

策略专题：指数增强投资之小市值投资策略

主要观点：

- ✓ 股票投资中的规模效应始终存在，但在不同的考察周期中，大小市值股票的表现各有千秋。
- ✓ 小市值效应的本质原因是投资者看好小市值企业的成长性。所以，投资小市值公司的核心，就是判断公司的成长性。这也是小市值投资策略的核心要素。
- ✓ 投资小市值公司时必须重点考虑标的的估值水平。本报告同时选用了市盈率指标和市净率指标作为估值的筛选指标。
- ✓ 低价股和小市值股既有联系也有区别，这两个因子的结合，有时能产生意想不到的效果。
- ✓ 小市值公司也存在着一些天然的劣势。为克服这些劣势，投资者应该设定一个市值的筛选门槛。
- ✓ 构建小市值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“小市值投资策略”进行全面评估。评估结果显示：策略年复合收益率 39.7561%， α 值 30.8232%， β 值($R_f \approx 3$) 4.453，最大回撤幅度 26.04%，夏普比率 ($R_f \approx 3$) 1.1749，策略绩效优异。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：2025-04-09

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》

一、规模效应

马歇尔·布鲁姆与欧文·弗兰德于 1971 年共同发表了论文《风险、投资策略与长期收益率》，考察了 1938 年至 1968 年的股票收益。1973 年共同发表了《价格、贝塔与交易所上市股票》一文，考察了 1932 年至 1971 年美国股票价格与贝塔值的关系，无意中发现了“规模效应”(size-effect)。

罗尔夫·班次于 1981 年发表了论文《收益与普通股总市值之间的关系》，把 1926 年至 1975 年的股票按照总市值划分为 5 个投资组合，市值最小的一组股票月收益率比其他股票高 0.4%，差异非常显著。并且这种效应非线性，而是只对市值最小的股票起作用。研究还进一步发现，在某些局部时间期间（5-10 年），“规模效应”可能发生逆转，总市值最大分组股票的收益率非常高，总市值最小分组股票的收益率非常低。

Fama 和 French 于 1993 年发表了论文《common risk factors in returns on bonds and stocks》，构建了包含市值因子(SMB)、账面市值比因子(HML)和市场风险因子(RM)三个因子的模型。研究发现，小公司股票的历史平均收益率一般会高于 CAPM 模型所预测的收益率。自此，小市值投资策略被广泛关注。

但是，市场同样也存在着不同的声音。

例如，《STOCKS FOR THE LONG RUN 股市长线法宝》一书的作者 JEREMY J. SIEGEL 杰里米 J. 西格尔教授认为，小盘股的超常业绩一直处于起伏不定的状态。小盘股溢价的存在并不意味着小盘股每年都会战胜大盘股，甚至每 10 年都不一定能战胜大盘股。

又如，《THE FOUR PILLARS OF INVESTING 投资的四大支柱》一书的作者 William Bernstein 威廉·伯恩斯坦在考察了 1926 年 7 月-2000 年 6 月美国小公司和大公司股票收益率情况后指出，尽管小公司股票收益率高于大公司股票收益率，但它们的风险也高出很多，尤其是在熊市期间。此外，当期限超过 30 年时，大公司股票的收益率反而要高于小公司股票的收益率。

再如伊斯雷尔和莫斯科维茨 (Israel and Moskowitz, 2013) 发表了一篇有关规模效应的论文，使用了 1926 年 7 月-2011 年 12 月长达 86 年的美国股票数据，发现没有证据表明存在小型股的规模溢价效应，不管是把 86 年作为一个完整的研究期来看，还是分割为 4 个 20 年的子期间来看。小型股已经不再具有风险调整后的获利，除非是流动性较差的微型股。

二、小市值投资策略的投资逻辑

不论学术界如何争论，小市值股票在某些阶段具有超额回报总是不争的事实。

关于小市值效应的成因，一种可能是风险补偿，另一种可能是流动性补偿，或者二者兼而有之。

除了风险补偿和流动性补偿的因素，小市值效应的本质原因是投资者看好小市值企业的成长性。小市值企业通常处于企业生命周期的初级阶段，具有很大的发展空间和潜力。确实，任何一家伟大的企业都是从小企业成长而来的。但是，能从一家小企业成长为一家伟大的企业，其概率实际上是相当低的。所以，投资小市值公司的核心，就是判断公司的成长性。这也是小市值投资策略的核心要素。

此外，基于投资者对小市值公司的投资热情，容易出现溢价投资的情况。但是我们知道，任何投资的最终回报水平与投资时点的估值水平密切相关。成长性再高的企业，如果估值很高，也未必能带来很好的投资收益。所以，投资小市值公司时必须重点考虑标的的估值水平。在常用的估值指标中，与成长性呼应，我们首选市盈率指标。同时，在 FF 三因子模型和西格尔教授的推荐中，都选择了市净率指标。所以本报告同时选用了市盈率指标和市净率指标作为估值的筛选指标。

股票投资中还存在着“低价股效应”，即股价绝对值越低，未来的收益越高。关于低价股效应的成因，主要有以下几点：1、低价股给投资者一种便宜的错觉，投资门槛也相对更低，容易吸引小规模资金在其间博弈；2、因为价格低，所以估值通常不高，无形中契合了低估值投资的理念；3、不少低价股处于超跌状态，超跌的股票存在较大的反转可能。低价股和小市值股既有联系也有区别，这两个因子的结合，有时能产生意想不到的效果。

当然，小市值公司也存在着一些天然的劣势。公司层面，小市值公司的抗风险能力相对偏弱，亏损甚至破产的概率不低。股票层面，小市值股票的流动性相对偏差，对投资实践和最终的投资结果都会产生一定的影响。为克服这些劣势，投资者应该设定一个市值的筛选门槛。

三、小市值投资策略构建

3.1 样本空间

中证全指成分股中总市值>10 亿元的股票。

3.2 选样方法

STEP1：样本股按总市值升序排列，保留符合小市值标准的股票。

STEP2：样本股按收盘价升序排列，保留符合低价股标准的股票。

STEP3：保留同时符合小市值标准和低价股标准的股票。

STEP4：以净利润同比增长率为成长性的筛选指标，剔除成长性不达标的股票。

STEP5：以市盈率和市净率为估值水平的筛选指标，剔除估值过高的股票。

3.3 样本数量

当样本数量≤30 只时，全部予以保留；

当样本数量>30 只时，总市值升序排名，保留排名居前的 30 只股票。

3.4 权重

等权配置。

3.5 交易设计

3.5.1 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。

3.5.2 设置止损保护

本策略确定-10%作为每期组合净值的止损阈值。一旦组合净值跌破 0.90，即进行止损操作，并保持现金直至本操作周期结束。

3.5.3 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。

3.6 策略标签

指数增强策略 市值因子主导的多因子策略 纯多头策略 始终在市策略 超低频策略

四、小市值投资策略评估

小市值投资策略的业绩比较基准为 000985 中证全指。

4.1 回测数据

表 1 小市值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
20050501-20050831	-0.48	1.00	4.87	1.05
20050901-20051031	-4.78	0.95	2.25	1.07
20051101-20060430	34.26	1.27	78.33	1.91
20060501-20060831	20.54	1.53	37.47	2.63
20060901-20061031	9.4	1.68	6.54	2.80
20061101-20070430	144.8	4.11	150.14	7.01
20070501-20070831	39.6	5.73	21.85	8.54
20070901-20071031	3.09	5.91	-9.31	7.74
20071101-20080430	-25.61	4.40	0.67	7.79

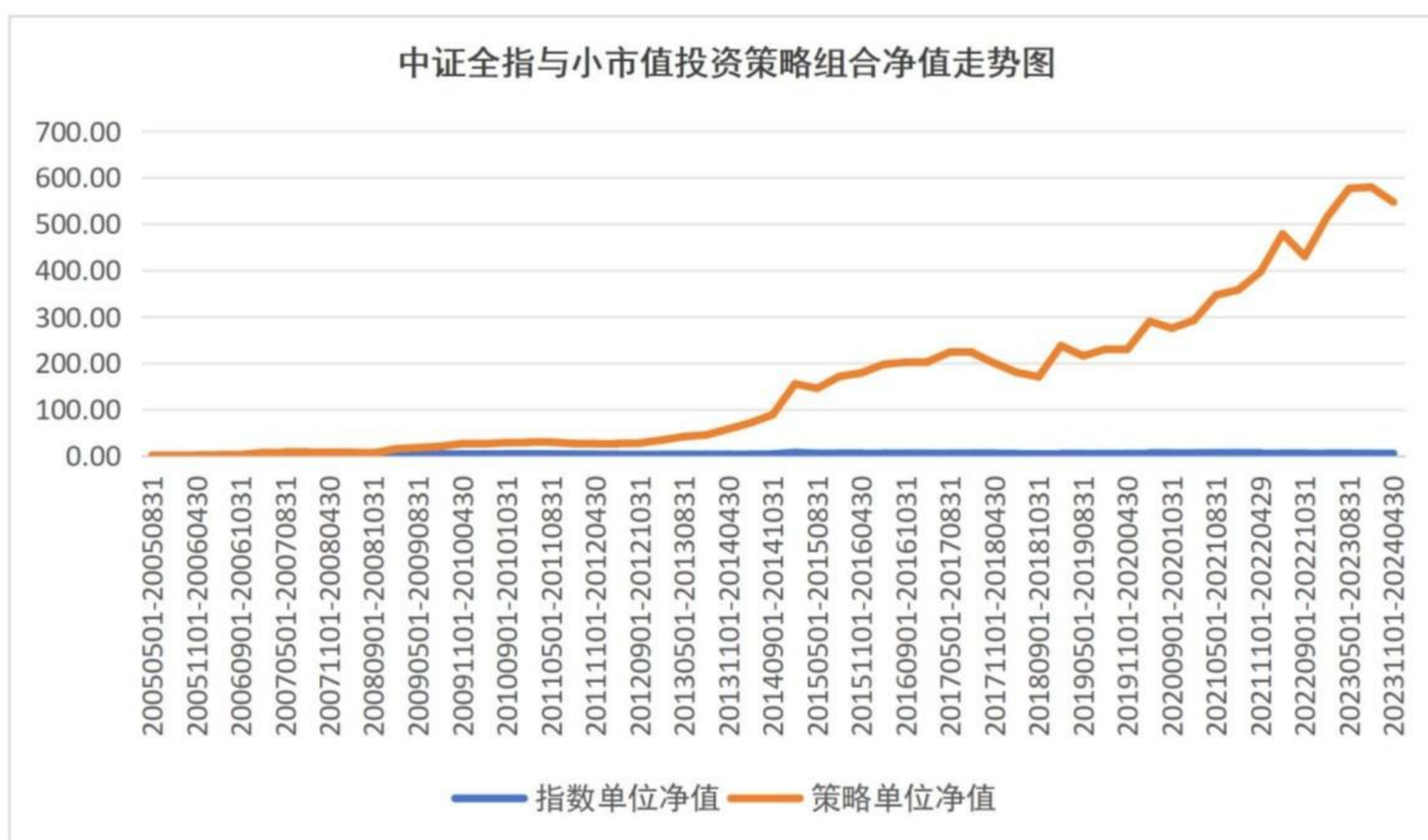
20080501-20080831	-39.62	2.65	-10.00	7.01
20080901-20081031	-30.83	1.84	-10.00	6.31
20081101-20090430	69.25	3.11	142.27	15.29
20090501-20090831	7.33	3.34	14.88	17.57
20090901-20091031	16.16	3.88	17.00	20.55
20091101-20100430	1.02	3.91	28.36	26.38
20100501-20100831	-1.68	3.85	-0.90	26.15
20100901-20101031	13.86	4.38	9.43	28.61
20101101-20110430	-4.69	4.18	4.48	29.89
20110501-20110831	-9.11	3.80	-1.64	29.40
20110901-20111031	-6.95	3.53	-9.60	26.58
20111101-20120430	-5.60	3.33	-2.21	25.99
20120501-20120831	-14.42	2.85	4.47	27.16
20120901-20121031	1.51	2.90	2.63	27.87
20121101-20130430	8.08	3.13	22.17	34.05
20130501-20130831	1.87	3.19	22.47	41.70
20130901-20131031	2.37	3.27	8.31	45.17
20131101-20140430	-2.89	3.17	28.33	57.96
20140501-20140831	13.68	3.60	22.86	71.21
20140901-20141031	10.98	4.00	24.77	88.85
20141101-20150430	78.27	7.13	74.65	155.18
20150501-20150831	-25.14	5.34	-6.25	145.47
20150901-20151031	8.66	5.80	17.56	171.02
20151101-20160430	-10.33	5.20	4.60	178.88
20160501-20160831	6.03	5.52	10.29	197.29
20160901-20161031	0.98	5.57	2.29	201.80
20161101-20170430	-3.46	5.38	0.75	203.31
20170501-20170831	4.87	5.64	10.04	223.73
20170901-20171031	2.31	5.77	-0.75	222.06

20171101-20180430	-10.15	5.18	-10.00	199.85
20180501-20180831	-15.53	4.38	-10.00	179.87
20180901-20181031	-8.19	4.02	-5.31	170.32
20181101-20190430	25.37	5.04	39.43	237.48
20190501-20190831	-5.38	4.77	-9.27	215.46
20190901-20191031	1.65	4.85	6.59	229.65
20191101-20200430	4.05	5.04	0.13	229.96
20200501-20200831	24.83	6.30	26.04	289.83
20200901-20201031	-5.14	5.97	-5.09	275.08
20201101-20210430	5.78	6.32	6.23	292.23
20210501-20210831	3.88	6.56	18.54	346.42
20210901-20211031	-0.38	6.54	3.28	357.80
20211101-20220429	-19.05	5.29	10.77	396.32
20220501-20220831	7.96	5.71	20.67	478.23
20220901-20221031	-10.31	5.12	-10.12	429.82
20221101-20230430	11.08	5.69	19.66	514.33
20230501-20230831	-6.53	5.32	12.01	576.09
20230901-20231031	-3.36	5.14	0.54	579.20
20231101-20240430	-3.57	4.96	-5.60	546.79

资料来源：金圆统一证券研究所

4.2 净值曲线

图 1 小市值投资策略组合净值走势图



资料来源：金圆统一证券研究所

20050501-20240430 的 19 年间，中证全指从 894.52 点涨至 4353.88 点，涨幅为 386.73%。同期策略净值从 1 涨至 546.79，涨幅高达 54677.78%。

4.3 超额收益

图 2 小市值投资策略组合的超额收益



资料来源：金圆统一证券研究所

20050501-20240430 总共 57 个交易周期，其中 47 个周期取得了正的超额收益，增强成功率高达 82.46%。

在 10 个未取得增强效果的交易周期中，大部分负超额的比例都很小。唯有在 20070501-20070831 和 20070901-20071031 这两个交易周期中，负超额超过了 10%。

4.4 全周期评估

表 2 小市值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	小市值投资策略
数据长度	20050501-20240430	4617 个交易日 19.00 年
回报的评估		
净值	5.0055	546.7878
年复合收益率 (%)	8.9278	39.7561
累计超额收益率 (%)	/	54178.2305
α 值	/	30.8232
风险的评估		
最大单次负收益率 (%)	/	-10.1209
最大连续亏损次数(次)	/	4
最大回撤幅度 (%)	71.4805	26.04
最长回撤周期	2160 个交易日	451 个交易日
波动率 (%)	1.6592	31.2836
上行波动率 (%)	1.0542	33.3447
下行波动率 (%)	1.3276	3.6309
β 值	/	4.453
风险收益的综合评估		
胜率 (%)	/	71.93
盈亏比 (倍)	/	3.4542
期望值	/	14.6063
凯利公式	/	0.638
夏普比率	/	1.1749
索提诺比率 ($R_f \approx 3$)	/	10.1232

卡玛比率 (Rf≈3)	/	141.1257
最差情景预期年收益率 (%)	/	-47.4553
最优情景预期年收益率 (%)	/	76.6679

资料来源：金圆统一证券研究所

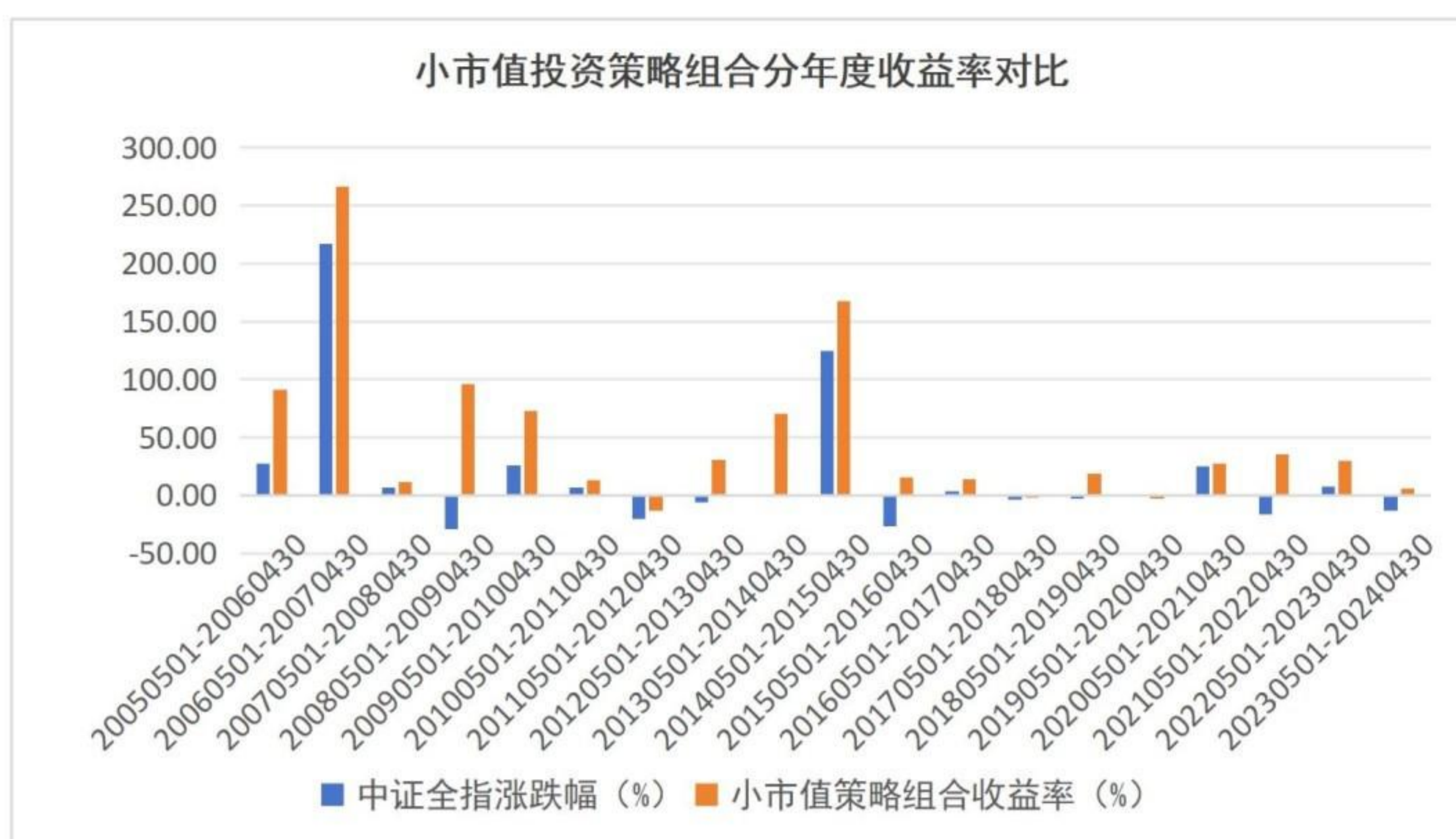
4.5 分年度评估

表 3 小市值投资策略组合分年度收益率对比表

分年度	指数涨跌幅 (%)	策略组合收益率 (%)	策略超额收益率 (%)
20050501-20060430	27.23	91.21	63.98
20060501-20070430	216.76	266.35	49.59
20070501-20080430	7.06	11.25	4.19
20080501-20090430	-29.32	96.24	125.56
20090501-20100430	25.95	72.52	46.57
20100501-20110430	6.69	13.30	6.61
20110501-20120430	-20.16	-13.04	7.12
20120501-20130430	-6.11	30.99	37.1
20130501-20140430	1.27	70.23	68.96
20140501-20150430	124.91	167.72	42.81
20150501-20160430	-27.07	15.27	42.34
20160501-20170430	3.36	13.66	10.3
20170501-20180430	-3.6	-1.70	1.9
20180501-20190430	-2.77	18.83	21.6
20190501-20200430	0.09	-3.17	-3.26
20200501-20210430	25.26	27.08	1.82
20210501-20220430	-16.18	35.62	51.8
20220501-20230430	7.56	29.78	22.22
20230501-20240430	-12.90	6.31	19.21

资料来源：金圆统一证券研究所

图 3 小市值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

20050501-20240430 的 19 年间，共有 18 年录得了正的超额收益，增强成功率高达 94.74%，增强效果极其明显。唯有 20190501-20200430 这一年录得负的超额收益，也仅为-3.26%。

20050501-20240430 的 19 年间，共有 16 年录得了正收益，3 个负收益年度的收益率分别为 -13.04%、-1.70%和-3.17%，策略体验感极佳。

4.6 滚动 3 年期评估和滚动 5 年期评估

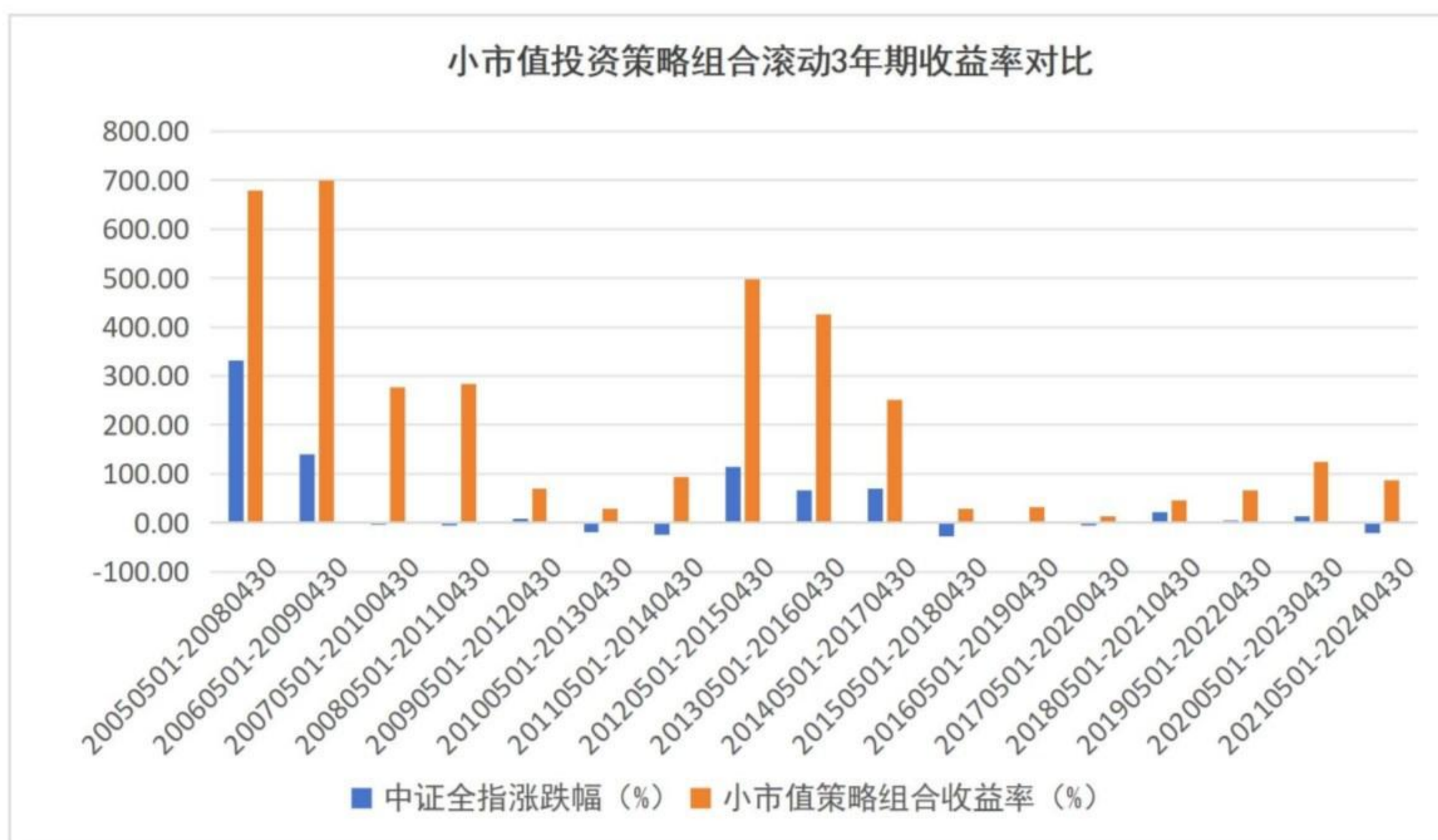
表 4 小市值投资策略组合滚动 3 年期收益率对比表

滚动 3 年期	指数涨跌幅 (%)	策略组合收益率 (%)	策略超额收益率 (%)
20050501-20080430	331.45	679.31	347.86
20060501-20090430	139.71	699.79	560.08
20070501-20100430	-4.69	276.64	281.33
20080501-20110430	-5.02	283.58	288.60
20090501-20120430	7.29	69.97	62.68
20100501-20130430	-20.03	29.06	49.09
20110501-20140430	-24.09	93.90	117.99
20120501-20150430	113.85	496.95	383.1
20130501-20160430	66.13	425.33	359.2
20140501-20170430	69.57	250.77	181.2
20150501-20180430	-27.32	28.79	56.11

20160501-20190430	-3.12	32.76	35.88
20170501-20200430	-6.20	13.10	19.3
20180501-20210430	21.88	46.22	24.34
20190501-20220430	5.01	66.89	61.88
20200501-20230430	12.86	123.66	110.8
20210501-20240430	-21.52	87.11	108.63
平均	23.11	217.87	134.04

资料来源：金圆统一证券研究所

图4 小市值投资策略组合滚动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17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134.04%。

滚动3年期看，所有17个滚动周期均录得正收益，滚动周期平均收益率为217.87%。

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。

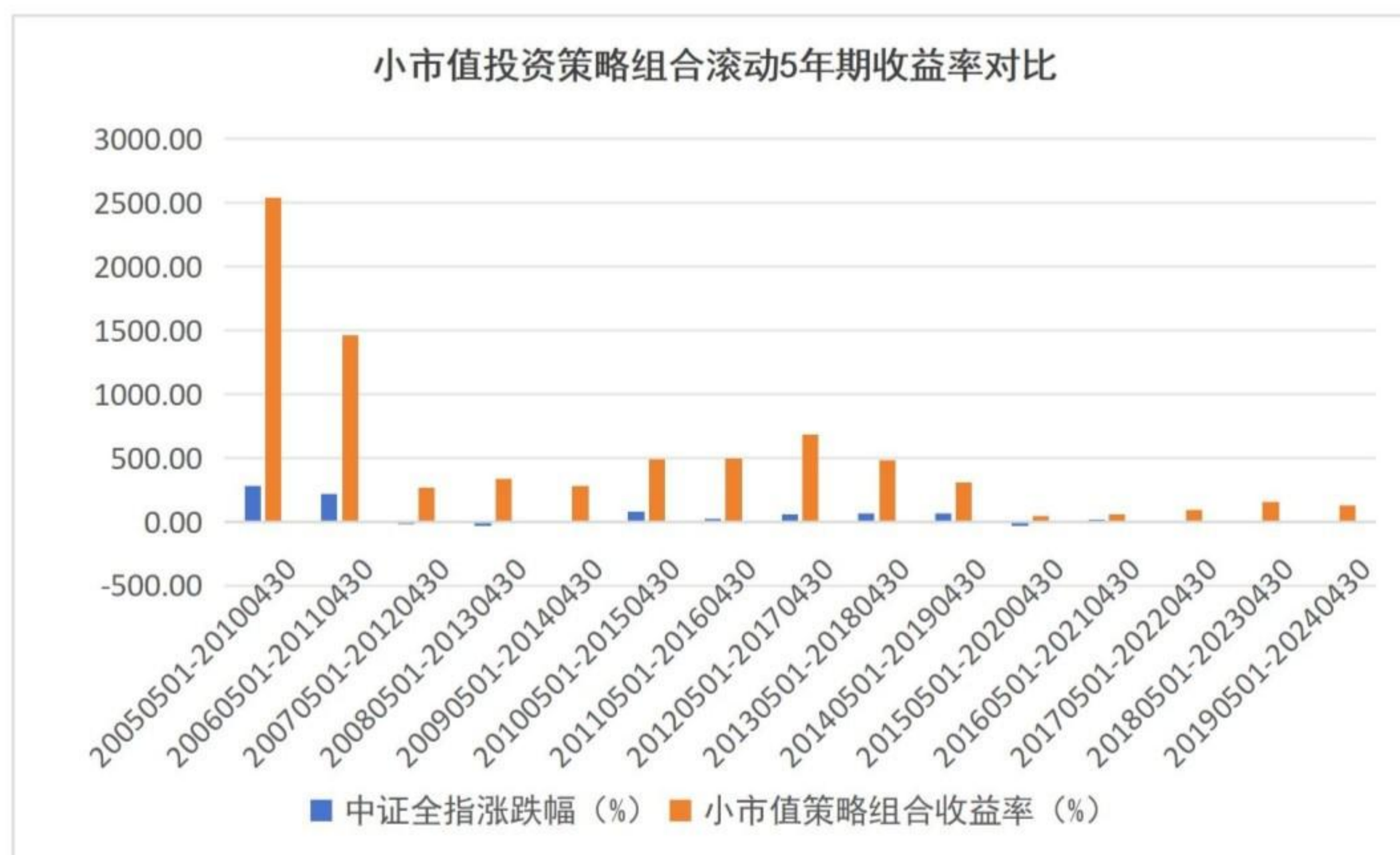
表5 小市值投资策略组合滚动5年期收益率对比表

滚动5年期	指数涨跌幅 (%)	策略组合收益率 (%)	策略超额收益率 (%)
20050501-20100430	284.11	2538.43	2254.32
20060501-20110430	222.11	1463.33	1241.22

20070501-20120430	-18.81	271.08	289.89
20080501-20130430	-28.80	336.93	365.73
20090501-20140430	2.01	279.01	277.00
20100501-20150430	82.15	488.14	405.99
20110501-20160430	24.52	498.38	473.86
20120501-20170430	61.23	682.14	620.91
20130501-20180430	65.54	486.93	421.39
20140501-20190430	69.57	309.70	240.13
20150501-20200430	-29.28	48.19	77.47
20160501-20210430	21.45	63.37	41.92
20170501-20220430	-1.58	94.93	96.51
20180501-20230430	9.81	157.36	147.55
20190501-20240430	-1.62	130.25	131.87
平均	24.39	246.61	222.22

资料来源：金圆统一证券研究所

图5 小市值投资策略组合滚动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15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222.22%。

滚动5年期看，所有15个滚动周期均录得正收益，滚动周期平均收益率为246.61%。

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