

2013 年 10 月 18 日

# 成长股牛市下的量化投资

## ——构建成长风格的量化模型

### 相关研究

#### 主要结论：

- 2013 年前 7 个月，因子表现风云突变。无视估值：估值因子表现极差。强者恒强：市场呈现出短期动量效应。小就是美：总市值因子相对收益高达 4.24%，是所有因子中表现最好的因子。成长为王：静态成长因子，预期成长因子、盈利动量因子表现较好。
- 在 2013 年这样市场环境下，典型的量化多头模型也遇到一定困境。在市场分化较大，估值因子表现不行的时候，组合表现往往不尽如人意。作为纯多头投资，典型量化多头模型略显不足。一方面，我们可以仍坚持典型量化投资模型，长期获得一定的超额收益并不难。另一方面，我们可以寻找适合阶段性市场特征的投资机会。开发适合阶段性的多头模型，挖掘适合阶段性市场特征的事件型投资策略，追寻阶段性市场特征下牛股的特质，挖掘相关投资机会，而投资难度依次递增。
- 成长股牛市阶段，估值因子表现较差和反转效应被弱化，而总市值因子表现，预期成长因子，毛利率，盈利动量因子表现被强化。简单以总市值，毛利率，预期成长和盈利动量四个因子等权重组合构建成长模型，成长模型每年均跑赢沪深 300 指数和中证 500 指数。虽然策略表现不错，但月度平均换手率高达 70%，将限制策略实际运用。
- 我们只是简单地讲成长股牛市阶段有效因子纳入到模型中，其中总市值因子，其中总市值因子，毛利率因子，预期成长因子均为相对稳定的因子，股票的市值，毛利率，预期成长等指标相对比较稳定，而盈利动量因子是一个换手率比较高的因子，因此，我们对成长组合进行改进，将盈利动量因子剔除，构建由总市值因子，预期成长因子和毛利率因子等权结合的成长组合。这样选出的股票为有业绩成长预期，和市值成长空间，同时较高的毛利率也为其成长性提供足够的盈利空间的股票。
- 剔除掉盈利动量因子后，改进后优质成长组合月均换手率为 30%。组合换手率大大下降，表现和稳定性也有所提高。2007 年至 2013 年 8 月，改进后非行业中性优质成长组合相对中证 500 指数的超额收益提高到 513%，改进后行业中性优质成长组合相对中证 500 指数的超额收益提高到 471%，两个组合的信息比率提高至 2 以上，月度胜率提高到 70% 以上。

#### 证券分析师、

刘敦 A0230513080001  
[liudun@swsresearch.com](mailto:liudun@swsresearch.com)

林永钦 A0230513070001  
[linyq@swsresearch.com](mailto:linyq@swsresearch.com)

夏祥全 A0230513070002  
[xiaxq@swsresearch.com](mailto:xiaxq@swsresearch.com)

#### 联系人

宋施怡  
 (8621)23297818x7599  
[songsy@swsresearch.com](mailto:songsy@swsresearch.com)

地址：上海市南京东路 99 号  
 电话：(8621)23297818  
 上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

## 目 录

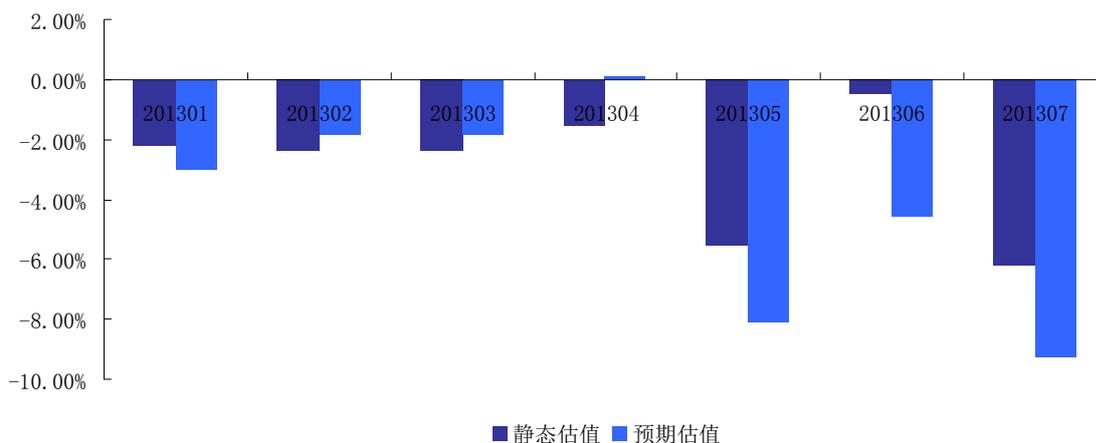
<b>1. 2013 年因子风云突变</b>	<b>2</b>
1.1 2013 年前 7 个月估值因子表现极差	2
1.2 市场分化较大时，典型量化多头模型略显不足	3
<b>2. 成长股牛市下的多头模型推荐</b>	<b>5</b>
2.1 基于成长股牛市阶段有效因子构建成长模型	5
2.2 成长模型在成长股牛市阶段表现强势	7
<b>3. 构建优质成长组合</b>	<b>9</b>
3.1 模型表现不错，但换手率过高将限制模型运用	9
3.2 改进成长模型，以降组合换手率	11
<b>4. 结论与建议</b>	<b>13</b>

# 1. 2013 年因子风云突变

## 1.1 2013 年前 7 个月估值因子表现极差

今年前 7 个月，静态估值因子连续 7 个月相对收益为负，而预期估值因子仅在 2013 年相对收益小幅为正，其他 6 个月份均为负。而长期看，估值因子月均相对收益为正，即低估值股票长期跑赢高估值股票。2010 年估值因子也曾出现过较长时间为负的情形。

图 1：2013 年估值因子表现极差



资料来源：申万研究

除估值因子相对收益大幅为负之外，2013 年前 7 个月因子表现可以这样的关键字总结：

(1) 强者恒强：1 月股价动量因子和 3 月股价动量因子相对收益为正，市场呈现出短期动量效应。而从过往长期一段时间看，市场多数时间呈现出短期反转效应。

(2) 小即是美：总市值因子相对收益高达 4.24%，是所有因子中表现最好的因子。虽然 2007 年——2012 年，总市值因子虽然也为正，但 2013 年小盘股效应表现得更加强烈。

(3) 成长为王，静态成长因子，预期成长因子、盈利动量因子表现较好。静态成长因子，预期成长因子能贡献出较明显的正向收益，而 2007 年——2012 年，预期成长因子相对收益小幅为正，而静态成长因子相对收益甚至为负。盈利动量因子相对收益也比其他年份明显提高。

表 1：2013 年上半年各因子表现

	静态 PE	静态 PB	静态 ROE	静态成长	1 月股价动量	3 月股价动量	总市值	股价
2007-2012	0.35%	1.67%	-0.55%	-0.41%	-1.99%	-2.28%	2.59%	2.08%
2013	-2.49%	-3.31%	-0.12%	0.90%	0.63%	2.63%	4.24%	-4.76%
差异	-2.83%	-4.98%	0.43%	1.31%	2.62%	4.91%	1.65%	-6.84%

	换手率	成交金额	预期 PE	预期 PB	预期 ROE	预期成长	1月盈利动量	3月盈利动量
2007-2012	1.97%	3.21%	1.66%	1.61%	0.05%	0.45%	0.69%	1.06%
2013	-1.79%	1.79%	-2.87%	-4.52%	1.06%	1.99%	1.56%	1.07%
差异	-3.76%	-1.43%	-4.54%	-6.14%	1.00%	1.54%	0.87%	0.01%

资料来源：申万研究

## 1.2 市场分化较大时，典型量化多头模型略显不足

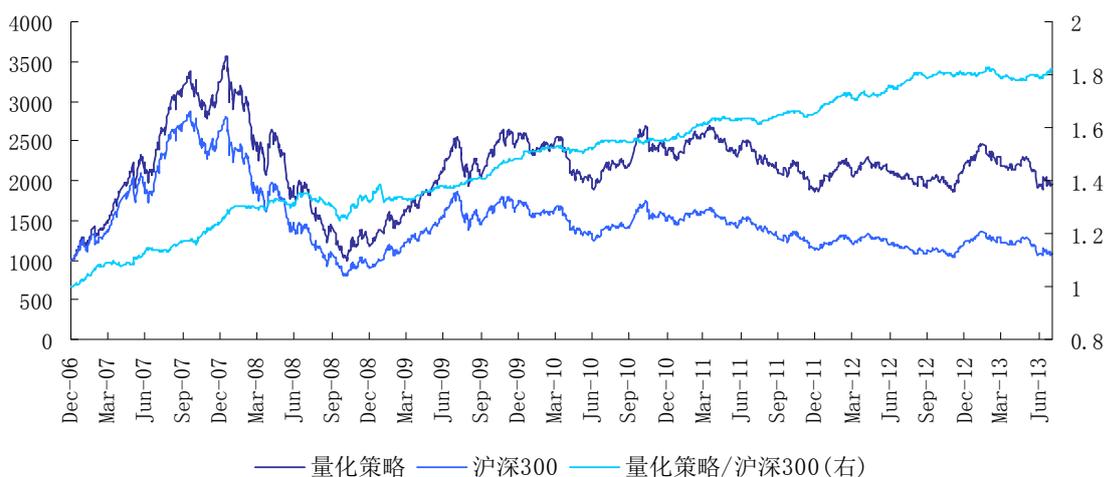
在 2013 年这样市场环境下，典型的量化多头模型也遇到一定困境。2013 年前 7 个月仅仅跑赢沪深 300 指数 0.96%。所谓的典型量化多头模型构建的一般方式为：较严格地控制行业偏离和规模风格偏离，以估值、预期成长等长效因子为模型的核心，以获取超额收益。这样的模型在牛市时获得较高的超额收益，熊市超额收益较低，长期获得超额收益并不难。这种具有严格控制措施的量化多头模型更适合指数增强型投资，对于纯多头投资，在市场分化较大时，典型量化多头模型略显不足。

表 2：典型量化多头模型分年表现

	量化策略	沪深 300	超额收益
2007	223.88%	161.55%	62.33%
2008	-63.72%	-65.95%	2.23%
2009	120.69%	96.71%	23.97%
2010	-8.29%	-12.51%	4.23%
2011	-20.01%	-25.01%	5.00%
2012	16.99%	7.55%	9.44%
2013	-12.12%	-13.08%	0.96%

资料来源：申万研究

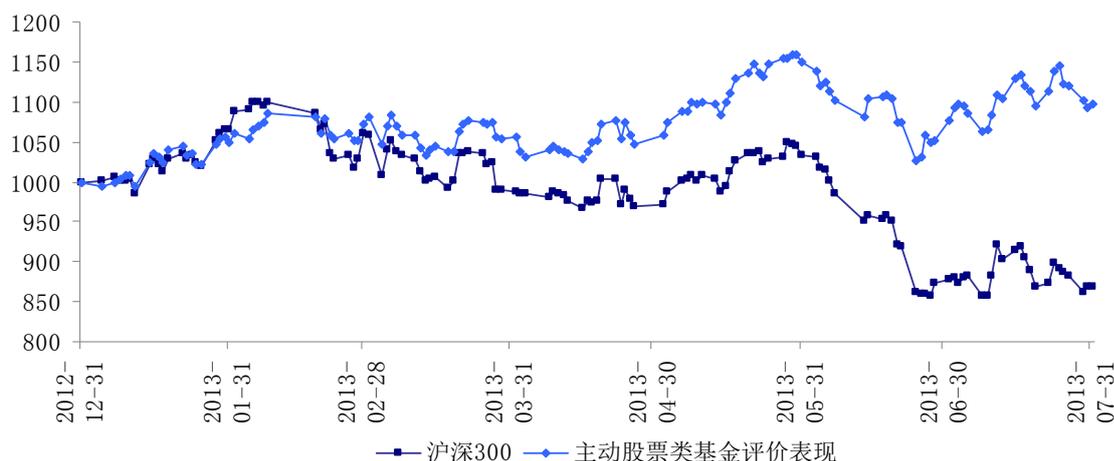
图 2：典型量化多头模型历史表现



资料来源：申万研究

虽然模型今年前7个月跑赢了沪深300指数，但不到1%的超额收益在整个主动股票型基金排名中并不算出色。今年前7个月，508只主动股票型基金平均累计收益9.72%，大幅跑赢沪深300指数的-13.08%，仅8只跑输沪深300指数。在市场分化较大时，大盘整体下跌，而小盘成长结构性牛市，主动股票型基金能够获得相对市场不错的表现。这也一定程度上说明了主动股票型基金风格整体相对市场是偏向小盘。

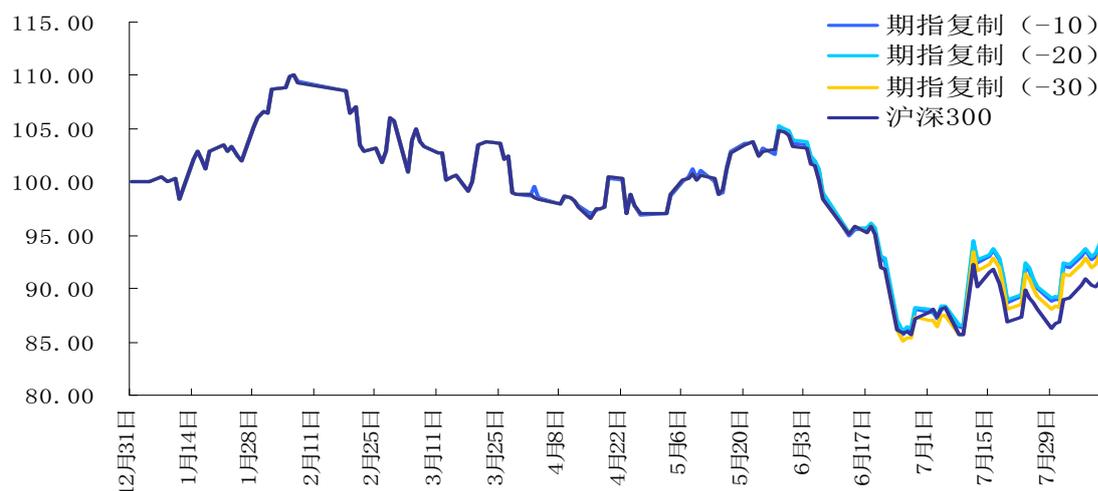
图3：主动股票基金平均表现与沪深300指数表现比较



资料来源：申万研究

即使将典型量化多头模型运用于指数增强也无明显优势，简单的采用股指期货替代现货就能获得3%的超额收益。

图4：利用股指期货贴水机会进行指数增强模拟效果



资料来源：申万研究

注：期指复制(-10)表示当月合约贴水幅度超过10个指数点时用股指期货替代股票现货，持有至到期前一天进行平仓，同时买入股票现货。此处假设股票交易成本0.1%，印花税0.1%，期货0.005%

对于典型的量化多头模型，往往会配置一定权重的估值因子，模型偏向价值风格。在市场分化较大，估值因子表现不行的时候，组合表现往往不尽如

人意，特别是在主动股票基金整体配置偏向小盘成长的市场环境下。一方面，我们可以仍坚持典型量化投资模型，等待估值因子反转，长期获得一定的超额收益并不难。另一方面，我们可以寻找适合阶段性市场特征的投资机会。首先，可以开发适合阶段性的多头模型，难度中等。这样的模型的市场阶段性特征比较明显，需要其他模型配合，否则波动性太大。其次，可以挖掘适合阶段性市场特征的事件型投资策略，难度较高，市场存在较多事件性投资机会，但会受限于交易成本，事件发生频率等因素。最后，追寻阶段性市场特征下牛股的特质，挖掘相关投资机会，难度最高。可以通过牛市基因批量筛选出股票，并通过一些其他方式来挖掘出真正牛股。事件性投资策略可参考《事件策略值得期待——2013年申万量化投资论坛系列报告之十》，（刘均伟、夏祥全，2013年8月）。

如果我们不能对市场风格判断不太有把握，更好的选择是，坚持以估值为因子的核心模型，同时辅助以成长模型作为卫星模型。这样的组合相对市场指数的表现偏离不会太大，超额收益保持比较稳定。同时在市场分化较大，成长股牛市下，核心模型表现不尽如人意的时候，成长模型能够为组合增强一定收益。如果我们对市场判断比较有把握，则对组合中不同风格模型的配置进行一定权重的切换，超额强势风格的模型，而低配弱势风格的模型，以提高组合的收益。

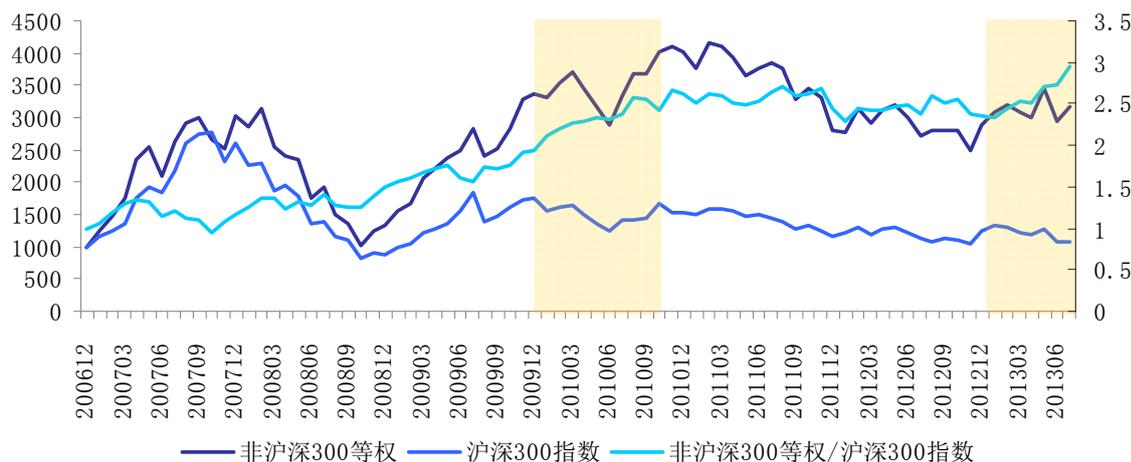
关于阶段性市场特征的投资需要对市场风格做判断。这是另一层面的问题，本报告只讨论成长风格模型的开发，不涉及市场风格判断。我们可以观察成长股牛市下哪些因子更加有效，从而利用这些因子来构建偏向成长风格的模型。

## 2. 成长股牛市下的多头模型推荐

### 2.1 基于成长股牛市阶段有效因子构建成长模型

我们后验地将2010年1月-11月，2013年1-7月划分为成长股牛市阶段。在这两个阶段，大小盘表现出现比较明显分化，市场呈现结构性牛市特征，小盘成长股上涨，而大盘股下跌。估值因子表现较差和反转效应被弱化，而总市值因子表现，预期成长因子，毛利率，盈利动量因子表现被强化。说明在成长股牛市阶段，市场会偏好市值较小，预期成长性高，盈利改善和毛利率高的股票。

图 5：从市场参与者角度研究行业配置



资料来源：申万研究

表 3：非行业中性下与行业中性下因子不同阶段表现

		静态 PE	静态 PB	ROE	毛利率	静态成长	1月股价动量	总市值
非行业中性因子表现	成长股牛市	-1.86%	-2.67%	0.26%	1.89%	0.92%	0.08%	3.64%
	其他阶段	0.70%	2.44%	-0.78%	-0.26%	-0.63%	-2.30%	2.42%
	差异	-2.56%	-5.11%	1.04%	2.15%	1.55%	2.38%	1.22%
		换手率	成交金额	预期 PE	预期 PB	预期 ROE	预期成长	1月盈利动量
非行业中性因子表现	成长股牛市	0.24%	3.40%	-1.82%	-3.49%	0.89%	1.45%	1.21%
	其他阶段	2.23%	3.13%	2.21%	2.48%	-0.10%	0.27%	0.63%
	差异	-1.99%	0.27%	-4.03%	-5.97%	1.00%	1.17%	0.58%
		静态 PE	静态 PB	ROE	毛利率	静态成长	1月股价动量	总市值
行业中性因子表现	成长股牛市	-1.42%	-1.41%	-0.16%	0.83%	0.82%	-0.44%	2.69%
	其他阶段	0.62%	2.59%	-1.03%	-0.24%	-0.66%	-2.44%	2.71%
	差异	-2.04%	-4.00%	0.87%	1.06%	1.48%	2.00%	-0.02%
		换手率	成交金额	预期 PE	预期 PB	预期 ROE	预期成长	1月盈利动量
行业中性因子表现	成长股牛市	0.74%	2.94%	-0.99%	-1.66%	0.79%	1.03%	1.35%
	其他阶段	1.96%	3.23%	1.82%	2.61%	-0.42%	0.67%	0.89%
	差异	-1.21%	-0.29%	-2.81%	-4.27%	1.20%	0.36%	0.46%

资料来源：申万研究

简单以总市值因子，毛利率因子，预期成长因子和盈利动量因子四个因子等权重组合构建成长因模型，模型设定如下：

样本空间：全市场股票，剔除 ST、上市未满三个月，停牌超过一个月的股票，剔除基期净利润为负的股票。

因子选择：总市值，毛利率，预期成长和盈利动量 4 个因子等权重结合，分别对股票进行排序打分，再等权重计算股票综合得分。

组合构建：选取综合得分前 10% 的股票作为成长模型成分股，采用自由流通市值加权构建组合。

调整和再平衡周期：每月末进行调整。

## 2.2 成长模型在成长股牛市阶段表现强势

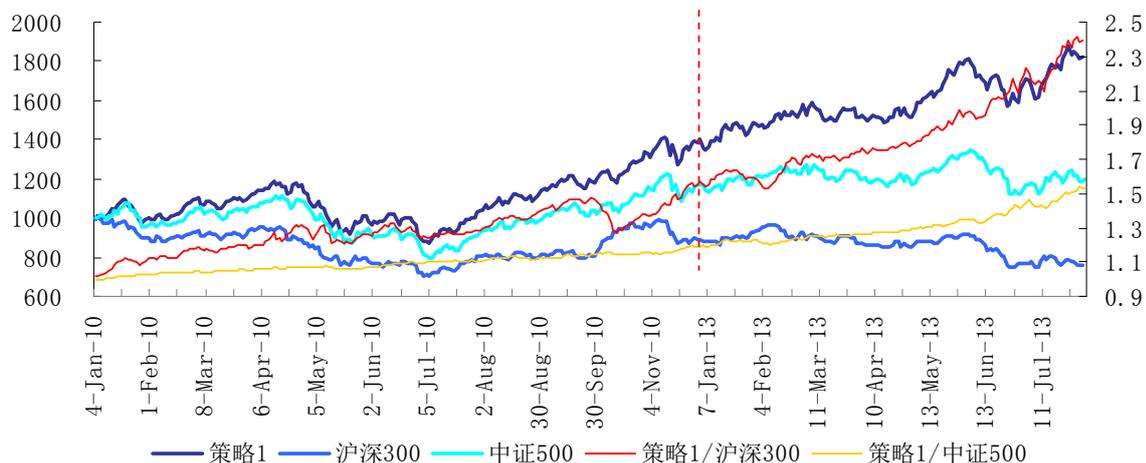
自由流通市值加权下成长模型在成长股牛市阶段表现强势。不仅跑赢沪深 300 指数 105%，还超越偏小盘的中证 500 指数 62%。其中 2010 年 1-11 月跑赢中证 500 指数 21.64%，2013 年 1-7 月跑赢中证 500 指数 29.58%。月度战胜比例为 100%。

表 4：自由流通市值加权成长模型成长股牛市阶段下表现

	策略 1	中证 500	超额收益	月均超额收益	战胜月份
2010. 1-11	35.59%	13.95%	21.64%	1.61%	11/11
2013. 1-7	34.30%	4.73%	29.58%	3.67%	7/7
成长股牛市阶段	82.11%	19.34%	62.77%	2.41%	18/18
	策略 1	沪深 300	超额收益	月均超额收益	战胜月份
2010. 1-11	35.59%	-12.27%	47.86%	3.93%	9/11
2013. 1-7	34.30%	-13.08%	47.38%	6.45%	7/7
成长股牛市阶段	82.11%	-23.74%	105.85%	4.91%	16/18

资料来源：申万研究

图 6：自由流通市值加权成长模型成长股牛市阶段下表现



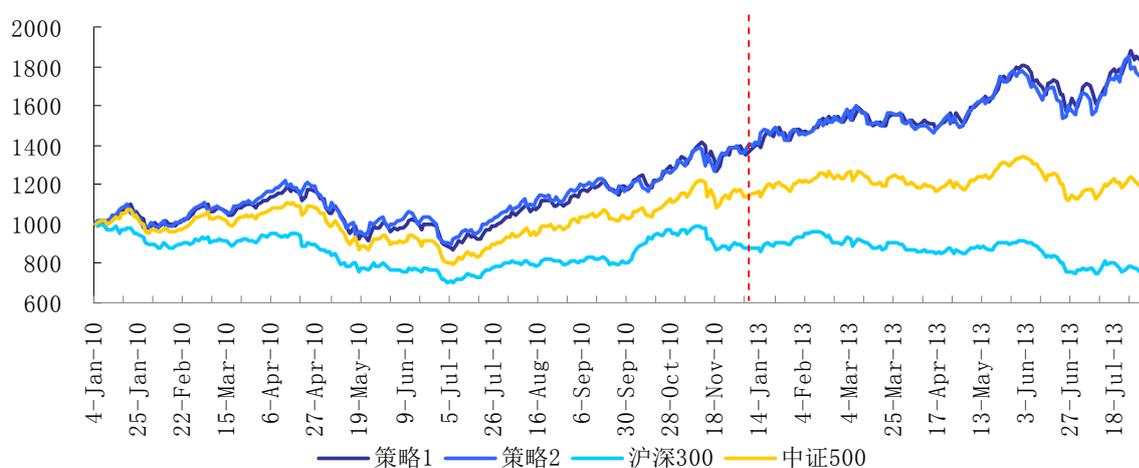
资料来源：申万研究

比较等权重加权与自由流通市值加权成长模型表现，二者表现相当，说明策略选出的股票市值偏中小盘，市值差异度较小。而一般我们采用估值因子选股策略，自由流通市值加权和等权重加权表现会有较大差异，原因在于估值因子选出股票会偏向大市值股票，在市值较大的一端，股票市值差异度较大。

**表 5：等权重加权成长模型成长股牛市阶段下表现**

	策略 2	中证 500	超额收益	月均超额收益	战胜月份
2010. 1-11	35. 91%	13. 95%	21. 97%	1. 64%	10/11
2013. 1-7	29. 95%	4. 73%	25. 22%	3. 19%	7/7
成长股牛市阶段	76. 62%	19. 34%	57. 29%	2. 24%	17/18
	策略 2	沪深 300	超额收益	月均超额收益	战胜月份
2010. 1-11	35. 91%	-12. 27%	48. 18%	3. 96%	8/11
2013. 1-7	29. 95%	-13. 08%	43. 03%	5. 98%	7/7
成长股牛市阶段	76. 62%	-23. 74%	100. 37%	4. 74%	15/18

资料来源：申万研究

**图 7：等权重加权成长模型成长股牛市阶段下表现**


资料来源：申万研究

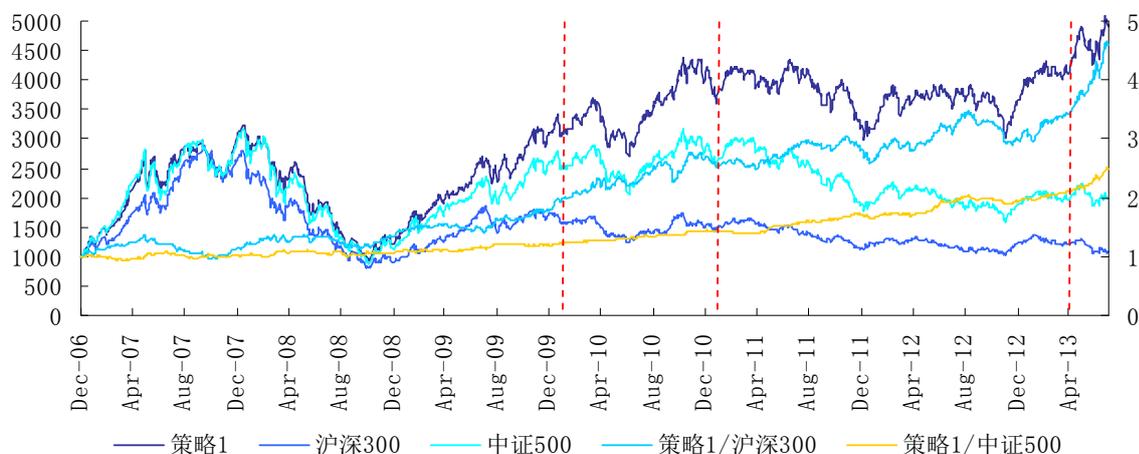
成长模型在其他市场阶段下，表现也很不错。每年均跑赢沪深 300 指数和中证 500 指数。2007 年和 2009 年，市场大涨，成长模型相对容易获得更高的超额收益，2009 年风格偏离对模型超额收益也有较大贡献。2010 年和 2013 年，模型符合成长股牛市特征，超额收益较高。而在 2008 年，2011 年和 2012 年也有一定超额收益。

**表 6：成长模型表现**

	策略 1		超额收益		战胜月份		策略 2		超额收益		战胜月份	
	累计收益	沪深 300	中证 500	沪深 300	中证 500	累计收益	沪深 300	中证 500	沪深 300	中证 500		
2007	194. 46%	32. 91%	7. 83%	8	4	223. 16%	61. 61%	36. 53%	8	8		
2008	-59. 33%	6. 62%	1. 47%	8	6	-51. 32%	14. 63%	9. 48%	8	10		
2009	159. 28%	62. 57%	28. 01%	8	8	182. 08%	85. 37%	50. 82%	9	10		
2010	32. 86%	45. 37%	22. 80%	9	12	33. 65%	46. 16%	23. 58%	8	11		
2011	-21. 64%	3. 37%	12. 19%	7	9	-21. 90%	3. 12%	11. 93%	6	9		
2012	13. 79%	6. 23%	13. 51%	6	8	10. 06%	2. 51%	9. 78%	6	6		
2013	34. 30%	47. 38%	29. 58%	7	7	29. 95%	43. 03%	25. 22%	7	7		
2007. 1-2013. 7	394. 03%	386. 58%	295. 27%	53/79	54/79	562. 50%	555. 05%	463. 74%	52/79	61/79		

资料来源：申万研究

图 8：成长模型表现



资料来源：申万研究

### 3. 构建优质成长组合

#### 3.1 模型表现不错，但换手率过高将限制模型运用

基于以上分析，我们构建一个成分股为 50 只的成长组合，并将持续跟踪其表现。模型设定如下：

样本空间：全市场股票，剔除 ST、上市不满三个月，停牌超过一个月的股票，剔除基期净利润为负的股票。

因子选择：总市值，毛利率，预期成长和盈利动量 4 个因子等权重结合，分别对股票进行排序打分，再等权重计算股票综合得分。其中非行业中性模型采用非行业中性因子得分，行业中性模型采用行业中性因子得分。

组合构建：选取综合得分前 50 的股票作为成长组合成分股，采用自由流通市值加权构建组合。

调整和再平衡周期：每月末进行调整。

成长组合持续跑赢中证 500 指数：非行业中性成长模型从 2007 年——2013 年 8 月累计收益 566%，行业中性成长模型累计收益 553%，分别跑赢中证 500 指数 454%，441%。分自然年看，每年相对中证 500 均获得超额收益。从累计收益看，非行业模型略高于行业模型。从策略稳定性看，行业中性成长模型比非行业中性模型稳定，其信息为 1.97，高于非行业中性成长模型的 1.84。

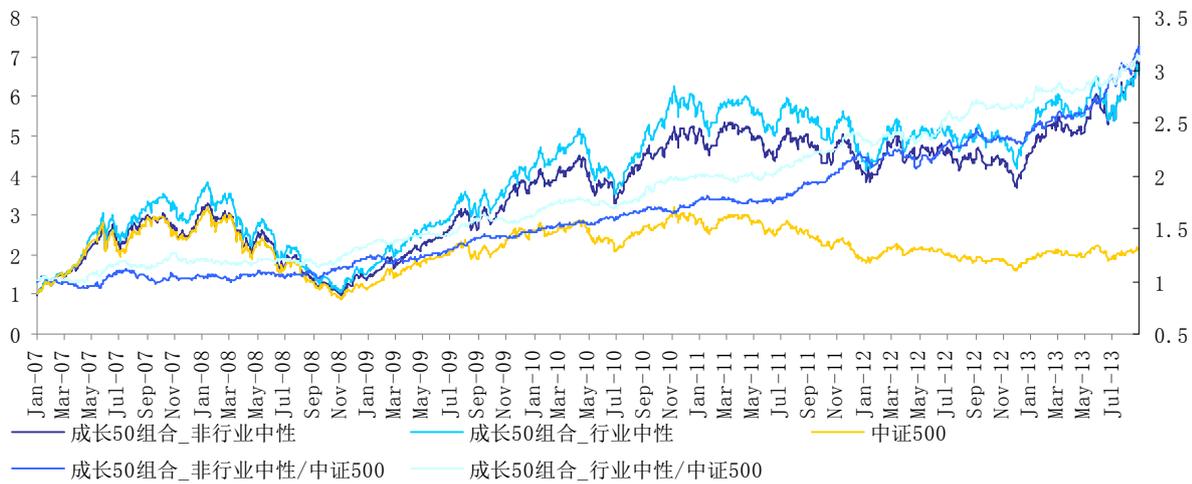
虽然策略表现不错，但月度平均换手率高达 70%，将限制策略实际运用。

表 7: 优质成长组合表现

年份	累计收益			超额收益		信息比率		月度胜率	
	非行业中性	行业中性	中证 500	非行业中性	行业中性	非行业中性	行业中性	非行业中性	行业中性
2007	201.94%	245.21%	186.63%	15.32%	58.58%	0.40	1.57	41.67%	66.67%
2008	-54.45%	-56.69%	-60.80%	6.35%	4.11%	1.45	1.09	58.33%	66.67%
2009	177.70%	180.68%	131.27%	46.43%	49.42%	2.29	2.76	75.00%	50.00%
2010	31.36%	35.91%	10.07%	21.29%	25.84%	2.61	2.70	75.00%	75.00%
2011	-17.89%	-22.37%	-33.83%	15.94%	11.46%	3.36	2.54	91.67%	75.00%
2012	10.25%	15.32%	0.28%	9.97%	15.04%	1.10	1.80	50.00%	58.33%
2013	46.73%	27.99%	11.85%	34.87%	16.13%	3.63	2.30	100.00%	87.50%
2007-2013	566.35%	553.50%	112.27%	454.08%	441.22%	1.84	1.97	68.75%	67.50%

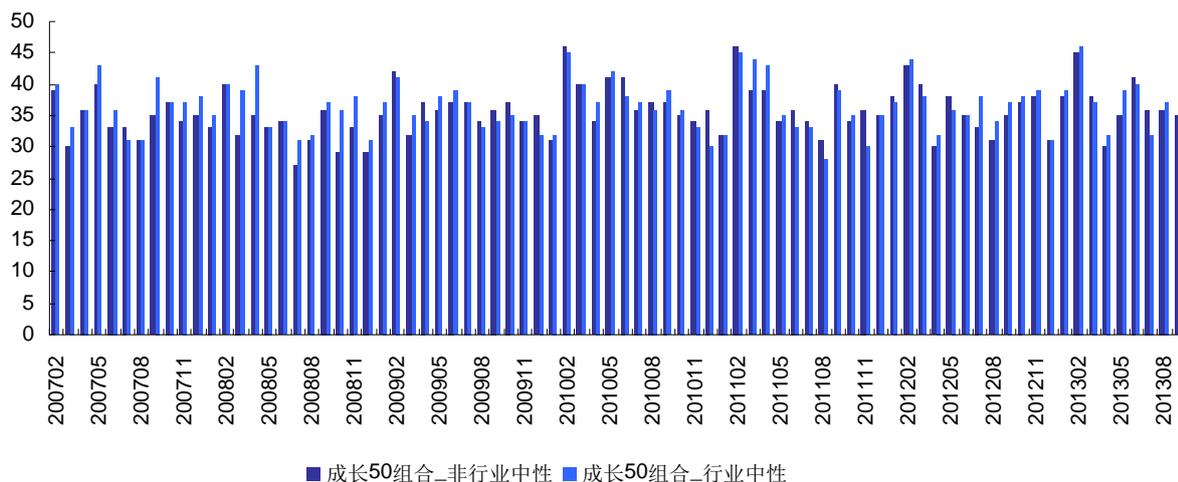
资料来源: 申万研究

图 9: 优质成长组合表现



资料来源: 申万研究

图 10：优质成长组合每月股票换手数量



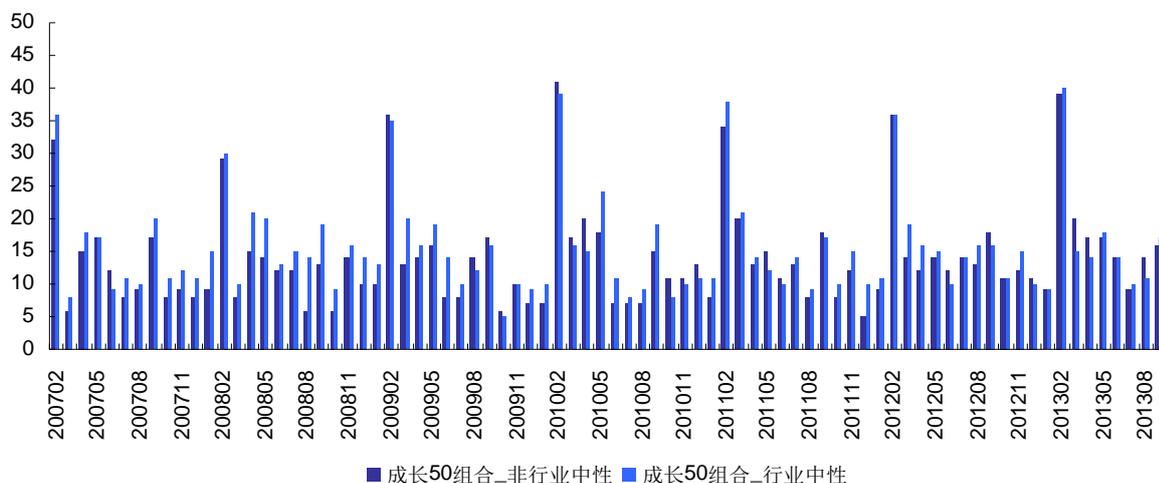
资料来源：申万研究

### 3.2 改进成长模型，以降组合换手率

我们只是简单地讲成长股牛市阶段有效因子纳入到模型中，其中总市值因子，毛利率因子，预期成长因子均为相对稳定的因子，股票的市值，毛利率，预期成长等指标相对比较稳定，而盈利动量因子是一个换手率比较高的因子，分析师对一只股票的预期净利润数据不可能持续大幅上调。因此，我们将盈利动量因子剔除，构建由总市值因子，预期成长因子和毛利率因子等权结合的成长模型，其他的模型设定条件不变。这样选出的股票为有业绩成长预期，和市值成长空间，同时较高的毛利率也为其成长性提供足够的盈利空间的股票。

剔除掉盈利动量因子后，改进后优质成长组合月均换手率为 30%。组合换手率大大下降。

图 11：改进后优质成长组合每月股票换手数量



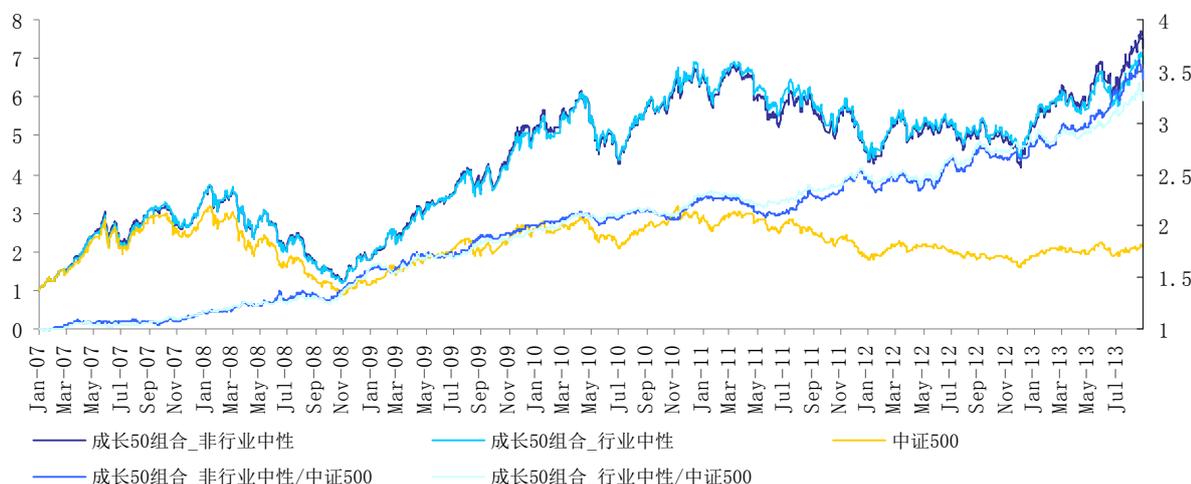
资料来源：申万研究

再看组合表现，剔除盈利动量因子之后，组合表现和稳定性还有所提高。2007年至2013年8月，改进后非行业中性优质成长组合相对中证500指数的超额收益提高到513%，改进后行业中性优质成长组合相对中证500指数的超额收益提高到471%，两个组合的信息比率提高至2以上，月度胜率提高到70%以上。剔除盈利动量因子，对组合起到了大幅减低换手率，提高组合表现和组合表现稳定性的作用。

**表 8：改进后优质成长组合表现**

年份	累计收益			超额收益		信息比率		月度胜率	
	非行业中性	行业中性	中证500	非行业中性	行业中性	非行业中性	行业中性	非行业中性	行业中性
2007	232.78%	234.62%	186.63%	46.15%	48.00%	1.88	2.11	66.67%	75.00%
2008	-46.68%	-46.55%	-60.80%	14.12%	14.25%	3.15	3.49	75.00%	66.67%
2009	194.16%	185.83%	131.27%	62.89%	54.56%	2.83	2.64	83.33%	83.33%
2010	23.46%	27.80%	10.07%	13.40%	17.73%	1.74	2.39	66.67%	58.33%
2011	-27.56%	-27.92%	-33.83%	6.26%	5.91%	1.13	1.23	66.67%	75.00%
2012	12.43%	12.80%	0.28%	12.15%	12.52%	1.23	1.46	50.00%	58.33%
2013	38.35%	28.80%	11.85%	26.50%	16.95%	2.97	2.36	87.50%	87.50%
2007-2013	626.12%	584.18%	112.27%	513.85%	471.91%	2.10	2.25	70.00%	71.25%

资料来源：申万研究

**图 12：改进后优质成长组合表现**


资料来源：申万研究

行业中性优质组合考虑了不同行业之间因子差别，在行业内部先将因子得分标准化之后，再在行业之间做比较，行业中性组合选取的股票数量在各行业的分布于全市场各行业股票数量分布一致。行业中性组合表现稳定性高于非行业中性组合。非行业中性组合相对行业中性组合回偏向医药生物，餐饮

旅游，信息服务，房地产，信息设备等行业内股票市值较小，毛利率较高，预期成长性较高的行业。

**表 9：非行业中性与行业中性组合股票中各行业股票数量**

行业	①非行业中性优质 成长组合股票数	②行业中性优质 成长组合股票数	③差别	③/②
餐饮旅游	320	77	243	315.58%
医药生物	595	248	347	139.92%
信息服务	509	248	261	105.24%
综合	68	35	33	94.29%
房地产	411	223	188	84.30%
食品饮料	100	56	44	78.57%
信息设备	281	181	100	55.25%
机械设备	543	501	42	8.38%
农林牧渔	136	126	10	7.94%
轻工制造	89	101	-12	-11.88%
电子	117	161	-44	-27.33%
公用事业	82	124	-42	-33.87%
化工	279	478	-199	-41.63%
交通运输	139	259	-120	-46.33%
建筑建材	127	263	-136	-51.71%
家用电器	36	82	-46	-56.10%
商业贸易	91	225	-134	-59.56%
采掘	44	133	-89	-66.92%
纺织服装	11	40	-29	-72.50%
交运设备	55	251	-196	-78.09%
有色金属	12	89	-77	-86.52%
黑色金属	5	149	-144	-96.64%

资料来源：申万研究

## 4. 结论与建议

2013年前7个月，因子表现风云突变。无视估值：估值因子表现极差。强者恒强：市场呈现出短期动量效应。小就是美：总市值因子相对收益高达4.24%，是所有因子中表现最好的因子。成长为王：静态成长因子，预期成长因子、盈利动量因子表现较好。

在2013年这样市场环境下，典型的量化多头模型也遇到一定困境。在市场分化较大，估值因子表现不行的时候，组合表现往往不尽如人意。作为纯多头投资，典型量化多头模型略显不足。一方面，我们可以仍坚持典型量化投资模型，长期获得一定的超额收益并不难。另一方面，我们可以寻找适合阶段性市场特征的投资机会。开发适合阶段性的多头模型，挖掘适合阶段性市场特征的事件型投资策略，追寻阶段性市场特征下牛股的特质，挖掘相关投资机会，而投资难度依次递增。

成长股牛市阶段，估值因子表现较差和反转效应被弱化，而总市值因子表现，预期成长因子，毛利率，盈利动量因子表现被强化。简单以总市值，毛利率，预期成长和盈利动量四个因子等权重组合构建成长模型，成长模型每年均跑赢沪深 300 指数和中证 500 指数。虽然策略表现不错，但月度平均换手率高达 70%，将限制策略实际运用。

我们只是简单地讲成长股牛市阶段有效因子纳入到模型中，其中总市值因子，其中总市值因子，毛利率因子，预期成长因子均为相对稳定的因子，股票的市值，毛利率，预期成长等指标相对比较稳定，而盈利动量因子是一个换手率比较高的因子，因此，我们对成长组合进行改进，将盈利动量因子剔除，构建由总市值因子，预期成长因子和毛利率因子等权结合的成长组合。这样选出的股票为有业绩成长预期和市值成长空间，同时较高的毛利率也为其成长性提供足够的盈利空间的股票。

剔除掉盈利动量因子后，改进后优质成长组合月均换手率为 30%。组合换手率大大下降，表现和稳定性还有所提高。2007 年至 2013 年 8 月，改进后非行业中性优质成长组合相对中证 500 指数的超额收益提高到 513%，改进后行业中性优质成长组合相对中证 500 指数的超额收益提高到 471%，两个组合的信息比率提高至 2 以上，月度胜率提高到 70%以上。

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、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。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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。

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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资需谨慎。

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，属于非公开资料。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。