

指数问道系列之新风格体系篇（二）： 华证新质量因子的构建与应用

2025年3月13日

摘要

- **新质量因子构建意义：**本文旨在构建一个更加纯粹、高效且适应 A 股市场特性的质量评价体系，尝试为现有质量因子过度依赖单一维度导致指标失效年份无法控制回撤、缺乏纯粹度导致应用场景模糊的两大问题提供解决方案。
- **新质量因子的构建逻辑：**华证新版质量因子关注公司可持续的盈利能力，以全面识别企业的护城河为目标，基于**定价能力、资本效率和市场地位**三个核心维度，结合财务真实性检查，形成环环相扣的评价体系，有效规避单一指标可能存在的误判风险。此外，所有维度均采用长期数据计算，要求各指标保持跨周期的稳定性。**该模型通过多维度的动态校准，帮助投资者识别短期噪音，聚焦“长期赢家”。**
- **新质量因子的效果和适用范围：**通过大量实证研究验证，该因子在预测能力和优选效果上显著优于原质量指标，**RankIC 均值和优选组合超额收益均超过 3%**。从适用性角度看，新质量因子在全板块均展现出优秀的风险分层能力，能有效控制下行风险，同时，因子在大中盘股票和金融、消费、制造等板块选股表现出色。
- **新质量因子的特点：**基于新质量因子构建的组合展现出“全天候”型特征，在熊市中表现出卓越的防御性，在牛市中保持较好的进攻性。相比现有风格因子，新质量因子与其他风格的相关系数均低于 0.6，区分度更高，且在规避质量下滑风险方面表现卓越，“失误率”显著低于传统质量指标。基于新质量因子，我们开发了“质量+价格”和“质量+成长”两大系列指数产品，进一步细分为大盘质量低波、中盘质量动量、中盘质量成长和大中盘



质量成长低波四类精准定位的投资工具，直击 A 股基本面定价短板，为不同风险偏好的投资者提供差异化的资产配置方案。

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，以实现面向指数定位的快速组合开发.....	6
1.1 质量投资起源与质量因子.....	6
1.2 学术界对质量风格溢价原理研究.....	6
1.3 业界对质量风格的定义和应用.....	7
2. 质量因子的设计和构建逻辑.....	8
3. 质量因子相关单因子有效性.....	9
4. 质量风格因子的特征.....	11
4.1 因子有效性.....	11
4.2 质量风格组合的特征.....	14
4.3 不同市场环境下的特征.....	16
4.4 因子绩效归因.....	18
4.5 与现有风格因子的比较.....	19
5. 总结.....	21
参考文献.....	24

图表目录

图表 1：海外指数公司的质量因子模型.....	8
图表 2：新质量因子的定义和框架.....	9
图表 3：基于盈利能力和财务健康两大维度的基本面因子测试.....	10



图表 4: 盈利能力因子 (华证全指, 稳定性处理指标标黄)	10
图表 5: 盈利能力因子 (华证全指, 稳定性处理指标标黄)	10
图表 6: 财务健康因子 (华证全指非金融, 变动处理指标标黄)	11
图表 7: 财务健康因子 (华证全指非金融, 变动处理指标标黄)	11
图表 8: 不同组别下新质量因子的超额收益 (相对华证全指)	11
图表 9: 因子适用盘别: 从盘别来看, 主要适用于大中盘	12
图表 10: 因子适用板块: 从板块来看, 主要适用于金融、大消费和制造	13
图表 11: 新质量风格组合 (全收益) 历史走势和收益表现	14
图表 12: 质量风格组合的前十大行业分布	15
图表 13: 盘别分布	16
图表 14: 风格特征	16
图表 15: 牛熊市收益比较	16
图表 16: 不同市场波动下的组合走势	17
图表 17: 大类因子累计收益贡献	18
图表 18: 大类因子累计收益贡献变化	18
图表 19: 风格因子累计收益贡献	19
图表 20: 行业因子累计收益贡献 top5&bottom5	19
图表 21: 新质量因子与现有风格的相关性	19
图表 22: 新质量因子的失误率更低, 预测效果和稳定性更好	20
图表 23: 质量指数家族	21



图表 24: 质量因子指数开发计划.....	22
图表 25: 质量指数比较.....	22

报告正文

1. 开篇：风格因子升级，以实现面向指数定位的快速组合开发

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。作为系列研究的第二篇报告，本文将聚焦于质量风格展开讨论。

1.1 质量投资起源与质量因子

质量的定义起源于基本面分析，学术界和投资界普遍倾向于通过多因子模型来解释和定义来捕捉公司的财务质量特征，但不同于价值、动量、市值等标准因子，质量因子目前还没有公认的单一代理变量和统一的定义。

1.2 学术界对质量风格溢价原理研究

学术界主要从两个角度解释质量溢价的存在：风险溢价理论和行为金融理论。风险溢价理论将质量因子置于传统资产定价框架内解释，认为高质量公司承担特定类型的系统性风险，并从风险补偿角度解释质量溢价现象。Fama-French (2015) 五因子模型和 Hou-Xue-Zhang 的 Q 因子模型 (2015) 都引入了盈利能力和投资因子来解释质量溢价，但理论基础有所不同。Fama-French 从实证角度出发，将盈利能力因子 RMW (Robust Minus Weak) 和投资因子 CMA (Conservative Minus Aggressive) 视为系统性风险源，认为投资者因承担这些风险而获得补偿。

Hou-Xue-Zhang 则从投资理论出发构建 Q 因子模型，使用 ROE 表征盈利能力，并指出高质量公司提供更高收益源于它们面临特定的经济风险，包括竞争风险、经营杠杆风险和盈利波动风险。而 Novy-Marx (2013) 发现高毛利率公司具有更高的操作杠杆，在经济下行期面临更大的固定成本压力，这解释了高质量股票需要提供风险溢价的原因。

行为金融学提供了另一种解释质量溢价的框架，主要基于投资者偏好和市场非效率。Daniel 和 Titman (2006)、Asness、Frazzini 和 Pedersen (2019) 都从投资者偏好的角度提出投资者系统性地对无形信息过度反应，对有形财务信息反应不足，这可能导致基本面强劲的股票（高质量股票）被低估。后者的“质量减去垃圾”（QMJ）因子在多个国家和多个资产类别中提供了显著的风险调整回报。而 Stambaugh、Yu 和 Yuan (2012) 的研究则从市场非效率的角度指出质量溢价，指出做空限制等市场摩擦使得低质量股票的高估无法被套利者完全纠正，从而强化了高质量溢价。

1.3 业界对质量风格的定义和应用

在业界，质量因子的定义并不统一，但仔细分析各指数公司的质量因子设计可以发现，它们本质上都指向一个共同目标：**筛选具备持续高盈利能力的公司，且普遍采用双重验证机制：首先确认当期盈利强度（盈利能力验证），其次评估持续能力（可持续性验证）。**以 MSCI 的质量因子模型为例，它使用 ROE 衡量当前盈利能力，通过 EPS 增速波动率评估盈利稳定性，并用债务股本比检验财务健康度及相应的盈利可持续性。该体系是通过财务指标的交叉验证，筛选出同时满足本期高盈利水平和本期盈利水平大概率可外推的条件公司。类似地，在原华证风格体系中，我们使用 ROE 和 ROE 稳定性筛选质量型公司，这个模型隐含的假设是历史上 ROE 稳定且高的公司在未来的盈利水平也会高。（关于质量因子的详细定义及其在海外指数产品中的具体应用情况请见《质量因子及其在海外指数产品中的应用》。）

图表 1：海外指数公司的质量因子模型

指标类型	指数供应商	质量得分构成	加权方式
比率指标	MSCI	盈利能力-股本回报率 (ROE); 盈利稳定性-EPS增速波动率-; 盈利可持续性-债务股本比	因子调整市值加权 + 行业中性
比率指标	S&P	盈利能力-股本回报率 (ROE); 盈利真实性-应计比; 盈利可持续性-债务股本比	因子调整市值加权
比率指标	JPMorgan	盈利能力和盈利真实性-收入和现金流; 盈利可持续和金融风险-杠杆比率、低波动; 盈利可持续性-一致会计方法	行业中性
规模指标	RAFI	盈利能力-调整后的销售收入; 盈利真实性-留存经营现金流; 股东回报-股息 + 回购	因子加权
规模指标	FTSE	盈利能力、盈利真实性和股东回报: 销售额、现金流、账面价值和股息	因子加权
非结构化数据	Morningstar	盈利能力、盈利稳定性和盈利可持续性: 基于晨星研究团队季度更新的经济护城河评估, 依据包括无形资产、成本优势、转换成本、网络效应和有效规模五个方面	等权

资料来源: MSCI、S&P Global、JPMorgan、RAFI、FTSE、Morningstar 官网, 华证指数整理

截至 2024 年 12 月 31 日

2. 质量因子的设计和构建逻辑

市场通常认为高质量类资产应该是一种低风险、高胜率的资产，特别是在市场剧烈波动和下行阶段能够呈现出优于市场整体的表现。然而，现有国内质量因子的定义方式和市场对该因子的认知之间存在一定的错配，其原因主要有两个维度：第一，部分质量模型过度依赖单一维度（如 ROE），导致在该指标失效年份无法有效控制回撤，背离质量类资产应有的防御性特质；第二，部分质量模型缺乏纯粹度，常见的是额外纳入成长类指标，这模糊了质量因子的应用场景。基于此，我们致力于构建更加具备针对性的质量评价体系，既能在市场承压阶段保持优异的收益韧性，又能与其他风格因子实现灵活组合，提升策略的有效性，为投资者在不同市场环境提供更加稳健可靠的资产配置工具。

华证新版质量因子的定义，聚焦于公司可持续的盈利能力，以全面识别企业的护城河为目标，通过三个关键维度——定价能力、资本效率、市场地位的交叉验证，结合财务真实性检查，精准识别高质量公司。其中，定价能力通过销售净利率衡量，观察公司能否在行业内持续保持利润优势；资本效率以毛利与总资产的比值（GPOA）评估，反映公司用资产创造价值的效能；市场地位则通过营收份额来进行判断。这三个维度并非完全对立，而是如同三角形的三个支点一样相互支撑：高利润率需要高效率支撑，高效率需要市场地位保障，而市场地位又必须通过

真实盈利能力验证，形成闭环检验机制。这种多维度交叉验证的方法，构建了一个环环相扣的评价体系，有效规避了单一指标可能存在的误判风险（例如行业周期波动或短期财务粉饰）。

同时，为确保结论的可靠性，模型特别强调长期性：所有维度均采用长期数据计算，要求各指标不仅表现优异，还需保持跨周期的稳定性（指标以均值除以标准差的形式呈现）。本质上，该模型通过多维度的动态校准，帮助投资者识别短期噪音，聚焦“长期赢家”。

图表 2：新质量因子的定义和框架

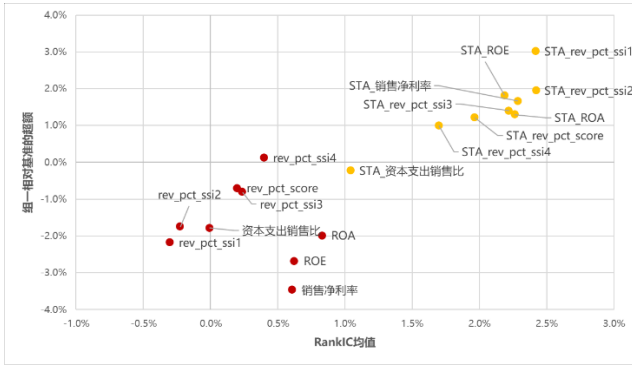


资料来源：Wind, 华证指数整理

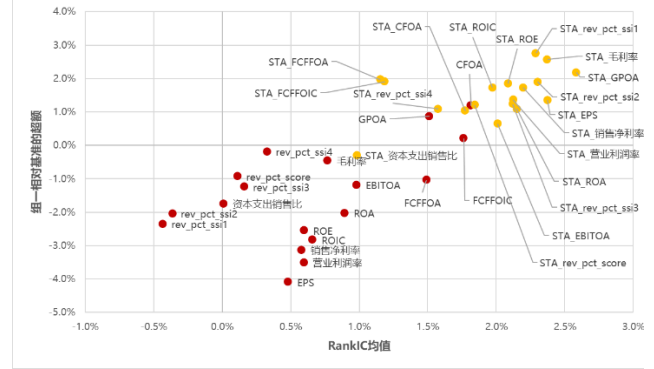
截至 2024 年 12 月 31 日

3. 质量因子相关单因子有效性

有了上述关于质量因子构建的理论支撑，我们进一步验证相关因子在 A 股市场的有效性。我们将前文论述的定价能力、市场地位和资本效率相关指标系统性地归类为“盈利能力”指标。对这些指标，我们同时应用 TTM 滚动数据（消除季节性波动）和单季度数据（捕捉短期变化）两种数据类型，并采用直接使用截面值与稳定性处理两种计算方法计算最终因子。



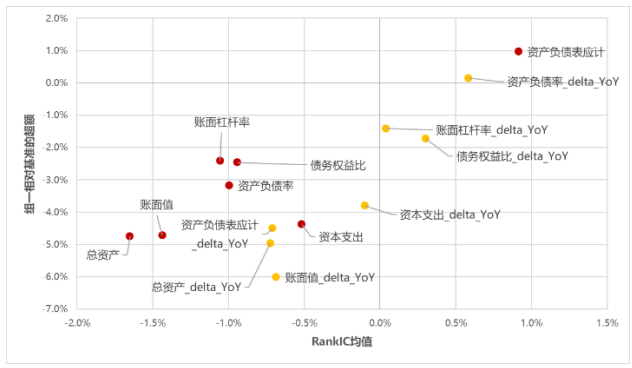
资料来源: Wind, 华证指数 截至 2024 年 12 月 31 日



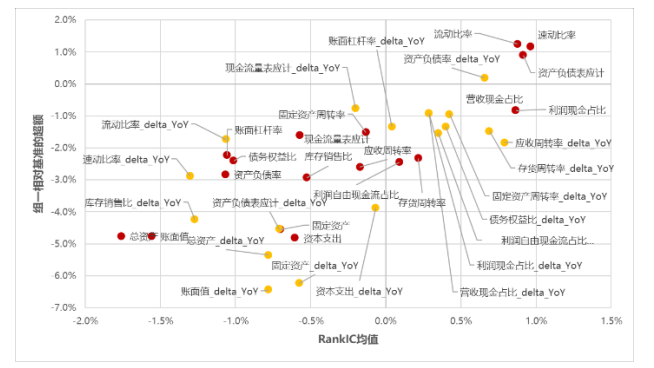
资料来源: Wind, 华证指数 截至 2024 年 12 月 31 日

图表 6: 财务健康因子 (华证全指非金融, 变动处理指标标黄)

图表 7: 财务健康因子 (华证全指非金融, 变动处理指标标黄)



资料来源: Wind, 华证指数 截至 2024 年 12 月 31 日



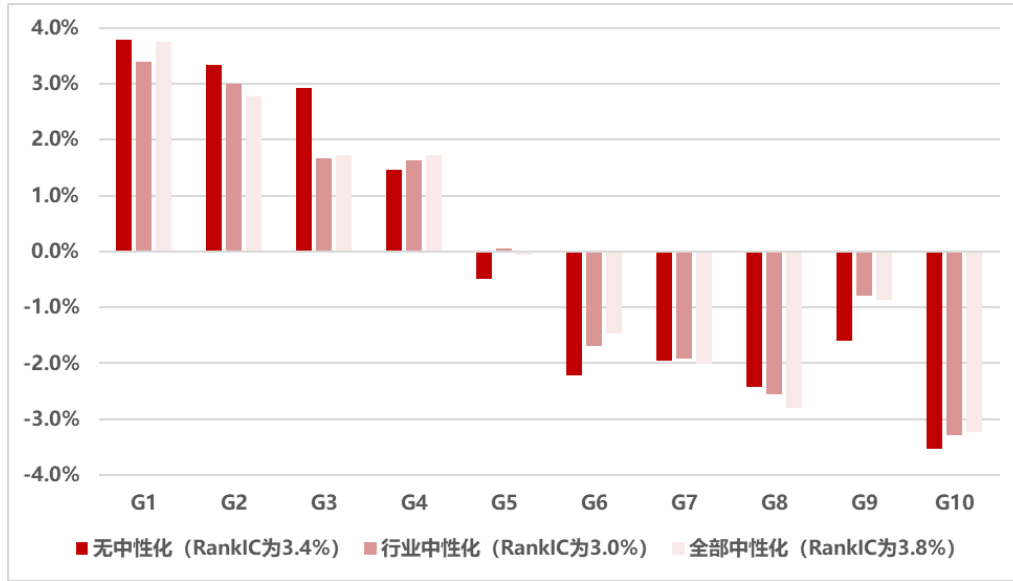
资料来源: Wind, 华证指数 截至 2024 年 12 月 31 日

4. 质量风格因子的特征

4.1 因子有效性

组合后的质量因子在全市场的预测能力和优选效果明显优于质量类单因子, 无论是否进行中性化处理, 其 RankIC 均值和第一组的超额都大于 3%。我们最终使用第一组和第十组收益区分度更高的非中性化版本的综合质量因子作为最终质量风格因子, 因为这种强区分度的特性有利于构建优选策略。

图表 8: 不同组别下新质量因子的超额收益 (相对华证全指)



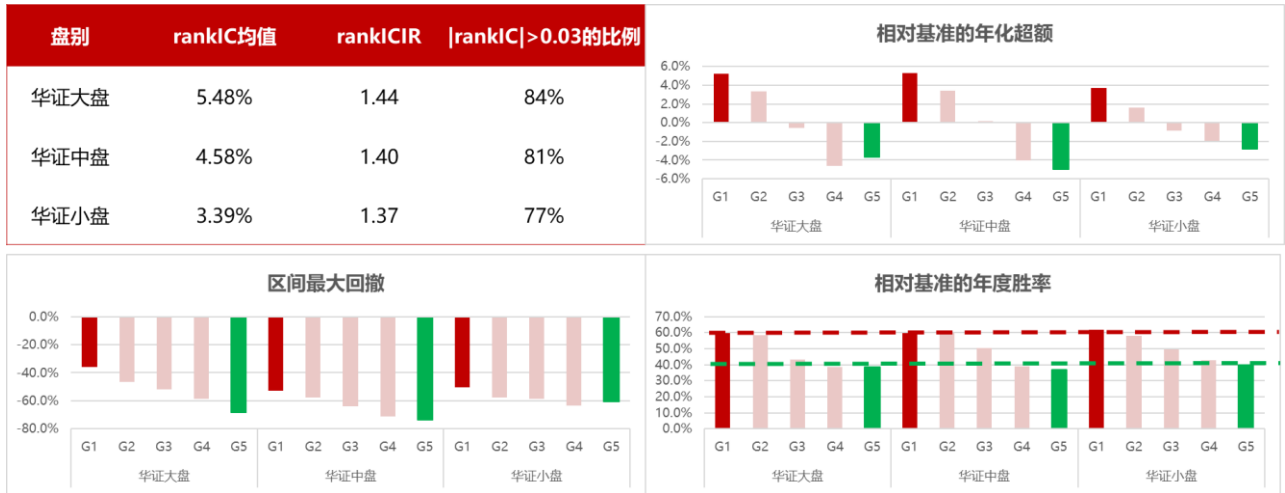
资料来源: Wind, 华证指数整理

截至 2024 年 12 月 31 日

为了进一步研究质量因子的表现特征，我们对质量因子在不同盘别（大盘、中盘、小盘）的适用效果进行了详细分析。数据显示质量因子主要适用于大盘和中盘股票，其 RankIC 均值分别高达 5.48% 和 4.58%，历史上 RankIC 超过 3% 的比例均大于 80%，信息比率分别为 1.44 和 1.40，表明其具有较强且稳定的预测能力。从收益表现看，大盘和中盘的第一组（G1）相对基准的超额收益均超过 4%，平均胜率接近 40%；而最后一组（G5）的胜率低于 40%，意味着低质量股票的剔除效果显著。

值得注意的是，质量因子展现出优秀的风险分层能力，高质量组（G1）和低质量组（G5）的最大回撤区分度较大，证明该因子不仅能够贡献超额收益，还能有效控制下行风险。相比之下，小盘股票虽然也呈现类似特征，但各项指标表现均明显弱于大中盘，RankIC 均值仅为 3.39%，信息比率为 1.37，超额收益也相对较弱。综合来看，质量因子在大盘和中盘股票中具有更佳的适用性和实用价值，可为投资组合构建提供有效指导。

图表 9：因子适用盘别：从盘别来看，主要适用于大中盘

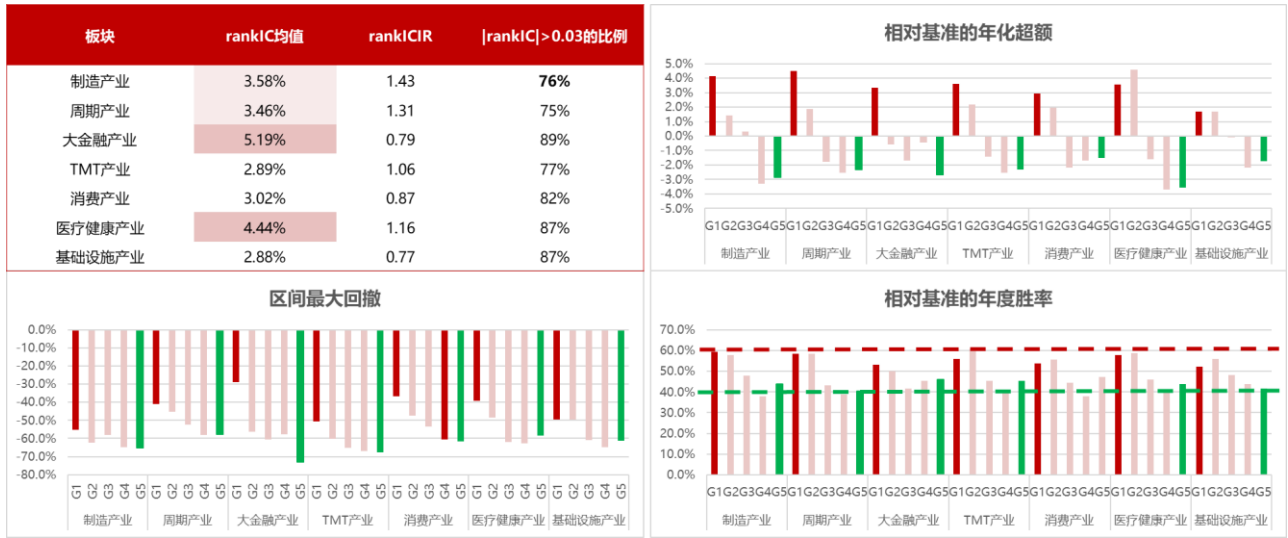


资料来源：Wind, 华证指数整理

截至 2024 年 12 月 31 日

进一步分析不同板块数据，我们发现质量因子在行业板块上同样表现出明显的差异性，主要适用于金融、大消费和制造相关板块。数据显示，大金融产业的 RankIC 均值最高，达到 5.19%，历史上 RankIC 大于 0.03 的比例高达 89%，反映出质量因子在该板块具有极强的预测能力。其次是医疗健康产业，RankIC 均值为 4.44%，超过 0.03 的比例为 87%。制造业和周期产业也表现不俗，RankIC 均值分别为 3.58% 和 3.46%，稳定性较高。从超额收益角度观察，大金融、医疗健康和制造业的第一组（G1）均能贡献显著的超额收益，尤其是金融板块，G1 组的超额收益接近 5%。风险控制方面，这些板块的高质量组与低质量组在最大回撤上存在明显差异，特别是医疗健康和制造业板块。相比之下，TMT 和基础设施产业的 RankIC 均值相对较低，分别为 2.89% 和 2.88%，但是其最大回撤区分度较大，可以有效控制下行风险。

图表 10：因子适用板块：从板块来看，主要适用于金融、大消费和制造



资料来源：Wind, 华证指数整理

截至 2024 年 12 月 31 日

4.2 质量风格组合的特征

为了进一步分析新质量因子的特征，我们设计了新的质量风格组合。新质量风格组合基于公司的新质量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，最后使用新质量因子倾斜加权（相关的指数和详细的编制方案将在后续发布）。

从组合走势上看，新质量风格组合相比原有的华证质量指数表现更加稳健。从风险的角度看，2010 年以来组合年化波动率为 19.69%、最大回撤为 41.04%，小于同期华证质量的 21.23% 和 42.68%，体现了更强的风险控制能力。而在收益维度，组合年化收益 7.21%（相对华证质量的 6.52% 有一定优势），近四年收益稳定跑赢。

整体来看，在市场整体表现较差的 2016、2018、2022、2023 年，新质量风格组合表现相对出色，充分契合投资者在市场下行周期中对高质量资产的避险需求。而在以 ROE 为核心的核心资产大年 2017、2019、2020 年中，组合虽然也有一定正收益，但与华证质量指数存在一定的差距。

图表 11：新质量风格组合（全收益）历史走势和收益表现



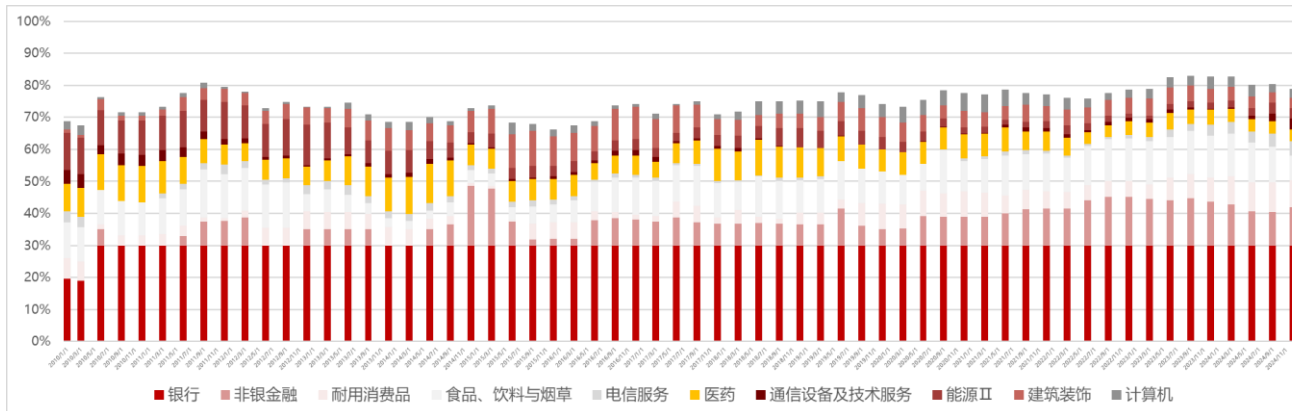
年份	新质量风格因子组合	华证质量全收益	超额收益
2010	-4.14%	2.29%	-6.4%
2011	-15.22%	-19.03%	3.8%
2012	10.57%	11.16%	-0.6%
2013	1.20%	-0.68%	1.9%
2014	59.45%	39.28%	20.2%
2015	14.29%	28.96%	-14.7%
2016	-0.64%	-6.66%	6.0%
2017	28.62%	38.19%	-9.6%
2018	-18.57%	-22.14%	3.6%
2019	31.35%	42.63%	-11.3%
2020	19.94%	37.08%	-17.1%
2021	-1.81%	-5.92%	4.1%
2022	-11.65%	-18.66%	7.0%
2023	-2.52%	-8.62%	6.1%
2024	23.69%	14.37%	9.3%
累计	184.18%	157.91%	26.3%
年化	7.21%	6.52%	0.7%
夏普比率	0.37	0.31	
波动率	19.69%	21.23%	
最大回撤	41.04%	42.68%	

资料来源: Wind, 华证指数整理

截至 2024 年 12 月 31 日

新质量风格组合在行业分布上展现出“一稳多变”的行业配置特征。呈现防御特质和基本面韧性的大消费板块（食品、饮料与烟草、耐用消费、医药）和银行业始终是质量选股的重要组成部分。而剩余行业的变动相对较大。非银金融在 2014-2015 年股市牛市期间，权重显著提高至阶段高点（19%），反映了券商经纪和资管业务的高速增长；传统周期行业如建筑装饰在 2016-2018 年供给侧改革背景下，权重上升至阶段高点（10-11%），体现了其行业集中度提升带来的盈利改善。然而，在全球科技创新浪潮下，计算机行业权重仅小幅提升至 4-5%，低于市场平均，反映了该质量因子对高估值但盈利波动较大公司的谨慎态度。整体来看，质量风格组合在不同市场环境中保持了相对稳定的行业配置，在市场风格切换中展现出较强的适应性，但整体偏向稳健型行业。

图表 12: 质量风格组合的前十大行业分布

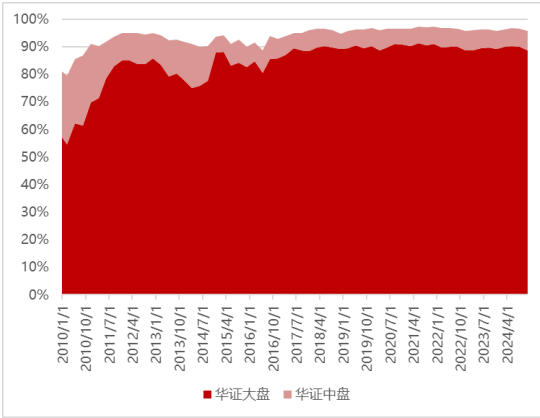


资料来源: Wind, 华证指数整理

截至 2024 年 12 月 31 日

稳健型配置的倾向同样可以体现在其市值分布和风格特点中，新质量组合的市值主要分布在大盘，并展现出低估值、低波动、低换手等防御性风格特征。

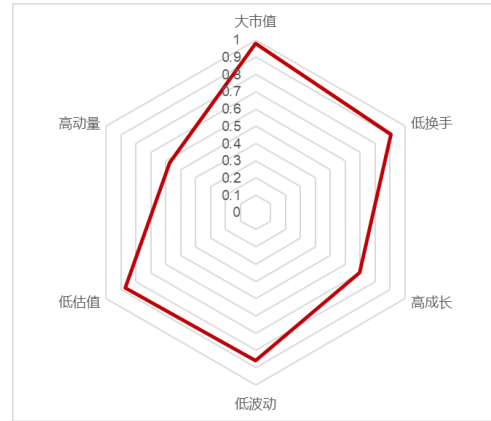
图表 13: 盘别分布



资料来源: Wind, 华证指数

截至 2024 年 12 月 31 日

图表 14: 风格特征



资料来源: Wind, 华证指数

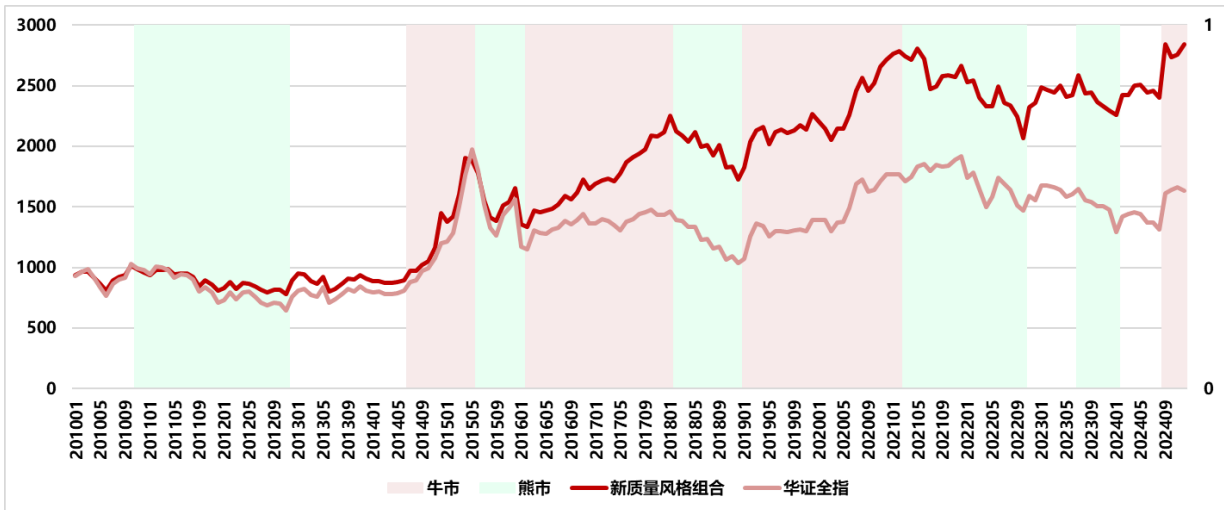
截至 2024 年 12 月 31 日

4.3 不同市场环境下的特征

为了分析新质量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。

从市场周期角度看，新质量风格组合在不同市场环境下展现出明显的稳健、低风险特质，形成了一种“全天候”型因子的特征表现。熊市阶段，该组合表现出明显的防守性优势：2015 年熊市中下跌 27%（优于华证全指的-35%）、2018 年熊市中下跌 22%（优于华证全指的-27%）以及 2023 年熊市中下跌 16%（优于华证全指的-22%）；同时，新质量组合的最大回撤控制在 41%，远低于华证全指的 57%。而在牛市环境中，该组合同样表现出色，例如 2016-2017 年牛市中取得 56% 收益，显著超越华证全指的 24%；但值得注意的是，在小盘股驱动的行市下（如 2014-2015 年牛市），新质量组合收益率为 96%，落后于华证全指的 124% 收益率，这一特点与新质量因子本身偏好大市值、低风险的内在特质紧密相关。

图表 15: 牛熊市收益比较



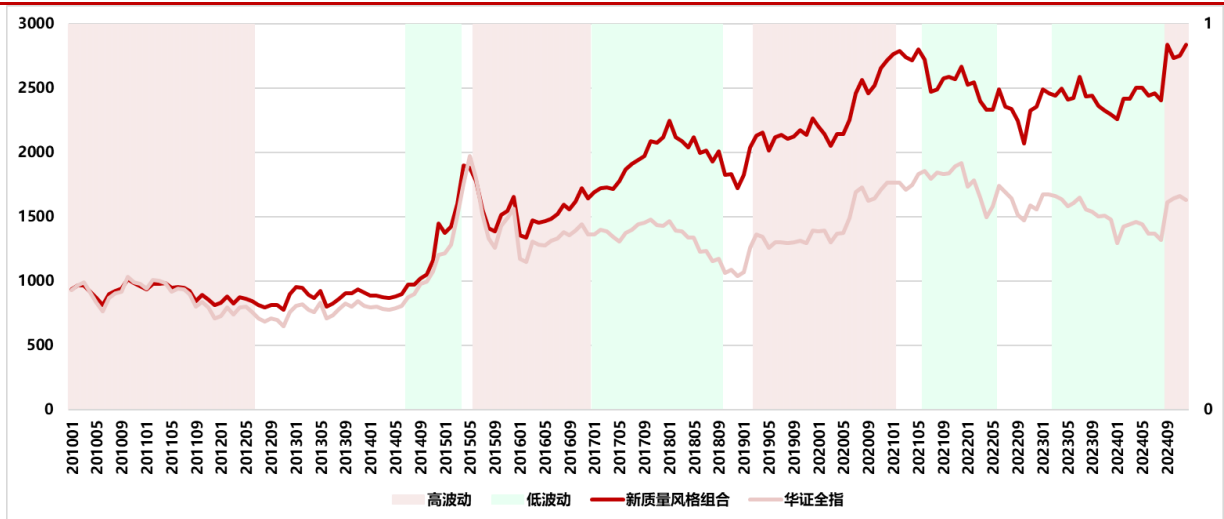
资料来源: Wind, 华证指数整理

截至 2024 年 12 月 31 日

在不同市场波动下，新质量风格组合展现出明显的差异化特性：市场情绪低迷、风险偏好收缩时有显著的韧性与防御优势，而在市场情绪高涨、风险偏好上升时能够保持相对稳健的上涨态势。这一表现特征再一次说明新质量风格组合具备全天候配置价值，尤其在熊市环境下，其配置效果更为突出。

整体来看，新的质量组合整体呈长期上行趋势，其走势符合市场认知预期，即在市场波动加剧和下行阶段能够明显优于大盘整体表现，体现出卓越的抗风险能力和长期投资价值。

图表 16：不同市场波动下的组合走势



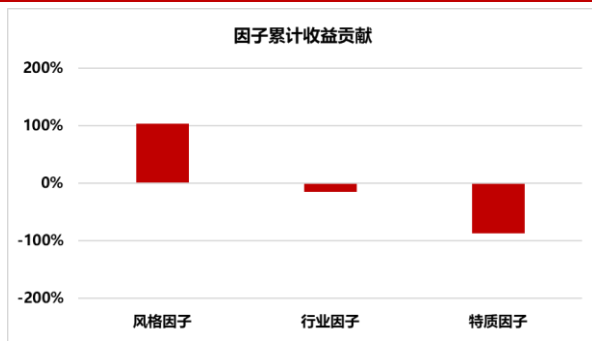
资料来源: Wind, 华证指数整理

截至 2024 年 12 月 31 日

4.4 因子绩效归因

对新质量风格组合进行 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。

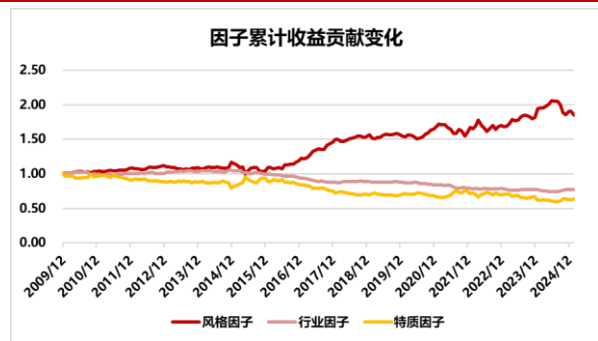
图表 17：大类因子累计收益贡献



资料来源：Wind，华证指数

截至 2025 年 2 月 28 日

图表 18：大类因子累计收益贡献变化



资料来源：Wind，华证指数

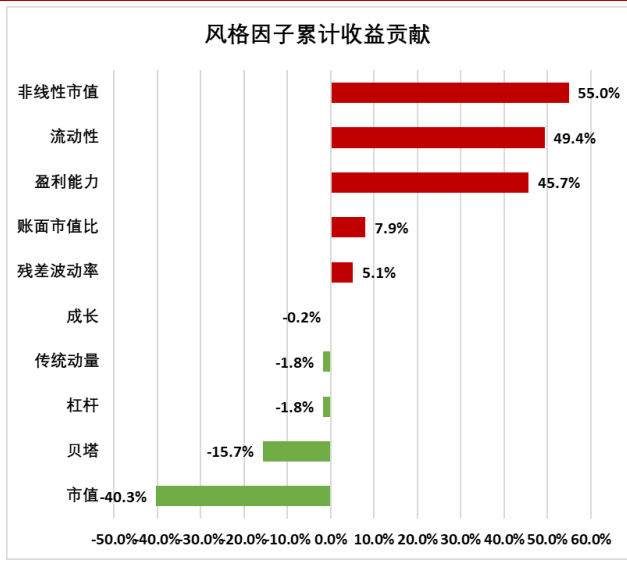
截至 2025 年 2 月 28 日

从风格因子的细分贡献看，非线性市值因子提供了最大正向收益，组合在该因子上呈现正暴露，捕捉了处于大中市值的公司，并因此获得正收益，这与上文中新质量因子在大盘和中盘预测和优选效果比较好的实证结果吻合；流动性因子贡献显著，组合持有高流动性股票（组合在流动性因子暴露上为负）并从中受益；盈利能力因子同样贡献为正，符合质量因子的核心理念。而贝塔因子产生负向贡献，源于组合的低贝塔暴露在市场更偏好高风险、高波动性的资产的时期相对落后；市值因子形成最大负贡献，这是由于组合偏向大市值，而市场在分析期内可能更青睐小市值股票。

在行业贡献方面，医药、食品、饮料与烟草、电信服务等消费相关行业贡献了较高的正向收益，而银行等传统行业则产生了明显的负向影响。这一现象与新质量组合中金融板块占比相对较高，但金融板块收益相对全市场表现较差的事实相符。这说明虽然组合选取了金融行业中质量相对较高的标的，但行业整体表现仍对组合形成拖累。

整体而言，新质量风格组合成功捕捉了处于合适规模区间、高流动性且盈利能力强的公司，同时通过降低贝塔暴露获取更稳健的风险收益特性，构建了一个符合“低风险、高胜率”预期的投资组合。但行业配置上的局限性提示我们，进一步优化方向应着眼于适度调整市值分布和更精细化的行业管理，以进一步提升组合在不同市场环境下的适应性。

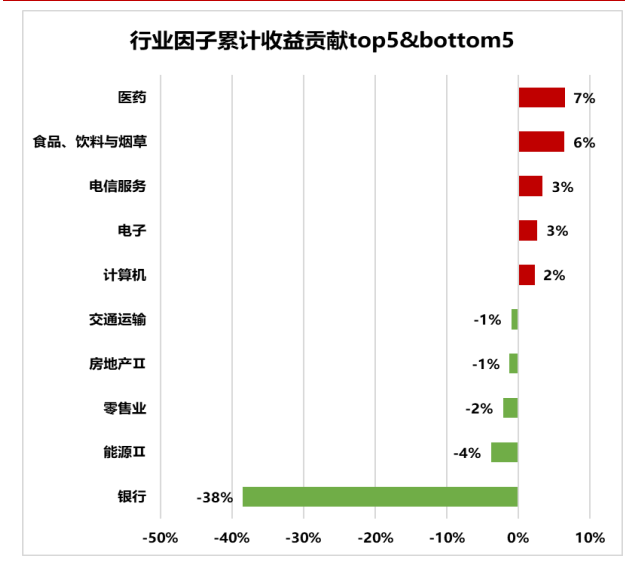
图表 19：风格因子累计收益贡献



资料来源：Wind，华证指数

截至 2025 年 2 月 28 日

图表 20：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

4.5 与现有风格因子的比较

将新质量因子与现有风格因子进行比较，新质量因子的定义更加明晰，与其他风格因子的相关性较低，且选股有效性更好。

从新质量因子与现有风格因子的相关性来看，新质量因子与其他几大类风格因子的相关系数绝对值均低于 0.6，说明新质量因子与其他风格因子的区分度更高，能够捕捉到其他传统因子无法完全覆盖的市场特征，为投资组合构建提供了新的维度和视角。相关系数数据显示，新质量因子与原质量因子的相关性最高（0.81），这符合逻辑预期，说明新质量因子确实保留了传统质量因子的核心特质；同时，与规模因子（0.52）也呈现中等程度的正相关，表明新质量因子在选股逻辑上部分倾向于中大市值公司。

图表 21：新质量因子与现有风格的相关性

	原质量	规模	成长	价值	低波	动量	新质量
原质量							
规模	0.77						
成长	0.77	0.57					
价值	0.43	0.54	0.12				
低波	0.46	0.47	0.06	0.82			
动量	0.32	0.24	0.33	-0.07	-0.05		
新质量	0.81	0.52	0.57	0.29	0.47	0.41	

资料来源: Wind, 华证指数整理

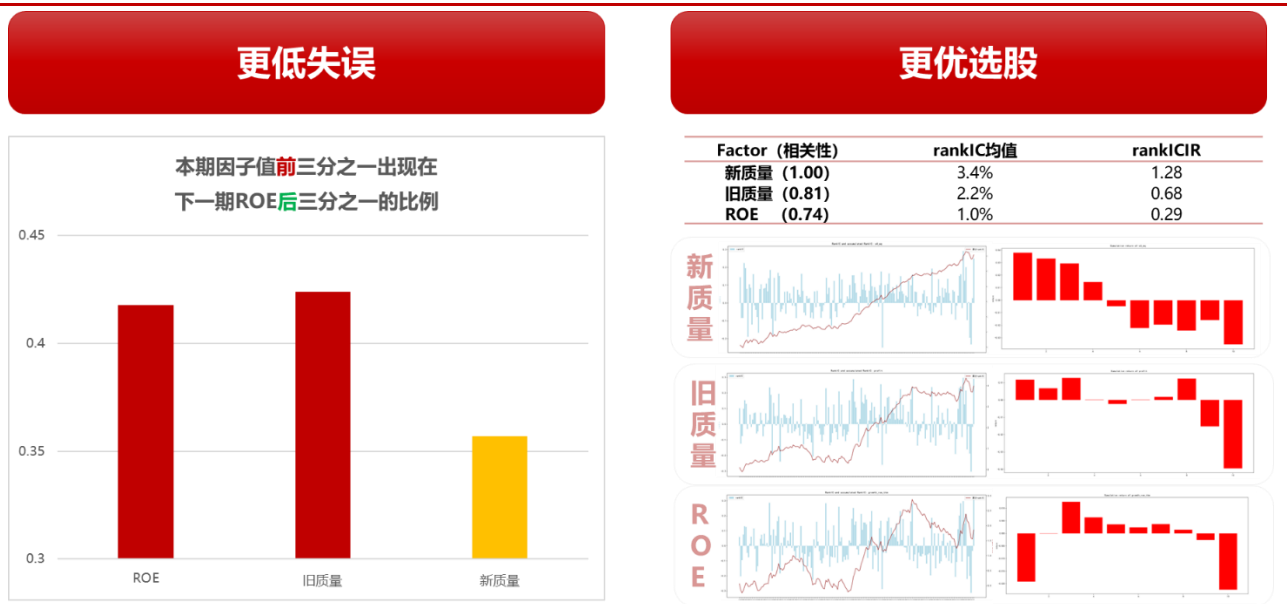
截至 2024 年 12 月 31 日

注: 相关性使用因子暴露计算 (与华证全指)

除了相关性特征外, 新质量因子在稳定性和预测能力方面也展现出明显优势。高质量资产投资的容错率较差, 如果质量快速下滑, 二级市场的表现会迅速恶化。我们定义因子本期排名靠前 1/3 的股票出现在下一期 ROE 靠后 1/3 股票的比例为“失误率”, 比例越低表示失误率越低。通过对比计算, 新质量因子的“失误率”显著低于旧质量因子和单纯 ROE 指标, 这意味着新质量因子在选股过程中能更有效地规避质量下滑风险。

将新质量因子与原质量因子的预测效果进行对比, 可以看出新质量因子的有效性全面提升。从全区间来看, RankIC 均值由 2.2% 提升至 3.4%, 预测有效性显著提高; 从时序上来看, 新质量因子的累计 RankIC 曲线更加平滑, 与原质量因子相比, 新质量因子预测持续性更好, 预测效果更稳定。从分组收益来看, 新质量因子的分组年化超额收益单调性较好。

图表 22: 新质量因子的失误率更低, 预测效果和稳定性更好



资料来源: Wind, 华证指数整理

截至 2024 年 12 月 31 日

5. 总结

本文旨在构建一个更加纯粹、高效且适应 A 股市场特性的质量评价体系。针对现有质量因子过度依赖单一维度导致在指标失效年份无法控制回撤或缺乏纯粹度导致应用场景模糊的问题，华证新质量因子通过多维度交叉验证机制，全面识别公司的可持续竞争优势。

新质量因子基于定价能力、资本效率和市场地位三个核心维度，结合财务真实性检查，形成环环相扣的评价体系。通过大量实证研究验证，该因子在预测能力和优选效果上显著优于原质量指标，RankIC 均值和优选组合超额收益均超过 3%。从适用性角度看，新质量因子在大中盘股票和金融、消费、制造等板块表现出色。

基于新质量因子构建的组合展现出“全天候”型特征，在熊市中表现出卓越的防御性（各次熊市跌幅均小于华证全指），在牛市中保持较好的进攻性。从市场环境角度分析，该组合在市场情绪低迷时提供显著防御优势，在市场情绪高涨时仍能保持稳健上行态势。绩效归因显示，组合收益主要来源于中等市值、流动性和盈利能力因子暴露。

相比现有风格因子，新质量因子与其他风格的相关系数均低于 0.6，区分度更高，且在规避质量下滑风险方面表现卓越，“失误率”显著低于传统质量指标。

图表 23：质量指数家族



资料来源：Wind, 华证指数整理

截至 2024 年 12 月 31 日

为了进一步丰富华证质量指数体系，同时充分发挥新版质量因子在选股中的独特优势，我们在原有质量指数家族的基础上，针对“A股市场中基本面定价能力较弱”这一核心问题，扩展了两大系列指数：第一，“质量+价格”系列，聚焦基本面好扎实、价格优的优质公司，解决基本面股价预测低效难题；第二，“质量+成长”系列，聚焦于当前盈利能力强劲且具备可持续增长潜力的公司，弥补本期基本面与未来基本面之间的外推差距。

这两大系列进一步细分为四类精准定位的投资工具：大盘质量低波（高共识、绩效优、抗风险），适合稳健型投资者；中盘质量动量（业绩有坚实保障、市场认可度正在提升），帮助投资者精准把握市场情绪拐点；中盘质量成长（业绩表现优异、未来收益前景明朗），捕捉基本面向好带来的二级市场弹性；以及大中盘质量成长低波指数，在成长性与稳定性之间实现最优平衡。这一多层次指数体系直击A股基本面定价短板，不同风险偏好的投资者量身打造了精准、差异化的投资工具。

图表 24：质量因子指数开发计划

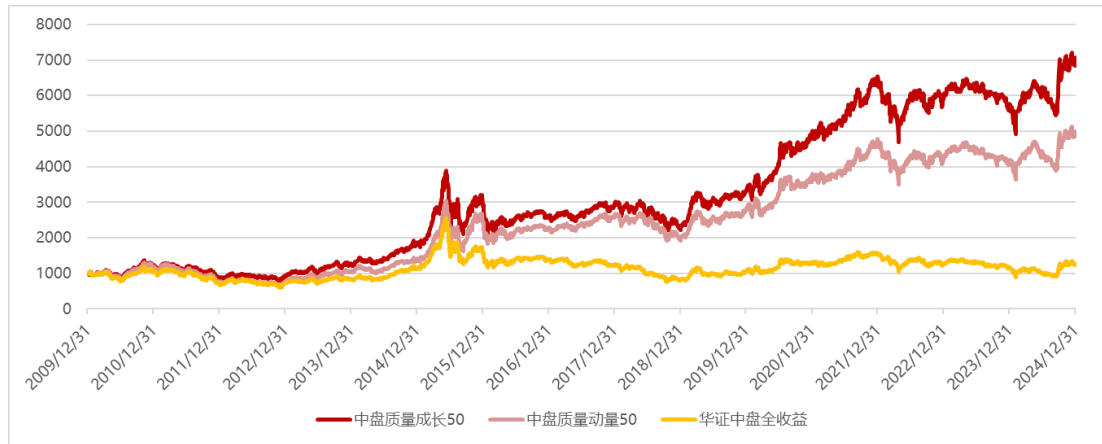


资料来源：Wind, 华证指数整理

截至 2024 年 12 月 31 日

目前，华证指数已发布华证中盘质量成长 50 指数（995057）和华证中盘质量动量 50 指数（995058）。整体来看，两条指数的表现在中盘的选股和配置能力较强，年化超额分别为 12% 和 10%。

图表 25：质量指数比较



资料来源: Wind, 华证指数整理

截至 2024 年 12 月 31 日

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。

参考文献

- Asness, C. S., Frazzini, A., & Pedersen, L. H. (2019). Quality minus junk. *Review of Accounting studies*, 24(1), 34-112.
- Daniel, K., & Titman, S. (2006). Market reactions to tangible and intangible information. *The Journal of Finance*, 61(4), 1605-1643.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of financial economics*, 116(1), 1-22.
- Frazzini, A., & Pedersen, L. H. (2014). Betting against beta. *Journal of financial economics*, 111(1), 1-25.
- Hou, K., Xue, C., & Zhang, L. (2015). Digesting anomalies: An investment approach. *The Review of Financial Studies*, 28(3), 650-705.
- Novy-Marx, R. (2013). The other side of value: The gross profitability premium. *Journal of Financial Economics*, 108(1), 1-28.
- Stambaugh, R. F., Yu, J., & Yuan, Y. (2012). The short of it: Investor sentiment and anomalies. *Journal of financial economics*, 104(2), 288-302.