

2021年11月15日

证券研究报告·金融工程专题报告

因子选股系列



基于价格动量和基本面动量的双动量选股策略

摘要

Huang et al. (2019) 指出, 传统的基本面因子表现不及技术因子, 主要是因为它们没有充分利用已知的全部基本面信息, 因此他们提出了一种新的度量基本面动量的方法——FIR (基本面隐含收益), 并将 FIR 与价格动量结合提出双动量策略。他们指出通过综合多个维度的基本面指标以及将基本面趋势纳入考量, 基本面动量因子可以获得相当不错的表现。我们在 A 股市场对 FIR 进行了相关实证, FIR 纳入了对基本面变量的滞后值和时间趋势的考量, FIR 通过两种方法构建——多元回归和预测组合法, 为了避免共线性, 我们采用预测组合法来预测结果。另外, 在我们证实了基本面动量和价格动量的相对独立后, 也将二者结合做了双动量策略。

(1) 中国股票市场的**价格动量因子**的趋势不明显, 呈现出不同时间段的上升和下降趋势不同, 总体上与股票下期收益呈反相关关系, 因子 IC 为 -0.0044, 多空组合平均月收益为 -0.15%。

(2) **基本面动量因子**为众多基本面因子中筛选而出的趋势信息显著的因子, 再经过多元回归或预测组合法构建出 FIR 隐含收益。FIR 的趋势比较明显, 与股票下期收益率呈正向关系, IC 为 0.0381, 多空组合平均月收益为 0.44%。

(3) **双动量策略**通过价格动量和基本面动量构建, 有两个潜在的优势。一是双动量能更好地利用股价特征所传递的有利信息。第二, 价格动量是一个相对快速移动的特征, 因为每年的回报是相对独立的, 而 FIR 是一个相对缓慢移动的特征, 因为它是基于水平和趋势, 而不是市场价值的变化。将这两种策略结合起来, 既能捕捉到快速移动的信息, 也能捕捉到缓慢移动的信息。在本研究中双动量策略比价格动量策略和基本面动量策略提升良多, 多空组合平均月收益为 0.85%。

为了探讨价格动量因子与基本面趋势动量因子是否提供了关于股价的新信息, 本文进行了 Fama-Macbeth 回归分析, 结果发现, 在排除了流通市值、账面市值比、IVOL、长短期反转等因素的影响之后, 价格动量与基本面动量仍然独立; 另外, 我们还绘制出不同时间段的价格动量, 基本面动量, 双动量策略的 5 分位投资组合累积收益率曲线图, 比较优劣; 我们还探讨了规模大小对三种策略效果的影响; 最后我们选择了几个具有代表性的股票分类, 分行业研究三种策略的效果。

风险提示: 本文的研究是基于对历史数据的统计和分析, 因子的历史收益率不代表未来收益率。若市场环境发生变化, 因子的最终表现可能发生改变。

西南证券研究发展中心

分析师: 邓缨函

执业证号: S1250517080005

电话: 023-67507084

邮箱: dyh@swsc.com.cn

相关研究

1. **BARRA 中国市场模型 (CNE6) 解读——因子选股系列 (2019-02-26)**
2. **波动率因子的改进: 异质波动率——因子选股系列 (2018-08-29)**
3. **基于方向波动率的选股因子研究 (2017-12-21)**
4. **风险度量方法探讨——混合风险指标 (2017-09-18)**

请务必阅读正文后的重要声明部分

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

目 录

1 变量构建与价格动量、基本面动量因子构建.....	1
1.1 变量构建.....	1
1.2 价格动量构建.....	1
1.3 基本面动量构建.....	1
2 基本面动量有效性检验.....	2
2.1 由基本面构成的价差组合的平均回报和阿尔法值.....	2
2.2 通过标准组合预测方法计算基本面隐含收益的结果.....	3
3 双动量因子有效性检验.....	4
3.1 基本面动量与价格动量二元组合分析.....	4
3.2 FAMA-MACBETH 回归.....	4
3.3 信息系数分析.....	5
4 分组检验.....	6
4.1 价格动量.....	6
4.2 基本面动量.....	7
4.3 双动量.....	8
4.4 策略对比.....	8
5 因子有效性的进一步分析.....	9
5.1 规模效应.....	9
6 总结与展望.....	11
7 风险提示.....	11
8 参考文献.....	11

图 目 录

图 1: 因子累计信息系数.....	6
图 2: 价格动量因子分组净值图	7
图 3: 基本面动量因子分组净值图	7
图 4: 双动量分组净值变化情况	8
图 5: 三种策略净值变化对比	9

表 目 录

表 1: 选取的变量及其构建方法	1
表 2: 由基本面构成的价差组合的平均回报和阿尔法值	2
表 3: 通过标准组合预测方法计算基本面隐含收益的结果	3
表 4: 每个投资组合的平均收益率超过无风险利率(一个月期美国国债利率)和相关的纽威-韦斯特 t 值	4
表 5: Fama-MacBeth 回归	5
表 6: 因子信息系数分析(2016 年下半年至今)	5
表 7: 三个动量策略的价差组合的平均回报和阿尔法值	9
表 8: 规模效应	10

基本面的预测能力通常被价格势头所掩盖，Huang et al. (2019) 认为原因是因为它们没有充分利用已知的全部基本面信息。一方面，已有因子往往集中于单个基本面指标（例如 BM）或者最多一类指标（例如 value）。另一方面，这些因子往往也只利用了最近的信息，并未考虑基本面数据的变化趋势。Huang et al. (2019) 利用基本面变量的趋势来预测公司未来基本面，即用一组基本面变量的多期移动平均（MA）来预测股票收益，构建了基本面隐含收益（fundamental implied return, FIR），也就是基本面动量因子。

我们选取了其中 6 个主要基本面变量的滞后值及其时间序列趋势，通过使用基本变量及其趋势与股票收益率的多元回归，我们构建了每个股票的基本隐含收益（以下简称 FIR）的测度。

1 变量构建与价格动量、基本面动量因子构建

1.1 变量构建

表 1：选取的变量及其构建方法

因子	构造方式
ROE	直接获取
ROA	直接获取
EARN	直接获取
APE	(营业总收入(收入)-营业成本(销售商品成本)-销售费用-管理费用-财务费用)/(滞后一个季度的股东权益合计)
CPA	(资产总计-应收账款净额(的变动)-存货净额(的变动)+递延收益(流动负债+非流动负债)+应付账款+所有应付费用(的变动)/滞后一个季度的总资产
GPA	(营业总收入(收入)-营业成本(销售商品成本))/总资产

数据来源：西南证券。注：考虑因子信息的滞后性和回归，t 时刻的收益率为 t 月底月收益率，同时月度数据我们滞后 1 个月，季度数据滞后 4 个月，半年和年度数据滞后 6 个月

1.2 价格动量构建

价格的动量采取过去的第 t-11 个月到第 t-1 个月(11 个月)的累计回报。

1.3 基本面动量构建

1.3.1 标准多元回归

首先，我们对每个股票收益率对所有预测因子进行横断面回归，

$$R_{i,t} = \alpha_t + \sum_{k=1}^K \sum_{L=1,2,4,8} \beta_{L,t}^k MA_{i,t-L}^k + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中为 α_t 截距，K 为基本变量数， $\beta_{L,t}^k$ 为的回归系数， $\varepsilon_{i,t}$ 为第 t 个月股票 i 的残差。

$$MA_{i,t,L}^k \text{ 的定义为: } MA_{i,t,L}^k, \text{ where } MA_{i,t,L}^k = \frac{F_{i,t} + F_{i,t-1} + \dots + F_{i,t-L+1}}{L} \quad (2)$$

其中， $F_{i,t-j}$ 表示公司 i 的基本面在第 j 个滞后季度的现实值， $MA_{i,t,L}^k$ 是一个流行的趋势度量移动平均线。

然后，我们利用第 $t+1$ 个月的预测收益，构建了公司 i 在第 t 个月的基本隐含收益 FIR。

$$FIR_{i,t} = \sum_{k=1}^K \sum_{L=1,2,4,8} E_t[\beta_{L,t+1}^k] MA_{i,t,L}^k \quad (3)$$

$E_t[\beta_{L,t+1}^k]$ 是具有 L 滞后的第 k 个基本变量的期望系数，定义为 $E_t[\beta_{L,t+1}^k] = \beta_{L,t}^k$ 。注意，我们没有在 (3) 中包括截距，因为它对所有的股票都是一样的，并不影响股票的排名。

1.3.2 组合预测方法

由于一家公司的基本面可能是相关的，不同时间段的趋势也不是独立的，因此我们的一些预测指标彼此之间可能具有高度相关性。在计量经济学上，这可以提高多元回归的多重共线性程度(1)，导致过拟合。

为了解决这个问题，我们考虑一种替代的预测组合方法。而对于中国市场的基本面变量来说，共线性严重，存在过拟合的情况，因此我们后续采用组合预测的方法。

这个方法非常简单，为了替代多元线性回归，我们现在对每一个 m 进行单变量回归，并估计 FIR 这类似于 (3)。但是，由于不同的可能意味着不同的截距，应该有加上截距。

$$FIR_{i,t} = \frac{1}{M} \sum_{m=1}^M FIR_{i,j}^m \quad (4)$$

2 基本面动量有效性检验

检验的样本期为 2016 年 6 月到 2021 年 3 月，使用上市交易的全部 A 股作为对象，为了保证数据的准确性，每月月初更新一次股票池，排除 ST 股、上市时间少于 2 年的股票。

2.1 由基本面构成的价差组合的平均回报和阿尔法值

表 2：由基本面构成的价差组合的平均回报和阿尔法值

		Alpha(%)				t-value				
因子	Mean	CAPM	FF3	FFC	FF5	Mean	CAPM	FF3	FFC	FF5
Panel A: Sort on a single variable w without its trends										
ROE	0.41**	0.43*	0.16	-0.04	0.04	2.09	1.96	0.99	-0.31	0.28
ROA	0.40**	0.42*	0.19	-0.01	0.04	2.10	2.00	1.11	-0.10	0.33
EPS	0.43**	0.46**	0.17	-0.03	0.03	2.19	2.03	1.07	-0.26	0.27
APE	0.44***	0.45**	0.24*	0.08	0.13	2.75	2.56	1.80	0.71	1.20
CPA	-0.14	-0.14	-0.09	-0.11	-0.14	-1.66	-1.62	-1.13	-1.36	-1.70
GPA	0.28**	0.29**	0.19	0.06	0.07	2.16	2.12	1.55	0.57	0.70
Panel B: Sort on a single variable w with its trends										
ROE	0.38**	0.41**	0.35*	0.24	0.26	2.20	2.32	1.95	1.36	1.44
ROA	0.42***	0.45***	0.40**	0.29*	0.29*	2.71	2.81	2.41	1.75	1.79
EPS	0.37**	0.41**	0.28	0.17	0.19	2.08	2.13	1.53	0.93	1.06
APE	0.22	0.24	0.21	0.13	0.12	1.42	1.56	1.32	0.80	0.77
CPA	0.01	0.02	-0.01	-0.01	-0.01	0.17	0.19	-0.09	-0.11	-0.13

		Alpha(%)				t-value				
GPA	0.28**	0.30**	0.29**	0.19	0.17	2.35	2.46	2.34	1.55	1.47

数据来源: Csmar 国泰安数据库, 西南证券

小组 A 基于单个变量形成五分位投资组合。在每个月初, 按照滞后 1 个月的单个变量的值进行五分位价差投资组合构建, 持有一个月。我们可以观察到, 当使用单个的因子时, 与外国市场不同的是, 我们的风险调整后的收益并不怎么显著。我们的模型也不能被 FF5, FFC 所解释。

组 B 是基于一个滞后 1 月的单一的基本变量, 但在构建价差投资组合时包含了它的趋势信息。具体来说, 在每个月末, 我们进行截面回归(4), 将其限制在单个基本变量(即 $K = 1$), 以估计 FIR 为(5)。在这样做时, 我们发现有些因子的趋势信息重要, 而有些因子的信息并不重要。但是总体来说, 加上了基本面的趋势信息后平均月收益得到了明显的提升。

2.2 通过标准组合预测方法计算基本面隐含收益的结果

多元基础及其趋势的使用, 其中一些是高度相关的, 可能会引起多元回归的多重共线性问题。我们采用一种备选的预测组合方法来构建 FIR, 它对每个预测器运行一个单变量回归来获得 FIR。然后使用单变量回归中所有 FIR 的平均值作为最终 FIR。

表 3: 通过标准组合预测方法计算基本面隐含收益的结果

	Low FIR	2	3	4	High FIR	H-L
Mean	-0.55*** (-3.18)	-0.17 (-1.58)	0.02 (0.32)	0.11 (1.18)	0.57*** (2.85)	0.44** (2.47)
CAPM	-1.02** (-2.52)	-0.63 (-1.56)	-0.42 (-1.16)	-0.32 (-0.92)	0.17 (0.56)	0.47** (2.55)
FF3	-0.48* (-1.98)	-0.02 (-0.13)	0.13 (0.84)	0.19 (1.13)	0.54** (2.36)	0.38* (2.07)
FFC	-0.19 (-0.91)	0.16 (0.98)	0.29** (2.05)	0.34** (2.10)	0.59** (2.46)	0.26 (1.43)
FF5	-0.34 (-1.54)	0.10 (0.72)	0.21 (1.62)	0.24 (1.47)	0.48** (2.01)	0.29 (1.56)

注: “***”、“**”、“*”分别代表参数在 1%、5%、10% 的显著性水平下显著, 下同, 不再说明。数据来源: 西南证券

在每个月初, 所有股票被 FIR 分成五个五等分, 其中底部五等分包含最低 FIR 的股票, 顶部五等分包含最高 FIR 的股票。价值加权投资组合在每个五分位数内构建, 并持有一个月。基本面动量是零投资策略, 即买入最高的投资组合, 卖出最低的投资组合, 可以看出平均收益率为每月 0.44% ($t=2.47$), 一般显著。可以看出随着 FIR 的增大, 月平均超额收益越高。

3 双动量因子有效性检验

3.1 基本面动量与价格动量二元组合分析

在本节中，我们研究基本动量控制价格动量的表现。在第 t 个月初，我们根据股票过去的收益(从第 $t-11$ 个月到第 $t-1$ 个月的 11 个月累计收益)，独立地将股票分成五组，并根据其 FIRs 分为五组。这种双重排序的交集产生了 25 个价值加权投资组合。

表 4：每个投资组合的平均收益率超过无风险利率(一个月期美国国债利率)和相关的纽威-韦斯特 t 值

Past return	FIR					
	Low FIR	2	3	4	High FIR	H-L
Loser	0.63 (1.60)	-0.09 (-0.34)	-0.37 (-1.32)	-0.25 (-0.88)	-0.54* (-1.78)	-0.71*** (-3.76)
2	-0.55*** (-3.08)	-0.02 (-0.12)	0.05 (0.29)	-0.02 (-0.14)	0.53** (2.42)	0.42*** (3.28)
3	-0.34* (-1.84)	0.04 (0.24)	0.30* (1.84)	0.15 (1.15)	0.23 (1.27)	0.16 (1.10)
4	-0.56*** (-2.70)	-0.14 (-0.66)	0.04 (0.25)	0.50*** (2.77)	0.66*** (3.03)	0.49*** (2.96)
Winner	-0.84** (-2.04)	-0.32 (-0.96)	-0.05 (-0.14)	0.01 (0.03)	0.87* (1.71)	0.73** (2.48)
W-L	-0.19 (-0.35)	-0.41 (-1.27)	-0.01 (-0.04)	-0.10 (-0.32)	0.24 (0.56)	

数据来源：西南证券

结果表明，基本面动量不同于价格动量。在每个过去收益的五分位数内，基本动量投资组合的平均收益率在 FIR 中单调地增加（除了第 1 分位）。然而在每个 FIR 五分位数内，价格动量投资组合的平均收益率趋势倾向于过去累积收益越高，平均收益率越低，存在反相关关系。

3.2 Fama-MacBeth 回归

对投资组合排序的一个补充方法是直接运行 Fama-MacBeth 回归 t 月的股票回报对过去的回报(即从 $t-11$ 月到 $t-1$ 月的 11 个月累积回报)和 $(t-1)$ 月末即 t 月初的 FIR。这种截面回归的优点是可以控制其他公司特征，其中可能包含有关变量的信息。因此，我们选择五个公司已经在文献中常用的特性，包括短期反转(股票回报 $t-1$ 月)，长期反转(累积股票回报之间月 $t-60$ 和月 $t-13$)，log 市值($t-1$)，账面值对市值(B/M)($t-1$)以及用 FF3 模型估计的特殊波动率 (IVOL, $t-1$)。

表 5: Fama-MacBeth 回归

因子	Dependent variable: one-month-ahead stock excess returns					
	1	2	3	4	5	6
Past return	-0.0024 (-0.3842)		-0.0045 (0.7676)	-0.0049 (-0.9479)		-0.0061 (-1.2145)
FIR		0.9357*** (3.4227)	0.9835*** (4.1776)		0.8499*** (3.9068)	0.8840*** (4.2079)
Short-term reversal				0.0024 (0.1881)	-0.0059 (-0.4349)	-0.0011 (0.0856)
Long-term reversal				-0.0006 (-0.8220)	-0.0005 (-0.7614)	-0.0007 (-0.9661)
Log size				0.0021 (1.3957)	0.0006 (0.3341)	0.0012 (0.8147)
B/M				-0.0280 (-4.1261)	-0.0253*** (-3.7135)	-0.0272*** (-3.9584)
IVOL				-0.1873*** (-5.6826)	-0.1779*** (-5.4853)	-0.1754*** (-5.4629)
R ²	0.2353	0.2270	0.2175	0.0485	0.3590	0.3114

数据来源：西南证券

前两列是股票收益对过去收益或过去 FIR 的回归结果，我们的过去收益的回归斜率为负但不显著，FIR 为正且显著。第 3 列是股票收益对过去收益和 FIR 同时回归的结果，此时二者同时显著。当我们在第 4 列到第 6 列中包括其他 5 个公司特征作为控制时，过去收益和 FIR 的回归斜率变化不大，并保持统计上的显著性。因此，表 4 和表 5 表明，股票市场的基本面动量和价格动量可能是独立的。

3.3 信息系数分析

为了进一步证明因子的有效性，我们对因子的信息系数 IC 进行分析。信息系数是指当期因子值与下期股票收益率之间的秩相关系数，IC 越大，表明因子对收益率的预测作用越强。

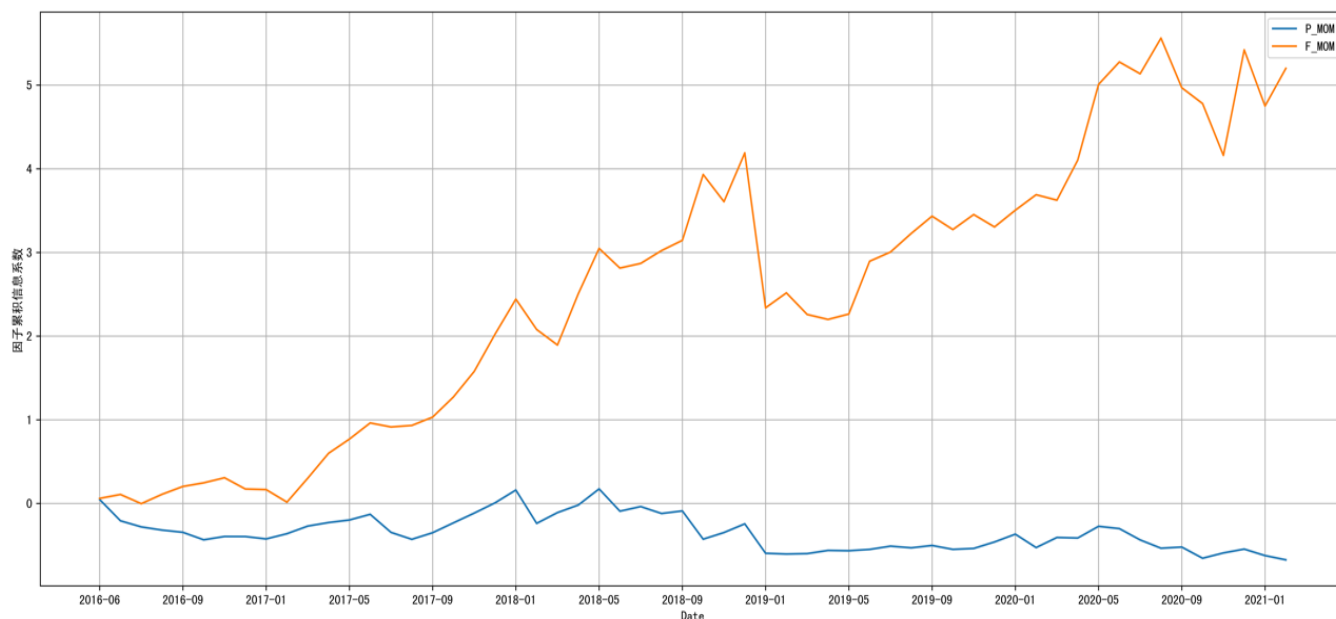
表 6: 因子信息系数分析(2016 年下半年至今)

	IC 均值	IC 标准差	t 统计量	IC 与均值同向的比例	IR
价格动量 (cumret)	-0.0044	0.1616	-0.2458	44.82%	-0.0290
基本面动量 (FIR)	0.0381	0.1100	2.5550	65.52%	0.3464

数据来源：西南证券

两个因子的 IC 序列均值均拒绝为 0 的原假设，其中，基本面动量的 IC 值最高，表明基本面动量与股票下期收益率之间的相关性最强，IR 比率（IC 均值除以标准差）的绝对值和 IC 序列与均值同向的比例也都是两个因子中最大的，说明了方向波动率差的有效性和稳定性。从表 6 的各项数据来看，基本面动量在选股上的有效性远远优于价格动量因子。

图 1：因子累计信息系数



数据来源：西南证券

从因子累计信息系数来看，价格动量因子的累计 IC 总体上以一个缓慢的速率下降，表明因子在样本期内都比较稳定。而基本面动量累计 IC 在样本期间内有上涨的趋势。

综上，通过分组检验和信息系数分析，可以得出如下结论：**基本面动量因子是显著有效的，而价格动量因子的有效性较差。**下文对因子有效性的进一步分析结合价格动量与基本面动量因子共同构建双动量策略以达到更好的效果。

4 分组检验

4.1 价格动量

我们这里按照过去收益的大小将股票分为 5 组，并在构建多空投资组合，划分时间段来观察动量策略的效果。由于我们的价格动量与下一期的股票收益率呈反相关关系，因此我们考虑在每月月初，在低过去收益率的分位买入股票，在高过去收益率的分位卖出股票来构建价格动量的策略。

图 2：价格动量因子分组净值图



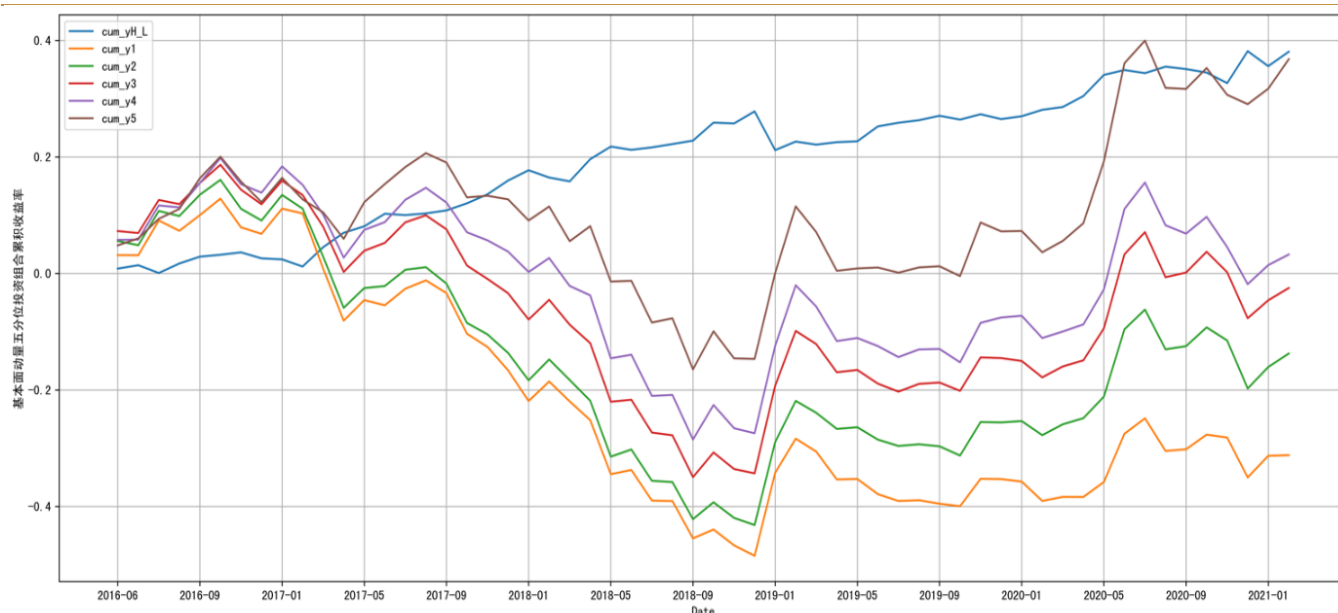
数据来源：西南证券

图 2 对比了 5 组不同过去收益组合历史净值变化情况，可以看出价格动量投资策略的效果相当不佳，多空价值组合仅能减小波动。

4.2 基本面动量

同样的，我们按照 FIR 的大小将股票分为 5 组，并在构建多空投资组合。由于我们的基本面动量与下一期的股票收益率呈正相关关系，因此我们考虑在每月月初，在高 FIR 的分位买入股票，在低 FIR 的分位卖出股票来构建价格动量的策略。

图 3：基本面动量因子分组净值图



数据来源：西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

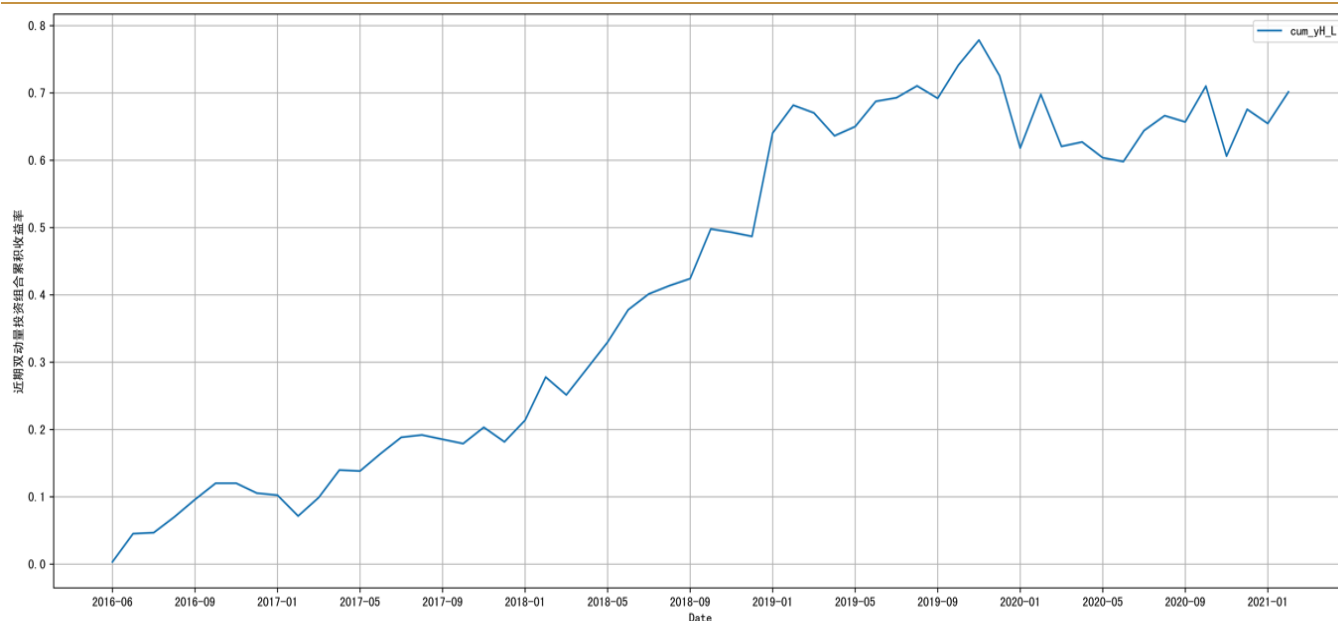
点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

图 3 对比了各组合的历史净值变化情况，我们可以清楚的看出 FIR 越高，累积组合收益就越高。

4.3 双动量

我们探讨是否可以结合基本面动量和价格动量策略来改善投资业绩。我们采取在过去最低回报和最高 FIR 五位数的交叉点买入股票(既在最低 20% 的过去股票池中，又在最高 20% 的 FIR 股票池中的股票)，在过去最高回报和最低 FIR 五位数的交叉点卖出股票（既在最高 20% 的过去股票池中，又在最低 20% 的 FIR 股票池中的股票）的策略。

图 4：双动量分组净值变化情况



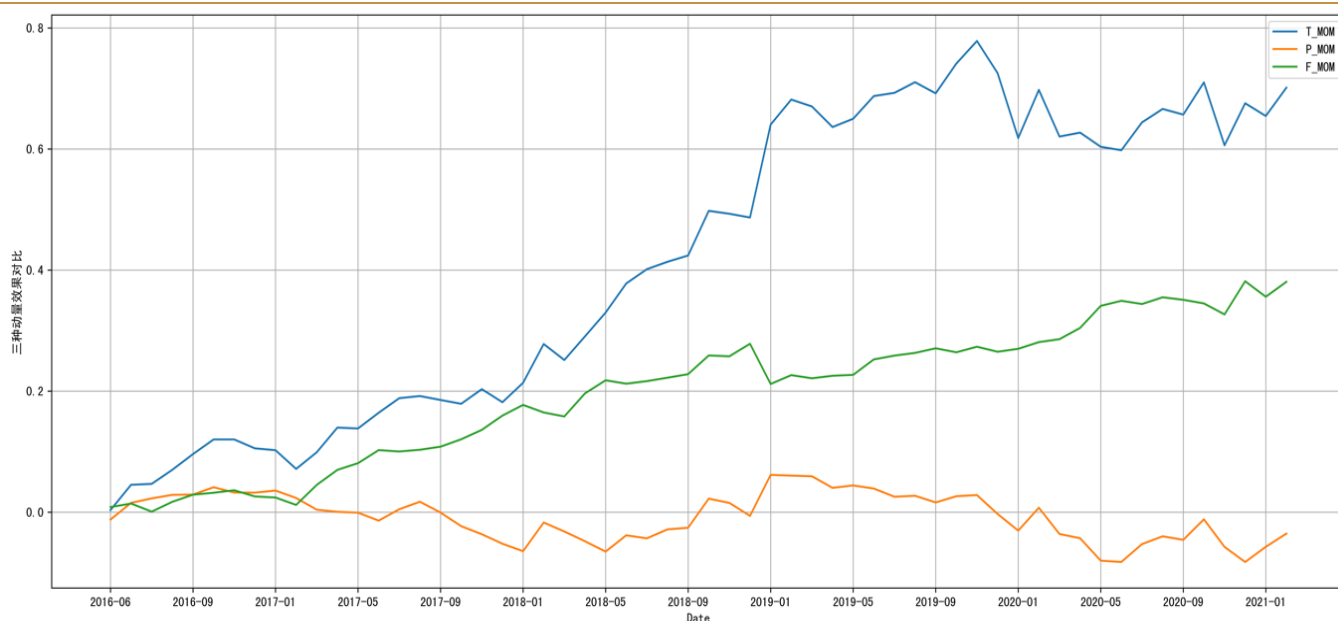
数据来源：西南证券

从图 4 我们可以清晰的看到双动量策略比两个单动量策略优秀很多。

4.4 策略对比

我们将各个动量策略来进行比较，可以看出双动量策略效果远远优于基本面动量策略和价格动量策略效果。而价格动量策略和基本面动量策略效果相近都不是很理想。

图 5：三种策略净值变化对比



数据来源：西南证券

表 7：三个动量策略的价差组合的平均回报和阿尔法值

	Mean	Alpha			
		CAPM	FF3	FFC	FF5
P_MOM	-0.15	-0.19	0.07	0.56***	0.29
	(-0.57)	(-0.63)	(0.28)	(4.22)	(1.23)
F_MOM	0.44**	0.48**	0.39**	0.27	0.29
	(2.49)	(2.56)	(2.09)	(1.46)	(1.57)
T_MOM	0.85**	0.83	1.00***	1.54***	1.22***
	(2.34)	(2.20)	(2.66)	(5.33)	(3.28)

数据来源：西南证券

双动量策略的平均回报为 0.85%，且显著，远远优于价格动量的 -0.15% 的平均月收益和基本面动量的 0.44% 平均月收益。

5 因子有效性的进一步分析

5.1 规模效应

众所周知，较小的公司倾向于表现出更强的错误定价，这困扰着现有的因素模型 (Fama 和 French, 2015)。这一事实提出了一个问题，即这两种动量是否主要集中在小企业。本小节通过排除低于给定规模阈值的公司，进一步探讨了我们的结果对规模的敏感性。

在对过去的收益和 FIR 进行双排序之前，我们剔除了所有市值在股票世界的底部 p 个百分点内的所有公司。具体来说，我们依次排除了底部 20%，40%，60%，80% 的公司分

请务必阅读正文后的重要声明部分

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

别计算价格动量、基本面动量和双动量的平均收益和风险调整收益。结果报告在表 6 的面板 A, B, C 和 D。

表 8：规模效应

	Mean	Alpha			
		CAPM	FF3	FFC	FF5
Panel A: Exluding smallest 20% stocks					
P_MOM	-0.28	-0.33	-0.09	0.40***	0.15
	(-1.02)	(-1.14)	(-0.33)	(3.21)	(0.65)
F_MOM	0.41**	0.45**	0.34*	0.23	0.23
	(2.21)	(2.34)	(1.83)	(1.23)	(1.25)
T_MOM	0.72*	0.71*	0.84**	1.39***	1.07***
	(1.97)	(1.92)	(2.27)	(5.04)	(2.97)
Panel B: Exluding smallest 40% stocks					
P_MOM	-0.41	-0.46	-0.21	0.29**	0.04
	(-1.44)	(-1.52)	(-0.78)	(2.36)	(0.17)
F_MOM	0.37*	0.42**	0.30	0.20	0.16
	(2.00)	(2.13)	(1.60)	(1.03)	(0.90)
T_MOM	0.50	0.51	0.61	1.18***	0.83**
	(1.33)	(1.34)	(1.61)	(4.31)	(2.23)
Panel C: Exluding smallest 60% stocks					
P_MOM	-0.51	-0.56*	-0.29	0.25*	0.00
	(-1.64)	(-1.68)	(-0.99)	(1.88)	(0.00)
F_MOM	0.35*	0.39*	0.29	0.18	0.13
	(1.72)	(1.86)	(1.39)	(0.82)	(0.64)
T_MOM	0.19	0.26	0.34	0.89***	0.53
	(0.49)	(0.69)	(0.92)	(3.20)	(1.43)
Panel D: Exluding smallest 80% stocks					
P_MOM	-0.46	-0.49	-0.20	0.35**	0.06
	(-1.35)	(-1.39)	(-0.69)	(2.62)	(0.23)
F_MOM	0.16	0.21	0.10	-0.02	-0.11
	(0.73)	(0.92)	(0.43)	(-0.11)	(-0.53)
T_MOM	-0.27	-0.16	-0.07	0.36	-0.06
	(-0.72)	(-0.44)	(-0.20)	(1.30)	(-0.16)

数据来源：西南证券

表 8 提供了两个有趣的观察结果。第一，基本面动量和双动量存在于所有大小的群体中。尽管它们的表现随着规模门槛的变化而改变。第二，价格动量策略在低市值的股票中才有一定的参考性，与我们的结论相对应。

6 总结与展望

本文利用 A 股市场主要基本面的时间序列趋势，证明了 A 股市场中基本动量的存在。我们的研究结果为基本面因素影响资产定价的论点提供了支持。通过利用价格动量和基本面动量的信息构成的双动量策略，在不承担额外风险的情况下，能够超越价格动量和基本面动量分别实施的策略效果，能够达到平均月收益为 1.65% 的效果。

有许多与基本面及其趋势相关的问题值得未来研究关注。首先，债券、大宗商品和外汇市场等其他市场是否存在双重动量效果，这是一个有待解决的问题。第二，双动量因子可以解释个股、股票异常和共同基金的回报程度。第三，当我们使用简单的回归和预测组合方法时，可以开发更复杂的非线性计量模型来充分利用趋势信息去证明基本面在资产定价中的更大作用。

7 风险提示

本文的研究是基于对历史数据的统计和分析，因子的历史收益率不代表未来收益率。若市场环境发生变化，因子的最终表现可能发生改变。

8 参考文献

Twin Momentum Fundamental Trends Matte (2021-06)

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn

请务必阅读正文后的重要声明部分

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>