

指数问道系列之新风格体系篇（三）：华证新价值因子的构建与应用

2025年3月27日

摘要

- **新价值因子构建意义：**价值因子在投资领域具有举足轻重的地位，其理论根基可追溯至本杰明·格雷厄姆的《证券分析》，经过近百年的发展演变，已成为捕捉市场结构性机会的重要工具。华证指数对原有风格因子体系进行全面升级与优化，构建了面向指数定位的高效因子体系。
- **新价值因子的构建逻辑：**华证新价值因子在沿用既有优势的基础上，进一步拓展了指标的全面性与细致度，不仅保留了盈利市值比和账面市值比的核心地位，还针对非金融行业增加了营收市值比和经营现金流市值比两个指标，并引入了估值历史分位数这一关键指标，有效提升了因子在复杂市场环境中的适用性和投资有效性。
- **新价值因子的效果和适用范围：**新价值因子在全市场和各个盘别中均展现出良好的预测效果，其中在小盘更具优势。从板块来看，其在所有板块中均有不错的表现，尤其在制造业、TMT和基础设施产业这几个板块中具有非常突出的效果。新价值风格组合自2010年初以来的年化收益达到5.72%，相对华证全指全收益的超额收益为2.22%，在不同市场环境下，新价值因子展现出一定的适应性和稳定性，熊市期间表现显著优于市场平均水平，牛市中也能跟上市场步伐，但在特定的高波动牛市中仍存在局限性。

风险提示：文献中的结果均由相应作者通过历史数据统计、建模和测算完成，在政策、市场环境发生变化时模型存在失效的风险；报告中的结果均通过历史数据统计、建模或测算完成，在政策、市场环境发生变化时存在失效的风险。



目录

1. 开篇：风格因子升级，构建面向指数定位的高效因子体系.....	4
1.1 价值投资起源与价值因子.....	4
1.2 价值因子溢价成因.....	5
1.3 价值因子在指数产品中的应用.....	6
2. 华证新版价值风格因子的开发意义和构建逻辑.....	7
3. 价值类指标单因子有效性.....	9
4. 价值风格因子的特征.....	11
4.1 因子有效性.....	11
4.2 价值风格组合的特征.....	13
4.3 不同市场环境下的特征.....	15
4.4 绩效归因.....	16
4.5 与现有风格因子的比较.....	18
5. 总结.....	19
参考文献.....	20



图表目录

图表 1: 海内外主要指数编制机构使用的价值指标.....	6
图表 2: 华证新价值因子的构成.....	9
图表 3: 行业、市值中性化对价值因子有效性的影响.....	10
图表 4: 各类价值指标 RankIC 和组一相对基准超额年化收益.....	10
图表 5: 新价值因子在不同盘别的表现.....	11
图表 6: 新价值因子在不同板块的表现.....	12
图表 7: 新价值风格组合（全收益）历史走势和收益表现.....	13
图表 8: 新价值风格组合的前十大行业分布变化.....	14
图表 9: 新价值风格组合与华证规模指数重合度.....	14
图表 10: 新价值风格组合的风格特征.....	14
图表 11: 牛熊市下新价值风格组合走势.....	15
图表 12: 不同市场波动下新价值风格组合走势.....	16
图表 13: 大类因子累计收益贡献.....	17
图表 14: 大类因子累计收益贡献变化.....	17
图表 15: 风格因子累计收益贡献.....	17
图表 16: 行业因子累计收益贡献 top5&bottom5.....	17
图表 17: 新价值因子与现有风格的相关性.....	18
图表 18: 新价值因子与原价值因子的预测效果对比.....	19
图表 19: 华证价值系列指数分类.....	20

报告正文

1. 开篇：风格因子升级，构建面向指数定位的高效因子体系

在资本市场不断演进的背景下，风格因子作为捕捉市场结构性机会的重要工具，其准确性与适用性直接关乎投资策略实施的有效性。基于对市场深入观察及学术前沿研究的吸收，华证指数对原有风格因子体系进行了全面升级与优化。为了使各位投资者可以更好地理解和应用新版风格因子，我们将以系列报告的形式，对升级后的七大风格维度：成长、质量、价值、低波、红利、动量和流动性进行深入全面的解读和分析。

在没有特别说明的情况下，本系列报告的测算主要基于 2010 年 1 月 1 日至 2024 年 12 月 31 日的市场数据，回溯测试时间达 15 年，全面覆盖了不同的市场周期与宏观环境，一定程度上增强了研究结论的稳健性。通过本次华证指数风格指标体系的全面升级，我们期望为市场提供更具投资性的风格区分工具，助力投资者在复杂多变的 market 环境中快速把握结构性机会，实现风险与收益的有效平衡。作为系列研究的第三篇报告，本文将聚焦于价值风格展开讨论。

1.1 价值投资起源与价值因子

价值因子的理论根基可追溯至本杰明·格雷厄姆 1934 年出版的《证券分析》，在这部被誉为“华尔街圣经”的著作中，格雷厄姆系统提出了内在价值和安全边际理论，奠定了价值投资的基石。经过近百年的发展演变，价值因子已从最初的简单估值工具发展出完整的指标体系，在学术研究和投资实践中持续焕发活力。

价值投资在近百年的发展中已经形成了多个分支和派系，但价值因子作为基础分析工具，仍然具有较强的生命力。目前最常用的两个价值因子是市盈率(PE Ratio)和市净率(PB Ratio)，其变形形式如盈利市值比(Earnings to Price)、账面市值比(Book Value to Price)也因为更符合“收益率”的直观逻辑而被广泛采用。除此之外，1984 年肯尼斯·费雪出版的《超级强势股》一书中提出了市销率的概念，并将其作为主要选股指标；企业价值倍数则因剔除资本结构差异的优势，逐渐成为跨国并购的通用估值语言；其他的诸如市现率(PCF Ratio)、自由现金流率(FCFF/EV)、市研率(PR Ratio)以及股息率(Dividend Yield)也都是比较常用的估值指标。

尽管估值方法不断演进，其本质仍是对格雷厄姆“价格围绕价值波动”命题的时代诠释，当前市场对估值指标的研究已经趋于精细化，有些指标甚至只能适用于某一家特定的公司。但无论什么指标，估值指标的实践运用应当始终遵循“适配性”原则。通常来说，对于传统制造业企业，由于其商业模式较为稳定，资产结构相对固定，市净率（PB Ratio）往往是一个较好的选择，因为它能够较好地反映企业资产的市场价值与账面价值之间的关系，如汽车制造企业，其固定资产占比较大，且盈利模式相对稳定，市净率可以较好地衡量其价值；对于科技类企业，尤其是互联网企业，市销率（PS Ratio）可能更具参考价值，因为这类企业可能在初期盈利不多，但销售收入增长迅速，通过市销率可以评估其市场拓展能力和未来盈利潜力，像一些新兴的电商企业，在评估其价值时市销率就常被使用；而初创企业尤其是创新药初创企业，市研率（PR Ratio）可能是更好的估值指标，因为这些公司可能暂时还没有任何收入，更谈不上利润，投资者更看重这些公司在未来的变现能力，研发则是支撑未来的核心因素。

价值因子的这些演进并非对传统价值的否定，而是通过指标创新持续拓宽价值认知的边界。正如格雷厄姆所言：“短期来看，市场是投票器；长期来看，市场是称重机。”价值因子始终在动态平衡中履行着连接企业本质与市场定价的核心职能。

1.2 价值因子溢价成因

价值因子在投资领域占据着举足轻重的地位，它既区别于单纯的基本面因子，也有别于纯粹的量价因子，而是巧妙地将基本面与股价联系起来，起到桥梁的作用。从本质上讲，价值因子体现的是一种“性价比”的概念，在格雷厄姆所处的早期价值投资时代，投资者追求的是“市场价值”低于“内在价值”的股票，这种深度价值投资的思维在当时颇为盛行，然而，这样的投资机会可遇而不可求，到了 20 世纪 60 年代末期，整个市场已经很难找到这样的投资标的了。

在学术研究领域，价值因子溢价现象引起了广泛关注。我们常说的价值因子溢价，指的是低估值股票的平均收益率高于高估值股票，从而能够战胜市场。早在上世纪八十年代，Sanjoy Basu（1983）和 Stattman（1980）就发现了盈利市值比（E/P）和账面市值比（B/M）较高的股票具有更高的预期收益率；更为经典的研究是在 1992 年，Eugene F. Fama 和 Kenneth R. French

在著名的三因子模型中引入了账面市值比指标，这一突破性研究发现该指标是解释股票超额收益的重要因子，从而揭示了低市净率股票的长期“价值溢价”现象。关于“价值因子溢价”更多的研究集中在行为金融学领域，Richard Thaler 和 De Bondt（1985）通过“反转效应”证明投资者对低估值股票存在系统性低估，这种非理性行为导致价格长期偏离内在价值，并将迎来反转；除此之外，Daniel Kahneman 和 Amos Tversky（1979）提出的前景理论也对价值因子溢价现象提供了一定的解释，前景理论认为，投资者在面对不确定决策时，往往会受到心理因素的影响，如损失厌恶等，这些心理偏差可能导致对低估值股票的错误定价。同时，Vernon L. Smith（1988）等学者通过实验经济学的方法，模拟市场环境中的投资者行为，进一步验证了价值因子溢价现象的存在，并发现投资者的有限理性是导致这一现象的重要原因之一。

1.3 价值因子在指数产品中的应用

价值因子于指数编制中的重要性愈发凸显，相较于主动投资，其在指数上的地位更为关键。当下，几乎所有海内外主流指数编制机构均推出了价值因子及价值因子指数，且对于价值因子的界定趋于一致。市盈率与市净率凭借其广泛的适用性和直观的财务意义，成为价值因子体系中出镜率最高的两大核心指标。除此之外，市销率、市现率等指标也频繁被纳入价值因子的考量范围，从不同维度对企业价值进行评估。更有甚者，股息率也逐步融入价值因子的框架之中，进一步丰富了价值因子的内涵。

在这些指数中，MSCI 中国 A 股国际增强价值指数的编制方案显得尤为独特。该指数在因子构建上创新性地采用了区分行业的方式，针对不同行业的特点，选取了差异化的价值因子指标。对于非金融地产的公司使用远期市盈率、企业价值/经营现金流和市净率，对于金融行业的公司使用远期市盈率和市净率，对于房地产公司仅使用企业价值/经营现金流。

图表 1：海内外主要指数编制机构使用的价值指标

指数编制机构	价值指标	代表指数
S&P Dow Jones (US)	账面值与价值的比率—账面市值比 盈利与价值的比率—盈利市值比 销售额与价值的比率-营收市值比	S&P 500 Value Index S&P Mid Cap 400 Value Index S&P 900 Value Index

S&P Dow Jones (CN)	盈利市值比 经营活动现金流市值比 营收市值比 股息率 账面市值比	S&P China A 300 Value S&P China A 300 Pure Value
MSCI Barra (CNE)	市净率 盈利率 长期反转	MSCI 中国 A 股质优价值 100 指数
MSCI Barra (CXE1)	盈利率 股息率 账面市值比	---
MSCI China	远期市盈率 企业价值/经营现金流 市净率	MSCI 中国 A 股国际增强价值指数
MSCI USA	账面价值比 远期市盈率 股息率	MSCI USA Value Index
FTSE Russell	经营现金流市值比 盈利市值比 营收市值比	Russell 1000 Value Factor Index Russell 2000 Value Factor Index FTSE Total China Connect Value Factor Index
中证指数	股息收益率 每股净资产与价格比率 每股净现金流与价格比率 每股收益与价格比率	沪深 300 价值指数 中证 500 价值指数 中证 800 价值指数 中证 1000 价值指数 中证 2000 价值指数
国证指数	每股收益与价格比率 每股经营现金流与价格比率 股息收益率 每股净资产与价格比率	国证价值指数

资料来源: S&P Global, MSCI, FTSE Russell, 中证指数, 国证指数, 华证指数整理

截至 2025 年 3 月 25 日

2. 华证新版价值风格因子的开发意义和构建逻辑

和成长、质量等基本面因子不同, 价值因子的界定展现出相对较高的统一性。市盈率和市净率(或变形形式, 如盈利市值比和账面市值比)以其直观的财务意义和广泛的适用性, 成为衡量资产估值的核心指标, 而其他指标包括市销率、市现率等也频繁被纳入价值因子的考量范

围，它们从不同的财务角度出发，为估值分析提供了更为丰富的视角。除了这些被广泛认可的“四率”及其变形形式之外，其他潜在的估值指标往往面临市场共识不足的困境，在实际应用中表现出较大的局限性，无法像“四率”那样适应多样化的市场环境和行业特性。为了构建一个简洁、清晰且具有高度适应性的价值因子体系，华证价值因子体系也将指标的范围限定在这“四率”及其变形形式中，确保了体系的核心指标既具有代表性又易于理解和应用。**需要补充的是，由于华证因子体系将股息率归入独立的“红利”体系，因此不在价值因子体系中。**

原版华证价值因子的构成比较简洁，只有两个指标——盈利市值比和账面市值比，从适用性来看，这两个指标基本可以应用于绝大多数 A 股上市公司，也因此得到了市场的广泛认可。然而，新版价值因子体系在沿用既有优势的基础上，进一步拓展了指标的全面性与细致度，它不仅保留了原有的通用指标，还特别针对金融和非金融行业做了适配性考量，这一改进能够更精准地捕捉不同行业公司的价值特征，有效提升了因子在复杂市场环境中的适用性和投资有效性。

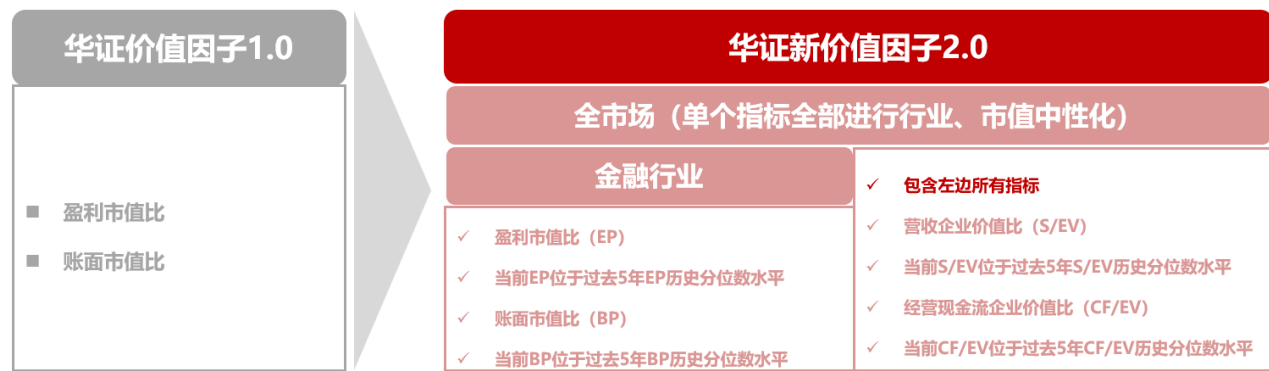
首先，在新版价值因子的指标选择中，盈利市值比和账面市值比依旧占据核心地位，不过在具体计算上我们进行了精细的优化。对于盈利市值比，原版直接采用净利润 TTM 作为分子，而新版将其替换为扣除非经常性损益后的净利润 TTM，这一调整的原因在于，非经常性损益对预测企业未来盈利并无实质助益，反而容易使市盈率产生偏差，失去其应有的参考价值。对于账面市值比，原版仅使用归属于母公司所有者权益合计作为分子，新版则在此基础上，将过去数年累计的研发费用按一定的摊销比例加到归属于母公司所有者权益合计中。我们这样调整的逻辑是，研发支出作为企业的长期投资，所形成的知识资产是企业核心竞争力的重要组成部分，理应作为战略性资源纳入无形资产范畴。然而，出于谨慎性原则，会计处理时往往未将其资本化，这在一定程度上导致了企业资产价值被低估，为了更真实、客观地反映企业的资产状况和价值创造能力，我们在计算账面市值比时对分子端进行了上述改进。

其次，对于非金融行业，新版价值因子还收入并改造了营收市值比和经营现金流市值比两个指标，具体的改造方法是将其分母由总市值改为企业价值，使分子分母达成“一致性”原则。这样的调整基于一个简单的逻辑：营业收入和经营活动现金流是衡量公司整体运营效率和盈利能力的指标，而企业价值则是衡量公司整体价值的指标，包括股权和债务，因此，使用企业价

值作为分母，能够使分子和分母的衡量主体保持一致，避免原版营收市值比和经营现金流市值比中存在的“错配”现象，使这两个指标能更准确地反映公司的真实价值。需要特别指出的是，金融行业由于其特殊性，不适用于上述指标。

最后，我们在新版价值因子中还引入了估值历史分位数这一关键指标。估值历史分位数通过将当前估值指标与历史数据进行对比，能够动态地反映出资产估值在不同时间维度上的相对位置，从而更精准地捕捉市场情绪的变化。这一指标的引入，不仅丰富了价值因子的内涵，还为投资者在复杂多变的市场环境中提供了更有力的决策依据。

图表 2：华证新价值因子的构成



资料来源：华证指数

截至 2025 年 3 月 25 日

3. 价值类指标单因子有效性

对于价值因子，我们需明确其是否需行业和市值中性化处理。从行业角度看，不同行业估值中枢差异显著，根源在于各行业未来预期不同，而股价是对未来的反映，因此行业是影响估值的重要因素，价值因子应进行行业中性化处理。从市值角度分析，价值因子的溢价主要源于“价值反转”，市值作为分母对因子有效性有显著影响，故进行市值中性化处理是必要的。

从实证角度看，对各类价值指标进行中性化处理均能带来一定的提升。以账面市值比为例，当中性化处理，其 RankIC 均值从原始的 4.60% 提升至 5.10%，组一相对超额收益均值也从 2.94% 提升至 4.56%。这表明中性化处理不仅增强了因子与股票未来收益的相关性，还显著提升了其在多头策略中的表现。因此，无论是从逻辑还是实证角度，对价值因子进行行业和市值

中性化处理都是必要的，这有助于提高因子的纯粹性和有效性，使其在投资组合构建中更好地发挥捕捉超额收益的作用。

图表 3：行业、市值中性化对价值因子有效性的影响

不同计算方式下价值类指标RankIC均值											
盈利市值比（行业市值中性化）			账面市值比（行业市值中性化）			营收企业价值比（行业市值中性化）			经营现金流企业价值比（行业市值中性化）		
4.79%			5.10%			3.12%			3.62%		
无中性化	行业中性	市值中性	无中性化	行业中性	市值中性	无中性化	行业中性	市值中性	无中性化	行业中性	市值中性
3.07%	3.14%	4.99%	4.60%	4.91%	4.97%	3.06%	3.03%	3.01%	2.81%	2.92%	3.51%

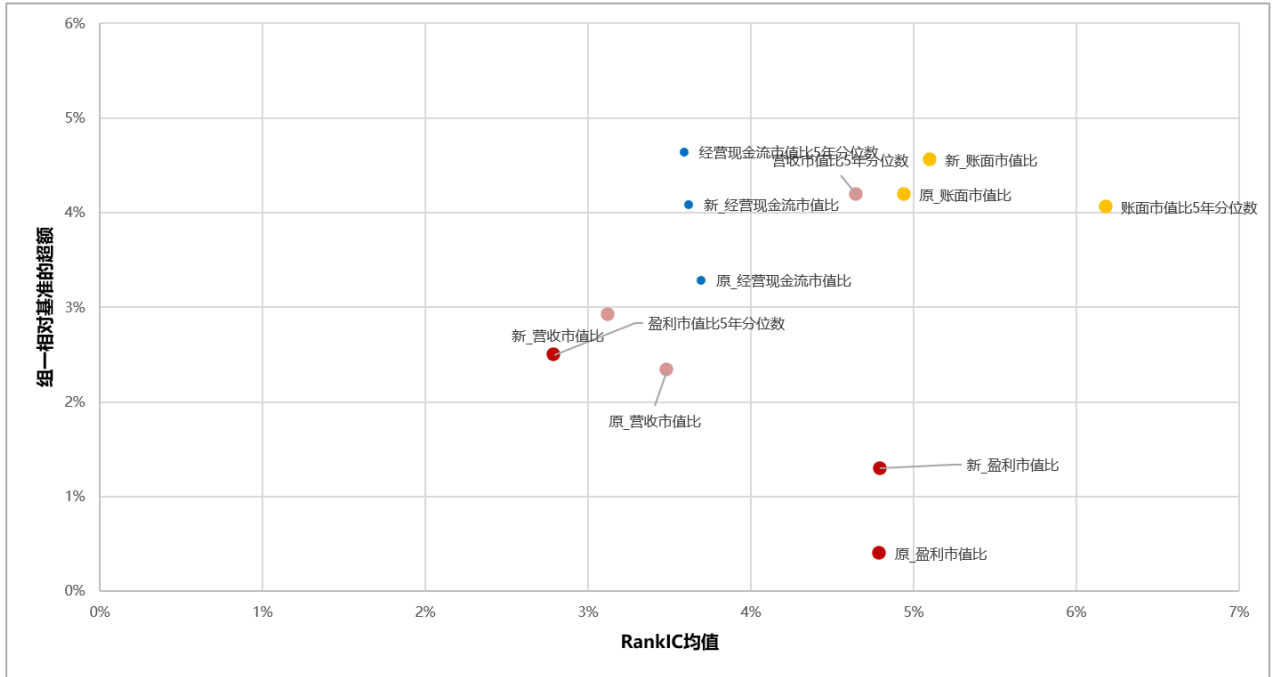
资料来源：Wind，华证指数

截至 2024 年 12 月 31 日

接下来是对价值类指标进行的有效性测试，在没有特别说明的情况下，本文的有效性测试均在华证全指范围内进行，测试频率为月频，所有指标均做行业与市值中性化处理。

首先看新版价值因子对“四率”的改造效果，新指标的组一相对超额均比原指标有所提升，这对指数的意义更为重大，因为指数在选股时只关注多头，组一的相对收益尤为关键。RankIC 的表现则相差不大，只有新账面市值比略有提升。然后横向对比“四率”之间的差异，其中“市销率”和“市现率”的测试范围为“华证全指除金融”，结果显示，账面市值比在 RankIC 和组一相对超额收益两方面均表现突出，成为最为显著的因子，相较之下，盈利市值比的效果则显得较为一般。最后是估值历史分位数，结果表明，对于任意一类指标，其历史分位数的表现均优于原始值，尤其是账面市值比的 5 年分位数，其表现超越了所有其他指标。

图表 4：各类价值指标 RankIC 和组一相对基准超额年化收益



资料来源：Wind，华证指数

截至 2024 年 12 月 31 日

4. 价值风格因子的特征

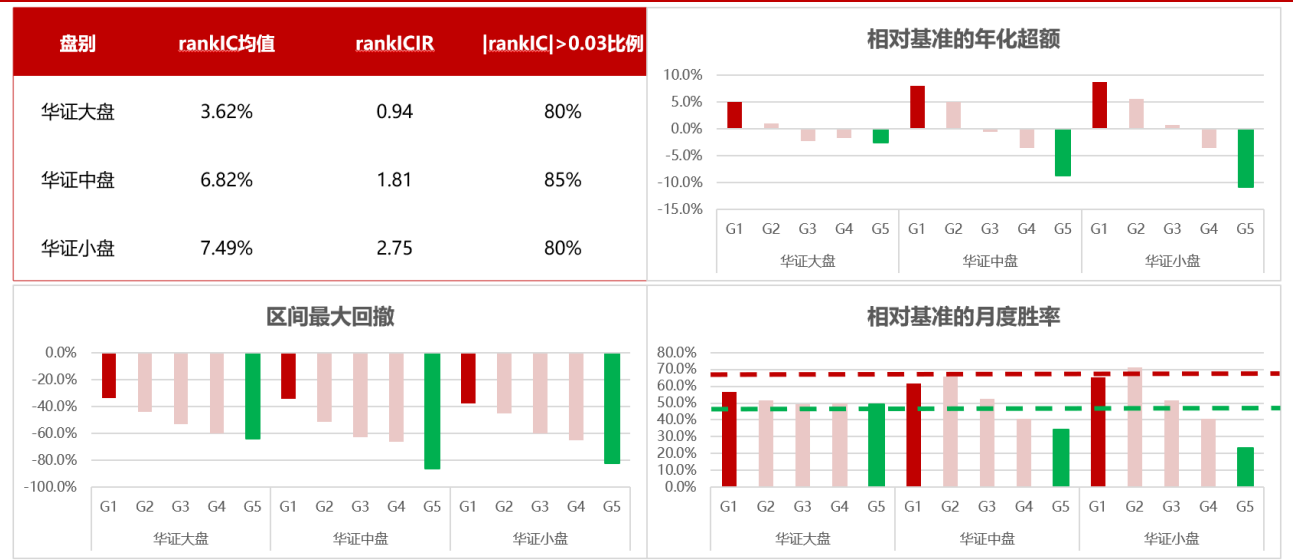
我们在对价值类指标进行分类梳理与分析后，构建了华证指数的新版价值因子。接下来对新价值因子的有效性、适用范围等特征进行详细分析。

4.1 因子有效性

在因子处理方面，上文已经提到中性化对价值因子的意义，因此在构建因子时所有指标均采用行业中性以及市值中性化处理，这里不再重复中性化。

分盘别来看，新价值因子在华证大、中、小盘里均有较好的预测效果，RankIC 均大于 3%，且各盘别内分组年化超额单调性明显。各盘别之间的有效性对比是小盘好于中盘好于大盘，呈现这种现象的主要原因有两个，一是价值因子具有较强的反转特性，小市值公司中更容易抓住价值反转的机会；二是大盘股的市场关注度较高，各类投资者交易充分，估值相对合理，价值因子难有溢价。

图表 5：新价值因子在不同盘区的表现

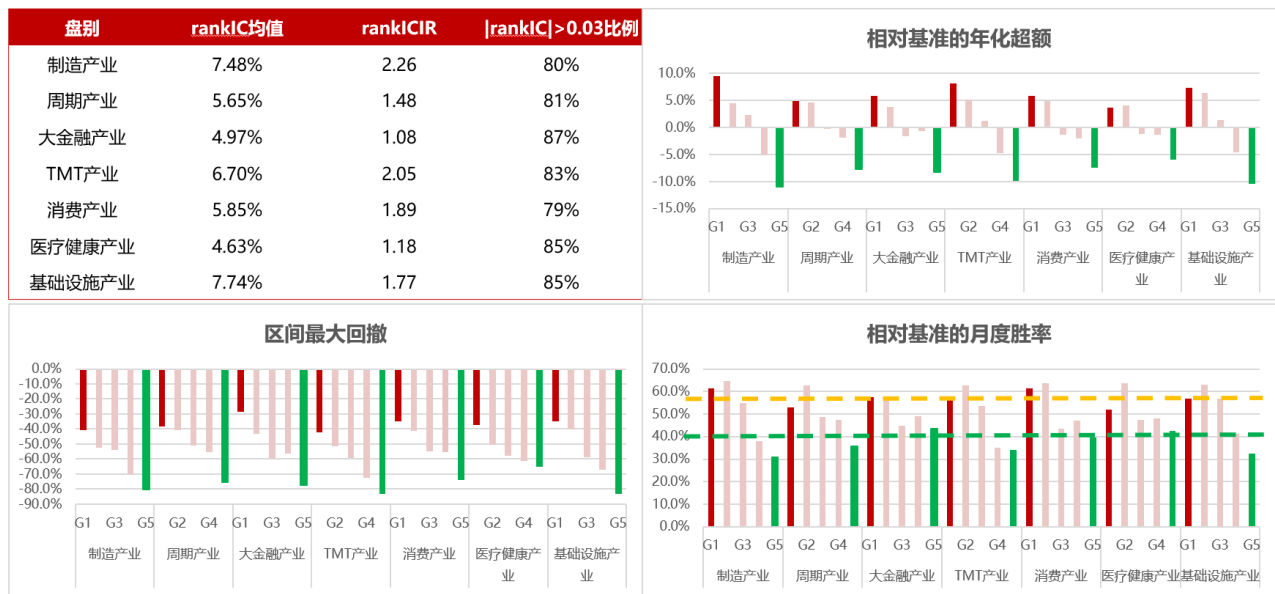


资料来源: Wind, 华证指数

截至 2024 年 12 月 31 日

分板块来看，新价值因子在每个板块均有较好的预测效果，RankIC 均大于 4%，且各个板块内分组年化超额单调性显著。从各个板块之间的对比来看，大金融和医疗健康板块表现略逊一筹。前者从绝对估值来看属于估值最低的板块，且细分行业内部的公司同质化严重，估值差异较小，整个板块的市值也较大，定价较为充分，难有因子溢价。后者则是因为估值体系复杂，板块内部行业差异巨大，既有遵循传统商业模式的中药、仿制药等行业，也有走高研发高技术模式的创新药等行业，相互之间的估值无法直接比较，因此统一定义的价值因子在该板块中效果一般。

图表 6: 新价值因子在不同板块的表现



资料来源: Wind, 华证指数

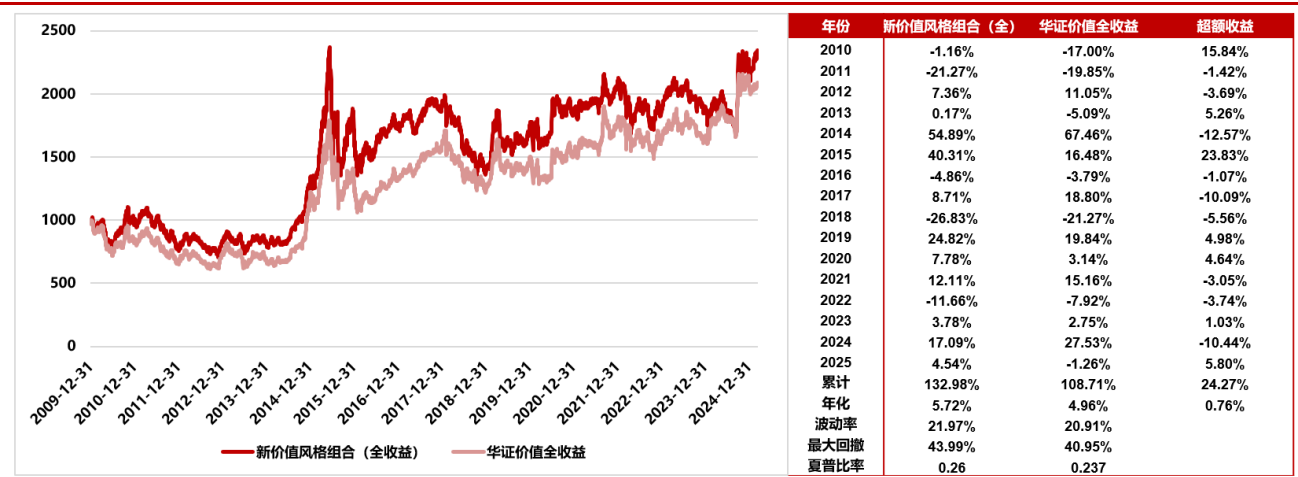
截至 2024 年 12 月 31 日

4.2 价值风格组合的特征

在分析了新价值因子的基本特征和预测效果后,使用新价值因子构建新价值风格组合,从而进一步分析新价值因子的选股效果。新价值风格组合基于证券的新价值因子排序和相对全市场的市值覆盖度构建,并在确定组合成分数量时采用了数量靠档调整的方法,最后使用新价值因子倾斜加权。

从组合走势和收益表现上看,新价值风格组合相比原有的华证价值指数表现更好。自 2010 年初以来的年化收益达到 5.72%,相对华证价值的超额收益为 0.76%。新价值风格组合由于做了行业中性化处理,因此行业更加分散,这也导致了指数在部分风格极致的年份中表现不够突出。

图表 7: 新价值风格组合(全收益)历史走势和收益表现

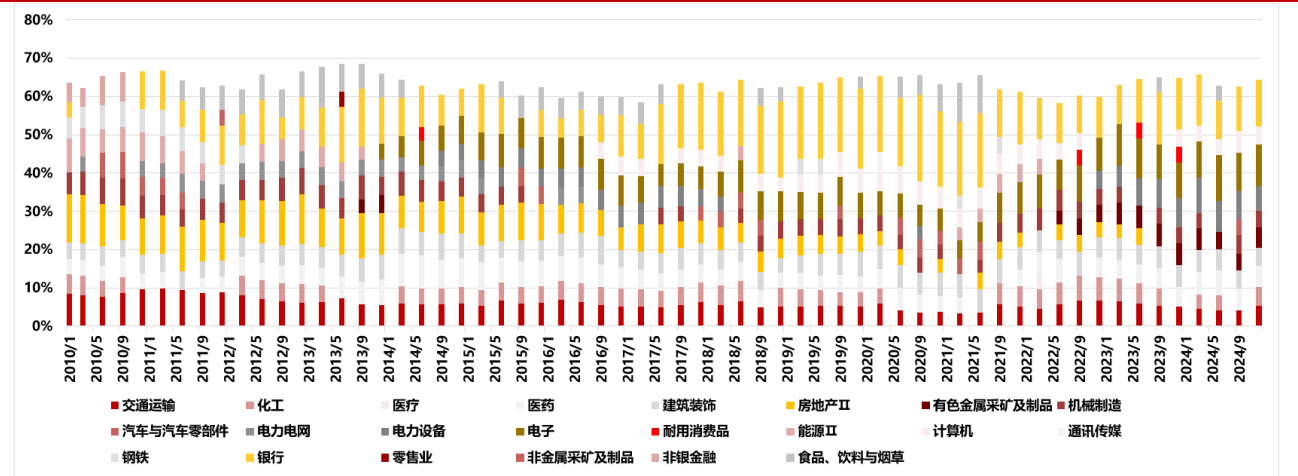


资料来源: Wind, 华证指数

截至 2025 年 3 月 13 日

从行业分布来看,新价值组合的前十大权重行业变化较大,行业集中度较低。前十大行业权重和的历史均值仅为 63%,这与因子的行业中性化处理密切相关。从市值分布来看,新价值风格组合在大中小盘之间的比例较为稳定:大盘股占比约 60%,中盘股稳定在 25%左右,小盘股则占 15%,这主要归因于因子的市值中性化处理。从风格特征来看,新价值风格组合在低估值上的暴露较为显著,同时在低波动等防御型风格上也有一定暴露,在成长风格上的暴露则相对中性。

图表 8: 新价值风格组合的前十大行业分布变化

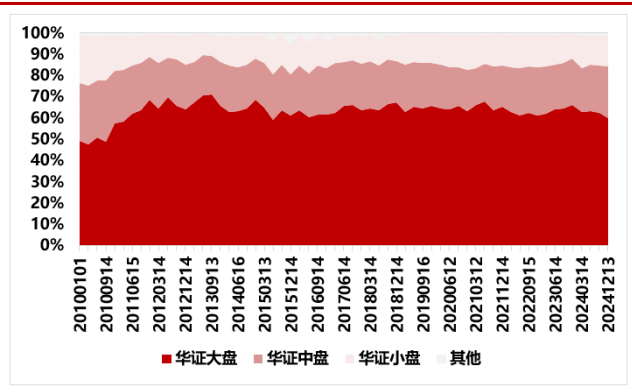


资料来源: Wind, 华证指数

截至 2025 年 3 月 13 日

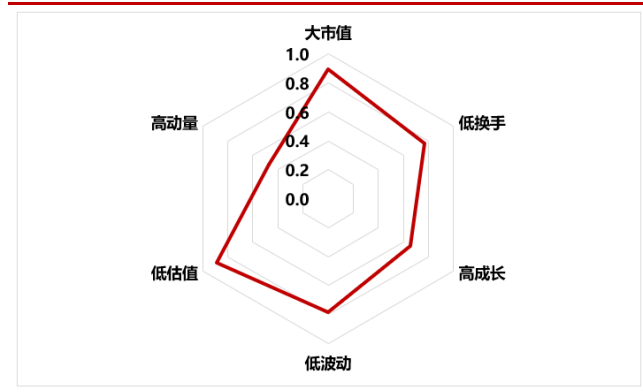
图表 9: 新价值风格组合与华证规模指数重合度

图表 10: 新价值风格组合的风格特征



资料来源: Wind, 华证指数

截至 2025 年 3 月 13 日



资料来源: Wind, 华证指数

截至 2025 年 3 月 13 日

4.3 不同市场环境下的特征

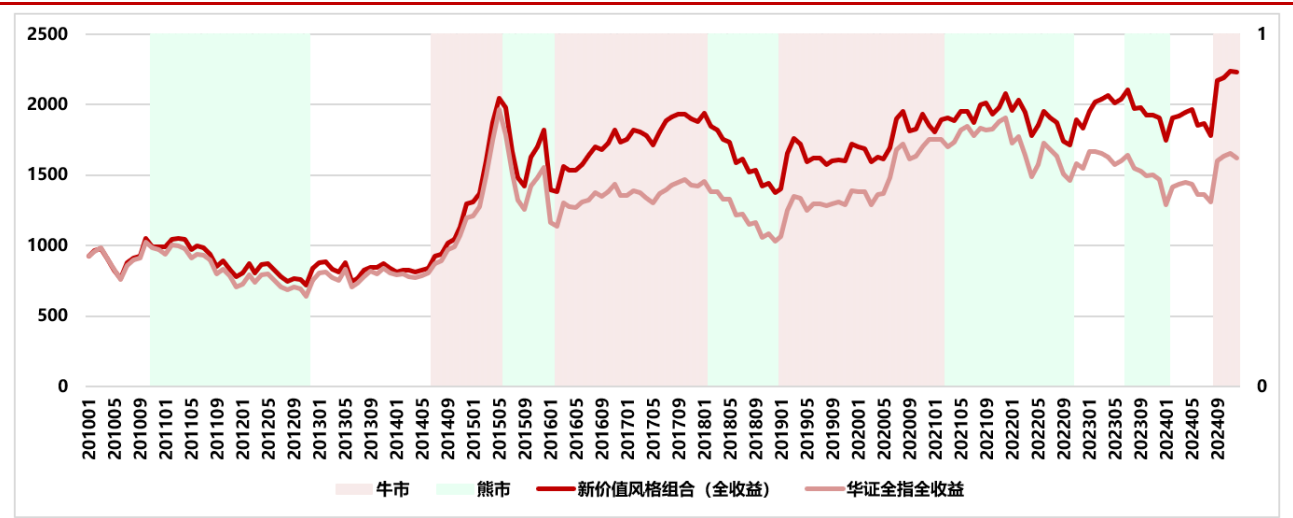
为了分析新价值风格组合在不同市场环境下的特征，依据市场周期性的普遍理解，将市场划分为多个牛熊阶段；依据滚动历史波动率在全区间的分布，将市场波动程度分为高、中、低三个状态。

从市场周期的角度来看，新价值因子展现出了较为强劲的防御特性。在熊市期间，其表现显著优于市场平均水平，而在牛市中，也基本能够跟上市场的步伐，仅在 2019-2020 年的牛市行情中稍显逊色。这种特性使得新价值因子在长期表现上更为稳定，能够为投资者提供更持续的超额收益。

从市场波动的角度来分析，新价值因子在低波动的市场环境中能够很好地适应，这与其作为价值因子的定位相契合。然而，在高波动的市场环境下，若恰逢牛市，新价值因子则极有可能跑输市场，例如在 2019-2020 年的成长股牛市中，就不可避免地出现了表现落后的现象。

总体而言，新价值因子在不同市场条件下的表现具有一定的适应性和稳定性，能够为投资者提供较为可靠的收益表现，但在特定的高波动牛市中仍存在一定的局限性，在应用时需充分考虑市场的具体特征和变化趋势。

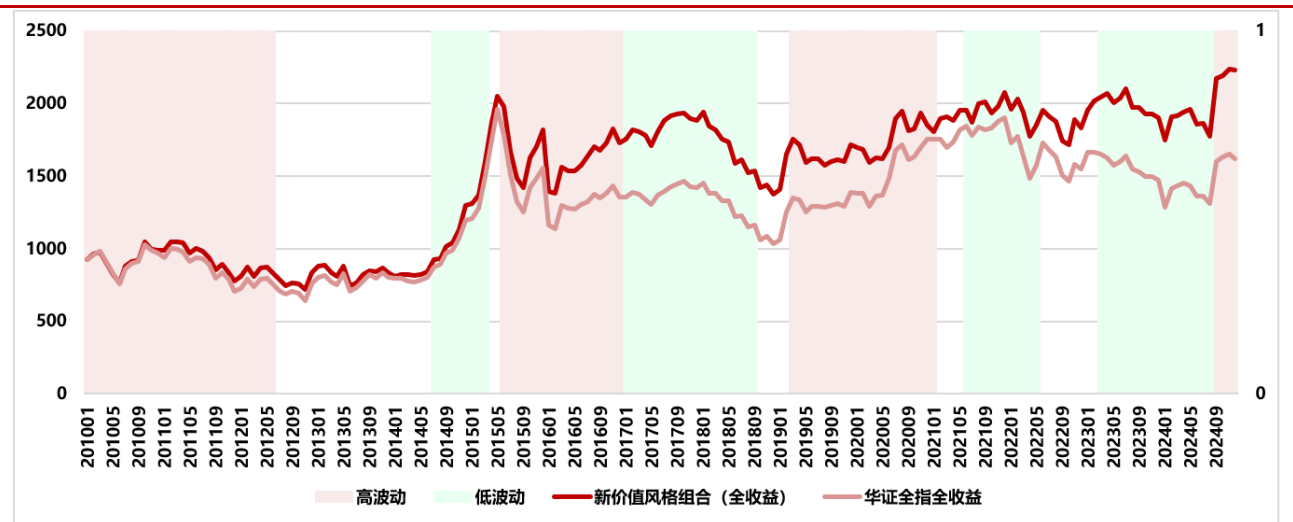
图表 11: 牛熊市下新价值风格组合走势



资料来源: Wind, 华证指数

截至 2025 年 3 月 13 日

图表 12: 不同市场波动下新价值风格组合走势



资料来源: Wind, 华证指数

截至 2025 年 3 月 13 日

4.4 绩效归因

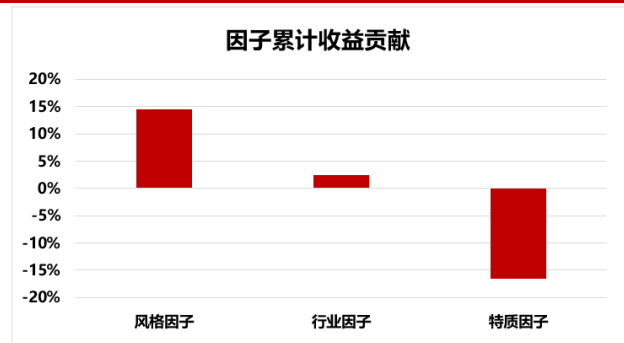
对新价值风格组合进行 Barra 业绩归因分析, 从大类因子来看, 风格因子产生了显著的正向收益贡献, 而特质因子拖累了整体表现, 行业因子的贡献几乎可以忽略, 这也得益于指标的中性化处理。这个结果表明新价值因子的表现很大程度上得益于风格暴露, 对行业的依赖性较少。

进一步分析风格因子的细分贡献可以发现，残差波动率、流动性和盈利市值比因子是主要提供正向贡献的风格因子，市值和非线性市值的收益贡献基本可以对冲掉，这是市值中性化的结果，而其他所有风格因子的收益贡献几乎为零，这说明基于新价值因子构建的组合是较为纯粹的防御组合。

在行业贡献方面，电子、计算机、医药、有色金属和通信等传统意义上的成长行业贡献了较高的正向收益，而银行、交通运输、房地产、钢铁和零售等传统意义上的价值行业则产生了明显的负向影响。这部分是行业中性化所带来的，但更是因为新版价值因子为了指标的全面性与细致度而做出的改变，从结果来看这种处理有效提升了因子在成长行业中的适用性和投资有效性。

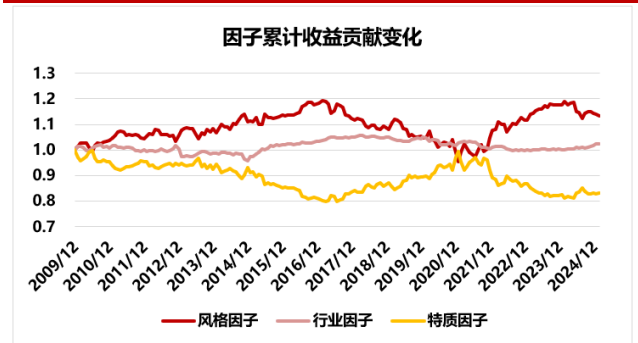
综合来看，新价值风格组合的收益来源特征表现为偏防御的风格暴露、中性化的行业分布以及在成长行业中较好的适配性。新价值因子在市场中展现出了其独特的价值和优势，为投资者提供了更为科学和有效的投资工具选择。

图表 13：大类因子累计收益贡献



资料来源：Wind，华证指数 截至 2025 年 2 月 28 日

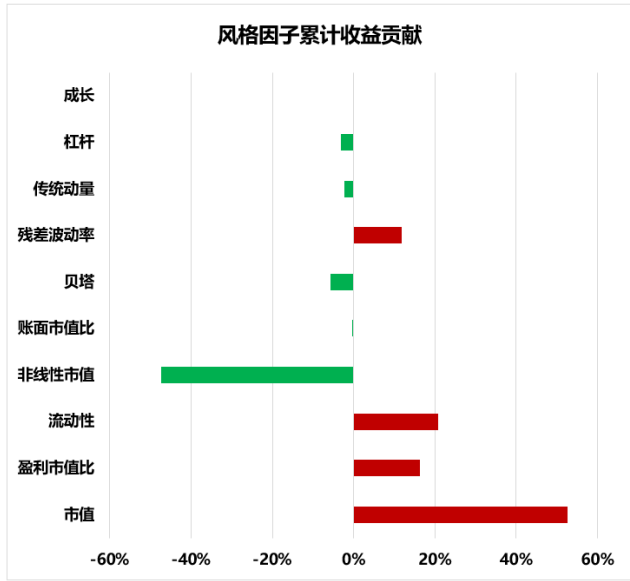
图表 14：大类因子累计收益贡献变化



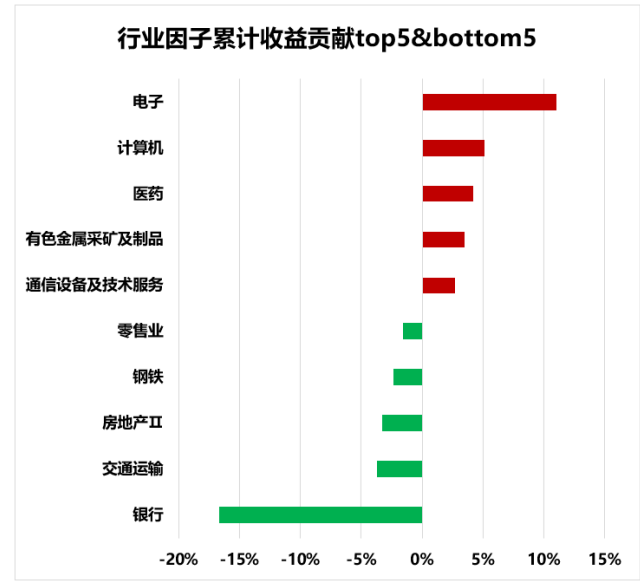
资料来源：Wind，华证指数 截至 2025 年 2 月 28 日

图表 15：风格因子累计收益贡献

图表 16：行业因子累计收益贡献 top5&bottom5



资料来源: Wind, 华证指数 截至 2025 年 2 月 28 日



资料来源: Wind, 华证指数 截至 2025 年 2 月 28 日

4.5 与现有风格因子的比较

将新价值因子与现有风格因子进行比较,新价值因子仅和低波因子高度相关,这和其防御因子的定位相符合,与成长、动量等因子的相关性几乎为 0,与规模和质量的相关性也比原价值因子有所降低。

图表 17: 新价值因子与现有风格的相关性

	成长	动量	低波	规模	价值	质量	新价值
成长							
动量	0.33						
低波	0.07	-0.04					
规模	0.57	0.24	0.47				
价值	0.12	-0.06	0.82	0.54			
质量	0.77	0.33	0.47	0.77	0.43		
新价值	0.04	-0.14	0.8	0.35	0.9	0.36	

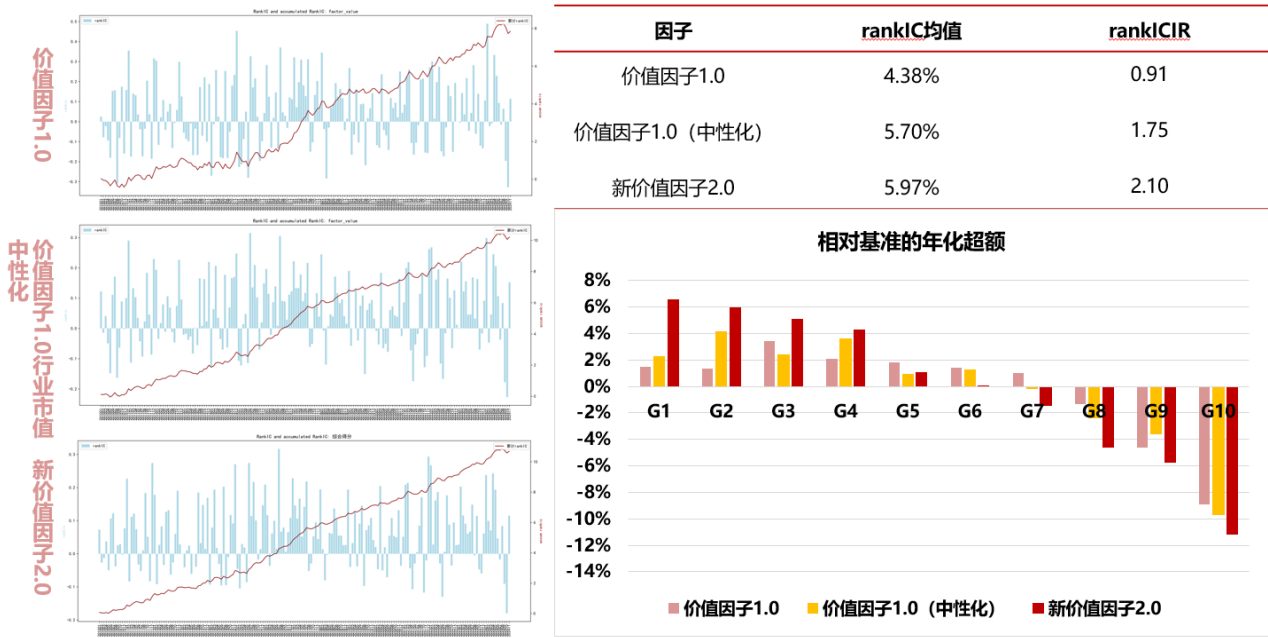
资料来源: Wind, 华证指数

截至 2024 年 12 月 31 日

将新价值因子与原价值因子的预测效果进行对比,可以看出新价值因子的有效性全面提升。从全区间来看, RankIC 均值由 4.38% 提升至 5.97%, 预测有效性显著提高,即便是与中性化处

理后的原因子比也有一定的提升。而从分组收益来看，新价值因子的分组年化超额收益单调性有了明显的改善，且头部组合的超额收益达到 6%，优选效果得到显著提升。

图表 18：新价值因子与原价值因子的预测效果对比



资料来源：Wind，华证指数

截至 2024 年 12 月 31 日

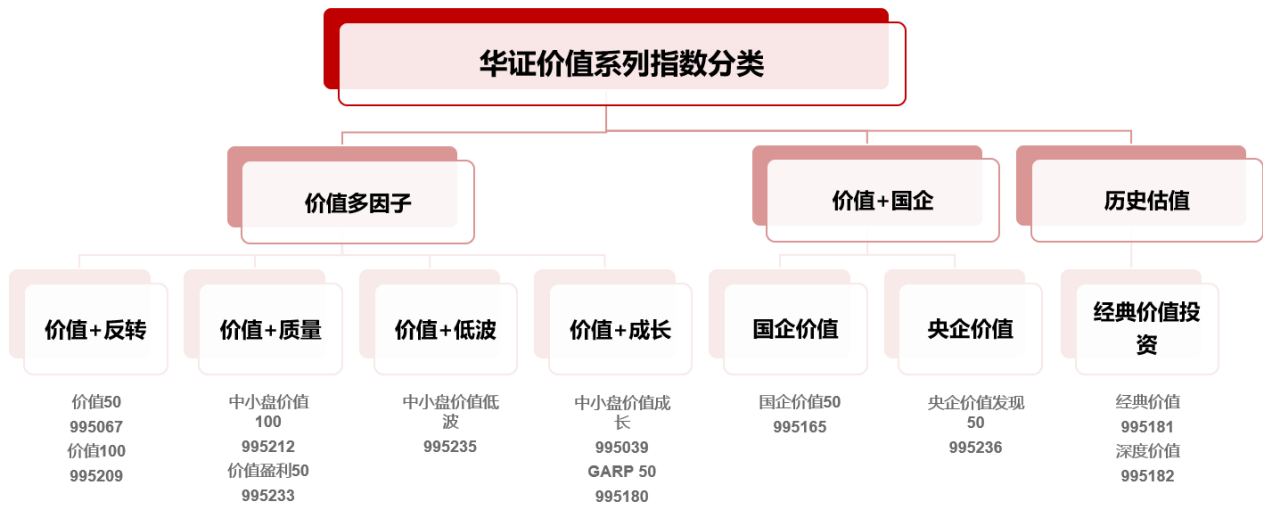
5. 总结

价值因子历史悠久，市场接受程度高，同质化特点也比较突出，华证原版的价值因子主要从市场接受程度出发，选择最受市场认可的盈利市值比和账面市值比作为底层指标。新价值因子则在沿用既有优势的基础上，进一步拓展了指标的全面性与细致度，并有效提升了因子在复杂市场环境中的适用性和投资有效性。

华证新价值因子首先保留了盈利市值比和账面市值比的核心地位，并从分子端进行改造，剔除了非经常性损益对收益预测的干扰，突出了研发费用在资产端的作用，有效提高了收益预测性；其次，对于非金融行业，还增加并改造了营收市值比和经营现金流市值比两个指标进入体系；最后，新版价值因子中还引入了估值历史分位数这一关键指标，不仅丰富了价值因子的内涵，还为投资者在复杂多变的市场环境中提供了更有力的决策依据。

从新价值因子的效果来看，新价值因子在全市场和各个盘别中都有不错的效果，其中在小盘中更有优势。从板块来看，价值因子在所有板块中均有不错的表现，但在大金融和医疗健康产业中稍逊一筹，其他板块中，表现最好的是制造业、基础设施和 TMT。新版价值因子不仅局限于传统行业，在一些成长属性较强的行业中也有不错的表现，因此进一步提升了适用性和在不同环境市场下的有效性。

图表 19：华证价值系列指数分类



资料来源：华证指数

截至 2025 年 3 月 3 日

新价值因子暂时还没有相关指数落地，未来我们会基于新因子发布一系列指数，并根据实际情况改造一批旧指数，敬请期待！

参考文献

- [1] Basu, S. (1983). The relationship between earnings' yield, market value and return for NYSE common stocks: Further evidence. *Journal of Financial Economics*, 12(1), 129-156.
- [2] Stattman, D. (1980). Book values and stock returns. *The Chicago MBA: A Journal of Selected Papers*, 4(1), 25-45.
- [3] Fama, E. F. and K. R. French (1992). The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance*, 47(2), 427 – 465.

- [4] De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. H. (1985). Does the stock market overreact? *Journal of Finance*, 40(3), 793-805.
- [5] Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.
- [6] Smith, V. L., Suchanek, G. L., & Williams, A. W. (1988). Bubbles, crashes, and endogenous expectations in experimental spot asset markets. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 56(5), 1119-1151.

风险提示：文献中的结果均由相应作者通过历史数据统计、建模和测算完成，在政策、市场环境发生变化时模型存在失效的风险；报告中的结果均通过历史数据统计、建模或测算完成，在政策、市场环境发生变化时存在失效的风险