

## 继续超配价值风格，小票反弹尚需时日

### ——三季度量化风格展望

#### ◆ 上半年大盘回顾

上半年 A 股整体呈下跌态势，全市场仅约 30% 的个股收获正收益，大盘指数则冰火两重天。截止 7 月 14 日，代表大盘蓝筹的上证 50 及沪深 300 指数分别上涨 13.6% 和 10.6%，而上证综指则接近持平，上涨 2.16%，反观创业板指则大跌 -11.2%。可见上半年个股分化显著，呈现“一九”行情。

#### ◆ 主流风格回顾

小盘股持续杀跌，规模风格出现方向逆转，成 Alpha 策略最大绊脚石；

类似的情况出现在反转风格上，上半年由于大盘蓝筹的持续“抱团”，使得 A 股出现强者恒强的动量特征；

盈利因子历史上并无太抢眼的表现，但上半年令人眼前一亮，其中 ROE 与 ROA 风格 IC 均高达约 15%，然而多数风格策略并未在该类风格上做太多的敞口暴露，因此能捕捉盈利风格收益的策略相对较少，只有少数以蓝筹标的为选股范围的能享受盈利风格的“红利”；

历史上估值风格有显著表现，而今年上半年乃至 2 季度价值风格表现更为突出。

#### ◆ 风格展望

从季节效应、风格趋势特征以及市场波动特征不同维度对 3 季度市场风格进行综合分析：

**建议 3 季度继续规避小盘股，重点配置相对低估或超跌个股，此外应规避前期换手过高的标的。**

#### ◆ 行业风格点评

回顾六月份，轻工制造板块在盈利因子表现突出，在成长因子上也表现优异。从长期来看，08 年至今交通运输板块的股票在质量因子、估值因子上表现显著。

#### ◆ 均衡风格策略跟踪

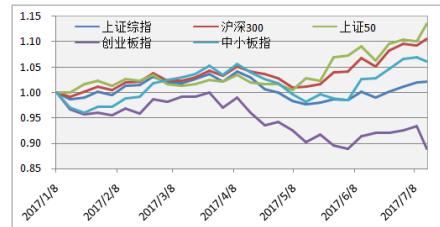
多因子 Alpha 策略今年波动较大，小盘与反转失效，估值则成为支撑正 Alpha 收益的最大风格。

回顾中证 800alpha 策略，全样本（2007 年 3 月起）策略获得 17.43% 的年化超额收益，胜率为 73.17%；2017 年 7 月以来获 0.9% 的超额收益（截至上周收获 1.1% 收益），最大回撤 0.5%。

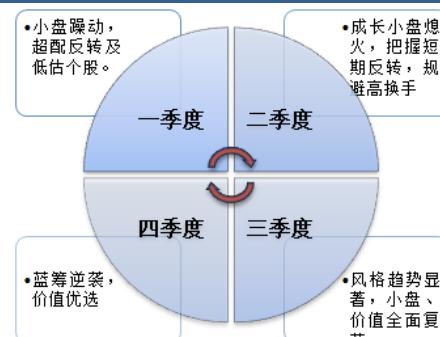
#### ◆ 风险提示

上述各类多因子对冲策略通过历史数据统计、建模和测算完成，在市场波动不确定性下可能存在风险。

#### 上半年大盘指数表现



#### 风格日历效应



#### 中证 800 组合近期收益



分析师：史庆盛 S0260513070004

分析师：

020-87577060



sqs@gf.com.cn

#### 相关研究：

成长小盘股持续、风格跌宕配价值 ——	2017-4
二季度投资风格展望	
多因子 alpha 策略周报：“反转”引领主流风格改善，七月 alpha 策略迎开门红	2017-7-7

## 目录索引

一、市场风格回顾 .....	4
(一) 上半年大盘回顾 .....	4
(二) 上半年风格表现回顾 .....	4
(三) 7月风格表现一览 .....	5
二、3季度风格展望 .....	6
(一) 日历效应看风格：3季度风格趋势加大，超配低换手价值股 .....	6
(二) 不能忽视的风格趋势：紧跟趋势，价值先行 .....	7
(三) 窄幅震荡新常态：继续把握中短期反转，规避高换手个股 .....	8
(四) 风格建议：继续超配价值风格，小盘反弹时机未到 .....	10
三、行业风格点评 .....	10
四、均衡风格策略表现 .....	12
(一) 策略规则 .....	12
(二) 沪深300多因子组合策略表现 .....	13
(三) 中证500多因子组合策略表现 .....	14
(四) 中证800多因子组合策略表现 .....	15

## 图表索引

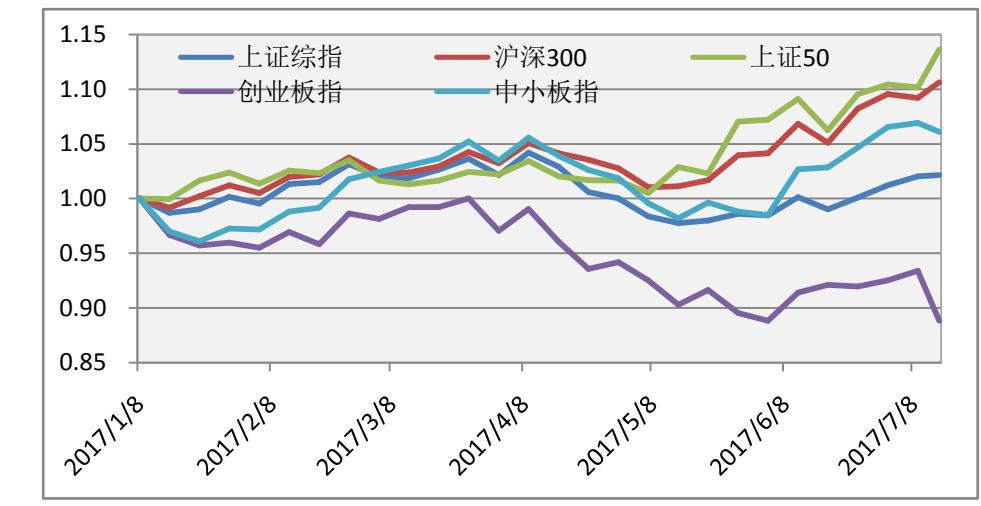
图 1: 大盘指数上半年表现.....	4
图 2: 主流风格不同时间维度表现.....	5
图 3: 近期风格收益回顾 .....	6
图 4: 轻工制造板块近一个月因子 IC 汇总 .....	11
图 5: 交通运输板块 08 年以来因子 IC 汇总.....	12
图 6: 沪深 300 多因子组合全样本回测结果.....	13
图 7: 沪深 300 多因子组合近期表现 .....	13
图 8: 中证 500 多因子组合全样本回测结果.....	14
图 9: 中证 500 多因子组合近期表现 .....	14
图 10: 中证 800 多因子组合全样本回测结果 .....	15
图 11: 中证 800 多因子组合近期表现.....	15

## 一、市场风格回顾

### (一) 上半年大盘回顾

上半年A股整体呈下跌态势，全市场仅约30%的个股收获正收益，大盘指数则冰火两重天。截止7月14日，代表大盘蓝筹的上证50及沪深300指数分别上涨13.6%和10.6%，而上证综指则接近持平，上涨2.16%，反观创业板指则大跌-11.2%。可见上半年个股分化显著，呈现“一九”行情。

图1：大盘指数上半年表现



资料来源：广发证券发展研究中心

### (二) 上半年风格表现回顾

我们以IC指标（个股风格取值与月度收益的相关系数）作为风格强度的度量。

回顾17年各类主流风格因子的表现。总结如下：

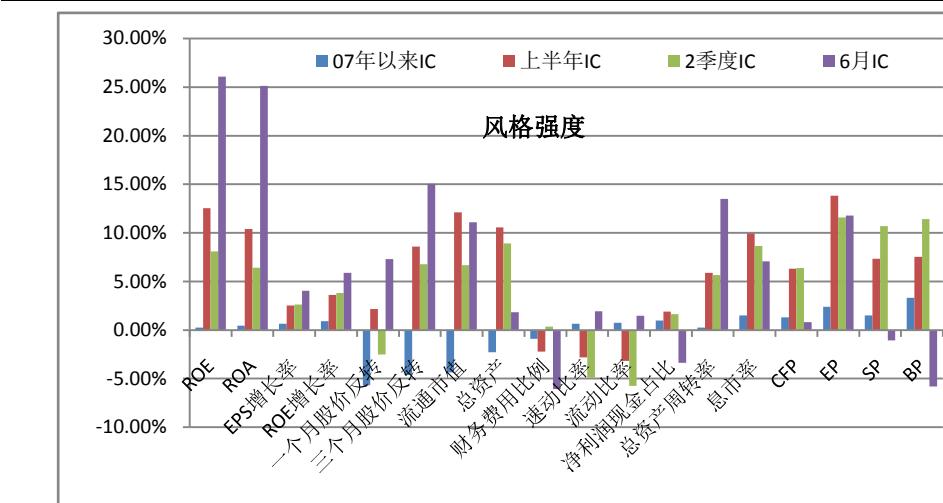
小盘股持续杀跌，规模风格相对历史出现方向逆转，成为上半年许多Alpha策略的绊脚石；

类似的情况出现在反转风格上，上半年由于大盘蓝筹的持续“抱团”，使得A股出现强者恒强的特征，从1、3个月的长度来看A股都存在显著的动量效应；

盈利因子历史上并无太抢眼的表现，但今年却令人眼前一亮，其中ROE与ROA风格IC均高达约15%，然而多数风格策略并未在该类风格上做太多的敞口暴露，因此能捕捉盈利风格收益的策略相对较少，只有少数以蓝筹标的为选股范围的能享受盈利风格的“红利”；

最值得一提的是估值风格，历史上估值风格有显著表现，而今年上半年乃至2季度价值风格同样有突出的表现，长中短期来看风格趋势均很突出，也是未来最值得关注的风格之一。

图 2：主流风格不同时间维度表现

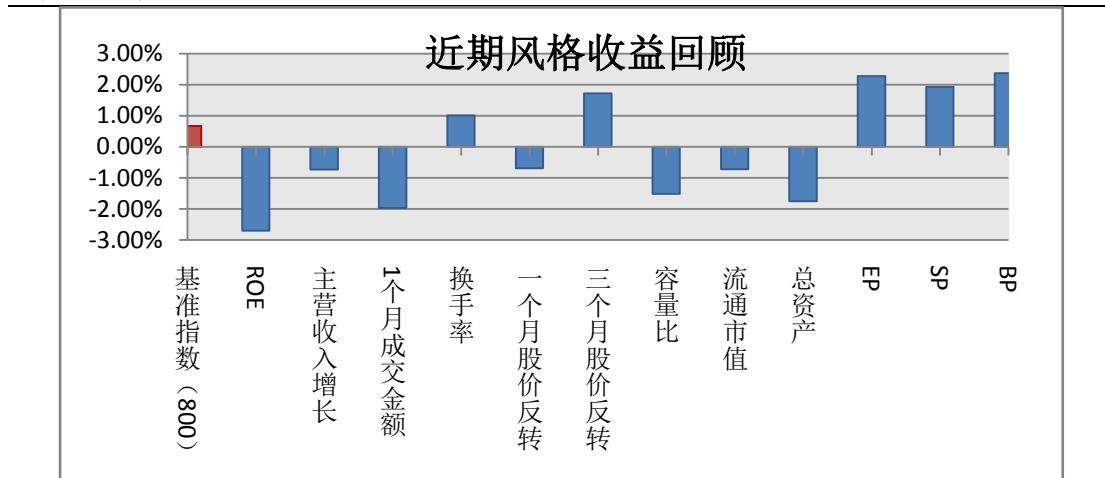


资料来源：广发证券发展研究中心

### (三) 7月风格表现一览

回顾七月至今风格收益情况。中证800上涨**0.67%**。上周估值因子依然表现不俗，领先于其他因子。具体而言，EP、SP、BP因子的多空组合分别获**2.28%**、**1.93%**和**2.37%**收益；三个月股价反转因子紧随其后，获**1.72%**收益，其余因子则表现一般。

图 3: 近期风格收益回顾



资料来源：广发证券发展研究中心

## 二、3季度风格展望

2季度由于主流风格中“规模”与“反转”出现较大“逆转”，导致风格策略难以把握，展望3季度，我们分别基于日历效应、风格趋势及大盘震荡幅度等维度进行风格前瞻。

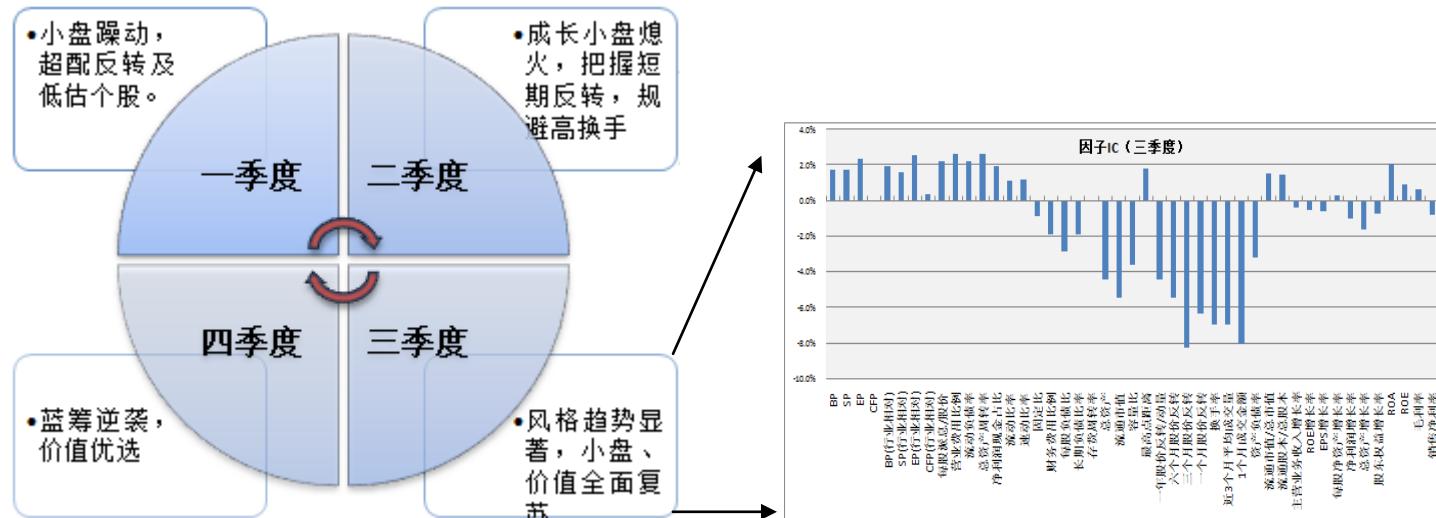
### (一) 日历效应看风格：3季度风格趋势加大，超配低换手价值股

二季度出，我们曾基于日历效应的统计分析指出：市场在二季度中往往回归理性，小盘股弱于大盘股，盈利成长股相对走弱，低换手成为较佳选择，短期股价反转亦有不错表现。（详情请参考《成长小盘难持续、风格跌宕配价值——二季度投资风格展望》）

运用相同的方法，我们发现：三季度是全年风格策略运用最佳的时期，各类主流风格均能延续不错的惯性，规模、反转流动性及价值等风格均表现突出。

建议重点配置低换手、股价反转及估值等风格，规模风格由于短期“逆袭”趋势较强建议规避。

图 1: 风格因子季节性统计



数据来源：广发证券发展研究中心

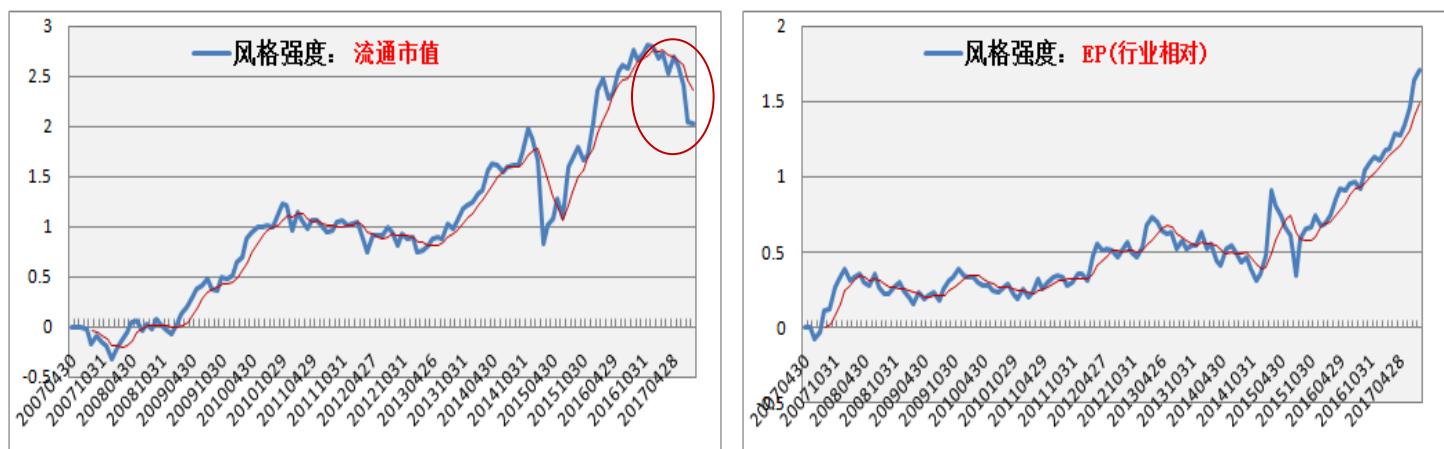
## （二）不能忽视的风格趋势：紧跟趋势，价值先行

股灾以来，随着中小创的“大起大落”，规模因子神话不再，而随着金融监管收严，MSCI纳入A股、沪深港通进一步开放.....A股的大环境也在悄然发生变化。抛开传统主流风格能否继续长期有效的难题，我们建议投资者紧跟各类风格的中短期表现，紧跟风格趋势。

自16年以来，小盘相对蓝筹持续走低，大小规模相对风格走出了历史少见的持续性回撤，从趋势跟随的角度我们建议短期规模风格短期出现反弹的概率不高，三季度继续降低市值敞口的暴露，观望为主。

而趋势性较强的有估值、换手率以及ROE增长等风格，建议短期加大配置。

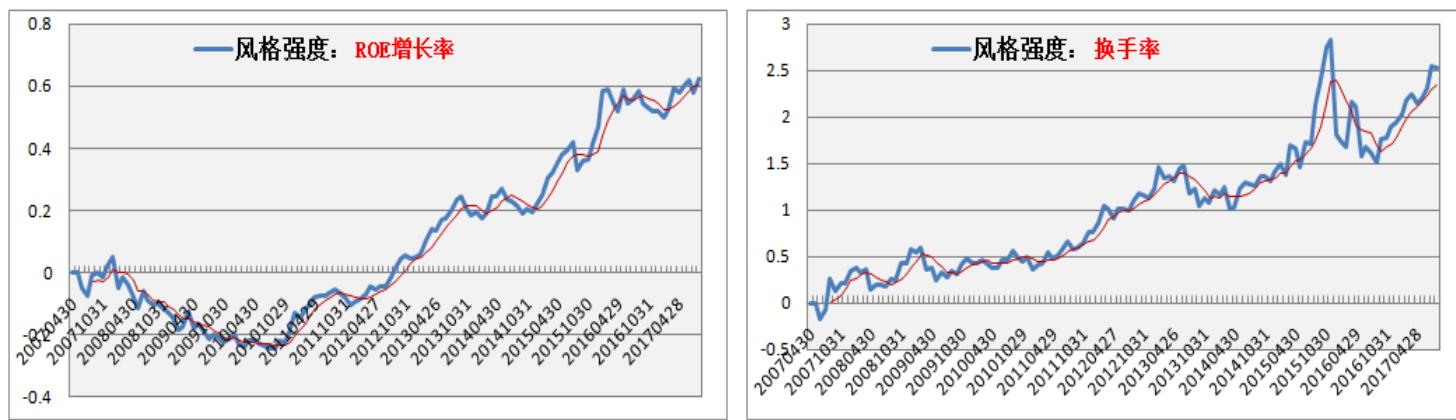
图 2：规模与价值风格因子风格趋势



数据来源：广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值请务必阅读末页的免责声明

图 3：成长与流动性风格因子风格趋势



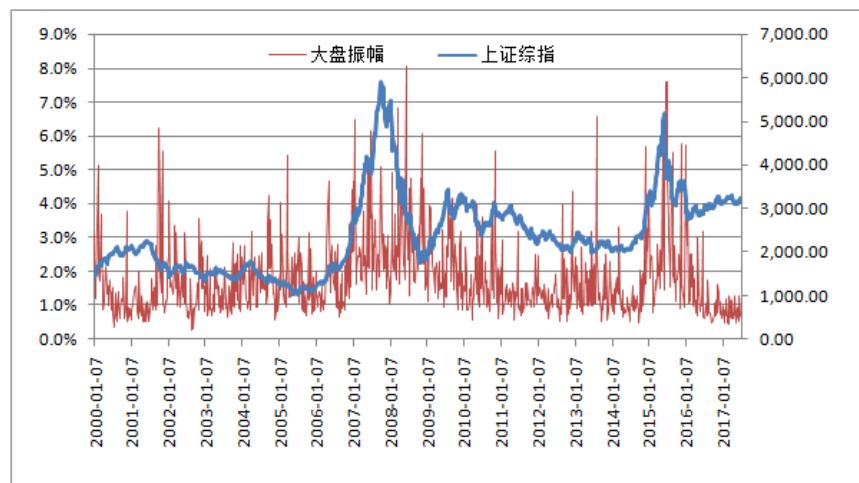
数据来源：广发证券发展研究中心

### (三) 窄幅震荡新常态：继续把握中短期反转，规避高换手个股

风格的形成来自于市场分化，而风格的强度则直接体现了市场分化的程度。

大盘自今年一月份大跌以来，陷入了长时间的窄幅震荡，大盘一个月振幅在1%以下，处于历史低位。下面对比2000年来不同震荡走势阶段中，各类风格的表现。

图 4：大盘振幅变化



数据来源：广发证券发展研究中心

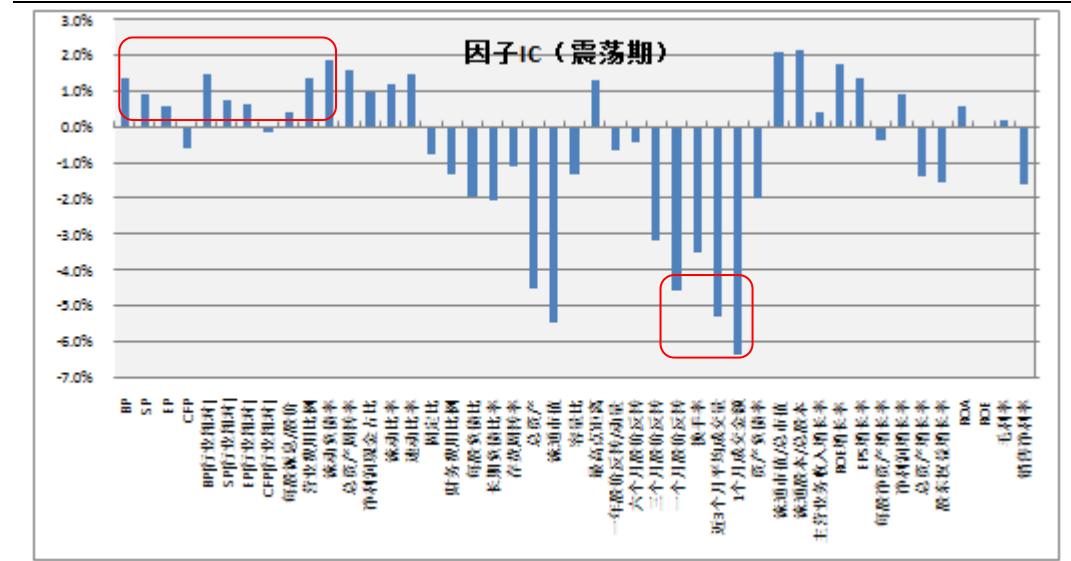
振幅=[(指定交易日最高价-指定交易日最低价)/指定交易日前收盘价]

在震荡市期间，由于个股波动空间有限，投资者短期获利了结的交易心理集中体现，对应的的最佳风格策略是短期一个月反转及低流通个股，价值风格在趋势行情中与股价反

转因子相关度较高，有效性也显著提升，尤其在牛市初期表现最佳，可见相对低估机会往往是“跌”出来的。

目前从技术面来看大盘还不具备打破震荡格局的条件，因此建议关注阶段性下跌的标的，把握中短期反转机会，此外关注低流动性个股。

图 5: 市场震荡期风格表现



数据来源：广发证券发展研究中心

(四) 风格建议: 继续超配价值风格, 小盘反弹时机未到

上一节分别从季节效应、风格趋势特征以及市场波动特征不同维度对3季度市场风格进行综合分析。

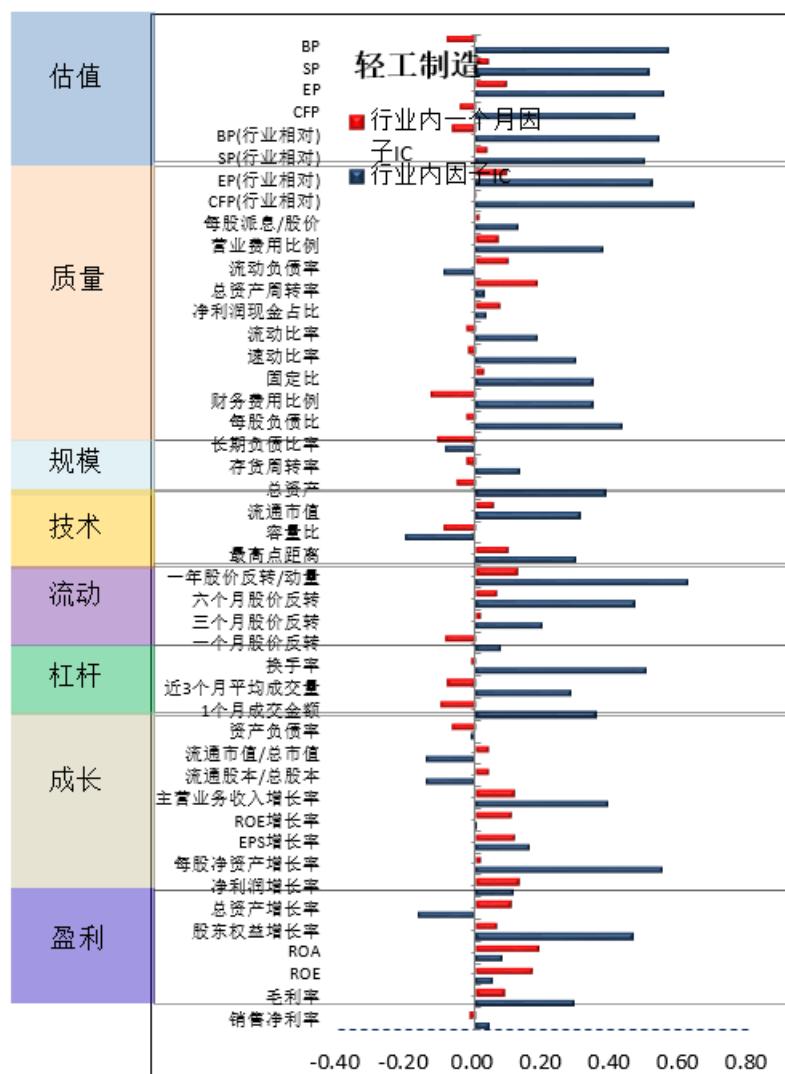
根据分析结果，建议3季度继续规避小盘股，而重点配置相对低估或超跌个股，此外应规避前期换手过高的标的。

### 三、行业风格点评

回顾六月份，轻工制造板块在部分盈利因子表现突出。具体而言；盈利因子中，毛利率的IC为29.17%（全市场IC为8.58%），销售净利率的IC为4.07%（全市场-1.62%）。成长因子中，每股净资产增长率也表现优异，IC为54.63%（全市场IC为1.66%）。

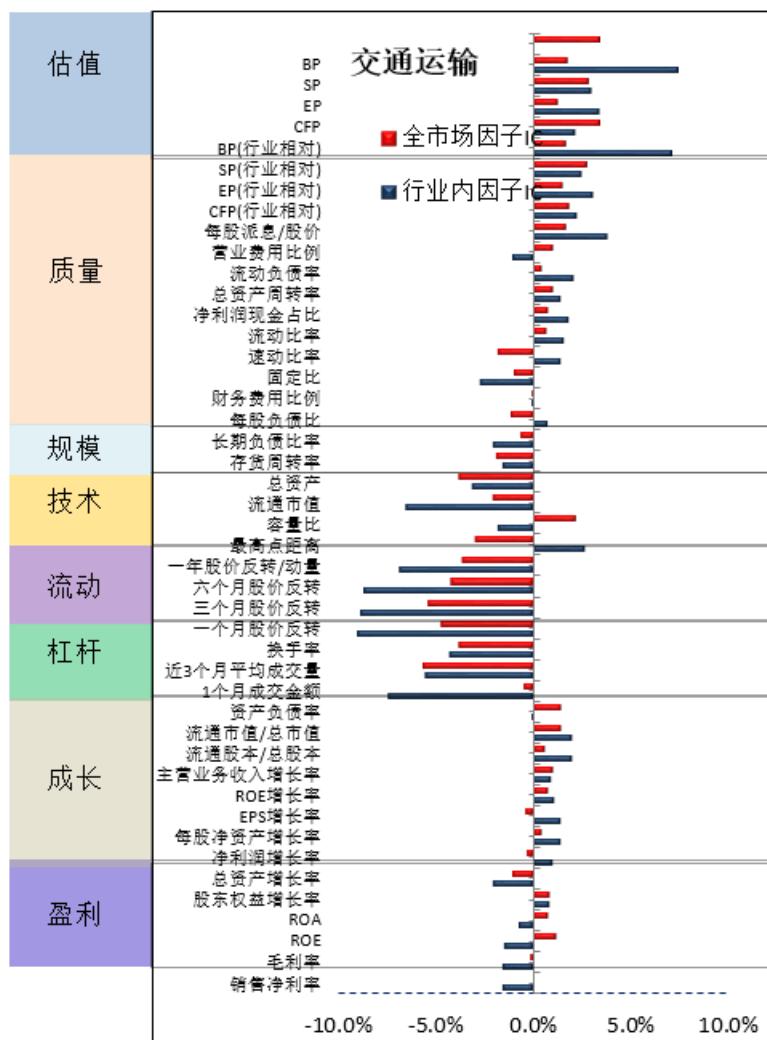
另一方面，从长期来看，08年至今交通运输板块的股票在质量因子、估值因子上表现显著。具体而言，质量因子中，流动负债率的IC为2.04%（全市场IC为0.97%），净利润现金占比的IC为1.75%（全市场IC为0.98%）。估值因子中，BP、EP的IC分别为7.38%（全市场IC为3.35%）和3.32%（全市场IC为2.75%）。

图 4：轻工制造板块近一个月因子 IC 汇总



资料来源：广发证券发展研究中心

图 5：交通运输板块 08 年以来因子 IC 汇总



资料来源：广发证券发展研究中心

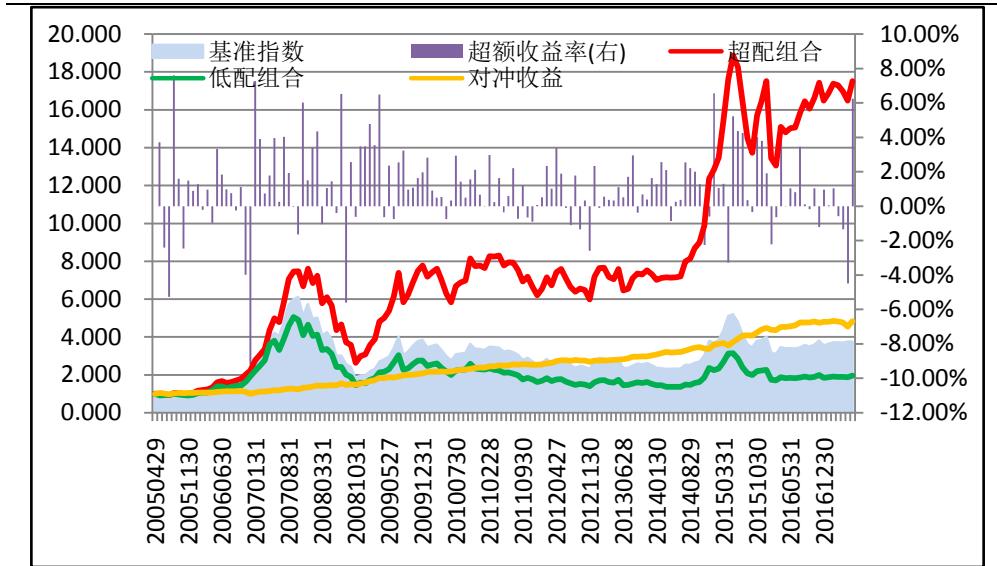
## 四、均衡风格策略表现

### (一) 策略规则

我们的多因子策略分别以沪深300、中证500以及中证800指数成分股作为股票池。因子综合打分使用平均加权方式，并采用行业中性选股配权得到超配（10%）的投资组合，对冲标的为各自对应的基准指数。以下将报告各方案下策略全样本及近期（7月以来）的回测情况。

## (二) 沪深 300 多因子组合策略表现

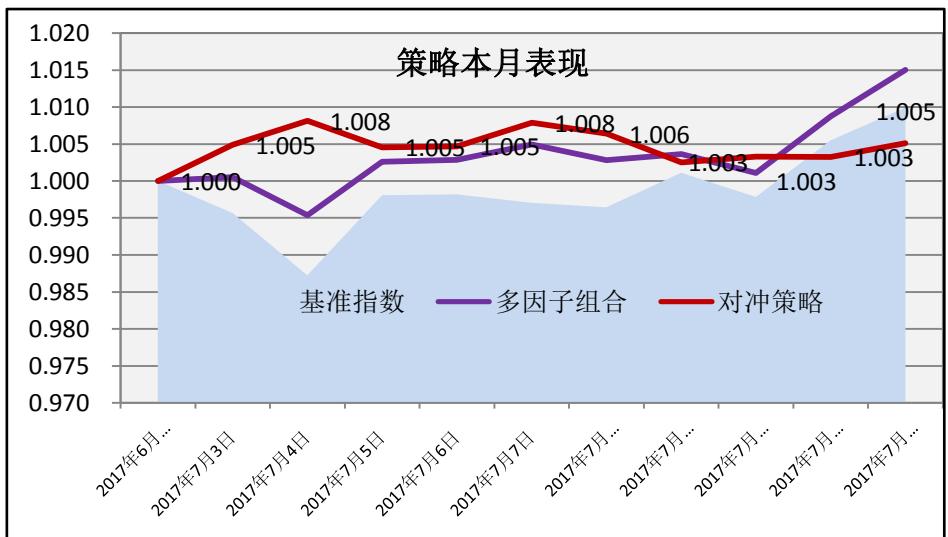
图 6: 沪深 300 多因子组合全样本回测结果



资料来源：广发证券发展研究中心

策略全样本（2007年3月至今）获年化**13.34%**超额收益，胜率**73.28%**，最大回撤为**12.86%**，信息比**0.87**，平均月换手率**46.06%**。

图 7: 沪深 300 多因子组合近期表现

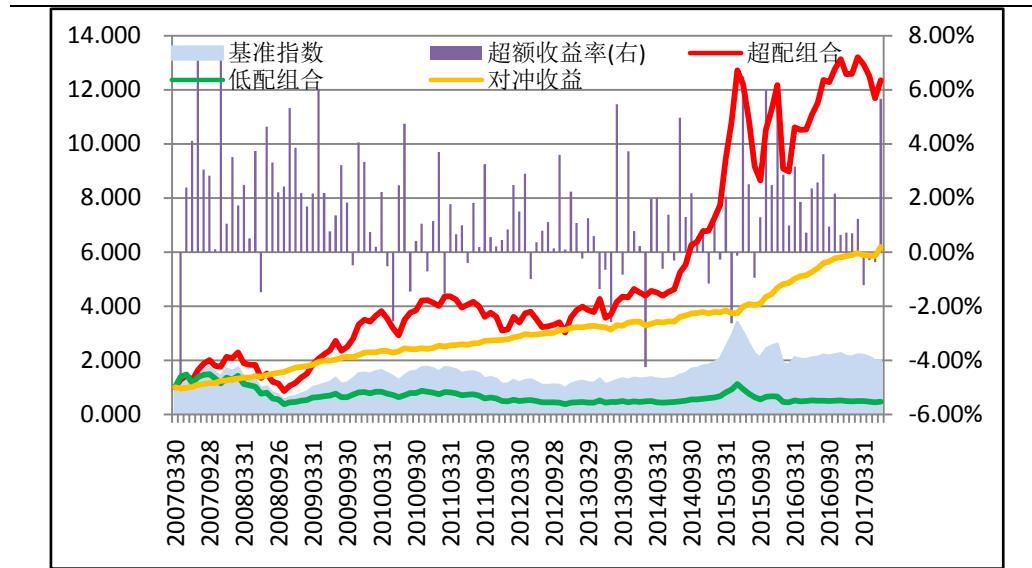


资料来源：广发证券发展研究中心

七月初至今，相对沪深300基准指数，策略组合收获**0.5%**的超额收益（截至上周收获**0.8%**收益），最大回撤**0.5%**。

### (三) 中证 500 多因子组合策略表现

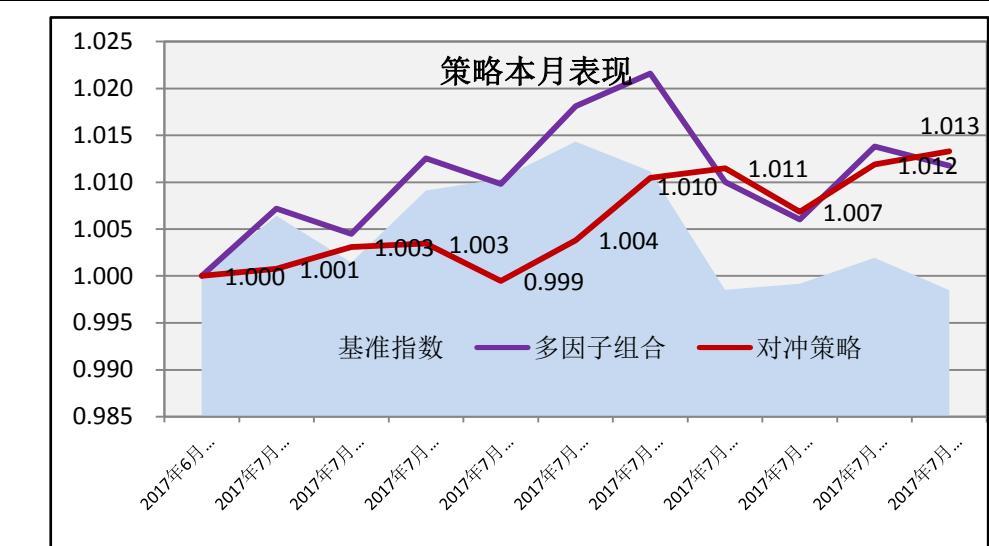
图 8: 中证 500 多因子组合全样本回测结果



资料来源：广发证券发展研究中心

策略全样本（2007年3月至今）获年化**18.17%**超额收益，胜率**78.86%**，最大回撤仅为**4.77%**，信息比**2.42**，平均月换手率**47.39%**。

图 9: 中证 500 多因子组合近期表现

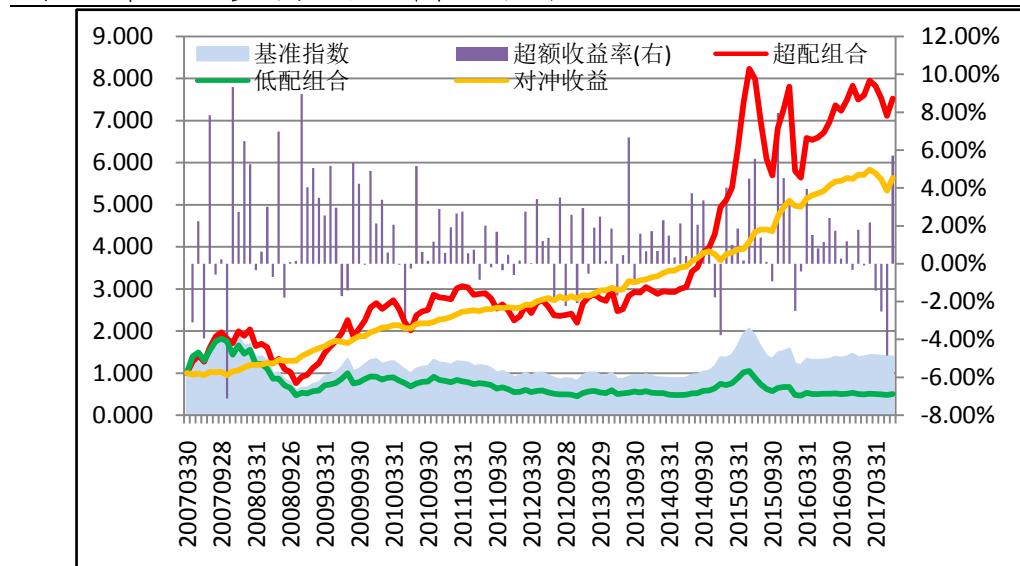


资料来源：广发证券发展研究中心

七月初至今，相对中证500基准指数，策略组合收获**1.3%**的超额收益（截至上周收获**0.4%**收益），最大回撤**0.4%**。

#### (四) 中证 800 多因子组合策略表现

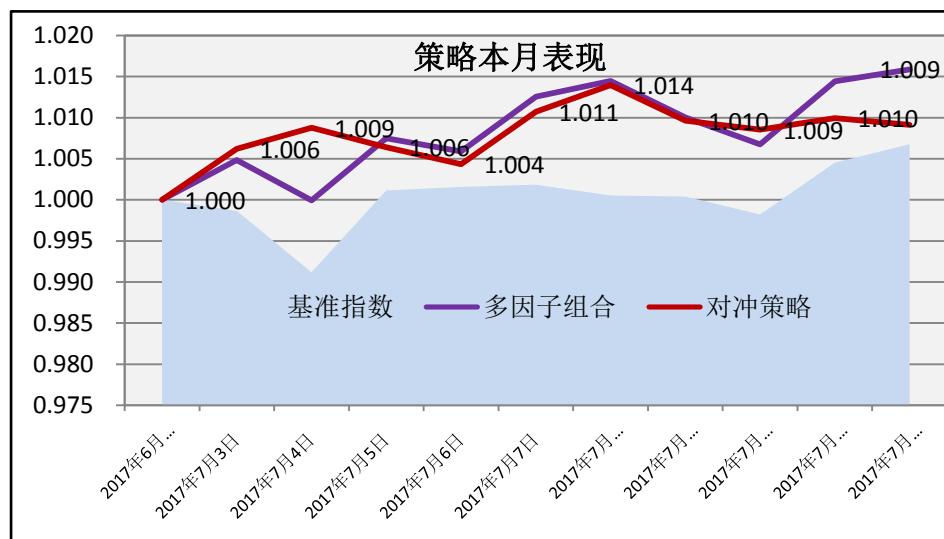
图 10：中证 800 多因子组合全样本回测结果



资料来源：广发证券发展研究中心

策略全样本（2007年4月至今）获年化**17.43%**超额收益，胜率**73.17%**，最大回撤仅为**8.59%**，信息比**0.74**，平均月换手率**45.13%**。

图 11：中证 800 多因子组合近期表现



资料来源：广发证券发展研究中心

七月初至今，相对中证800基准指数，策略组合收获**0.9%**的超额收益（截至上周收获**1.1%**收益），最大回撤**0.5%**。

## 风险提示

上述各类多因子对冲策略通过历史数据统计、建模和测算完成，在市场波动不确定性下可能存在失效风险。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。  
持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。  
卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。  
谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。  
持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。  
卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 层
邮政编码	510075	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			

## 免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。