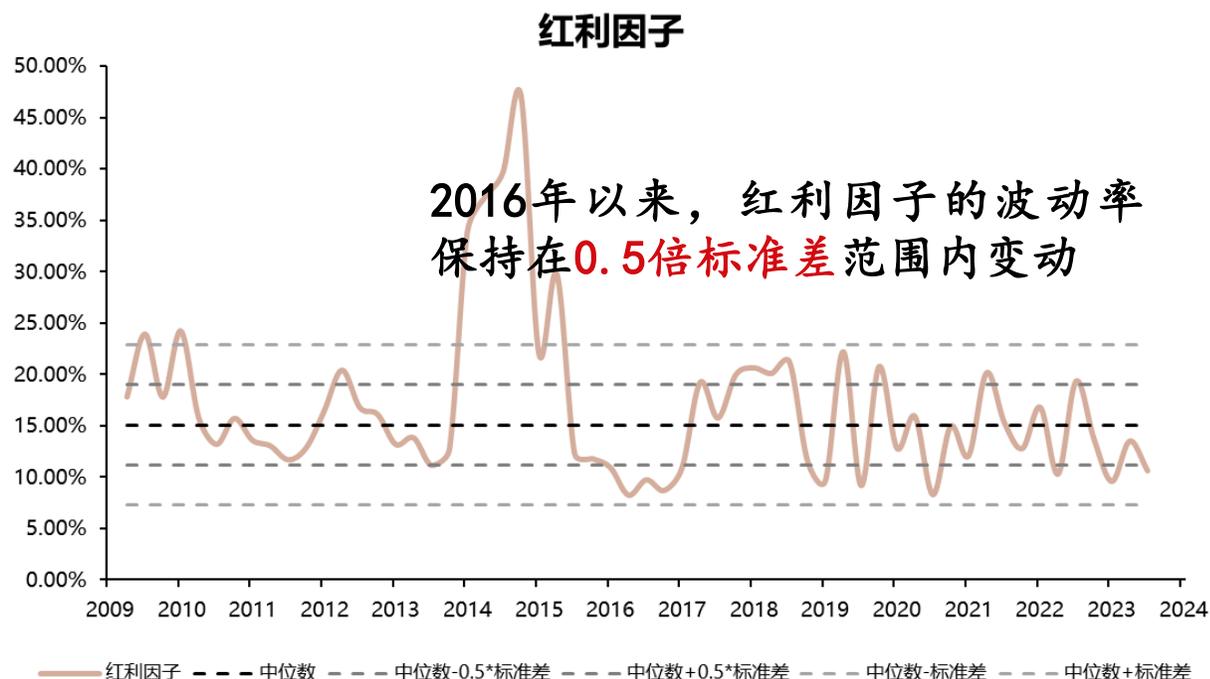
各因子的波动率大体均在1倍标准差范围内变动

波动率指标有着较好的可预测性和延续性——风格因子的波动率通常在1倍标准差内变化

图：动量因子的季度波动率指标特征一览



图：红利因子的季度区间波动率指标特征一览



数据来源：Wind，国联证券研究所。注：此处中位数和标准差为因子季度波动率指标的统计行特征。

但收益率指标的波动范围较大，难以通过历史数据预测

图：2010年至今，各因子年度收益率与年度波动率的统计指标对比

统计指标		红利因子	低估值因子	低波动因子	大盘因子	小盘因子	景气因子	质量因子	动量因子	全A	沪深300	中证1000
收益率	中位数	3%	5%	8%	-3%	11%	11%	8%	15%	3%	-5%	6%
	标准差	18%	22%	21%	22%	31%	25%	29%	40%	24%	24%	31%
	最大值	55%	70%	66%	59%	80%	44%	59%	87%	57%	54%	74%
	最小值	-18%	-24%	-18%	-21%	-38%	-36%	-25%	-39%	-30%	-28%	-38%
波动率	中位数	16%	17%	16%	20%	26%	23%	25%	25%	21%	21%	25%
	标准差	7%	7%	6%	7%	8%	7%	6%	7%	9%	6%	8%
	最大值	38%	39%	35%	39%	50%	43%	38%	44%	48%	39%	46%
	最小值	9%	9%	9%	9%	16%	15%	15%	13%	11%	10%	15%

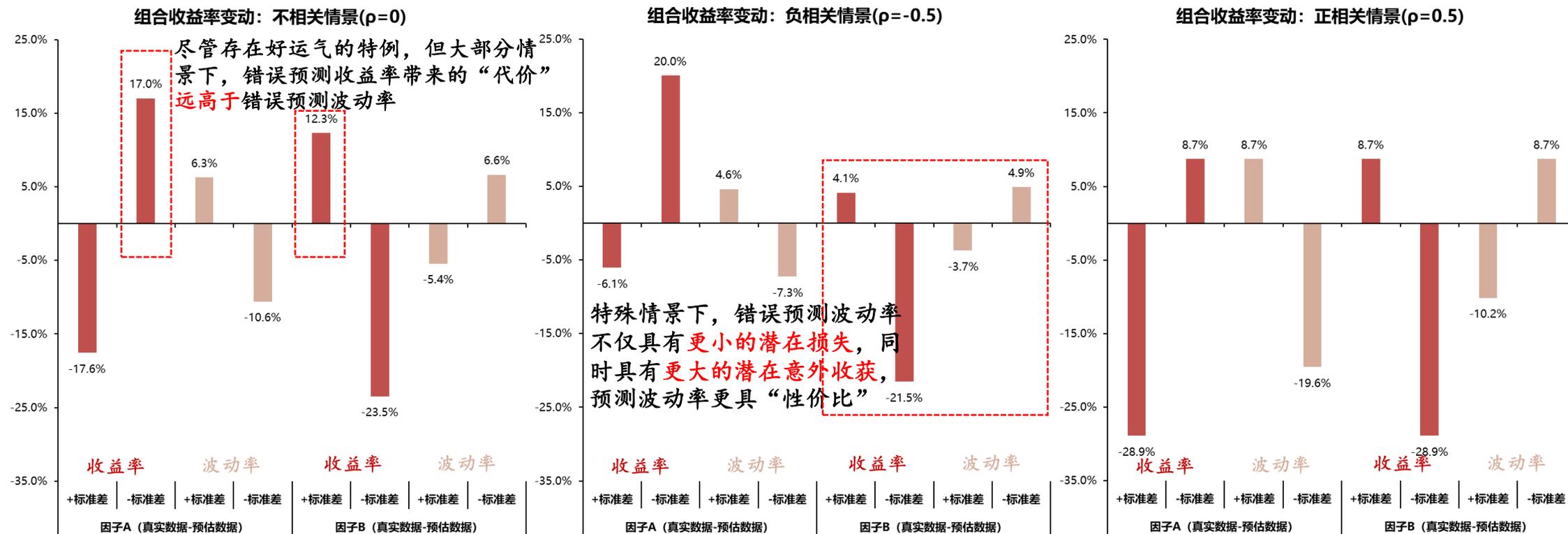
收益率指标的历史区间范围较大，**较难**捕捉特征

波动率指标具有较好的特征延续性，相较于收益率指标**更易**预测

数据来源：Wind，国联证券研究所。注：数据自2010年1月1日以来。

控制波动率的重要性：在资产间不同相关性假设下，预期波动率的错误估计，付出的代价，要低于预期收益率的错误估计

图：不同相关性情景下，错误预测预期收益率或波动率对于组合表现的影响

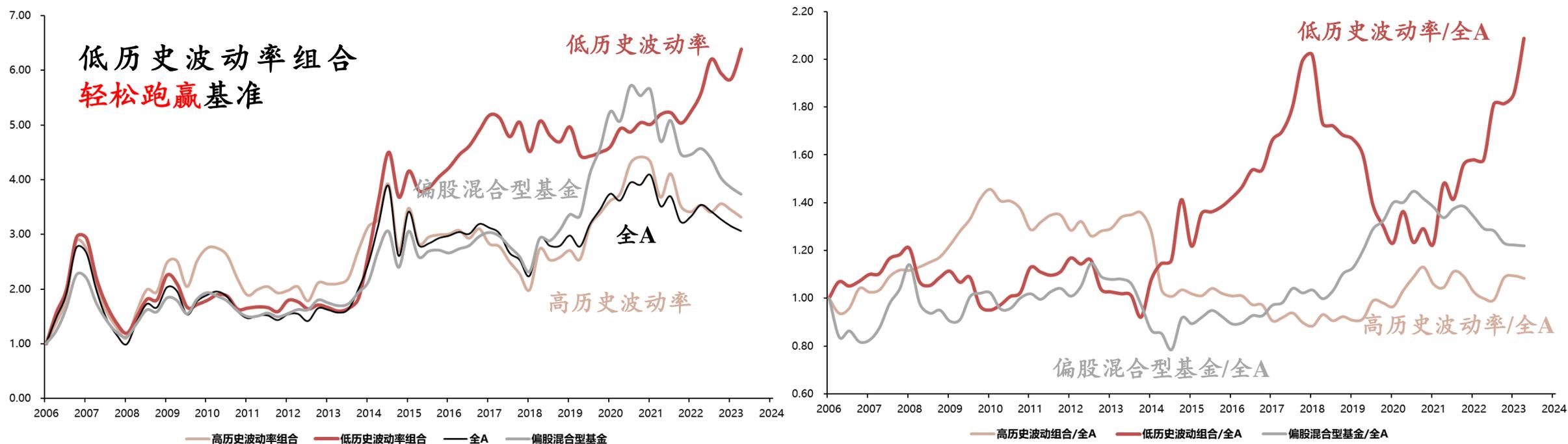


我们去完美预测因子未来的真实数据，然而实际上总会有所偏差。在不同相关性情景下，依次对收益率和波动率设置不同维度的偏差扰动，对比组合收益率结果的变化。

数据来源：Wind，国联证券研究所。注：模拟情景中因子A的参数设置参照全A历史指标给定，因子B参照所有Smart Beta因子历史指标的中位数给定。

低波动策略简单有效：季频换仓，买入过去一个季度波动率最低的3个因子，有显著超额

图：历史复盘——基于历史波动率构建投资组合策略，低历史波动率组合轻松跑赢基准，高历史波动率组合表现平平



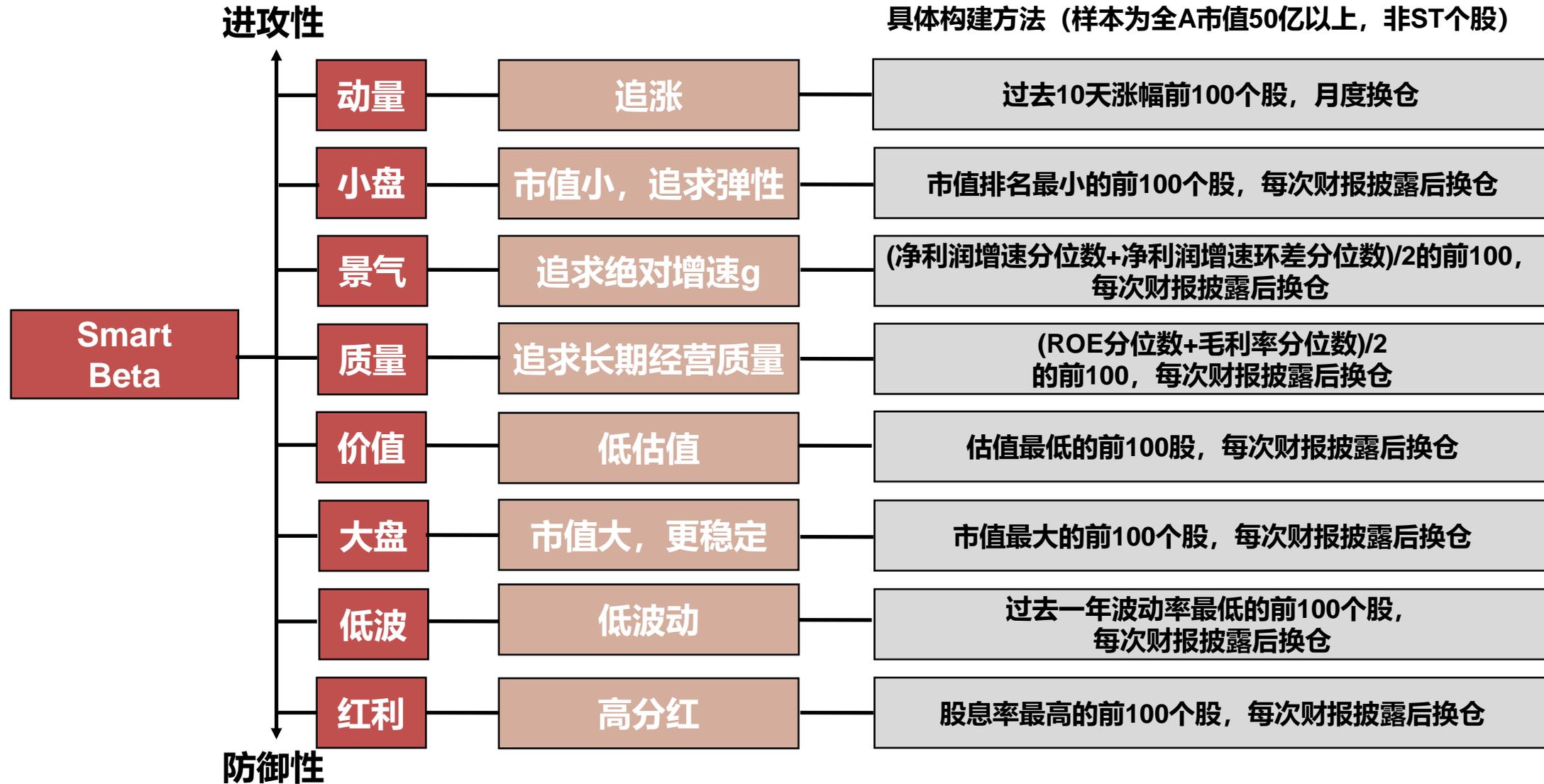
数据来源：Wind，国联证券研究所。注：每季度优选过去3个月波动率最高的3个因子等权构造高历史波动率组合，过去3个月波动率最低的3个因子等权构造低历史波动率组合。



资产的多元化——保证组合资产间的低相关性，而不是单边暴露风险

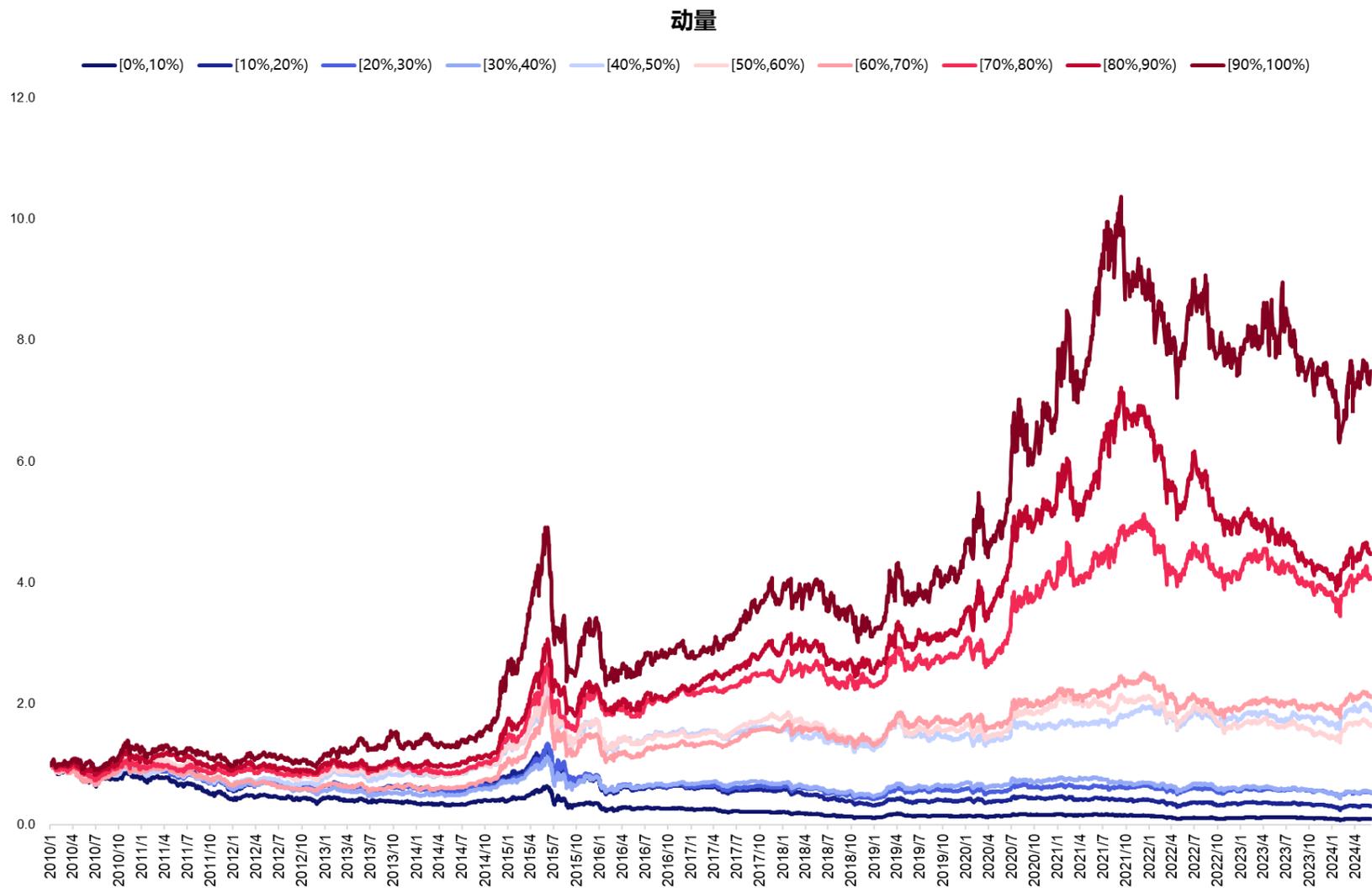
有哪些能长期赚钱的Beta? ——8个基础Smart Beta因子, 采用贴近主动思维构造, 方法简单, 通俗易懂

图: 8个Smart Beta风格因子



逻辑上，如果我们认为一个因子是有效的，那么我们应该在该因子维度暴露更极致。因子的暴露程度VS股价表现越一致，则这个因子越有效

图：不同动量分位数组合的净值表现（[0%, 10%）为动量最低的一组，[90%, 100%）为动量最高的一组）



数据来源：Wind，国联证券研究所

相较于财务因子，非财务类因子的表现更为单调，风格暴露越强，风险收益比越高

图：非财务因子、ROE、ROA、和毛利率的风险收益比和暴露程度通常较为一致，但大多数财务因子的这种一致性并不明显

风格暴露由弱至强

		风格暴露由弱至强									
风险收益比		[0%,10%)	[10%,20%)	[20%,30%)	[30%,40%)	[40%,50%)	[50%,60%)	[60%,70%)	[70%,80%)	[80%,90%)	[90%,100%)
非 财 务 因 子	动量	-55%	-31%	-18%	-18%	20%	16%	25%	49%	50%	54%
	股息率	7%	-5%	-2%	10%	-9%	1%	22%	21%	21%	35%
	估值	8%	5%	7%	0%	3%	6%	-4%	12%	19%	31%
	波动率	-27%	-10%	-14%	3%	-3%	11%	29%	29%	25%	41%
	市值	19%	15%	14%	11%	16%	6%	7%	8%	0%	17%
	ROE	-29%	-2%	0%	10%	16%	13%	11%	18%	30%	32%
财 务 因 子	毛利率	-12%	8%	6%	4%	-12%	24%	7%	23%	19%	34%
	ROA	6%	20%	12%	-1%	14%	4%	11%	14%	14%	33%
	净利润同比环差	-7%	-11%	-4%	5%	35%	53%	42%	19%	13%	3%
	营收同比增速	-1%	15%	20%	10%	11%	19%	30%	29%	16%	8%
	存货周转率	20%	12%	3%	14%	18%	5%	6%	6%	21%	11%
	总资产周转率	23%	0%	5%	15%	23%	0%	12%	22%	12%	12%
	资产负债率	22%	3%	11%	7%	0%	10%	19%	9%	28%	8%
	资本开支同比增速	13%	19%	42%	22%	9%	7%	17%	2%	22%	4%
	经营性现金流入	5%	21%	3%	20%	15%	25%	20%	24%	28%	8%
	筹资性现金流入	22%	3%	-1%	11%	15%	10%	20%	16%	0%	11%
	投资性现金流入	17%	9%	2%	21%	16%	18%	32%	9%	15%	10%
	净资产同比增速	6%	11%	13%	16%	28%	14%	18%	22%	11%	-4%
	总资产同比增速	11%	14%	14%	22%	19%	17%	22%	17%	16%	-6%
	总负债同比增速	-1%	10%	-2%	21%	30%	16%	4%	25%	19%	19%

8个基础Smart Beta因子，暴露越高，收益越高，回撤越小

图：Smart Beta因子的风险收益比、最大回撤与风格暴露程度均较为正相关

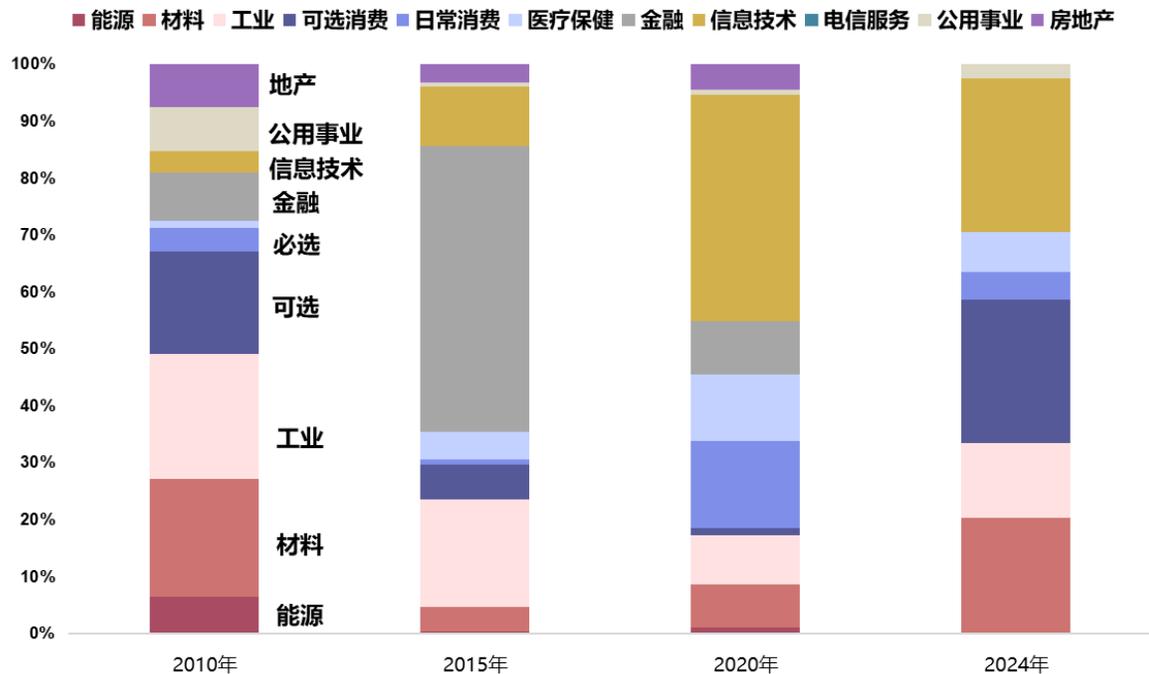
风格暴露由弱至强，因子表现也由差变好

因子		[0%,10%)	[10%,20%)	[20%,30%)	[30%,40%)	[40%,50%)	[50%,60%)	[60%,70%)	[70%,80%)	[80%,90%)	[90%,100%)
风险收益比	景气	-4%	0%	2%	4%	3%	4%	6%	6%	7%	6%
	质量	-4%	-4%	0%	5%	3%	3%	6%	2%	7%	13%
	动量	-55%	-31%	-18%	-18%	20%	16%	25%	49%	50%	54%
	股息率	7%	-5%	-2%	10%	-9%	1%	22%	21%	21%	35%
	估值	8%	5%	7%	0%	3%	6%	-4%	12%	19%	31%
	波动率	-27%	-10%	-14%	3%	-3%	11%	29%	29%	25%	41%
	市值	19%	15%	14%	11%	16%	6%	7%	8%	0%	17%
因子		[0%,10%)	[10%,20%)	[20%,30%)	[30%,40%)	[40%,50%)	[50%,60%)	[60%,70%)	[70%,80%)	[80%,90%)	[90%,100%)
最大回撤	景气	-68%	-56%	-55%	-48%	-48%	-49%	-41%	-51%	-49%	-52%
	质量	-75%	-64%	-53%	-57%	-66%	-54%	-52%	-53%	-51%	-48%
	动量	-92%	-81%	-69%	-61%	-50%	-50%	-50%	-41%	-46%	-53%
	股息率	-76%	-73%	-70%	-67%	-69%	-65%	-52%	-53%	-51%	-35%
	估值	-70%	-65%	-56%	-66%	-58%	-61%	-56%	-57%	-52%	-38%
	波动率	-85%	-75%	-68%	-62%	-63%	-56%	-49%	-42%	-43%	-37%
	市值	-65%	-67%	-69%	-67%	-71%	-71%	-66%	-64%	-64%	-44%

尽管未做行业中性处理，但风格因子的行业构成并非一成不变。景气因子的行业构成从金融转向信息技术转向可选消费

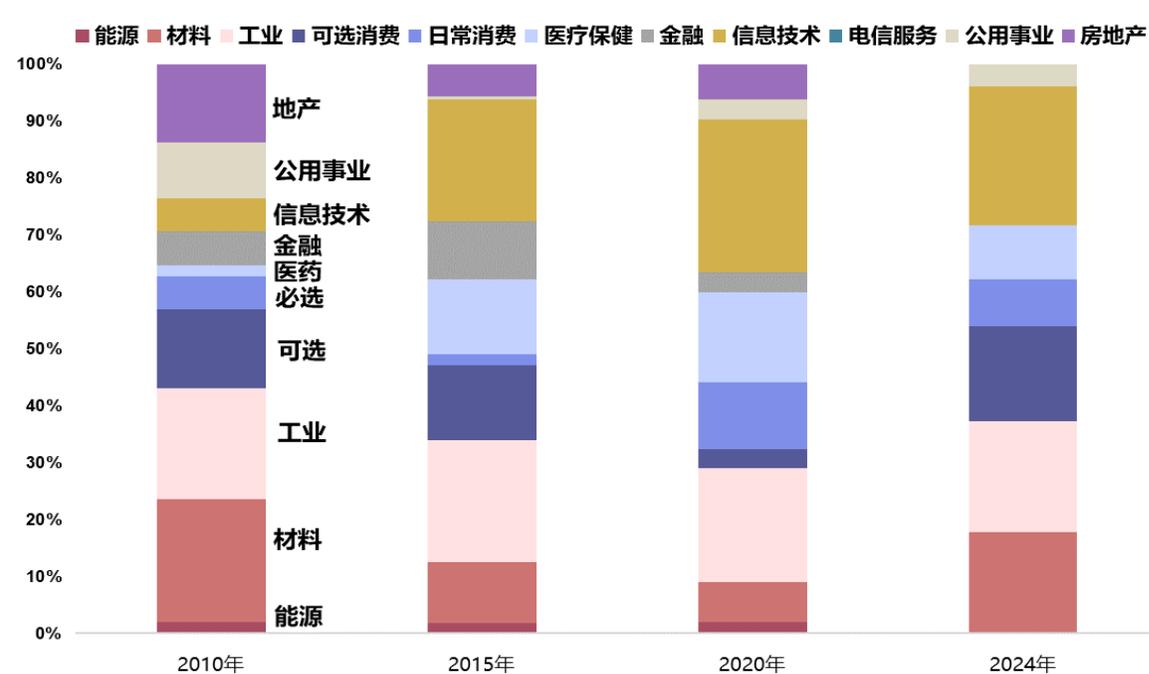
图：景气因子的市值分布

景气因子的市值分布



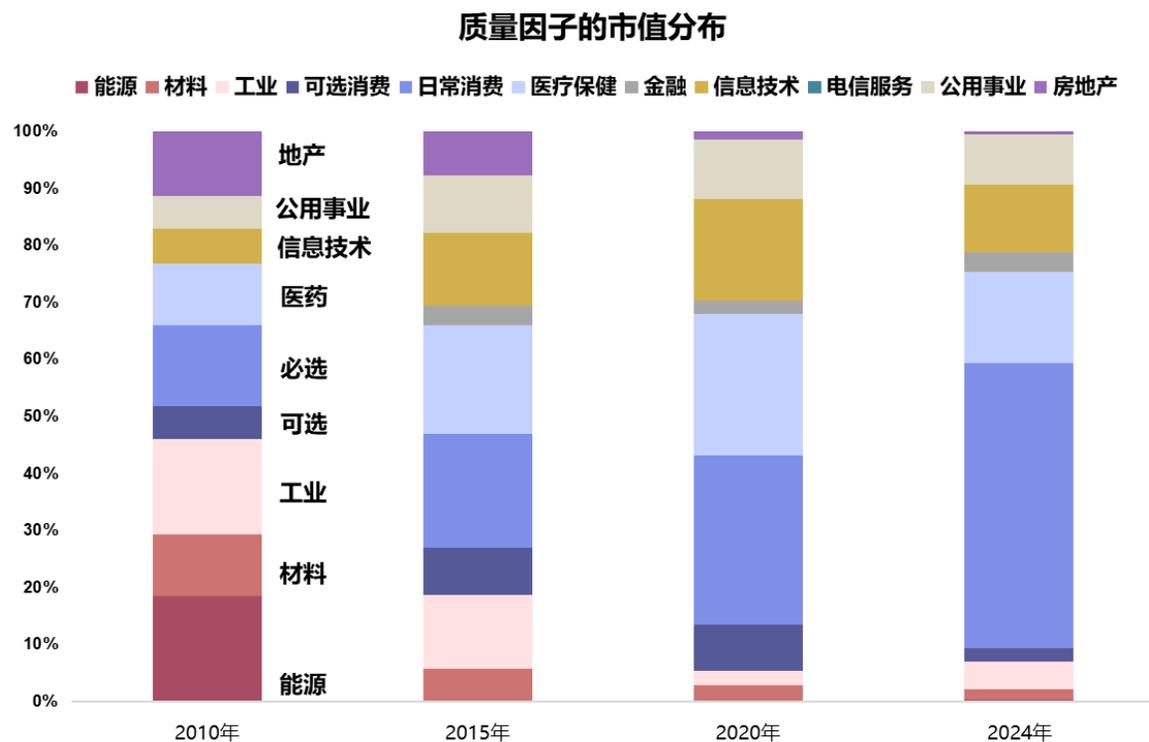
图：景气因子的数量分布

景气因子的数量分布

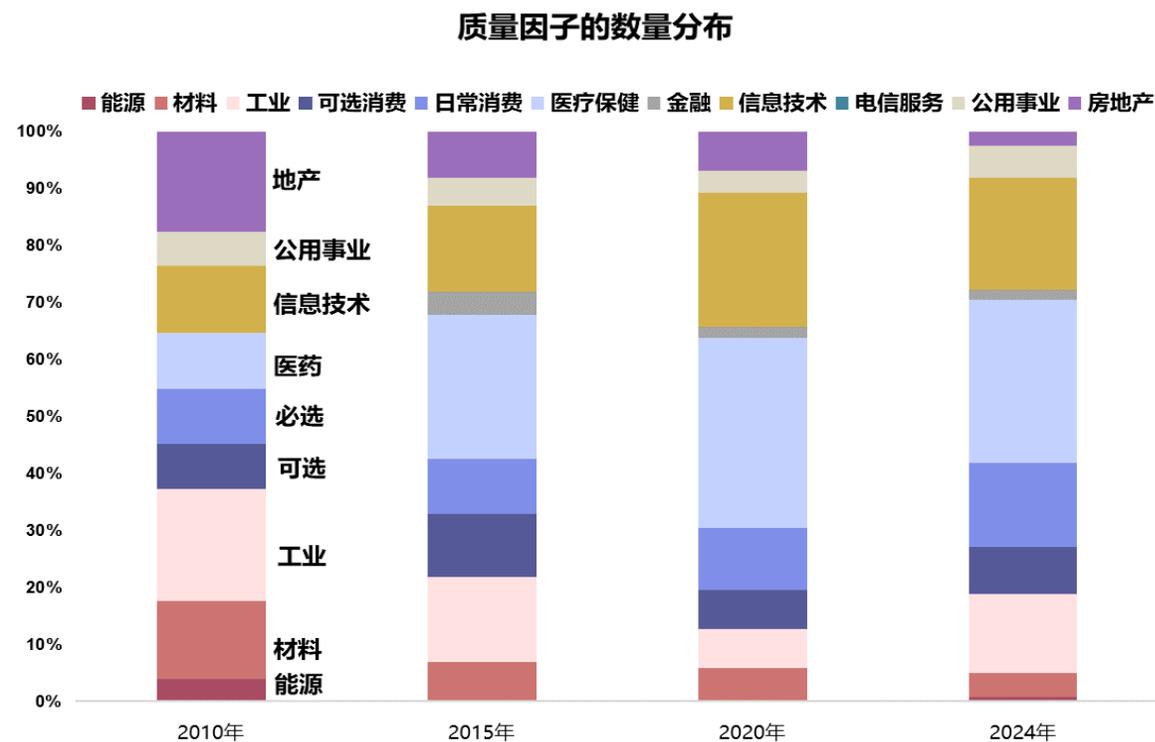


尽管未做行业中性处理，但风格因子的行业构成并非一成不变。质量因子的行业构成从周期制造转向必选消费和医药

图：质量因子的市值分布

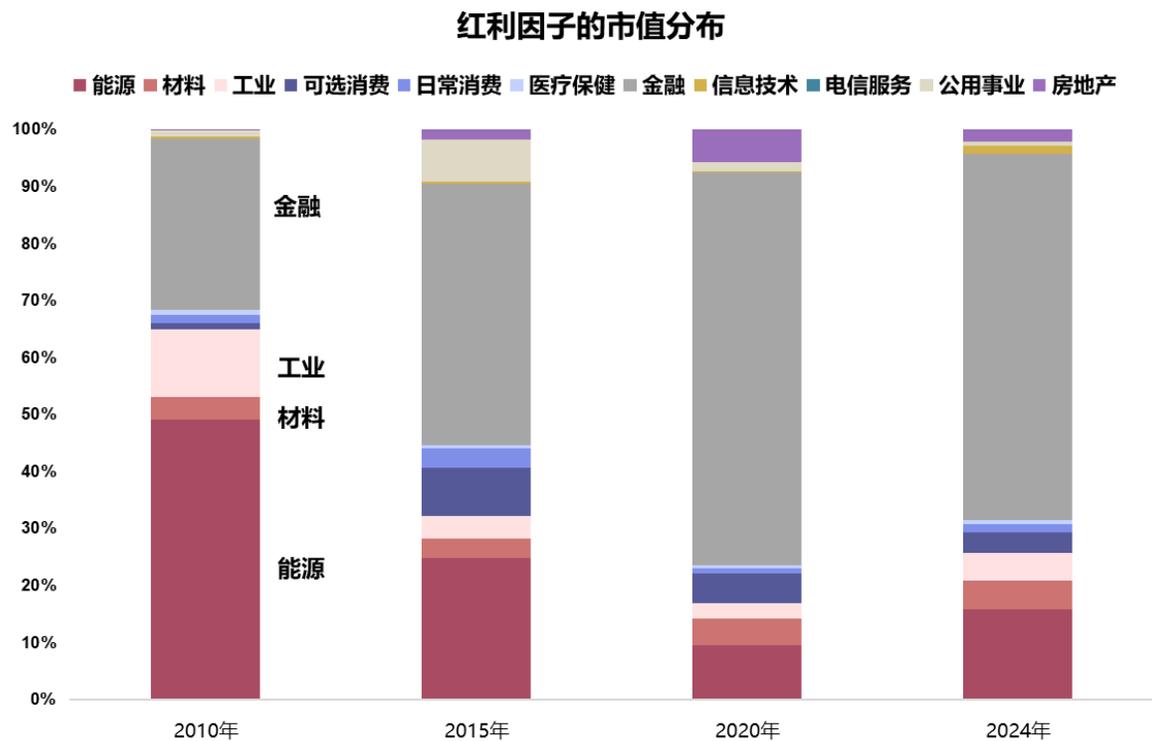


图：质量因子的数量分布

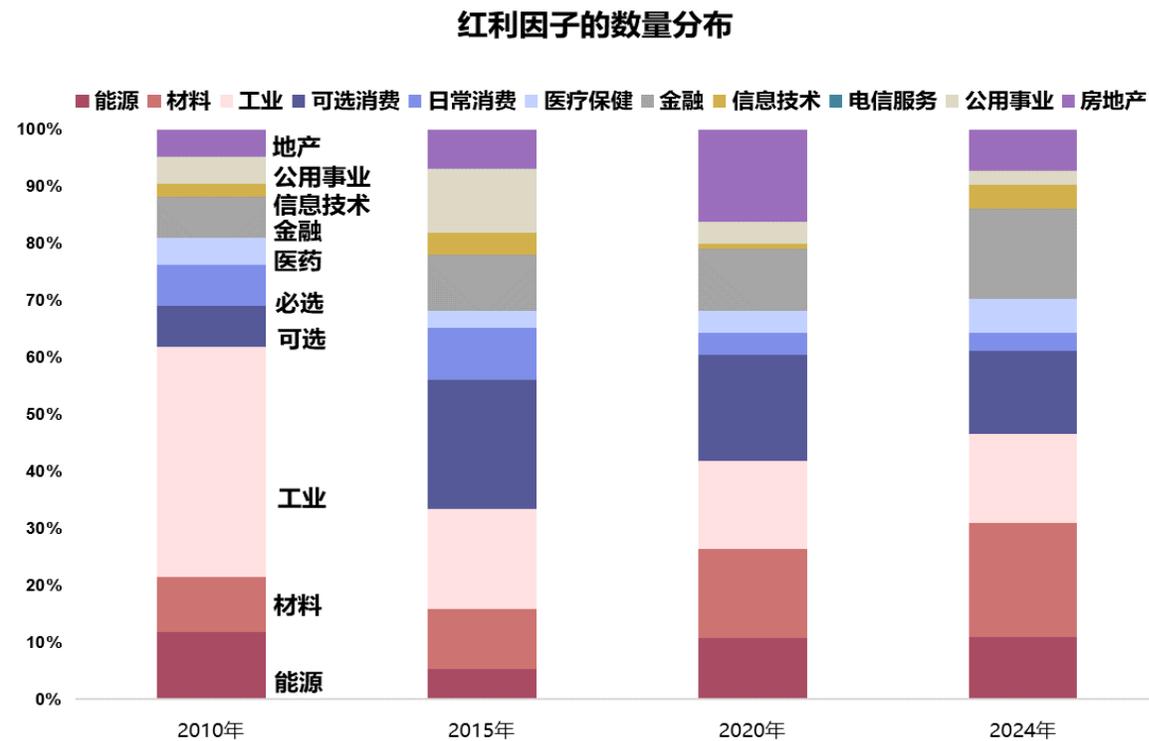


红利因子的行业分布在2015年后较为稳定

图：红利因子的市值分布

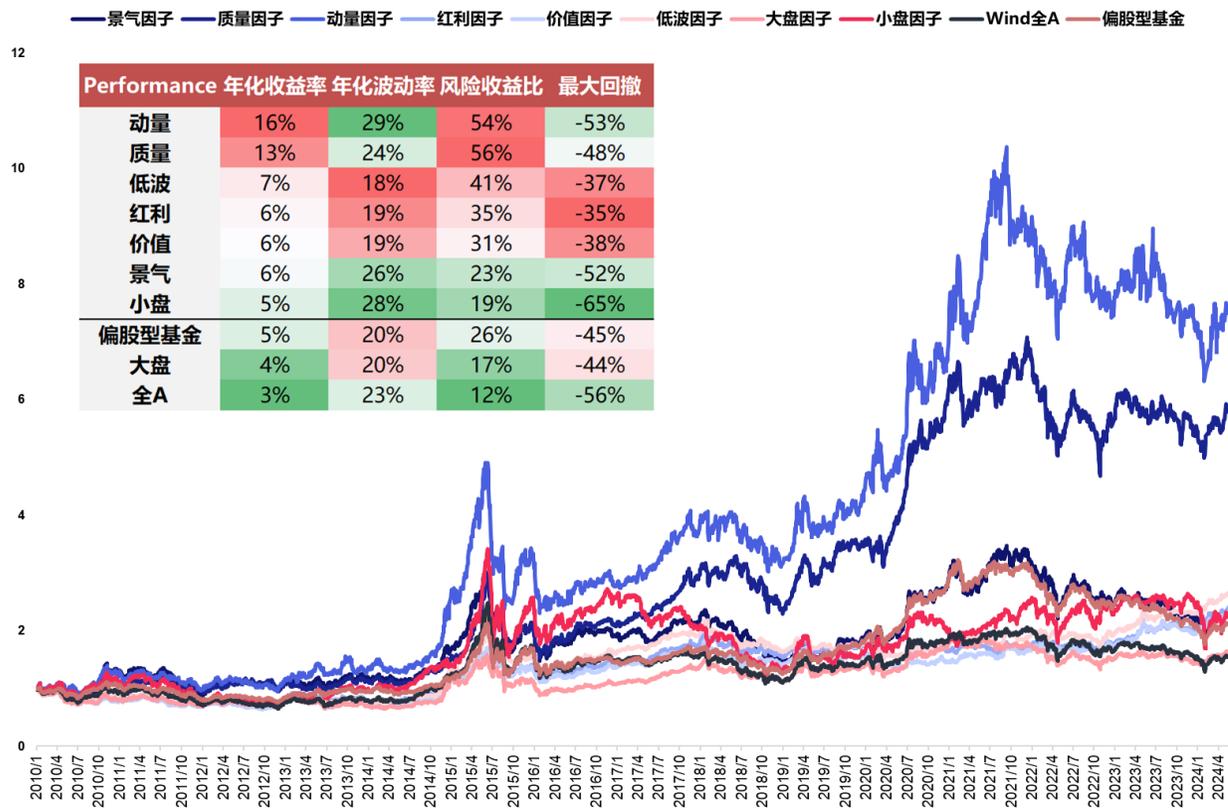


图：红利因子的数量分布

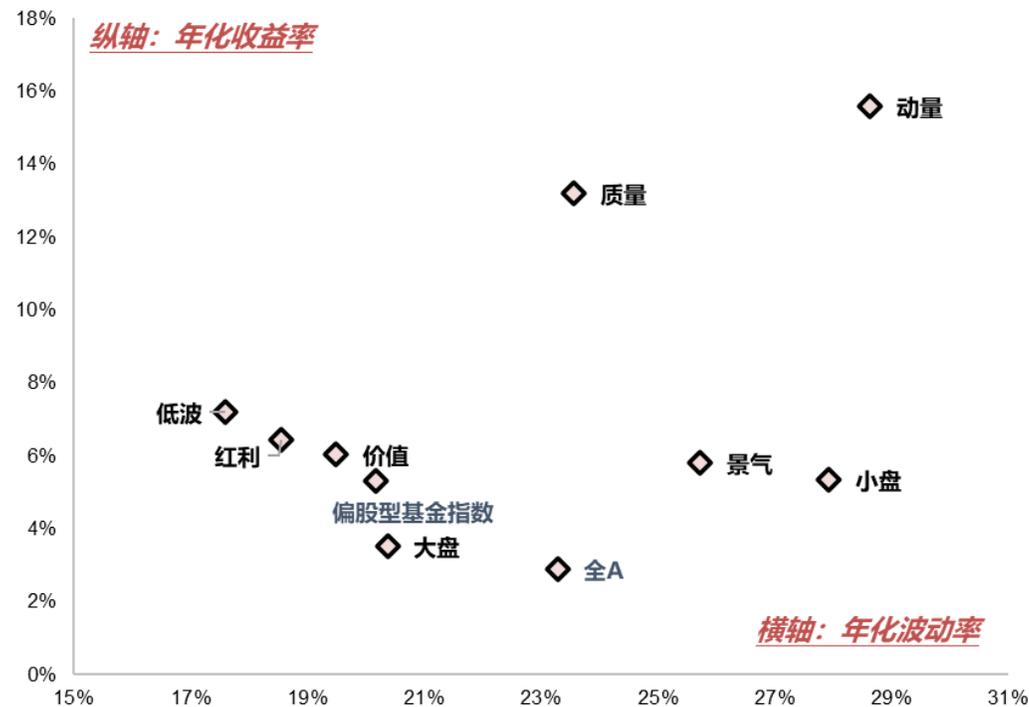


单一Smart Beta的表现都能跑赢Benchmark（全A），除大盘因子外，也都能跑赢偏股基金中值

图：Smart Beta因子的净值曲线



图：2010年至今，Smart Beta因子的风险收益分布



理论上，低相关性可以降低整体投资组合的风险

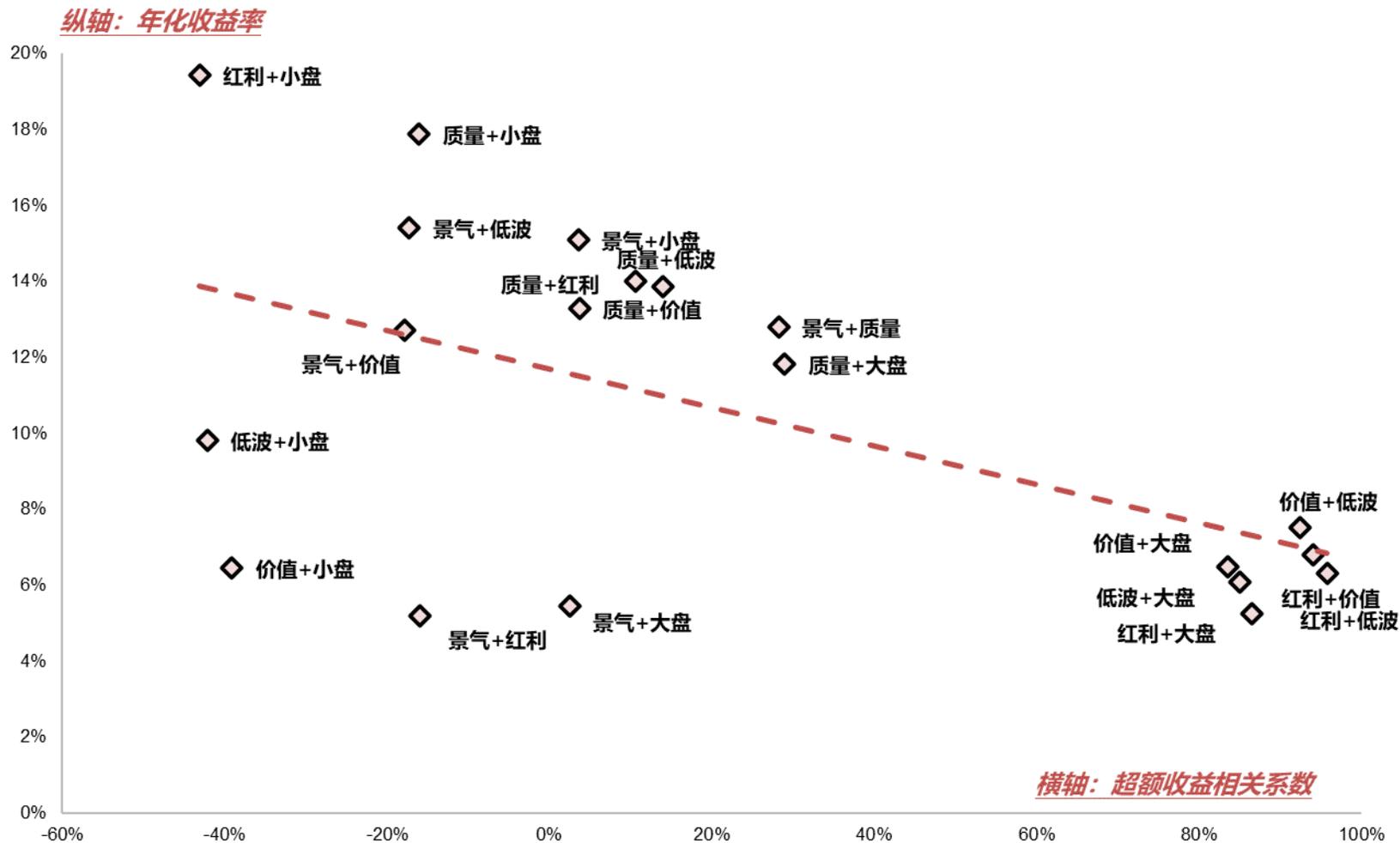
理论上，在所有其他条件相同的情况下（如权重分配相同），低相关性可以降低整体投资组合的风险。对于一个投资组合，其风险 σ_p^2 可以表示为公式(1)，其中 w_p 是投资组合的权重， w_p^T 则是 w_p 的转置， V 是协方差矩阵。也就是说投资组合收益的方差 σ_p^2 等于单项资产收益的方差的加权和加上各项资产与其他所有资产的协方差的加权和，如公式(2)所示，其中 ρ_{mn} 代表资产m和资产n的相关系数。在所有其他条件相同的情况下，相关系数 ρ_{mn} 越低，协方差越小，进而减小整个组合的风险。←

$$\sigma_p^2 = w_p^T * V * w_p \quad (1) \leftarrow$$

$$\sigma_p^2 = \sum_{n=1}^N w_p^2(n) * \sigma_n^2 + \sum_{n \neq m} w_p(n) * w_p(m) * \sigma_m * \sigma_n * \rho_{mn} \quad (2) \leftarrow$$

组合的效果：Smart Beta两两组合，相关性和收益率呈反比例关系

图：相关性越低，Smart Beta两两组合后的收益越高



数据来源：Wind，国联证券研究所

有哪些低相关的组合搭配？低波类（红利、价值、低波）与高波类（景气、动量、小盘）、【质量】风格是较好的搭配方式

图：2010年至今，Smart Beta绝对收益的相关系数

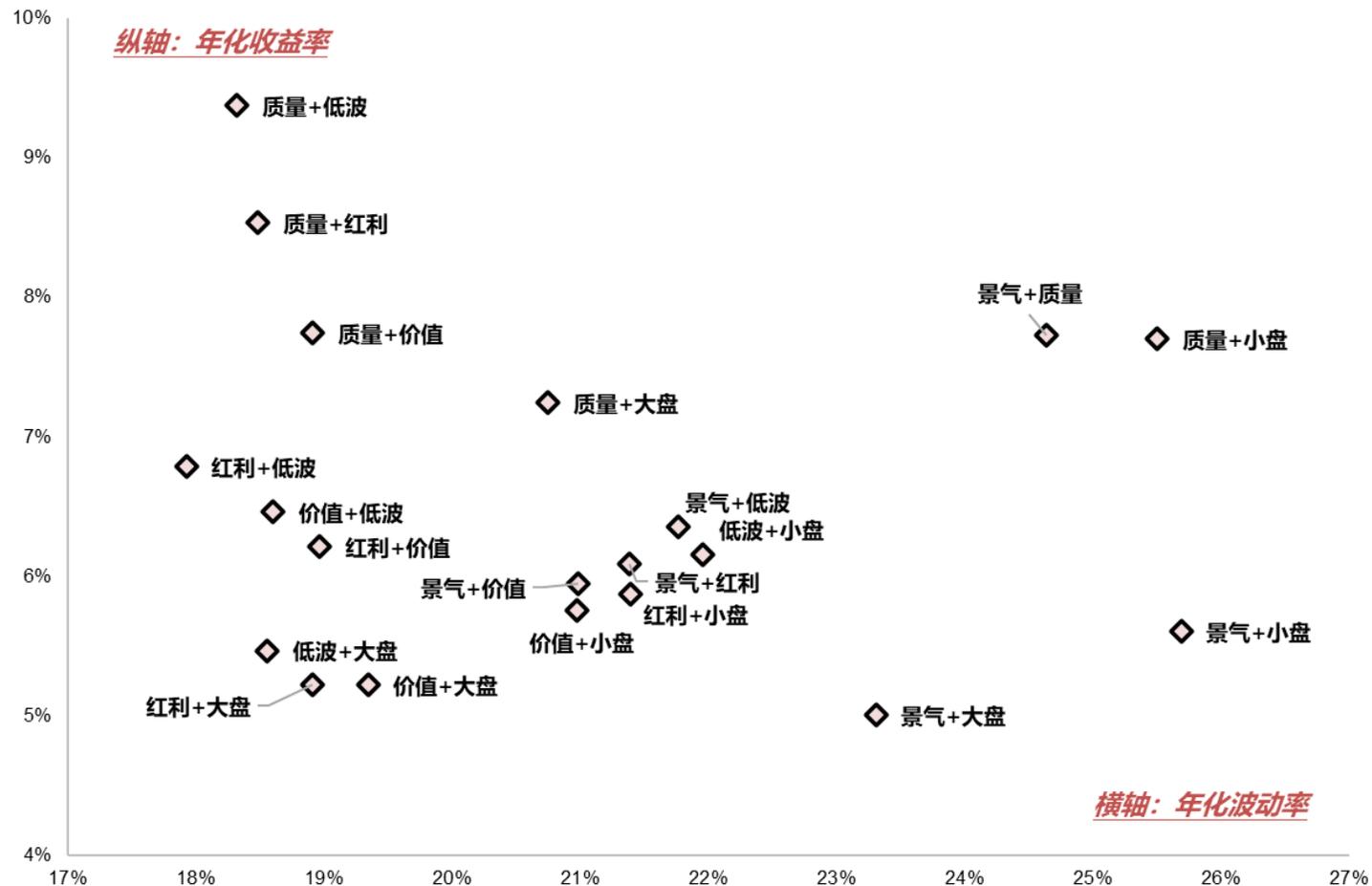
绝对收益 相关系数	景气	质量	动量	红利	价值	低波	大盘	小盘
景气								
质量	86%							
动量	77%	72%						
红利	63%	61%	59%					
价值	63%	60%	60%	97%				
低波	66%	66%	62%	95%	95%			
大盘	81%	80%	71%	91%	90%	92%		
小盘	84%	76%	71%	52%	55%	57%	64%	

图：2010年至今，Smart Beta超额收益的相关系数

超额收益 相关系数	景气	质量	动量	红利	价值	低波	大盘	小盘
景气								
质量	28%							
动量	10%	4%						
红利	-16%	11%	2%					
价值	-18%	4%	1%	96%				
低波	-17%	14%	2%	94%	92%			
大盘	2%	29%	3%	87%	83%	85%		
小盘	4%	-16%	-6%	-43%	-39%	-42%	-62%	

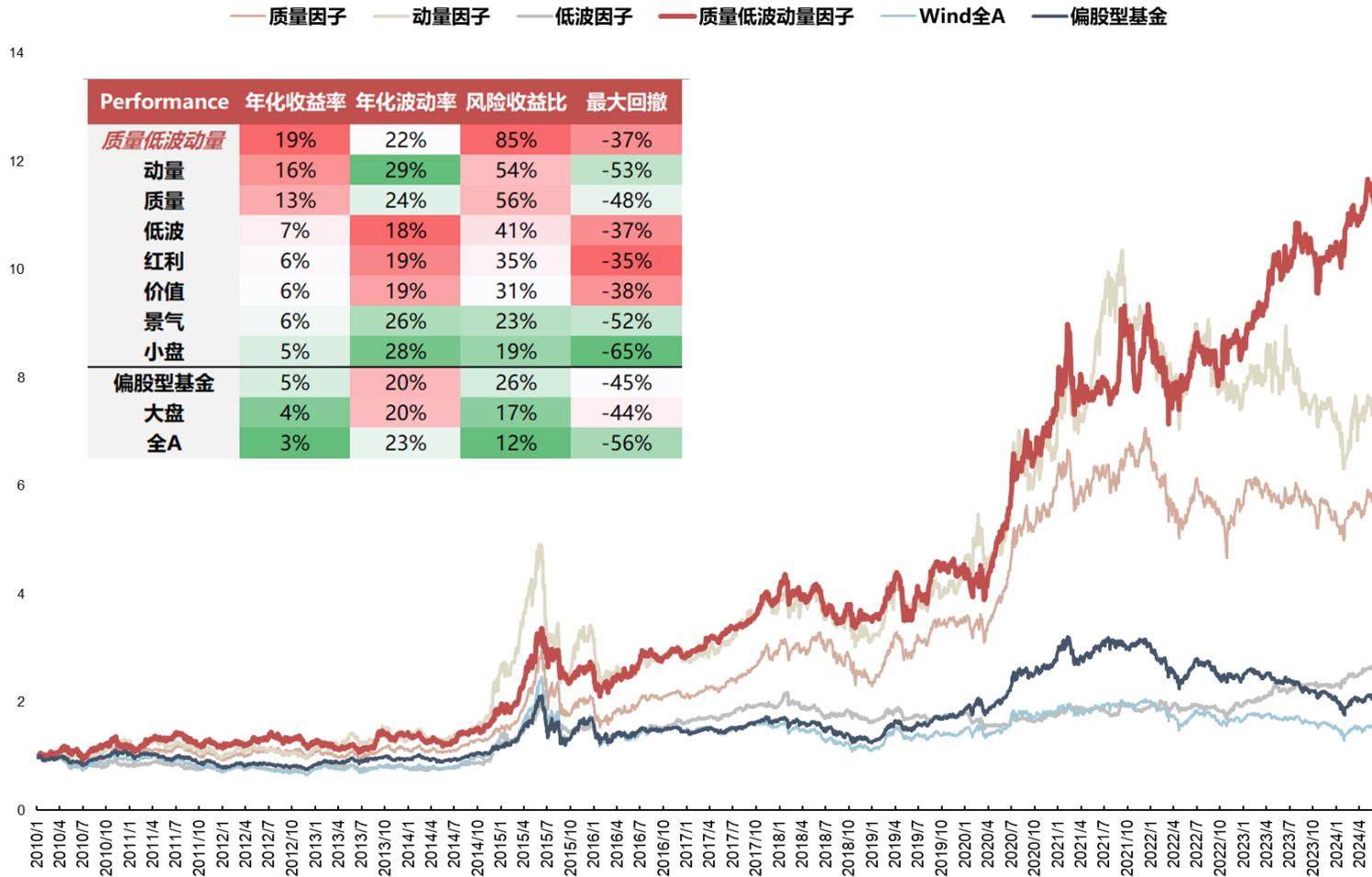
Smart Beta两两等权混合后的风险收益分布，质量+低波表现最好

图：Smart Beta两两等权混合后的风险收益分布



一个Ultra Beta组合策略：【低波+质量+动量】，相关性低、收益高、回撤小

图：Ultra Beta（质量低波动量）无论是收益率、波动率、风险收益比、最大回撤均明显优于单一因子



数据来源：Wind，国联证券研究所

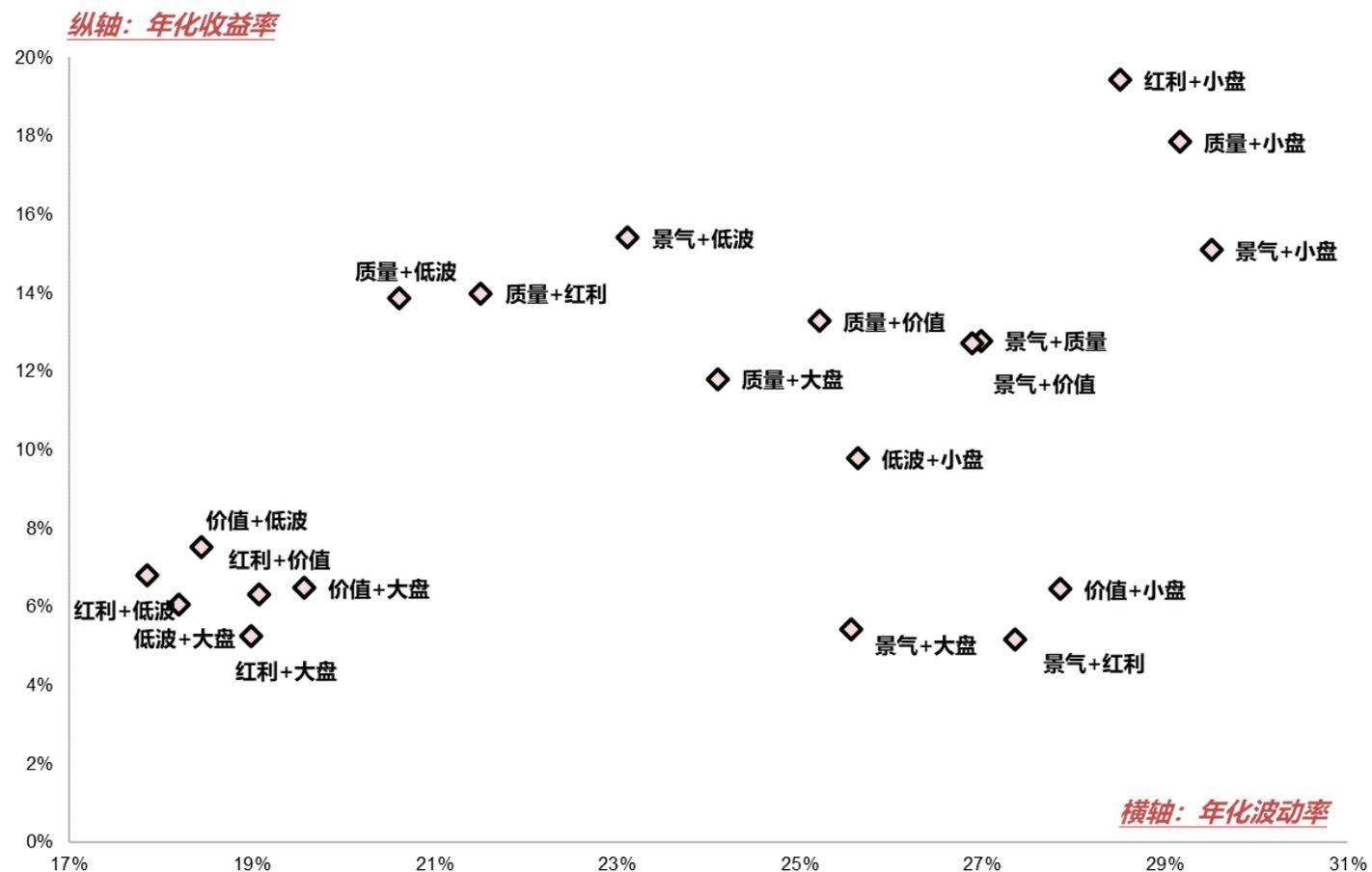
组合的简化实操：买交集（同时兼具两种风格标签的公司）能减少持仓股票数量，且提升收益

图：两个因子成分股取交集会使风格暴露的更极端，但随着成分股的减少，收益提高的同时，也会带来风险的提升。成分股取交集方式的波动率和最大回撤高于等权配置

因子组合方式	年化收益率			年化波动率			风险收益比			最大回撤		
	成分股交集	等权配置	交集-等权	成分股交集	等权配置	交集-等权	成分股交集	等权配置	交集-等权	成分股交集	等权配置	交集-等权
景气+质量	13%	8%	5.1%	27%	25%	2.3%	47%	31%	16.1%	-55%	-50%	-4.6%
景气+红利	5%	6%	-0.9%	27%	21%	6.0%	19%	28%	-9.5%	-58%	-45%	-12.7%
景气+价值	13%	6%	6.8%	27%	21%	5.9%	47%	28%	18.9%	-44%	-45%	1.0%
景气+低波	15%	6%	9.1%	23%	22%	1.4%	67%	29%	37.5%	-55%	-47%	-7.6%
景气+大盘	5%	5%	0.4%	26%	23%	2.3%	21%	21%	-0.2%	-50%	-49%	-0.5%
景气+小盘	15%	6%	9.5%	30%	26%	3.8%	51%	22%	29.4%	-52%	-57%	5.8%
质量+红利	14%	9%	5.5%	22%	18%	3.0%	65%	46%	18.9%	-35%	-37%	2.2%
质量+价值	13%	8%	5.5%	25%	19%	6.3%	53%	41%	11.8%	-44%	-38%	-6.4%
质量+低波	14%	9%	4.5%	21%	18%	2.3%	67%	51%	16.1%	-34%	-41%	7.5%
质量+大盘	12%	7%	4.6%	24%	21%	3.4%	49%	35%	14.1%	-45%	-45%	0.6%
质量+小盘	18%	8%	10.2%	29%	26%	3.7%	61%	30%	31.1%	-56%	-55%	-0.6%
红利+价值	6%	6%	0.1%	19%	19%	0.1%	33%	33%	0.3%	-35%	-35%	-0.3%
红利+低波	7%	7%	0.0%	18%	18%	-0.1%	38%	38%	0.3%	-33%	-34%	1.4%
红利+大盘	5%	5%	0.0%	19%	19%	0.1%	28%	28%	0.0%	-35%	-38%	2.7%
红利+小盘	19%	6%	13.6%	29%	21%	7.1%	68%	27%	40.7%	-55%	-47%	8.8%
价值+低波	8%	6%	1.0%	18%	19%	-0.1%	41%	35%	6.0%	-33%	-36%	2.7%
价值+大盘	6%	5%	1.3%	20%	19%	0.2%	33%	27%	6.1%	-36%	-38%	2.6%
价值+小盘	6%	6%	0.7%	28%	21%	6.9%	23%	27%	-4.2%	-60%	-45%	-14.8%
低波+大盘	6%	5%	0.6%	18%	19%	-0.3%	33%	29%	3.9%	-35%	-40%	5.4%
低波+小盘	10%	6%	3.7%	26%	22%	3.7%	38%	28%	10.2%	-63%	-51%	-12.3%
平均值			4.1%			2.9%			12.4%			-1.8%

Smart Beta两两取交集后的风险收益分布

图：Smart Beta两两取交集后的风险收益分布



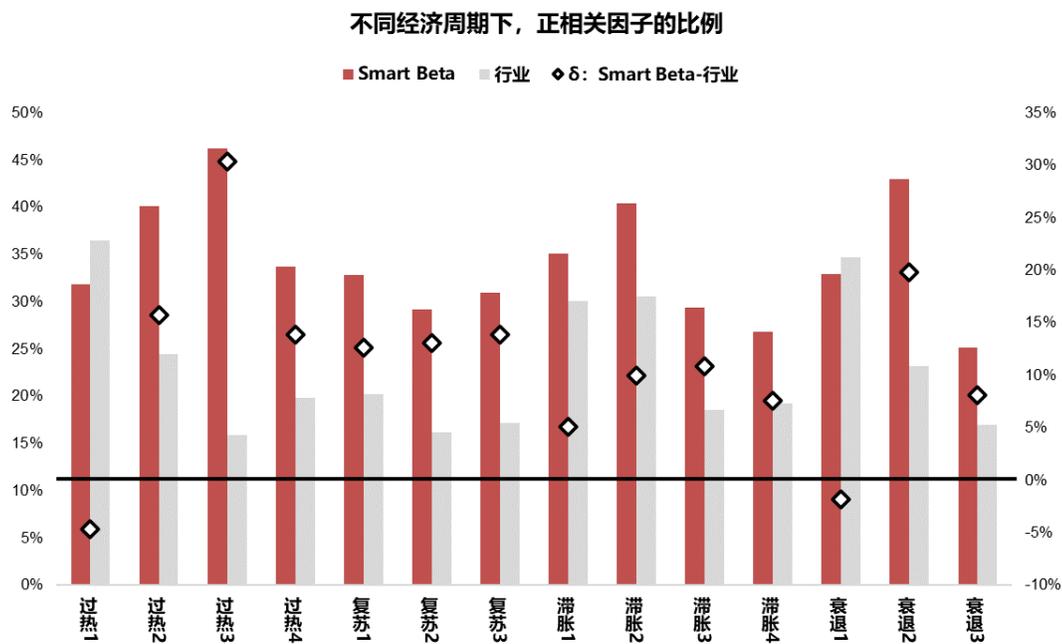
风格组合要好于行业组合：行业间的相关性不稳定

图：金融（银行、非银）和制造行业（电力设备、机械设备、国防军工）的超额收益明显负相关、食品饮料和周期行业（基础化工、有色金属、钢铁）的超额收益明显负相关

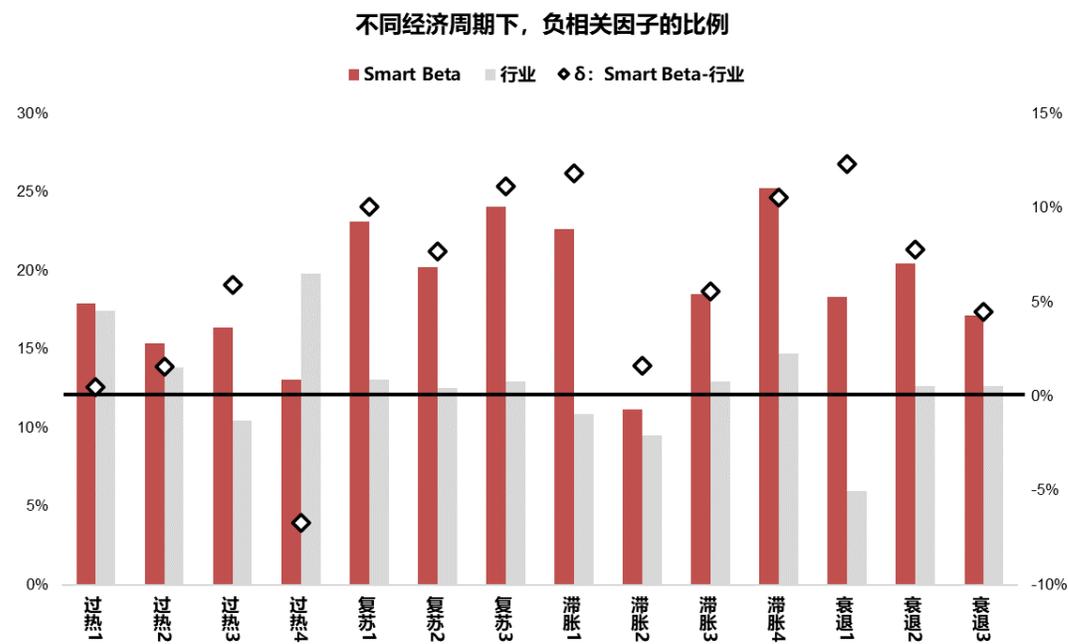
2021年至今 超额收益相关系数	煤炭	石油石化	基础化工	钢铁	有色金属	建筑材料	建筑装饰	交通运输	电力设备	机械设备	国防军工	环保	汽车	家用电器	轻工制造	纺织服饰	社会服务	美容护理	商贸零售	农林牧渔	食品饮料	医药生物	银行	非银金融	房地产	电子	计算机	传媒	通信	
石油石化	60%																													
基础化工	29%	46%																												
钢铁	51%	40%	34%																											
有色金属	34%	31%	58%	49%																										
建筑材料	14%	11%	7%	25%	-3%																									
建筑装饰	33%	30%	-1%	41%	-3%	45%																								
交通运输	36%	30%	-5%	26%	-5%	22%	42%																							
电力设备	-21%	-21%	26%	-10%	30%	-24%	-37%	-41%																						
机械设备	-7%	2%	32%	7%	18%	-5%	3%	-21%	22%																					
国防军工	-7%	-8%	12%	0%	10%	-23%	-11%	-21%	17%	37%																				
环保	17%	13%	22%	31%	5%	13%	44%	26%	-11%	28%	4%																			
汽车	-12%	-16%	18%	-7%	20%	-17%	-28%	-24%	41%	33%	17%	0%																		
家用电器	-1%	-1%	-32%	-14%	-31%	29%	0%	20%	-27%	-19%	-26%	-18%	-14%																	
轻工制造	3%	5%	11%	13%	-8%	41%	24%	23%	-32%	14%	-13%	34%	-15%	19%																
纺织服饰	16%	18%	8%	19%	-5%	10%	28%	38%	-35%	10%	-9%	47%	-11%	4%	56%															
社会服务	-22%	-16%	-16%	-19%	-19%	3%	-13%	9%	-12%	-4%	-14%	-10%	-7%	13%	24%	10%														
美容护理	-22%	-18%	-15%	-22%	-22%	-4%	-26%	-1%	0%	-21%	-20%	-21%	-12%	11%	14%	8%	28%													
商贸零售	6%	-4%	-6%	5%	-10%	20%	23%	39%	-29%	-10%	-18%	30%	-15%	6%	40%	44%	24%	16%												
农林牧渔	8%	11%	-2%	0%	-9%	4%	7%	21%	-21%	-12%	-7%	10%	-12%	13%	18%	20%	10%	4%	11%											
食品饮料	-22%	-18%	-36%	-36%	-35%	7%	-23%	3%	-16%	-46%	-32%	-39%	-17%	35%	-6%	-20%	29%	43%	12%	14%										
医药生物	-29%	-21%	-19%	-28%	-33%	-7%	-23%	-6%	-11%	-25%	-16%	-15%	-23%	9%	6%	4%	22%	44%	-2%	9%	27%									
银行	31%	29%	-25%	17%	-20%	30%	34%	41%	-50%	-45%	-35%	-3%	-39%	32%	5%	12%	-7%	-5%	7%	14%	22%	-7%								
非银金融	9%	9%	-29%	6%	-21%	28%	28%	24%	-40%	-35%	-20%	-5%	-30%	25%	1%	-2%	-4%	-7%	10%	1%	14%	-15%	54%							
房地产	18%	9%	-9%	20%	-17%	56%	48%	31%	-38%	-24%	20%	-29%	17%	38%	21%	3%	-7%	30%	4%	4%	-2%	-11%	45%	39%						
电子	-33%	-36%	-10%	-29%	-6%	-32%	-33%	-43%	15%	25%	27%	-17%	19%	-21%	-18%	-24%	-9%	-11%	-20%	-25%	-24%	-12%	-50%	-30%	-32%					
计算机	-26%	-25%	-19%	-20%	-18%	-22%	-6%	-24%	-19%	19%	18%	5%	0%	-22%	6%	3%	6%	-11%	3%	-12%	-26%	-9%	-34%	-9%	-11%	44%				
传媒	-12%	-13%	-19%	-10%	-20%	-5%	10%	-1%	-29%	4%	-9%	13%	-13%	-11%	26%	26%	21%	0%	29%	3%	-15%	-4%	-13%	-2%	9%	13%	57%			
通信	-10%	-12%	-21%	-13%	-16%	-24%	6%	-11%	-19%	21%	16%	7%	1%	-14%	-2%	8%	-9%	-20%	-3%	-13%	-31%	-17%	-23%	-14%	-11%	40%	67%	44%		
公用事业	42%	33%	8%	33%	1%	6%	44%	38%	-13%	-3%	-4%	55%	-12%	-3%	2%	29%	-23%	-23%	8%	14%	-24%	-16%	27%	5%	14%	-32%	-24%	-8%	-3%	

为什么用Smart Beta风格类因子作组合，效果好于用行业作组合？——我们认为在不同宏观环境下，风格因子间拥有比行业间更稳定的相关性矩阵，是重要原因

图：不同经济周期下，正相关因子的比例

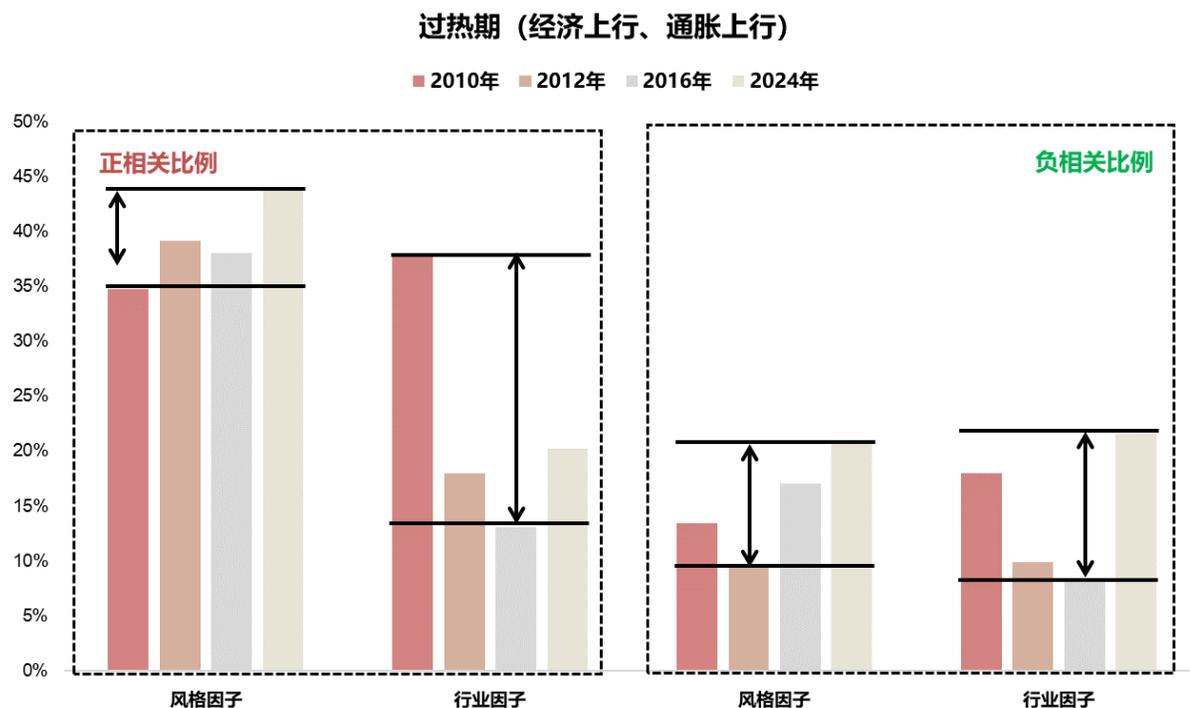


图：不同经济周期下，负相关因子的比例

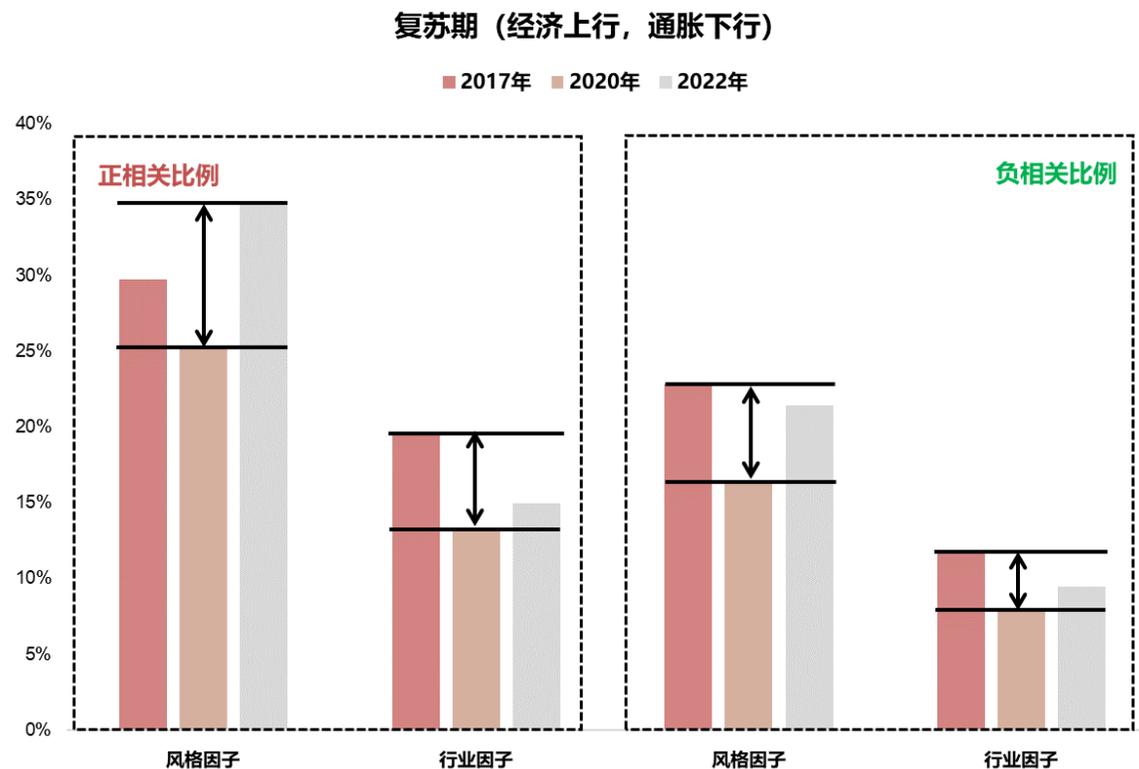


为什么用Smart Beta风格类因子作组合，效果好于用行业作组合？——我们认为在不同宏观环境下，风格因子间拥有比行业间更稳定的相关性矩阵，是重要原因

图：经济上行，通胀上行时期，风格因子比行业因子相关性更稳定

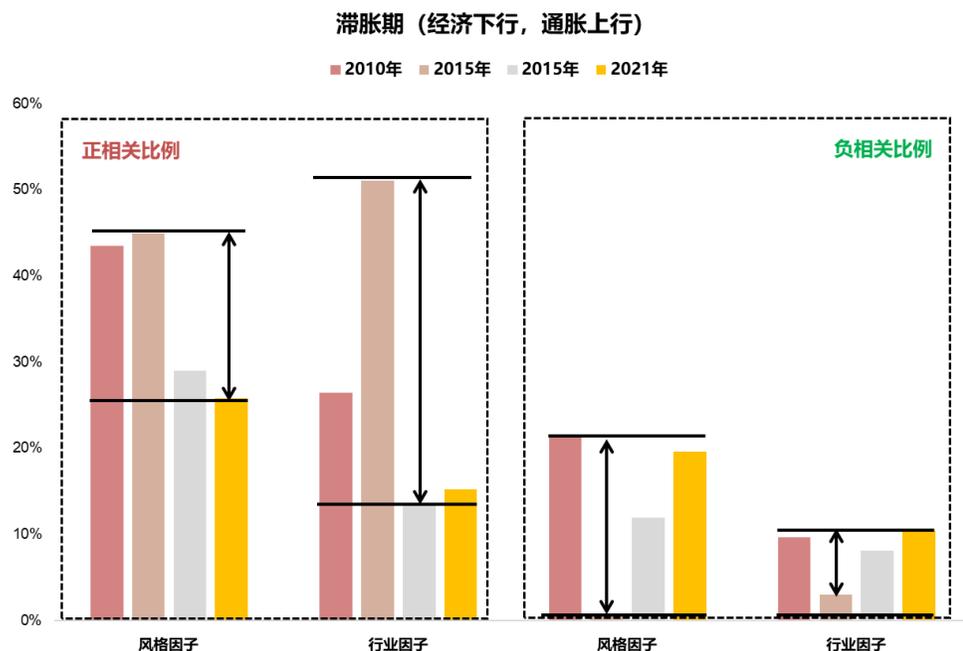


图：经济上行，通胀下行时期，风格因子比行业因子相关性更稳定

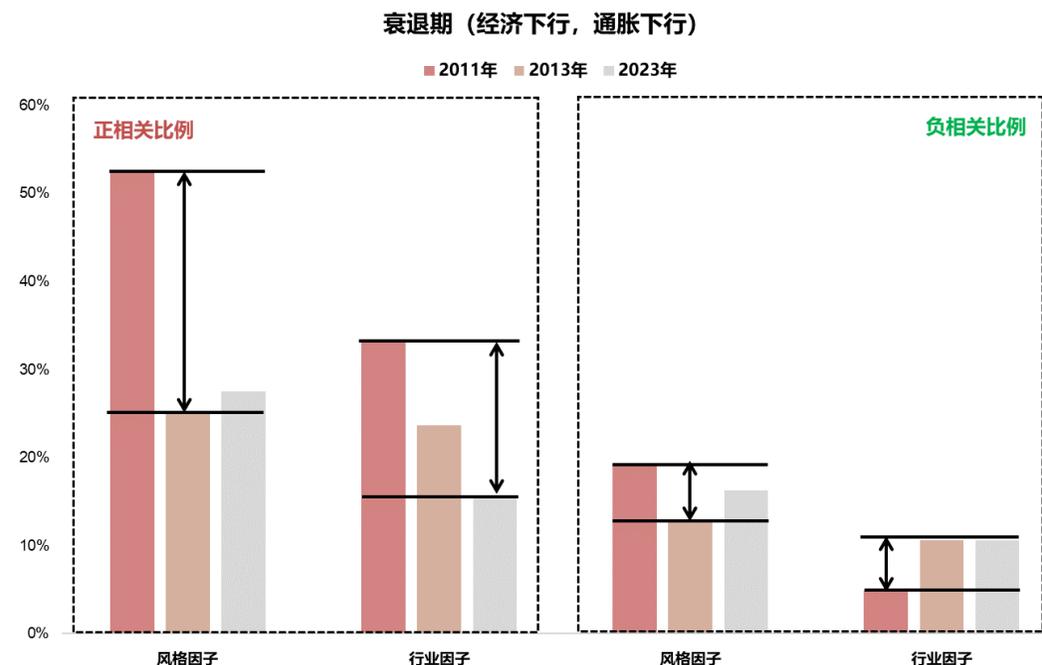


为什么用Smart Beta风格类因子作组合，效果好于用行业作组合？——我们认为在不同宏观环境下，风格因子间拥有比行业间更稳定的相关性矩阵，是重要原因

图：经济下行，通胀上行时期，风格因子比行业因子相关性更稳定



图：经济下行，通胀下行时期，风格因子和行业因子相关性较为接近





慢工出细活——组合权重的Rebalance

收益并不只来自于换仓：在持仓不变的情况下，组合的权重优化也可以增厚收益

图：再平衡理论的数学证明

Capital Growth Theory $g = \mu - \frac{\sigma^2}{2}$

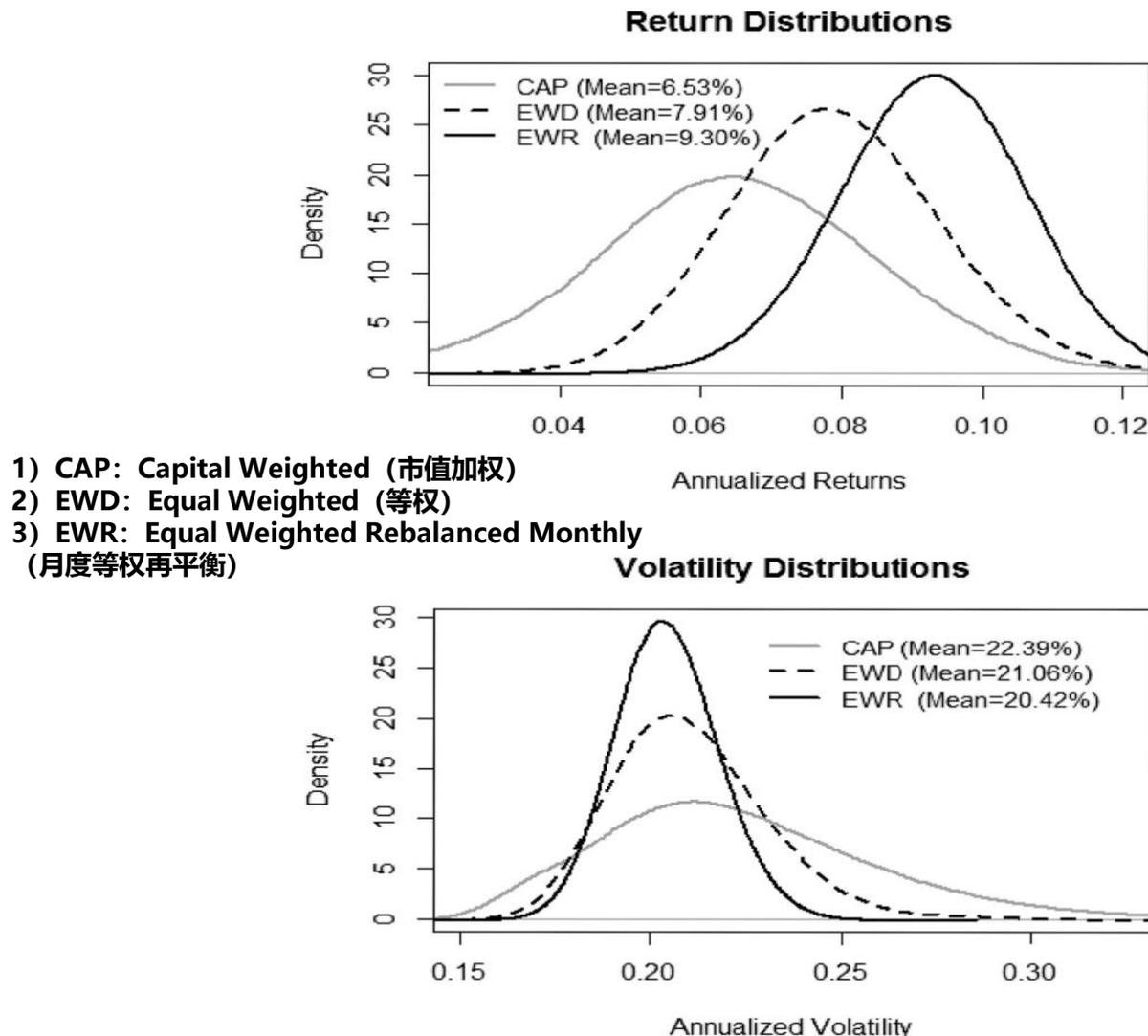
↓

$$g_p = \sum_{i=1}^N w_i g_i + \frac{1}{2} \left(\sum_{i=1}^N w_i \sigma_i^2 - \sum_{i,j=1}^{N,M} w_i \sigma_{ij} w_j \right)$$

= Average Growth + $\frac{1}{2}$ Average Variance
- $\frac{1}{2}$ Portfolio Variance
= Average Growth + Rebalancing Premium

对权重的再分配可以减少波动，
从而增厚复利收益

图：定期再平衡使收益和波动分布更集中，减小了尾部风险

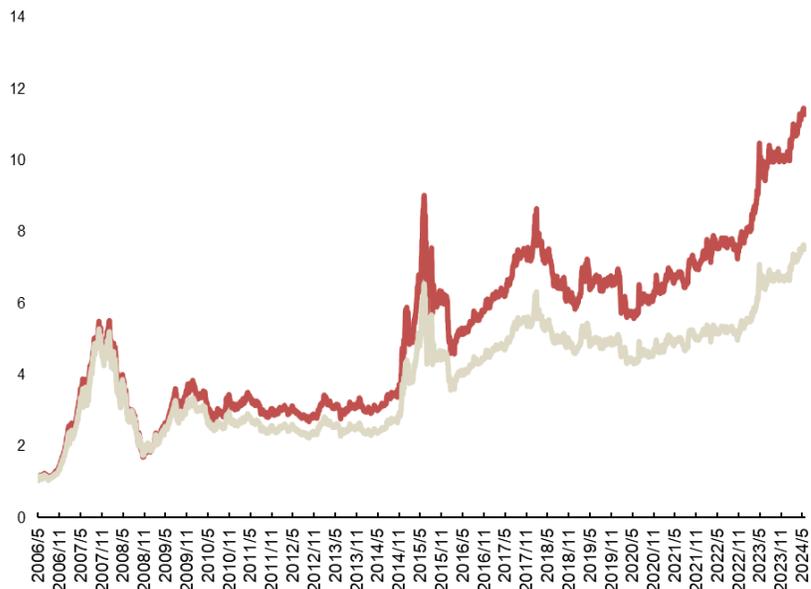


现实A股中，不同风格因子“再平衡”相较“买入持有”的差异

图：再平衡能够明显提升净值表现

低波动因子

— Rebalancing — Buy&Hold



再平衡如何操作？

定期（如周频、月频、季频）调整权重至初始值
（如重新按照市值加权或重新恢复等权）

图：不同因子再平衡前后的风险收益回测，再平衡会提高风险收益比，同时降低最大回撤

2010年至今表现	年化收益率			年化波动率			收益率/波动率			最大回撤		
	Buy&Hold	Rebalancing	δ: Buy&Hold-Rebalancing									
景气因子	4%	8%	4%	27%	29%	2%	14%	28%	14%	-63%	-68%	-5%
质量因子	12%	17%	5%	24%	26%	2%	50%	65%	15%	-52%	-45%	7%
红利因子	8%	10%	3%	19%	20%	2%	41%	51%	10%	-37%	-37%	0%
横向低估值	10%	12%	3%	19%	21%	1%	50%	60%	9%	-35%	-37%	-2%
纵向低估值	3%	7%	3%	20%	22%	2%	16%	30%	14%	-40%	-44%	-5%
低波动因子	8%	10%	3%	18%	20%	1%	43%	53%	10%	-45%	-49%	-4%
大盘因子	6%	10%	3%	20%	22%	2%	30%	44%	13%	-42%	-46%	-5%
小盘因子	10%	15%	5%	28%	30%	2%	37%	50%	13%	-63%	-69%	-6%
高营收增速	3%	7%	4%	28%	30%	2%	11%	24%	13%	-68%	-68%	0%
高毛利率	14%	19%	4%	26%	28%	2%	56%	68%	12%	-47%	-51%	-3%
高ROA	13%	17%	5%	25%	27%	2%	52%	65%	13%	-48%	-48%	0%
高库存周转率	5%	9%	4%	23%	25%	2%	23%	37%	14%	-59%	-64%	-5%
高资产周转率	5%	9%	4%	22%	24%	2%	22%	38%	16%	-50%	-55%	-5%
低资产负债率	6%	10%	4%	25%	26%	2%	26%	38%	13%	-59%	-63%	-4%
高资本开支增速	4%	8%	4%	26%	28%	2%	16%	28%	12%	-69%	-71%	-2%
高经营性现金流入增速	5%	8%	4%	26%	28%	2%	18%	30%	12%	-64%	-67%	-3%
高筹资现金流入增速	4%	8%	4%	23%	25%	2%	20%	34%	14%	-43%	-45%	-2%
高投资现金流入增速	5%	9%	3%	25%	27%	2%	21%	32%	11%	-60%	-66%	-6%
高存货增速	0%	4%	4%	27%	28%	2%	-1%	13%	14%	-78%	-74%	4%
高净资产增速	-1%	3%	4%	26%	28%	2%	-2%	12%	14%	-77%	-73%	4%
高资产增速	2%	7%	5%	28%	30%	2%	7%	23%	15%	-71%	-70%	1%
高负债增速	4%	9%	4%	27%	29%	2%	16%	30%	14%	-66%	-70%	-4%

权重“再平衡”的对手方是追涨杀跌，事实证明在A股高抛低吸式的“再平衡”优于追涨杀跌

图：2010年至今，不同PE分位数下，未来收益率情况

图：2010年至今，不同PB分位数下，未来收益率情况

最简单地，我们以估值来衡量位置的“高”和“低”。由于高位后的风险收益比明显降低，因而长期大样本地“高抛低吸”式的 rebalancing 一定能增厚组合收益

2010年至今		未来1个月涨跌幅	未来3个月涨跌幅	未来6个月涨跌幅
滚动 3年 PE 分位数	[0%-10%)	1.3%	9.5%	24.3%
	[10%-20%)	4.2%	8.5%	9.4%
	[20%-30%)	0.7%	2.0%	3.6%
	[30%-40%)	2.6%	3.7%	5.8%
	[40%-50%)	0.8%	2.3%	3.8%
	[50%-60%)	0.9%	2.5%	4.5%
	[60%-70%)	0.7%	2.2%	3.9%
	[70%-80%)	0.6%	2.2%	4.1%
	[80%-90%)	0.7%	2.8%	4.9%
	[90%-100%]	2.2%	3.9%	8.0%

2010年至今		未来1个月涨跌幅	未来3个月涨跌幅	未来6个月涨跌幅
滚动 3年 PB 分位数	[0%-10%)	3.0%	11.4%	24.1%
	[10%-20%)	1.0%	2.2%	3.0%
	[20%-30%)	0.5%	1.5%	3.1%
	[30%-40%)	2.6%	3.6%	5.6%
	[40%-50%)	0.6%	2.2%	3.9%
	[50%-60%)	0.7%	2.5%	4.6%
	[60%-70%)	0.9%	2.7%	4.7%
	[70%-80%)	0.9%	2.9%	4.8%
	[80%-90%)	0.6%	2.9%	4.8%
	[90%-100%]	2.8%	4.3%	8.8%

权重“再平衡”的对手方是追涨杀跌，事实证明在A股高抛低吸式的“再平衡”优于追涨杀跌

图：2021年至今，不同PE分位数下，未来收益率情况

图：2021年至今，不同PB分位数下，未来收益率情况

最简单地，我们以估值来衡量位置的“高”和“低”。由于高位后的风险收益比明显降低，因而长期大样本地“高抛低吸”式的 rebalancing 一定能增厚组合收益

2021年至今		未来1个月涨跌幅	未来3个月涨跌幅	未来6个月涨跌幅
滚动3年PE分位数	[0%-10%)	1.5%	21.9%	64.5%
	[10%-20%)	8.4%	17.5%	19.3%
	[20%-30%)	0.5%	1.0%	1.5%
	[30%-40%)	0.4%	1.3%	1.2%
	[40%-50%)	0.6%	1.1%	1.1%
	[50%-60%)	0.4%	1.1%	1.4%
	[60%-70%)	0.2%	1.0%	1.4%
	[70%-80%)	0.0%	0.3%	0.6%
	[80%-90%)	0.0%	0.0%	0.2%
	[90%-100%]	-0.7%	-1.1%	-1.6%

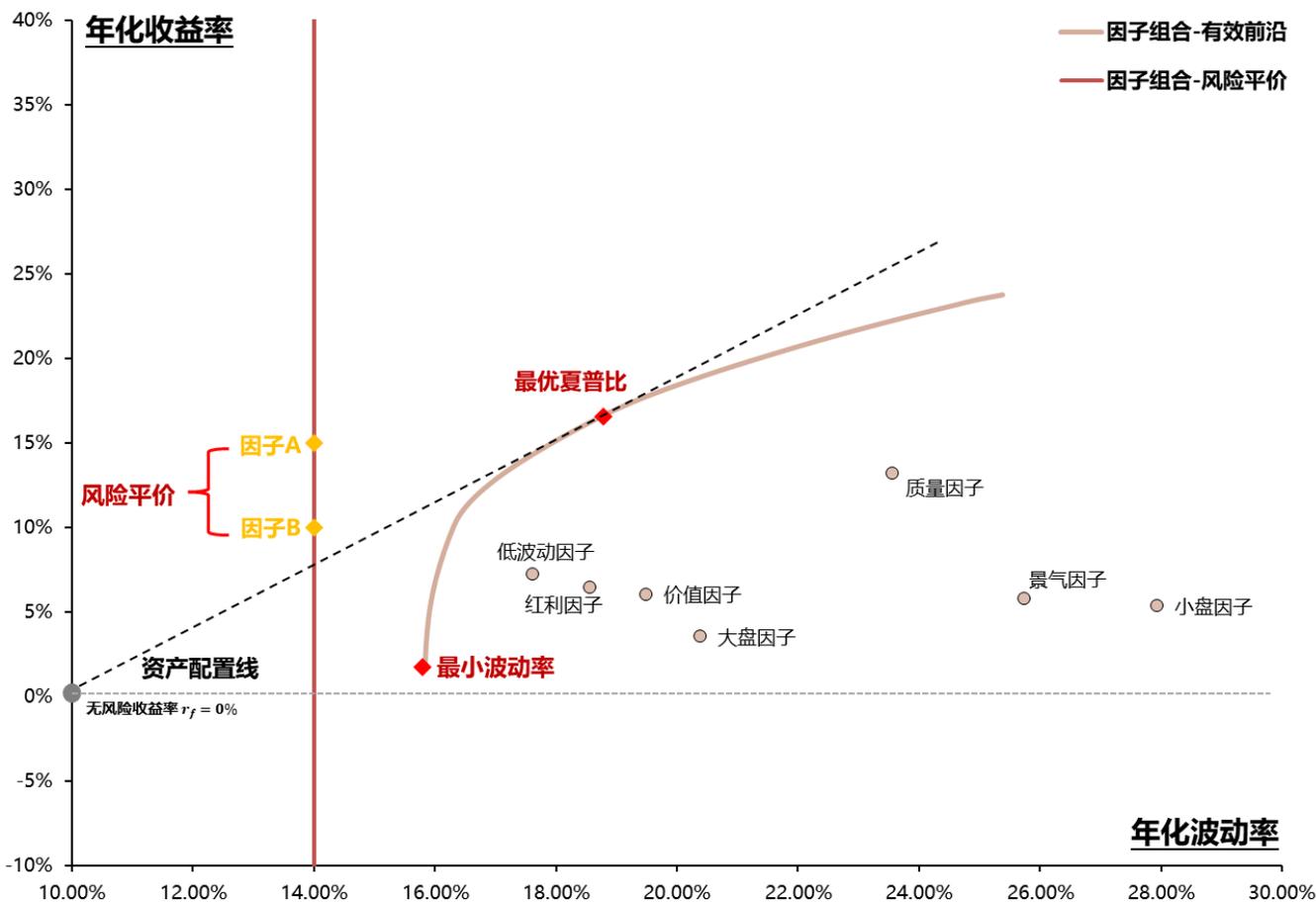
2021年至今		未来1个月涨跌幅	未来3个月涨跌幅	未来6个月涨跌幅
滚动3年PB分位数	[0%-10%)	6.5%	28.8%	71.2%
	[10%-20%)	0.7%	1.8%	3.1%
	[20%-30%)	0.6%	1.6%	2.5%
	[30%-40%)	0.2%	0.5%	0.3%
	[40%-50%)	0.1%	0.4%	-0.1%
	[50%-60%)	-0.2%	-0.2%	-0.3%
	[60%-70%)	-0.2%	0.1%	-0.2%
	[70%-80%)	0.1%	-0.2%	-0.3%
	[80%-90%)	-0.4%	-0.9%	-0.7%
	[90%-100%]	-1.3%	-1.8%	-3.4%



组合管理框架下的落地策略

有哪些加权方式可以选择？——有效前沿与风险平价

图：有效前沿和风险平价思想的范例展示



- **最大夏普**：在给定组合收益率或风险限制下，使得组合夏普比最大；
- **最小波动**：放松对于组合收益率的限制，使得组合波动率最小；
- **风险平价**：按照风险对底层资产分配权重，使得各资产的风险贡献相同。

数据来源：Wind，国联证券研究所。注：此图仅为示意图。

因子策略：纯波动率被动策略——长期来看不差，指标强于偏股混合型基金指数

图：基于Smart Beta因子，各加权策略的净值曲线一览

2010-2023年	偏股混合型基金	全A	等权加权	类动量-收益率TOP3	最小波动(绝对)	最小波动(超额)	最大夏普(绝对)	最大夏普(超额)
年化收益率	5.48%	3.25%	9.22%	8.21%	6.46%	7.20%	13.17%	8.58%
年化波动率	20.2%	23.3%	18.0%	19.6%	17.9%	21.5%	24.2%	22.0%
夏普比	0.27	0.14	0.51	0.42	0.36	0.33	0.54	0.39
年化收益率	相比与偏股混合型基金		↑	↑	↑	↑	↑	↑
年化波动率			↓	↓	↓	↑	↑	↑
夏普比			↑	↑	↑	↑	↑	↑

样本外——纯波动率被动策略均能战胜偏股，从夏普比来看，最大夏普(绝对)策略占优



①最大夏普(绝对)

②类动量-收益率TOP3

③等权加权

④最大夏普(超额)

⑤最小波动(超额)

⑥最小波动(绝对)

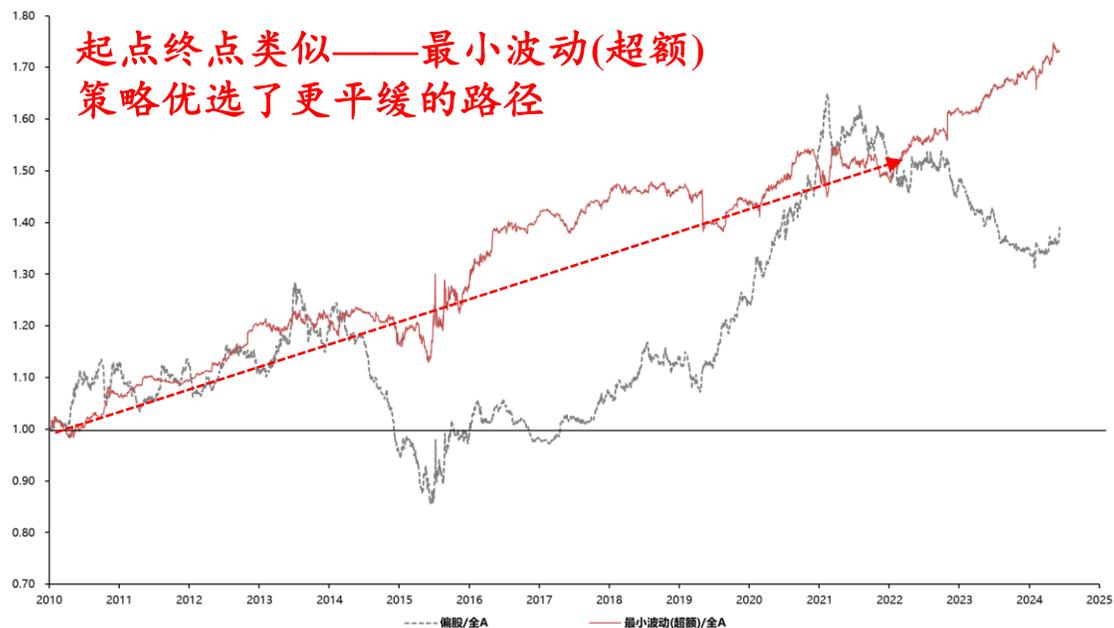
⑦偏股

⑧全A

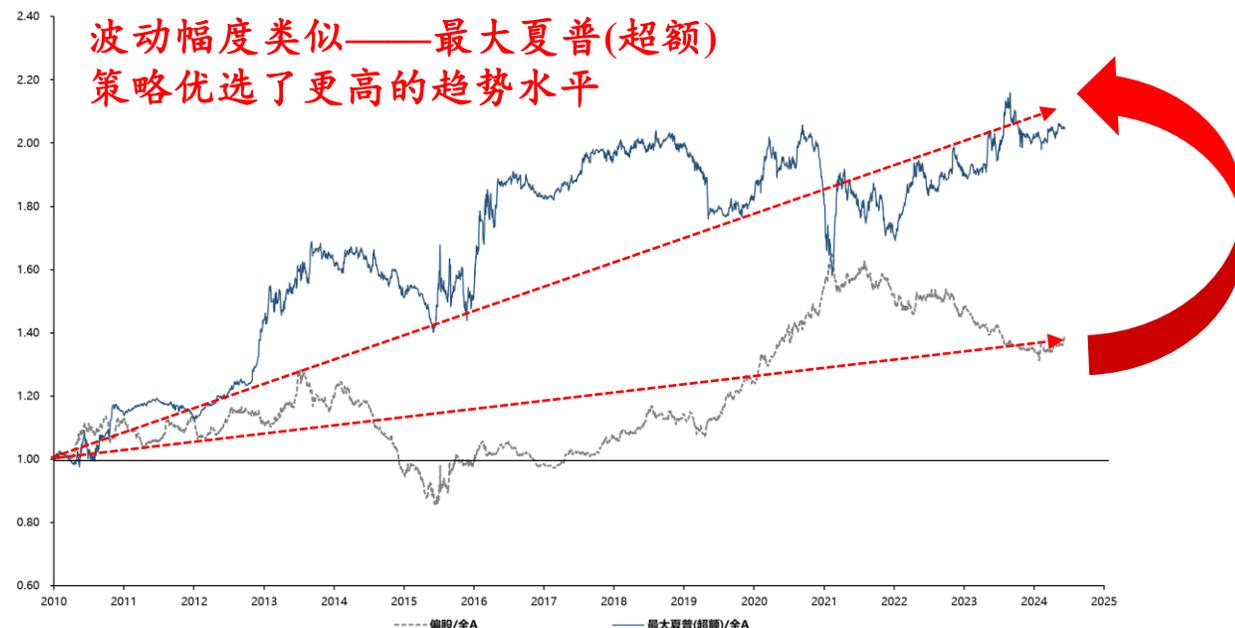
数据来源：Wind，国联证券研究所。注：此处样本为申万三级行业因子，有效前沿加权中，选用过去两个月收益率以及过去1年波动率，调仓时点为每年财报实际披露完全的节点，具体而言：5月初、9月初，以及11月初。

► 如果要更好地跟住基准——可以采取基于“超额收益率”的最小波动策略

图：基于Smart Beta因子——最小波动(超额)和偏股的相对全A净值曲线对比



图：基于Smart Beta因子——最大夏普(超额)和偏股的相对全A净值曲线对比



数据来源：Wind，国联证券研究所。注：此处样本为Smart Beta因子；有效前沿加权中，选用过去两个月收益率以及过去1年波动率；在等权加权中，选用过去两个月收益率TOP3的因子进行等权配置。两种加权方式中调仓时点均为每年财报实际披露完全的节点，具体而言：5月初、9月初，以及11月初。

Smart Beta因子，纯波动率被动策略——“绝对”策略在弱市周期下表现优秀

图：基于Smart Beta因子——2010-2023年各年度不同指数和组合的收益率表现

经济周期	年度收益率	偏股混合型基金	全A	等权加权	类动量-收益率TOP3	最小波动(绝对)	最小波动(超额)	最大夏普(绝对)	最大夏普(超额)
牛市	2010年	5.9%	-6.2%	-4.3%	-6.9%	-0.3%	-0.3%	-1.7%	6.9%
弱市	2011年	-23.6%	-23.6%	-17.5%	-19.7%	-14.5%	-21.3%	-24.3%	-24.0%
弱市	2012年	5.6%	6.4%	18.8%	15.8%	19.4%	16.9%	52.3%	36.0%
牛市	2013年	13.4%	5.4%	3.7%	6.0%	3.3%	5.5%	4.0%	18.5%
牛市	2014年	21.8%	52.0%	66.7%	61.6%	49.6%	47.5%	70.3%	42.1%
牛市	2015年	41.4%	35.4%	20.1%	28.5%	26.0%	48.5%	-8.5%	36.1%
牛市	2016年	-7.4%	-4.9%	8.9%	7.0%	15.8%	3.5%	19.9%	10.7%
牛市	2017年	13.7%	3.9%	22.1%	36.0%	17.8%	6.5%	26.5%	12.4%
弱市	2018年	-24.1%	-29.1%	-20.9%	-22.9%	-23.8%	-28.2%	-11.0%	-28.2%
牛市	2019年	46.6%	34.3%	26.4%	25.3%	11.7%	31.9%	23.7%	22.7%
牛市	2020年	53.7%	23.7%	20.6%	24.1%	-1.1%	29.5%	28.1%	22.2%
牛市	2021年	5.5%	7.5%	7.3%	9.4%	5.9%	6.2%	23.9%	1.6%
弱市	2022年	-19.9%	-18.5%	-5.1%	-8.5%	-8.4%	-11.0%	-0.7%	-8.8%
弱市	2023年	-14.6%	-6.4%	7.2%	4.7%	11.4%	-1.9%	14.5%	-0.6%

图：基于Smart Beta因子——2010-2023年各年度不同指数和组合的波动率表现

经济周期	年度波动率	偏股混合型基金	全A	等权加权	类动量-收益率TOP3	最小波动(绝对)	最小波动(超额)	最大夏普(绝对)	最大夏普(超额)
牛市	2010年	20%	23%	18%	20%	18%	22%	24%	22%
弱市	2011年	16%	19%	16%	19%	14%	19%	19%	19%
弱市	2012年	15%	19%	15%	17%	13%	18%	21%	21%
牛市	2013年	17%	22%	16%	19%	15%	19%	29%	22%
牛市	2014年	15%	19%	16%	19%	14%	17%	21%	17%
牛市	2015年	38%	48%	34%	36%	38%	39%	48%	40%
牛市	2016年	26%	29%	20%	18%	22%	26%	22%	23%
牛市	2017年	11%	11%	8%	9%	8%	12%	13%	11%
弱市	2018年	20%	22%	17%	16%	16%	21%	25%	18%
牛市	2019年	17%	21%	17%	18%	13%	22%	23%	22%
牛市	2020年	22%	24%	18%	17%	17%	22%	21%	24%
牛市	2021年	19%	16%	12%	17%	12%	15%	18%	17%
弱市	2022年	20%	21%	17%	22%	15%	21%	19%	21%
弱市	2023年	13%	13%	11%	13%	12%	13%	16%	17%

弱市周期下——相对于偏股，最大夏普(绝对)和最小波动(绝对)策略可以实现更高收益率&更低波动率

数据来源：Wind，国联证券研究所。注：此处样本为Smart Beta因子；有效前沿加权中，选用过去两个月收益率以及过去1年波动率；在等权加权中，选用过去两个月收益率TOP3的因子进行等权配置。两种加权方式中调仓时点均为每年财报实际披露完全的节点，具体而言：5月初、9月初，以及11月初。

行业策略：纯波动率被动策略——长期来看不差，指标远强于偏股混合型基金指数

图：基于行业因子，各加权策略的净值曲线一览

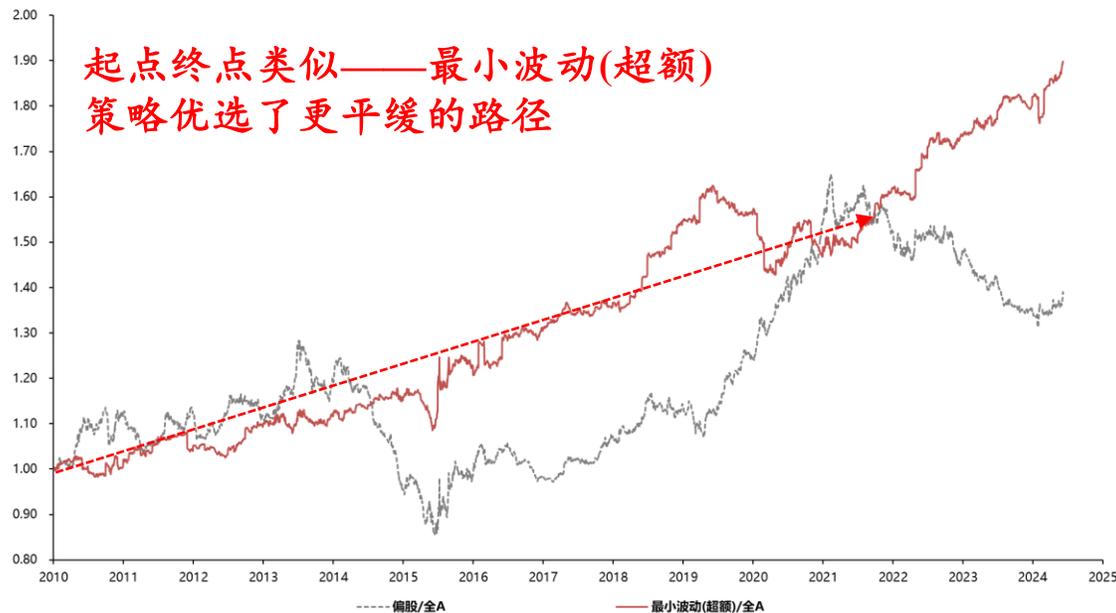


- ①最大夏普(超额)
- ②最小波动(绝对)
- ③等权加权
- ④最大夏普(绝对)
- ⑤最小波动(超额)
- ⑥偏股
- ⑦全A

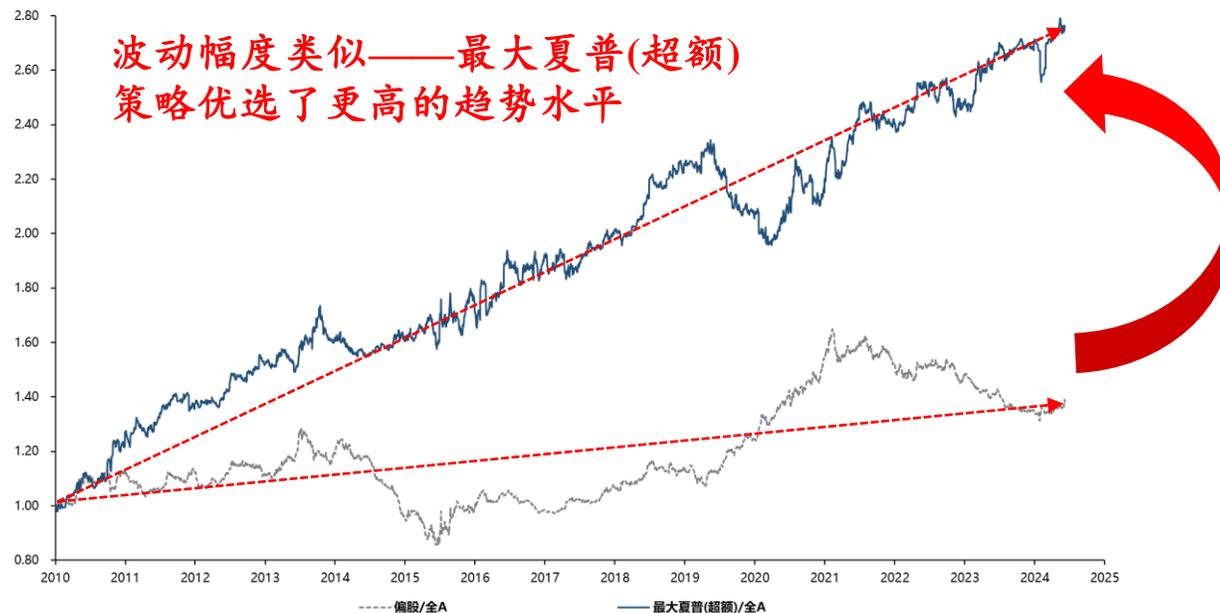
数据来源：Wind，国联证券研究所。注：此处样本为申万三级行业因子，有效前沿加权中，选用过去两个月收益率以及过去1年波动率，调仓时点为每年财报实际披露完全的节点，具体而言：5月初、9月初，以及11月初。

行业策略：纯波动率被动策略——基于“超额收益率”的最小波动策略同样可以更好的跟紧基准

图：基于行业因子——最小波动(超额)和偏股的相对全A净值曲线对比



图：基于行业因子——最大夏普(超额)和偏股的相对全A净值曲线对比



数据来源：Wind，国联证券研究所。注：此处样本为申万三级行业因子，有效前沿加权中，选用过去两个月收益率以及过去1年波动率，调仓时点为每年财报实际披露完全的节点，具体而言：5月初、9月初，以及11月初。

行业策略：纯波动率被动策略——“绝对”策略在弱市周期下表现优秀

图：基于行业因子——2010-2023年各年度不同指数和组合的收益率表现

经济周期	年度收益率	偏股混合型基金	全A	等权加权	最小波动(绝对)	最小波动(超额)	最大夏普(绝对)	最大夏普(超额)
牛市	2010年	4.0%	-7.8%	8.6%	40.6%	-6.8%	16.2%	13.5%
弱市	2011年	-23.8%	-23.4%	-30.5%	0.4%	-22.0%	-20.7%	-18.4%
弱市	2012年	2.4%	3.2%	1.8%	9.3%	7.3%	51.3%	13.8%
牛市	2013年	12.3%	4.6%	22.1%	4.3%	6.0%	33.9%	10.6%
牛市	2014年	20.4%	49.9%	40.4%	56.4%	53.6%	23.7%	48.6%
牛市	2015年	45.3%	40.6%	62.0%	11.8%	48.5%	73.5%	51.5%
牛市	2016年	-13.3%	-13.1%	-8.7%	-10.8%	-6.1%	-21.9%	-2.7%
牛市	2017年	13.5%	4.4%	4.0%	12.4%	8.0%	-1.5%	9.2%
弱市	2018年	-23.8%	-28.6%	-24.1%	-28.0%	-19.5%	-19.9%	-20.4%
牛市	2019年	44.3%	32.4%	29.9%	25.8%	33.6%	-4.4%	20.7%
牛市	2020年	53.1%	23.4%	22.5%	-8.1%	15.6%	67.0%	28.3%
牛市	2021年	7.0%	8.5%	24.5%	10.4%	17.8%	-14.1%	18.8%
弱市	2022年	-21.1%	-19.0%	-11.5%	-9.4%	-13.3%	-34.9%	-16.5%
弱市	2023年	-14.5%	-6.1%	-0.2%	18.3%	-2.4%	-5.5%	1.3%

图：基于行业因子——2010-2023年各年度不同指数和组合的波动率表现

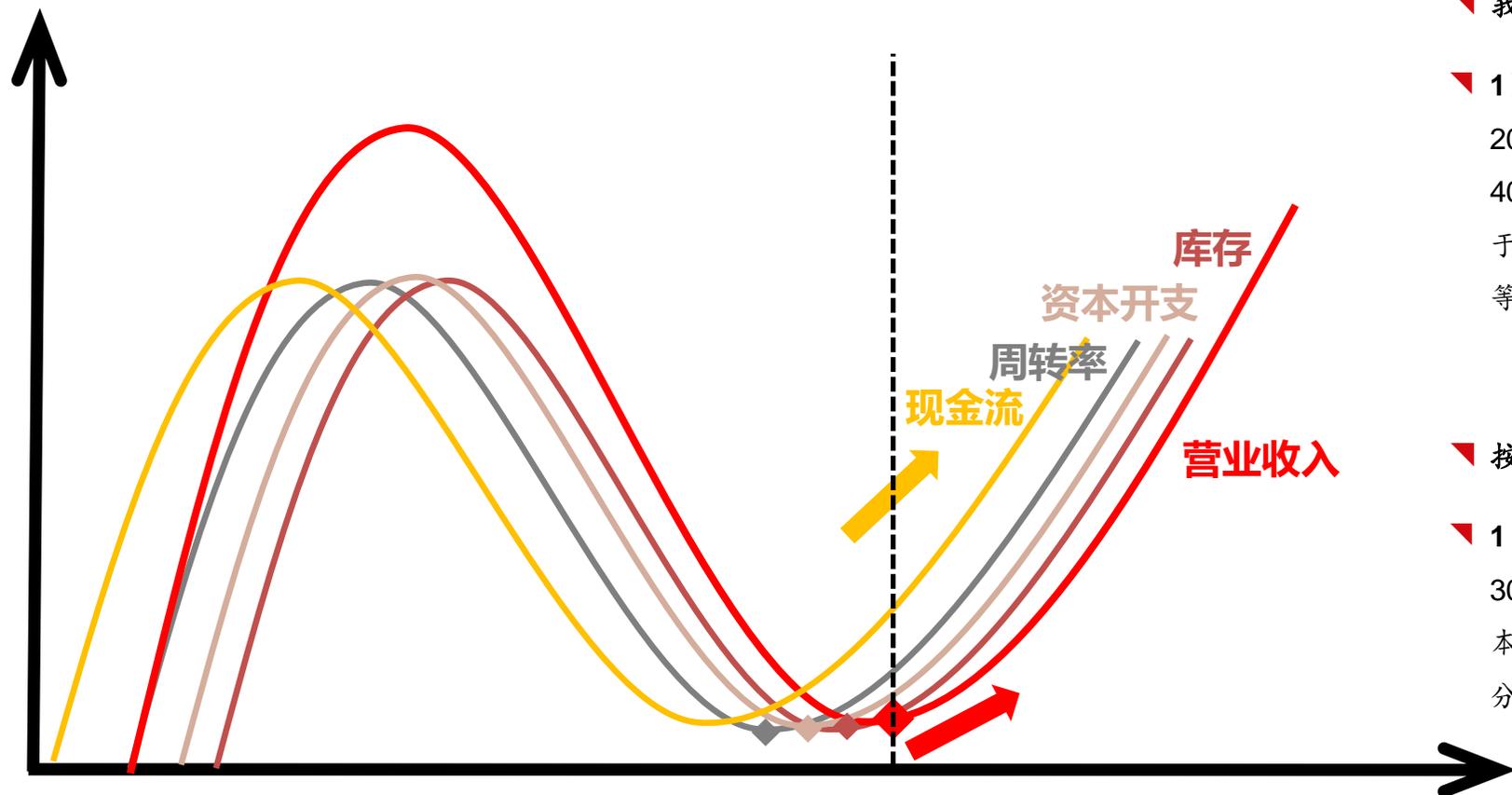
经济周期	年度波动率	偏股混合型基金	全A	等权加权	最小波动(绝对)	最小波动(超额)	最大夏普(绝对)	最大夏普(超额)
牛市	2010年	19%	23%	27%	16%	24%	35%	27%
弱市	2011年	16%	19%	24%	19%	21%	37%	24%
弱市	2012年	15%	19%	24%	14%	19%	28%	19%
牛市	2013年	17%	22%	22%	15%	19%	32%	22%
牛市	2014年	15%	19%	19%	18%	18%	29%	20%
牛市	2015年	38%	48%	45%	41%	44%	44%	45%
牛市	2016年	26%	29%	32%	28%	32%	45%	36%
牛市	2017年	11%	11%	14%	8%	12%	22%	14%
弱市	2018年	20%	22%	25%	18%	23%	31%	23%
牛市	2019年	17%	21%	22%	17%	21%	31%	24%
牛市	2020年	22%	24%	27%	15%	25%	39%	27%
牛市	2021年	19%	16%	17%	10%	15%	38%	19%
弱市	2022年	20%	21%	23%	11%	22%	23%	21%
弱市	2023年	13%	13%	14%	13%	13%	18%	14%

弱市周期下——相对于偏股，最大夏普(绝对)和最小波动(绝对)策略可以实现更高收益率&更低波动率，或者更高的夏普比率

数据来源：Wind，国联证券研究所。注：此处样本为申万三级行业因子，有效前沿加权中，选用过去两个月收益率以及过去1年波动率，调仓时点为每年财报实际披露完全的节点，具体而言：5月初、9月初，以及11月初。

行业策略：基本面 α 策略——基于报表周期寻找困境反转与景气扩张行业

图：各板块行业如何寻找反转？——高现金流+低周转+低开支+低库存



现金流不低/周转率底部/资本开支底部/库存底部 → **营收底部企稳反转的指引信号**

我们按照如下条件优选困境反转的行业：

- 1) 现金流不低：现金流历史分位数大于等于 20%；
- 2) 低周转：周转率历史分位数小于等于 40%；
- 3) 低开支：资本开支历史分位数小于等于 30%；
- 4) 低库存：存货历史分位数效应小于等于 30%。

按照如下条件优选景气扩张的行业：

- 1) 开支不低：资本开支历史分位数位于 30%~70%之间；
- 2) 开支上行：过去两个季度资本开支趋势向上；
- 3) 现金流不低：现金流历史分位数大于等于 30%。

行业策略：基本面 α 策略——困境反转策略有效优化了纯波动率被动策略的结果

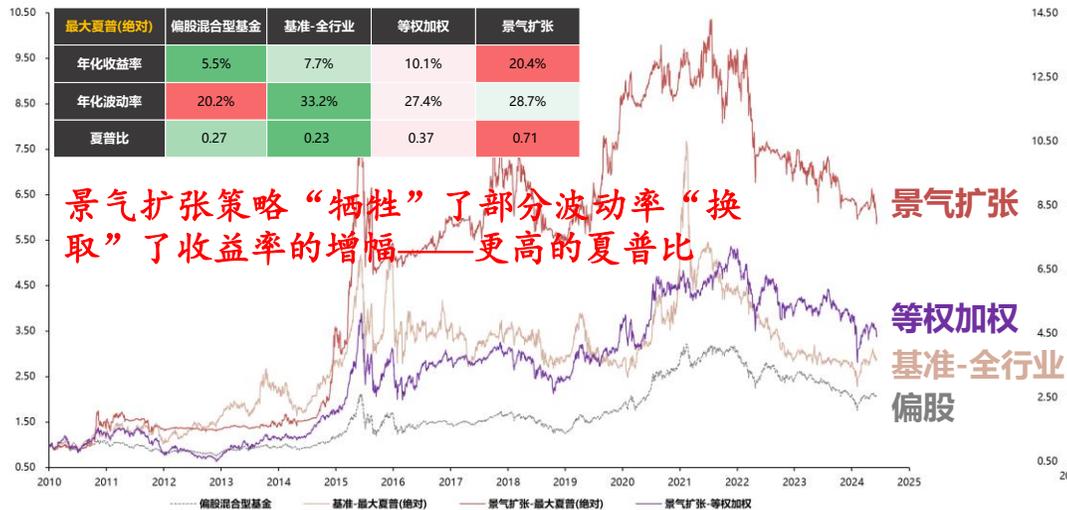
图：基于行业因子历史数据，结合困境反转策略的净值曲线一览



数据来源：Wind，国联证券研究所。注：此处样本为申万三级行业因子，有效前沿加权中，选用过去两个月收益率以及过去1年波动率，调仓时点为每年财报实际披露完全的节点，具体而言：5月初、9月初，以及11月初。

行业策略：基本面 α 策略——景气扩张策略有效优化了纯波动率被动策略的结果

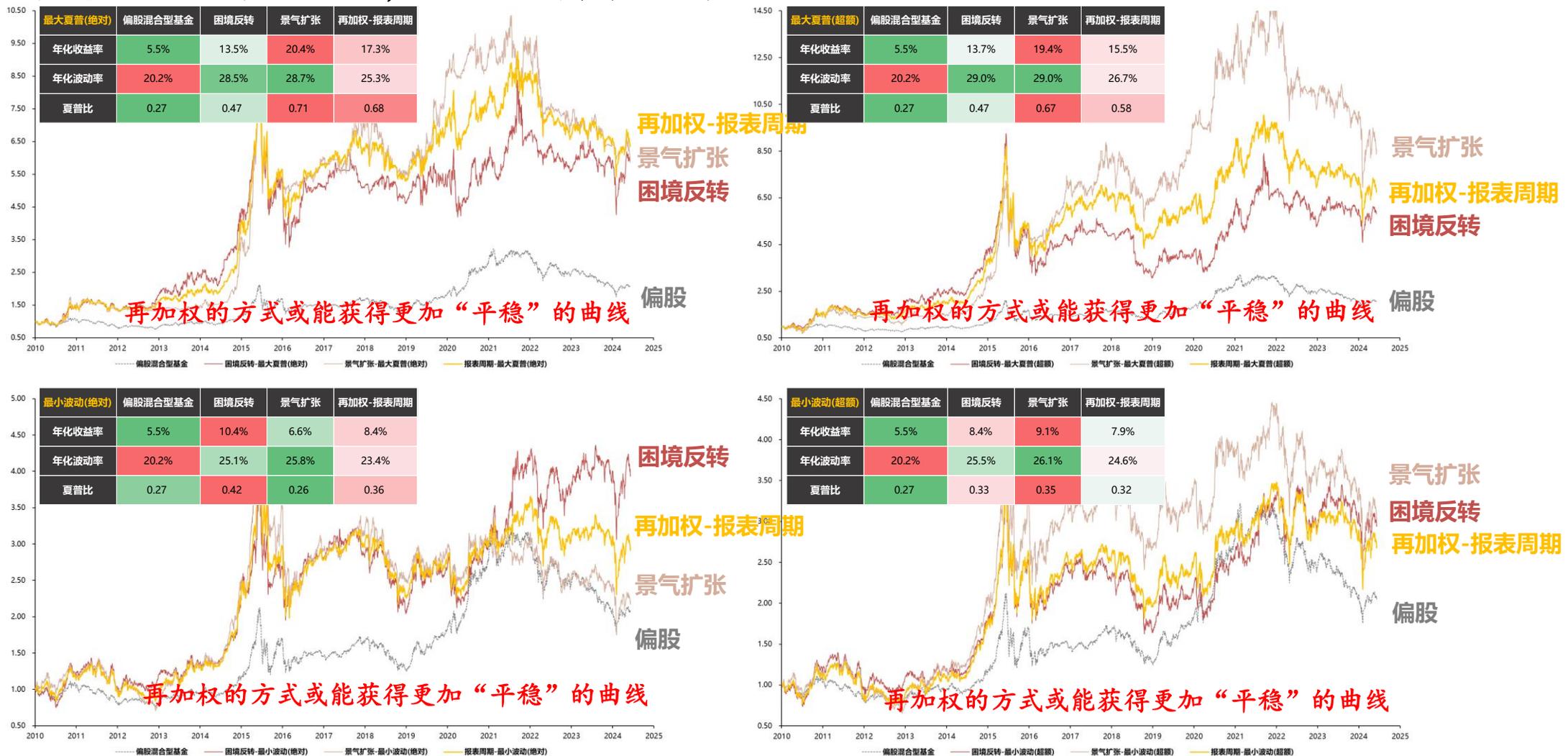
图：基于行业因子历史数据，结合景气扩张策略的净值曲线一览



数据来源：Wind，国联证券研究所。注：此处样本为申万三级行业因子，有效前沿加权中，选用过去两个月收益率以及过去1年波动率，调仓时点为每年财报实际披露完全的节点，具体而言：5月初、9月初，以及11月初。

行业策略：基本面 α 策略——基于风险平价对于困境反转与景气扩张进行再加权

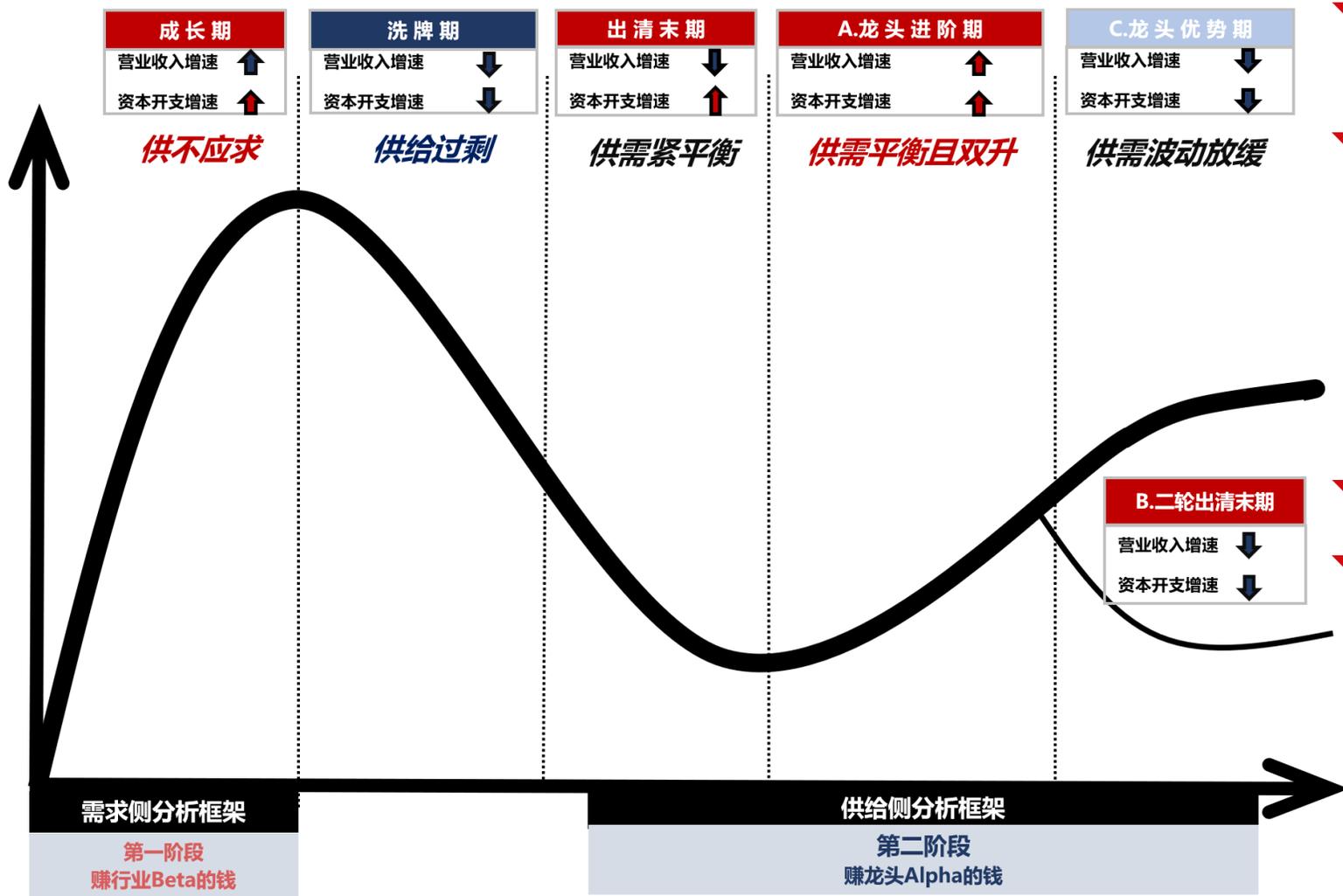
图：基于行业因子历史数据，结合报表周期策略的净值曲线一览



数据来源：Wind，国联证券研究所。注：此处样本为申万三级行业因子，有效前沿加权中，选用过去两个月收益率以及过去1年波动率，调仓时点为每年财报实际披露完全的节点，具体而言：5月初、9月初，以及11月初。

行业策略：基本面 α 策略——基于产业生命周期寻找出清末期与龙头进阶期行业

图：产业生命周期示意图——重点关注是出清末期&龙头进阶期



我们按照如下条件优选处于出清末期底部，且已出现较为明显拐点特征的行业：

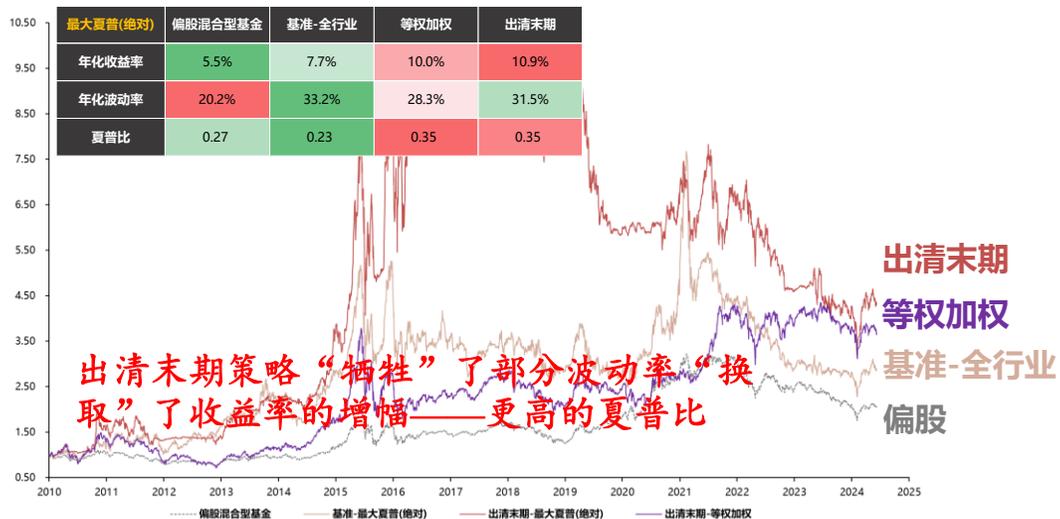
- 1) **供需出清底部**：当前三年期营收和开支分位均小于50%；
- 2) **底部拐点初现**：一年期开支增速已经企稳，近2个季度或4个季度持续抬升；
- 3) **出清幅度彻底**：过去2个季度，区间相对估值最大跌幅行业横向分位数小于等于40%。

按照如下条件优选处于趋势改善的龙头进阶期行业：

- 1) **供需双强，且需求明确向上**：近4个季度营收、开支三年期分位数大体向上；
- 2) **行业仍处于估值扩张区间**：行业相对大盘的PB估值不差（近2个季度区间相对估值最大跌幅行业横向分位数大于40%且小于80%）。

行业策略：基本面 α 策略——出清末期策略有效优化了纯波动率被动策略的结果

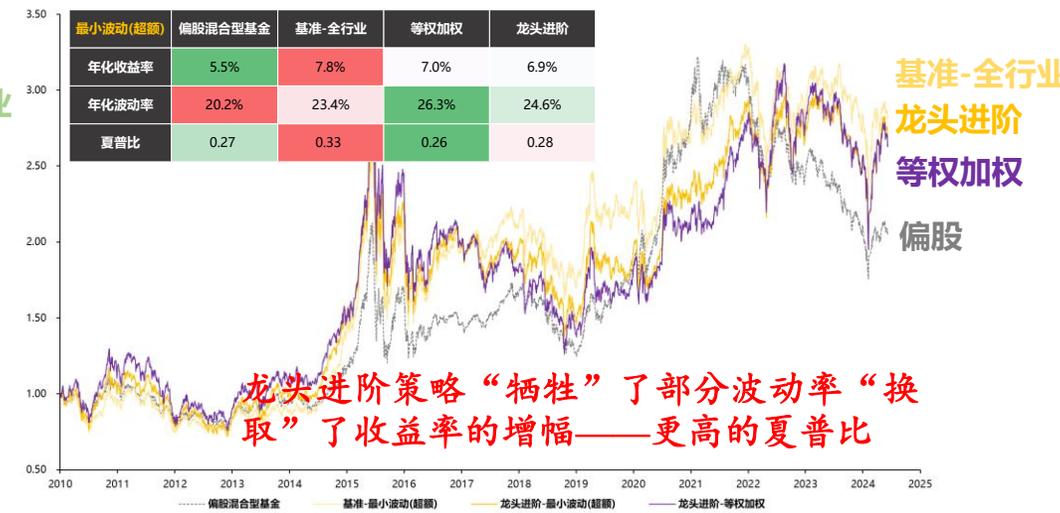
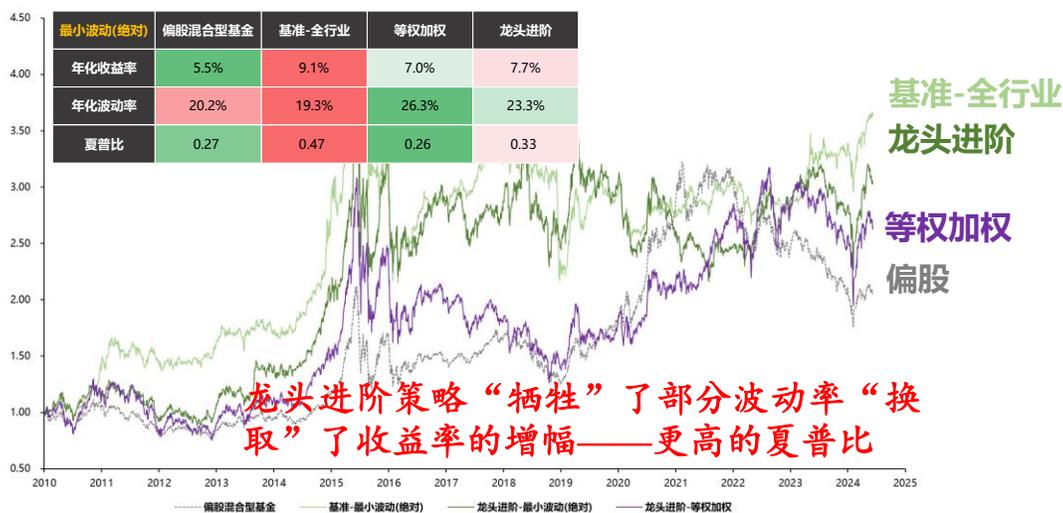
图：基于行业因子历史数据，结合出清末期策略的净值曲线一览



数据来源：Wind，国联证券研究所。注：此处样本为申万三级行业因子，有效前沿加权中，选用过去两个月收益率以及过去1年波动率，调仓时点为每年财报实际披露完全的节点，具体而言：5月初、9月初，以及11月初。

行业策略：基本面 α 策略——龙头进阶策略有效优化了纯波动率被动策略的结果

图：基于行业因子历史数据，结合龙头进阶期策略的净值曲线一览



数据来源：Wind，国联证券研究所。注：此处样本为申万三级行业因子，有效前沿加权中，选用过去两个月收益率以及过去1年波动率，调仓时点为每年财报实际披露完全的节点，具体而言：5月初、9月初，以及11月初。

行业策略：基本面 α 策略——基于风险平价对于出清末期与龙头进阶进行再加权

图：基于行业因子历史数据，结合产业生命周期策略的净值曲线一览

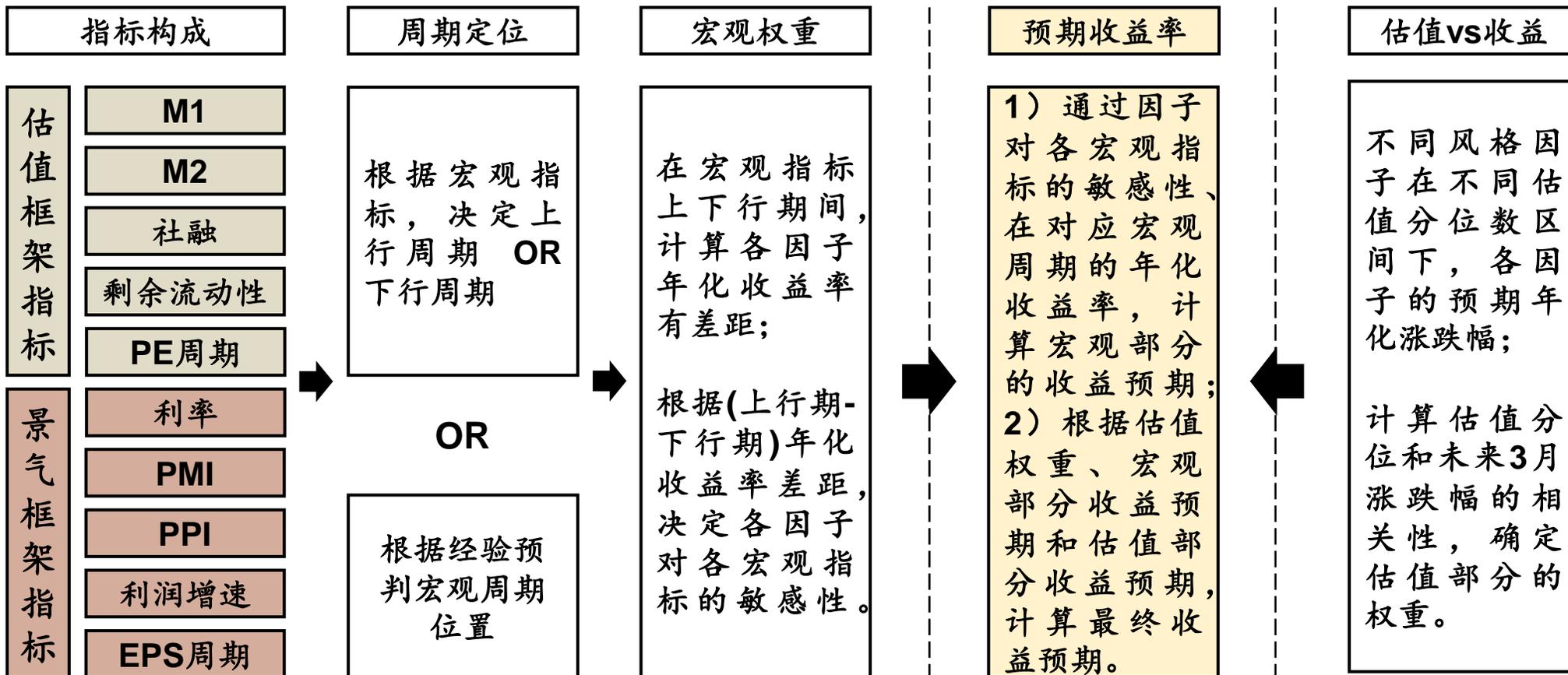


数据来源：Wind，国联证券研究所。注：此处样本为申万三级行业因子，有效前沿加权中，选用过去两个月收益率以及过去1年波动率，调仓时点为每年财报实际披露完全的节点，具体而言：5月初、9月初，以及11月初。

宏观轮动下的组合管理

宏观决策

估值位置



宏观指标的分类：估值框架指标vs景气框架指标

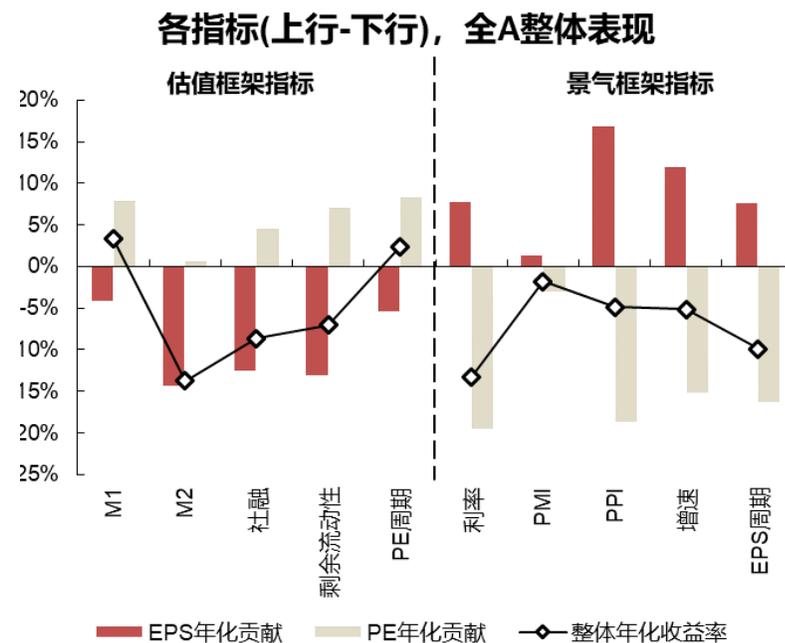
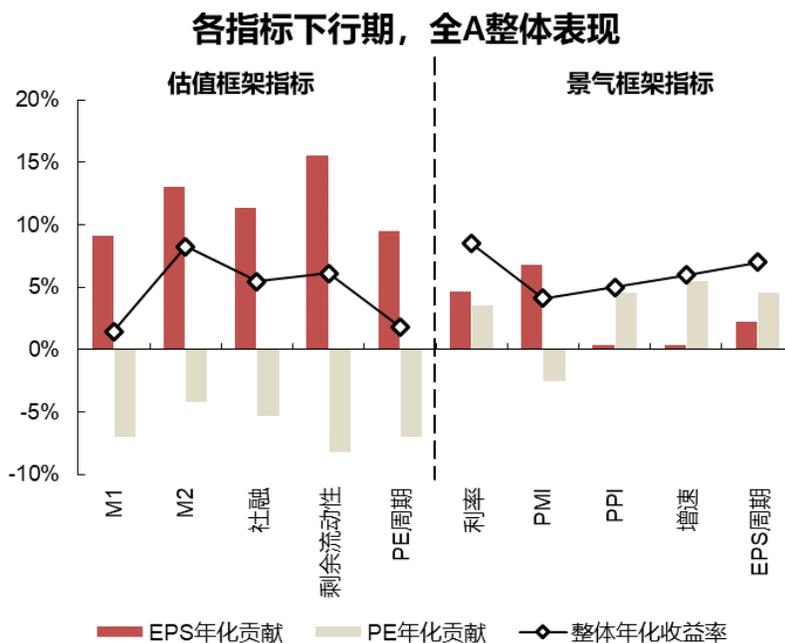
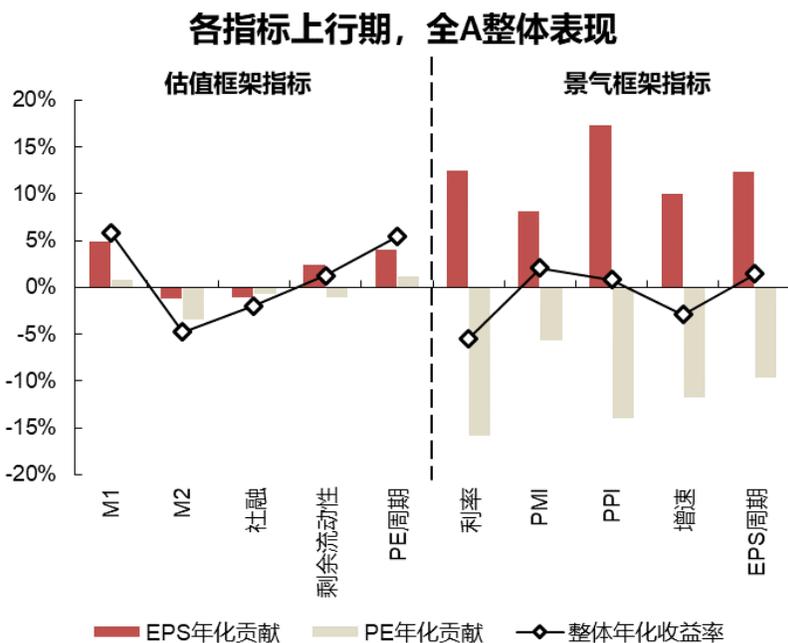
从宏观指标看，估值框架指标在指标下行期盈利弹性更大；而景气框架指标在指标上行期的盈利弹性更大。



图：各宏观因子上行期的PE&EPS贡献

图：各宏观因子下行期的PE&EPS贡献

图：各宏观因子全周期的PE&EPS贡献



不同因子对宏观指标的敏感性差异较大

图：各宏观变量(上行期-下行期)，主要风格超额表现差异

各宏观变量(上行期-下行期)，主要风格表现差异										
宏观指标	估值框架指标					景气框架指标				
	M1	M2	社融	剩余流动性	PE周期	利率	PMI	PPI	利润增速	EPS周期
红利	-4.6%	-8.8%	4.5%	-6.0%	-0.1%	-1.3%	-3.8%	-4.5%	-13.9%	1.0%
低估值	-10.7%	-10.5%	0.2%	-1.5%	0.0%	1.5%	-3.9%	-3.5%	-15.3%	4.1%
低波动	-5.8%	-14.4%	3.4%	-8.9%	7.2%	-2.4%	-2.4%	-4.0%	-15.9%	1.1%
大盘	-3.6%	-16.9%	6.1%	-7.3%	5.2%	-3.7%	0.2%	-7.8%	-13.2%	1.7%
小盘	12.3%	1.1%	-18.4%	1.9%	1.0%	-26.2%	0.3%	-2.3%	-4.8%	-10.8%
景气	6.5%	-20.2%	-5.2%	-9.3%	1.6%	-17.5%	4.9%	-1.9%	-2.2%	-1.7%
质量	7.8%	-20.7%	16.3%	-17.5%	6.7%	-4.0%	3.6%	-12.7%	-6.9%	-5.9%
动量	6.8%	-20.5%	-7.1%	-11.2%	13.2%	-19.5%	17.1%	0.0%	0.3%	-2.9%
景气价值	-4.1%	0.8%	0.9%	5.8%	12.1%	1.9%	11.4%	-17.0%	-24.1%	-9.5%
质量低波	-4.9%	-15.6%	11.3%	-18.7%	7.5%	1.0%	-3.2%	3.5%	-8.0%	-0.6%

成长性越强的因子对在PMI上行、M1增速上行、PE周期上行过程中表现更好

红利、低估值、低波动、大盘等因子在社融上行到M2下行的交界处，利润增速下行向EPS上行的交界处表现较好

图：主要风格对不同宏观因子的敏感性(权重)

各宏观变量(上行期-下行期)，主要风格表现绝对差异										
宏观指标	估值框架指标					景气框架指标				
	M1	M2	社融	剩余流动性	PE周期	利率	PMI	PPI	利润增速	EPS周期
红利	5.9%	11.2%	5.7%	7.6%	0.1%	1.7%	4.8%	5.7%	17.6%	1.2%
低估值	12.5%	12.3%	0.3%	1.8%	0.0%	1.8%	4.6%	4.1%	17.9%	4.8%
低波动	5.6%	13.9%	3.3%	8.6%	6.9%	2.3%	2.3%	3.9%	15.3%	1.1%
大盘	3.5%	16.2%	5.9%	7.0%	5.0%	3.6%	0.2%	7.5%	12.7%	1.6%
小盘	12.0%	1.1%	18.0%	1.9%	1.0%	25.7%	0.3%	2.2%	4.7%	10.6%
景气	6.6%	20.7%	5.3%	9.5%	1.7%	17.9%	5.0%	1.9%	2.3%	1.8%
质量	5.6%	14.8%	11.6%	12.5%	4.8%	2.8%	2.6%	9.1%	4.9%	4.2%
动量	5.0%	15.3%	5.3%	8.4%	9.9%	14.5%	12.8%	0.0%	0.3%	2.2%
景气价值	3.0%	0.6%	0.6%	4.2%	8.9%	1.4%	8.3%	12.4%	17.6%	7.0%
质量低波	4.7%	15.0%	10.9%	18.0%	7.2%	0.9%	3.0%	3.4%	7.7%	0.6%
平均值	6.4%	12.1%	6.7%	7.9%	4.6%	7.3%	4.4%	5.0%	10.1%	3.5%

估值框架指标中，M2增速对各风格均较为重要
景气框架指标中，利润增速对各风格均较为重要

各宏观变量上行期，主要风格绝对收益表现

各宏观变量上行期，主要风格绝对收益表现

各宏观变量上行期，主要风格绝对收益表现										
宏观指标	估值框架指标					景气框架指标				
	M1	M2	社融	剩余流动性	PE周期	利率	PMI	PPI	利润增速	EPS周期
红利	4.0%	1.3%	9.9%	4.4%	6.7%	5.9%	4.7%	4.3%	-0.8%	7%
低估值	0.1%	0.0%	6.5%	5.8%	6.4%	7.4%	4.3%	4.5%	-1.4%	8%
低波动	4.0%	-1.4%	9.8%	3.9%	12.0%	5.9%	6.1%	5.2%	-1.2%	8%
大盘	2.1%	-6.0%	8.5%	1.3%	7.5%	1.9%	4.3%	-0.1%	-3.1%	5%
小盘	13.0%	6.2%	-7.0%	6.3%	6.1%	-10.5%	5.6%	4.2%	1.5%	1%
景气	9.9%	-6.2%	2.3%	2.3%	6.9%	-4.9%	8.6%	4.9%	2.5%	5%
质量	14.0%	-3.2%	20.8%	2.5%	13.5%	6.7%	11.2%	2.3%	3.9%	7%
动量	18.7%	2.1%	9.6%	10.1%	22.9%	2.5%	24.2%	14.5%	14.4%	13%
景气价值	10.8%	13.7%	13.8%	15.6%	20.9%	14.4%	19.5%	4.0%	0.7%	10%
质量低波	11.0%	4.4%	21.9%	6.7%	18.6%	14.5%	12.2%	15.9%	10.0%	14%

红利、低估值、低波动、大盘等因子在社融上行到M2下行的交界处，利润增速下行向EPS上行的交界处表现较好

各宏观变量下行期，主要风格绝对收益表现

各宏观变量下行期，主要风格绝对收益表现

各宏观变量下行期，主要风格绝对收益表现										
宏观指标	估值框架指标					景气框架指标				
	M1	M2	社融	剩余流动性	PE周期	利率	PMI	PPI	利润增速	EPS周期
红利	8.6%	10.2%	5.4%	10.4%	6.8%	7.2%	8.5%	8.8%	13.1%	6%
低估值	10.8%	10.4%	6.3%	7.3%	6.4%	5.8%	8.2%	7.9%	13.9%	4%
低波动	9.8%	13.1%	6.4%	12.8%	4.7%	8.3%	8.5%	9.2%	14.8%	7%
大盘	5.7%	10.9%	2.4%	8.6%	2.3%	5.6%	4.1%	7.7%	10.0%	3%
小盘	0.8%	5.1%	11.4%	4.3%	5.1%	15.8%	5.3%	6.5%	6.4%	12%
景气	3.4%	14.0%	7.5%	11.6%	5.3%	12.6%	3.7%	6.7%	4.7%	7%
质量	6.2%	17.5%	4.5%	20.1%	6.7%	10.7%	7.6%	15.0%	10.8%	13%
动量	11.9%	22.7%	16.7%	21.4%	9.7%	22.0%	7.0%	14.5%	14.1%	16%
景气价值	14.9%	12.9%	12.9%	9.8%	8.7%	12.5%	8.2%	21.0%	24.8%	19%
质量低波	15.9%	20.0%	10.6%	25.4%	11.1%	13.6%	15.4%	12.4%	18.0%	14%

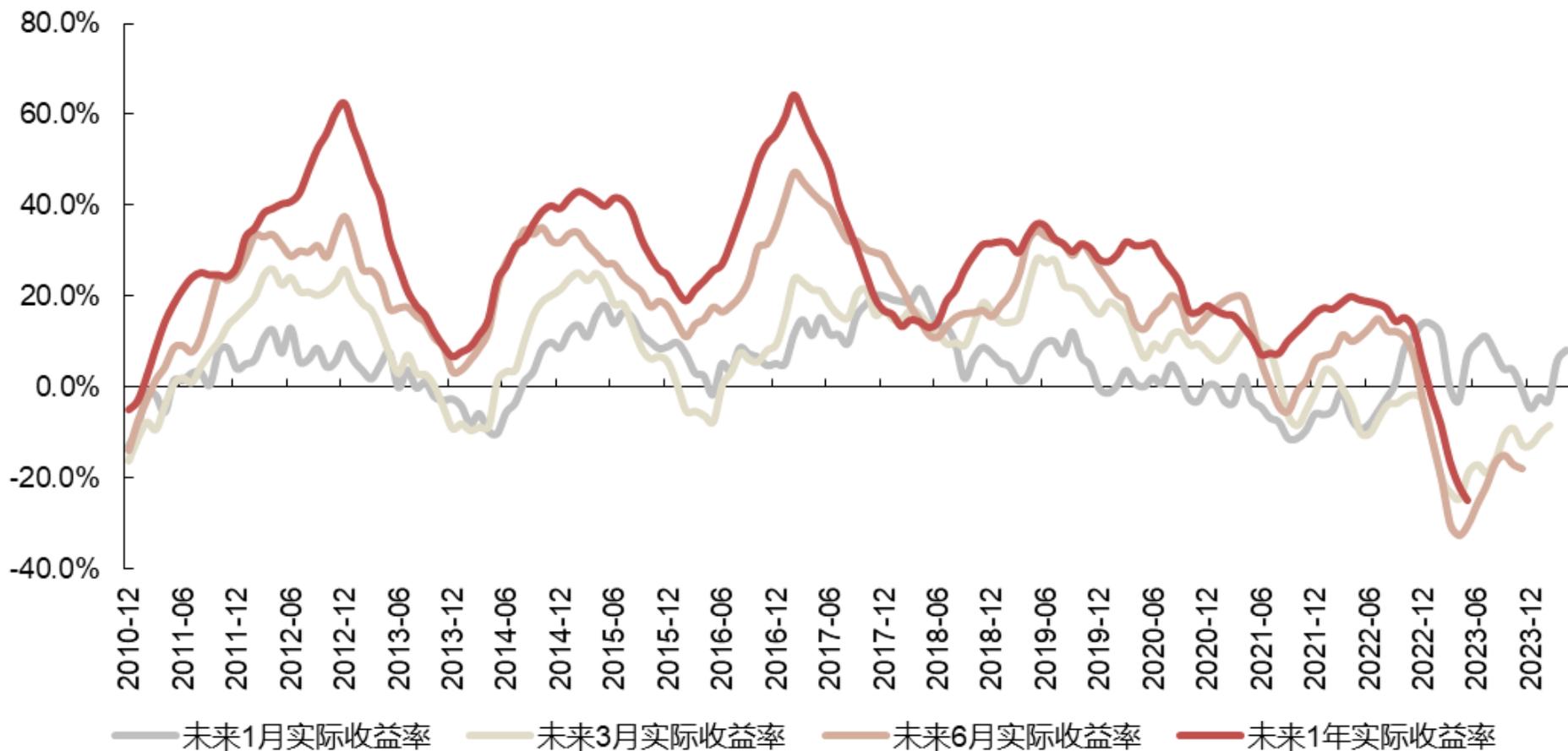
红利、低估值、低波动、大盘等因子在M1、M2增速下行，利润增速下行的时候表现较好

成长类因子往往在利率下行的时候表现较好

宏观框架能预测未来实际收益率么？

图：宏观预期收益率vs实际收益率相关性

宏观预期收益率vs实际收益率相关性



➤ 预测期限越长，宏观收益预期与实际收益情况的相关性更强。

此外，估值对风格因子的表现同样重要

图：不同PE估值分位下，风格因子超额表现

估值位置	不同估值位置下，风格因子表现								
	红利	低估值	低波动	大盘	小盘	景气	质量	景气价值	质量低波
0%—10%	0.6%	1.7%	3.0%	3.3%	0.5%	2.6%	-0.2%	5.0%	-1.5%
10%—20%	0.2%	1.3%	2.3%	1.5%	0.5%	3.1%	0.5%	4.7%	0.3%
20%—30%	-0.6%	0.3%	1.3%	-1.3%	-0.5%	2.9%	1.6%	3.0%	2.6%
30%—40%	-1.3%	-1.6%	0.1%	-2.8%	-1.4%	2.1%	2.8%	1.4%	4.5%
40%—50%	-1.1%	-3.5%	-2.2%	-2.2%	-1.1%	1.4%	3.3%	1.3%	4.8%
50%—60%	-0.5%	-3.2%	-3.9%	-0.8%	-0.7%	-0.1%	3.4%	0.9%	4.6%
60%—70%	-0.3%	-1.8%	-4.1%	-0.3%	-0.8%	-0.6%	2.9%	0.6%	3.4%
70%—80%	-1.2%	-1.6%	-2.7%	0.0%	-0.6%	0.0%	2.2%	0.9%	2.2%
80%—90%	-1.8%	-2.7%	-1.6%	-0.2%	0.1%	0.1%	1.6%	1.0%	2.3%
90%—100%	-2.0%	-4.1%	-2.4%	-0.6%	0.7%	-1.6%	1.4%	0.5%	3.3%

除**质量类**因子外，多数因子在**估值越便宜**的时候，**收益率越高**

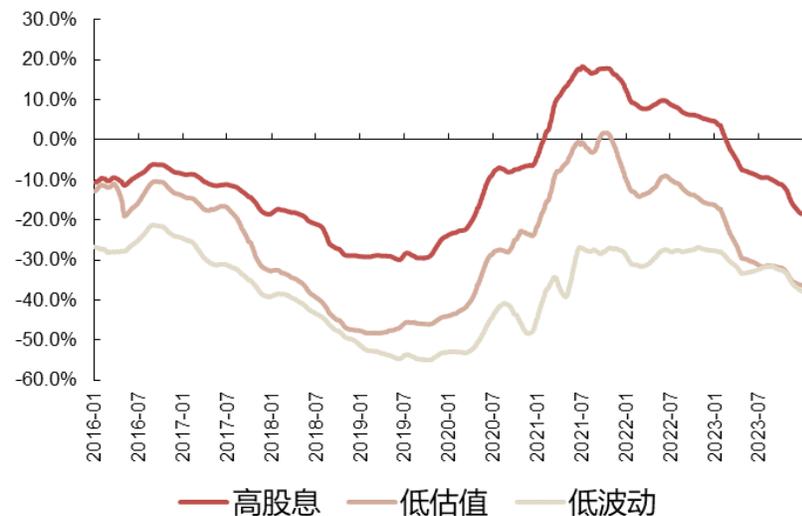
质量类因子在估值**中高**位的时候表现更好，在估值绝对低位时表现一般

如何决定宏观 vs 估值的权重？取决于估值对因子的影响

估值和净值的相关性越高，意味着收益预期中，估值的权重越大

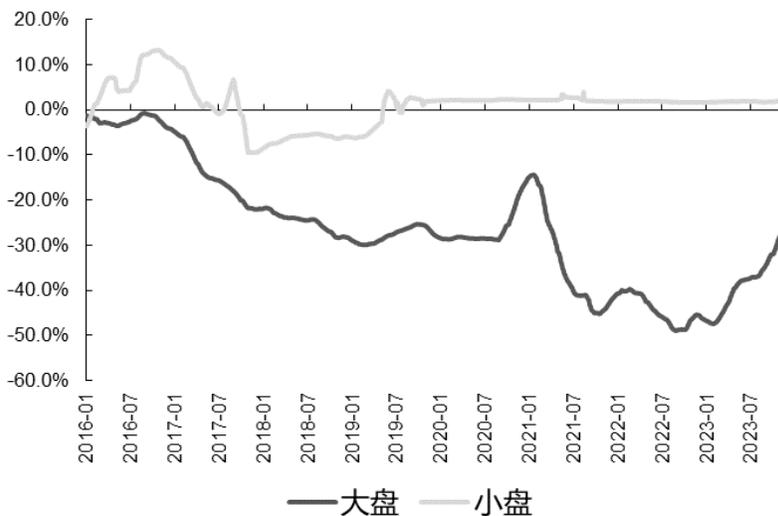
图：红利、价值、低波动估值vs净值相关性

估值vs净值相关性



图：大盘与小盘的估值vs净值相关性

估值vs净值相关性



图：成长与质量的估值vs净值相关性

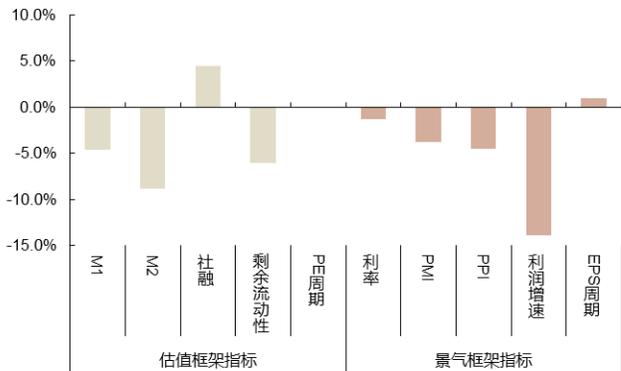
估值vs净值相关性



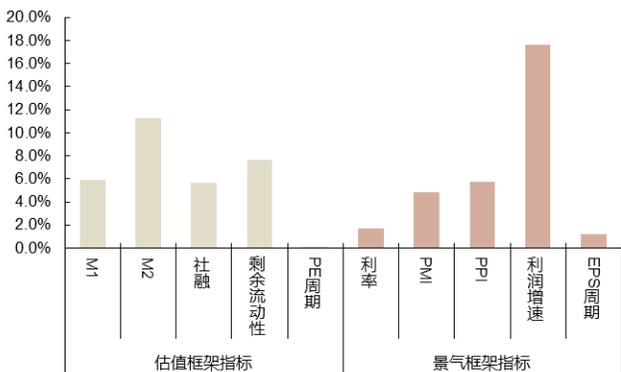
以红利资产为例，如何预期未来收益率

1. 宏观权重

(上行期-下行期)红利年化收益率差异

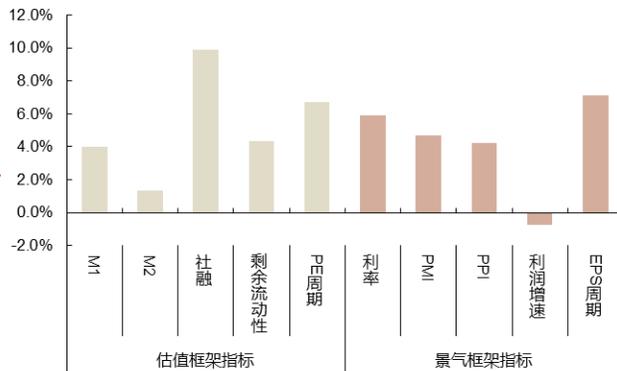


红利对不同宏观指标的敏感性(权重)

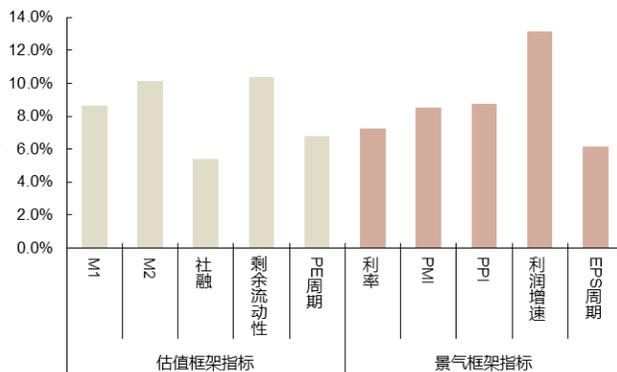


2. 上下行的收益率

上行期红利风格年化收益率

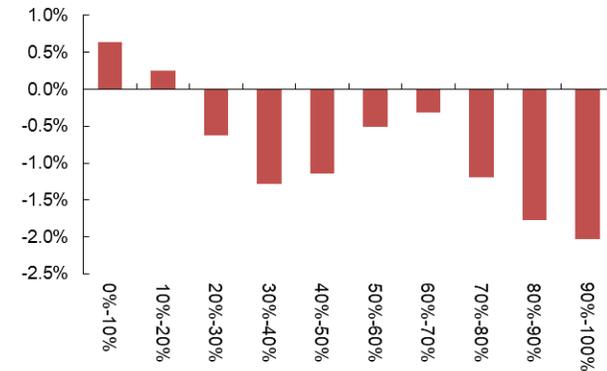


下行期红利风格年化收益率



3. 考虑估值位置

不同估值分位下红利风格预期收益



宏观下的
收益预期

$$\text{最终收益预期} = \text{估值权重} \times \text{估值收益预期} + (1 - \text{估值权重}) \times \text{宏观收益预期}$$

估值框架指标	指标	方向
估值框架指标	M1	下行
	M2	下行
	社融	下行
景气框架指标	剩余流动性	下行
	PE周期	上行
	利率	下行
景气框架指标	PMI	上行
	PPI	上行
	利润增速	下行
	EPS周期	下行

结合宏观判断和估值水平，各年各资产收益预期

图：结合宏观判断和估值水平，各年各资产收益预期

主要风格	历年年报披露后，各资产预期收益率														
	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
红利	13%	10%	1%	11%	2%	0%	11%	2%	11%	1%	13%	0%	11%	1%	9%
低估值	13%	9%	-1%	12%	0%	-2%	12%	0%	8%	1%	11%	-2%	12%	0%	7%
低波动	11%	9%	0%	10%	1%	0%	11%	1%	9%	1%	11%	-2%	12%	1%	9%
大盘	12%	10%	-1%	12%	-2%	-4%	12%	-3%	9%	-2%	9%	-3%	7%	-1%	7%
小盘	2%	10%	-3%	11%	5%	-2%	4%	9%	10%	-4%	5%	5%	4%	4%	2%
景气	3%	6%	3%	9%	1%	-1%	7%	1%	8%	3%	9%	1%	9%	6%	5%
质量	14%	14%	8%	14%	6%	5%	14%	3%	15%	7%	17%	4%	12%	7%	12%
动量	15%	21%	10%	20%	12%	8%	18%	8%	22%	11%	20%	9%	22%	12%	16%
景气价值	24%	21%	2%	19%	7%	3%	17%	7%	21%	2%	22%	5%	20%	1%	15%
质量低波	16%	16%	13%	16%	12%	10%	17%	7%	18%	13%	17%	7%	20%	13%	15%

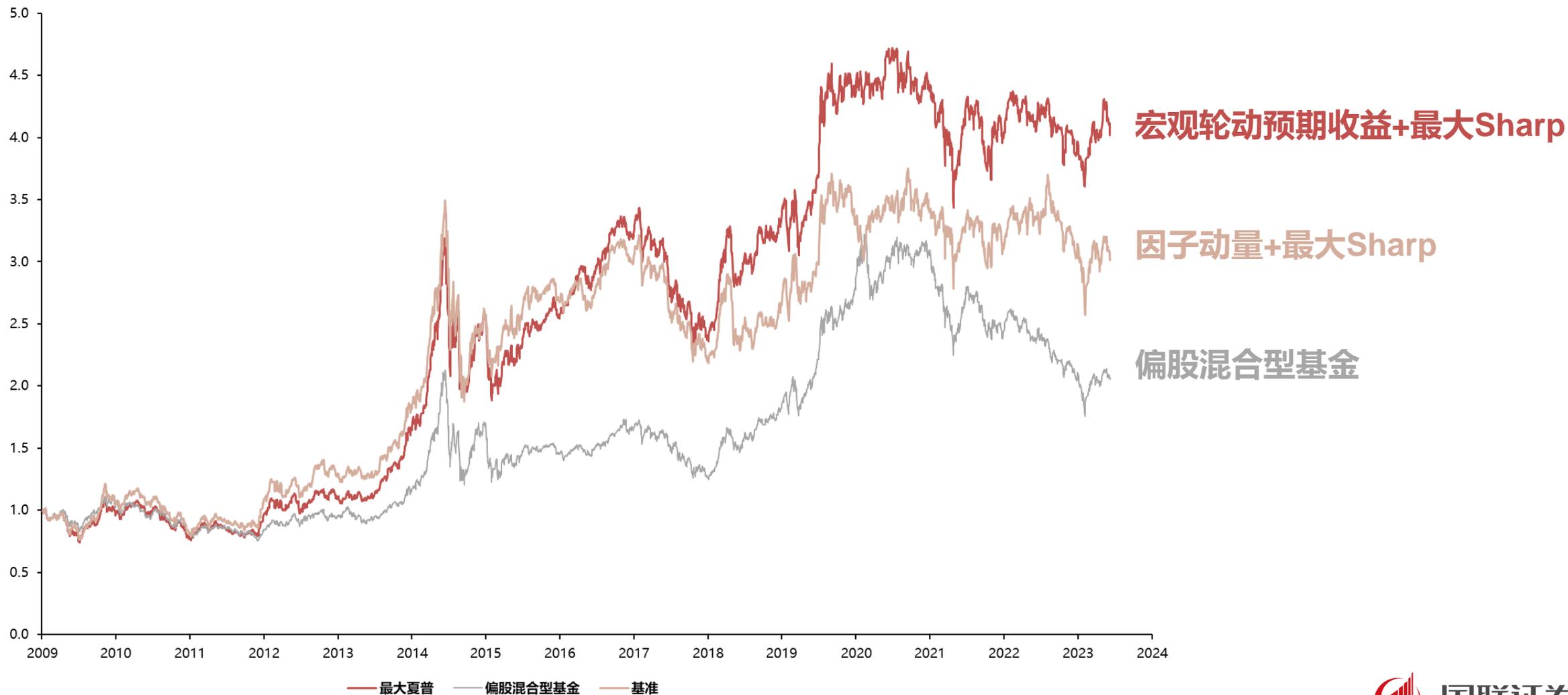
有效前沿下，历次调仓期各因子配置权重

图：有效前沿下，历次调仓期各因子配置权重

2010年至2023年各期各风格资产配置权重																																																
主要风格	2010年			2011年			2012年			2013年			2014年			2015年			2016年			2017年			2018年			2019年			2020年			2021年			2022年			2023年								
	S1	S2	S3																																													
红利	15%	0%	0%	0%	9%	20%	27%	13%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	15%	0%	31%	7%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	7%	9%	5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%			
低估值	0%	3%	0%	0%	0%	11%	3%	0%	0%	0%	0%	10%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	12%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%			
低波动	0%	13%	0%	37%	21%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	16%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%			
大盘	22%	20%	44%	3%	1%	0%	0%	0%	0%	25%	40%	28%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	24%	31%	28%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	20%	37%	38%	13%	0%	0%	0%	0%	0%			
小盘	11%	6%	27%	28%	27%	22%	19%	12%	17%	43%	43%	38%	38%	25%	33%	34%	31%	25%	29%	0%	0%	33%	32%	41%	45%	44%	41%	6%	16%	13%	25%	24%	42%	29%	18%	17%	34%	33%	29%	30%	0%	0%	0%	0%	0%			
景气	32%	8%	1%	0%	0%	13%	0%	0%	0%	0%	5%	9%	5%	21%	15%	0%	10%	16%	19%	0%	0%	38%	24%	13%	3%	0%	2%	14%	16%	17%	14%	8%	15%	0%	32%	28%	16%	16%	24%	26%	0%	0%	0%	0%	0%			
质量	9%	30%	21%	22%	24%	24%	38%	40%	2%	19%	0%	0%	19%	21%	18%	15%	14%	13%	36%	0%	0%	0%	0%	13%	16%	16%	16%	20%	22%	30%	13%	18%	0%	27%	27%	18%	7%	8%	24%	17%	0%	37%	0%	0%	0%			
动量	2%	4%	2%	1%	2%	2%	0%	5%	20%	6%	1%	2%	9%	7%	8%	14%	19%	22%	16%	8%	20%	7%	16%	2%	3%	4%	3%	9%	3%	6%	6%	15%	11%	15%	1%	2%	3%	4%	6%	9%	42%	32%	0%	0%	0%			
景气价值	6%	15%	4%	9%	11%	8%	11%	14%	40%	0%	3%	5%	11%	0%	0%	2%	0%	0%	0%	38%	11%	4%	3%	0%	2%	5%	7%	6%	31%	33%	41%	0%	0%	0%	14%	11%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%			
质量低波	2%	0%	0%	0%	4%	0%	2%	15%	21%	8%	8%	9%	19%	25%	26%	35%	25%	24%	0%	53%	69%	3%	25%	0%	0%	0%	0%	4%	46%	0%	0%	0%	0%	35%	16%	22%	0%	0%	0%	0%	0%	4%	18%	58%	30%	0%	0%	0%

长周期看，宏观轮动+组合管理或能明显跑赢单独风格以及公募基金

图：长周期看，宏观轮动+组合管理或能明显跑赢单独风格以及公募基金



数据来源：Wind，国联证券研究所

风险提示

- 全球地缘政治出现重大变化，导致全球市场风险偏好急剧变化；
- 美国通胀超预期上升，美联储超预期紧缩，导致全球降息周期延后；
- 政策刺激后地产需求难以企稳，居民消费意愿较弱，国内经济复苏不及预期。

分析师和联系人

分析师 包承超

SAC:S0590523100005

分析师 邓宇林

SAC:S0590523100008

办公地址

上海

上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8楼

北京

北京市东城区安定门外大街208号中邮政安广场
A座4楼

深圳

福田区益田路4068号卓越时代广场13层

无锡

江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12层

评级说明和声明

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明	
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上	
	增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间	
	持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间	
	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上	
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
弱于大市		相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上	

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。



国联证券
GUOLIAN SECURITIES

致 谢！