

價值型交易策略之研究—以中國 A 股龍頭為例

A Study on the Value Trading Strategies—Focus on China A Shares Leading Stocks

游清芳
致理科技大學財金系助理教授
詹昊陽
長城證券投資顧問助理

摘要

本文目的在於探討價值型交易策略在中國 A 股的有效性，使用 2005 年 4 月 30 日至 2020 年 2 月 14 日的中國 A 股為樣本，以價值型的產業龍頭股為對象，選擇主營業務收入、淨利潤、總市值和總資產等指標，分別建構了 4 個龍頭股組合。而實證結果顯示，價值型交易策略在中國 A 股市場是可行、有效的，其中總市值龍頭股組合績效表現最為優異，打敗市場指數且能戰勝中國私募基金系列指數。進一步，以市場趨勢區間來看，除了市場投機氣氛濃厚下，不宜採用總市值龍頭作為投資組合外，其餘市場趨勢皆為適宜，而在熊市時其風險為最低。依此結果，建議投資者於中國 A 股市場構建價值型龍頭股組合時，選擇績效表現最優異的總市值龍頭股組合，其可以戰勝市場指數而獲得最佳的超額收益。

關鍵詞：價值型投資；交易策略；龍頭股組合；中國 A 股

Abstract

This study aims to investigate the validity of the value trading strategies on China A shares, using the samples of China A shares dating from April 30th, 2005 to February 14th 2020; with the value leading stocks and the indicators such as gross revenue, net income, total market value and total asset, the four leading stock portfolios are constructed. The empirical result indicates that the value trading strategies on China A shares are both feasible and effective, and compared to the other three portfolios, the total market value leading stocks portfolio perform the best, outperforming the benchmark indices and prevailing the China Privately Offered Fund Serial Index. Furthermore, in terms of market trend interval, except the times during which there is strong speculative atmosphere, which in turn would be inappropriate to adopt it, the proposed portfolio is favorable during all the other market trends, its risk being the lowest during the bear market. Consequently, we advise that investors, when constructing the leading stocks portfolio in China A shares, choose the total market value leading stocks portfolio which performs the best, outperforms the benchmark indices and obtains the optimal extra return.

Key words: Value Investing; Trading Strategy; Leading Stocks; China A Shares

壹、前言

價值投資理論在國外已經有悠久的歷史，並且價值型交易策略受到了大多數國外基金經理人的認可，在證券市場上被廣泛應用著。本文為了探究該策略在中國 A 股市場的有效性，對適合中國 A 股市場的相關價值投資展開全面而細緻的分析研究，根據前人對中國 A 股市場的研究以及相關的交易策略構建一個更符合目前中國 A 股市場大背景的全新價值投資框架及配套的交易策略和方法，如本文所構建的模型在市場中驗證為有效並能穩定獲得超額收益的話，將有助於投資人於長期的投資活動。

價值投資始於 1929 年至 1933 年，國外的經濟危機使人們開始有了價值投資這個概念，並有眾多學者對價值投資開始了深入的研究。時至今日，雖然價值投資理論在學術界上學者們仍有不同的觀點，也存在著不同的流派，但國外的證券市場畢竟發展歷史悠久，到今天為止其證券市場已經非常成熟，證券市場中的證券價值與公司的基本面符合，因此對公司基本面的分析是市場投資分析的主流，但目前的中國證券市場並未如此。

中國是在 1990 年之後才開始成立證券市場，經歷了二十多年政治與經濟的影響，中國證券市場的投資風格也不斷變化。1997 年，價值投資這個概念首次在中國被提出；1998 年之後，高科技成長與併購重組的投資理念開始主導市場走向；2001 年，投資者紛紛開始研究價值投資；2003 年，中國宣佈啟動 QFII 制度，在許多基金公司的宣導下，價值投資理論也開始被投資者所推崇，許多財經媒體更是宣佈中國的價值投資時代已經到來，並直接聚焦於各產業的龍頭股，因為這些公司普遍成立的歷史較久，且在營收、淨利潤或是資本總額來看都具有一定程度的穩定成長；但對於 2008 年的金融危機的爆發，市場行情蕭條股市行情慘澹下，價值投資的實踐者亦深陷其中。因此，價值投資在中國是否可行又存在質疑。

中國證券市場開創以來在全球一直都備受關注，雖然其金融市場機制還不夠完善，證券市場也不夠成熟，但隨著機構投資者與外資券商的不斷壯大，投資者對投資的知識不斷拓展，證券市場的各種機制逐漸完善。尤其是，在 2020 年 4 月 1 日起，中國證券業外資持股比限制正式取消，依據證監會統計目前計有 15 家外資參股或控股的合資券商等候進場，其中，包含兩岸首家合資券商金圓統一證券。另外，在新型肺炎疫情流行下，全球證券市場受到空前的重創，因此，在此時探討龍頭股的價值投資在中國的證券市場是否可行，以及如何以價值型交易策略來獲得超額收益，對於剛切入市場的券商以及投資者而言都顯得格外的重要又有意義。

貳、文獻綜述

在回顧了眾多文獻之後，發現學者們對價值型交易策略的研究主要有二，其一是注重價值投資理論本身，另一是使用該交易策略能否戰勝市場而獲得超額收益。

在國外，價值投資理論的鼻祖，Graham (1949) 在學術界對價值投資理論的貢獻是無可取代的，Graham 和 David (1934) 合著的出版標誌著價值投資理論框架构建完成。Graham (1949) 和 Philip (1959) 對價值投資的研究，逐漸被後人所認可，他們對價值投資理論的理論內涵以及成功的實務操作受到了眾多基金經理的追捧，許多優秀價值投

資理論實踐者不斷湧現，他們使用前人創下的價值投資理論獲得了一系列成功的投資記錄。因此，本文也將依循價值投資理論繼續深入研究。

Buffett (2004) 結合了 Graham (1949) 和 Philip (1959) 的價值投資理論，取其精華，最終優化成為自己的交易策略。他傳承了價值投資的傳統內涵，認為兩者的價值投資理論可以並存，並利用自己優化後的價值投資策略在股市中大獲全勝，他認為，選擇上市公司是選擇股票的關鍵。與 Buffett (2004) 不同的是，Edwards 和 Williams (1938) 主張的是一種相對保守的基本價值型交易策略，根據他的投資風格，我們可以將起歸納為追求市盈率，保障基本收益，成長率高於 7% 以及整體回報率相對於市盈率具有吸引力等。Miller (1997) 相對於前面兩者，又呈現出一種不同的觀點，他集合了基本價值型交易策略與成長型交易策略的核心特點，二者兼而有之又推陳出新。

關於對價值型交易策略能否戰勝市場而獲得超額收益的研究，目前存在兩大公認的派系：“過度反應假說 (Overreaction Hypothesis)”和“風險改變假說 (Risk-adjusted Hypothesis)”。

“過度反應假說”是以 De Bondt 和 Thaler (1985) 為代表，相信散戶投資人傾向於低估過去的資訊而高估最近的資訊，對於新資訊，他們的反映並不遵循既定的貝氏定理。De Bondt 和 Thaler (1985) 以 1926 年至 1982 年期間於紐約交易所上市的普通股作為樣本資料，組建期三年，第一步是預估單檔股票的每月累計超額收益率，然後將累計超額收益率排名居後的 30 只組建成輸家組合，靠前的 30 只則組建成贏家組合，實證結果發現，輸家組合中的股票 Beta 均值是顯著低於贏家組合的，贏家組合也因此承擔了較多的風險，結果驗證了“過度反應假說”。後來，Chopra、Lakonishok 和 Ritter (1992) 採用與 De Bondt 和 Thaler (1987) 相似的方法，把對價值股與成長股的劃分標準區分為兩大類，即股票預期的表現和股票歷史的表現，他們的結論是在研究期內成長股的年化平均收益率低於價值股的 10%-12%。依據上述結論可以得出，根據過度反應假說，股價波動程度如果超過了投資者認可的程度，股價就會開始修復調整，使價格恢復到正常區間，即投資者所認可的區間。過度反應假說承認價值股可以獲得超額收益，它試圖從投資者的行為來解釋價值股和成長股組合收益率出現差額的原因，它並不認為市場是始終有效的，嚴格來說歸屬於行為金融學的範圍。

“風險改變假說”主要以 Fama 和 French (1992) 為代表，他們使用傳統的定價模型證明價值股的超額收益的來源是來自於高風險，他們將這種風險界定為由“B/M 效應”和“規模效應”所引起的“相對困境”。但關於“相對困境”的經濟解釋方面，Fama 和 French 並沒有以一般廣泛的角度來解釋，只是用一些簡單的統計資料說明，因此沒有很強的說服力。風險改變假說承認價值股可以獲得超額收益，但卻從風險與收益相關聯的角度來分析不同投資組合之前不同的收益，它認為市場是不會失靈的，屬於傳統金融學的範疇。

在中國，由於價值投資理論在國外已經形成了完整的理論框架，而中國的金融市場經歷了二十多年也開始不斷走向成熟，價值投資理論在中國是否試用，學者們有著不同的觀點和結論。

在早期，孫友群、陳小洋、魏非 (2002) 等學者以總經、個經兩個層面的檢驗得出

價值型交易策略在中國市場上的運用，具有極大的可行性；之後的劉峴松（2003）、王豔春與歐陽令南（2004）、林鬥志（2004）、蔣俊賢（2005）等學者採用了回歸模型也證實了類似的結論。相對的，聶祖榮（2004）對價值投資和投機的定義進行了深入的探索，他認為中國證券市場正處於一個過渡時期，多數投資者以價值投資之名，行投機之實；另外，沙福貴（2004）、賀顯南（2004）、晏豔陽與胡俊（2006）等學者的研究結果表明，價值投資在中國尚無可行性，在市場上，投資者主要還是以投機為主。

價值型交易策略在中國證券市場能否獲得超額收益，李大剛（2004）嘗試利用行為金融學的知識體系對價值投資的市場表現進行多角度全方位的分析，最終認為價值型交易策略在中國證券市場確實可以獲得超額收益。不過，王孝德和彭豔（2002）選取了1995-2002年的股票作為樣本，分別以P/D、P/C為基礎構建了價值股與成長股的選股模型，結果發現成長股組合的超額收益遠遠大於價值股組合，說明中國的大部分投資者還是追求資本利得而不是單純追求紅利收入的預測，中國投資者的選股標準依舊不是現金流量，這也是中國市場與國外成熟市場的不同之處。

綜上所述，中國與海外學者主要就是針對價值投資理論和價值型交易策略能否獲得超額收益展開研究，價值投資理論基本已被大眾認可，至於價值型交易策略是否能在市場上獲得超額收益，大部分學者的結論都是肯定的，只是對於超額收益的來源，學者們有所分歧，有人傾向於價值股，有人傾向於成長股。根據對前人的研究總結可以發現，對於國外比較成熟的資本市場來說，價值股的收益率會超過成長股的收益率，而對於資本市場發展尚未成熟的中國而言，成長股的收益會明顯偏好。另外，有學者依然認為價值投資在中國是不可行的，但事實上，價值投資在中國證券市場上的表現究竟如何，本文將以價值型交易策略來構建模型驗證價值投資在中國市場的有效性。

參、研究方法與模型構建

一、研究方法

為了研究行業龍頭股在A股市場的績效表現，本文以各種財務指標構建價值型龍頭股組合。其中，價值型龍頭股組合則分為四種：營收（主營業務收入）龍頭股組合、淨利潤龍頭股組合、總資產龍頭股組合和總市值龍頭股組合。

在樣本期間部分，選取2005年4月30日至2020年2月14日的中國A股作為研究樣本，將時間段分為全區間、上漲區間、下跌區間、震盪區間，通過對股價進行前復權處理（復權可保持股價走勢的連續性，便於以相同成本進行比較，而前復權是以當前價為基準復權，其意義是讓你一目了然的看到成本分佈情況。）來計算收益率，以滬深300、上證指數、深證成指、創業板指、中國私募基金系列指數等作為市場基準。本文會從幾個角度將價值型龍頭股組合與市場基準組合進行分析：用三大績效指標-夏普比率、特雷諾比率和詹森指數對價值型龍頭股組合進行績效分析；選取績效表現最優異的價值型龍頭股組合與中國A股三大指數（上證指數、深證指數、創業板指）進行對比分析；選取績效表現最優異的價值型龍頭股組合與中國私募基金系列指數對比；劃分上漲區間、下跌區間、震盪區間，以1000為初始值將各組合和市場基準編制指數進行績效分析；以三因子模型對價值型龍頭股組合進行實證分析，觀察各組合的獲取超額收益的主要來

源。

最後，綜合以上分析篩選出最優異的價值型龍頭股組合，分析其在不同的金融環境下的有效性和適用性。

二、投資組合模型的構建

在中國 A 股市場中，價值股屬於早已經發展成熟的價值型公司，價值股注重於公司現在的價值。為了探究價值型投資的表徵，亦即龍頭股組合的績效表現，本文採用不同的選股指標來構建價值型龍頭股組合模型。

價值型龍頭股組合模型的構建：

關於對龍頭股的定義，在學術界並沒有達成共識。在翻閱了眾多相關文獻之後，本文總結得出大部分學者對於龍頭股的定義有一定的相似之處。本文參照魏國林（2013）一文，以“能帶動板塊或大盤上漲，並在行情走勢中表現為上漲最早、下跌最晚、收益率較好的股票”為龍頭股之定義。

本文認為“能帶動板塊或大盤上漲”，公司規模或者市場份額必須是行業內數一數二。作為財務指標，可以直接反映出公司規模大小的指標無非就是總資產或者總市值；而如果從一個行業的市場份額來判定行業龍頭，本文認為可以比較直接的反應公司所占市場份額大小的兩個財務指標就是主營業務收入和淨利潤。因此，本文認為分別以總資產、總市值、主營業務收入和淨利潤作為行業龍頭的選股指標是合理的。為了避免偶然性，本文選取連續三年總資產、總市值、主營業務收入和淨利潤均居行業首位作為行業龍頭的判定標準之一。“收益率較好的股票”，從股價應當反映公司內在價值這一點而言，其公司發展前景應當良好，未來具有良好的盈利能力，因此，本文以近三年公司的年度總市值、總資產、主營業務收入和淨利潤水準呈現正遞增趨勢作為行業龍頭的第二個判定標準。

另外，本文在篩選價值龍頭股組合之前需要先剔除創業板和 ST/*ST 的股票。原因主要有兩點：首先，創業板是對主機板市場的重要補充，專為中小、高科技產業企業提供融資管道和成長空間；但與主機板市場相比，它的進入門檻低，對成立時間、中長期業績等規範要求往往較為寬鬆。也正因為如此，對於投資者而言，投資創業板的風險較高，不大符合價值投資理念，所以將其剔除龍頭股組合之外。其次，ST/*ST 股是指滬深交易所對因財務面或其它方面出現異常狀況而作出風險警示的股票。是以，也將其剔除在龍頭股組合之外。

為了便於區分，本文將以主營業務收入、淨利潤、總資產以及總市值這四種選股指標篩選出來的投資組合分別命名為“營收龍頭股組合”、“淨利潤龍頭股組合”、“總資產龍頭股組合”和“總市值龍頭股組合”。（對於價值型龍頭股組合明細有興趣者，可逕向本文通訊作者索取）

主營業務收入龍頭股組合構建步驟：①剔除創業板股票；②剔除經由滬深證券交易所特別處理（Special Treatment）的股票，包括 ST 股和*ST 股；③在證監會行業分類中，篩選出近三年主營業務收入均居行業首位的股票；④僅保留近三年主營業務收入遞增的股票；⑤剔除存在負主營業務收入或資料不全的股票。

淨利潤龍頭股組合構建步驟：①剔除創業板股票；②剔除經由滬深證券交易所特別處理（Special Treatment）的股票，包括 ST 股和*ST 股；③在證監會行業分類中，篩選出近三年淨利潤均居行業首位的股票；④僅保留近三年淨利潤遞增的股票；⑤剔除存在負淨利潤或資料不全的股票。

總資產龍頭股組合構建步驟：①剔除創業板股票；②剔除經由滬深證券交易所特別處理（Special Treatment）的股票，包括 ST 股和*ST 股；③在證監會行業分類中，篩選出近三年總資產均居行業首位的股票；④僅保留近三年總資產遞增的股票；⑤剔除資料不全的股票。

總市值龍頭股組合構建步驟：①剔除創業板股票；②剔除經由滬深證券交易所特別處理（Special Treatment）的股票，包括 ST 股和*ST 股；③在證監會行業分類中，篩選出近三年總市值均居行業首位的股票；④僅保留近三年總市值遞增的股票；⑤剔除資料不全的股票。

肆、實證研究設計

一、資料來源與樣本選擇

本文以 2005 年 4 月 30 日至 2020 年 2 月 14 日的中國 A 股作為研究樣本，文中的樣本資料以及市場基準組合資料均來自東方財富 choice（東方財富成立於 2005 年，是中國大陸較為知名的財經網站與數據庫，在 2010 年深圳證券交易所創業板掛牌上市），關於價值型龍頭股組合的行業分類標準為證監會行業分類（全部明細）。由於上市公司的年報規定在 4 月 30 日前必須披露，因此本文選取每年的 4 月 30 日作為構建投資組合的時間，投資期為一年，每年更新投資組合。本文所擷取的財務資料為年資料，股價則擷取月收盤價，不過，2020 年 2 月 14 日為日收盤價。

二、對股市上漲區間、下跌區間、震盪區間的界定

本文對股市上漲區間、下跌區間、震盪區間的界定，依據 Fabozzi and Francis (1979) 和 Pagan and Sossounov (2003) 對市場上漲區間和下跌區間的劃分標準，不符合上漲區間和下跌區間的則定義為震盪區間。Fabozzi and Francis 對上漲區間和下跌區間的劃分標準為：若市場的大盤指數由某一波段低點連續上漲 3 個月，或由某一波段高點連續下跌三個月，則定義為上漲或下跌區間；Pagan and Sossounov 對上漲區間和下跌區間的定義為大盤指數漲跌幅需要超過 20%，即大盤指數上漲 20% 則為上漲區間，下跌 20% 則為下跌區間。本文結合兩者觀點，以同時滿足兩者的條件來劃分上漲區間和下跌區間，不滿足兩者條件的則定義為震盪區間。本文對上漲區間、下跌區間以及震盪區間的劃分結果如表 1 所示（本文以滬深 300 作為市場基準指數劃分區間，由於 2005 年 6 月 6 日為一輪牛市的起點，將 2005 年 6 月 6 日定為起始日）：2005/6/6-2007/10/16 為上漲區間（上漲區間 1）、2007/10/16-2008/11/6 為下跌區間（下跌區間 1）、2008/11/6-2009/8/3 為上漲區間（上漲區間 2）、2009/8/3-2014/7/17 為震盪區間（震盪區間 1）、2014/7/17-2015/6/8 為上漲區間（上漲區間 3）、2015/6/8-2016/1/28 為下跌區間（下跌區間 2）、2016/1/28-2018/1/24 為上漲區間（上漲區間 4）、2018/1/24-2019/1/3 為下跌區間（下跌區

間3)、2019/1/3-2019/4/10 為上漲區間(上漲區間5)、2019/4/10-2020/2/14 為震盪區間(震盪區間2)。

表1 滬深300上漲、下跌和震盪區間的報酬率

期間 ^a	期間報酬率(%)	月個數	市場趨勢區間
2005/06/06~2007/10/16	600.50	29	上漲
2007/10/16~2008/11/06	-71.93	13	下跌
2008/11/06~2009/08/03	129.55	9	上漲
2009/08/03~2014/07/17	-43.04	60	震盪
2014/07/17~2015/06/08	148.20	11	上漲
2015/06/08~2016/01/28	-46.70	8	下跌
2016/01/28~2018/01/24	53.83	24	上漲
2018/01/24~2019/01/03	-32.46	11	下跌
2019/01/03~2019/04/10	37.81	3	上漲
2019/04/10~2020/02/14	-2.40	10	震盪

^a以滬深300作為市場基準指數劃分區間，以2005年6月6日定為區間劃分起始日。

三、價值型龍頭股組合的績效衡量說明

為了衡量價值型龍頭股組合的績效表現，本文將選取以下指標、市場基準以及三因子模型對交易策略進行績效分析。

(一)三大績效指標

投資者在衡量投資組合績效表現得時候，往往會考慮到其歷史的收益表現，投資組合的收益率可以直觀地看出組合收益率的高低，但以股票作為標的投資組合，其收益率會受到資金驅動、消息面的刺激等一些偶然因素的影響，因此，高收益的投資組合可能也並不具有穩健性和持續性。若投資者投資了收益率較高的投資組合，該投資組合未來的走勢可能是在一個區間內震盪甚至出現大幅下跌，這樣不僅不能夠獲得超額收益，還可能遭受虧損。因此，為了權衡收益與風險這兩個因素，本文採用風險調整後或加入風險因子的收益率來衡量各組合的績效。

夏普比率，反映的是承擔單位風險可獲取的超額收益。在相同風險的前提下，夏普比率越高，說明獲得的超額收益越高，投資人的投資收益越穩健。夏普比率的計算公式為： $\text{Sharpe Ratio} = (E(R_p) - R_f) / \sigma_p$

其中， $E(R_p)$ 指的是投資組合的年化收益率， σ_p 指的是年化收益率的標準差， R_f 指的是無風險利率。計算年化收益率的公式為： $E(R_p) = (R_{t+1} / R_t) - 1$

特雷諾比率，使用投資組合的 β_p 係數(即投資組合所承擔的系統風險)作為衡量風險的指標，其公式為： $\text{Treynor Ratio} = (R_p - R_f) / \beta_p$ ，其中 R_p 為投資組合的實際收益率， R_f 為無風險利率。所謂特雷諾比率，是指承擔每單位系統風險所獲得的超額收益。即該指數數值越大，表示投資組合的績效表現越好，單位系統風險的超額報酬越高；反之，其表現越差。

詹森指數 (α)，即投資組合的實際收益率與由資本資產定價模型 (CAPM) 得出的預期收益率之差值。其計算公式為 $\alpha_p = R_p - [R_f + \beta_p (R_m - R_f)]$ ，其中 $E(R_p)$ 為投資組合的預期收益率， R_m 為市場基準收益率 (本文在詹森指數的計算中選滬深 300 作為市場基準)，而 R_p 、 R_f 和 β_p 則同上。若詹森指數為正值，代表投資組合在衡量期內的績效表現優於大盤，此時該指標數值越大說明業績表現越好；反之，則表明其績效不理想，跑不贏大盤。

三因子模型，Fama and French (1993) 提出可以建立一個三因子模型來解釋股票回報率。模型認為，一個投資組合 (包括單個股票) 的超額收益可以用模型中的三個因子來解釋。這三個因子分別是：市場資產組合 ($R_m - R_f$)、規模因子 (SMB)、帳上市價比因子 (HML)。這個三因子模型的回歸運算式為：

$$E(R_p) - R_f = \alpha_p + \beta_p[E(R_m - R_f)] + \beta_{sp}SMB_t + \beta_{bp}HML_t + \varepsilon$$

其中， $E(R_p)$ 為投資組合的期望收益率， R_f 為無風險利率， R_m 為市場收益率，SMB 和 HML 分別為規模因子和帳上市價比因子， β_{sp} 和 β_{bp} 分別表示規模因子和帳上市價比對投資組合收益率產生的影響。本文的 SMB 和 HML 資料來源於中央財經大學官網，選取 2006 年至 2020 的年資料。

關於規模因子與帳上市價比的計算，本文參考 Fama and French (1992) 的做法，其計算方法如下：

按流通市值的中位數將 A 股市場股票劃分為小 (S) 和大 (B) 兩類，按帳上市價比大小排序的 30%、40%、30% 劃分為小 (L)、中 (M) 大 (H) 三類，進而構造出 6 個組合 (S/L、S/M、S/H、B/L、B/M、B/H)，組合收益率等於各股的日收益率按流通股市值進行加權計算。SMB 為組合 (S/L、S/M、S/H) 減去組合 (B/L、B/M、B/H)；HML 為組合 (S/H、B/H) 減去組合 (S/L、B/L)。

(二) 無風險利率

關於上述三大績效指標的計算過程會使用到的無風險利率，國際上一般使用國債收益率作為無風險利率，但是由於中國的國債市場流動性不足，因此本文選擇採用上海銀行間同業拆借利率 (SHIBOR) 年資料。

(三) 市場基準組合

滬深 300 指數，可以反映中國證券市場股票價格變動的概貌和運行狀況，並能夠作為投資業績的評價標準，2005 年由滬、深兩證券交易所聯合發佈，為指數化投資及指數衍生產品創新提供基礎條件。因此，本文以滬深 300 作為市場基準與價值型龍頭股組合比較，驗證組合交易策略是否可行。

上證指數、深證成指、創業板指，參考林鼎瀚，張敏敏，黃勅 (2019)，本文在實證分析部分選取了三個基準指數與價值型龍頭股組合進行收益對比，這三個基準指數分別是上證指數、深證成指、創業板指。其中，上證指數的股票樣本為所有在上交所上市的股票；創業板指以所有創業板的股票作為樣本；深證成指以在深交所上市的、最具市場代表性的 500 檔股票作為樣本。這三大指數分別可以代表中國 A 股三大不同板塊，因此，可將這三大指數組合起來代表整個市場，與投資組合進行對比。本文將價值型龍頭股組合與中國 A 股三大指數 (上證指數、深證成指和創業板指) 對比，驗證價值型龍頭股組

合策略在市場中的有效性。

中國私募基金系列指數，參考林鼎瀚，張敏敏，黃勅（2019），中國私募基金系列是由中國大型私募基金資料服務商及基金研究機構朝陽永續於 2016 年推出。該指數的推出，為投資者及私募基金管理人提供了一個投資業績客觀對比的平台，其包含了不同產品、策略等一系列業績的比較基準。

百億私募混合指數是由朝陽永續聯合市場中，規模超百億的私募公司共同打造的中國市場首只百億級私募指數。其涵蓋了中國 21 家頂級私募公司，具代表性的 49 只成分產品，所有成分基金篩選標準非常嚴格，指數編制和分析緊扣市場，同時借鑒國際研究經驗，是中國私募行業表現的標杆指數，具有良好的穩健性及抗跌性，為私募投資人有效的投資參考依據。二十億私募股票指數是朝陽永續聯合市場中，63 家以股票為主要策略且資產管理規模超 20 億的私募基金公司共同打造的，成分產品由這 63 家私募基金中篩選出具代表性的 155 檔股票策略產品構成。

伍、實證研究結果與分析

一、價值型龍頭股組合之敘述性統計分析

表 2 是各個組合以及市場基準在 2005 年 4 月 30 日至 2020 年 2 月 14 日之間每年收益率的敘述性統計。

表 2 價值型龍頭股組合年收益率之敘述性統計

組合名稱	單位（%）				
	平均值	標準差	中位數	最大值	最小值
營收龍頭	26.82	71.60	5.74	224.40	-29.46
淨利潤龍頭	24.38	64.26	11.49	223.02	-26.47
總市值龍頭	27.01	54.86	15.35	187.53	-25.32
總資產龍頭	24.67	71.94	2.60	237.33	-28.54
滬深 300	20.15	61.99	4.16	203.55	-33.75

注：以 2005 年 4 月 30 日至 2020 年 2 月 14 日作為敘述性統計區間。

從上表結果來看，四組價值型龍頭股組合（營收龍頭、淨利潤龍頭、總市值龍頭和總資產龍頭）在平均值上明顯超過滬深 300 的平均值，說明本文的價值型龍頭股組合模型是可行的，均能戰勝市場。其中，在四組價值型龍頭股組合當中，總市值龍頭股組合在平均值、標準差、中位數、最小值均佔優勢，其在獲取較高平均回報率的同時保持較低的波動率，最小值在四組龍頭股組合中也是最小的，同時也小於大盤的最小值。綜合來看，總市值龍頭股組合為四組價值型龍頭股組合中績效表現最優異的組合。

二、價值型龍頭股組合在全區間的績效分析

表 3 以滬深 300 作為市場基準，使用了累計收益率、年化收益率以及三大績效指標對四組龍頭股組合進行了績效分析。

表 3 價值型龍頭股組合全區間（2005-2020）績效分析

組合名稱	累計 ^a 收益率 (%)	年化 ^b 收益率 (%)	β_p	Sharpe Ratio	Treynor Ratio	α_p	P 值 ^c
營收龍頭	708.02	15.16	1.13	0.32	0.20	0.04	0.24
淨利潤龍頭	666.19	14.75	1.02	0.32	0.20	0.04	0.22
總市值龍頭	1,249.06	19.22	0.86	0.42	0.27	0.09*	0.04**
總資產龍頭	492.87	12.78	1.14	0.29	0.18	0.02	0.52
滬深 300	327.69	10.32	1.00	0.26	0.16	——	——

^a 累計收益率的計算公式： $E(R_p) = (1+R_1)(1+R_2)\dots(1+R_n)-1$

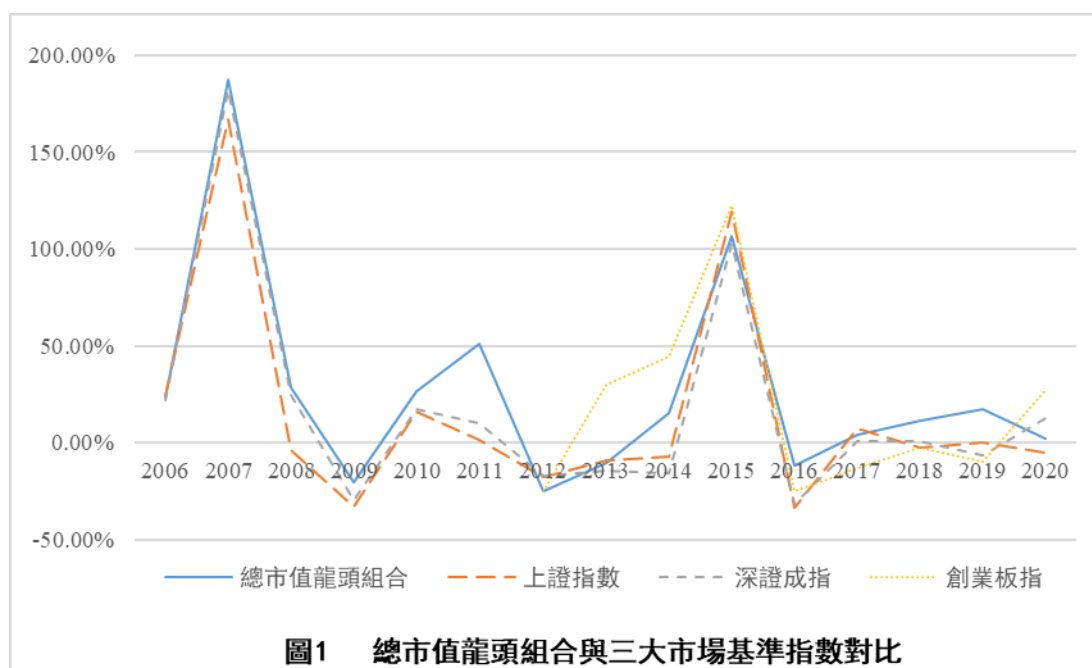
^b 年化收益率的計算公式： $Ave.E(R_p) = (1+E(R_p))^{1/n}-1$

^c *、**及***分別表示在 0.1，0.05 及 0.01 之顯著水準下具顯著性。

其中，在累計收益率一欄中，總市值龍頭股組合的累計收益率達到了 1,249.06%，大幅高於其他三組價值龍頭股組合的累計收益率，其累計收益率排序為：總市值龍頭股組合>營收龍頭股組合>淨利潤龍頭股組合>總資產龍頭股組合>滬深 300；通過累計收益率可以計算出各價值龍頭股組合的年化收益率，其中總市值龍頭股組合的年化收益率是 19.22%，大約是滬深 300 年化收益率的 2 倍；在四組價值龍頭股組合的貝塔值中，都是在 0.8-1.2 的範圍內，跟市場基準滬深 300 存在著較高的相關性，但是 β 小於 1 的只有總市值龍頭股組合，亦即相較其他價值型龍頭股組合，總市值龍頭股組合與滬深 300 的相關性較低，說明在市場下跌的時候總市值龍頭股組合的跌幅應該會小於市場跌幅；在四組價值型龍頭股組合的三大績效指標中，總市值龍頭股組合的夏普比率、特雷諾比率和 α_p 都遠大於其他三組價值型龍頭股組合的三大績效指標，且總市值龍頭股組合的 P 值為 $0.0378 < 0.05$ ，說明總市值龍頭股組合的 α_p 在 0.05 的水準下顯著，即該組合收益率顯著高於滬深 300，戰勝市場獲得超額收益。綜上所述，在價值型龍頭股組合當中，通過累計收益率、年化收益率以及三大績效指標的考量，可以看出總市值龍頭股組合的績效是最優異的。

三、價值型龍頭股組合在全區間（2005-2020）與 A 股三大市場基準指數對比

上文在對價值型龍頭股組合的績效分析當中，得出總市值龍頭股組合是價值型龍頭股組合中最優異的一組，因此，本文選取總市值龍頭股組合與中國 A 股三大市場基準指數（上證指數、深證成指和創業板指）進行對比。



從圖 1 中可以看到，在 2005 年至 2020 年這 15 年中，有 8 年可以完全戰勝指數，在其餘的 7 年中只能戰勝部分指數，說明總市值龍頭股組合的績效波動較大，不具有持續性，並不能一直都戰勝市場獲得超額收益。

四、價值型龍頭股組合與中國私募基金系列指數對比

表 4 中以價值型龍頭股組合與中國私募基金系列指數(20 億私募股票指數和百億私募指數)進行對比。

表 4 價值型龍頭股組合與中國私募基金系列指數對比

單位：%

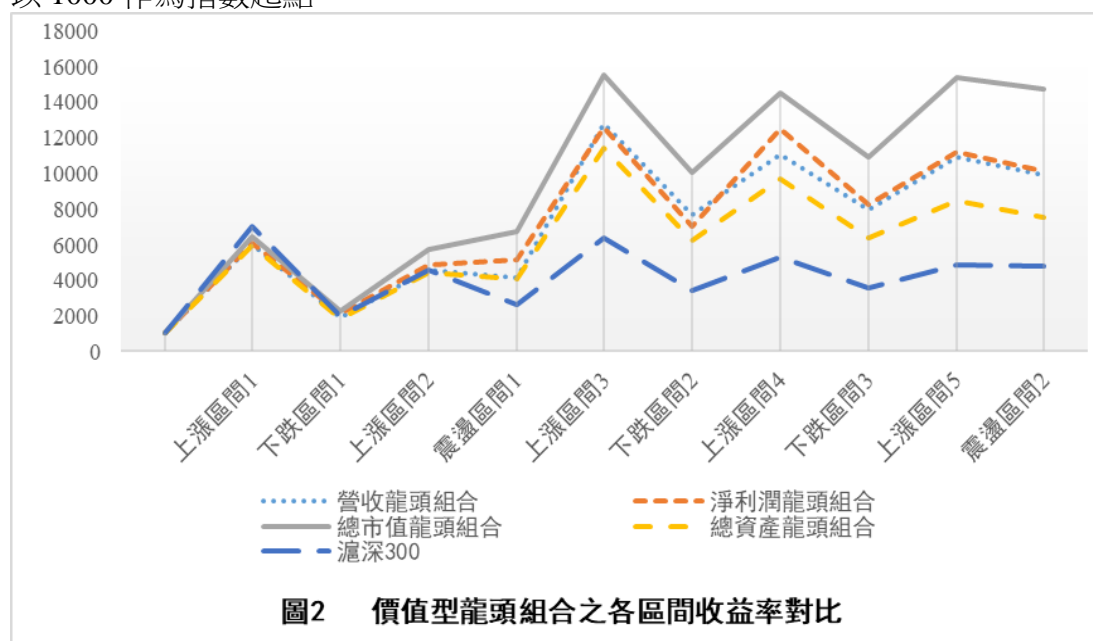
組合名稱	近一年	近兩年	近三年	近四年 ^a
營收龍頭	-2.27	1.11	3.79	15.73
淨利潤龍頭	-1.67	-6.67	8.32	26.25
總市值龍頭	1.95	19.54	32.76	38.21
總資產龍頭	-4.33	-8.60	-6.23	8.84
20 億私募股票指數	10.97	14.25	25.14	32.68
百億私募指數	10.32	15.88	25.21	35.12

^a 中國私募基金系列指數在 2016 年才剛推出，所以文中選取 2016 年 4 月 30 日至 2020 年 2 月 14 日進行收益率對比

從表 4 中可以看到，四組價值型龍頭股組合中，營收龍頭、淨利潤龍頭和總資產龍頭的不論是近一年、近兩年、近三年還是近四年的收益率，均不能跑贏 20 億私募股票指數和百億私募指數；總市值龍頭在近四年內每年的收益率都大於其他三組組合，並且總市值龍頭只在近一年的收益率低於 20 億私募股票指數和百億私募指數，但是其餘三年都超過這兩隻指數。綜上所述，價值型龍頭股組合中總市值龍頭的績效表現最為優異，而且可以打敗私募指數，說明價值型龍頭股組合雖然能打敗市場，但是四組組合並不能完全戰勝私募基金，也只有總市值龍頭的績效表現能超過私募基金指數。

五、價值型龍頭股組合在各區間績效表現

為了可以更直觀的觀察四組價值型龍頭股組合在各區間的績效表現以及與市場基準指數滬深 300 對比，本文將四組價值型龍頭股組合和滬深 300 的收益率編製成指數，以 1000 作為指數起點。



注：圖 2 以 1000 作為指數起點將四組價值型龍頭股組合和滬深 300 的收益率編製成指數。

從圖 2 中可以觀察到，滬深 300 只在上漲區間 1 中收益率超過了四組價值型龍頭股組合，但在隨後的各區間中基本都被四組價值型龍頭股組合打敗，這裡又驗證了價值型龍頭股組合模型在中國 A 股市場中的有效性，與李大剛（2004）的實證結果一致。在經歷了上漲區間 1 和下跌區間 1 之後，價值型龍頭股組合中的總市值龍頭股組合優勢開始顯現，觀察上圖的直線斜率可以發現，在上漲區間 2 中漲幅明顯大於其他各個組合，且在接下來的震盪區間 1 裡與各個組合進一步拉開差距；整體來看，在本文選取的時間區間內，總市值龍頭股組合的表現是最優異的，在上漲區間漲幅會明顯大於其他各組合與市場基準指數的漲幅，下跌區間也有一定的抗跌效果，其次是營收龍頭股組合與淨利潤龍頭股組合不相上下，表現較為不理想的則是總資產龍頭股組合。

進一步以收益率數值觀察，表 5 顯示在市場趨勢間下，除了在上漲區間 3（2014/07/17~2015/06/08）市場投資氣氛狂熱下，總市場龍頭的收益率大致優於

其他 3 個龍頭組合。另外，相較於滬深 300 指數，在 5 次上漲趨勢中，總市場龍頭股組合收益率僅 2 次高於市場指數；不過，在 3 次下跌趨勢中，總市場龍頭股組合收益率皆高於市場指數；在 2 次震盪趨勢中，總市場龍頭股組合與市場指數各有勝負，不過，在震盪區間 1 時（2009/08/03~2014/07/17），總市場龍頭股組合、市場指數的收益率分別為 17.37、-43.04，而在震盪區間 2 時（2019/04/10~2020/02/14），總市場龍頭股組合、市場指數的收益率又分別為-4.56、-2.40。總結，相較於其他組合，在市場投機氣氛濃厚下，不宜採用總市場龍頭作為投資組合，而其餘的市場環境則為適宜，而熊市時其風險為最低。

表 5 市場趨勢區間下比較價值型龍頭股組合與市場指標之收益率

	單位：%				
	營收龍頭	淨利潤龍頭	總市值龍頭	總資產龍頭	滬深 300
上漲區間 1	498.68	503.69	542.84	491.35	600.50
下跌區間 1	-68.05	-65.08	-65.66	-69.43	-71.93
上漲區間 2	138.99	129.06	158.97	144.16	129.55
震盪區間 1	-9.27	6.21	17.37	-9.08	-43.04
上漲區間 3	207.59	144.96	131.27	183.08	148.20
下跌區間 2	-39.82	-44.45	-35.57	-45.72	-46.70
上漲區間 4	43.50	78.54	44.92	56.42	53.83
下跌區間 3	-28.28	-33.81	-24.77	-34.15	-32.46
上漲區間 5	37.63	35.86	41.07	33.03	37.81
震盪區間 2	-9.36	-9.80	-4.56	-11.41	-2.40

六、以三因子模型分析投資績效

本文採用三因子模型對價值型龍頭股組合進行實證分析，結果如表 6 所示，四組價值型龍頭股組合的 α_p 都大於 0，其中營收、總市值龍頭皆在 0.1 的顯著水準下為顯著。

表 6 採用三因子模型分析龍頭股組合的投資績效

組合名稱 ^a	α_p ^b	β_p	β_{sp}	β_{bp}
價值型龍頭股組合				
營收龍頭	0.0504* (0.0973) ^c	1.1347*** (0.0000)	0.4090*** (0.0061)	-0.0503 (0.7058)
淨利潤龍頭	0.0237 (0.3194)	1.0136*** (0.0000)	0.1584 (0.1377)	0.3640*** (0.0056)
總市值龍頭	0.0860* (0.0721)	0.8534*** (0.0000)	0.0444 (0.8177)	0.1407 (0.4998)
總資產龍頭	0.0144 (0.6299)	1.1394*** (0.0000)	0.2809** (0.0491)	0.2105 (0.1505)

^a 以 2005 年 4 月 30 日至 2020 年 2 月 14 日作為三因子模型績效分析區間。

^b 三因子模型的回歸運算式： $E(R_p) - R_f = \alpha_p + \beta_p[E(R_m) - R_f] + \beta_{sp}SMB_t + \beta_{bp}HML_t + \varepsilon$ 。

^c 括弧內數值為 P value；*、**及***分別表示在 0.10、0.05 及 0.01 之顯著水準下具顯著性。

以 α_p 的數值來看，總市值龍頭股組合為最大，說明總市值龍頭股組合為價值型龍頭股組合中績效表現最好的組合；總市值龍頭的 β_p 為 0.85，說明該組合在市場下跌時，有顯著的抗跌效果，而另外三組價值型龍頭股組合均大於 1，在市場出現下行風險的時候，或許會導致其下跌幅度加劇。營收、總資產龍頭股組合的 β_{sp} 係數值為顯著，可見這兩個組合的超額收益有一部分是來源於規模因子；而價值型龍頭股組合中，除了淨利潤龍頭股組合外， β_{bp} 係數值均為不顯著，說明帳上市價比因子對其他龍頭股組合的超額收益沒有顯著影響。歸結而言，總市值龍頭股組合的超額報酬率，與市場因子有關，不過，無關於規模因子與帳上市價比因子。

陸、結論

本文構建價值型龍頭股組合對中國 A 股市場進行驗證，選取了將近 15 年的時間區間，時間跨度足夠長，可以排除投資策略的績效偶然表現優異的可能。

本文通過實證分析，得出以下結論：

一、本文以價值投資為核心，構建價值龍頭股組合應用於 A 股市場進行驗證，發現價值型龍頭股組合是可以戰勝大盤，獲得超額收益的，這說明價值型交易策略在中國 A 股市場是有效的。

二、本文以三大績效評價指標、市場基準組合對比、中國私募基金系列指數、劃分上漲下跌以及震盪區間和三因子模型等績效衡量方法對四組價值型龍頭股組合進行衡量，綜合得出，總市值龍頭股組合的績效表現在價值型龍頭股組合中最為優異，投資者可直接以總市值龍頭股組合的構建方法來建立組合，作為自己資產配置的一部分。

三、本文的四組價值型龍頭股組合，分別是以主營業務收入、淨利潤、總市值和總資產作為選股指標來劃分，通過實證分析得出，總市值龍頭股組合不僅績效表現最好，且其 β_p 也小於其他三組組合，在市場出現下行風險的時候，總市值龍頭股組合的優勢將

顯現，有較好的抗跌效果。因此，在對於價值型龍頭股組合的選股當中，總市值是一個不可忽視的指標。

綜上所述，價值型交易策略在中國 A 股市場可行、有效，建議投資者於中國 A 股市場構建價值型龍頭股組合時，可選擇構建績效表現最優異的總市值龍頭股組合，可以戰勝市場而獲得較其他組合更佳的超額收益。

參考文獻

- Buffett, W.(2004),“Lessons for Corporate America,”*New York: Harper Coffins Publishers*, 89-123.
- Chopra, N.,J. Lakonishok, andJ. R. Ritter (1992),“Measuring Abnormal Performance: Do Stocks Overreact?”*Journal of Financial Economics*,Vol. 31, 235-268.
- De Bondt, W. and R. Thaler (1985),“Does the Stock Market Overact?” *Journal of Finance*, Vol. 40, 793- 808.
- De Bondt, W. and R. Thaler (1987),“Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality,”*Journal of Finance*, Vol. 42, 557-581.
- Edwards, G. W. and J. B. Williams (1938),“The Theory of Investment Value,” *Journal of Political Economy*, 132-154.
- FabozziF. J. and J. C. Francis (1979), “Mutual Fund Systematic Risk for Bull and Bear Markets: An Empirical Examination,” *Journal of Finance*, Vol. 34, 1243-1250.
- Fama, E.F. and K. R. French (1992),“The Cross-Section of Expected Stock Returns,”*Journal of Finance*, Vol. 47, 427-465.
- Graham, B. and D. David (1934), “Security Analysis,” *London:McGrawHill Publishers*, 32-39.
- Graham, B.(1949),“Intelligent Investor,”*London: HarperCollins Publishers*, 39-78.
- Miller, B.(1997),“Whitetail Wisdom,”*New York: North American Hunting Club*, 10-32.
- Pagan, A. R. and K. A. Sossounov (2003), “A Simple Framework for Analysing Bull and Bear Markets,” *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 18, 23-46.
- Philip, A.F.(1959),“Common Stocks and Uncommon Profits,”*New York: John Wiley & Sons Inc*, 10-32.
- 王孝德、彭豔（2002），「價值投資策略:國際經驗與中國實證」，深圳: 深圳證券交易所，3。
- 王豔春、歐陽令南（2004），「價值投資於中國股市的可行性分析」，《財經科學》，第一期,32-36。
- 李大剛（2004），「價值投資策略在中國股市的實證研究」，博士論文，復旦大學。
- 沙福貴（2004），「對"價值投資時代來臨"的反思」，《湖南財政經濟學院學報》，第二十二期，30-32。
- 林鬥志（2004），「價值投資在中國股市表現的實證分析」，《財經科學》，第一期，21-22。
- 林鼎瀚、張敏敏、黃勅（2019），「基於風險調整後收益的 A 股投資組合策略」，《福建工

程學院學報》，第十七期，55-60。

孫友群、陳小洋、魏非(2002)，「價值投資與中國股市對接的思考」，《財經理論與實踐》，第二期，65-67。

晏豔陽、胡俊(2006)，「股票價格與上市公司業績的關聯分析—對中國證券市場的研究」，《系統工程》，第八期，67-73。

賀顯南(2004)，「中國股市價值投資研究」，《中南財經政法大學學報》，第五期，117-122。

劉幌松(2003)，「股票投資理論與評述」，《上海經濟研究》，第二期，70-74。

蔣俊賢(2005)，「價值投資於中國股市可行性的實證研究」，《內蒙古科技與經濟》，第六期，8-10。

聶祖榮(2004)，「價值投機是價值投資必經之路」，《證券導刊》，第四十五期，26-28。

魏國林(2013)，「中國股市聯動效應與龍頭股研究」，博士論文，西南財經大學。