

策略专题：指数增强投资之综合评估投资策略

主要观点：

- √ 三维综合评估体系是基于质量、估值和交易特征三个维度建立起来的一个综合评估体系，用以筛选股票和构建指数增强投资策略。
 - √ 质量、估值和交易特征三个维度均可进一步细分，并对应有不同的指标。三个维度以及指标的不同侧重和搭配，就可以构建出丰富的、各具特色的多因子投资策略。
 - √ 本报告策略使用的综合评估体系见表 2。
 - √ 构建综合评估投资策略的主要步骤：1）确定样本空间；2）确定选样方法；3）确定样本数量；4）个股权重配置；5）设定交易计划。
 - √ 在回测数据的基础上，对“综合评估投资策略”进行全面评估。
- 评估结果显示：策略年复合收益率 25.6534%， α 值 18.7955%， β 值 ($R_f \approx 3$) 3.7407，最大回撤幅度 20.95%，夏普比率 ($R_f \approx 3$) 0.8156，策略绩效优秀。而且随着策略应用的时间拉长，盈利的概率和盈利的水平都得以大幅提升，策略体验感更佳。

报告日期：2025-04-21

执业信息

林烽 策略分析师
执业编号：S1750522120001
电话：18605980882
邮件：linfeng@jypscnet.com

免责声明

报告观点基于逻辑分析、数据规律推演，并不能预知不同市场主体在复杂约束下的多样选择结果。

相关报告

- 20240827《策略专题：指数增强投资之破净股投资策略》
- 20250327《策略专题：指数增强投资之高股息投资策略》
- 20250409《策略专题：指数增强投资之小市值投资策略》
- 20250415《策略专题：指数增强投资之低波动投资策略》

一、三维综合评估体系

影响股票价格走势和股票投资收益的因素非常多，但大致可以分为三个维度：质量、估值和交易特征。

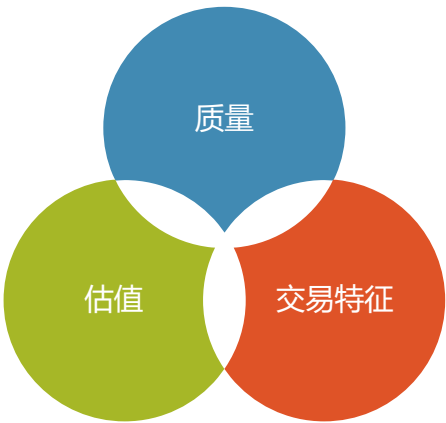
质量维度的基础逻辑在于，它坚信质地优秀的企业，长期看一定会给投资者带来超越普通企业的丰厚回报。

估值维度的基础逻辑在于，它坚信一家正常经营的企业，如果市场定价大幅低于其合理价值，则能体现出良好的性价比，并能在估值回归过程中实现相应的投资收益。

交易特征维度的基础逻辑在于，股票二级市场走势体现出来的某些特征，会在很大程度上决定其一段时间后的走势结果。

基于以上三个维度，我们就能够建立起一个综合评估体系，用以筛选股票和构建指数增强投资策略。

图 1 三维综合评估体系示意图



资料来源：金圆统一证券研究所

二、体系细分及参考指标

表 1 三维综合评估体系细分及参考指标

三维	细分		参考指标
质量	核心质量	盈利水平	净资产收益率 ROE、总资产报酬率 ROA、销售毛利率、销售净利率……
		盈利质量	应收账款/净利润、扣非净利润/净利润、经营现金流/经营净利润……

		盈利稳定性	盈利稳定系数……
		盈利成长性	营业收入同比增长率、净利润同比增长率、净资产同比增长率……
	卫星质量	经营效率	资产周转率、资本周转率、存货周转率、应收账款周转率、成本收入比、人均净利率……
		资产质量	应收账款占比、经营现金占比、商誉占比……
		资本结构和偿债能力	资产负债率、流动比率、速动比率……
		现金流量	经营现金流量净额、投资现金流量、筹资现金流量……
		资本管理	募资、回购、分配……
		ESG	
估值	绝对估值	股利折现模型 (DDM)	
		股权自由现金流模型 (FCFE)	
	相对估值	市盈率 PE	
		市净率 PB	
		市现率 PCF	
		市销率 PS	
		本息比 PD	
		企业价值倍数 EV/EBITDA	
交易特征	市值	总市值、流通市值、自由流通市值……	
	股本	大盘、中盘、小盘……	
	股价	高价股、低价股……	
	流动性	成交金额、成交量、换手率、异常换手率、量比、倍量……	
	动量	价格动量、交易量动量……	

	波动性	振幅、波动率、贝塔系数……
--	-----	---------------

资料来源：金圆统一证券研究所

三个维度以及指标的不同侧重和搭配，就可以构建出丰富的、各具特色的多因子投资策略。

三、本报告策略使用的综合评估体系

表 2 本报告策略使用的综合评估体系及说明

三维	细分	指标	说明
质量	盈利水平	净资产收益率	紧紧抓住盈利这一核心质量，暂不考虑卫星质量。
	盈利质量	应收账款/净利润	
		经营现金流/经营净利润	
	盈利稳定性	盈利稳定系数	
	盈利成长性	净利润同比增长率	
估值	相对估值	市盈率	对应 3 张财务报表。
		市净率	
		市现率	
		企业价值倍数	少用但很有效。
交易特征	市值	总市值	之前的研究结果显示此 2 因子很有效。
	波动性	波动率	

资料来源：金圆统一证券研究所

四、综合评估投资策略构建

4.1 样本空间

中证全指成分股中满足以下条件的股票：

- 扣非净利润>0；
- 净资产>0；
- 经营净现金流>0；
- 净利润同比增长率>0；

4.2 选样方法

STEP1 计算质量得分

- 净资产收益率降序赋值；

2) (应收账款/净利润升序赋值+经营现金流/经营净利润降序赋值)/2;

3) 计算盈利稳定系数, 升序赋值;

4) 计算加权净利润同比增长率, 降序赋值;

5) 以上 4 项得分加总即为质量得分。

STEP2 计算估值得分

1) 市盈率升序赋值;

2) 市净率升序赋值;

3) 市现率升序赋值;

4) 企业价值倍数升序赋值;

5) 以上 4 项得分加总即为估值得分。

STEP3 计算交易特征得分

1) 总市值升序赋值;

2) 波动率升序赋值;

3) 以上 2 项得分加总即为交易特征得分。

STEP4: 质量得分、估值得分、交易特征得分分别赋予不同权重后加总, 形成综合评估得分。

STEP5: 综合评估得分升序排列, 取排名前 30 的股票构建组合。

4.3 样本数量

30 只。

4.4 权重

等权配置。

4.5 交易设计

4.5.1 划定操作周期

对应最新的财务报表, 将一年划分为 3 个操作周期, 即 5 月 1 日-8 月 31 日、9 月 1 日-10 月 31 日、11 月 1 日-次年 4 月 30 日。每个操作周期均为“买入-持有”, 除止损外, 期间无交易。

4.5.2 设置止损保护

本策略确定-10%作为每期组合的止损阈值。一旦当期组合下跌幅度超过 10%, 即进行止损操作, 并保持现金直至本操作周期结束。

4.5.3 在集合竞价阶段交易

不论买入或卖出, 本策略都选择在集合竞价阶段进行交易。

4.6 策略标签

指数增强策略 综合评估多因子策略 纯多头策略 始终在市策略 超低频策略

五、综合评估投资策略评估

综合评估投资策略的业绩比较基准为 000985 中证全指。

5.1 回测数据

表 3 综合评估投资策略组合回测数据及统计

时间	指数涨跌幅(%)	指数单位净值	策略收益率(%)	策略单位净值
20060901-20061031	9.4	1.0940	7.56	1.0756
20061101-20070430	144.8	2.6781	152.44	2.7151
20070501-20070831	39.6	3.7386	46.25	3.9708
20070901-20071031	3.09	3.8542	2.61	4.0746
20071101-20080430	-25.61	2.8671	-1.79	4.0015
20080501-20080831	-39.62	1.7312	-10.00	3.6013
20080901-20081031	-30.83	1.1974	-10.00	3.2412
20081101-20090430	69.25	2.0267	102.86	6.5750
20090501-20090831	7.33	2.1752	10.64	7.2749
20090901-20091031	16.16	2.5268	21.06	8.8068
20091101-20100430	1.02	2.5525	11.49	9.8191
20100501-20100831	-1.68	2.5096	5.24	10.3337
20100901-20101031	13.86	2.8575	17.72	12.1648
20101101-20110430	-4.69	2.7235	0.42	12.2155
20110501-20110831	-9.11	2.4754	-5.84	11.5024
20110901-20111031	-6.95	2.3033	-3.24	11.1296
20111101-20120430	-5.60	2.1743	1.27	11.2709
20120501-20120831	-14.42	1.8608	-10.47	10.0908
20120901-20121031	1.51	1.8889	3.84	10.4780
20121101-20130430	8.08	2.0415	11.74	11.7077
20130501-20130831	1.87	2.0797	1.33	11.8630
20130901-20131031	2.37	2.1290	8.52	12.8742

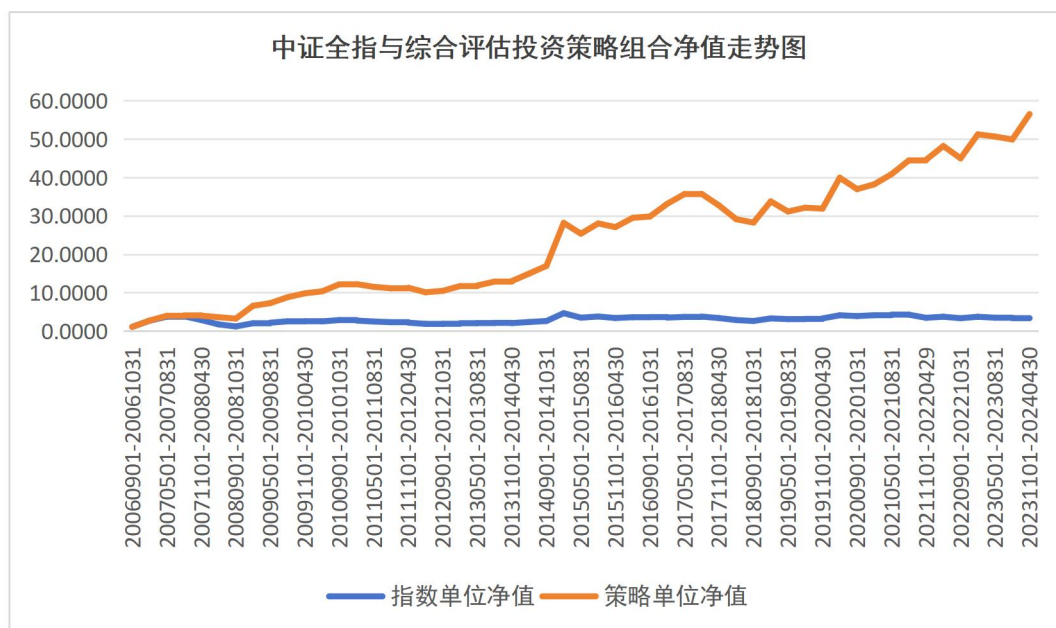
20131101-20140430	-2.89	2.0675	1.20	13.0291
20140501-20140831	13.68	2.3503	14.86	14.9658
20140901-20141031	10.98	2.6083	13.33	16.9605
20141101-20150430	78.27	4.6499	66.11	28.1732
20150501-20150831	-25.14	3.4809	-10.00	25.3558
20150901-20151031	8.66	3.7824	10.52	28.0230
20151101-20160430	-10.33	3.3916	-3.41	27.0684
20160501-20160831	6.03	3.5962	8.93	29.4861
20160901-20161031	0.98	3.6314	1.16	29.8270
20161101-20170430	-3.46	3.5057	11.10	33.1366
20170501-20170831	4.87	3.6765	7.65	35.6725
20170901-20171031	2.31	3.7614	0.15	35.7255
20171101-20180430	-10.15	3.3796	-8.45	32.7072
20180501-20180831	-15.53	2.8548	-10.95	29.1271
20180901-20181031	-8.19	2.6210	-3.05	28.2396
20181101-20190430	25.37	3.2859	19.60	33.7742
20190501-20190831	-5.38	3.1091	-7.82	31.1317
20190901-20191031	1.65	3.1604	3.18	32.1228
20191101-20200430	4.05	3.2884	-0.77	31.8766
20200501-20200831	24.83	4.1049	25.27	39.9310
20200901-20201031	-5.14	3.8939	-7.43	36.9631
20201101-20210430	5.78	4.1190	3.39	38.2170
20210501-20210831	3.88	4.2788	6.92	40.8625
20210901-20211031	-0.38	4.2625	8.76	44.4433
20211101-20220430	-19.05	3.4505	0.32	44.5866
20220501-20220831	7.96	3.7252	8.09	48.1917
20220901-20221031	-10.31	3.3411	-6.68	44.9720
20221101-20230430	11.08	3.7113	13.90	51.2218
20230501-20230831	-6.53	3.4690	-1.12	50.6475

20230901-20231031	-3.36	3.3524	-1.49	49.8952
20231101-20240430	-3.57	3.2327	13.25	56.5041

资料来源：金圆统一证券研究所

5.2 净值曲线

图2 综合评估投资策略组合净值走势图

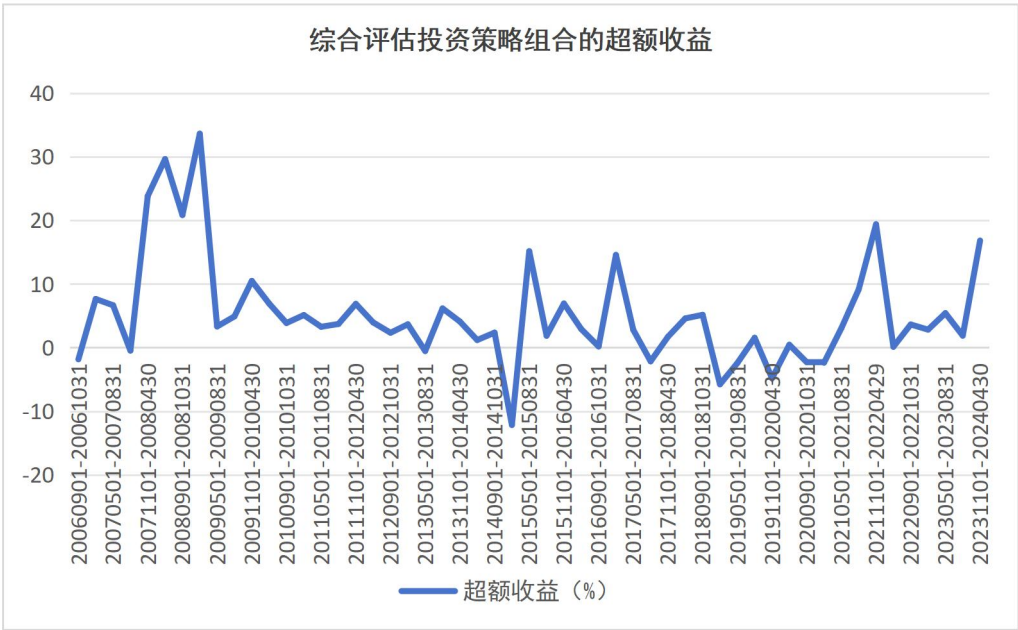


资料来源：金圆统一证券研究所

20060901-20240430 的 17.67 年间，中证全指涨幅为 223.27%。同期策略涨幅高达 5550.41%。

5.3 超额收益

图3 综合评估投资策略组合的超额收益



资料来源：金圆统一证券研究所

20060901-20240430 总共 53 个交易周期，其中 43 个周期取得了正的超额收益，增强成功率高达 81.13%。

5.4 系统评估

表 4 综合评估投资策略组合系统评估表

评估指标	基准指数	策略
名称	000985 中证全指	综合评价投资策略
数据长度	20060901-20240430	4292 个交易日 17.67 年
回报的评估		
净值	3.2279	56.5041
年复合收益率 (%)	6.8579	25.6534
累计超额收益率 (%)	/	5327.6217
α 值	/	18.7955
风险的评估		
最大单次负收益率 (%)	/	-10.9457
最大连续亏损次数(次)	/	3
最大回撤幅度(%)	71.4805	20.95
最长回撤周期	2160 个交易日	606 个交易日

波动率(%)	1.6742	27.7765
上行波动率(%)	1.0604	30.8907
下行波动率(%)	1.3441	3.6795
β 值($R_f \approx 3$)	/	3.7407
风险收益的综合评估		
胜率(%)	/	67.92
盈亏比(倍)	/	2.9608
期望值	/	10.1918
凯利公式	/	0.5709
夏普比率($R_f \approx 3$)	/	0.8156
索提诺比率($R_f \approx 3$)	/	6.1567
卡玛比率($R_f \approx 3$)	/	108.1102
最差情景预期年收益率(%)	/	-44.8293
最优情景预期年收益率(%)	/	65.213

备注:

最差情景预期=年收益率的算术平均值-2 倍标准差;

最优情景预期=年收益率的算术平均值+2 倍标准差。

资料来源: 金圆统一证券研究所

5.5 分年度评估

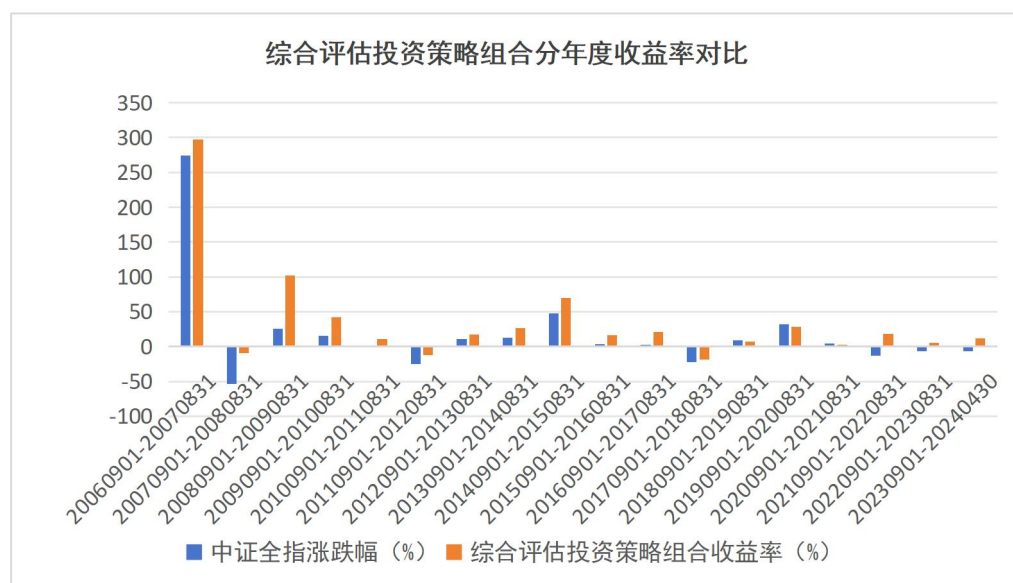
表 5 综合评估投资策略组合分年度收益率对比表

时间	指数涨跌幅(%)	策略组合收益率(%)	超额收益率(%)
20060901-20070831	273.86	297.08	23.22
20070901-20080831	-53.7	-9.31	44.39
20080901-20090831	25.65	102.01	76.36
20090901-20100831	15.37	42.05	26.68
20100901-20110831	-1.37	11.31	12.68
20110901-20120831	-24.83	-12.27	12.56
20120901-20130831	11.22	17.56	6.34

20130901-20140831	13.01	26.16	13.15
20140901-20150831	48.11	69.42	21.31
20150901-20160831	3.31	16.29	12.98
20160901-20170831	2.23	20.98	18.75
20170901-20180831	-22.35	-18.35	4
20180901-20190831	8.91	6.88	-2.03
20190901-20200831	32.03	28.26	-3.77
20200901-20210831	4.24	2.33	-1.91
20210901-20220831	-12.94	17.94	30.88
20220901-20230831	-6.88	5.10	11.98
20230901-20240430	-6.81	11.56	18.37

资料来源：金圆统一证券研究所

图 4 综合评估投资策略组合分年度收益率对比图



资料来源：金圆统一证券研究所

20060901-20240430 的 17.67 年间，共有 15 年录得了正的超额收益，增强成功率高达 83.33%，增强效果极其明显。

20060901-20240430 的 17.67 年间，共有 15 年录得了正收益，策略体验感佳。

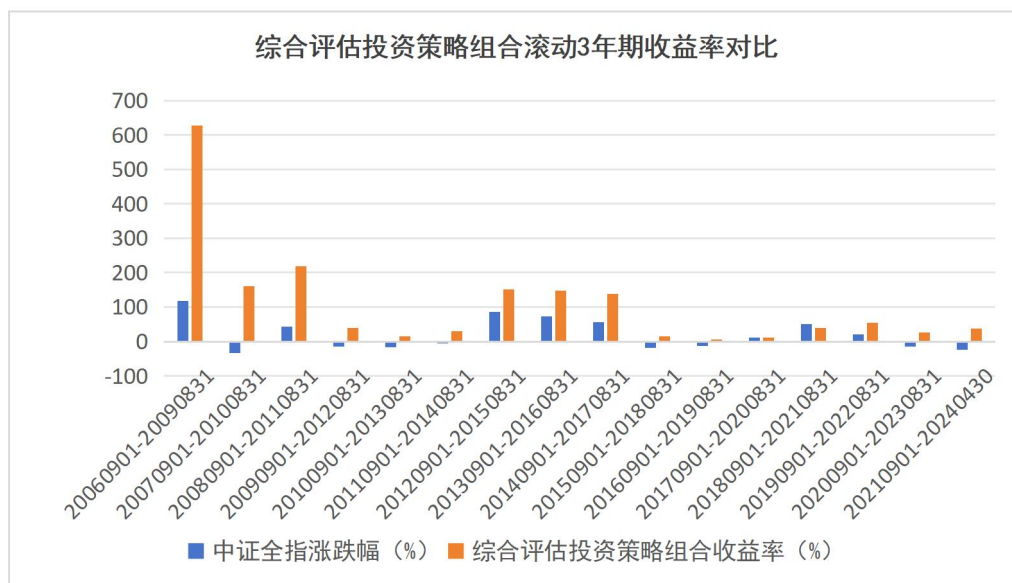
5.6 滚动 3 年期评估和滚动 5 年期评估

表 6 综合评估投资策略组合滚动 3 年期收益率对比表

滚动 3 年期	指数涨跌幅(%)	策略组合收益率(%)	超额收益率(%)
20060901-20090831	117.5	627.46	509.96
20070901-20100831	-32.88	160.24	193.12
20080901-20110831	42.98	219.41	176.43
20090901-20120831	-14.46	38.72	53.18
20100901-20130831	-17.54	14.80	32.34
20110901-20140831	-5.52	30.12	35.64
20120901-20150831	86.16	151.27	65.11
20130901-20160831	72.92	148.56	75.64
20140901-20170831	56.42	138.35	81.93
20150901-20180831	-17.99	14.87	32.86
20160901-20190831	-13.55	5.58	19.13
20170901-20200831	11.66	11.93	0.27
20180901-20210831	49.89	40.28	-9.61
20190901-20220831	19.82	54.79	34.97
20200901-20230831	-15.49	26.84	42.33
20210901-20240430	-24.45	38.28	62.73

资料来源：金圆统一证券研究所

图 5 综合评估投资策略组合滚动 3 年期收益率对比图



资料来源：金圆统一证券研究所

滚动 3 年期看，所有 16 个滚动周期中 15 个均录得正的超额收益，增强成功率高达 93.75%，增强效果极其明显。

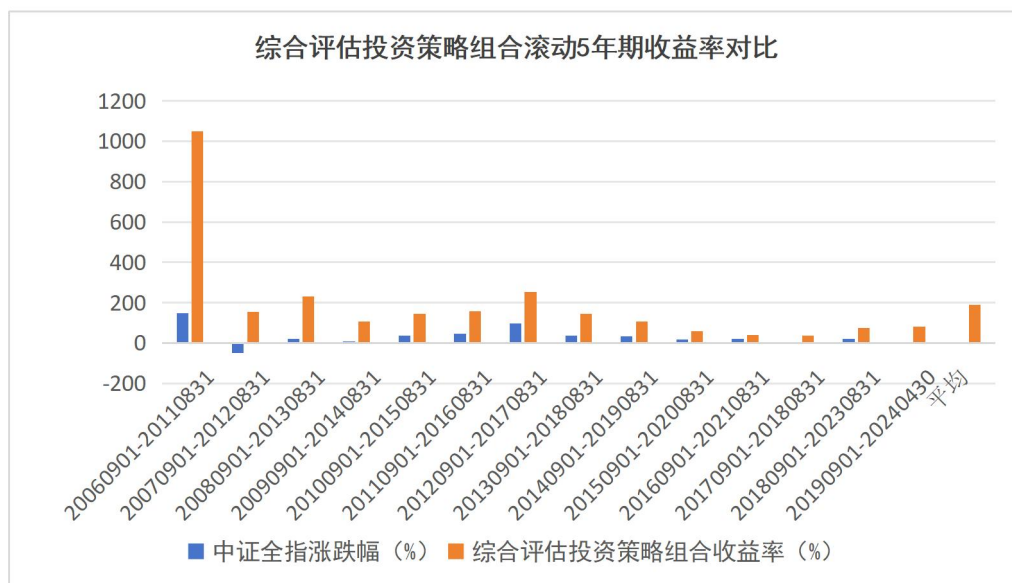
滚动 3 年期看，所有 16 个滚动周期均录得正收益，策略体验感极佳。

表 7 综合评估投资策略组合滚动 5 年期收益率对比表

滚动 5 年期	指数涨跌幅 (%)	策略组合收益率 (%)	超额收益率 (%)
20060901-20110831	147.49	1050.23	902.74
20070901-20120831	-50.24	154.13	204.37
20080901-20130831	19.53	229.42	209.89
20090901-20140831	7.51	105.73	98.22
20100901-20150831	38.02	145.37	107.35
20110901-20160831	44.57	156.35	111.78
20120901-20170831	96.61	253.51	156.9
20130901-20180831	37.27	145.53	108.26
20140901-20190831	32.29	108.00	75.71
20150901-20200831	17.92	57.47	39.55
20160901-20210831	18.99	38.57	19.58
20170901-20180831	1.33	35.09	33.76
20180901-20230831	21.52	73.88	52.36
20190901-20240430	3.98	81.50	77.52
平均		188.20	157.00

资料来源：金圆统一证券研究所

图 6 综合评估投资策略组合滚动 5 年期收益率对比图



资料来源：金圆统一证券研究所

滚动 5 年期看,所有 14 个滚动周期均录得正的超额收益,滚动周期平均超额收益率为 157.00%。

滚动 5 年期看,所有 14 个滚动周期均录得正收益,滚动周期平均收益率为 188.20%。

以上数据表明:随着策略应用的时间拉长,盈利的概率和盈利的水平都得以大幅提升,策略体验感更佳。

风险提示:市场环境出现巨大变化时本报告所展示的策略可能失效。基于过往数据统计的绩效并不预示其未来表现,亦不构成投资收益的保证或投资建议。

分析师声明:

负责本报告全部或参与部分内容的分析师在此声明, 本人具有证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告; 本报告基于市场公开的合法合规信息进行撰写, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点; 本人薪酬的任何组成部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

特别声明:

法律许可的情况下, 金圆统一证券可能会持有或交易本报告中提及的标的证券, 也可能为标的证券提供股债融资、财务顾问、资产证券化和理财投顾服务。因此, 投资者应当考虑到金圆统一证券及/或相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突, 投资者请勿将本报告视为决策的唯一依据。

免责声明:

金圆统一证券有限公司(以下简称“金圆统一证券”或“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由金圆统一证券制作并发布。本报告仅供本公司及其客户使用。本公司不会因收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告是基于金圆统一证券认为可靠的已公开信息编制, 但金圆统一证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 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出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使金圆统一证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此金圆统一证券可不发出特别通知。

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, 也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考, 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他人做出邀请。在法律允许的情况下, 金圆统一证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为金圆统一证券所有。未经金圆统一证券书面同意, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若金圆统一证券以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 金圆统一证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成金圆统一证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经金圆统一证券授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。金圆统一证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资评级声明:

分类	评级说明		
股票评级	自报告发布之日起 6 个月内, 相对所属	买入	股价相对强于基准 20% 以上;
		增持	股价相对强于基准 10%-20% 以上;

	板块指数涨幅	持有	股价相对基准波动±10%以内；
		卖出	股价相对弱于基准 10%以上；
行业评级	自报告发布之日起 6 个月内，相对沪深 300 指数涨幅	强于大市	相对强于基准 10%以上；
		中性	相对基准波动±10%以内；
		弱于大市	相对弱于基准 10%以上；

金圆统一证券营业网点

厦门地址：厦门市思明区展鸿路 82 号国际金融中心大厦 10-11 楼

深圳地址：深圳市南山区粤海街道高新区社区科苑南路 3099 号中国储能大厦 4801

上海地址：上海市虹口区东大名路 501 号 45 层 01 单元

北京地址：北京市朝阳区建国门外大街 8 号楼 15 层 1202 单元 15017 室