

# Trend 风格登顶，非流动性冲击因子表现出色

——东方因子周报

报告发布日期

2025年04月06日

证券分析师

杨怡玲

yangyiling@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860523040002

相关报告

分红对期指的影响	20250403	2025-04-05
14 只科创综指相关基金产品获批，全球首支代币化货币市场 ETF 面世		2025-03-30
公募费率再改革，又一家外资公募宣布增资		2025-03-22
DFQ-FactorVAE-pro：加入特征选择与环境变量模块的 FactorVAE 模型：——因子选股系列之——		2025-02-19

## 研究结论

### 风格表现监控

本周市场正收益风格集中在 Trend 风格上，负收益风格表现在 Liquidity 风格上。非流动性冲击是中证全指成分股中，本周表现最好的因子。

### 因子表现监控

- 以沪深 300 指数为选股空间，最近一周，非流动性冲击、六个月 UMR 等因子表现较好，而单季 ROE、单季 EP 等因子表现较差。最近一月，六个月 UMR、一个月反转等因子表现较好，而一年动量、SPTTM 等因子表现较差。
- 以中证 500 指数为选股空间，最近一周，非流动性冲击、三个月波动等因子表现较好，而预期 EPTTM、特异度等因子表现较差。最近一月，三个月波动、一个月 UMR 等因子表现较好，而特异度、单季营收同比增速等因子表现较差。
- 以中证 800 指数为选股空间，最近一周，非流动性冲击、一年 UMR 等因子表现较好，而单季 ROE、高管薪酬等因子表现较差。最近一月，一年 UMR、一个月反转等因子表现较好，而特异度、高管薪酬等因子表现较差。
- 以中证 1000 指数为选股空间，最近一周，非流动性冲击、预期净利润环比等因子表现较好，而分析师认可度、预期 PEG 等因子表现较差。最近一月，一个月波动、一个月换手等因子表现较好，而单季净利同比增速环比变化、盈余公告开盘跳空超额等因子表现较差。
- 以国证 2000 指数为选股空间，最近一周，三个月波动、三个月 UMR 等因子表现较好，而一年动量、SPTTM 等因子表现较差。最近一月，一个月波动、六个月 UMR 等因子表现较好，而一年动量、单季净利同比增速环比变化等因子表现较差。
- 以创业板指指数为选股空间，最近一周，预期 ROE 环比变化、单季营利同比增速等因子表现较好，而预期 EPTTM、单季 EP 等因子表现较差。最近一月，一个月 UMR、EPTTM 一年分位点等因子表现较好，而 BP、股息率等因子表现较差。
- 以中证全指指数为选股空间，最近一周，非流动性冲击、三个月波动等因子表现较好，而三个月反转、单季 ROA 等因子表现较差。最近一月，六个月 UMR、一年 UMR 等因子表现较好，而一年动量、预期净利润环比等因子表现较差。

### 公募基金指数增强产品表现跟踪

- 沪深 300 指数增强产品最近一周：超额收益最高 0.92%，最低-1.17%，中位数-0.01%。最近一周，沪深 300 指数增强基金中前三名分别为：兴全沪深 300LOF、国金沪深 300 指数增强 A、国富沪深 300 指数增强 A。
- 中证 500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.15%，最低-0.68%，中位数 0.25%。最近一周，中证 500 指数增强基金中前三名分别为：平安中证 500 指数增强 A、华夏中证 500 指数增强 A、华夏中证 500 指数智选 A。
- 中证 1000 指数增强产品最近一周：超额收益最高 0.90%，最低-0.11%，中位数 0.24%。最近一周，中证 1000 指数增强基金中前三名分别为：财通资管中证 1000 指数增强 A、大成中证 1000 指数增强 A、明亚中证 1000 指数增强 A。

## 风险提示

量化模型失效风险、市场极端环境冲击。

## 目录

一、风格因子近期表现.....	4
二、因子表现监控.....	5
因子库.....	5
沪深 300 样本空间中的因子表现.....	6
中证 500 样本空间中的因子表现.....	7
中证 800 样本空间中的因子表现.....	8
中证 1000 样本空间中的因子表现.....	9
国证 2000 样本空间中的因子表现.....	10
创业板指样本空间中的因子表现.....	11
中证全指样本空间中的因子表现.....	12
三、公募基金指数增强产品表现跟踪.....	13
沪深 300 指数增强产品表现.....	13
中证 500 指数增强产品表现.....	14
中证 1000 指数增强产品表现.....	14
附录.....	16
因子 MFE 组合构建方式.....	16
风险提示.....	17

## 图表目录

图 1: 风格因子近期多空收益 .....	4
图 2: 东方 A 股因子风险模型(DFQ-2020)一风格类风险因子列表 .....	4
图 3: 因子库 .....	5
图 4: 沪深 300 因子表现 .....	6
图 5: 中证 500 因子表现 .....	7
图 6: 中证 800 因子表现 .....	8
图 7: 中证 1000 因子表现 .....	9
图 8: 国证 2000 因子表现 .....	10
图 9: 创业板指因子表现 .....	11
图 10: 中证全指因子表现 .....	12
图 11: 沪深 300 指数增强产品超额收益表现 .....	13
图 12: 中证 500 指数增强产品超额收益表现 .....	14
图 13: 中证 1000 指数增强产品超额收益表现 .....	15

## 一、风格因子近期表现

图 1 是东方 dfrisk2020 风险因子近期在中证全指中的多空收益表现，以及近一年和近十年的多空收益净值图，调仓频率均为月频；图二为风险因子的说明。

本周市场动态中，Trend 因子以 2.88% 的正收益表现最为显著，较上一周的 2.44% 进一步提升，表明市场在短期内对趋势投资策略的偏好持续增强。Value 因子本周收益为 2.44%，较上周的 5.34% 有所回落，但仍保持较高的正收益，显示出市场对价值投资策略的认可依然较强。Growth 因子本周收益为 0.23%，较上周的 -1.94% 显著改善，但整体表现仍较为疲软。

相比之下，Size 因子本周收益为 -0.08%，较上周的 1.05% 有所下降，表明市场对小盘股的关注度有所减弱。Cubic size 因子本周收益为 -0.44%，与上周的 -0.47% 基本持平，显示出市场对该因子的态度较为稳定。Certainty 因子本周收益为 -0.55%，较上周的 2.63% 大幅回落，表明市场对确定性投资策略的信心有所减弱。SOE 因子本周收益为 -0.64%，较上周的 -0.95% 略有改善，但仍处于负收益区间。Beta 因子本周收益为 -2.61%，较上周的 -6.81% 有所改善，但仍表现较差，显示出市场对高 Beta 股票的偏好持续减弱。Volatility 因子本周收益为 -3.56%，较上周的 -5.79% 有所回升，但市场对高波动性资产的担忧依然存在。Liquidity 因子本周收益为 -4.04%，较上周的 -5.29% 有所改善，但仍为负收益，表明市场对高流动性资产的需求持续下降。

图 1：风格因子近期多空收益

	近一周	上一周	近一月	今年以来	近一年	历史年化	近一年趋势	近十年趋势
Trend	2.88%	2.44%	9.68%	-3.46%	10.89%	14.33%		
Value	2.44%	5.34%	10.60%	-2.49%	-5.42%	7.78%		
Growth	0.23%	-1.94%	-1.03%	-6.35%	-5.72%	2.47%		
Size	-0.08%	1.05%	-3.78%	-21.55%	-46.62%	-29.28%		
Cubic size	-0.44%	-0.47%	-4.62%	-16.15%	-42.57%	-26.20%		
Certainty	-0.55%	2.63%	2.74%	-2.46%	-10.67%	3.25%		
SOE	-0.64%	-0.95%	0.03%	3.31%	10.46%	7.20%		
Beta	-2.61%	-6.81%	-13.75%	9.42%	21.62%	0.39%		
Volatility	-3.56%	-5.79%	-13.43%	2.69%	10.71%	-13.44%		
Liquidity	-4.04%	-5.29%	-11.85%	11.11%	17.34%	-3.79%		

数据来源：Wind、东方证券研究所

图 2：东方 A 股因子风险模型(DFQ-2020)一风格类风险因子列表

<p><b>Size</b></p> <p>总市值对数</p>	<p><b>Liquidity</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>TO: 过去243天的平均对数换手率</li> <li>Liquidity beta: 过去243天的个股对数换手率，与市场对数换手率回归</li> </ul>	<p><b>Value</b></p> <p>BP: 账面市值比 EP: 盈利收益率</p>	<p><b>SOE</b></p> <p>State Owned Enterprise: 国有持股比例</p>
<p><b>Beta</b></p> <p>贝叶斯压缩后的市场Beta</p>	<p><b>Volatility</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Stdvol: 过去243天的标准波动率</li> <li>Ivff: 过去243天的FF3 特质波动率</li> <li>Range: 过去243天的最高价/最低价-1</li> <li>MaxRet_6: 过去243天收益最高的六天的收益率平均值</li> <li>MinRet_6: 过去243天收益最低的六天的收益率平均值</li> </ul>	<p><b>Growth</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Delta ROE: 过去3年ROE变动的平均值</li> <li>Sales_growth: 销售收入 TTM的3年复合增速</li> <li>Na_growth: 净资产TTM的3年复合增速</li> </ul>	<p><b>Cubic Size</b></p> <p>市值幂次项</p>
<p><b>Trend</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Trend_120: EWMA(halfife=20)/EWMA(halfife=120)</li> <li>Trend_240: EWMA(halfife=20)/EWMA(halfife=240)</li> </ul>			<p><b>Certainty</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Insholder Pct: 公募基金持仓比例</li> <li>Cov: 分析师覆盖度(对市值正文化)</li> <li>Listdays: 上市天数</li> </ul>

数据来源：Wind、朝阳永续、东方证券研究所

## 二、因子表现监控

我们首先介绍一下我们跟踪监控的因子列表，然后分别以沪深 300、中证 500、中证 800、中证 1000、国证 2000、创业板指、中证全指指数为选股空间，对每个因子构造其相对于指数的 MFE 组合并跟踪其表现。

### 因子库

下表是指数增强因子库，包括估值、成长、盈利、分析师预期、景气度、分红、公司治理、PEAD、流动性、波动率、反转与动量等维度。

图 3：因子库

类别	因子简称	因子名称	因子计算方式
估值	BP	账面市值比	净资产/总市值
	FBP	预期BP	分析师一致预期BP
	Quart_EP	单季度市盈率倒数	单季度归母净利润/总市值
	TTM_EP	滚动市盈率倒数	归母净利润TTM/总市值
	Quart_SP	单季度市销率倒数	单季度营业收入/总市值
	TTM_SP	滚动市销率倒数	营业收入TTM/总市值
	TTM_EP_PCT_1Y	EPTTM一年分位点	当前EPTTM在过去一年的分位点
	TTM_FEP	一致预期滚动市盈率倒数	一致预期滚动PE倒数
	TTM_FPEG	一致预期滚动PEG	一致预期滚动PE / 个股滚动净利复合增长率
	PB_ROE_RANK	PB与ROE的rank差	全市场PB排序-单季ROE排序
成长	YOY_Quart_NP	单季度净利润同比增速	单季度净利润同比增长率
	YOY_Quart_OR	单季度营业收入同比增速	单季度营业收入同比增长率
	YOY_Quart_OP	单季度营业利润同比增速	单季度营业利润同比增长率
	SUE	标准化预期外盈利	(单季实际净利-预期净利)/预期净利标准差
	SUR	标准化预期外收入	(单季实际营收-预期营收)/预期营收标准差
	Delta_ROE	单季净资产收益率同比变化	单季净资产收益率-去年同期净资产收益率
	Delta_ROA	单季总资产收益率同比变化	单季总资产收益率-去年同期总资产收益率
	UE_PERC	单季净利润超预期幅度	单季度净利润/分析师预期单季度净利润-1
盈利	Quart_ROE	单季度净资产收益率	单季净利润*2/(期初净资产+期末净资产)
	Quart_ROA	单季度总资产收益率	单季净利润*2/(期初总资产+期末总资产)
分析师	ORGAN_NUM_3M	分析师覆盖度	过去3个月撰写研报的机构数量
预期	ANA_REC	分析师认可度	(认可业绩分析师数-不认可业绩分析师数)/覆盖分析师数
	FNP_QOQ_PERC_3M	预期净利润环比增幅	当前一致预期滚动净利/3月前一致预期净利-1
	FROE_CHANGE_3M	预期滚动ROE三个月环比	当前一致预期ROE-3个月前一致预期ROE
景气	UD_PCT	分析师上下调数量差占比	过去3个月(上调家数-下调家数)/总家数+总家数/10000
	NPYOY_CHANGE	单季净利同比增速环比变化	单季净利同比增速-上季度单季净利同比增速
分红	DIVIDEND_RATE	股息率	最近四个季度预案分红金额/总市值
公司治理	MANAGER_SALARY	高管薪酬	公司前三高管的薪酬
PEAD	AOG	盈余公告次日开盘跳空超额	盈余公告次日开盘涨跌幅-中证500开盘涨跌幅
	ALG	盈余公告次日最低价超额	盈余公告次日最低价超额
流动性	TURNOVER_1M	一个月日均换手	过去20个交易日换手率均值
	TURNOVER_3M	三个月日均换手	过去60个交易日换手率均值
	ILLIQ_1M	一个月非流动性冲击	过去20个交易日日度涨跌幅绝对值成交额均值
波动	IVR_1M	特异度	1-过去20日Fama-French三因子回归拟合度
	ATR_1M	一个月真实波动率	过去20个交易日日内真实波幅均值
	ATR_3M	三个月真实波动率	过去60个交易日日内真实波幅均值
反转与动量	REVERSE_1M	一个月反转	过去20个交易日涨跌幅
	REVERSE_3M	三个月反转	过去60个交易日涨跌幅
	MOMENTUM_1M	一年动量	剔除近1个月的过去一年涨跌幅
	UMR_1	一个月UMR	一个月窗口下风险调整后的UMR动量
	UMR_3M	三个月UMR	三个月窗口下风险调整后的UMR动量
	UMR_6M	六个月UMR	六个月窗口下风险调整后的UMR动量
机构	UMR_1Y	一年UMR	十二个月窗口下风险调整后的UMR动量
	FUND_HOLD_MV	公募持股市值	过去半年报/年报中主动股基持股市值

数据来源：Wind、朝阳永续、东方证券研究所

## 沪深 300 样本空间中的因子表现

以沪深 300 指数为选股空间：

- 最近一周，非流动性冲击、六个月 UMR、一年 UMR 等因子表现较好，而单季 ROE、单季 EP、高管薪酬等因子表现较差。
- 最近一月，六个月 UMR、一个月反转、三个月 UMR 等因子表现较好，而一年动量、SPTTM、预期 ROE 环比变化等因子表现较差。
- 今年以来，一个月反转、单季营收同比增速、三个月机构覆盖等因子表现较好，而一年动量、BP、SPTTM 等因子表现较差。

图 4：沪深 300 因子表现

因子名称	因子方向	最近一周	最近一月	今年以来	近1年年化	历史年化	近一年趋势	近十年趋势
非流动性冲击	正向	0.58%	0.31%	0.47%	6.04%	0.47%		
六个月UMR	正向	0.54%	1.53%	1.18%	6.19%	5.34%		
一年UMR	正向	0.46%	1.15%	0.94%	4.41%	4.43%		
盈余公告开盘跳空超额	正向	0.44%	0.75%	2.37%	2.22%	2.80%		
三个月反转	反向	0.39%	0.26%	2.07%	4.12%	1.60%		
BP	正向	0.37%	0.39%	-1.41%	2.01%	3.17%		
一个月UMR	正向	0.34%	1.10%	2.44%	1.81%	2.88%		
DELTAROE	正向	0.34%	0.92%	0.78%	-0.14%	3.54%		
三个月UMR	正向	0.32%	1.26%	1.92%	4.29%	4.86%		
盈余公告最低价跳空超额	正向	0.28%	0.37%	0.51%	0.10%	3.82%		
三个月波动	反向	0.24%	0.84%	0.67%	6.72%	2.87%		
分析师认可度	正向	0.24%	0.71%	1.32%	3.04%	3.28%		
一个月反转	反向	0.24%	1.36%	3.93%	6.85%	0.85%		
DELTAROA	正向	0.20%	0.74%	0.72%	0.79%	3.98%		
EPTTM一年分位点	正向	0.19%	0.98%	1.57%	5.70%	2.77%		
单季营收同比增速	正向	0.18%	1.23%	1.22%	-0.23%	2.68%		
预期BP	正向	0.18%	0.66%	-0.58%	1.76%	3.60%		
一个月波动	反向	0.16%	0.86%	1.08%	4.76%	1.84%		
标准化预期外收入	正向	0.10%	0.62%	0.50%	3.07%	4.31%		
单季营收同比增速	正向	0.09%	0.59%	2.66%	3.74%	3.45%		
单季净利同比增速	正向	0.05%	0.79%	1.06%	-2.62%	3.20%		
三个月换手	反向	0.03%	0.24%	-0.30%	3.28%	3.36%		
标准化预期外盈利	正向	0.00%	0.50%	0.77%	2.30%	4.14%		
单季净利同比增速环比变化	正向	-0.03%	0.10%	0.77%	4.46%	2.33%		
一个月换手	反向	-0.05%	0.19%	-0.21%	4.07%	2.81%		
预期ROE环比变化	正向	-0.05%	-0.14%	-1.17%	-5.37%	2.32%		
3个月盈利上下调	正向	-0.09%	0.71%	0.73%	4.87%	4.76%		
预期EPTTM	正向	-0.10%	0.87%	0.45%	0.19%	4.12%		
三个月机构覆盖	正向	-0.10%	0.45%	2.66%	3.57%	2.81%		
股息率	正向	-0.12%	0.40%	0.08%	4.58%	4.80%		
公募持股市值	正向	-0.13%	0.63%	1.37%	0.27%	2.77%		
预期净利润环比	正向	-0.13%	0.09%	-1.06%	-3.85%	1.24%		
EPTTM	正向	-0.17%	0.99%	0.84%	3.28%	4.77%		
特异度	反向	-0.18%	-0.06%	2.57%	0.46%	1.41%		
单季超预期幅度	正向	-0.20%	0.70%	0.38%	0.03%	3.39%		
单季SP	正向	-0.21%	0.00%	-0.64%	3.57%	3.67%		
预期PEG	反向	-0.24%	0.49%	0.75%	-0.43%	2.89%		
PB_ROE_排序差	正向	-0.30%	0.31%	0.54%	3.41%	4.97%		
SPTTM	正向	-0.31%	-0.57%	-1.23%	2.97%	3.41%		
一年动量	正向	-0.32%	-0.69%	-2.63%	-4.85%	1.73%		
单季ROA	正向	-0.36%	0.31%	1.99%	2.90%	3.64%		
高管薪酬	正向	-0.38%	-0.05%	-0.08%	5.77%	2.97%		
单季EP	正向	-0.49%	0.44%	1.14%	4.13%	5.46%		
单季ROE	正向	-0.75%	0.79%	2.36%	1.49%	4.20%		

数据来源：Wind、朝阳永续、东方证券研究所

## 中证 500 样本空间中的因子表现

以中证 500 指数为选股空间：

- 最近一周，非流动性冲击、三个月波动、分析师认可度等因子表现较好，而预期 EPTTM、特异度、预期 PEG 等因子表现较差。
- 最近一月，三个月波动、一个月 UMR、一个月反转等因子表现较好，而特异度、单季营收同比增速、标准化预期外收入等因子表现较差。
- 今年以来，一个月反转、DELTAROA、高管薪酬等因子表现较好，而六个月 UMR、一年 UMR、单季盈利同比增速等因子表现较差。

图 5：中证 500 因子表现

因子名称	因子方向	最近一周	最近一月	今年以来	近1年年化	历史年化	近一年趋势	近十年趋势
非流动性冲击	正向	0.91%	0.64%	-0.94%	7.50%	0.60%		
三个月波动	反向	0.78%	3.24%	-1.41%	7.08%	4.05%		
分析师认可度	正向	0.67%	1.32%	1.88%	1.74%	7.61%		
3个月盈利上下调	正向	0.63%	1.48%	1.07%	2.90%	6.41%		
高管薪酬	正向	0.61%	1.13%	3.92%	5.47%	2.21%		
单季净利同比增速	正向	0.58%	1.34%	1.30%	4.43%	7.37%		
预期净利润环比	正向	0.52%	0.72%	1.64%	2.42%	2.93%		
一个月波动	反向	0.50%	2.71%	-0.69%	8.00%	2.58%		
三个月换手	反向	0.49%	2.39%	-1.57%	-1.45%	5.14%		
一个月换手	反向	0.48%	2.47%	-0.95%	-0.90%	5.31%		
预期ROE环比变化	正向	0.31%	1.05%	2.94%	5.73%	2.11%		
单季净利同比增速环比变化	正向	0.30%	0.07%	1.61%	2.12%	2.52%		
标准化预期外盈利	正向	0.26%	1.90%	0.84%	3.28%	8.61%		
单季营收同比增速	正向	0.20%	-0.56%	3.06%	0.51%	3.19%		
BP	正向	0.18%	0.74%	-1.36%	2.92%	4.24%		
DELTAROA	正向	0.18%	1.54%	4.36%	6.62%	7.84%		
PB_ROE_排序差	正向	0.16%	1.56%	0.28%	4.46%	7.98%		
单季盈利同比增速	正向	0.15%	0.14%	-1.66%	-0.55%	5.48%		
单季ROA	正向	0.08%	2.82%	0.86%	0.47%	4.79%		
三个月UMR	正向	0.07%	2.66%	0.15%	-0.74%	5.96%		
预期BP	正向	0.06%	0.79%	-1.32%	3.47%	3.61%		
一年UMR	正向	0.06%	2.19%	-2.47%	-0.58%	5.00%		
股息率	正向	0.05%	2.82%	-1.24%	-3.24%	6.89%		
标准化预期外收入	正向	0.04%	-0.02%	0.84%	6.66%	5.16%		
DELTAROE	正向	0.03%	0.96%	2.20%	4.46%	7.67%		
单季超预期幅度	正向	0.03%	1.36%	2.40%	3.02%	8.02%		
EPTTM一年分位点	正向	0.02%	1.35%	0.07%	1.76%	5.78%		
三个月机构覆盖	正向	0.02%	1.18%	1.67%	-3.76%	5.53%		
SPTTM	正向	-0.01%	0.89%	-1.02%	1.00%	3.36%		
公募持股市值	正向	-0.05%	2.86%	3.33%	-1.14%	1.72%		
六个月UMR	正向	-0.09%	2.09%	-2.53%	-3.37%	5.54%		
单季ROE	正向	-0.15%	2.67%	0.97%	-4.59%	5.62%		
盈余公告最低价跳空超额	正向	-0.17%	1.30%	1.23%	3.46%	6.67%		
单季SP	正向	-0.19%	0.79%	-1.03%	0.90%	4.57%		
三个月反转	反向	-0.26%	0.60%	3.01%	5.61%	0.40%		
盈余公告开盘跳空超额	正向	-0.33%	0.97%	-0.37%	-0.12%	6.79%		
单季EP	正向	-0.33%	2.33%	1.65%	5.56%	7.56%		
一个月反转	反向	-0.40%	3.08%	5.12%	3.07%	0.11%		
一个月UMR	正向	-0.43%	3.15%	1.89%	4.52%	5.51%		
一年动量	正向	-0.43%	0.13%	2.99%	3.49%	3.05%		
EPTTM	正向	-0.49%	2.13%	-1.55%	2.77%	5.89%		
预期PEG	反向	-0.53%	1.55%	3.78%	-1.90%	2.18%		
特异度	反向	-0.61%	-1.22%	-0.52%	3.21%	2.13%		
预期EPTTM	正向	-0.64%	2.80%	1.18%	4.78%	4.13%		

数据来源：Wind、朝阳永续、东方证券研究所

## 中证 800 样本空间中的因子表现

以中证 800 指数为选股空间：

- 最近一周，非流动性冲击、一年 UMR、分析师认可度等因子表现较好，而单季 ROE、高管薪酬、单季 ROA 等因子表现较差。
- 最近一月，一年 UMR、一个月反转、六个月 UMR 等因子表现较好，而特异度、高管薪酬、标准化预期外收入等因子表现较差。
- 今年以来，一个月反转、三个月反转、单季营收同比增速等因子表现较好，而 BP、SPTTM、三个月换手等因子表现较差。

图 6：中证 800 因子表现

因子名称	因子方向	最近一周	最近一月	今年以来	近1年年化	历史年化	近一年趋势	近十年趋势
非流动性冲击	正向	0.93%	0.77%	0.81%	1.53%	-0.16%		
一年UMR	正向	0.68%	2.50%	0.50%	3.23%	4.36%		
分析师认可度	正向	0.70%	1.66%	0.75%	2.84%	5.28%		
三个月波动	反向	0.59%	2.17%	0.55%	7.58%	3.49%		
六个月UMR	正向	0.57%	2.35%	-0.04%	2.42%	5.85%		
单季净利润同比增速环比变化	正向	0.50%	0.08%	0.88%	3.16%	2.54%		
一个月波动	反向	0.47%	1.93%	1.28%	6.83%	2.84%		
预期BP	正向	0.46%	0.68%	-1.10%	2.46%	4.26%		
三个月UMR	正向	0.38%	1.88%	1.76%	1.46%	5.82%		
BP	正向	0.36%	0.29%	-2.63%	1.39%	4.01%		
EPTTM一年分位点	正向	0.32%	1.59%	1.77%	4.95%	3.97%		
单季营收同比增速	正向	0.30%	0.84%	3.27%	1.22%	2.61%		
一个月UMR	正向	0.30%	2.12%	2.44%	-1.55%	3.83%		
股息率	正向	0.20%	1.78%	0.98%	2.43%	6.71%		
预期净利润环比	正向	0.16%	-0.06%	-1.07%	-0.73%	2.43%		
三个月换手	反向	0.08%	0.39%	-1.58%	3.44%	4.46%		
一个月反转	反向	0.07%	2.40%	4.54%	-1.27%	-0.32%		
公募持股市值	正向	0.07%	0.98%	1.33%	-2.02%	1.50%		
3个月盈利上下调	正向	0.06%	1.16%	1.92%	5.33%	5.54%		
标准化预期外收入	正向	0.05%	-0.39%	-0.98%	-1.27%	4.47%		
一个月换手	反向	0.04%	0.19%	-1.28%	3.43%	3.40%		
单季超预期幅度	正向	0.01%	0.89%	-0.14%	-1.28%	4.44%		
三个月反转	反向	0.00%	0.02%	3.57%	6.81%	-0.02%		
PB_ROE_排序差	正向	-0.01%	1.07%	1.65%	5.55%	7.76%		
标准化预期外盈利	正向	-0.02%	1.22%	0.52%	-0.26%	5.33%		
单季盈利同比增速	正向	-0.04%	0.99%	0.42%	0.78%	3.29%		
预期ROE环比变化	正向	-0.05%	0.23%	-0.69%	-5.80%	2.21%		
盈余公告最低价跳空超额	正向	-0.09%	0.51%	-0.01%	2.30%	5.18%		
DELTA ROA	正向	-0.15%	1.50%	2.26%	1.51%	5.86%		
三个月机构覆盖	正向	-0.15%	0.97%	2.51%	2.28%	3.76%		
预期EPTTM	正向	-0.23%	1.75%	1.25%	3.24%	4.27%		
一年动量	正向	-0.24%	0.29%	-0.55%	-1.91%	1.56%		
盈余公告开盘跳空超额	正向	-0.26%	0.07%	0.90%	3.05%	5.01%		
单季EP	正向	-0.26%	1.44%	1.54%	3.94%	7.69%		
DELTA ROE	正向	-0.28%	1.18%	2.15%	-0.02%	4.62%		
EPTTM	正向	-0.33%	1.82%	0.75%	1.46%	4.88%		
特异度	反向	-0.36%	-0.77%	1.96%	4.69%	2.56%		
单季SP	正向	-0.37%	0.15%	-1.13%	0.89%	4.36%		
单季净利润同比增速	正向	-0.41%	0.84%	0.39%	-0.31%	4.15%		
预期PEG	反向	-0.44%	0.69%	1.96%	-0.44%	2.12%		
SPTTM	正向	-0.49%	0.09%	-1.58%	1.84%	3.91%		
单季ROA	正向	-0.51%	0.38%	0.01%	1.10%	3.99%		
高管薪酬	正向	-0.56%	-0.59%	0.09%	3.40%	2.37%		
单季ROE	正向	-1.19%	0.66%	0.85%	-1.49%	4.85%		

数据来源：Wind、朝阳永续、东方证券研究所

## 中证 1000 样本空间中的因子表现

以中证 1000 指数为选股空间：

- 最近一周，非流动性冲击、预期净利润环比、六个月 UMR 等因子表现较好，而分析师认可度、预期 PEG、单季 SP 等因子表现较差。
- 最近一月，一个月波动、一个月换手、三个月波动等因子表现较好，而单季净利润同比增速环比变化、盈余公告开盘跳空超额、特异度等因子表现较差。
- 今年以来，分析师认可度、3 个月盈利上下调、三个月 UMR 等因子表现较好，而单季 ROE、一年动量、股息率等因子表现较差。

图 7：中证 1000 因子表现

因子名称	因子方向	最近一周	最近一月	今年以来	近1年年化	历史年化	近一年趋势	近十年趋势
非流动性冲击	正向	0.87%	2.40%	2.94%	-0.93%	2.67%		
预期净利润环比	正向	0.77%	-0.18%	0.89%	3.30%	4.72%		
六个月UMR	正向	0.73%	3.49%	-0.15%	3.76%	11.74%		
预期ROE环比变化	正向	0.69%	0.46%	-0.36%	8.15%	3.07%		
三个月波动	反向	0.65%	3.63%	1.35%	4.82%	4.00%		
一个月换手	反向	0.57%	3.87%	0.91%	2.10%	7.27%		
一年UMR	正向	0.52%	2.85%	0.65%	0.78%	7.77%		
单季营收同比增速	正向	0.52%	1.46%	2.67%	3.04%	4.58%		
三个月换手	反向	0.40%	3.41%	1.07%	2.31%	7.24%		
单季ROA	正向	0.40%	1.23%	0.46%	0.46%	6.70%		
PB_ROE_排序差	正向	0.35%	1.58%	0.89%	5.72%	11.04%		
一个月UMR	正向	0.32%	2.56%	2.88%	-1.93%	6.61%		
单季盈利同比增速	正向	0.27%	0.86%	2.61%	9.23%	5.79%		
三个月UMR	正向	0.27%	3.03%	1.04%	4.96%	9.66%		
单季净利润同比增速	正向	0.23%	1.13%	2.63%	6.27%	7.67%		
公募持股市值	正向	0.20%	2.41%	2.54%	-0.86%	2.09%		
盈余公告最低价跳空超额	正向	0.19%	1.50%	0.83%	5.33%	7.86%		
EPTTM一年分位点	正向	0.19%	0.77%	2.83%	6.23%	6.66%		
DELTA ROA	正向	0.19%	0.32%	2.24%	5.76%	7.69%		
一个月波动	反向	0.18%	4.31%	1.15%	2.62%	2.60%		
DELTA ROE	正向	0.18%	0.28%	2.00%	3.34%	8.97%		
三个月机构覆盖	正向	0.15%	2.22%	2.35%	0.69%	5.87%		
单季超预期幅度	正向	0.07%	1.99%	0.93%	9.24%	10.23%		
标准化预期外盈利	正向	0.05%	0.80%	1.61%	-1.82%	8.06%		
一个月反转	反向	0.02%	1.72%	0.52%	-1.62%	-1.76%		
特异度	反向	-0.05%	-0.26%	0.24%	3.62%	5.18%		
单季净利润同比增速环比变化	正向	-0.06%	-0.40%	1.16%	3.16%	3.13%		
一年动量	正向	-0.09%	0.11%	2.41%	-0.56%	-0.59%		
股息率	正向	-0.10%	1.83%	2.24%	-1.87%	6.50%		
预期BP	正向	-0.11%	1.12%	-0.23%	-1.93%	3.18%		
BP	正向	-0.15%	1.17%	-0.01%	-1.54%	3.25%		
单季ROE	正向	-0.18%	0.75%	2.95%	4.87%	7.86%		
盈余公告开盘跳空超额	正向	-0.20%	-0.38%	2.05%	-0.97%	6.67%		
标准化预期外收入	正向	-0.21%	1.78%	2.31%	3.12%	5.60%		
预期EPTTM	正向	-0.28%	2.20%	1.64%	2.39%	3.91%		
3个月盈利上下调	正向	-0.29%	1.34%	3.31%	8.90%	10.06%		
三个月反转	反向	-0.37%	0.32%	0.60%	5.52%	-0.80%		
EPTTM	正向	-0.39%	2.86%	-0.18%	-0.73%	7.07%		
单季EP	正向	-0.48%	1.63%	0.56%	2.71%	10.92%		
SPTTM	正向	-0.65%	0.51%	0.01%	1.03%	4.38%		
高管薪酬	正向	-0.67%	1.00%	0.60%	3.64%	2.80%		
单季SP	正向	-0.70%	0.39%	0.59%	1.54%	5.42%		
预期PEG	反向	-0.76%	-0.18%	2.31%	8.50%	3.49%		
分析师认可度	正向	-0.79%	0.45%	3.31%	5.60%	7.55%		

数据来源：Wind、朝阳永续、东方证券研究所

## 国证 2000 样本空间中的因子表现

以国证 2000 指数为选股空间：

- 最近一周，三个月波动、三个月 UMR、三个月换手等因子表现较好，而一年动量、SPTTM、EPTTM 等因子表现较差。
- 最近一月，一个月波动、六个月 UMR、一年 UMR 等因子表现较好，而一年动量、单季净利润同比增速环比变化、预期净利润环比等因子表现较差。
- 今年以来，标准化预期外盈利、三个月 UMR、非流动性冲击等因子表现较好，而一年动量、股息率、一个月反转等因子表现较差。

图 8：国证 2000 因子表现

因子名称	因子方向	最近一周	最近一月	今年以来	近1年年化	历史年化	近一年趋势	近十年趋势
三个月波动	反向	1.03%	4.62%	-1.29%	5.39%	5.46%		
三个月UMR	正向	0.78%	3.55%	5.30%	4.18%	9.92%		
三个月换手	反向	0.80%	4.56%	1.69%	23.87%	11.58%		
EPTTM一年分位点	正向	0.80%	0.34%	-0.08%	-9.01%	6.33%		
单季超预期幅度	正向	0.52%	2.57%	3.67%	18.01%	14.21%		
预期ROE环比变化	正向	0.44%	0.39%	-0.07%	28.58%	4.38%		
预期净利润环比	正向	0.42%	-0.37%	0.21%	-1.95%	3.46%		
一个月波动	反向	0.89%	5.30%	-1.00%	2.24%	3.32%		
三个月机构覆盖	正向	0.87%	1.01%	3.15%	-6.20%	6.33%		
标准化预期外盈利	正向	0.81%	1.58%	6.35%	8.30%	9.41%		
六个月UMR	正向	0.80%	5.17%	0.72%	5.23%	10.25%		
单季盈利同比增速	正向	0.29%	2.12%	3.38%	4.58%	5.36%		
公募持股市值	正向	0.22%	1.98%	1.61%	-2.36%	2.01%		
PB_ROE_排序差	正向	0.22%	3.34%	1.69%	4.28%	14.92%		
单季营收同比增速	正向	0.22%	0.69%	1.56%	15.81%	4.43%		
非流动性冲击	正向	0.20%	2.52%	4.52%	9.90%	2.40%		
一个月UMR	正向	0.17%	2.47%	2.70%	-6.09%	7.76%		
预期BP	正向	0.17%	2.53%	-1.89%	9.83%	7.35%		
BP	正向	0.08%	2.55%	-2.39%	4.03%	7.46%		
股息率	正向	0.07%	3.00%	-3.43%	18.56%	11.00%		
一年UMR	正向	0.05%	4.83%	-0.81%	5.50%	8.18%		
一个月换手	反向	0.05%	3.75%	1.35%	11.76%	10.08%		
标准化预期外收入	正向	0.04%	0.80%	2.03%	1.94%	4.07%		
DELTA ROA	正向	0.03%	1.86%	4.25%	1.36%	6.98%		
DELTA ROE	正向	0.03%	1.47%	4.06%	40.53%	10.27%		
3个月盈利上下调	正向	0.02%	1.04%	1.91%	-4.58%	10.10%		
单季净利润同比增速	正向	0.00%	0.93%	2.92%	15.11%	8.43%		
盈余公告最低价跳空超额	正向	-0.03%	1.28%	0.53%	2.62%	5.77%		
单季EP	正向	-0.03%	3.44%	0.64%	39.36%	17.95%		
高管薪酬	正向	-0.07%	1.49%	-2.04%	3.51%	1.12%		
盈余公告开盘跳空超额	正向	-0.11%	1.43%	-2.17%	-3.08%	7.37%		
单季净利润同比增速环比变化	正向	-0.16%	-0.49%	0.67%	19.30%	4.09%		
三个月反转	反向	-0.17%	0.56%	1.36%	1.18%	-0.71%		
特异度	反向	-0.23%	0.86%	0.51%	3.55%	6.63%		
单季ROA	正向	-0.29%	2.58%	1.68%	2.60%	8.62%		
预期EPTTM	正向	-0.33%	3.44%	-0.72%	18.97%	7.02%		
单季ROE	正向	-0.35%	2.34%	0.54%	-3.68%	10.97%		
分析师认可度	正向	-0.56%	0.77%	3.51%	1.51%	6.67%		
预期PEG	反向	-0.57%	1.56%	1.86%	22.21%	7.45%		
一个月反转	反向	-0.67%	0.18%	-2.44%	-6.79%	-1.38%		
单季SP	正向	-0.70%	0.72%	-1.40%	-2.61%	6.20%		
EPTTM	正向	-0.77%	3.37%	0.77%	25.25%	10.64%		
SPTTM	正向	-0.84%	0.76%	-1.97%	-4.32%	4.44%		
一年动量	正向	-1.52%	-3.53%	-4.08%	12.11%	-3.86%		

数据来源：Wind、朝阳永续、东方证券研究所

## 创业板指样本空间中的因子表现

以创业板指指数为选股空间：

- 最近一周，预期 ROE 环比变化、单季营利同比增速、预期净利润环比等因子表现较好，而预期 EPTTM、单季 EP、一个月反转等因子表现较差。
- 最近一月，一个月 UMR、EPTTM 一年分位点、预期净利润环比等因子表现较好，而 BP、股息率、3 个月盈利上下调等因子表现较差。
- 今年以来，三个月换手、一个月换手、六个月 UMR 等因子表现较好，而高管薪酬、单季营收同比增速、PB\_ROE\_排序差等因子表现较差。

图 9：创业板指因子表现

因子名称	因子方向	最近一周	最近一月	今年以来	近1年年化	历史年化	近一年趋势	近十年趋势
预期ROE环比变化	正向	0.51%	1.42%	2.85%	9.51%	2.78%		
单季营利同比增速	正向	0.36%	0.46%	-0.68%	-4.87%	2.01%		
预期净利润环比	正向	0.27%	1.59%	3.43%	7.40%	2.63%		
特异度	反向	0.22%	0.45%	1.44%	-2.13%	1.53%		
盈余公告最低价跳空超额	正向	0.22%	0.29%	1.47%	33.24%	6.29%		
盈余公告开盘跳空超额	正向	0.12%	1.02%	2.11%	-2.06%	2.26%		
一个月换手	反向	0.11%	1.36%	4.86%	11.19%	3.17%		
三个月换手	反向	0.06%	0.92%	4.88%	16.27%	3.95%		
EPTTM一年分位点	正向	0.04%	2.03%	1.63%	3.40%	5.08%		
DEL TAOA	正向	0.01%	1.23%	1.33%	25.96%	5.01%		
一个月波动	反向	0.00%	1.51%	1.67%	-2.87%	0.77%		
高管薪酬	正向	0.00%	0.43%	-1.85%	-3.69%	1.00%		
非流动性冲击	正向	-0.02%	-0.04%	3.33%	15.74%	2.38%		
三个月波动	反向	-0.02%	1.28%	3.01%	-1.13%	1.14%		
3个月盈利上下调	正向	-0.03%	-0.19%	-0.38%	-8.05%	1.52%		
分析师认可度	正向	-0.04%	0.60%	-0.34%	24.19%	4.72%		
三个月UMR	正向	-0.07%	1.33%	2.87%	0.70%	3.70%		
单季净利同比增速	正向	-0.11%	1.46%	0.53%	5.79%	3.13%		
标准化预期外收入	正向	-0.12%	1.16%	-0.19%	1.65%	2.57%		
单季营收同比增速	正向	-0.12%	1.22%	-1.17%	15.38%	3.08%		
单季ROE	正向	-0.13%	1.53%	1.36%	1.36%	4.02%		
DEL TAOE	正向	-0.13%	1.11%	1.18%	0.49%	3.56%		
单季超预期幅度	正向	-0.15%	0.97%	1.91%	7.18%	4.04%		
一年UMR	正向	-0.20%	0.70%	2.85%	4.37%	3.25%		
六个月UMR	正向	-0.22%	1.57%	3.91%	5.97%	3.73%		
标准化预期外盈利	正向	-0.24%	1.19%	1.80%	14.39%	5.78%		
预期BP	正向	-0.27%	-0.18%	0.29%	3.70%	0.12%		
预期PEG	反向	-0.28%	1.30%	2.33%	0.04%	1.37%		
公募持股市值	正向	-0.28%	0.83%	3.57%	-1.76%	0.16%		
三个月机构覆盖	正向	-0.32%	1.00%	-0.40%	-8.79%	2.74%		
一个月UMR	正向	-0.33%	2.08%	3.08%	-1.24%	3.65%		
单季ROA	正向	-0.35%	1.23%	1.61%	-3.52%	3.84%		
三个月反转	反向	-0.36%	0.30%	0.14%	-6.89%	1.02%		
单季净利同比增速环比变化	正向	-0.37%	0.68%	0.26%	15.11%	1.65%		
BP	正向	-0.40%	-0.58%	0.60%	5.82%	-0.22%		
一年动量	正向	-0.43%	0.25%	0.89%	13.36%	2.87%		
PB_ROE_排序差	正向	-0.49%	0.52%	-0.89%	18.12%	3.61%		
股息率	正向	-0.51%	-0.53%	0.42%	0.85%	1.21%		
EPTTM	正向	-0.59%	0.12%	-0.54%	2.09%	2.89%		
SPTTM	正向	-0.60%	0.02%	1.17%	-4.43%	-0.91%		
单季SP	正向	-0.61%	0.06%	1.22%	-4.04%	-0.59%		
一个月反转	反向	-0.65%	1.18%	0.26%	5.17%	2.33%		
单季EP	正向	-0.68%	0.82%	0.63%	19.74%	5.39%		
预期EPTTM	正向	-0.84%	0.65%	0.87%	1.63%	1.43%		

数据来源：Wind、朝阳永续、东方证券研究所

## 中证全指样本空间中的因子表现

以中证全指指数为选股空间：

- 最近一周，非流动性冲击、三个月波动、分析师认可度等因子表现较好，而三个月反转、单季 ROA、单季 ROE 等因子表现较差。
- 最近一月，六个月 UMR、一年 UMR、单季 EP 等因子表现较好，而一年动量、预期净利润环比、特异度等因子表现较差。
- 今年以来，三个月机构覆盖、公募持股市值、一个月 UMR 等因子表现较好，而一年动量、预期 ROE 环比变化、单季 SP 等因子表现较差。

图 10：中证全指因子表现

因子名称	因子方向	最近一周	最近一月	今年以来	近1年年化	历史年化	近一年趋势	近十年趋势
非流动性冲击	正向	1.14%	1.33%	2.32%	1.20%	-0.42%		
三个月波动	反向	0.86%	3.60%	-0.11%	5.17%	2.55%		
分析师认可度	正向	0.82%	1.69%	-0.62%	-0.54%	3.95%		
预期BP	正向	0.81%	1.88%	-1.53%	1.15%	4.73%		
一年UMR	正向	0.76%	3.74%	1.57%	3.47%	5.44%		
六个月UMR	正向	0.73%	3.85%	1.87%	2.25%	7.95%		
BP	正向	0.67%	1.45%	-2.11%	2.28%	4.90%		
一个月换手	反向	0.50%	1.65%	0.34%	7.61%	4.84%		
三个月换手	反向	0.50%	1.66%	-0.48%	8.42%	6.58%		
三个月UMR	正向	0.50%	2.22%	2.57%	2.81%	7.37%		
一个月波动	反向	0.46%	2.81%	0.02%	3.36%	1.26%		
股息率	正向	0.44%	2.89%	0.81%	2.43%	8.36%		
标准化预期外收入	正向	0.39%	-0.39%	-1.45%	-1.59%	2.52%		
一个月UMR	正向	0.28%	2.93%	4.10%	1.15%	4.35%		
单季超预期幅度	正向	0.24%	1.18%	1.33%	3.82%	6.54%		
EPTTM一年分位点	正向	0.24%	0.16%	-1.18%	-2.83%	2.74%		
预期ROE环比变化	正向	0.22%	-0.86%	-2.69%	-2.47%	-0.08%		
预期净利润环比	正向	0.16%	-1.80%	-0.74%	0.53%	1.28%		
单季EP	正向	0.11%	3.66%	3.53%	5.71%	10.40%		
单季净利润同比增速环比变化	正向	-0.01%	1.16%	1.65%	8.72%	0.58%		
公募持股市值	正向	-0.02%	2.20%	4.37%	2.94%	0.38%		
单季营收同比增速	正向	-0.02%	-0.52%	3.02%	-0.51%	0.23%		
PB_ROE_排序差	正向	-0.03%	2.38%	0.55%	3.76%	9.97%		
预期EPTTM	正向	-0.03%	3.02%	0.36%	0.23%	3.82%		
盈余公告最低价跳空超额	正向	-0.05%	1.29%	0.38%	-1.32%	4.00%		
三个月机构覆盖	正向	-0.08%	1.96%	4.75%	2.65%	4.47%		
3个月盈利上下调	正向	-0.08%	1.58%	2.39%	3.52%	8.74%		
SPTTM	正向	-0.11%	1.14%	-2.37%	2.98%	5.81%		
EPTTM	正向	-0.12%	3.03%	-0.34%	-1.94%	5.00%		
一个月反转	反向	-0.13%	1.44%	3.56%	-1.81%	-2.37%		
预期PEG	反向	-0.14%	1.05%	1.17%	3.07%	1.06%		
单季净利同比增速	正向	-0.21%	1.35%	1.50%	2.21%	3.33%		
DEL TAROE	正向	-0.30%	-0.36%	1.33%	-1.48%	3.31%		
单季SP	正向	-0.32%	0.89%	-2.44%	2.94%	5.87%		
DEL TAROA	正向	-0.34%	0.26%	1.35%	-1.27%	2.62%		
单季盈利同比增速	正向	-0.34%	-0.60%	0.21%	-0.52%	0.67%		
标准化预期外盈利	正向	-0.35%	0.09%	1.48%	-4.24%	4.65%		
高管薪酬	正向	-0.37%	0.66%	1.28%	3.05%	0.96%		
特异度	反向	-0.51%	1.04%	0.35%	2.27%	3.68%		
盈余公告开盘跳空超额	正向	-0.56%	0.16%	-1.40%	7.43%	3.28%		
一年动量	正向	-0.57%	3.67%	-3.85%	-10.06%	-4.32%		
单季ROE	正向	-0.74%	2.37%	0.04%	-4.81%	5.06%		
单季ROA	正向	-0.74%	1.45%	0.50%	-1.11%	3.85%		
三个月反转	反向	-0.88%	0.84%	1.90%	2.93%	-1.49%		

数据来源：Wind、朝阳永续、东方证券研究所

### 三、公募基金指数增强产品表现跟踪

我们对统计区间内上市满三个月的公募基金指数增强产品的超额收益进行跟踪，主要包括沪深 300 指数增强产品、中证 500 指数增强产品和中证 1000 指数增强产品。

#### 沪深 300 指数增强产品表现

公募基金沪深 300 指数增强产品的超额收益表现如下图。

图 11：沪深 300 指数增强产品超额收益表现

分位点	最近一周	最近一月	最近一季	今年以来	近一年来
max	0.92%	2.05%	4.47%	4.14%	11.53%
5%	0.50%	1.48%	3.05%	3.02%	6.37%
10%	0.30%	1.30%	2.35%	2.10%	4.49%
20%	0.22%	0.84%	1.90%	1.80%	3.86%
30%	0.13%	0.68%	1.59%	1.41%	2.88%
40%	0.05%	0.57%	1.39%	1.18%	2.34%
50%	-0.01%	0.49%	1.23%	1.09%	1.77%
60%	-0.04%	0.37%	1.11%	0.98%	0.40%
70%	-0.10%	0.23%	0.90%	0.86%	-0.10%
80%	-0.19%	-0.02%	0.72%	0.53%	-1.24%
90%	-0.40%	-0.38%	0.47%	0.21%	-1.99%
95%	-0.53%	-0.57%	0.13%	-0.02%	-3.57%
min	-1.17%	-2.62%	-1.31%	-1.46%	-4.60%

数据来源：Wind、朝阳永续、东方证券研究所

在公募基金沪深 300 指数增强产品中：

- 最近一周：超额收益最高 0.92%，最低-1.17%，中位数-0.01%。
- 最近一月：超额收益最高 2.05%，最低-2.62%，中位数 0.49%。
- 最近一季：超额收益最高 4.47%，最低-1.31%，中位数 1.23%。
- 今年以来：超额收益最高 4.14%，最低-1.46%，中位数 1.09%。
- 最近一周，沪深 300 指数增强基金中前三名分别为：兴全沪深 300LOF、国金沪深 300 指数增强 A、国富沪深 300 指数增强 A，近一周收益分别为 0.92%、0.90%、0.53%。

## 中证 500 指数增强产品表现

公募基金中证 500 指数增强产品的超额收益表现如下图。

图 12：中证 500 指数增强产品超额收益表现

分位点	最近一周	最近一月	最近一季	今年以来	近一年来
max	1.15%	4.46%	4.68%	4.51%	8.43%
5%	0.79%	3.22%	3.07%	2.69%	7.12%
10%	0.64%	2.74%	2.86%	2.19%	5.88%
20%	0.46%	2.34%	1.99%	1.76%	4.46%
30%	0.35%	2.21%	1.75%	1.34%	3.33%
40%	0.29%	2.00%	1.67%	1.14%	1.31%
50%	0.25%	1.84%	1.33%	0.89%	0.81%
60%	0.17%	1.65%	1.09%	0.45%	0.13%
70%	0.09%	1.48%	0.77%	0.13%	-0.51%
80%	0.02%	1.29%	0.52%	-0.06%	-1.86%
90%	-0.06%	0.73%	0.03%	-0.60%	-4.35%
95%	-0.16%	0.57%	-0.56%	-1.14%	-5.18%
min	-0.68%	0.17%	-1.79%	-2.00%	-7.18%

数据来源：Wind、朝阳永续、东方证券研究所

在公募基金中证 500 指数增强产品中：

- 最近一周：超额收益最高 1.15%，最低-0.68%，中位数 0.25%。
- 最近一月：超额收益最高 4.46%，最低 0.17%，中位数 1.84%。
- 最近一季：超额收益最高 4.68%，最低-1.79%，中位数 1.33%。
- 今年以来：超额收益最高 4.51%，最低-2.00%，中位数 0.89%。
- 最近一周，中证 500 指数增强基金中前三名分别为：平安中证 500 指数增强 A、华夏中证 500 指数增强 A、华夏中证 500 指数智选 A，近一周收益分别为 1.15%、0.94%、0.90%。

## 中证 1000 指数增强产品表现

公募基金中证 1000 指数增强产品的超额收益表现如下图。

图 13：中证 1000 指数增强产品超额收益表现

分位点	最近一周	最近一月	最近一季	今年以来	近一年来
max	0.90%	4.52%	5.90%	5.23%	15.09%
5%	0.77%	3.94%	4.92%	4.54%	12.20%
10%	0.69%	3.58%	4.62%	4.15%	11.42%
20%	0.46%	2.82%	4.03%	3.83%	9.86%
30%	0.40%	2.41%	3.05%	2.93%	8.34%
40%	0.28%	2.33%	2.76%	2.48%	6.68%
50%	0.24%	2.16%	2.50%	2.29%	5.81%
60%	0.16%	1.92%	2.09%	1.67%	4.93%
70%	0.14%	1.80%	1.69%	1.17%	3.70%
80%	0.08%	1.42%	1.29%	0.89%	3.00%
90%	-0.03%	1.15%	0.98%	0.54%	1.65%
95%	-0.10%	0.80%	0.41%	-0.01%	-0.08%
min	-0.11%	0.59%	-0.77%	-1.32%	-5.24%

数据来源：Wind、朝阳永续、东方证券研究所

在公募基金中证 1000 指数增强产品中：

- 最近一周：超额收益最高 0.90%，最低-0.11%，中位数 0.24%。
- 最近一月：超额收益最高 4.52%，最低 0.59%，中位数 2.16%。
- 最近一季：超额收益最高 5.90%，最低-0.77%，中位数 2.50%。
- 今年以来：超额收益最高 5.23%，最低-1.32%，中位数 2.29%。
- 最近一周，中证 1000 指数增强基金中前三名分别为：财通资管中证 1000 指数增强 A、大成中证 1000 指数增强 A、明亚中证 1000 指数增强 A，近一周收益分别为 0.90%、0.81%、0.76%。

## 附录

### 因子 MFE 组合构建方式

我们在实际构建指数增强组合时可能有多种约束条件，例如控制组合相对于基准指数的行业暴露、风格暴露、成分股内权重占比、组合换手率等约束，由于传统的 IC 及分组检验是一种较为简单的检验统计指标，并不能充分准确反映每个因子在构建不同指数增强组合以及满足这些实际约束条件下的实际有效性，我们将组合优化的目标函数修改为最大化单因子暴露，其他约束条件和我们常见的风格约束保持一致，由此可以得到控制了行业暴露、风格暴露等约束下的最大化单因子暴露组合（**Maximized Factor Exposure Portfolio**，简称 **MFE 组合**），根据该组合相对于基准指数的收益表现我们可以判断该因子在给定基准中是否有效。

**MFE 组合构建：**我们采用如下组合优化模型来构建单因子 MFE 组合：

$$\begin{aligned}
 & \max f^T w \\
 & s. t. \quad s_l \leq X(w - w_b) \leq s_h \\
 & \quad \quad h_l \leq H(w - w_b) \leq h_h \\
 & \quad \quad w_l \leq w - w_b \leq w_h \\
 & \quad \quad b_l \leq B_b w \leq b_h \\
 & \quad \quad \mathbf{0} \leq w \leq l \\
 & \quad \quad \mathbf{1}^T w = 1 \\
 & \quad \quad \Sigma |w - w_0| \leq t o_h
 \end{aligned}$$

该优化模型的目标函数为最大化单因子暴露，其中  $f$  为因子取值， $f^T w$  为组合在因子上的加权暴露， $w$  为待求解的股票权重向量。模型的约束条件包括组合在风格因子上的偏离度、行业偏离度、个股偏离度、成分股权重占比控制、个股权重上下限控制、换手率等。

- 第一个约束条件限制了组合相对于基准指数的风格暴露， $X$  为股票对风格因子的因子暴露矩阵， $w_b$  为基准指数成分股的权重向量， $s_l, s_h$  分别为风格因子相对暴露的下限及上限；
- 第二个约束条件限制了组合相对于基准指数的行业偏离， $H$  为股票的行业暴露矩阵，当股票  $i$  属于行业  $j$  时， $H_{ji}$  为 1，否则为 0； $h_l, h_h$  分别为组合行业偏离的下限以及上限；
- 第三个约束条件限制了个股相对于基准指数成分股的偏离， $w_l, w_h$  分别为个股偏离的下限以及上限；
- 第四个约束条件限制了组合在成分股内权重的占比下限及上限， $B_b$  为个股是否属于基准指数成分股的 0-1 向量， $b_l, b_h$  分别为成分股内权重的下限以及上限；
- 第五个约束条件限制了卖空，并且限制了个股权重上限  $l$ ；
- 第六个约束条件要求权重和为 1，即组合始终满仓运作；
- 第七个约束条件约束了组合的换手率， $w_0$  为上一期的持仓权重， $t o_h$  为换手率上限。

上述模型中目标函数、风格偏离约束、个股权重偏离约束、成分股权重占比约束、换手率约束都可以转化成线性约束，因此可以通过线性规划来高效求解。

我们基于上述组合优化模型来针对给定基准指数构建 MFE 组合。为了避免持仓过于集中导致收益不稳定，我们通常设置个股相对于其基准指数中权重的偏离幅度为 0.5%-1%。

**因子有效性检验：**基于组合优化的方式构建特定基准指数下因子 MFE 组合的过程如下：

1. 设定单因子 MFE 组合的约束条件，包括风格暴露、行业暴露、个股权重偏离、成分股内权重占比、个股权重上下限等约束。对于沪深 300、中证 500 及中证 1000 等指数，我们控制 MFE 组合相对于基准在中信一级行业上相对暴露为 0，在市值风格因子上相对暴露为 0，个股相对于成分股最大偏离权重 1%，成分股内权重占比 100%。
2. 在每个月末，根据约束条件构建每个单因子的 MFE 组合。
3. 在回测期内根据各期 MFE 组合换仓，计算 MFE 组合历史收益并按双边 0.3%扣除交易费用，计算 MFE 组合相对于基准的收益风险统计指标，检验因子收益的有效性。

## 风险提示

1. 量化模型基于历史数据分析得到，未来存在失效的风险，建议投资者紧密跟踪模型表现。
2. 极端市场环境可能对模型效果造成剧烈冲击，导致收益亏损。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。