

# 基于风格板块特征的权重优化策略

## ——指数增强产品与投资研究之三

提云涛 A0230511040008 赵文荣  
2012.03



## 主要结论

1. 基于风格特征进行权重优化应用于指数增强具有天然优势：（1）利用风格特征，避免风格择时，自动捕捉超额收益；（2）误差可控：零组合偏离、换手率可控、轮动风格中性加权控制风险；（3）多空操作可行性高：标的股质地及流动性好、无借券融资及卖空限制、无多空操作资金成本。
2. 使用市值中性、行业中性技术降低风险：行业中性下的市值板块偏离度和市值中性下的行业偏离度基本可以控制在5%之内；使用长效风格捕捉Alpha实现增强：回溯五年，我们构建的三类增强策略年化超额收益率对于沪深300在4.2%以上，对于中证500在2.9%以上，年化跟踪误差均在2.8%以下。
3. 相较行业中性下的权重优化策略和市值分层行业中性下的权重优化策略，我们优先推荐市值中性下的权重优化策略。如果增强标的为样本容量足够大的主动股票组合，且无跟踪误差严格限制，风格板块权重优化策略即主动组合管理风格优化策略。

## 主要内容

1. 从长效风格到长期Alpha
2. 哪些风格值得关注？
3. 风险中性下的风格板块权重优化策略
4. 市值分层与行业中性的结合：双重中性策略
5. 结论及投资建议

# 1.1 从长效风格到长期Alpha：策略出发点

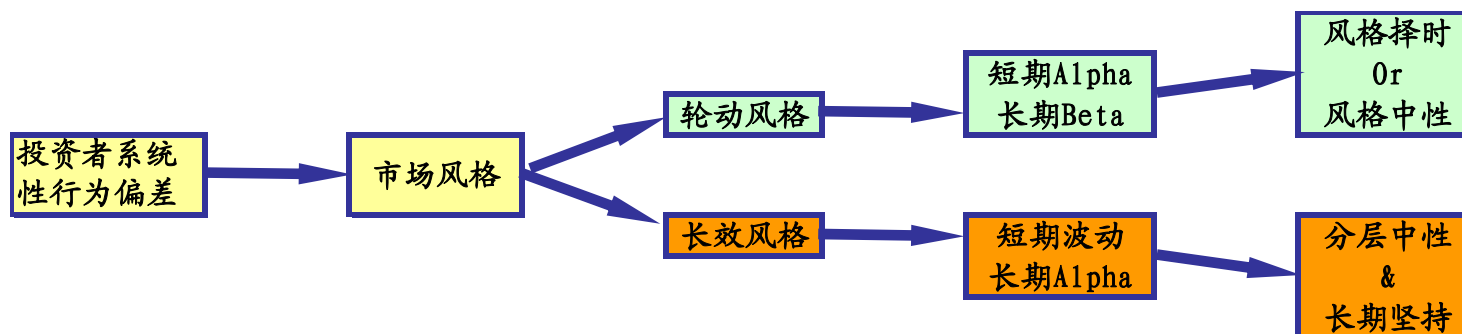
## ■ 分样本空间分层次认识市场风格：长效Vs.轮动

- 尺度一：持久性（时间）：趋势or周期
- 尺度二：波动性（空间）：稳定or波动
- 尺度三：投资性（幅度）：投资机会or价格现象

## ■ 轮动风格中性（中性因子、中性加权or both），长效风格坚持（长期超、低配）

- 轮动风格：如市值风格，强弱变化具有周期性，短期是Alpha，长期是Beta，有风格判断能力则风格择时，无风格判断能力则风格中性
- 长效风格：如估值风格，强弱变化具有趋势性，短期有波动风险，长期是Alpha，分层中性控制波动，超低配强弱风格板块获取Alpha

图1：市场风格属性分类及应对思路



## 1.2 通过组合管理实现绩效提升：风格优化策略的天然优势

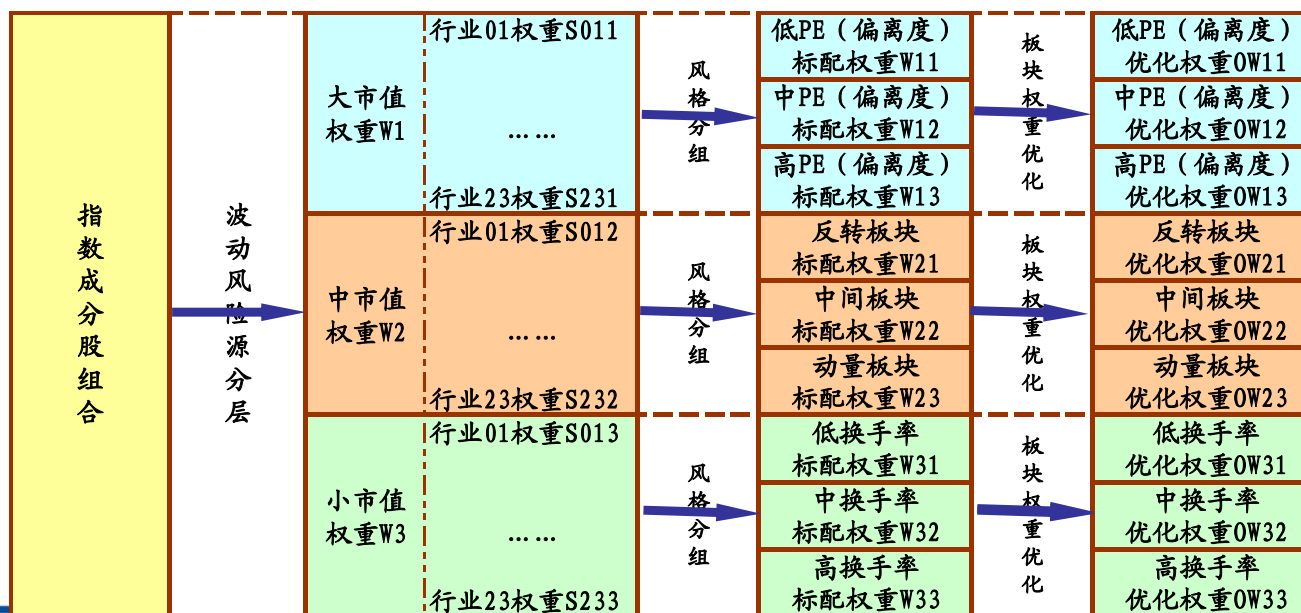
- 利用风格特征，避免风格择时，自动捕捉超额收益
  - 轮动风格：中性技术处理，避免择时和错配，控制波动风险
  - 长效风格：超配强势风格，低配弱势风格，长期坚持，自动捕捉Alpha
- 跟踪误差可控
  - 零组合偏离：成分股内部优化板块权重，不产生组合偏离
  - 换手率可控：可以通过控制超低配程度控制换手率
  - 风格波动风险可控：对于轮动风格采用中性技术处理，规避风格波动风险
- 多空操作可行性高
  - 标的股质地及流动性好
  - 无借券融资及卖空限制、无多空操作资金成本

# 1.3 基于风格特征优化板块权重实现指数增强：策略框架

## ■ 优化思路：市值或行业中性（或同时）下超配强势风格板块低配弱势风格板块

- 风险敞口来自基本面变化（行业轮动、强弱周期、价值成长、产业链等角度）和市场特性（流动性、价格弹性）
- 行业中性可以控制行业轮动、强弱周期、价值成长、产业链等角度的风险，但留有市场风险敞口；市值中性可控制市场风险（流动性、价格弹性），如果使用行业中性因子也可以同时控制绝大部分行业风险
- 超低配操作（以市值分层行业中性为例）：大市值超配低估低配高估，中市值超配反转低配动量，小市值超配低换手率低配高换手率，在保持市值分层后的行业权重不变的提前下，对调整后的板块权重做标准化，作为风格板块的优化权重。

图2：基于风格板块特征的权重优化策略框架：以市值分层行业中性为例



## 1.4 降低波动风险控制跟踪误差增强指数收益：策略评价

### ■ 策略增强原则

- 第一原则：控制跟踪误差；第二原则：增强收益；第三原则：减小回撤幅度和时长

### ■ 策略评价指标

- 年化跟踪误差、年化超额收益率、月度胜率、信息比率、偏离度（行业、市值、风格、个股）、交易成本（换手率）

### ■ 偏离度：优化后的配置权重相对于标配权重的总偏离程度

- 组合偏离度：持有指数成分股之外股票的权重比例，我们的组合偏离度为零
- 行业偏离度：各行业超配权重之和（即单边测算，后同）
- 市值板块偏离度：大、中、小市值板块超配权重之和
- 风格偏离度：对于做权重优化的风格，其中被超配的风格板块超配权重之和
- 个股偏离度：成分股个股超配权重之和

## 主要内容

1. 从长效风格到长期Alpha
2. 哪些风格值得关注？
3. 风险中性下的风格板块权重优化策略
4. 市值分层与行业中性的结合：双重中性策略
5. 结论及投资建议



## 2.1 哪些风格值得关注？——长效风格回溯考察

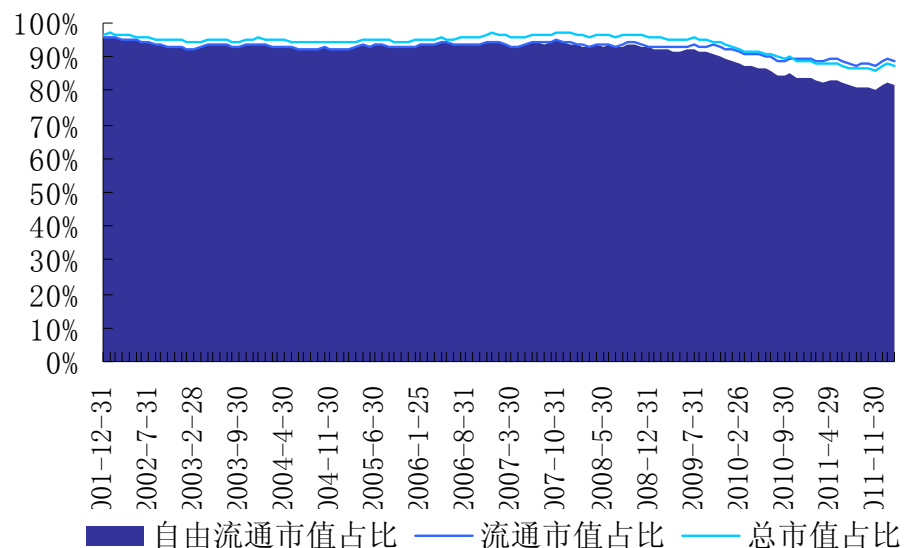
### ■ 考察具有投资价值的风格特征

- 估值回复、动量反转、超买超卖、过度反应

### ■ 回溯十年考察A股总市值最大的1000只股票的风格特征

- 1000只大股票在过去10年中占A股总市值的86%-97%、流通市值的87%-96%、自由流通市值的81%-96%；且可以覆盖沪深300、中证500等重点基准指数成分股
- 按A股总市值划分为Top200、Mid300、Next500三组，考察市值分层后的风格特征

图3：A股总市值排名前1000只股票市值占市场总市值比例



## 2.2 “低估”是硬道理，“高估”是风险

### ■ 估值回复是长效风格

- 绝对估值水平相对组合平均水平回复效应；个股估值偏离对自身移动均值回复效应
- TTM季报数据计算个股PE，按PE的12个月移动均值偏离度由小到大等量三分组考察发现：Top200、Mid300、Next500中存在长效低估效应和高估风险
- 按PE绝对水平做分组考察，结论相同

图5：Mid300板块中均值偏离度三分组长期表现

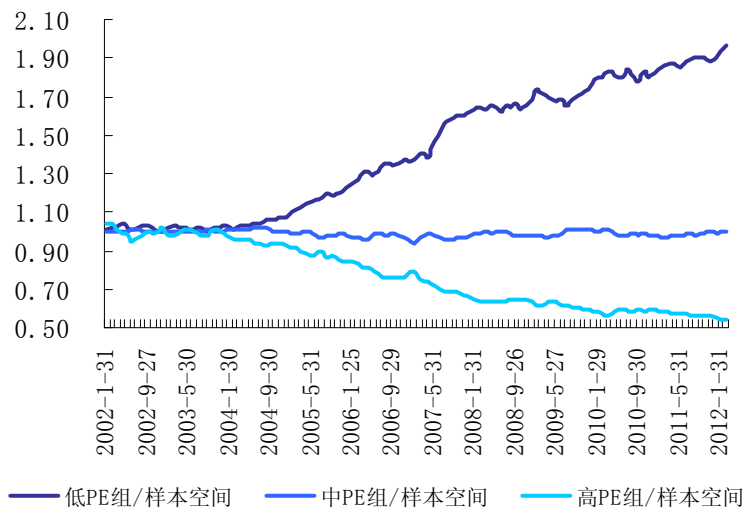


图4：Top200板块中PE均值偏离度三分组长期表现

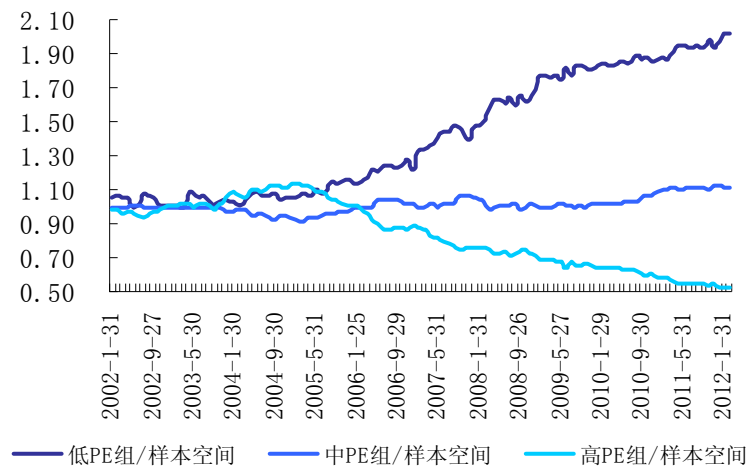
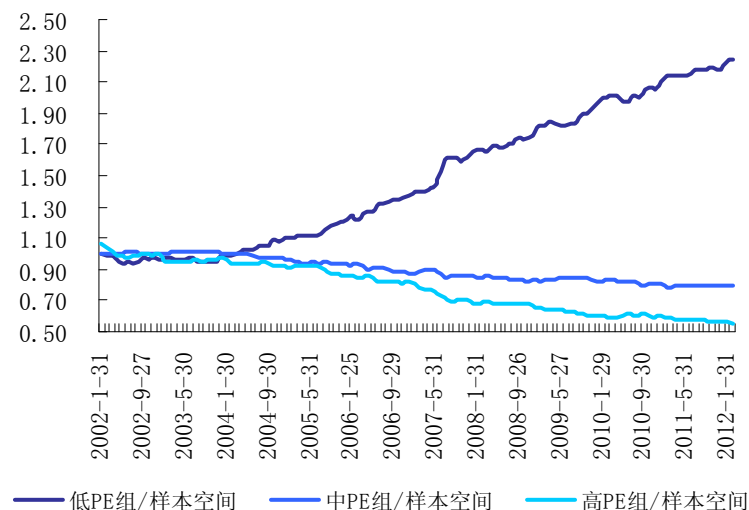


图6：Next500板块中均值偏离度三分组长期表现



## 2.3 大、中、小盘股都可以看短期反转

### ■ 反转是长效风格

- 按照过去一个月的涨幅进行三分组考察动量反转效应
- 物极必反，反转效应是普遍规律；Top200、Mid300、Next500中均存在短期反转现象

图8：Mid300板块中过去一个月涨幅三分组长期表现

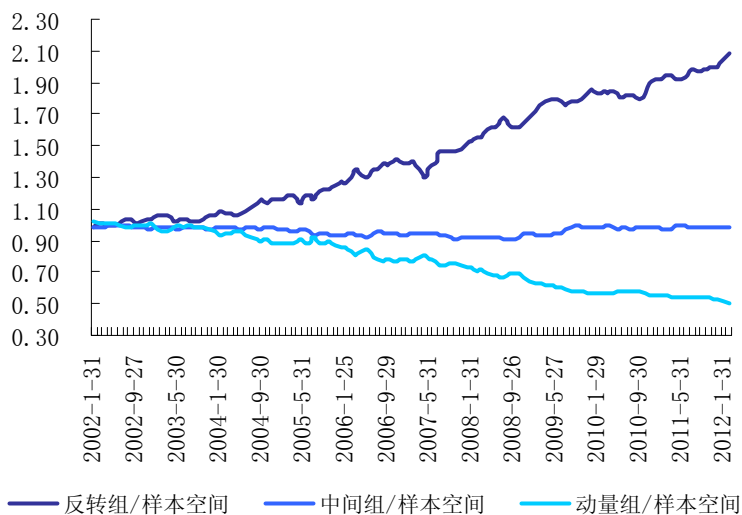


图7：Top200板块中过去一个月涨幅三分组长期表现

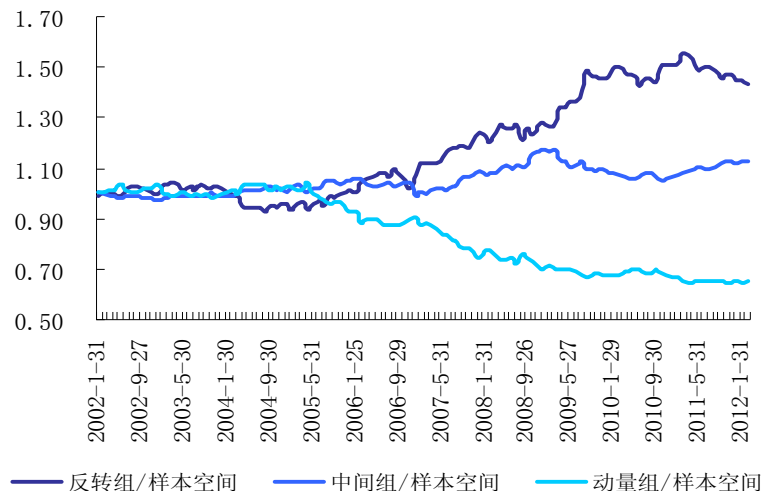
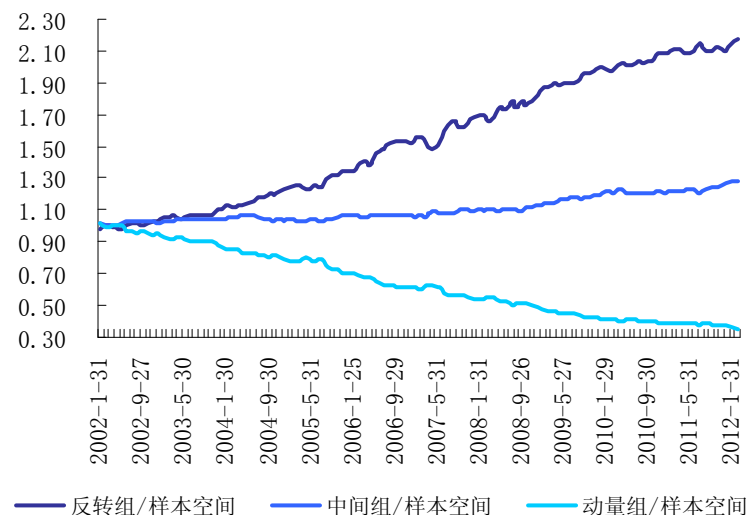


图9：Next500板块中过去一个月涨幅三分组长期表现



## 2.4 中小盘股票中超买超卖更显著

### ■ 超买超卖：中小盘的长效风格特征

- 超买超卖：个股价格偏离相对自身移动均值回复效应
- 通过价格的12个月移动均值偏离度三分组考察超买超卖效应
- 大盘股超买超卖效应不显著，存在较大的风格波动，中盘股风格波动降低，市值板块越小超买超卖效应越稳健

图10：Mid300板块中价格均值偏离三分组长期表现

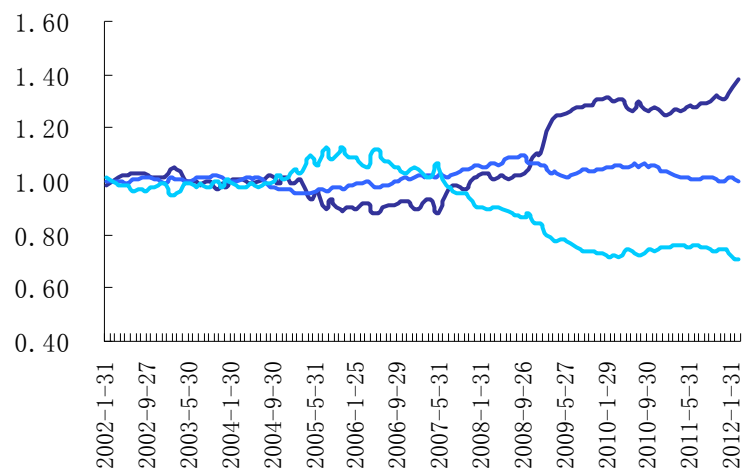
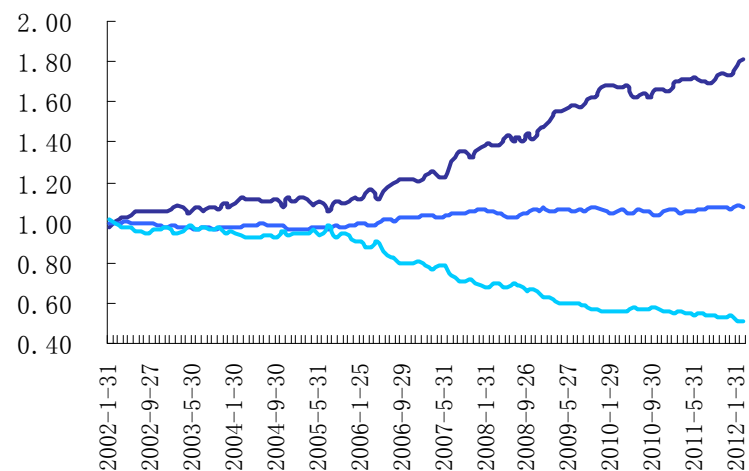


图11：Next500板块中价格均值偏离三分组长期表现



## 2.5 警惕中小盘股票的“高换手率陷阱”

### ■ 过度反应：中小盘股存在可怕的“高换手率陷阱”

- 通过过去一个月的日均换手率三分组考察超买过度反应
- 大、中、小盘均存在显著的“高换手率陷阱”，市值越大中换手率组越好，市值越小高换手率组风险越高，Next500组中，每月调整的高换手率组合十年之后相对样本空间比值只有0.33

图12：Mid300板块中换手率三分组长期表现

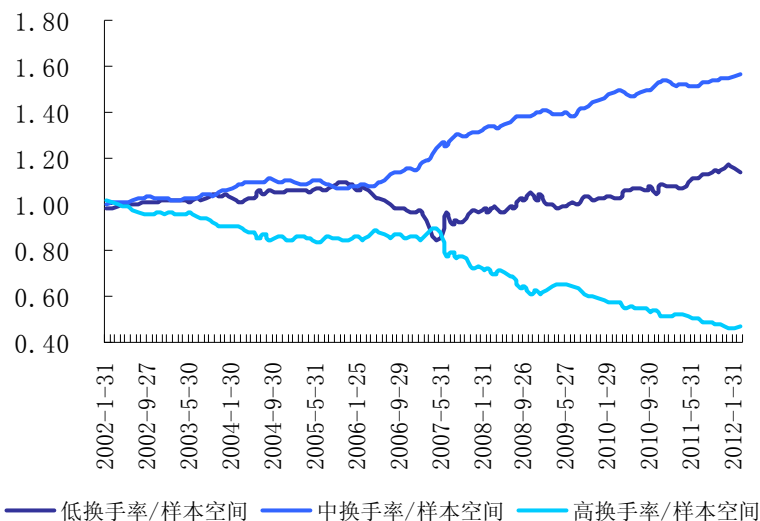
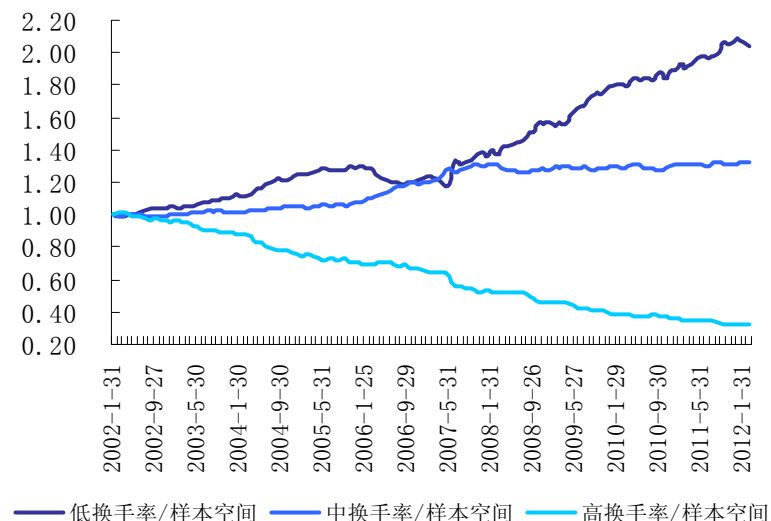


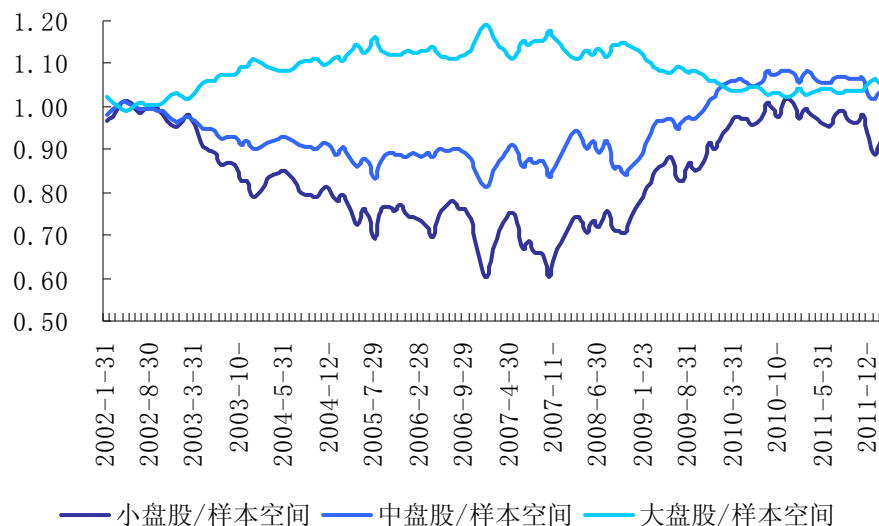
图13：Next500板块中换手率三分组长期表现



## 2.6 小股票板块会持续表现好吗？

- 总市值最大的1000只股票等数量三分组考察：大小盘是轮动风格
- “变”是长效风格的必要条件，“不变”必定不是长效风格
  - 控制“不变”的风格风险：择时或中性

图14：按自由流通市值三分组的市值板块表现



## 主要内容

1. 从长效风格到长期Alpha
2. 哪些风格值得关注？
3. 风险中性下的风格板块权重优化策略
4. 市值分层与行业中性的结合：双重中性策略
5. 结论及投资建议

## 3.1.1 寻找Alpha发动机：从市场长效风格到成分股长效风格

### ■ 风格三分组考察市场长效风格在指数成分股组合中的特征

- 通过十年回溯考察：估值、反转、高换手率是大盘股长效风格；估值、反转、价格均值偏离、高换手率是中小盘长效风格
- 以估值风格为例：以PE的12个月移动均值偏离度分组测试沪深300、中证500估值风格板块特征

图15：沪深300指数成分股按低PE风格三分组表现

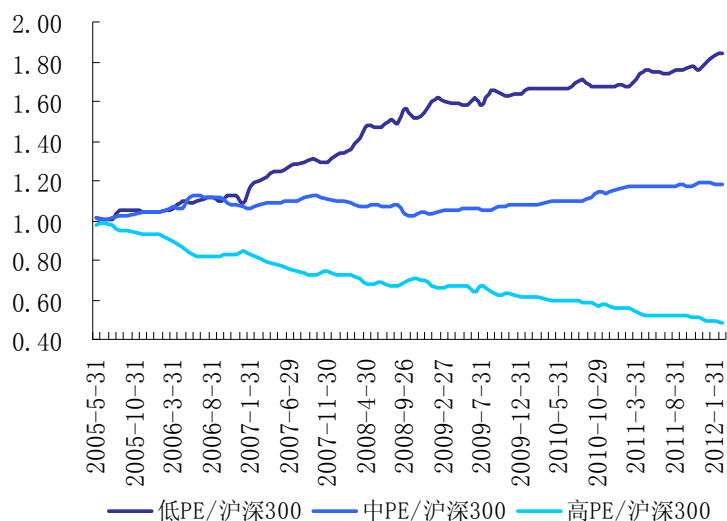
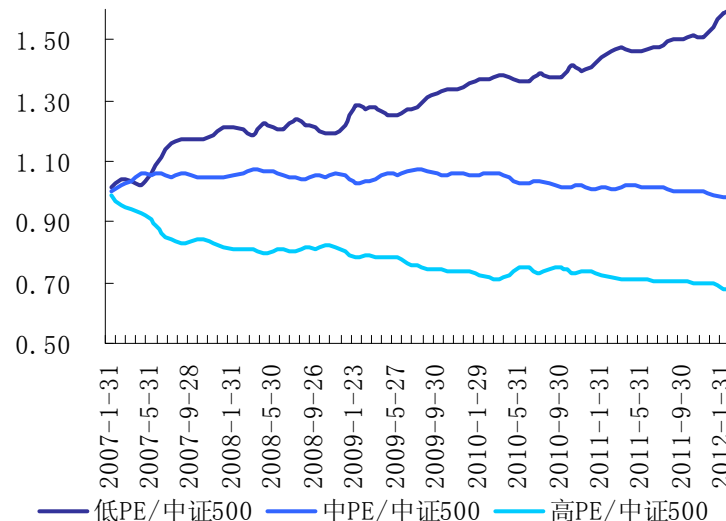


图16：中证500指数成分股按低PE风格三分组表现





## 3.1.2 行业中性控制波动风险，超低配强弱风格板块增强收益

- 构建行业中性因子划分风格板块，行业中性加权构建增强策略
  - 通过行业中性因子、行业中性加权控制跟踪误差，降低风格波动
- 行业中性下超配低估风格板块，低配高估风格板块
  - 风格因子：TTM（季报）年化PE的12个月移动均值偏离度；行业中性三分组形成风格板块
  - 以指数成分股标配权重为基础，低、中、高风格板块标配权数乘以1.8、1、0.2之后按行业中性权重再平衡，形成风格板块优化权重

图17：行业中性下优化估值风格板块权重增强沪深300

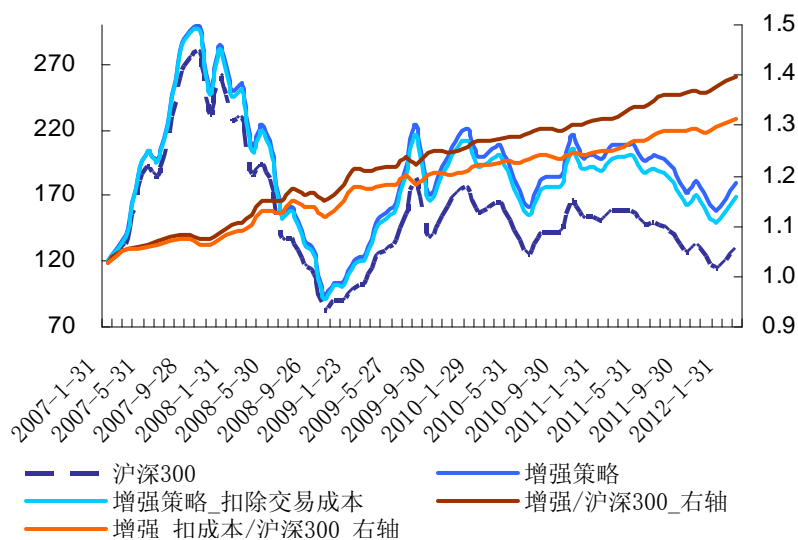
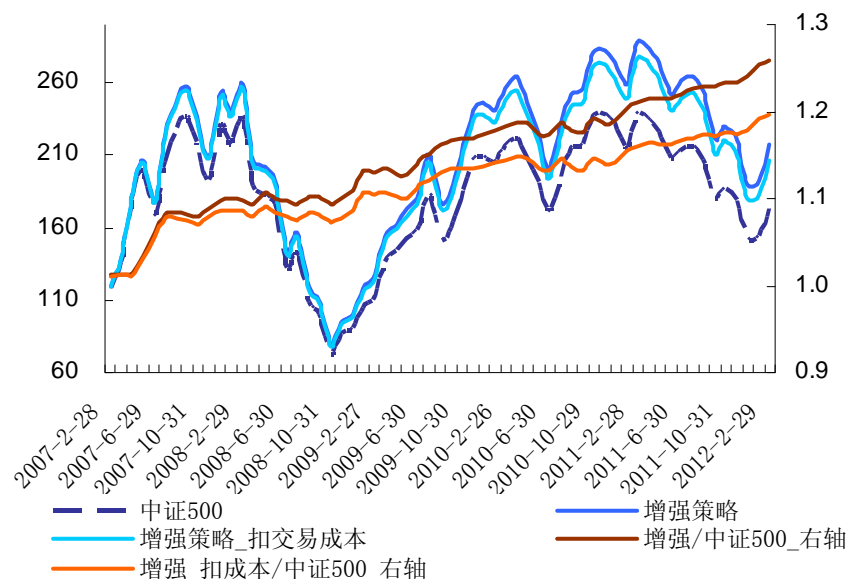


图18：行业中性下优化估值风格板块权重增强中证500



### 3.1.3 风格板块偏离贡献超额收益，行业中性控制跟踪误差

- 风格板块偏离贡献超额收益，行业中性控制跟踪误差降低风格波动风险
  - 沪深300、中证500风格板块偏离度和个股偏离度均在25%-30%附近，增强策略类似内部130/30
  - 行业中性（偏离度为0）下市值板块（按股票数量2：3：5分组统计）偏离度基本在10%以内，行业中性和市值低偏离有效控制了跟踪误差和策略组合波动风险
- 适度交易捕捉了强势风格Alpha规避了弱势风格风险
  - 沪深300和中证500月均换手率在15%附近

图19：沪深300增强策略月均偏离度与换手率（单边）

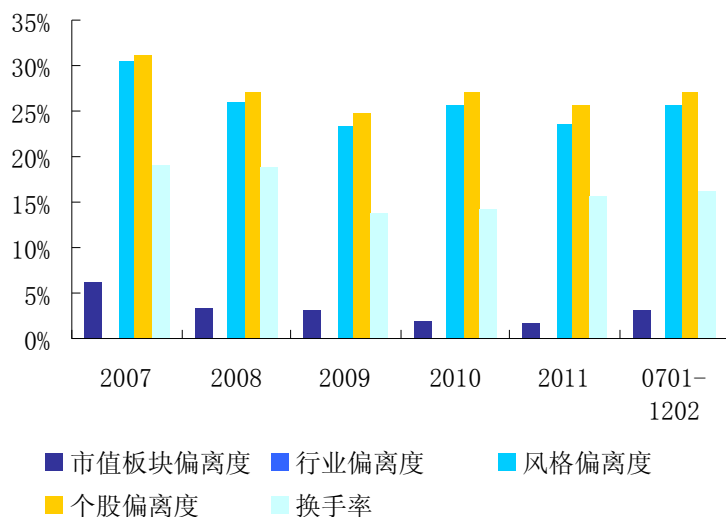
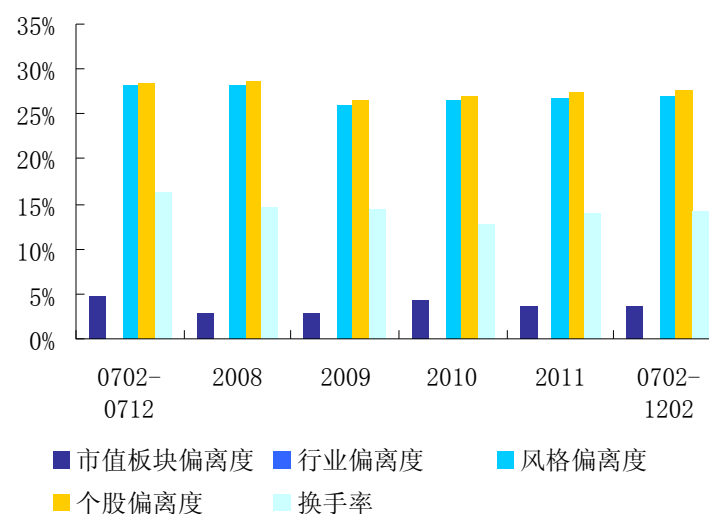


图20：中证500增强策略月均偏离度与换手率（单边）



## 3.1.4 行业中性下优化风格板块权重的增强策略满足要求

### ■ 行业中性下优化风格板块权重是一种可行的指数增强策略

- 跟踪误差：沪深300、中证500年化跟踪误差（扣除交易成本）分别为2.72%、2.37%
- 年化超额收益：沪深300年化超额收益率最低为3.00%，即便剔除1.5%的分红及分化再投资影响仍有增强效果；中证500最低年化超额收益率为0.52%，扣除0.2%的分红影响，仍有增强效果。
- 信息比率：沪深300年度最低IR为1.26；中证500在2008、2010年增强效果较差，但累计IR达1.49

表1：沪深300、中证500行业中性风格板块权重优化增强策略评价指标一览表

	不扣交易成本				扣除交易成本（单边0.3%）				
	超额收益 （年化）	跟踪误差 （年化）	信息比率	月度胜率	超额收益 （年化）	跟踪误差 （年化）	信息比率	月度胜率	
沪深300	2007	8.42%	3.71%	2.63	91.67%	7.07%	3.72%	2.27	91.67%
	2008	9.34%	3.78%	2.18	66.67%	8.01%	3.79%	1.86	66.67%
	2009	5.79%	2.23%	1.48	66.67%	4.80%	2.26%	1.26	66.67%
	2010	4.02%	1.45%	2.56	66.67%	3.00%	1.51%	1.98	58.33%
	2011	4.92%	1.36%	3.43	91.67%	3.80%	1.44%	2.63	66.67%
	0701-1202	<b>6.60%</b>	<b>2.69%</b>	<b>2.19</b>	<b>77.42%</b>	<b>5.45%</b>	<b>2.72%</b>	<b>1.83</b>	<b>70.97%</b>
中证500	0702-0712	9.83%	2.64%	3.10	81.82%	8.66%	2.62%	2.79	81.82%
	2008	2.01%	3.55%	0.70	50.00%	0.98%	3.59%	0.18	41.67%
	2009	5.37%	1.66%	2.17	66.67%	4.35%	1.68%	1.84	66.67%
	2010	1.44%	1.95%	0.66	50.00%	0.52%	2.00%	0.30	50.00%
	2011	4.19%	1.27%	3.33	75.00%	3.21%	1.31%	2.49	75.00%
	0702-1202	<b>4.65%</b>	<b>2.34%</b>	<b>1.87</b>	<b>65.57%</b>	<b>3.63%</b>	<b>2.37%</b>	<b>1.49</b>	<b>63.93%</b>

资料来源：申万研究

## 3.2.1 控制市值风险，行业适度波动，优化风格板块权重

### ■ 通过市值中性控制波动风险：市值中性策略

- 市值分层多空策略：在不同市值板块内，根据风格特征（市值板块不同可以使用不同的风格），行业中性分组优化风格板块权重
- 沪深300：市值板块按股票数20%、30%、50%由大到小分组。市值板块分层考察长效因子的风格特征：大市值重低PE（偏离度）、中市值重低PE、小市值重低PE（偏离度）
- 中证500：市值板块按股票数20%、30%、50%由大到小分组。市值板块分层考察长效因子的风格特征：大市值重低估、中市值看反转、小市值防“换手率陷阱”

图21：沪深300市值分层长效风格（以IR表征）

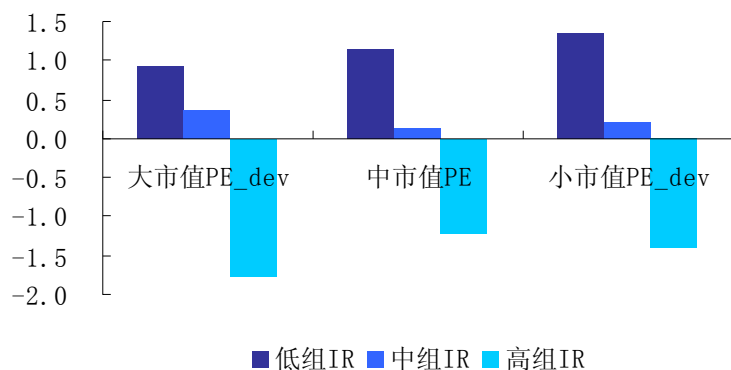
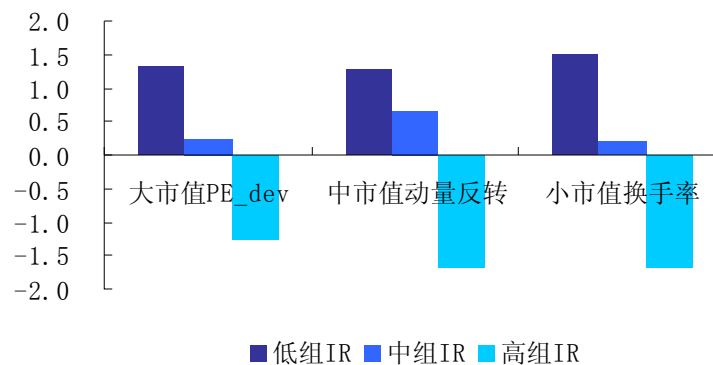


图22：中证500市值分层长效风格（以IR表征）



## 3.2.2 市值中性下，优化风格板块权重增强指数表现：中证500

- 中证500指数按总市值由大到小排序，按股票数2：3：5行业中性三分组
  - 大市值组：低、中、高PE（偏离度指标）板块；中市值组：反转、中间、动量板块；小市值组：低、中、高换手率板块
  - 标配权重乘以1.8、1、0.2之后在市值板块中性加权下再平衡作为风格板块优化权重
- 控制市值风险后，行业波动也很低（偏离度小于5%），有效控制了跟踪误差

图23：中证500市值中性风格板块权重优化策略表现

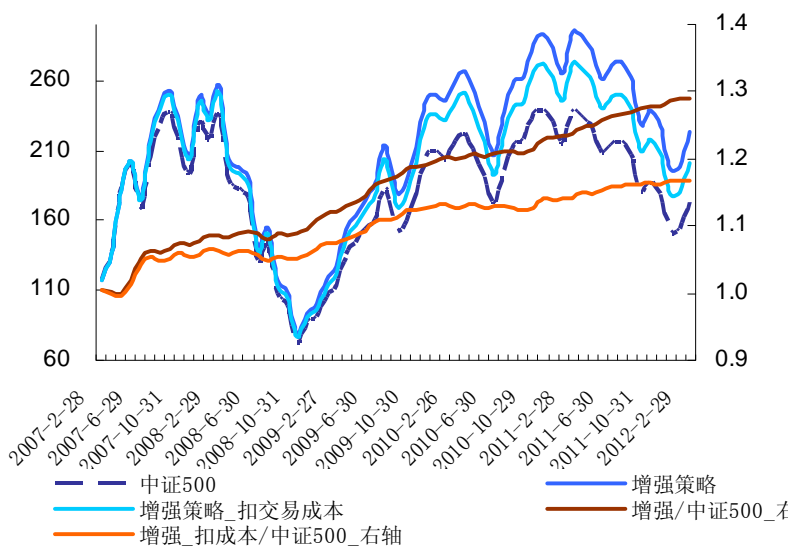
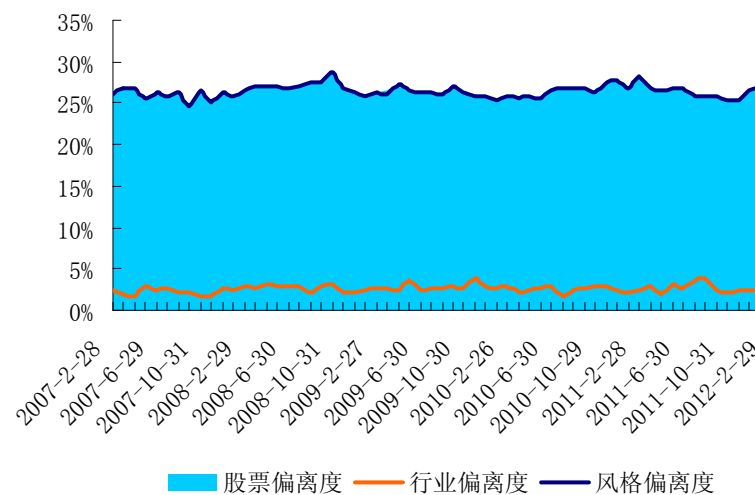


图24：中证500市值中性风格板块权重优化策略偏离度

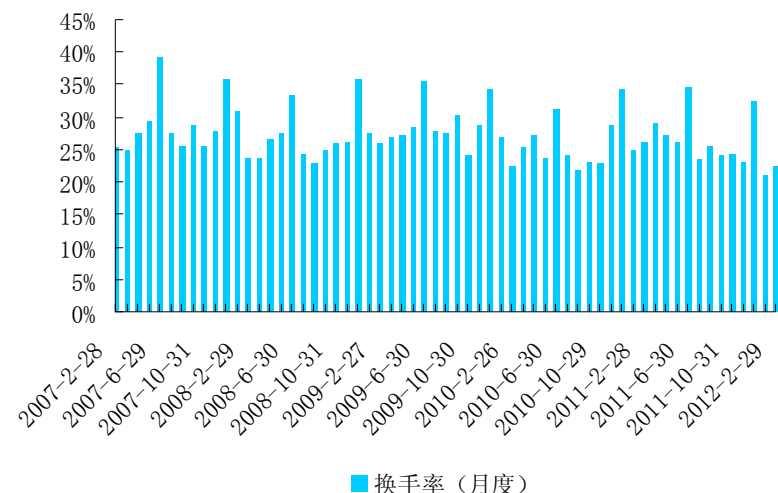


### 3.2.3 市值中性下，优化风格板块权重增强指数表现：中证500

#### ■ 市值分层风格板块多样化之后，增强效果，尤其是稳健性有所提升

- 累计信息比率由1.49提升到1.54，年度最小信息比率由0.18提高到0.48
- 2008、2010年化超额收益率分别由0.98%、0.52%提高到1.40%、0.80%，扣除0.2%的分化及分化再投资贡献，仍然有一定的增强效果
- 组合换手率，剔除指数成分股调整月份，与风格偏离度水平接近。策略整体效果类似内部130/30策略

图25：中证500市值中性风格权重优化策略月度换手率



资料来源：申万研究

表2：中证500市值中性风格板块权重优化策略评价指标一览表

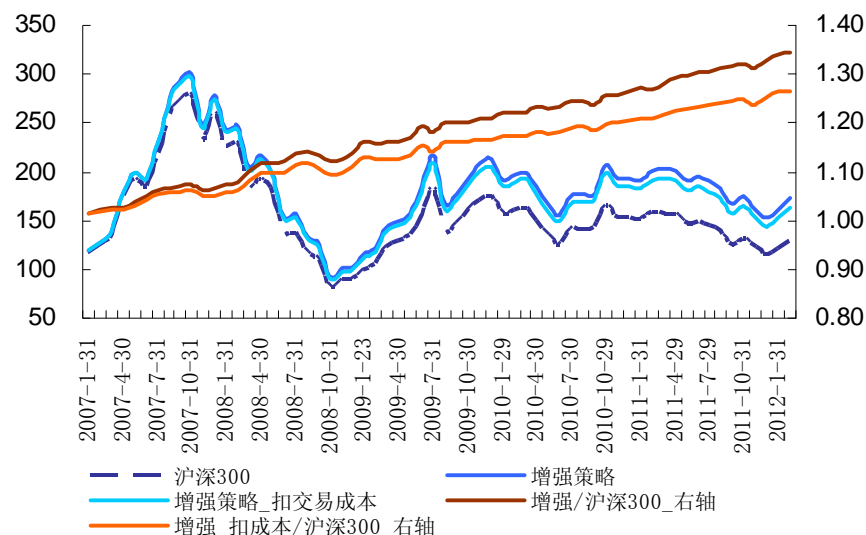
	月度平均指标					不扣交易成本				扣除交易成本（单边0.3%）			
	市值板块 偏离度	行业偏 离度	风格偏 离度	个股偏 离度	换手率 (单边)	超额收益 (年化)	跟踪误差 (年化)	信息比 率	月度胜率	超额收益 (年化)	跟踪误差 (年化)	信息比 率	月度胜率
0702-0712	0.00%	2.22%	26.0%	26.0%	28.8%	7.71%	2.42%	2.26	63.6%	5.65%	2.43%	1.69	63.6%
2008	0.00%	2.69%	27.0%	27.0%	27.1%	3.31%	3.25%	1.42	58.3%	1.40%	3.37%	0.48	58.3%
2009	0.00%	2.82%	26.3%	26.4%	28.7%	7.34%	1.59%	6.13	100.0%	5.31%	1.67%	4.70	100.0%
2010	0.00%	2.56%	26.4%	26.4%	26.0%	2.65%	1.82%	1.71	66.7%	0.80%	1.92%	0.58	58.3%
2011	0.00%	2.69%	26.4%	26.4%	26.7%	4.31%	1.32%	5.11	100.0%	2.41%	1.51%	3.00	75.0%
0702-1202	0.00%	2.60%	26.5%	26.5%	27.3%	4.94%	2.17%	2.46	78.7%	3.00%	2.26%	1.54	70.5%

资料来源：申万研究

## 3.2.4 市值中性下，优化风格板块权重增强指数表现：沪深300

- 沪深300按总市值由大到小排序，按股票数2：3：5行业中性三分组
  - 大市值组：低、中、高PE（偏离度）板块；中市值组：低、中、高PE板块；小市值组：低、中、高PE（偏离度）板块
  - 标配权重乘以1.8、1、0.2之后在市值板块中性加权下再平衡作为风格板块优化权重
- 市值分层降低了波动风险：跟踪误差由2.72%降低到2.52%，信息比率由1.83提高到1.93

图26：沪深300市值中性风格板块权重优化策略表现



资料来源：申万研究

表3：沪深300市值中性风格板块权重优化策略评价指标一览表

	月度平均指标					不扣交易成本				扣除交易成本（单边0.3%）			
	市值板块 偏离度	行业偏 离度	风格偏 离度	个股偏 离度	换手率 （单边）	超额收益 （年化）	跟踪误差 （年化）	信息比 率	月度胜率	超额收益 （年化）	跟踪误差 （年化）	信息比 率	月度胜率
2007	0.00%	5.6%	26.1%	26.1%	18.4%	6.84%	3.19%	3.23	90.9%	5.52%	3.22%	2.70	81.8%
2008	0.00%	5.8%	24.3%	24.3%	18.8%	6.90%	3.43%	2.04	83.3%	5.58%	3.44%	1.54	75.0%
2009	0.00%	5.3%	25.9%	26.0%	15.7%	6.84%	2.36%	2.02	66.7%	5.73%	2.39%	1.72	66.7%
2010	0.00%	3.7%	24.5%	24.8%	14.6%	3.67%	1.61%	1.86	75.0%	2.63%	1.66%	1.39	66.7%
2011	0.00%	5.1%	23.9%	24.2%	15.3%	4.35%	1.41%	2.97	83.3%	3.27%	1.49%	2.20	83.3%
0701-1202	0.00%	5.1%	24.9%	25.0%	16.5%	5.94%	2.49%	2.39	80.3%	4.76%	2.52%	1.93	75.4%

资料来源：申万研究

## 主要内容

1. 从长效风格到长期Alpha
2. 哪些风格值得关注？
3. 风险中性下的风格板块权重优化策略
4. 市值分层与行业中性的结合：双重中性策略
5. 结论及投资建议



## 4.1 控制市值和行业风险，优化风格板块权重

### ■ 考虑更全面的风险中性

- 行业中性可以控制行业轮动、强弱周期、价值成长、产业链等角度的风险，但留有市场风险敞口；市值中性可控制市场风险（流动性、价格弹性）；如果同时使用市值中性和行业中可以同时控制绝大部分波动风险

### ■ 市值分层行业中性下的风格板块权重优化策略

- **市值分层行业中性多空策略：**在不同市值板块内，构建行业中性因子，根据风格特征（市值板块不同可以使用不同的风格），按市值分层行业中性加权方式优化风格板块权重
- 以中证500为例，市值板块按股票数20%、30%、50%由大到小分组。市值板块内按申万一级行业分层三分组形成分层风格板块。

## 4.2 市值分层行业中性下，优化权重增强指数表现：中证500

- 中证500指数2：3：5划分市值板块，板块内行业中性构建风格板块
  - 大市值组：低、中、高PE（偏离度指标）板块；中市值组：反转、中间、动量板块；小市值组：低、中、高换手率板块
  - 标配权重乘以1.8、1、0.2之后在市值分层行业中性加权下再平衡作为风格板块优化权重
- 同时控制市值、行业风险后，与市值中性策略表现相差不大
  - 累计信息比率没有变化，年化超额收益由3%下降到2.93%，跟踪误差由2.26%下降到2.25%，而组合换手率略有提升
  - 既然两者跟踪误差都比较低，不如优先选用超额收益高的策略

表4：中证500市值分层行业中性权重优化策略评价指标一览表

	月度平均指标					不扣交易成本				扣除交易成本（单边0.3%）			
	市值板块 偏离度	行业偏 离度	风格偏 离度	个股偏 离度	换手率 （单边）	超额收益 （年化）	跟踪误差 （年化）	信息比 率	月度胜率	超额收益 （年化）	跟踪误差 （年化）	信息比 率	月度胜率
0702-0712	0.00%	0.00%	25.8%	26.3%	29.5%	7.38%	2.39%	2.15	63.6%	5.27%	2.40%	1.57	63.6%
2008	0.00%	0.00%	26.7%	27.2%	27.9%	3.48%	3.24%	1.51	58.3%	1.52%	3.35%	0.53	50.0%
2009	0.00%	0.00%	25.9%	26.7%	29.4%	7.28%	1.56%	6.25	100.0%	5.20%	1.65%	4.73	100.0%
2010	0.00%	0.00%	26.1%	26.8%	26.9%	2.62%	1.83%	1.87	66.7%	0.69%	1.94%	0.58	58.3%
2011	0.00%	0.00%	26.1%	26.9%	27.5%	4.46%	1.31%	6.26	100.0%	2.51%	1.51%	3.72	75.0%
0702-1202	0.00%	0.00%	26.1%	26.8%	28.1%	4.93%	2.15%	2.51	78.7%	2.93%	2.25%	1.54	68.9%

资料来源：申万研究

## 4.3 市值分层行业中性下，优化权重增强指数表现：沪深300

- 沪深300按总市值由大到小排序，按股票数2：3：5行业中性三分组
  - 大市值组：低、中、高PE（偏离度指标）板块；中市值组：低、中、高PE板块；小市值组：低、中、高PE（偏离度指标）板块
  - 标配权重乘以1.8、1、0.2之后在市值分层行业中性加权下再平衡作为风格板块优化权重
- 市值分层行业中性后，相较市值中性策略牺牲掉近50个BP的超额收益
  - 累计信息比率由1.93下降到1.89，年化超额收益由4.76%下降到4.27%，跟踪误差由2.52%下降到2.27%，组合换手率略有提升
  - 既然两者跟踪误差都比较低，不如优先选用超额收益高的策略

表5：沪深300市值分层行业中性权重优化策略评价指标一览表

	月度平均指标					不扣交易成本				扣除交易成本（单边0.3%）			
	市值板块 偏离度	行业偏 离度	风格偏 离度	个股偏 离度	换手率 （单边）	超额收益 （年化）	跟踪误差 （年化）	信息比 率	月度胜率	超额收益 （年化）	跟踪误差 （年化）	信息比 率	月度胜率
2007	0.0%	0.0%	25.0%	26.0%	18.4%	7.09%	3.17%	3.24	81.8%	5.78%	3.21%	2.74	81.8%
2008	0.0%	0.0%	23.1%	24.4%	18.7%	6.50%	2.77%	2.21	66.7%	5.18%	2.77%	1.66	50.0%
2009	0.0%	0.0%	24.9%	26.2%	16.2%	6.18%	2.12%	2.04	66.7%	5.04%	2.16%	1.71	66.7%
2010	0.0%	0.0%	23.8%	25.2%	14.9%	3.64%	1.47%	2.04	66.7%	2.58%	1.52%	1.50	58.3%
2011	0.0%	0.0%	23.0%	24.8%	15.8%	3.29%	1.21%	2.43	75.0%	2.17%	1.30%	1.60	75.0%
0701-1202	0.0%	0.0%	23.9%	25.3%	16.8%	5.46%	2.24%	2.39	72.1%	4.27%	2.27%	1.89	67.2%

资料来源：申万研究

## 主要内容

1. 从长效风格到长期Alpha
2. 哪些风格值得关注？
3. 风险中性下的风格板块权重优化策略
4. 市值分层与行业中性的结合：双重中性策略
5. 结论及投资建议

## 5.1 结论

- **为什么考虑风格板块权重优化？**基于风格特征进行权重优化是一种通过组合管理实现绩效提升的策略，应用于指数增强具有天然优势：（1）利用风格特征，避免风格择时，自动捕捉超额收益；（2）误差可控：零组合偏离、换手率可控、轮动风格中性加权控制风险；（3）多空操作可行性高：标的股质地及流动性好、无融券融资及卖空限制、无多空操作资金成本。
- **怎样利用风格特征做权重优化？**（1）区分风格属性：估值效应、动量反转、“高换手率陷阱”是大盘股长效风格，估值效应、动量反转、超买超卖、“高换手率陷阱”是中小盘长效风格，长效风格是Alpha发动机；行业和市值因子是轮动风格，轮动风格是主要风险源。（2）轮动风格做分层（市值分层或划分行业板块），通过中性技术控制风险；长效风格做权重优化，通过超配强势风格，低配弱势风格捕捉超额收益。
- **这样做效果如何？**使用市值中性、行业中性技术后风险可控：行业中性下的市值板块偏离度和市值中性下的行业偏离度基本可以控制在5%之内；使用长效风格捕捉Alpha实现了增强：我们构建的三类增强策略对于沪深300增强的IR均在1.8以上，对于中证500的IR均在1.4以上。
- **使用哪个策略更好？**市值中性策略相较行业中性策略可以降低跟踪误差，提高稳健性；市值中性策略和市值分层行业中性策略均具有较好的稳健性，但市值中性策略超额收益更高。原因：行业中性控制了行业轮动、强弱周期、价值成长、产业链等角度的风险，但留有市场风险敞口；市值中性（同时使用行业中性因子）既控制了市场风险（流动性、价格弹性），也控制了绝大部分行业风险；中性技术层次越多，超额收益越小，跟踪误差也越小。

## 5.2 投资建议

- **可以使用风格板块权重优化做指数增强**：使用市值中性下的风格板块权重优化策略，即：按市值板块分层构建行业中性因子，市值分层划分风格板块，在市值中性下优化风格板块权重，构建指数增强策略，可以取得理想效果。
- **推荐市值中性权重优化策略**：相较行业中性下的权重优化策略和市值分层行业中性下的权重优化策略，我们优先推荐市值中性下的权重优化策略。
- **可推广应用于主动组合管理**：如果增强标的为样本容量足够大的主动股票组合，且无跟踪误差严格限制，风格板块权重优化策略即主动组合管理风格优化策略。

## 信息披露

### 证券分析师承诺

#### 提云涛：衍生品 与 数量分析

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司http://www.swsresearch.com网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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。

市场有风险，投资需谨慎。

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，应在基于本报告作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。

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。

# 申万研究 • 拓展您的价值

## SWS Research • CHINA Value Revealed

上海申银万国证券研究所有限公司

提云涛 A0230511040008  
tiyt@swsresearch.com

赵文荣  
zhaowr@swsresearch.com