

顺势而为，价值蓝筹仍有配置空间！

——四季度量化风格展望

◆ 三季度大盘回顾

三季度 A 股继续震荡上行，其中创业板指先跌后涨，整体依然较弱；大盘蓝筹依然延续向上趋势，同时热点逐渐向中盘蓝筹扩散，其中上证 50 和沪深 300 分别上涨 4.8% 和 4.6%，中小板指则大涨 8.9%，整体来看市场前阶段的“一九”分化行情有所改善，市场重新回归具有“广度”的结构状态，风格轮动依然是把握四季度结构行情的关键。

◆ 主流风格回顾

规模风格上，创业板相对较弱，随着市场热点向中盘股扩散，市值风格方面中小盘整体占优，但一年期风格因子 IC 仍然高达约 7%，大盘蓝筹占优的格局尚未扭转。

股价风格上，由于前期大盘蓝筹已经兑现了较大涨幅，加之热点逐步扩散，部分个股呈现“反转”特征，但 1 个月区间个股动量效应依然很强，短期依然适合顺势操作。

基本面风格上，随着蓝筹行情的降温，盈利风格收益有所放缓。然而据日历统计，四季度盈利风格均有不错的表现，9 月份盈利风格的回归或许是蓝筹即将再次走强的一个信号。

价值风格虽然在三季度收益有所回调，但中长期趋势依然强劲，也是四季度应继续重点关注的风格之一。

◆ 风格展望

报告从季节效应、风格趋势特征及市场波动特征不同维度对 4 季度市场风格进行综合分析：**建议四季度继续重点超配相对低估的大中盘蓝筹，价格上以短期趋势追踪为主，此外规避高换手个股。**

◆ 行业风格点评

主流风格在不同行业中的应用效果存在较大差异。例如价值风格长期最有效的行业为休闲服务，其中 PB 10 年期 IC 高达 11.4%；近一年最适用的行业是通信，其中 PB 的 IC 高达 30%。而流动性风格长期最有效的行业则为农林牧渔；近一年最适用的行业为采掘。

◆ 均衡风格策略跟踪

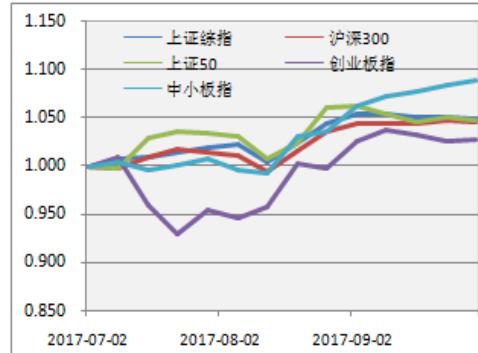
随着市场热点向中盘蓝筹扩散，中证 500Alpha 策略的操作空间显著提升，策略全样本（2007 年 3 月至今）年化 18.17% 超额收益，胜率 78.86%，最大回撤为 4.77%，信息比 2.42。

策略上建议依然以均衡风格策略为主，根据上述风格结论进行适当调整。

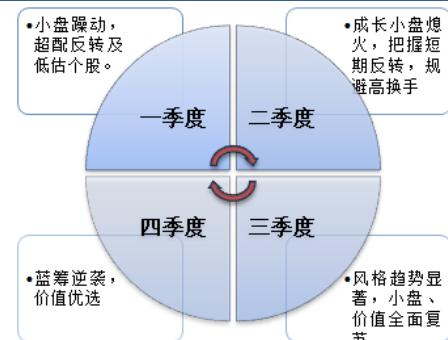
◆ 风险提示

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。

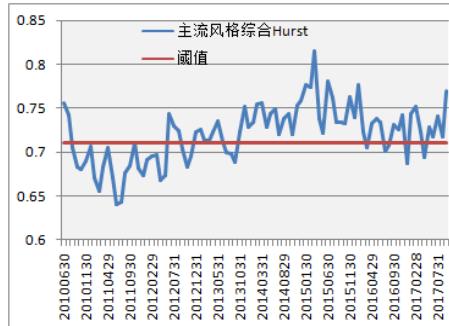
三季度大盘指数表现



风格日历效应



主流风格趋势强度变化



分析师： 史庆盛 S0260513070004



020-87577060



sqs@gf.com.cn

相关研究：

成长小盘难持续、风 格跌宕配价值	2017-4
二季度投资风格展望	
盈利因子相对占优， 500 组合稳中求胜	2017-10

目录索引

一、市场风格回顾	4
(一) 三季度大盘回顾	4
(二) 三季度风格表现回顾	4
(三) 9月风格表现一览	5
二、4季度风格展望	6
(一) 日历效应看风格：四季度重视风格切换，蓝筹价值强势回归	6
(二) 结束纠缠，紧跟趋势：超配价值，规避高换手	7
(三) 市场维持窄幅震荡：规避高换手个股	9
(四) 风格建议：顺势而为，价值蓝筹仍有配置空间！	10
三、行业风格点评	10
四、风格均衡策略表现	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

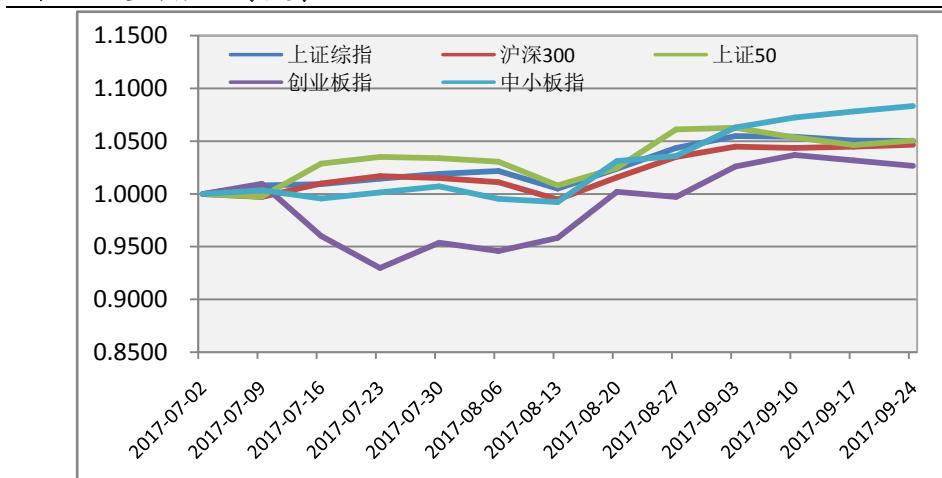
图 1: 大盘指数三季度表现.....	4
图 2: 主流风格不同时间维度表现.....	5
图 2: 近期风格收益回顾	5
图 4: 价值风格近 10 年及近 1 年表现最佳板块	11
图 4: 流动性风格近 10 年及近 1 年表现最佳板块	12
图 6: 沪深 300 多因子组合全样本回测结果.....	13
图 7: 沪深 300 多因子组合近期表现	13
图 8: 中证 500 多因子组合全样本回测结果.....	14
图 9: 中证 500 多因子组合近期表现	14
图 10: 中证 800 多因子组合全样本回测结果	15
图 11: 中证 800 多因子组合近期表现.....	15

一、市场风格回顾

(一) 三季度大盘回顾

三季度 A 股继续震荡上行，其中创业板指先跌后涨，整体依然较弱；大盘蓝筹依然延续向上趋势，同时热点逐渐向中盘蓝筹扩散，其中上证 50 和沪深 300 分别上涨 4.8% 和 4.6%，中小板指则大涨 8.9%，整体来看市场前阶段的“一九”分化行情有所改善，市场重新回归具有“广度”的结构状态，风格轮动依然是把握四季度结构行情的关键。

图 1：大盘指数三季度表现



资料来源：广发证券发展研究中心

(二) 三季度风格表现回顾

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。

回顾三季度主流风格表现：

创业板相对较弱，随着市场热点向中盘股扩散，市值风格方面中小盘整体占优，但一年期风格因子 IC 仍然高达约 7%，大盘蓝筹占优的格局尚未扭转。

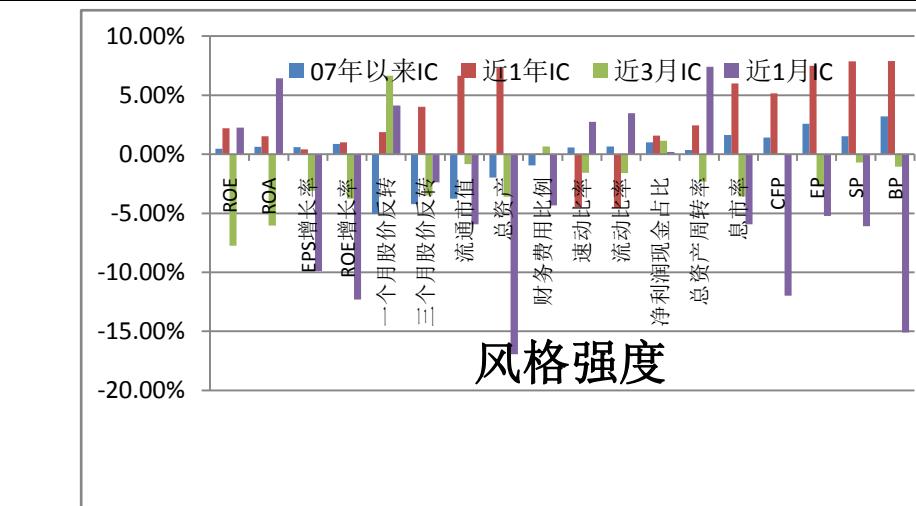
股价风格上，由于前期大盘蓝筹已经兑现了较大涨幅，加之热点逐步扩散，部分个股呈现“反转”特征，但 1 个月区间个股动量效应依然很强，短期依然适合顺势操作。

盈利风格近一年表现超预期，三季度随着蓝筹行情的降温风格收益有所放缓。据日历统计，四季度盈利风格均有不错的表现，9 月份盈利风格的再次回归或许是蓝筹即将再

次走强的一个信号。

价值风格是我们近一年一直建议重点关注的风格，三季度虽然风格收益有所回调，但中长期趋势依然强劲，也是四季度应继续重点关注的风格之一。

图 2：主流风格不同时间维度表现

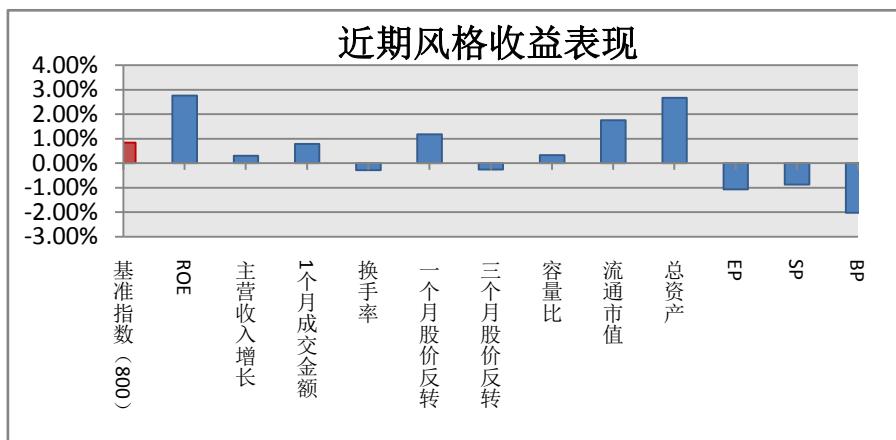


资料来源：广发证券发展研究中心

(三) 9月风格表现一览

回顾9月风格收益情况。中证800上涨0.85%。盈利因子表现相当亮眼，此外规模因子也表现不俗。具体而言，ROE因子获2.77%的超额收益，总资产、流通市值因子紧随其后，分别获2.67%和1.76%的收益，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、4季度风格展望

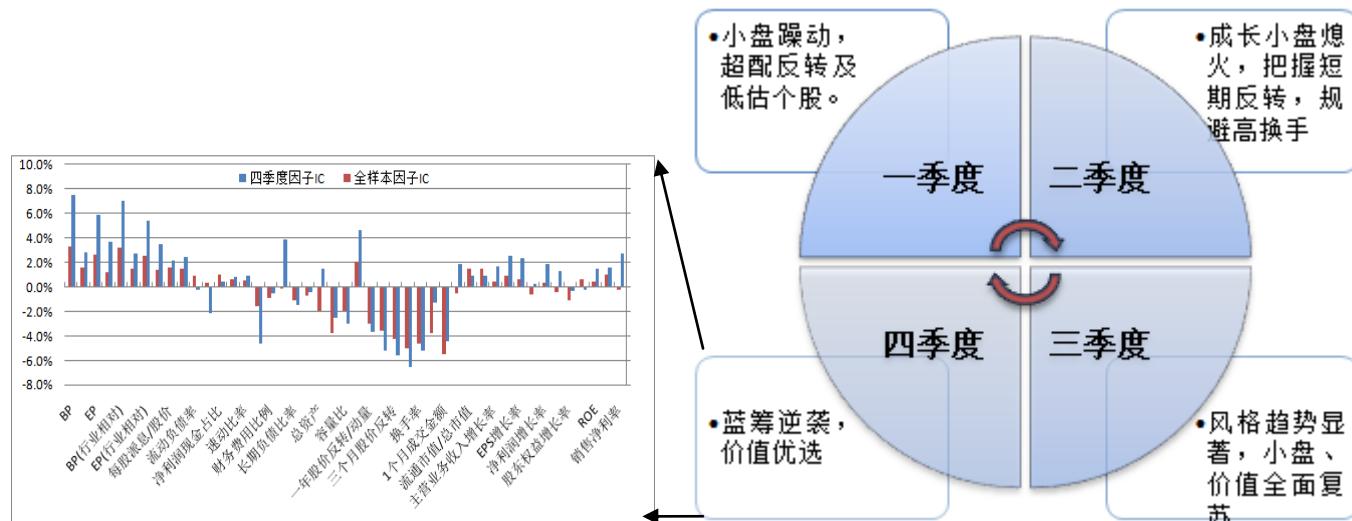
3季度随着市场热点向中盘扩散，蓝筹价值行情有所放缓，是短期的调整还是小盘强势回归的前奏，这是当前市场聚焦的热点之一；此外，历史上四季度多次出现的风格切换规律也一定程度上预示着风格的下一步走向。报告分别基于日历效应与风格趋势等维度进行风格前瞻。

(一) 日历效应看风格：四季度重视风格切换，蓝筹价值或强势回归

二季度初，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：四季度是全年主流风格变化最大的时期，

图 1：风格因子季节性统计

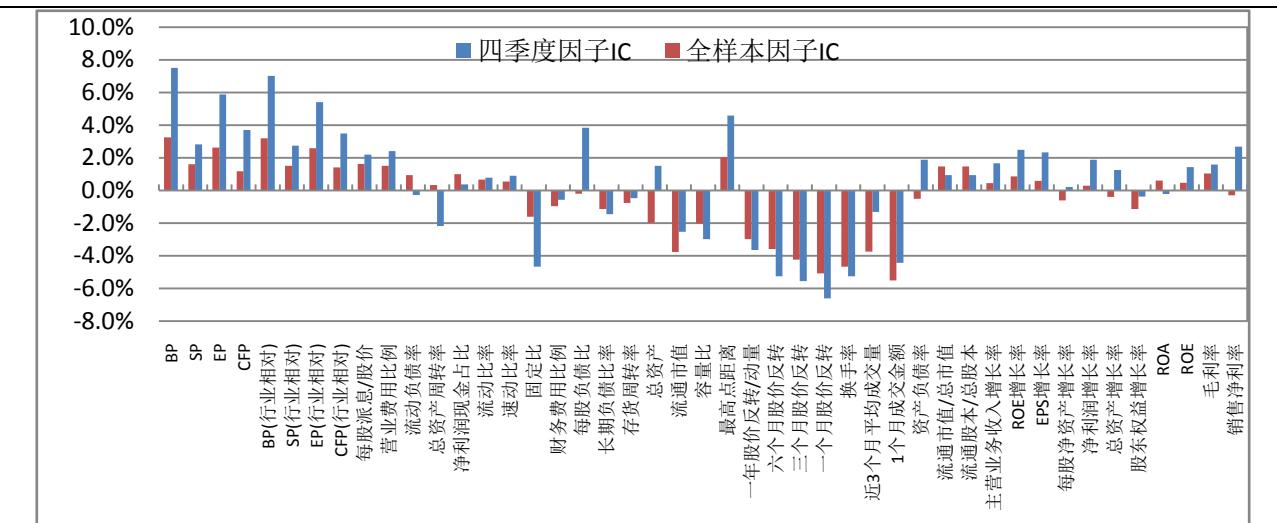


数据来源：广发证券发展研究中心

其中最显著的规律如下：价值风格四季度的表现非常抢眼，盈利成长等基本面风格也有不俗表现。反观大/小盘规模风格在四季度则大打折扣。

基于上述日历效应，建议四季度依然以大盘价值风格为重点配置风格，并重点关注行业内盈利基本面较好的标的。

图 2: 4 季度风格因子表现对比

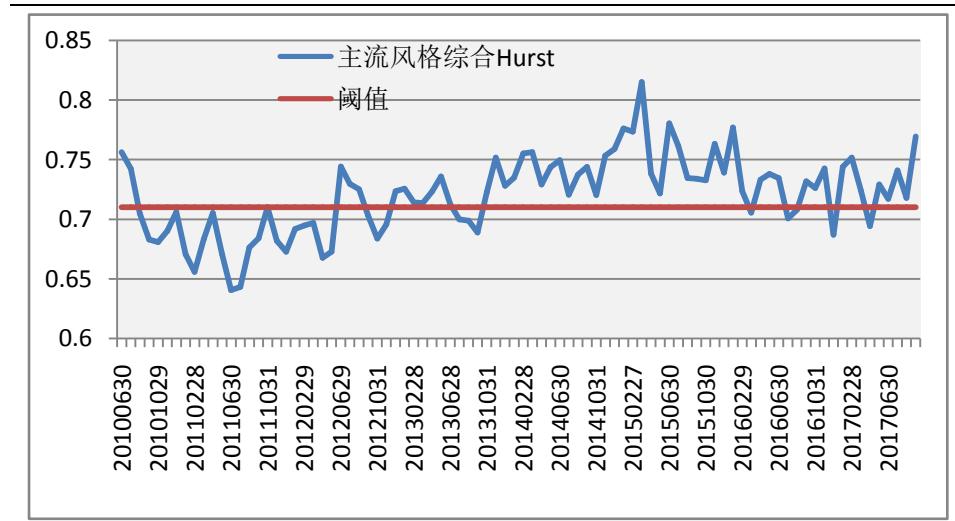


数据来源：广发证券发展研究中心

(二) 结束纠缠，紧跟趋势：超配价值，规避高换手

趋势或反转一直是在做风格轮动时需面临的一大难题，尤其自今年以来大盘出现“一九”行情，市场结构的变化使得传统风格策略难以获取Alpha收益，许多主流风格纷纷出现反转或陷入趋势与反转的纠缠状态。下面我们尝试通过观察各类风格的趋势强度，构造主流风格Hurst指标，用于刻画风格的趋势强度，并基于此判断主流风格未来的动向。

图 3: 主流风格综合 Hurst 指数



数据来源：广发证券发展研究中心

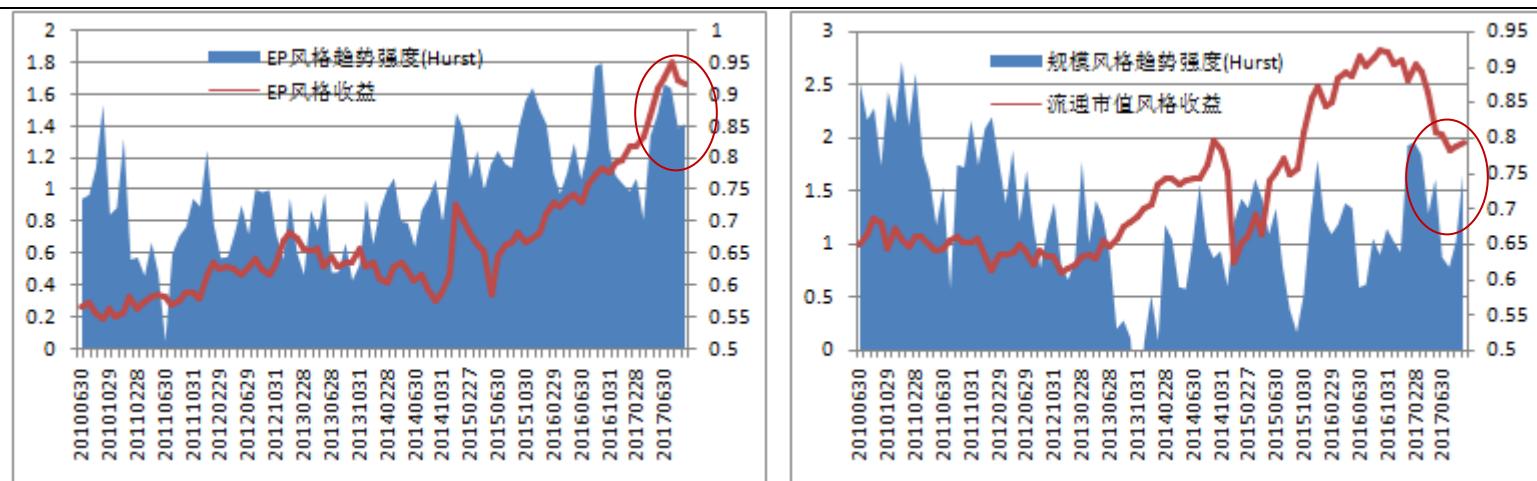
如上图所示，今年以来综合风格的Hurst指数整体高于去年，主流风格的趋势追踪效果也显著更优，近期更是迅速反弹，意味着长达一年的风格纠缠宣告结束，接下来主流风格或将延续显著的趋势特征。

其中，价值风格近年来的趋势特征最显著，短期虽然风格收益有所回调，但价值占优的方向并未改变，因此四季度依然建议超配低估值股票。

伴随周期蓝筹的崛起，大/小盘风格经历了近十年来持续时间最长的一次风格切换，9月份小盘有所反弹但趋势未改，结合近期风格Hurst有所回升，建议短期跟随风格趋势，依然以大中盘蓝筹为主。

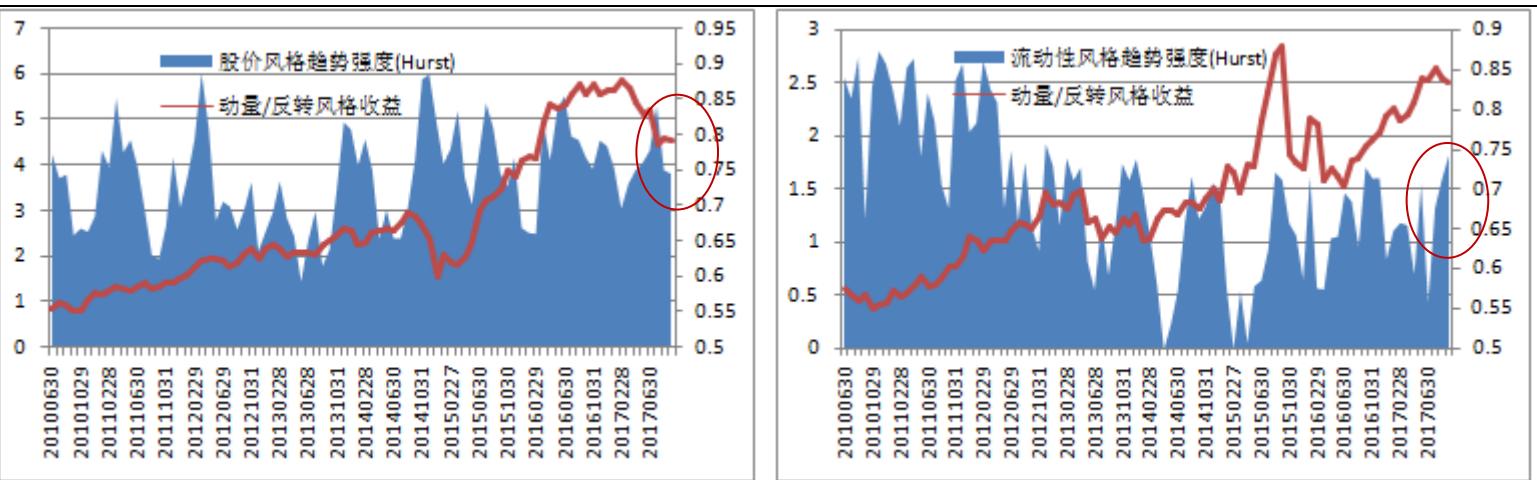
类似的，股价及流动性风格的趋势强度同样有所提升，建议以风格趋势最终为主要策略，建议股价上追趋势，换手风格上以低流通标的为主。

图 4：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

图 5：股价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) 市场维持窄幅震荡：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2007年来不同震荡走势阶段中，各类风格的表现。

图 6: 大盘振幅变化

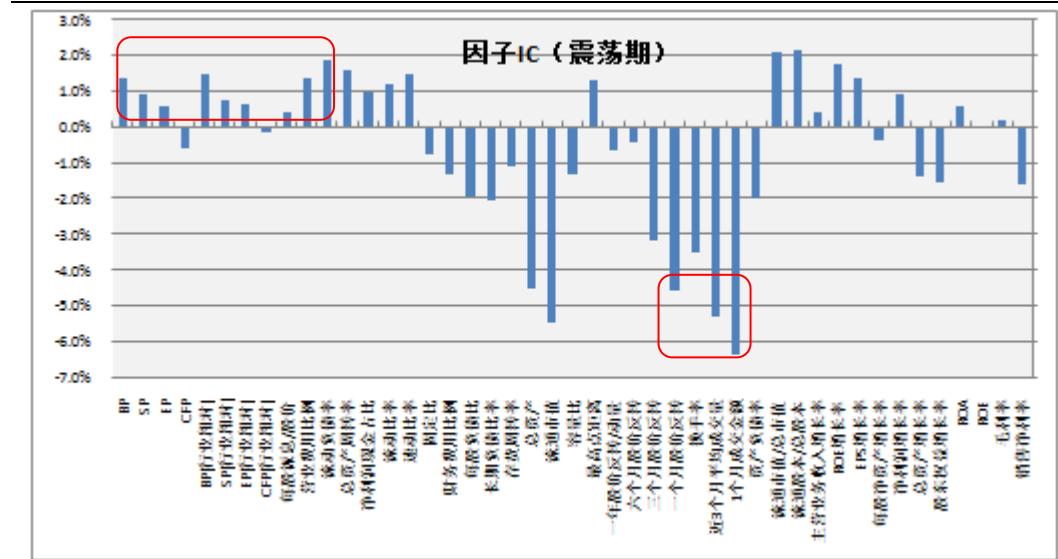


数据来源：广发证券发展研究中心

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]

目前从技术面来看大盘还不具备打破震荡格局的条件，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，应规避高换手个股可能隐藏的砸盘风险，建议超配低流通个股。

图 7：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：顺势而为，价值蓝筹仍有配置空间！

前文分别从季节效应、风格趋势特征以及市场波动特征不同维度对四季度市场风格进行综合分析。

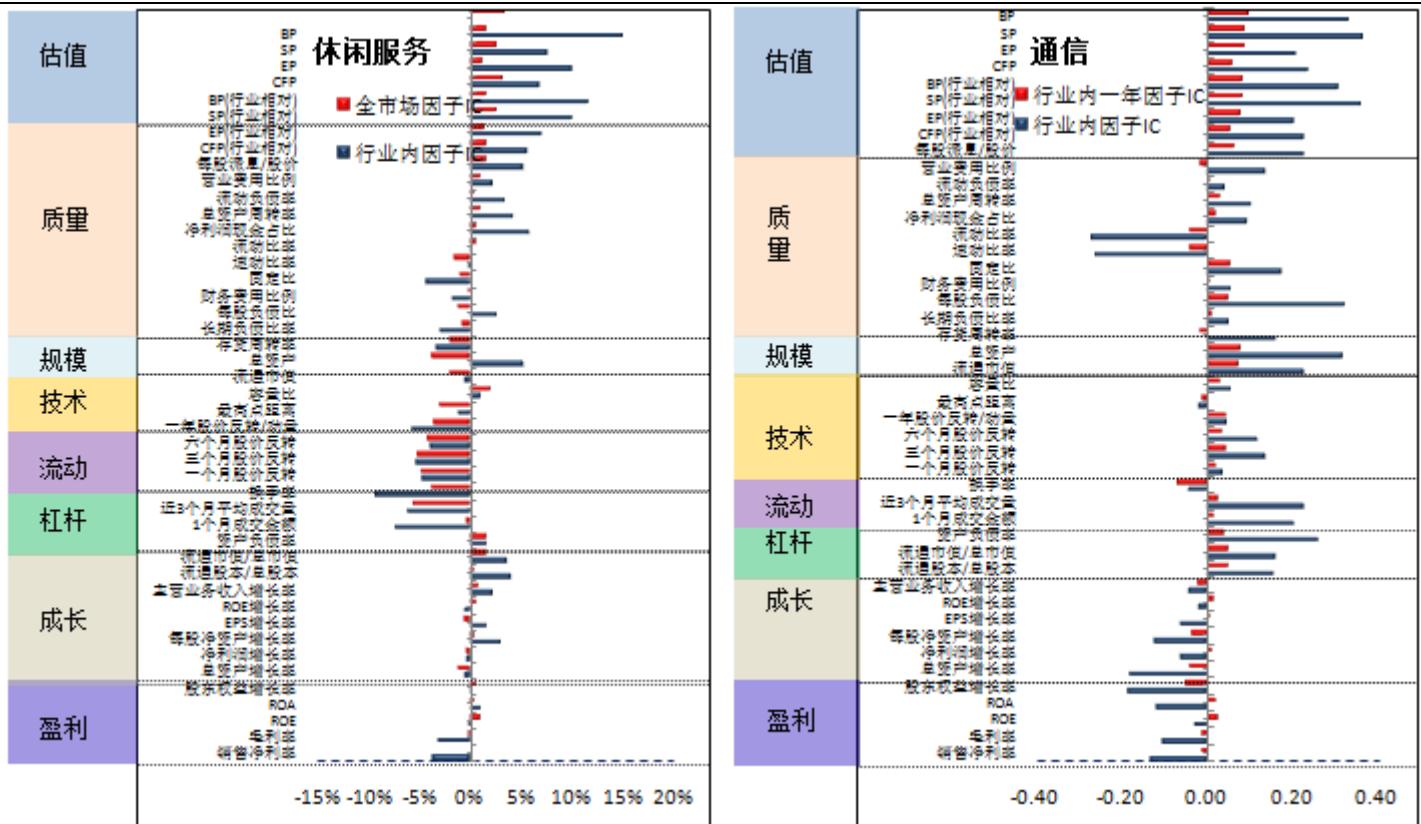
根据分析结果，建议四季度继续重点超配相对低估的大中盘蓝筹，价格上以短期趋势追踪为主，此外规避高换手个股。

三、行业风格点评

据前文所述，四季度推荐重点关注的风格为价值及低流动性等，下面分析对应风格在不同板块的有效性。

以价值风格为例，长期来看应用最有效的行业为休闲服务，其中PB的10年期因子IC高达11.4%；近一年来看，价值风格最适用的行业是通信，其中PB的IC高达30%。

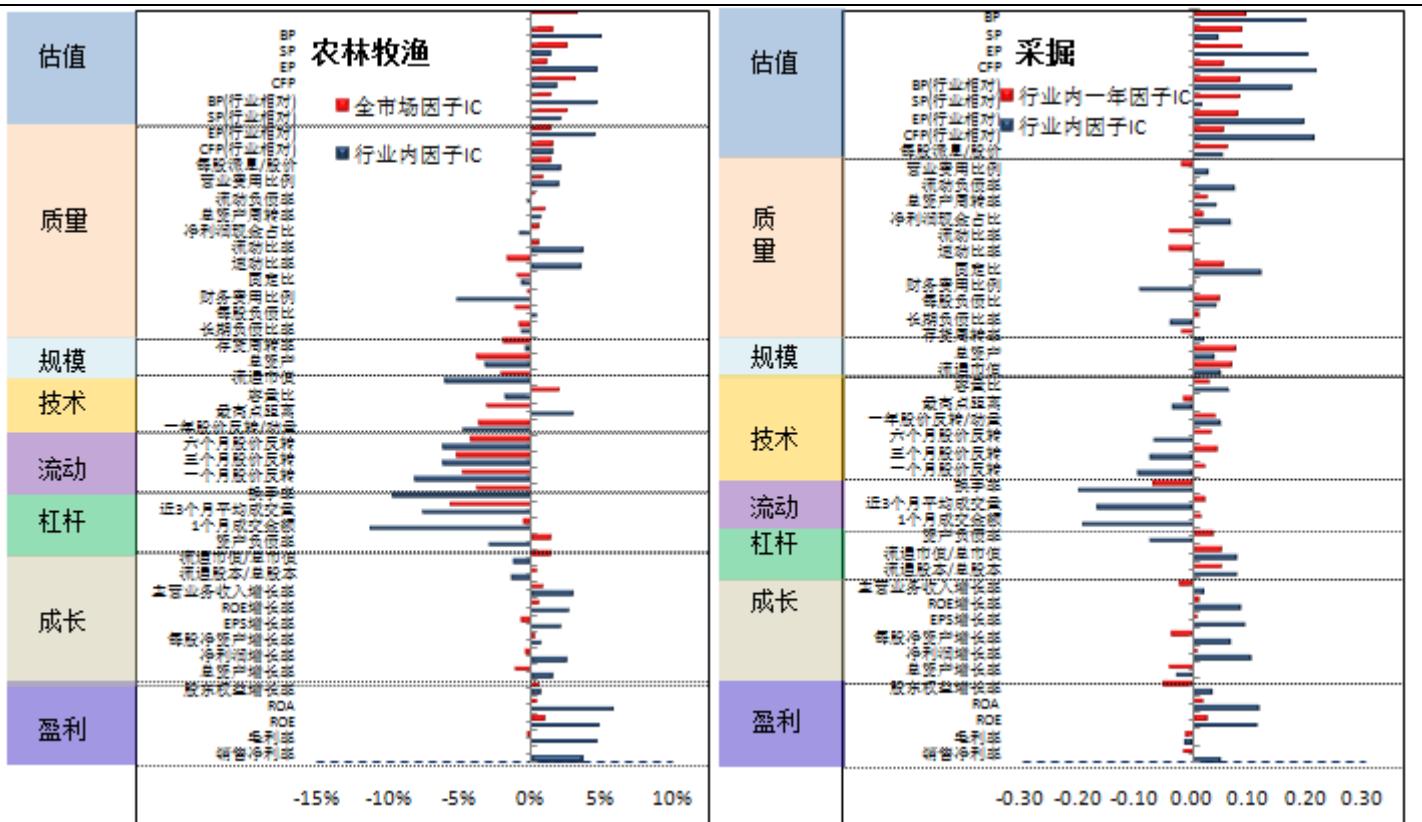
图 4：价值风格近 10 年及近 1 年表现最佳板块



资料来源：广发证券发展研究中心

再看流动性风格，长期来看应用最有效的行业为农林牧渔，其中换手率风格的10年期IC高达9.7%；近一年来看，流动性风格最适用的行业是采掘，其中换手率风格的IC高达20%。

图 5：流动性风格近 10 年及近 1 年表现最佳板块



资料来源：广发证券发展研究中心

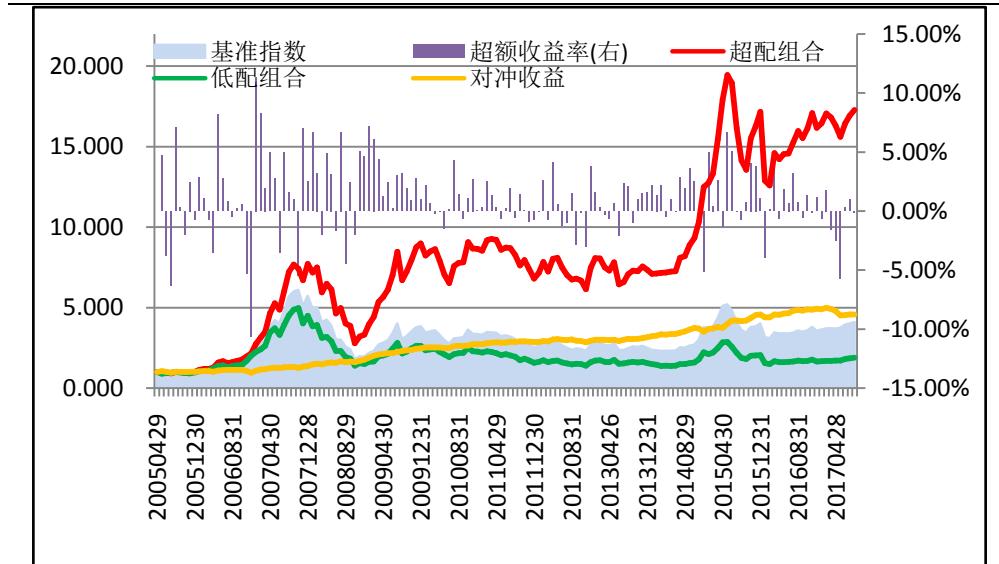
四、风格均衡策略表现

(一) 策略规则

下面分别以沪深300、中证500以及中证800指数成分股作为股票池构造均衡多因子策略。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（9月以来）的回测情况。

(二) 沪深 300 多因子组合策略表现

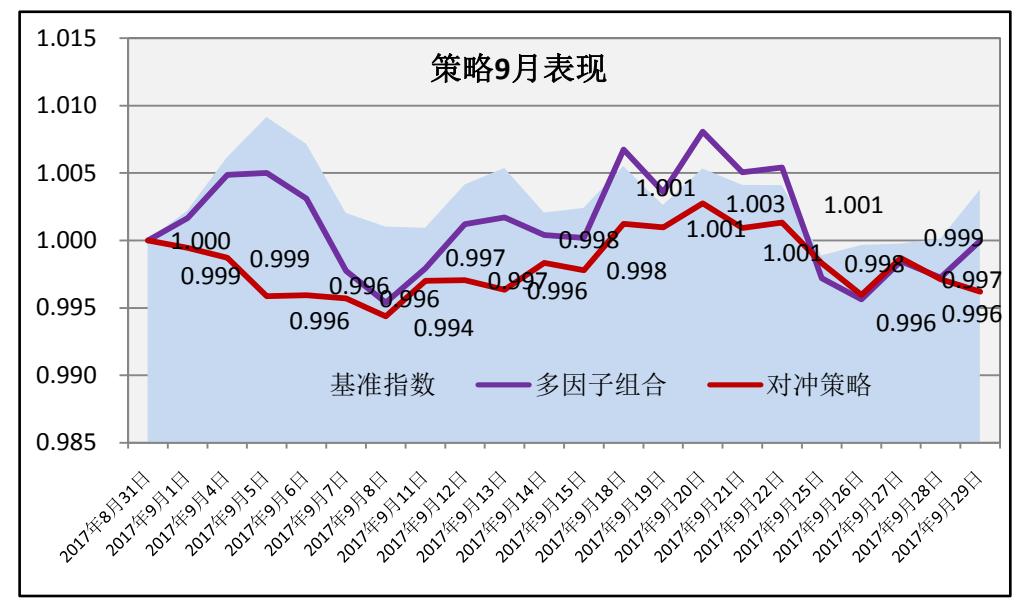
图 6: 沪深 300 多因子组合全样本回测结果



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

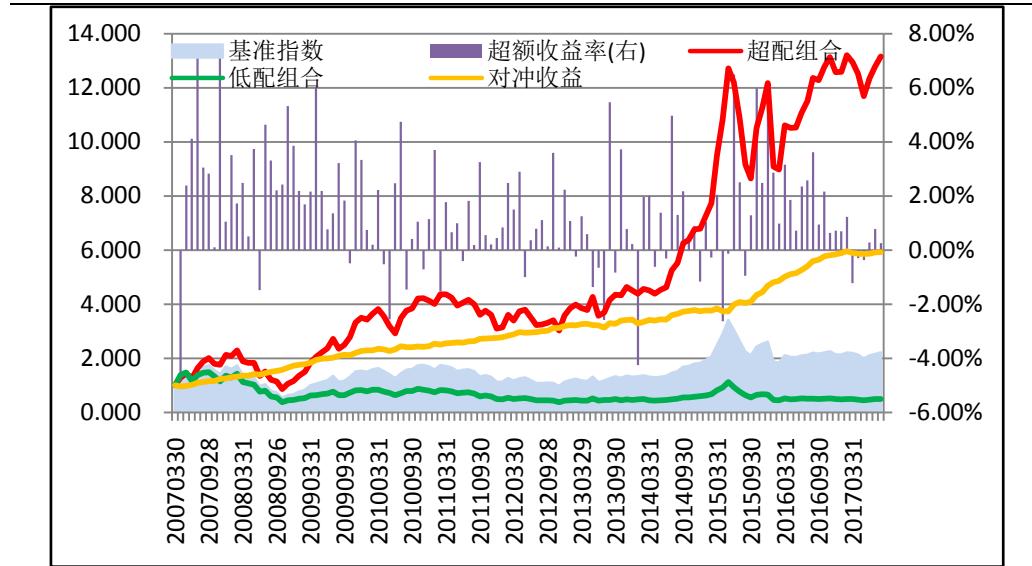


资料来源：广发证券发展研究中心

九月初至今，相对沪深300基准指数，策略组合收获**-0.4%**的超额收益（截至上周收获**0.1%**的收益），最大回撤**0.7%**。

(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

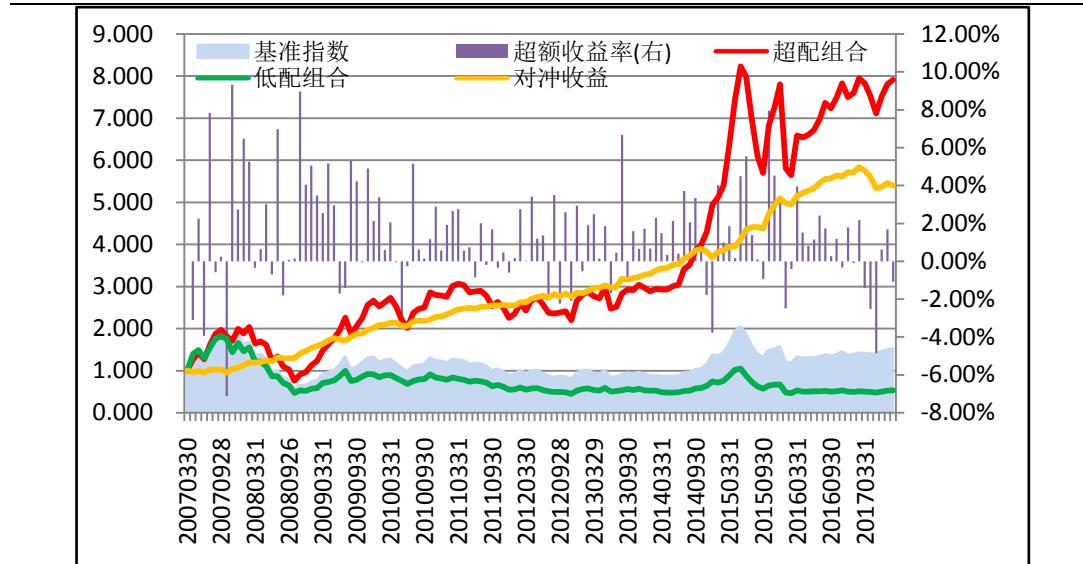


资料来源：广发证券发展研究中心

九月初至今，相对中证500基准指数，策略组合收获**0.6%**的超额收益（截至上周收获**1.2%**的收益），最大回撤**0.9%**。

(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

九月初至今，相对中证800基准指数，策略组合收获**-0.6%**的超额收益（截至上周收获**-0.7%**的收益），最大回撤**1.1%**。

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。