

策略主题ETF：A股市场因子配置的精细化工具

主题ETF系列研究报告

研报摘要

- 策略主题ETF（Smart Beta ETF）作为介于传统宽基ETF与主动管理基金之间的标准化投资工具，凭借规则透明、费率低廉、风格稳定的特征，已成为中长期资金调整风险敞口、捕捉因子溢价的核心配置手段。报告系统梳理了国内策略主题ETF的定义、分类与市场格局，聚焦沪深300衍生策略产品展开深度对比，并构建了可落地的单风格择时与多策略轮动配置框架，为投资者提供精细化的风格配置参考。
- 截至2026年一季度末，国内市场筛选出符合标准的策略主题ETF共117只，跟踪59个标的指数，总净值规模约2040.47亿元。产品结构呈现显著的头部集中特征，红利类与自由现金流类策略占据主导，其中红利低波指数跟踪规模达410.41亿元，自由现金流指数以236.65亿元紧随其后。从风格特征看，当前市场策略指数整体向低估值、高股息的价值类风格集中，且2026年以来市场环境显著偏向成长，指数涨跌幅与成长风格正相关、与股息率负相关。
- 报告重点拆解了7只沪深300相关策略主题指数的核心差异：规模上300红利低波以55.70亿元领跑；业绩上2026年以来300成长指数以12.33%的涨幅跑赢基准，长期维度300现金流指数近10年年化收益率达22.08%，超额收益显著；行业分布上，成长策略集中配置电子、电力设备、通信等TMT板块，价值与红利策略则高度依赖银行、非银金融及周期行业。收益相关性分析显示，成长与价值、红利类策略超额收益显著负相关，为风格轮动提供了天然基础。
- 基于上述分析，报告提出两类配置方案：一是针对红利风格的三维择时框架，通过股息率分位数、相对估值分位数与股债性价比三个信号识别左侧买点；二是风格动量月度轮动策略，选取300成长、价值、现金流、质量四个低相关指数，采用过去6个月半衰加权收益率选前2名等权配置，回测显示2014年以来该组合累计超额收益率超40%；截至2026年4月末，动量信号指向持有300成长与300现金流指数。展望后市，可短期关注成长与现金流策略的势能延续，中长期密切跟踪红利类资产的左侧配置信号。
- 风险提示：**本报告基于公开信息整理，回测结果仅展示历史规律，不构成任何投资建议。关注市场风格切换风险，指数编制规则变更风险，流动性风险，宏观经济风险。

证券分析师

张一

S0670524030001

zhangyi@jrjzq.com.cn

联系人

柯岩

S0670124060001

keyan@jrjzq.com.cn

目录

一、策略主题 ETF 基础定义与发展概览	4
(一) 策略型 ETF 定义与产品特征	4
(二) 策略主题 ETF 常见类别梳理	4
二、策略主题 ETF 样本筛选与风格统计	5
(一) 策略主题 ETF 的识别和筛选	5
(二) 策略主题 ETF 跟踪指数的风格特征概览	6
三、代表性策略主题 ETF 对比：以沪深 300 相关产品为例	8
(一) 沪深 300 相关策略主题 ETF 概览	8
(二) 沪深 300 相关策略主题 ETF 的跟踪指数编制方案拆解	8
(三) 沪深 300 相关策略主题指数行业分布与历史动态持仓统计	9
(四) 沪深 300 相关策略主题指数业绩复盘	11
四、策略主题 ETF 配置探索	13
(一) 从基本面逻辑出发的指数择时：以 300 红利指数为例	13
(二) 一种简单的策略轮动方法：风格动量月度轮动组合	15
(三) 小结展望	17
五、风险提示	17

图表目录

图 1: 常见策略型指数和 ETF 分类	5
图 2: 策略主题 ETF 的识别	6
图 3: 策略主题 ETF 基准指数成长/价值 (纵轴) 与股息率 (横轴) 对比	7
图 4: 策略主题 ETF 基准指数成长/红利 (横轴) 与今年以来收益 (纵轴) 对比	7
图 5: 沪深 300 相关策略主题指数的构建逻辑概览	9
图 6: 沪深 300 成长指数历史行业分布	10
图 7: 沪深 300 价值指数历史行业分布	11
图 8: 沪深 300 相关策略主题指数分阶段累计收益率统计	12
图 9: 300 红利指数累计收益与累计超额	13
图 10: 300 红利全收益指数累计收益与累计超额	13
图 11: 股息率分位数与 300 红利累计收益率走势对比	14
图 12: 相对估值分位数与 300 红利累计收益率走势对比	15
图 13: 基于 300 红利和 10 年期国债到期收益率的股债性价比走势	15
图 14: 沪深 300 相关策略主题指数累计超额收益率 (2014 年以来)	16
图 15: 沪深 300 相关策略主题指数动量轮动组合回测	17
表 1: 跟踪 ETF 规模合计 20 亿元以上的策略主题指数概览	6
表 2: 沪深 300 相关策略主题指数的 ETF 覆盖情况与指数信息概览	8
表 3: 沪深 300 相关策略主题指数持仓行业分布对比 (截至 2026 年 4 月)	9
表 4: 沪深 300 相关策略主题指数超额收益分析	12

一、策略主题 ETF 基础定义与发展概览

（一）策略型 ETF 定义与产品特征

结合中证指数发布的《策略指数及指数化投资发展年度报告（2025）》，策略主题 ETF（也可称为 Smart Beta ETF 或因子指数 ETF），以策略指数为跟踪对象，通过规则化方法对传统市值加权组合进行系统性偏离，以获取特定风险因子或投资风格暴露。

- （1）从产品特征来看：业内通常将“非市值加权”作为策略指数相对于宽基 ETF 的核心识别特征，所有基于规则驱动、偏离传统市值配置框架的产品均属于此范畴；
- （2）从策略实现方法来看：既包括指数和 ETF 持仓的权重调整（如等权、基本面加权、风险加权等），也包括指数成分券和 ETF 持仓的筛选规则（如高股息、低波动或质量因子选样等）；
- （3）从产品投资目标来看：部分指数和 ETF 希望通过持仓规则调整，能系统性暴露于特定风险因子、捕捉长期风险溢价，实现对基础指数风险收益特征的优化，其投资目标介于主动管理和传统被动宽基指数 ETF 之间；
- （4）从产品属性来看：策略型 ETF 属于股票型 ETF，具备规则透明、费率较低、组合策略可复制、持仓风格稳定等 ETF 核心特征，能为投资者提供高度标准化的风格配置和因子投资工具。

从上述特征来看，策略主题 ETF 在传统宽基代表的“大类资产 beta”和主动管理策略提供的“非透明化 alpha”之间，提供了一个更加规则化、精细化的解决方案；结合 ETF 产品低成本和高流动性的特征，正逐渐成为中长期资金调整风险敞口、捕捉因子溢价的核心配置工具。

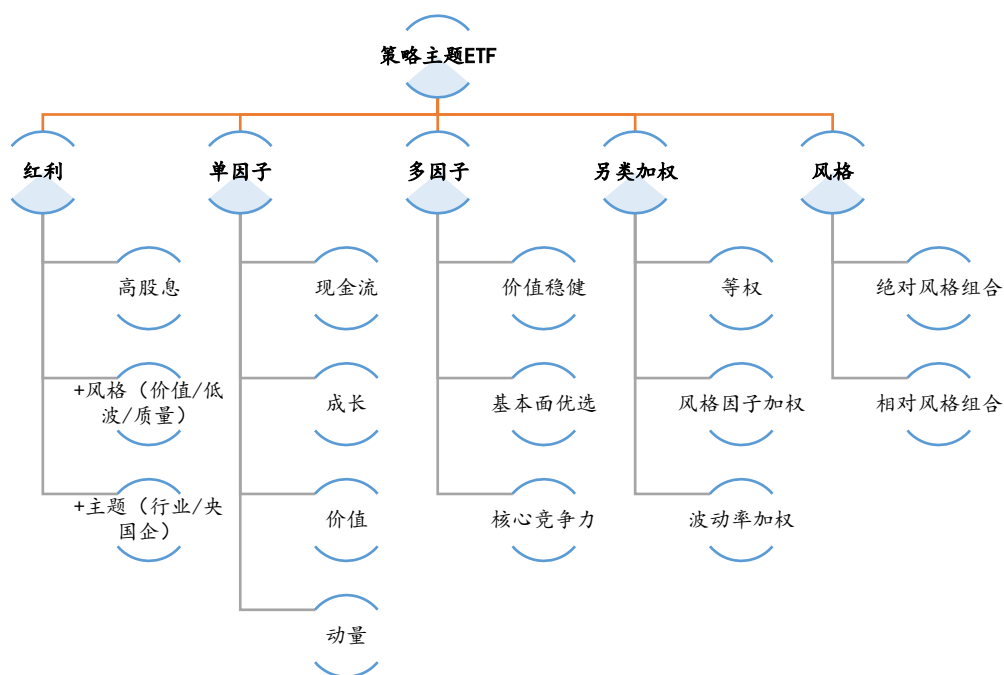
（二）策略主题 ETF 常见类别梳理

结合中证指数分类方法，我们可将国内策略 ETF 按照核心风格和策略方法分为五大类别：

- （1）**红利类策略 ETF**：红利主题 ETF 国内策略型 ETF 中规模最大、衍生策略最多的重要类别，现有 ETF 细分品类已覆盖高股息、红利低波、红利质量、行业主题红利、央企主题红利、高预期分红等多个方向，同时覆盖沪港深多个市场；
- （2）**单因子策略 ETF**：单因子策略指数和相关 ETF，通常是基于资产定价理论与 A 股长期有效性实证，选取单一的风格因子进行系统性暴露，并在此过程中，对行业权重、换手率、个股权重进行适当约束，形成风格配置的基础工具；目前国内代表性较强、关注度较高的类别是现金流因子相关的指数和 ETF 产品；
- （3）**多因子策略 ETF**：与单因子策略相比，多因子策略指数和 ETF 往往更注重对因子纯度、组合业绩稳健性和策略可交易性的兼顾；策略通常对各类长期有效的风格因子进行标准化处理、加总，形成综合评分作为最终选股和加权的依据，以实现风险分散和收益来源多元化的目标；

- (4) **另类加权策略 ETF**: 另类加权策略包括等权重加权、基本面加权和风险加权等方法; 与常见的市值加权方法相比, 等权重加权能降低权重集中度、增强组合对中小市值的偏离; 基本面加权和风险加权, 则能通过权重调整增加组合对于基本面因子和低波动因子的风险敞口;
- (5) **风格指数 ETF**: 风格策略通常是指基于成长或价值风格构建的, 相对风格、绝对风格组合, 能为投资者提供标准化的风格轮动工具, 两种策略均基于标准化后的个股风格特征进行选股、赋权; 其中相对风格指数和 ETF 在不同宽基基准中引入风格倾斜, 在提升相对风格暴露的同时, 保留市场整体特征; 绝对风格策略则严格筛选、持有符合风格特征的个券, 实现对单一风格因子的高度基准暴露。

图 1: 常见策略型指数和 ETF 分类



资料来源: 中证指数研究, 金融街证券研究所整理

二、策略主题 ETF 样本筛选与风格统计

(一) 策略主题 ETF 的识别和筛选

目前国内策略主题 ETF 在 wind 等公开数据库的投资范围分类中, 分散于主题、风格、策略指数型 ETF 中。为更好识别和刻画相关产品样本, 我们可综合考虑 ETF 跟踪指数基础信息、编制方案、实际持仓风格三重信息, 确定研究范围。

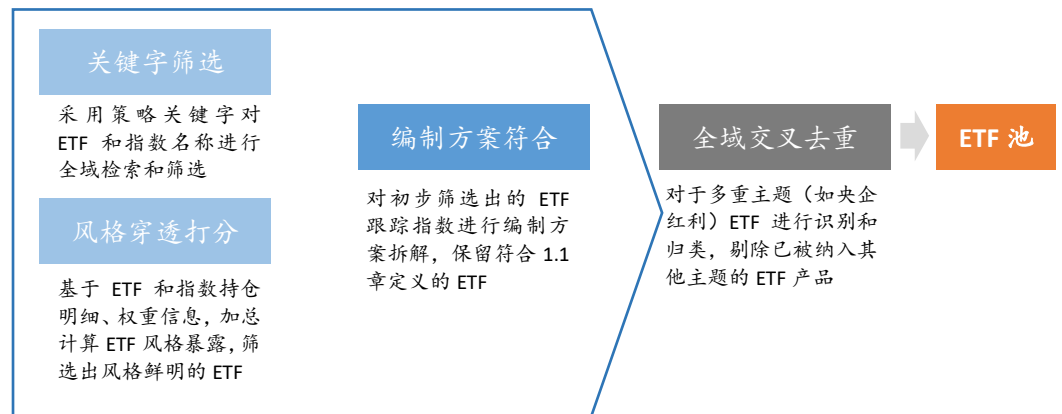
结合图 2 方法, 金融街证券团队初步筛选策主题 ETF 共计 117 只, 跟踪于 59 个标的指数¹。截至 2026 年一季度末, 策略主题 ETF 净值规模合计约 2,040.47 亿元人民币。

如表 1 所示, 截至 2026 年一季度末, 跟踪 ETF 总规模超过 20 亿元的策略主题指数共 16 个, 按照跟踪规模倒序排序, 靠前的策略以红利相关策略和自由现金流策略为主。其中跟

¹ 金融街证券主题 ETF 分类体系请见 2026 年 1 月 1 日外发报告《主题 ETF 及场外指数型基金分类体系与研究框架》。

踪 ETF 规模最大的是红利低波（h30269.CSI）指数，关联 ETF 共 6 个，规模合计约 410.41 亿元；自由现金流（980092.CNI）指数次之，关联 ETF 共 7 个，规模合计约 236.63 亿元。

图 2：策略主题 ETF 的识别



资料来源：金融街证券研究所整理

表 1：跟踪 ETF 规模合计 20 亿元以上的策略主题指数概览

序号	跟踪指数名称	跟踪指数代码	ETF 规模 (亿元)	ETF 数量 (个)	指数机构
1	红利低波	h30269.CSI	410.41	6	中证指数
2	自由现金流	980092.CNI	236.65	7	国证指数
3	中证红利	000922.CSI	233.74	6	中证指数
4	红利指数	000015.SH	171.39	1	中证指数
5	红利低波 100	930955.CSI	165.11	5	中证指数
6	标普中国 A 股大盘红利低波 50	SPCLLHCP.SPI	160.45	1	标准普尔
7	中证现金流	932365.CSI	139.99	13	中证指数
8	央企创新	000861.CSI	75.65	4	中证指数
9	300 红利低波	930740.CSI	55.70	1	中证指数
10	富时中国 A 股自由现金流聚焦指数	888888.FI	53.61	1	FTSE
11	标普 A 股红利	CSPSADRP.CI	44.54	1	标准普尔
12	国信价值	931052.CSI	31.30	1	中证指数
13	800 现金流	932368.CSI	25.89	6	中证指数
14	价值 100	980081.CNI	24.42	1	国证指数
15	中证红利质量	932315.CSI	23.12	3	中证指数
16	深证红利	399324.SZ	20.95	2	国证指数

数据来源：wind，金融街证券研究所，数据截至 2026Q1

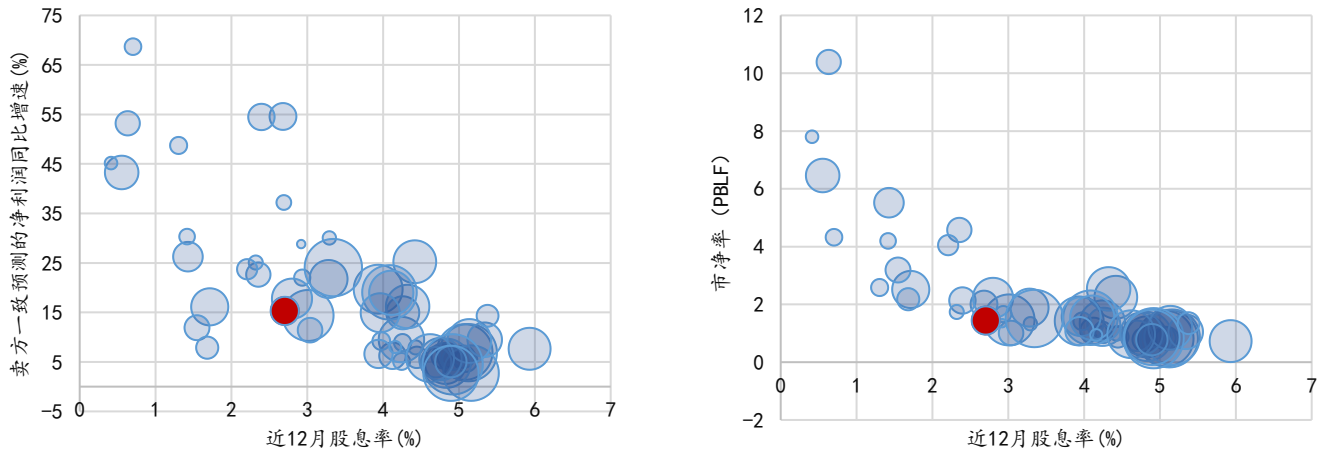
（二）策略主题 ETF 跟踪指数的风格特征概览

考虑到现有 59 只策略主题指数的编制规则、因子敞口、收益来源存在显著差异，为直观刻画产品特征，我们从成长（指数卖方一致预测的净利润同比增速）、价值（指数市净率 PBLF）和红利（指数近 12 月股息率）等风格维度，对各 ETF 覆盖的策略主题指数进行横向对比，结合产品规模与近期业绩表现形成对策略主题 ETF 产品和相关指数的全景风格特征刻画。

结果如图 3、图 4 所示，当前市场策略主题 ETF 和跟踪指数呈现两大核心特征：其一，产

品整体向低估值、高股息的价值类风格集中，策略指数沿股息率-成长增速维度形成明显分化：高股息率策略集中分布于低成长增速区间，以红利、价值类指数为核心，产品规模普遍较大；高成长增速策略则对应低股息率特征，产品规模相对偏小。其二，2026年以来指数涨跌幅与成长风格呈现显著正相关，与股息率呈现负相关，说明2026年以来属于成长风格占优的市场环境。

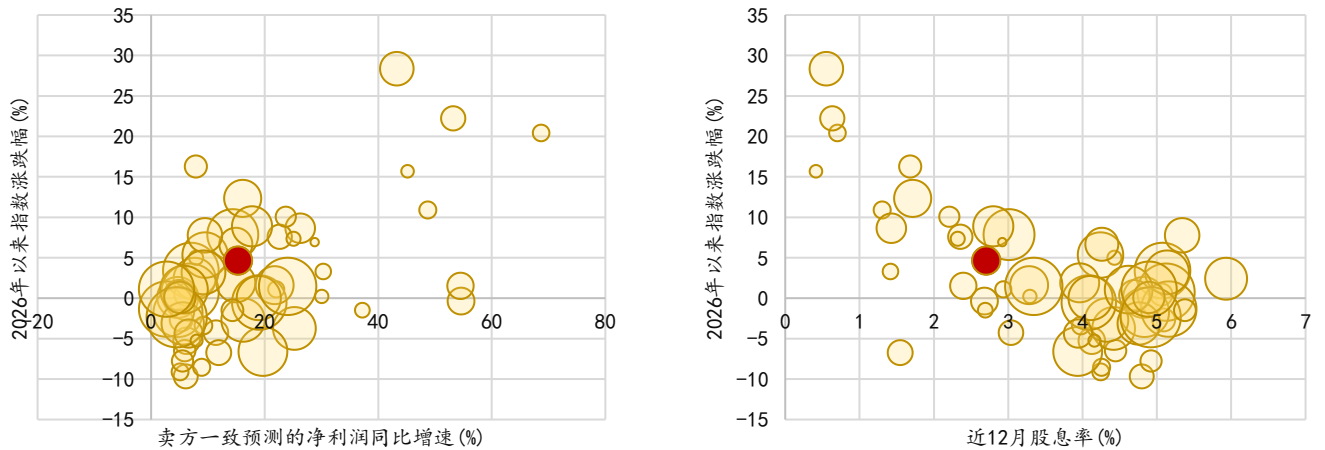
图3：策略主题ETF基准指数成长/价值（纵轴）与股息率（横轴）对比



数据来源：wind，金融街证券研究所，风格与业绩数据截至20260522，ETF规模数据截至2026Q1

绘图说明：策略主题指数的气泡大小对应跟踪ETF总规模，红色标记对应沪深300指数风格特征（标记大小取均值）

图4：策略主题ETF基准指数成长/红利（横轴）与今年以来收益（纵轴）对比



数据来源：wind，金融街证券研究所，风格与业绩数据截至20260522，ETF规模数据截至2026Q1

绘图说明：策略主题指数的气泡大小对应跟踪ETF总规模，红色标记对应沪深300指数风格业绩（标记大小取均值）

为更精准地拆解策略收益来源、对比持仓与风格差异，我们在后续研究中将聚焦于以沪深300为基准指数的策略主题ETF和指数产品，进行指数持仓特征、业绩表现的深度复盘。

三、代表性策略主题 ETF 对比：以沪深 300 相关产品为例

（一）沪深 300 相关策略主题 ETF 概览

沪深 300 指数由中证指数有限公司编制，由沪深市场中规模大、流动性好的最具代表性的 300 只证券组成，以反映沪深市场上市公司证券的整体表现²。

围绕沪深 300 衍生的策略主题 ETF，通常会通过差异化的选股规则与加权方式实现对基准的系统性风格偏离，是当前市场上谱系较为完整的风格配置工具。截至 2026 年一季度，以沪深 300 为基准的策略主题 ETF 共跟踪 7 个核心指数，产品规模与业绩表现呈现分化，具体信息如表 2 所示。

表 2：沪深 300 相关策略主题指数的 ETF 覆盖情况与指数信息概览

指数名称	指数代码	ETF 规模 (亿元)	ETF 数量 (个)	发布日期	2026 年以来涨跌幅	近 5 年 年化收益率	近 10 年 年化收益率
300 红利低波	930740.CSI	55.70	1	2018-12-04	-1.77%	3.68%	8.29%
300 现金流	932366.CSI	12.15	2	2024-11-12	1.90%	8.20%	22.08%
300 成长	000918.CSI	9.43	2	2008-01-21	12.33%	-4.88%	11.65%
300 质量	932431.CSI	3.01	1	2025-03-18	-4.37%	-4.96%	11.55%
沪深 300 红利	000821.CSI	1.54	1	2012-07-20	-2.69%	0.41%	9.20%
300 价值	000919.CSI	1.28	2	2008-01-21	-6.48%	-0.95%	7.44%
300 价值稳健	931586.CSI	0.78	1	2020-11-09	-3.38%	0.45%	10.02%
沪深 300	000300.SH			2005-04-08	4.65%	-1.15%	9.50%

数据来源：wind，金融街证券研究所，ETF 规模数据截至 2026Q1，指数收益数据截至 20260522

从规模分布看，300 红利低波指数以约 55.70 亿元的 ETF 跟踪规模位居首位，300 现金流指数次之，跟踪规模约 12.15 亿元；其余指数跟踪规模均在 10 亿元以下，资金在沪深 300 相关策略主题的 ETF 布局中呈现集中特征。

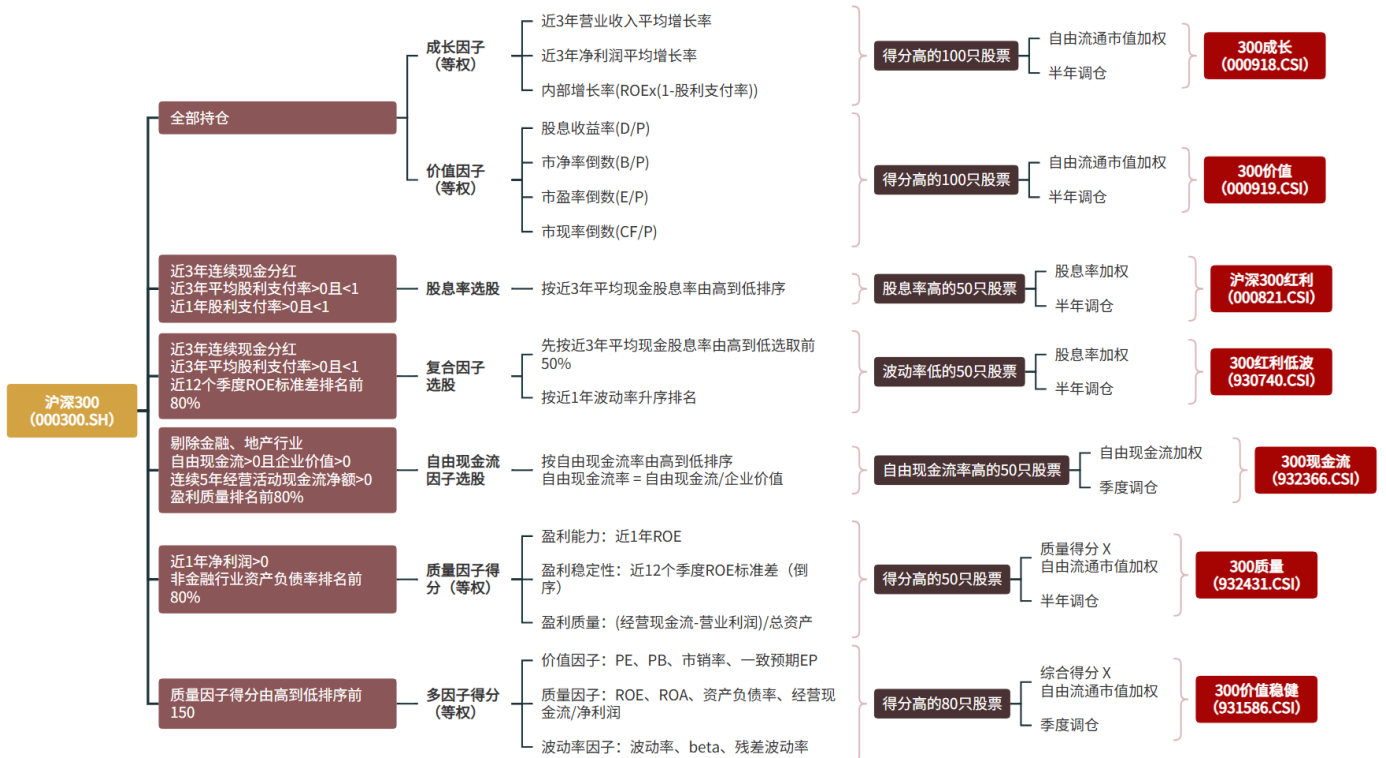
从业绩表现看，2026 年以来市场风格显著偏向成长，300 成长指数以 12.33% 的涨幅领跑，大幅跑赢沪深 300 指数 4.65% 的累计收益；而 300 价值指数表现相对弱势，年内下跌 6.48%。从长期收益维度看，300 现金流指数的年化收益水平较高，近 10 年年化收益率达 22.08%，相对于沪深 300 指数取得了 10% 以上的年化超额；300 成长、300 质量、300 价值稳健指数近 10 年也均跑赢沪深 300 指数，展现出较好的长期配置价值。

（二）沪深 300 相关策略主题 ETF 的跟踪指数编制方案拆解

不同策略主题指数的收益风险特征差异，本质上源于底层编制方案的不同。如图 5 所示，沪深 300 相关的策略主题指数在编制时，主要通过“选股规则优化”和“加权方式调整”两个环节动态调整指数持仓结构，令指数相对于沪深 300 动态偏离于不同风格特征。

² 信息来源：《沪深 300 指数编制方案》引言。

图 5：沪深 300 相关策略主题指数的构建逻辑概览



资料来源：中证指数公司官方披露的指数编制方案，金融街证券研究所整理

(三) 沪深 300 相关策略主题指数行业分布与历史动态持仓统计

行业分布的差异化是不同策略主题指数收益表现分化的重要驱动因素。截至 2026 年 4 月，沪深 300 各策略主题指数的行业持仓呈现出鲜明的风格特征。

从当前行业分布看，300 成长指数显著超配电子、电力设备、通信等行业，三者合计权重达 47.87%，而相对低配银行、非银金融等金融行业，银行权重仅 2.00%，与沪深 300 基准 11.00%形成鲜明对比。300 价值指数则呈现明显的金融行业偏向，银行和非银金融合计权重达 54.20%，同时相对低配电子、电力设备等成长行业。

300 红利和 300 红利低波指数高度集中于金融和周期行业。300 红利指数中银行权重高达 42.64%，煤炭和交通运输权重也分别达到 15.46%和 11.40%；300 红利低波指数在银行、石油石化、交通运输等行业的配置比例也显著高于沪深 300 基准。300 现金流指数呈现独特的行业分布特征，石油石化和通信行业权重分别达 17.94%和 16.65%，家用电器和汽车行业合计权重达 23.53%。

表 3：沪深 300 相关策略主题指数持仓行业分布对比（截至 2026 年 4 月）

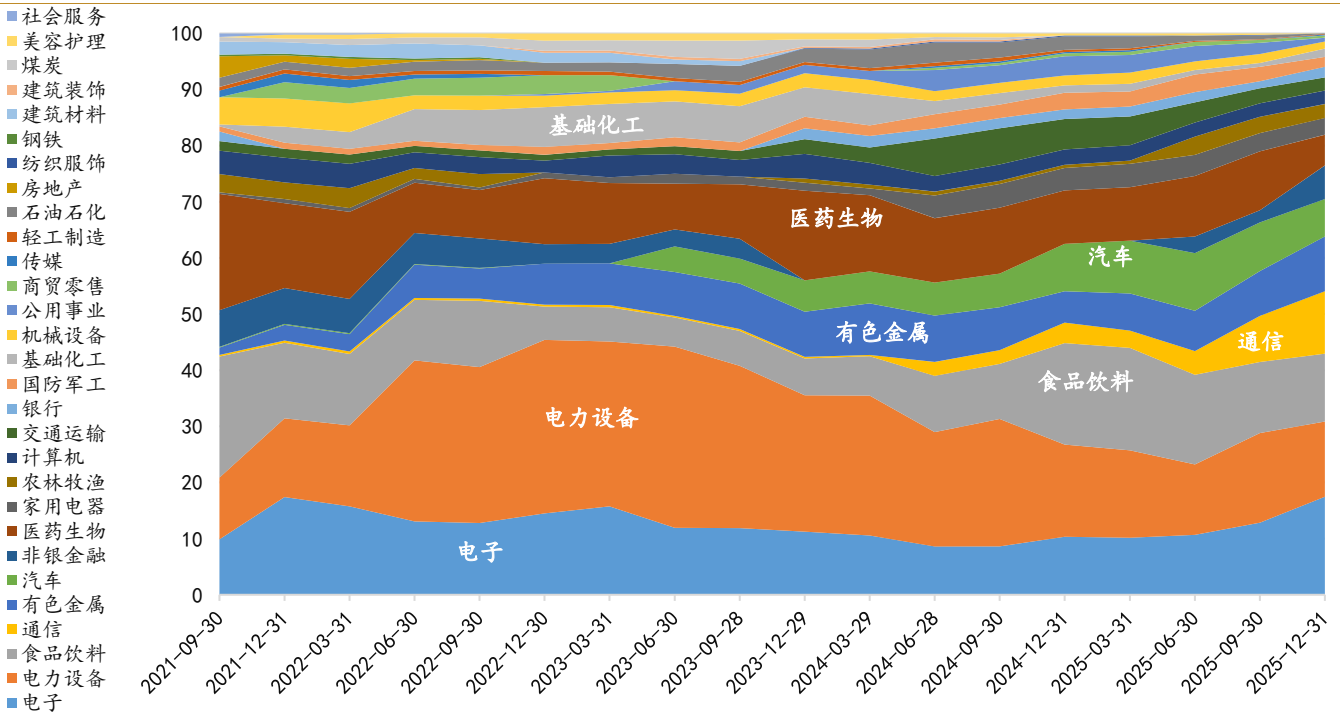
序号	申万 行业	沪深 300	300 成长	300 价值	300 红利	300 红利低波	300 现金流	300 质量	300 价值稳健
1	电子	15.83	19.85	2.78	--	--	2.49	3.72	7.42
2	银行	11.00	2.00	33.65	42.64	27.57	--	23.41	11.63
3	电力设备	9.03	14.05	1.99	--	--	3.69	16.05	6.64
4	非银金融	8.76	4.61	20.55	1.65	1.20	--	5.16	8.24
5	通信	8.27	13.97	2.93	1.38	2.45	16.65	3.16	8.75
6	有色金属	6.38	8.67	2.84	2.67	--	5.31	0.76	0.54
7	食品饮料	6.09	10.56	0.34	2.10	5.10	3.35	12.43	7.53

8	医药生物	4.45	5.16	--	--	4.59	0.26	5.41	5.80
9	汽车	3.55	6.41	3.60	1.52	--	10.87	1.68	8.33
10	计算机	3.48	1.96	--	--	--	2.56	5.59	3.33
11	家用电器	3.00	2.55	6.75	3.70	6.49	12.66	3.41	1.82
12	公用事业	2.80	0.61	1.95	--	9.47	1.00	--	5.56
13	交通运输	2.77	2.06	4.11	11.40	11.69	7.57	2.42	5.81
14	基础化工	2.34	1.82	1.53	1.76	2.17	3.52	4.87	3.49
15	机械设备	2.05	1.07	0.46	1.42	1.88	1.31	--	3.10
16	国防军工	1.95	1.94	--	--	--	--	--	--
17	石油石化	1.70	0.07	4.19	6.84	12.17	17.94	4.82	1.93
18	建筑装饰	1.41	--	4.33	3.48	8.05	--	--	1.45
19	煤炭	1.40	--	4.29	15.46	5.33	1.85	--	0.76
20	农林牧渔	1.10	2.07	1.42	--	--	2.97	2.73	2.04
21	建筑材料	0.61	--	0.59	1.34	--	1.05	--	1.48
22	传媒	0.54	0.18	--	--	--	0.64	1.86	1.45
23	钢铁	0.50	--	0.82	2.65	--	3.21	1.42	1.87
24	房地产	0.47	--	0.88	--	--	--	--	0.41
25	商贸零售	0.38	0.30	--	--	--	1.11	0.77	--
26	美容护理	0.07	--	--	--	--	--	0.32	--
27	轻工制造	0.05	0.10	--	--	1.86	--	--	0.64
28	纺织服装	0.03	--	--	--	--	--	--	--

数据来源: ifind, 金融街证券研究所, 数据截至 20260430

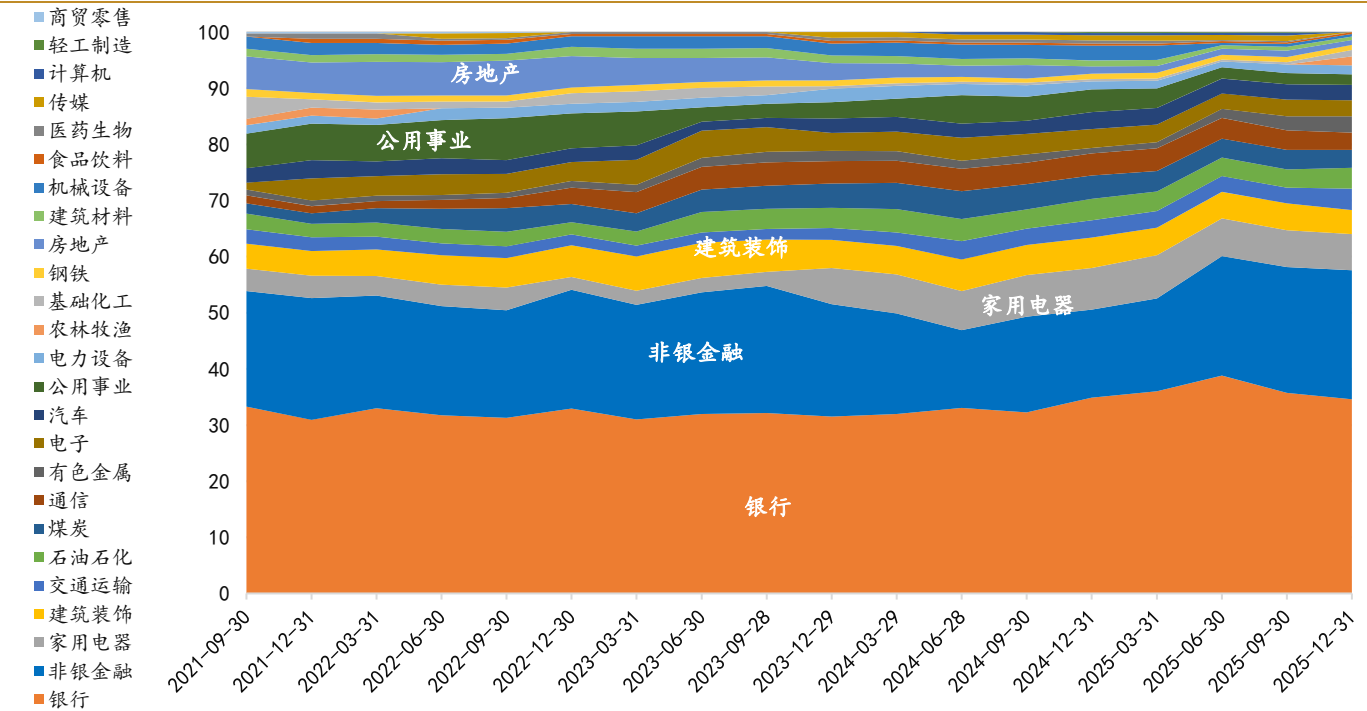
从历史行业分布看, 各策略主题指数的行业持仓保持了相对稳定的风格特征, 但也会随市场环境动态调整。如下图所示, 300 成长指数在 2021-2023 年期间电力设备和电子行业权重持续提升; 2024 年以来通信行业权重显著上升, 反映了 AI 产业浪潮对沪深 300 成分股风格和个股市值的双重影响。300 价值指数的银行行业权重长期保持在 30% 以上, 非银金融权重也维持在 20% 左右, 行业集中度较高, 收益表现与金融板块走势高度相关。

图 6: 沪深 300 成长指数历史行业分布



数据来源: 恒生聚源, 金融街证券研究所, 季度频率, 统计区间为 2021Q3-2025Q4

图 7：沪深 300 价值指数历史行业分布



数据来源：恒生聚源，金融街证券研究所，季度频率，统计区间为 2021Q3-2025Q4

（四）沪深 300 相关策略主题指数业绩复盘

我们对 2014 年 1 月 1 日至 2026 年 5 月 22 日期间沪深 300 各策略主题指数的收益表现进行复盘，发现不同策略之间的超额收益存在显著负相关性，且历史上策略的超额表现具有鲜明的轮动特征，这为后续构建风格轮动策略提供了契机。

从超额收益相关性看，如下表所示，300 成长指数与 300 价值、300 红利、300 红利低波指数的超额收益相关性均为负值，其中与 300 红利低波指数的相关性最低，达-58.37%。300 价值、300 红利、300 红利低波指数之间的超额收益相关性较高，均在 79%以上，说明这三类策略的收益驱动因素较为相似，均受益于低估值和高股息特征。300 质量指数与其他策略的相关性普遍较低，与 300 成长指数的相关性仅为-6.50%，说明高质量风格具有相对独立的收益来源。

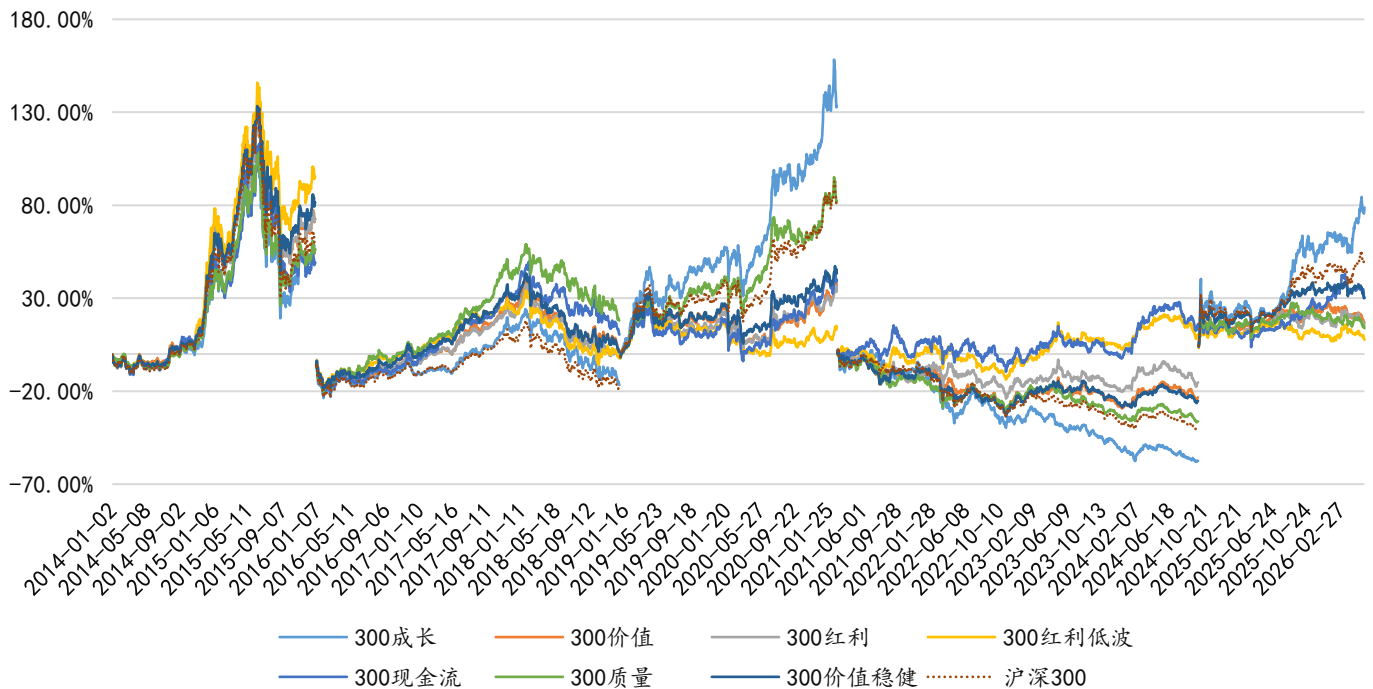
表 4：沪深 300 相关策略主题指数超额收益分析

	300 成长	300 价值	300 红利	300 红利低波	300 现金流	300 质量	300 价值稳健
300 成长	100.00%						
300 价值	-48.48%	100.00%					
300 红利	-53.75%	86.96%	100.00%				
300 红利低波	-58.37%	79.98%	87.06%	100.00%			
300 现金流	-39.60%	54.79%	67.56%	63.81%	100.00%		
300 质量	-6.50%	35.59%	40.14%	38.46%	30.50%	100.00%	
300 价值稳健	-40.99%	82.78%	77.17%	77.99%	54.90%	38.29%	100.00%

数据来源：ifind，金融街证券研究所，统计区间为 20140101-20260522

从分阶段累计收益率看，如下图所示，不同市场环境下各策略的表现差异显著。2014-2015 年的牛市行情中，各沪深 300 相关的策略主题指数呈现普涨，与沪深 300 指数走势基本一致；在 2016-2017 年的价值牛市中，300 价值、300 红利等低估值策略表现优异；在 2019-2020 年的核心资产行情中，300 质量和 300 成长指数领跑市场；在 2021-2022 年的震荡下行行情中，300 红利低波和 300 价值指数展现出较强的抗跌性；在 2024 年“924”以来的市场分化行情中，300 成长指数和 300 现金流指数曾先后成为市场领涨策略，截至 2026 年 5 月 22 日，300 成长指数保持了相对优势。整体来看，没有任何一种策略能够在所有市场环境下持续跑赢基准，策略轮动现象非常鲜明。

图 8：沪深 300 相关策略主题指数分阶段累计收益率统计



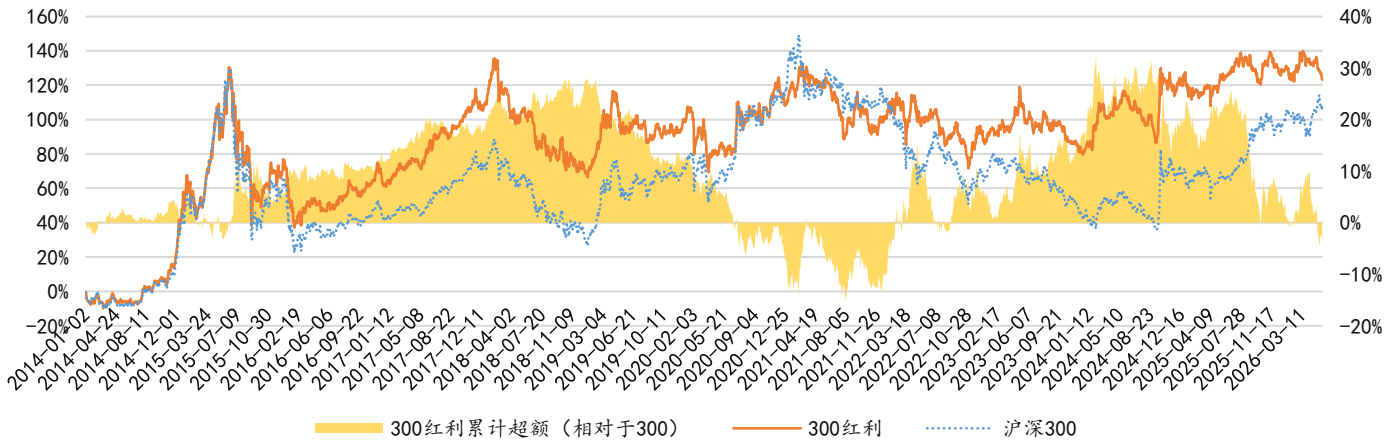
数据来源：ifind，金融街证券研究所，统计区间为 20140101-20260522

四、策略主题 ETF 配置探索

(一) 从基本面逻辑出发的指数择时：以 300 红利指数为例

基于策略主题指数的构建逻辑和风险收益表现，投资者可以通过两种方式进行策略 ETF 配置：一是从基本面逻辑出发、对单个风格进行动态择时，在风格占优阶段加大配置力度；二是在不同策略主题之间构建轮动策略，动态调整不同策略指数和 ETF 的配置比例。本章首先以红利风格为例，介绍单个风格超额择时的思路。

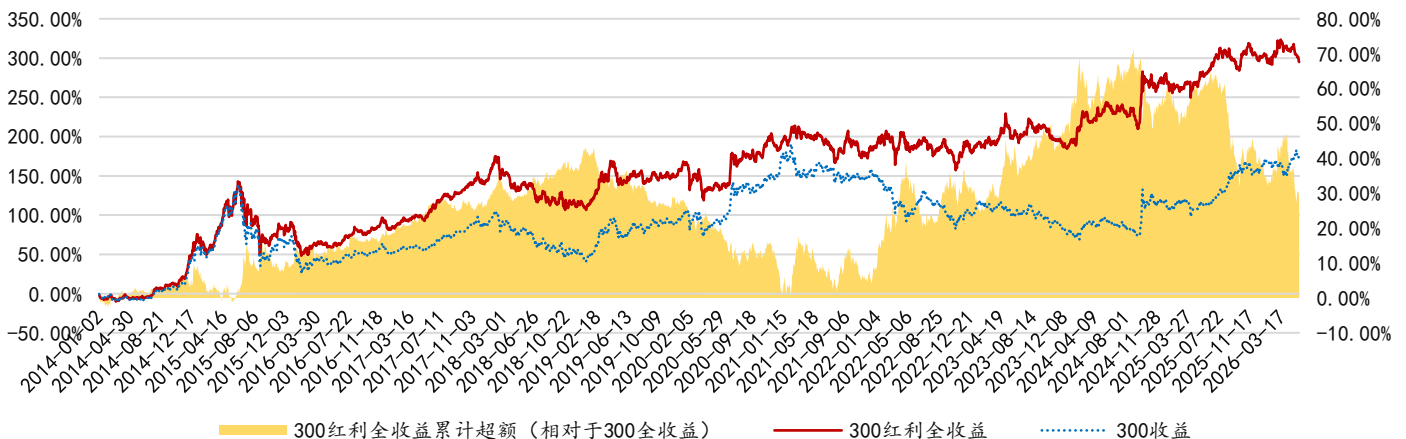
图 9：300 红利指数累计收益与累计超额



数据来源：ifind，金融街证券研究所，统计区间为 20140101-20260522

红利指数具有长期回报稳定、波动较低的特征，是中长期资产配置的重要标的。但从历史表现看，红利指数的超额收益并非持续存在，而是呈现明显的趋势性特征。如下图所示，300 红利指数在 2016-2018 年、2021-2022 年期间显著跑赢沪深 300 基准，而在 2019-2020 年期间则大幅跑输基准。因此，对红利风格进行有效择时，能够显著提升投资收益。

图 10：300 红利全收益指数累计收益与累计超额



数据来源：ifind，金融街证券研究所，统计区间为 20140101-20260522

从图 5 编制方案中，相关策略主题指数对红利风格的定义来看，红利风格主要通过指数的历史股息率来定义：

$$\text{股息率} = \text{派息总和} / \text{股票总市值}$$

$$\text{股息率} = (\text{派息总和} / \text{净利润总和}) * (\text{净利润总和} / \text{股票总市值})$$

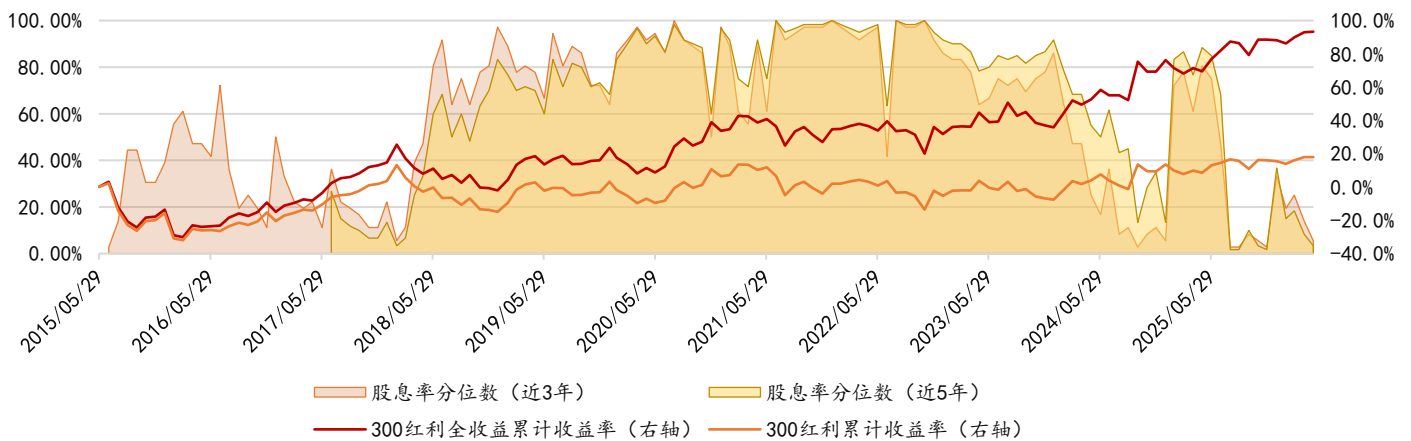
可写作：

$$\text{股息率} = \text{现金分红比例} * \text{市盈率倒数}$$

因此，从基本面逻辑出发，市场对红利风格定价主要围绕两个逻辑展开：一是稳定的股息回报；二是估值修复带来的资本利得。基于此，我们可以从资金现金回报、估值修复动因和跨资产性价比三个维度挖掘红利风格的择时信号。

- 1) 资金现金回报维度，关注股息率的历史分位数。股息率是衡量红利资产现金回报能力的核心指标。通常当股息率处于历史高位时，红利资产的配置价值凸显。如下图所示，300 红利指数的股息率分位数与累计收益率走势呈现较强的相关性，当股息率处于近 3 年或近 5 年 80% 以上分位数时，后续 300 红利指数往往能够获得较好的收益表现。

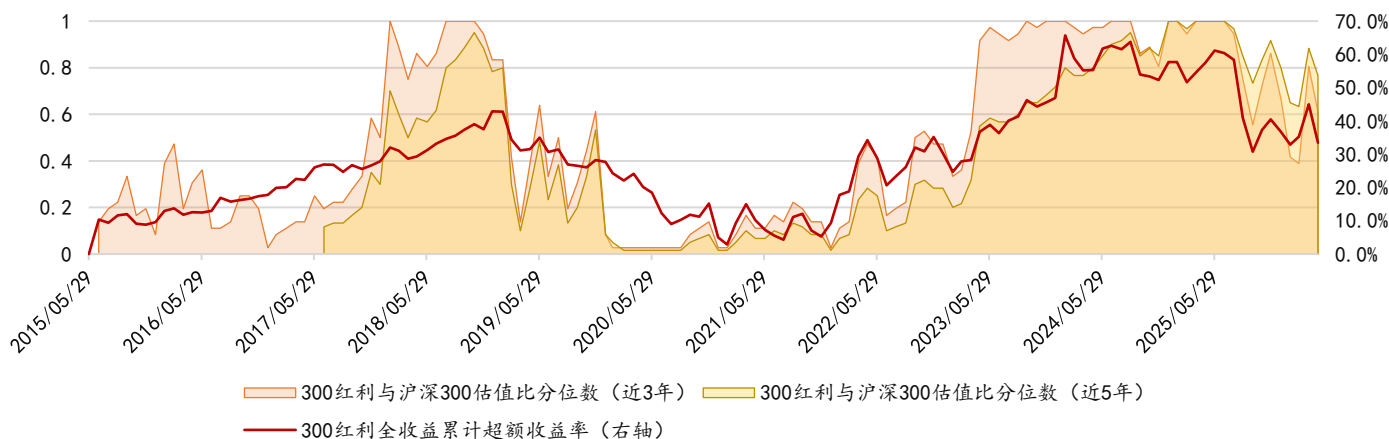
图 11：股息率分位数与 300 红利累计收益率走势对比



数据来源：ifind，金融街证券研究所，月度频率，统计区间为 201505-202604

- 2) 估值修复维度，关注相对估值的历史分位数。红利指数的超额收益很大程度上来源于估值修复，当红利指数相对于沪深 300 基准的估值处于历史低位时，存在较大的估值修复空间。如下图所示，300 红利与沪深 300 估值比分位数与累计超额收益率走势高度相关，当估值比分位数处于近 3 年或近 5 年 20% 以下分位数时，后续 300 红利指数往往能够获得显著的超额收益。

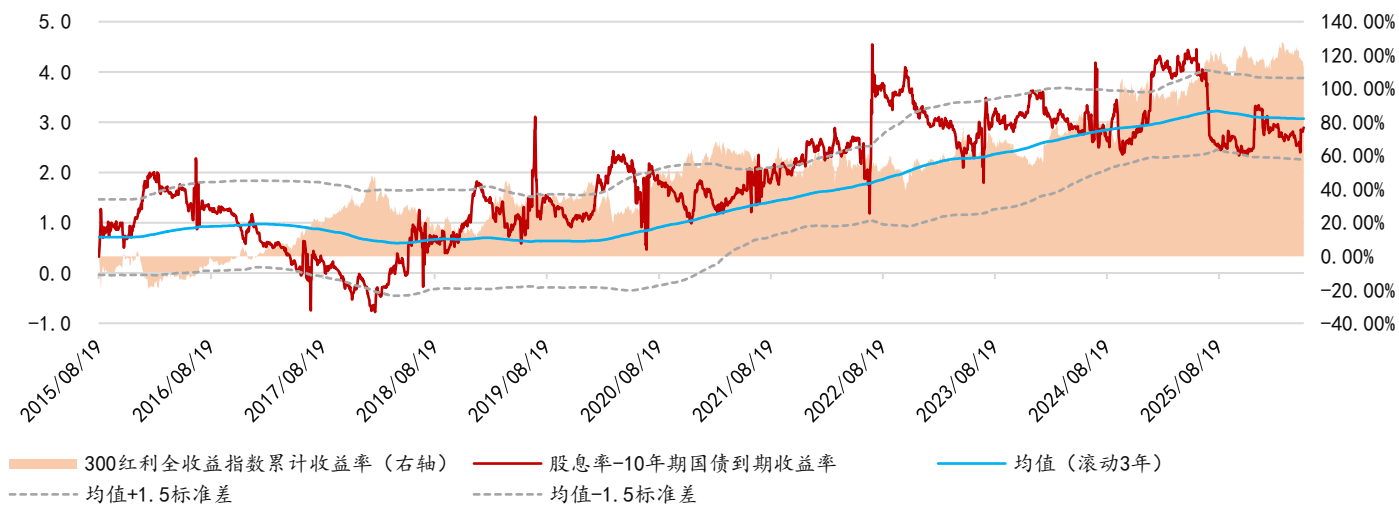
图 12: 相对估值分位数与 300 红利累计收益率走势对比



数据来源: ifind, 金融街证券研究所, 月度频率, 统计区间为 201505-202604

3) 跨资产性价比维度, 关注股债性价比。红利资产作为类固收资产, 其与债券的相对性价比是影响资金流向的重要因素。我们采用 300 红利指数股息率减去 10 年期国债到期收益率来衡量股债性价比, 如下图所示, 当该指标高于均值+1.5 标准差时, 红利资产相对于债券的配置价值极高, 往往是较好的建仓时机; 当该指标低于均值-1.5 标准差时, 红利资产的配置价值下降。

图 13: 基于 300 红利和 10 年期国债到期收益率的股债性价比走势



数据来源: ifind, 金融街证券研究所, 统计区间为 20150819-20260522

综上所述, 当股息率分位数、相对估值分位数和股债性价比三个信号同时处于极值分位水平时, 构成红利指数的左侧买入信号; 反之, 当三个信号同时处于相反的极值分位水平时, 红利指数或将面临调整压力。投资者可以根据这些信号动态调整红利风格的配置比例。

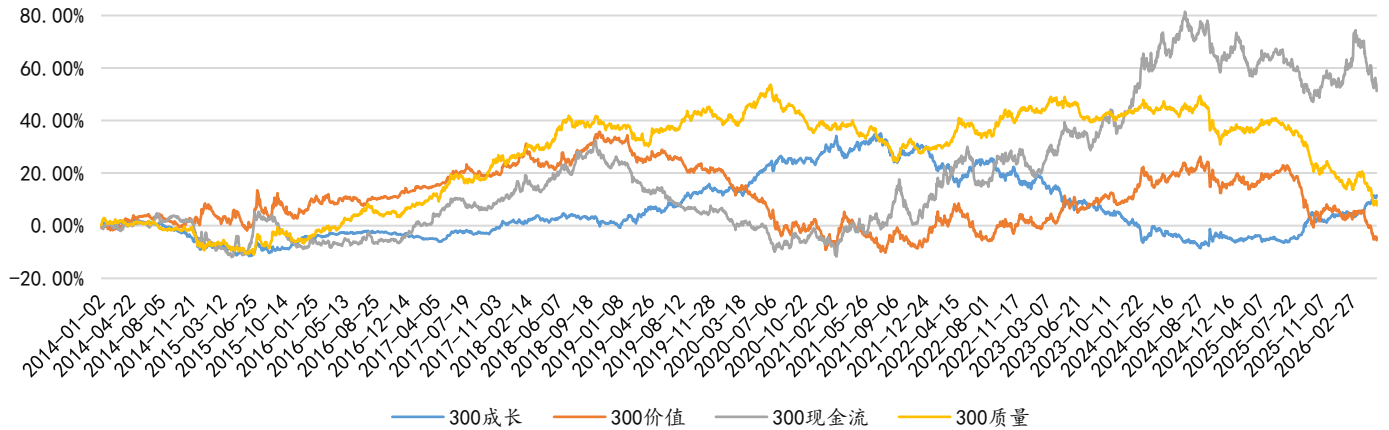
(二) 一种简单的策略轮动方法: 风格动量月度轮动组合

除了单个风格择时外, 风格动量轮动是另一种在中长期回测中较为有效的策略主题 ETF 配置方法。动量效应是金融市场中普遍存在的现象, 即过去表现较好的资产在未来一段时间

内仍将保持较好的表现。由于不同策略主题指数的超额收益存在显著的轮动特征，且具有一定的动量延续性（如图 14），因此可以通过构建风格动量轮动策略来获取超额收益。

首先，我们筛选出适合进行轮动的策略指数。根据前文的超额收益相关性分析，300 成长、300 价值、300 现金流和 300 质量四个指数的超额收益率两两相关性均在 50% 以内，风格差异显著，能够有效分散组合风险。如图 14 所示，这四个指数的累计超额收益率在中长期存在明显的趋势性特征，为动量轮动策略提供了基础。

图 14：沪深 300 相关策略主题指数累计超额收益率



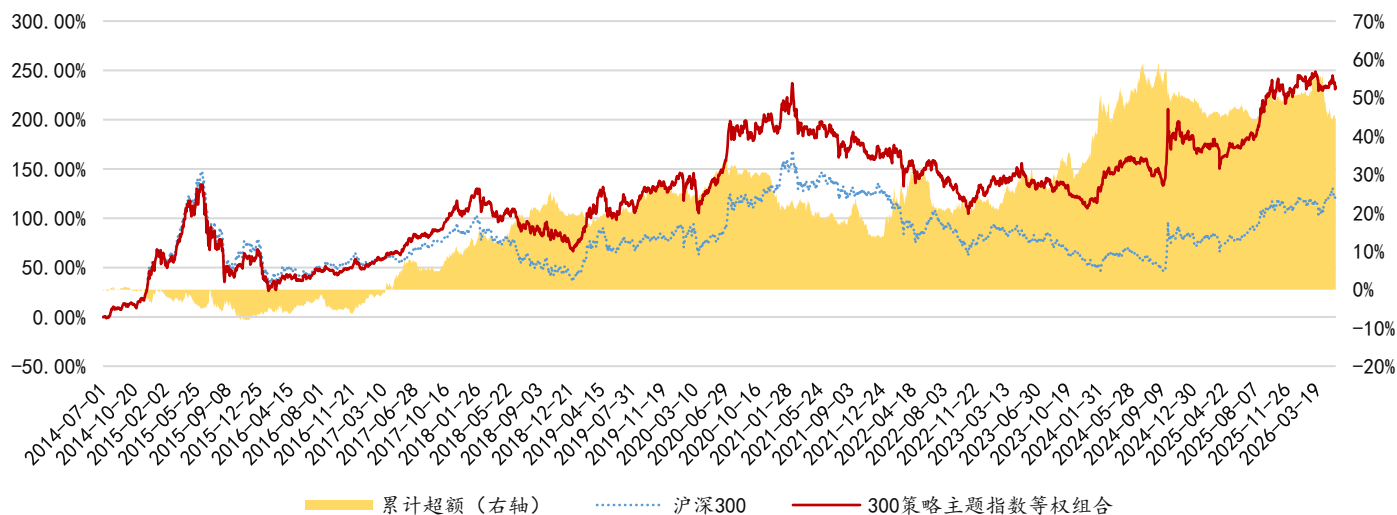
数据来源：ifind，金融街证券研究所，统计区间为 20140101-20260522

其次，我们构建风格动量轮动策略，具体规则如下：

- 1) **调仓频率**：月频调仓，在每个月最后一个交易日计算信号，并以收盘价执行调仓；
- 2) **动量指标**：采用过去 6 个月窗口的半衰加权收益率作为动量指标，半衰期设为 3 个月，赋予近期数据更高的权重，以更好地捕捉动量趋势的变化；
- 3) **选券规则**：每个调仓日，根据半衰加权收益率对四个指数进行排序，选取收益率最高的 2 个指数；
- 4) **配置方式**：对选中的 2 个指数进行等权配置，持有至下一个调仓日。

我们对该策略在 2014 年 1 月 1 日至 2026 年 5 月 22 日期间的表现进行回测，结果如下图所示。回测结果显示，风格动量轮动组合的累计收益率显著跑赢沪深 300 基准，累计超额收益率超过 40%。

图 15：沪深 300 相关策略主题指数动量轮动组合回溯



数据来源：ifind，金融街证券研究所，统计区间为 20140701-20260522

截至 2026 年 5 月 22 日，根据最新的动量信号，策略当前持有的是 300 成长指数和 300 现金流指数。这两个指数在过去 6 个月的半衰加权收益率表现最为突出，反映了当前市场对成长风格和现金流质量的偏好。

（三）小结展望

综上所述，策略主题 ETF 作为介于传统宽基 ETF 和主动管理基金之间的投资工具，为投资者提供了精细化的风格配置和因子投资选择。不同策略主题指数在编制方法、行业分布和收益风险特征上存在显著差异，且历史上表现出鲜明的轮动特征。展望未来，我们建议投资者重点关注以下两个方向的配置机会：

- 1) 关注成长和现金流信号的势能延续。2026 年以来，市场风格显著偏向成长，AI 产业浪潮的持续推进将继续为成长板块带来业绩支撑。同时，在宏观经济复苏仍存在不确定性的背景下，现金流充裕、盈利能力强的优质企业将更受资金青睐；
- 2) 红利类标的关注左侧买点。当前红利指数的股息率和相对估值均处于历史中等水平，股债性价比也较为合理。随着市场波动的加大和中长期资金的持续流入，红利类资产的配置价值将逐步凸显。建议投资者密切关注股息率分位数、相对估值分位数和股债性价比三个信号。

五、风险提示

- 1) 市场风格切换风险：策略主题 ETF 的收益表现高度依赖于市场风格，若市场风格发生快速切换，相关策略可能面临大幅跑输基准的风险。
- 2) 指数编制规则变更风险：若指数编制机构调整指数的选股规则、加权方式或成分股调整频率，可能导致指数的风格特征和收益表现发生变化。

- 3) **流动性风险**：部分规模较小的策略主题 ETF 可能存在流动性不足的问题，在大额申赎时可能面临较大的冲击成本。
- 4) **宏观经济风险**：宏观经济增速下行、通胀超预期、货币政策收紧等宏观经济因素可能对股票市场产生负面影响，进而导致策略主题 ETF 的净值下跌。
- 5) 本报告基于公开信息整理，回测结果仅展示历史规律，不构成任何投资建议。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此声明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

法律主体声明

本报告隶属于金融街证券股份有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可登录 www.jrjzq.com.cn 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露

评级说明

公司评级	买入--自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益 20%以上 增持--自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益 10%~20% 持有--自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益-10%~10% 卖出--自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益-10%以下
行业评级	强于大市--自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅 5%以上 中性--自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅-5%-5% 弱于大市--自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅-5%以下

相关证券市场代表性指数说明 本报告采用的基准指数--沪深 300 指数（简称基准）

免责声明

金融街证券股份有限公司具有证券投资咨询资格，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改、引用等。如有上述违法行为，本公司保留追究相关法律责任的权利。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。