

中证指数研究报告

变革中的风格指数与风格投资

(已刊登在 2012 年 12 月 11 日上海证券报 A9)



变革中的风格指数与风格投资

中证指数有限公司 赵永刚

所谓风格就是市场中某类股票簇所具有的共性收益特征或共同股票价格行为，这种共性特征可以作为股票风险收益来源的一种解释。风格投资就是根据某类风格进行的投资管理和资产配置。

通常，风格划分为成长和价值两类。但是多年来，风格一直是备受争议和关注的话题。风格分类、衡量标准、风格因子等方面都没有达成共识，可以说风格投资与风格指数一直处于不断的演进和变革过程中。从这一点来看，风格指数可以说是最具创新潜力的指数类别之一。近年来，国外学者在风格分类方面进行了积极的尝试，提出了第三维风格——稳定性。稳定性风格指数的出现不仅为变革中的风格指数和风格投资发展开辟了新的视角，也让我们在中国指数化投资发展十周年之际，可以重新审视和思考我国风格投资、风格指数以及风格产品的发展。

一、风格投资的魅力所在

风格投资之所以深受投资者的青睐和拥趸，主要在于以下几个方面：

（一）投资理念明确，容易理解

风格投资不在于精选个股而在于对股票组合某种共性的把握，同其他投资方式相比，风格投资更容易被投资者理解和接受，同时也便于操作和实施。

（二）能够满足多样化投资需求

市场参与者的投资目标不同，这种投资目标的差异直接决定了投资者所偏好的投资风格。而风格指数所表征的不同的股票簇，如成长、价值、动态、稳定、大盘、小盘等等，表现出的显著不同的风险收益正好可以满足不同投资者的异质需求；

（三）为投资者提供获取超额收益的机会

同其他投资方式相比，风格投资具有深厚的理论支持。从本源上来说，风格投资的产生就是对资产风险收益来源的探索，同时也是对传统的 CAPM 模型的拓展。因此，风格投资在一定时期可以为投资者提供获取超越市场收益的机会，而且也能够解释不同基金经理收益存在的差异。早期，很多采用风格投资方式的

基金经理都获取了显著高于市场的收益,这也是风格投资迅速兴起的重要原因之一。

(四) 为投资者提供践行风格轮动策略的工具

风格轮动效应是风格投资的一个重要魅力所在。没有任何一种风格可以一直持续地保持优势,随着市场环境的变化,不同风格之间会表现出相对的强势与弱势。如果能够把握风格轮动时机,准确进行风格切换,将会获取显著超越市场的收益。目前,风格轮动策略已经成为机构投资者的主要投资策略之一。

(五) 降低投资者的搜寻成本和机构营销成本

由于风格投资的理念,尤其是成长和价值,早已经深入人心。因此,进行风格投资可以成为市场参与者传递参与投资的信号。通常,不同投资者会要求不同的机构和产品来匹配自己的投资原则,能够便于识别的风格产品可以减少投资者的搜寻成本,进而提高投资效率,降低委托人和代理人之间由于信息不对称所致的摩擦。投资机构也可以通过风格投资信息的传递降低其营销成本。

二、风格投资的缘起与演进

(一) 风格投资的缘起

风格投资的历史可以追溯至 20 世纪 30 年代。1934 年, Benjamin Graham 和 David Dodd 在证券分析中提出安全边际的概念,这是价值投资理念的源头。

风格投资的真正兴起应始于 20 世纪 70 年代,其发展的内在动因是对资产风险和收益来源的探索。自 Sharpe (1964)、Lintner (1965) 和 Black (1972) 提出资本资产定价模型 (CAPM) 以来, CAPM 模型已然成为人们考虑平均收益和风险的主要方式。然而大量的实证研究表明,市场因素并不能充分解释资产的收益。

与此同时,许多学者发现股票可以分成一些不同的种类,同一种类的股票之间有很高的收益相关性,而不同种类股票的收益相关性较低。Farrell (1975) 把这些种类称为“簇”,他发现对于全体股票至少包含了三种这样的簇——成长、周期和稳定,见图 1。簇的不同表现确定了按簇进行投资存在理论上的可行性,而不同簇的分类,也奠定了人们对于风格的划分。从 Farrell 的研究也可以看出,股票的周期与稳定是一种与成长价值类似的投资风格。

此后, Banz (1981)、Fama 和 French (1992) 等在内的大量学者从市盈率 (P/E), 账面市值比 (BE/ME) 方面解释了股票回报率的差异。上述研究不仅是对 CAPM 中未能反映的风险因素的补偿,同时也奠定了风格投资的理论基础。

	GROWTH	CYCLICAL	STABLE
GROWTH	GROWTH STOCKS H+	L	L
CYCLICAL	L	CYCLICAL STOCKS H+	L
STABLE	L	L	STABLE STOCKS H+

图1 Farrell (1975) 簇分类

(二) 风格分类的演化

一直以来，对风格划分有诸多方法，但最普通的一种是基于价值和成长的分类，P/B 是早期划分成长和价值型股票的最基本的方法。后来，指数编制机构为了更加突出成长和价值特征，引入了多因子方法，这让成长和价值的衡量更加全面的同时，也使得成长价值由相互对立的两面演变为具有重叠的部分。

随着股票数量的增加，成长和价值划分已难以满足投资者的要求，于是出现了在成长和价值型股票中进行的二级风格分类。这种进一步划分风格的办法，也称风格的萃取。规模是最常见的二级风格划分，于是出现了大盘成长、大盘价值、小盘成长、小盘价值等分类

从最初的考虑上，价值风格偏向于防御，成长风格偏向于激进。但是在最近的几年中，价值和成长指数都发生了变化。价值指数不再具有防御特性，成长指数不再具有激进特性，反而价值指数要比成长指数具有更高的 Beta (Bill Jacques, 2011)。

针对这种情况，Russell 在 2010 年提出了规模、价值/成长之外的第三维风格—稳定性，见图 2。之所以将稳定性界定为第三维的风格，并作为一种补充风格，主要是因为成长和价值是基于公司的估值变量，而稳定性风格采用的是非估值变量，度量指标不仅包括波动性指标，还包括盈利稳定性等对于经济周期敏感程度度量的指标。

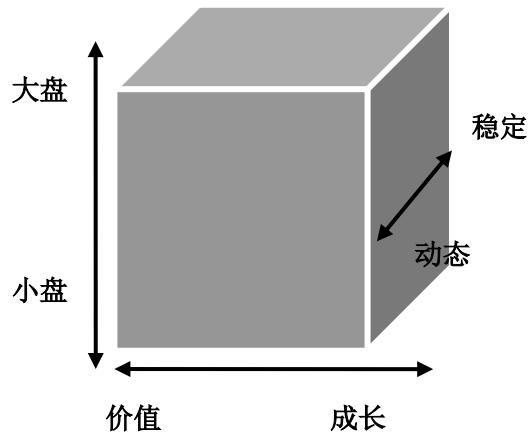


图2 演化的风格分类

（三）稳定性风格的内涵

稳定性风格包括动态和稳定两类，动态反映了市场环境变动敏感度高的股票，稳定则反映了敏感度低的股票。这种与市场环境变动敏感与否，本质在于特定风险敞口的高低。动态风格是对市场波动、经济周期、信用周期具有较高的风险敞口，而稳定风格是对特定风险具有低于平均水平的敞口，表现出更低的波动率，更好的资产负债表和盈利属性。

同成长价值风格相比，稳定性风格主要有两点不同：第一是内涵不同。成长价值是从证券市场的异象入手，从股票内在驱动因素挖掘收益来源。稳定性则是从宏观经济因素出发，从股票对商业环境变动的敏感性入手挖掘收益来源，这种解释更接近 CAPM 模型的本源；第二是因子不同，成长价值风格采用了估值类变量，稳定性风格采用非估值变量，如债务权益比、总资产收益率、盈利可变性、波动率等指标。

稳定性风格并非凭空出现。从 Farrell (1975)、Jankovskis, Sampson 和 Cherukuri (1999) 就开始对稳定性风格进行探讨。而 Fama 和 Schmert (1977), Campbell 和 Cochrane(1999)研究更表明经济周期与资产预期收益存在一定对应关系。当经济处于不好时期，预期收益高，人们不愿意持有风险资产；当经济处于好的时期，情况正好相反。上述研究为稳定性风格投资奠定了重要的理论基础。

在投资实践过程中，行业轮动策略是典型的稳定性风格投资案例。在行业轮动中主要盈利模式是基于行业属性进行周期性和防御性的轮动配置，而这种在周期性和防御性行业间的切换正是动态稳定风格轮动的表现。由此可见，稳定性风格在理论支持、实证分析、投资实践方面已经具有深厚的积累。

三、国际市场风格指数及风格 ETF 发展

(一) 风格指数发展

20 世纪 80 年代以来，美国大量基金经理开始表征出不同的投资风格，为了方便投资者使用这些特征进行资产配置，主流指数编制机构相继开发了基于不同母指数的风格系列指数，规模上涵盖全市场、大盘、中盘、小盘、微盘等，地域上涉及成熟市场和新兴市场、区域、国家等，见表 1。

表 1 国际指数编制机构的风格指数分布

Russell	S&P Dow Jones	MSCI	FTSE
Russell 3000	S&P 500	MSCI 全球大盘	成熟市场
Russell 1000	S&P 中盘 400	MSCI 全球中盘	新兴市场
Russell 2000	S&P 小盘 600	MSCI 全球标准	31 条区域指数
Russell 中盘	S&P 900/1000/1500	MSCI 全球小盘	29 条国家指数
Russell 微盘	S&P/CITIC 100/200/300/小盘	MSCI 可投资性市场	

风格指数从全新视角解析了市场，为投资者提供了不同风险收益的投资标的和践行风格轮动策略的有效工具，以 S&P 500 成长/价值指数为例，相对于母指数的 60 天超额收益展现了显著的风格轮动特征，见图 3。这使得风格指数在愈发受到投资者关注的同时，也使其迅速成为指数体系中的主流类别，与规模、行业、主题、策略等共同构成了股票类指数的五大基础类别，并成为投资者在资产配置过程中管理风格敞口的重要工具。

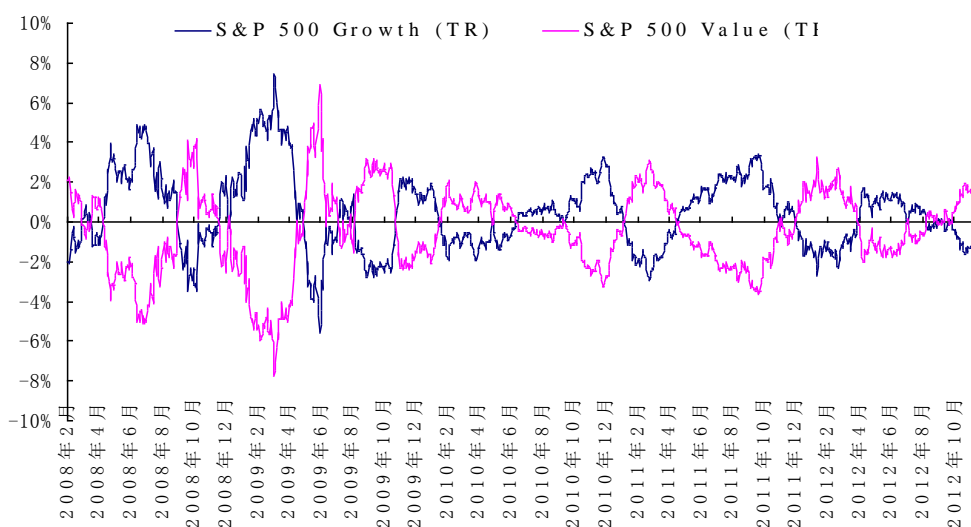


图 3 S&P 500 成长/价值指数 60 天的超额收益

近年来，从国际风格指数发展来看，主要呈现如下特征：

1. 风格因子多样。国际指数编制机构选取的风格因子呈现多样化特征，不同指数编制机构选取的因子差别很大。从成长因子来看，指数编制机构更注重从多维度来展现数据隐含的特征，既涵盖长期和短期指标，又包含过去历史数据以及未来预测数据信息。从价值因子来看，指数编制机构的评价标准逐渐呈现趋同，主要集中在 BP，EP，SP，红利收益率等几个指标。

2. 风格权重配置方法多样。在编制相对风格指数时，对于成长和价值特征并不明显的股票如何赋予风格权重是一个非常重要的问题，国际主要指数编制机构基本都采用了自己独特的市值配置方法，如 FTSE 的相对截取式、MSCI 的旋转阶梯法、Russell 的非线性概率图以及 S&P Dow Jones 的离散空间式。

3. 风格分类方式创新。除了传统的成长价值风格，国际指数编制机构提出了第三维的风格—稳定性。稳定性风格包含动态和稳定两种，Russell 在 2010 年推出了基于 Russell 1000、2000 和 3000 的稳定性风格指数。从收益表现来看，在市场上涨时期，动态指数具有更强的进取属性，在市场下跌时期，稳定指数能够提供更多的下行保护。

（二）风格 ETF 发展

随着风格投资理念的深入人心，风格指数的应用也越来越广泛。早在 1995 年，美国就推出了以 S&P 500 成长和价值指数为标的的股指期货。

而近年来风格指数产品，尤其是风格 ETF 呈现了快速的增长。目前，美国市场风格 ETF 超过 105 只，资产总额近 1063 亿美元，分别占美国全部股票 ETF 的 11.1% 和 11.6%，占据非常重要的地位。其中，成长 ETF 共有 54 只，资产规模 541.88 亿美元，价值 ETF 共有 51 只，资产规模 436.85 亿美元。

从美国市场风格 ETF 的发行人来看，主要有 13 家机构，绝大多数机构都是同时发行成长和价值 ETF，其目的在于满足投资者不同需求时，获取风格轮动收益。从分布来看，风格 ETF 表现出明显的集中化特征。风格 ETF 主要集中在 iShares 和 Vanguard，其中 iShares 发行 26 只风格 ETF，资产规模 700.68 亿美元，Vanguard 发行 18 只风格 ETF，资产规模 232.54 亿美元，两家机构合计发行的风格 ETF 数量和规模，分别占美国全部风格 ETF 的 42% 和 88%，见表 2。

表 2 美国风格 ETF 的数量和规模

发行人	成长		价值	
	ETF 数量	ETF 规模	ETF 数量	ETF 规模
iShares	13	385.98	13	314.70
Vanguard	9	128.97	9	103.57
Guggenheim Investments	3	9.49	3	1.93
Schwab Funds	1	5.01	1	4.14
State Street Global Advisors	3	4.74	3	2.63
PowerShares	4	2.83	4	5.33
First Trust	4	2.00	5	3.61
UBS AG	1	1.10		
WisdomTree	2	0.78	1	0.30
ProShares	6	0.48	6	0.28
Russell	5	0.34	5	0.34
Columbia	2	0.09	1	0.03
AdvisorShares	1	0.07		
总计	54	541.88	51	436.85

数据来源：IndexUniverse

四、我国风格指数的发展

2012 年是我国指数化投资发展的十周年。过去的十年是我国指数化投资实现跨越发展的十年。截至 2012 年 3 季度，我国指数型产品共 155 只，资产规模 3228.25 亿元，分别占共同基金的 14% 和 13%。从最初的市场基准，指数已经演变成投资者管理其组合风险、收益以及控制成本的有效工具。

风格指数作为我国指数化投资的重要组成部分，近几年也得到了较快发展，中证指数公司基于沪深 300、上证 180、上证 380 等核心指数分别编制了涵盖成长和价值、相对成长和相对价值在内的近 30 条风格指数，丰富了现有的指数体系。与此同时，风格指数产品也逐渐增多。截至 2012 年 3 季度，我国风格指数产品共 7 只，资产规模近 42 亿元，其中，风格 ETF 有 5 只，资产规模近 30 亿元。

然而，同国际市场风格指数发展相比，我国风格指数及产品还存在进一步需要完善和改进的地方，主要表现为风格指数收益区分度较低，风格轮动效应不明显，以及风格指数产品数量和规模都较小，远低于国际市场的发展水平。因此，在金融市场变化以及风格投资理论演变的环境中，进一步推动风格指数创新，更好地发挥风格指数在指数化投资中的作用，成为我国指数创新和指数化产品发展

的重要方向之一。

引入动态稳定指数，推动风格指数创新。基于沪深 300 的动态稳定风格指数回测数据显示：

1.从收益来看，在上涨周期，动态指数具有更强的进取属性，涨幅更大，在下跌周期，稳定指数具有更好的向下保护，跌幅更小；

2.从波动率来看，动态指数年化波动率均高于沪深 300 指数，稳定指数的年化波动率均低于沪深 300 指数；

3.从相关性来看，动态和稳定指数的 Alpha 收益具有显著的负相关性；

4.从收益区分度来看，动态稳定指数收益具有更显著的收益区分度；

5.从风格轮动来看，动态和稳定指数呈现出明显的风格轮动特征，而这对于风格指数和风格投资具有重要的意义。图 4 显示，沪深 300 动态和稳定指数 60 天超额收益呈现显著的轮动特征。

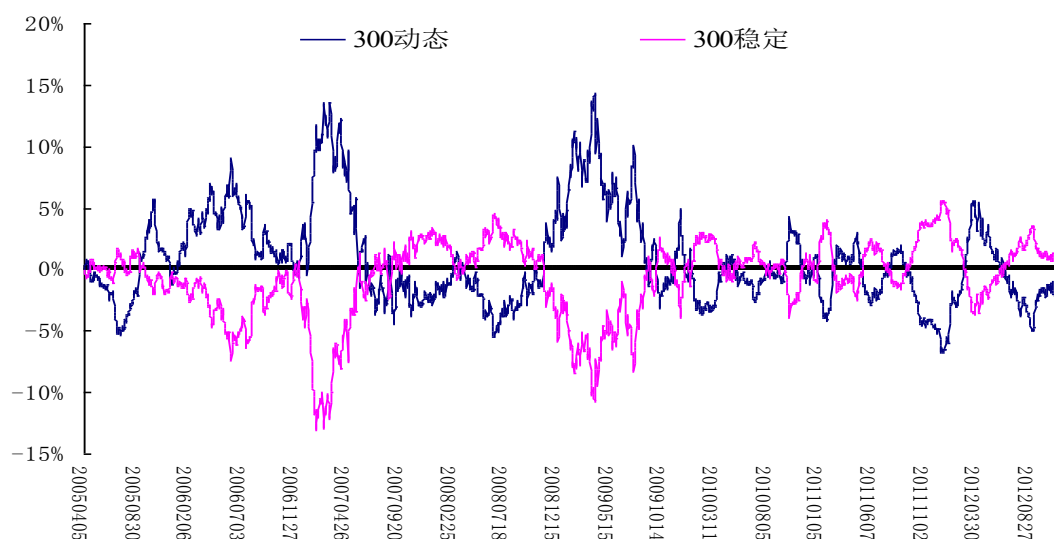


图 4 沪深 300 动态/稳定指数 60 天的超额收益

动态稳定风格最重要的意义在于将风格分类推广到了多维，打破了一直以来二维风格的局面，拓展了市场对于风格指数和风格投资的认识。因此，应进一步将理论研究和实证分析相结合，对现有的动态稳定风格、成长价值风格、多因子指数等因子进行重新提炼，深入研究，积极探索新的风格分类，从本源上拓展现有的风格指数体系。