

2026 年 01 月 25 日

分域多策略研究：以偏股基金指数为例

金融工程研究团队

——开源量化评论（117）

魏建榕（首席分析师）

证书编号：S0790519120001

傅开波（分析师）

证书编号：S0790520090003

高 鹏（分析师）

证书编号：S0790520090002

苏俊豪（分析师）

证书编号：S0790522020001

胡亮勇（分析师）

证书编号：S0790522030001

王志豪（分析师）

证书编号：S0790522070003

盛少成（分析师）

证书编号：S0790523060003

蒋 楠（分析师）

证书编号：S0790525070001

魏建榕（分析师）

weijianrong@kysec.cn

证书编号：S0790519120001

胡亮勇（分析师）

huliangyong@kysec.cn

证书编号：S0790522030001

● 分域研究的重要性在当前市场环境下愈发凸显

在当前因子同质性提升的背景下，传统多因子框架下的增强类产品不可避免面临策略拥挤的问题，增强策略框架的迭代升级势在必行。

“分域研究”思想，其核心在于通过引入额外的条件变量，对横截面样本进行分组后再研究收益与特征变量的关系，以识别不同市场子域中的差异化规律。

以偏股基金为分域对象时，需先穿透其底层持仓。从样本外跟踪表现来看，我们拟合持仓效果优异，基本上贴合偏股基金指数走势。

分域多策略的建模流程有着固定的范式，其研究框架围绕“样本分域→域内选股→多策略融合”的逻辑展开。

● 相比因子打分法，线性回归法在分域效果上更贴近市场风格变化

基于因子打分法分域后各风格平均权重约为：均衡 47%、成长 34%、价值 20%，该划分结果与实际体感存在一定偏差。基于自定义风格指数回归的思路，各样本域平均权重分别为均衡风格 23%，成长风格 56%，价值风格 21%，风格权重的变化匹配市场的行情演绎形式。

按照条件双重排序法进行五风格分域后，均衡风格平均权重为 23%，大盘成长为 42%，大盘价值为 15%，小盘成长为 14%，小盘价值为 6%。

● 域内选股使用主动初筛后进行量化精选的串联结构

在风格域内进行选股时，我们遵循主动选股逻辑分类、风格样本域内验证和量化因子辅助增强的串联结构。

大盘成长风格内进行主动选股时，通常更注重个股远期业绩的增长情况与估值和股价的匹配度。

小盘成长股中的主动选股思路通常更注重个股的业绩弹性和技术形态。

价值风格内进行主动选股时，通常是按照高分红、低估值的思路进行个股筛选。相比高分红，测试发现增长率在规避多数基本面恶化的“伪低估”样本更有效。

均衡域内按照指数增强框架进行优选，严控风格偏离。

港股域内使用拟合持仓权重最高的 30 只港股进行等权持有。

● 不同分域组合的互补效应能平滑多策略组合的回撤

多策略融合方式采用“域内等权、域间加权”八字方针。

从各风格域内的收益表现来看，成长风格域内超额收益相对容易获取，小盘成长域内超额收益（加权）表现最好，年化超额收益率约 20%。

拆解不同风格收益贡献，可以看到，即使部分风格域内选股超额收益有回撤，但是其他风格域能通过正超额来弱化其对整个投资组合的影响。

多策略组合年化收益率为 22.91%，相比基准指数 885001.WI 年化超额收益率为 12.72%，年化跟踪误差为 6.23%。

● 风险提示：模型基于历史数据测算，未来存在失效风险。

相关研究报告

《885001 指数：优势、复制与超越》

-2023.4.16

《KyFactor 特色因子体系与应用》

-2024.1.3

《深度学习赋能风格轮动与多策略融合》-2024.12.12

目 录

1、 分域研究框架	4
1.1、 分域定义	4
1.2、 分域对象	5
1.3、 分域研究框架	6
2、 样本分域	6
2.1、 因子打分法	7
2.2、 线性回归法	8
2.2.1、 基于国证风格指数的风格划分	8
2.2.2、 基于自定义风格指数的风格划分	9
2.3、 扩展市值分域法	9
3、 域内选股	11
3.1、 大盘成长风格增强	11
3.2、 小盘成长风格增强	13
3.3、 价值风格增强	13
3.4、 均衡风格增强	15
3.5、 港股选股	15
4、 多策略融合	16
5、 风险提示	19

图表目录

图 1： 偏股基金指数长期收益表现亮眼	5
图 2： 偏股基金指数区间年化收益率最高	5
图 3： 885001.WI 指数样本外拟合效果优异	5
图 4： 多策略建模流程	6
图 5： 因子打分法不同风格权重占比（归一化）	8
图 6： 因子打分法下不同风格加权收益率走势	8
图 7： 回归国证风格指数不同风格权重占比（归一化）	9
图 8： 回归国证风格指数下不同风格加权收益率走势	9
图 9： 自定义风格指数下不同风格权重占比（归一化）	9
图 10： 自定义风格指数下不同风格加权收益率走势	9
图 11： 五分域不同风格权重占比（归一化）	10
图 12： 五分域不同风格个股数量变化趋势	10
图 13： 五分域不同风格等权收益率走势	10
图 14： 五分域不同风格加权收益率走势	10
图 15： 不同象限分组收益表现	12
图 16： 大盘成长域尾部个股剔除后收益对比	12
图 17： 大盘成长域优选组合收益表现	12
图 18： 不同象限分组收益表现	13
图 19： 小盘成长域尾部个股剔除后收益对比	13
图 20： 小盘成长风格增强表现	13
图 21： 不同象限分组收益表现	14
图 22： 价值域尾部个股剔除后收益对比	14

图 23: 价值风格增强策略表现	14
图 24: 均衡风格增强表现	15
图 25: 港股持仓权重占比逐年提升	16
图 26: 等权持有持仓占比前 30 的股票表现最优.....	16
图 27: 多策略组合收益表现	17
图 28: 考虑权重占比后每期风格域选股收益贡献拆解.....	18
图 29: 多策略组合平均换手率约 61%.....	18
表 1: 价值、成长风格因子构建逻辑	7
表 2: 五分域不同风格收益逐年表现	11
表 3: 不同风格域绩效统计	17
表 4: 多策略组合绩效统计	18
表 5: 分年度绩效表现	19

2024 年以来，公募基金指数增强类产品超额收益阶段性大幅回撤的频率有所上升，2024 年 1 月微盘大跌，2024 年 9 月监管层释放资本市场政策利好促使市场大涨，2025 年 8 月市场受多重利好因素刺激单边大幅上行，公募指数增强产品超额均有较大回撤。在当前因子同质性提升的背景下，传统多因子框架下的增强类产品不可避免面临策略拥挤的问题，增强策略框架的迭代升级势在必行。相比于对多因子框架的精细修补，我们尝试另辟蹊径，从底层结构进行变更，切入分域多策略领域，试图通过对不同样本域分别进行针对性的策略开发，从而得到超额收益更加稳定的策略组合。

“分域研究”思想，其核心在于通过引入额外的条件变量，对横截面样本进行分组后再研究收益与特征变量的关系，以识别不同市场子域中的差异化规律。这一理念启发了我们以风格分域为起点，探索更具稳健性的多策略体系。本文以万得偏股混合型基金指数（885001.WI）为分域对象，通过风格分域与多策略协同实现收益与风险的优化平衡，构建可持续超越指数表现的量化投资框架。

全文共分为四部分：第一部分我们介绍了多策略框架的基础架构，总共分为三个部分，从样本分域到域内选股再到多策略融合。第二部分我们讨论了不同的分域思路，并比较了不同分域方法的差异及适用性。第三部分，我们使用串联的结构在不同样本域内进行针对性选股，先主动选股逻辑分类，再在样本域内验证，最后用多因子辅助增强。第四部分，我们对不同样本域内的选股结果按照对应的权重进行融合。研究结果显示，分域多策略框架能有效降低组合下行风险，提升组合稳定性，同时在获取超额收益层面保持竞争力。

1、分域研究框架

1.1、分域定义

分域研究思想，其核心在于通过引入额外的条件变量，对横截面样本进行分组后再研究收益与特征变量的关系，以识别不同市场子域中的差异化规律。换言之，分域指将样本空间按照不同特征划分为若干子域，在不同子域内独立分析、建模和优化。我们在早期研究报告中，也已涉及到此类思想，如《A 股分层效应的普适规律与底层逻辑》（魏建榕、王志豪、苏俊豪，2021 年）、《投资者结构与因子收益》（魏建榕、高鹏，2022 年）等。

不同于传统研究中直接研究协变量 x_t 与下一期收益率 r_{t+1} 之间的关系，分域研究试图寻找引入条件变量 y_t ，探寻基于不同 y_t 下的协变量 x_t ，即 $x_t|y_t$ 与下一期收益率 r_{t+1} 之间的关系。

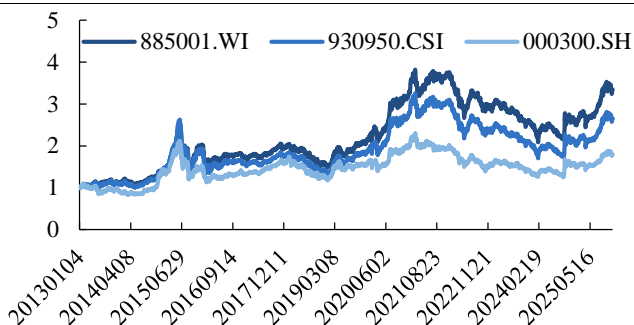
关于分域的必要性，本文援引《Salience and Short-term Momentum and Reversals》（Chen、Wang and Yu，2024）的实证研究结果予以说明。研究表明，不同股票在投资者结构、流动性特征及市场运行逻辑等方面存在显著异质性，这种异质性导致同一因子在不同子样本中的表现往往不一致。以偏差显著性（Deviation Salience，DS）指标为例，在按 DS 值分组后，短期收益在低 DS 股票组合内表现出显著的动量效应，而在高 DS 股票组合则呈现出明显的反转效应。通过分域处理，可将原始样本空间划分为若干更具同质性的子集，从而为针对不同子域设计和实施差异化交易策略提供基础，提升策略的有效性与稳健性。

1.2、分域对象

本文选取万得偏股混合基金指数（885001.WI），下文简称偏股基金指数或 885001.WI，作为分域对象。偏股基金指数是由 Wind 基金二级分类中的偏股混合型基金采用每日收益率等权计算方式构造形成，因此其收益率相当于市场平均收益水平，适合作为检验基金表现的可靠基准。长期而言，一只基金想要稳定跑赢市场平均水平是一件颇具难度的事情。

测试期内，从收益绩效表现来看，偏股基金指数（885001.WI）无论是在年化收益率，还是回撤幅度上，相比主动股基指数（930950.CSI）和沪深 300 指数（000300.SH）都相对占优。

图1：偏股基金指数长期收益表现亮眼



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：偏股基金指数区间年化收益率最高

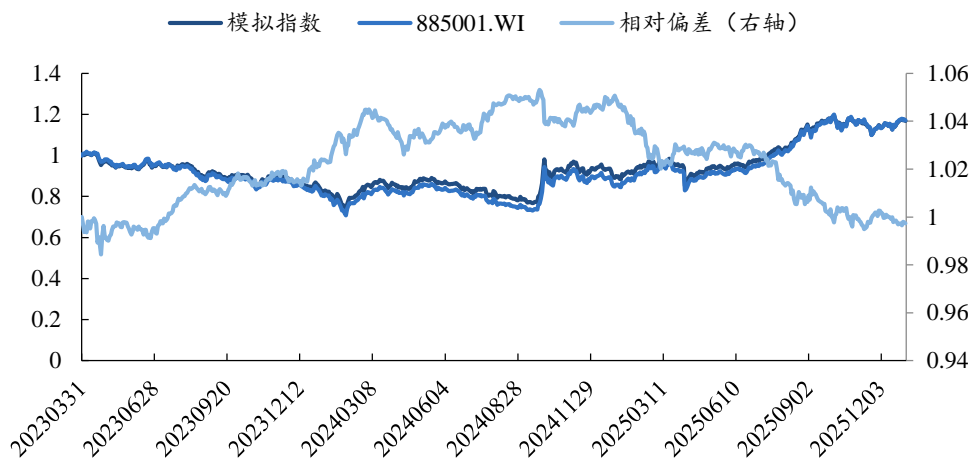
指数代码	885001.WI	930950.CSI	000300.SH
年化收益率	9.86%	7.90%	4.65%
年化波动率	20.64%	21.78%	21.24%
收益波动比	0.48	0.36	0.22
最大回撤	-45.42%	-50.43%	-46.70%
胜率	52.57%	51.77%	51.36%

数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 2025.11.30）

需要说明的是，偏股基金指数是一个基金指数，本身并不会定期向投资者公布其对应的成分股和权重信息，这是其与主流宽基指数最显著的差异。为此，在对偏股基金指数进行分域前，我们首先需要对其持仓股票进行穿透。2023 年我们发布了报告《885001 指数：优势、复制与超越》，通过对偏股基金指数的成分基金进行持仓补全后拆解得到了每期偏股基金持仓明细的估算值。

目前，偏股基金仓位估算结果已样本外跟踪近三年时间，从样本外跟踪表现来看，估算持仓效果优异，基本上贴合偏股基金指数走势。

图3：885001.WI 指数样本外拟合效果优异



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、分域研究框架

分域多策略的建模流程有着固定的范式，其研究框架围绕“样本分域→域内选股→多策略融合”的逻辑展开。

其中，样本域划分旨在对指数成分股按照彼此之间的差异度进行分组，常见的分域模式包括行业、风格和概念等类型。域内选股则主要是根据样本域的特性进行针对性策略开发，选股思路从通用转向定制。多策略融合主要是对不同域内选股的结果进行拼合，我们寄希望于分域结果融合后，在市场风格发生切换或波动加剧的情况下，不同子策略内的表现能够发挥互补作用，组合整体实现风险分散、回撤幅度可控。

图4：分域多策略建模流程



资料来源：开源证券研究所

根据上述建模流程，本文具体细节如下：

样本分域时，我们首先在成长、均衡、价值维度对个股进行风格划分，在此基础上引入市值大小，最终将 A 股划分为大盘成长、大盘价值、小盘成长、小盘价值和均衡五个样本域。关于偏股基金指数持仓中的港股，暂且不进一步按照风格细分，仅作为单独的股票池进行处理。

域内选股时，我们分别根据每个样本域自身的特点，构造了一套主动粗筛加量化精选的串联结构的选股模式。首先，我们在每个风格域内，根据该风格域内的特性，选取两个典型的主动权益选股特征，进行象限切分，按照象限的位置对个股打上高高、高低、低高和低低四类标签，然后在风格域内对双低标签的个股进行剔除，最后在剩余个股中按照多因子打分的思路进行排序，优选得分最高的 30 只个股进行等权持有。均衡域我们按照多因子增强的框架进行处理。港股域内我们使用拟合港股持仓中权重占比最高的 30 只港股进行等权持有，并讨论了该种方案的合理性。

多策略融合时，我们遵循“域内等权、域间加权”的八字方针。域内等权，主要是在进行域内选股时，我们每个样本域内个股按照等权进行持有，均衡域除外。域间加权，则意味着每个风格域最终的权重配比依赖于在当前分类标签下的权重占比，目前我们仅按照标准权重进行配置，未做权重偏离。

2、样本分域

常见的样本分域方法主要有三种。

第一种为因子打分法。通过对不同风格选取不同的细分代理变量，并对代理变量的数值标准化后按照等权的模式进行加总排序，根据排序位置来划分个股所属风

格属性。

第二种为线性回归法。线性回归法常用于测量公募基金在特定风格或行业的配置情况，需要注意的是不同自变量之间的共线性对回归结果的影响。但这种思路可以移植到个股标签处理上，通过使用个股收益率对风格收益率进行带约束的线性回归，我们可以根据回归系数的大小来判断当前个股对应的风格标签。线性回归时，使用的自变量既可以基于市场已有风格指数，亦可以自定义风格指数。

第三种为基金标签法。在确定个股风格标签时，我们首先对偏股基金指数的成分基金进行打标签，按照相同风格属性对不同基金的重仓股进行汇总，对不符合基金风格标签的个股做主动筛查，从而构建对应风格的股票池。

本文我们对前两种个股风格划分思路进行讨论，第三种方案暂不考虑。

2.1、因子打分法

因子打分法我们参考国证风格指数的构建思路，针对划分的风格选取对应的特征变量，按照综合打分高低进行排序切分，具体步骤如下：

第一步，定义价值和成长风格因子，根据样本空间个股因子数值进行横截面标准化后加总，得到每月末成分股价值与成长风格因子得分。

第二步，每月末将指数成分股按得分降序排列，取前 1/3 分别归为价值/成长风格。

第三步，若某只指数成分股交叉高得分，即价值分数和成长分数同时位于前 1/3 统一划分为均衡风格；或某只指数成分股价值分数和成长分数同时位于后 2/3，也划分为均衡风格。

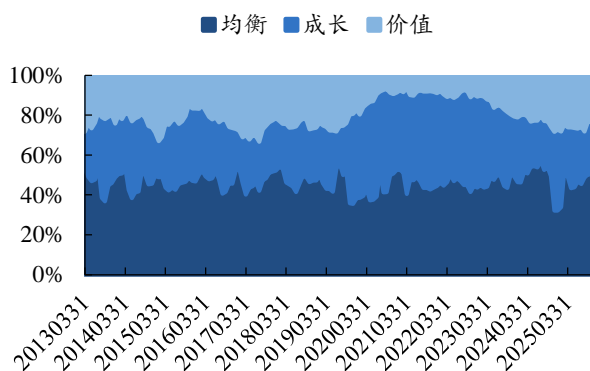
表1：价值、成长风格因子构建逻辑

组成成分		权重
价值风格因子	股息率	1/4
	市净率倒数	1/4
	市盈率 TTM 倒数	1/4
	市现率 TTM 倒数	1/4
成长风格因子	净利润 TTM 同比	1/3
	营业收入 TTM 同比	1/3
	经营现金流 TTM 同比	1/3

资料来源：开源证券研究所

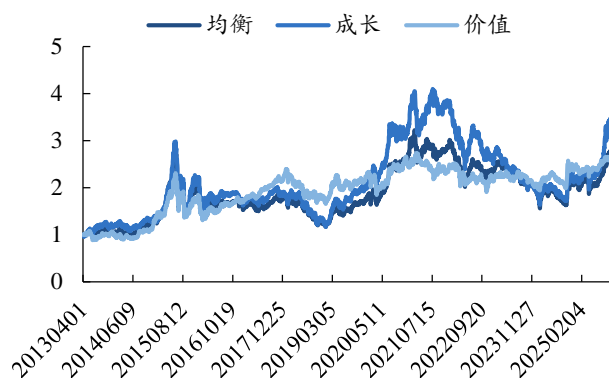
基于因子打分法分域后各风格平均权重约为：均衡 47%、成长 34%、价值 20%，该划分结果与实际体感存在一定偏差。因为偏股基金指数成分基金投资目标通常偏向于追求业绩弹性，因此在股票选择上更倾向成长型股票，促使偏股基金指数内成长股权重大概率更高。

图5：因子打分法不同风格权重占比（归一化）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：因子打分法下不同风格加权收益率走势



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、线性回归法

线性回归法主要侧重刻画个股收益率与风格收益率变动的相关度，通过回归系数相对大小来判断个股当前对应的风格标签归属。具体步骤如下：

第一步，选取个股、风格指数（成长、价值）、885001.WI 指数的收益率。

第二步，将过去 240 个交易日，个股相对 885001.WI 指数日度超额收益，对风格组合相对 885001.WI 指数的日度超额收益，进行带约束的回归，得到回归系数。

$$r_{i,t} = \beta^T R_t + \epsilon_t$$

$$\beta = (\beta_g, \beta_v)^T$$

$$R_t = (r_{g,t}, r_{v,t})^T$$

$$s.t. \beta \geq 0, \mathbf{1}^T \beta = 1$$

第三步，根据回归系数是否大于阈值（本文选取 0.7），对个股风格进行划分。若成长系数 β_g 大于阈值，则划分为成长风格；若价值系数 β_v 大于阈值，则划分为价值风格；否则，划分为均衡风格。

在风格收益率的选取上，我们测试了两种思路。

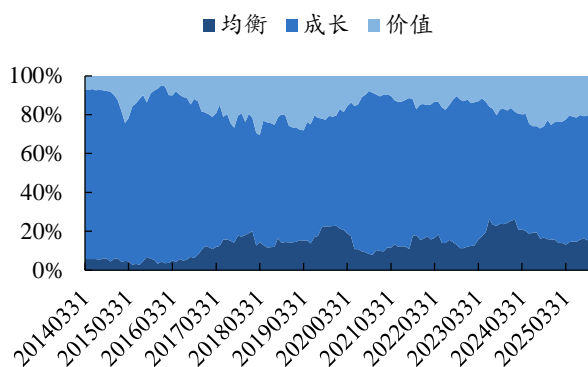
第一种，我们选取国证成长和国证价值风格指数收益率作为自变量进行回归。

第二种，我们根据 2.1 节因子打分排序的结果，在成长、价值风格下面各选取得分最高的前 50 只个股构建风格代理池，等权计算风格池的收益率，再进行回归。

2.2.1、基于国证风格指数的风格划分

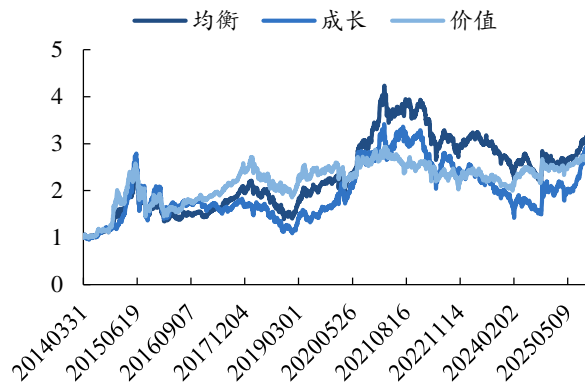
基于国证风格指数回归的思路，各样本域平均权重分别为均衡风格 13%，成长风格 69%，价值风格 17%。可以看到 2021 年到 2023 年之间，市场下行期成长风格个股权重占比不断下滑，2024 年以来随着市场转暖成长风格权重占比逐渐扩张，风格权重的变化匹配市场的行情演绎形式。

图7：回归国证风格指数不同风格权重占比（归一化）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：回归国证风格指数下不同风格加权收益率走势



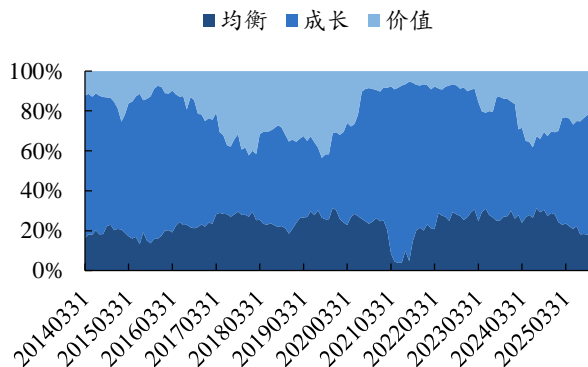
数据来源：Wind、开源证券研究所

国证风格指数虽然是常用的市场风格代理变量，但是其每半年更新一次成分股的操作，一定程度上会在跟踪市场风格变动时存在时滞效应，即风格代理池内个股可能由于股价或财务数据的变化不再适用于该风格池。为此，我们尝试通过自定义风格代理池来快速跟上市场风格的变化趋势。

2.2.2、基于自定义风格指数的风格划分

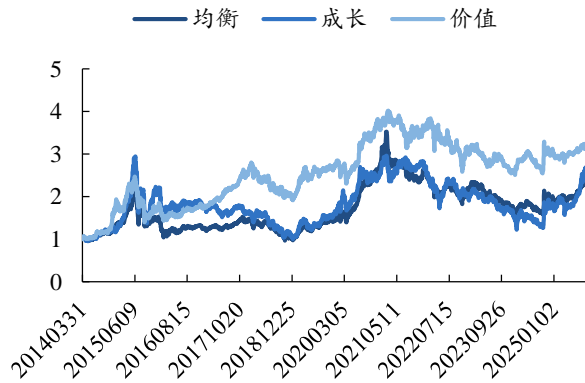
自定义风格池根据前文因子打分的结果选取得分最高的50只股票作为风格池成分股，成分股每日等权收益率作为该风格收益率。通过对自定义风格收益率进行回归得到，均衡风格的平均权重为23%，成长风格为56%，价值风格为21%，不同风格总体变动趋势与基于国证风格指数近似，但细节有所差异。

图9：自定义风格指数下不同风格权重占比（归一化）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：自定义风格指数下不同风格加权收益率走势



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、扩展市值分域法

在A股市场，大小市值个股之间的表现往往呈现显著差异，在既有风格中纳入市值因素具有一定的必要性。我们根据Fama-French因子构建中的双重排序思路，将市值大小融入成长、价值风格之中。首先归纳一下Fama-French因子构建过程中用到的两种双重排序方法：

非条件双重排序（Unconditional Double Sorting）：在全样本范围内，同时对两个不同的条件进行分组标记，再将标记组合形成各子组合。例如在SMB因子构造过程中，按市值将个股分为大小盘，同时按账面市值比分为低、中、高三个等级，最后

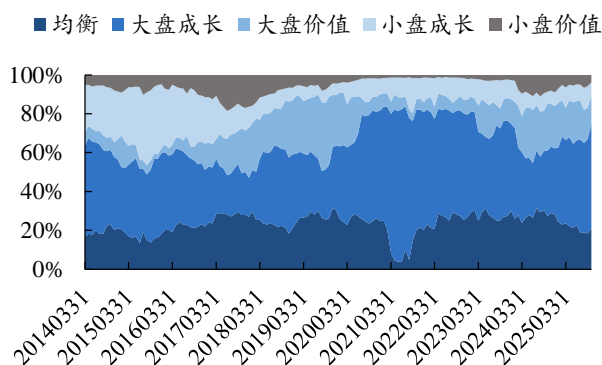
合并标签，共形成六类组合。但该方法可能导致分布不均，例如大盘股的 B/M 通常比较低，会造成大盘低 B/M 类的个股数量较少。

条件双重排序 (Conditional Double Sorting): 首先根据条件 A 将全样本个股进行分组，然后在每个依据 A 分组的组内按照条件 B 对个股进行标记，最后合并各组内标记形成最终组合。例如在 RMW 因子构造中，个股先按市值分为大小盘，再在每个市值组内按盈利能力进行分组。最终得到的组合能够很好的解决分组不均的问题。

本文以条件双重排序思路为参考，先使用线性回归方法构建价值、成长及均衡风格域，在此基础上在各风格域内按照市值 30% 的阈值将子域内的成分股划分为大盘与小盘两个子样本，其中均衡域不再区分大小盘。该方法能够在兼顾市值与风格的基础上，实现各子域成分股分布的均衡，避免空域现象的出现，从而保证后续子策略构建的可行性与稳健性。最终，我们形成五个样本域，分别为大盘成长、大盘价值、小盘成长、小盘价值以及均衡域。

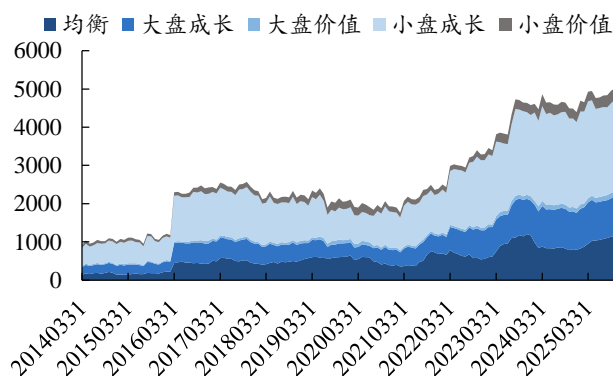
五风格分域后，均衡风格平均权重为 23%，大盘成长风格权重为 42%，大盘价值权重为 15%，小盘成长权重为 14%，小盘价值权重为 6%。从不同风格域样本数量变化来看，价值风格个股在线性回归思路下，始终处于数量相对较少的状态，尤其是大盘价值股，2020 年之前数量经常少于 100 只。

图11：五分域不同风格权重占比（归一化）



数据来源：Wind、开源证券研究所

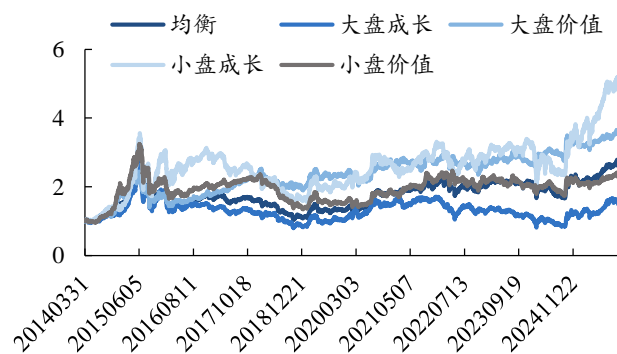
图12：五分域不同风格个股数量变化趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

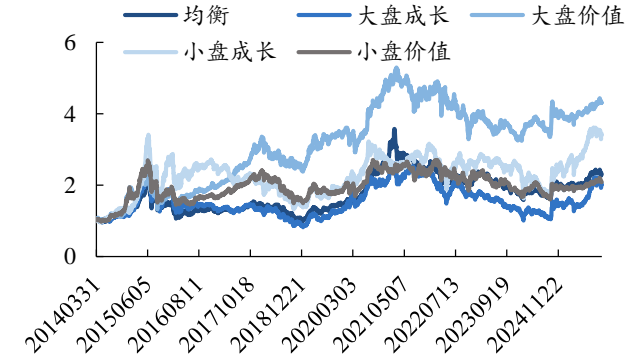
从收益走势图来看，在等权模式下，小盘成长风格累积收益率最高，近一年持续新高，大盘价值风格的净值则稳步上升。在加权模式下，不同风格收益率走势与等权差异较大，比如大盘价值风格的累积收益率虽然占优，但是并未创出新高。

图13：五分域不同风格等权收益率走势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：五分域不同风格加权收益率走势



数据来源：Wind、开源证券研究所

从测试期内不同风格收益率统计结果来看，无论是等权模式还是加权模式，按照我们的方法划分的大盘价值和小盘成长风格，在 A 股市场上长期来看具有更优的收益表现，年化收益率均超 10%。

表2：五分域不同风格收益逐年表现

年份	等权					加权				
	均衡	大盘成长	大盘价值	小盘成长	小盘价值	均衡	大盘成长	大盘价值	小盘成长	小盘价值
2015	26%	55%	-7%	128%	8%	16%	55%	-3%	128%	1%
2016	-9%	-24%	0%	-4%	-8%	-15%	-25%	6%	-11%	-12%
2017	-5%	-12%	28%	-21%	11%	16%	-1%	56%	-16%	36%
2018	-32%	-32%	-15%	-31%	-39%	-30%	-35%	-20%	-33%	-31%
2019	28%	32%	28%	34%	20%	49%	59%	49%	42%	32%
2020	30%	40%	8%	20%	12%	92%	67%	34%	33%	21%
2021	20%	6%	6%	27%	28%	-11%	1%	-4%	15%	6%
2022	-9%	-24%	-7%	-16%	-9%	-15%	-28%	-17%	-17%	-17%
2023	6%	-8%	3%	20%	-6%	-18%	-19%	-12%	1%	-17%
2024	2%	2%	24%	2%	8%	9%	7%	19%	-7%	8%
2025	23%	33%	6%	50%	6%	18%	42%	7%	45%	8%
区间年化	8%	4%	11%	14%	7%	7%	6%	13%	11%	6%

数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 2025.11.30）

3、域内选股

在前文完成分域方法的研究与框架搭建后，我们将进一步探索如何在不同风格域内构建具备针对性的子策略，从而实现对市场特征的更精细捕捉，并提升整体策略的稳健表现。

在风格域内进行选股时，我们遵循主动选股逻辑分类、风格样本域内验证和量化因子辅助增强的串联结构。均衡域内由于缺乏共识性的主动选股理念，我们按照指数增强框架进行选股。

主动选股逻辑分类：针对不同风格域我们会将主动权益基金经理不同的选股思路进行定量化表达。比如优选具有高护城河的个股，那么我们会首先通过将高 ROE 和高毛利率作为护城河深浅的一种代理变量。我们在每个风格域内优选两个典型的特征对偏股基金成分股进行四象限切分，并打上“高高、高低、低高和低低”四类标签。

风格样本域内验证：成分股在全局维度打完标签后，我们会在风格域内剔除双低标签的个股，并测试剩余个股的收益表现是否超越了原始风格域内所有个股的收益表现。若是，表明所选特征适用于当前风格域。

量化因子辅助增强：在剩余个股中，我们会通过滚动选取因子库中的因子进行测试，选取过去一段时间表现较好的因子进行等权合成，排序后选取得分靠前的 30 只个股等权持有。

3.1、大盘成长风格增强

投资者在大盘成长风格内进行主动选股时，通常更注重远期业绩的增长情况，同时由于大盘成长股往往是机构重仓股，大家也比较看重估值和股价的匹配度。远

期业绩我们通过分析师盈利预期调整指标进行锚定，估值匹配度我们使用 PB-ROE 框架进行筛选。

首先，我们通过分析师盈利预期调整和 PB-ROE 两个指标，将偏股基金成分股切分为四个象限，不同象限分组的收益如图 15 所示：可以看到盈利预期上调，估值偏低的双高分组大幅跑赢其他分组，而作为镜像的双低分组显著跑输其他分组。

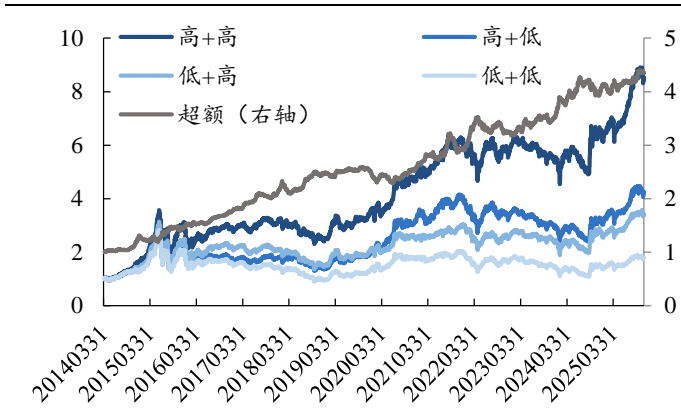
接着，我们在大盘成长股票池内排除掉双低标签个股，观察剩余个股构成的组合收益相比原始大盘成长组合表现是否有所提升。

最后，我们在剩余大盘成长股内进行滚动因子测试，筛选出表现优异的因子截面标准化后进行等权合成，按照得分高低优选前 30 只个股等权持有。

后文其他风格域内选股基本遵循这套模式，不再赘述。

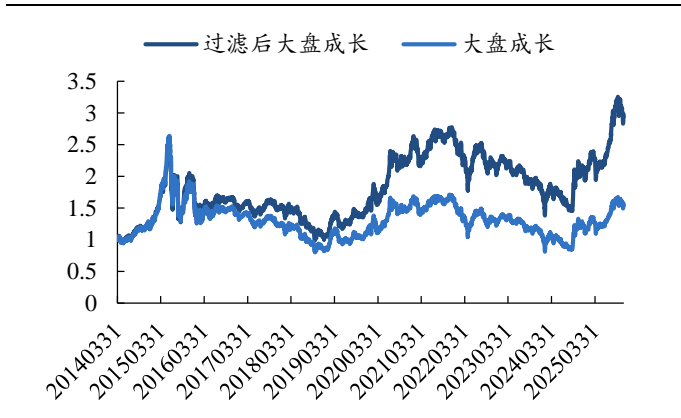
从测试结果来看，在大盘成长域内剔除股票池中双低标签个股后，剩余个股构成的组合收益跑赢了大盘成长风格收益本身，表明代表主动选股理念的远期业绩和估值匹配度指标在大盘成长风格域内具有筛选效果。

图15：不同象限分组收益表现



数据来源：Wind、开源证券研究所

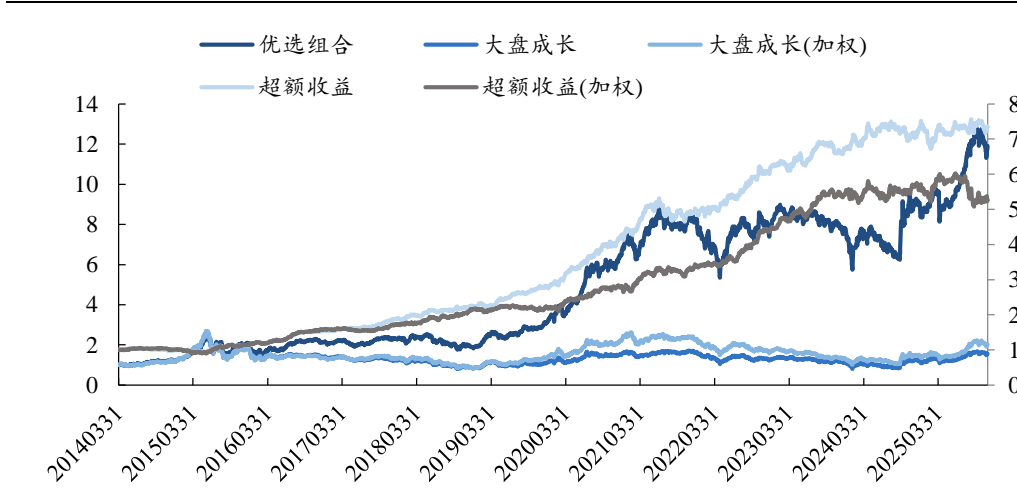
图16：大盘成长域尾部个股剔除后收益对比



数据来源：Wind、开源证券研究所

在因子打分选股维度，我们对比了等权持有得分最高的 30 只个股相比大盘成长风格加权和等权的超额收益表现。2025 年 8 月，大盘成长风格域超额收益回撤较大。

图17：大盘成长域优选组合收益表现



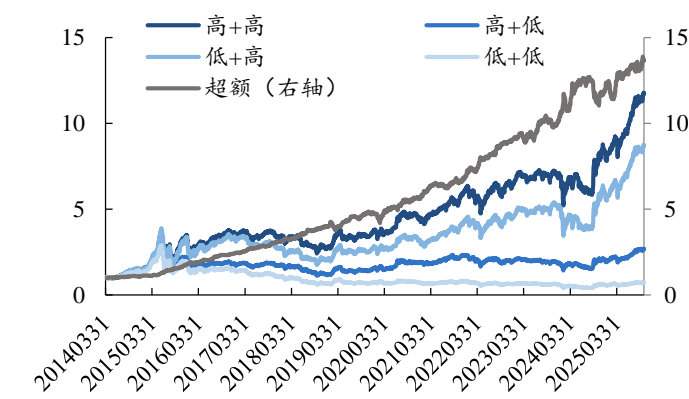
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、小盘成长风格增强

投资者在小盘成长股中的主动选股思路通常更注重个股的业绩弹性和技术形态。我们尝试使用戴维斯双击指标来刻画当前股价未来弹性程度，使用均线的收敛与发散形态来锚定买卖点。戴维斯双击指标我们从盈利和估值两个维度构建了一些代理变量并进行了等权合成，合成为一个综合特征，作为象限切分的一个维度。均线的收敛与发散主要是通过观察均线间的标准差大小，相比于从价格线计算收敛与发散幅度，从个股成交额均线进行切入是更好的选择，这构成象限切分的另一个维度。

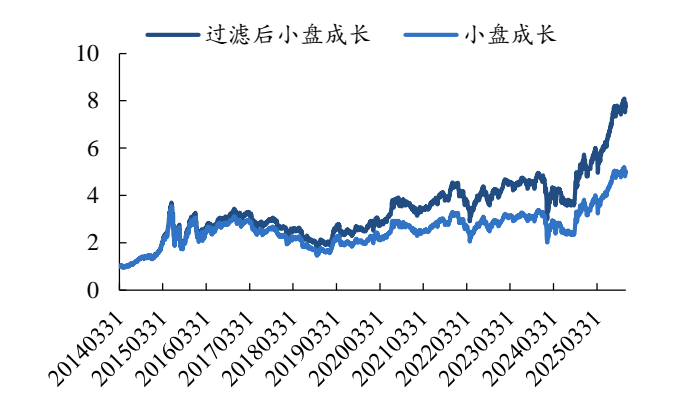
象限切分完成后，我们在小盘成长风格域内过滤掉尾部双低标签的个股，剩余个股构成的组合跑出了超额收益，表明上述两个指标在小盘成长域内能起到一定的筛选作用。

图18：不同象限分组收益表现



数据来源：Wind、开源证券研究所

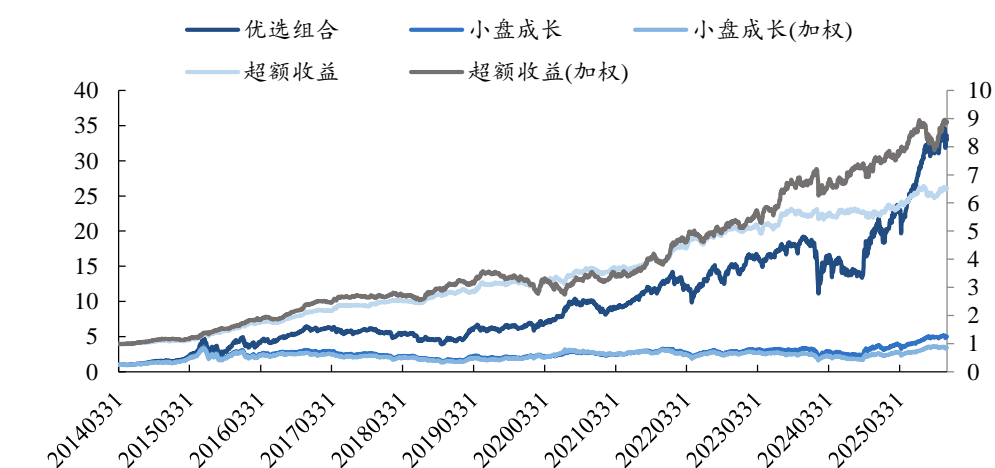
图19：小盘成长域尾部个股剔除后收益对比



数据来源：Wind、开源证券研究所

最后，我们通过滚动选取因子的模式进行个股精选。目前在A股市场上小盘成长风格内超额收益率处于相对容易获取的状态。

图20：小盘成长风格增强表现



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、价值风格增强

根据前文样本域的划分结果，可以看到偏股基金指数拟合成分股中大盘价值和小盘价值风格个股无论是数量还是权重占比在全区间内均处于较低水平，因此本文

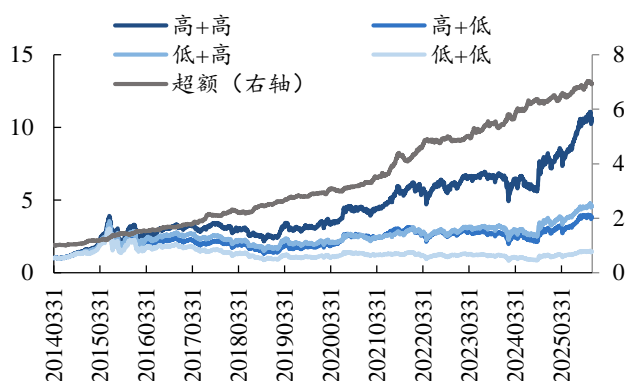
在选股阶段暂不对价值域进行大小盘区分。

投资者在价值风格内进行主动选股时，通常是按照高分红、低估值的思路进行个股筛选。

价值域股票通常具备估值偏低特征，但低估并不必然意味着投资价值，其背后可能存在两类情形：其一，企业基本面稳健但被市场短期错杀；其二，企业基本面恶化导致的“伪低估”。前者代表潜在的价值机会，而后者则构成典型的“价值陷阱”。

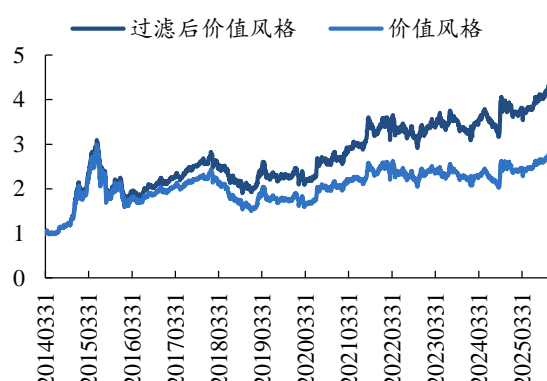
为提高选股的有效性，本文从盈利能力与估值高低两个维度出发，对价值域股票进行过滤。首先使用 PB-ROE 作为个股高低估的切分标准，再者使用单季度 ROE 同比增速衡量企业盈利能力改善。相比高分红，我们测试发现增长率在规避多数基本面恶化的“伪低估”样本更有效，从而保留具备稳健基本面支撑的真实低估公司。

图21：不同象限分组收益表现



数据来源：Wind、开源证券研究所

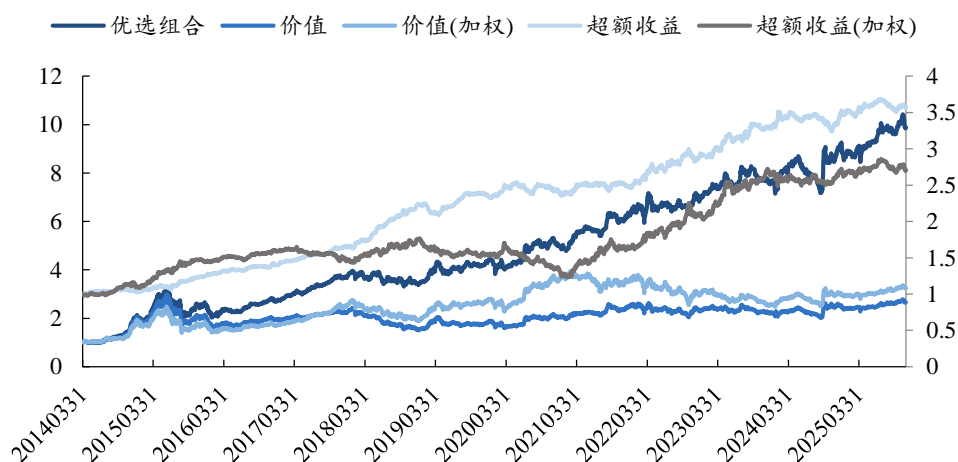
图22：价值域尾部个股剔除后收益对比



数据来源：Wind、开源证券研究所

优选 30 只个股构成的价值投资组合，在 2019 年到 2021 年间持续跑输了作为基准指数的价值域加权收益率。不过从全区间表现来看，价值组合的绝对收益率在持续稳定的创新高。

图23：价值风格增强策略表现



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.4、均衡风格增强

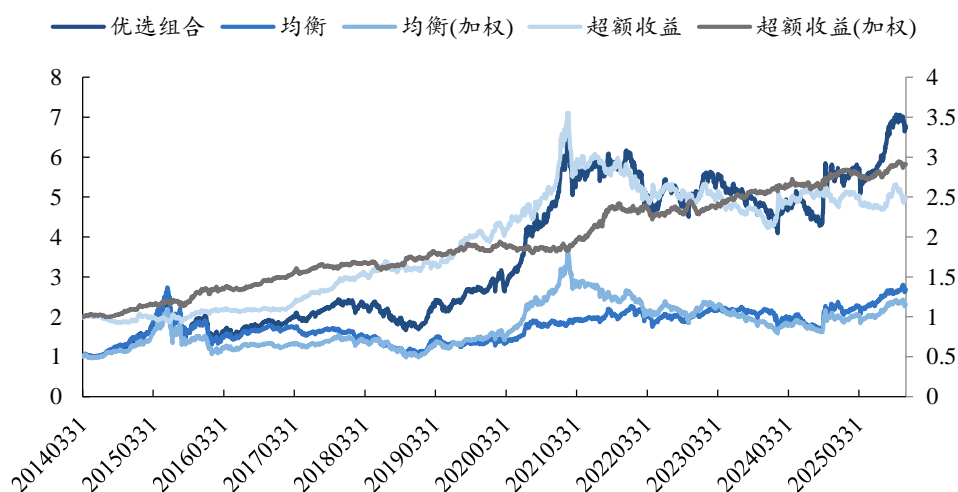
均衡风格的个股更适合由于覆盖标的数量较多，且风格整体均衡，适合直接套用多因子增强框架进行选股。在报告《KyFactor 特色因子体系与应用》中，我们详细介绍了基于 KyFactor 因子库的多因子模型选股表现。

$$\begin{aligned} \max \quad & \alpha^T w \quad s.t. \\ & s_l \leq X_s(w - w_b) \leq s_u \\ & h_l \leq X_h(w - w_b) \leq h_u \\ & w_l \leq w - w_b \leq w_u \\ & b^T w \geq c_l \\ & 1^T w = 1 \\ & 0 \leq w \leq 1 \end{aligned}$$

在进行增强测试时，为了保证最终选出的股票数量近似于其他风格域的 30 只股票数量，我们设置个股偏离幅度为 3%。其他约束条件包括行业偏离约束为 5%，风格偏离约束为 0.1 个标准差，成分股要求大于 99.99%。

从测试结果可以看到，在 2020 年到 2022 年之间，均衡域的加权收益率和等权收益率产生了明显的背离，主要原因为期间部分公募重仓个股，如贵州茅台和五粮液等白酒股，市场按照大盘成长风格在定价，但是回归结果却定位为均衡风格，从而影响了等权和加权收益率的差异。这也是线性回归思路设置固定阈值的潜在弊端，未来我们尝试对此进行改进。

图24：均衡风格增强表现



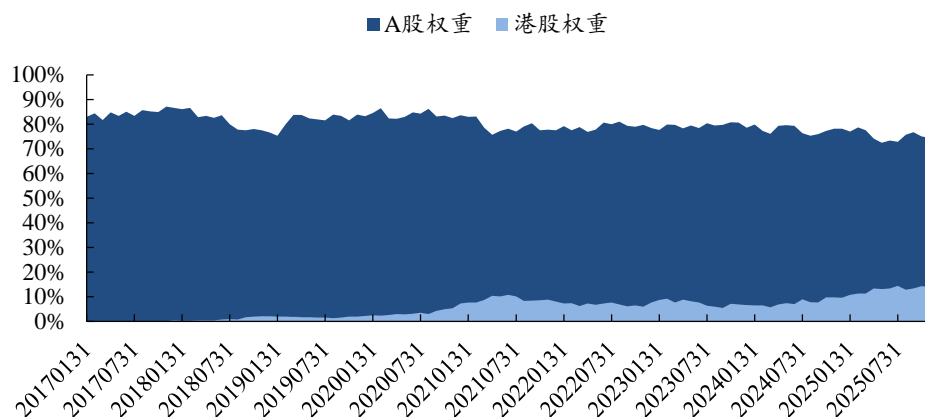
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.5、港股选股

伴随着南下资金的持续流入，偏股基金指数中港股持仓权重占比处于逐步提升的态势，港股持仓权重从 2017 年接近 0 附近的权重逐步提升到当前 14% 的占比。当前在偏股基金池中，若忽视港股的存在，则会在港股出现阶段性行情时，出现多策

略组合跑输基准指数的情况。

图25：港股持仓权重占比逐年提升

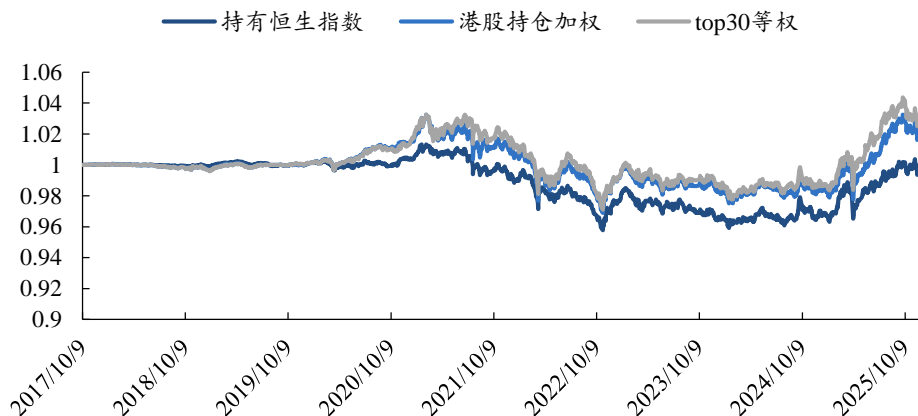


数据来源：Wind、开源证券研究所

考虑到A股和港股生态的差异，我们在港股持仓中没有采用上述A股的风格划分思路进行分域。这里讨论两种不同的处理思路，第一种方案为使用恒生指数进行平替，第二种方案为每月末取拟合权重最大的30只港股进行等权持有。

从测试结果来看，等权持有持仓占比最高的30只港股表现最优，跑赢了持有恒生指数和所有港股的加权收益率。2020年之前，由于港股持仓权重在偏股基金中占比较低，无论哪种方案，考虑权重影响后对结果差异影响微弱。但近些年随着南下资金持续流入港股，内资在港股定价权逐步提升，南下持仓个股加权收益率逐步跑赢恒生指数。

图26：等权持有持仓占比前30的股票表现最优



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、多策略融合

前文中，除均衡域外，我们在每个风格域内优选得分最高的30只股票等权持有。从各风格域内的收益表现来看，成长风格域内超额收益相对容易获取，小盘成长域内超额收益（加权）表现最好，年化收益率约20%，其次为大盘成长域，年化超额收益率也超过15%，价值域和均衡域还有较大提升空间。由于我们等权持有30只股票，未严格按照样本域内的权重分布控制个股权重偏离，各风格域内超额收益均具有较高的波动率。

表3：不同风格域绩效统计

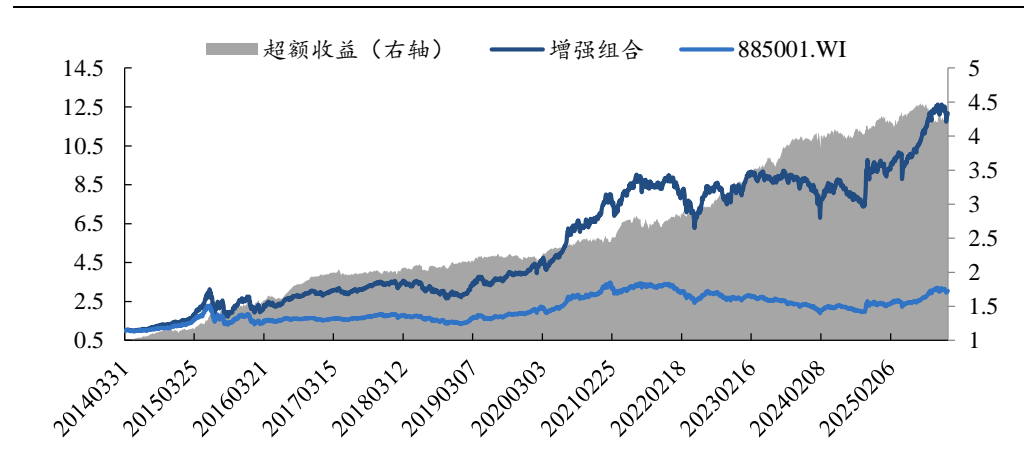
风格	类别	年化收益率	年化波动率	收益波动比	最大回撤	胜率
大盘成长	优选组合	23%	28%	0.81	-47%	52%
	大盘成长	4%	27%	0.14	-70%	51%
	大盘成长(加权)	6%	29%	0.21	-70%	50%
	超额收益	18%	9%	1.95	-12%	52%
	超额收益(加权)	15%	10%	1.42	-16%	53%
小盘成长	优选组合	34%	29%	1.15	-49%	56%
	小盘成长	14%	29%	0.50	-59%	53%
	小盘成长(加权)	11%	30%	0.36	-61%	52%
	超额收益	17%	8%	2.03	-14%	52%
	超额收益(加权)	20%	11%	1.79	-23%	52%
价值	优选组合	21%	20%	1.03	-40%	53%
	价值	8%	21%	0.40	-50%	50%
	价值(加权)	10%	22%	0.46	-43%	50%
	超额收益	11%	6%	1.71	-8%	51%
	超额收益(加权)	9%	11%	0.79	-31%	52%
均衡	优选组合	17%	24%	0.70	-47%	51%
	均衡	9%	22%	0.38	-62%	53%
	均衡(加权)	7%	24%	0.30	-56%	50%
	超额收益	8%	11%	0.70	-41%	50%
	超额收益(加权)	9%	7%	1.33	-8%	52%

数据来源：Wind、开源证券研究所

在完成各风格域子策略的构建与验证后，我们进一步按照偏股基金指数中各风格的仓位占比进行多策略融合。具体而言，每月末根据分域后的大盘成长、小盘成长、价值、均衡与港股五类风格在指数中的权重占比，按比例整合对应风格子策略的持仓，形成最终的综合多策略组合。

测试期内，多策略组合稳定跑赢基准指数 885001.WI。2025 年 8 月后受限于大盘成长风格的选股超额回撤，整个组合的超额有所下滑。

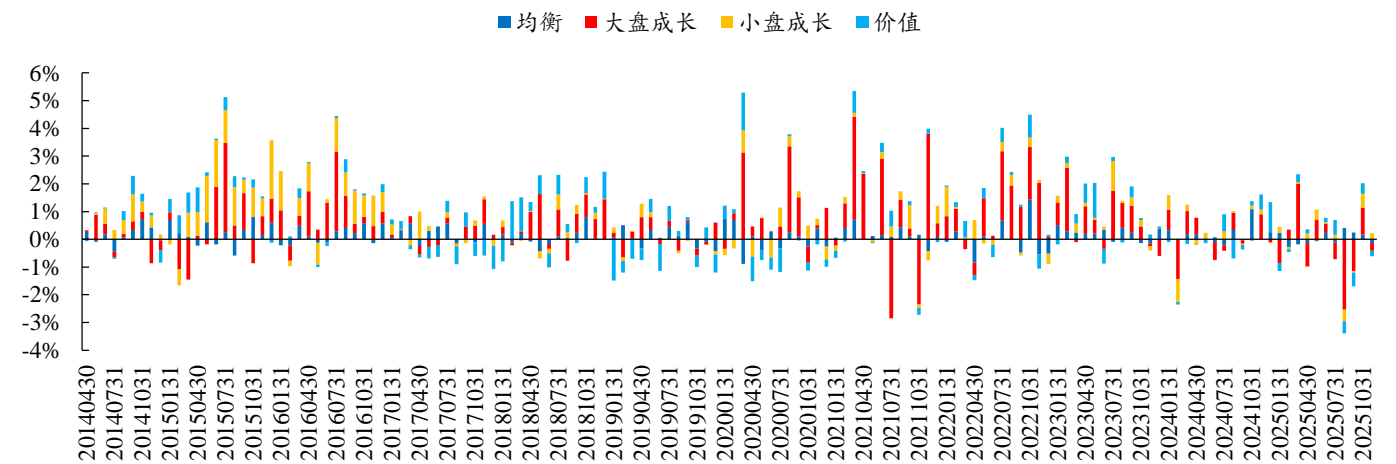
图27：多策略组合超额收益稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

考虑不同风格的权重影响后，我们拆解了不同风格的每期收益贡献。港股因为没有进行个股精选，暂不纳入考虑。可以看到，大部分时间，即使部分风格域内选股超额收益有回撤，但是其他风格域能通过正超额来弱化其对整个投资组合的影响。

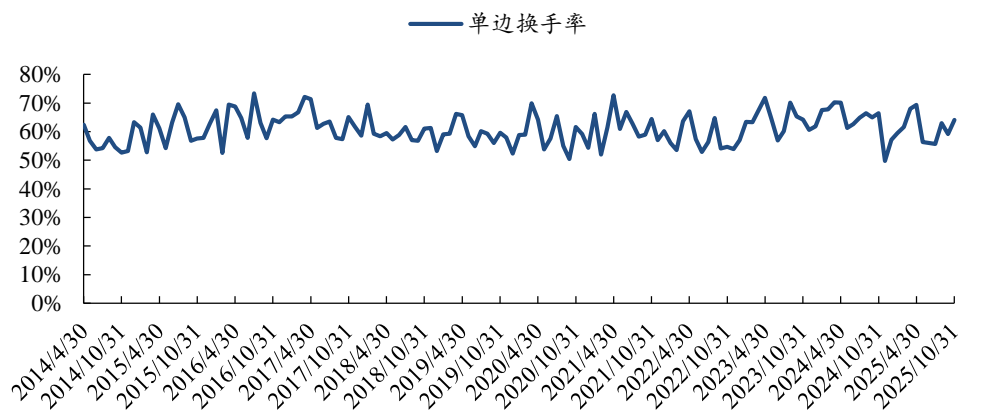
图28：考虑权重占比后每期风格域内选股收益贡献拆解



数据来源：Wind、开源证券研究所

从策略换手来看，多策略组合的平均换手率约 61%，相比一般基于多因子模型的增强策略处于相对较低水平。

图29：多策略组合平均换手率约 61%



数据来源：Wind、开源证券研究所

从绩效统计来看，多策略组合年化收益率为 22.91%，相比基准指数 885001.WI 年化超额收益率为 12.72%，年化跟踪误差为 6.23%。

表4：多策略组合绩效统计

类别	年化收益率	年化波动率	收益波动比	最大回撤	胜率	跟踪误差
多策略组合	22.91%	24.10%	0.95	-45.35%	56.39%	6.23%
885001.WI	9.62%	20.55%	0.47	-45.42%	-	-
超额收益	12.72%	7.48%	1.70	-8.48%	49.17%	16.15%

数据来源：Wind、开源证券研究所

分年度绩效表现如表 5 所示，概括来说，在市场处于上行期时，多策略组合超额获取难度更高，在市场处于下行期时，超额收益更容易获取。

表5：分年度绩效表现

年份	类别	年化收益率	年化波动率	收益波动比	最大回撤	胜率	跟踪误差
2014	多策略组合	53%	17%	3.08	-8%	59%	5%
	885001.WI	34%	14%	2.41	-8%	1%	0%
	超额收益	14%	6%	2.47	-4%	45%	11%
2015	多策略组合	89%	46%	1.94	-45%	57%	11%
	885001.WI	41%	37%	1.13	-43%	0%	0%
	超额收益	39%	13%	2.95	-8%	46%	25%
2016	多策略组合	7%	31%	0.22	-29%	67%	6%
	885001.WI	-13%	25%	-0.51	-26%	0%	0%
	超额收益	24%	8%	3.13	-5%	55%	17%
2017	多策略组合	17%	12%	1.39	-10%	56%	4%
	885001.WI	14%	11%	1.23	-7%	0%	0%
	超额收益	3%	5%	0.62	-5%	47%	10%
2018	多策略组合	-18%	21%	-0.85	-26%	54%	5%
	885001.WI	-23%	19%	-1.19	-27%	0%	0%
	超额收益	6%	6%	1.03	-5%	57%	16%
2019	多策略组合	48%	19%	2.61	-12%	52%	4%
	885001.WI	43%	17%	2.56	-12%	0%	0%
	超额收益	4%	5%	0.73	-4%	43%	14%
2020	多策略组合	69%	23%	3.01	-13%	53%	5%
	885001.WI	53%	21%	2.49	-15%	0%	0%
	超额收益	11%	6%	1.81	-3%	44%	18%
2021	多策略组合	21%	19%	1.10	-14%	56%	8%
	885001.WI	7%	18%	0.41	-16%	0%	0%
	超额收益	13%	9%	1.42	-7%	48%	18%
2022	多策略组合	-7%	23%	-0.31	-29%	54%	6%
	885001.WI	-20%	19%	-1.08	-27%	0%	0%
	超额收益	17%	7%	2.43	-5%	51%	14%
2023	多策略组合	3%	12%	0.27	-11%	61%	4%
	885001.WI	-13%	12%	-1.08	-22%	0%	0%
	超额收益	19%	5%	3.78	-4%	54%	12%
2024	多策略组合	11%	25%	0.42	-20%	53%	6%
	885001.WI	3%	21%	0.16	-17%	0%	0%
	超额收益	8%	8%	0.99	-6%	53%	16%
2025	多策略组合	31%	18%	1.70	-14%	55%	6%
	885001.WI	32%	19%	1.70	-14%	0%	0%
	超额收益	-1%	8%	-0.07	-7%	45%	18%

数据来源：Wind、开源证券研究所

数据截至 2025.11.30

5、风险提示

模型基于历史数据测算，未来存在失效风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn