

# 格雷厄姆价值投资思想的 A 股实践——华证经典/ 深度价值投资策略指数

2024 年 6 月 4 日

## 摘要

- 本杰明·格雷厄姆 (Benjamin Graham) 的价值投资策略的核心在于坚持分散投资和长期投资的原则，根据使用目的分为“价值五法”和“安全五法”。在对十条法则进行 A 股市场的适应性调整与分析后，我们对单一法则的有效性进行了全面的测试，发现多数法则具备一定的收益区分能力，其中基于派息率的价值法则区分能力最强。
- **策略指数：**华证 A 股经典价值投资策略指数（代码：995181.SSI）规则化本杰明·格雷厄姆价值投资策略的“十条法则”，捕捉市场中具有投资价值与安全边际的股票；华证 A 股深度价值投资策略指数（代码：995182.SSI）则仅采用了十条法则中的“价值五法”，相比前者更加注重股票的内在价值和市场估值匹配度。指数年初至今（截至 5 月 15 日）分别上涨 9.21% 和 10.17%，表现优异。
- **业绩表现：**自基日起，经典价值的年化收益为 10.43%，波动率为 23.22%；深度价值的年化收益为 11.34%，波动率为 24.45%。
- **行业分布：**经典价值最新成分的前五大权重行业为银行、非银金融、医药医疗、食品饮料和电子，深度价值最新成分的前五大权重行业为医药医疗、非银金融、国防军工、机械设备和银行。
- **风格暴露：**经典价值与深度价值均长期具有大市值、低估值、低波动的特征，而经典价值的成长风格相对深度价值更突出。
- **基金覆盖率：**经典价值和深度价值最近一期成分的基金持股比例合计分别为 2.31% 和 3.57%。

## 目录

1. 本杰明·格雷厄姆的价值投资思想 .....	5
1.1 格雷厄姆价值投资策略十法则 .....	5
1.2 格雷厄姆十法则的本土化与有效性分析 .....	5
1.2.1 A 股市场中满足不同法则的股票历史分布 .....	6
1.2.2 单因子有效性分析 .....	7
1.2.3 基于十法则的多空组合收益分析 .....	8
2. 华证 A 股经典/深度价值投资策略指数分析 .....	8
2.1 指数编制方案 .....	9
2.2 指数历史走势与收益风险分析 .....	10
2.3 指数成分股分析 .....	11
2.3.1 行业分布 .....	11
2.3.2 市值分布 .....	12
2.3.3 风格暴露 .....	12
2.3.4 流动性与周转率分析 .....	13
2.4 指数估值分析 .....	14
2.5 基金覆盖率 .....	15

## 图表目录

图表 1: 本杰明·格雷厄姆价值投资策略的十条法则 .....	5
图表 2: 2014 年至 2023 年 A 股市场中满足法则的股票数量占比统计 .....	6
图表 3: 满足价值五法的股票数量占比统计 .....	6
图表 4: 满足安全五法的股票数量占比统计 .....	6
图表 5: 十条法则的单个指标 Rank IC 均值 .....	7
图表 6: 十法则形成的多空组合收益 .....	8
图表 7: 华证 A 股经典价值/深度价值投资策略指数编制方案 .....	9
图表 8: 经典价值 (995181.SSI) 指数历史收益走势 .....	10
图表 9: 深度价值 (995182.SSI) 指数历史收益走势 .....	10
图表 10: 经典价值 (995181.SSI) 和深度价值 (995182.SSI) 指数历史收益 .....	10
图表 11: 经典价值成分股历史行业权重 (部分) .....	11
图表 12: 经典价值最新成分股的行业分布 .....	11
图表 13: 深度价值成分股的历史行业权重 (部分) .....	11
图表 14: 深度价值最新成分股的行业分布 .....	11
图表 15: 经典价值成分股的市值分布情况 .....	12
图表 16: 深度价值成分股的市值分布情况 .....	12
图表 17: 经典价值与深度价值在成长风格上的历史暴露 .....	12
图表 18: 经典价值与深度价值的最新一期风格暴露情况 .....	12
图表 19: 经典价值的历史成交金额与 60 日平均成交额 .....	13
图表 20: 经典价值的历史周转率 .....	13



图表 21: 深度价值的历史成交金额与 60 日平均成交额.....	13
图表 22: 深度价值的历史周转率.....	13
图表 23: 经典价值的市盈率 (PE) 与历史分位数.....	14
图表 24: 经典价值的市净率 (PB) 与历史分位数.....	14
图表 25: 深度价值的市盈率 (PE) 与历史分位数.....	14
图表 26: 深度价值的市净率 (PB) 与历史分位数.....	14
图表 27: 经典价值与深度价值的最新基金持有市值前十大成分股.....	15

# 1. 本杰明·格雷厄姆的价值投资思想

## 1.1 格雷厄姆价值投资策略十法则

本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）被誉为“价值投资之父”，他的价值投资策略以其对安全边际的重视而闻名，强调通过基本面分析寻找价格低于内在价值的股票。该策略的核心在于坚持分散投资和长期投资的原则，优点包括有效的风险控制、价值发现能力、市场波动利用等。格雷厄姆的价值投资策略十条法则，一般会根据使用的目的分为“价值五法”和“安全五法”，具体法则如下：

图表 1：本杰明·格雷厄姆价值投资策略的十条法则

价值五法		安全五法	
value1	盈利回报率：股票的盈利回报率应大于美国 AAA 级债券收益的 2 倍	risk1	总负债与有形资产净值：总负债要小于有形资产净值
value2	市盈率：股票的市盈率应小于其过去 5 年最高市盈率的 40%	risk2	流动比率：流动比率要大于 2
value3	股息率：股票派息率应大于美国 AAA 级债券收益的 2/3	risk3	总负债与净流动资产：总负债要小于净流动资产的 2 倍
value4	有形资产净值：股价要低于每股有形资产净值的 2/3	risk4	盈利增长率：过去 10 年的平均年化盈利增长率要大于 7%
value5	净流动资产：股价要低于每股净流动资产的 2/3	risk5	盈利下降次数：过去 10 年中不能超过 2 次的盈利增长率小于 -5%

资料来源：《The Intelligent Investor. Harper & Brothers》，华证指数整理

这些法则覆盖了估值、回报率、偿债能力、成长性等多个维度，旨在帮助投资者找到被市场真实低估的股票，并在价格回归到其内在价值时获取投资收益。格雷厄姆强调，至少需要满足一个回报标准和一个风险标准，以确保投资的安全性和收益性。

## 1.2 格雷厄姆十法则的本土化与有效性分析

在应用本杰明·格雷厄姆的价值投资策略时，我们意识到其十法则中的某些参数并不能很好地适应 A 股市场的特点和实际情况。为了使格雷厄姆的投资理念更贴合 A 股市场，我们对这些指标进行了必要的适应性调整，具体调整如下：

- 1) 将“美国 AAA 级债券”替换为“国债 3 年期利率均值”（均值约为 3%）；
- 2) 将盈利增速筛选条件中的“过去 10 年”替换为“过去 3 年”；

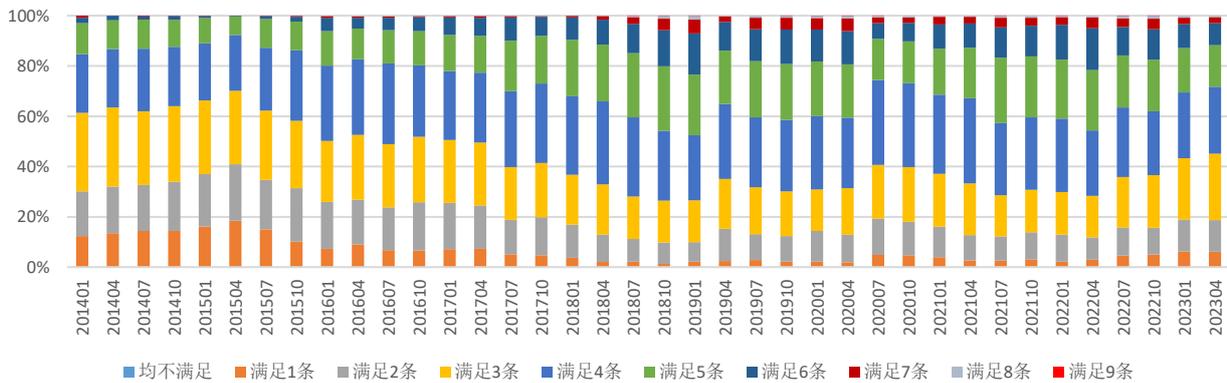
3) 将“过去 5 年最高市盈率”替换为“过去 3 年最高市盈率”;

通过以上调整，我们得到了适合 A 股市场上市公司筛选的十法则。进一步的，为了验证这些法则的有效性，我们对 2014 年至 2023 年期间满足不同法则股票的数量进行了统计分析，并针对单一法则的有效性进行了全面的测试。

### 1.2.1 A 股市场中满足不同法则的股票历史分布

从 2014 年至 2023 年，A 股市场中满足法则的股票数量占比统计如下图显示，满足不同法则的股票数量占比分布在过去十年中保持了相对稳定，反映相应指标筛选分组的稳定性；而截面分布均呈现“正态厚尾”特性，表明大多数股票集中在“满足 3 条”与“满足 4 条”的统计区间内。

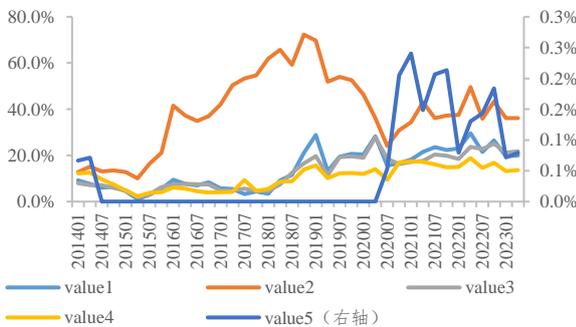
图表 2：2014 年至 2023 年 A 股市场中满足法则的股票数量占比统计



资料来源：华证指数

截至 2024 年 5 月 15 日

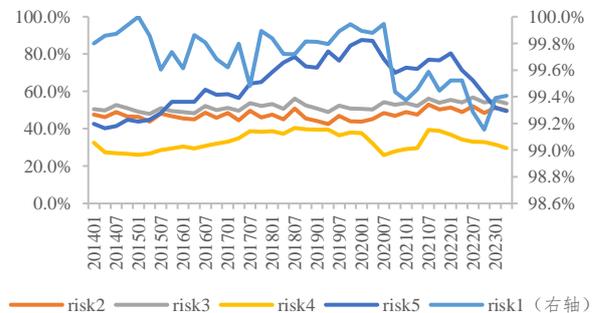
图表 3：满足价值五法的股票数量占比统计



资料来源：华证指数

截至 2024 年 5 月 15 日

图表 4：满足安全五法的股票数量占比统计



资料来源：华证指数

截至 2024 年 5 月 15 日

从满足单个法则的股票数量占比来看，相较于满足安全五法的股票而言，满足价值五法的股票数量占比在过去 10 年普遍更低且波动更加剧烈，尤其是关于净流动资产的筛选条件：股价要低于每股净流动资产的 2/3。为何会产生上述现象？由于价值五法中涉及的指标整体可视为股价与每股基本面指标之间的关系，而股价的波动性要远大于基本面指标的波动性，因此满足相关法则的股票数量的波动性自然也会更高。

### 1.2.2 单因子有效性分析

Rank IC 作为一种评估因子有效性的分析方法，通过计算因子值和实际收益的排序相关性，提供了一种更为鲁棒的因子评价指标。它不受数据分布形态的限制，能够减少极端值的影响，有效识别因子与未来收益之间的相关性，从而帮助投资者构建更为稳健的投资策略。

我们对盈利回报率、相对市盈率、股息率、每股有形资产净值、每股净流动资产、总负债与有形资产净值比值、流动比率、总负债与净流动资产比值、盈利增长率、盈利下降次数十个指标进行分析。

图表 5：十条法则的单个指标 Rank IC 均值

行业	value1	value2	value3	value4	value5	risk1	risk2	risk3	risk4	risk5
能源	0.0622	0.0056	0.0570	-0.1052	-0.0680	-0.0250	-0.0293	0.0399	-0.0230	0.0429
原材料	0.0379	-0.0213	0.0534	-0.0779	-0.0893	0.0067	-0.0019	-0.0021	-0.0370	0.0265
工业	0.0642	-0.0499	0.0581	-0.0771	-0.0869	0.0064	0.0020	-0.0009	-0.0188	0.0197
可选消费	0.0706	-0.0194	0.0917	-0.0696	-0.0702	0.0005	0.0004	-0.0026	-0.0222	0.0240
主要消费	0.0632	0.0194	0.0823	-0.0183	-0.0151	-0.0236	0.0134	-0.0190	-0.0118	-0.0068
医药医疗	0.0287	0.0206	0.0532	-0.0443	-0.0436	0.0032	-0.0141	0.0010	-0.0363	0.0116
金融	0.0699	0.0401	0.0888	-0.0814	-0.0422	-0.0778	0.0033	0.0093	-0.0660	0.0078
信息技术	0.0476	-0.0141	0.0587	-0.0789	-0.0771	0.0164	-0.0050	0.0086	-0.0250	0.0163
通信服务	0.0649	-0.0276	0.0941	-0.0972	-0.0891	0.0256	-0.0105	0.0127	-0.0530	0.0414
公用事业	0.1311	-0.0276	0.1352	-0.1010	-0.0790	-0.0335	-0.0658	0.0482	-0.0082	0.0549
房地产	0.0410	0.0155	0.0634	-0.0550	-0.0691	0.0177	-0.0045	-0.0025	-0.0217	0.0119

资料来源：华证指数

截至 2024 年 5 月 15 日

上述图表列举了历史上十个筛选指标在 11 个行业的 Rank IC 均值，盈利回报率、股息率、每股有形资产净值、每股净流动资产的 Rank IC 均值绝对值在大部分行业均高于 0.03。整体上来看，价值五法中涉及到的因子相较于安全五法中的因子，其有效性要更高且更稳定。

### 1.2.3 基于十法则的多空组合收益分析

我们基于是否满足十法则中的条件，每次将全量股票分为两个投资组合，并采用季度频率调仓。最后计算满足条件的股票组合与不满足条件的股票组合之间的收益差额作为多空组合的收益，并通过对该收益率的历史分析，对单个筛选条件的有效性做进一步的测试。

图表 6：十法则形成的多空组合收益

价值五法				安全五法			
指标	满足	不满足	差额	指标	满足	不满足	差额
value1	235.47%	168.32%	<b>67.14%</b>	risk1	177.83%	114.78%	<b>63.05%</b>
value2	191.37%	164.23%	<b>27.14%</b>	risk2	197.50%	159.15%	<b>38.35%</b>
value3	389.38%	156.31%	<b>233.07%</b>	risk3	192.29%	155.82%	<b>36.47%</b>
value4	255.58%	161.10%	<b>94.48%</b>	risk4	142.26%	204.88%	<b>-62.62%</b>
value5	309.90%	171.01%	<b>138.89%</b>	risk5	115.75%	187.33%	<b>-71.58%</b>

资料来源：华证指数

截至 2024 年 5 月 15 日

在上述测试中，我们发现除了与盈利增长率相关的两个指标（risk4、risk5）之外，其他单一条件的选股策略在多头（符合条件）累计收益方面均优于空头（不符合条件）累计收益。这在一定程度上说明，多数单一法则具备一定的收益区分能力。其中，基于派息率（value3）的筛选策略表现出了最好的收益区分度，其多空组合累计收益差额达到了 **233.07%**，且相比于安全五法（risk1 至 risk5），基于价值五法（value1 至 value5）构建的多空组合的收益差额普遍更高。

## 2. 华证 A 股经典/深度价值投资策略指数分析

基于前文中对格雷厄姆价值投资思想的理解和一系列的统计分析，我们发布了华证 A 股经典价值投资策略指数（代码：995181.SSI，以下简称“经典价值”）和华证 A 股深度价值投资策略指数（代码：995182.SSI，以下简称“深度价值”）。两条指数主要反映了沪深 A 股市场上符合本杰明·格雷厄姆价值投资策略“十条法则”和“价值五法”的股票的整体表现。

## 2.1 指数编制方案

经典价值策略通过“安全五法”在价值指标排序选股前先进行尾部风险剔除，这些法则重点考虑资本结构、现金流和盈利增速等安全性指标；而深度价值策略则更专注于价值五法，即盈利能力、市场估值和股息回报等维度的指标，在排除估值陷阱后，通过计算价值滚动分位数排名与最终排名选取前 50 位股票作为投资样本，相比前者更加注重股票的内在价值和市场估值匹配度，使其在市场波动时可能展现出更高的弹性和收益潜力。

图表 7：华证 A 股经典价值/深度价值投资策略指数编制方案

指数代码	995181.SSI	995182.SSI
基日	2014 年 12 月 31 日	
成分数量	50	
样本空间	在华证 A 指成分股中，选择近 6 个月日均成交金额位于全部 A 股前 80% 的股票组成样本空间	
选样方法	<p>在样本空间中，剔除存在以下任一情况的股票（金融行业除外）后，剩余股票组成备选样本：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a. 总负债大于有形资产净值；</li> <li>b. 流动比率小于 1.50；</li> <li>c. 总负债大于净流动资产的 3 倍；</li> <li>d. 过去三年的年均盈利增速小于 7%；</li> <li>e. 过去三年中超过 2 次盈利增速小于 -5%；</li> </ul> <p>在剩余样本中，剔除过去三年营收增速超过 50% 或残差动量处于后 30% 的股票后，剩余股票组成备选样本。对备选样本内股票的五个价值指标从高到低排名并按等权方法计算综合排名，选择综合排名前 50 位的股票作为最终样本。其中，五个价值指标分别为：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a. 相对过去三年的盈利回报率分位数；</li> <li>b. 过去三年历史最高的市盈率与当前市盈率比值；</li> <li>c. 相对过去三年的一年期股息率分位数；</li> <li>d. 相对过去三年的有形资产净值总市值占比分位数；</li> <li>e. 相对过去三年的净流动资产总市值占比分位数。</li> </ul>	
加权方法	等权	
定期调整	每季度调整一次权重，调整实施时间为每年 3 月、6 月、9 月、12 月的第四个交易日生效	

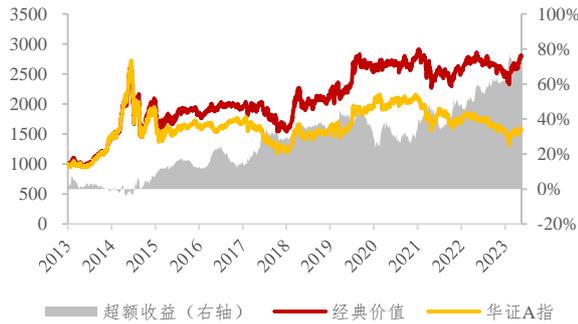
资料来源：华证指数

截至 2024 年 5 月 15 日

## 2.2 指数历史走势与收益风险分析

截止 2024 年 5 月 15 日，经典价值的年化收益为 10.43%，波动率为 23.22%，最大回撤为 45.70%，夏普率为 0.45；深度价值的年化收益为 11.34%，波动率为 24.45%，最大回撤为 51.47%，夏普率为 0.46。

图表 8：经典价值（995181.SSI）指数历史收益走势



资料来源：华证指数

截至 2024 年 5 月 15 日

图表 9：深度价值（995182.SSI）指数历史收益走势



资料来源：华证指数

截至 2024 年 5 月 15 日

相比于经典价值，深度价值具有更高的累计收益与波动率，在大部分价值占优的年份也能获得更为优异的收益表现。

图表 10：经典价值（995181.SSI）和深度价值（995182.SSI）指数历史收益

年份	收益率		波动率		最大回撤		市场风格
	经典价值	深度价值	经典价值	深度价值	经典价值	深度价值	
2014	45.86%	53.00%	18.55%	18.88%	14.25%	13.00%	价值
2015	39.99%	30.13%	44.64%	46.08%	45.70%	47.01%	成长
2016	-10.76%	-6.38%	25.80%	27.61%	21.29%	22.91%	价值
2017	6.60%	4.39%	11.52%	13.54%	6.75%	11.33%	价值
2018	-19.49%	-22.37%	22.09%	23.91%	24.31%	31.62%	价值
2019	38.97%	24.22%	21.28%	23.34%	16.45%	21.53%	成长
2020	18.88%	17.11%	23.97%	23.18%	12.47%	13.10%	成长
2021	11.84%	24.03%	13.90%	14.99%	8.65%	10.84%	价值
2022	-12.58%	-2.82%	19.14%	20.52%	22.02%	17.08%	价值
2023	0.72%	4.79%	12.14%	12.95%	14.30%	15.87%	价值
2024	10.17%	9.21%	19.28%	23.29%	8.11%	13.37%	
年化	10.43%	11.34%	23.22%	24.45%	45.70%	51.47%	
累计	178.64%	203.16%					

夏普比率 0.45 0.46

资料来源：华证指数

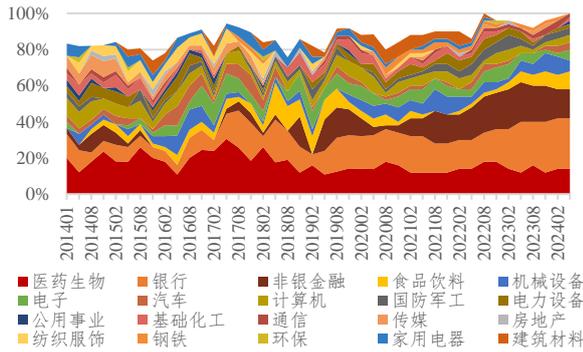
截至 2024 年 5 月 15 日

## 2.3 指数成分股分析

### 2.3.1 行业分布

相比于经典价值，深度价值的行业分布更为分散。经典价值的最新样本中权重占比最高的行业是银行，最大权重的行业在银行、非银金融与医药生物间切换；深度价值的最新样本中权重占比最高的行业是医药医疗，这也是自基期以来最长时间权重大于 10% 的行业，持续时间占指数基期以来的 73.81%。

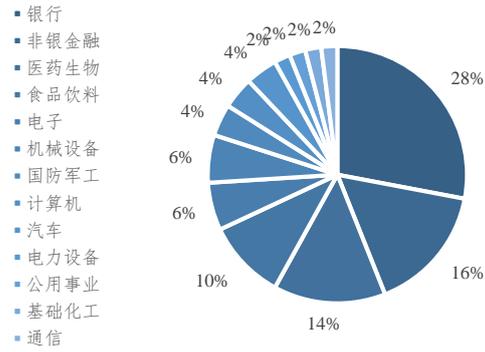
图表 11：经典价值成分股历史行业权重（部分）



资料来源：华证指数

截至 2024 年 5 月 15 日

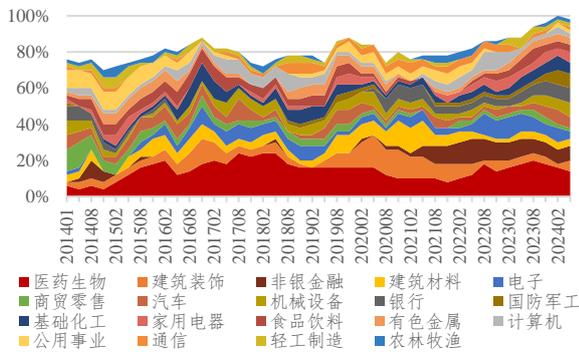
图表 12：经典价值最新成分股的行业分布



资料来源：华证指数

截至 2024 年 5 月 15 日

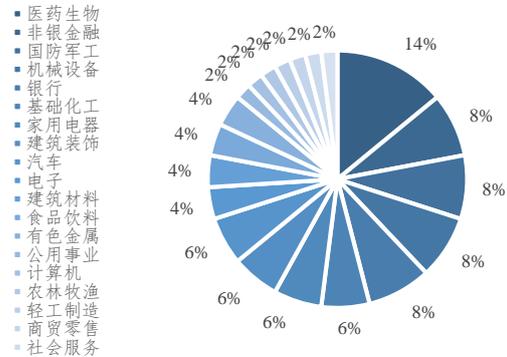
图表 13：深度价值成分股的历史行业权重（部分）



资料来源：华证指数

截至 2024 年 5 月 15 日

图表 14：深度价值最新成分股的行业分布



资料来源：华证指数

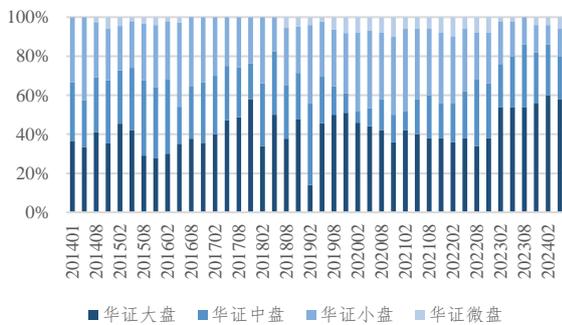
截至 2024 年 5 月 15 日

经典价值的最新一期成分股主要集中在银行、非银金融、医药医疗、食品饮料和电子等行业，前五大行业的权重之和为 74%；深度价值的最新一期成分股主要集中在医药医疗、非银金融、国防军工、机械设备和银行等行业，而前五大行业的权重之和仅 46%，权重最低的（即仅纳入 1 只样本股）有公用事业、计算机、农林牧渔等 7 个行业，行业分布较为分散。

### 2.3.2 市值分布

从成分的规模分布来看，经典价值的大盘股成分占比相对于深度价值的大盘股成分占比更高，深度价值的成分股在各个盘别的分布相对更均衡。

图表 15: 经典价值成分股的市值分布情况



资料来源：华证指数

截至 2024 年 5 月 15 日

图表 16: 深度价值成分股的市值分布情况



资料来源：华证指数

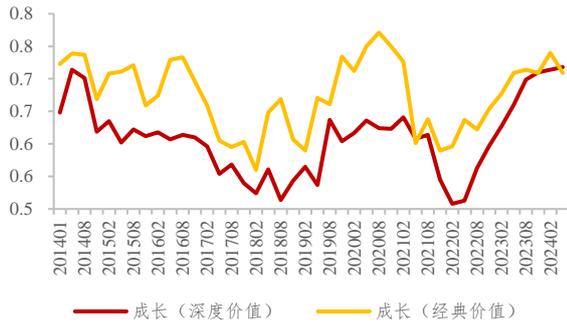
截至 2024 年 5 月 15 日

### 2.3.3 风格暴露

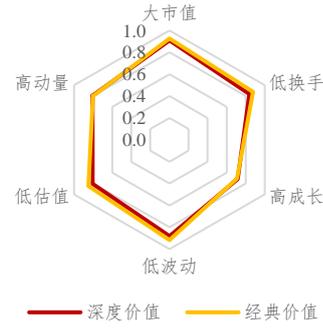
从风格暴露的历史情况来看，经典价值与深度价值均长期具有大市值、低估值、低波动的特征；但由于经典价值策略在选股时加入了与盈利增速相关的安全法则筛选，这使得经典价值策略在成长风格方面的暴露相对更高。

图表 17: 经典价值与深度价值在成长风格上的历史暴露

图表 18: 经典价值与深度价值的最新一期风格暴露情况



资料来源：华证指数 截至 2024 年 5 月 15 日

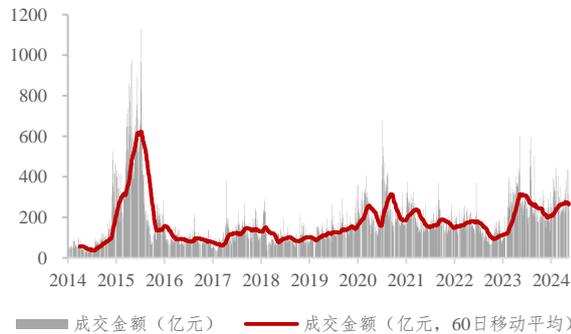


资料来源：华证指数 截至 2024 年 5 月 15 日

### 2.3.4 流动性与周转率分析

自基期以来，经典价值的单日最大成交额为 1130.09 亿元，深度价值的单日最大成交额为 952.37 亿元。截至 2024 年 5 月 15 日，经典价值的最近五年日均成交金额为 196.30 亿元，深度价值的最近五年日均成交金额为 137.76 亿元，流动性处于适中水平。

图表 19：经典价值的历史成交金额与 60 日平均成交额



资料来源：华证指数 截至 2024 年 5 月 15 日

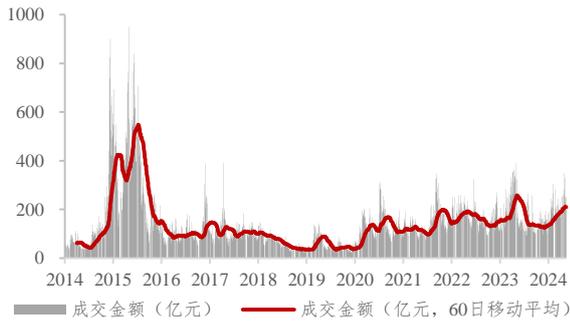
图表 20：经典价值的历史周转率



资料来源：华证指数 截至 2024 年 5 月 15 日

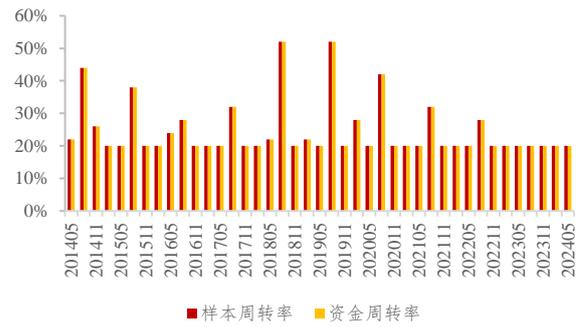
图表 21：深度价值的历史成交金额与 60 日平均成交额

图表 22：深度价值的历史周转率



资料来源：华证指数

截至 2024 年 5 月 15 日



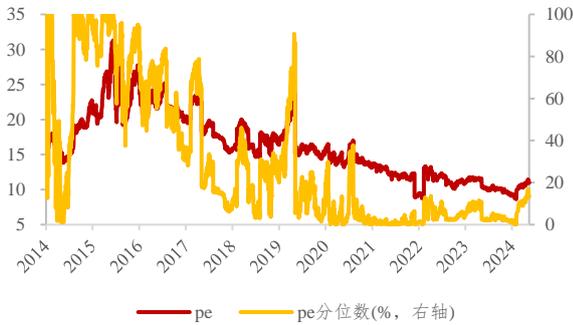
资料来源：华证指数

截至 2024 年 5 月 15 日

## 2.4 指数估值分析

截至 2024 年 5 月 15 日，经典价值的当前的市盈率 (PE) 为 11.0 倍，分位点为 13.13%，市净率 (PB) 为 1.03 倍，分位点为 6.71%；深度价值的当前的市盈率 (PE) 为 14.0 倍，分位点为 32.5%，市净率 (PB) 为 1.4 倍，分位点为 35.52%，均处于相对历史低位。

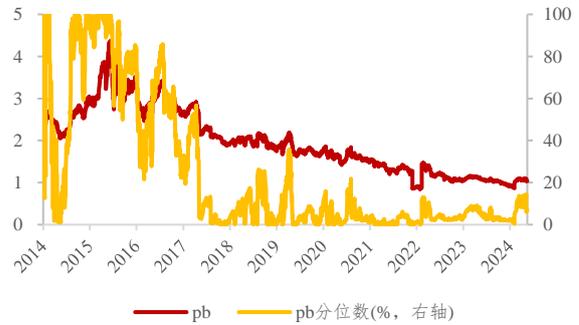
图表 23：经典价值的市盈率 (PE) 与历史分位数



资料来源：华证指数

截至 2024 年 5 月 15 日

图表 24：经典价值的市净率 (PB) 与历史分位数

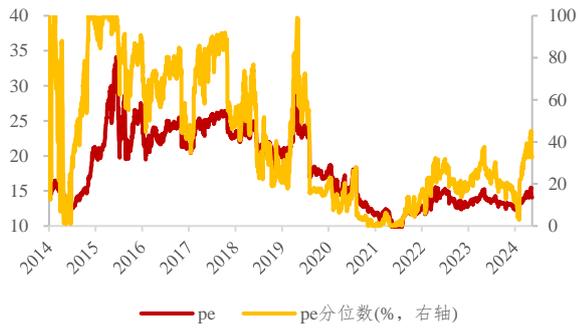


资料来源：华证指数

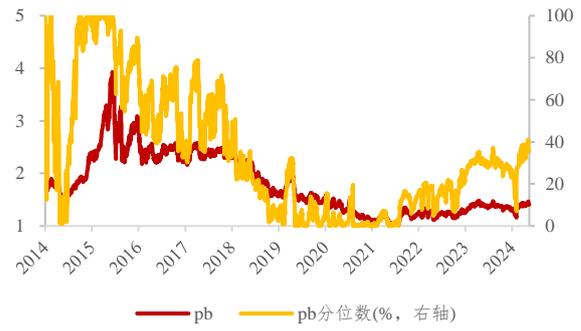
截至 2024 年 5 月 15 日

图表 25：深度价值的市盈率 (PE) 与历史分位数

图表 26：深度价值的市净率 (PB) 与历史分位数



资料来源：华证指数 截至 2024 年 5 月 15 日



资料来源：华证指数 截至 2024 年 5 月 15 日

## 2.5 基金覆盖率

经典价值与深度价值的基金持股比例合计分别为 2.31%和 3.57%。较低的基金持股比例有助于分散投资风险，同时与现有的多数基金产品形成风格上的互补。

图表 27：经典价值与深度价值的最新基金持有市值前十大成分股

证券代码	证券名称	持股基金数目	基金持有市值	证券代码	证券名称	持股基金数目	基金持有市值
600519.SH	贵州茅台	1,522	147,820,423,522	000568.SZ	泸州老窖	601	46,404,798,893
000568.SZ	泸州老窖	601	46,404,798,893	600036.SH	招商银行	527	40,547,644,693
600036.SH	招商银行	527	40,547,644,693	300760.SZ	迈瑞医疗	502	39,765,777,471
300760.SZ	迈瑞医疗	502	39,765,777,471	000651.SZ	格力电器	411	15,474,763,908
600030.SH	中信证券	233	16,838,270,726	601668.SH	中国建筑	154	9,071,236,344
601166.SH	兴业银行	185	14,865,164,852	600489.SH	中金黄金	174	6,244,186,393
603369.SH	今世缘	152	9,193,491,021	600660.SH	福耀玻璃	106	5,350,612,235
600406.SH	国电南瑞	113	5,781,686,311	002142.SZ	宁波银行	141	4,541,754,348
600660.SH	福耀玻璃	106	5,350,612,235	603899.SH	晨光股份	61	3,701,485,460
002142.SZ	宁波银行	141	4,541,754,348	601211.SH	国泰君安	61	3,670,151,075

资料来源：华证指数

截至 2024 年 5 月 15 日

风险提示：指数历史表现不代表未来；行业表现不及预期风险；宏观环境因素大幅度变化风险；政策内容进一步调整风险；政策实施不及预期风险。